

原油価格の上昇は続くのか

素原材料価格上昇の背景と原油相場を巡る環境

世界的に素原材料価格は高値圏での推移が続いており、世界経済の波乱要因として再び注目が高まっている。本稿では代表的な商品である原油相場について、足元の環境を確認すると同時に、先行きの見込みについても考察を加えた。

世界的な素原材料価格上昇の背景

世界的に素原材料価格の上昇が続いている。国際商品相場の推移を総合的に示す代表的な指数として、コモディティ・リサーチ・ビューロー社が発表しているCRB先物指数がある。同指数は、2005年の4月には約24年ぶりの水準まで上昇した(図表1)。内訳を見ると、原油などのエネルギー価格のみならず、銅・綿花などの工業原料や、貴金属といったほぼすべての品目で上昇が見られる。

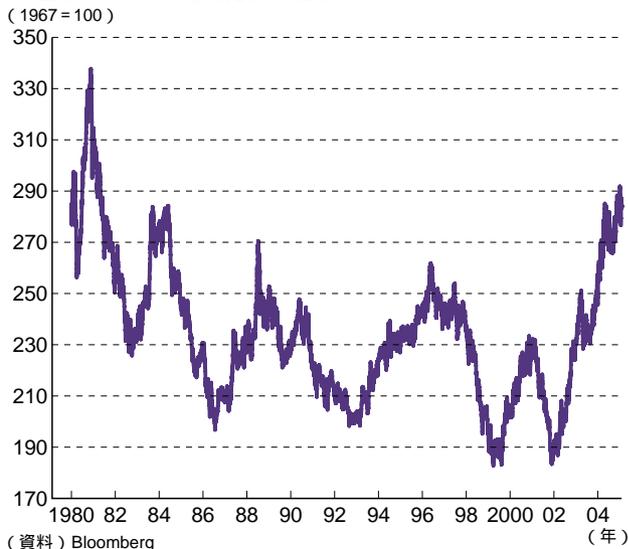
素原材料価格上昇の共通の要因としては、長年の価格低迷に伴う供給サイドの投資抑制により、需要の拡大に即応した供給の拡大が出来ないという、輸

送能力等も含めた供給サイドのボトルネック、中国などを中心とした世界的な景気の回復にともなう素原材料需要の拡大、将来的な需給の逼迫予想を背景にした商品市場への積極的な投資資金の流入、などが挙げられる。なかでも中国は9%を越える高成長を達成し、いまや世界経済回復のメインエンジンの一つとなっていると同時に、世界の素原材料需要を牽引する一大消費国となっている。中国需要の加熱は世界の素原材料市場にとって、まさに「想定範囲外」であった。こうした素原材料価格を代表して、原油価格の上昇について以下では概観する。

史上最高値を更新した原油価格

代表的な米国産標準油種である、ウエスト・テキサス・インターメディアイト(WTI)先物の期近物相場は、2005年入りして以降大きく上昇し、4月4日には、史上最高値となる58ドル/バレル台まで上昇し、その後も高水準で推移している(図表2)。去る3月16日にイランのイスファハンで石油輸出機構(OPEC)の総会が開催されたが、焦点は原油価格上昇を受けた産油国の対応であった。結局、サウジアラビアが主導する形で、最大100万バレル/日の増産が決定されたが、不需求期にもかかわらず、増産に踏み切った背景には、原油価格が更に上昇した場合に起こりうる、代替エネルギーへのシフトや、原油価格上昇に伴い原油需要自体が落ち込んでしまうことへのOPECの危機感があったと言えるであろう。しかし、OPECの増産

図表1 CRB先物指数の推移



決定にもかかわらず、総会当日のニューヨーク市場で、原油価格は56ドル/バレルを上抜けし、昨年11月以来の史上最高値を更新してしまった。「産油国の増産の結果、増産余力が縮小し、今後の需要増に対応しきれない」というのが市場の解釈で、供給能力に限界があるなかで、OPECが多少の増産を決めようが、原油価格動向にそれほど影響を与えないという事実が図らずも浮き彫りになった。

供給余力の低下が価格上昇要因に

OPECは現在世界の原油供給の約4割程度を占めている。非OPEC諸国はほぼフル生産の状況で、採掘した分だけ供給を行うため、実際にはOPECが供給量を調整することで、原油の価格を調整してきた。しかし、今回の原油価格の上昇局面ではその仕組みがうまく機能しなかった。それは前述の通り、増産余力の低下が原油市場で意識され、供給増が価格低下につながらなくなったからである。こうなる前にOPECは油田開発等を行っておくべきであったが、原油価格が低迷していたこともありそれもかなわず、今になってその「ツケ」を石油消費国が負担することになっている。

