

原油レポート

< なぜガソリン価格が上がると原油価格も上がるのか >

1. 原油市況

W T I 原油価格（期近物）は、テロ事件が止まないなど地政学的リスクが残るなか、イラクの石油施設破壊や、ロシアの石油企業ユコスの経営破綻懸念、ナイジェリアのストライキ、米連邦捜査局（F B I）による米国内のエネルギー関連施設へのテロ警報、米国での予想外の在庫減少などをを受けて買い進まれ、7月20日には約1ヵ月半ぶりとなる42ドル台（取引時間中）に乗せた。7月15日には、O P E C がすでに条件付で合意していた8月からの生産枠引き上げを予想より早く正式決定したが、原油価格への影響はあまりなかった。もっとも、足元ではO P E C が大量供給を行っているため投機筋も一気には買い進めにくく、利食い売りもあって40ドル近辺で推移している。

2. トピック；なぜガソリン価格が上がると原油価格も上がるのか

最近の原油価格の高騰要因の一つとして、ガソリン価格の高騰が挙げられる。確かに、ガソリン価格が上昇すると精製マージンが改善して、製油所が稼働率を上げるため、原油に対する需要が強まって原油価格の押し上げ要因となる。しかし、無鉛ガソリン価格（期近）が大きく上昇した2004年に入ってから、米国の民間原油在庫は1割以上も増えており、米国の原油需給が逼迫していた訳ではない。

では、なぜガソリン価格の上昇が原油価格の押し上げ要因となっているのだろうか。その理由の一つは先物市場にある。N Y M E X では、クラック・スプレッドといって原油コストと石油製品価格の差額である精製マージンが取引されている。このオプションは、無鉛ガソリンと原油のスプレッド（＝価格差）、暖房油と原油のスプレッドの2種類であるが、この取引によって原油と石油製品のスプレッドが開くと裁定を通じて両者のスプレッドは縮小する。先物市場で精製マージンが取引されていることが、原油価格とガソリン価格の相関関係を強めていると考えられる。原油価格が上がるとガソリン価格も上がるのはコスト構造から容易に想像がつくが、ガソリン価格が上がると原油価格も上がるのは先物市場においてW T I 原油とガソリンの精製マージンが取引されていることが影響していると考えられる。



