

原油レポート

< O P E C の能力不足問題 >

1. 原油市況～最高値更新、当面は60ドルを試す展開に

WTI原油価格（期近）は、世界景気の拡大傾向が続いていることから、春以降のドライブシーズンに対する需給逼迫感が強まり、2004年10月下旬に付けた上場来最高値（終値ベース）を更新して56ドル台に上昇している。2月末から北半球を襲っていた寒波の勢いは弱まっており、また、3月16日にはOPECが増産を決定したが、価格上昇の勢いは衰えていない。

2. トピック～OPECの能力不足問題

OPECは3月16日の定例総会で即日50万b/dの増産を決定し、次回総会までにもう50万b/dの追加増産も決めた。しかし、市況はOPECの増産決定にもかかわらず、その後も上場来最高値を更新し、OPECに価格上昇を止める力がないことを示した。OPECの増産決定が価格上昇に対して歯止めをかけられなかった理由としては、OPECの増産分（主にサウジアラビア産原油）がガソリン精製に適していない重質であること、OPECの増産決定は小幅な上に、現状追認に過ぎないこと、OPECの増産決定は生産余力を低下させ、供給リスクを高めること、などが挙げられる。

世界の産油国の中で生産余力があるのはOPECだけであり、OPECの生産余力の低下は、将来の需給逼迫を予想させ、中期的な価格トレンドを押し上げる可能性がある。OPECの生産能力は、投資不足によって1970年代に付けたピークの約8割しかなく、長期停滞が続いている。OPECも生産能力不足の問題は認識しているが、あまり大きな生産余力を持つと、将来の需給緩和を予想させ、中期的な価格トレンドを押し下げる可能性があることや、埋蔵量という制約があることなどから、OPECの生産能力が1970年代の水準まで回復することは期待しづらい。中期的な価格動向を予測する上で、OPECの生産能力と生産余力に注意が必要である。



お問合せ先 調査部（東京）丸山

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

今回の公表日は2005年4月4日（月）です。

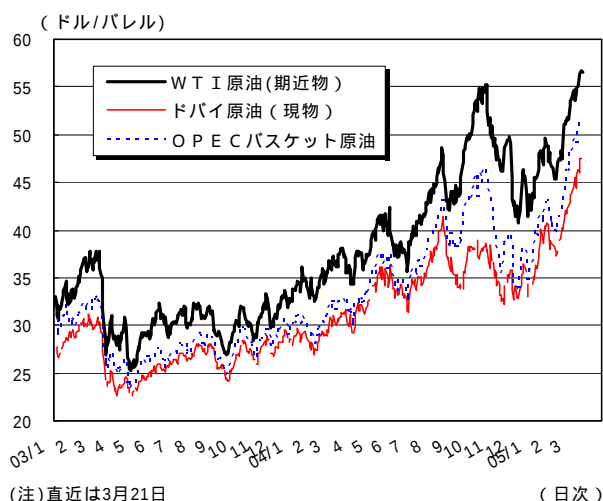
※本レポートは情報提供を唯一の目的としており、何らかの金融商品の取引勧誘を目的としたものではありません。
また、掲載された意見・予測等は資料作成時点での判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

