

原油レポート

【チャイナ・ファクターの再検討】

○WTIは38ドル近くに再反発

WTI原油（期近物）は、3月17日に約13年ぶりの高値となる38ドル台を付けた後、4月初めには34ドル台に下落し、足元では再び38ドル近くまで反発している。相場が乱高下している背景には、イラクやサウジアラビアでのテロ事件に対する懸念に加えて、米国におけるガソリン市場の問題が大きな影響を与えている。足元でも、ガソリン品質規制強化の凍結が検討される中で、景気回復や晴天に恵まれてガソリンは需要増加に供給が追いつかない状況が続いており、ガソリン価格が上昇している。

○OPECは超過生産を継続

OPECは価格が高いうちは加盟国の超過生産を容認する姿勢を示しており、増産を継続している様子である。イラクの生産量は昨年11月から200万b/d前後で足踏み状態が続いていたが、パイプライン復旧にともなう輸出増加を受けて3月は238万b/dに回復している。

○今回のトピック：チャイナ・ファクターの再検討

高成長にともなう中国の原材料需要の拡大が、国際商品市況の上昇をもたらしていると言われているが、原油の場合はどうであろうか。世界の原油需給バランス（世界需要 - 世界供給）の前年差に対して、中国の需要拡大がどれだけ寄与しているかをみると、買い手としての存在感に比べて世界の需給バランスに及ぼしている影響は小さい。これは、世界の需給バランスの変動を決めているのは、中国をはじめとする世界需要であるが、同時にOPECの生産政策など供給要因が需給バランスに与える影響の方が大きいためである。需給面から見る限り、最近の原油価格高騰は中国要因ではあまり説明できないだろう。

足元では、世界の原油需給バランスは需給緩和に転じており、原油価格を押し上げているのは米国市場のガソリン問題という地域的な要因である。いずれ価格が需給に見合った水準に落ち着くとすれば、38ドルという高値が長く続くとは考えづらい。



お問い合わせ先：調査部(東京)丸山俊 E-mail: shun.maruyama@ufji.co.jp

次回の公表予定日は2004年5月10日(月)です。

1. 原油市況

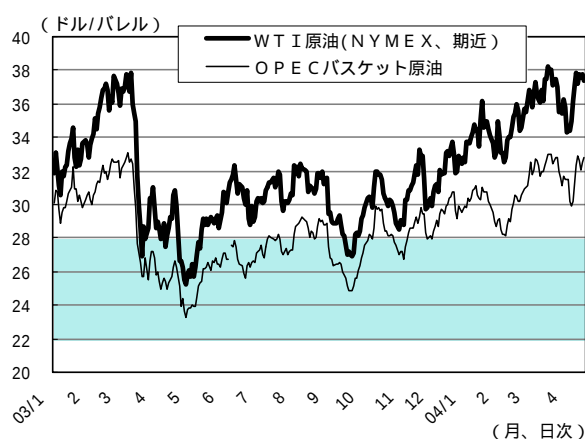
～ W T I 原油（期近物）は、3 月 17 日に約 13 年ぶりの高値となる 38 ドル台を付けた後、4 月初めには 34 ドル台に下落し、足元では再び 38 ドル近くまで反発している（図表 1）。相場が乱高下している背景には、イラクやサウジアラビアでのテロ事件に対する懸念に加えて、米国におけるガソリン市場の問題が大きな影響を与えている。

3 月下旬の原油価格上昇には、米国において行楽シーズン到来、製油所の定期改修、一部地域で実施されたガソリン品質規制強化、などによりガソリン需給の逼迫感が急速に強まったことが大きな影響を与えた（図表 2）。その後、予想を上回るガソリン価格上昇を受け、米環境保護局（E P A）がガソリン品質規制強化の凍結を検討すると発表すると、ガソリン価格は下落し、原油価格にも調整が入った。しかし、足元では、規制凍結の検討がなされる中で、景気回復や晴天に恵まれてガソリンは需要の増加に供給が追いつかない状況が続いており、ガソリン価格の反発にともなって原油価格も 38 ドル近くまで反発している。

米 E P A が現在検討している規制凍結については、対象地域がニューヨーク州、カリフォルニア州、コネチカット州の 3 州で、全米のガソリン消費量に対する割合が約 10% と小さいため、仮に凍結されてもガソリン需給を緩和させる力は限定的との見方が強い。米 E P A は、今後数週間以内に凍結するかしないか答えを出したいとしている。

