

原油レポート

< 米国在庫統計から読む原油価格の先行き >

1. 原油市況 ~ 米GDP上方修正と原油在庫の増加一服で反騰

WTI原油価格(期近)は、景気減速懸念や米国の原油在庫積み上がりなどから5月下旬にかけて46ドル台に下落した。その後、市況急落を受けてOPEC首脳が減産を示唆する発言をしたことや、2005年1-3月期の米国GDP成長率が上方修正(前期比年率+3.1% → +3.5%)され、米国景気の減速懸念がひとまず後退したこと、米国の原油在庫が減少したことなどをを受けて50ドル台に戻した。

足元では、6月2日に発表された週次石油統計で原油、石油製品とも在庫が増加したものの、中間溜分(暖房油や軽油)の市況が季節外れにもかかわらず上昇していることなどをを受けて買いが優勢となり、55ドル台まで上昇している。

2. トピック ~ 米国在庫統計から読む原油価格の先行き

現在、原油市場には目新しい取引材料がなく、需給指標である米国在庫統計に関心が集まっている。そこで、米国在庫統計から原油価格の先行きについて考えてみた。まず、原油在庫は、供給が高水準を続けるものの、ドライブシーズンが過ぎて製油所が定期改修に入る9月までは精製投入の拡大が続く見込みであることから、今後は減少していく公算が大きい。

次に、ガソリン在庫は、平均的な季節パターンに従えば、ドライブシーズンがピークを過ぎる10月にかけて取り崩されていく公算が大きい。一方、中間溜分在庫は冬の暖房シーズンを前に積み増されていく公算が大きい。足元の在庫水準が過去5年間で最低レベルにあり、需給逼迫懸念が強い。

在庫の動きから原油価格の先行きを読むと、9月までは原油とガソリン在庫とも減少が見込まれ、価格を下支えする。一方、中間溜分在庫は増加が見込まれるが、需給逼迫懸念が強く、価格押し上げ要因となっている。このため、WTI原油価格は在庫面(需給面)からの下げ材料に乏しく、当面は50ドル台で高止まりする可能性が高い。原油価格の先行きについては、原油、ガソリン、中間溜分の3つの動きにバランスよく目を配ることが重要であり、3つのうちいずれか一つでも通常想定されるサイクルから逸脱してくると、価格が大きく変動する要因となる。



【お問合せ先】調査部(東京)丸山

E-mail: shun.maruyama@ufji.co.jp

次回公表日: 2005年6月20日(月)

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。

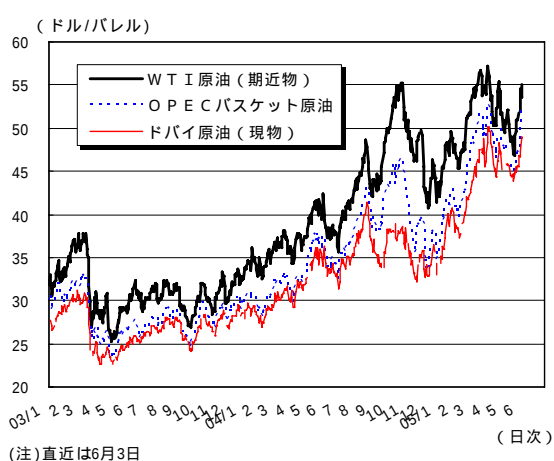
1. 原油市況；米GDP上方修正と原油在庫の増加一服で反騰

～ W T I 原油価格（期近）は、景気減速懸念や米国の原油在庫積み上がりなどから5月下旬にかけて46ドル台に下落した（図表1）。その後、市況急落を受けてO P E C 首脳が減産を示唆する発言をしたことや、2005年1-3月期の米国GDP成長率が改定値で上方修正（前期比年率+3.1% → +3.5%）され、米国景気の減速懸念がひとまず後退したこと、米国の原油在庫が減少したことなどをを受けて50ドル台に戻した。

