

みずほマーケットインサイト

2008年8月15日発行

08・09年短期原油価格見通し

～原油価格急落は続くのか～

- WTI 価格は08年7月に史上最高値を更新した後、急落
- 需給緩和観測の高まりやドル高が背景に
- 年前半の過度な上昇分の剥落に過ぎず、価格急落の持続性には疑問
- 08年～09年にかけて、原油価格は高値圏で上値重く、緩やかな下落傾向を辿る見込み

調査本部 市場調査部
シニアエコノミスト 吉田 健一郎
(03-3591-1248)

kenichiro.yoshida@mizuho-ri.co.jp

1. 概況

原油価格は 147 ドル台まで急騰の後、急落

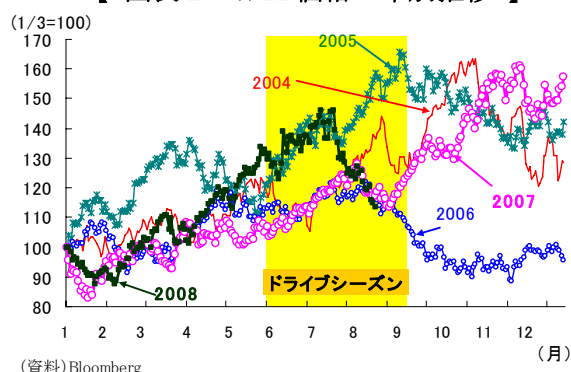
原油価格の国際的な指標銘柄となるウェスト・テキサス・インターメディアイト（以下WTI）最期近物相場は、7月にかけて1バレル=147.23ドルまで上昇した。しかし、その後は急速に下落圧力が強まり、足元では115ドル近辺での取引となっている（図表1）。

足元の原油価格下落の背景には、欧米景気鈍化懸念の高まりに伴う需給緩和観測やドル高の影響などがあった模様だ。新興国でも中国景気の鈍化傾向が強まったり、アジア諸国の石油製品価格が値上がりする中で原油需要が落ちるのではないかといった潜在的な需要減退懸念も油価を下押ししたと思われる。もっとも、2008年初には1バレル=100ドルであったことを考えれば、引き続き高値圏の推移であることに変わりはない。値動き自体は年後半に急落した2006年の推移と良く似ている（図表2）。

【 図表 1 : 原油価格の推移 】



【 図表 2 : WTI 価格の年別推移 】



今般の急ピッチでの価格下落は続くのか

当社では、原油価格は 08 年 7~9 月期にピークアウトした可能性が高いと予想しているものの、現在の急ピッチでの油価下落が続くとは予想していない。短期的に下値を試す展開は十分に予想できるものの、その後、戻りを試す局面は考え得るだろう。その事由は以下である。

第一に、年初以降、原油の需給環境が予想を超えて大きく変化しているわけではない。価格上昇時にもその早い上昇ペースを正当化できるまでの需給面での材料は無かったが、今般の下落局面でも同様で、これまでの過度な上昇分の剥落の域を出ないだろう。無論、最近では欧州経済の鈍化傾向が強まったことやグローバルなインフレ懸念の台頭といった新たな材料も加わってはいるが、米景気の鈍化傾向などは再三指摘されていたことでもある。第二に、これまで油価上昇の材料とされてきた新興国の潜在的な需要の強さが未だ解消されたわけではない。中国などではこれまでの引き締めの金融政策の手綱をやや緩めるのではないかとの見方もあり、新興国経済が相応に底支えされるのであれば、長期的な需給逼迫への懸念は消えない。第三に、現状のドル高の持続性についてもやや疑問が残る。当社では米経済は 08 年後半にはマイナス成長に陥ると予想しており、米景気鈍化によるドル反落が短期的には油価上昇に繋がる可能性もある。以上勘案すれば、現在の早すぎる価格下落は持続せず、高値圏での緩やかな下落に留まると予想される。

2. 原油価格の見通し

標準シナリオでは、年内は高値圏で上値重い推移

原油価格の見通しについては標準シナリオ、高価格シナリオ、低価格シナリオの3つのシナリオを想定している（図表3）。

標準シナリオでは、2008年の原油価格は高値圏で上値重く推移する展開を予想している。年末にかけては欧米経済の減速に伴う原油需要減退観測の高まりもあり、緩やかに価格は下落するだろう。但し、新興国経済の景気鈍化が緩やかなものに留まるなかで、結果的に新興国の原油需要は底堅さを維持し、油価下落のペースは緩やかなものとなろう。また、インフレへの懸念も残存しており、インフレヘッジとしての投資マネーはある程度は原油市場に滞留し、油価を下支えする公算だ。

