

原油レポート

< 2005 年は循環的な価格下落局面へ >

1. 原油市況 ~ ピークアウトした可能性が高い

WTI 先物原油はメキシコ湾岸を襲ったハリケーン（「アイバン」）による被害拡大を受けて、米国内の需給逼迫感が急速に強まり、10月22日に55.17ドルの史上最高値（終値ベース）を付けた。しかし、その後は、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下落に転じている。さらに、足元ではナイジェリアのスト回避などを受けて47ドル台まで下落しており、原油市況はすでにピークアウトした可能性が高い。

ただ、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WTI原油のスプレッドはピーク時よりは縮小しているものの、依然として欧米・軽質油が割高、アジア・重質油が割安となっている。冬を前に北米や欧州では需給逼迫懸念がなお根強く、特に米国ではヒーターオイルの在庫が低水準にとどまっているため、短期的には価格が強含む可能性が残る。

2. トピック ~ 2005 年は循環的な価格下落局面へ

あらゆる商品（一次産品）の需給には、供給制約に起因する「循環性」が存在する。これは金融資産には見られない一次産品特有の性格である。

すなわち、1) 景気の拡大によって需要が増加する一方、供給はすぐには増やせないため需給が逼迫する、2) 需給逼迫によって価格が上昇し、資源国の開発投資が増加する、3) 開発投資の効果がでてきて供給が増加する一方、価格の上昇によって需要の増加テンポが鈍化するため需給が緩和する、4) 需給緩和によって価格が下落し、資源国の開発投資が減少する、というコモディティ・サイクル（1→2→3→4→1）がある。

これを原油にあてはめてみると、前述の1)、2)を経て、今後は3)、4)のサイクルに入ってくる見込みである。コモディティ・サイクルから2005年の原油相場を見通すと、需給面からは循環的な価格下落局面に入る公算が大きい。



お問合せ先 調査部（東京）丸山

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

次回の公表日は2004年11月29日（月）です。

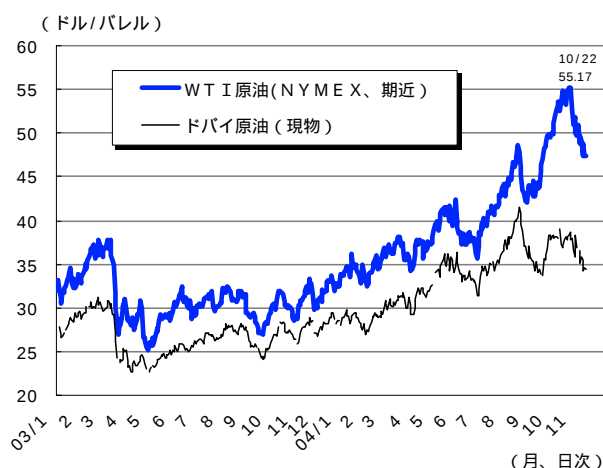
本レポートは情報提供を唯一の目的としており、何らかの金融商品の取引勧誘を目的としたものではありません。
また、掲載された意見・予測等は資料作成時点での判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

1. 原油市況：ピークアウトした可能性が高い

～ W T I 先物原油はメキシコ湾岸を襲ったハリケーン(「アイバン」)による被害拡大を受けて、米国内の需給逼迫感が急速に強まり、10月22日に55.17ドルの史上最高値(終値ベース)を付けた。しかし、その後は、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下落に転じている。さらに、足元では、ナイジェリアのスト回避などを受けて47ドル台まで下落しており、原油市況はすでにピークアウトした可能性が高い。