1. 原油市況；最高値更新、当面は60ドルを試す展開に

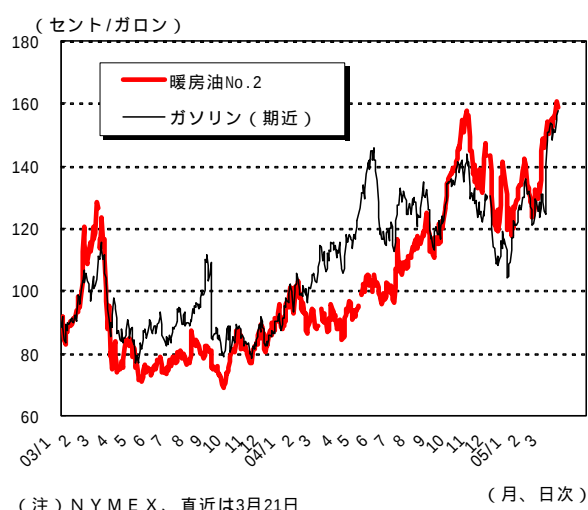
～ W T I 原油価格（期近）は、世界景気の拡大傾向が続いていることから、春以降のドライブシーズンに対する需給逼迫感が強まり、2004年10月下旬に付けた上場来最高値（終値ベース）を更新して56ドル台に上昇している（☞図表1）。2月末から北半球を襲っていた寒波の勢いは弱まっており（☞図表3）、また、3月16日にはO P E Cが増産を決定したが、価格上昇の勢いは衰えていない。こうした理由としては、市場の関心が暖房油から本格的な需要期を迎えるガソリンに移っていること、そして、O P E Cの増産によって追加供給される原油は、ガソリン精製に適した軽質ではなく重質であること、などが挙げられる。このため、W T I と重質であるドバイとのスプレッドが高止まりする一方、軽質であるブレントとのスプレッドや、軽質を含むO P E Cバスケットとのスプレッドは縮小している（☞図表4）。また、O P E Cはこれまでの投資不足と増産があいまった結果、生産余力が縮小している。このため、拡大を続ける中国・インドなど新興諸国の需要に供給が追いつかないとの懸念が高まっており、原油価格を押し上げている。先物カーブは当時の最高値（終値ベースで55.17ドル）を付けた昨年10月に比べると上方シフトしており、将来の需給引き締まりを予想して価格先高観が強くなっている（☞図表6）。こうした強気の見方を代表しているのがファンド筋であり、昨年末にいったん原油市場から引き揚げていた資金を、再び原油市場に投じる動きが目立っている。米国先物取引委員会（C F T C）によると、ニューヨークの原油先物市場におけるファンド筋の買い越し幅（Long-Short）は足元で5～7万枚まで拡大している（☞図表7）。

先行きについては、ひとまずO P E Cが増産姿勢を示したことから一本調子で上昇が続くとは思えないが、先物カーブは4ヵ月先まで期先高（コンタンゴ）となっており、当面は60ドルを試す展開となることが予想される。ただ、今年に入って中国の原油輸入が前年割れとなっていることにやや注意が必要である。

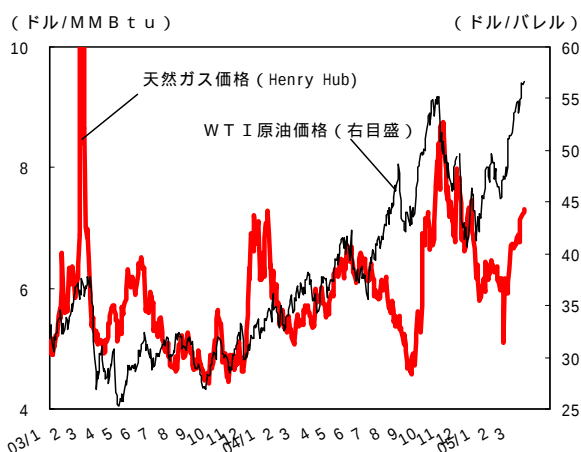
（図表1）原油市況の推移



（図表2）石油製品市況の推移

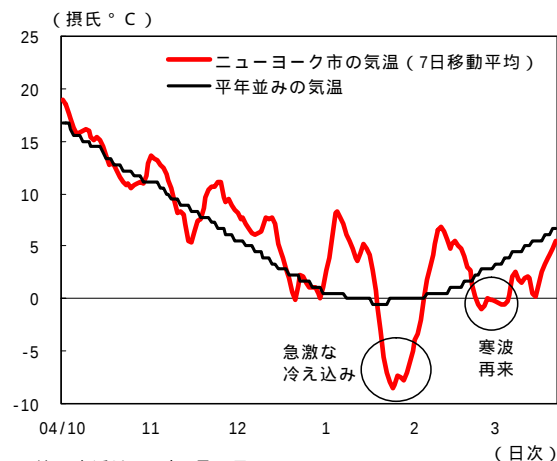


(図表3) 米国天然ガス市況の推移



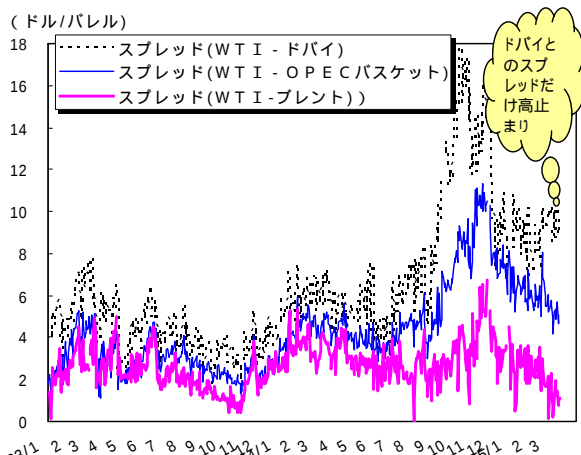
(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略
(注2) 直近は3月21日の値

