

原油レポート

< 原油価格の期間構造 >

1. 原油市況；底固い世界原油市場の基調

WTI原油価格は、米国の在庫レベルの回復や世界景気の先行き懸念拡大、北半球の暖冬予想などから昨年12月に40ドル前半まで下落した。足元では、一時的な冷え込みにもともなう米国の暖房需要の増加やOPECの減産観測の浮上、イラクでのテロ激化などを受けてやや強含んでいるが、基調としては40～45ドル付近で方向感のない値動きがしばらく続いている。目先は、1月30日のイラク制憲議会選挙および同日に開催されるOPEC総会の行方が注目材料となろう。

一方、アジア向け原油の指標価格であるドバイ原油は、昨年後半から35ドル付近で横ばい推移となっている。WTI原油の下落は、ハリケーン襲来の影響とそれを材料にした投機資金の流入拡大といった米国の地域的・個別市場的な要因が剥げ落ちただけとも考えられる。WTI原油以外の原油市況はおおむね高水準・横ばいとなっており、世界原油市況の基調は総じて堅固い。

2. トピック；原油価格の期間構造

ニューヨーク商業取引所のWTI原油先物契約は35ヵ月物まで取引されている。そして、先物価格の限月推移（フォワードカーブ）は、その時々市場が形成する長期原油価格の期待値を表している。もちろん将来の価格が、現在の予想通りになるわけではないが、各時点における市場の将来予想を知る上では参考になる。

2002年以降のフォワードカーブを見てみると、2003年頃までは1ヵ月先物が20ドルから35ドルの間で変動していたにもかかわらず、フォワードカーブは25ドル付近に収斂していた。しかし、2004年以降は1ヵ月物の上昇にともなって、先物価格カーブも上方にシフトしている。これは、2004年以降、市場の将来期待が変化したことを意味する。すなわち、「価格は現在のレベルに関係なく、中長期的には25ドル付近に落ち着く」との見方が後退し、「価格は中長期的に水準を切り上げる」との見方が支配的になった。直近時点（1月10日）のフォワードカーブは、市況が最高値（月中平均）を付けた2004年10月よりフラット化し、40ドル付近に向かって収斂している。市場心理や将来期待を変化させる予期しない出来事が起こらない間は、原油市況は40～45ドルの狭いレンジ内で推移する可能性が高い。



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1月24日（月）です。

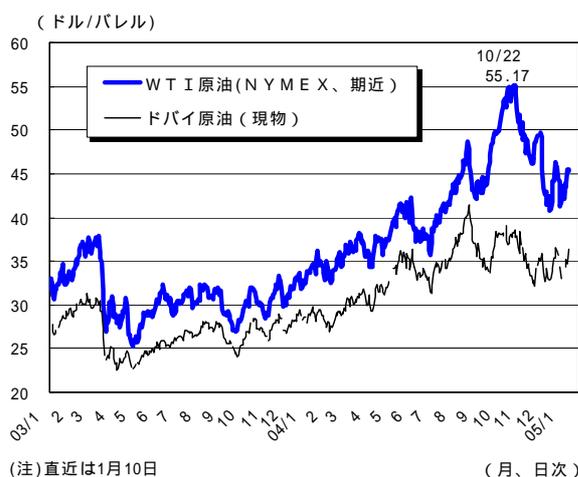
本レポートは情報提供を唯一の目的としており、何らかの金融商品の取引勧誘を目的としたものではありません。また、掲載された意見・予測等は資料作成時点での判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