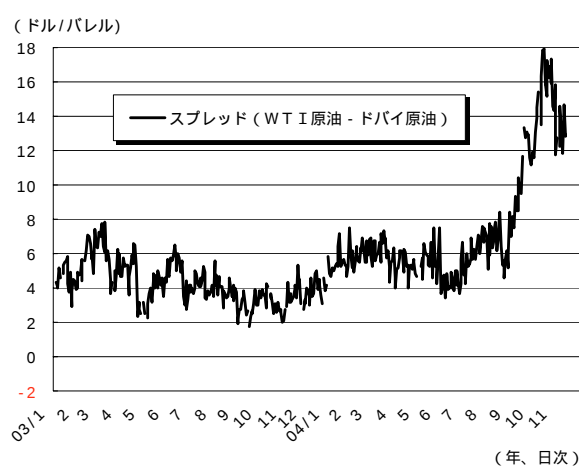
ただ、代表的な中東産重質油でアジア向け価格の指標となっているドバイ原油とW T I 原油のスプレッドはピークより縮小しているものの、依然として欧米・軽質油(W T I , ブレントなど)が割高、アジア・重質油(ドバイ, オマーン原油など)が割安となっている。冬を前に北米や欧州では需給逼迫懸念がなお根強く、特に米国ではヒーティングオイルの在庫が低水準にとどまっているため、短期的には価格が強含む可能性が残る。

(図表1) 原油市況の推移



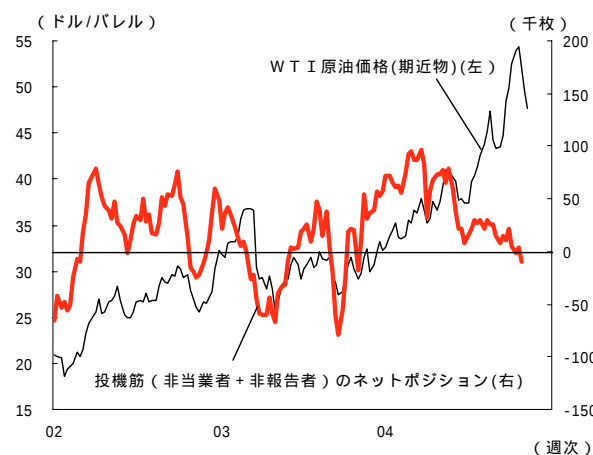
(注)直近は11月12日

(図表2) W T I - ドバイ・スプレッドの推移



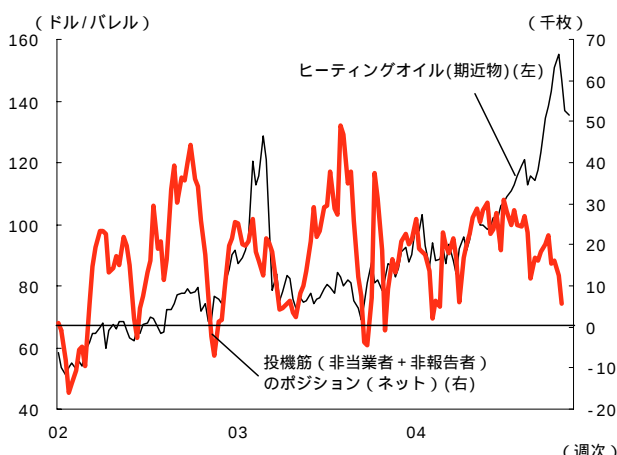
(注)直近は11月12日

(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WTI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2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)

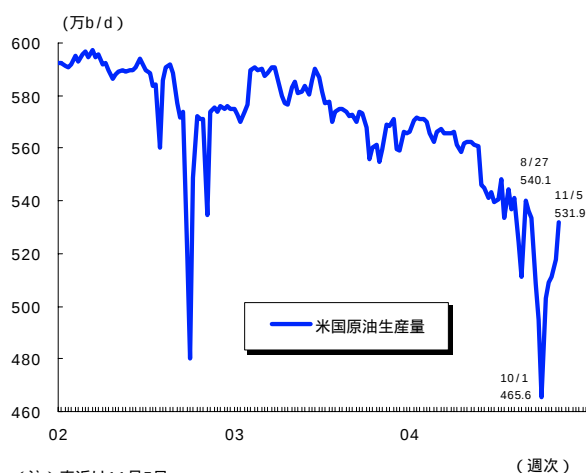


(注1) ポジションはNYMEXで取引されるヒーティングオイルNo.2のトレーダー建玉数を集計したもの。直近は11月2日公表値。
(注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザ以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で、ほとんどが投機を目的としていると推察される。

