

原油市況高騰の背景と今後の動向

渡部 喜智

ニューヨーク原油先物が 80 ドル突破

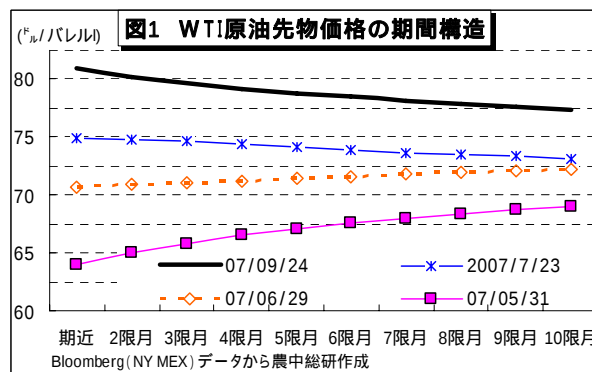
ニューヨーク商業取引所のWTI先物価格（ウェスト・テキサス・インターメディアイト：期近物・終値）は7月末に史上最高値を更新した後、米国サブプライム住宅ローンの延滞率上昇に端を発した国際的な信用収縮不安と世界景気の減速懸念に伴い反落し8月21～23日にかけては70ドル割れとなった。しかし、反転・持ち直し、9月11日のOPEC総会での増産決定後も上昇は止まらず、9月13日には米国・原油在庫の年初来最大幅の前週比701万バレルの大幅減少とハリケーン襲来懸念からWTI（10月限）は終値で初めて80ドル台（80.09ドル/バレル）に乗り、その後も80ドル台での動きが続いている。

以下、最近のWTI先物の買われ方と石油需給の状況を見ることにより、原油高騰の背景と今後を考えたい。

期近物が高いバックワーデションを示現

まず、WTIの先物価格カーブの形状に注目すると、取引決済が近い期近物の価格が期先物の価格よりも高い「バックワーデション（逆鞘）」が7月後半以降続いている（図1）。それまでは、04年末から期先物の価格が期近物の価格よりも高い、「コンタンゴ（順鞘）」が長期にわたって継続していた。前述のOPEC総会終了後の声明文でも、このバックワーデション状態についての記述がなされている。

WTIがバックワーデション状態で上昇基調にある理由には様々な観測があるが、世界的にリスク回避的な投資の動きのなか、足の速い投資資金が消去法的に原油先物市場に流入し、買い上がっている可能性がある。それとともに、



後述のように米国原油在庫の減少継続を受け足元の供給不足感が市場の買い材料になっていることも否定できない。

バックワーデションの形状からすれば先行き下落の先安観測が織り込まれていることになる。しかし、後述のように先行きの需給状況など慎重に見る必要があると思われる。

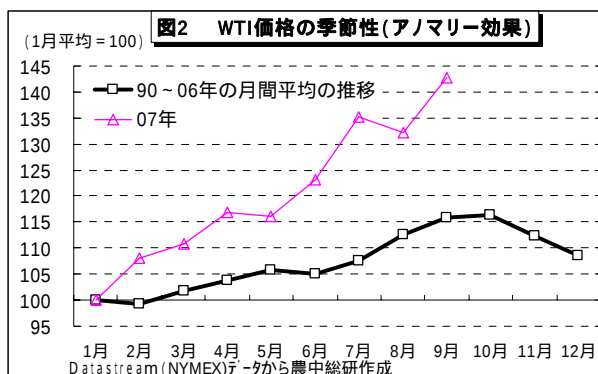
夏場上昇の季節性（アノマリー）

週次で発表される原油やガソリンなどの石油在庫は重要な相場材料である。

米国では学校も夏休みとなりガソリン消費が高まる夏のドライビング・シーズンに石油在庫が減少する傾向があり、それを受け同時期の原油市況は堅調に推移する季節性（アノマリー効果）がある。

90～06年のドライビング・シーズンのWTI先物の価格動向を見ると、シーズン前の5月からシーズンピークの8月にかけてWTI月間平均価格は上昇する傾向が観察される。また、前述の17年のうち12年間において5月より8月の月間平均の方が高い（図2）。