前述の通り、足元で続く価格急落は08年前半の過度な価格上昇の調整に過ぎず、急ピッチの下落が今後も続くとは予想していない。「調整の調整」を含め、値を戻しつつ年内は120ドル付近でもみ合う展開になるろう。

2009年については産油国の供給能力拡大に伴う需給逼迫懸念の和らぎもあり、油価は小幅下落傾向を辿るだろう。同年末の水準としては1バレル=110ドル台前半程度を予想している。

高価格シナリオ顕在化なら再び150ドルを試す局面も

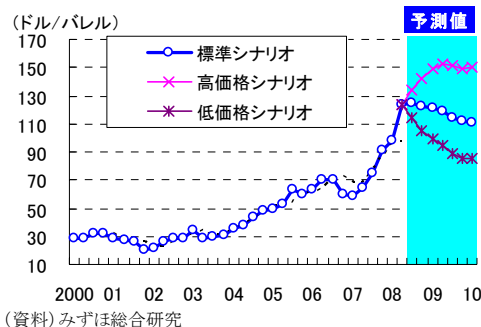
高価格シナリオでは、新興国で景気刺激的な金融政策が取られるなどした結果、想定よりも経済状態は良好な状況が続く展開を想定している。先進国ではスタグフレーションリスクが再び高まることとなり、インフレヘッジ・資金逃避的な原油選好は続き、価格は高値を試す展開になるだろう。油価は再び150ドルを示現する局面を予想している。

低価格シナリオでは、先進国経済の鈍化が新興国にも明確に波及し、世界経済全体が大きく減速するシナリオを想定している。世界的に原油需要が大きく鈍化する中で原油市場からの資金退出は強まり、油価は急落する。世界的なインフレ懸念も後退するだろう。

【図表3：原油価格の見通し】

		07年				08年				09年				10年
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q
標準シナリオ	今回	58.3	65.0	75.4	90.7	97.9	124	125	122	121	119	115	112	111
	前回(6月)	58.3	65.0	75.4	90.7	97.9	122	130	118	109	102	103	97	94
	YoY(今回)					68.0	90.6	66.0	34.8	23.8	-4.2	-8.4	-8.7	-8.5
	YoY(6月)					68.0	88.0	72.1	30.6	11.5	-16.9	-20.3	-18.1	-13.8
高価格シナリオ	今回	58.3	65.0	75.4	90.7	97.9	124	134	142	150	153	151	150	150
低価格シナリオ	今回	58.3	65.0	75.4	90.7	97.9	124	115	105	99	94	89	86	85

		年度			暦年		
		07年	08年	09年	07年	08年	09年
標準シナリオ	今回	82.2	123	114	72.3	117	117
	前回(6月)	82	120	n.a.	72.3	117	103
高価格シナリオ	今回	82.2	137	151	72.3	124	151
	前回(6月)	82	135	124	72	127	127
低価格シナリオ	今回	82.2	111	88.5	72.3	110	92
	前回(6月)	82	105	80.47	72	107	84.3



3. 需給環境

(1) 需要

世界の原油需要は 08 年から 09 年にかけて伸びが鈍化

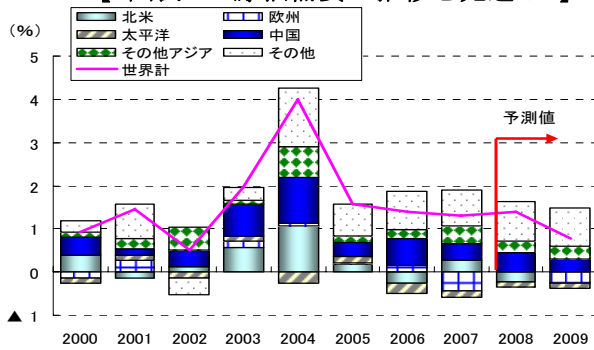
世界の原油需要は、08 年は前年比+1.4%、09 年は同+0.8%と伸びが鈍化する公算だ(図表 4)。世界の原油需要の伸びを牽引するのは、非 OECD 諸国となるだろう。国・地域別の寄与度を見ると、非 OECD 諸国内では中国が最大となる公算ながら、その他アジア地域などの原油需要も底堅く、製品価格が低位に押さえられていることが影響している(図表 5)。一方先進国では油価高騰の影響により需要は全体として低調な推移が続く見込みだ。OECD 諸国全体ではほぼ需要の伸びは前年を下回るだろう。

