

原油レポート

<原油相場の下値について>

1. 原油市況～110ドル台でいったん下げ止まりの動き

原油相場（WTI、期近物）は下落傾向が鮮明となる中、8月20日には一時110ドル近くまで下落したが、その後、グルジア紛争やハリケーンなど供給懸念により下げ渋り、110ドル台半ばでの推移が続いた。この間、米国で金融不安が再燃しドルがやや軟調であったことも買い材料となった。

原油相場は、7月中旬以降続いた一本調子の下落が110ドルでいったん下げ止まり落ち着きを取り戻している。もっとも、グルジア紛争をめぐり、米口の緊張の高まりやパイプラインの爆発が起きても、市場の反応は限定的であり地合いの弱さを示している。米国を中心に先進国の原油需要の減少傾向も鮮明になっており、相場が反転する局面では戻り待ちの売りが活発になることが予想される。米国で規制強化の動きを背景に市場から投機資金の流出が伝えられていることも相場の上値を抑えている。このため、原油相場は昨年初めからの上昇傾向が一服し、年末にかけて100ドル程度に下落する見通しである。

2. トピック～原油相場の下値のめど

世界最大の原油消費国である米国で、原油価格が中長期的に高止まりするとの見方が強まる中で、家計や企業による省エネの取り組みが強化されている。需要面でのこうした構造変化により、景気が回復に転じる局面でも原油需要はさほど回復しない可能性がある。

また、投機規制については今後も新たな動きが予想され、新規制の具体的な内容を確認するまで投機筋は動き辛いとされる。

参考までにチャート分析から下値の目処をみると、200日移動平均線は110ドルにあり、下げ止まりの動きが続く最近の相場動向と符合する。この水準を下抜けすると100ドル近辺に市場関係者の目線が集まるであろう。かりに100ドルを下回る場合には、多くの人々が注目するような下値の目処が立ちにくく、相場は下落テンポを加速させる可能性も出てくることになろう。



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

調査部

【お問合せ先】 細尾 (hosoo@murc.jp)

次回公表日：2008年9月11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：110ドル台でいったん下げ止まりの動き

原油相場（WTI、期近物）は下落傾向が鮮明となる中、8月20日には一時110ドル近くまで下落したが、その後、グルジア紛争やハリケーンなど供給懸念により下げ渋り、110ドル台半ばでの推移が続いた。この間、米国で金融不安が再燃しドルがやや軟調であったことも買い材料となった。

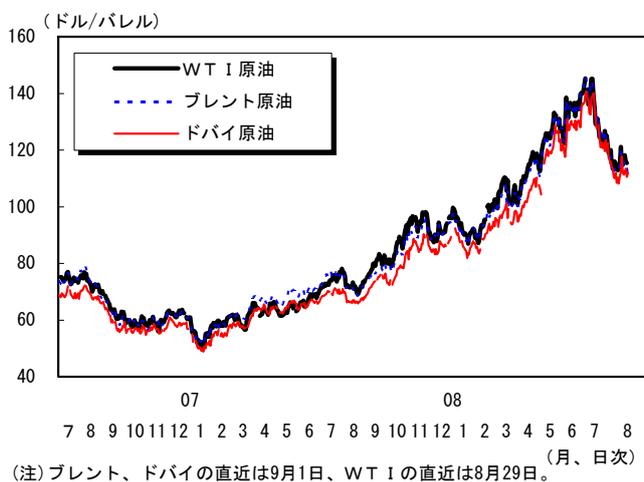
最近の原油の油種間スプレッド（価格差）をみると、8月上旬には、米国における石油需要の減退観測などからWTIに下落圧力がかかっている様子が窺えたが、足元ではWTIがドバイやブレントと比べ相対的に値を戻している（図表3）。

原油相場の先物カーブをみると、2009年4月頃をピークとする緩やかな先高感があり、市場で足元の相場下落は限定的との見方が残っていることが分かる。先物市場における投機筋のポジションをみると、6月後半以降売り買いが拮抗する中、7月22日に終わる週以降はネットでは売り越しが続いたが、足元では小幅な買い越しとなっている。一方、ガソリンの買い越し幅は5月20日に終わる週をピークに縮小傾向が続いている（図表7～8）。

