

原油レポート

< 暖房シーズンの相場を見通す >

1. 原油市況；すでにピークアウト、足元は短期的な価格上昇

WTI 先物原油は、足元で暖房油（軽油含む）や天然ガスの在庫レベルの低下から、暖房シーズン突入を前に需給逼迫懸念が再燃し、価格は再び 50 ドル近くまで上昇している。ただ、これまでの価格上昇や世界景気の回復テンポの弱まりを受けて需要見通しが下方修正されており、原油市況はすでにピークアウトした可能性が高い。足元の価格上昇は、暖房シーズンを控えた短期的な動きであると考えられる。

その証拠に、ドバイ原油と WTI 原油とのスプレッドが、足元で再び拡大しており、暖房油の精製に適した欧米・軽質油が割高、アジア・重質油が割安となっている。冬場の需要期に入る北米や欧州では、需給逼迫感から最終需要家を中心に暖房油の在庫を手当てする動きが拡大し、「暖房油価格の上昇」→「WTI 原油価格の上昇」という連鎖を招いていると推測される。

2. トピック；暖房シーズンの相場を見通す

原油市場では本格的な冬の到来を前に、暖房油の在庫レベルや気象情報に関心が集まっている。足元の暖房油（軽油含む）の在庫水準は通常レベルの下限を割り込んでいるが、気温（米北東部）は平年を上回って推移している。暖房シーズンは気象という予測困難なものを相手にしなければならず、原油相場の先行きは読みにくい。EIA は気温が昨年よりやや低いとの想定から、今年の冬の暖房油の需要を約 420 万 b/d と昨年の冬を 10 万 b/d 程度上回ると予想している。そして、暖房油の価格は今後も高止まりが続き、昨年の冬を 29% も上回ると予想している。暖房油価格の上昇は、暖房油の生産に用いる原油の需要増加を招くとの思惑や、市場間取引を通じて原油価格の上昇をもたらす。市場では、早くも原油価格は年内に 40 ドルまで下落するとの見方も出てきているようだが、暖房油の在庫レベルが低位にとどまる中で、気温が想定以上に低下すれば、暖房油価格の上昇が原油価格を押し上げるであろう。先行きについて強気の見方と弱気の見方が交錯し、踊り場を迎えた感のある原油相場だが、しばらくは気象予報によって原油価格が想定より上振れする可能性が残る。当社では、WTI 原油先物価格を 2004 年 10-12 月期（期中平均）で 51 ドル、暖房シーズン明けが見えてくる 2005 年 1-3 月期で 45 ドルと予想している。



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 12 月 13 日（月）です。

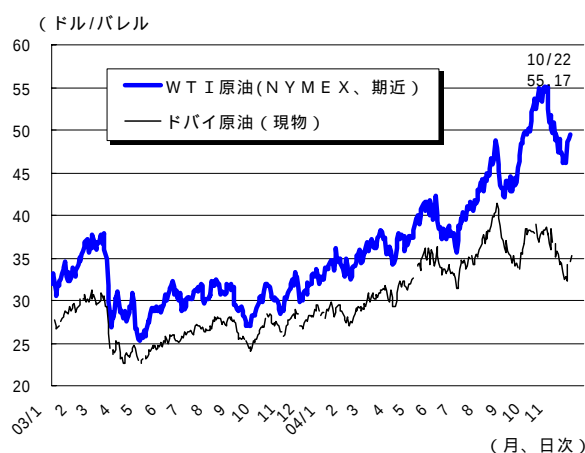
本レポートは情報提供を唯一の目的としており、何らかの金融商品の取引勧誘を目的としたものではありません。
また、掲載された意見・予測等は資料作成時点での判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

1. 原油市況；すでにピークアウト、足元は短期的な価格上昇

～ W T I 先物原油は 10 月 22 日に 55.17 ドルの史上最高値（終値ベース）を付けた後、米国石油統計で原油在庫が回復してきたことや、世界景気の先行き懸念が強まってきたことなどから 11 月 16 日には 46.11 ドルまで急落した。しかし、足元では暖房油（軽油含む）や天然ガスの在庫レベルの低下から、暖房シーズン突入を前に需給逼迫懸念が再燃し、価格は再び 50 ドル近くまで上昇している。

