

## 原油価格見通し

### ○価格動向～OPEC減産方針と米ガソリン市場の問題で一時38ドル台に急騰

WTI原油（期近）は、減産合意に基づくOPECの輸出削減通告や、米国のガソリン需給逼迫を受け、3月下旬に一時38ドル台に急騰した。その後、OPECの減産見送り案や米国の米ガソリン品質規制の適用凍結案などが報じられると34ドル台に下落した。しかし、OPECが3月31日の総会で4月からの減産を予定通り実施することで合意し、米国のガソリン需給も逼迫が続いていることから、足元では38ドル近くに戻している。

### ○今後の原油価格に影響を及ぼすポイント

世界景気の動向と需要見通し：米国や中国を中心に予想以上に需要が拡大している。年後半には世界景気の減速が見込まれているが、工業生産が拡大している中国やアジアの原油需要は堅調であり、世界需要は高い伸びを維持する見込みである。（P.3）

OPECの生産政策と非OPEC産油国の供給見通し：現状、超過生産を容認しているOPECは価格が下がりだせば減産に本格的に取り組むだろう。しかし、生産能力を増強した非OPEC産油国の増産が全体の供給を拡大させるだろう（P.5）

世界の需給バランス：OPECと非OPECを合わせた供給拡大が、世界景気の回復にともなう需要拡大を上回り、需給緩和が進展している。これに歯止めがかかるのは、価格が低下してOPECが本格的に減産に取り組む2004年終わりになる。（P.7）

米国の需給動向：供給過剰を背景に原油在庫の積み増しが進むものの、景気回復やドライブシーズン到来でガソリン需給が逼迫気味で推移し、原油価格の押し上げ要因となる。ただ、価格上昇を受け、ガソリン品質規制強化の適用凍結が検討され始めており、夏に向けてガソリン需給が一段と逼迫する事態は避けられそうである。（P.9）

### ○今後の見通し～WTI原油価格（期近）：2004年35.1ドル、2005年31.0ドル

原油価格は、世界景気の回復、米ガソリン需給の逼迫、OPECの減産姿勢などから、当分は30ドル台後半での推移が続くだろう。しかし、今年終わり頃には、世界景気の減速や消費のピークを過ぎた米ガソリン需給の緩和などを受けて、30ドル台前半に落ち着いてくる。ただ、世界景気の調整圧力が小幅にとどまること、実際に価格が下がってくればOPECが減産に真剣に取り組むこと、などから大幅調整は回避されよう。2005年は、前半は世界景気の減速が重石となって原油価格が一時30ドルを割る可能性があるが、後半になると、世界景気の回復やOPECの減産効果などにより緩やかに上昇してくる見込みである。



【お問い合わせ先】調査部（東京）丸山 俊 shun.maruyama@ufji.co.jp

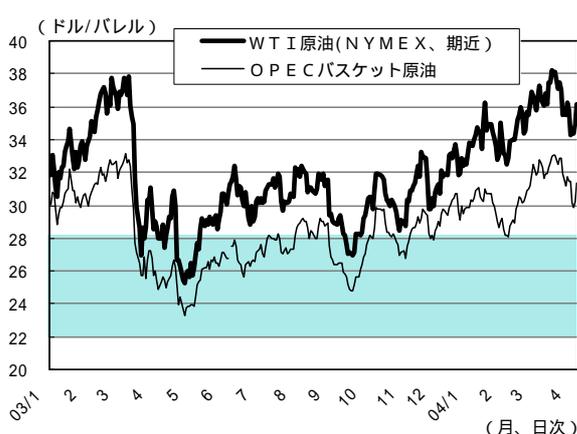
## 1. 価格動向

WTI原油価格（期近）は、米国の低在庫や、イラクの生産・輸出回復の遅れを理由に、対イラク戦争終結後も30ドル前後で高止まりしていたが、昨年末頃から騰勢が強まり、3月下旬には湾岸戦争以来13年ぶりとなる38ドル台に急騰した（図表1）。価格急騰の理由としては、米国や中国を中心に予想以上に需要が拡大していること、OPECが4月から輸出契約量を削減することを消費国に通告したこと、米国において、景気回復と行楽シーズン到来でガソリン需要が強まっているところに製油所の定期改修が相次ぎ、ガソリン価格が高騰していること、などがある。

その後、3月31日のOPEC総会前に、最近の価格急騰を受け4月からの減産を延期する案が出たことや、米国で4月以降、段階的に実施される予定のガソリン品質規制の適用が凍結される可能性が報じられると、原油価格は34ドル台に下落した。しかし、OPECは総会で4月からの減産を予定通り実施することで合意し、その一方で、価格が高いうちは超過生産を容認する姿勢を示して加盟国の結束を優先した。また、米国のガソリン品質規制の問題についても、凍結対象となっている地域が限られているため需給全体に及ぼす影響は小さく、ガソリン需給の逼迫が続いていることから、原油価格は足元では再び38ドル近くに戻ってきている。

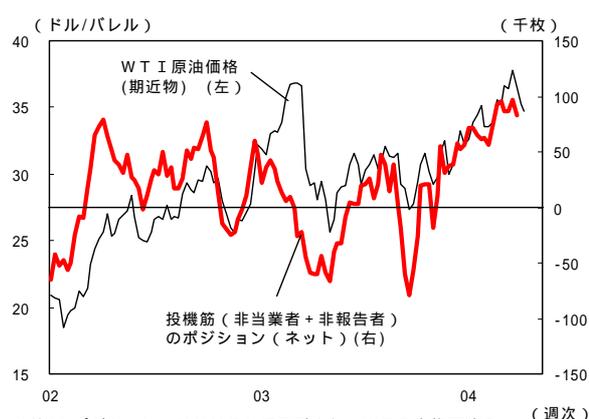
一方、資金の流れに着目してみると、昨年末頃から投機筋の買いポジション増加にともなって、原油価格が上昇していることが見て取れる（図表2）。こうした投機資金の流入拡大の背景には、金融緩和にともなう世界的な過剰流動性があり、原油以外の商品先物市場にも投機資金が流入し、相場を押し上げている。

図表1. 原油価格の推移



(注1) WTI原油の直近は4月8日、OPECバスケット原油の直近は4月7日  
 (注2) シャドーはOPECの目標価格帯(OPECバスケット原油価格で22～28ドル)

