Ｎｏ．２１

２００３年１２月２２日

原油レポート

【2004 年の原油価格を予測する上での 2 つのポイント】

○足元の価格動向・投機筋のポジション：世界景気の回復が続く中で冬の需要期を迎えたことを背景に在庫が 4 週連続して大幅減少している。このため、原油価格は、需給逼迫懸念の拡大を背景に今年 3 月のイラク戦争前の高水準に急上昇している。

○需給動向：原油在庫は 4 週連続して大幅減少し、足元では前年割れに転じている。ヒーティングオイルを含む中間留分についても在庫積み増しは一服しているが、気候が平年より暖かいこともあって前年を上回っている。ガソリンは来年の需要期に向けて在庫補充の動きが出てきたが、景気回復を背景に需給は引き締まり気味である。

○トピック：2004 年の原油価格を予測する上でのポイントを 2 つ挙げてみた。

①「低在庫の罠」から脱出できるか？：1990 年代以降、世界石油企業は低在庫を基本とした操業体制を築いてきたが、低在庫戦略は 2 つの面から価格の上昇要因となる。１つ目は、企業が余分な在庫を持たない結果、需要量が企業の想定を上回って拡大すると、一斉に在庫積み増しに走る可能性がある。2 つ目は、先物市場では低在庫が需給逼迫のシグナルとなって価格上昇を誘い、価格上昇が企業の在庫積み増しを控えさせるため、低在庫⇒価格上昇⇒低在庫⇒価格上昇・・・の悪循環に陥る可能性がある。

②ＯＰＥＣは減産に合意できるか？：サウジアラビア石油相は『原油の価格と価値の間には相違があり、我々は価値を重視している』と述べ、ドル安への懸念を示した。2002 年以降、原油価格が上昇基調を続ける一方で、ドル為替レートは下落基調が続いている。このため、為替変動の影響を除いた購買力ベースの原油価格は実際の原油価格より下振れしている。高過ぎると指摘される原油価格がドル安にともなう名目価格の上昇に過ぎないとする見方は、今後のＯＰＥＣの生産政策に影響を及ぼす可能性がある。ＯＰＥＣは来年 2 月 10 日に臨時総会で減産にこぎつけたい構えだが、現状の高値水準では増産圧力が強く合意は難しい。しかし、ドル安にともなう価値の目減りを理由に、価格上昇局面でも減産が決定される可能性がある。

○UFJ総合研究所

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

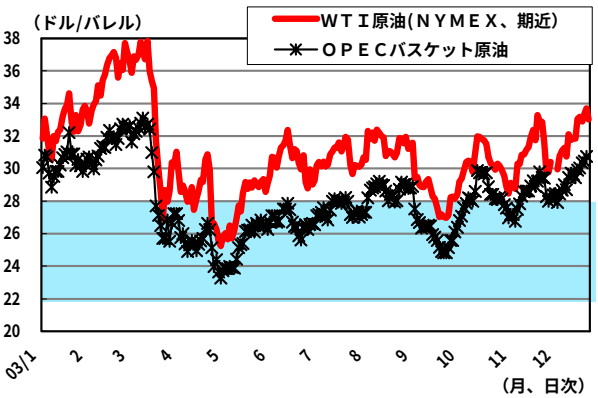
次回の公表予定日は２００４年１月１３日（火）です。

※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。

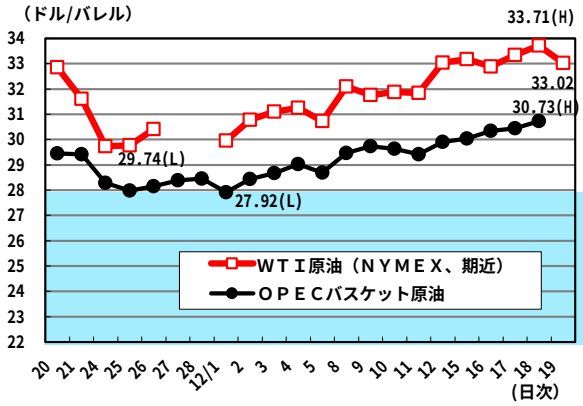
１．足元の価格動向

～ 世界景気の回復が続く中で冬の需要期を迎えたことを背景に在庫が 4 週連続して大幅減少している。このため、原油価格（ＷＴＩ期近）は、需給逼迫懸念の拡大を背景に今年 3 月のイラク戦争前の高水準に急上昇している。

