

原油レポート

< 原油安と為替相場について >

1. 原油市況～景気減速観測を背景に 80 ドル台半ばに下落

原油相場（WTI、期近物）は、金融市場の混乱を背景に乱高下が続いているが、相場のレンジは徐々に切り下がってきている。10月9日の終値は1バレル＝86.59ドルであった。ハリケーンによる油田や製油所の生産障害が続いたにも関わらず、需給逼迫感はおらず、ガソリンなど製品の足元の需給はむしろ緩和気味に推移しているようだ。8日に発表された米国週次石油統計では、生産活動の復旧が進む中で、原油やガソリンの在庫が増加したことが示された。

原油相場は、9月後半に一旦下落に歯止めがあったが、10月に入って景気減速懸念や投機資金流出観測によって再び下落基調が強まった。当面、景気減速による石油需要減退観測が相場下落の圧力になる。一方で、OPECの協調減産が強化されるとの観測や、値ごろ感から中国などの原油購入が増えるとの見方が下値を支える要因になる。目先は狼狽的な売りにより下落が加速するかもしれないが、その後は、80～90ドル台を中心とした推移になると見込まれる。

2. トピック～原油安と為替相場について

原油相場が7月につけた147ドルをピークに下落に転じている。「金融市場が不安定化し、景気減速観測が強まっていることがその背景にある」と説明すれば、非常に説得力がある。しかし、振り返れば、昨年、米国でサブプライムローン問題が拡大していった際にも景気減速観測が強まったが、原油は上昇を続けた。何が違うのだろう。

今回、原油価格が下落している背景としては、経済情勢が昨年よりも悪化していることに加えて、ドル高が進んだことも考えられる。

2007年頃から、ドル安と原油高が連動する傾向が強まっており、その関係をあてにしたドル売りや原油買いが行われた可能性がある。ドル高局面では、その投機ポジションは解消を迫られたり、逆にドル買いや原油売りに転じたりする向きもあったとみられ、原油安に拍車をかけた可能性がある。もっとも、原油相場とドル相場の逆相関の関係は常に成り立つわけではない。今後、ドル高がさらに進んでも、それによって原油価格が大幅に下落することはないであろう。



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

調査部

【お問合せ先】 芥田 (tomomichi.akuta@murc.jp)

次回公表日：2008年10月23日（木）頃

1. 原油市況：景気減速観測を背景に 80 ドル台半ばに下落

原油相場（WTI、期近物）は、金融市場の混乱を背景に乱高下が続いているが、相場のレンジは徐々に切り下がってきている。10月9日の終値は1バレル＝86.59ドルであった（その後の時間外取引では1バレル＝84ドルを割った）。

金融市場では、米国は金融機関救済策をさらに拡充する必要があるとの見方が出ている。また、欧州でも金融機関の経営難が深刻化して各国政府による救済が行われるなど、経済の先行き不透明感が強まっている。株価の下落が、さらに金融システムや経済の先行き不透明感を増幅する悪循環がみられる。

石油市場についてみると、米国の石油施設はハリケーン「アイク」による大規模な生産障害が発生し、2005年にハリケーン「カトリナ」に被災した当時によく似た状況になっている。しかし、油田や製油所の生産障害に関わらず、ガソリンなど製品の足元の需給は、逼迫感が出ておらず、むしろ緩和気味に推移しているようだ。8日に発表された米国週次石油統計では、生産活動の復旧が進む中で、原油やガソリンの在庫が増加したことが示された。

