

### 高値が続く原油価格とその背景

渡部 喜智 木村 俊文

#### はじめに

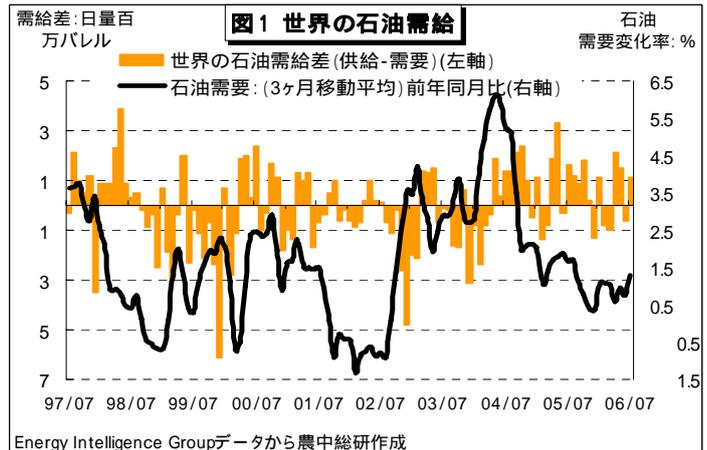
世界の原油市場の代表的指標銘柄として使われるWTI（ウエスト・テキサス・インターメディアエイト、期近物終値）は、7月14日に77.03ドル/バレルと史上最高値を付けた後、やや調整的な動きを見せてはいるものの、なお70ドル/バレル台に高止まりしている。

02年初めには、20ドル/バレル程度であったのが、4年半で約3.8倍の水準にまで値上がりしたことになる。こうした価格上昇の要因としては、需給要因、金融的（投資）要因など市場経済的に分析可能と思われるものから、地政学的リスクと云われる政治的不安要因まで様々あるが、これら要因が複合的にからみ合って、原油価格が上昇して来たと考えられる。

本稿では、巷間云われる上昇要因のうち、市場経済的に分析可能な要因について、具体的データに基づき内容を検証するものである。以下、論点を大きく4つに絞って、原油高の背景を考察してみたい。

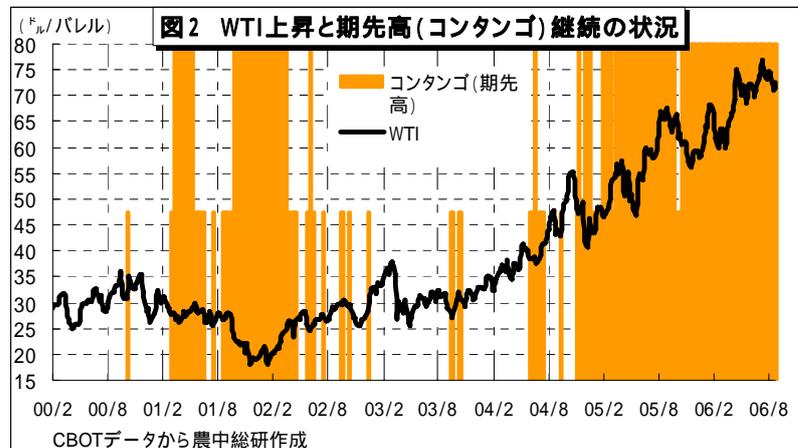
#### 原油の需給逼迫は本当か

第一の視点は、「原油需給は本当に逼迫しているのか？」である。世界の石油需要は、長期的に見ると、世界経済が活発化し



たことに伴い増大傾向をたどってきた。1996年7月には日量70.7百万バレルであった世界の石油需要は、05年12月には同85百万バレルと、約1.2倍に増加（年率では約2%増加）した。

一方、世界の供給量も需要の伸びに応じてほぼ同程度に拡大してきた。図示するように需給ギャップがいずれかの一方向に拡大・継続する傾向は見られず、在庫が減少するような状態とはなっていないと思われ



る(図1)。

このデータから見る限り、足元の需給実態は不足感があるような逼迫とは言えない。

また、これを原油先物の決済期限が近いところにある「期近」物と決済期限が先である「期先」物の市場取引価格の関係から分析すると、本当に手元で原油が不足しているような状況であれば、期近物の方が、決済期限が2～3ヶ月先の期先物よりも高くなる(これを「バックワーデション」の状態という)。しかし、WTIは、04年11月ごろから期近より2～3ヶ月期先の方の価格が緩やかに高い「コンタンゴ」の状況が継続している(図2)。高騰過程で、足元の需給との関係は薄かったと言えよう。

