

原油レポート

【世界的な過剰流動性と商品市況の先行き】

○WTIは約13年ぶりの38ドル台に急騰

WTI原油（期近）は、湾岸戦争以来約13年ぶりの高値となる38ドル台に急騰している。価格急騰の要因は、サウジアラビアやUAEが長期契約に基づく原油輸出の契約量を4月から削減すると消費国に通告したため、OPECが予定通り減産を実施するとの見方が強まったこと、米国において春の行楽シーズンと4月からの品質規制強化を控えてガソリンの需給逼迫感が一段と強まっていること、スペイン、イラクで相次いだ大規模テロ事件を受けて、新たなテロに対する懸念が強まっていること、さらに、こうした要因に影響されて投機資金の流入が拡大していることがある。

○OPECが4月からの輸出量削減を通告、減産姿勢崩さず。

OPECは2月の総会で、3月までに超過生産分を解消することを決めていたが、価格高騰が収まらないことから足元でも超過生産を続けている。OPECは、4月以降の原油輸出量削減を消費国に通告しており、4月からは減産を予定通り実施する姿勢を崩していないが、3月31日に開かれる総会で減産延期等が決まる可能性もあり、減産実行は流動的である。

○今回のトピック：世界的な過剰流動性と商品市況の先行き

国際商品市況が急上昇しており、その理由として、中国の要因に注目が集まっている。確かに、一次産品の純輸入国としての中国のプレゼンスは急速に拡大しているが、実際の需給要因以外にも商品市況の急速な上昇の要因がありそうである。現在の商品市況は、世界経済の回復にともなう需要拡大に加えて、金融緩和によって生じた世界的な過剰流動性が、買い手として存在感を強める中国や、ドルに対する信認低下、テロに対する懸念、などに影響されて流入し、相場が需給要因以上に押し上げられていると考えられる。商品市況は、世界景気の回復を背景にしばらく上昇トレンドを維持する可能性が高い。しかし、今年終わりになると、米国経済の減速、あるいは景気が減速しなければ米金融緩和策が引き締めにつながる可能性があることから、商品市況に調整が入る可能性がある。



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

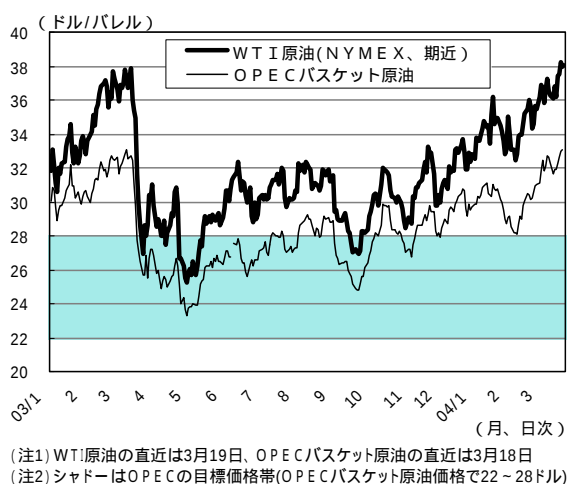
次回の公表予定日は2004年4月5日(月)です。

1. 原油市況

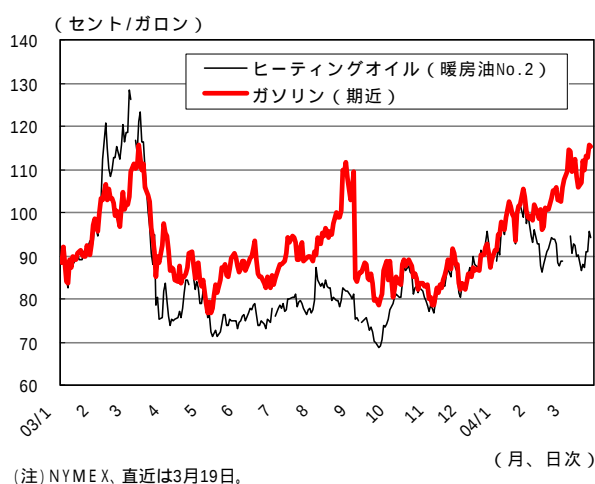
～ W T I 原油（期近）は、湾岸戦争のあった 1990 年 10 月以来の高値水準となる 38 ドル台に急騰している（図表 1）。価格急騰の要因は、サウジアラビアや U A E が長期契約に基づく原油輸出の契約量を 4 月から削減すると消費国に通告したため、O P E C が予定通り減産を実施するとの見方が強まったこと、米国において春の行楽シーズンと 4 月からの品質規制強化を控えてガソリンの需給逼迫感が強まり、ガソリン価格が高騰していること（図表 2）、スペイン、イラクで相次いだ大規模テロ事件を受けて、新たなテロに対する懸念が強まっていること、さらに、こうした要因に影響されて投機資金の流入が拡大していることがある（図表 3）。

