

原油レポート

< 原油価格の二面性 >

1. 原油市況 ~ 一時 90 ドルに迫る

原油相場 (WTI、期近物) は、8 月後半にグルジア紛争やハリケーンによる供給懸念を背景に一時 120 ドル台まで反発したが、9 月に入って再び下落基調が強まった。9 月 16 日には 1 バレル 90 ドルに迫った。

原油相場の下落材料として、9 月上旬はハリケーン「グスタフ」の被害は懸念されたよりも小規模にとどまった、ドル安のヘッジと目されていた原油など商品への投資が手控えられた、9 月半ばにかけてはハリケーン「アイク」の被害も小さく供給懸念は後退した、また 15 日に米大手証券会社の破綻が発表され景気先行き懸念や投資資金が流出するとの思惑も生じた、などが指摘された。

原油相場は、景気減速懸念や投機資金の流出への思惑から目先は下値を模索する動きが続きやすい。一方で価格下落が進むと、OPEC が協調減産に転じる可能性があり、値ごろ感から中国などの原油購入も増えるとみられる。足元で急速に強まった景気減速懸念が、今後、弱まっていくにつれて、原油相場は下げ止まり、90 ~ 100 ドルを中心とした推移が見込まれる。

2. トピック ~ 原油価格の二面性

足元では原油価格と株価はともに大きく下落しており、世界景気の減速観測が強まっていることを象徴した動きといえる。しかし、景気との関連性からみると、原油価格の動向には二面性がある。それまでの景気動向を表わす面と、今後の景気動向に影響を及ぼす面とである。

景気動向により原油需給が変化して、原油価格が変動する傾向が支配的なのが 2000 年代の特徴であった。しかし、投機が行き過ぎて原油価格が大幅に変動した場合には、地政学リスク等の供給サイドの要因による原油価格の変動と同様に、原油価格が景気動向に及ぼす傾向が強まると考えられる。株価下落などによる新たな景気抑制圧力が生じているものの、原油価格下落による景気下支え効果はそれなりに大きい。そして、原油価格の変動が景気動向に大きな影響を及ぼす場合には、株価の動向も原油価格に間接的に影響されることになる。



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 9 月 25 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：一時 90 ドルに迫る

原油相場（WTI、期近物）は、8 月後半にグルジア紛争やハリケーンによる供給懸念を背景に一時 120 ドル台まで反発したが、9 月に入って再び下落基調が強まり、9 月 16 日には 1 バレル 90 ドルに迫った。ただ 17 日の終値は 97.16 ドルまで反発した。

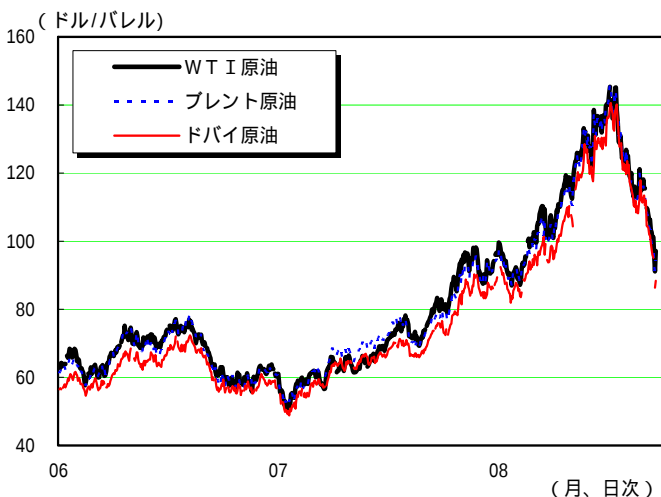
原油相場の下落材料としては、以下のようなことが指摘された。9 月上旬は、米国メキシコ湾岸に上陸したハリケーン「グスタフ」の被害が懸念されたよりも小規模にとどまった、欧州経済の減速や米当局が政府系金融会社への財政支援計画を打ち出したことを背景にドル高が進み、ドル安のヘッジ手段と目されていた原油など商品への投資が抑制された、9 月半ばにかけてハリケーン「アイク」が上陸したが、設備破損などの被害はなく、供給懸念は後退した、15 日に米大手証券会社の経営破綻が発表されたことなどにより景気先行き懸念や投資資金が流出するとの思惑も生じた、などである。

