

# 原油レポート

## < O P E C の プ ラ イ ス バ ン ド に つ い て 考 え る >

### 1. 原油市況；

WTI先物原油は、米国石油統計で原油や暖房油の在庫レベルが順調に回復していることや、世界景気の先行き懸念が強まったことなどから40ドル台前半に急落している。本格的な暖房シーズンの到来が間近だが、一大消費地である米国北東部が暖冬となっており、暖房供給に対する懸念が大きく後退したことも価格下落に拍車を掛けた。

市場参加者のネットポジションを見ると、投機家が売り越しに転じており、価格下落に影響を与えた可能性がある。ファンドが12月の決算を前にポジションを手仕舞いしており、年が明ければ再び投資先の物色を始めるとの指摘もあるが、今のところ市場の関心はファンダメンタルに回帰してきている。また、12月10日に開かれたOPEC総会では、現状の生産枠を上回る生産量を削減することで合意した。しかし、市場では今後も超過生産が続くと見ており、同日のWTI先物原油は前日比1.82ドル安の40.71ドルと大幅安となった。

### 2. トピック；OPECのプライスバンドについて考える

OPECはバスケット価格(7油種平均)をターゲットとして増減産を決定している。現在の目標価格帯は公式にはバスケット原油で22~28ドルとされているが、近年の価格上昇によってすでに形骸化している。このため、OPECの生産調整がいつどのようなタイミングで行われるかが非常に読みにくくなっている。果たしてOPECは現在の価格水準を、高過ぎると感じているのであろうか、それとも適正と感じているのであろうか。

OPECが新たな目標価格をどの辺りに置いているのかを探るには、原油と為替の関係を見る必要がある。なぜなら、ドルはピークを付けた2002年2月から2004年12月までに約15%も減価しており、ドル建ての原油価格はその分だけ水ぶくれしているからである。そして、OPECの手取り収入はドル建ての原油価格だが、購買力ベースの手取り収入は原油の商品価値である。従って、OPECが真にターゲットとしている価格は、ドル建ての原油価格ではなく、産油国の購買力を表す原油の商品価値である。



お問合せ先 調査部(東京)丸山

E-mail: shun.maruyama@ufji.co.jp

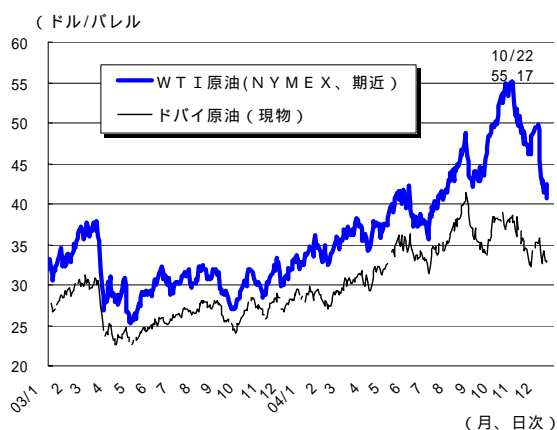
次の公表日は2005年1月11日(火)です。

## 1. 原油市況；投機資金流出から急落

～ W T I 先物原油は、米国石油統計で原油や暖房油の在庫レベルが順調に回復していることや、世界景気の先行き懸念が強まったことなどから 40 ドル台前半に急落している。本格的な暖房シーズンの到来が間近だが、一大消費地である米国北東部が暖冬となっており、暖房供給に対する懸念が大きく後退したことも価格下落に拍車を掛けた。

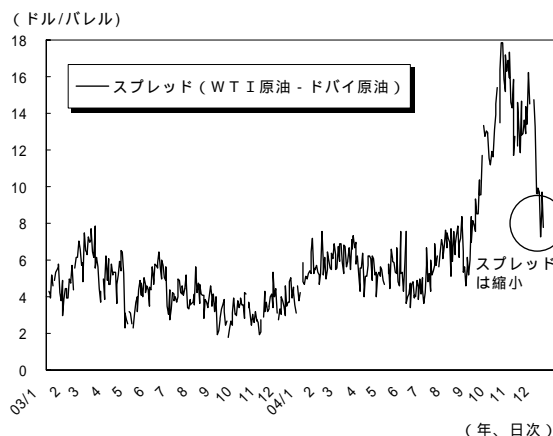
市場参加者のネットポジションを見ると、投機家が売り越しに転じており、価格下落に影響を与えた可能性がある。ファンドが 12 月の決算を前にポジションを手仕舞いしており、年が明ければ再び投資先の物色を始めるとの指摘もあるが、今のところ市場の関心は需給動向に回帰している。また、12 月 10 日に開かれた O P E C 総会では、現状の生産枠を上回る生産量を削減することで合意した。しかし、市場では今後も超過生産が続くと見ており、同日の W T I 先物原油は前日比 1.82 ドル安の 40.71 ドルと大幅安となった。

