

原油レポート

< 変動が増す原油価格 >

1. 原油市況 ~ なお 50 ドルを上回って荒い値動きが続く

WTI 先物原油は 10 月 1 日に 50 ドル（終値）の大台を初めて突破した後も上昇ピッチを緩めず、10 月 22 日には 55.17 ドルの史上最高値を更新した。その後、米国石油統計で原油在庫が回復してきていることや、中国の利上げの影響によって原油需要の伸びが鈍化するとの見方から急落したが、なお 50 ドルを上回って荒い値動きが続いている。

一方、代表的な中東産重質油でアジア向け価格の指標となっているドバイ原油はあまり上昇しておらず、現状は、欧米・軽質油（WTI、ブレントなど）が割高、アジア・重質油（ドバイ、オマーン原油など）が割安となっている。冬を前に北米や欧州では灯油の精製に適した軽質油に対する需要が増加する一方、紛争やストによって軽質油であるナイジェリア産原油の生産・輸出に支障が出ており、軽質油に対する需給逼迫懸念が高まっている。特に、米国ではハリケーンの後遺症で原油の生産・精製が減少しており、ヒーティングオイルの在庫が低水準にとどまったままである。供給面で目立った改善がない限り、短期的には価格が再び上昇する可能性がある。

2. トピック ~ 変動が増す原油価格

原油価格の値動きが荒くなっている。WTI 原油先物価格の変動幅を表す標準偏差は 1998 年頃から拡大し始め、2004 年になると拡大ピッチが加速している。価格の変動は、生産者や消費者にとっては収益やコストの変動を意味するが、ファンドにとっては収益機会の拡大を意味する。

ファンドの基本的な運用スタイルは、価格上昇局面では先物買い、価格下落局面では先物売りである。そして、先物市場における「利ざや」は現在と将来の価格差の割引現在価値であり、価格差が生じなければ「利ざや」はゼロである。つまり、ファンドは価格の変動がなければもうけることはできず、逆に価格の変動が大きければ大きいほど「利ざや」を稼ぐチャンスがある。米国先物取引市場に上場している商品先物の騰落率ランキングを見てみると、原油は高い上昇率を誇っており、収益機会の大きい投資対象であったことが窺われる。



お問合せ先 調査部（東京）丸山

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

次回の公表日は 2004 年 11 月 15 日（月）です。

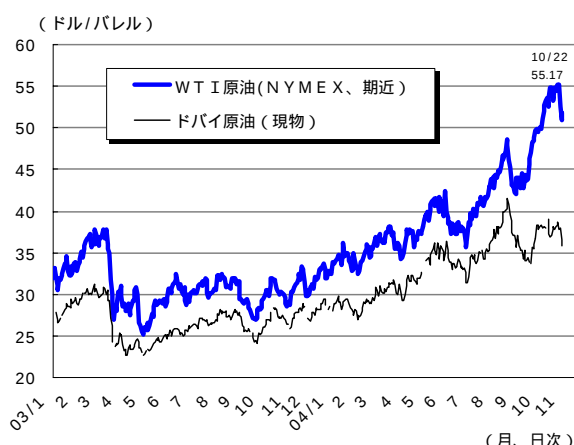
本レポートは情報提供を唯一の目的としており、何らかの金融商品の取引勧誘を目的としたものではありません。
また、掲載された意見・予測等は資料作成時点での判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

1. 原油市況：なお 50 ドルを上回って荒い値動きが続く

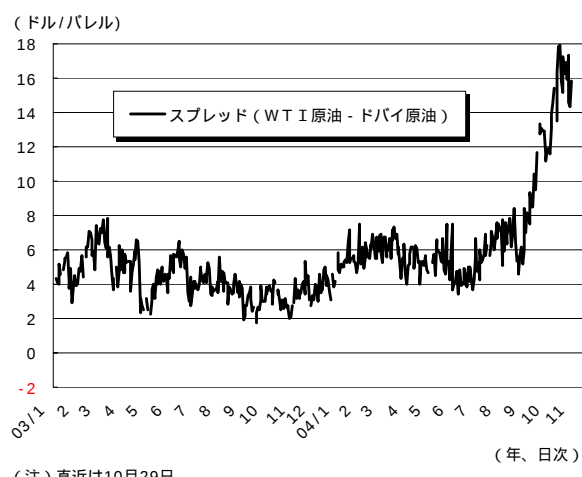
～ W T I 先物原油は 10 月 1 日に 50 ドル(終値)の大台を初めて突破した後も上昇ピッチを緩めず、10 月 22 日には 55.17 ドルの史上最高値を更新した(図表 1)。その後、米国石油統計で原油在庫が回復してきていることや、中国の利上げの影響によって原油需要の伸びが鈍化するとの見方から急落したが、なお 50 ドルを上回って荒い値動きが続いている。