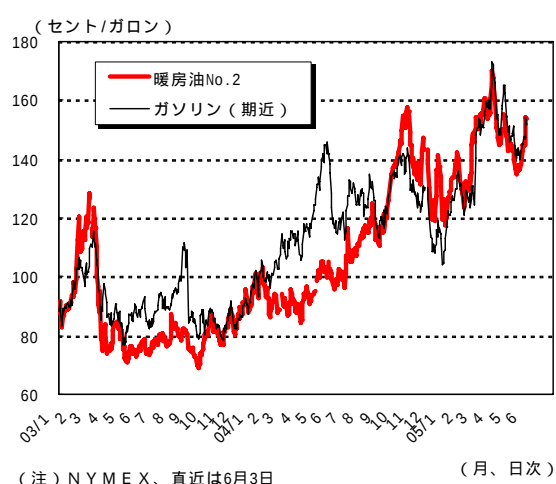
足元では、6月2日に発表された週次石油統計で原油、石油製品とも在庫が増加したものの、中間溜分（暖房油や軽油）の市況が季節外れにもかかわらず上昇していることなどをを受けて買いが優勢となり、55ドル台まで上昇している。中間溜分は夏の本格的なドライブシーズンを前に精製業者がガソリン生産に集中していることから、需給に引き締め感が出ている。通常であれば、石油製品市況は春から秋にかけて「ガソリン＞暖房油」、となり、冬には「ガソリン＜暖房油」となる傾向が観察される（図表2）。しかし、足元では「ガソリン＝暖房油」となっており、暖房油にプレミアムが付いている。

なお、投機筋のネットポジション（long-short）は5月31日時点で依然として売り持ちが続いていることから、足元の価格反騰は実需筋（生産者や消費者）の在庫手当てが価格を押し上げたとの指摘もある（図表7）。直近（6月3日時点）で先物カーブは12月渡しにかけて57ドル台まで緩やかに上昇しており、当面は製品需給の逼迫感を背景に50ドル台で高止まりすることが予想され、新たな材料次第では上値を試す展開も有り得るだろう（図表5、6）。

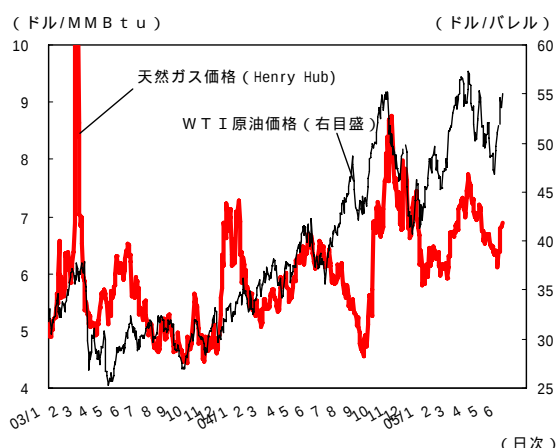
（図表1）原油市況の推移



（図表2）石油製品市況の推移

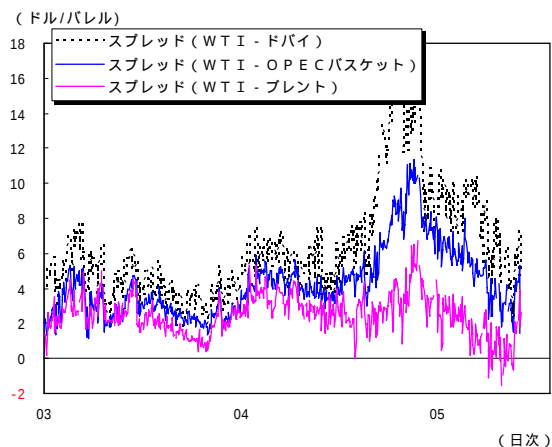


(図表3) 米国天然ガス市況の推移



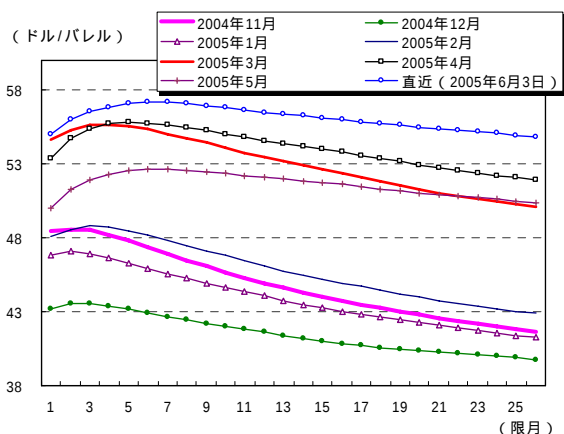
(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略
(注2) 直近は6月3日の値

