

## Long Term Outlook NYMEX Crude Oil



データ：Futuresource NYMEX原油期近週足

### アウトルック・サマリー

- 1 月～2 月前半 … OPEC 減産 vs. 暖冬の構図は変わらず、60 ドル台前半での上下が続く
- 2 月後半～3 月末 … 製油所点検で稼働率低下なら上昇に転じる可能性高い、ドル安にも注目
- 4 月～6 月 … ガソリン主導での価格上昇が本格化、イラン情勢や製油所トラブルで最高値更新も

### 2007 年の強弱シナリオ

- 強気 -	- 弱気 -
<ul style="list-style-type: none"> <li>・ OPEC の減産による世界需給の逼迫</li> <li>・ 国内情勢不安によるナイジェリアの供給減</li> <li>・ イラン核開発に関わる国際的緊張の高まり</li> <li>・ 製油所稼働率低迷で石油製品需給が逼迫</li> <li>・ 中国を牽引役に世界石油需要が堅調に増加</li> <li>・ 米国の利下げで市場への資金流入が加速</li> <li>・ ドル安の進行がアジア、欧州の需要を下支え</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ OPEC の減産遵守不徹底で供給過剰が放置</li> <li>・ 暖冬による暖房需要の伸び悩み</li> <li>・ 消費国の石油在庫が高止まり</li> <li>・ 米景気のスローダウンで需要が後退</li> <li>・ 製油所稼働率が大幅に回復</li> <li>・ 米政府の方針転換で国際的緊張が緩和</li> </ul>

## 米国の記録的暖冬

### エル・ニーニョが暖冬をもたらす

米国では南米ペルー沖の海水温が上昇するエル・ニーニョ現象の影響で、記録的な暖冬が続いている。米海洋大気局 (NOAA) が 12 月 21 日発表した一ヶ月予報では、アラスカを含む米国の北側 3 分の 2 の地域で 1 月も平年以上の気温が続くという。OPEC が 12 月 14 日の臨時総会で 50 万バレルの追加減産を決定したにもかかわらず、年末にかけて相場が弱含んだのも、この暖冬が大きく影響している。

どんなに暖かな年でも、冬のあいだに何回かは厳しい冷え込みが見られ、ニューヨークでも積雪を記録するものだが、今年はまったくそのような気配は見られない。最初のうちはいつ気温が下がるか分からないとの不安から、暖冬でもそれなりに買いが先行するが、時が経つに連れてそうしたものが薄れていく。寒さのピークとされる 1 月後半から 2 月初めまで、それ以降は少々雪が積もったとしても先が知れているため。暖房需要に伴う需給逼迫懸念は急速に後退する。1 月中旬まで暖冬が続くようなら、そうした不安を背景にした買いポジションがいっぺんに解消され、大きく値を崩す可能性も否定できない。

下の表-1 は、冬季(12-3 月)の NY 市における暖房需要日 (HDD) を示したものである。06 年 12 月は 23 日までの 3 週間分のデータしかないため、それを 31/21 倍して単純に月間の数字を推定してある。これを見ても、今年度(06/07 年)が記録的な暖冬であることをうかがい知ることが出来るだろう。

表-1: NY 市の月間暖房需要日 (HDD)

年度	97/98	98/99	99/00	00/01	01/02	02/03	03/04	04/05	05/06	06/07(推定)
12月	805	651	746	1018	629	871	806	829	878	611
1月	768	965	1015	953	755	1143	1213	1056	722	
2月	683	772	792	809	671	966	855	815	786	
3月	645	694	556	780	644	700	672	810	645	