お問合せ先 調査部（東京）丸山

内線：9353-3443 E-mail: shun.maruyama@ufji.co.jp

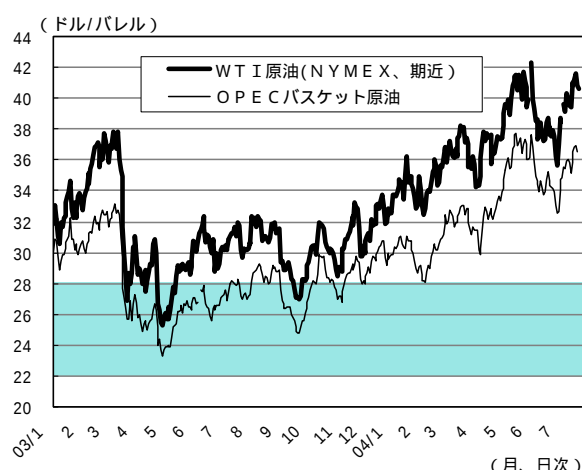
今回の公表日は2004年8月9日（月）です。

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。

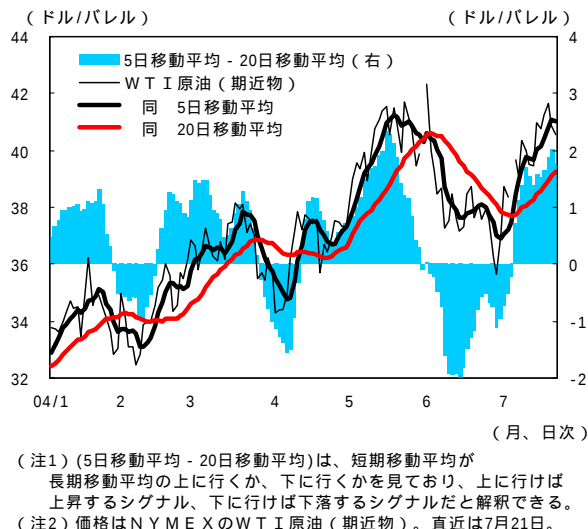
1. 原油市況

～ W T I 原油価格（期近物）は、6 月 3 日の O P E C 臨時総会での増産合意や石油製品価格の下落に影響を受けた投機資金の流入一服により、6 月 29 日には 35 ドル台まで下落した。しかし、テロ事件が止まないなど地政学的リスクが残るなか、イラクの石油施設破壊や、ロシアの石油企業ユコスの経営破綻懸念、ナイジェリアのストライキ、米連邦捜査局（F B I）による米国内のエネルギー関連施設へのテロ警報、7 月 14 日発表の米国週間統計での予想外の在庫減少などを受けて買い進まれ、7 月 20 日には約 1 ヶ月半ぶりとなる 42 ドル台（取引時間中）に乗せた。7 月 15 日には O P E C がすでに条件付で合意していた 8 月からの生産枠引き上げを予想より早く正式決定したが、原油価格への影響はあまりなかった。もっとも足元では O P E C が大量供給を行っているため、投機筋も一気には買い進めにくく、利食い売りもあって 40 ドル近辺で推移している。

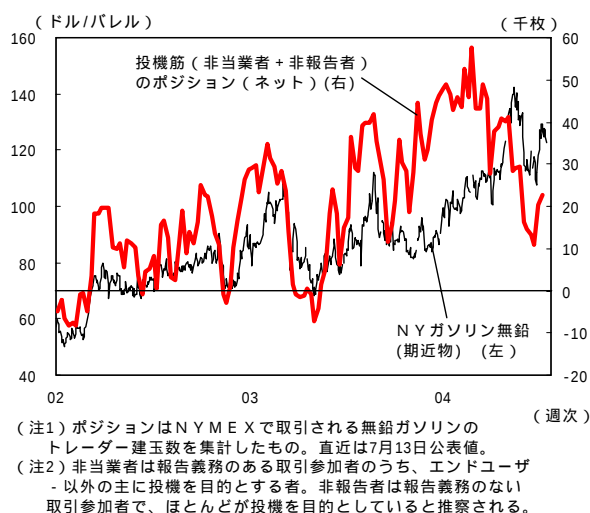
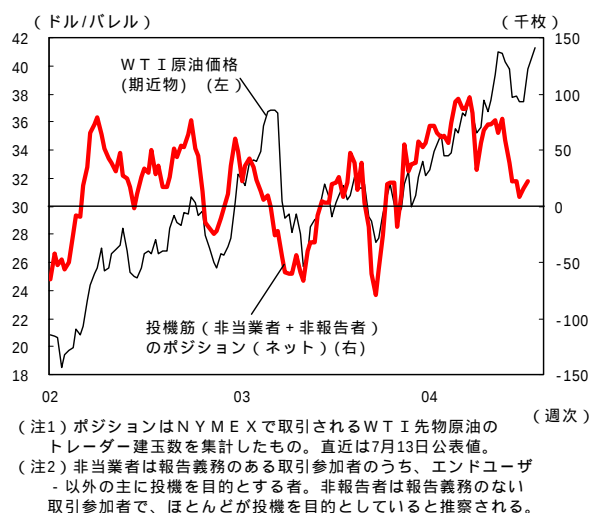
（図表 1）原油市況の推移



（図表 2）原油市況のテクニカル指標



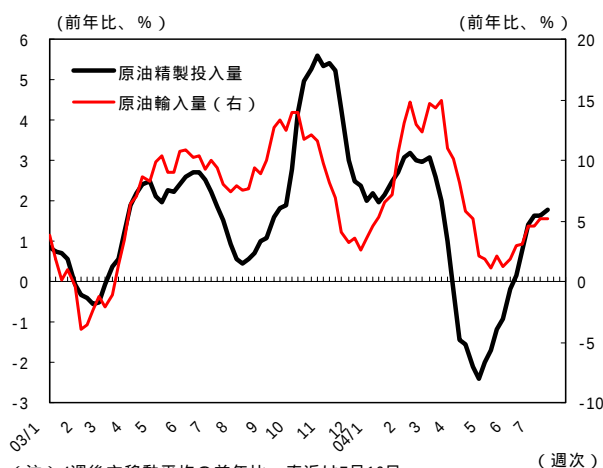
（図表 3）投機筋のネットポジション(原油) （図表 4）投機筋のネットポジション(ガソリン)