以上のように、原油市場では、2000 年の時と同じようにガソリン市場の動向が原油価格に影響をおよぼす大きな要因となっており、原油価格はガソリンの消費がピークとなる夏場にかけて先安感が後退してきていることが見て取れる（図表 4）。

図表 1. 原油価格の動向



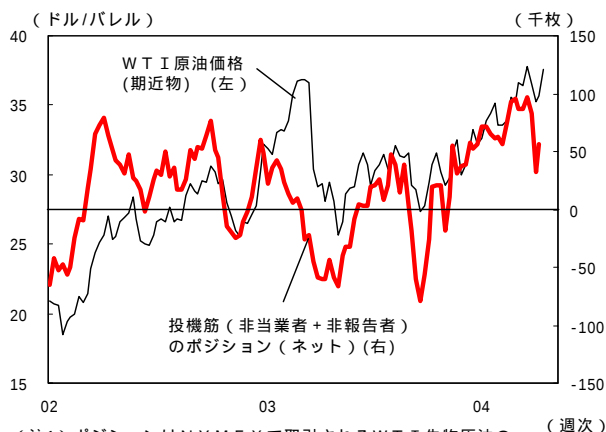
(注1) WTI原油の直近は4月16日、OPECバスケット原油の直近は4月15日
(注2) シャドーはOPECの目標価格帯(OPECバスケット原油価格で22～28ドル)

図表 2. 石油製品価格の動向



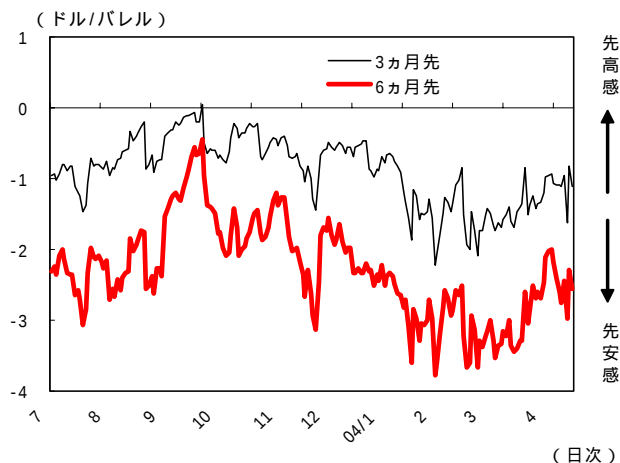
(注) NYMEX、直近は4月15日。

図表 3 . 投機筋のネット・ポジション



(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4月13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 . 期近物と期先物の価格差



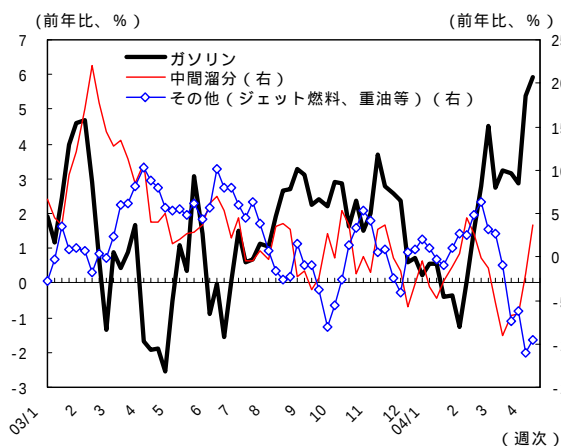
(注) 先物価格差 = 期先物価格 - 期近物価格

2 . 米国の需給動向

～ 景気回復と行楽シーズンのドライブ需要を背景にガソリン消費は高い伸びが続いている(図表 5)。ガソリン在庫は前年水準よりやや少ない程度だが、内訳をみると、特に低公害の改質ガソリンの在庫が前年水準を 2 割近くも下回っており、需給逼迫感が強い(図表 6)。

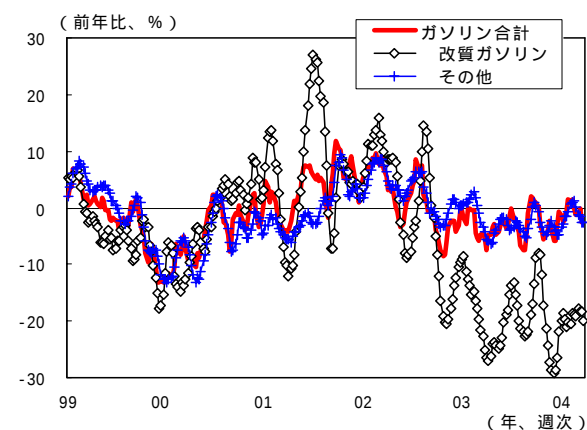
原油は、製油所の定期改修で精製投入量の伸びが減少に転じる一方、OPECの超過生産を背景に原油輸入の高い伸びが続いていることから、需給が緩んで在庫は増加傾向で推移している(図表 7、8)。最近の原油価格はガソリン市場の動向に引きずられて動いているが、景気が減速するか、あるいは景気が減速しなくてもガソリンが需要期を過ぎて需給逼迫感が後退してくれば、原油在庫の積み上がりが見直されて大きな調整局面を迎えるリスクをはらんでいる。

