

原油レポート

< 原油高の修正局面 >

1. 原油市況～景気減速観測が相場を下押し

原油相場（WTI、期近物）は、1月3日に史上最高値となる1バレル＝100.09ドルをつけた後に下落し、1月後半以降は90ドル前後の推移が続き、2月7日の終値は88.11ドルであった。

原油相場は昨年後半からの上昇が急であったため、景気減速観測とあいまって、当面の石油需要を減退させやすくなっている。また、金融市場を中心とした混乱が続いたため各業界で資材の発注や目先の生産計画が慎重化している可能性がある。そうした影響は、今後、原油市場でも在庫増などの形で現れてくる可能性がある。目先は、昨年後半からいってきた原油高の修正が起こりやすくなっているとみられる。

2. トピック～原油高の修正局面

原油相場は、2008年1月には100ドル超えの高値をつけた。しかし、原油相場を取り巻く環境が変化しており、目先は昨年後半からの原油高が修正される可能性がある。

金融市場等の混乱を受けて、各方面で需要動向の先行きへの懸念が広がっており、資材の発注や生産計画が慎重になった影響が目先の景気指標を悪化させ、商品需給を緩和させると考えられる。石油市場においても製品需給は緩み始めており、今後、原油在庫の増加などが見込まれる。また、価格上昇リスクをヘッジするための実需筋の先物買いも見合わせられやすいであろう。

中長期的な視点からインフレリスクを回避するための投資先として原油に注目する見方は続く可能性があるが、ドル下落のリスクを回避するための投資先としての魅力は薄れてきているように思われる。また、足元では、昨年後半に低迷が続いた銅やアルミニウムなどの相場に調整一巡感が出始めていることも、コモディティ市場の中での原油への関心を弱める材料になっていると考えられる。

投機筋の買い越しポジションが解消されると、相場は5～10ドル程度押し下げられるであろう。原油相場（WTI）は、一時的に80ドル前後まで下落する可能性がある。



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

調査部

【お問合せ先】 芥田 (tomomichi.akuta@murc.jp)

次回公表日：2008年2月21日（木）頃

本レポートは情報提供を唯一の目的としており、何らかの金融商品の取引勧誘を目的としたものではありません。

また、掲載された意見・予測等は資料作成時点での判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

「原油レポート」のメール配信サービスを提供しています。ご希望される方は、「原油レポート配信希望」と記して上記E-mailアドレスに送信して下さい。また、配信停止をご希望される方は、「原油レポート配信停止」と記して上記E-mailアドレスに送信して下さい。

1. 原油市況；景気減速観測が相場を下押し

原油相場（WTI、期近物）は、1月3日に史上最高値となる1バレル＝100.09ドルをつけた後に下落し、1月後半以降は90ドル前後の推移が続き、2月7日の終値は88.11ドルであった。

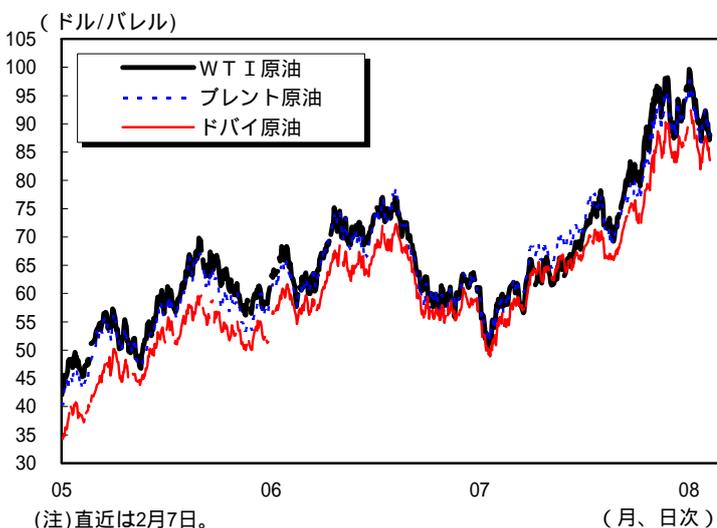
最近の相場変動の材料をみると、まず、1月30日には米国の追加利下げを受けて、ドル安や景気下支え観測が原油高の材料とされたものの、上値は限定的であった。31日には弱めの米景気指標が発表され相場は反落した。また、2月1日のOPEC総会では増産が見送られたものの、生産枠の据え置きは市場の予想通りであり相場の反応は限られた。むしろ、同日発表された米景気指標が弱めにでたことを受けて原油相場は下落した。さらに、6日に米国週次石油統計が発表され、原油在庫の大幅増加が示されて相場が下落した。