1. 原油市況；底堅い世界原油市況の基調

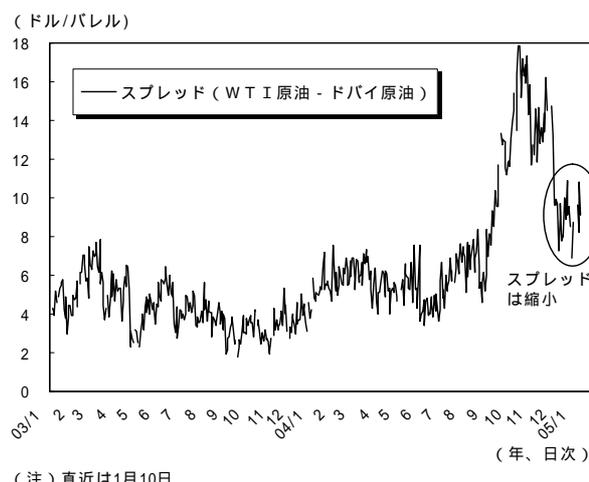
～ W T I 原油価格は、米国の在庫レベル回復や世界景気の先行き懸念拡大、北半球の暖冬予想などから昨年12月に40ドル台前半まで下落した。足元では、一時的な冷え込みにもなう米国の暖房需要の増加やO P E C の減産観測の浮上、イラクでのテロ激化などを受けてやや強含んでいるが、基調としては40～45ドル付近で方向感のない値動きが続いている。目先は、1月30日に実施されるイラク制憲議会選挙および同日に開催されるO P E C 総会の行方が注目材料となる。

一方、アジア向け原油の指標価格であるドバイ原油は、昨年後半から35ドル付近で横ばい推移となっている。W T I 原油の下落は、ハリケーン襲来の影響や投機資金の流入拡大といった米国の地域的・個別市場的な要因が剥げ落ちただけとも考えられる。W T I 原油以外の原油市況はおおむね高水準・横ばいとなっており、世界の原油市況の基調は総じて堅固い。

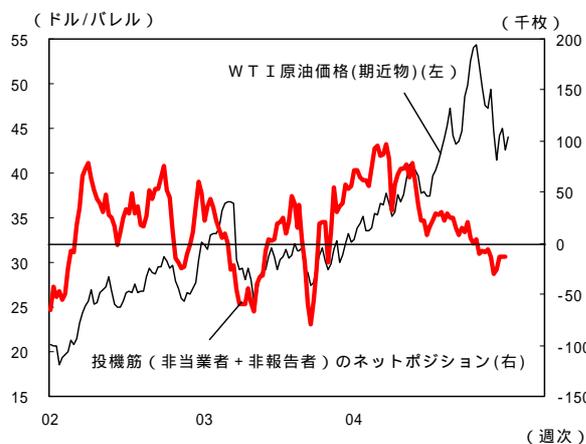
(図表1) 原油市況の推移



(図表2) W T I - ドバイ・スプレッドの推移

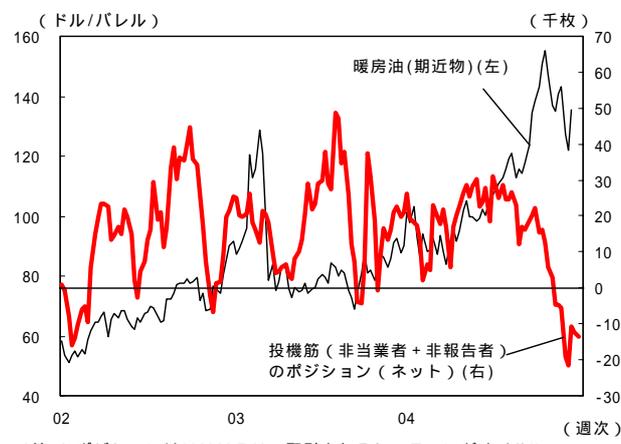


(図表3) 投機家のネットポジション(原油)



(注1) ポジションはN Y M E X で取引されるW T I 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4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)

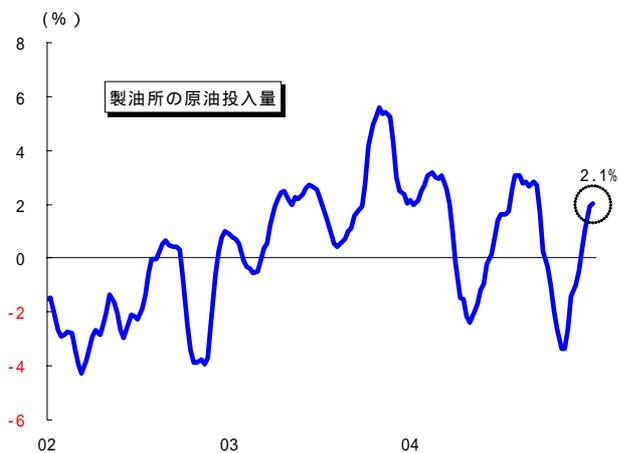


(注1) ポジションはN Y M E X で取引されるヒーティングオイルNo.2のトレーダー建玉数を集計したもの。直近は11月30日公表値。
(注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザ以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で、ほとんどが投機を目的としていると推察される。

