

# 原油レポート

【需給バランスは先行きの価格下落を示唆】

- 足元の価格動向**：原油価格（WTI期近）は、パイプライン爆破など治安悪化でイラクの生産・輸出回復が妨げられていることや、米国のガソリン需給が逼迫していることなどに影響されて、30ドルを越える推移が続いている。
- 市場参加者別のポジション**：イラクの治安悪化を材料に買い建玉が増加していたが、足元では利益確定のため買い建玉が減少しており、投機筋の買い持ち幅は縮小。一方、当業者のポジションをみると、価格が割高にも関わらず買い建玉が3週連続で増加している。価格が一時32ドル台に跳ね上がったこともあって、さらなる価格上昇に備えたエンドユーザーのヘッジ買いが増えた可能性がある。
- 需給動向**：原油在庫は3週連続して増加した後、2週連続して減少するなど、一進一退となっており、低在庫の状態が続いている。また、足元では需要の回復を受けてガソリン在庫が急減し、需給逼迫がガソリン価格の上昇を招いている。
- OPECの生産動向**：6月以降、OPECが生産枠をよく守っていることが価格押し上げ要因として働いている。しかし、すでに市場の関心はOPECが9月24日の総会で減産を決定するかどうかに移っている。イラクの生産回復が遅れ、価格が30ドルを越える状況では、減産は見送られる公算が大きい。将来の価格下落を回避するために積極的な予防減産が取られる可能性も残されている。市場はOPEC総会の行方を巡る思惑に大きく左右されそうだ。
- トピック**：原油価格（WTI期近）の先行きについて、依然として少数派ではあるものの下落予想が増えてきている。そうした見方の根拠となっているのは、IEAが発表した2004年の需給見通しである。本稿では、IEAの予測にはないOPECとイラクの生産量について仮定を置いた上で、予想される2004年までの需給バランスを計算してみた。それによると、2003年第4四半期以降、イラクと非OPEC産油国による供給拡大が、世界景気の回復による需要拡大とOPECによる供給削減を上回り、需給バランスが供給過剰の状態となる見通しである。こうした見通しに立てば、価格が先行き下落するとの見方にも説得力がある。



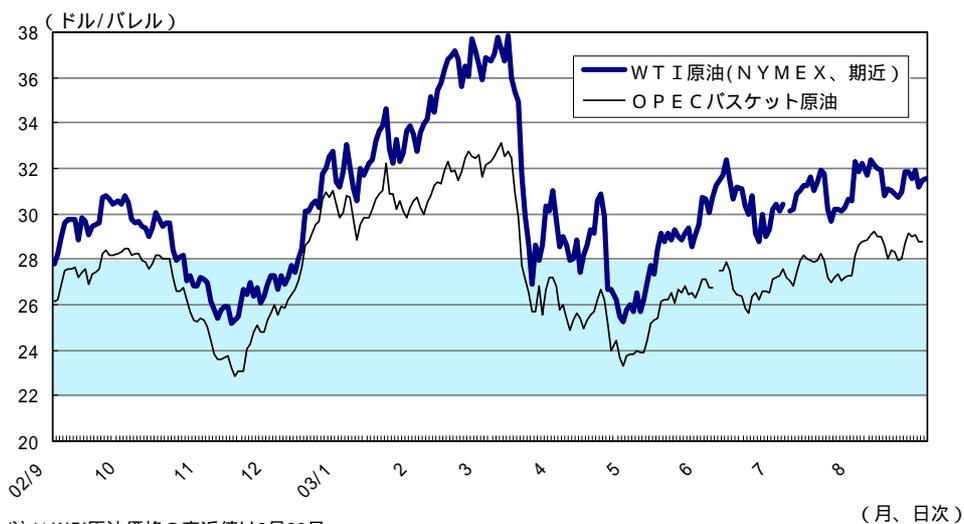
お問い合わせ先：調査部(東京)丸山俊 E-mail : shun.maruyama@ufji.co.jp

次回の公表予定日は9月16日(火)です。

## 1. 足元の価格動向

～ 原油価格（WTI期近）は、パイプライン爆破など治安悪化でイラクの生産・輸出回復が妨げられていることに加えて、足元で米国のガソリン需給が逼迫してきていることなどに影響されて、30ドルを越える推移が続いている。