原油相場の先物カーブを見ると、2007年後半以来、期近物をピークに期先になるほど価格が安くなるバックワーデションが続いていたが、足元ではその程度がかなり緩まってきた（図表6）。原油や暖房油の先物市場における投機筋のポジションをみると、12月後半から拡大していた買い超幅は、1月半ばから縮小している（図表7～8）。

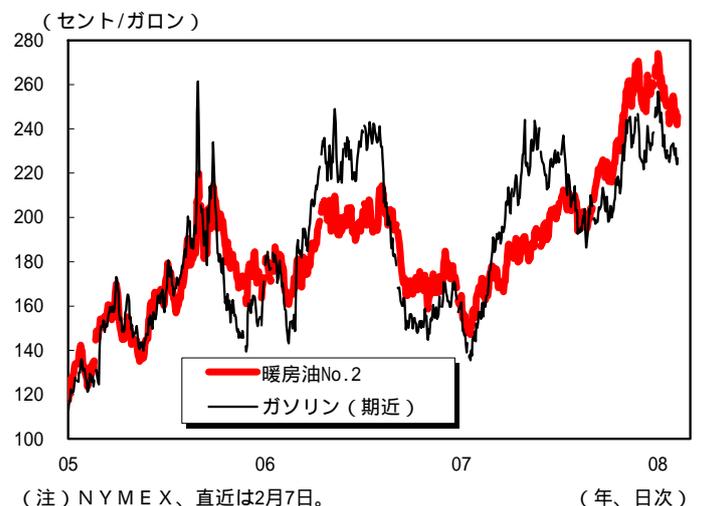
原油市場を取り巻く環境は変化してきている。昨年後半には、サブプライムローン問題への懸念、ドル安、原油高の思惑による投機が起こりやすかったが、現在はそうした取引が注目を集め難くなってきている。また、コモディティ市場全般の中でも、これまで低迷していた銅など他の商品市況に比べて原油は割高感がある状況であろう。投機筋の原油への関心は薄らぎつつあるとみられる。

原油相場は昨年後半からの上昇が急であったため、景気減速観測とあいまって、当面の石油需要を減退させやすくなっている。また、金融市場を中心とした混乱が続いたため各業界で資材の発注や目先の生産計画が慎重化している可能性がある。そうした影響は、今後、原油市場でも在庫増などの形で現れてくる可能性がある。目先は、昨年後半から続いてきた原油高の修正が起こりやすくなっているとみられる。

（図表1）原油市況の推移

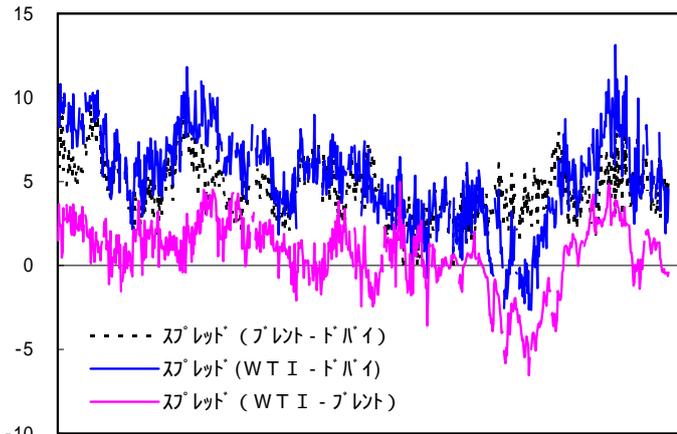


（図表2）石油製品市況の推移



(図表3) 油種間スプレッドの推移

(ドル/バレル)



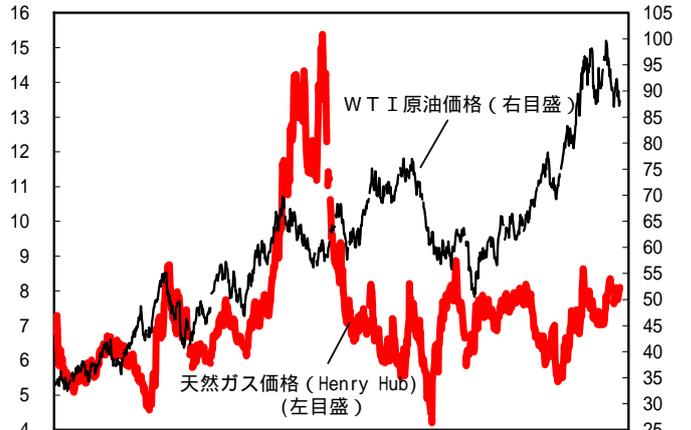
(注) 直近は2月7日。

(年、日次)

