

# 原油レポート

< 2009年までの原油価格の見通し >

## 1. 原油市況 ~ 需要減退懸念により 110ドル台前半に下落

原油相場(WTI、期近物)は、7月11日に1バレル=147.27ドルの過去最高値をつけたものの、その後は下落基調で推移し、8月15日の終値は113.77ドルであった。

8月に入って、原油相場の押し上げ材料が無かったわけではない。例えば、5日にアゼルバイジャンからの原油を地中海まで輸送するトルコ領内のパイプライン事故が発生して原油供給に障害が生じ、7日にはロシアとグルジアの軍事衝突が発生してアゼルバイジャンからグルジアを経由するパイプラインからの原油供給にも懸念が生じた。しかし、ドル高がドル建て原油価格の下押し要因になり、世界景気の減速観測から原油需要の減退が強まっている。

景気の減速や石油製品価格の上昇により、先進国を中心に石油需要は抑制されるとみられ、年末にかけて100ドル程度まで反落する可能性があるだろう。

## 2. トピック ~ 2009年までの原油価格の見通し

2007年後半からの相場上昇が急であったため、原油消費国では原油高の負担感が強まり、足元の景気減速の大きな要因になっている。

もっとも、欧州や日本では、人口増加率の低下や省エネルギー技術の普及などより石油需要の減退が続いていることに加えて、米国でも景気の減速や価格の高騰が影響してガソリンや重油を中心に需要の減退が目立つようになってきている。また、足元では、欧州などの景気減速が新たな石油需要の抑制要因として意識されてきている。

需要が旺盛な中国でも、オリンピック後には石油製品価格の引き上げが進められるとみられ、需要の伸びが抑制されてくるであろう。また、オリンピック開催を前に、石油会社が政府より求められていた石油在庫を積み増す動きも一巡が見込まれる。需要全般の伸び悩み傾向を受けて、2008年末にかけて原油相場は下落傾向が続くと予想される。2009年には米欧景気が持ち直してくる中で、新興国を中心とした需要増加観測が強まり、原油相場は再び上昇すると考えられる。



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8月28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；需要減退懸念により 110 ドル台前半に下落

原油相場（WTI、期近物）は、7月11日に1バレル＝147.27ドルの過去最高値をつけたものの、その後は下落基調で推移し、8月15日には一時111ドル台まで下落した（15日の終値は113.77ドルであった）。

過去最高値を記録した際には、ドル安やイランとイスラエルの軍事的緊張が相場の押し上げ要因とされた。しかしその後は、ドル相場は上昇傾向で推移しドル建て原油価格の下押し要因になり、世界景気の減速観測から原油需要の減退が懸念されている。

8月に入って、原油相場の押し上げ材料が無かったわけではない。例えば、5日にアゼルバイジャンからの原油を地中海まで輸送するトルコ領内のパイプライン事故が発生し、7日にはその修復に2週間を要すると発表された。また、7日にはロシアとグルジアの軍事衝突が発生し、アゼルバイジャンからグルジアを経由するパイプラインからの原油供給にも懸念が生じた。8月13日に発表された米国の週次石油統計では、原油在庫やガソリン在庫の減少が示され、原油相場の押し上げ材料とされた。

最近の原油の油種間スプレッド（価格差）をみると、2008年前半に比べWTI安、ドバイ高が進んでおり、足元ではブレント安が進んでいる（図表3）。米国における石油需要の減退観測を受けて、WTIに下落圧力がかかっている様子が窺える。また、8月にかけて、ブレントがWTIに対して割安になる傾向がみられる。足元で、景気減速によって欧州の石油需要が鈍化すると観測が急速に強まっていると推察できる。

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、足元の相場下落は短期的であって先行きは戻すとの見方が残っているようだ。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、売りと買いが拮抗しており、7月22日に終わる週以降は小幅な売り越しになっている。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、今後も、景気の減速や石油製品価格の上昇により、先進国を中心に石油需要は抑制されるとみられ、年末にかけて100ドル程度まで反落する可能性があるだろう。