2. 米国の需給動向；減少に転じた原油在庫

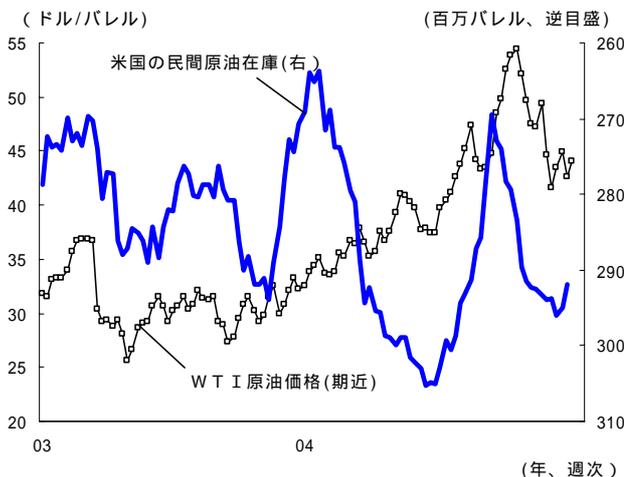
～ 12月に入り、原油生産の回復や輸入の増加にともなう在庫積み増しを、製油所の原油投入にとともなう在庫取り崩しが上回り、民間原油在庫が12週ぶりに減少した。足元では原油在庫の減少が、原油価格の押し上げ要因となっている（図表5、6）。

（図表5）米国製油所の原油投入量



（注）4週後方移動平均の前年比。直近は12月31日。
（資料）米国エネルギー情報局（EIA）

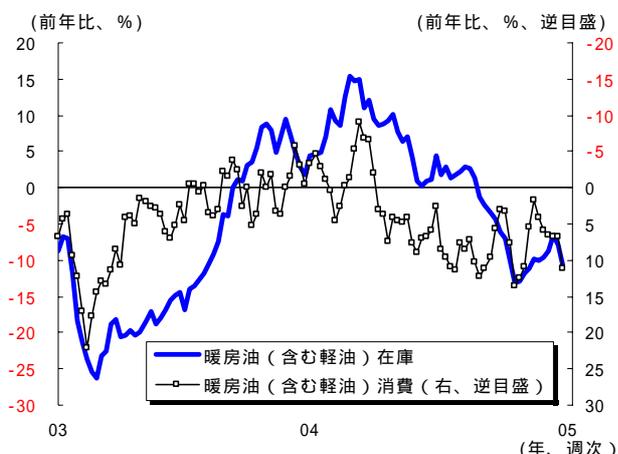
（図表6）原油価格と米国民間原油在庫



（注）在庫は毎週金曜日時点の値で、直近は12月31日（金曜日）の値。
（出所）米エネルギー情報局（EIA）

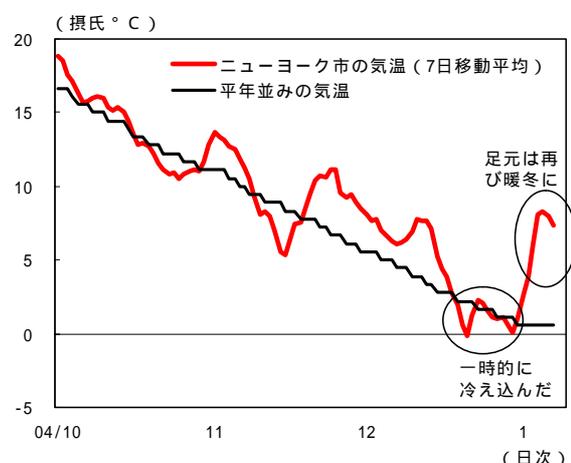
～ 市場の関心の高い暖房油（軽油を含む）在庫は、原油投入量の増加（＝暖房油供給の増加）にもかかわらず、足元では消費の伸び上昇を受けて前年比マイナス幅が再び広がっている（図表7）。冬の暖房油需要の約4分の3を占める米北東部の気温が昨年末にかけて一時的に冷え込み、暖房需要が増加したと考えられる（図表8）。しかし、足元では再び気温が上昇しており、暖房需要は一服している公算が大きい。