(図表4) 米国天然ガス市況の推移

(ドル/百万Btu)

(ドル/バレル)



(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略

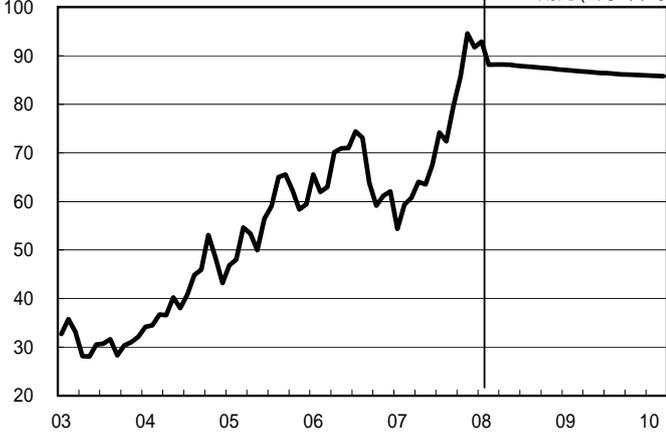
(注2) 直近は2月7日。

(年、日次)

(図表5) WTI原油先物価格の限月推移

(ドル/バレル)

期先(2月7日時点)



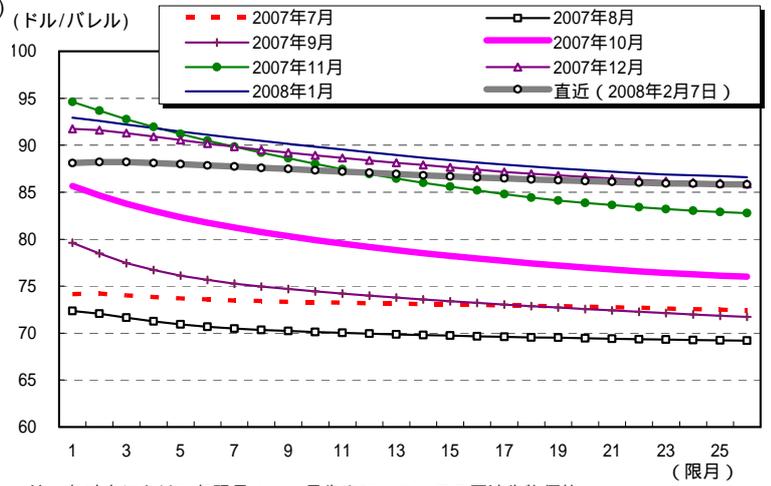
(注) 限月は26ヵ月先まで、2008年2月7日時点

(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(年、月次)

(図表6) WTI原油の先物カーブ

(ドル/バレル)



(注) 各時点における各限月(26ヵ月先まで)のWTI原油先物価格

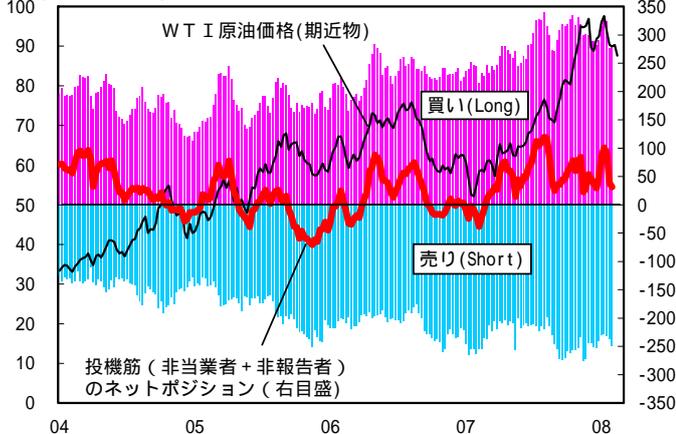
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(限月)

(図表7) 投機筋のポジション(原油)

(ドル/バレル)

(千枚)



(注1) ポジションの直近は1月29日時点、WTI原油は2月6~7日平均値。

(注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザー以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で、ほとんどが投機を目的としていると推察される。