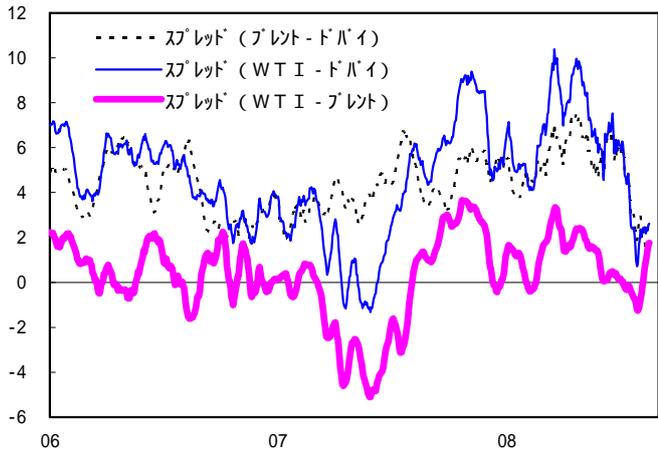
（図表1）原油市況の推移



（図表2）石油製品市況の推移

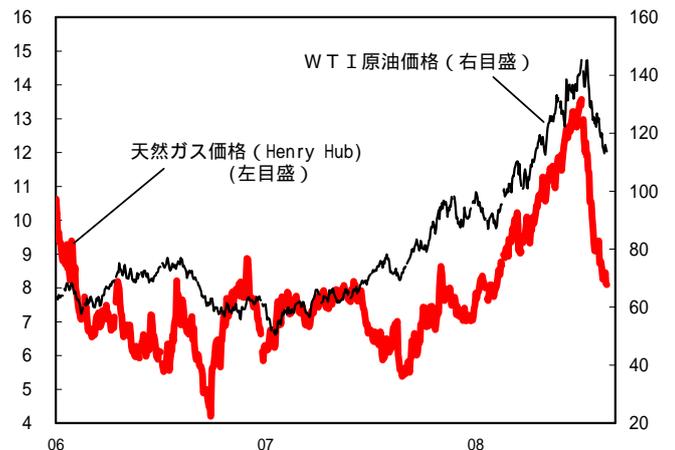


(図表3) 油種間スプレッドの推移  
(ドル/バレル)



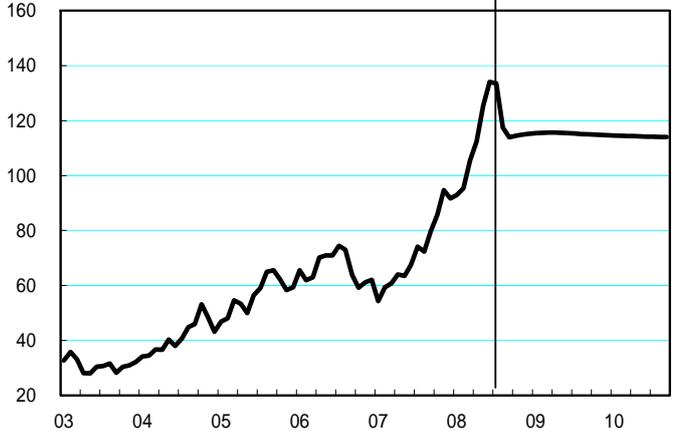
(注) 10日移動平均値。直近は8月15日。(年、日次)

(図表4) 米国天然ガス市況の推移  
(ドル/百万Btu) (ドル/バレル)



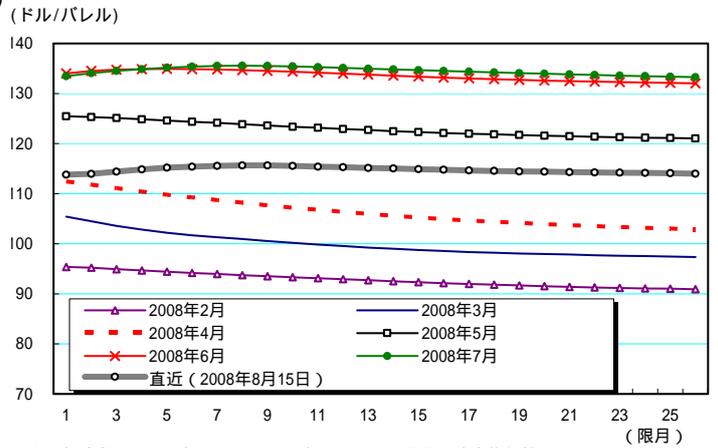
(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略 (年、日次)  
(注2) 直近は8月15日。

(図表5) WTI原油先物価格の限月推移  
(ドル/バレル)



