

原油レポート

＜新プライスバンドは何ドルが適正か＞

1. 原油市況；OPEC生産枠維持も底堅さを維持

WTI原油価格は、(i)OPECの減産観測、(ii)国民議会選挙を前にしたイラクでのテロ激化、(iii)厳寒にともなう暖房需要増加、そして、(iv)これらの要因に影響された投機筋の買い持ち増加、などから1月下旬にかけて50ドル台目前まで上昇した。その後は、1月30日のOPEC総会で生産枠据え置きが決定され、また、同日に行われたイラク国民議会選挙が大きな混乱なく終わったことから46ドル台に反落している。ただ、OPECの電話会談による減産の可能性や、次回総会でのプライスバンドの引き上げが取り沙汰されていることなどから、市況は底堅さを維持している。当面は冬の天候に影響されて荒い値動きになることが予想されるものの、OPECの減産に対する警戒感から大きくは下げづらい展開となろう。

2. トピック；新プライスバンドは何ドルが適正か

OPECのアハマド議長は「バスケット原油価格は35ドルが適正」と述べるなど、形骸化しているプライスバンドを引き上げる方針を明らかにした。しかしながら、OPECは一体何を基準にして「適正」な価格を決めているのだろうか。オーソドックスに考えれば、OPECがドル建ての1人当たり実質原油輸出収入を維持するために必要な原油価格を「適正」な価格レベルと考えることができよう。すなわち、「インフレ率・為替レート調整後の実質原油価格」に「人口増加率」を掛けたものが「適正」な価格レベル（実質）となる。

OPECがプライスバンドを導入した2000年の原油価格と人口増加率から、2003年時点でOPECが適正と考えたであろう価格を試算すると、実質では8.76ドル、名目では37.8ドルとなる。2004年以降はドル安とインフレが加速しているため、名目の方は37.8ドルより高くなるはずである。すなわち、2005年にOPECにとっての適正価格の上限は40ドル近い（OPECバスケット原油）と予想され、プライスバンドが引き上げられるとすると30ドル前半～30ドル後半（例えば32～38ドル）となる公算が大きい。OPECの政策変更の基準となるプライスバンドは、原油価格の中長期的な基調を決める大きな要因となるであろう。



お問合せ先 調査部（東京）丸山

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

次の公表日は2005年2月21日（月）です。

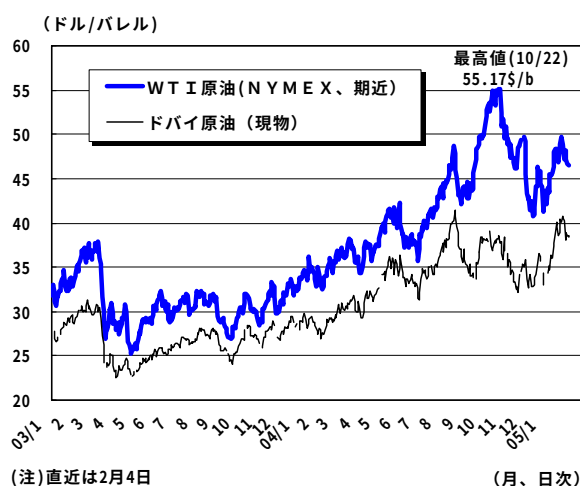
※本レポートは情報提供を唯一の目的としており、何らかの金融商品の取引勧誘を目的としたものではありません。
また、掲載された意見・予測等は資料作成時点での判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