図表１．原油価格の推移（左：最近 1 年間／右：最近 1 ヵ月）



(注1) WTI原油の直近は12月19日、ＯＰＥＣバスケット原油の直近は12月18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)

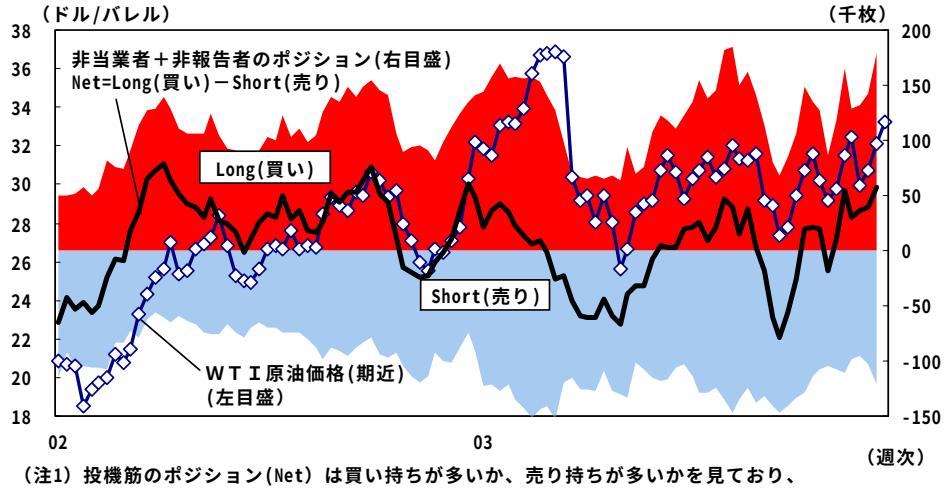


(注) シャドーはＯＰＥＣの目標価格帯(ＯＰＥＣバスケット原油価格で22～28ドル)

２．投機筋のポジション（ＮＹＭＥＸ）

～ 14 日のフセイン拘束のニュースにはほとんど反応せず、むしろ在庫薄による需給逼迫懸念の台頭から投機筋の買いが膨らんでいる。

図表２．投機筋のポジション（2002 年～）

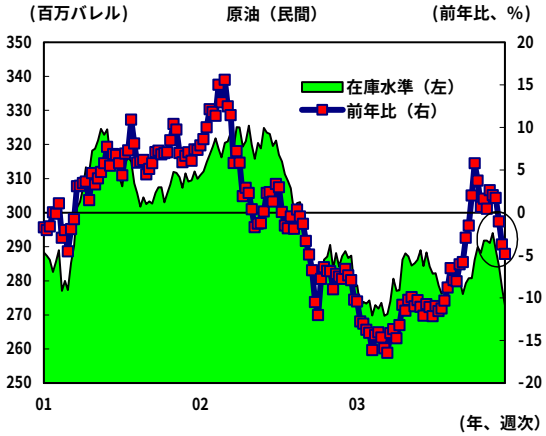


（注1）投機筋のポジション(Net）は買い持ちが多いか、売り持ちが多いかを見ており、
売り持ちが減るか、あるいは買い持ちが増えれば価格が上昇するシグナルと解釈できる。
（注2）ポジションはＮＹＭＥＸで取引されるＷＴＩ先物原油のトレーダー建玉数を集計したもの。
直近は12月16日の公表値まで。ＷＴＩ原油価格は12月19日まで。
（注3）非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザー以外の主に投機を目的とする者。
非報告者は報告義務のない取引参加者で、ほとんどが投機を目的としていると推察される。

