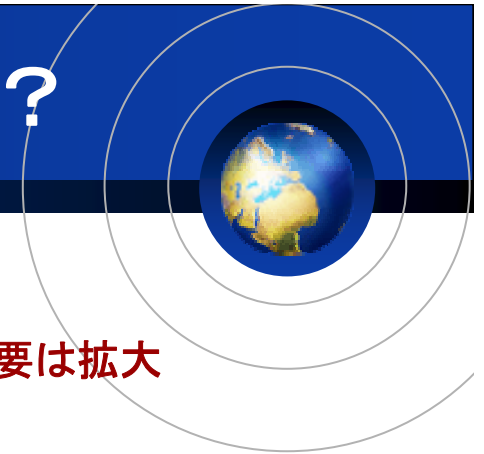


11. 原油価格のPlaying Field は150ドル？



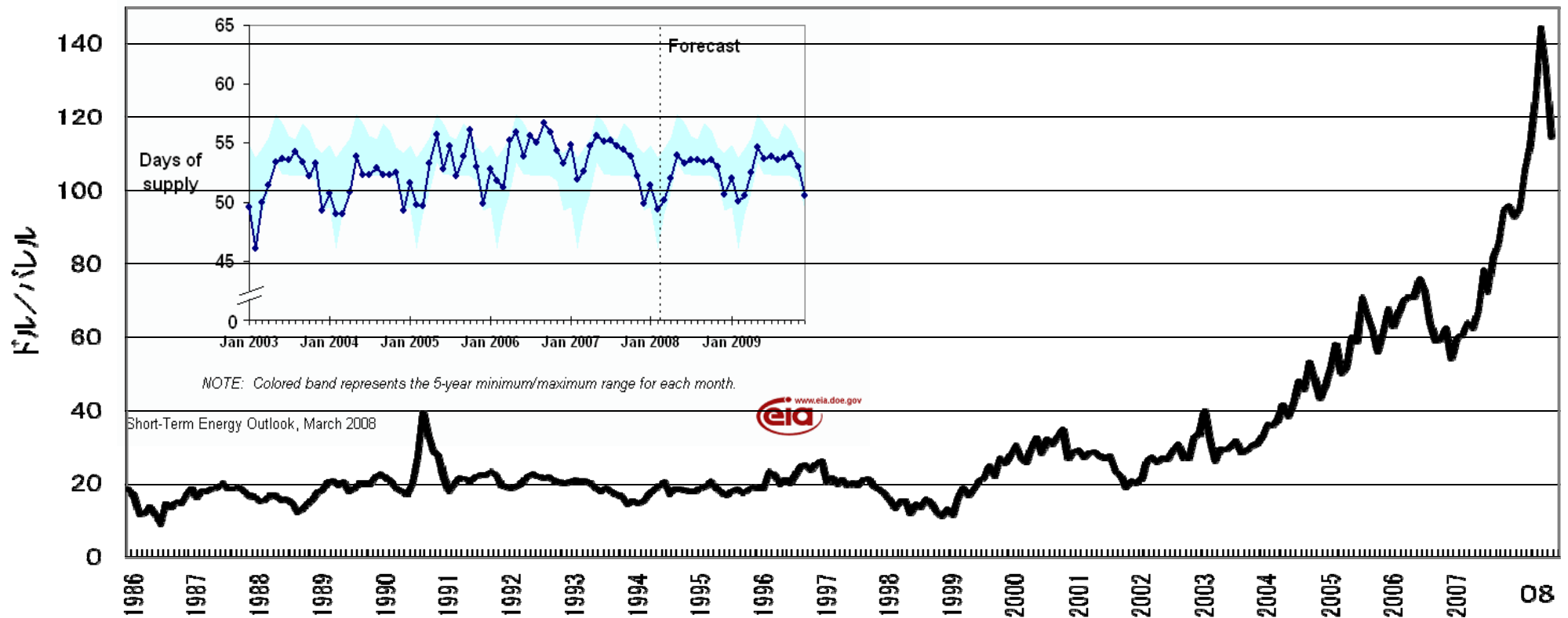
● 価格体系の上方シフト(安い原油時代の終焉)

⇒ 2000年以降、石油の需給構造が180度転換。

⇒ 「歪み」を突いた投機マネーの流入。100ドル台でも世界の石油需要は拡大

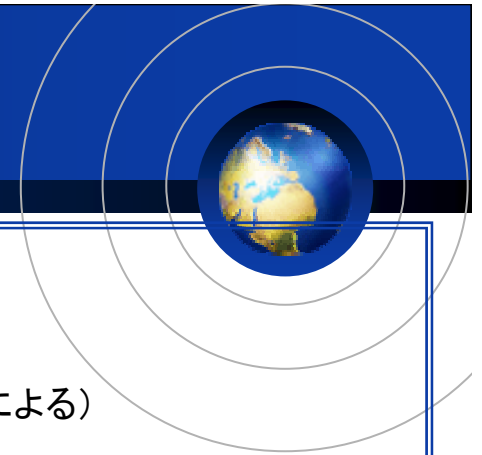
ニューヨークWTI原油(期近)