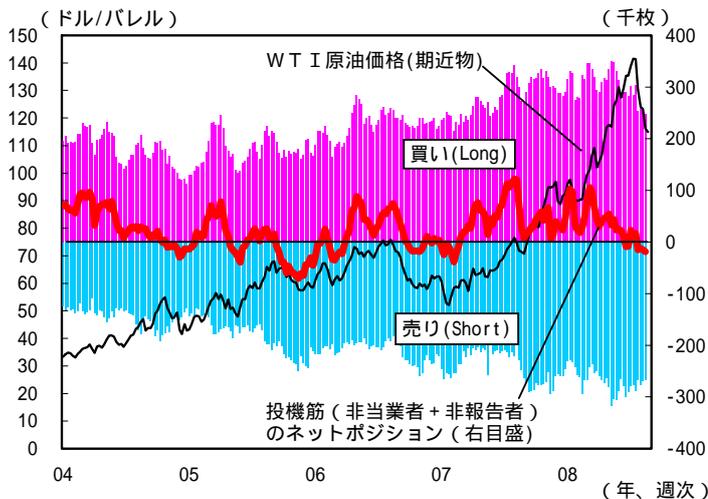
(注) 限月は26ヵ月先まで、2008年8月15日時点 (出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX) (年、月次)

(図表6) WTI原油の先物カーブ



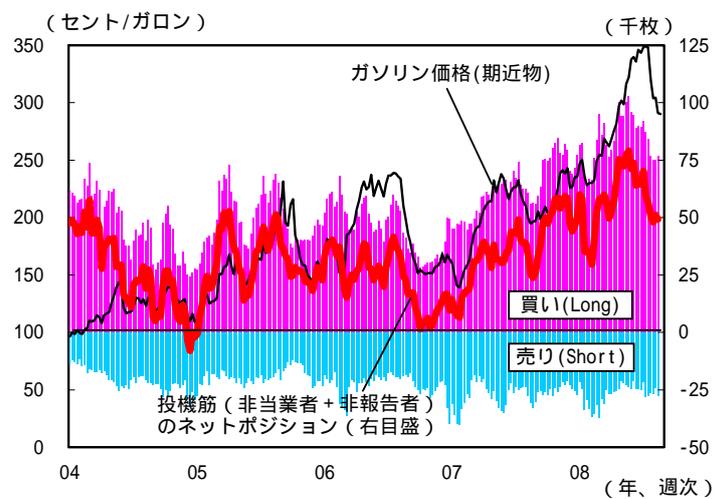
(注) 各時点における各限月(26ヵ月先まで)のWTI原油先物価格 (出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(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12日時点、WTI原油は8月13~15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) CFTC

(図表8) 投機筋のポジション(ガソリン)



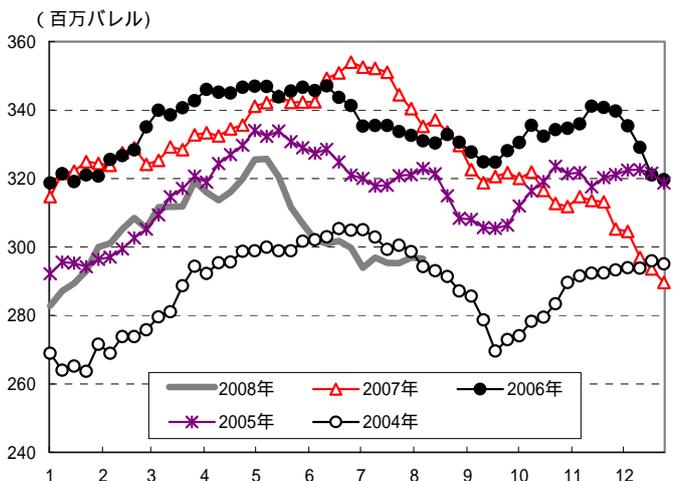
(注1) ポジションの直近は8月12日時点、ガソリン価格は8月13~15日平均値  
(注2) GASOLINE BLENDSTOCK (RBOB)あるいはUNLEADED GASOLINEの合計  
(出所) CFTC