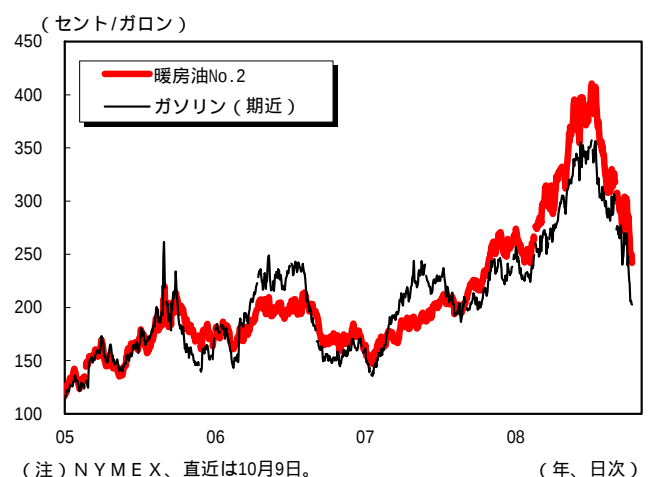
最近の原油の油種間スプレッド（価格差）をみると、WTIはドバイやブレントに対して割高になる方向に推移しているが、上記の原油の供給障害の影響や欧州・アジアの需要鈍化観測がその背景として考えられる（図表3）。一方、原油相場の先物カーブをみると、目先数ヶ月は先安感があるが、数年先にかけて緩やかな先高感がある。足元から数カ月先の需要鈍化観測が強いことが推察される。また、先物市場における投機筋のポジションをみると、6月後半以降売り買いが拮抗する中、足元では小幅な買い超しに転じている。一方、商業筋も含めた先物の建て玉をみると、2007年半ばをピークに、2008年7月以降は減少傾向が強まっている（図表7～8）。

原油相場は、9月後半に一旦下落に歯止めがあったが、10月に入って景気減速懸念や投機資金流出観測によって再び下落基調が強まった。当面、景気減速による石油需要減退観測が相場下落圧力になる。一方で、OPECの協調減産が強化されるとの観測や、値ごろ感から中国などの原油購入が増えるとの見方が下値を支える要因になろう。目先は狼狽的な売りにより下落が加速するかもしれないが、その後は、80～90ドル台を中心とした推移になると見込まれる。

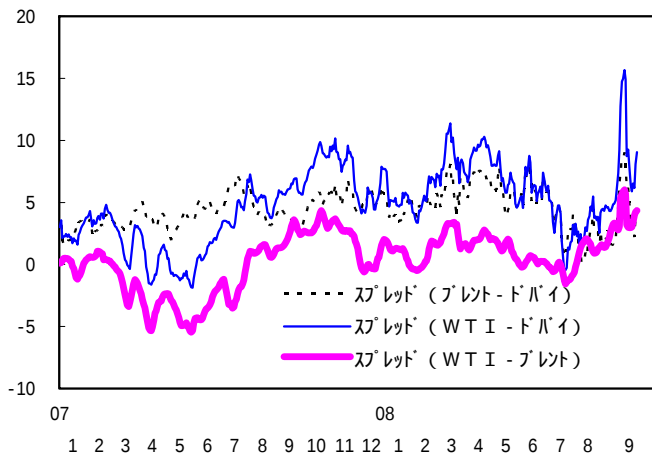
（図表1）原油市況の推移
（ドル/バレル）



（図表2）石油製品市況の推移

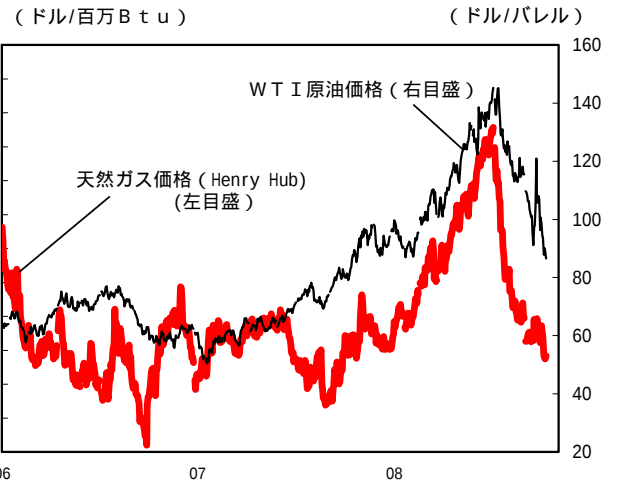


(図表3) 油種間スプレッドの推移
(ドル/バレル)



(注) 5日移動平均値。
直近は10月9日。
(年、日次)

(図表4) 米国天然ガス市況の推移



(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略
(注2) 直近は10月9日。
(年、日次)