Days of Supply of OECD Commercial Oil Stocks



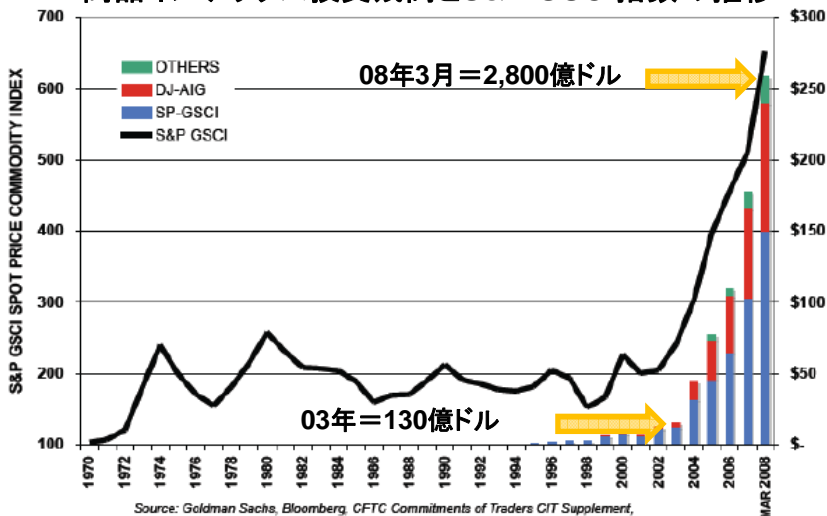
(資料)NYMEX

12. 長期投資マネーの流入が活発化

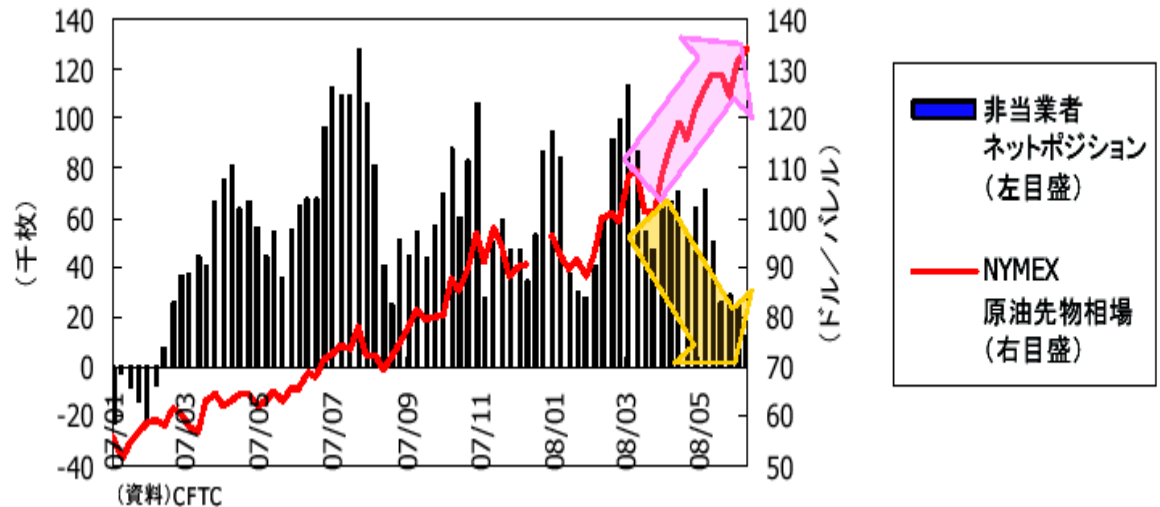


- 油価約130ドルの半分は金融要因による可能性が高い
 - 過去1年で約2倍の油価上昇はファンダメンタルズでは説明不可能
 - 投資資金:商品インデックス投資の形で流入する長期資金(年金基金など)
 - CFTC(米商品先物取引委員会)報告から資金の流れ把握不可(下左グラフは推計による)
 - 商品インデックス投資を扱う業者は「実需」として分類
 - 投機資金:ヘッジファンドなど短期資金
 - CFTC報告から資金の流れがわかる(下右グラフ)
- 油価上昇を主導したのは主に長期の投資資金
 - ドル安・インフレリスクのヘッジ手段、高利回り、他金融資産の劣化、分かりやすさ、などが原油先物市場が選好される理由
- 流入した長期投資資金は残存、新しい均衡点を模索