(図表 1) 原油市況の推移



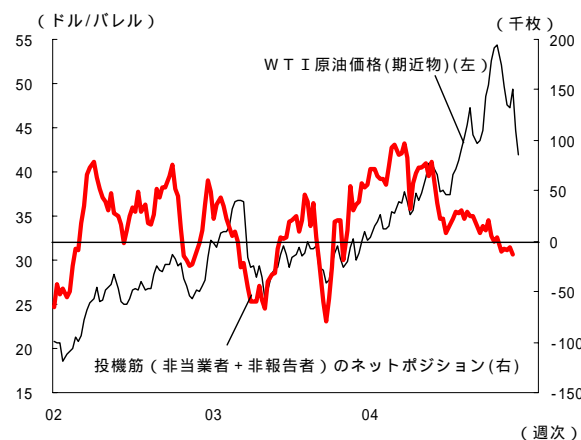
(注)直近は12月10日

(図表 2) W T I - ドバイ・スプレッドの推移



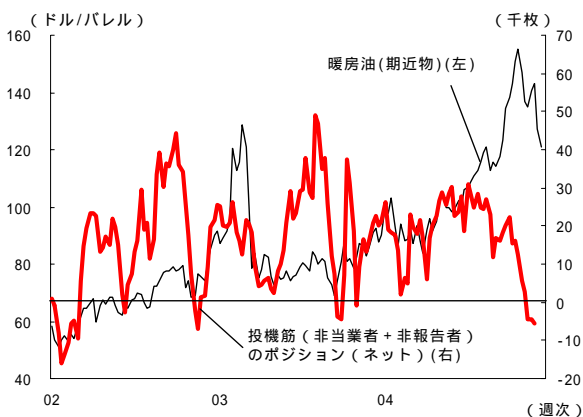
(注)直近は12月10日

(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30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)

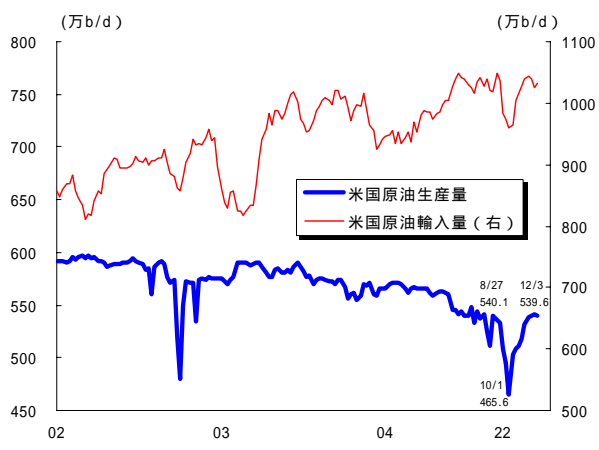


(注1)ポジションはNYMEXで取引されるヒーティングオイルNo.2のトレーダー建玉数を集計したもの。直近は11月30日公表値。  
(注2)非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザ以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で、ほとんどが投機を目的としていると推察される。

## 2. 米国の需給動向；暖冬で需給逼迫感が後退

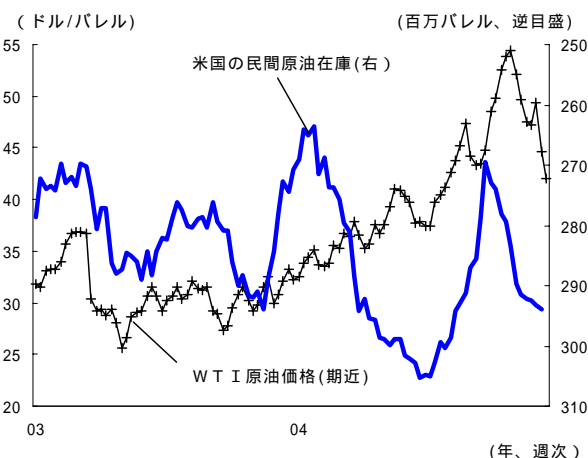
～ 米国では原油生産の回復や輸入の増加を受けて、民間原油在庫が11週連続して増加し、原油価格の下押し要因になっている（図表5、6）。また、製油所もほぼフル稼動に戻っており、さらに暖冬と景気の先行きに対する懸念もあって製品需給の逼迫感は大きく後退している。