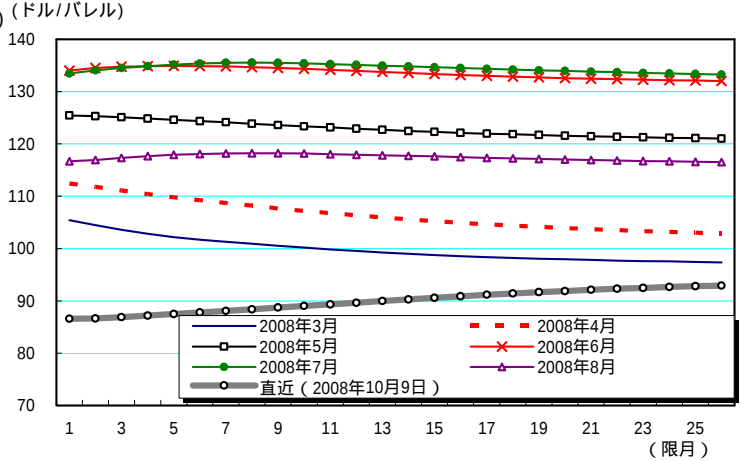
(図表5) W T I 原油先物価格の限月推移

(ドル/バレル)



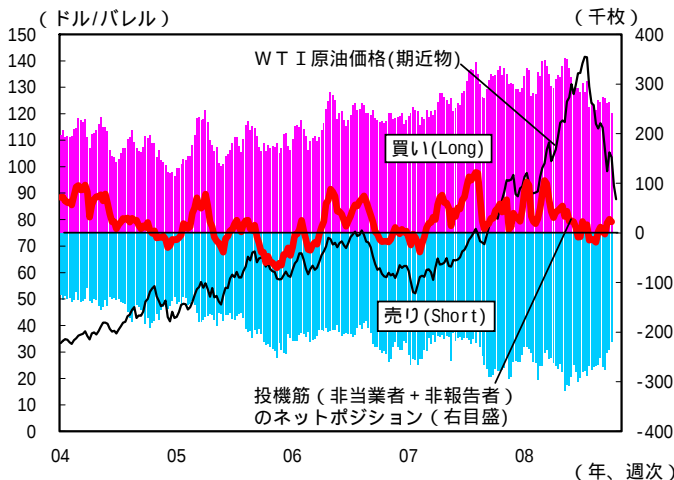
(注) 限月は26ヵ月先まで、2008年10月9日時点
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)
(年、月次)

(図表6) W T I 原油の先物カーブ



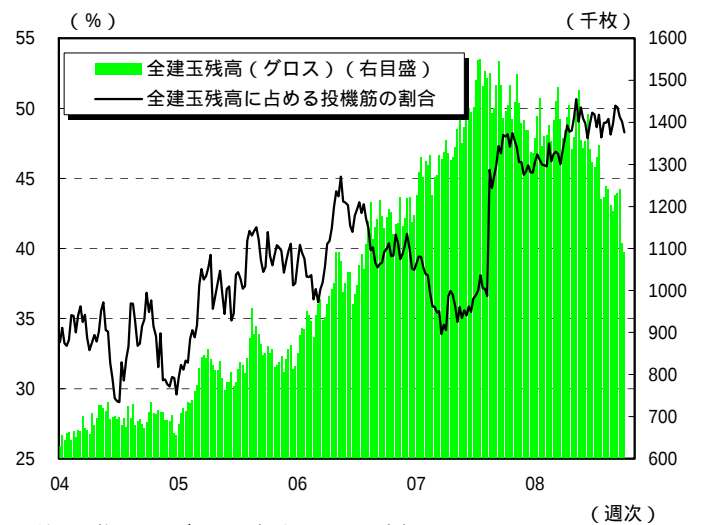
(注) 各時点における各限月(26ヵ月先まで)のW T I 原油先物価格
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(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9月30日時点、W T I 原油は10月8~9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) C F T C

(図表8) 原油先物の建て玉(NYMEX)



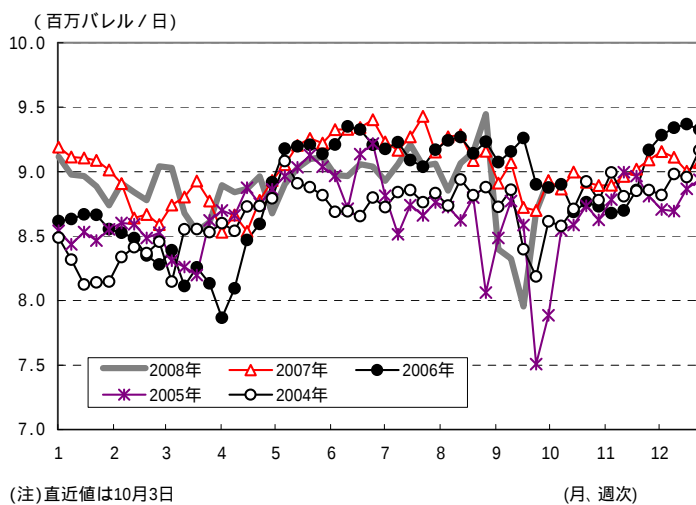
(注1) 1枚は1000バレル。直近は9月30日時点
(出所) 米国先物取引委員会(C F T C)

