

原油レポート

< 先高観測が強まる原油先物市場 >

1. 原油市況～気温上昇観測から反落

原油相場(WTI、期近物、終値)は、米国北東部の気温低下により暖房油需要が増加するとの見方から12月14日には61.37ドルまで上昇した。しかし、その後は、米国中部の上空に暖かい空気が流れ込み、それが北東部に移動してくるとの観測から12月16日には58.06ドルまで下落した。原油相場は、気象情報に左右される状態が続いている。その間、12月14日に発表された米国週次統計では、気温低下にもかかわらず暖房油を含む中間溜分の在庫が前週とほぼ同じ水準を保ったこと、クリスマス前の休暇シーズンにもかかわらずガソリン在庫が増えたこと、製油量が増えているなかでも原油在庫が増加していることなど、原油や石油製品の供給が十分であることを示す内容であった。

2. トピック～先高観測が強まる原油先物市場

先物カーブの形状を見ると、期先物が期近物よりも高い傾向、つまり原油が先行き上昇していくという観測が強まってきている。

たとえば、直近(12月16日時点)の先物カーブを見ると、価格のピークは2007年4月物～5月物になっている。夏場以降の先物カーブの変遷を振り返ってみると、今年の夏場からハリケーンによる被害が出た頃までは今冬つまり「半年先」あたりが価格のピークであった。しかし、需要減退懸念により原油価格が下落してきた10月から11月にかけて、価格のピークは来期の冬場あたり、つまり「1年先」程度に移っていく。12月に入ると、価格のピークは、さらに「1年半先」の2007年夏場頃に移ってきている。

このことは、期近物を押し上げていた短期的な要因が剥落してくるとともに、中長期的な要因に基づく価格形成が表面に現れてくることにより起こっている。ガソリンや暖房油など製品の価格高と原油供給の障害といった短期的な要因が剥落し、米国や中国を中心とした先行きの需要の増加観測やOPECの生産余力が乏しいという中長期的な要因によって、期先高の期待が形成されている。原油先物市場には、需要の増加が供給力の増加に追いつかずに、将来、需給が逼迫していく懸念があるということである。



【お問合せ先】調査部(東京)芥田

E-mail: tomomichi.akuta@ufji.co.jp

次回公表日: 2005年1月10日(火)頃

本レポートは情報提供を唯一の目的としており、何らかの金融商品の取引勧誘を目的としたものではありません。

また、掲載された意見・予測等は資料作成時点での判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

「原油レポート」のメール配信サービスを提供しています。ご希望される方は、「原油レポート配信希望」と記して上記E-mailアドレスに送信して下さい。また、配信停止をご希望される方は、「原油レポート配信停止」と記して上記E-mailアドレスに送信して下さい。

1. 原油市況；気温上昇観測から反落

原油相場（WTI、期近物、終値）は、米国北東部の気温低下により暖房油需要が増加するとの見方から12月14日には61.37ドルまで上昇した。しかし、その後は、米国中部の上空に暖かい空気が流れ込み、それが北東部に移動してくるとの観測から12月16日には58.06ドルまで下落した。原油相場は、気象情報に左右される状態が続いている。

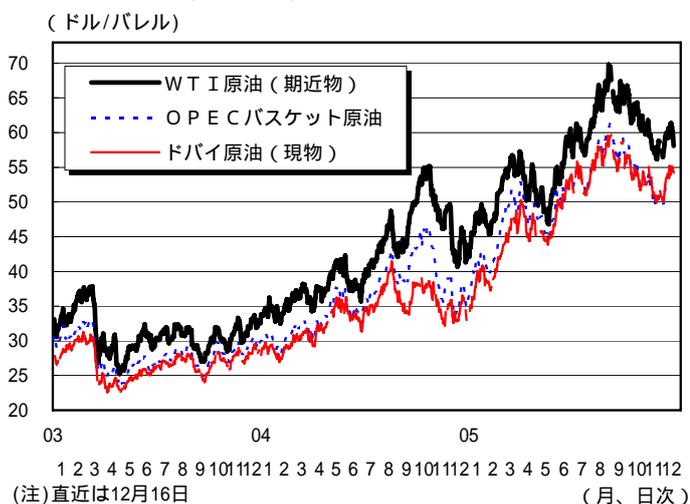
その間、12月14日に発表された米国週次統計では、気温低下にもかかわらず暖房油を含む中間溜分の在庫が前週とほぼ同じ水準を保ったこと、クリスマス前の休暇シーズンにもかかわらずガソリン在庫が増えたこと、製油量が増えているなかでも原油在庫が増加していることなど、原油や石油製品の供給が十分であることを示す内容であった。