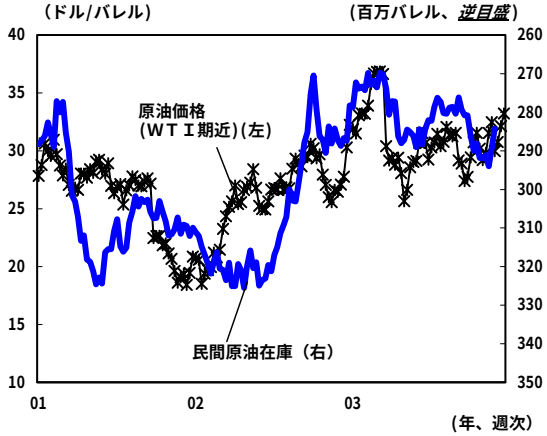
３．米国の在庫動向

～ 原油在庫は景気回復にともなう需要拡大に冬の需要期が重なったことを背景に 4 週連続して大幅減少し、足元では前年割れに転じている。一方、ヒーティングオイルを含む中間留分についても在庫積み増しは一服しているが、気候が平年より暖かいこともあって在庫は前年を上回って推移している。ガソリンは来年の需要期（4 月～9 月）に向けて在庫補充の動きが出てきたが、景気回復を背景に需給は引き締まり気味である。

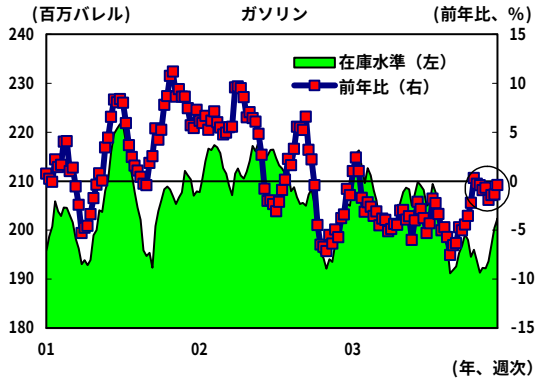
図表３．米国の原油・石油製品在庫の動向



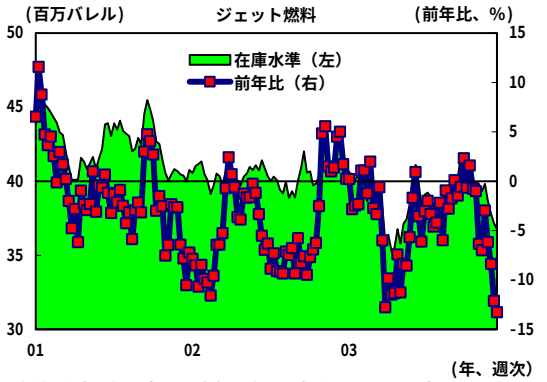
（注）在庫は毎週金曜日時点の値で、直近は12月12日(金曜日)の値。
（資料）米エネルギー情報局(ＥＩＡ)



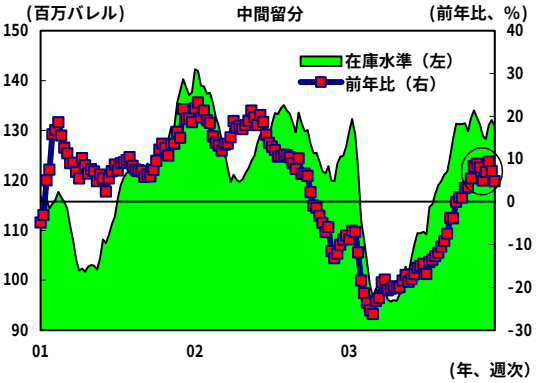
（注）在庫は毎週金曜日時点の値で、直近は12月12日(金曜日)の値。
（資料）米エネルギー情報局(ＥＩＡ)



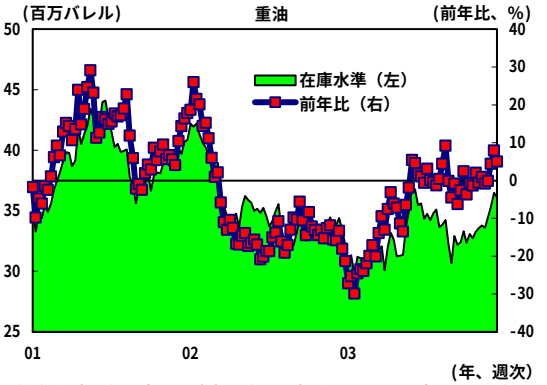
（注）在庫は毎週金曜日時点の値で、直近は12月12日(金曜日)の値。
（資料）米エネルギー情報局(ＥＩＡ)