図表1 原油価格の推移（2002年9月以降）

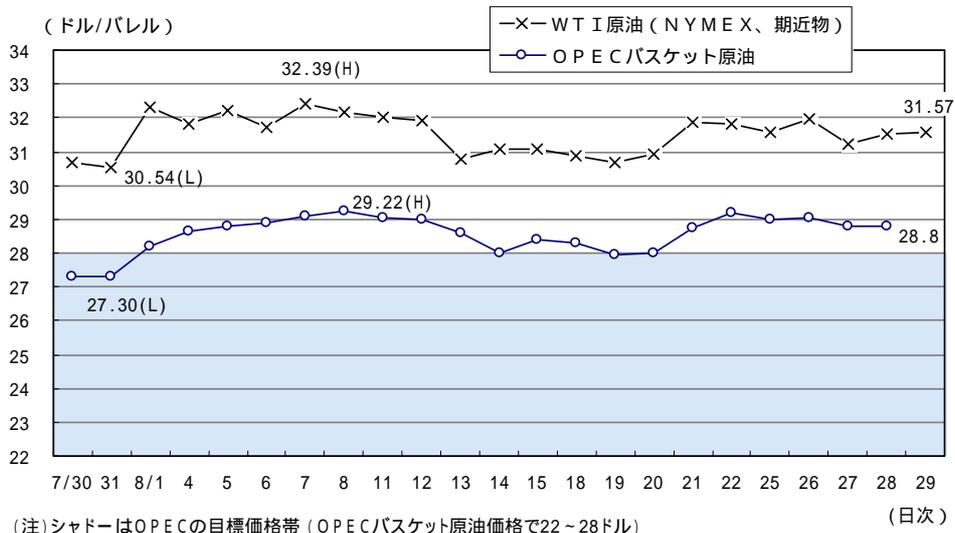


(注1) WTI原油価格の直近値は8月29日。

(注2) OPECバスケット価格は、アルジェリアのサハラ・ブレント、インドネシアのミナス、ナイジェリアのボニ・ライト、サウジアラビアのアラビアン・ライト、UAEのドバイ、ベネズエラのティア・ジュアナ、メキシコのイスマス(非OPEC)の7油種平均価格で、直近値は8月28日。

(注3) 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)

図表2 原油価格の推移（直近1ヵ月）

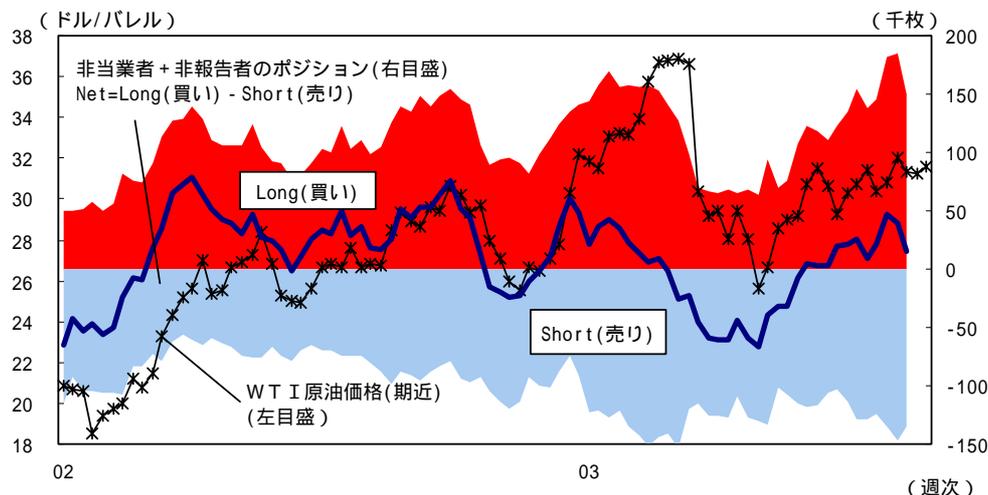


## 2. 市場参加者別のポジション (NYMEX)

### (1) 投機筋 (非当業者と非報告者の合計) のポジション

～ イラクの治安悪化を材料に買い建玉が増加していたが、足元では利益確定のため買い建玉が減少し、投機筋の買い持ち幅は縮小。

図表3 投機筋のポジション (2002年～)