ただし、現状は、N Y M E X の W T I 原油の上昇の勢いが一段と強く（図表 4）、地場的、投機的な色合いが濃い。しかも、投機筋の買いポジションはかなり積み上がっており、今後、W T I 原油には一時的な調整の余地がある。目先は、3 月 31 日に開催される O P E C 総会で、価格高騰に O P E C がどう対応するかが注目される。

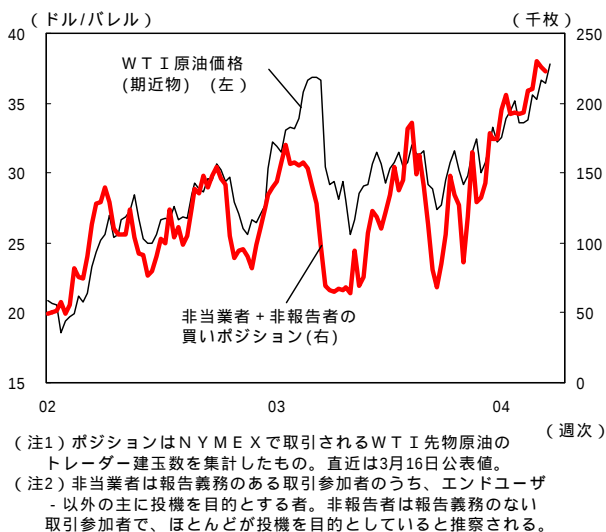
図表 1. 原油価格の動向



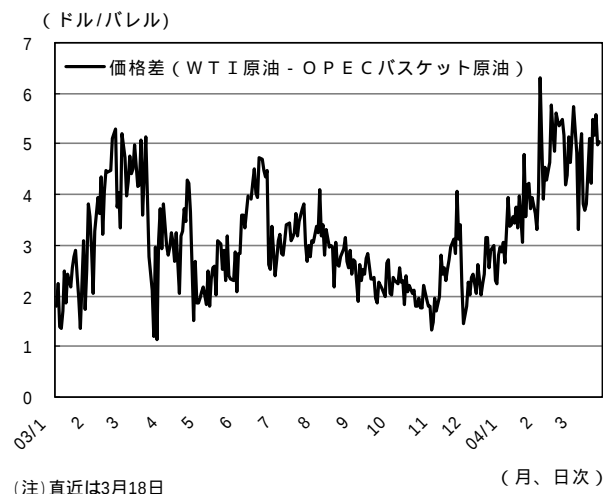
図表 2. 石油製品価格の動向



図表 3. 投機筋の買いポジション



図表 4. W T I と他油種との価格差

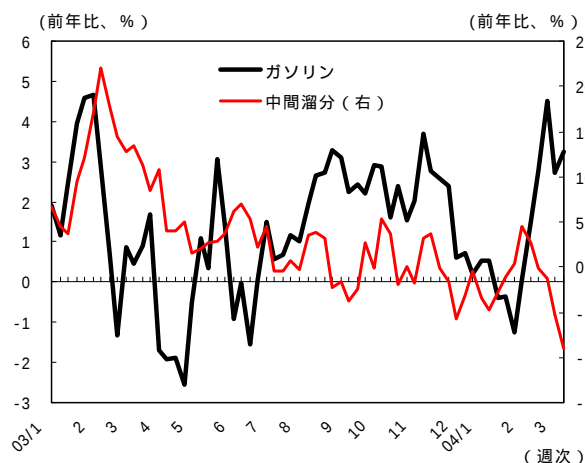


2. 米国の需給動向

～ 気温が上昇し、中間溜分（含む暖房油）の消費は昨年を下回っている（図表5）。これに対して、景気回復や天候要因も影響してガソリン消費の伸びが高まっている。ガソリン在庫の水準は前年よりやや低目であり、内訳をみると、特に低公害の改質ガソリンの在庫水準が前年を大幅に下回っている（図表6、7）。