(図表4) 米北東部の気温



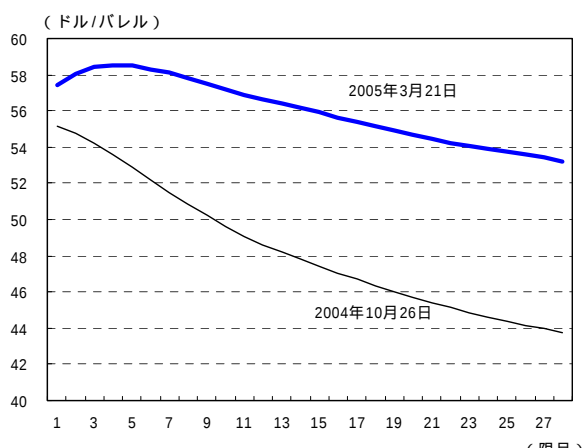
(注) 直近は2005年3月22日

(図表5) 油種間スプレッドの推移



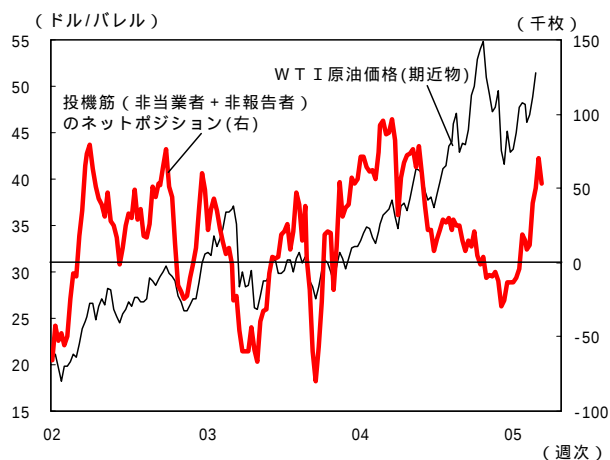
(注) 直近は3月21日

(図表6) 先物カーブ



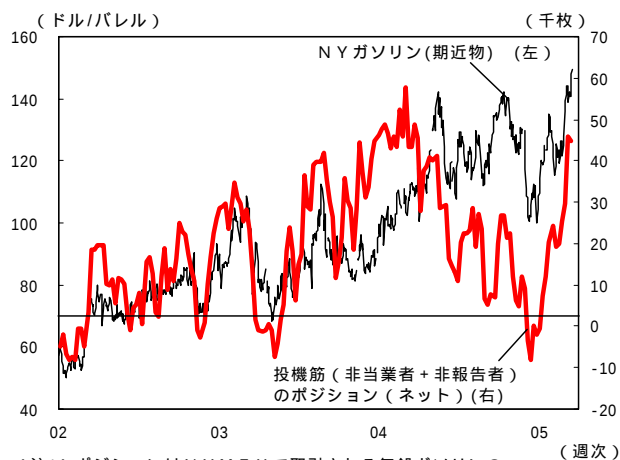
(注) 各時点における各限月(28ヵ月先まで)の価格
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(図表7) 投機筋のポジション(原油)



(注1) 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3月15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)



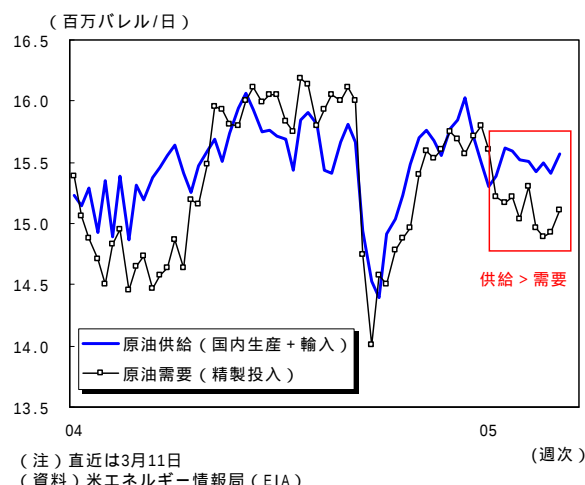
(注1) ポジションはNYMEXで取引される無鉛ガソリンのトレーダー建玉数を集計したもの。直近は3月15日時点
(注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザ以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で、ほとんどが投機を目的としていると推察される。