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



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

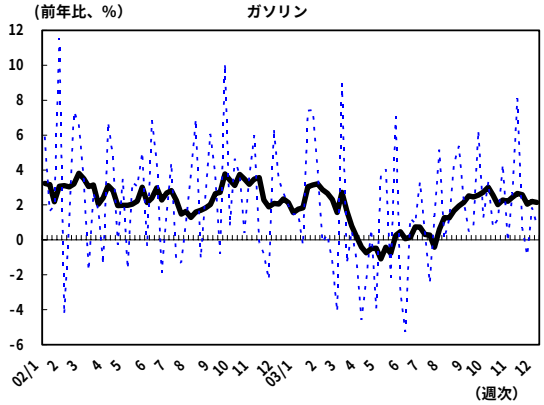


（注）在庫は毎週金曜日時点の値で、直近は12月12日(金曜日)の値。
（資料）米エネルギー情報局(ＥＩＡ)

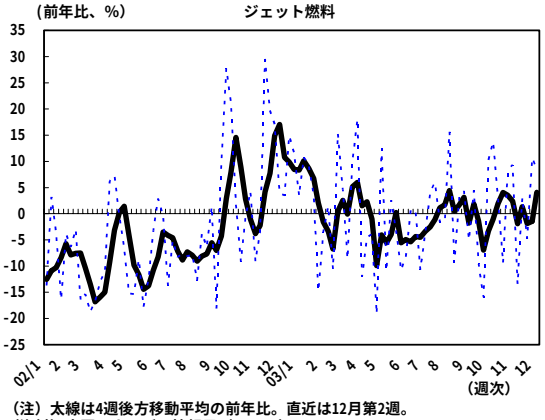
４．石油製品需要の動向（米国）

～ 景気回復を背景にガソリン需要は堅調に推移しているが、ヒーティングオイルを含む中間留分が厳冬だった前年の反動で前年比マイナスに転じたことから、製品需要全体の伸びも前年割れとなっている。

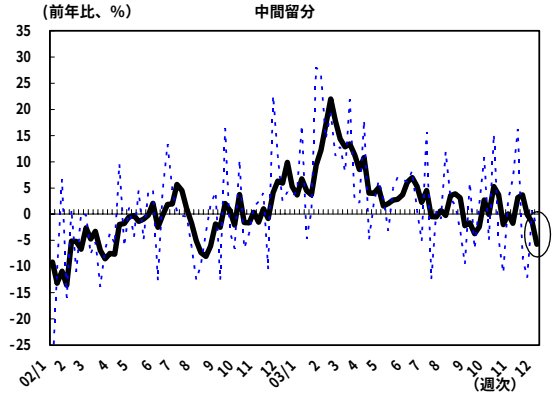
図表４．米国の石油製消費量（製品別）



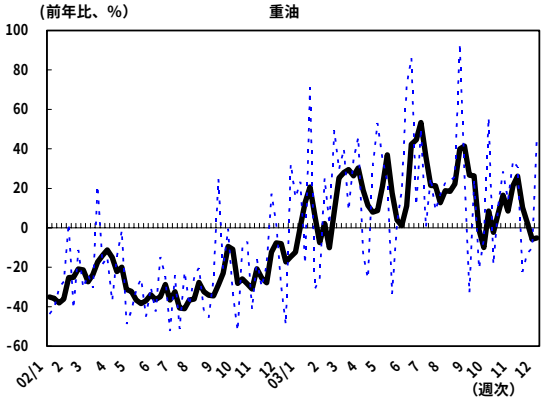
（注）太線は4週後方移動平均の前年比。直近は12月第2週。
（資料）米国エネルギー情報局（ＥＩＡ）



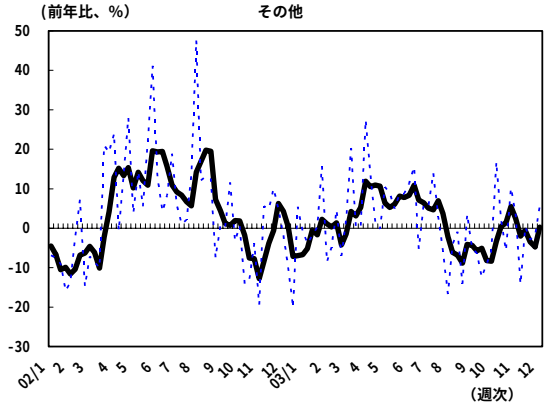
（注）太線は4週後方移動平均の前年比。直近は12月第2週。
（資料）米国エネルギー情報局（ＥＩＡ）