原油先物の投機筋のネットポジション（long-short）は、9月半ば以降、売り超幅が拡大していたが、足元は売り超幅の拡大に歯止めがかかっている（図表7）。暖房油について、投機筋のネットポジションが足元は買い超幅に転じてきている（図表8）。

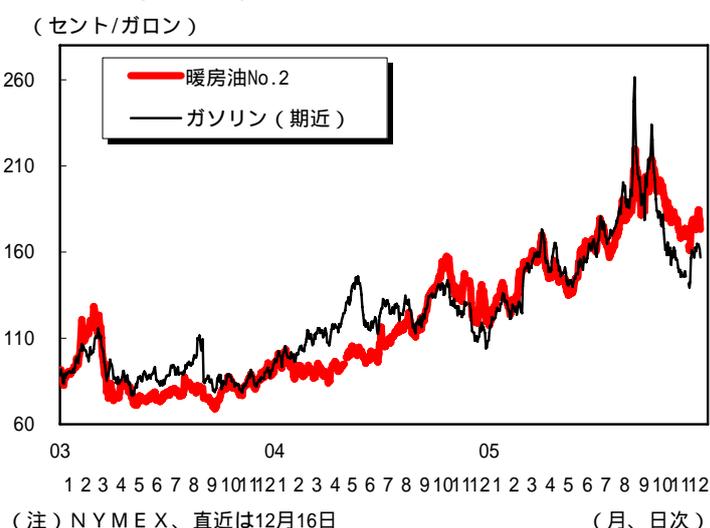
直近（12月16日時点）の先物カーブを見ると、価格のピークは2007年4月物～5月物になっている（図表5、6）。今年の夏場頃までは今冬つまり「半年先」あたりが価格のピークであったが、冬場になって来期の冬場つまり「1年先」程度に価格のピークが移り、最近さらには「1年半先」に価格のピークが移ってきている。これは、製油所の製油能力不足を懸念した製品市場発の原油高圧力やハリケーンによる原油供給力の不足といった期近の需給逼迫懸念をもたらした要因が緩和してきているためであろう。つまり、それまで期近物に付いていたプレミアムが剥落してきているとみられる。一方で、期先の価格はさほど下がってきていない背景には、米国や中国を中心とした需要の増加により原油需給がタイトになるという観測が続いている（後述、4．トピック参照）。

冬場の需要は天候要因によって大きく左右されるため、需給逼迫に対する懸念は残るとみられるが、平年並みの気温で推移すれば、ハリケーンに被災した石油施設の復旧が進むこともあり、原油相場が下げる余地が残っているであろう。