1. 原油市況；OPEC生産枠据え置きも底固さを維持

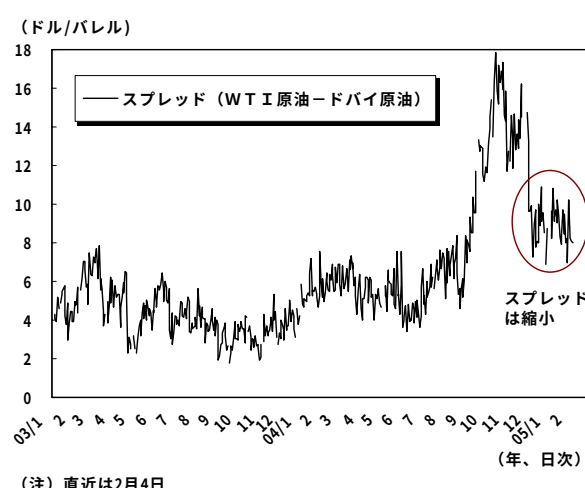
～WTI原油価格は、(i)OPECの減産観測、(ii)国民議会選挙を前にしたイラクでのテロ激化、(iii)厳寒にともなう暖房需要増加、そして、(iv)これらの要因に影響された投機筋の買い持ち増加、などから1月下旬にかけて50ドル台目前まで上昇した。その後は、1月30日のOPEC総会で生産枠据え置きが決定され、また、同日に行われたイラク国民議会選挙が大きな混乱なく終わったことから46ドル台に反落している。ただ、OPECの電話会談による減産の可能性や、次回総会でのプライスバンドの引き上げが取り沙汰されていることなどから、市況は底堅さを維持している。

また、1月下旬にかけて大雪に見舞われた米国だが、足元では供給増加と気温上昇によって暖房油供給に対する懸念は一服している。当面は冬の天候に影響されて荒い値動きになることが予想されるものの、OPECの減産に対する警戒感から大きくは下げづらい展開となろう。

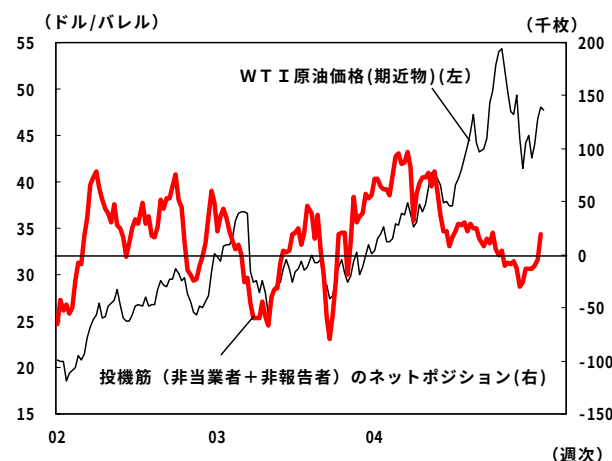
(図表1) 原油市況の推移



(図表2) WTIードバイ・スプレッドの推移

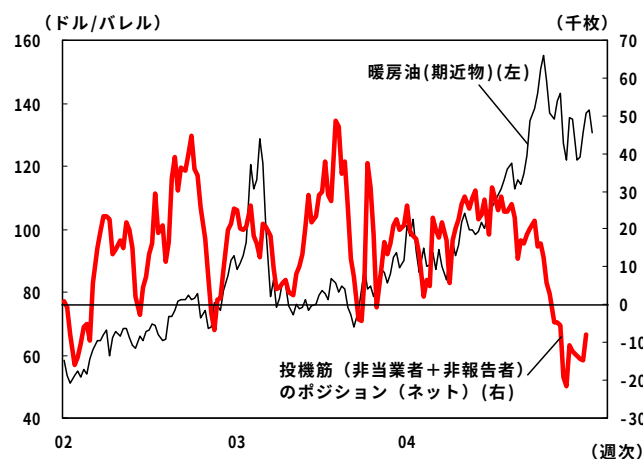


(図表3) 投機家のネットポジション(原油)



(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1月25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。

(図表4) 投機家のネットポジション(暖房油)