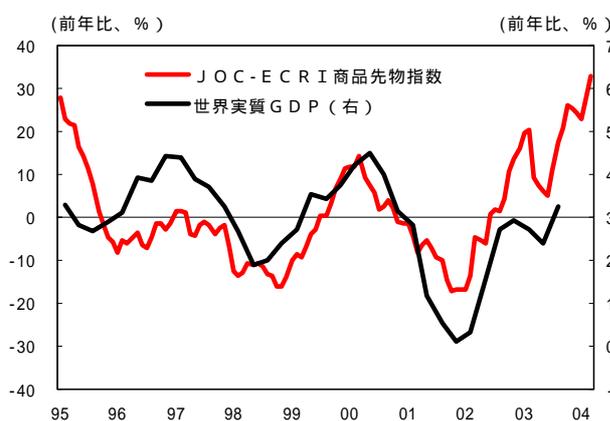
図表2. 投機筋のポジションと原油価格



(注1) ポジションはNYMEXで取引されるWTI先物原油のトレーダー建玉数を集計したものです。直近は3月30日公表値。  
 (注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザー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、ほとんどが投機を目的としていると推察される。

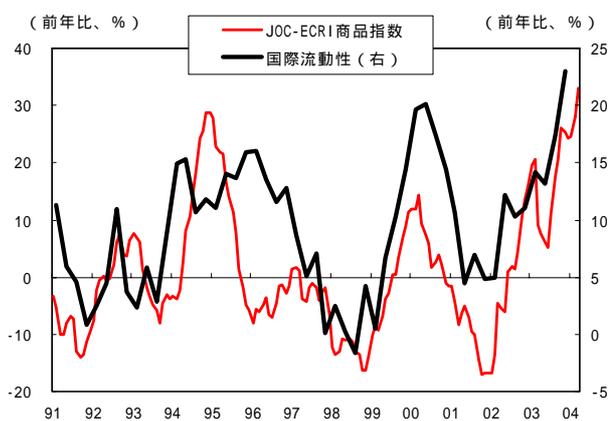
2003 年後半以降の国際商品市況の上昇ペースは、世界 GDP の成長率と比べてもかなり速くなっており、現物市場の需給要因だけでなく、金融市場の要因が価格を押し上げている可能性がある（図表 3）。そこで、世界の資金の流れをみるために、米国の「M1+準通貨」に G7（除く米国）、NIES、ASEAN、OPEC（いわゆるオイル・マネー）のドル建て外貨準備高を加えて「世界の流動性」指標を作成してみると、国際商品指数と高い相関関係にあることが見て取れる（図表 4）。すなわち、原油をはじめとする商品市場は、世界経済の回復にともなう需要拡大に加えて、金融緩和によって生じた世界的な過剰流動性が、買い手として存在感を強める中国の需要拡大や、ドルに対する信認低下、テロに対する懸念、などを材料に流入し、相場が需給要因で説明できる以上に押し上げられていると考えられる。

図表 3 . 世界景気と国際商品市況



(注1) JOC-ECRI 商品指数は月末値で、直近は2004年3月16日の値。  
 (注2) 世界実質 GDP は、2000年=100とした各国の自国通貨建て実質 GDP を、2000年の各国のドル建て実質 GDP をウェイトとして加重平均した。算出対象国は、米国、EU、日本、中国、英国、NIES、タイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア、メキシコ  
 (資料) 米国 Economic Cycle Research Institute (ECRI) 社、CEIC

図表 4 . 世界の流動性と国際商品市況



(注) 国際流動性は、米国の M1+準通貨に、G7、NIES、ASEAN、OPEC 10カ国のドル建て外貨準備高を加えたもの。  
 (資料) IMF 「International Finance Statistics」

本レポートでは、今後の原油価格に影響を及ぼすと思われる、(1) 世界景気の動向と需要見通し、(2) OPEC の生産政策と非 OPEC 産油国の供給見通し、(3) 世界の需給バランス、(4) 米国の需給動向、について分析し、それらを踏まえて 2005 年までの原油価格を予測した。原油価格に影響を及ぼす投機資金も、これらの要因を見ながらポジションを変えてくると判断される。

## 2. 原油価格に影響を及ぼす要因

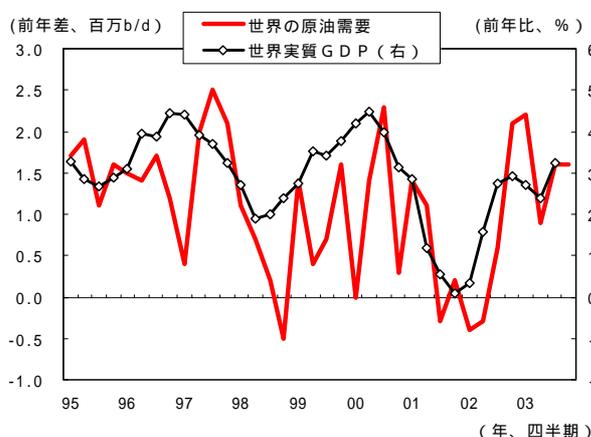
### (1) 世界景気の動向と需要見通し

世界の原油需要は世界景気（実質GDP）におおむね連動する（図表5）。その世界景気をけん引する米国の2003年第4四半期の実質GDP成長率は前期比年率+4.1%、ユーロ圏は同比+1.2%、日本は同比+6.4%と、ユーロ圏の回復テンポがやや遅いものの、世界景気は総じて堅調が続いている。

民間予測機関の見通しを集計した『Consensus Forecasts』（4月調査）によると、米国の成長率見通し（以下、コンセンサス=中間値）は、2003年+3.1%（実績）に対して、2004年+4.6%、2005年+3.7%と、2004年後半には減税効果のはく落や金利上昇の影響などにより減速が見込まれている（図表6）。ただし、インフレ率の上昇テンポが緩やかなもとの金利の大幅上昇は考えにくく、調整圧力は小幅にとどまる見込みである。同じく『Consensus Forecasts』によると、EUの成長率見通しは、2003年+0.3%（実績）に対して、2004年+1.6%、2005年+2.0%と、緩やかな回復基調が続く見込みである。日本の成長率見通しは、2003年+2.7%（実績）に対して、2004年+3.0%、2005年+1.7%と、米国景気の減速にともなって2004年後半には減速してくる見込みである。

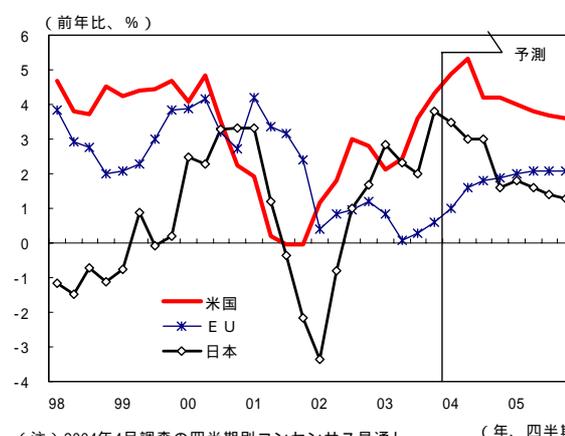
世界景気はしばらく回復基調が続くものの、2004年後半になると米国や日本を中心に成長率が鈍化してくるとというのが現時点での平均的な見通しとなっている。