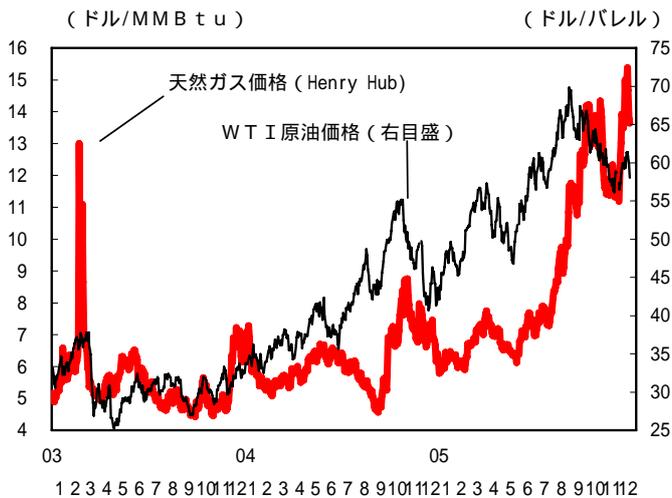
（図表1）原油市況の推移



（図表2）石油製品市況の推移

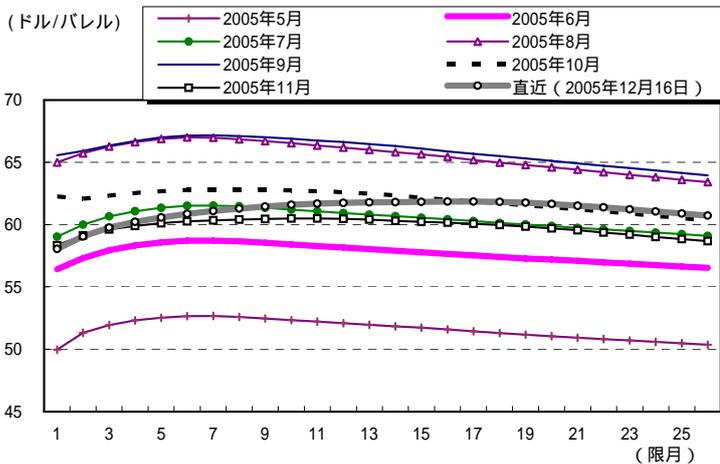


(図表3) 米国天然ガス市況の推移



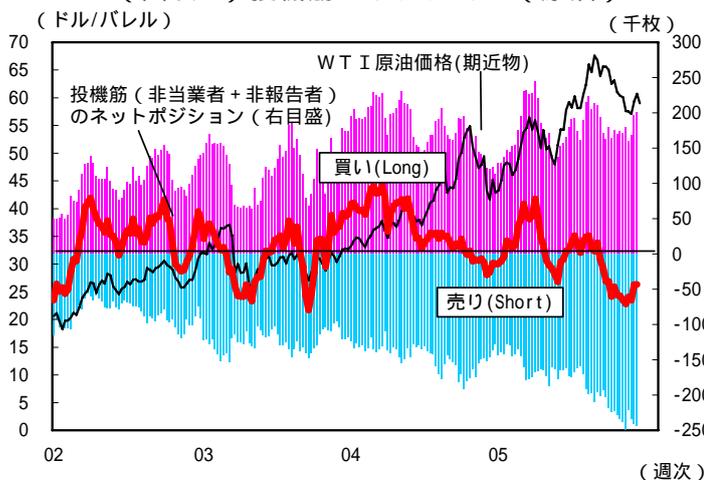
(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略 (月、日次)
 (注2) 直近は12月16日の値

(図表5) WTI原油先物価格の限月推移



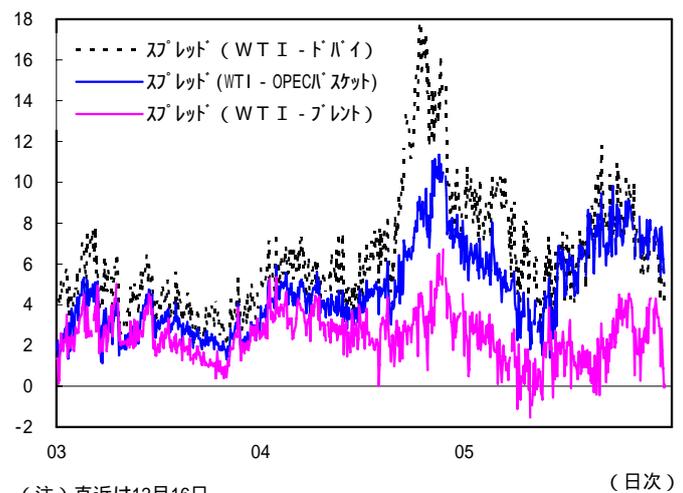
(注) 各時点における各限月(26ヵ月先まで)のWTI原油先物価格
 (出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(図表7) 投機筋のポジション(原油)



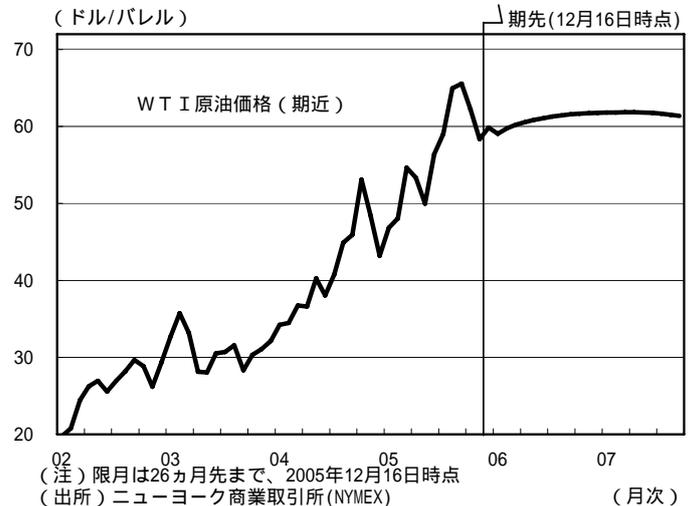
(注1) 直近は12月13日時点
 (注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザ以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で、ほとんどが投機を目的としていると推察される。
 (出所) C F T C