（図表7）暖房油（軽油含む）の在庫と消費



（注）在庫は毎週金曜日時点の値で、直近は12月31日（金曜日）の値。
（資料）米エネルギー情報局（EIA）

（図表8）ニューヨーク市（米北東部）の気温



（注）直近は2005年1月7日

3. OPECの生産動向；1月30日の総会では減産の可能性が高い

～ OPEC 10カ国（除くイラク）の12月の原油生産量は、主にサウジアラビアが減産したことから前月より41万 b/d 減少して2,782万 b/d となった（図表9）。現状の生産枠（2700万 b/d）を上回る82.0万 b/dの超過量のうち約半分の40.5万 b/dがサウジアラビアである。

OPECは、昨年12月の総会で生産枠を超える超過量（約100万 b/d）を2005年1月から削減することで合意した。減産は生産枠以下の生産をしているイランやベネズエラ、インドネシアは対象外であり、サウジアラビアが減産枠の大半を担うため合意は比較的容易であった。すでにサウジアラビアは12月の原油生産量を前月より52万 b/dも減産し、消費国に対しては1月以降の供給量削減を通告している。今回の実質減産は実効性がかなり高く、生産枠超過量は12月よりさらに縮小するだろう。

また、足元ではOPECバスケット原油は33～38ドル付近で推移しているが、OPECは不需要期である第2四半期の価格下落を回避するために、1月30日にウィーンで開催される総会で追加的な減産を検討する公算が大きい。しかし、次の減産は生産枠の引き下げをとまなうため、サウジアラビアだけでなく全ての加盟国が減産を担うことになる。このため、仮に減産が合意されても、実際には減産しない加盟国が出てくると、市場から実効性が乏しいと思われるため、価格押し上げ効果は小さくなってしまふ。そうかと言って、実際に価格が下がってから減産に取り組んだのでは、遅過ぎて市況が崩れてしまう恐れがある。減産はタイミングが重要であるが、そのタイミングが難しい。

ただ、今のところはOPECにとって、減産が市場から評価されないことより、減産しないで市況が崩れてしまうことの方が痛手が大きく、1月30日の総会で生産枠引き下げ（減産）が決定される可能性が高いと思われる。

（図表9）OPECの生産動向

国名	生産量(12月)	生産量(11月)	超過量(12月)	超過率(12月)	生産枠(11月～)	産油能力	稼働率	生産余力(12月)
サウジアラビア	918.0	972.0	40.5	4.6%	877.5	1,050.0	87.4%	78.0
イラン	399.0	396.0	2.6	0.7%	396.4	410.0	97.3%	14.0
クウェート	244.0	244.0	27.3	12.6%	216.7	250.0	97.6%	6.0
UAE	245.0	247.0	9.4	4.0%	235.6	255.0	96.1%	8.0
カタール	79.0	80.0	9.0	12.9%	70.0	80.0	98.8%	0.0
ベネズエラ(注4)	282.0	261.0	-28.7	-9.2%	310.7	270.0	104.4%	9.0
ナイジェリア	229.0	235.0	6.6	3.0%	222.4	250.0	91.6%	15.0
インドネシア	98.0	97.0	-41.9	-29.9%	139.9	100.0	98.0%	3.0
リビア	161.0	162.0	16.4	11.3%	144.6	163.0	98.8%	1.0
アルジェリア	127.0	129.0	40.8	47.3%	86.2	135.0	94.1%	6.0
OPEC 10カ国	2,782.0	2,823.0	82.0	3.0%	2,700.0	2,963.0	93.9%	140.0
イラク	196.0	177.0	-	-	-	250.0	78.4%	73.0

（注1）超過量（12月）＝生産量（12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）ベネズエラの実産量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（12月）／産油能力＊100