図表5. 世界GDPと原油需要



(注) 世界実質GDPは、2000年=100とした各国の自国通貨建て実質GDPを、2000年の各国のドル建て実質GDPをウエイトとして加重平均したもので、2003年第3四半期まで。算出対象国は、米国、EU、日本、中国、英国、NIES、タイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア、メキシコ。  
(資料) CEIC、IEA

図表6. 日米EUの実質GDP成長率見通し

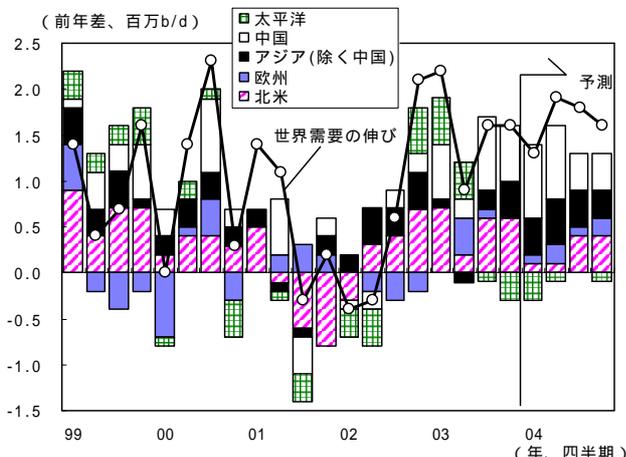


(注) 2004年4月調査の四半期別コンセンサス見通し  
(資料) Consensus Economics Inc. 『Consensus Forecasts』

国際エネルギー機関(IEA)は、毎月『Oil Market Report』で世界の需要見通しを発表している。今年3月時点の見通しによると、足元の世界需要は景気拡大を背景に高い伸びを続けている見込みである（図表7）。特に、第1四半期については、前年同期に厳冬や日本の原子力発電所停止、北米天然ガス価格の高騰といった特殊要因により高い伸びを記録

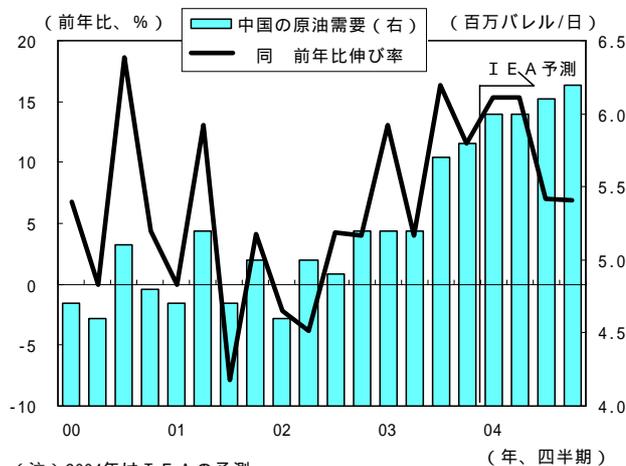
したにもかかわらず、今年はその水準をさらに上回った見込みであり、需要の実勢はかなり強いと言える。需要増加をけん引しているのが中国で、好調な生産活動や自動車の普及を背景に原油に対する需要が急拡大している（図表 8）。I E A は先行きについても、中国やアジアの堅調が続く、世界需要は足元の伸びを維持すると予想している。その結果、2004 年通年の世界需要は前年差 + 160 万 b/d と、2003 年並み（同 + 160 万 b/d）の増加が見込まれており、そのうち + 60 万 b/d は中国、+ 50 万 b/d はアジア（除く中国、日本）の増加分である。その他の地域では、北米が前年差 + 30 万 b/d の増加が見込まれているが、太平洋地域は日本において昨年停止していた原子力発電所が再稼働を開始し、代替関係にある火力発電向け需要が減るため、前年差 - 10 万 b/d と減少が見込まれている。

図表 7. 世界の原油需要見通し ( I E A )



(注) 日本は太平洋に含まれる。残差は中南米、ロシア、中東など。  
(資料) I E A 『Oil Market Report』

図表 8. 中国の原油需要



(注) 2004年は I E A の予測  
(資料) I E A 『Oil Market Report』

また、I E A の需要見通し修正状況を見ると、2004 年の世界需要は昨年 8 月から今年 3 月までに累計 70 万 b/d も上方修正されるなど、世界景気の回復を背景に需要が想定を上回るペースで拡大している（図表 9）。今後、世界景気の回復力がさらに強まり、需要が拡大した場合は一段の価格押し上げ要因となる。

図表 9. I E A の需要見通し修正状況

予測時期		2003年						2004年			修正幅 累計
		8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月		
予測値	2004年1Q	79.8	79.8	79.8	80.0	80.0	80.0	80.4	80.4		
	2004年2Q	77.5	77.3	77.4	77.5	77.4	77.4	77.7	78.0		
	2004年3Q	79.0	78.9	78.9	79.1	79.1	79.2	79.6	80.1		
	2004年4Q	81.6	81.6	81.6	81.9	81.9	81.9	81.9	82.3		
	2004年	79.5	79.4	79.4	79.6	79.6	79.6	79.9	80.2		
修正幅	2004年1Q		0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	0.4	0.0	0.6	
	2004年2Q		-0.2	0.0	0.1	-0.1	0.0	0.3	0.3	0.5	
	2004年3Q		-0.1	0.0	0.2	0.0	0.1	0.4	0.5	1.1	
	2004年4Q		0.0	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0	0.4	0.7	
	2004年		-0.1	0.0	0.2	0.0	0.0	0.3	0.3	0.7	

(注1) シャド - は上方修正されたことを表す。

(注2) 修正幅累計 = (2004年3月予測値) - (2003年8月予測値)

(資料) I E A 『Oil Market Report』

## (2) OPECの生産政策と非OPECの供給見通し

### OPECの生産政策 ~ 果敢な予防減産で影響力を高める

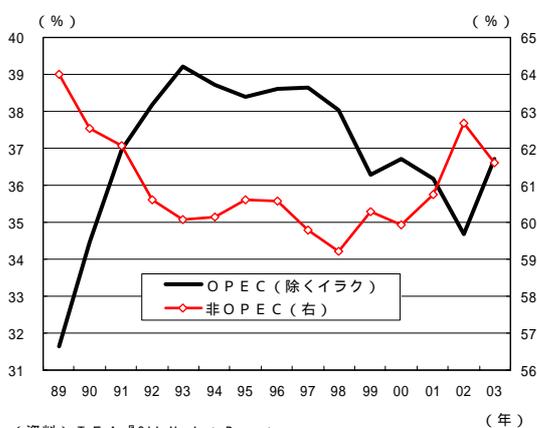
OPEC（イラクを除く）は非OPECの増産によりシェアを徐々に失っており、価格への影響力低下が指摘される（図表10）。しかし、現状は、OPECは価格が高いうちに予防的な減産を行うことで価格引き上げに成功しており、むしろその影響力を拡大している。

