

テーマ： 夏場に向けて再騰見込まれる原油価格
～中長期的にも高止まり続く公算～

発表日：2007年2月8日（木）

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 嶋峰 義清 (03-5221-4521)

冬場の原油価格下落は“季節”と“リスク要因剥落”が演出

2006年7月に一時78.40ドルつけた原油価格（WTI期近物ベース、1バレルあたり：以下同）は、冬場に向けて下落基調を辿り、07年1月には瞬間的に49.90ドルと、05年5月来約1年半ぶりに50ドル割れを記録した。

冬場に原油価格が下落した要因として、以下の理由が挙げられる。

第一に、景気減速観測に伴う原油需要の後退が挙げられる。住宅部門を中心とした米経済減速懸念が高まったのは年央。それ以降、米国経済については失速懸念は台頭しなかったものの、FRBが利下げを迫られるほどの減速が見込まれていた。連れて、欧州や日本、アジア経済も減速するとの見方が強まったことが、原油価格の下落に繋がった。

第二に、原油市況を左右する石油製品需要の中心が、需給が大幅に緩和しているヒーティングオイル（暖房油）に移ったことである。原油市況の指標銘柄的存在であるWTIは、必然的に北米の需給動向の影響を受けやすい。冬場の石油製品の需要はヒーティングオイルとなるが、北米での在庫率は上昇傾向を辿っており、過去と比較しても需給が大幅に緩和している状況にある。したがって、ヒーティングオイルの需給動向が材料となりやすい冬場の原油市況では、必然的に下落圧力がかかりやすい状況となる。

第三に、北半球での記録的な暖冬の影響が挙げられる。ニューヨークやモスクワなどで、平年気温を10度以上も上回る日が珍しくないなど、数十年ぶり、あるいは記録破りの暖冬とも言われる。これが主要国が集まっている北半球の冬場の暖房需要を押し下げ、原油需要の低下に繋がった。

第四に、超大型ハリケーンの影響がなかったことが挙げられる。05年は超大型ハリケーンが相次いで米中西部を襲い、米国の石油精製施設が深刻なダメージを受けた。これが石油需給の逼迫に繋がり、05年秋の原油価格押し上げに繋がった。こうした経験に加え、06年も大型ハリケーンの発生が予想されていたことが、“ハリケーン・リスクプレミアム”という形で夏場の原油価格水準を押し上げていた。しかし、実際には超大型ハリケーンの上陸どころか目立った発生もなかったため、リスクプレミアムが剥げ落ちる形で秋以降の原油価格押し下げに繋がった。

第五に、米中間選挙で共和党が敗北したことも挙げられよう。これにより、ブッシュ政権の対イラク強硬政策が軌道修正を余儀なくされるとの見方が強まった。このため、中東地域の所謂“地政学的リスク”が後退するとの見方も浮上した（筆者は誤解と考える）。また、混乱を見せていたエルサレム周辺に関する問題も鎮静化を見せた。こうした状況の変化も、原油価格の押し下げの一因になったと考えられる。

今後は“夏”と“世界的景気再加速”で再び原油価格は上昇へ

1月に50ドル割れにまで下落して以降、原油価格は再び60ドル近辺にまで上昇してきた。主因は、米国や欧州が寒波に見舞われ、平年並みかそれ以下にまで気温が低下したことが挙げられる。また、米国が戦略備蓄原



油の積み増しを表明（1/24：備蓄量を現在の6.9億バレルから、20年後には15億バレルに増強。1日あたり5～10万バレルの積み増し）したことも、原油価格の反転に繋がった。

原油価格は、足元では60ドルを手前に跳ね返されるなど、方向感を失った形となっている。当面は、ひと頃には比べれば“暖冬度合い”が目立たなくなるにしても、ヒーティングオイル在庫のだぶつき感が払拭されるわけでもなく、原油価格は比較的低下水準にとどまる公算が大きい。しかし、3月以降秋口にかけては、再び騰勢を強めていくものと考えられる。その理由は、主に昨秋以降の原油価格下落を演出した要素の“裏返し”である。