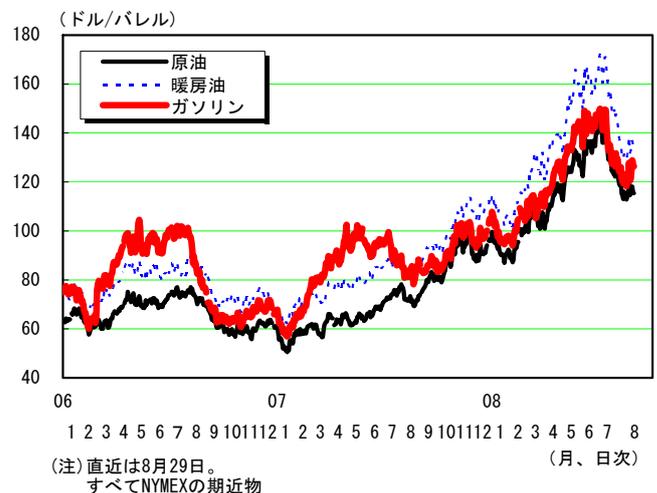
原油相場は7月中旬以降続いた一本調子下落が110ドルでいったん下げ止まり落ち着きを取り戻している。もっとも、グルジア紛争をめぐり、米口の緊張の高まりやパイプラインの爆発など、7月までの急騰局面であれば相場を一日で5～10ドル程度押し上げたであろう材料が続いたが、市場の反応は限定的であり地合いの弱さを示している。米国を中心に先進国の原油需要の減少傾向も鮮明となってきた。五輪後の中国需要やOPEC減産など目先の不確定要因があるものの、相場が反転する局面では戻り待ちの売りが活発になることが予想される。

新興国の経済成長を背景として中長期的には価格が高止まりするとの見方が徐々に広まる中、需要構造は原油価格2桁時代とは格段の変化を見せ始めている。高い原油価格に対応した経済構造へのシフトが起きていることを意味する一方、景気が底堅さを維持する場合でも原油需要の回復は限定的にとどまる可能性がある。米国で規制強化の動きを背景に市場からの投機資金の流出が指摘されていることも相場の上値を抑えている。このため、原油相場は年末にかけて100ドル程度まで下落する見通しである。

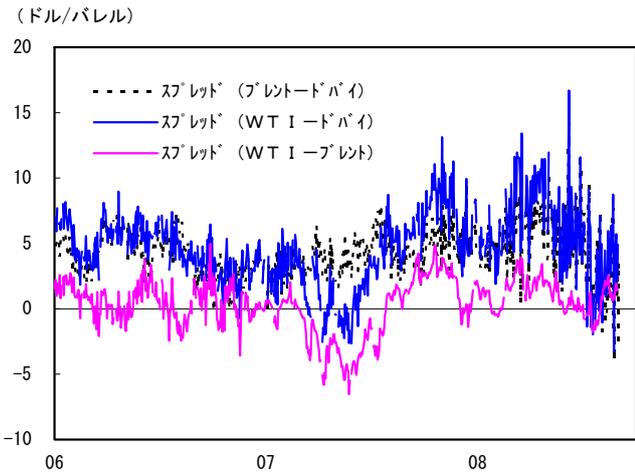
（図表1）原油市況の推移



（図表2）石油製品市況の推移

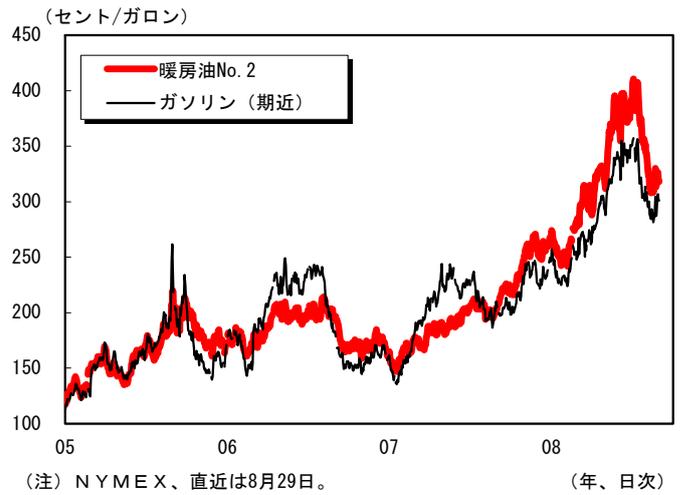


(図表3) 油種間スプレッドの推移



(注) プレント、ドバイの直近は9月1日、WTIの直近は8月29日。(年、日次)