米国の原油需要は引き続き弱い

国別にみると、世界の原油需要の約 4 分の 1 を占める米国では、製品価格の高騰や景気鈍化が需要を押し下げる見込みだ。現在ガソリン需要は前年割れの推移が続いており(図表 6)、年後半は再び景気がマイナス成長に陥る可能性も勘案すれば、需要の伸びは今後も限定的なものに留まるだろう。また過去の米原油需要の価格弾性値(ガソリン)の推移をみると、オイルショック時には大きく需要の価格弾性値が高まる局面が見られた(図表 7)。再び油価が急騰するような局面となれば、急速に需要減退に繋がる可能性がある。

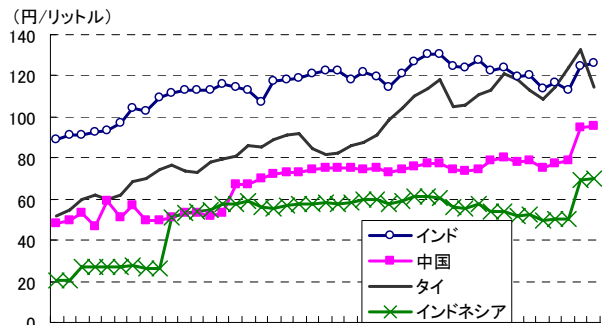
また、中国を始めとするアジア地域では、原油需要は経済の鈍化傾向が強まる過程で徐々に伸びが鈍化する公算だ。製品価格が足元で上昇していることも需要抑制要因になり得るが、製品価格は上昇したといっても欧州や日本と比して未だ低めであり、需要減退の度合は限定されるだろう。先進国の経済減速の新興国への波及度合がより重要だ。

【図表 4：原油需要の推移と見通し】



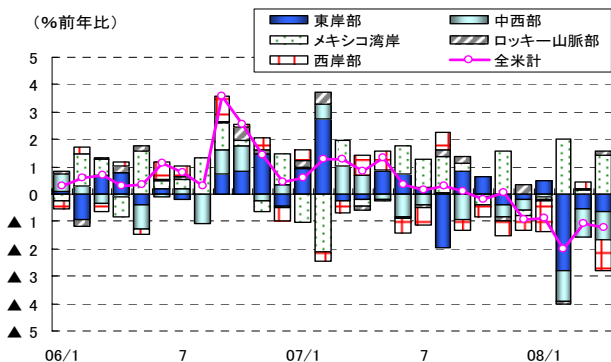
(注) 棒グラフは折れ線グラフの寄与度
2007年までの実績は国際エネルギー機関
(資料) みずほ総合研究所

【図表 5：アジア地域のガソリン価格】



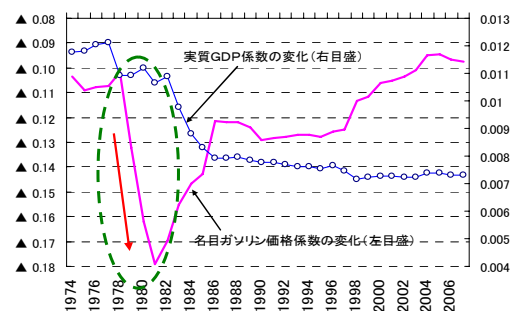
(資料) Bloombergよりみずほ総研作成

【図表 6：米国のガソリン需要の推移】



(注) 棒グラフは折れ線グラフの寄与度
(資料) 米エネルギー省

【図表 7：米原油需要の価格弾性値】



(注) 以下の推計式における実質GDP及びガソリン価格係数の累積変化を測ったもの
米原油需要(前年比)=0.00731*実質GDP成長率-0.0973*名目ガソリン価格(前年比)
(6.90) (-3.22)

推計期間: 1966年~2007年 R2=0.464
(資料) BP、米商務省、米エネルギー省よりみずほ総研作成

(2) 供給

08年の原油供給はOPEC中心に拡大していく公算

世界の原油供給は、08年は前年比+2.2%、09年は同+1.1%の伸びとなる見込みだ（図表8）。OPECを中心に供給量は増加し、需要増に対応する見込みながら、非OPEC地域でもアンゴラの抜けた穴を補う形でカスピ海沿岸地域等を中心に供給量は拡大する見込みだ。しかし、09年に入ると、非OPEC地域の供給拡大ペースは鈍ることになるだろう。世界全体としては需要を賄う供給がなされ、需給バランスは改善するだろう（図表9）。