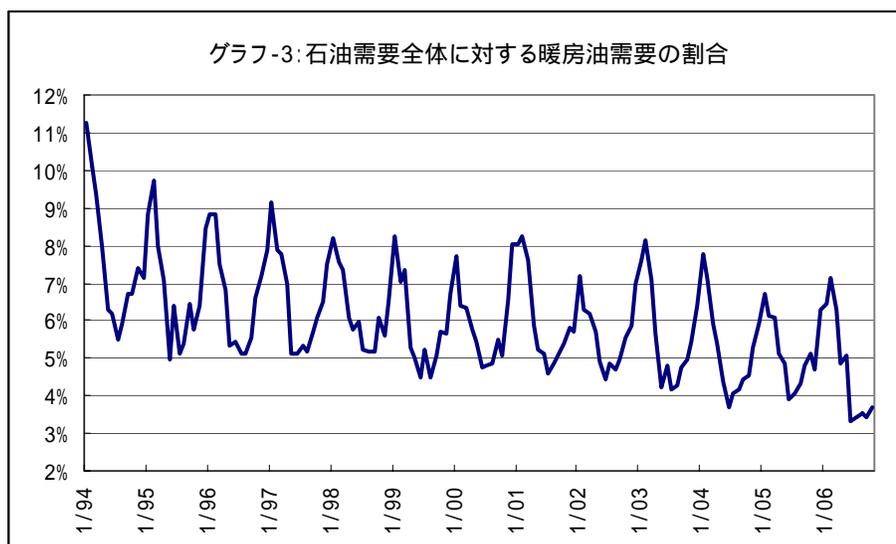
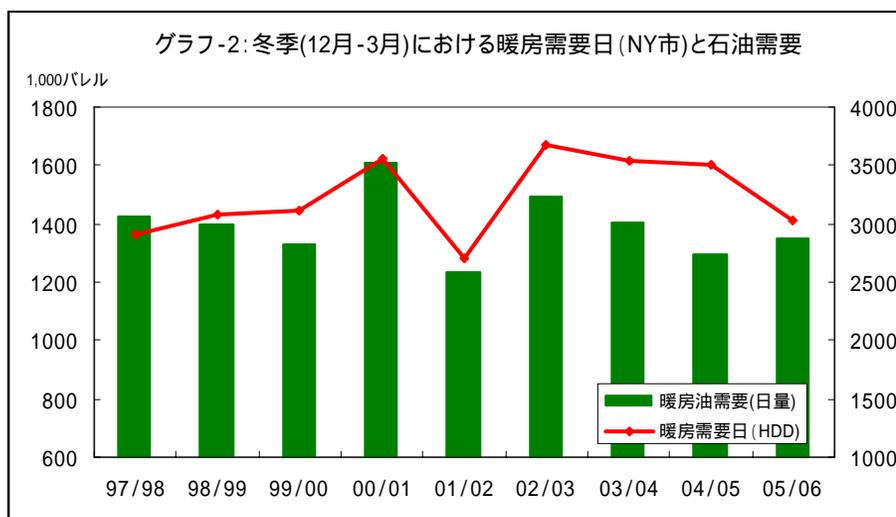
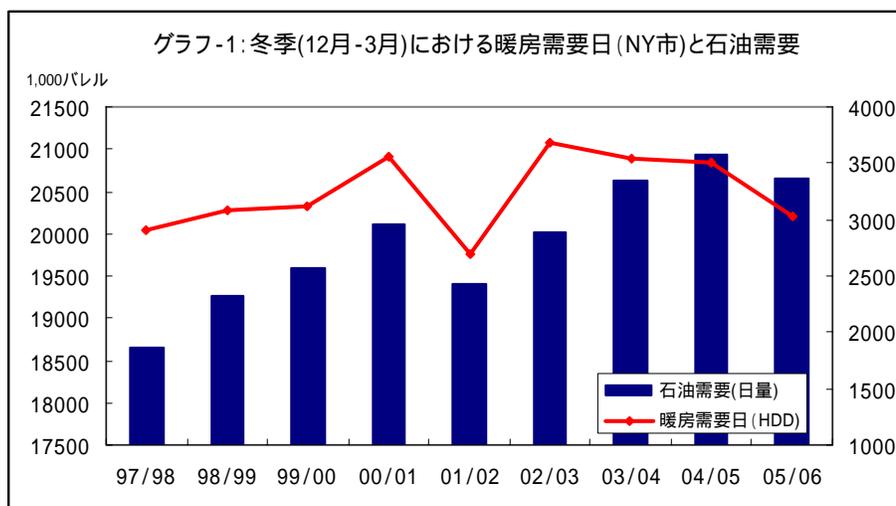
データ: 米海洋大気局 (NOAA)

### 暖房需要はどれだけ減少するか

今年度が記録的な暖冬であることは分かったが、では実際にどの程度需要に影響するのだろうか。グラフ-1 とグラフ-2 は、前述の冬季(12-3 月)の HDD と石油需要、暖房油需要の推移を示したものである。米国では一般的に、硫黄分の高い留出油(500ppm 以上)が暖房油として使用される。

これを見ると、暖房油の需要はたしかに HDD と共に大きく変動しているが、石油需要全体で見ると必ずしも HDD が影響しているとはいえない。これは暖房油の需要がここ数年ほとんど変化していないのに対し、石油需要はガソリンやディーゼル燃料に主導され大きく伸びており、冬場の天候による需要への影響が相対的に低くなっているのが原因と思われる。実際、暖房油需要の石油需要全体に対する割合は 94 年 1 月に 10% を超えていたのに対し、06 年 10 月には 4% を割り込むまでに低下している。(グラフ-3)