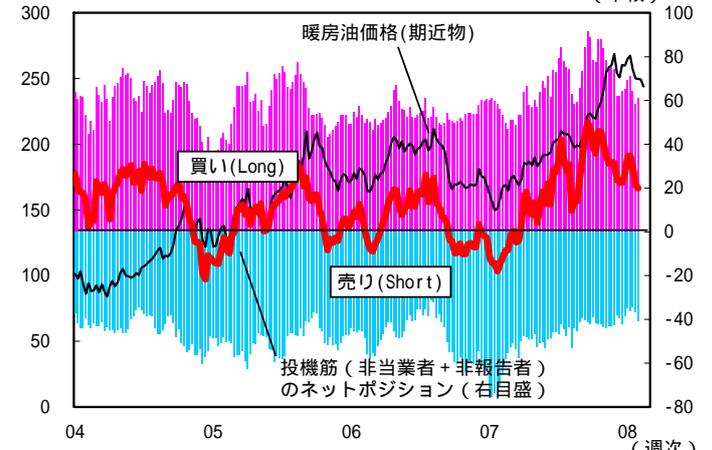
(出所) CFTC

(年、週次)

(図表8) 投機筋のポジション(暖房油)

(セント/ガロン)

(千枚)



(注1) ポジションの直近は1月29日時点、暖房油価格は2月6~7日平均値。

(注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザー以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で、ほとんどが投機を目的としていると推察される。

(出所) CFTC

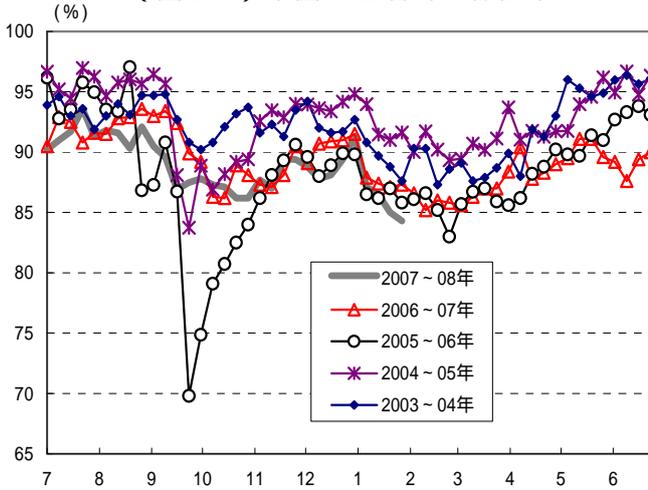
(週次)

2. 品目別需給動向

(1) 米国原油需給；製油所稼働率が低下し、原油在庫の増加が続く

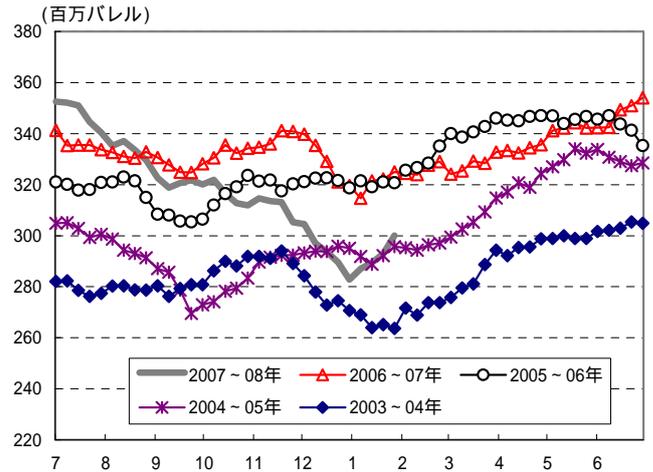
米国の製油所の稼働率は2月はじめにかけて低下が続いている。石油製品の価格上昇が小幅にとどまり、石油精製におけるマージンが縮小していることが一因として指摘される(図表9)。原油需要が伸び悩んでおり、国内生産を中心に原油供給が伸び悩む中でも、原油在庫は増加が続いている(図表10)。

(図表9) 米国の製油所の稼働率



(注)直近値は2月1日
(出所)米国エネルギー情報局(EIA)

(図表10) 米国の各年の原油在庫

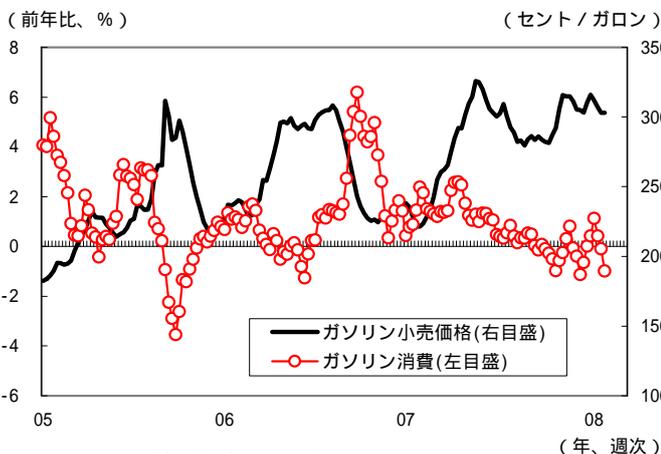


(注)SPRを除く原油在庫、直近値は2月1日
(出所)米国エネルギー情報局(EIA)