(図表4) 油種間スプレッドの推移



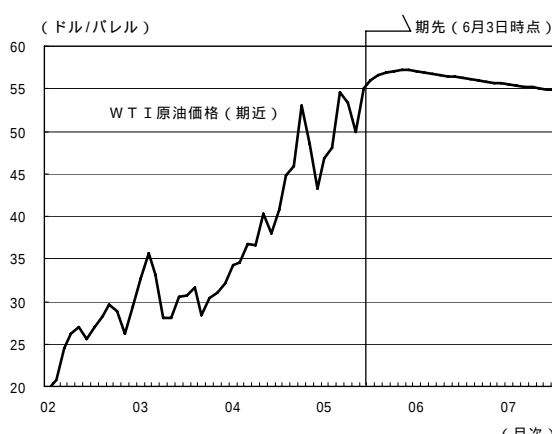
(注) 直近は6月3日

(図表5) WTI原油先物価格の限月推移



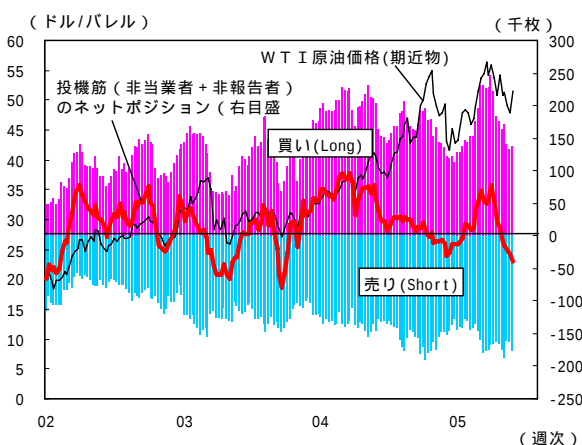
(注) 各時点における各限月(26ヵ月先まで)のWTI原油先物価格
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(図表6) WTI原油の先物カーブ



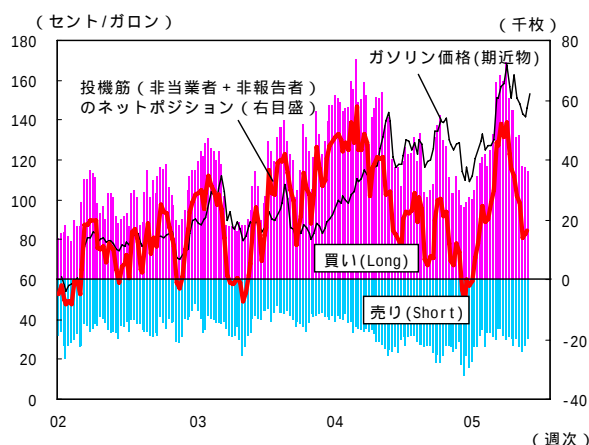
(注) 限月は26ヵ月先まで、2005年6月3日時点
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(図表7) 投機筋のポジション(原油)



(注1) 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。直近は5月31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。

(図表8) 投機筋のポジション(ガソリン)



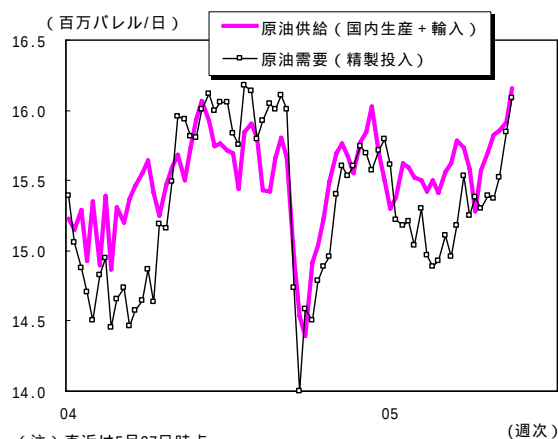
(注1) ポジションはNYMEXで取引されるガソリン先物のトレーダー建玉数を集計したもの。直近は5月31日時点
(注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザ以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で、ほとんどが投機を目的としていると推察される。