2. 米国の需給動向

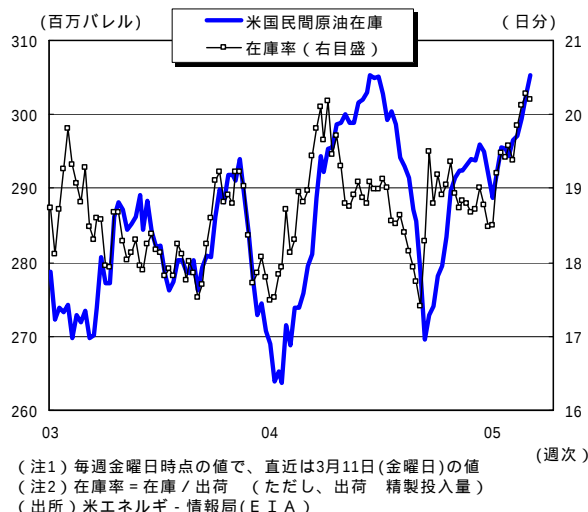
(1) 原油；需給は緩和している

～ 原油供給が高水準を維持する一方、製品在庫の積み上がりや製油所の定期修理によって原油需要は一服している（☞図表 9）。このため、民間原油在庫は 3 億バレルを超え、在庫率が約 20 日分となるなど、原油需給は緩んでいる（☞図表 10）。

（図表 9）国内原油需給の動向



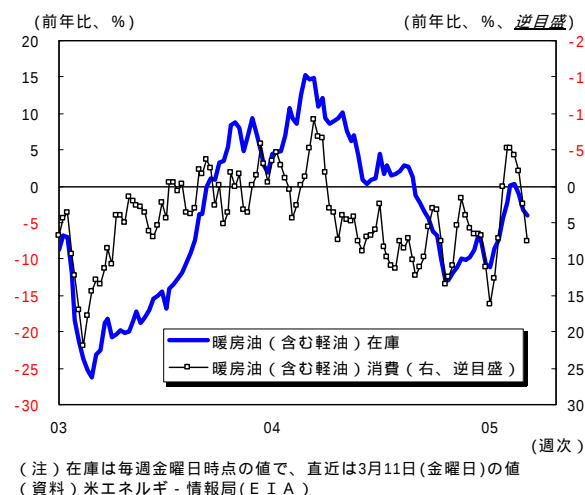
（図表 10）民間原油在庫と在庫率



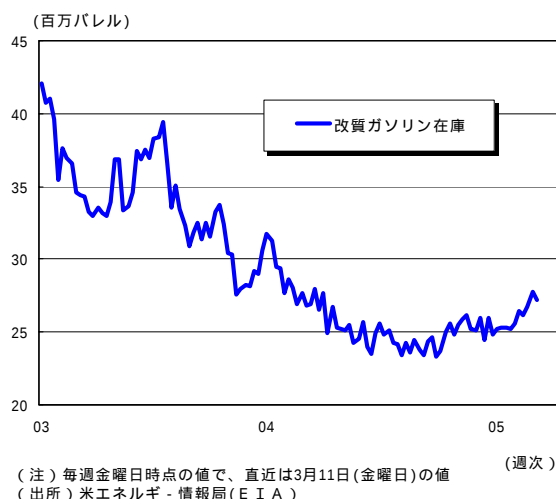
(2) 石油製品；改質ガソリンの需給逼迫感が強まっている

～ 2 月末から 3 月上旬にかけて米北東部を襲った寒波の影響で、暖房油（軽油を含む）の在庫は前年比で再び減少に転じている（☞図表 11）。ただ、足元では天候が回復に向かっており、暖房油需給に対する逼迫感は後退している。一方、ドライブシーズン到来で本格的な需要期を迎える改質ガソリンは、在庫が積み上がってきているものの、水準は依然として低いままで、景気拡大を背景に需給逼迫懸念が強まっている（☞図表 12）。

（図表 11）暖房油（軽油含む）の在庫と消費



（図表 12）改質ガソリンの在庫



3. OPECの生産動向；増産姿勢に再転換

～ OPEC 10 カ国（除くイラク）は、2005 年 1 月から生産枠を超える過剰生産分の削減を実施していたが、価格急上昇を背景に 2 月から増産姿勢に再転換している（☞図表 13）。そうした中、イランのイスファハンで開催された 3 月 16 日の定例総会で、OPEC は現行 2700 万 b/d の生産枠を即日 50 万 b/d 引き上げて 2750 万 b/d にすることを決定し、さらに市況の状況によっては次回総会までにさらに 50 万 b/d 引き上げて 2800 万 b/d にすることを決定した（☞図表 14）。