(2) 米国石油製品；製品在庫が小幅増加

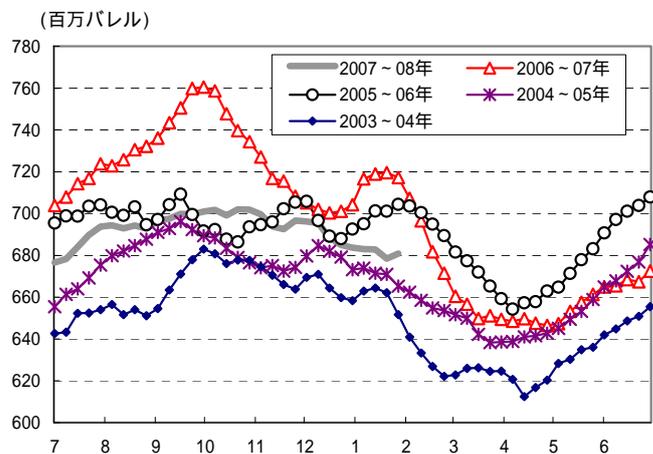
ガソリン小売価格(全米平均)は1月第1週に3.16ドルと7ヵ月ぶりの高値をつけた後、下落している(2月第1週は3.03ドル)。ガソリン需要は伸び悩んで前年並みにとどまっており、需要の弱さを反映してガソリン在庫は増加傾向が続いている。気温が平年並みに推移する中で、暖房油在庫は安定しているが、ガソリン在庫の増加により、石油製品全体の在庫水準はやや増加している(前頁図表12)。

(図表11) ガソリン消費と価格の推移



(注)ガソリン消費は速報系列の4週移動平均
(出所)EIA

(図表12) 石油製品在庫の推移

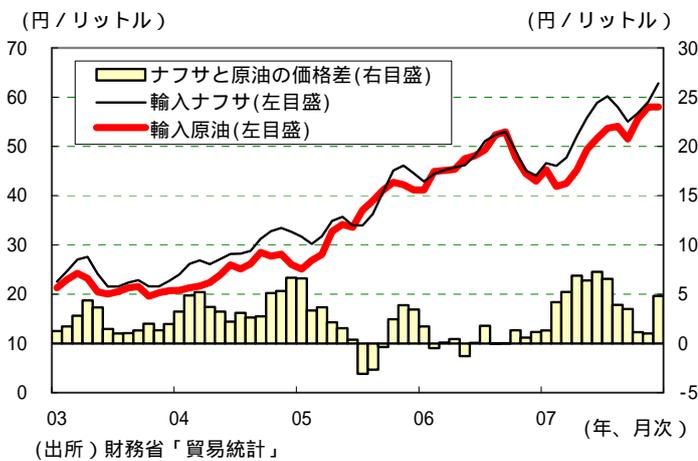


(注)直近値は2月1日
(出所)米国エネルギー情報局(EIA)

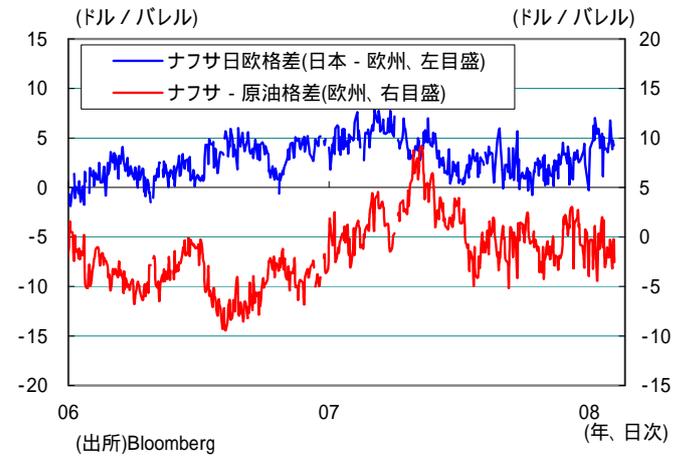
(3) ナフサ；アジアを中心に相対的に底固い値動き

日本の12月の輸入ナフサ価格（通関）は、1リットルあたり62.8円に上昇した（図表13）。12月の原油輸入価格は前月比横ばいであり、ナフサと原油との価格差が拡大した。1月以降の相場動向をみると、ナフサと原油の価格差（欧州）は安定しており、原油相場下落に見合っ
てナフサ相場も下落している（図表14）。米国を中心に需要鈍化などにより精製マージンが小さくなる傾向があるが、アジアではガソリンやナフサの需要が堅調であり、アジアのナフサ相場は相対的に底固く推移している（図表15）。