## 2. 品目別需給動向

### (1) 米国原油需給；在庫減少は需給引き締まりを示さず

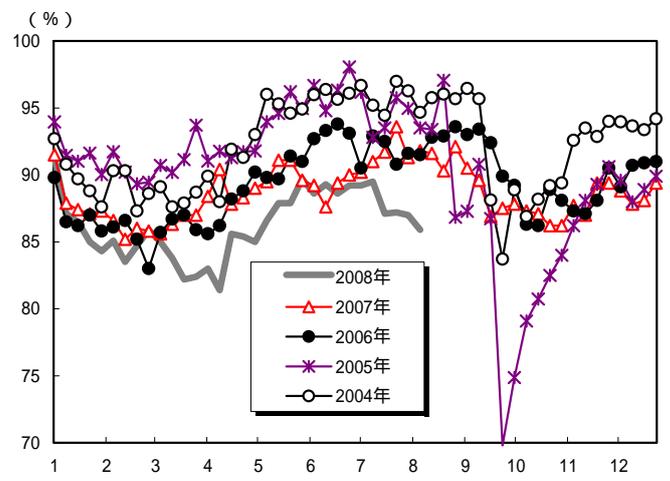
原油在庫は、過去数年に比べて低い水準で推移している。8月8日に終わる週の原油在庫も前週比32万バレル減少した(図表9)。もっとも、在庫の減少は、原油需給の引き締まりを示すものではなさそうだ。在庫減少の一因は、原油相場が史上最高値圏から下落する中で、石油業者の在庫保有意欲が非常に低いためとみられる。また、製油活動が低迷しており、原油需要が弱いことも原油在庫を保有する意欲を低下させているとみられる。製油所の稼働率は、前年水準を大幅に下回って推移している(図表10)。

(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8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

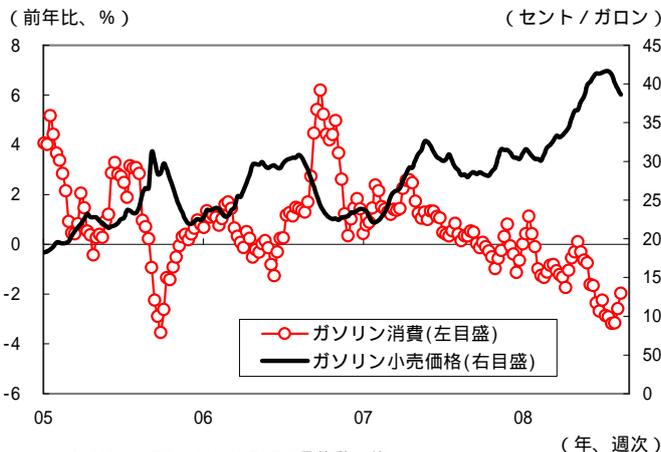


(注) 直近値は8月8日 (月、週次)  
(出所)米国エネルギー情報局(EIA)

### (2) 米国石油製品；ガソリンの需要低迷が続く

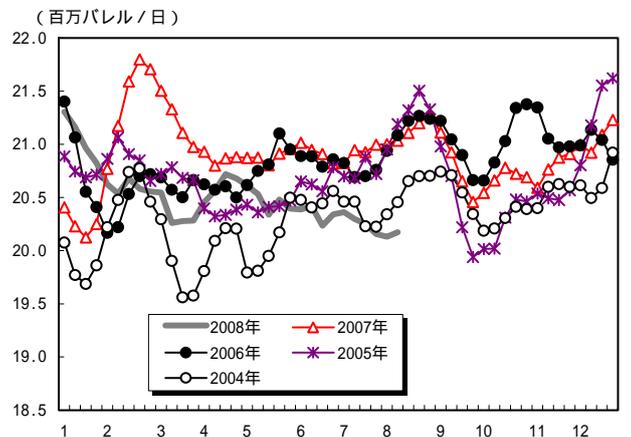
原油価格の下落を反映して、米国のガソリン価格は下落に転じている。小売価格(全米平均)は8月第1週に10週ぶりに4ドルを割り、第2週には3.8ドル台になった(図表11)。しかし、

(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) 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8月8日 (月、週次)  
(出所)米国エネルギー情報局(EIA)

ガソリン需要は依然、前年割れで推移している。また、天然ガスや石炭に代替されやすい重油の需要も弱まっているとみられる。米国の石油製品全体の消費量は、前年水準を大幅に下回って推移している（図表 12）。

### （3）ナフサ；原油に連動して上昇

日本の6月の輸入ナフサ価格（通関）は、1リットルあたり74.9円と上昇した（図表 13）。一方、6月の原油輸入価格は同80.5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拡大した。