(図表4) 油種間スプレッドの推移



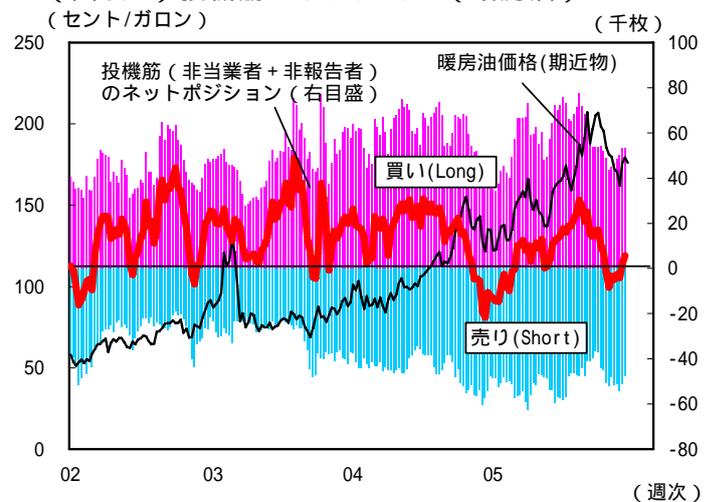
(注) 直近は12月16日 (日次)

(図表6) WTI原油の先物カーブ



(注) 限月は26ヵ月先まで、2005年12月16日時点
 (出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX) (月次)

(図表8) 投機筋のポジション(暖房油)



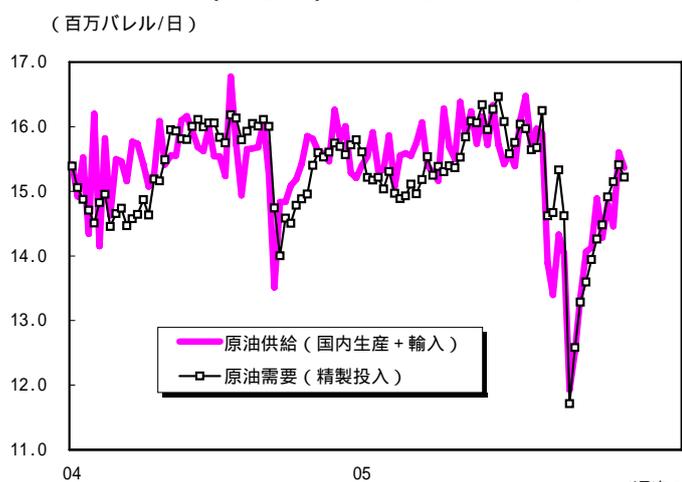
(注1) 直近は12月13日時点
 (注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザ以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で、ほとんどが投機を目的としていると推察される。

2. 米国の需給動向

(1) 原油；在庫は依然高水準

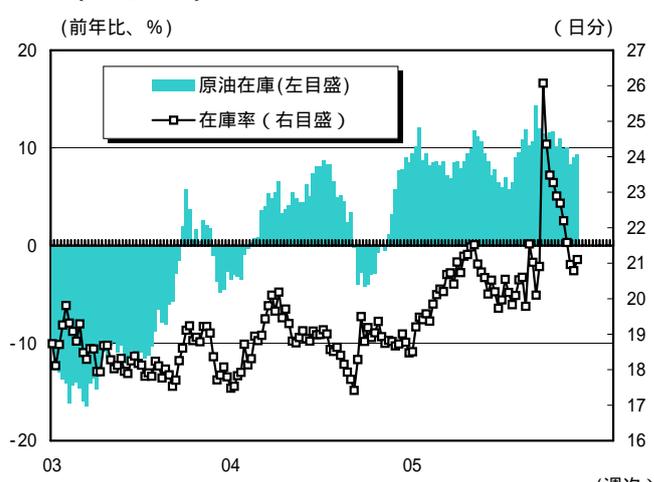
ハリケーンに被災した石油施設の復旧により、精製（原油需要）、原油生産ともに回復傾向にある。暖房油需要の増加から原油在庫が減少するとの見方もあったが、12月9日に終わる週の原油在庫は、前週比90万バレル増加し、前年を大幅に上回っている（図表9）。