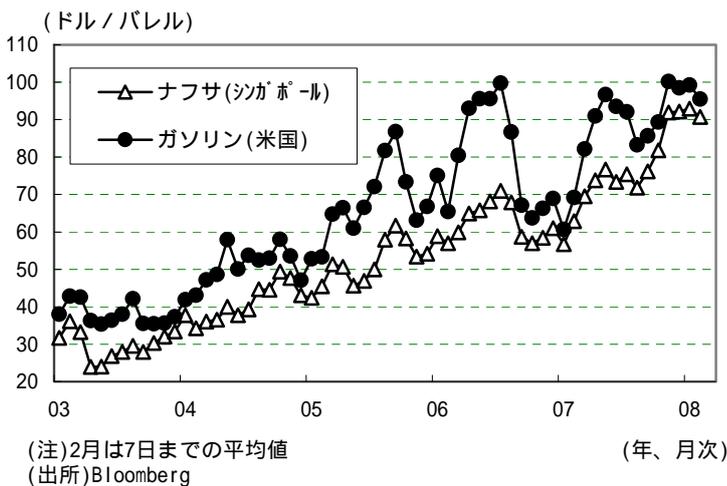
（図表13）日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



（図表14）ナフサの日欧格差とナフサ・原油価格差



（図表15）米国のガソリンとシンガポールのナフサ価格



3. OPECの生産動向

1月のOPEC 13ヶ国の原油生産（日量）は、前月比+12万バレル増加した。生産枠が適用される12カ国（イラクを除く）では同+20万バレルの増加であった（図表16、Bloombergによる推計値）。ナイジェリアやイラクの生産が低迷したものの、サウジアラビア、イラン、アラブ首長国連邦（UAE）などの生産が増加した。

なお、OPECは2月1日の特別総会において、生産枠の据え置きを決定した。この特別総会は、原油高騰の影響、冬場の天候、世界景気の動向等の不確定要素が多く、原油市場の見通しが非常に難しいと判断されたため、昨年12月の特別総会において開催が決定された総会であった。結局、景気の現状や今後予想される景気減速を勘案すると、現在の生産量は需要を満たすのに十分であるとの判断に至ったようである。

生産枠が据え置かれたものの、2月に入ってイランが革命後最高水準の生産量を達成したと発表し、イラクのキルクーク油田からの生産も回復傾向にあることなどから、生産量は緩やかに増加しているとみられる。

今回は、3月5日に定例総会が予定されている。イラク、ベネズエラ、リビアなどからは、石油需要の端境期となる4~6月期に向けて減産を決定すべきとの声が出ているものの、今のところ「原油市場が大きく変化しなければ現状維持（バドリ事務局長）」といった据え置き路線が中心とみられる。

（図表16）OPECの生産動向

国名	生産量 (1月)	生産量 (12月)	超過量 (1月)	生産枠 (07年11月~)	産油能力	稼働率	生産余力 (1月)
アルジェリア	141.0	141.0	5.3	135.7	145.0	97.2%	4.0
アンゴラ	185.0	181.0	-5.0	190.0	190.0	97.4%	5.0
エクアドル	50.0	50.0	-2.0	52.0	50.0	100.0%	0.0
インドネシア	83.0	84.0	-3.5	86.5	85.0	97.6%	2.0
イラン	390.0	384.0	8.3	381.7	400.0	97.5%	10.0
イラク	226.0	234.0	-	-	250.0	90.4%	24.0
クウェート	252.0	250.0	-1.1	253.1	255.0	98.8%	3.0
リビア	178.0	175.0	6.8	171.2	175.0	101.7%	-3.0
ナイジェリア	206.0	215.0	-10.3	216.3	250.0	82.4%	44.0
カタール	80.0	80.0	-2.8	82.8	85.0	94.1%	5.0
サウジアラビア	920.0	910.0	25.7	894.3	1,080.0	85.2%	160.0
UAE	258.0	253.0	1.3	256.7	265.0	97.4%	7.0
ベネズエラ	243.0	243.0	-4.0	247.0	250.0	97.2%	7.0
OPEC 13カ国	3,212.0	3,200.0	-	-	3,480.0	92.3%	268.0
OPEC 12カ国	2,986.0	2,966.0	18.7	2,967.3	3,230.0	92.4%	244.0