2. 米国の需給動向

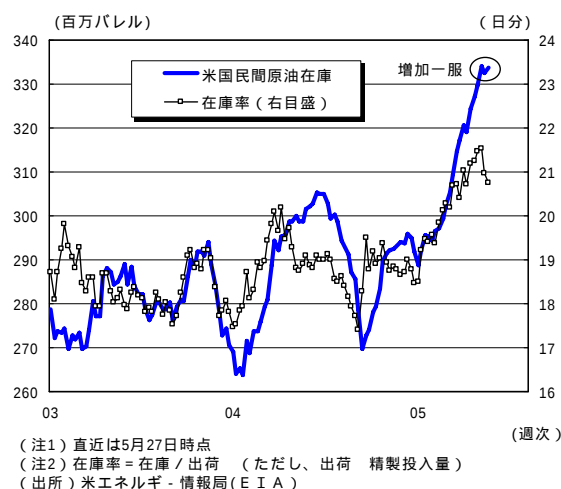
(1) 原油；在庫増加が一服

～ 米国内の産油量増加と高水準の輸入によって増加している供給に、需要が追いついてきた（図表9）。需要は、本格的なドライブシーズンを前にガソリン備蓄を増やしたい精製業者がガソリン生産に集中していることから、精製投入が拡大していると見られる。このため、これまで順調に積み上がってきた原油在庫の増加が足元で一服しており、価格押し上げ要因となっている（図表10）。

（図表9）原油供給と原油需要



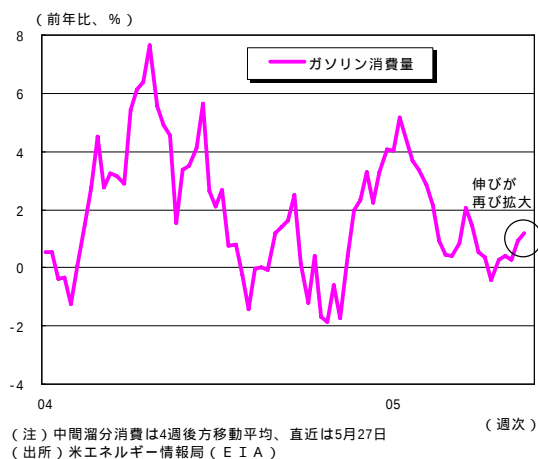
（図表10）民間原油在庫と在庫率



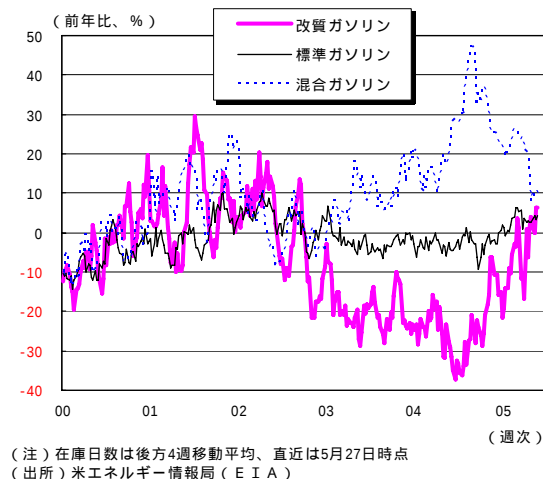
(2) 石油製品；ガソリン消費再拡大だが、需給逼迫には至らず

～ ガソリン消費は景気が底堅く推移していることや、小売価格高騰が一時より落ち着いてきていることなどを背景に伸び（前年比）が再び高まってきている（図表11）。ただし、精製業者がガソリン生産に集中していることや、足元では稼働率も上昇していることなどから改質ガソリンの在庫は前年比プラスを維持している（図表12）。