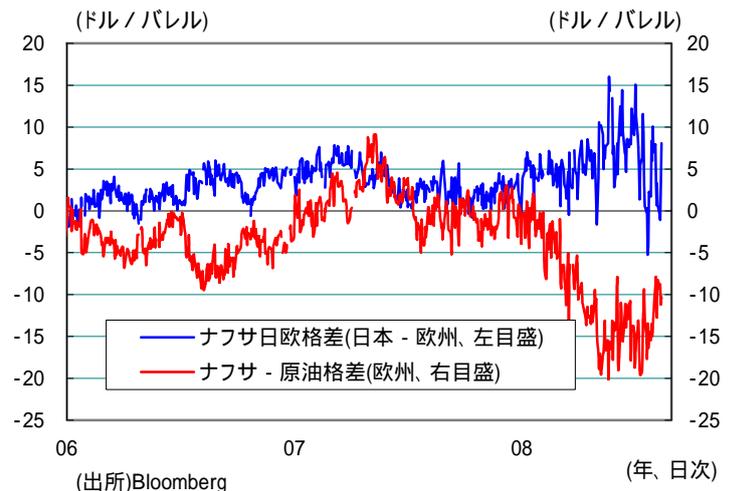
その後の市況をみると、7月前半は原油高が進む中でナフサも最高値更新が続いたが、7月後半以降は原油と連動してナフサも下落している。原油の下落に比べてナフサの下落は小幅にとどまり、ナフサ価格の原油価格に対する割安度合いは縮小に転じている（図表 14）。一方で、アジアのナフサ価格の欧州のナフサ価格に対する割高度合いは小さくなっている（図表 14）。相対的にみれば引き締め感のあったアジア市場に欧州のナフサが輸入されてきており、アジアのナフサ需給の緩和を促したとみられる。

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。もっとも、原油価格が大幅に下落する中でナフサや石油化学製品の価格下落も見込まれるため、石油化学製品のユーザーが買い控えを行い、連れて石油化学プラントからのナフサ需要は弱含む可能性がある。

（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

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た。電力障害の影響があったイラクや、油田の補修を行ったりリビアでは小幅減産となったものの、OPEC全体では増産基調が続いた。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。

原油相場の下落が続いており、一部では、9月8日に開催されるOPEC総会で減産を指向する声も聞かれる。しかし、8月5日にクウェートのオレイム石油相は、現時点では「減産は行わない見通しであり、原油相場の下落よりも米国の景気後退が懸念される」と述べた。また、地政学リスクへの懸念が後退すれば、原油相場はさらに下げる可能性があるとも指摘した。

もっとも、イランの核開発問題では、イラン側は引き続き、原子力の利用は当然の権利だとして核開発を継続する姿勢を示しており、イランとの対話の可能性を若干、見せ始めた米国との距離感はなかなか縮まらない。

また、ナイジェリアでも、反政府武装勢力による追加攻撃の可能性が続いている。ロシアのグルジア侵攻問題により、アゼルバイジャンからの原油供給への懸念も生じている。

（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
<b>OPEC13カ国</b>	<b>3,282.5</b>	<b>3,259.0</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>3,478.0</b>	<b>93.3%</b>	<b>195.5</b>
<b>OPEC12カ国</b>	<b>3,037.0</b>	<b>3,010.0</b>	<b>69.7</b>	<b>2,967.3</b>	<b>3,228.0</b>	<b>92.9%</b>	<b>191.0</b>

（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 ; 2009 年までの原油価格の見通し

2007 年後半からの相場上昇が急であったため、原油消費国では原油高の負担感が強まり、足元の景気減速の大きな要因になっている。本稿では、2009 年までの原油相場の見通しを述べてみたい。

##### ( 1 ) 最近の原油相場の動き

原油相場 ( W T I、期近物 ) は、2008 年 1 月 2 日に史上初の 1 バレル = 100 ドルの取引が成立した。米景気悪化観測に伴って、2 月はじめにはいったん 90 ドル割れまで下落したものの、金融市場が不安定な中で原油を有望な投資対象とする見方が広がった。特にドル相場の下落により、原油相場は押し上げられるとの見方が強まり、ドル安・原油高が進んだ。

4 月になると、ナイジェリアでストライキやテロリストの攻撃による生産障害が拡大したことや、米国景気の後退観測が和らいで需要増加観測が強まったことが原油高の材料となった。ロシアの原油生産の低迷や中国の石油需要の増加も相場の押し上げ要因とされた。6 月にはイスラエルの閣僚がイラン攻撃の可能性を示唆したことで地政学リスク懸念が強まった。