また、OPEC は 11 油種で構成される新しいバスケットについても合意したが、目標価格帯の引き上げは見送られた。新しいバスケット 11 油種は、①サハラ・ブレンド（アルジェリア）、②ミナス（インドネシア）、③イラン・ヘビー（イラン）、④バスラ・ライト（イラク）、⑤クウェート（クウェート）、⑥エス・シダー（リビア）、⑦ボニー・ライト（ナイジェリア）、⑧カタール・マリン（カタール）、⑨アラブ・ライト（サウジ）、⑩マーバン（UAE）、⑪BCF 17（ベネズエラ）である。旧バスケット 7 油種のうち、ドバイ（UAE）、イスマス（メキシコ）、ティファナ・ライト（ベネズエラ）は外された。なお、旧バスケットは 7 油種の単純平均だったが、新バスケットは生産量と主要市場向け輸出量に応じて加重平均されている。新しいバスケットの実施日は、次回総会で決定される見通しである。

（図表 13）OPEC の生産動向

国名	生産量(2月)	生産量(1月)	超過量(2月)	超過率(2月)	生産枠(11月～)	産油能力	稼働率	生産余力(2月)
サウジアラビア	930.0	913.0	52.5	6.0%	877.5	1,050.0	88.6%	120.0
イラン	398.0	394.0	1.6	0.4%	396.4	405.0	98.3%	7.0
クウェート	245.0	237.0	28.3	13.1%	216.7	250.0	98.0%	5.0
UAE	235.0	240.0	-0.6	-0.3%	235.6	255.0	92.2%	20.0
カタール	79.0	77.0	9.0	12.9%	70.0	80.0	98.8%	1.0
ベネズエラ(注4)	280.0	275.0	-30.7	-9.9%	310.7	275.0	101.8%	-5.0
ナイジェリア	238.0	234.0	15.6	7.0%	222.4	250.0	95.2%	12.0
インドネシア	95.5	95.3	-44.4	-31.7%	139.9	100.0	95.5%	4.5
リビア	163.0	160.0	18.4	12.7%	144.6	163.0	100.0%	0.0
アルジェリア	134.0	129.0	47.8	55.5%	86.2	138.0	97.1%	4.0
OPEC 10カ国	2,797.5	2,754.3	97.5	3.6%	2,700.0	2,966.0	94.3%	168.5
イラク	187.0	182.0	-	-	-	250.0	74.8%	63.0

（注1）超過量（2月）＝生産量（2月）－生産枠（11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）ベネズエラの実生産量は生産枠には入らない重質油（約54.5万バレル/日）を除いたもの。

（注5）稼働率（％）＝生産量（2月）／産油能力＊100

（注6）生産余力＝産油能力－生産量（2月）

（資料）Bloomberg

(図表 14) O P E C 総会年表

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	2450万b/dで据え置き
2003年4月24日	緊急総会	実質減産決定	2540万b/d (6月 ~)
2003年6月11日	臨時総会	現状維持	2540万b/dで据え置き
2003年9月24日	定例総会	減産決定	2450万b/d (11月 ~)
2003年12月4日	臨時総会	現状維持	2450万b/dで据え置き
2004年2月10日	臨時総会	減産決定	2350万b/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
2004年6月3日	臨時総会	増産決定	7月から200万b/d増産 (2550万b/d) 、 8月から条件付き50万b/d増産決定
2004年7月21日	臨時総会 (中止)	増産確認	予定通り8月から50万b/d増産決定 (2600万b/d)
2004年9月15日	定例総会	増産決定	11月から100万b/d増産決定 (2700万b/d)
2004年12月10日	臨時総会	実質減産決定	1月から生産枠 (2700万b/d) を超える過剰生産分の削減を決定
2005年1月30日	臨時総会	現状維持	2700万b/dで据え置き
2005年3月16日	定例総会	増産決定	即日50万b/d増産決定 (2750万b/d) 、 市況の状況によっては次回総会までに50万b/d追加増産を決定 (2800万b/d)
2005年6月7日	臨時総会		

生産枠は2450万b/dから2540万b/dに引き上げられたが、当時、O P E Cはイラクの供給停止分を補うために2740万b/dまで超過増産を行っていたため、200万b/dの実質減産となった。