今年は8月に反落したものの、同様の季節性が生じた。原油在庫は7月初めから6週連続で減少した後、一旦増加に転じたが、その後は再



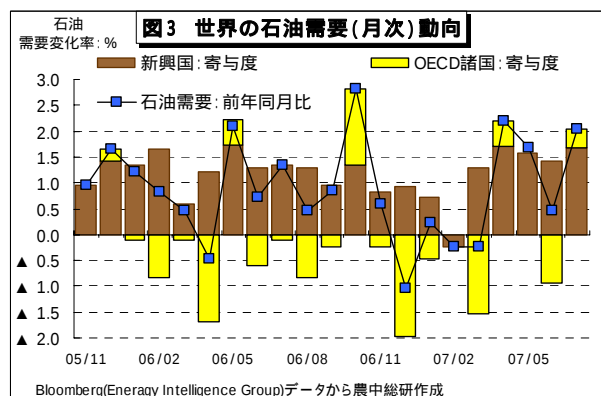
び4週連続の減少となった。また、ガソリン在庫も8月初めから7週連続で減少した。これらが、8月下旬からの反転、9月の高騰の重要な背景となった。

しかし、9月に入ればドライビング・シーズンが終了しガソリン消費もピークアウトすることから、通常は在庫減少に歯止めがかかる。ハリケーン・シーズンは11月まで続くものの、季節性からいって年末にかけてWTIは下落する傾向があるが、10月以降も反落が小幅にとどまり高止まり傾向が続くとすれば、上昇相場の腰は相当に強いということになる。

伸びる需要、需給環境は楽観できず

9月11日に、OPECは今年11月から加盟国中、イラク、アンゴラを除く10カ国の生産量を「実質」50万（日量、以下同じ）バレル増産することを決定した。ただし、この「実質」とは、前述の10カ国の表面的な生産割当量は25.8百万バレルから27.2百万バレルに1.4百万バレル増えるが、現状割当量を約90万バレル上回る生産がすでに行われている分を追認し今回の割当量増加に含めることから、実際の増産は $(27.2 - 25.8) - 0.9 = 0.5$ 百万バレルにとどまることを意味する。

一方、国際エネルギー機関（IEA）は、9月12日に世界経済の成長減速見通しを受け、世界の原油需要見通しを07年：1.7%増、08年：2.4%増へ、それぞれ▲0.1%下方修正した。しかし、世界の原油需要は新興国を中心に直近も堅調であり、世界需要の1%の増加は80



～90万バレルに相当し、2%の需要増加で160～180万バレルの供給増加が求められる(図3)。

供給面では、米国や北海周辺国の原油生産が減少することに伴いOEC D諸国の石油生産は横ばい維持さえ難しくなっている。OPECは04～05年の生産能力のボトムから脱し現在3百万バレル以上の生産余力を持つと言われるが、大幅増産に踏み出す姿勢は乏しい。IEAなどはOPECの大幅増産を求めているが、OPECの大幅増産などにより需給タイト感が大きく緩和に向かう可能性は小さい。このため、相場が下落余地は小さいと予想される。

なお、OPECが大幅増産に踏み切らない背景には、資源温存を主張するイスラム強硬派への配慮とともに、増産投資が継続的生産能力の増強に依然結びついておらず、サウジを除けば加盟各国の生産余力が必ずしも大きくなっていないという事情もあると言われる。

WTIと日本の輸入原油の9割を占める中東原油の指標となるドバイ産原油価格の間には、WTIの方が4ドル前後高いスプレッドが存在する。それが春先には一時逆転していたが、6月以降は解消し、直近は拡大傾向が見られる。

したがって、WTIの高騰ほどにはわが国の原油輸入価格は上昇しないと思われるが、9月に入ってドバイ産原油も70ドルを超えて連れ高している。秋以降、輸入原油価格の70ドル台越えが常態化し、冬場にかけて石油製品の価格上昇が家計消費の圧迫要因となることが懸念される。

(07.09.25 現在)