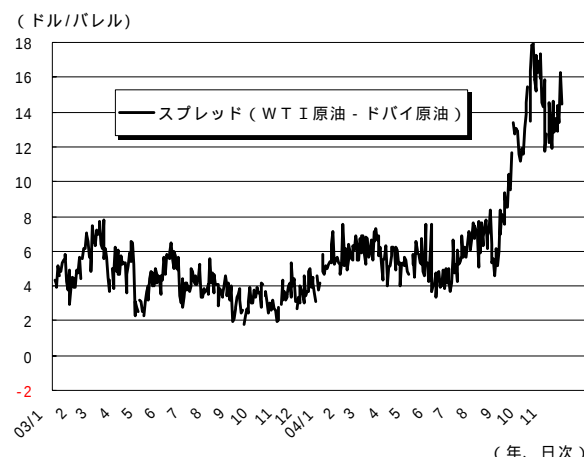
ただ、これまでの価格上昇や世界景気の回復テンポの弱まりを受けて需要見通しが下方修正されており、原油市況はすでにピークアウトした可能性が高い。足元の価格上昇は、暖房シーズンを控えた短期的な動きであると考えられる。その証拠に、代表的な中東産重質油でアジア向け価格の指標となっているドバイ原油と W T I 原油とのスプレッドが、足元で再び拡大しており、暖房油の精製に適している欧米・軽質油（W T I , プレントなど）が割高、アジア・重質油（ドバイ, オマーン原油など）が割安となっている。冬の需要期に入る北米や欧州では、需給逼迫感から最終需要家を中心に暖房油の在庫を手当てする動きが拡大し、「暖房油価格の上昇」→「W T I 原油価格の上昇」という連鎖を招いていると推測される。

（図表 1）原油市況の推移



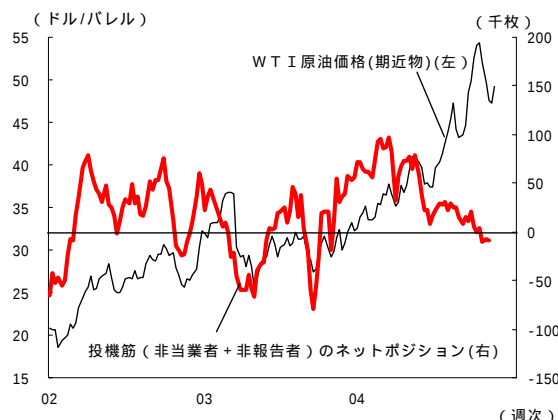
（注）直近は11月26日

（図表 2）W T I - ドバイ・スプレッドの推移



（注）直近は11月26日

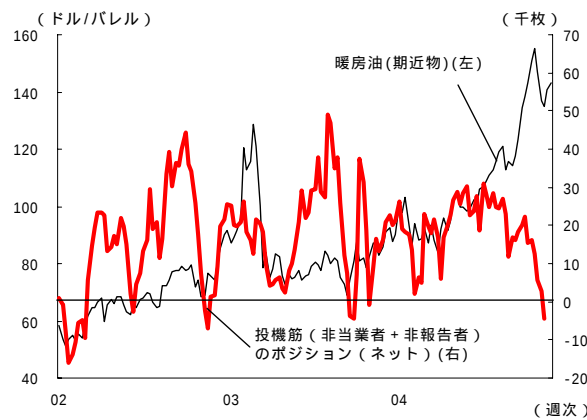
（図表 3）投機家のネットポジション(原油)



（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11月16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)



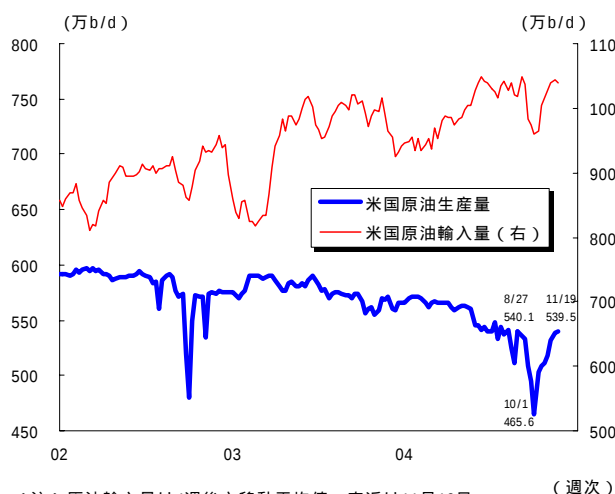
（注1）ポジションはNYMEXで取引されるヒーティングオイルNo.2のトレーダー建玉数を集計したもの。直近は11月16日公表値。