一方で、4 日および 11 日に発表された米週次石油統計では原油在庫が予想外の減少を示した、9 月中旬には対円などでドル安が進んだ、といった原油相場を押し上げうる材料もみられたが、影響は限定的であった。景気減速による需要減退観測が根底にあって、需給が緩みやすくなっており、相場は、価格を下落させる材料に反応しやすくなっている。

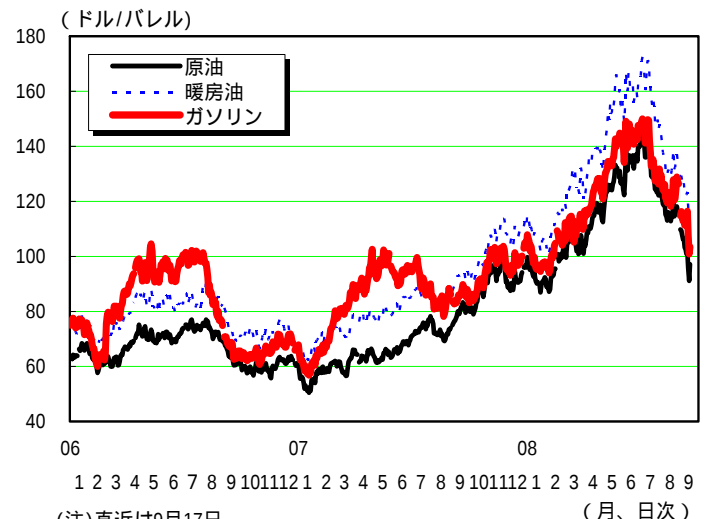
最近の原油の油種間スプレッド（価格差）をみると、足元では WTI がドバイやブレントに比べて相対的に割安な状況は解消されている（図表 3）。原油相場の先物カーブをみると、数年先にかけて緩やかな先高感があり、足元の相場は売られ過ぎであり、先行きは価格が戻すとの観測がうかがえる。また、先物市場における投機筋のポジションをみると、6 月後半以降売り買いが拮抗する中、足元では小幅な売り超しになっている。一方、商業筋も含めた先物の建て玉をみると、2007 年半ばをピークに、2008 年 7 月以降は減少傾向が強まっている（図表 7～8）。

原油相場は、景気減速懸念や投機資金の流出への思惑から目先は下値を模索する動きが続きやすい。一方で価格下落が進むと、OPEC が協調減産に転じる可能性があり、値ごろ感から中国などの原油購入も増えるとみられる。足元で急速に強まった景気減速懸念が、今後、弱まっていくにつれて、原油相場は下げ止まり、90～100 ドルを中心とした推移が見込まれる。

（図表 1）原油市況の推移

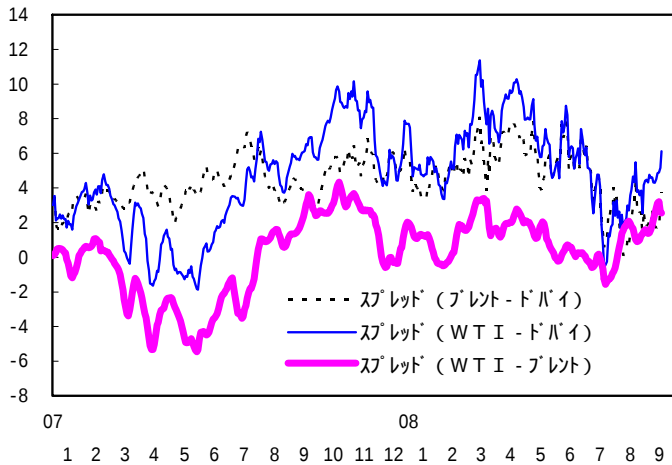


（図表 2）石油製品市況の推移



(図表3) 油種間スプレッドの推移

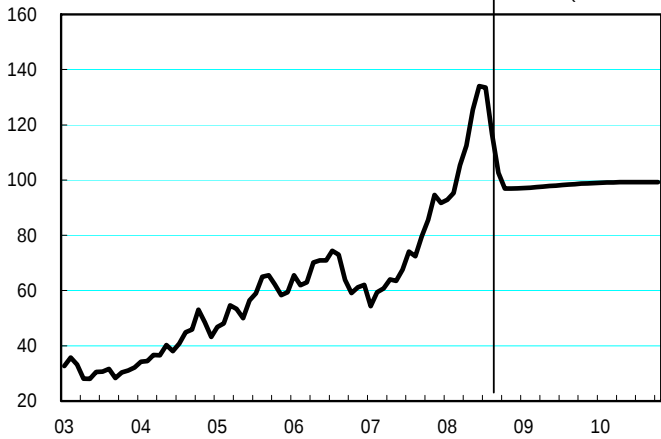
(ドル/バレル)