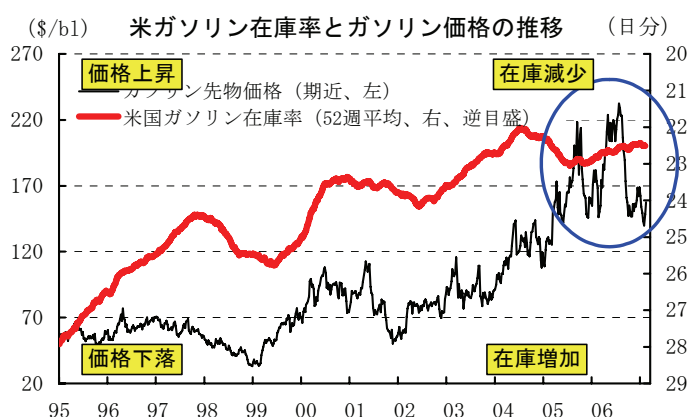
第一に、世界的な景気再加速期待の高まりが挙げられる。米住宅部門は、販売動向ではすでに底入れの感もあり、市場で予想されていた以上に早いタイミングでの回復と底堅さを見せている。もともと年後半には世界経済は再浮揚すると見られていたが、そのタイミングと加速感については上方修正の余地が生じている。こうしたなか、世界の原油需要についても上方修正含みであり、原油価格の押し上げ要因となる。

第二に、需給が緩和していたヒーティングオイルの季節から、需給が逼迫しているガソリンの季節に移ることが挙げられる。北米で夏場に需要の最盛期を向けるガソリンの在庫率は、これまでも低下傾向を辿っていたが、足元でも改善の兆しは見られない。ガソリンの積み増しは3月頃から徐々に本格化するが、足元でのガソリン在庫率は前年同月並みか若干下回る水準にとどまっている。米国の精製能力が目立った改善もないため、昨年以上のペースでの積み増しも困難だ。したがって、ガソリンの需給動向が材料となりやすい夏場に向けて、原油価格には再び押し上げ圧力がかかることとなる。

第三に、天候リスクが挙げられる。昨年は幸運にも超大型ハリケーンの発生などはなかった。今年については昨夏ほどリアルな記憶はないと思われる。しかし、温暖化現象の流れの中で、ハリケーンの大規模化は懸念されるどころであり、この夏から秋にかけてどのような予報や結果になるかは予断を許さない。仮に、今年も大型ハリケーンの来る確率が高いとの気象予報が出れば、夏頃からは原油価格に一定のリスクプレミアムが上乘せされることとなろう。逆に、そうした観測が出ない場合には、足元でハリケーンのリスクプレミアムは剥落しているので、新たな原油価格の押し下げ要因にはならない。

第四に、地政学的リスクだが、現段階ではこの夏に関しては未知数といわざるを得ない。しかし、米中間選挙での民主党の勝利によって、米国がイラク関与を薄めるか否かにかかわらず、本質的な地政学的リスクは全く変わらないはずだ。すなわち、米国の対イラク政策が変わらないとすれば、テロが頻発する現状は変わらないほか、イスラム圏での反米的な動きはさらに強まろう。逆に、イラクから米国が撤退、ないし派兵規模を縮小するようなことがあっても、イラク国内が内戦状態に陥るリスクがある。この場合、イラクからの原油供給が不安定化する公算が大きい。このほか、イランの核開発問題については、状況次第ではさらに深刻な事態を招くおそれがある。米国だけでなく、イスラエルにとって、イランの核開発は大きな脅威になるため、このまま開発を看過するとは到底考えにくい。今後は、先は見えないながらも規模的には限定的な範囲にとどまるイラク問題よりも、突発的事態（空爆など）を招く虞を内包しており、タイムリミット（開発）も存在するイラン問題の方が焦点となろう。ちなみに、イラクの原油産出量は日量177万バレルなのに対し、イランは同375万バレルで、OPECではサウジアラビアに次いで第2位の生産量を誇る。その意味でも、時間との闘いとなるイラン問題は、原油価格の不安定要因となろう。