（図表9）原油供給と原油需要



（注）直近は12月9日時点
（資料）米エネルギー情報局（EIA）

（図表10）民間原油在庫と在庫率

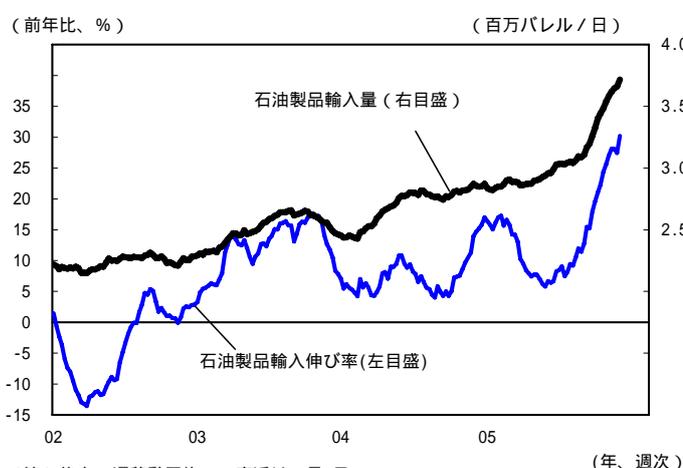


（注1）直近は12月9日時点。速報系列により作成
（注2）在庫率 = 在庫 / 精製投入量。在庫前年比は4週移動平均値
（出所）米エネルギー情報局（EIA）

(2) 石油製品；製品輸入の増加が続く

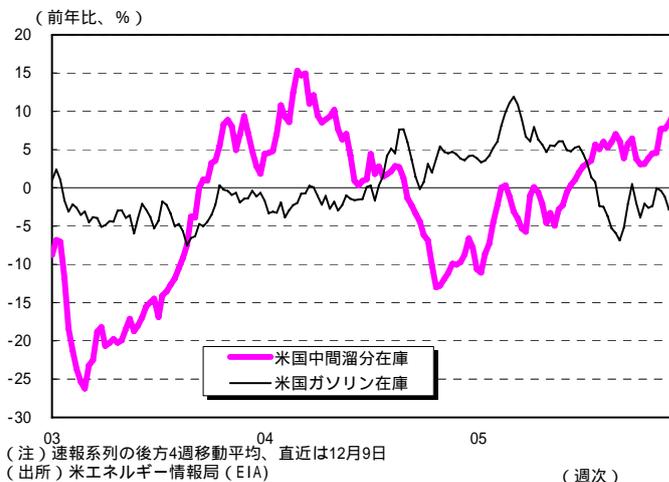
ガソリンの小売価格は2ドル前半まで下落してきており、価格の落ち着きとともに需要は回復している。ハリケーンに被災した製油所は依然フル稼働には程遠いが、製品輸入が増加しており、製品需給に逼迫感は出ていない（図表11）。ガソリン在庫は小幅前年割れとなっているが、冬場は不需求期であり品不足感は出ていない。需要期に入っている暖房油を含む中間溜分の在庫は増加傾向で推移している（図表12）。

（図表11）石油製品輸入



（注）後方24週移動平均で、直近は12月9日
（資料）米エネルギー情報局（EIA）

（図表12）ガソリンと中間溜分の在庫



（注）速報系列の後方4週移動平均、直近は12月9日
（出所）米エネルギー情報局（EIA）

3. O P E Cの生産動向(11月実績); 1月末に臨時総会

11月のO P E Cの生産は10月に比べ増加した。季節的に需要が増加していることに加え、在庫も増加しているものとみられる。

12月12日にクウェートで開催されたO P E C臨時総会では、事前に予想されていた通り減産の決定は見送られた。また、9月の定例総会で打ち出していた生産余力の範囲内での追加生産は「米国メキシコ湾岸のハリケーン被災に対応した緊急措置であったが消費国からのニーズはなかった(アハマド議長、クウェート・エネルギー相)」として12月までで終了することにした。これも予想通りである。

また、季節的に需要が落ち込む4~6月期から7~9月期にかけての生産水準を検討するため、1月31日にウィーンで臨時総会を開催することを決定した(3月8日に定例総会を開催することも決定した)。なお、2006年はナイジェリアが議長国となる。