このまま暖冬が続けば平年より日量 20-50 万バレル程度需要が減ることが考えられるが、温暖な気候が続けばそれだけドライブの回数が増え、ガソリン需要の増加で相殺される可能性もある。市場心理に与えるインパクトの大きさを考えれば、1 月、2 月にかけて更に 2-3 ドル値を下げてても不思議ではないが、中長期的な需給バランスを変えてしまうほどの影響はないだろう。



データ: 米エネルギー省 (EIA)、米海洋大気局 (NOAA)

## 石油輸出国機構(OPEC)の動向

### OPEC の減産は遵守されるのか

暖冬や春以降の暖房需要減少による価格下落を誰よりも気にしているのが OPEC だろう。OPEC は昨年 10 月にカタールで開いた緊急総会で日量 120 万バレル、12 月にナイジェリアで開いた臨時総会で 50 万バレルの減産を決定した。ナイジェリア総会で決定された減産が実施される 2 月 1 日以降、イラクと新規加盟のアンゴラを除く 10 ヶ国の生産は 10 月総会直前の水準から 170 万バレル減少、日量 2,580 万バレルとなるはずだ。もちろん、加盟国全てがこの減産協定を遵守しているわけではなく、減産量はこれよりかなり少なくなる。春にかけての価格動向は、OPEC の減産が実際にどの程度となるのか、そしてその減産量で世界需給がどの程度引き締まるのかが鍵を握っているといっても過言ではないだろう。

UAE のアブダビ石油(ADNOC)は 12 月下旬、顧客に対し 2 月から石油輸出量を契約量から 5%切り下げの旨を通知した。ナイジェリア総会での減産決定に沿って実際に輸出切り下げを表明したのはこれが最初だが、今後サウジなどからも生産引き下げの通知が行われるものと見られる。今回減産に対し非常に積極的だったサウジは、ナイジェリア総会の直前に 1 月からの輸出量を契約量の 8-9%減らす旨を表明、これまで契約量の 3-4%に止めていた減産を一気に増やすことで、減産遵守への強い意志表明を行った。2 月からはナイジェリア合意に伴い、通常長期契約で認められている 10%の限界まで輸出量を減らすものと思われる。

ただ、サウジや UAE というのは極めて真面目に減産を遵守している優等生で、これ以外の加盟国がどこまで真剣に減産を行うかについてはかなり疑問が残る。インドネシアは 10 月の総会直後に減産を行わないと宣言しているし、イランも口先では積極的に減産を主張しているものの、実際にはほとんど減産を行っていない。また、合意を取りまとめた議長国のナイジェリアは、国内武装勢力の生産施設攻撃で既に大幅減産を強いられていたこともあり、生産量は減っていない。調査機関によって若干の差はあるが、11 月の時点で OPEC10 の減産量は 50-60 万バレル、遵守率 50%弱というのが実情のようだ。

表-2: OPEC 加盟国の減産実施状況

加盟国	生産量		減産実施状況		減産目標	
	06年11月	06年9月	減産量	減産遵守率	11/1/06より	2/1/07より
サウジアラビア	8,780	9,100	320	84.2%	380	158
イラン	3,900	3,900	0	0.0%	176	73
ベネズエラ	2,460	2,530	70	50.7%	138	57
UAE	2,490	2,570	80	79.2%	101	42
ナイジェリア	2,250	2,180	70	-	100	42
クウェート	2,480	2,530	50	50.0%	100	42
リビア	1,670	1,700	30	41.7%	72	30
インドネシア	850	860	10	25.6%	39	16
アルジェリア	1,330	1,360	30	50.8%	59	25
カタール	795	820	25	71.4%	35	15
OPEC10	27,005	27,550	545	45.4%	1200	500

データ:ダウジョーンズ社、単位 1,000 バレル

### OPEC 減産の影響はどの程度見られるのか

では、OPEC の減産が目標の半分も達成されていないことは売り材料となるのだろうか。OPEC が 12 月に発表した月報によると、OPEC への石油需要 (Call on OPEC) は 06 年 10-12 月期が日量 2,908 万バレル、07 年 1-3 月期が 2,947 万バレルとなっている。11 月の OPEC 生産量はイラクを合わせても 2,900 万バレルに達しない上、12 月中にもある程度の減産が進んでいることを考えれば、暖冬の影響があっても現在需給バランスは供給不足になっている可能性が高い。この上、2 月からは追加減産が行われる。供給不足は目標の半分ほどの遵守率でも日量 50 万バレル、真剣に減産に取り組めば 100 万バレル以上に及び、消費国の在庫はかなりのペースで取り崩されるのではないかと。このことだけで再び 70 ドルを試すような上昇が起こるとも考えにくい、少なくとも現時点における減産実施状況を売り材料にする理由は見当たらない。