（注1）超過量（1月）=生産量（1月）-生産枠（07年11月~）。

（注2）国別生産枠は一時的にOPEC事務局が公表していたもの（その後、撤回された）等による。

（注3）産油能力は、30日以内に生産可能で、かつ90日以上持続可能であることが条件。

（注4）サウジアラビアとクウェートの生産量には中立地帯の生産量が1/2ずつ含まれる。

（注5）稼働率（%）=生産量（1月）/産油能力*100

（注6）生産余力=産油能力-生産量（1月）

（資料）Bloomberg

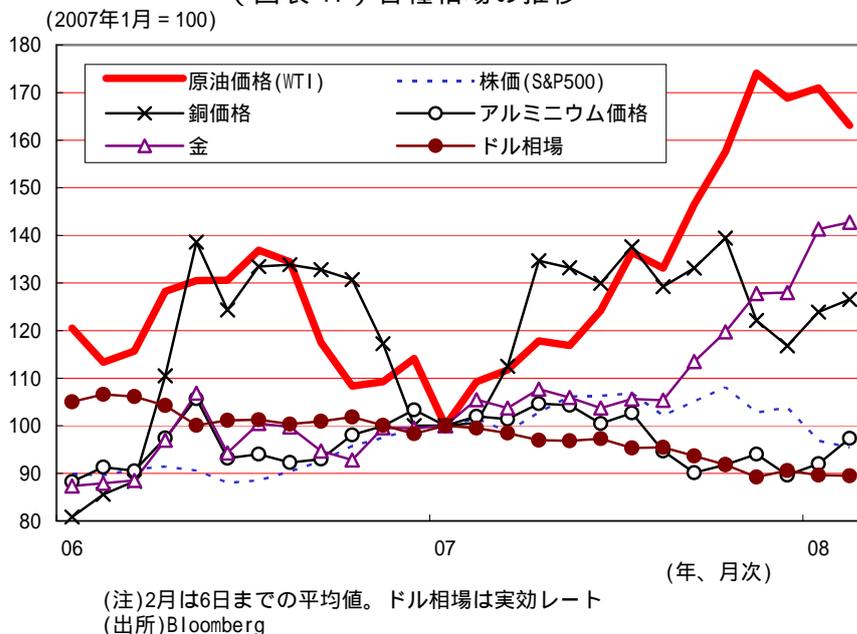
4. トピック；原油高の修正局面

昨年後半から、株価、銅、アルミニウムなどの市況が低迷する中で、原油相場の上昇が目立っており、2008年1月には100ドル超えの高値をつけた。しかし、その後、原油相場は下落傾向で推移している。原油相場を取り巻く環境が変化しており、目先は、昨年後半からの原油高がさらに修正される可能性がある。

(1) 原油高に歯止め

昨年後半からの原油相場の急騰は、ドル安 原油高の思惑や、原油をリスク回避的投資対象とする見方が強まったことが大きな要因であったと考えられる。そうした中で、実際に原油相場は堅調に推移し、一段と有力な投機対象としてみられるようになり、相場が押し上げられた可能性がある。しかし、足元では、原油相場を取り巻く環境が変化してきている。

(図表 17) 各種相場の推移



(2) 原油市場の環境変化

製品需給の緩和

石油需要の減退が明確に起こってきているわけではないが、急な価格水準の上昇が石油需要を抑制し始めていると思われる。原油価格の上昇分を石油製品の価格に転嫁することが難しくなっており、精製マージン（石油製品と原油との価格差）が縮小している。急な価格上昇を受けて、徐々に製品需給が緩まっていることを示唆していると考えられる。

代替エネルギー安

足元では中国の大雪の影響で石炭価格が上昇しているものの、これまで原油相場が急騰する中で、石炭や天然ガスの価格上昇は相対的に小幅にとどまってきた。このため足元では、価格

面から石油から天然ガスや石炭への代替が促進されやすくなっていると考えられる(図表 18)。

(図表 18) 1ドルの原油の熱量に相当する天然ガス・石炭の価格



(注)原油はWT I、石炭はBig Sandy Barge、天然ガスはHenry Hub。
 相対価格は、1ドルの原油と同等の熱量を得るために、石炭や天然ガスに何ドル支出しなければならないかを示したもの
 (出所)Bloomberg