2. 品目別需給動向

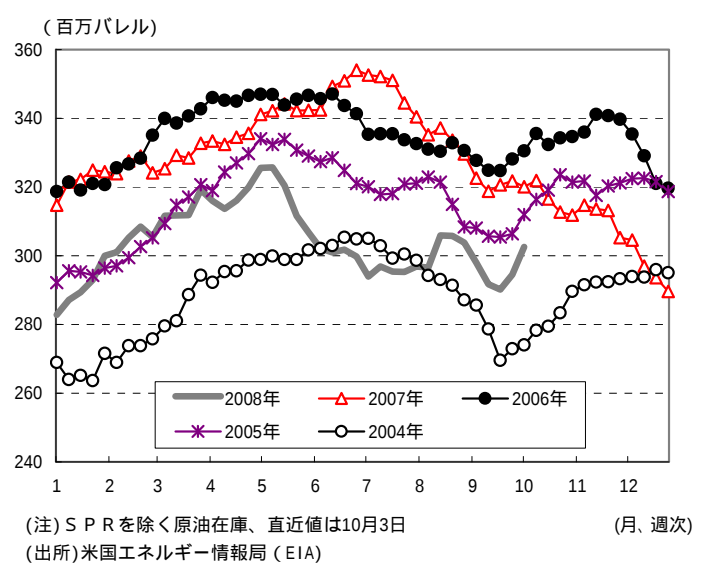
(1) 米国原油需給；需要は低調、在庫は増加

ハリケーンの影響による障害から油田の生産が復旧する中で（図表9）、10月3日に終わる週の原油在庫は、前週比812万バレル増加した（図表10）。もっとも、原油在庫が9月後半から増加に転じるのは、秋の不需要期から冬場の需要期を迎えるまでにみられる通常の季節的な動きであり、原油在庫の水準は、依然、前年水準を下回っている。石油製品需要の鈍化により製油活動が一段と低迷するとの観測や、原油相場が下落基調にあるため石油業者の在庫保有意欲が低いことが、在庫抑制圧力になっていると推察される。