一方、代表的な中東産重質油でアジア向け価格の指標となっているドバイ原油はあまり上昇しておらず、現状は、欧米・軽質油(W T I , プレントなど)が割高、アジア・重質油(ドバイ, オマーン原油など)が割安となっている(図表 2)。冬を前に北米や欧州では灯油の精製に適した軽質油に対する需要が増加する一方、紛争やストによって軽質油であるナイジェリア産原油の生産・輸出に支障が出ており、軽質油に対する需給逼迫懸念が高まっている。特に、米国ではハリケーンの後遺症で原油の生産・精製が減少しており、ヒーティングオイルの在庫が低水準にとどまったままである。供給面で目立った改善がない限り、短期的には価格が再び上昇する可能性がある。

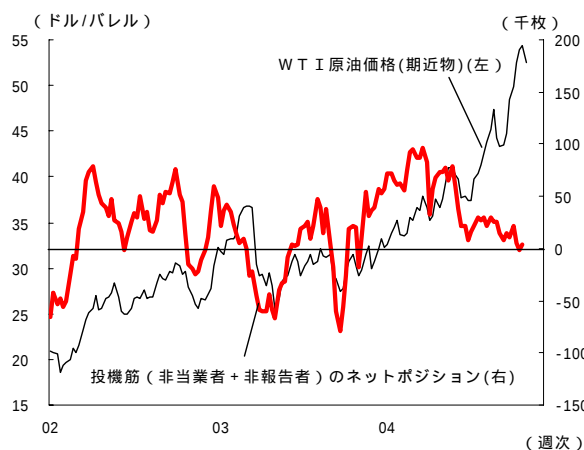
(図表 1) 原油市況の推移



(図表 2) W T I - ドバイ・スプレッドの推移

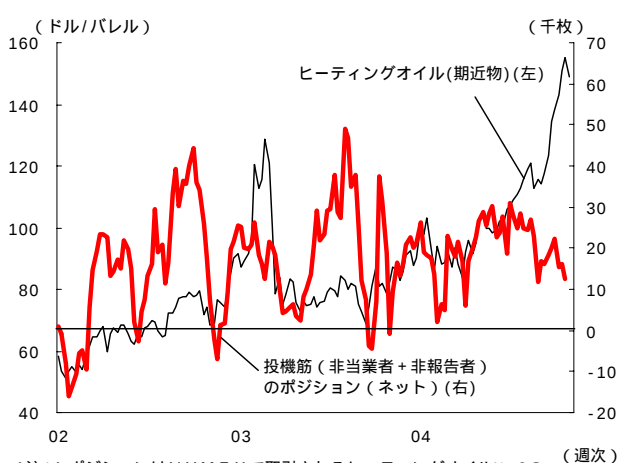


(図表 3) 投機家のネットポジション(原油)



(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10月26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)

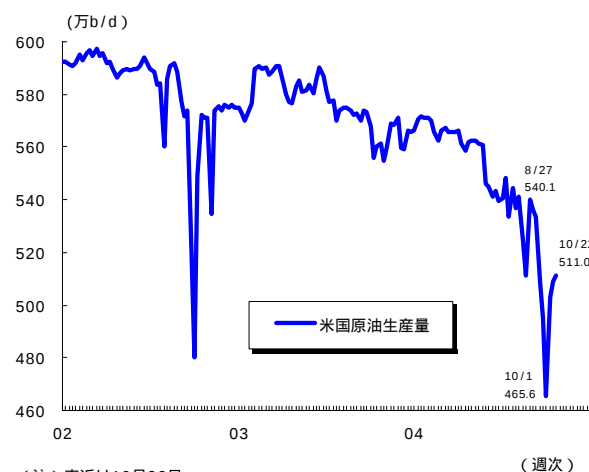


(注1) ポジションはNYMEXで取引されるヒーティングオイルNo.2のトレーダー建玉数を集計したもの。直近は10月26日公表値。
(注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザ以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で、ほとんどが投機を目的としていると推察される。