実際に1月末の総会でO P E Cが減産に動くであろうか。1月時点でもハリケーンによる生産の停滞の影響はまだ残っており、依然冬場であるため気候変動が相場攪乱要因として意識されているであろう。今回の総会前の時点で「WTIやブレント価格で50ドル台半ばは理想的(ナイジェリア石油担当相のダウコル氏)」と認識されていた状態は変化しないと思われる。すなわち、それ以上の価格帯で推移していれば、減産決定が発表される可能性は低いとみられる。

また、米国や中国の需要増から需給逼迫について引き続き懸念されているが、O P E Cでは、その生産余力は来年にかけて100万バレル増加し、非O P E Cの生産量も120~140万バレル増加することから、供給は十分満たされるとしている。

(図表13) O P E Cの生産動向

国名	生産量(11月)	生産量(10月)	超過量(11月)	生産枠(7月~)	産油能力	稼働率	(万バレル/日)
							生産余力(11月)
サウジアラビア	962.0	950.0	52.1	909.9	1,080.0	89.1%	118.0
イラン	389.0	391.0	-22.0	411.0	400.0	97.3%	11.0
クウェート	251.0	250.0	26.3	224.7	255.0	98.4%	4.0
U A E	260.0	260.0	15.6	244.4	260.0	100.0%	0.0
カタール	79.0	79.0	6.4	72.6	80.0	98.8%	1.0
ベネズエラ(注4)	270.0	270.0	-52.3	322.3	275.0	98.2%	5.0
ナイジェリア	245.5	245.0	14.9	230.6	260.0	94.4%	14.5
インドネシア	94.5	94.0	-50.6	145.1	96.0	98.4%	1.5
リビア	168.0	168.0	18.0	150.0	170.0	98.8%	2.0
アルジェリア	138.0	137.0	48.6	89.4	140.0	98.6%	2.0
O P E C10カ国	2,857.0	2,844.0	57.0	2,800.0	3,016.0	94.7%	159.0
イラク	168.0	178.0	-	-	240.0	70.0%	72.0

(注1) 生産枠制度は10月1日より3ヵ月の間は中止。表中の超過量(11月) = 生産量(11月) - 9月までの生産枠、として仮計算

(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) ベネズエラの生産量は生産枠には入らない重質油(約59.0万バレル/日)が含まれる。

(注5) 稼働率(%) = 生産量(11月) / 産油能力 * 100

(注6) 生産余力 = 産油能力 - 生産量(11月)

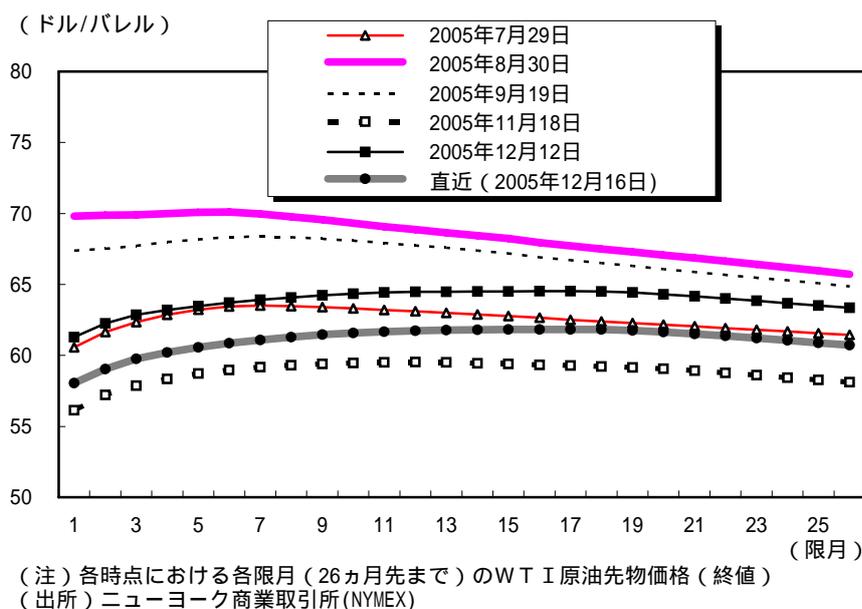
(資料) Bloomberg

4. トピック；先高観測が強まる原油先物市場

原油相場は、ハリケーン「カトリーナ」が米国に上陸したときに場中に一時 70.85 ドルの史上最高値をつけたが、足元は 60 ドル割れと下落してきている。しかし、先物カーブの形状を見ると、期先物が期近物よりも高い傾向、つまり原油が先行き上昇していくという観測が強まってきている。