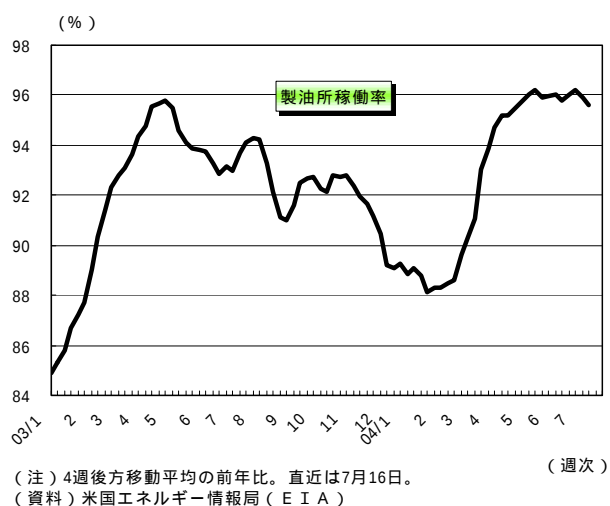
2. 米国の需給動向

～ O P E C の増産を受けて原油輸入量の伸びが高まる一方、好調な石油消費を受けて原油精製投入量の伸びも高まってきている（図表 5）。定期改修を終えた製油所の稼働率は 96% 台に上昇しており、現状ではほぼフル生産を行っている（図表 6）。このため、足元では原油在庫取り崩しの動きが出ており、7 月 14 日、21 日の週間統計では 2 週連続して原油在庫が減少している。

（図表 5）米国の原油輸入・精製投入量

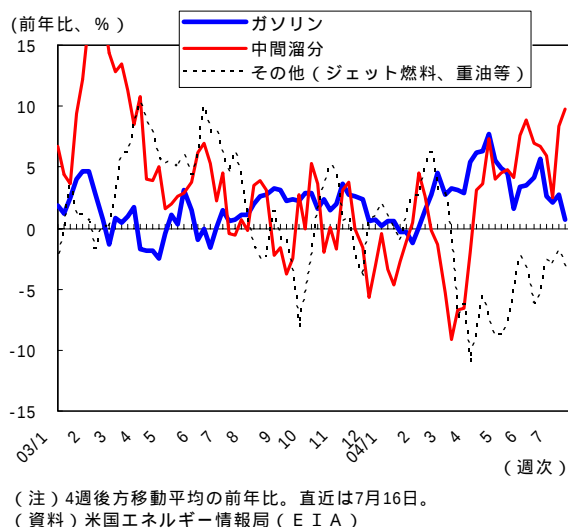


（図表 6）米国の製油所稼働率

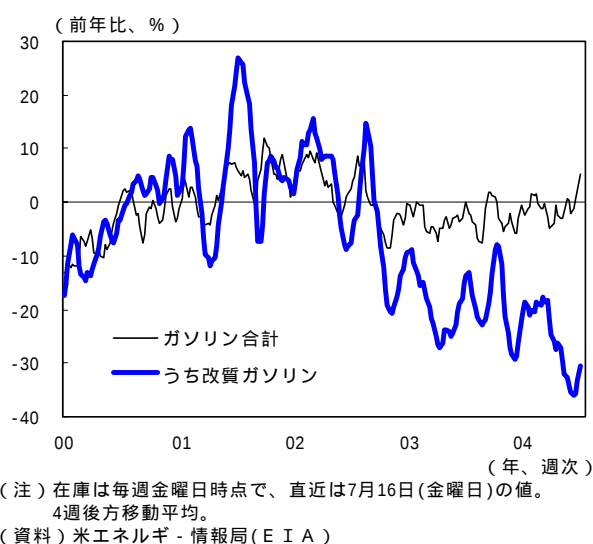


～ 景気回復を背景に中間留分（灯油や軽油）消費の伸びが高まっているが、ガソリン消費の伸びは鈍化してきている（図表 7）。ガソリンは製油所の稼働率上昇や投機資金の流入一服で市況が下落していたが、足元では再び上昇に転じる動きがあり、需給逼迫感は依然として強い（前掲の図表 4）。そのガソリン在庫は、全体では前年並みを維持しているが、品質規制強化の影響で低公害の改質ガソリンが前年水準を大幅に下回っている（図表 8）。

（図表 7）米国の石油製品消費



（図表 8）米国のガソリン在庫



3. O P E C の生産動向

～ 7 月 15 日に O P E C は同月 21 日に予定していた臨時総会を中止し、6 月 3 日の臨時総会で合意した通りに 8 月からの生産枠を 50 万 b/d 引き上げることを決めた。原油価格 (W T I) が再び 40 ドルに迫るなか、イランやベネズエラ等の増産に消極的だった加盟国の姿勢が一変したことから、臨時総会を開かなくても生産枠引き上げを正式決定できると判断したようである。