2. 米国の需給動向

～ 米国では、ハリケーンの後遺症によって原油生産が一時 70 万 b/d 以上も減少し、国内の原油需給逼迫を招いた（図表 5）。足元では直近最低値（465.8 万 b/d）から 40 万 b/d 強の回復を示しているが、元の水準に回復するまでにはもう少し時間がかかりそうである。また、製油所の復旧作業も遅れている模様で、稼働率は 89.19% となお低水準にとどまっている（図表 6）。

（図表 5）米国の原油生産量

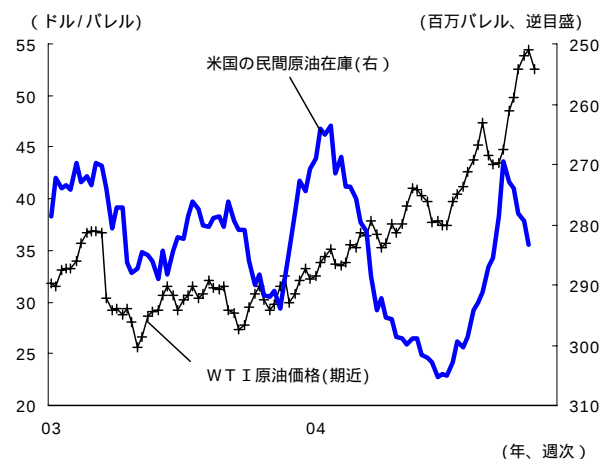


（図表 6）米国の製油所稼働率

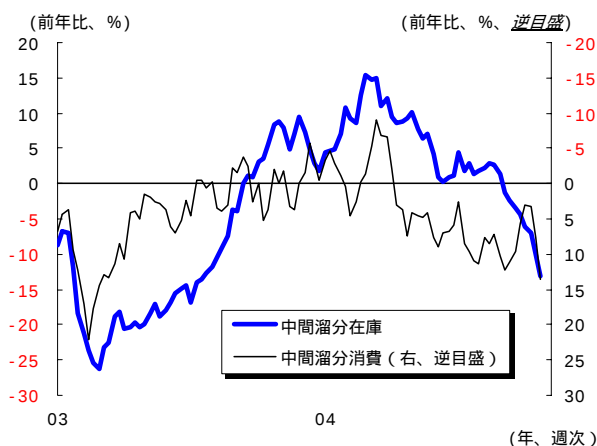


～ 原油生産が徐々に回復し、民間の原油在庫が 5 週連続して増加した。足元では原油在庫の積み上がりが、原油価格の下落要因になった（図表 7）。これに対して、中間溜分（灯油や軽油の総称）は堅調を続ける消費に生産が追いつかず、在庫の前年比マイナス幅が拡大し、本格的な冬の到来を前に暖房供給に対する懸念が高まっている（図表 8）。

（図表 7）原油価格と米国民間原油在庫



（図表 8）米国：中間溜分の在庫と消費



3. O P E C の生産動向

～ O P E C 10 カ国(除くイラク)の9月の原油生産量は、前月より 16 万 b/d 増加して 2,827 万 b/d となった。一方、イラクを含めた O P E C 11 カ国の原油生産量は、前月より 61 万 b/d 増加して 3,053 万 b/d となった。サウジアラビアが生産余力を持つが、各産油国ともほとんどフル生産の状態である。

O P E C は 10 月の月次報告書で、3,000 万 b/d を超える高水準の産出量にもかかわらず価格が下落しない理由として、O P E C が増産した原油は重質油であり、灯油や軽油の精製に適した軽質油ではないことを挙げている。冬の暖房シーズンを前に軽質油に対する需要が増加する中、軽質油と重質油の需給アンバランスが生じている。中東地域で産出される原油はそのほとんどが重質油であり、O P E C が増産しても軽質油の需給を緩和する力は限定的である。