7 月に入ると、欧州の利上げ観測を背景としたドル相場の下落、イランとイスラエルの間における軍事的な緊張、ナイジェリアの治安情勢やブラジルの石油会社でのストライキへの懸念により、11 日には一時 147.27 ドルの史上最高値を更新した。もっとも、その後、ドル相場は上昇に転じ、景気減速による石油需要の鈍化が懸念されて、8 月半ばには原油相場は 110 ドル台前半まで下落した。当局による投機抑制が検討されていることも、相場の抑制要因とみられている。

( 図表 16 ) 原油相場の推移



( 2 ) 2008 年後半の見通し

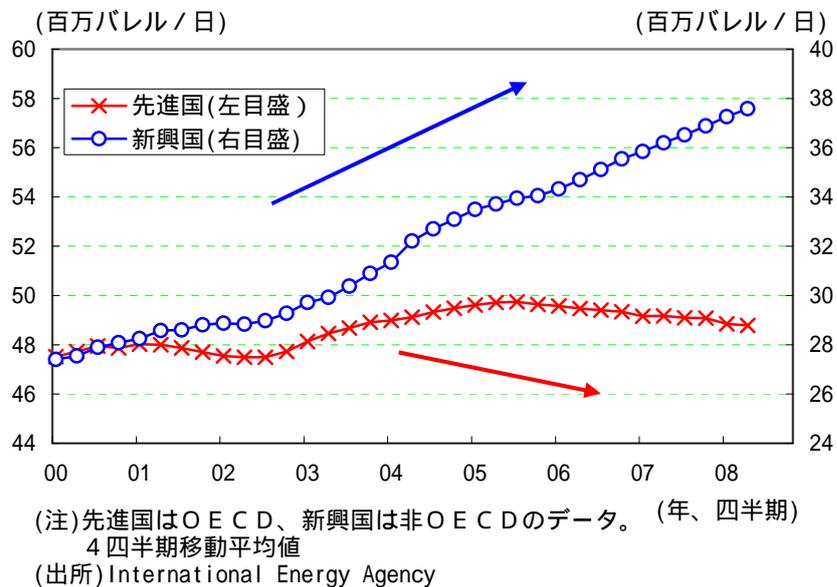
すでに高値からの下落幅は 30 ドルを超えているが、年末にかけて引き続き相場は弱含みで推移するであろう。

欧州や日本では、人口増加率の低下や省エネルギー技術の普及などにより石油需要の減退が続いていることに加えて、米国でも景気減速と価格の高騰が影響してガソリンや重油を中心に需要の減退が目立つようになっている。また、足元では、欧州などの景気減速が新たな石油需要の抑制要因として意識されてきている。

需要が旺盛な中国でも、オリンピック後には石油製品価格の引き上げが進められるとみられ、需要の伸びが抑制されてくるであろう。また、オリンピック開催を前に、石油会社が政府より求められていた石油在庫を積み増す動きも一巡が見込まれる。需要全般の伸び悩み傾向を受けて、2008 年末にかけて原油相場は下落傾向が続くと予想される。

また、相場下落局面では、さらなる価格下落を見込んで、石油ユーザーは購入を手控え、価格下落に拍車がかかる可能性もある。もっとも、これまで価格が急騰するなかで、すでに購入は手控えられる傾向が強まっていたため、ここからさらに購入の手控えが拡大したり、長期化したりすることはないであろう。

( 図表 17 ) 先進国と新興国の石油需要



( 3 ) 2009 年の見通し

2009 年には米欧景気が持ち直してくる中で、新興国を中心とした需要増加観測が強まり、原油相場は再び上昇すると考えられる。中国やインドにおいて、モータリゼーション等を背景とした石油の需要が本格化するのはまだこれからであり、引き続き需給逼迫観測は生じやすいだろう。

もっとも一方で、増加が見込まれる需要に対応するために、中国やインドで大型の石油精製所が開業することが見込まれており、アジアの石油製品需給を緩和する要因になる可能性がある。中国やインドの大型製油所は、中東などの重質油の精製を行なうことを前提に設計されている。これまでは、O P E C が増産しても重質油の在庫が増えるだけとの見方がされていたが、重質油の処理能力が高まることで O P E C の増産が石油製品の需給緩和につながりやすくなる可能性がある。原油市場では、相対的に重質油の需要を高めて軽質油の需要を抑制するため、重質油であるドバイ原油と軽質油である W T I との価格差を縮小させる要因になるとみられる。