(図表4) 米国天然ガス市況の推移



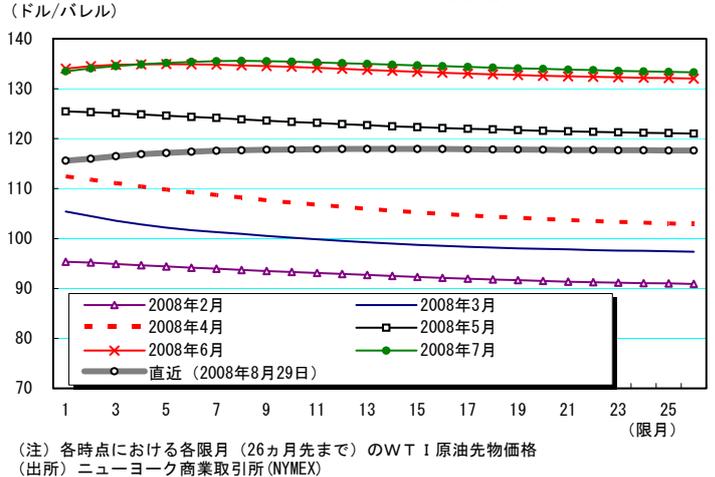
(注) NYMEX、直近は8月29日。(年、日次)

(図表5) WTI原油先物価格の限月推移



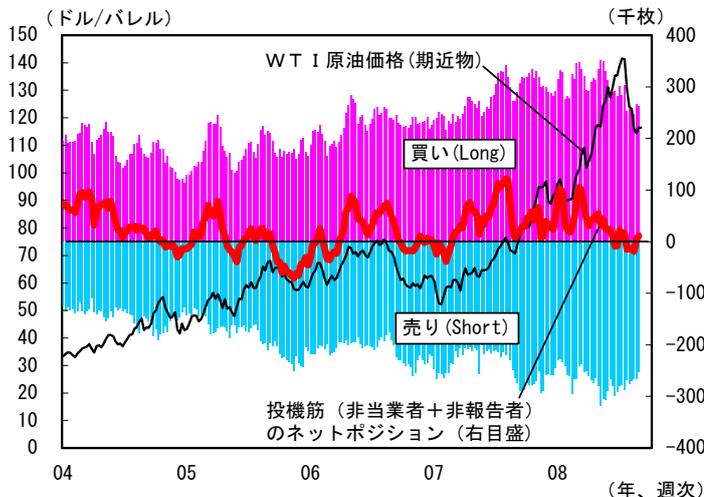
(注) 限月は26ヵ月先まで、2008年8月29日時点 (出所) ニューヨーク商業取引所 (NYMEX) (年、月次)

(図表6) WTI原油の先物カーブ



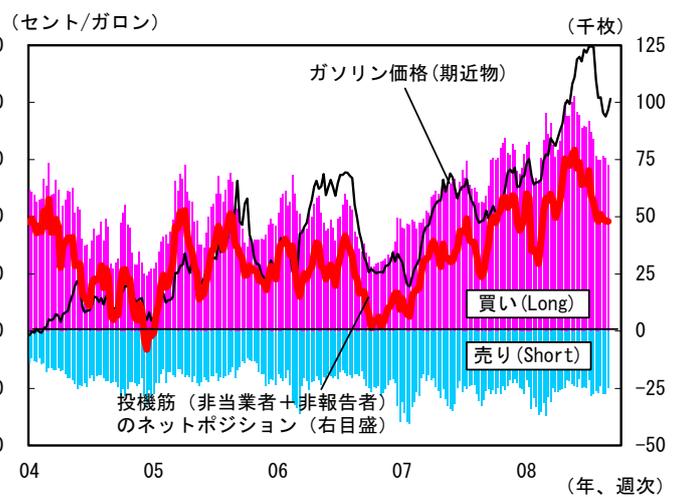
(注) 各時点における各限月 (26ヵ月先まで) のWTI原油先物価格 (出所) ニューヨーク商業取引所 (NYMEX)