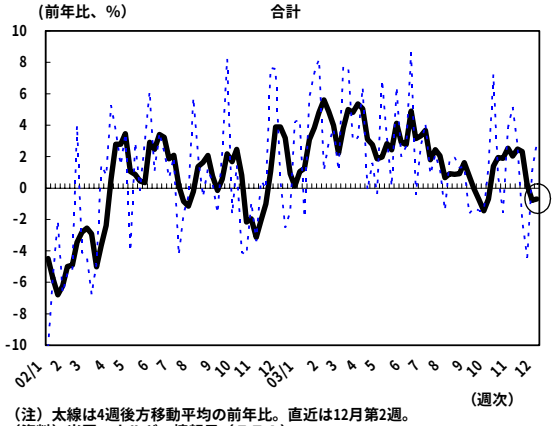
（注）太線は4週後方移動平均の前年比。直近は12月第2週。
（資料）米国エネルギー情報局（ＥＩＡ）



（注）太線は4週後方移動平均の前年比。直近は12月第2週。
（資料）米国エネルギー情報局（ＥＩＡ）



（注）太線は4週後方移動平均の前年比。直近は12月第2週。
（資料）米国エネルギー情報局（ＥＩＡ）

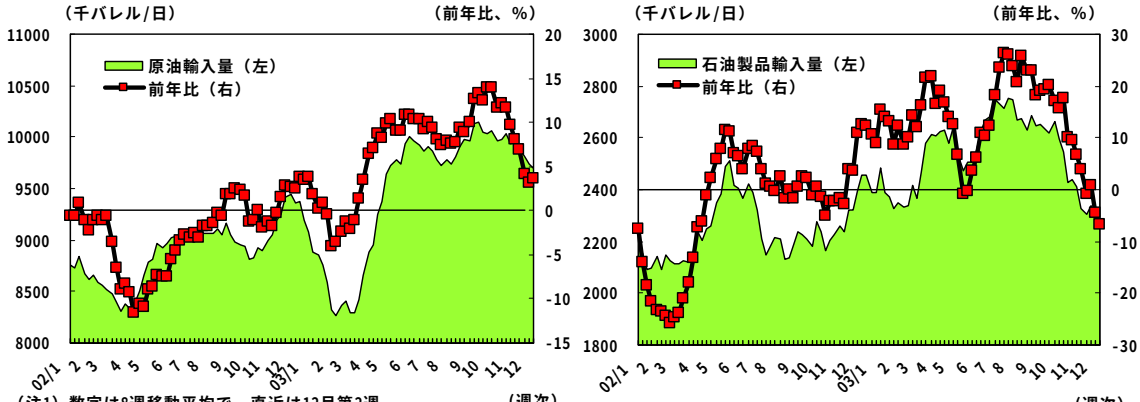


（注）太線は4週後方移動平均の前年比。直近は12月第2週。
（資料）米国エネルギー情報局（ＥＩＡ）

５．原油・石油製品の輸入動向（米国）

～ 原油輸入はＯＰＥＣの供給増を受けてなお高水準だが、伸びは鈍化傾向にある。石油製品は需要期にあるヒーティングオイル（中間流分）の在庫が前年よりやや多目であることに加えて、今のところ気候も暖かく需給逼迫感が薄いことから輸入も減少傾向にある。

図表５．米国の原油・石油製品輸入量



（注1）数字は8週移動平均で、直近は12月第2週。
（注2）戦略備蓄（ＳＰＲ）のための輸入は除く。
（資料）米エネルギー情報局（ＥＩＡ）

（注）数字は8週移動平均で、直近は12月第2週。
（資料）米エネルギー情報局（ＥＩＡ）

６．ＯＰＥＣの生産動向（Bloomberg 推計値）

～ ＯＰＥＣのアティーヤ議長は『原油価格は高過ぎる』と懸念を表明したが、『供給不足が価格上昇の原因ではない』との認識を示した。ＯＰＥＣは不需要期入り前の来年 2 月 10 日に臨時総会を前倒しで開催し、供給過剰に対処するために減産を協議することで合意しているが、高過ぎる価格は加盟国の超過増産を招き、減産合意を難しくする。