### 3月総会での追加減産はあるのか

次に、春以降の OPEC の動向について考えてみたい。OPEC は 3 月 15 日に本部のあるウィーンで定例総会を開き、4 月以降の生産方針について協議を行う。OPEC はこれまで暖房需要がなくなる 4-6 月期の価格下落に大きな懸念を示し、減産の正当性を主張してきた。しかし米国内のデータを見る限り、こうした理屈はまったく当てはまらない。米国ではガソリン需要が全体の 50% 近くを占める上、ディーゼル燃料の消費も急増しており、前述したように暖房油需要の占めるウェイトは年々低下している。グラフ-4 は 4-6 月期の需要の落ち込み度を 1-3 月期との比較で示したものであるが、暖房油の需要が 20% から多い時で 35% 以上落ち込んでいるのに対し、石油需要全体でみると多くても 2% 強の落ち込みに止まり、1-3 月期から増加している年も結構多い。世界全体で考えると暖房需要の占めるウェイトは大きくなるが、それでも落ち込みは 2.0-2.5%、日量で 150-200 万バレル程度にとどまっている。

OPEC のこのあたりは十分承知しているはずで、ここ数年は 3 月の定例総会で 4-6 月期の需要減に備えた減産を決定したことはない。暖房需要がなくなることによる 4-6 月期の価格下落はロジックとして分かり易いので声高に懸念を訴えるものの、実際この時期に生産を減らす必要はないと言うわけだ。非 OPEC 諸国の生産状況にもよるが、次回総会で追加減産が決定される可能性はほとんどないと思われる。

表-3 は、OPEC への石油需要 (Call on OPEC) に対する OPEC 自身の推定と実際の需要量、並びに WTI 原油価格の推移である。OPEC は事前に 4-6 月期の需要推定を低く見積もるが、実際はかなりの上方修正をしていることが多いことが良く分かる。また、原油価格は 4 月あたりからガソリン主導の上昇が始まるため、4-6 月期に下落するという事実もない。03 年の落ち込みは、1-3 月期に米国によるイラク攻撃で国際的緊張が高まり価格が大幅に上昇したという特殊事情がある。4-6 月期の需要落ち込みを懸念し、大騒ぎする必要はほとんどないことがわかるだろう。

表-3: OPEC への石油需要推定と実際

OPECへの石油需要	03年1Q	03年2Q	04年1Q	04年2Q	05年1Q	05年2Q	06年1Q	06年2Q	07年1Q	07年2Q
前年12月の推定	25.35	22.93	26.61	24.65	28.34	27.14	29.87	27.74	29.47	27.20
実際の石油需要	27.02	24.75	28.11	27.26	29.15	27.29	29.83	28.22	-	-
修正幅	1.67	1.82	1.50	2.61	0.81	0.15	0.04	0.48		
WTI平均価格	33.66	28.67	35.05	38.11	50.14	53.11	64.40	71.44		

データ: OPEC 月報、単位 100 万バレル

## 生産余力の増加

産油国である OPEC にとって、原油価格は高ければ高いに越したことはない。消費国の在庫の急増や世界市場の供給過剰を表向きの理由にはしているが、彼らの本音が価格維持にあることは疑う余地もない。閣僚の発言を見る限り、目標としている価格下限は 60 ドルあたりにあると考えられる。この水準を割り込みそうになれば、彼らも真剣に減産に取り組むようになるだろう。

一方、OPEC は国際社会の反感を買うような急激な価格上昇も望んではない。反感を買うだけでなく、エネルギー価格急騰で途上国をはじめ世界経済に大きな打撃を与えるようなことになれば、結局は自分達にも大きく影響するからだ。相場が 65 ドルを大きく超えるような状況になれば、彼らも供給を増やして市場の安定を図ろうとするだろう。その際大きくものをいうのが、加盟国の生産余力だ。米エネルギー省によると、06年11月現在の OPEC 加盟国の生産余力は日量 209.5 万から 259.5 万バレル。減産によってサウジ以外にもある程度の余力が備わっていた。産油国に十分な余力があれば急激な価格上昇にもスムーズに対応することが出来、市場の安心感にもつながる。OPEC がこの先どれだけ減産しようとも、その分生産余力が増え目先の突発的な供給減少に対する不安が後退するだけで、大きな価格上昇にはつながらないと思う。