以上のように、これから夏にかけて、原油価格は再び上昇含みになると考えられる。原油価格が過去最高値を更新し続けるような中で適正な価格水準を導き出すことは難しいが、このところの価格動向、あるいは石油アナリストなどのコンセンサスに基づけば、①足元のファンダメンタルズに基づいた部分が40（冬場）～50



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

(夏場) ドル、②BRICsなどの台頭に伴う需要急増と、生産能力余地の縮小や資源ナショナリズムの台頭など供給制約懸念に伴う長期需給逼迫期待が10ドル程度、③ハリケーンなど自然災害リスクが5～10ドル、④地政学的リスクが10ドル程度(状況次第ではそれ以上も)と考えられる。昨夏の原油価格のピーク時には、上記の要因がほぼフルに織り込まれていたため、原油価格は80ドル近くにまで達したと言える。

では、この夏に向けてはどうか。①及び②についてはほぼ変わらないとして60ドル程度は堅いところだ。問題はそれ以外のリスクプレミアムだが、前述したように温暖化傾向にある点を考えれば、③についても少なくとも5ドル程度の押し上げ要因にはなり、実際に“当たり年”的な状況となるようだと、更なる押し上げも想定される。これだけで、つまり地政学的リスクを勘案しなくても、この夏に向けての原油価格は、65～70ドル程度までの上昇は十分に見込まれるところであろう。

逆に、原油価格が下落するリスクはどの程度あるのか。

一つには景気動向が挙げられる。予想外に世界経済が失速していけば、原油需要も落ち込み、原油価格は需給の緩和から下落圧力が強まることになる。しかし、足元まではむしろその反対を示す経済指標が揃い始めており、景気失速による原油価格下落の可能性は極めて小さい。

次に、気候が石油需要を押し下げるような方向に働く、例えば冷夏や長雨によって外出が減ったりエアコンの使用が減るなどの場合が考えられる。温暖化の影響は、必ずしも“暑くなる”とは限らない。実際、この冬を暖冬にした主犯とされるエル・ニーニョは、日本の場合は夏を冷夏にすることで知られている。

最後に、金融面からの影響が考えられる。世界的な原油需要の急激な高まりや需給の逼迫度合いという原油価格を押し上げるファンダメンタルズがあるとはいえ、投資(あるいは投機)資金が原油市場に多く流入したからこそ原油価格はここまで上がったのである。したがって、何らかの理由によって資金流出が起きれば、ファンダメンタルズとは関係なく原油価格は急落する可能性がある。例えば、世界同時利上げなどによって市場に溢れている流動性が減少するような事態では、リスクマネーの収縮によって、原油市場からも資金が流出する公算は大きい。この可能性は、米国経済に予想以上の加速感が出ると、現実味を帯びてくる。場合によっては、年後半にも世界同時利上げの構図が甦る可能性があり要注意だ。

需給逼迫は暫く収まらず、原油価格は中期的に高止まりの公算

今夏以降の動向についても、基本的にはほぼ同水準での推移が続くものと予想される。DOE(米エネルギー省)やIEA(国際エネルギー機関)の見通しによれば、2008年までの世界の原油需要は、堅調な景気を背景に増勢を保つものと予想されている。これに対し、予想される原油供給量はほぼ需要に見合った程度になると想定されている。向こう2年程度に想定される原油需要量は、現在の世界の原油供給能力の範囲内に収まる計算となる。このため、戦争や自然災害など外部要因の変化がなければ、需給面から原油価格がこれまでのレンジを上抜けて上昇するような展開は考えにくい。一方で、米国を中心に精製能力の向上は見込み難いため、ガソリンなど精製品の需給改善も想定しにくい。また、11月のOPEC総会で生産枠の削減が決

原油価格の押し上げイメージ

足元需給要因	40～50
+長期需給逼迫期待	+10
+自然災害リスク	+ 5～10
+地政学的リスク	+10～

(注) 単位はドル/バレル

石油需給実績・見通し

(100万b/d, %)