OPECは、昨年9月の定例総会でバスケット価格がプライスバンド上限の28ドルを超えていたにもかかわらず90万b/dの減産を決めた（図表11）。この時は、イラクの生産・輸出回復を先取りして減産し、価格下落を未然に防ぐ目的があったが、その後のイラクの生産・輸出は破壊活動や電力不足によって足踏み状態となってしまった（図表12）。さらに、第4四半期に入り、冬の暖房油需要の増加と世界景気の順調な回復が重なったため、需給逼迫感に拍車がかかり、原油価格を押し上げた。

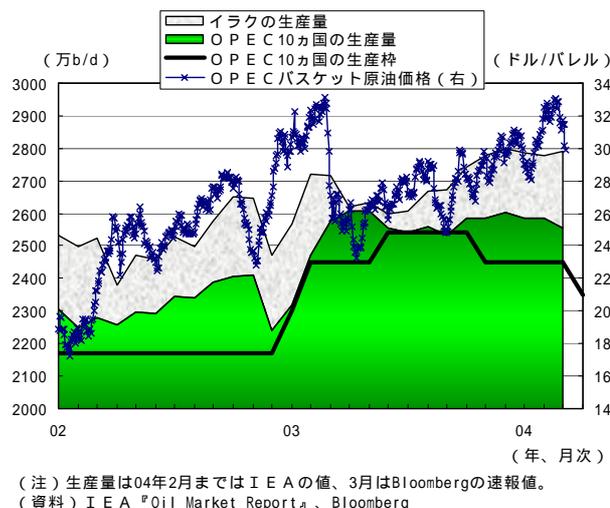
2月に開催した臨時総会では、バスケット価格が30ドルを超えていたにもかかわらず、超過増産分（2月時点で150万b/d前後）を3月までに解消した上で、4月からの生産枠を100万b/d引き下げることを決めた（2段階減産）。この時は、第2四半期の季節的な需要減退を先取りして減産し、価格下落を未然に防ぐ目的があったが、価格高騰が収まらないため、OPECは超過増産を継続している。

ただし、OPECは4月から長期契約に基づく原油輸出契約量の削減を消費国に通告している。3月31日のOPEC総会では、クウェートやUAEなどから減産延期案が出たが、結局、4月からの減産を予定通り実施することを決めた。実際に減産がどの程度実行されるかは不確定要因だが、価格が下がればOPECは真剣に減産に取り組み価格を下支えするであろう。

図表10. OPECと非OPECの市場シェア

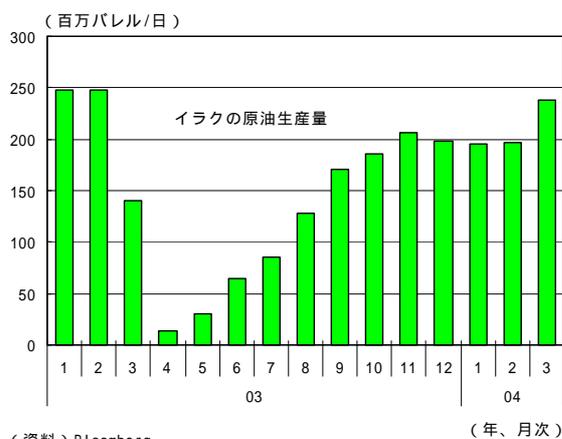


図表11. OPECの生産枠と生産量



見通しでは、OPEC（イラクを除く）の生産量を、第2四半期は2550万b/d、第3四半期は2500万b/d、第4四半期は2450万b/dと、段階的に4月からの新生産枠（2450万b/d）まで削減されていくと想定した（図表13）。また、足踏み状態が続いていたイラクの生産量は、輸出再開でボトルネックが解消されたことから3月には238万b/dまで回復している。同国内で激化する米軍への暴動やテロ攻撃は懸念材料だが、見通しでは年内に現在の産油能力である250万b/dに回復すると想定した。

図表12．イラクの生産動向



(資料) Bloomberg

図表13．OPECとイラクの供給見通しとイラク戦争以降のOPEC総会

	2003年				2004年			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
OPEC10カ国	24.6	25.9	25.5	25.9	25.8	25.5	25.0	24.5
イラク	2.1	0.3	1.1	1.8	2.1	2.3	2.4	2.5

日時	総会名	合意内容	生産枠
2003年3月11日	定例総会	現状維持	2450mb/dで据え置き
2003年4月24日	緊急総会	実質減産決定	2540mb/d(6月～)
2003年6月11日	臨時総会	現状維持	2540mb/dで据え置き
2003年9月24日	定例総会	減産決定	2450mb/d(11月～)
2003年12月4日	臨時総会	現状維持	2450mb/dで据え置き
2004年2月10日	臨時総会	減産決定	2350mb/d(4月～)
2004年3月31日	定例総会	減産実施	4月からの減産実施を確認

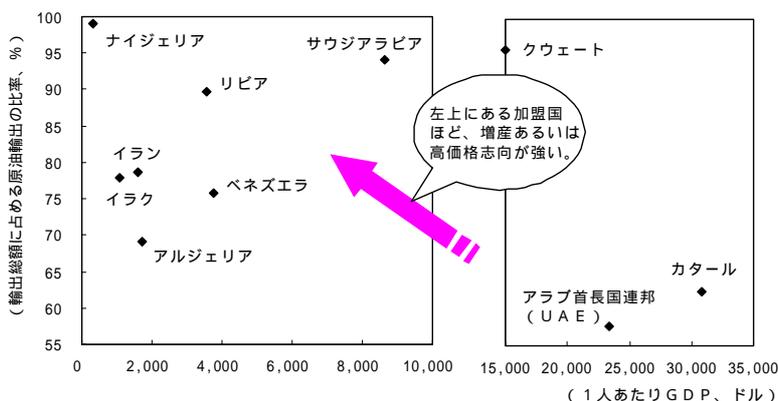
生産枠は2450mb/dから2540mb/dに引き上げられたが、当時、OPECはイラクの供給停止分補うために2740mb/dまで超過増産を行っており、200mb/dの実質減産となった。  
(資料) OPEC