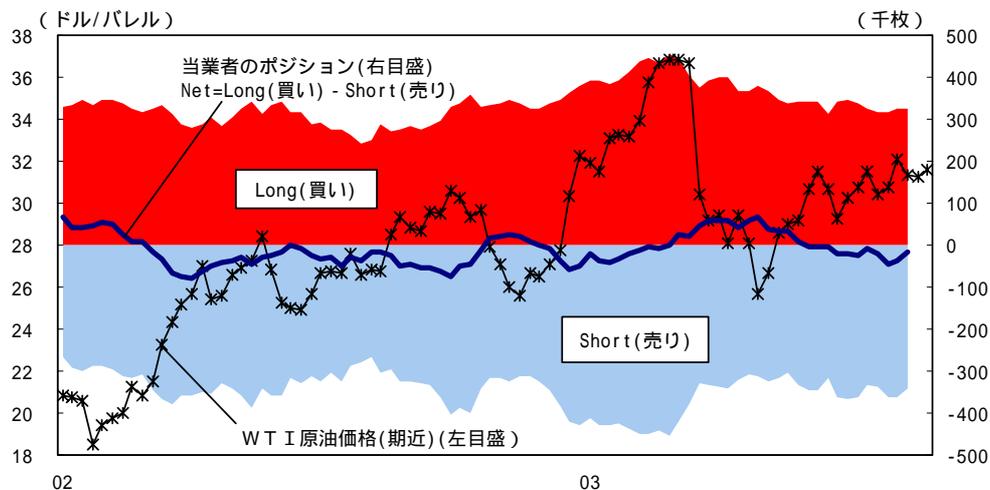


- (注1) 投機筋のポジション(Net)は買い持ちが多いか、売り持ちが多いかを見ており、売り持ちが減るか、あるいは買い持ちが増えれば価格が上昇するシグナルと解釈できる。
- (注2) ポジションはNYMEXで取引されるWTI先物原油のトレーダー建玉数を集計したもの。直近は8月19日発表分まで。WTI原油価格は8月29日分まで。
- (注3) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザ - 以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で、ほとんどが投機を目的としていると推察される。

### (2) 当業者のポジション

～ 価格が割高にも関わらず買い建玉が3週連続で増加している。価格が一時32ドル台に跳ね上がったこともあって、さらなる価格上昇に備えたエンドユーザーのヘッジ買いが増えた可能性がある。

図表4 当業者のポジション (2002年～)