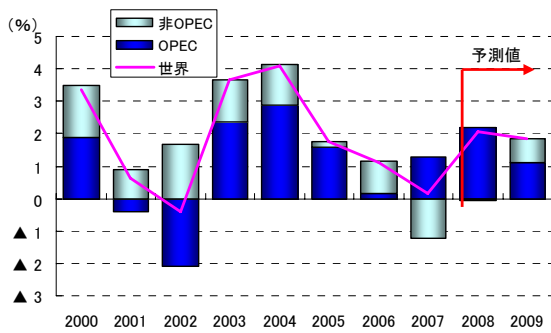
OPECは昨年より供給量が拡大

OPECでは、世界の需要量と非OPEC供給量に見合った分だけを供給する形に変わりは無いが、米国の増産要求に対応したサウジアラビアやアンゴラなど新規加盟国の増産が続く中で、08年前年は供給量が前年実績を大きく上回っている。しかし、需給全体に緩和感も見られ始める中で更なる生産量拡大のニーズには繋がらず、油価が更に下落すればむしろ減産のインセンティブの方が高まりやすい。しかし、安易な減産には消費国からの反発も予想され、すぐには踏み切りにくい一面もある。

OPECの供給能力は拡大

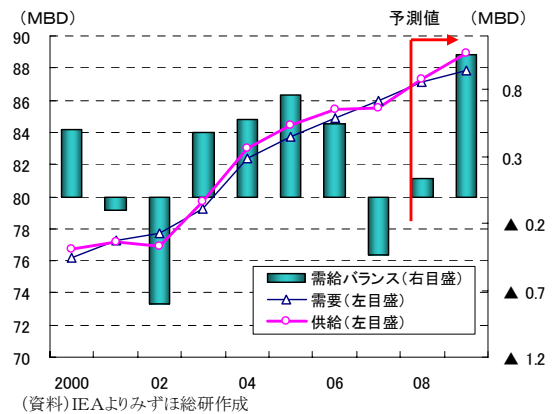
一方で、OPECの原油供給能力については今後も拡大していく可能性が高い。現時点ではOPECの供給余力はサウジアラビアの増産などもあって低下傾向を辿っている（図表10）。しかし、中期的にはサウジアラビアやアンゴラなどを中心として今後の供給能力は拡大が見込まれる。保守的なIEAの見通しでも、OPECの生産余力は08年から10年代にかけて日量3百万バレル程度は拡大していく予想となっている（図表11）。

【図表8：世界原油供給の推移と見通し】



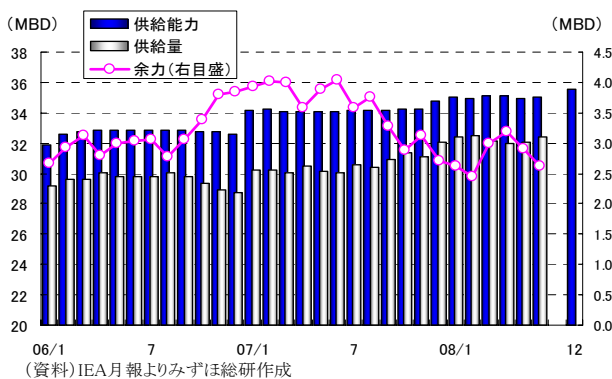
(注) 棒グラフは折れ線グラフの寄与度
2007年までの実績、08・09年の非OPEC原油生産予測は国際エネルギー機関(資料)みずほ総合研究所