（注6）生産余力＝産油能力－生産量（12月）

（資料）Bloomberg

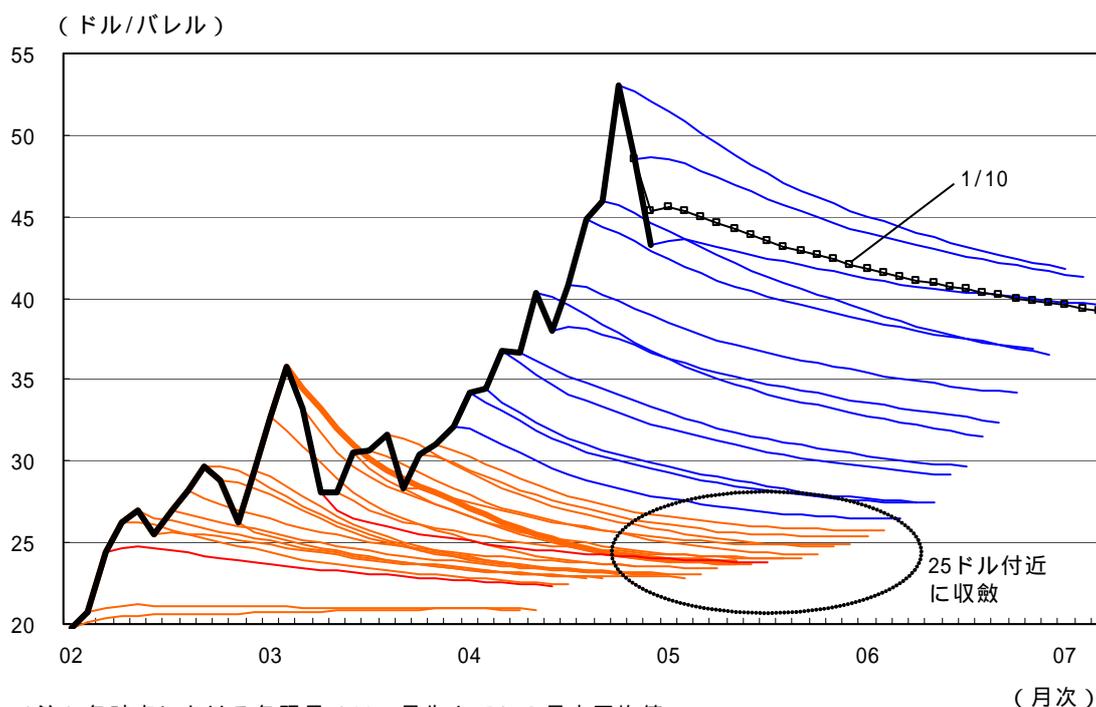
4. トピック；原油価格の期間構造

～ ニューヨーク商業取引所（NYMEX）のWTI原油先物契約は35ヵ月物まで取引されている。そして、先物価格の限月推移（フォワードカーブ）は、その時々市場が形成する長期原油価格の期待値を表していると考えられる。もちろん将来の価格が、現在の期待通りになるわけではないが、各時点における市場の将来期待を知る上では参考になる。

2002年以降の先物価格カーブを見てみると、2003年頃までは1ヵ月先物が20ドルから35ドルの間で変動していたにもかかわらず、フォワードカーブはだいたい25ドル付近に収斂していたことが見て取れる。しかし、2004年以降は1ヵ月物の上昇にともなって、フォワードカーブも上方にシフトしている。これは、2004年以降、市場の将来期待が変化したことを意味する。すなわち、「価格は現在のレベルに関係なく、中長期的には25ドル付近に落ち着く」との見方が後退し、「価格は中長期的に水準を切り上げる」との見方が支配的になった。背景には、中国・インドをはじめとする世界的な需要の拡大と、OPECをはじめとする世界的な供給余力の低下、という原油市場をめぐる構造変化、があったと思われる。

直近時点（1月10日）のフォワードカーブは、市況が最高値（月中平均）を付けた2004年10月よりややフラット化し、40ドル付近に向かって収斂している。市場心理や将来期待を変化させる予期しない出来事が起こらない間は、原油市況は40～45ドルの狭いレンジ内で推移する可能性が高い。

（図表10）原油価格の期間構造（1番限月～28番限月）



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