(注) 5日移動平均値。
直近は9月17日。

(図表5) WTI原油先物価格の限月推移

(ドル/バレル)

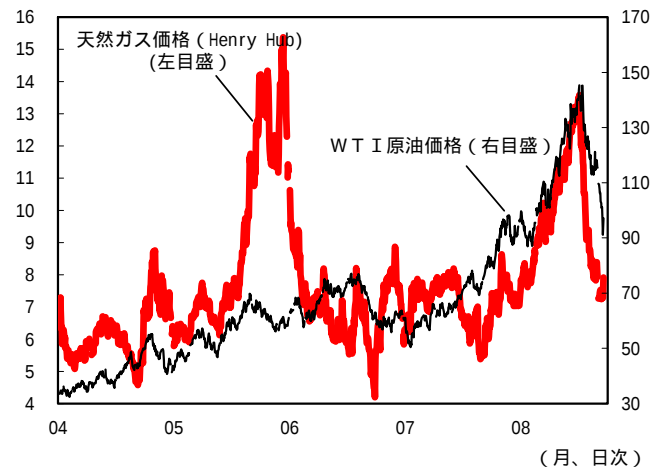


(注) 限月は26ヵ月先まで、2008年9月17日時点
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(図表4) 米国天然ガス市況の推移

(ドル/百万Btu)

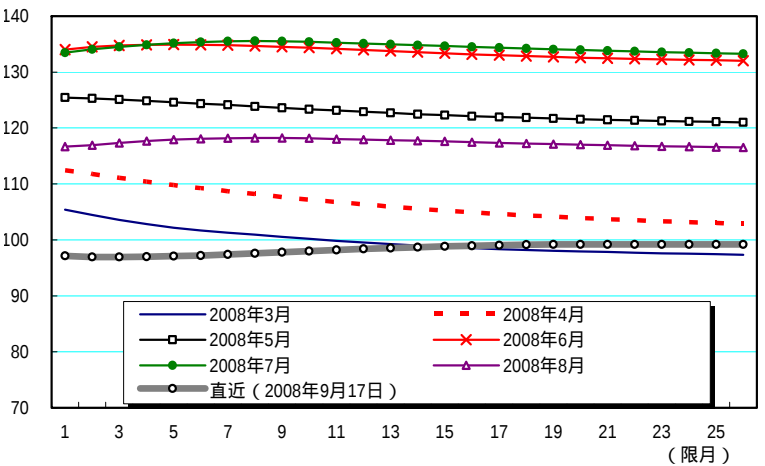
(ドル/バレル)



(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略
(注2) 直近は9月17日。

(図表6) WTI原油の先物カーブ

(ドル/バレル)

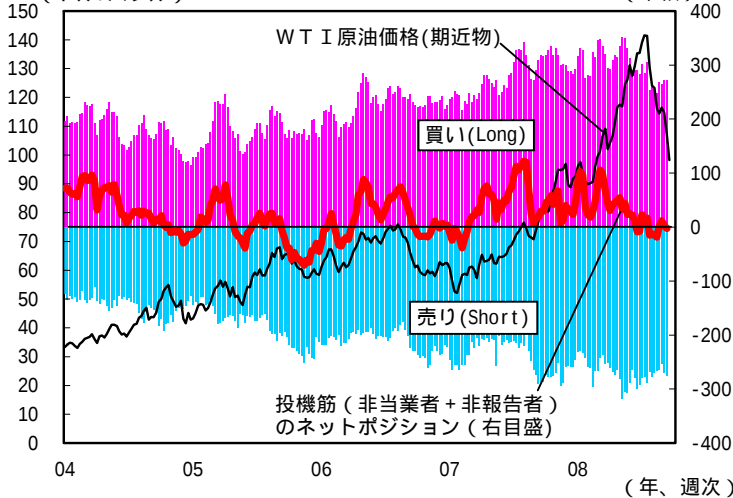


(注) 各時点における各限月 (26ヵ月先まで) のWTI原油先物価格
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(図表7) 投機筋のポジション (原油)