昨年までの価格上昇局面では、OPEC は常に能力限界まで生産を行い、サウジを除いてほとんど生産余力はなかった。こうした状況が更なる不安材料となり、上昇を後押しした面は大きい。この先大きく価格が上昇する可能性があるとするれば、この生産余力が急速に減少する時だ。即ち、需要が再び大きく伸びて生産能力を上回るか、産油国の情勢不安や米国のハリケーンなどで生産能力自体が著しく低下するかのどちらかが起これば、WTI がふたたび 70 ドルを超えて上昇することになるだろう。

## 消費国の在庫積み増し

OPEC が減産の必要な理由として良く持ち出すのが、消費国の在庫積み増し問題だ。国際エネルギー機関(IEA)の月報によると、06年7-9月期の OECD 諸国の民間石油在庫は需要の 55 日分をカバーできるまでに増加した。10-12 月期は減産の影響でかなりの取り崩しが進んでいると思われるが、この先在庫が高止まりするようなら、OPEC が更なる減産を打ち出す可能性は高くなるだろう。

表-5: OECD 諸国の石油在庫

	OECD諸国の石油在庫			消費をまかなえる日数		
	政府備蓄	民間在庫	合計	政府	民間	合計
04年1-3月期	1,423	2,465	3,888	30	51	81
04年4-6月期	1,429	2,545	3,974	29	52	81
04年7-9月期	1,435	2,581	4,016	28	51	80
04年10-12月期	1,450	2,547	3,997	29	50	79
05年1-3月期	1,462	2,542	4,004	30	52	82
05年4-6月期	1,494	2,623	4,117	30	53	84
05年7-9月期	1,494	2,640	4,134	30	53	83
05年10-12月期	1,487	2,595	4,082	30	52	82
06年1-3月期	1,494	2,596	4,090	31	54	85
06年4-6月期	1,493	2,654	4,147	31	54	85
06年7-9月期	1,495	2,761	4,256	30	55	84

データ: 国際エネルギー機関、単位 100 万バレル

## 産油国の情勢不安

産油国の情勢不安やそれに伴う一時的な供給停止は、2007 年度も相場の大きな下支えとなるだろう、その中でも特に注目すべきはイラン、ナイジェリア、イラクの 3 国だ。

### イラン

イランのアフマディネジャド大統領は昨年 12 月の正月早々に核開発の再開を宣言、その後核開発問題は原油価格を 70 ドル以上に押し上げる大きな要因となった。この一年間でイランは濃縮ウランの製造に成功、一方国連安保理はイランに対し核実験の停止を要求、年末には制裁決議案が採択されるに至った。

しかし、イランが核開発を進め欧米が阻止しようとする基本的な情勢に進展があったとは言い難い。イランは国連の議決をことごとく無視し開発を進めているし、国連安保理による制裁案も慎重な姿勢を崩さない中国やロシアの圧力で骨抜きにされており、ほとんど機能しないとんでも過言ではないだろう。

イラン議会は先月 27 日、国連安保理の制裁決議を受け政府に対し IAEA との協力関係を見直すよう求める決議を可決した。この先 IAEA のイラン国内での活動が制限されるのは必至の状況だ。イラクでもそうだったが、IAEA の活動を制限するようになると、その後確実に緊張が高まっている。中国やロシアがいつまでも慎重論を唱えている保証はない。イランが強硬な手段で開発を推し進めれば、さすがにかばいきれなくなるのではないか。

イラン問題が石油市場で注目を浴びるのは、地理的な問題が大きな理由となっている。イランはペルシャ湾入り口のホルムズ海峡に面しており、制裁問題軍事的な紛争まで発展すれば、ここが真っ先に標的にされる恐れがあるからだ。イランはイラン革命やイラン・イラク戦争で国際的な圧力が高まった際、海峡に多くの機雷を仕掛けタンカーの航行を妨げた経緯がある。海峡が閉鎖されると、ペルシャ湾の奥にあるイラク(南部)、クウェート、サウジ(東部)、カタール、UAE などの石油輸出が全て止まってしまう。現在のところ可能性は低い、もしそうした事態が起これば、原油価格が 100 ドルを超えても何ら不思議はない。

ペルシャ湾とホルムズ海峡



## ナイジェリア

ナイジェリアでは武装勢力による生産施設の占拠や職員の誘拐が相次ぎ、生産減を余儀なくされる状況が続いている。最大勢力の一つであるニジェル・デルタ解放運動(MEND)は政府に逮捕、拘束されている地域指導者の解放や環境汚染に対する石油会社への保障を要求し石油企業職員の誘拐や施設への爆破テロを激化、他の武装勢力もこれに続いている。最近では他の産油国の生産余力が増えたせいもあり、一つ一つの事件に大きく市場が反応することも少なくなったが、どこかで大規模な攻撃が行われ、まとまった量の生産画停止する事態となれば話は違ってくるだろう。ナイジェリアはガソリンに精製し易い硫黄分の少ない原油を産出、米国へも多く輸出しているだけにその影響は大きい。