(図表7) 投機筋のポジション (原油)



(注1) ポジションの直近は8月26日時点、WTI原油は8月27~29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多くが投機を目的としていると推察される。
 (出所) CFTC

(図表8) 投機筋のポジション (ガソリン)



(注1) ポジションの直近は8月26日時点、ガソリン価格は8月27~29日平均値
 (注2) GASOLINE BLENDSTOCK (RBOB)あるいはUNLEADED GASOLINEの合計 (出所) CFTC

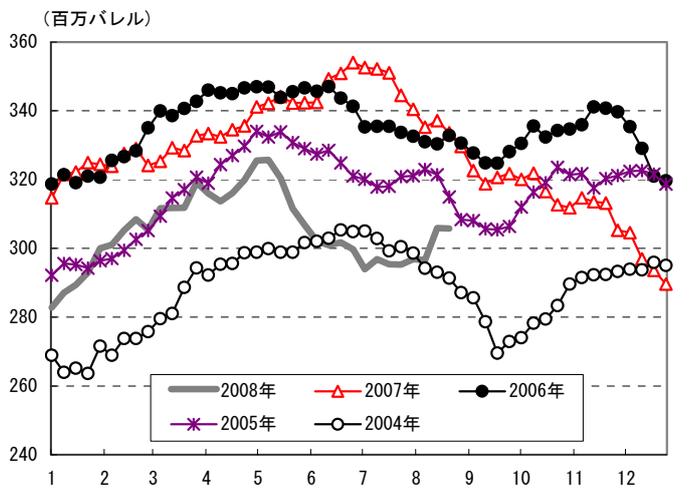
2. 品目別需給動向

(1) 米国原油需給；需要は弱いが生産も低水準

8月22日に終わる週の原油在庫は、前週比18万バレル減少した(図表9)。前週に急増したとはいえ、米国の原油在庫は過去数年に比べて低い水準で推移している。

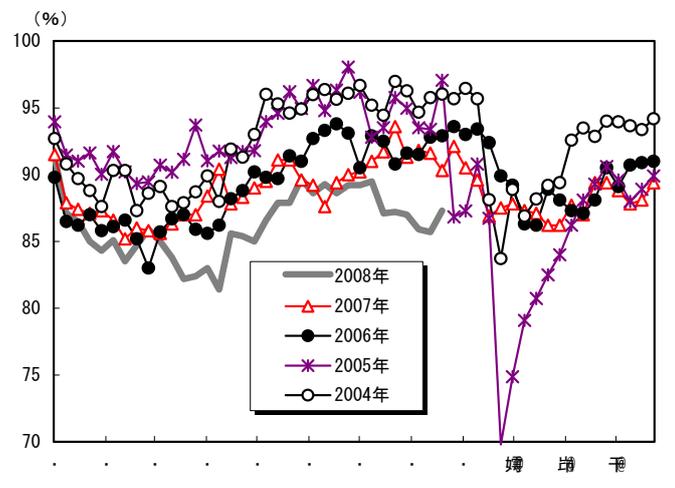
在庫減少の背景には、原油相場が高値圏から下落したことにより、石油業者の在庫保有意欲が低いことが一因とみられる。また、製油活動の低迷により原油需要が弱いことも在庫手当てを抑制する要因になっているとみられる。製油所の稼働率についても、近年の水準を大幅に下回って推移している(図表10)。

(図表9) 米国の各年の原油在庫



(注) SPRを除く原油在庫、直近値は8月22日 (月、週次)
(出所) 米国エネルギー情報局 (EIA)