次に、OPEC加盟国別の生産動向をみると、経済水準（1人あたりGDP）が低く、総輸出収入に占める原油輸出収入の比率が高い加盟国ほど、減産を行う経済的余裕が小さいと考えられる（図表14）。減産を行う経済的余裕が小さい順にOPEC加盟国を挙げると、ナイジェリア、イラク、リビア、イラン、アルジェリア、ベネズエラ、インドネシア、サウジアラビア、クウェート、UAE、カタール、となる。上位に挙げられた国ほど、原油輸出収入を拡大する誘因が大きく、増産傾向あるいは高価格志向が強いと言える。

このうち、投資拡大により産油能力が大きく伸びているナイジェリア、リビア、アルジェリアは増産志向が強く、設備老朽化や油田枯渇により産油能力が伸び悩んでいるイランや、ストの後遺症で産油能力が大きく落ち込んでいるベネズエラは高価格志向が強い（図表15）。また、需給調整役として価格に大きな影響力を持つサウジアラビアは、昨年来の果敢な減産政策を主導し、高価格志向を強めている。一方、クウェートのように経済的に豊かな国、あるいはインドネシア、UAE、カタールのように天然ガス輸出収入が一定の割合を占める加盟国は、減産を行う経済的余裕がある。

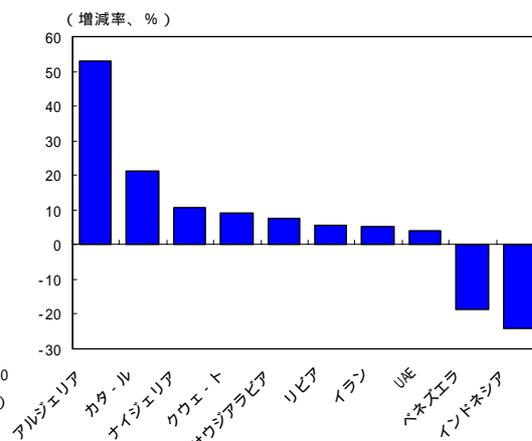
このことは、足元の生産動向にも表れている（図表 16）。増産志向が強い3カ国（ナイジェリア、リビア、アルジェリア）は生産枠からの超過率が高く、高価格志向の強い3カ国（イラン、ベネズエラ、サウジアラビア）は超過率が低い。また、減産を行う経済的な余裕がある国もカタールを除けば超過率は低い。予防的な減産で価格を押し上げることに成功したOPECは、高価格志向の強い主要加盟国（サウジアラビア、イラン、ベネズエラ）を中心に今後も減産スタンスを維持して、価格の下支えを図っていくと考えられる。

図表 14 . O P E C 加盟国の経済状況



(注1) 2002年実績。  
 (注2) 図表にないインドネシアの1人あたりGDPは792ドル、輸出総額に占める原油輸出の比率は15.1%。  
 (資料) OPEC 『OPEC Annual Statistics Bulletin』

図表 15 . 産油能力の増減率



(注) 2004年3月時点の生産能力と1998年1月時点の生産能力を比較し、増減率を算出した。OPEC 10カ国の平均は+2.0%。  
 (資料) OPEC 『OPEC Annual Statistics Bulletin』

図表 16 . O P E C 加盟国の生産動向

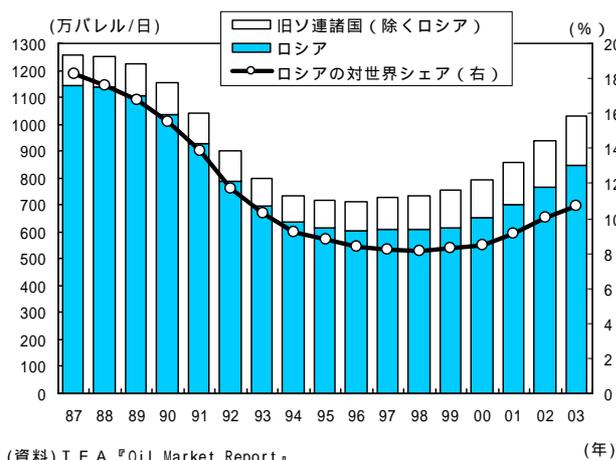
国名	生産量(2月)	生産量(3月)	超過量(3月)	超過率(3月)	生産枠(～3月)	生産枠(4月～)	産油能力	稼働率
サウジアラビア	844.0	842.0	45.7	5.7%	796.3	763.8	1,000.0	84.2%
イラン	395.0	394.0	34.3	9.5%	359.7	345.0	410.0	96.1%
クウェート	221.0	223.0	26.4	13.4%	196.6	188.6	240.0	92.9%
U A E	228.0	227.0	13.2	6.2%	213.8	205.1	250.0	90.8%
カタール	74.0	75.0	11.5	18.1%	63.5	60.9	80.0	93.8%
ベネズエラ(注4)	254.0	253.0	-28.9	-10.3%	281.9	270.4	280.0	90.4%
ナイジェリア	228.0	231.0	29.2	14.5%	201.8	193.6	260.0	88.8%
インドネシア	99.0	98.0	-29.0	-22.8%	127.0	121.8	110.0	89.1%
リビア	149.0	149.0	17.8	13.6%	131.2	125.8	160.0	93.1%
アルジェリア	114.0	115.0	35.8	45.2%	79.2	75.0	130.0	88.5%
O P E C 10カ国	2,606.0	2,607.0	157.0	6.4%	2,450.0	2,350.0	2,920.0	89.3%
イラク	200.0	238.0	-	-	-	-	250.0	95.2%
(うち輸出)	139.0	n.a	-	-	-	-		

(注1) 超過量(3月) = 生産量(3月) - 生産枠(～3月)  
 (注2) 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3) 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4) ベネズエラの実績には生産枠には入らない重質油(約38.0万バレル/日)が含まれる。  
 (注5) 稼働率(%) = 生産量(3月) / 産油能力 \* 100  
 (資料) Bloomberg、イラクの輸出データはイラク国営石油販売会社