## イラク

内戦同様の状態に陥っているイラク情勢も、引き続き相場の下支えとなるだろう。トルコの輸出港シェイハンに通じるパイプラインは周辺の治安問題から稼働停止、再開を繰り返しており、北部油田の生産は一向に回復する気配がない上、南部でも思うように生産が伸びていない。昨年 5 月に新政権が誕生した際の計画では既に 260-270 万バレルまで増加しているはずの石油生産は、依然として 200 万バレル前後に低迷している。年末にフセイン元大統領が処刑されたことをきっかけに、かつて実権を握っていたスンニ派の不満が高まり、国内治安が更に悪化する可能性も高い。イラクの生産増に伴う楽観的な需給シナリオは、しばらく描けそうにない。

もっとも、これ以上生産が減少するのかというと、そうでもないと考える。ナイジェリアでも同様のことが言えるのだが、石油収入がまわりまわって反政府勢力の資金源になっている可能性は高く、彼らも完全に輸出が停止してしまうほど致命的なダメージを与えるような攻撃は仕掛けない。石油施設への攻撃は彼らの目的を達成するための手段に過ぎず、それ自体が目的ではないからだ。今後もパイプラインや施設が攻撃を受け相場が上昇する場面も多く見られるだろうが、あまり大げさに考えない方が良さそう。

## 政治情勢の変化

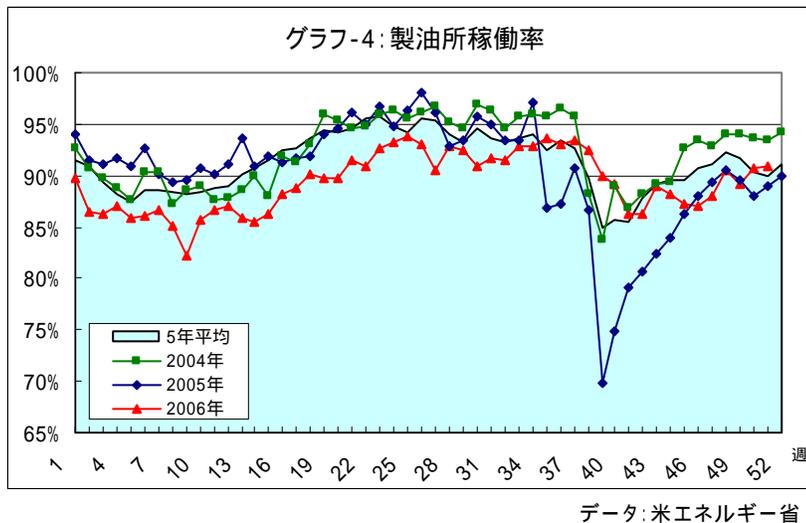
こうした産油国情勢は、政治的な要素で大きく変化する可能性も高い。昨年 11 月の中間選挙で民主党が歴史的な勝利を収めた米国では、07 年初めからいよいよ新しい議会が動き出す。ブッシュ大統領はイラク政策の見直す意向を示しており、従来に比べ柔軟な路線に転じる可能性は高い。またイランでも国連安保理による制裁まで引き出してしまったアフマディネジャド大統領に対する批判も高まっており、政権も決して磐石ではない。こうした政治的な変化で国際的緊張が緩和されれば、原油価格に付いているリスクプレミアムが一気に剥がれ落ち、5-6 ドル価格が下落する可能性も十分にある。

## 製油所の稼働状況

### 製油所稼働率の低迷

暖房需要期が終了すると、市場の注目は夏のドライブシーズンを控えたガソリンの需給に集まるようになる。毎年ガソリン価格は春先から上昇を開始、ドライブシーズンの始まる前の 5 月にその年の高値をつけることが多い。果たして今年はどうのような展開となるのか、その鍵を握るのは製油所の稼働状況だ。

2006 年、製油所稼働率は平年を下回ることが多かった。05 年秋に相次いでメキシコ湾岸を襲った超大型ハリケーンによる損傷やそれに伴う点検の長期化、ガソリンへの MTBE 添加禁止や超低硫黄ディーゼル (ULSD) 導入など、春に実施された燃料規制の実施による製油所の負担増がその大きな要因となった。