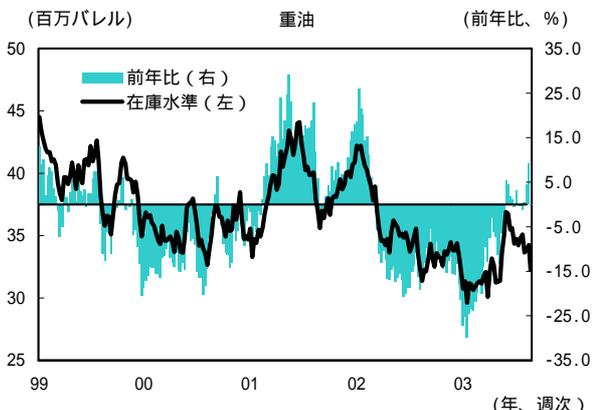
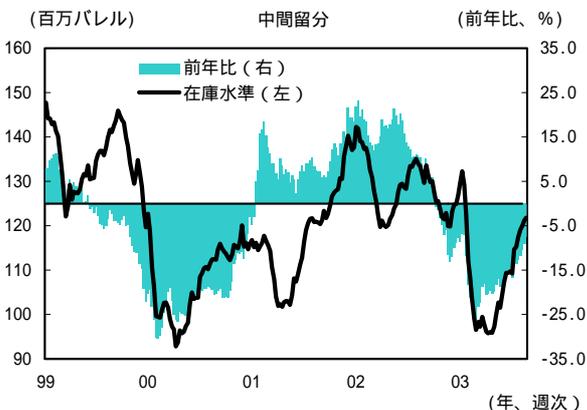
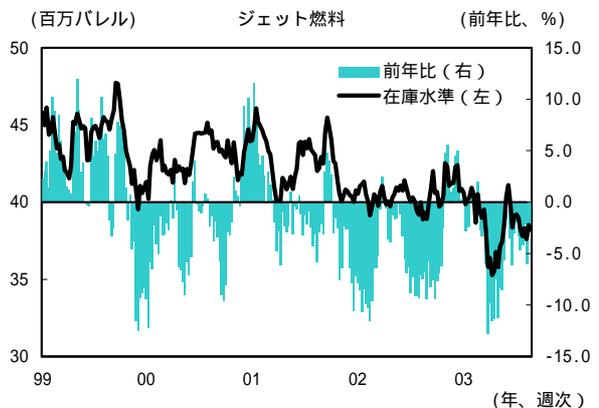
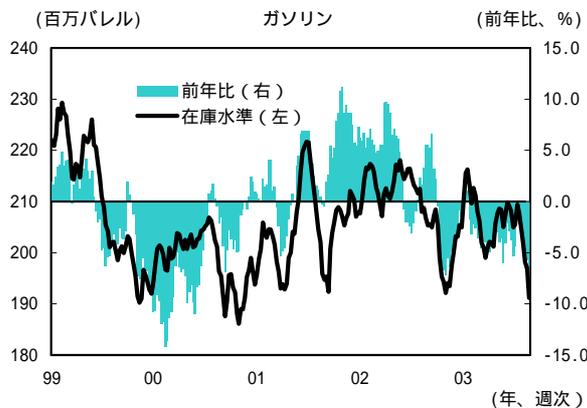
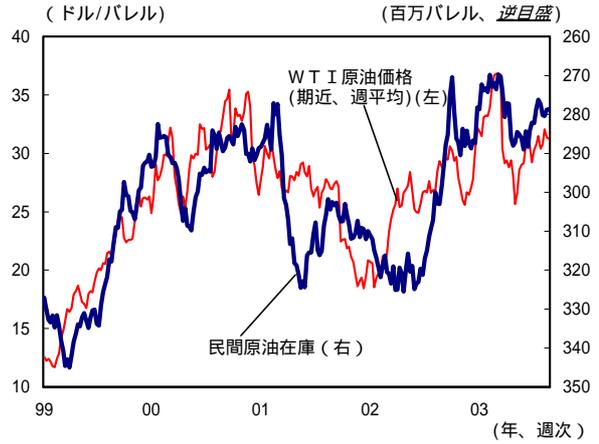
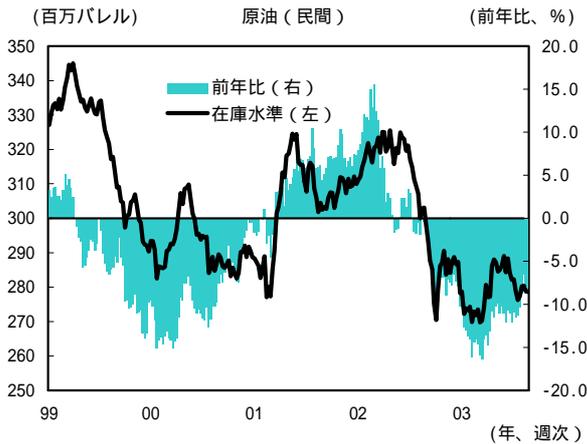


- (注1) 当業者は大量の約定枚数を保有し、売買規模が大きいかかわらず、価格との相関が小さい。短期的に売買を繰り返す投機筋と異なり、当業者は取引頻度も少なく、また、売買の基準も企業固有の予算や資金繰りなどに基づいて取引している。このため、当業者の売買は短期的なポジション変動に与える影響が小さいと考えられる。
- (注2) ポジションはNYMEXで取引されるWTI先物原油のトレーダー建玉数を集計したもの。直近は8月19日発表分まで。WTI原油価格は8月29日分まで。

### 3. 原油・石油製品在庫の動向（米国）

～ 原油在庫は3週連続して増加した後、2週連続して減少するなど、一進一退となっており、低在庫の状態が続いている。また、足元では需要の回復を受けてガソリン在庫が急減し、需給逼迫がガソリン価格の上昇を招いている。