【図表9：原油の需給バランス】



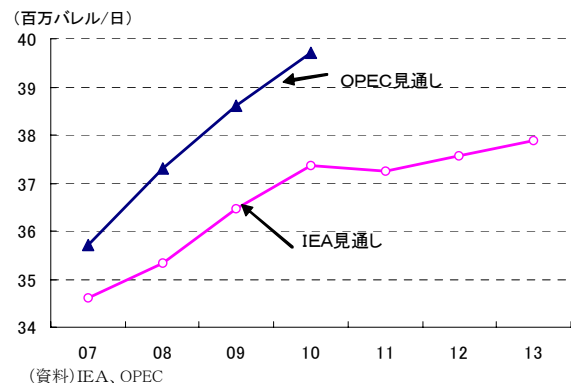
(資料) IEAよりみずほ総研作成

【図表10：OPECの原油生産量と余力】



(資料) IEA月報よりみずほ総研作成

【図表11：OPECの中期供給能力】



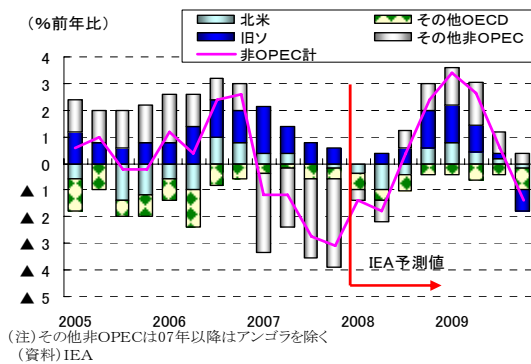
(資料) IEA、OPEC

非 OPEC 諸国の供給量はまちまち、中期的にはカナダのオイルサンド等に期待

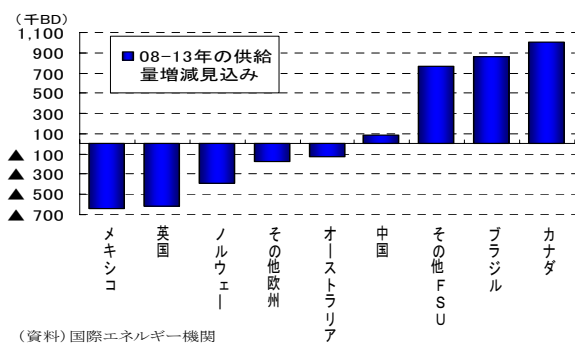
非 OPEC 諸国の生産量はまちまちで、カスピ海沿岸地域やブラジルなどでは生産量の拡大が見込まれているものの、北海油田地域や、メキシコなどでは生産量の減少が続き、IEA では 09 年後半に入ると前年比の伸びが鈍化すると予想している（図表 12）。ロシアでは回収率の通減が進むなかで、西シベリア地域などの生産量減退が取り沙汰されているうえに、高率の輸出関税や資源掘削税が課された結果、新規油田開発に向けた投資インセンティブが高まらないといった問題もあった。但し、ピークアウトが近いとは言え、西シベリアには未だ回収率向上が期待できる大規模油田も残るうえ、高額な関税についても来年より減税が実施される見込みだ。ロシアの生産減は当面は限定的なものに留まるだろう。

また、その他非 OPEC 地域ではカナダでのオイルサンドなど非在来型原油に期待が集まっている。IEA の 2013 年までの中期見通しによれば、同年までの生産増加量が最も多いと考えられているのがカナダである（図表 13）。もっとも、カナダのオイルサンドでは蒸気を用いて原油を汲みあげる過程で天然ガスを使用する。天然ガス価格が値上がりするとオイルサンドの採算ラインも同時に上がる点には留意する必要がある。

【 図表 12 : 非 OPEC 諸国の供給見通し (IEA) 】



【 図表 13 : 中期的な非 OPEC 諸国の原油生産量 】



地政学的リスクは全般に悪化

地政学的リスクについては総じて悪化傾向にある。イラン問題については、未だ事態は改善したとはいえない状況だ。国連安全保障理事会の常任理事国とドイツの 6 カ国は、次回第 4 次制裁案の協議をこれから開始する予定だ。IAEA の報告書 (5/27) によれば、前回制裁決議 (08 年 3 月) 以降もイランはウラン濃縮活動を行っており、国連安保理の決議に違反を続けていることが確認された。また、IAEA のエルバラダイ事務局長は、「平和利用目的とするイラン側の主張は裏付けることが出来ない」とコメントしている (2008 年 7 月 17 日付日本経済新聞)。現在は、米・EU においてイランに対する独自制裁が協議・準備されている。

このような状況下で、イランではミサイル発射実験を実施し (7/9)、緊張感が高まった。また、イスラエルでもイラン攻撃を示唆するような政府首脳発言もなされており、引き続き中東域内の緊張感は強い。

また、その他最近では南オセチア自治州を巡るグルジアとロシアの紛争なども起こった。グルジアはロシアを經由せずに欧州向け原油を輸出する BTC パイプラインが通過する原油輸送上の要衝であり、引き続き停戦合意の遵守状況等を含め事態の進展は注目を集める。