このように、原油高騰をもたらした市場参加者の買いの背景・要因としては、足元需給の逼迫感ではなく、それ以外の要因の方に目を向けるべきでないか、と思われる。

### 産油国の供給能力は限界なのか

それでは、先行きの供給に不安はないのか。第二の視点は、「産油国側の生産余力(縮小)について」である。

年率2%程度の世界の原油需要の増加を前提とした場合、供給余力は十分なのか。欧米先進国の原油生産能力が停滞から減少

に向かうなか、様々な政治的不安の顕在化リスクをかかえながら、世界の原油供給基地となっている中東産油国の原油生産能力の状況は重要性を増している。

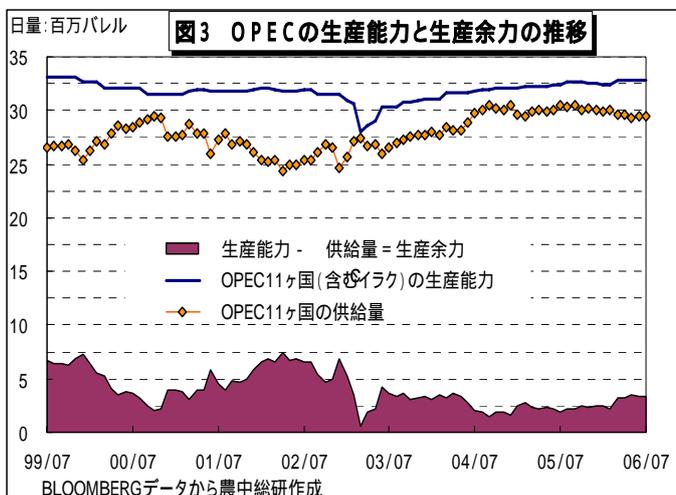
専門家においても原油生産能力の把握には短期、中長期の両方の視点から困難と曖昧さ(試算の相違)がある。それを理解したうえで見ても、生産余力の縮小傾向がわかる

米国エネルギー情報局(EIA)の10年前のOPECの2005年時点の生産能力見通しは日量40百万バレル以上であった。しかし、現実とは違った。長期にわたり原油価格低迷が継続したこともあり、OPEC諸国の原油増産投資は探査・試掘の投資だけでなく、既存井戸施設の補修・増産投資も十分でなかったと言われ、その結果、イラクの戦争後の生産能力の低迷も重なってOPEC11カ国の生産能力は長期にわたりほぼ横ばい水準にとどまった。図3によれば、足元のOPEC11カ国の生産能力32.8百万バレル推定される。(図3)。

一方、実際の供給(需要)量は増加し、日量30百万バレル前後にあることから、その差である生産余力は半減、足元では日量3百万バレル前後の状態にある。

すなわち、世界の需要量の約3～4%にとどまる水準しかOPECの生産余力はなく、世界の原油需要増加のバッファとしては、心許ない状況なのである。

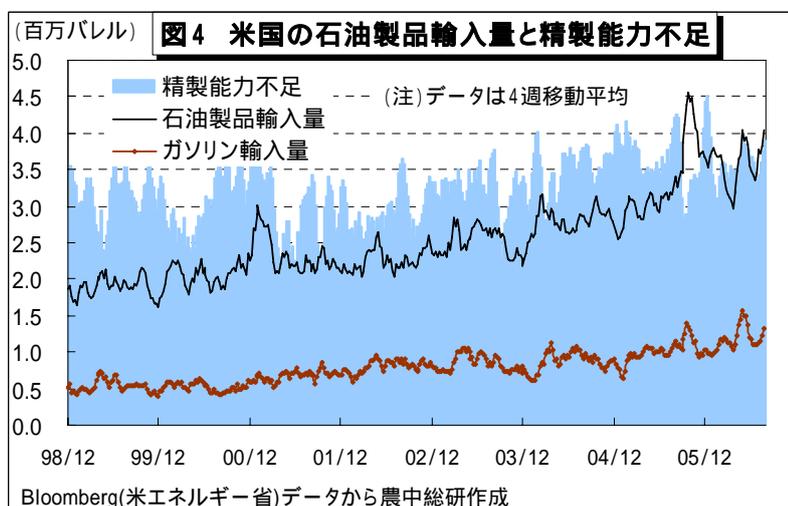
なお、EIAの直近の試算(「短期エネルギー展望」)によれば、イラクを除くOPEC10カ国の生産余力は1.3～1.8百万バレルに過ぎない。試算には差異が伴うものの、市場参加者にとって買い意欲を刺激する材料であることは確かである。



## 米国の川下の製品需給が川上に影響

第三の視点は、石油流通段階の川下に当たる米国内のガソリンなど製品需給の逼迫の影響についてである。

通常は川上段階の原油の供給にかかる不足や不安が川下段階へ波及して、川下のガソリンなどの製品価格が上昇するが、今回の原油高騰過程で言われているのが、米国での精製能力不足に起因したガソリンなどの石油製品の需給逼迫懸念が、川上の原油相場を刺激する構図になっている、謂わば、尻尾が頭を振り回す如き状況である。