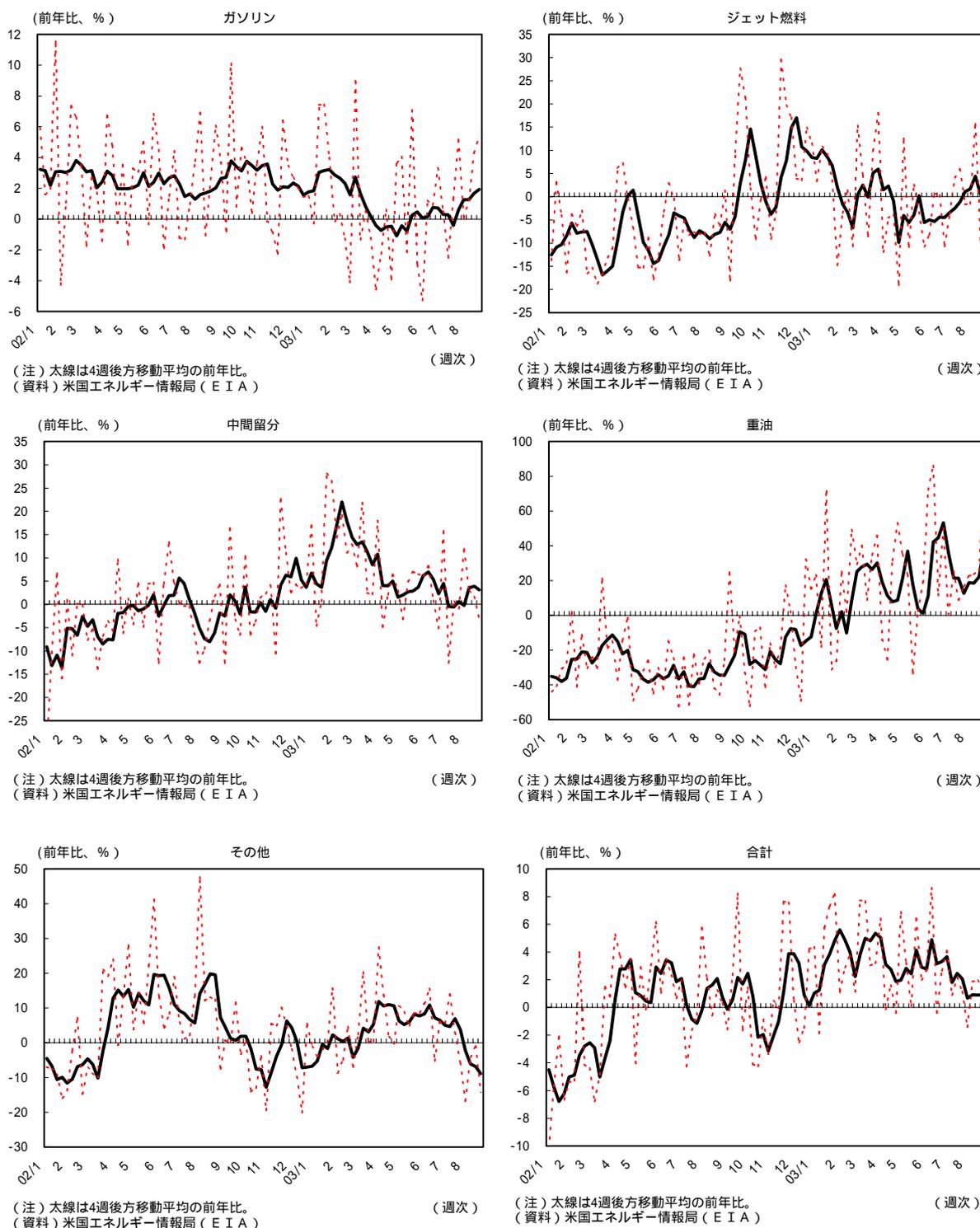
図表5 米国の原油・石油製品在庫の動向



## 4. 石油製品需要の動向（米国）

～ ガソリン需要が回復してきているほか、天然ガス価格の上昇一服を受けて鈍化していた重油需要の伸びが足元で再び高まっており、8月14日の米・カナダ大停電発生を受けて重油に対する復旧需要が膨らんでいる可能性がある。ただし、その他に含まれる石油化学品の落ち込みから、製品需要全体では伸びが鈍化している。