（図表9）米国の原油生産量



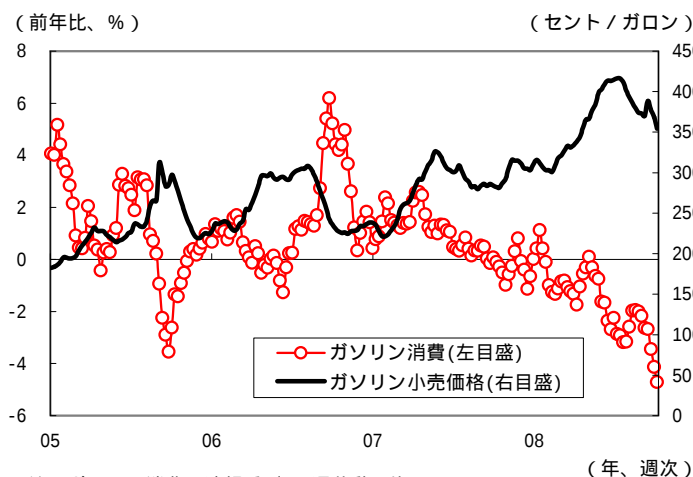
（図表10）米国の各年の原油在庫



(2) 米国石油製品；ガソリンを中心に需要の低迷が続く

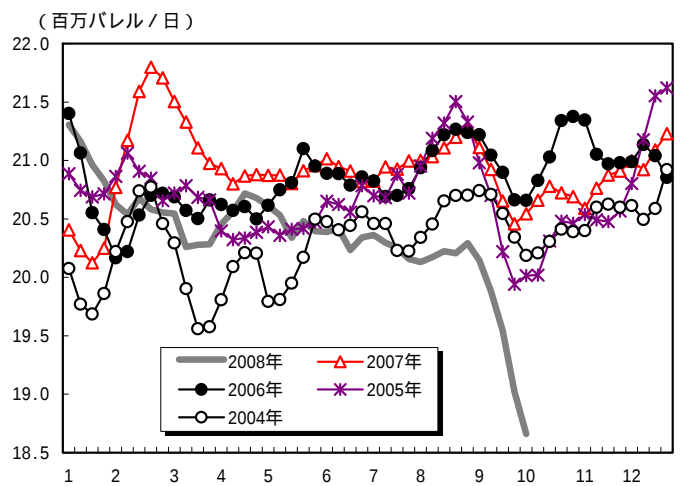
米国の石油製品需要は減少傾向で推移している。ガソリン小売価格（全米平均）は、ハリケーン上陸に伴う一時的な影響により9月第3週に小幅上昇したものの、その後は再び下落に転じ、10月第1週には3.5ドルまで下落してきた（図表11）。一方で、ガソリン需要は一段と鈍化している。重油や中間留分を含めた石油製品全体でみても、消費量は近年の水準を大幅に下回って推移している（図表12）。景気の先行き不透明感や石油製品価格の下落観測が石油需要を抑制している。

(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) E I A

(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10月3日
(出所) 米国エネルギー情報局 (EIA)

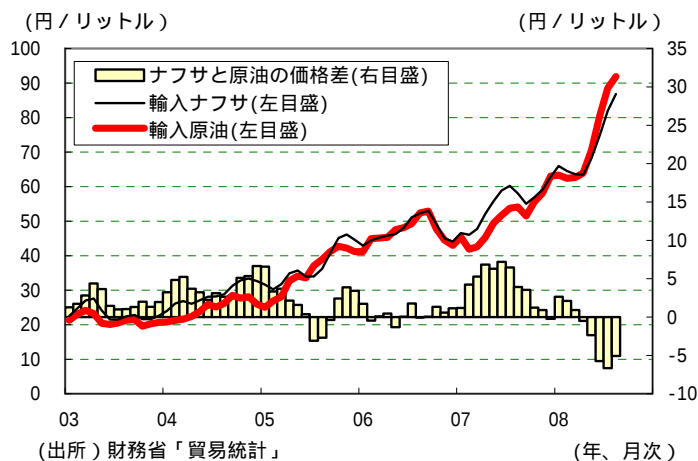
(3) ナフサ；原油に連動して下落

日本の8月の輸入ナフサ価格(通関)は、1リットルあたり86.8円に上昇した(図表13)。一方、8月の原油輸入価格も同91.9円まで上昇したが、ナフサ価格の原油価格に対する割安度合いはやや縮小した(図表13)。

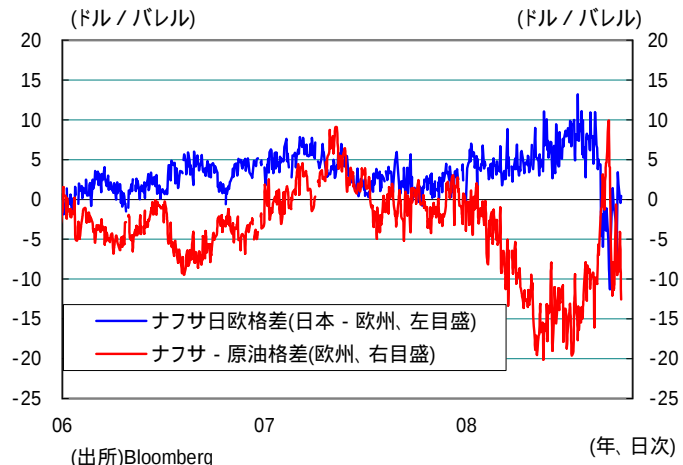
その後の市況をみると、原油に連動してナフサも下落している。そうした中で、ナフサと原油の価格差は不安定になっているが、7月頃に比べナフサの割安度合いは縮小している(図表14)。

ナフサ価格の地域格差をみると、欧州に対するアジアの割高感は、夏場に拡大した後、9月に入り縮小していたが、足元にかけて再び拡大に転じている(図表14)。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が増えることが意識されはじめたとみられる。先行き、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