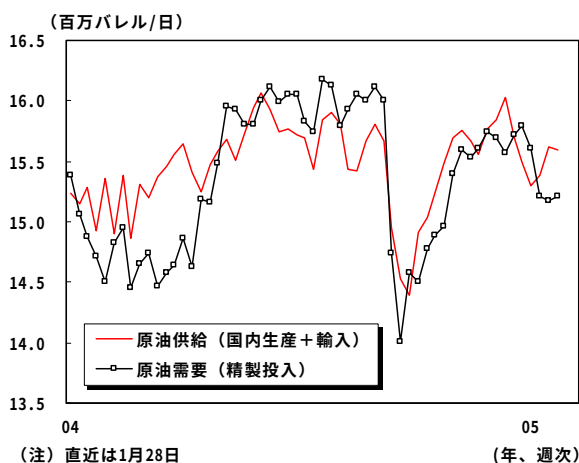
(注1) ポジションはNYMEXで取引されるヒーティングオイルNo.2のトレーダー建玉数を集計したもの。直近は1月25日公表値。
(注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザー以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で、ほとんどが投機を目的としていると推察される。

2. 米国の需給動向

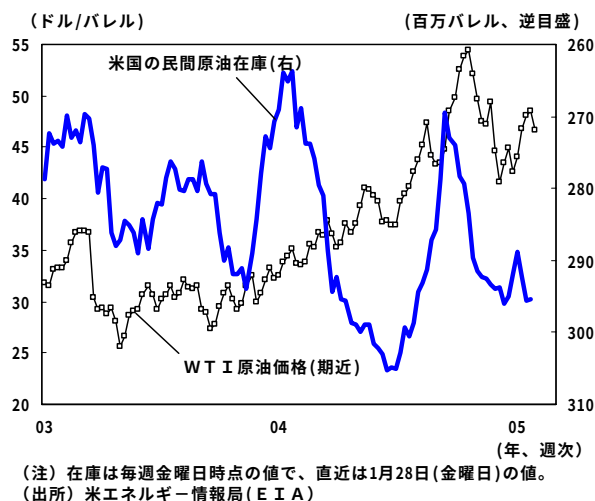
(1) 原油

～ 足元では、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を背景に原油需要が減少している。このため、民間原油在庫が積み上がっており、価格下落要因となっている。

(図表 5) 国内原油需給の動向



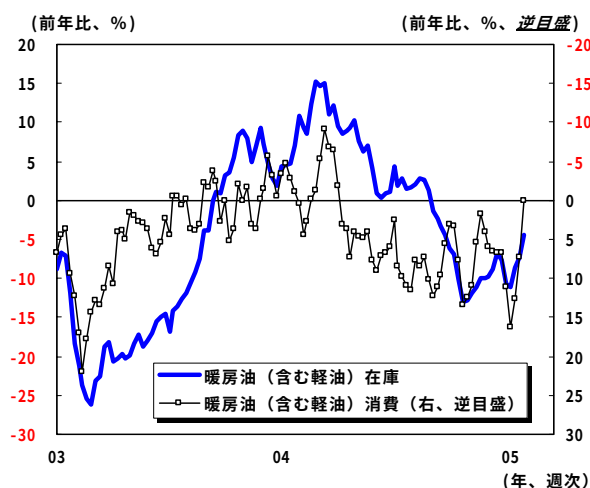
(図表 6) 民間原油在庫



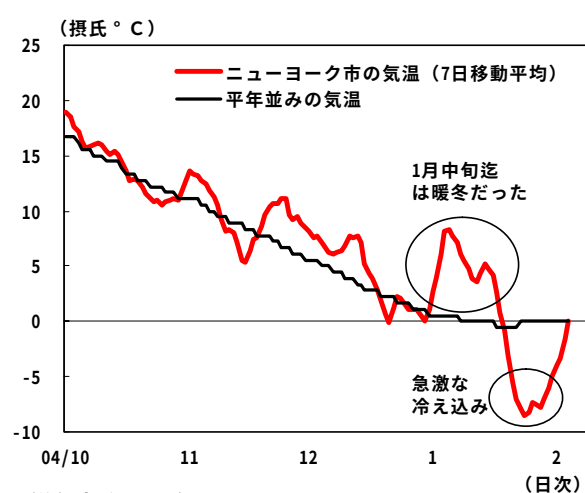
(2) 石油製品 (暖房油)