(図表 9) O P E C の生産動向

国名	生産量(8月)	生産量(9月)	超過量(9月)	超過率(9月)	生産枠(8月～)	生産枠(11月～)	産油能力	稼働率	生産余力(9月)
サウジアラビア	965.0	973.0	144.2	17.1%	845.0	877.5	1,040.0	93.6%	67.0
イラン	398.0	394.0	19.6	5.1%	381.7	396.4	410.0	96.1%	16.0
クウェート	240.0	247.0	42.4	20.3%	208.7	216.7	245.0	100.8%	-2.0
U A E	245.0	245.0	22.5	9.9%	226.9	235.6	255.0	96.1%	10.0
カタール	80.0	80.0	13.9	20.6%	67.4	70.0	80.0	100.0%	0.0
ベネズエラ(注4)	263.0	262.0	-31.4	-10.5%	299.2	310.7	275.0	95.3%	13.0
ナイジェリア	240.0	242.0	31.9	14.9%	214.2	222.4	255.0	94.9%	13.0
インドネシア	95.0	95.0	-37.2	-27.6%	134.7	139.9	100.0	95.0%	5.0
リビア	161.0	161.0	24.5	17.6%	139.2	144.6	160.0	100.6%	-1.0
アルジェリア	124.0	128.0	46.6	56.1%	83.0	86.2	128.0	100.0%	0.0
O P E C 10カ国	2,811.0	2,827.0	277.0	10.7%	2,600.0	2,700.0	2,948.0	95.9%	121.0
イラク	181.0	226.0	-	-	-	-	250.0	90.4%	24.0

(注1) 超過量 (9月) = 生産量 (9月) - 生産枠 (8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 (9月) / 産油能力 * 100

(注6) 生産余力 = 産油能力 - 生産量 (9月)

(資料) Bloomberg

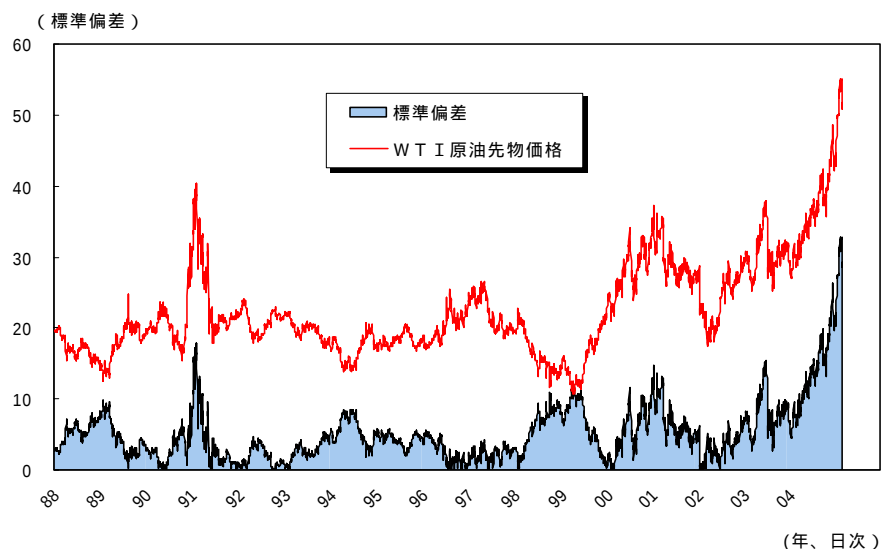
4. トピック ; 変動が増す原油価格

～ 原油価格の値動きが荒くなっている。一般的に価格の変動の大きさは平均からの乖離を表す「標準偏差」によって簡便的に示すことができるが、W T I 原油先物価格の標準偏差は 1998 年頃から拡大し始め、2004 年になると拡大ピッチが加速していることが見て取れる (図表 10)。

1998 年は、原油市場にとって一つの区切りを迎えた年として記憶される。すなわち、アジア通貨危機発生による同地域の需要減退を過小評価した O P E C は、1997 年 11 月のジャカルタ総会で生産枠引き上げを決定し、その後の価格暴落を招いた。この時から、O P E C は「ジャカルタ総会を忘れるな (remember the Meeting in Jakarta)」を合言葉に、

減産政策によって価格への影響力を強めていくのである。そして、2004 年は、イラクをはじめとする中東情勢の不安定さ、ベネズエラやナイジェリアの政情不安、ロシア最大の石油企業ユコス破綻の問題、ハリケーン等の異常気象など、原油市場をめぐる環境が不確実性を増し、これまでになく価格の変動が激しくなっている。