9月のOPEC13ヶ国の原油生産（日量）は、前月比 - 42.5 万バレルと減少に転じた（図表16、Bloomberg による推計値、以下同）。生産枠が適用される12カ国（イラクを除く）では同 - 25 万バレルであった。定期改修が終了したリビアの生産は増加し、サウジアラビアは - 5 万バレルの減少にとどまったものの、事業環境が不安定なイラクは - 17.5 万バレルの大幅な減産となり、イランも - 13 万バレルであった。また、事故があったアンゴラは - 8 万バレル、石油施設へのテロが続いたナイジェリアも - 6 万バレルであった。

OPECは9月10日の定例総会で生産枠を据え置いたが、生産枠を超過する生産分の削減により実質 50 万バレル（日量）程度の減産になると発表した。実質減産は、主として生産枠を上回る生産を行っているサウジアラビアの減産により行われるとみられるほか、アルジェリアも 5 万バレルの減産を表明しており、今後、OPECの生産量はさらに減少すると見込まれる。

このところ、産油国サイドでは、原油相場が今後、一段と下落するとの見方が多くなっている。株価下落など金融市場の不安定な動向もあって、景気見通しが慎重になり、需要鈍化の観測が強まっていることが背景にある。OPECは、12月17日に予定していた特別総会の前に、11月18日に緊急総会を開催することを決定した。リビア、エクアドルは減産を志向する発言を行っており、10月9日にヘリルOPEC議長は「減産の可能性が高い」と述べている。なお、8日には米国のエネルギー省長官が「これまでOPECは市場に十分な原油を供給しており、今後、減産が必要かどうかはOPECの判断」との主旨の発言をしていた。

（図表15）OPECの生産動向

国名	生産量 (9月)	生産量 (8月)	超過量 (9月)	生産枠 (07年11月～)	産油能力	稼働率	生産余力 (9月)
アルジェリア	140.0	141.0	4.3	135.7	145.0	97.2%	5.0
アンゴラ	180.0	188.0	-10.0	190.0	193.0	96.4%	13.0
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	395.0	408.0	13.3	381.7	410.0	97.1%	15.0
イラク	213.5	231.0	-	-	250.0	97.4%	36.5
クウェート	260.0	260.0	6.9	253.1	265.0	95.5%	5.0
リビア	172.0	163.0	0.8	171.2	175.0	101.7%	3.0
ナイジェリア	188.0	194.0	-28.3	216.3	220.0	92.7%	32.0
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	945.0	950.0	50.7	894.3	1,080.0	85.2%	135.0
UAE	265.0	266.0	8.3	256.7	280.0	91.4%	15.0
ベネズエラ	236.0	236.0	-11.0	247.0	250.0	97.2%	14.0
OPEC13カ国	3,219.0	3,261.5	-	-	3,498.0	92.7%	279.0
OPEC12カ国	3,005.5	3,030.5	38.2	2,967.3	3,248.0	92.4%	242.5

（注1）超過量（9月）＝生産量（9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（9月）／産油能力＊100

（注6）生産余力＝産油能力－生産量（9月）

（資料）Bloomberg

4. トピック；原油安と為替相場について

原油相場が7月につけた147ドルをピークに下落に転じている。「金融市場が不安定化し、景気減速観測が強まっていることがその背景にある」と説明すれば、もっともらしく聞こえる。しかし、振り返れば、昨年、米国でサブプライムローン問題が拡大していった際にも景気減速観測が強まったが、原油は上昇を続けたのではなかったか。何が違うのだろう。