～ 厳しい寒さで暖房油消費の伸びが急速に高まったが、足元では気温回復にともなう消費の伸び鈍化と製品輸入の拡大により暖房油 (軽油を含む) の在庫は前年並み水準まで急回復している。ただ、暖房油の需要期は3月頃まで続くため、天候しだいでは暖房油供給への懸念が再燃する可能性がある。

(図表 7) 暖房油 (軽油含む) の在庫と消費



(図表 8) ニューヨーク市 (米北東部) の気温



3. O P E Cの生産動向

～ O P E C 10 カ国（除くイラク）の1月の原油生産量は、前月より28万 b/d 減少して2,707.5万 b/d となった。これにより現行生産枠（2,700万 b/d）を超える超過量は、昨年12月の35.5万 b/d より縮小して7.5万 b/d だけとなった。

1月30日の臨時総会では、季節的に需要が減少する4月以降の生産枠について協議されたが、生産枠据え置きが決定された。しかし、その一方でアハマド議長（クウェート・エネルギー相）に、在庫増加ペースが早く、市況が下落に向かった場合は電話会談で減産を決定する権限が与えられた。このため、市場では3月16日の次回総会前に3月1日、あるいは4月1日からの減産が決定されるとの見方が浮上している。

（図表9）O P E Cの生産動向

国名	生産量(1月)	生産量(12月)	超過量(1月)	超過率(1月)	生産枠(11月～)	産油能力	稼働率	(万バレル/日)
								生産余力(1月)
サウジアラビア	913.0	933.0	35.5	4.0%	877.5	1,050.0	87.0%	117.0
イラン	394.0	399.0	-2.4	-0.6%	396.4	410.0	96.1%	11.0
クウェート	237.0	244.0	20.3	9.4%	216.7	250.0	94.8%	6.0
U A E	240.0	245.0	4.4	1.9%	235.6	255.0	94.1%	10.0
カタール	77.0	79.0	7.0	10.0%	70.0	80.0	96.3%	1.0
ベネズエラ(注4)	225.5	220.5	-85.2	-27.4%	310.7	270.0	83.5%	49.5
ナイジェリア	234.0	229.0	11.6	5.2%	222.4	250.0	93.6%	21.0
インドネシア	98.0	98.0	-41.9	-29.9%	139.9	100.0	98.0%	2.0
リビア	160.0	161.0	15.4	10.7%	144.6	163.0	98.2%	2.0
アルジェリア	129.0	127.0	42.8	49.7%	86.2	135.0	95.6%	8.0
O P E C 10カ国	2,707.5	2,735.5	7.5	0.3%	2,700.0	2,963.0	91.4%	227.5
イラク	182.0	191.0	—	—	—	250.0	72.8%	59.0

（注1）超過量（1月）＝生産量（1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（1月）／産油能力×100

（注6）生産余力＝産油能力－生産量（1月）

（資料）Bloomberg

4. トピック；新プライスバンドは何ドルが適正か

～ O P E Cは1月30日の総会で、プライスバンドを次回総会で引き上げる方針を明らかにした。2000年3月総会で導入が決められたプライスバンド・メカニズムは、O P E C バスケット原油で22～28ドルを目標価格帯とし、価格が下限の22ドル（上限の28ドル）を20営業日連続で下回った（上回った）場合、加盟国は自動的に50万 b/d の減産（増産）を行うというものである。しかし、価格は1年以上もプライスバンドの上限を超えており、目標価格帯は形骸化している。O P E C のアハマド議長は「バスケット原油価格は35ドル（W T I 原油で40ドル前後に相当）が適正」と述べるなど、平均10ドルの価格帯引き上げを示唆している。