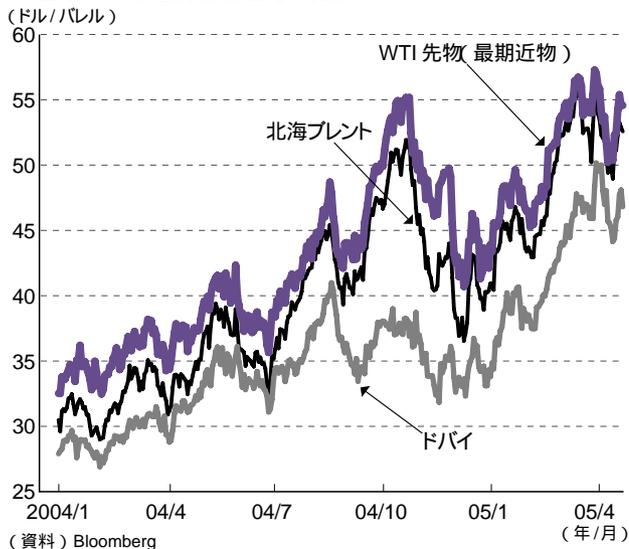
ただし、ここに来て、OPECでも供給能力拡大に向

けた取り組みが始まっている。サウジアラビアでは現在の産油能力を、今後数年間のうちに12.5百万バレル/日まで拡大し、1.5百万バレル/日を下回らない増産余力を確保するという方針を打ち出しており、主力のカティーフ油田において操業体制強化等の対応を行っている模様である。原油価格の上昇によって、産油国がより積極的に油田開発を行いやすくなったという事情もあり、中東における稼動リグ(掘削機)数も増加している。ただし、イラクでのテロやナイジェリアでのゼネストなど、従来からの供給途絶リスクはいまだくすぶっている点には注意が必要だ。

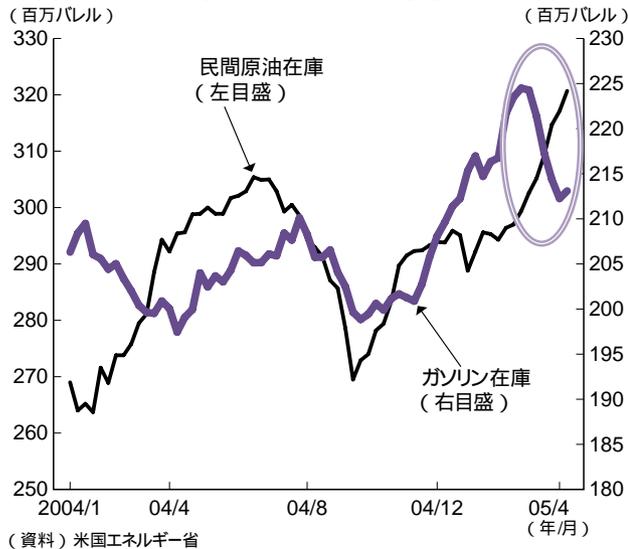
精製設備のボトルネックが価格の上昇要因に

昨今、供給面からもう一つ指摘されているのは、パイプラインや精製設備のボトルネックの顕在化であろう。特に米製油所におけるガソリン精製設備への投資の遅れは、ガソリン不足を通じて価格の高騰を招き、原油価格上昇の原因となった。米国では、精製施設への設備投資は環境対応などに巨額の資金が必要で、製油所の経営は採算が取れないとの見方が強い。製油所の追加的な建設が進まず、ガソリン精製が遅れているため、米国の石油関連製品の在庫状