4. 在庫・精製動向

原油在庫は投入量増・輸入減により減少も、足元では下げ止まり

原油・製品在庫については、主として米国の在庫動向が注目される。08年当初は増加傾向が続いていた原油在庫は、5月以降減少傾向が続いている（図表14）。全般的に需要減が進んでいるにもかかわらず、原油在庫の減少基調が続いていることが、7月半ばにかけて高値更新の一つの材料となった面もあった。しかし、週次の原油在庫の増減を、①原油輸入量、②精製への原油投入量、③原油生産量の3つに大別して要因分解してみると（③+①-②が原油在庫変動）、5月以降の原油在庫の減少は精製への原油投入量の増加と輸入量の減少が影響していたことが分かる（図表15）。

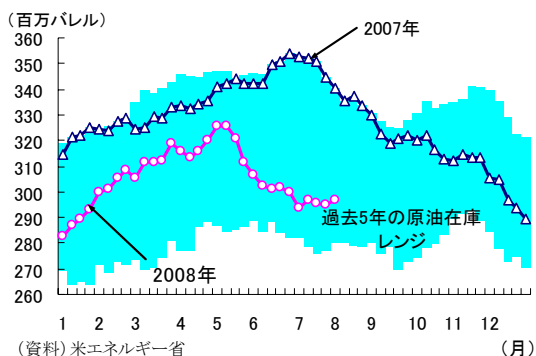
足元では輸入減退や精製投入量の拡大に伴う原油在庫の減少圧力は徐々に和らいでいるようだ。景気鈍化による夏場の需要の弱さを勘案すれば、更に原油在庫が減退するというよりも、徐々に在庫減退ペースが緩和していく可能性の方が高いだろう。

需要が弱い中で、ガソリン在庫の変動も注目

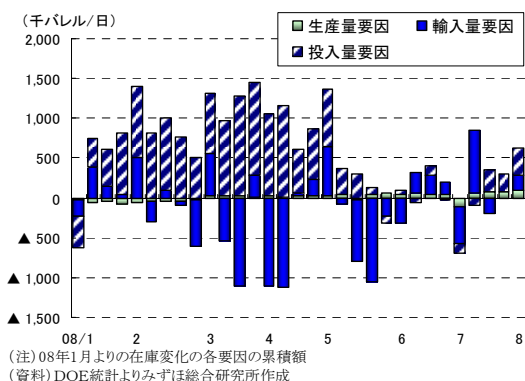
また、今後は夏場の需要動向を測る上で、ガソリン在庫の推移や精製に向けた設備稼働率の推移にも注目が集まる。足元でガソリン在庫は前年実績を上回ってはいるものの、足元の製油所稼働率の低下と共に在庫が減少している（図表17・18）。もっとも、景気が弱基調で進む中で、製品需要の拡大は見込みにくく、在庫の急減には繋がりにくいだろう。

また、供給面ではハリケーンシーズン入りする中で精製途絶リスクもこれからは高まりやすい。既に「ドリー」、「エドワード」といったハリケーンが幾つか襲来しており、これからの季節は動向が注目される。