（図表11）ガソリン消費



（図表12）ガソリンの在庫の内訳



3. O P E Cの生産動向(5月実績); 6月総会では生産枠据え置きの見込み
 ~ O P E C 10カ国(除くイラク)の5月の生産量は2814万b/dと前月より9万b/d増加し、4月以降の市況急落にもかかわらず、増産を継続していることが確認された(図表13)。O P E Cは需要期の第4四半期を前にした在庫積み増しのために増産を続けているが、米国を始めとする先進国(O E C D)の原油在庫は過去と比べてもすでに高い水準まで積み上がっている(図表14)。このため、O P E C加盟国内では、さらなる増産の必要はないとの見方が大勢であり、6月15日の総会では生産枠据え置きが決定される見通しである。

(図表13) O P E Cの生産動向

国名	生産量(5月)	生産量(4月)	生産量(3月)	超過量(5月)	生産枠(3月~)	産油能力	稼働率	生産余力(5月)
サウジアラビア	950.0	946.0	935.0	56.3	893.7	1,050.0	90.5%	100.0
イラン	390.0	388.0	391.0	-13.7	403.7	405.0	96.3%	15.0
クウェート	250.0	247.0	243.0	29.3	220.7	250.0	100.0%	0.0
U A E	234.0	242.0r	243.0	-6.0	240.0	255.0	91.8%	21.0
カタール	79.0	79.0	79.0	7.7	71.3	80.0	98.8%	1.0
ベネズエラ(注4)	270.0	269.0r	273.0	-46.5	316.5	275.0	98.2%	5.0
ナイジェリア	245.0	240.0	238.0	18.5	226.5	250.0	98.0%	5.0
インドネシア	95.0	96.0	96.0	-47.5	142.5	100.0	95.0%	5.0
リビア	165.0	162.0	162.0	17.7	147.3	165.0	100.0%	0.0
アルジェリア	136.0	136.0	134.0	48.2	87.8	138.0	98.6%	2.0
O P E C 10カ国	2,814.0	2,805.0	2794.0	64.0	2,750.0	2,968.0	94.8%	154.0
イラク	178.0	188.0r	185.0	-	-	250.0	71.2%	72.0

(注1) rは前月時点から修正されたことを示す

(注2) 超過量(5月) = 生産量(5月) - 生産枠(3月~)

(注3) 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4) 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。

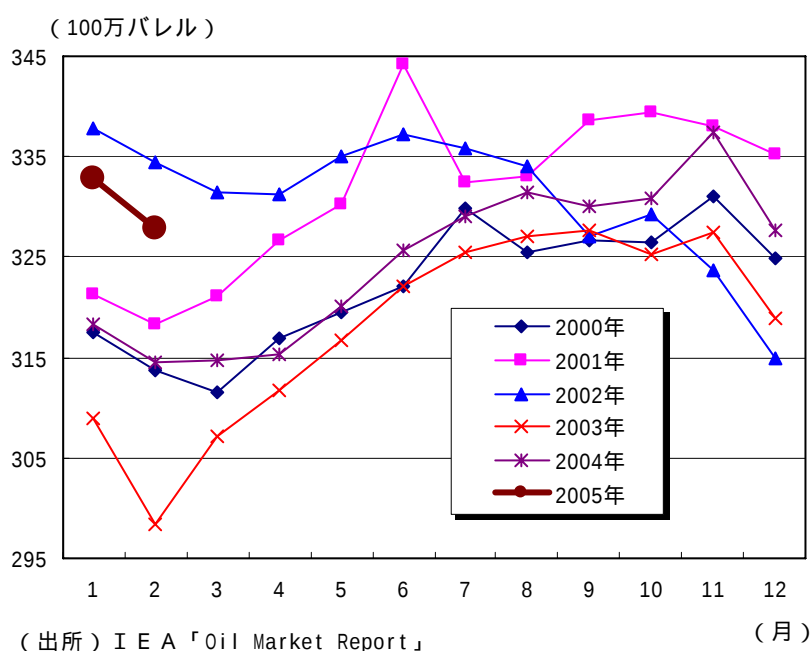
(注5) ベネズエラの生産量は生産枠には入らない重質油(約59.0万バレル/日)が含まれる。