米国においては、国内原油生産の低迷もあって石油エネルギーの海外依存が高まってきたが、それとともにガソリンなどの精製設備能力が不足し、米国内の製品需給が引き締まっているのではないかと云われる。

米国の石油製品需要は90年代初頭の日量15百万バレルの水準から足元では日量21百万バレルの水準に増大した。しかし、米国内の原油生産は、日量7百万から5百万バレルに減少した。

その一方、メジャーは米国内の精製能力を再編・整理した結果、その製品需要の増加は、海

外からの製品輸入の増加によって賄われた(図4)。90年代初め、石油製品輸入量は日量2百万バレル足らずであったのが、足元では4百万バレル近くに増大。ガソリン輸入量も日量1百万バレルを超えている。

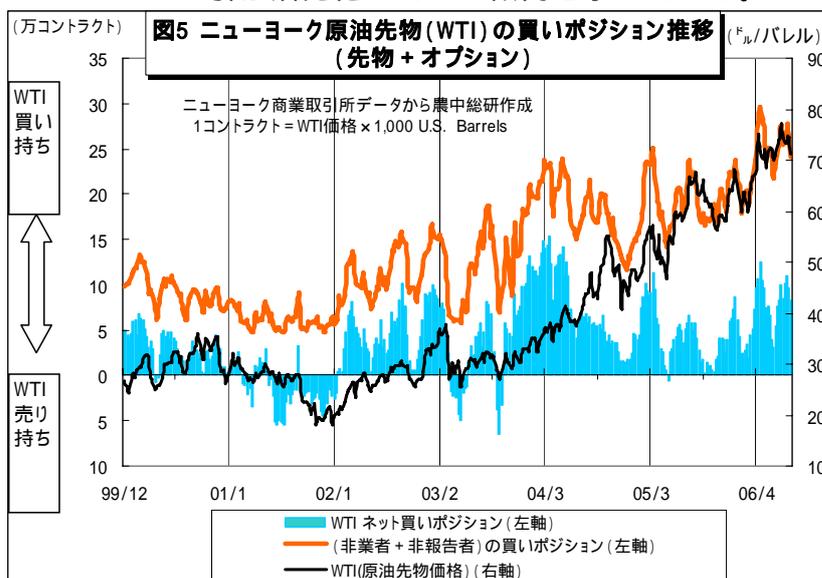
それらを通じて石油メジャーの川下での価格支配力が向上、市場でも石油製品の需給に敏感になり、米国の毎週発表の在庫変動への注目が高まる環境となっている。川下から川上への需給状況の逆の伝播が生じ、原油価格の押し上げ材料となっている。

## 投機資金の流入は続いているのか

最後の第四の視点は、「ファンドなどの投機筋の資金流入が原油価格に影響しているのか？」である。

WTIが上場されているニューヨーク商業取引所(NY MEX)の売買データから見ると、日々の取引ボリュームが増加している。1999年に一日平均の取引枚数(1枚は1000バレル)が15万枚を突破したが、翌2000年、2001年と微

減となった後、2002年以降増加をたどり、今年(2006年)は7月まで30.2万枚となっており、取引が活発化している傾向を示している。



また、先物業者以外のファンド等の投資資金による買いポジションの動向とWTIの関係を見ると、02年初め以降、変動を伴いながら、ファンド筋の買いポジション増大とWTIの上昇が軌を一にしていることが分かる。ただし、引き続き高水準にはあるものの、グロスでの買いポジションはピークの27.7万枚から足元では24.0万枚に減少している。

株式や債券などの証券市場に比べれば、商品市場の規模は小さい。一定の資金流入によって上昇する素地が大きいと云われるが、近年、世界的に機関投資家の分散投資の一環として、商品市場への投資リスク許容限度が引き上げられたことも相俟って、ファンド等の資金が買いポジションを形成していったことが、原油価格の押し上げ要因となっていることは確かであろう。

以上、世界的に先進国の金融当局の政策姿勢は金融引き締め傾向をたどり、ドル資産の拡大ペースも落ちて来てはいるが、かつての引き締め局面に比べれば、その程度は緩やかなものにとどまっている。先行きについては、世界経済の成長減速が原油価格の下落材料となり小反落(5ドル/バレル程度)を予想しているが、米欧の金融引き締め政策からの転換が相場を下支えすると考えられる。

前述のような需給状況と基本的な金融状況に大きな変化が生じない限り、原油価格の高止まりの可能性は大きいと思われる。

(06.08.28 現在)