(出所) O P E C

5 . トピック ; O P E C の能力不足問題

～ O P E C は3月16日の定例総会で即日50万b/dの増産を決定し、次回総会までもう50万b/dの追加増産も決めた。しかし、市況はO P E C の増産決定にもかかわらず、その後も上場来最高値を更新し、O P E C に価格上昇を止める力がないことを示した。

O P E C の増産決定が価格上昇に対して歯止めをかけられなかった理由としては、

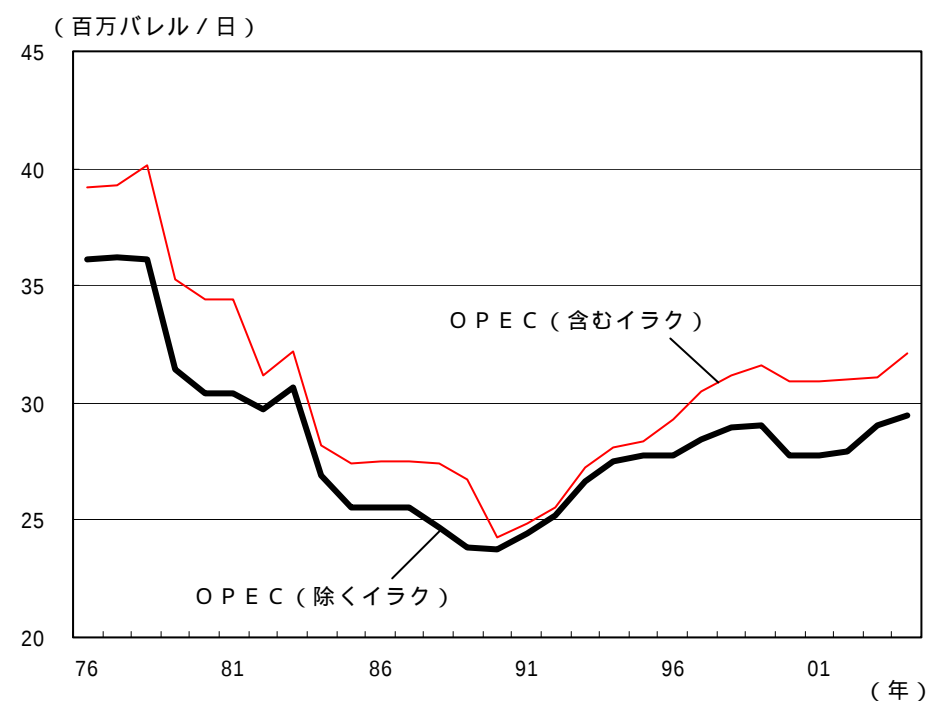
- ① O P E C の増産分 (主にサウジアラビア産原油) がガソリン精製に適していない重質であること
- ② O P E C の増産決定は小幅な上に、現状追認に過ぎないこと
- ③ O P E C の増産決定は生産余力を低下させ、供給リスクを高めること

などが挙げられる。このうち、①と②は短期的な要因であり、需給や価格への影響は限定的である。しかし、③は中期的な要因であり、需給や価格への影響は大きい。なぜなら、世界の産油国の中で生産余力があるのはO P E C だけであり、O P E C の生産余力の低下は、将来の需給逼迫を予想させ、中期的な価格トレンドを押し上げる可能性がある。

OPECの生産能力は、投資不足によって1970年代に付けたピークの約8割しかなく、長期停滞が続いている(図表15)。長期的な生産能力の伸び悩みと2004年以降の相次ぐ増産によってOPECの生産余力(生産能力ー生産量)は、2003年初めには500万b/d以上あったのが2005年2月には170万b/d前後まで減少してしまった。仮に、イラク、ナイジェリア、ベネズエラなど政情が不安定な産油国の供給が止まっても、OPECの生産余力では供給不足を直ちに補うことができない状況である。

OPECもこうした生産能力不足の問題は認識しており、価格(WTI原油)が40ドルを超えた昨年半ば頃から生産能力の増強に取り組み始めている。しかし、あまり大きな生産余力を持つと、将来の需給緩和を予想させ、中期的な価格トレンドを押し下げる可能性があることや、埋蔵量という制約があることなどから、OPECの生産能力が1970年代の水準まで回復することは期待しづらい。中期的な価格動向を予測する上で、OPECの生産能力と生産余力に注意が必要である。

(図表 15) O P E C の生産能力の推移



(出所) PIW, Global Oil Stocks & Balances および EIG, Oil Market Intelligence.