### ガソリン主導の価格上昇は起こるのか

稼働率は最近になってようやく平年並みの水準まで回復、90%の大体に乗せてきた。しかし 2 月になれば春の定期点検が始まり、再び低下することは目に見えている上、今年の点検が昨年のように長期化しないという保証もない。原油をはじめ在庫が軒並み平年を大きく上回る中、ガソリン在庫だけは過去 5 年平均を僅かに下回っている。この先稼働率が伸び悩み、ガソリン生産が十分に行われなければ、昨年に続きガソリン主導での価格上昇が起きる可能性は高い。4 月頃まで稼働率が 88%以下で推移するようなら要注意だ。

表-5: 原油と主要石油製品の在庫

	在庫量	前年比	過去5年平均比
原油在庫	320,975	0.50%	7.53%
ガソリン在庫	203,853	0.49%	1.01%
留出油在庫	133,592	5.36%	4.84%
- 暖房油 (高硫黄)	56,840	3.90%	4.34%
- ディーゼル (低硫黄)	76,752	6.47%	5.22%

データ: 米エネルギー省

## 原油需要は引き続き堅調

### 需要の伸びは 2005 年並み

中長期的な視点に立てば、これまで価格上昇の原動力になってきた原油需要の伸びが今後も続くのかが大きな焦点となる。その中でも、やはり中国の需要動向からは目が離せない。

表-6 米エネルギー省 (EIA)、国際エネルギー機関 (IEA)、OPEC の最新の推定から世界と米国 (IEA と OPEC は北米)、中国の需要の推移をまとめたものである。これによると、2007 年度の世界需要は 06 年の伸び悩みから回復し、05 年度と同程度かそれ以上の伸びを見せることになる。供給や投機資金の流れ、地政学リスクといったものを考慮にいれず需要面だけで判断すれば、2007 年は少なくとも 2004 年や 2005 年並みの価格上昇をしても不思議ではない訳だ。

表-6: 原油需要の伸び(前年比)の推移

		2003年	2004年	2005年	2006年	2007年
北米	EIA	1.38%	3.48%	0.34%	-0.57%	1.56%
	IEA	1.66%	3.67%	0.39%	-0.39%	1.57%
	OPEC	1.66%	3.67%	0.39%	0.00%	0.78%
中国	EIA	8.09%	14.73%	7.81%	6.87%	6.68%
	IEA	10.00%	16.36%	3.12%	6.06%	5.71%
	OPEC	12.00%	16.07%	0.00%	10.77%	5.56%
世界	EIA	2.10%	3.51%	1.73%	1.21%	1.77%
	IEA	2.06%	3.91%	1.46%	1.08%	1.66%
	OPEC	2.06%	3.65%	1.22%	1.20%	1.54%

### 中国の需要は衰えを見せず

政府が景気過熱の抑制に転じている中国では、かつてのような年に 10%を超えるような需要の伸びは期待できないとする向きが多い。とはいえ、07 年度も需要は 5%後半から 6%は伸びると見られており、依然として世界需要の牽引役であることに変わりはない。

12 月 25 日に税関総局が発表したデータによると、中国の 11 月原油輸入は日量 330.8 万バレルと過去最高を記録、年初来でも日量 293.2 万バレルと前年比で 15.6%も増加している。需要全体の伸びは 5%台に止まっても、国内生産の伸びに限られることから輸入はそれ以上のペースで増えることになる。中国政府は 2006 年からの 5 年間にエネルギー消費の GDP に対する割合を合計で 20%削減する計画を持っているが、現在の中国で消費を抑制するのはかなり困難なようだ。統計局の高官が昨年末のインタビューで明らかにしたところによると、06 年上半期のエネルギー消費の GDP 比は前年から 0.8%増加。下半期のデータは明らかにしなかったが、4%削減という年間目標は達成できなかったという。

2008 年の北京オリンピック開催に向け、07 年は追い込みをかける時期となる。施設の建設やインフラの整備など、エネルギー需要は増えこそすれ削減されるとは思えない。政府の意向とは裏腹に、今年もかなりの伸びを見せるのではないかと。

## アウトロク

### 1月～2月前半 … OPEC 減産 vs. 暖冬の構図は変わらず、60ドル台前半での上下が続く

米国の寒さがピークを迎える1月後半から2月初めにかけては、OPEC 減産と暖冬という強弱材料が相場の上を挟みつける格好となり、60ドル台前半の推移するだろう。価格が60ドルを割り込めばOPECも真剣に減産に取り組むだろうが、65ドルを上回るようなら逆に生産を増やす可能性もある。市場もそれを良く分かっているから、この水準を抜けるほど積極的なトレードを仕掛けるとは思えない。