たとえば、直近（12月16日時点）の先物カーブを見ると、価格のピークは2007年4月物～5月物になっている（図表14- ）。夏場以降の先物カーブの変遷を振り返ってみると、今年の夏場からハリケーンによる被害が出た頃までは今冬つまり「半年先」あたりが価格のピークであった（図表14- 、 、 ）。しかし、需要減退懸念により原油価格が下落してきた10月から11月にかけて、価格のピークは来期の冬場あたり、つまり「1年先」程度に移っていく（図表14- ）。12月に入ると、価格のピークは、さらに「1年半先」の2007年夏場頃に移ってきている（図表14- 、 ）。

（図表14）2005年夏場以降の先物カーブの変遷

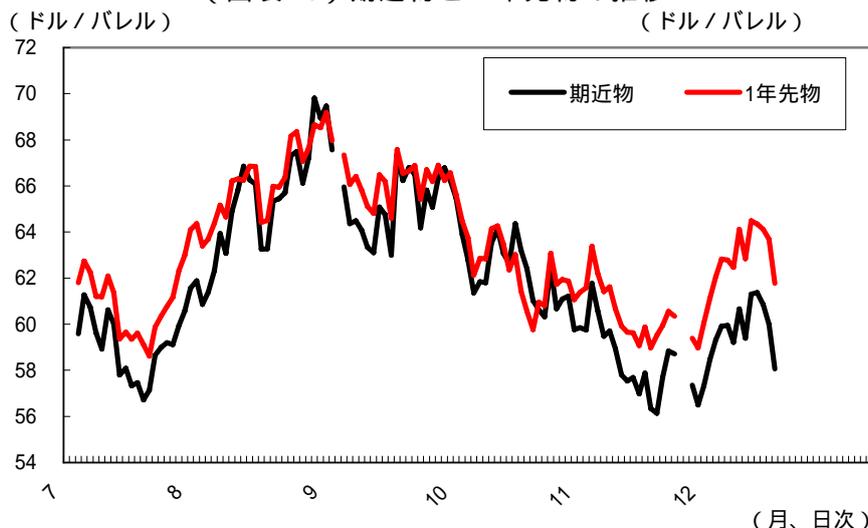


なお、図中の日付は、

- 7月29日 製油所火災などにより上昇していたとき
- 8月30日 ハリケーン「カトリーナ」上陸で期近が最高値のとき
- 9月19日 ハリケーン「リタ」の上陸時
- 11月18日 需要減退観測により期近物が夏場以降もっとも安かったとき
- 12月12日 12月に入り寒波で価格が上がったとき
- 12月16日 直近

これは期近物の価格が大幅に下がったのに対して、期先物の価格が高止まる傾向があったためである（図表15）。

(図表 15) 期近物と1年先物の推移

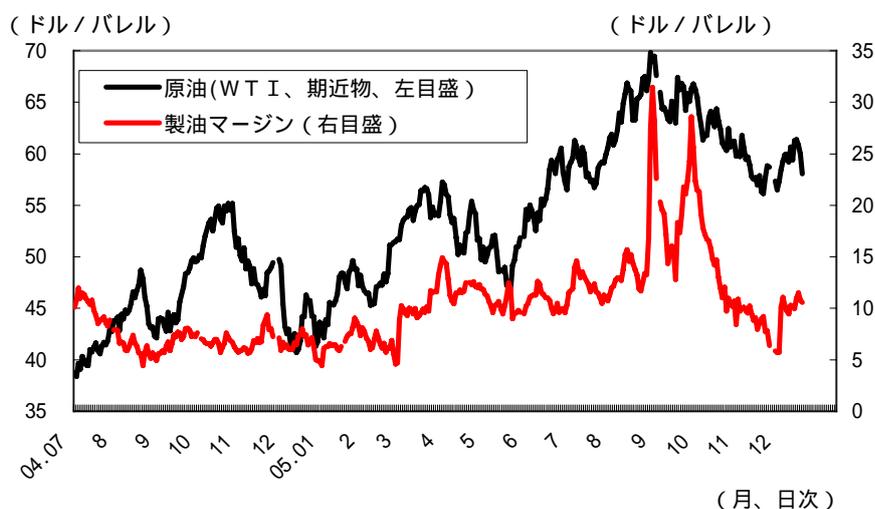


(資料)ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

このことは、期近物を押し上げていた短期的な要因が剥落してくるとともに、中長期的な要因に基づく価格形成が表面に現れてくることにより起こっている。剥落してきた短期的な押し上げ要因とは、ガソリンや暖房油など製品の価格高と原油供給の障害である。