図表６．ＯＰＥＣ加盟国別の生産動向

（万バレル/日）

国名	生産量(10月)	生産量(11月)	超過量(11月)	超過率(11月)	生産枠(11月～)	産油能力
サウジアラビア	854.0	858.0	61.7	7.7%	796.3	1,000.0
イラン	384.0	380.0	20.3	5.6%	359.7	395.0
クウェート	219.0	226.0	29.4	15.0%	196.6	235.0
ＵＡＥ	224.0	225.0	11.2	5.2%	213.8	250.0
カタ-ル	72.0	73.0	9.5	15.0%	63.5	80.0
ベネズエラ	262.0	259.0	-22.9	-8.1%	281.9	280.0
ナイジェリア	219.0	223.0	21.2	10.5%	201.8	250.0
インドネシア	100.0	100.0	-27.0	-21.3%	127.0	110.0
リビア	147.0	148.0	16.8	12.8%	131.2	150.0
アルジェリア	117.0	117.0	37.8	47.7%	79.2	130.0
ＯＰＥＣ10カ国	2,598.0	2,609.0	159.0	6.5%	2,450.0	2,880.0

イラク	186.0	206.0	―	―	―	210.0
（うち輸出）	120.0	149.0				

（注1）超過量（11月）＝生産量（11月）－生産枠（11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。
（資料）Bloomberg

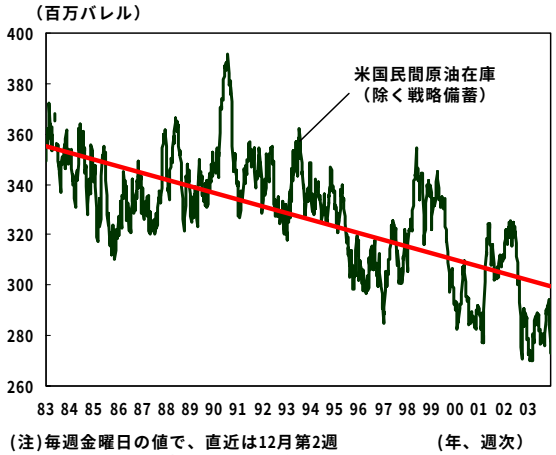
７．トピック：2004 年の原油価格を予測する上での 2 つのポイント

～ 原油価格（ＷＴＩ期近）は、2003 年通年（実績見込み）で平均 30.96 ドル、ブッシュ大統領がイラク戦争の戦闘終結宣言をした 5 月 1 日以降をとっても平均 30.26 ドルと、長期高値傾向にある。米ＤＯＥ/ＥＩＡ（エネルギー省エネルギー情報局）が毎月公表している『Short Term　Energy Outlook』（12 月）によると、2004 年は年後半にかけて 28 ドル台まで緩やかに下落するものの、通年で平均 29.13 ドルと依然として高値圏での推移が見込まれている。以下では、2004 年の原油価格を予測する上でのポイントを 2 つ挙げてみた。

ポイント①「低在庫の罠」から脱出できるか？

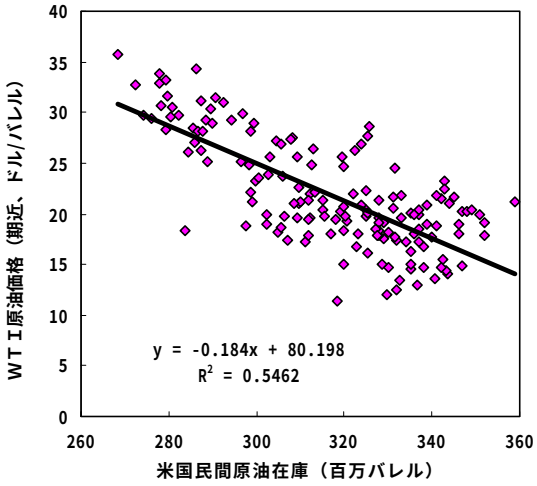
1990 年代以降、世界の石油企業はコスト削減のためにジャスト・イン・タイムに代表される低在庫を基本とした操業体制を築いてきた（図表７）。しかし、この低在庫戦略こそが 2 つの面から価格の上昇要因となる場合がある。１つ目は、企業が余分な在庫を持たない結果、需要量が企業の想定を上回って拡大すると、一斉に在庫積み増しに走る可能性がある。2 つ目は、先物市場では低在庫が需給逼迫のシグナルとなって価格上昇を誘い、価格上昇が企業の在庫積み増しを控えさせるため、低在庫⇒価格上昇⇒低在庫⇒価格上昇・・・の悪循環に陥る可能性がある（図表８）。足元では、米国はじめ世界景気の回復力が強まっており、需要量が企業の想定より上振れしている可能性がある。また、平時で 30 ドルを超える価格水準は企業の在庫保有に対する動機を弱め、低在庫に拍車をかけていると考えられる。2004 年を展望すると、比較的低水準の在庫のまま冬を越した場合、需要期を過ぎても需給逼迫懸念が残り価格を上昇させる要因となる。