2. 米国の需給動向

～ 米国ではハリケーン襲来による被害で原油生産が一時 70 万 b/d 以上も減少し、国内の原油需給逼迫を招いたが、足元ではほぼ元の水準まで回復した。また、製油所の復旧作業も徐々に進んでいる模様で、稼働率は 8 週間ぶりに 90% 台を回復した（図表 6）。

（図表 5）米国の原油生産量

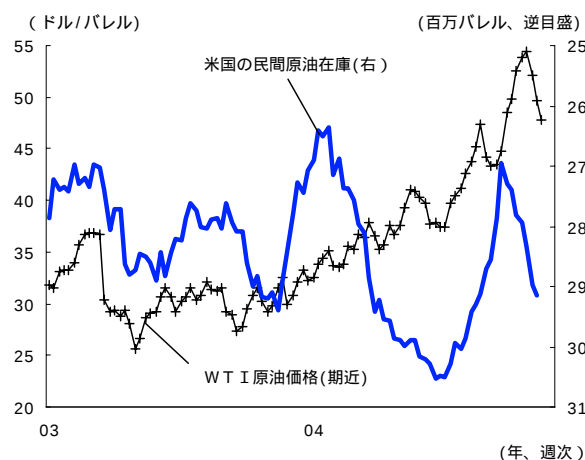


（図表 6）米国の製油所稼働率

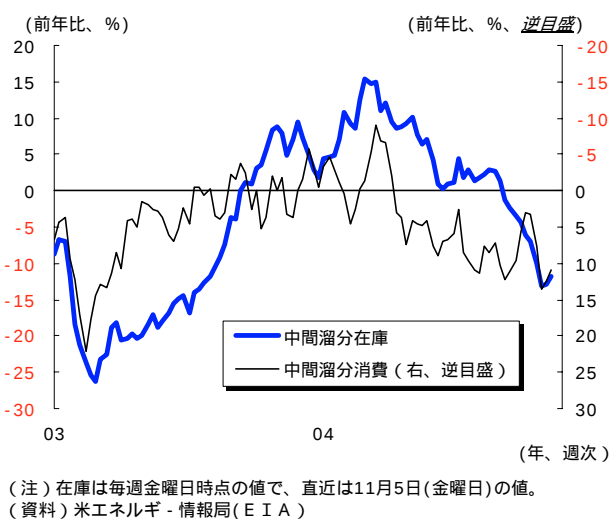


～ 原油生産の回復を受けて民間の原油在庫が 7 週連続して増加し、原油価格の下落要因になっている（図表 7）。中間溜分（灯油や軽油の総称）在庫も、製油所の稼働率回復によって前年比マイナス幅の拡大に歯止めがかかりつつあるが、本格的な冬の到来を前に暖房供給に対する懸念はなお強い（図表 8）。

（図表 7）原油価格と米国民間原油在庫



（図表 8）米国：中間溜分の在庫と消費



3. OPECの生産動向

～ OPEC 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 OPEC 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。

OPEC 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、OPEC 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、OPEC の増産が需給を緩和させる力は限定的となっている。

（図表 9）OPEC 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
UAE	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
OPEC 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）ベネズエラの実績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；2005 年は循環的な価格下落局面へ