まず、夏場以降の製品価格高は製油所の事故やハリケーン被災によるが、稼動している製油所にとってみれば、製品高の状況では多少高い原油を仕入れて生産しても採算がとれるということになり、期近物を中心に短期的には原油高要因となる。しかし、製品高は需要を抑制することもあり、中長期的には、石油製品価格が元に戻る力が働き、原油価格をさほど押しあげることもないであろう。実際、足元では、製油所の復旧が進んでいることや石油製品輸入の増加により製品需給の逼迫懸念は後退しており、原油から石油製品を精製する際の製油マージン(製品価格 - 原油価格)が縮小し、原油価格(期近物)も下落してきている。

(図表 16) 原油価格(WTI、期近物)と製油マージンの推移

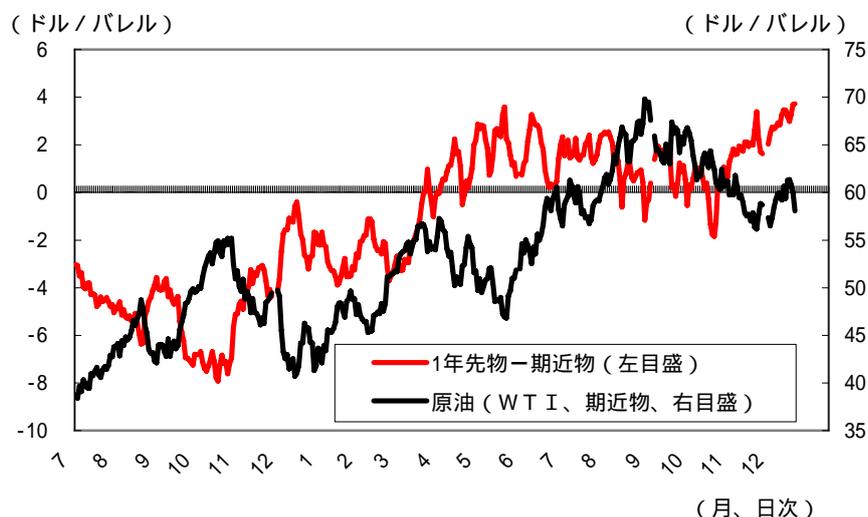


(注)暖房油:ガソリンが4:6で精製されるとして、原油価格とのマージンを計算
(資料)NYMEX

また、ハリケーンによる油田設備の被災による供給障害は徐々に復旧してきており、短期的に、原油が不足するという懸念も後退している。また、最近、原油価格を押し上げていた寒波という気象要因も、足元では気温上昇予想から後退してきている。

したがって、足元の原油価格は、製油所や油田生産の障害や寒波といった短期的要因があまり影響していない平常状態の価格体系になりつつあるといえる。平常状態では、中長期的な要因が主な価格決定要因であり、その結果として、期先高の価格体系が定着してきている。1年先物と期近物との価格差を見ると、11月に入り拡大しており、期先高の傾向が強まってきている（図表17）。

（図表17）「1年先物 - 期近物」の価格差と原油価格（WTI、期近物）の推移



（注）暖房油：ガソリンが4：6で精製されるとして、原油価格とのマージンを計算
（資料）NYMEX

期先高の背景には、米国や中国を中心とした先行きの需要の増加観測や、OPECの生産余力が乏しいという中長期的要因がある。需要の増加が供給力の増加に追いつかずに、将来、需給が逼迫していく懸念があるということである（原油レポート No.58 参照）。

足元は、寒波による気温低下観測によって相場が押し上げられていた分が剥落してくるため、春先に向けて原油相場は下落余地があるとみているが、原油価格期先高の価格形成の元では、原油在庫の積み増し意欲も生じ易い。春先以降、世界景気の加速期待などにより原油需要の増加観測が強まれば、原油価格が上昇しやすい状況に転じてくるものと見込まれる。