このことが、春から実施されるガソリンの品質規制強化によって新基準品の生産が追いつかないとの需給逼迫懸念を増幅させ、ガソリン価格の高騰をもたらしている。

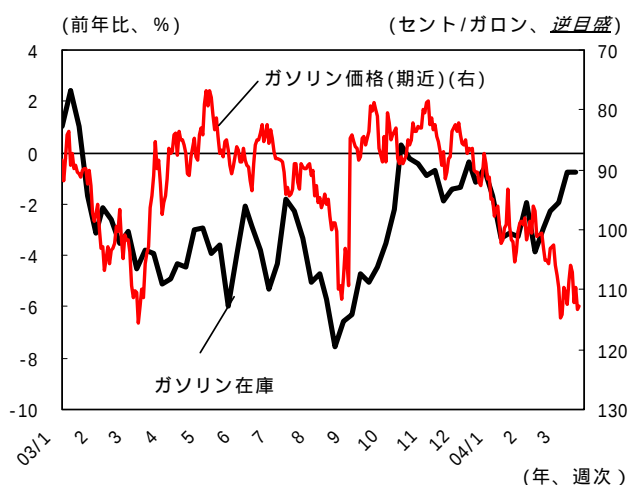
原油は、精製投入量が堅調に推移しているものの、輸入の伸びも高まっていることから、需給が緩んで在庫が5週連続で増加している（図表8）。しかし、これまで比較的高かった原油の在庫と価格の相関関係はここ数週間見られない。その代わり、行楽シーズンと品質規制の強化を控えて高騰しているガソリン価格が、足元の原油価格急騰に大きな影響を及ぼしている。

図表5. 中間溜分とガソリンの消費動向



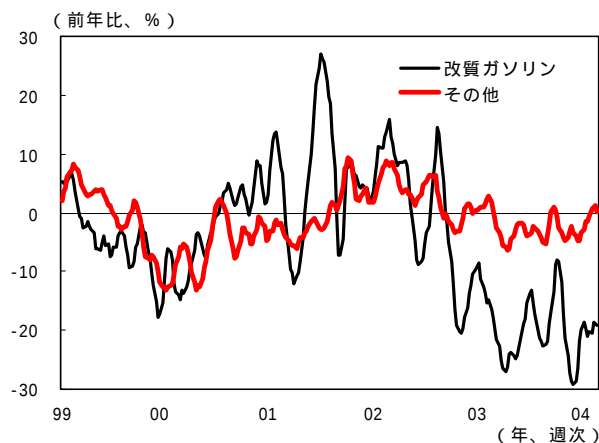
(注) 4週後方移動平均の前年比。直近は3月12日。
(資料) 米国エネルギー情報局 (EIA)

図表6. ガソリンの在庫と価格の動向



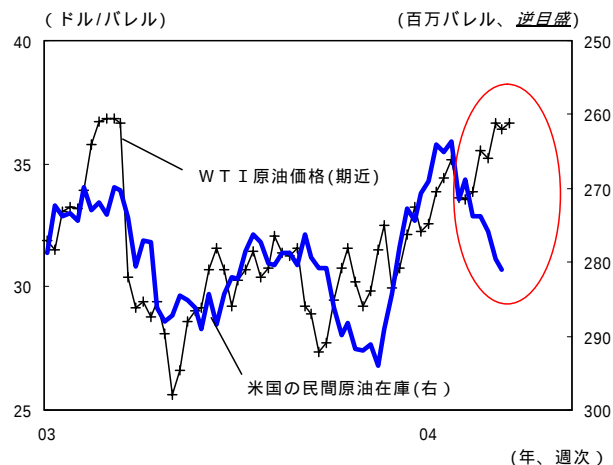
(注) 在庫は毎週金曜日時点の値で、直近は3月12日(金曜日)の値。
(資料) 米エネルギー情報局 (EIA)