サプライズがあるとすれば、強気の方だろう。暖冬、暖冬といっても冬の間一度や二度は厳しい冷え込みがあるもの。また、この先急に気候パターンが変わることもまったくないとは言えない。ただ、相手が天候だけに不透明な部分が多く、この可能性に大きく賭ける価値はあまりないと思われる。

他には、投機資金の動きが影響を与えることも考えられる。新年度が始まるにあたり、ファンドやETFから商品市場に資金が流入してくる可能性は高いと見ている。05年後半に大きく上昇した株式市場が伸び悩むような場面が見られれば、割高感の高い株式から原油などへの資金移動が起こっても不思議ではない。

### 2月後半～3月末 … 製油所点検で稼働率低下なら上昇に転じる可能性高い、ドル安にも注目

2月も後半に入ると暖房需要も一服、製油所が来るべきドライブシーズンに向けて定期点検に入り始める。昨年は05年秋にメキシコ湾岸を襲った超大型ハリケーンのダメージから点検作業が難航、稼働率が低迷しガソリン在庫が急速に減少した。稼働率が88%を下回る水準に低迷し在庫の取り崩しが進むようなら、今年もガソリン主導で相場が上昇に転じる可能性は高い。

2月1日から実施されるOPEC 減産の影響が出始めるのもこの頃だ。加盟国がどの程度減産を遵守するのは価格動向次第の面もあり、現時点では何とも言いようはないが、幾らかでも生産量が減ることが確認されれば、相場にはプラスに働くだろう。

この他、FEDの動向にも注意が必要だ。3月20、21日に開かれるFOMCで利下げに転じるとの見方が強まれば、投機資金の流入期待は更に高まるだろう。米国の利下げ観測からドル安が進行すれば、こちらも相場の下支えとなる。OPECはドル安による石油収入の目減りを防ぐため、減産による価格維持方針をより鮮明に打ち出してくることが予想されるからだ。また、ドル建てで取引されている原油価格を相対的に押し下げ、アジアや欧州の購買力を高めることにもつながる。

一方、製油所の点検がスムーズに進むことで稼働率の低下が最低限に止まり、ガソリン在庫平年以上の水準で推移するようなら、60ドルを割り込むことも考えられる。ただ、その価格水準ではOPECの減産観測が高まるため、下落は一時的なものに止まるだろう。価格次第では、3月15日のOPEC定例総会で追加減産が決定される可能性もある。

#### 4 月～6 月 … ガソリン主導での価格上昇が本格化、イラン情勢や製油所トラブルで最高値更新も

この頃から、ガソリン主導での価格上昇が本格的に始まる。普通は 5 月頃にその年前半の高値をつけることが多いが、昨年はイランの核開発に伴う緊張の高まりや製油所トラブルなどで 7 月初めまで価格上昇が続いた。こうした突発的な材料がなくとも、3 月末の水準から 3-4 ドルは値を伸ばすと思われる。

では、この時期に価格が 70 ドルを超えて大きく上昇する可能性はあるのだろうか。その鍵は、やはり上述のイランの核開発問題と製油所トラブルが握ることになるだろう。

イラン問題では米国、イラン双方とも決定的な手を打ち出すことも出来ず、相当な期間にわたってにらみ合いが続くとみている。しかし現時点での双方の態度を見る限り、話が緊張緩和の方向に進んでいくとは思えない。イランがこの先 IAEA に対し査察活動を中止し国外退去を求めるようなら、制裁論議が一気に盛り上がる可能性もある。

また、夏になって気温が上昇すると、火災など製油所のトラブルが起こり易くなるので注意が必要だ。2005 年には BP のテキサスシティー製油所で死者を出す大規模な爆発があったし、昨年はシトゴのルイジアナ州レイクチャールズ製油所で大規模な原油流出事故が発生、製油所に面した輸送水路(カルカシュー運河)が長期間閉鎖され、周辺の製油所に対し戦略備蓄原油が貸し出される事態が起きた。

この他、3 月 FOMC で利下げが行われたり、金融緩和への方針変更が前面に押し出されたりすれば、投機資金の流入やドル安が引き続き相場の支えとなるだろう。

こうした問題がうまく組み合わされれば、価格が 70 ドルの大台を突破し史上最高値を試すことも十分に考えられよう。

表-7: 2007 年度の WTI 原油価格予想

	弱気	コアとなる価格レンジ		強気
1月～2月前半	\$57.00	\$59.00	\$64.00	\$67.00
2月後半～3月末	\$55.00	\$61.00	\$66.00	\$69.00
4月～6月	\$57.00	\$63.00	\$68.00	\$75.00
7月～8月	\$55.00	\$61.00	\$68.00	\$78.00
秋以降	\$50.00	\$59.00	\$72.00	\$90.00