図表７.米国原油在庫の長期トレンド



(注)毎週金曜日の値で、直近は12月第2週
(資料)米エネルギー情報局(ＥＩＡ)

図表８．原油価格と原油在庫の関係

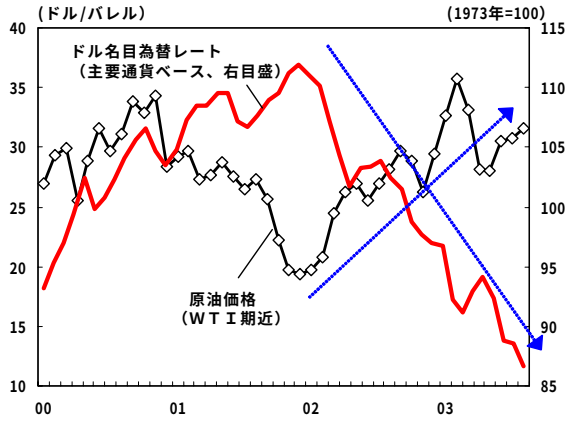


（注）1991年1月から2003年11月までのデータをプロット。
（資料）ＩＥＡ「Ｏｉｌ　Ｍａｒｋｅｔ　Ｒｅｐｏｒｔ」

ポイント②ＯＰＥＣは減産に合意できるか？

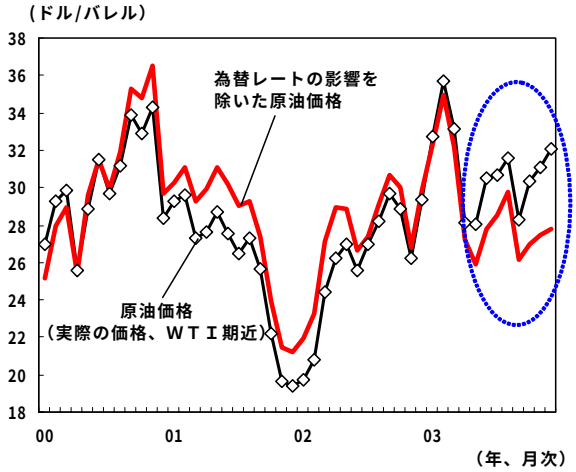
サウジアラビアのヌアイミ石油鉱物資源相は最近の原油高に対して、『原油の価格と価値の間には相違があり、我々は価値を重視している』と述べ、ドル安への懸念を示した。2002年以降、原油価格が上昇基調を続ける一方で、ドル為替レートは下落基調が続いている（図表９）。このため、為替変動の影響を除いた購買力ベースの原油価格が実際の原油価格より下振れしてきており、足元では両者の乖離幅は４ドル以上に達している（図表１０）。高過ぎると指摘される原油価格がドル安にともなう名目価格の上昇に過ぎないとする見方は、今後のＯＰＥＣの生産政策に影響を及ぼす可能性がある。ＯＰＥＣは来年２月10日に臨時総会を前倒しで開催し、不需要期である第 2 四半期に入る前に減産にこぎつけたい構えだが、現状の高値水準では増産圧力が強く減産合意は難しいと考えられる。しかし、ドル安にともなう価値の目減りを理由に、価格上昇局面でも減産が決定される可能性がある。仮に、2 月 10 日の臨時総会で価格が高値水準であるにもかかわらず減産が決定された場合、価格の長期高値傾向をサポートする要因となる。

図表９．原油価格（ＷＴＩ期近）とドル名目実効為替レート



（注）直近2003年12月は1～19日までの平均
（資料）ＦＲＢ

図表１０．実際の原油価格と為替レートの影響を除いた原油価格



（注1）為替レートの影響を除いた原油価格＝
実際の原油価格×ドル名目実効為替レート÷100
（注2）直近2003年12月は1～19日までの平均
（資料）ＦＲＢ