(図表 10) W T I 原油先物価格と標準偏差の推移



(注1) データはNYMEXのWTI原油価格(期近)を使用。直近は2004年10月29日。

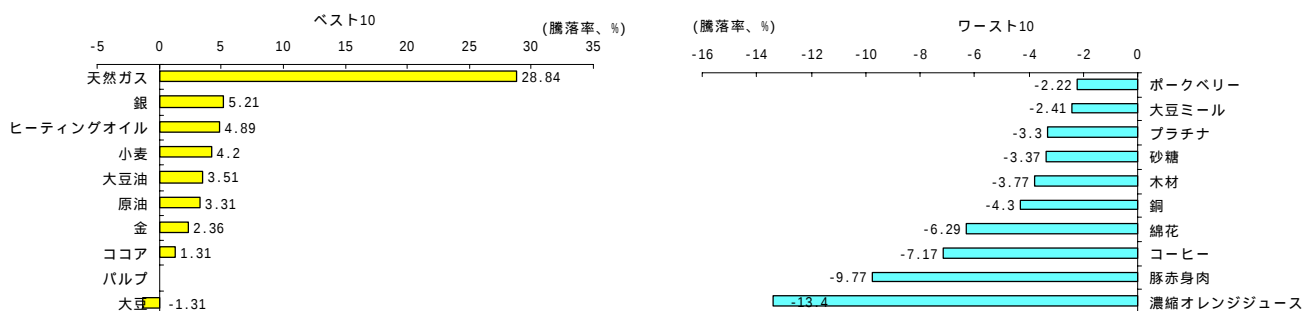
(注2) 標準偏差は、各データと平均値との差の2乗の平方根。
値が大きいほど平均値から乖離していることを示す。

価格の変動は、生産者や消費者にとっては収益やコストの変動を意味するため歓迎されない。その一方で、価格の変動は、商品を運用するファンドや投機家にとっては収益機会の拡大を意味するため歓迎される。ファンドや投機家の基本的な運用スタイルは、価格上昇局面では先物買い、価格下落局面では先物売りである。そして、先物市場における「利ざや」は、現在と将来の価格差の割引現在価値であり、価格差が生じなければ「利ざや」はゼロである。つまり、ファンドや投機家は、価格の変動がなければもうけることはできず、逆に価格の変動が大きければ大きいほど「利ざや」を稼ぐチャンスがある。

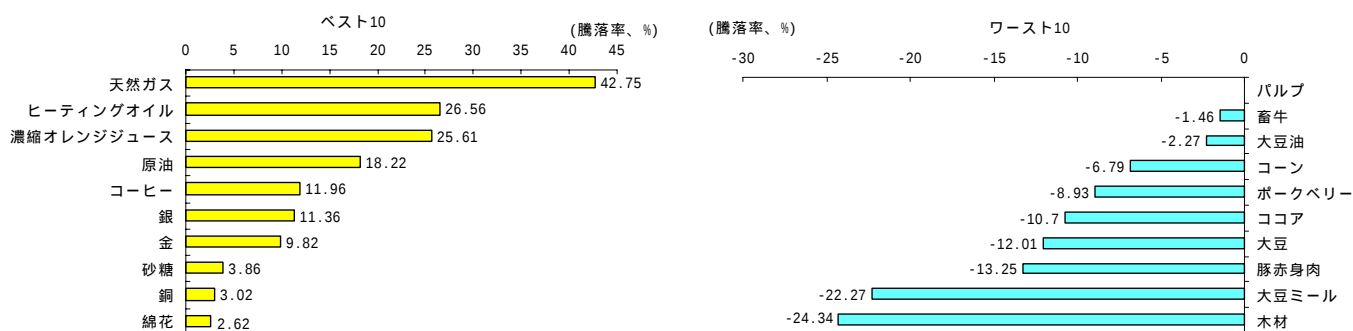
そこで、価格の変動に注目して米国先物取引市場に上場している商品先物の騰落率ランキングを見てみると、原油は直近 1 ヶ月では + 3.31%、直近 3 ヶ月では + 18.22%、直近 6 ヶ月では + 38.52%、直近 1 年間では + 77.88%と極めて高い上昇率を誇っている(図表 11)。直近 1 年間のNYダウ工業株 30 種平均(終値)の騰落率が + 2.3%、ナスダック株価指数が + 2.2%、米ドル・円レート(NY市場・終値・仲値)が - 3.6%であったことを考えると、原油は他の商品先物だけでなく、株式や為替といった金融資産と比べても収益機会の大きい投資対象であったと言える。変動が増している原油は、リスクも大きい、リターンも大きい「ハイリスク・ハイリターン」の投資商品としての性格を強めている。