図表7. ガソリン在庫の内訳



(注) 在庫は毎週金曜日時点の値で、直近は3月12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)

表8. 民間原油在庫の動向



(注) 在庫は毎週金曜日時点の値で、直近は3月12日(金曜日)の値。
(資料) 米エネルギー情報局 (EIA)

３．ＯＰＥＣの生産動向

～ ＯＰＥＣは２月の臨時総会で、第２四半期の季節的な需要減退による価格崩壊を防ぐために３月までに超過生産分（２月時点で 152 万 b/d）を解消した上で、さらに４月から現行生産枠を 100 万 b/d 引き下げることを選んだ。しかし、世界景気の回復を背景に需要が想定を上回って拡大し、価格高騰が収まらないことから、ＯＰＥＣは足元では超過生産を続けているようである。

サウジアラビア、ＵＡＥなどＯＰＥＣは４月から原油輸出の契約量を削減すると消費国に通告しており、減産を予定通り実施する姿勢を崩していないが、３月 31 日の総会で価格高騰に対し減産延期等の措置が決まる可能性もあり、減産実行は流動的である。

図表 9．ＯＰＥＣ加盟国別の生産動向

(万バレル/日)								
国名	生産量(1月)	生産量(2月)	超過量(2月)	超過率(2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	848.0	840.0	43.7	5.5%	796.3	763.8	1,000.0	84.0%
イラン	392.0	395.0	35.3	9.8%	359.7	345.0	400.0	98.8%
クウェート	222.0	221.0	24.4	12.4%	196.6	188.6	240.0	92.1%
ＵＡＥ	226.0	228.0	14.2	6.6%	213.8	205.1	250.0	91.2%
カタール	74.0	74.0	10.5	16.5%	63.5	60.9	80.0	92.5%
ベネズエラ	258.0	254.0	-27.9	-9.9%	281.9	270.4	280.0	90.7%
ナイジェリア	230.0	228.0	26.2	13.0%	201.8	193.6	260.0	87.7%
インドネシア	100.0	99.0	-28.0	-22.0%	127.0	121.8	110.0	90.0%
リビア	148.0	149.0	17.8	13.6%	131.2	125.8	153.0	97.4%
アルジェリア	114.0	114.0	34.8	43.9%	79.2	75.0	130.0	87.7%
ＯＰＥＣ 10カ国	2,612.0	2,602.0	152.0	6.2%	2,450.0	2,350.0	2,903.0	89.6%
イラク	196.0	200.0	-	-	-	-	210.0	95.2%
(うち輸出)	154.0	139.0	-	-	-	-	-	-

(注1) 超過量(2月) = 生産量(2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) 稼働率(%) = 生産量(2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：世界的な過剰流動性と商品市況の先行き

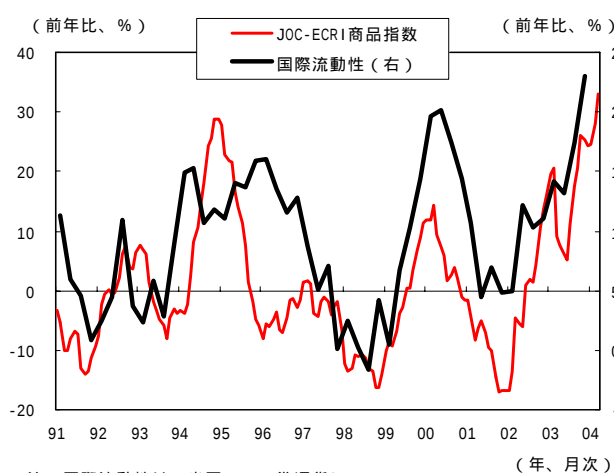
～ 原油だけでなく、貴金属、非鉄金属、天然ゴム、穀物などの国際商品市況が急上昇している。穀物を中心に構成されるＣＲＢ先物指数は 1984 年以来、約 20 年ぶりの高値を付け、工業原材料のみで構成されるＪＯＣ-ＥＣＲＩ商品指数も 1995 年のアジア通貨危機前の高値水準に戻っている。このため、商品市況は長期低迷期を脱し、息の長い上昇局面に入ったとの見方も出てきている。こうした見方の理由としては、生産力を拡大させている中国の原材料需要の拡大、供給サイドの生産調整や国際的な再編、といった一次産品を取り巻く需給両面の構造的な変化が挙げられることが多く、特に中国の要因に注目が集まっている。