(図表10) 米国の製油所の稼働率

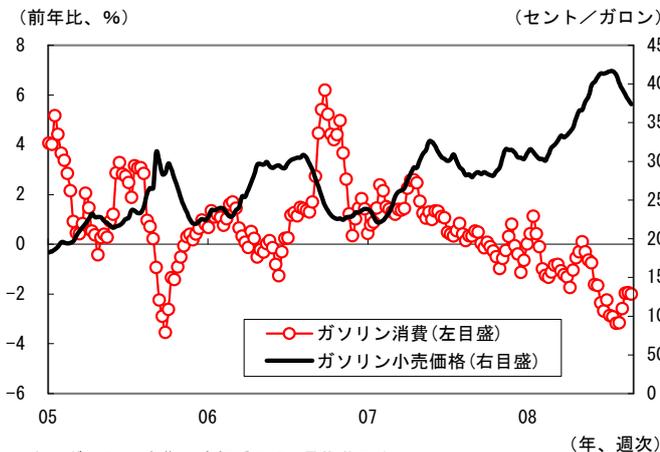


(注) 直近値は8月22日 (月、週次)
(出所) 米国エネルギー情報局 (EIA)

(2) 米国石油製品；ガソリンの需要低迷が続く

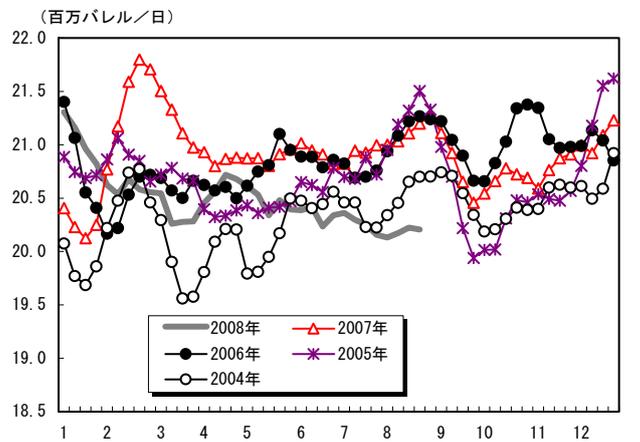
原油価格の下落を反映して、米国のガソリン価格は下落に転じている。小売価格(全米平均)は8月第1週に入り3ドル台で推移し、第4週には3.7ドルと5月第1週以来3ヵ月半ぶりの水準

(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 (年、週次)
(出所) EIA

(図表12) 石油製品消費量の推移



(注) 速報系列の4週後方移動平均、直近値は8月22日 (月、週次)
(出所) 米国エネルギー情報局 (EIA)

に下落した（図表 11）。ガソリン需要は依然として、前年割れの推移が続いている。また、米国の石油製品全体でも、消費量は前年水準を大幅に下回っている（図表 12）。

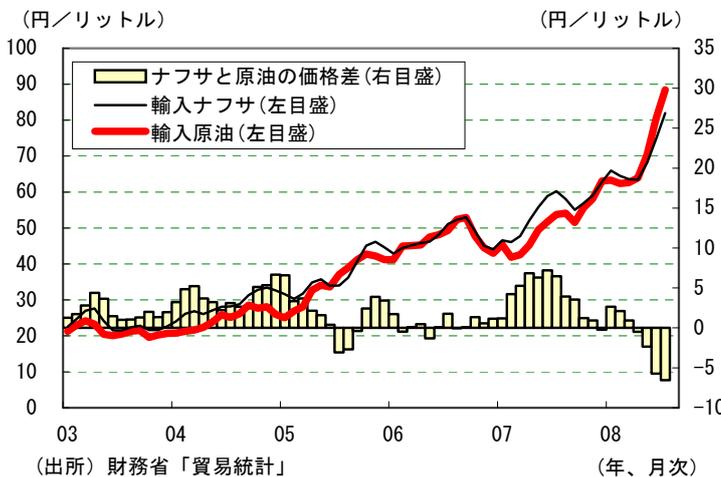
（3）ナフサ；原油に連動して下落

日本の7月の輸入ナフサ価格（通関）は、1リットルあたり81.9円に上昇した（図表 13）。一方、7月の原油輸入価格は同88.5円まで上昇しており、ナフサ価格の原油価格に対する割安度合いが一段と拡大した。