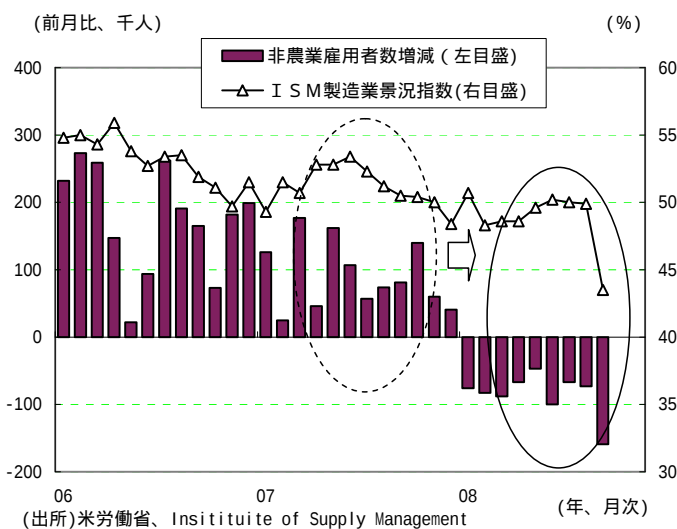
(1) 緩み始めた原油の需要

まず、観測にとどまらず、実際に景気の減速が鮮明になり、経済情勢が昨年よりも悪化していることである。例えば、昨年は、米国の雇用は増加を続けていたし、製造業の活動も堅調であった。石油需要も前年比-1%程度と小幅減少にとどまっていた。しかし、現状では米国の雇用は減少傾向で推移し、製造業活動も鈍化してきている。そうした中で、ガソリンなど石油製品の需要は前年比-5%前後と大幅に減少してきている(図表16~17)。

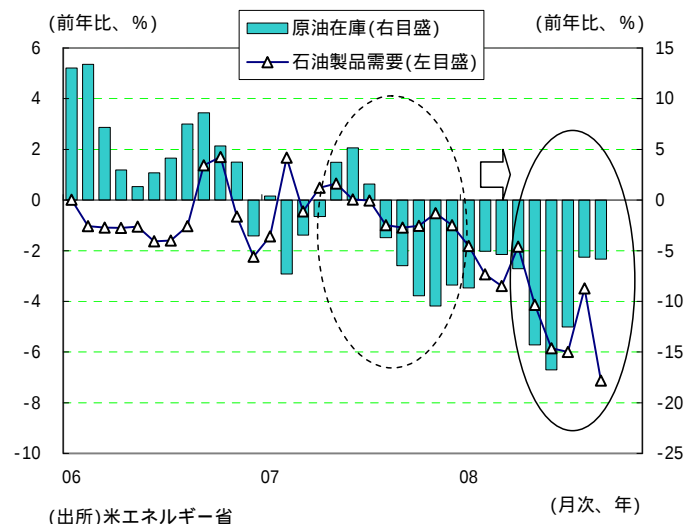
今後、景気がさらに落ち込むかもしれないといった懸念が生じる時、想定する石油需要の鈍化の程度が昨年よりも今年の方が厳しいということになるだろう。

また、米メキシコ湾岸にハリケーンが上陸し、米国の製油活動や産油活動が停滞している状況は、2005年に良く似ている(図表9~10)。しかし、当時は、石油製品や原油の価格が大幅に上昇したのに対して、今年は価格上昇がほとんど起こっていない。むしろ、原油需要が鈍化するとの見通しが強いため、精製活動の停滞によって石油製品の供給が停滞していても、原油在庫の増加が原油市場の押し下げ要因とされてしまう。