(注6) 稼働率(%) = 生産量(5月) / 産油能力 * 100

(注7) 生産余力 = 産油能力 - 生産量(5月)

(資料) Bloomberg

(図表14) O E C D加盟国の民間原油在庫



4. トピック；米国在庫統計から読む原油価格の先行き

～ 5月24日に発表された米エネルギー省の週次石油統計で、それまで順調に積み上がってきた原油在庫が市場の事前予想に反して減少したことは、米国景気の底堅さを示す結果となったGDP成長率（改定値）の上方修正とあいまって、市場参加者が再び強気に転じる格好の材料となった。6月2日（本来なら毎週水曜日だが、5月の最終月曜日は戦没者追悼の祝日であったため、木曜日にずれた）の同統計では原油、石油製品とも再び増加したものの、石油製品在庫の増加幅が想定を下回ったことから、同日のWTI原油価格（期近）は53.63ドル（前日比 - 0.97ドル）と下落幅も限定的なものとなった。

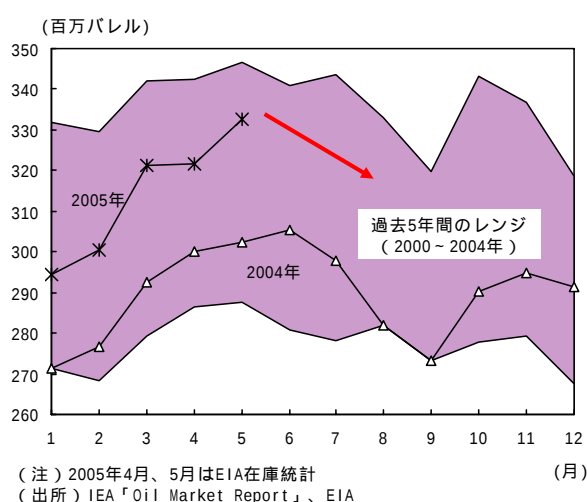
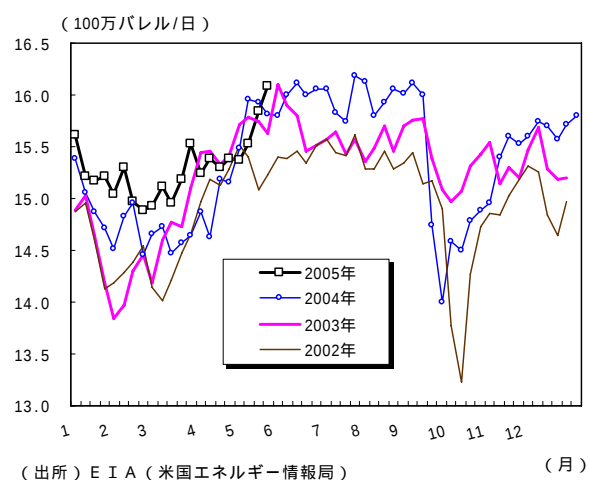
現在、原油市場には目新しい取引材料がなく、需給指標である米国在庫統計に関心が集まっている。そこで、以下では米国在庫統計から原油価格の先行きについて考えてみた。

原油在庫：9月にかけて減少を見込む

米国の原油供給は、国内の産油量がやや持ち直しているほか、OPECの増産を背景に輸入が高水準を続けている。米国内の産油量は油田枯渇によって長期低下トレンドにあり、産油量の大幅な回復は見込みづらい上、OPECは6月15日の総会で生産枠維持を決定する見通しであり、さらなる輸入拡大は期待しづらい。原油供給は高水準を続けるものの、今がピークと見てよさそうである。

一方、米国の原油需要（＝精製投入）については、精製業者が夏のドライブシーズンを前にガソリン備蓄を増やすために増産を行っており、6月2日時点で稼働率が96.2%にまで上昇している。精製投入の季節パターンに従えば、ドライブシーズンがピークを過ぎ、製油所が定期改修に入る9月までは高水準の投入が続く見込みである（図表15）。このため、今後は需要が供給を上回り、在庫は取り崩し超、すなわち減少に転じる公算が大きい。原油在庫の季節パターンを見ても、在庫水準は5月をピークに9月にかけて減少していることが見て取れる（図表16）