(ドル/バレル)

(千枚)

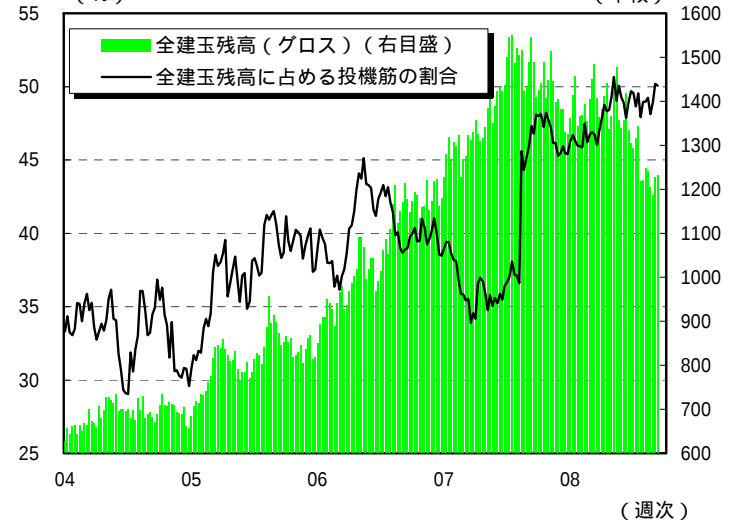


(注1) ポジションの直近は9月9日時点、WTI原油は9月10～16日平均値
(注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザー以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で多くが投機を目的としていると推察される。
(出所) CFTC

(図表8) 原油先物の建て玉 (NYMEX)

(%)

(千枚)



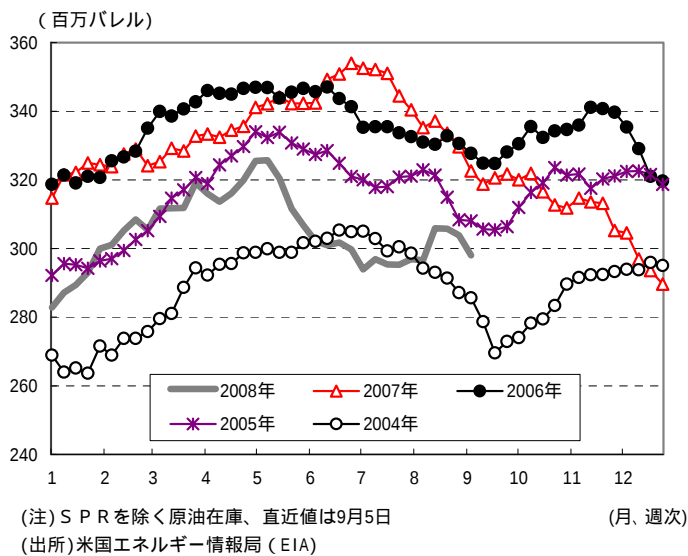
(注1) 1枚は1000バレル。直近は9月9日時点
(出所) 米国先物取引委員会 (CFTC)