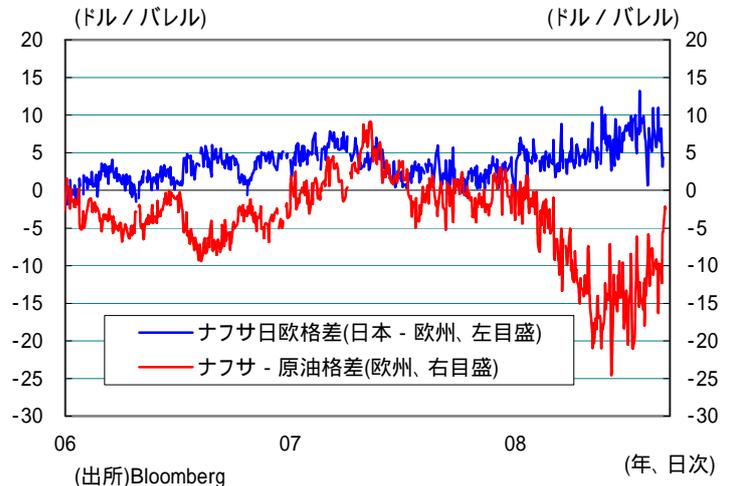
その後の市況をみると、原油に連動してナフサも下落が続いているが、原油の下落に比べてナフサの下落は小幅にとどまっており、ナフサ価格の原油価格に対する割安度合いは縮小する動きになっている（図表 14）。一方で、アジアのナフサ価格の欧州のナフサ価格に対する割高度合いは小さくなっている（図表 14）。相対的にみれば引き締め感のあったアジア市場に欧州のナフサが輸入されてきており、アジアのナフサ需給の緩和を促したとみられる。

先行きについては、秋はアジア地域で製油所のメンテナンスが増えてナフサ供給が減ることが見込まれる一方で、石油化学プラントのメンテナンスが一巡してナフサ需要は増えるため、ナフサ需給は引き締まるとの見方が出ている。一方、アジア景気の減速や、原油価格の下落によりナフサや石油化学製品価格の下落も見込まれるため、石油化学製品のユーザーの買い控えにより石油化学プラントからのナフサ需要が弱含む可能性もあろう。

（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



3. OPECの生産動向等

7月のOPEC13ヶ国の原油生産（日量）は、前月比+23.5万バレルと増加した。生産枠が適用される12カ国（イラクを除く）では同+27万バレルであった（図表16、Bloombergによる推計値）。ナイジェリアの生産が回復し、サウジアラビアも増産傾向を維持し、OPEC全体で増産基調が続いた。ナイジェリアでは武装勢力の攻撃が継続されたものの、復旧した生産量の方が多かった。

OPECは9月8日に総会を開催するが、原油相場が下落に転じたことにより、イランやベネズエラなど一部加盟国が減産論を主張している。もっとも、ベネズエラのチャベス大統領は、8月27日のテレビ番組に出演し、原油相場について100ドルをやや上回る現在の水準が適正と述べた。総会を前に加盟各国による駆け引きが続くとみられるものの、相場下落がいったん落ち着いたことから、強硬な減産論は後退しており、生産目標は据え置かれるとの見通しが徐々に広がっている。

地政学リスクをめぐっては、イランの核開発問題では、米欧とイランとの交渉はこう着状態が続いているものの、ひとところの緊迫感は薄らいでいる。また、ナイジェリアでは、反政府武装勢力による混乱が続いているものの、石油関連施設を狙った攻撃はこのところ起きていない。

一方、ロシアのグルジア侵攻問題による米口の緊張の高まりにより、カスピ海油田と地中海・黒海の積み出し港を結ぶパイプラインが集中するコーカサス地方の政治的ナリスクや、カスピ海原油への供給懸念が強まっている。