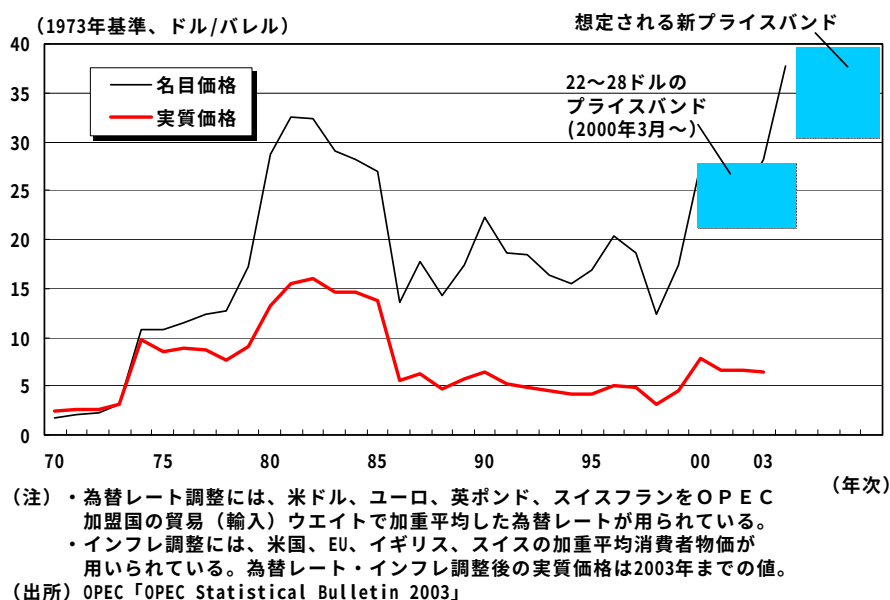
しかしながら、O P E C は一体何を基準にして‘適正’な価格レベルを決めているのだろうか。オーソドックスに考えれば、O P E C が1人当たり実質原油輸出収入（ドル建て）を維持するために必要な原油価格を‘適正’な価格レベルと考えることができよう。すな

わち、「インフレ率・為替レート調整後の実質原油価格ⁱ」に「人口増加率」を掛けたものが「適正」な価格レベル（実質）となる。

OPECがプライスバンドを導入した2000年の名目価格（OPECバスケット原油）はほぼ価格帯上限の27.6ドルであり、インフレ率・為替レート調整後の実質原油価格（1973年基準）は7.78ドルであった。そこで、実質原油価格で8ドルがOPECにとっての適正な価格（しかも上限）であるとする、OPECの2000年以降の人口増加率は年率平均1.83%であるので、2005年時点でOPECが適正と考える実質原油価格は8.76ドル（ $=8 \times 1.83^5$ ）となる。OPECは2004年の実質原油価格をまだ公表していないので、インフレ率と為替レートを2003年から一定とすると、実質原油価格で8.76ドルは名目原油価格で37.8ドルに相当する。2004年以降、ドル安とインフレが加速していることを考慮すれば、「適正」な名目原油価格は37.8ドルよりも高くなるはずである。

以上をまとめると、2005年時点でOPECにとって適正な原油価格の上限は40ドル近い（OPECバスケット原油）と思われ、プライスバンドが引き上げられるとすると30ドル前半～30ドル後半（例えば32～38ドル）となる公算が大きい。OPECの政策変更の基準となるプライスバンドは、原油価格の中長期的な水準を決める大きな要因となる。プライスバンドの引き上げによって、OPECバスケット原油で35ドル（WTI原油で40ドル）が中長期的な中心水準となってくることが予想される。

（図表 10）名目と実質の原油価格（OPECバスケット原油）



ⁱ OPECは「OPEC Statistical Bulletin」で、為替レート・インフレ調整後の原油価格（すなわち実質原油価格）を毎年発表している。