図表 5 . 米石油製品の消費動向



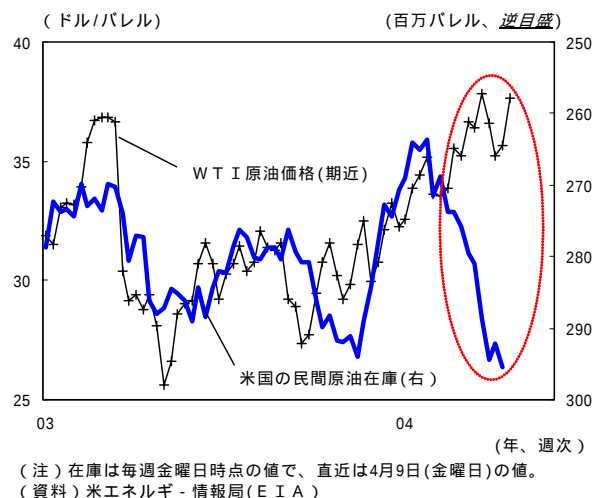
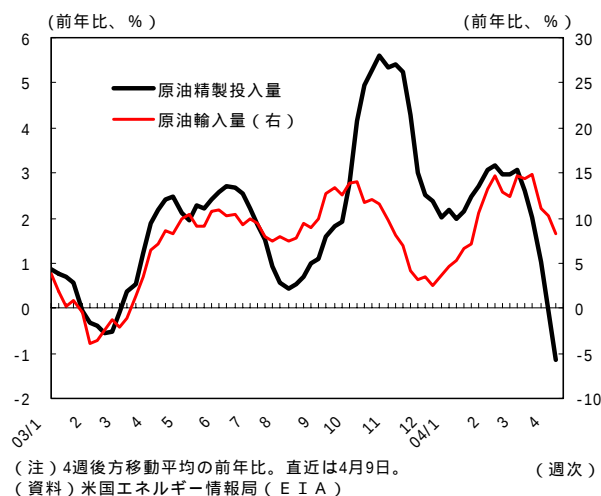
(注) 4週後方移動平均の前年比。直近は4月9日。
(資料) 米国エネルギー情報局(EIA)

図表 6 . 米ガソリンの在庫の内訳



(注) 在庫は毎週金曜日時点で、直近は4月9日(金曜日)の値。後方4週移動平均。

(資料) 米エネルギー情報局(EIA)



3. OPECの生産動向

～ OPECは3月31日の定例総会で、4月からの減産を予定通り実施することで合意した。しかし、OPECは価格が高いうちは加盟国の超過生産を容認する姿勢を示しており、増産を継続している様子である。

イラクの生産量は昨年11月から200万b/d前後で足踏み状態が続いていたが、パイプライン復旧にともなう輸出増加を受けて3月は238万b/dに回復している。最近、駐留米軍とイラク住民の衝突が激しさを増しているが、今のところ原油の生産・輸出に支障が生じているといった報道はない。

図表9. OPEC加盟国別の生産動向

(万バレル/日)								
国名	生産量(2月)	生産量(3月)	超過量(3月)	超過率(3月)	生産枠(～3月)	生産枠(4月～)	産油能力	稼働率
サウジアラビア	844.0	842.0	45.7	5.7%	796.3	763.8	1,000.0	84.2%
イラン	395.0	394.0	34.3	9.5%	359.7	345.0	410.0	96.1%
クウェート	221.0	223.0	26.4	13.4%	196.6	188.6	240.0	92.9%
UAE	228.0	227.0	13.2	6.2%	213.8	205.1	250.0	90.8%
カタール	74.0	75.0	11.5	18.1%	63.5	60.9	80.0	93.8%
ベネズエラ(注4)	254.0	253.0	-28.9	-10.3%	281.9	270.4	280.0	90.4%
ナイジェリア	228.0	231.0	29.2	14.5%	201.8	193.6	260.0	88.8%
インドネシア	99.0	98.0	-29.0	-22.8%	127.0	121.8	110.0	89.1%
リビア	149.0	149.0	17.8	13.6%	131.2	125.8	160.0	93.1%
アルジェリア	114.0	115.0	35.8	45.2%	79.2	75.0	130.0	88.5%
OPEC10カ国	2,606.0	2,607.0	157.0	6.4%	2,450.0	2,350.0	2,920.0	89.3%
イラク	200.0	238.0	-	-	-	-	250.0	95.2%
(うち輸出)	139.0	180.0	-	-	-	-	-	-