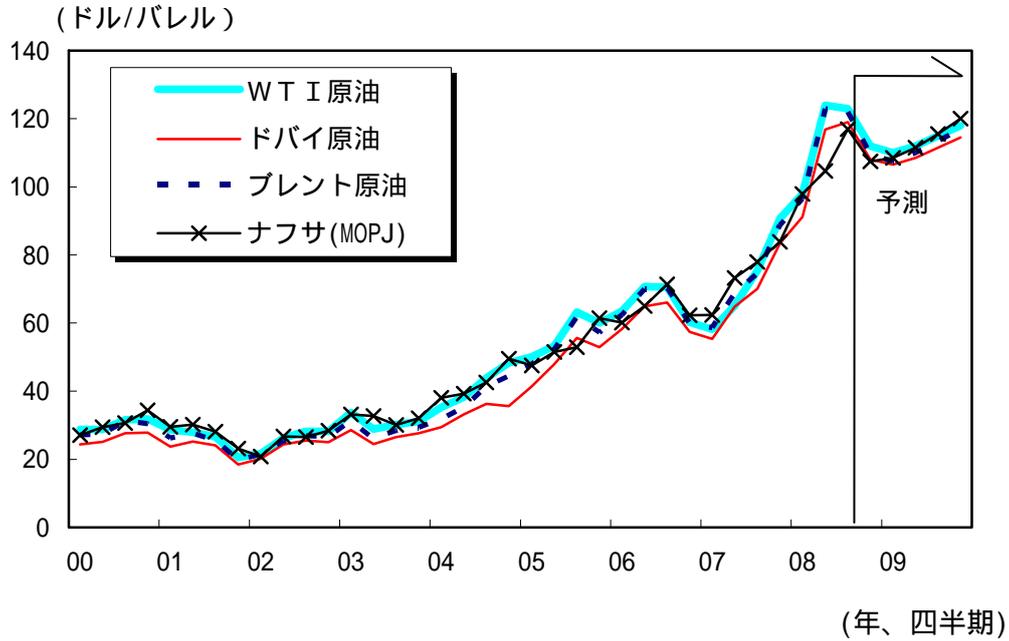
ナイジェリアやイラクにおける生産障害は続いており、イランの核開発問題、グルジア情勢など地政学リスク要因は引き続き懸念される。しかし、これまでの原油高を受けて、先進国を中心に本格的に代替エネルギーや省エネルギーが検討されるようになっている。2009 年は原油相場が上昇するものの、150 ドルを大幅に上回って上昇する可能性は小さくなっている。

( 図表 18 ) 中国・インドの大型製油所の操業開始

場所	会社	製油所能力	操業開始時期
<b>中国</b>			
山東省	中国石化	20万バレル新設	08年5月末
広東省	中国海洋石油	24万バレル能力増設	08年11月予定
新疆ウイグル自治区	中国石油	11万バレル新設	08年10～12月頃
広西チワン族自治区	中国石油	20万バレル新設	08年12月頃
福建省	中国石化	16万バレル能力増設	09年1～3月頃
浙江省	中国石化	6.9万バレル能力増強	09年9月頃
<b>インド</b>			
グジャラート州	リライアンス	58万バレル能力増強	08年9月頃

(注)ロイター報道等より作成

(図表 19) 原油価格・ナフサ価格の見通し



(ドル/バレル)

	08年				09年				10年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q
WTI原油価格	97.9	124.0	123.0	112.0	110.0	112.0	115.0	118.0	120.0
ドバイ原油価格 (WTIとの価格差)	91.2 (6.7)	116.9 (7.1)	119.0 (4.0)	108.0 (4.0)	106.5 (3.5)	108.5 (3.5)	111.5 (3.5)	114.5 (3.5)	116.5 (3.5)
ブレント原油価格 (WTIとの価格差)	96.5 (1.4)	123.0 (1.0)	122.0 (1.0)	109.5 (2.5)	107.5 (2.5)	110.0 (2.0)	113.5 (1.5)	117.0 (1.0)	119.0 (1.0)
ナフサ価格(MOPJ) (ブレントとの価格差)	97.9 (1.4)	104.6 (-18.3)	117.0 (-5.0)	107.5 (-2.0)	108.5 (1.0)	111.5 (1.5)	115.5 (2.0)	120.0 (3.0)	122.0 (3.0)

(注) シャドー部分は予測。期中平均値。