2. 品目別需給動向

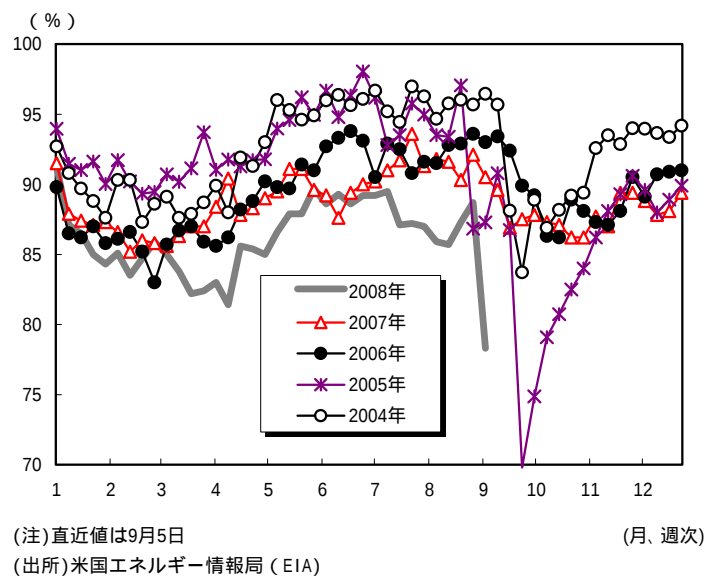
(1) 米国原油需給；需要は低調、在庫も低水準

9月5日に終わる週の原油在庫は、前週比590万バレル減少した(図表9)。前週に続き、大幅な減少を記録しており、米国の原油在庫は過去数年に比べても低い水準で推移している。製油所の稼働率は近年の水準を下回って推移しており、原材料となる原油の需要は低調である(図表10)。ハリケーン上陸の影響による変動もあるが、足元では、石油製品需要の鈍化により製油活動が低迷するとの観測が、原油在庫の抑制要因になっていると考えられる。原油価格が下落傾向を続けているため、石油業者の在庫保有意欲が低いことも在庫減少の一因とみられる。

(図表9) 米国の各年の原油在庫



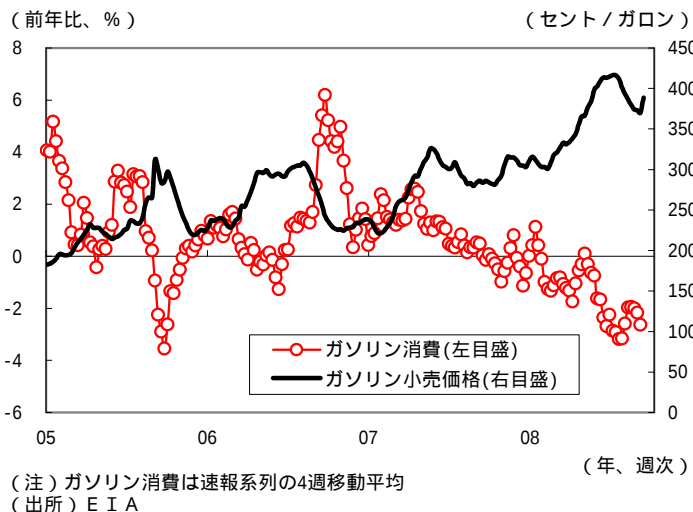
(図表10) 米国の製油所の稼働率



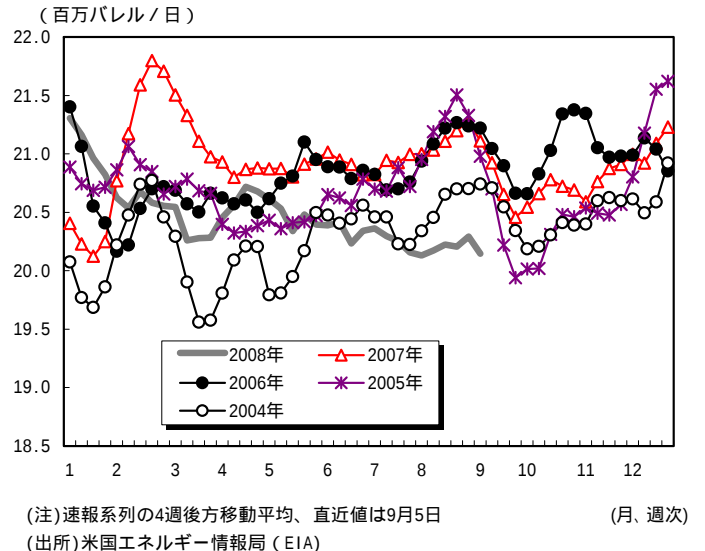
(2) 米国石油製品；ガソリンを中心に需要の低迷が続く

原油価格の下落を反映して、米国のガソリン価格は下落基調で推移している。小売価格(全米平均)は9月第3週には3.9ドルと小幅上昇に転じたが、ハリケーン上陸に伴う一時的な影

(図表11) ガソリン消費と価格の推移



(図表12) 石油製品消費量の推移



響があったとみられ、次週は再び下落するであろう（図表 11）。ガソリン需要は、前年割れが続いている。また、重油や中間留分を含めた石油製品全体でみても、米国の消費量は前年水準を下回っている（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。