（図表15）OPECの生産動向

国名	生産量 (7月)	生産量 (6月)	超過量 (7月)	生産枠 (07年11月～)	産油能力	稼働率	生産余力 (7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	191.0	190.0	1.0	190.0	193.0	96.4%	2.0
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	86.0	86.0	-0.5	86.5	90.0	96.7%	4.0
イラン	398.0	390.0	16.3	381.7	410.0	97.1%	12.0
イラク	245.5	249.0	—	—	250.0	97.4%	4.5
クウェート	260.0	258.5	6.9	253.1	260.0	97.3%	0.0
リビア	169.0	173.5	-2.2	171.2	175.0	101.7%	6.0
ナイジェリア	195.0	184.0	-21.3	216.3	220.0	92.7%	25.0
カタール	88.0	88.0	1.2	82.8	90.0	93.3%	2.0
サウジアラビア	960.0	950.0	65.7	894.3	1,080.0	85.2%	120.0
UAE	265.0	265.0	8.3	256.7	265.0	96.6%	0.0
ベネズエラ	234.0	234.0	-13.0	247.0	250.0	97.2%	16.0
OPEC13カ国	3,282.5	3,259.0	—	—	3,478.0	93.3%	195.5
OPEC12カ国	3,037.0	3,010.0	69.7	2,967.3	3,228.0	92.9%	191.0

（注1）超過量（7月）＝生産量（7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（7月）／産油能力＊100

（注6）生産余力＝産油能力－生産量（7月）

（資料）Bloomberg

4. トピック；原油相場の下値について

下落傾向が鮮明となってきた原油相場の下値のめどを、需要面での構造変化、投機筋の動向、チャート分析から検証してみることにする。

(1) 原油需要をめぐる構造変化

8月12日の米ウォールストリートジャーナルは、米国の家計と企業に広がるエネルギー節約の動きの具体例を1面トップ記事として報じた。

まず特徴的な動きは公共交通機関の利用が広がっていることだ。政府の統計によると今年第1四半期の利用者数は前年比3.4%の増加となったことが指摘されている。そうした中、カリフォルニア州では、かねてからロサンゼルスとサンフランシスコとを結ぶ高速鉄道建設が構想されていたが、建設のための100億ドルにのぼる債券発行の賛否を問う定期世論調査で、賛成との回答が今年に入り急増し、7月調査では62%に上っている。また、交通渋滞が代名詞となっている同州で、交通量が減少し渋滞緩和が顕著となっていることも紹介されている。

公共交通機関の利用は職住接近を促している。全米各都市で、サブプライム問題の影響も重なり、比較的高級な住宅地が広がる半郊外（都心と郊外の間地域）で住宅価格の下落が続く一方、都心部の住宅価格が上昇に転じる地域がこのところ目立っているとのことである。

米国人に根強い人気を誇っていたライトトラックやSUV（スポーツ用多目的車）の販売低迷が燃費の悪さを背景に顕著となっており、リベートを上乗せしても一向に売れない販売店の嘆息が紹介されている。さらに、米国の家計では複数台保有が珍しくない食洗機を1台ですます動きが広がっているようである。

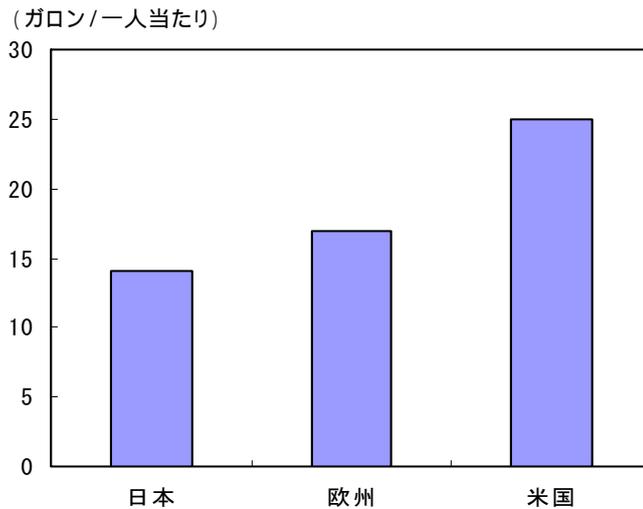
一方、企業はエネルギー・コスト高を受けて輸送費用の抑制を進めている。クリネックス・ティッシュを製造するメーカーでは、物流センターを主力工場近くに増設（全米1箇所8箇所）した結果、年間47万ガロンのガソリン需要の抑制に成功した。大手化学メーカーのP&Gでは、製品一個あたりの包装を小さくし、かわりに洗浄能力を強化した製品の製造を始めた。