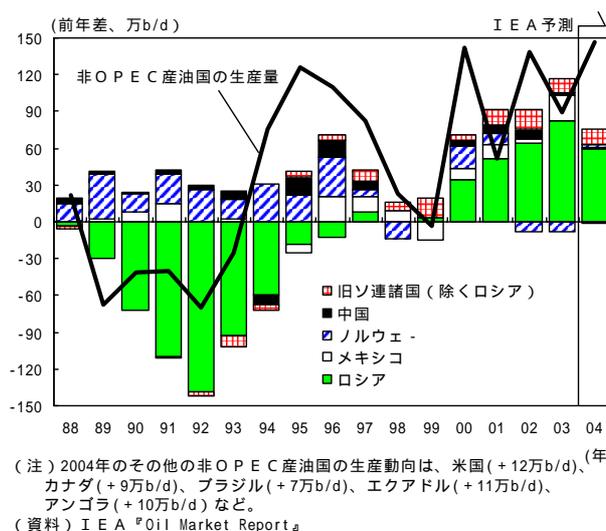
## 非OPEC産油国の供給見通し

OPECの減産によって原油価格が高水準で維持される一方、生産能力を増強した非OPEC産油国の供給が拡大している。けん引役であるロシアやカスピ海沿岸の旧ソ連諸国は1991年のソ連崩壊前後から生産が大幅に落ち込んでいたが、国内経済の回復と原油高を背景に投資を増加させ、生産が急回復している(図表17)。IEAによると、ロシアの2003年の原油生産量は849万b/dと、サウジアラビアの848万b/dを僅かに上回り、世界第1位の産油国となった。同時にロシアの市場シェアは10.7%(2003年実績)に回復し、原油市場におけるプレゼンスも拡大している。IEAの供給見通し(3月時点)によると、2004年の非OPEC産油国の供給は前年差+146万b/dの増産が見込まれており、そのうち半分の73万b/dは旧ソ連諸国(含むロシア)の増産によるものである(図表18)。また、2004年は、原油価格上昇を背景に生産コストが高い米国、カナダの生産が増加しているほか、これまで商業生産が難しかった海上油田でも開発が進み、ブラジル、エクアドル、アンゴラなどで増産が見込まれている。

図表17. ロシア・旧ソ連諸国の生産動向



図表18. 非OPEC産油国の供給見通し



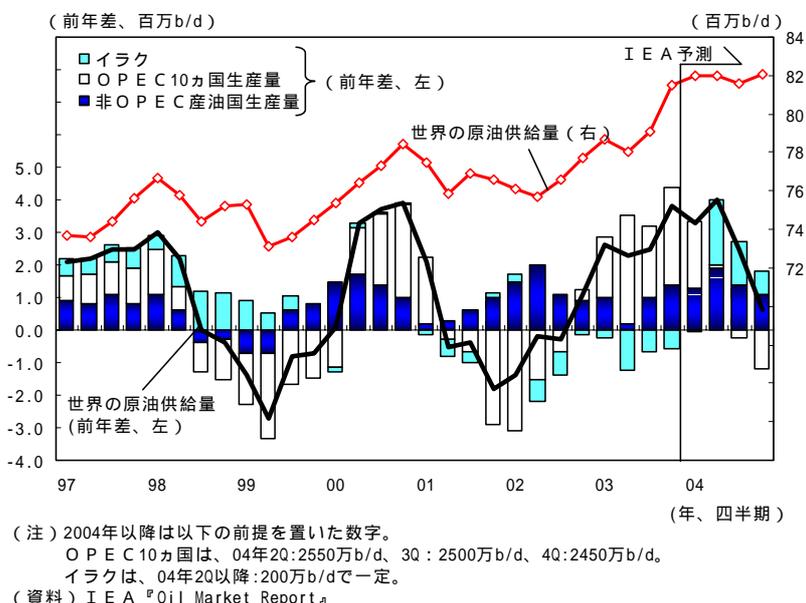
もともとシェアの大きい非OPECの増産は、OPECの減産を相殺してしまうので、OPECにとっては市況下落を止める力の低下につながる。OPECが昨年9月、今年2月、4月の総会で、高価格であるにもかかわらず減産(実施)を決めた大きな理由には、市況が下落してからでは遅いという危機感があったと考えられる。また、この時、OPECは、ロシア、メキシコ、ノルウェー、アンゴラなど、政府が石油資源を管理(ロシアは国営パイプライン会社による輸出管理)している非OPEC産油国に対して、オブザーバーとしての総会参加と協調減産を要請したが、価格高騰を理由に拒否されている。

非OPECにとっても原油輸出収入は財政収入の大きな割合を占めており、高値維持はOPECとも利害が一致する。しかし、非OPECは、深刻な財政赤字を抱えたOPECが原油価格を暴落させるような増産はできないことを見込んで、OPECの減産によって維持されている高値のメリットを享受している。2001年のように価格が20ドルを割るようなことがなければ、OPECと非OPECの協調は難しいであろう。もっとも、非OPEC産油国の増産は供給サイドからの価格下押し圧力となるが、そのことがOPECに危機感をもたらし、積極的な減産行動を取らせているとすれば、価格下押し圧力は限定的であろう。

### 世界供給

以上をまとめると、OPEC、イラク、非OPECをあわせた世界供給は、OPECの超過増産と非OPECの生産力拡大により高水準となっている(図表19)。2004年前半も、これらの要因によって世界供給は高水準を維持する見込みだが、年後半になると実際に価格が下がり始めてOPECが真剣に減産に取り組むため、世界供給は伸び悩むであろう。ただ、非OPECの生産力拡大にともなう増産がOPECの減産を相殺してしまうため、世界供給は高水準が続き、供給サイドからの価格下押し要因となる。