(図表 11) 商品先物の騰落率ランキング^(注)(出所; Bloomberg 社)

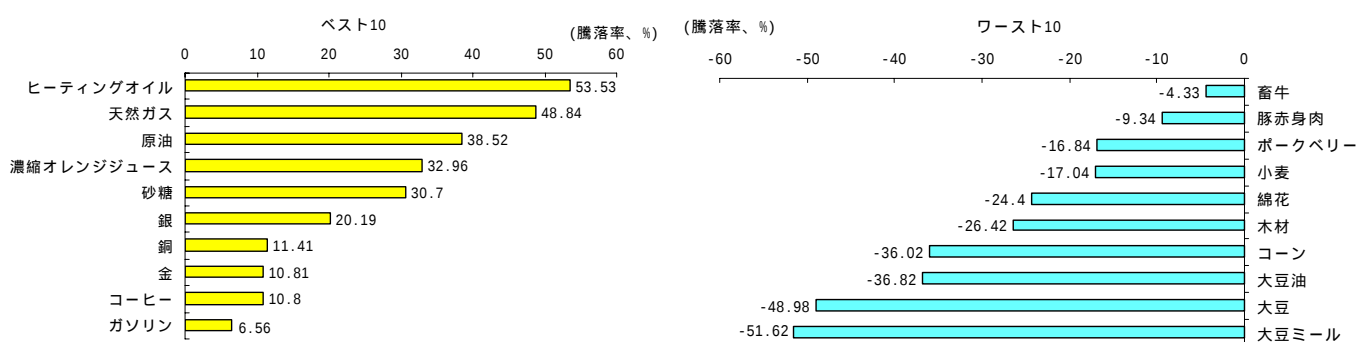
< 直近 1 ヶ月 : 2003/10/1 ~ 2004/10/29 >



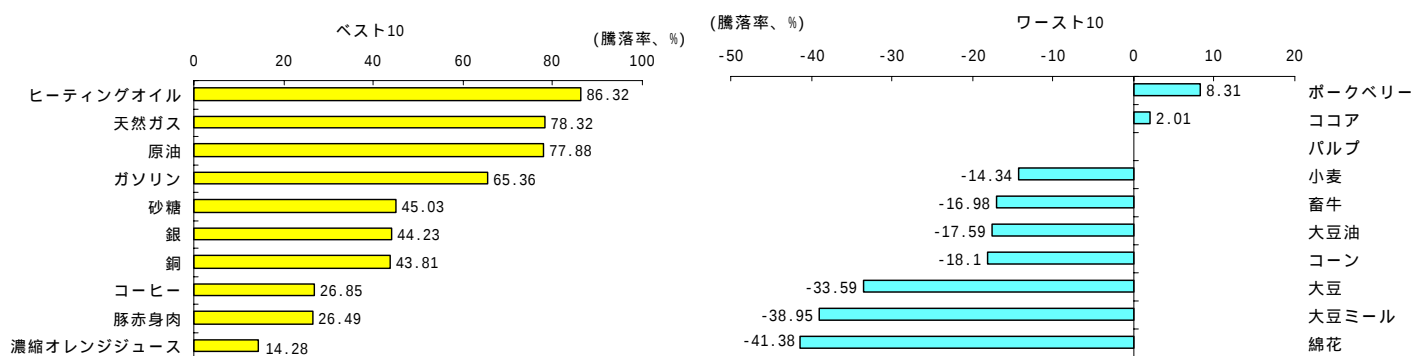
< 直近 3 ヶ月 : 2003/7/30 ~ 2004/10/29 >



< 直近 6 ヶ月 : 2003/4/30 ~ 2004/10/29 >



< 直近 1 年 : 2003/10/31 ~ 2004/10/29 >



(注) 商品先物収益率は、価格上昇率が高い順にベスト 10、下落率が大きい順にワースト 10 となっている。ワースト 10 に入っている商品先物でも、先物売ってれば収益率はプラスとなることに注意。