（図表5）米国の原油生産量・輸入量



（注）原油輸入量は4週後方移動平均値。直近は12月3日。  
（資料）米国エネルギー情報局（EIA）

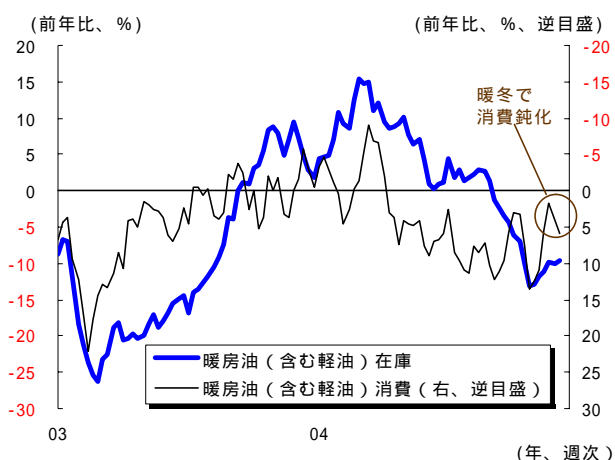
（図表6）原油価格と米国民間原油在庫



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

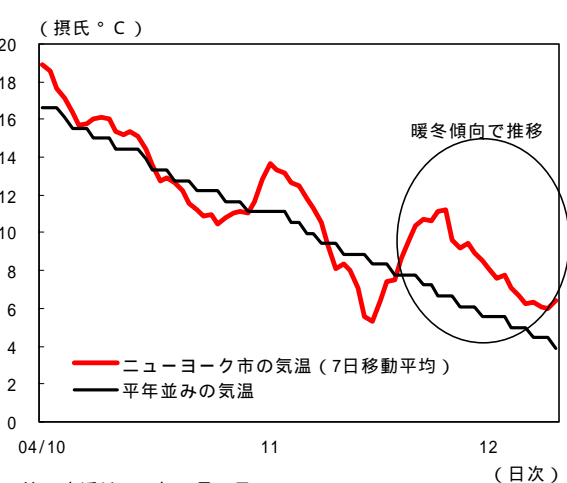
～ 冬に向けて市場の関心の高い暖房油（軽油を含む）在庫は、製油所の稼働率上昇と気温上昇による消費の伸び鈍化を受けて前年比マイナス幅が縮小してきている（図表7）。冬の暖房油需要の約4分の3を占める米北東部の気温が暖冬気味であり、暖房供給に対する懸念は後退している（図表8）。

（図表7）暖房油（軽油含む）の在庫と消費



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

（図表8）ニューヨーク市（米北東部）の気温



（注）直近は2004年12月10日

### 3. OPECの生産動向；市況反落で実質減産にシフト

～ OPEC 10カ国（除くイラク）の11月の原油生産量は、サウジアラビアが減産したことから前月より7万 b/d 減少して2,822万 b/d となった（図表9）。現状の生産枠（2700万 b/d）を上回る122万 b/dの超過量のうち94.5万 b/dがサウジアラビアであり、11月以降の市況反落を受けて減産に踏み切ったものと見られる。

12月10日のOPEC総会では現状の生産枠を超える超過量を削減することで合意し、OPECは実質減産に踏み切る。今回の減産は、現状の生産枠がそれ以下の生産をしているイラン、ベネズエラ、インドネシアは対象外であり、サウジアラビアが減産枠の大半を担う。市場では減産の実効性に対して懐疑的な見方が根強いが、減産枠の大半を担うサウジアラビアが消費国に対して1月以降の供給量削減を通告しており、実効性が乏しいとする見方は当てはまらない。当面、サウジアラビアの減産が相場を下支えする見込みである。