(図表16) 米国の雇用者数と製造業景況指数



(図表17) 米国の石油製品需要と原油在庫



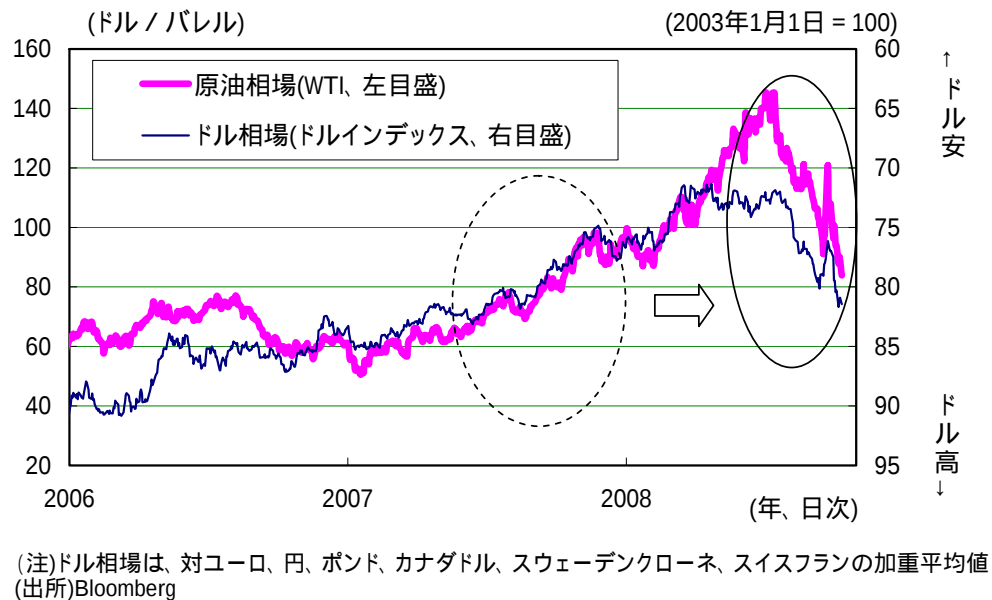
(2) ドル高による原油安

しかし、足元の実需の弱さ以外にも、今年と昨年の原油相場の動向に違いが生じる理由がある。例えば、為替相場の動向である。2007 年以降は、ドル安と原油高、ドル高と原油安の関係、つまりドル相場と原油相場の逆相関が続いてきた(図表 18)。原油市場の立場からみると、昨年後半には、原油高の理由として、ドル安が指摘されていた。一方で、為替市場では原油高をドル安の要因とする見方があり、原油高とドル安の相乗効果もあったと推察される。

2007 年後半の為替市場では、サブプライムローン問題の拡大が利下げや米景気の減速観測につながり、ドル安につながっていった。これに対して、今年の場合は、夏場以降は対ユーロを中心にドル高傾向で推移している(図表 18)。その理由は、当初はユーロの利上げ観測後退であり、その後、米国の金利先高感が生じた局面もあり、足元では欧州の金融市場や景気の先行きに対する懸念の強まりといった具合に変遷しているが、ドル高・ユーロ安の傾向が続いている。

つまり、ドル安・原油高の関係をあてにしたドル売りや原油買いの投機ポジションはその解消を迫られたり、逆にドル買いや原油売りに転じる向きもあったかもしれない。ユーロ圏を中心とした景気見通しの悪化を背景としたドル高により原油安が促進された可能性がある。

(図表 18) 原油相場とドル相場の推移



(3) 為替相場と原油市場の関係

もっとも、原油相場とドル相場の逆相関は、常に成り立つとは限らない。原油相場とドル相場の長期的な動向をみると、必ずしも明確な関係がみられるわけではない(図表 19)。1980 年代頃まで、米国は日本や欧州に比べて原油の自給率が高かったため、原油高になった際に経済が

被るマイナス影響は米国に比べて日欧の方が大きいとの見方から、原油高はドル高材料とされる場合もあった。

ところが、現在では、原油高の経済に及ぼすマイナス影響は、日・米・欧で、それほど大きな差はない。例えば、1 バレルあたり 10 ドルの原油高が起こった場合に、海外に流出する所得の大きさは、日米欧とも GDP 比 0.3～0.4% 程度である。

それにもかかわらず、ドル相場と原油相場の逆相関が続いたのは、原油高の局面では、通貨高の国の方が原油の輸入コストを抑えられ、原油高の悪影響が抑制されやすいということが起こっていたと考えられる。

具体的には、通貨高が続いたユーロ圏経済に対する評価が高まり、逆に通貨安の米国は原油輸入コストが増えやすいので、さらにユーロ高・ドル安を後押しするという相乗効果が起こりやすかったとみられる。しかし、通貨安の国はいつも米国だとは限らない。仮に今のようなユーロ安の局面で原油相場が上昇に転じた場合は、ユーロ圏経済への悪影響が懸念され、さらなるユーロ安を促すといった相場の動きになる可能性もあろう。このように原油相場とドル相場の逆相関は、安定した関係ではないはずである。

似たような例として、昨年から今年前半にかけて、株安・原油高という株価と原油価格の逆相関も指摘されていたが、この関係も安定したものではなかった。つまり、今年の夏場までは、株価が下落傾向で推移しているので原油など商品市場に投機的な関心が集まると解説されていたが、現状では、株価と原油価格はともに景気先行き懸念から下落しており、順相関の関係に変わっている。

原油価格と為替や株価との関係は、状況によって大きく変化するものである。今後、仮にドル安が進んでも今年の夏場のような原油高にはならないであろうし、逆にドル高が進んでもそれを材料に原油相場が大幅に下落することもないであろう。