図表19. 世界の供給見通し

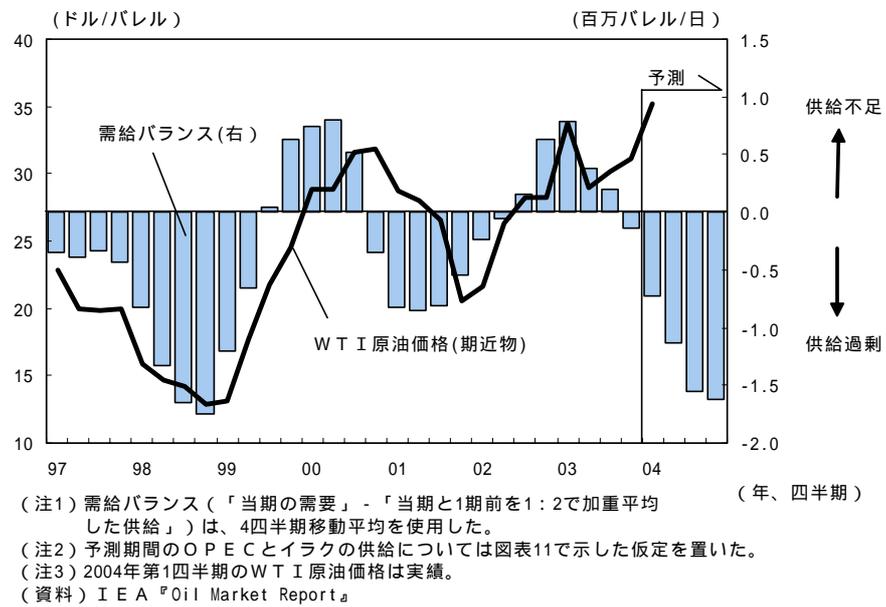


### (3) 世界の需給バランスと原油価格

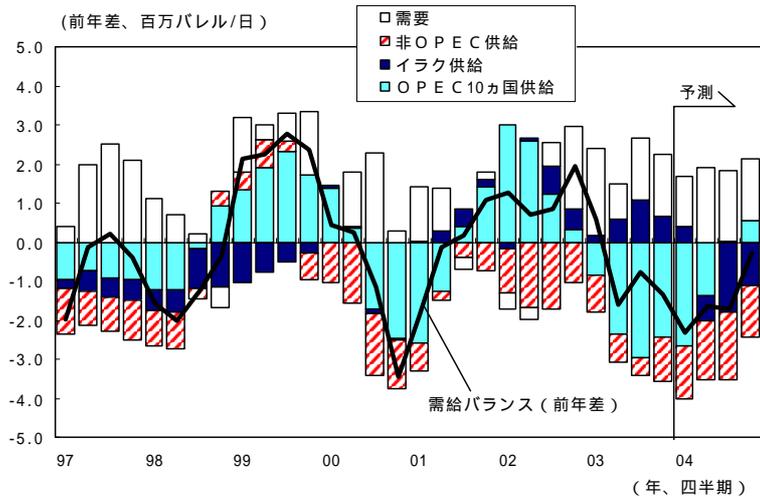
世界の需給バランス(=世界需要-世界供給)は、すでに2003年第4四半期から供給過剰に転じ、2004年に入ってから需給緩和が一段と進展している(図表20、21)。これは、

OPECの増産と非OPECの供給拡大が、世界景気の回復にともなう需要拡大を上回っているためである。需給緩和の進展に歯止めがかかるのは、価格が低下してOPECが減産に真剣に取り組む2004年終わりになる見込みである。また、世界の需給バランスとWTIの価格はかなりよく連動している。WTIは世界の原油価格のベンチマークであり、世界の需給バランスはWTIの価格に影響を与えてよい。もっとも足元では、世界の需給バランスとWTIの価格が乖離している。これは、イラク情勢の緊迫、米石油製品需給の逼迫といった地域的な要因がWTIの価格に影響を及ぼしているためである。

図表 20 . 世界の原油需給バランス



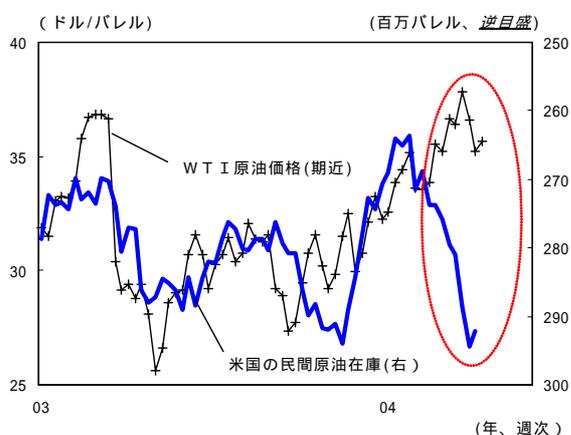
図表 21 . 世界の原油需給バランスの要因分解 (前年差)



#### (4) 米国の需給動向

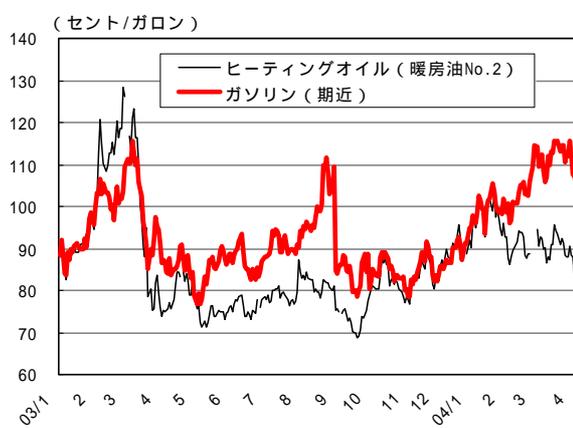
世界需要の4分の1を占める米国の需給動向は、世界の需給バランスに大きく影響すると考えられ、投機筋は毎週公表される米国の需給データを売り買いの判断材料としている。そのため、米国の需給動向はWTI原油価格（先物）に対してより直接的な影響を持ち、短期的な価格動向を左右していると言える。実際に、米国の民間原油在庫はWTI原油（期近物）との相関が高いことが見て取れる(図表22)。ただし、3月以降の価格急騰局面では、在庫が増加したにもかかわらず、価格が上昇した。これは、原油価格が米ガソリン需給の逼迫に影響されて上昇したためである(図表23)。

図表22．米民間原油在庫とWTI原油価格



(注) 在庫は毎週金曜日時点の値で、直近は4月2日(金曜日)の値。  
(資料) 米エネルギー情報局(EIA)

図表23．ガソリンと暖房油価格の推移



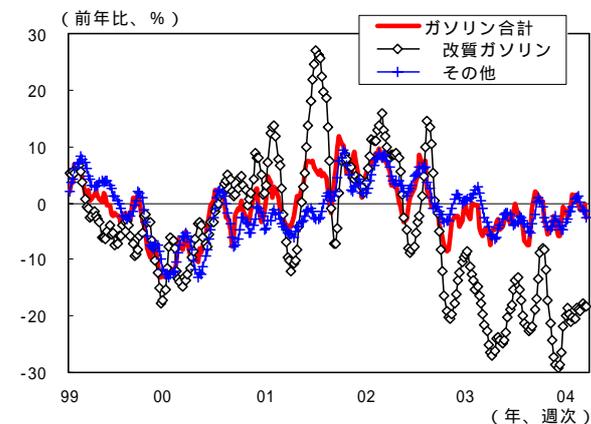
(注) NYMEX、直近は4月7日。

(月、日次)

ガソリンは、景気回復と行楽シーズン到来で需要が強まっていたところに製油所の定期改修が相次ぎ供給能力が不足していた。特に、低公害の改質ガソリンの在庫水準が前年より2割前後も低く、段階的に実施される予定のガソリン品質規制強化を控えて、2000年時のように製油所が品質規制強化に対応できず消費に生産が追いつかないとの思惑がガソリン価格を一段と押し上げた(図表24)。このため、米国市場の需給動向を色濃く反映するWTI原油は、他の原油に比べて上昇の勢いが一段と強まり、他の原油価格との価格差が拡大している(図表25)。

足元では、ガソリン価格急騰を受け、米国政府がガソリン品質規制強化の適用凍結を検討し始めた。仮に適用凍結となれば、需要がピークとなる夏場に向けてガソリン需給が一段と逼迫することが避けられるとの思惑から、ガソリン価格(期近物)は下落に転じている(再掲:図表23)。ただし、適用凍結の対象となっているカリフォルニア州、ニューヨーク州、コネチカット州の3州が全米のガソリン消費に占める割合は1割程度に過ぎず、仮に適用凍結となっても実際のガソリン需給に与える影響は限定的であろう。