企業向け自動車リース会社の取組事例では、自動車の最高速度を減らすようエンジンを改造し、アイドリング後の自動エンジン停止までの時間を短く設定したことなどが顧客に評判となっているようである。

エネルギー節約に向けた動きは、日本や欧州では70年代の2度の石油危機を契機に進んだが、米国では石油危機後の価格下落によりエネルギー消費が増加していた。米国の一人当たりガソリン消費量が日欧を大きく上回っている一因には、省エネルギーへの取組みの遅れがある。エネルギー消費大国における省エネの余地はたぶんに残されているといえる（次頁図表16）。

世界最大の原油消費国である米国の経済社会におけるエネルギー需要の構造変化は、原油需要の下押し要因となろう。

(図表 16) 節約余地の大きい米国の原油需要



(注) 2007年の値
 (出所) WALL STREET JOURNAL (8月12日 A1)

(2) 投機筋の動向

8月12日付けワシントン・ポスト紙1面は、原油先物市場での投機的な取引の象徴とされるスワップ・ループホールを利用する投機筋の中心は、中東勢を中心とするソブリン・ウエルス・ファンド（政府系ファンド）であると報じた。カルパース（米カリフォルニア州職員退職年金基金）をはじめ各年金基金が近年商品投資への資金配分を拡大していることは広く知られ、大学基金でも同様の動きがみられたが、政府系ファンドについても原油先物相場上昇の一翼を担っていたようである。

政府系ファンドによるこうした動きは、産油国自身による価格引き上げとも受け取られかねず、主要メディアによる大々的な報道は、投機筋へのけん制の効果を持つことになるだろう。

投機規制については、米CFTC（商品先物取引委員会）が9月15日までに提出するとしている報告書の内容が注目されており、規制強化について一定の道筋が示される模様である。このため、規制強化の具体的な内容が示されるまで、投機筋は積極的に動き辛いとされる。

(3) テクニカル分析による下値のめど

以上のように整理すると、需給、投機いずれの要因でも、しばらくは相場反転が見込みにくい状況にあるといえる。このため、原油相場についての当社のメインシナリオは、年内については100ドル近辺までの下落を予想している（原油レポート No.133 参照）。

もっとも、足元の相場は、高値から36営業日で38ドルの下落と下げ足を速めている。このため、メインシナリオに対するリスクは下ぶれ方向に強まっている。

参考までにチャート分析からみると、下値の目処はどのあたりになるであろうか。

当面の下値抵抗線とされる 200 日移動平均線は 110 ドルを示しており、110 ドルでいったん下げ止まりの動きが続く 8 月後半以降の相場動向と符合する（図表 17）。

仮にこの水準を下抜けする場合には、高値からの半値押し水準となる 100 ドル近辺に市場関係者の目線が集まるであろう。さらに、100 ドルを下回る場合には、多くの人々が注目するような下値の目処がたちにくい。高値から 3 分の 2 押し水準をみると 80 ドルとなる。ちなみに、ひところ各国の研究機関などから、原油相場の上昇を投機要因と需給要因に分解する分析が示されたが、それらを見ると、原油相場の理論値が概ね 60～80 ドル近辺に集中していた。それらの分析に基づけば 80 ドルまで下落するということになれば、いわば、投機的な要因によってかさ上げされた部分がほとんど全てはく落してしまうような状況といえよう。

投機的な売り圧力が強まる場合も考えられ、原油の買いポジションを続けたファンドの投げ売りなどにより、さらに相場下落が加速する可能性もある。

当面の原油相場の動向については、一部に年内の高値更新を予想する見方が依然としてある。たしかに、世界経済が予想外に堅調に推移し、地政学リスクへの懸念が再び強まるような場合にはそのような可能性も無視できない。しかし、需給や投機に関する最近の動向を踏まえると、年内については下落基調が続くこと、その場合、100 ドルを下回る水準では、予想外に下落テンポが加速するような可能性もあることに留意が必要であろう。

（図表 17）原油相場の下値のめど