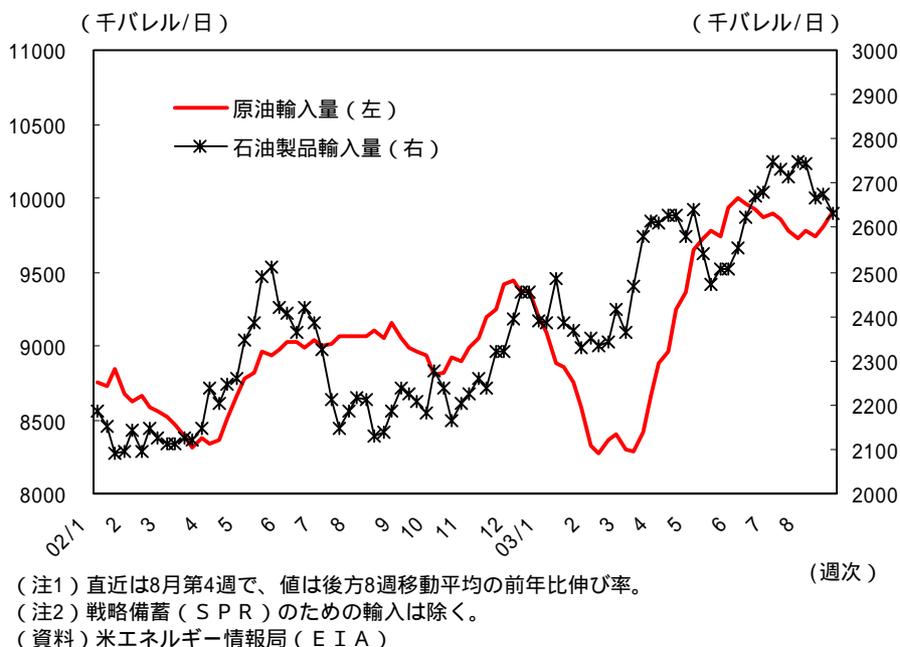
図表6 米国の石油製品消費量（製品別）



## 5 . 原油・石油製品の輸入動向（米国）

～ 石油製品は需要全体の伸びが鈍化してきていることもあり、輸入量も減少してきている。一方、原油はイラクの輸出一部再開もあって増加している。

図表7 米国の原油・石油製品輸入量



## 6 . O P E C の生産動向（Bloomberg 推計値）

～ 6 月以降、O P E C が生産枠をよく守っていることが価格押し上げ要因として働いている。しかし、すでに市場の関心はO P E C が9 月 24 日の総会で減産を決定するかどうかに移っている。イラクの生産回復が遅れ、価格が 30 ドルを越える状況では、減産は見送られる公算が大きい。将来の価格下落を回避するために積極的な予防減産が取られる可能性も残されている。市場はO P E C 総会の行方を巡る思惑に大きく左右されそうだ。

図表8 O P E C 加盟国別の生産動向

国名	生産量(6月)	生産量(7月)	超過量(7月)	生産枠(6月～)	産油能力	余剰能力(7月)
サウジアラビア	863.0	873.0	47.4	825.6	1,000.0	127.0
イラン	360.0	368.0	-4.9	372.9	390.0	22.0
クウェート	208.0	210.0	6.2	203.8	235.0	25.0
U A E	224.0	227.0	5.3	221.7	255.0	28.0
カタール	72.0	72.0	6.2	65.8	80.0	8.0
ベネズエラ	264.0	263.0	-29.3	292.3	285.0	22.0
ナイジェリア	210.0	214.0	4.8	209.2	250.0	36.0
インドネシア	101.0	100.0	-31.7	131.7	120.0	20.0
リビア	143.0	143.0	7.0	136.0	155.0	12.0
アルジェリア	115.0	116.0	34.9	81.1	120.0	4.0
O P E C 10 力国	2,570.0	2,586.0	45.9	2,540.1	2,890.0	304.0
イラク	64.0	85.0	-	-	140.0	55.0

(注1) 超過量(7月) = 生産量(7月) - 生産枠(7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：需給バランスは先行きの価格下落を示唆