図表2 油種別原油価格の推移



図表3 米国の原油・ガソリン在庫の推移



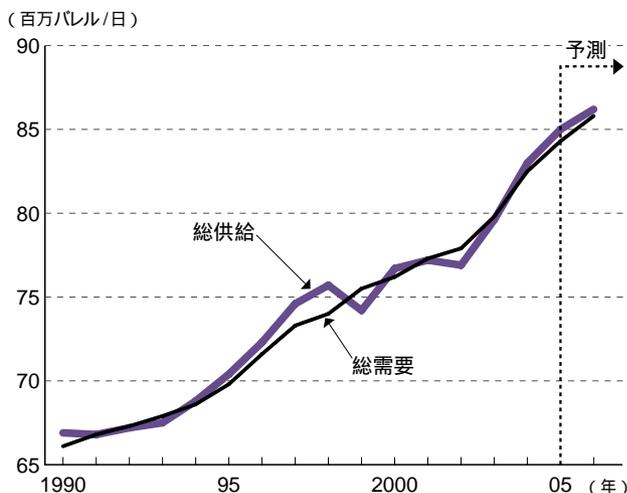
況をみると、原油在庫が増加し高水準にある一方で、ガソリン在庫が減少している(図表3)。これがガソリン価格の上昇を通じて、原油価格を押し上げている。製油所への投資は一朝一夕に出来るものではなく、今後も需要期にはボトルネックとして意識されることになるだろう。米国におけるガソリン不足問題の根本的な改善のためには、エネルギー代替の進行や、輸入ガソリンの質の向上などが必要だ。

需要は引き続き強いが、2005年に伸びは鈍化

米・中などの原油需要環境を概観してみると、中国での需要の伸びが想定以上に増加しているなか、2005年の世界の原油需要も増加が見込まれている。国際エネルギー機関(IEA)の需要見通しによると、2005年の世界の原油需要は84.3百万バレル/日と、2004年から1.8百万バレル/日増加し、増加率は2.2%となる見通しである。このうち、中国の需要は6.9百万バレル/日となり、2004年から50万バレル/日、7.9%程度の需要増が見込まれている。

ただし、2005年は米・中では景気がやや鈍化し、世界の原油需要も2004年の大幅な伸びからは鈍化する見込みだ(図表4)。

図表4 世界の原油需給の推移



(注) 2004、2005年の需要はIEA、2005、2006年の供給はみずほ総合研究所見通し。
(資料) IEA「Oil Market Report」

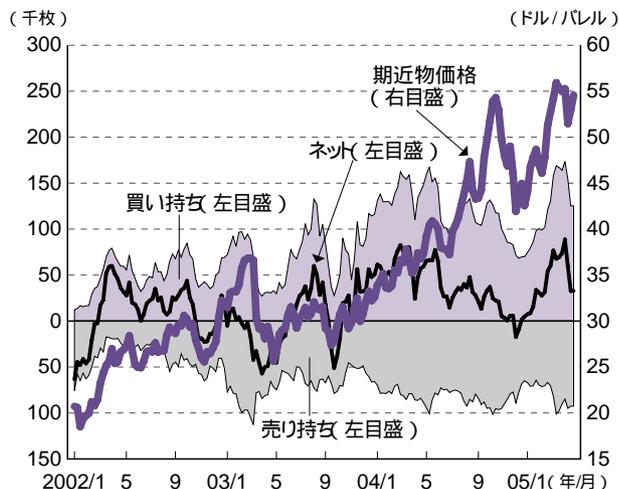
投資資金は足元で高水準

次に、投資資金の流入の状況を見てみよう。米商品先物取引委員会(CFTC)に報告されているニューヨーク・マーカンタイル取引所(NYMEX)の非商業部門における原油の持ち高を見てみると、2005年の価格上昇局面では、大規模な投資資金の流入が起きていたことがわかる(図表5)。WTIが58ドル/バレル台まで上昇した時のネット買い持ちポジションの積みあがりは、金額ベースでは約49億ドルとなった。

背景には、情報のグローバル化や、規制緩和が進むなかで、国際資本移動がより容易になったこと、また、その結果として、世界の金融市場の一体化が進み、相互の関連性が深まっていることなどが挙げられるだろう。つまり、リスク分散の効果が限定的になりつつあるということだ。

そうしたなかで、他の市場との相関関係が比較的低いと思われる商品市場に投資資金が流入していると考えられ、商品市場のボラティリティーは従来以上に上昇している。ヌアイミー・サウジアラビア鉱物・石油相も、投資資金の原油市場への大規模な流入に、警戒感を示している。今後も、リスク分散の観点からは、他の市場との独立性が比較的高い商品市場への

図表5 非商業部門の原油取扱高の推移



(注) NYMEXで取引される先物のトレーダー建て玉のうち、非当業者について集計。
(資料) CFTC

投資資金の流入は続くであろうし、それは市場の流動性が増せばなおさらのことである。

夏場に向けた注目点は 米国の原油精製能力

夏場を迎えるにあたって、注目が集まっているのは、前述の米ガソリンの供給能力の問題だ。米国が本格ドライブシーズン入りするにあたり、ガソリンの需要が高まるため、供給が間に合わないのではないかと、この懸念が高まっている。米国の製油所は、4月半ばに定期補修を終えてはいるものの、既に稼働率が90%を越えている現況下で、更なる供給能力の増加もすぐには難しい。