6 月時点の O P E C (イラクを除く 10 カ国) の生産量は 2750 万 b/d に達し、稼働率も 94.5% と高水準にある。さらに、サウジアラビア当局者によると、需要増に対応して 8 月は同国の生産量が 950 万 b/d になる可能性がある。現状は、O P E C はほぼフル生産の状態にあり、増産余力はほとんどない。なお、6 月時点のイラクの生産量は南部のパイプライン爆破を受けて生産が一時中断した影響により減少したが、現在は回復している模様である。

O P E C の大量増産を受け、市場では一方的に買い進む展開にはなっていないものの、40 ドルを超える価格の沈静化にはあまり役に立っていない。むしろ、大量供給により需給調整機能を担っていた O P E C に増産余力がほとんどなくなったことで、何らかのアクシデントにより供給がストップした場合、あるいは、想定以上に需要が拡大した場合の需給逼迫懸念が高まっているとの指摘もある。

(図表 9) O P E C の生産動向

(万バレル/日)

国名	生産量(5月)	生産量(6月)	超過量(6月)	超過率(6月)	生産枠(4月～)	生産枠(7月～)	産油能力	稼働率
サウジアラビア	865.0	926.0	162.2	21.2%	763.8	828.8	1,000.0	92.6%
イラン	397.0	404.0	59.0	17.1%	345.0	374.4	410.0	98.5%
クウェート	228.0	236.0	47.4	25.1%	188.6	204.6	240.0	98.3%
U A E	225.0	235.0	29.9	14.6%	205.1	222.5	255.0	92.2%
カタール	77.0	79.0	18.1	29.7%	60.9	66.1	80.0	98.8%
ベネズエラ (注4)	258.0	260.0	-10.4	-3.8%	270.4	293.4	280.0	92.9%
ナイジェリア	233.0	235.0	41.4	21.4%	193.6	210.1	255.0	92.2%
インドネシア	98.0	98.0	-23.8	-19.5%	121.8	132.2	100.0	98.0%
リビア	150.0	156.0	30.2	24.0%	125.8	136.5	160.0	97.5%
アルジェリア	120.0	122.0	47.0	62.7%	75.0	81.4	130.0	93.8%
O P E C 10カ国	2,651.0	2,751.0	401.0	17.1%	2,350.0	2,550.0	2,910.0	94.5%
イラク	205.0	178.0	-	-	-	-	250.0	71.2%

(注1) 超過量 (6 月) = 生産量 (6 月) - 生産枠 (6 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 (4 月) / 産油能力 * 100

(資料) Bloomberg

4．トピック；なぜガソリン価格が上がると原油価格も上がるのか

～ 最近の原油価格の高騰要因として、しばしばガソリン価格の高騰が挙げられる。米国において景気回復と品質規制強化の影響によりガソリン需給が逼迫しており、ガソリン価格の高騰が原油価格の押し上げ要因となっているという（図表 10）。確かに、ガソリン価格が上昇すると精製マージンが改善して、製油所が稼働率を上げるため、原油に対する需要が強まって原油価格の押し上げ要因となる。しかし、無鉛ガソリン価格（期近）が大きく上昇した 2004 年に入ってから、米国の民間原油在庫は 1 割以上も増えており、米国の原油需給が逼迫していた訳ではない。

では、なぜガソリン価格の上昇が原油価格の押し上げ要因となっているのだろうか。その理由の一つは先物市場にある。ニューヨーク商業取引所（NYMEX）では、クラック・スプレッド・オプションといって原油コストと石油製品価格の差額である精製マージンが取引されている。このオプションは、無鉛ガソリンと原油のスプレッド（＝価格差）、暖房油と原油のスプレッドの 2 種類であるが、この取引によって原油と石油製品のスプレッドが開くと裁定を通じて両者のスプレッドは縮小することになる。例えば、ガソリン価格が上昇して精製マージンが拡大した場合、市場参加者は原油の先物買い契約によってコストを固定する一方、ガソリンの先物売り契約によって利益を確保しようとするだろう。その結果、原油価格には上昇圧力が、ガソリン価格には下落圧力がかかり、やがて精製マージンは縮小する。このように、先物市場で精製マージンが取引されていることが、原油価格とガソリン価格の相関関係を強めていると考えられる。原油価格が上がるとガソリン価格も上がるのはコスト構造から容易に想像がつくが、ガソリン価格が上がると原油価格も上がるのは先物市場において W T I 原油とガソリンの精製マージン（＝クラック・スプレッド）が取引されていることが影響していると考えられる。

（図表 10）原油価格とガソリン価格の推移