確かに、中国の高成長は一次産品を取り巻く環境に多大なインパクトを及ぼしている。原油に限っても、2004年の世界の原油需要は165万b/dの増加が見込まれているが、そのうち58万b/dは中国の需要増加分である。中国の世界GDPに占めるシェアは4%弱、世界の原油需要に占めるシェアは7%弱に過ぎないが、一次産品の純輸入国としての中国のプレゼンスは急速に拡大している。

しかし、実際の需給要因以外にも商品市況の急速な上昇の要因がありそうである。現在の商品市場は、世界経済の回復にともなう需要拡大に加えて、金融緩和によって生じた世界的な過剰流動性が、買い手として存在感を強める中国の需要拡大や、ドルに対する信認低下、テロに対する懸念、などに影響されて流入し、相場が需給以上に押し上げられていると考えられる（図表10）。実際に、2003年後半以降の国際商品市況の上昇ペースは、世界GDPの成長率と比べてもかなり速いことが見て取れる（図表11）。

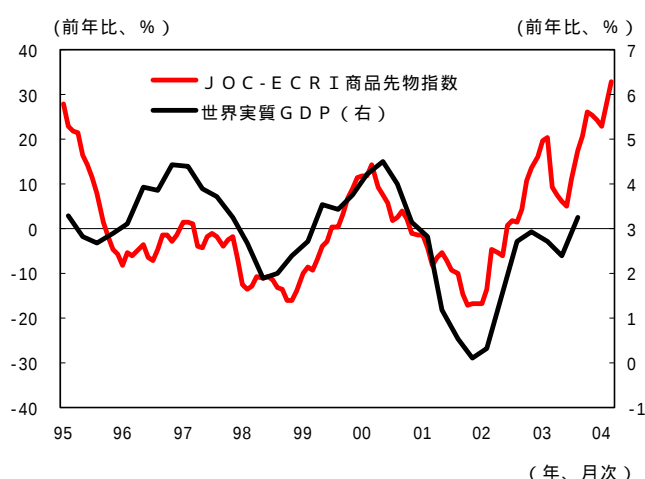
商品市況は、世界景気の回復を背景にしばらく上昇トレンドを維持する可能性が高い。しかし、今年終わりになると、米国経済が減税効果のはく落や金利上昇などを受けて減速してくる見込みであること、あるいは、景気が減速しなければ米金融政策が引き締めに転じる可能性があること、などから商品市況に調整が入る可能性がある。ただし、インフレ率の上昇テンポが緩やかなもとで金利の大幅上昇は考えにくく、供給サイドの生産調整や国際的な再編も相場を下支えするため、商品市況の調整圧力は小幅にとどまると考えている。

図表10．世界の流動性と国際商品市況



（注）国際流動性は、米国のM1+準通貨に、G7、NIES、ASEAN、OPEC10カ国のドル建て外貨準備高を加えたもの。
（資料）IMF「International Finance Statistics」

図表11．世界GDPと国際商品市況



（注1）JOC-ECRI商品指数は月末値で、直近は2004年3月16日の値。
（注2）世界実質GDPは、2000年=100とした各国の自国通貨建て実質GDPを、2000年の各国のドル建て実質GDPをウエイトとして加重平均した。算出対象国は、米国、EU、日本、中国、英国、NIES、タイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア、メキシコ
（資料）米国Economic Cycle Research Institute (ECRI)社、CEIC