（図表15）米製油所の精製投入量の季節パターン （図表16）米国原油在庫の季節パターン

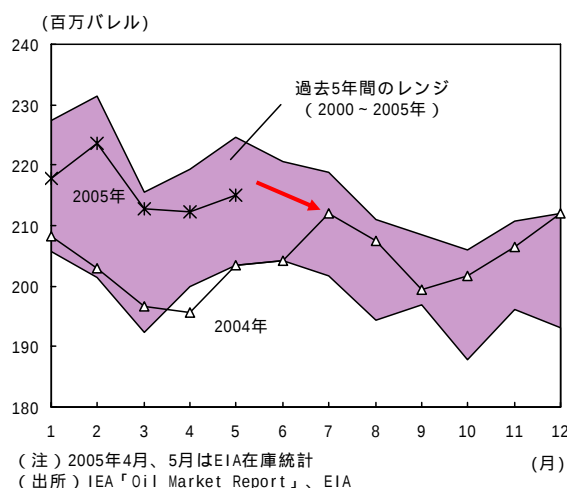


石油製在庫：ガソリンは取り崩し、中間溜分は足元の水準低く、逼迫懸念が強い

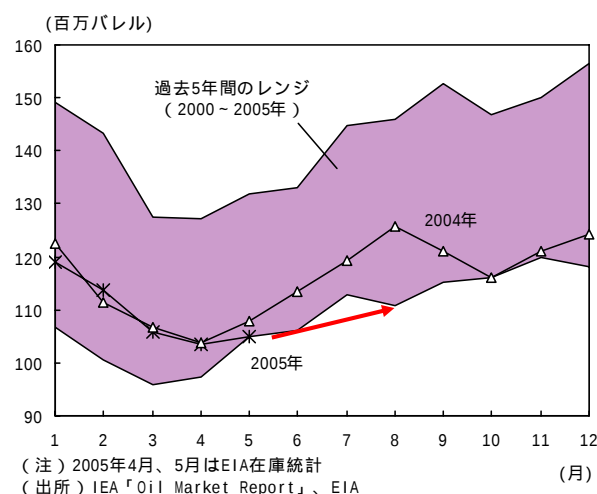
ガソリン在庫は春先から積み増し超の傾向にあったが、平均的な季節パターンに従えば、秋にかけてドライブ需要が盛り上がるため、在庫は減少に転じていく公算が大きい。今のところ、在庫水準は平均的なレベルを維持しているものの、予期しない需給の変動（例えば、好天が続き、ガソリン消費が想定を上回って増加した場合、台風やハリケーン襲来の影響で製油所が操業停止に追い込まれた場合、何らかの理由によって製油所でトラブルが発生した場合など）が生じれば、在庫が急激に取り崩されて、需給逼迫感が強まる可能性がある。

一方、中間溜分（暖房油、軽油）在庫は、冬の需要期を前に年末にかけて積み増されていく公算が大きい。ただ、足元の在庫水準は過去5年間で最低水準となっており、冬の暖房シーズンの半年以上も前であるにもかかわらず需給逼迫感が強まっている。そのため、暖房油市況は季節外れの強含み相場となっており、原油価格の押し上げ要因になっている。

（図表 17）ガソリン在庫の季節パターン



（図表 18）中間溜分在庫の季節パターン



在庫統計から読む原油価格の先行き

在庫の動きから原油価格の先行きを読むと、9月までは原油とガソリン在庫とも減少が見込まれ、価格を下支えする。一方、中間溜分在庫は増加が見込まれるが、足元の水準が低く、需給逼迫懸念が強い。このため、WTI原油価格は在庫面（需給面）からの下げ材料に乏しく、当面は50ドル台で高止まりする可能性が高いと言えそうである。

原油価格の先行きについては、原油、ガソリン、中間溜分の3つの動きにバランスよく目を配ることが重要であり、3つのうちいずれか一つでも通常想定されるサイクルから逸脱してくると、価格が大きく変動する要因となる。