（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；生産は本格回復、稼働率も 90% 台に上昇

～ 米国ではハリケーン襲来による被害で原油の生産・輸入が大きく減少し、国内の原油需給逼迫を招いたが、足元では生産・輸入とも本格回復している（図表 5）。また、製油所の稼働率も 90% 台に戻しており、今後は、製品需給の逼迫感も徐々に薄らいでいく見込みである（図表 6）。

（図表 5）米国の原油生産量

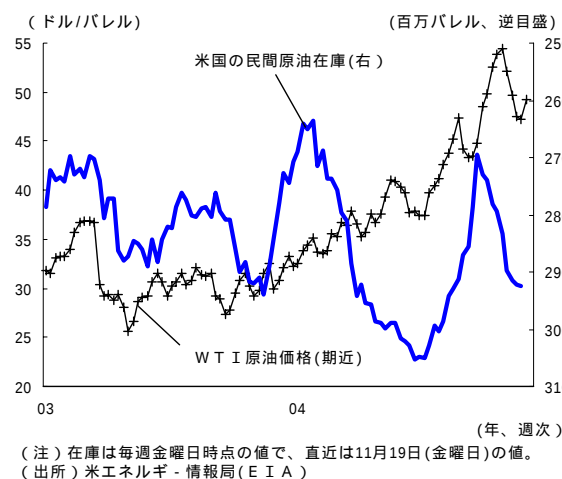


（図表 6）米国の製油所稼働率

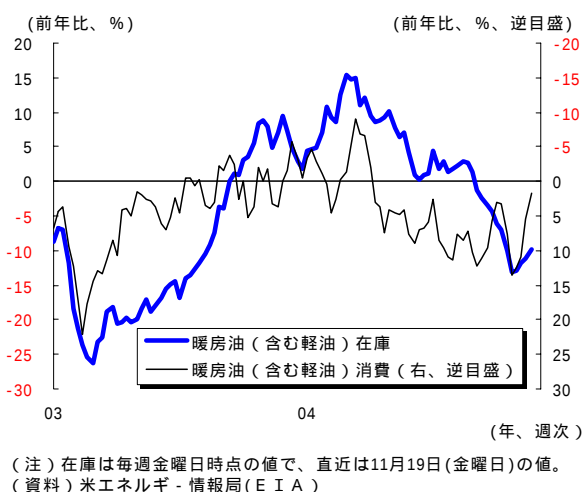


～ 原油生産の回復や輸入の増加を受けて民間の原油在庫が 9 週連続して増加し、原油価格の下押し要因になっているが、市場の関心は暖房油の在庫レベルに集まっている（図表 7）。その暖房油（軽油を含む）の在庫は、製油所の稼働率回復と消費の伸び鈍化を受けて前年比マイナス幅が縮小してきているが、本格的な暖房シーズン到来を前に暖房供給に対する懸念はなお強い（図表 8）。

（図表 7）原油価格と米国民間原油在庫



（図表 8）暖房油（軽油含む）の在庫と消費



3. O P E Cの生産動向；フル生産が続く

～ O P E C 10 カ国（除くイラク）の 10 月の原油生産量は、前月より 13 万 b/d 増加して 2,836 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 15 万 b/d 増加して 3,061 万 b/d となった。サウジアラビアが若干の生産余力を持つが、各産油国ともほとんどフル生産を続けている。

O P E C は 12 月 10 日（金）に開催する臨時総会で、原油相場が踊り場を迎えていることを受けて、今後の減産（生産枠引き下げ）について協議する案が浮上している模様である。O P E C のプルノモ議長は、2005 年第 2 四半期になれば需要が減少して、原油価格は下落するとの見通しを示すなど、冬場の需要期明けに価格が急落することを懸念していることが窺われる。ただ、価格が落ち着いてきたとは言ってもなお高値圏で推移している上に、北半球が本格的な暖房シーズンに入りつつある時に減産決定するのは時期尚早との見方も強い。

また、O P E C 加盟国はようやく産油能力の増強投資に本腰を入れ始めたところであり、価格が高いうちに出来るだけ増産したいというのが本音であろう。サウジアラビアのリーダーシップ次第では来年以降の減産が決定される可能性も残るが、結局、高価格下で減産を決定しても超過生産はあまり減らないと見られる。O P E C は当面現状の生産枠（2,700 万 b/d）を維持したまま、価格見合いで生産枠超過分をコントロールしていくと予想される。