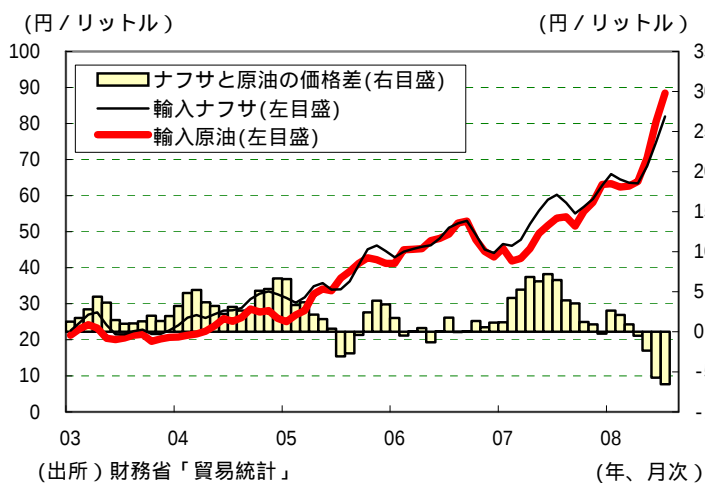
その後の市況をみると、原油に連動してナフサも下落が続いているが、原油の下落に比べてナフサの下落は小幅にとどまっており、ナフサ価格が原油価格に対して割安な状況から割高な状況へと転じている（図表 14）。

一方で、アジアのナフサ価格は、欧州のナフサ価格に対して割安になってきている（図表 14）。従来は、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いたが、9 月に入り急速にアジアのナフサ需給は緩和してきており、むしろアジアから欧州向けにナフサが輸出されるようになってきている。

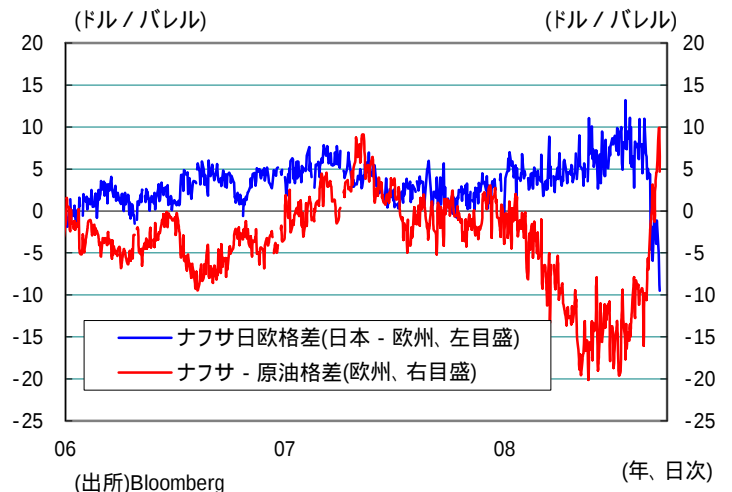
日本など東アジアの石油化学プラントのメンテナンスが増えてナフサ需要が減少する時期にあり、また景気の先行き懸念や値下がり期待を背景にした石油化学製品のユーザーの買い控えが起こりやすい、といったことを背景にアジアのナフサ需要が弱含んでいるとみられる。

今後、秋はアジア地域で製油所のメンテナンスが多くなりナフサ供給が減ることや、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ことが見込まれている。加えて、原油やナフサ価格の下げ止まり観測が出てくると、これまでの買い控えの反動が出てくる可能性もある。

（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

8月のOPEC 13ヶ国の原油生産（日量）は、前月比 - 20.0 万バレルと減少に転じた。生産枠が適用される 12 カ国（イラクを除く）では同 - 5 万バレルであった（図表 16、Bloomberg による推計値）。サウジアラビアの生産が 10 万バレル減少し、イラクの生産も減少した。

なお、定例総会を開催していたOPECは、9月10日に生産枠の据え置きを決定した。同時に生産枠を超過する生産分の削減により、実質約 50 万バレルの減産になると発表した。サウジアラビアは原油価格の高騰への対応策として、6 月から 7 月にかけて、OPEC の生産枠とは別に、個別顧客の需要に対して日量 50 万バレル規模の増産を行うとしていたが、このサウジアラビアの別行動による増産にはOPEC 内からの批判があった。今回の実質減産は、サウジアラビアの独自増産分の削減とみられる。

今回の決定に関して、生産枠の引き下げは、消費国に対して誤ったメッセージを送ることになるといった懸念があった一方で、足元の原油市場の需給は緩んできたとの認識がOPEC 内で広がり始めていたため、両者のバランスをとる形になっている。市場では、暗黙の実質減産ではなく、実質減産を明示したことは、ややサプライズと受け止められ、発表後に原油相場は上昇した。しかし、相場上昇は一時的で、下落基調に歯止めはかからなかった。