～ 原油価格（WTI期近）はなお 30 ドルを上回って推移しており、こう着状態が 3 ヶ月も続いている。この 3 ヶ月間の取引材料と云えば、低在庫と治安悪化によるイラクの生産回復の遅れであり、売り材料に乏しかったという事情もあった。しかし、先行きについては、依然として少数派ではあるものの下落予想が増えてきている。そうした見方の根拠となっているのは、IEA（国際エネルギー機関）が発表した 2004 年の需給見通しである。ここでは、IEA の予測にはない OPEC とイラクの生産量について仮定（ ）を置いた上で、予想される 2004 年までの需給バランスを計算してみた。それによると、2003 年第 4 四半期以降、イラクと非 OPEC 産油国による供給拡大が、世界景気の回復による需要拡大と OPEC による供給削減を上回り、需給バランスが供給過剰の状態となる見通しである。こうした見通しに立てば、価格が先行き下落するとの見方にも説得力がある。なお、OPEC が 9 月に減産を前倒しする場合でも、イラクの生産が現状水準のまま回復しない場合でも、2004 年は供給過剰に陥る可能性がある。

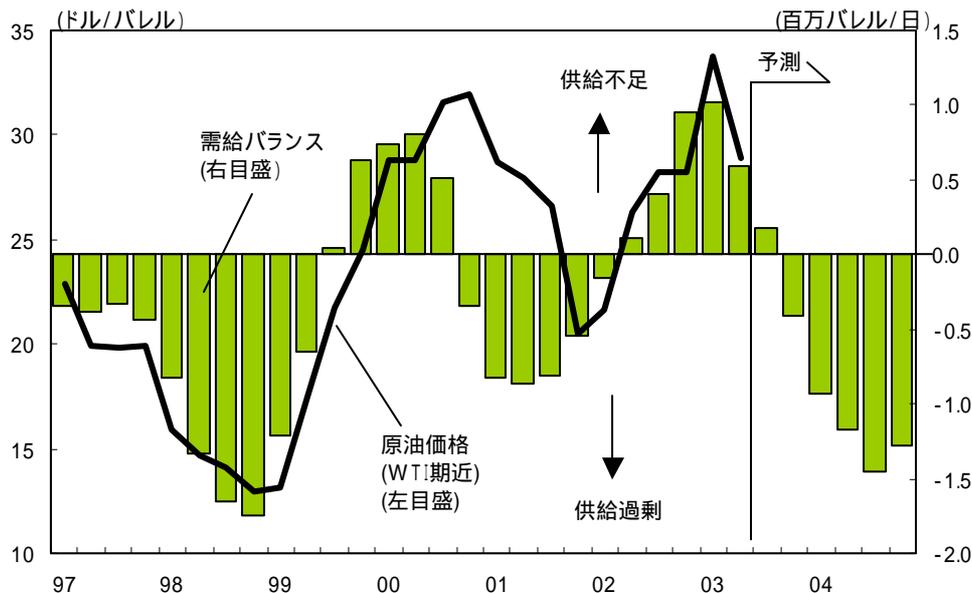
イラクと OPEC の生産量についての仮定

イラクの生産：イラク暫定統治当局（CPA）は 2003 年末までに 200 万 b/d の回復を目標としているが、治安悪化が妨げとなるため目標の達成は半年程度遅れると想定。90 万 b/d (03/3Q)、130 万 b/d (03/4Q)、170 万 b/d (04/1Q)、210 万 b/d (04/2Q)、250 万 b/d (04/3Q 以降) と仮定した。

OPEC の生産：2003 年 12 月の臨時総会でイラクの生産回復を理由に 100 万 b/d の減産を想定。

さらに、イラクの生産が戦争前の水準を回復してくる 2004 年 6 月の総会で、100 万 b/d の減産を決定すると想定。2570 万 b/d (03/3Q、4Q)、2470 万 b/d (04/1Q、2Q)、2370 万 b/d (04/3Q 以降) と仮定した。

図表 9 世界の原油需給バランス見通し



(注1) 需給バランス(当期の需要と、当期と1期前を1:2で加重平均した供給との差)を、(年、四半期)4四半期後方移動平均を取って使用した。

(注2) 予測期間については OPEC とイラクの供給について仮定を置いた。

(資料) IEA「Oil Market Report」