～ あらゆる商品（一次産品）の需給には、供給制約に起因する「循環性」が存在する。これは金融資産には見られない一次産品特有の性格である。

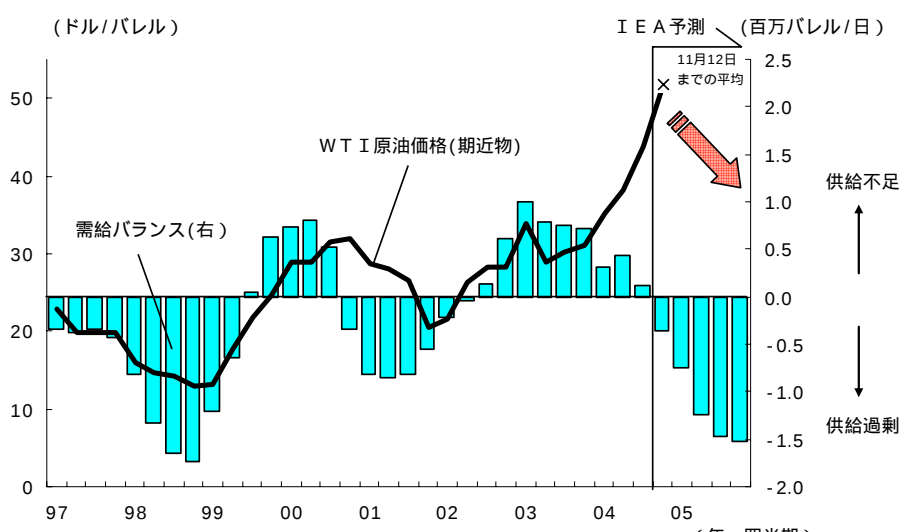
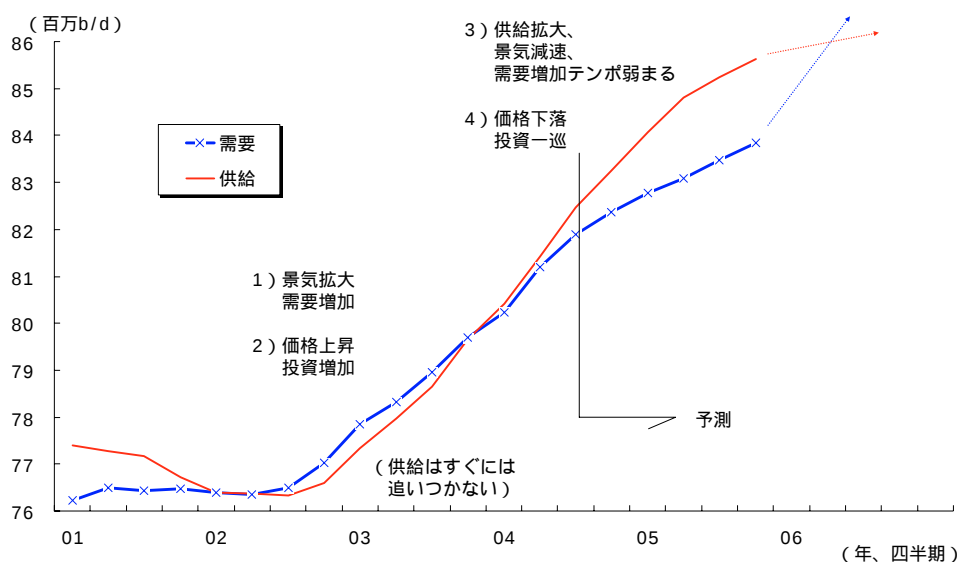
すなわち、1) 景気の拡大によって需要が増加する一方、供給はすぐには増やせないため需給が逼迫する、2) 需給の逼迫によって価格が上昇し、資源国の開発投資が増加する、3) 開発投資の効果がでてきて供給が増加する一方、価格の上昇によって需要の増加テンポが鈍化するため需給が緩和する、4) 需給の緩和によって価格が下落し、資源国の開発投資が減少する、というコモディティ・サイクル（1→2→3→4→1）がある。

これを原油にあてはめると、1) 2002 年頃から世界景気の拡大や中国の経済成長に

ともなう需要の拡大に、供給が追いつかず需給が逼迫した。需給逼迫という基礎的条件下にイラク戦争が加わって、2) 原油価格が上昇し、産油国の開発投資も増加した。特に、価格(WTI原油先物)が40ドルの大台を突破した2004年半ば辺りから、それまで新規の開発投資には慎重だったOPECが生産能力の増強に本腰を入れ始めた。

今後は、3) これまでの開発投資の効果が出てきて供給が増加する見込みだが、価格の上昇によって需要の増加テンポが鈍化する見込みである。このため、需給が緩和し、4) 価格は下落する見込みである。コモディティ・サイクルから2005年の原油相場を見通すと、需給面からは循環的な価格下落局面に入る公算が大きいと言えるだろう。

(図表10) 原油のコモディティ・サイクル



(注1) 需給バランス(「当期の需要」-「当期と1期前を1:2で加重平均した供給」)は、後方4四半期移動平均を使用した。

(注2) 2004年4Q以降のOPECの供給は2750万b/d、イラクの供給は200万b/dで横ばいと仮定した。

(出所) IEA『Oil Market Report』よりUFJ総合研究所試算