イラン、ベネズエラ、リビア、エクアドルなどは、すでに原油相場の下落に懸念を表明しており、一段と原油相場が下落すると、OPEC の協調減産を求める声が強まるとみられる。

次回のOPEC 特別総会は、12 月 17 日にアルジェリアで行われる予定である。

（図表 15）OPEC の生産動向

国名	生産量 (8月)	生産量 (7月)	超過量 (8月)	生産枠 (07年11月～)	産油能力	稼働率	生産余力 (8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	188.0	191.0	-2.0	190.0	193.0	96.4%	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	86.5	86.5	0.0	86.5	90.0	96.7%	3.5
イラン	408.0	398.0	26.3	381.7	410.0	97.1%	2.0
イラク	231.0	246.0	-	-	250.0	97.4%	19.0
クウェート	260.0	260.0	6.9	253.1	260.0	97.3%	0.0
リビア	163.0	165.0	-8.2	171.2	175.0	101.7%	12.0
ナイジェリア	190.0	193.0	-26.3	216.3	220.0	92.7%	30.0
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	950.0	960.0	55.7	894.3	1,080.0	85.2%	130.0
UAE	266.0	265.0	9.3	256.7	265.0	96.6%	-1.0
ベネズエラ	236.0	234.0	-11.0	247.0	250.0	97.2%	14.0
OPEC 13カ国	3,257.5	3,277.5	-	-	3,478.0	93.3%	220.5
OPEC 12カ国	3,026.5	3,031.5	59.2	2,967.3	3,228.0	92.9%	201.5

（注1）超過量（8月）＝生産量（8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（8月）／産油能力＊100

（注6）生産余力＝産油能力－生産量（8月）

（資料）Bloomberg

4. トピック；原油価格の二面性

足元では原油価格と株価はともに大きく下落しており、世界景気の減速観測が強まっていることを象徴した動きといえる。しかし、景気との関連性からみると、原油価格の動向には二面性がある。それまでの景気動向を表わす遅行的な面と、今後の景気動向に影響を及ぼす先行的な面である。

原油価格の下落は、すでに起こっている景気の減速を映すと同時に、今後の景気の持ち直しを促す力になってくると考えられる。

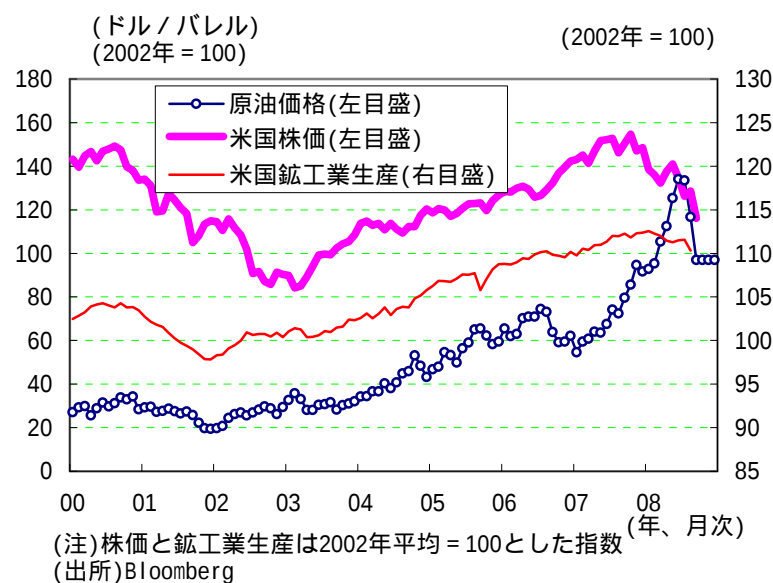
(1) 2000 年代は景気動向が原油相場に影響する傾向

2000 年代の原油価格と景気動向・株価の関係をみたのが図表 16 である。

原油相場の上昇・下落のタイミングと、景気動向を表わす鉱工業生産指数の増加・減少は密接に関連している様子がうかがえる。景気が拡大する局面では、自動車の保有台数や航空機の便数が増えるなど経済活動が活発化したり、物流が増えたりした効果が原油需要の増加に結びつく中で、需給が引き締まって原油高が進む。逆に、景気が後退する局面では、経済活動が停滞し、原油需要が鈍化して原油安につながると考えられる。