（図表 9）O P E C の生産動向

									（万バレル/日）
国名	生産量(9月)	生産量(10月)	超過量(10月)	超過率(10月)	生産枠(8月～)	生産枠(11月～)	産油能力	稼働率	生産余力(10月)
サウジアラビア	973.0	978.0	149.2	17.7%	845.0	877.5	1,040.0	94.0%	62.0
イラン	394.0	396.0	21.6	5.7%	381.7	396.4	410.0	96.6%	14.0
クウェート	247.0	247.0	42.4	20.3%	208.7	216.7	250.0	98.8%	3.0
U A E	245.0	248.0	25.5	11.2%	226.9	235.6	255.0	97.3%	7.0
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)	262.0	258.0	-35.4	-11.8%	299.2	310.7	275.0	93.8%	17.0
ナイジェリア	238.0	240.0	29.9	14.0%	214.2	222.4	255.0	94.1%	15.0
インドネシア	95.0	97.0	-35.2	-26.1%	134.7	139.9	100.0	97.0%	3.0
リビア	161.0	163.0	26.5	19.0%	139.2	144.6	163.0	100.0%	0.0
アルジェリア	128.0	129.0	47.6	57.3%	83.0	86.2	130.0	99.2%	1.0
O P E C 10カ国	2,823.0	2,836.0	286.0	11.0%	2,600.0	2,700.0	2,958.0	95.9%	122.0
イラク	223.0	225.0	-	-	-	-	250.0	90.0%	25.0

（注1）超過量（10月）＝生産量（10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（10月）／産油能力×100

（注6）生産余力＝産油能力－生産量（10月）

（資料）Bloomberg

4．トピック；暖房シーズンの相場を見通す

～ 原油市場では本格的な冬の到来を前に、暖房油の在庫レベルや気象情報に関心が集まっている。11月24日発表の米国週次石油統計によると、暖房油（軽油含む）の在庫水準は115.6万b/dと通常レベル（120.1b/d～141.4万b/d、5ヵ年平均±標準偏差）の下限をすでに割り込んでおり、冬の暖房油供給に対する不安が高まっている。WTI原油先物価格は一時46ドル台まで急落していたが、足元では暖房油の在庫取り崩しなどを受けて再び50ドル近くまで上昇するなど、暖房油不安が原油価格の押し上げ要因となっている。ただ、米国の冬の暖房油需要の約4分の3を占める北東部の気温は平年を上回って推移しており、今のところ気候は暖冬傾向である。いずれにしても、暖房シーズンは気象という予測困難なものを相手にしなければならず、原油相場の先行きは読みにくい。投機ファンドの中には12月の決算期を前に早々とポジションを手仕舞いする動きも見られるようだ。

暖房シーズンにおける原油相場を見通す前に、米国の暖房油の需給構造を見ておこう。2003年における暖房油の需要は394万b/d、国内供給は371万b/d、輸入は34万b/dとなっている（国内供給と輸入の和から需要を引いた11万b/dは在庫の積み増しである）。輸入は主に欧州からのもので、2003年の輸入比率は8.6%と1995年の6.0%から上昇してきている。主要輸入先である欧州も今年は米国と同様に暖房油の在庫水準は低く、寒波の襲来が予想されているため、輸出余力は小さいと見られている。ただ、米国の暖房油の市況は、海外の需給動向よりも米国内の需給動向が圧倒的に大きな影響を及ぼすので、今後の見通しを考える上では国内要因がより重要である。

米国内の需給動向については、米国エネルギー情報局（EIA）が10月6日に発表した『*Winter Fuel Outlook：2004-2005*』が参考になる。報告書では気温が昨年よりやや低いとの想定から、今年の冬（2004年10月～2005年3月）の暖房油の需要を約420万b/dと昨年の冬を10万b/d程度上回ると予想している。そして、暖房油の価格は今後も高止まりが続き、昨年の冬を29%も上回ると予想している。

暖房油価格の上昇は、暖房油の生産に用いる原油の需要増加を招くとの思惑や、市場間取引を通じて原油価格の上昇をもたらす（参考：原油レポート No.35『なぜガソリン価格が上がると原油価格も上がるのか』）。市場では、早くも原油価格は年内に40ドルまで下落するとの見方も出てきているようだが、暖房油の在庫レベルが低位にとどまる中で、気温が想定以上に低下すれば、暖房油価格の上昇が原油価格を押し上げるであろう。先行きについて強気の見方と弱気の見方が交錯し、踊り場を迎えた感のある原油相場だが、しばらくは気象予報によって原油価格が想定より上振れする可能性が残る。当社では、WTI原油先物価格を2004年10-12月期（期中平均）で51ドル、暖房シーズンが明けてくる2005年1-3月期（期中平均）で45ドルと予想している。