図表 24 . 米国ガソリン在庫の内訳

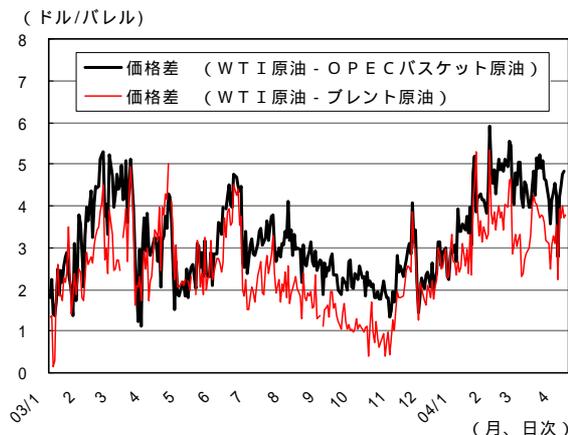


(注) 在庫は毎週金曜日時点で、直近は4月2日(金曜日)の値。

後方4週移動平均。

(資料) 米エネルギー情報局(EIA)

図表 25 . W T I 原油と他の原油との価格差



(注) ブレント原油の直近は4月8日、OPECバスケット原油の直近は4月7日。

先行きについては、世界的な供給過剰を背景に原油在庫は増加が続く見込みだが、夏に需要のピークを迎えるガソリンは、品質規制強化の適用が凍結されたとしても需給逼迫気味で推移し、原油価格の押し上げ要因として働く見込みである。その後、ガソリンは需要のピークを過ぎて需給逼迫感が解消してくるが、今度は、冬に需要のピークを迎える暖房油の需給動向が原油価格に大きな影響を及ぼすことになる。ただし、今のところ、暖房油を含む中間留分(灯油、軽油の総称)の在庫水準は十分であり、冬の気候が平年並みであれば暖房油の需給が逼迫して原油価格の押し上げ要因となる可能性は小さい。

### 3 . 今後の原油価格見通し ~ 2004 年 35.1 ドル、2005 年 31.0 ドル

WTI原油価格(期近物)は、需給面からは世界景気の回復、米ガソリン需給の逼迫、OPECの減産スタンスが、金融面からは世界的な過剰流動性の流入拡大が、価格押し上げ要因となって、当分は30ドル台後半での推移が続くと予想する(図表26)。

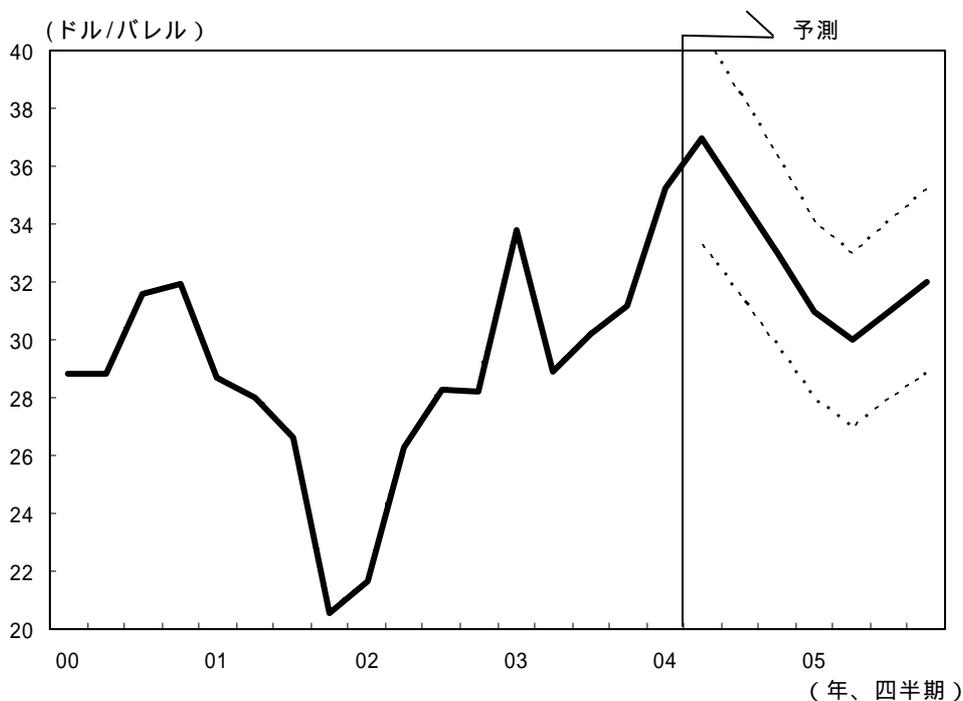
しかし、今年終わり頃になると、需要のピークを過ぎた米ガソリン需給の緩和と、世界景気の減速が価格下押し要因となって、WTI原油価格(期近物)は30ドル台前半に落ち着いてくると予想する。世界景気の調整圧力が小幅にとどまる見込みであることや、実際に価格が下がってくればOPECが減産に真剣に取り組むことなどから、大幅調整は回避されよう。工業生産力を増強している中国・アジアの需要拡大も価格を下支えする。

2005年は、前半は2004年終わり頃からの景気減速が引き続き価格下押し要因となってWTI原油価格(期近物)は一時30ドルを割ってくる可能性がある。ただし、年後半になると、再び世界景気の回復力が強まってくること、OPECの減産効果が在庫減少となっ

て表れてくること、などからWTI原油価格は緩やかに上昇してくる見込みである。

また、世界景気が減速しないで需要が予想以上に拡大する場合や、OPECが4月から減産を本格的に実行する場合、などは価格上振れリスクとなる。その他にも、大統領派と反大統領派の対立が続くベネズエラ、民族紛争の頻発するナイジェリア、生産妨害や暴動・テロ事件の絶えないイラク、湾岸産油国の政治情勢の多大な影響を及ぼす中東情勢の緊迫など、原油市場には供給不安が残っており、予測期間中はこれらの価格上振れリスクを考慮しておく必要がある。一方、価格下振れリスクとしては、世界景気が想定上回るペースで減速する場合や、価格が低下してもOPECが超過増産を止めず減産が実行されない場合、などが考えられる。

図表 26 . 原油価格の予測 (WTI原油、期近物)



(注) 点線は予測の上下10%領域を表す。

	2003年				2004年				2005年			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
WTI原油価格 (期近物)	33.8	28.9	30.2	31.2	35.3	37.0	35.0	33.0	31.0	30.0	31.0	32.0