(注1) 超過量(3月) = 生産量(3月) - 生産枠(～3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(3月) / 産油能力 * 100

(資料) Bloomberg、イラクの輸出データはイラク国営石油販売会社

4．トピック：チャイナ・ファクターの再検討

～ 中国国家统计局によると、同国の 2004 年第 1 四半期の実質 GDP 成長率は前年同期比 +9.7%と 3 四半期連続して 9%を上回る高成長となった。内訳をみると、第一次産業が前年同期比 +4.5%、第二次産業が同比 +11.6%、第三次産業が同比 +7.7%と、製造業を中心とした積極的な設備投資が続き、今年の目標である 7%を上回る成長となった。

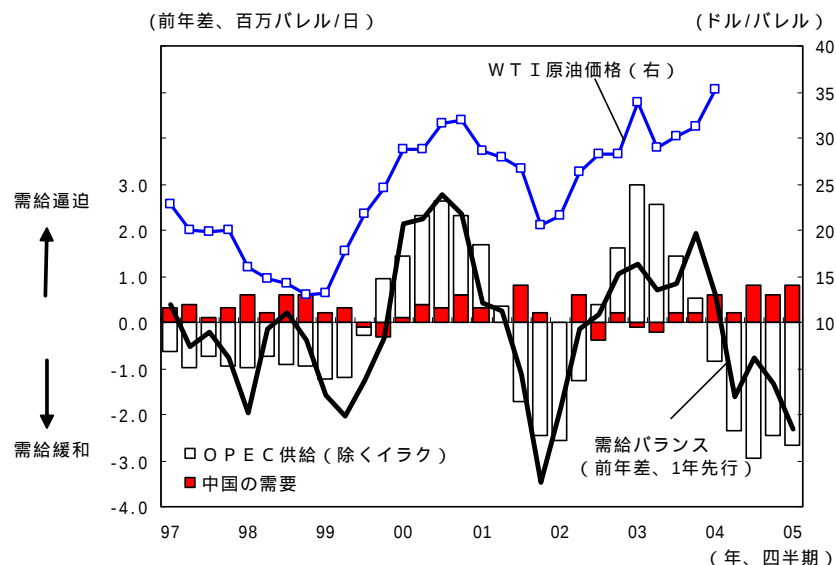
高成長にともなう中国の原材料需要の拡大は、原油や非鉄金属、鉄鋼などの国際商品市況の上昇をもたらしていると言われている。そこで、ここではチャイナ・ファクター（中国要因）が原油価格にどの程度の影響を及ぼしているのかをみてみた。

国際エネルギー機関（IEA）によると、2004 年の世界の原油需要は日量 8,020 万バレルと前年を日量 165 万バレル上回る見込みである。このうち、中国の原油需要は日量 610 万バレルと前年を日量 60 万バレル上回る見込みであり、世界の原油需要の増加分のうち約 4 割は中国によるものとなる。中国が世界の原油需要をけん引していると言ってもよいであろう。

ただ、世界の原油需給バランス（世界需要 - 世界供給）の前年差に対して、中国の需要拡大がどれだけ寄与しているかをみると、買い手としての存在感に比べて世界の需給バランスに及ぼしている影響は小さい（図表 10）。これは、世界の需給バランスの変動を決めているのは、中国をはじめとする世界需要であるが、同時に OPEC の生産政策など供給要因が需給バランスに与える影響の方が大きいためである。需給面から見る限り、最近の原油価格高騰は中国要因ではあまり説明できないだろう。

足元では、世界の原油需給バランスは需給緩和に転じており、原油価格を押し上げているのは米国市場のガソリン問題という地域的な要因である。いずれ価格が需給に見合った水準に落ち着くとすれば、38 ドルという高値が長く続くとは考えづらい。

図表 10．世界の原油需給バランス（前年差）に対する中国、OPEC の寄与



（注）需給バランスは当期の需要と、当期と1期前を1：2で加重平均した供給との差。

残差は、イラクの供給、非 OPEC の供給、中国以外の需要である。

（資料）IEA 『Oil Market Report』