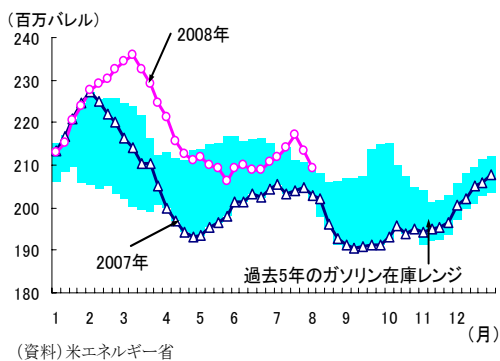
【図表14：米原油在庫の推移】



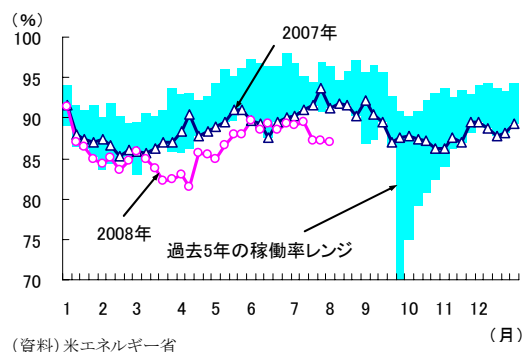
【図表15：米国の原油在庫の変動要因】



【図表16：米ガソリン在庫の推移】



【図表17：米製油所の稼働率】



5. 投機・投資マネー

投機マネーはネット売り
持ちへ

ヘッジファンドなど短期取引を行う投機マネーは、足元でネット持ち高が売り持ちポジションに転じている（図表 18）。総じて投機マネーの動きは低調ではあるが、ネット売り持ちに転じた背景をみると、直近では買い持ち高を閉じるというよりも、新たに売り持ち高を膨らませている動きが見て取れる。投機ネット持ち高は需給バランスと一定の相関が有るようにも見え（図表 19）、需給緩和感が残るうちは投機持ち高は回復しづらい。しかし、ハリケーンなどの供給途絶リスクが顕在化した場合は再び買い持ち高を拡大させる可能性があることには留意が必要であろう。

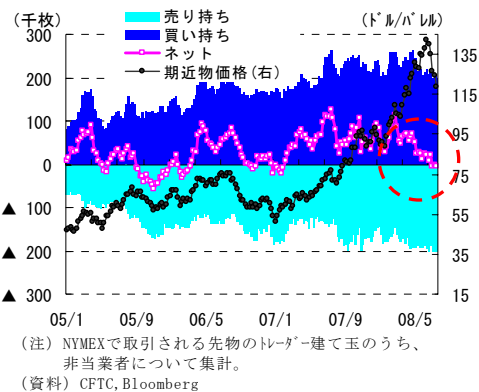
投資マネーはある程度残留
か

また、機関投資家など長期取引を中心とした投資マネーについては一定程度原油市場に残留し、価格を下支えする可能性が高いと予想している。足元でグローバルなインフレ懸念は燻り続けており、インフレヘッジとしてのコモディティへの投資妙味は今後も残ると考えられる。

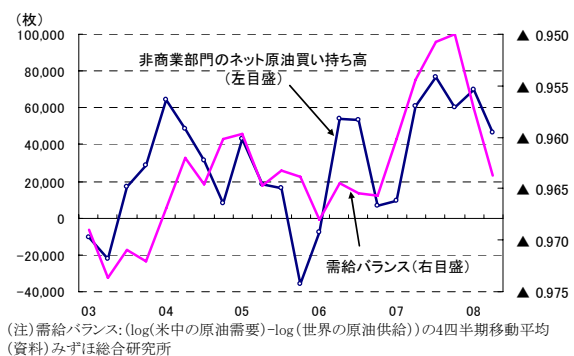
投機抑制の動きに注目

米上院公聴会では、NYMEX で取引されるインデックス運用投資家のシェアは約 3 割との試算が示された（図表 20）。現在エネルギー投機抑制法案も準備されており、今後はインデックス運用をターゲットにした投機ポジションの最大持ち高の設定や監視機能強化といった施策に繋がる可能性もある（図表 21）。商品先物取引委員会（CFTC）は 9 月半ばにも規制案を議会に報告する予定で内容には注目が集まるが、CFTC やブッシュ政権は現在の高値は投機のみでは説明できずとの見解をとっており、大統領拒否権発動を含めてその実現には疑問も残る。更に現在の価格下落傾向が続けば急速に議論がしぼんでしまう可能性もある。

【 図表 18：投機筋の原油ネット持ち高】



【 図表 19：需給バランスと投機筋持ち高】



【 図表 20：商品投資の投資家別シェア】

(単位: %)

	買い持ちサイド		
	実需	伝統的投機筋	インデックス投資家
コーヒー	26	35	39
コーン	41	24	35
大豆	30	28	42
小麦	17	20	63
WTI	59	10	31
暖房油	37	16	47
ガソリン	41	20	39
天然ガス	62	10	28
金	22	55	23
銀	27	46	27

(資料) Senate Committee on Homeland Security and Government Affairs

【 図表 21：米上院のエネルギー投機抑制法案】

- CFTC の陣容拡大と機能強化
- 投機ポジションの最大持ち高設定の CFTC への要求
- 実需の裏づけのない過剰投機取引の排除
- "ロンドン・ループホール" の封鎖
- OTC 市場の透明性向上
- インデックス投資家とスワップディーラーの透明性向上
- 内外エネルギー市場の WG の設立

(資料) 米上院資料等よりみずほ総研作成

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。