産油国の生産の回復

昨年後半までは、2006年以降のOPEC減産により原油の需給が引き締め気味に推移してきた。足元でも、OPECは生産枠の引き上げには慎重な姿勢を続けているが、イラクやイランの生産に回復傾向がみられるようになっており、テロ組織の攻撃により大幅に落ち込んでいるナイジェリアの原油生産も今後復旧してくる可能性がある。また、一部の産油国には、供給を抑制して原油価格が急騰すると、構造的な石油離れにつながることへの警戒感も出てきている。

バックワーデーションの緩和

昨年後半までは、OPECの生産は引き締めの一方、石油需要は底堅く推移しているため、石油需給が大幅に緩和する可能性が小さいとの見通しを立てやすかった。このことは、原油先物市場において、決済期日が近い期近物の原油を買いやすくしていたと思われる。期近物の価格が上がっていく中で、期先物の価格はそれほど上がらなかったため、バックワーデーションが広がっていった。そうした動きに注目した「期近物買い・期先物売り」といった投機的な動きも、指標とされる期近物相場を押し上げたと考えられる。しかし、足元では、目先の需給緩和観測もでてきており、期近物を積極的に買う動きは出にくく、バックワーデーションが緩んでいる。

ドル安見通しに一服感

サブプライムローン問題の拡大がドル金利の低下観測を強め、ドル相場下落につながっていった環境も変化しつつある。すでに市場における米国景気見通しは大幅に悪化し、ドル金利

見通しが大幅に下方修正されたため、今後、景気関連の悪材料が追加的に出てきても、これまでほどドル金利の低下見通しが強まりにくくなってきている。仮に、今後、景気関連の悪材料が出てきても、欧州等の景気見通しの悪化や金利低下観測につながってくる可能性もあり、ドル安には作用しにくくなっている。つまり、サブプライムローン問題の拡大 米金利低下 ドル安、といった市場の反応が想定しやすかった状況が変化しつつある。

(3) 当面の原油価格見通し

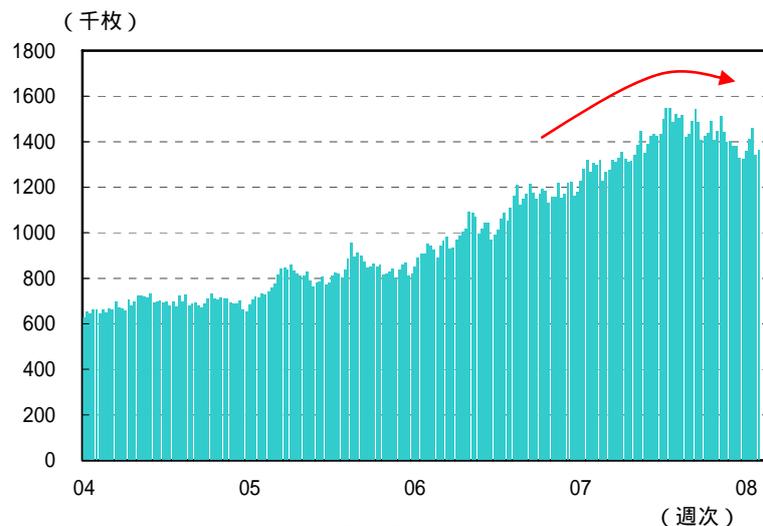
金融市場等の混乱を受けて、各方面で需要動向の先行きへの懸念が広がっており、資材の発注や生産計画が慎重になった影響が目先の景気指標を悪化させ、商品需給を緩和させると考えられる。原油市場においても、在庫の増加などが見込まれ、需給緩和観測につながりやすい。また、価格上昇リスクをヘッジするための実需筋の先物買いも見合わせられやすいであろう。

中長期的な視点からインフレリスクを回避するための投資先として原油に注目する見方は続く可能性があるが、ドル下落のリスクを回避するための投資先としての魅力は薄れてきているように思われる。また、足元では、昨年後半に低迷が続いた銅やアルミニウムなどの相場に調整一巡感が出始めていることも、コモディティ市場の中での原油への関心を弱める材料になっていると考えられる。

実際、原油先物市場における建て玉は、一時に比べ減少しており、投機的な関心や実需筋のヘッジニーズが低下してきていることがうかがえる（図表 19）。

足元の情勢から判断すると、投機筋の買い越しポジションが解消されると、相場は5~10ドル程度押し下げられるとみられる。原油相場（WTI）は、一時的に80ドル前後まで下落する可能性がある。

（図表 19） 原油先物市場（NYMEX）の建て玉



（注1）1枚は1000バレル。直近は1月29日時点
（出所）米国先物取引委員会（CFTC）