こうしたガソリン需要の高まりから、ガソリン価格も2ドル/ガロンを越えて高止まりが続き、WTIにも上昇圧力がかかる可能性があるだろう。

当面は米国のガソリン・原油在庫の動向に一喜一憂する展開が予想されるが、ガソリン在庫が需要期で減少傾向にあるなかで、ガソリン価格は高止まりしやすい。ただし、夏場の需要期を過ぎれば、ガソリン価格の上昇圧力は一服する見込みである。

原油相場の高騰も 徐々に沈静化の見込み

ガソリン価格高騰の影響から、足元で上昇圧力が強いものの、夏場以降の原油価格は、緩やかに低下していく展開を見込んでいる。まず、産油国の供給のボトルネックに関しては、現在、大幅に上昇した原油の販売代金を原資に供給力増加に向けた投資が行われている。世界の原油需要の伸びとして見込まれる、2百万バレル/日程度の需要の増加であれば、非OPEC諸国も含めれば、タイトではあるがカバーできる量であろう。

第二に、世界の需要の拡大に関しても、先行きは昨年ほどの伸びは見込めないだろう。中国でも現在は投資の過熱感が高まっており、成長率も今後は9%

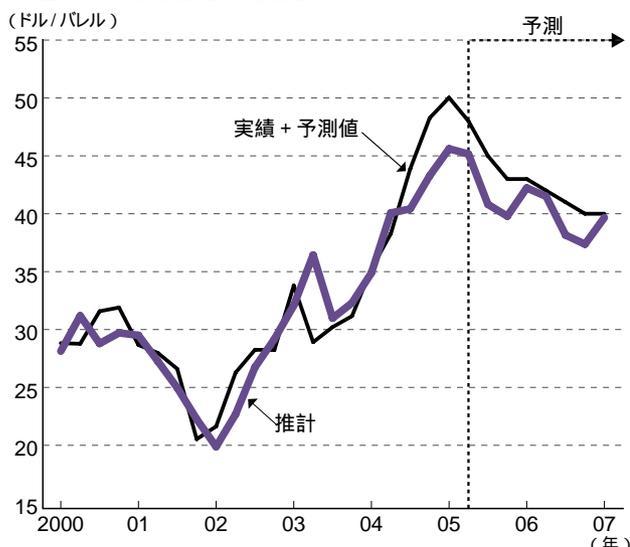
台から8%台に鈍化する見込みだ。また、原油価格の上昇はガソリン価格の上昇などを通じて個人消費に打撃を与えると同時に、株価の下落がマインド面にも悪影響を与えるであろう。米国では、景気がソフトスポット入りとの思惑も出始めているなかで、現在のペースでの需要の増加は見込みにくい。

最後に投資資金の影響であるが、今後もある程度、継続的に資金は原油市場に流入し、原油価格に上昇圧力をかけるだろう。しかし、現在は、価格上昇が更なる資金流入につながり、それが更に価格を押し上げるといふ、ファンダメンタルズから決まる価格とは乖離して価格が上昇している。その背景にあるのは、需給逼迫への過度な期待を発端にした、自己実現的な投資資金の動きだろう。こうした動きは、長続きするものではなく、いずれは剥落するものと思われる。

以上勘案して、当社モデルにより原油価格を推計すると、今後は40ドル台前半～半ば/バレルへ緩やかに低下していく展開が予想される(図表6)。

みずほ総合研究所 経済調査部
エコノミスト 吉田健一郎
kenichiro.yoshida@mizuho-ri.co.jp

図表6 原油価格の見通し



WTI 期近物 = 5.29 + 3.2 × 石油需要 - 3.19 × 石油供給 - 0.52 × 米蒸留燃料油在庫
(2.39) (3.05) (-3.11) (-2.55)
+ 0.16 × 原油ロングポジション + 0.72 × WTI 期近物1期前
(5.02) (7.53)
R² = 0.93 = 0.07 (95年第1四半期 - 2004年第3四半期)
(注) 変数はすべて対数値。後方2期移動平均(WTI 期近物1期前除く)。
(資料) みずほ総合研究所による推計