（図表9）OPECの生産動向

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	稼働率	生産余力(11月)
サウジアラビア	978.0	972.0	94.5	10.8%	877.5	1,040.0	93.5%	68.0
イラン	396.0	396.0	-0.4	-0.1%	396.4	410.0	96.6%	14.0
クウェート	244.0	244.0	27.3	12.6%	216.7	250.0	97.6%	6.0
UAE	248.0	245.0	9.4	4.0%	235.6	255.0	96.1%	10.0
カタール	80.0	80.0	10.0	14.3%	70.0	80.0	100.0%	0.0
ベネズエラ(注4)	258.0	261.0	-49.7	-16.0%	310.7	275.0	94.9%	14.0
ナイジェリア	236.0	234.0	11.6	5.2%	222.4	250.0	93.6%	16.0
インドネシア	97.0	97.0	-42.9	-30.7%	139.9	100.0	97.0%	3.0
リビア	163.0	162.0	17.4	12.0%	144.6	163.0	99.4%	1.0
アルジェリア	129.0	131.0	44.8	52.0%	86.2	130.0	100.8%	-1.0
OPEC 10カ国	2,829.0	2,822.0	122.0	4.5%	2,700.0	2,953.0	95.6%	131.0
イラク	225.0	175.0	-	-	-	250.0	70.0%	75.0

（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。

（注4）ベネズエラの実質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（11月）／産油能力＊100

（注6）生産余力＝産油能力－生産量（11月）

（資料）Bloomberg

（図表10）最近のOPEC総会

日時	総会名	合意内容	生産枠
2003年3月11日	定例総会	現状維持	2450mb/dで据え置き
2003年4月24日	緊急総会	実質減産決定	2540mb/d（6月～）
2003年6月11日	臨時総会	現状維持	2540mb/dで据え置き
2003年9月24日	定例総会	減産決定	2450mb/d（11月～）
2003年12月4日	臨時総会	現状維持	2450mb/dで据え置き
2004年2月10日	臨時総会	減産決定	2350mb/d（4月～）
2004年3月31日	定例総会	減産実施	4月からの減産実施を確認
2004年6月3日	臨時総会	増産決定	7月から200万b/d増産決定（2550mb/d）
2004年7月21日	臨時総会	増産確認	予定通り8月から50万b/d増産決定（2600mb/d）
2004年9月15日	定例総会	増産決定	11月から100万b/d増産決定（2700mb/d）
2004年12月10日	臨時総会	実質減産決定	生産枠（2700万b/d）を超える過剰生産分の削減を決定
2005年1月30日	臨時総会	-	-

生産枠は2450mb/dから2540mb/dに引き上げられたが、当時、OPECはイラクの供給停止分を補うために2740mb/dまで

超過増産を行っていたため、200mb/dの実質減産となった。

（出所）OPEC

#### 4. トピック；OPECのプライスバンドについて考える

～ OPECはバスケット価格（7油種平均）をターゲットとして増減産を決定している。現在の目標価格帯は公式にはバスケット原油で22～28ドルとされているが、近年の価格上昇によってすでに形骸化している。このため、OPECの生産調整がいつどのようなタイミングで行われるかが非常に読みにくくなっている。果たしてOPECは現在の価格水準を、高過ぎると感じているのであろうか、それとも適正と感じているのであろうか。

OPECが新たな目標価格をどの辺りに置いているのかを探るには、原油と為替の関係を見る必要がある。なぜなら、ドルはピークを付けた2002年2月から2004年12月までに約15%も減価しており、ドル建ての原油価格はその分だけ水ぶくれしているからである。一般に、原油の商品価値を一定とすれば、ドル建ての原油価格はドルが減価した分だけ上昇するはずであり、「ドル安」＝「原油高」となる。この関係を式で表すと次のようになる。

$$\text{ドル建ての原油価格} = \text{原油の商品価値} \times \text{名目ドル・レート}$$

OPECの手取り収入はドル建ての原油価格だが、購買力ベースの手取り収入は原油の商品価値である。従って、OPECが真にターゲットとしている価格は、ドル建ての原油価格ではなく、産油国の購買力を表す原油の商品価値である。そこで、OPECバスケット原油のドル建て価格を、原油の商品価値とドル・レートに分解してみた。すると、足元ではOPECバスケット原油の商品価値は25ドル付近と目標価格帯内にあり、ドル・レートが今くらいであれば、OPECはドル建て価格が35ドルでも高過ぎると感じないであろう。OPECが12月10日の臨時総会で実質減産に踏み切った理由はこうしたところにもある。

（図表 11）OPECバスケット原油価格の要因分解（原油の商品価値とドル・レート）

