海外経済金融・商品市況

戦争プレミアムと需給の間で揺れる原油相場

戦争プレミアムと需給を材料に価格上昇

原油価格は、今年に入り中東不安の高まりやイラク攻撃の懸念等、いわゆる戦争プレミアムを織り込む形で騰勢が続き、8月後半から10月前半までWTI（期近物）価格は30ドル/バレル近辺で高止まっていた（図1）。

（ﾄﾞﾙ/ﾊﾞｰﾚﾙ）　図１　原油価格（WTI）の推移（週次）

資料　Datastreamより作成

原油価格の高値状態は、戦争プレミアムに加えて需給面からも下支えされてきた。今年の需要そのものはさほど強くなくとも、供給サイドの制約により原油市場は基本的に引き締まっているとの認識がマーケットには浸透していた。

OPEC産油国は2001年1月以来、4度の協調減産を実施し生産枠を500万バレル（日量）削減し2,170万バレルと91年以来の低水準に維持されている。今年9月大阪でのOPEC総会においても、増産論を抑え現行枠を年内まで延長、引き続き22～28ドルを目標価格帯（中東7種平均バスケット価格）とし市場を監視していく方針が確認された。

需給の基本的タイトさをサポートしてきたのが、OECD加盟国の原油在庫の推移、特に米国の指標である（図2）。米国の在庫水準は、春先までは過去平均レンジの上限近くにあったが、以後それをピークに急激に低下、特に9月には過去20年間で最低水準まで落ち込んでいた。

生産枠超過を市場が注視

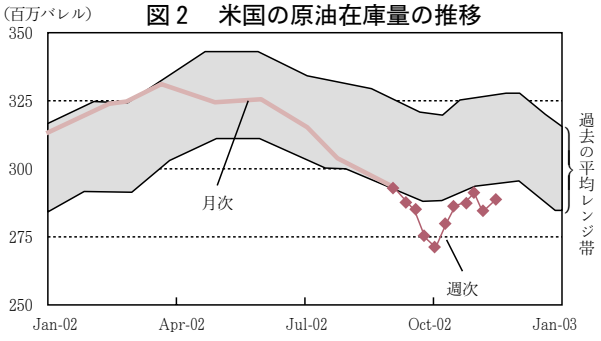
しかし、10月後半にイラク情勢の緊張緩和を契機に市況は軟化、11/13にイラクが査察を求める国連決議受入れを表明したことで更に弱含んだ。WTI価格はファンド筋の手じまいに主導され25ドル程度まで下落、OPECのバスケット価格でも22ドル台まで下げ、目標価格帯の下限に近づいた。

ここにきての原油価格の下落は、戦争プレミアムの後退だけでなく、OPECの生産枠が順守されておらず大規模な超過増産があるとの見方がマーケットに広がり、タイトな需給という構図が揺らいだためだ。

国際エネルギー機関（IEA）の11月「石油市場月報」では、OPECの10月生産量は生産枠を約250万バレル上回っていると推定している。マーケットの見方としては、2,170万バレルの生産枠に対し約300万バレル程度の超過増産分があるとみている。

OPECの各国生産枠は紳士協定をベースにしているだけに、各国それぞれの利害に走りがちで、特に高価格時には枠を超えた増産意欲が高まる。既に非OPEC産油国、なかでもロシアの増産が目立っており、OPECの超過生産はその対抗の意味合いも強い。

（百万バレル）　図２　米国の原油在庫量の推移



資料　米国エネルギー省

足下米国の在庫水準が、依然過去レンジを下回っているにもかかわらず、原油価格が下落したのは超過生産問題が解消し難いと市場が読んでいるためでもある。

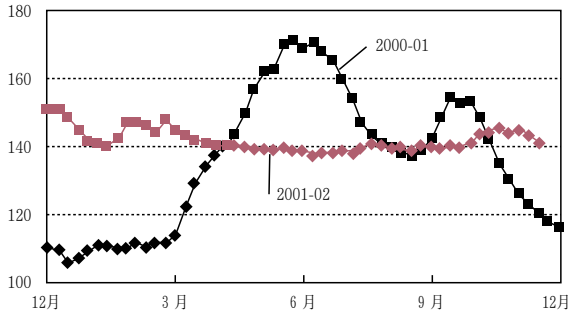
在庫減少のメカニズム

例年と異なる今年の米国の原油在庫パターンも、需給の直接的な引締まりを示しているというよりは、精製業者の行動を反映している面が強いといえる。

一般的に石油マーケットの価格形成は、急激に現物価格が上昇する局面では「現物高、先物安」に傾き易い。実際、今夏場以降の価格上昇期においても、期先ほど価格が低い右下がりの価格カーブにあった。先安感が強い状態では、当然精製業者は原油在庫を出来るだけ削減しようとするインセティブが働くことになる。

また、米国では原油在庫と異なり製品在庫水準は十分あり、かつ需要も強くなかったことから製品価格は安定していた。例えば、ガソリン小売価格は、通常は上昇する夏場のドライブシーズンにおいても非常に落ち着いていた（図3）。

(ｾﾝﾄ/ｶﾞﾛﾝ)　図３　米国のレギュラーガソリン価格の推移



資料　米国エネルギー省

こうした状態で高値の原油を手当てすれば、精製業者は精製マージンがごく薄くなるため、在庫積み増しを控えた。更には、9月末から10月初めのメキシコ湾岸での悪天候による輸送障害も、在庫手当ての遅れにつながった。

以上のような要因は、ここにきての原油価格低下とともに相当解消されてきており、米国の原油在庫も10月半ば以降持ち直しがみられる。

今後の見通し

当面の原油相場については、市場は超過生産問題よりは、イラクでの査察作業の本格化を注視する形で、やや強含みで推移すると予想される。ただし、依然有力なシナリオである「米国のイラク攻撃は早晩実施されるが短期間で終結する」と仮定すれば、一時的にイラクの原油輸出が全量途絶しても（約240万バレル）、他のOPEC等による増産や米国の戦略原油備蓄（SPR）の取崩しがあれば、原油価格の高騰は短期的に収束するとみられる。

需給ファンダメンタル的には、既に供給過剰状態にあり、現行価格には5～6ドルの戦争プレミアムが含まれているとされる。IEAの直近の見通しでは、2003年の世界石油需要量も今年比+100万バレル増の7,770万バレルに止まる。来年は北半球の気温が例年より低いと予測されるものの、景気回復が遅れるため需要全体の伸びは小さいとの予想である。

したがって、当面イラク情勢の推移にマーケットは引きずられ神経質な動きとなるものの、イラク情勢が短期に落ち着けば、再び需給要因がクローズアップされ、生産超過問題等に実効ある対応がない場合、原油相場は大きく軟化する可能性があろう。　　（室屋有宏）