	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年
需要						
北米	22.6 (+1.8)	23.2 (+2.6)	23.3 (+0.4)	23.4 (+0.6)	23.3 (▲0.4)	23.7 (+1.4)
欧州	15.3 (+1.5)	15.7 (+2.6)	15.6 (▲0.9)	15.5 (▲0.3)	15.5 (▲0.2)	15.5 (+0.0)
日本	5.6 (+6.7)	5.4 (▲2.9)	5.4 (▲0.6)	5.4 (▲0.9)	5.3 (▲0.9)	5.3 (▲0.5)
他OECD	5.2 (+1.5)	5.2 (▲0.2)	5.3 (+1.6)	5.3 (+0.0)	5.3 (+0.0)	5.4 (+0.9)
OECD計	48.8 (+2.2)	49.6 (+1.7)	49.6 (▲0.0)	49.6 (+0.1)	49.4 (▲0.4)	49.8 (+0.7)
非OECD計	31.0 (+3.6)	33.0 (+6.4)	34.3 (+4.0)	34.4 (+0.4)	35.7 (+3.6)	36.8 (+3.1)
合計	79.7 (+2.7)	82.5 (+3.5)	83.8 (+1.6)	84.0 (+0.2)	85.1 (+1.3)	86.5 (+1.7)
供給						
OPEC計	30.6 (+6.4)	32.9 (+7.7)	33.9 (+3.1)	34.2 (+0.8)	33.9 (▲0.8)	34.4 (+1.3)
非OPEC計	48.8 (+2.6)	50.1 (+2.5)	50.2 (+0.2)	50.3 (+0.2)	50.8 (+0.9)	51.8 (+2.0)
合計	79.4 (+4.0)	83.0 (+4.5)	84.1 (+1.4)	84.5 (+0.5)	84.7 (+0.2)	86.1 (+1.7)
在庫変動	▲0.3	+0.4	+0.3	+0.5	▲0.4	▲0.4

(出所) Short-Term Energy Outlook, DOE/EIA 07/1/9

(注) カッコ内は前年(同期)比。

石油供給量は、原油、コンデンサート、NGLs、ノンコンベンショナルオイルを含む。年平均、伸び率、在庫変動は当社算出。

2007年以降のデータは予測値。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

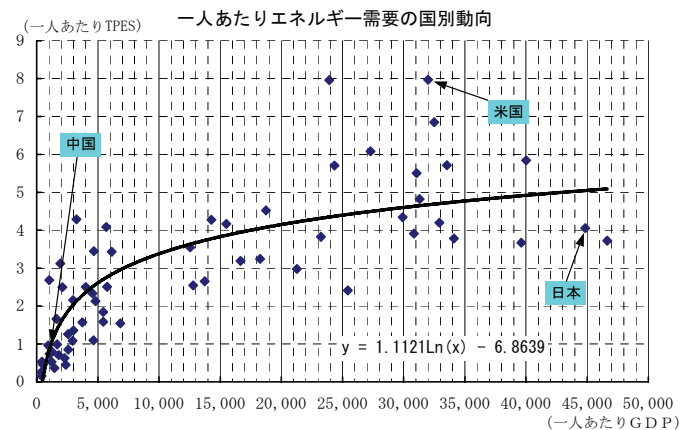
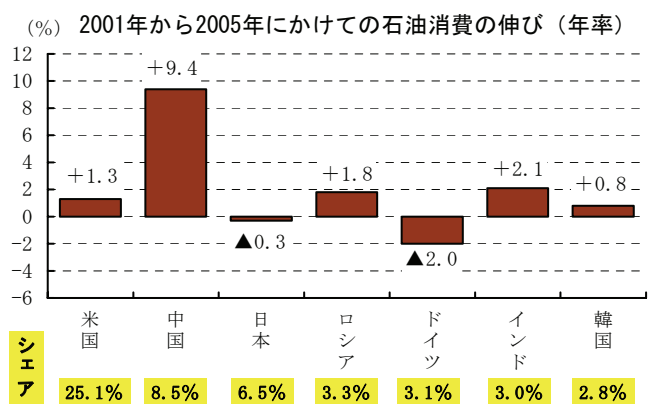
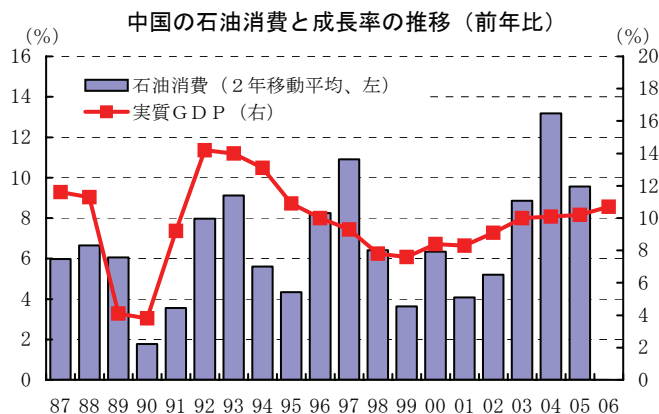
定されたように、OPECは原油価格が60ドルを切るようだと生産調整を行う姿勢を見せており、供給過剰による原油価格の下落も見込み難い。したがって、少なくとも向こう1～2年程度は、現状の価格水準（50～80ドル程度）にとどまると予想される。