すなわち、景気動向により原油需給が変化して、原油価格が変動する傾向が支配的なのが 2000 年代の特徴ともいえる。こうした傾向が続いたのは、過去に比べて、地政学要因などにより原油価格が大幅に変動することがなかったからである。イラク戦争やイラン核開発問題などにより原油価格が上昇する局面もあったが、いずれも短期間であったり、潜在的な脅威にとどまった。

(図表 16) 2000 年代の原油価格・株価・鉱工業生産の推移

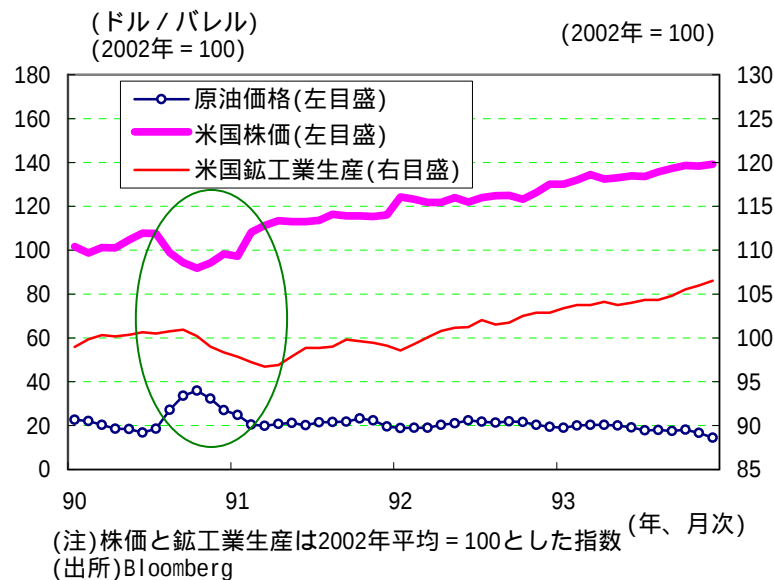


(2) 地政学要因などによる原油価格の変動が景気の変動要因になる場合

最近で、供給懸念によって大幅に原油相場が上昇した例は、1990 年の湾岸戦争の時であろう。原油相場が大幅に上昇したことが景気にマイナスの圧力となり、景気は後退局面に陥ったが、その景気が回復する局面では、原油価格の下落は景気を後押ししたと考えられる。このように原油価格の変動が景気動向に影響を及ぼす時期もある。

過去の 1970～80 年代の石油危機時や、逆オイルショックといわれるような原油価格の下落時期なども含めて、原油の供給サイドでの変化によって、原油価格が大幅に変動する場合には、原油価格の変動によって景気が左右される傾向が強まると考えられる。

(図表 17) 湾岸戦争時の原油価格・株価・鉱工業生産の推移



(3) 現在の原油価格下落局面の特徴とそれが持つ意味

足元で原油価格が下落している背景には、景気の減速観測が強まっていることがある。しかし、一方で景気の減速は、原油高によってもたらされた面が少なくない。経済に打撃となるような水準にまで原油相場が上昇したのは、ドル安やインフレ懸念を背景に投機的な動きが過熱したためと考えられる。

もちろん、投機は、景気動向も踏まえたうえで売り買いの判断が行われており、基本的には景気動向の影響を受けている。しかし、投機が行き過ぎて原油価格が大幅に変動した場合には、上述の地政学リスク等の供給サイドの要因による原油価格の変動と同様に、原油価格に景気動向が影響される傾向が強まると考えられる。

一方で、7月に1バレル = 147ドル台をつけた原油相場が90ドル台に下落してきたことは、

景気を下支えする力が生じつつあることも示唆している。

株価下落などによる新たな景気抑制圧力が生じているものの、原油価格下落による景気下支え効果はそれなりに大きい。株価は経済の先行き見通しが反映されやすいことや、企業が事業計画を考える際の資金調達環境に影響するなどから、景気に対する先行性があるといわれる。そして、原油価格の変動が景気動向に大きな影響を及ぼす場合には、その影響を織り込みながら株価も推移することになる。原油価格の下落は、先行きの景気を下支えするとみられる。株価も原油価格下落後の景気の先行きを見ながら持ち直してくるだろう。

(図表 17) 湾岸戦争時と最近の原油価格・株価の推移