中国の動向は需要面での波乱要因

向こう10年程度を視野に入れた場合、需要面での波乱要因になるのは中国の動向だ。こここのところ10%台の経済成長が続く中国経済だが、基本的には成長ペースに見合う形で石油消費量も増えている。今後、経済規模の拡大とともに成長ペースも鈍化すると見込まれるものの、世界の中では突出した拡大を保つ公算が大きい。ここ数年の石油消費の拡大ペースも、中国は世界の中で突出しており、世界の石油消費量に占めるシェアも05年で8.5%と世界2位になった（1位は米国でシェアは25.1%）。言い換えれば、中国の石油需要動向が全体に与える影響も年々増していることになる。これまでの中国の経済成長と石油消費量の関係から見れば、実質GDPが8～10%のペースで拡大する場合、中国の石油消費量も年率で10%程度のペースで増える公算がある。中国のシェアを勘案すれば、中国だけで世界の石油消費量を毎年1%近く押し上げる計算だ。

さらに、中国の所得向上に伴い、自動車や電化製品などの普及率向上が見込まれるが、これらは原油消費の加速をもたらす。もともと、一人あたりGDPの水準が高くなればなるほど、一人あたりのエネルギー消費量は増える関係が確認される。自動車に着目すれば、中国の自動車普及率は所得水準が比較的高く、インフラ整備が相対的に進んでいる都市部に限っても6%程度に過ぎない（日本は60%程度）。中国の一人あたりGDPは年率15%程度もの勢いで拡大していることから、自動車の普及率も加速度的に上昇する可能性がある。そうなれば、ガソリン（あるいは軽油）需要も急速に拡大すると見込まれる。

一方で、日本や欧州を中心に、省エネや脱石油の動きが盛んになっている。こうした動きは今後も続くものと期待されるが、省エネはともかく、脱石油の場合は代替エネルギーへのシフトに過ぎない点には要注意だ。たとえば、ガソリンの代替としてエタノールが有名だが、穀物エタノールの場合サトウキビやトウモロコシの需要を拡大させることになる。これらの生育は天候にも左右されるため、エネルギー源としては意外に不安定な側面もある。仮に、ここ5年程度のペースで世界の原油需要が拡大した場合、OPEC各国は現在の生産能力いっぱいの生産を行う必要が出てくる。非OPEC諸国で原油の生産余力があるのは、旧ソ連諸国や米国・カナダ（オイルサンド）など一部に限られており、逆に北海油田などのように産油量が年々落ちているものもある。世界経済が好調さを保つようだと、予想以上に原油需給の逼迫が早期に訪れるリスクにも要注意だ。



(注1) GDPのエネルギー原単位は、TPES/米ドルベース実質GDP (95年基準) で算出。ただし、TPESはエネルギー需要総量。
 (注2) 米ドルベース実質GDPが200億ドル未満の国、及びOPEC諸国人口100万人以下の国を除く。
 (出所) IEA