商品インデックス投資残高とS&P GSCI指数の推移



NYMEX原油先物市場における投機資金のネットポジションと相場の推移



(資料) 米議会上院国土安全保障・政府問題委員会公聴会マイケル・マスターズ氏証言。
http://hsgac.senate.gov/public/_files/052008Masters.pdf
 2008/8/18

13. ここ数年の原油価格高騰の背景 (様々なギャップ)



1. 慢性的供給不安

→ 中国・インドなど新興国需要拡大 VS 投資不足

→ 新興国での国内価格統制(市場メカニズム働かず) 、 資源ナショナリズム高揚

2. 油質／精製能力のギャップ拡大

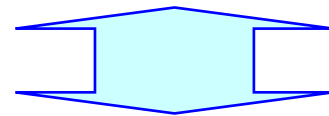
→ 石油需要の白物化(ガソリン、ジェット燃料)が加速 VS 中東の重質油

3. 原油生産地域における地政学リスク拡大

→ 中東リスク+ベネズエラ、アフリカ、ロシアなどのリスク同時化

4. 石油産業におけるエンジニア不足と資機材価格高騰

→ 限界生産コストの上昇(原油高騰メカニズムがロックイン)

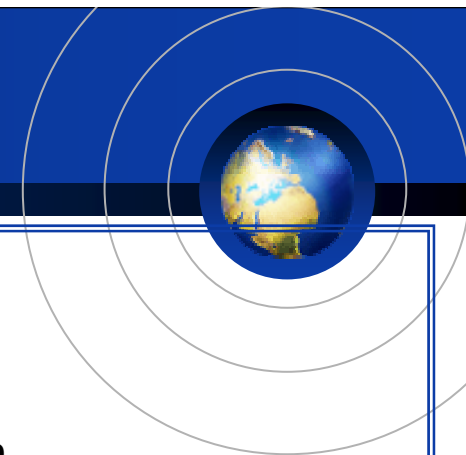


5. 世界的な過剰流動性を背景とした投機マネーの活発化

→ 先物市場の金融商品化(価格がオーバーシュート)

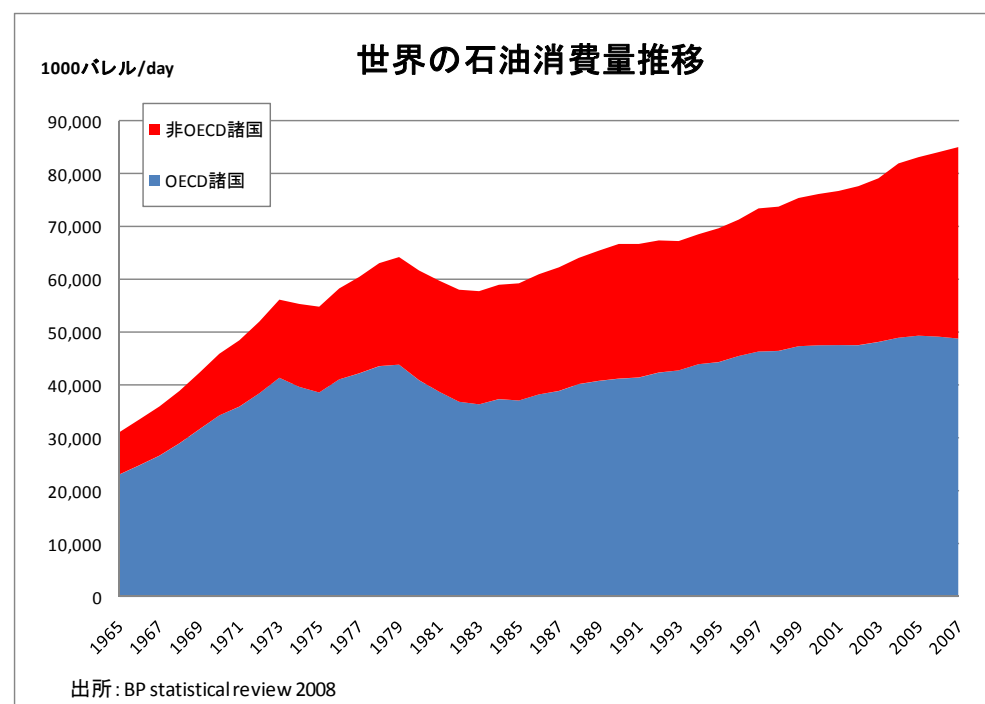
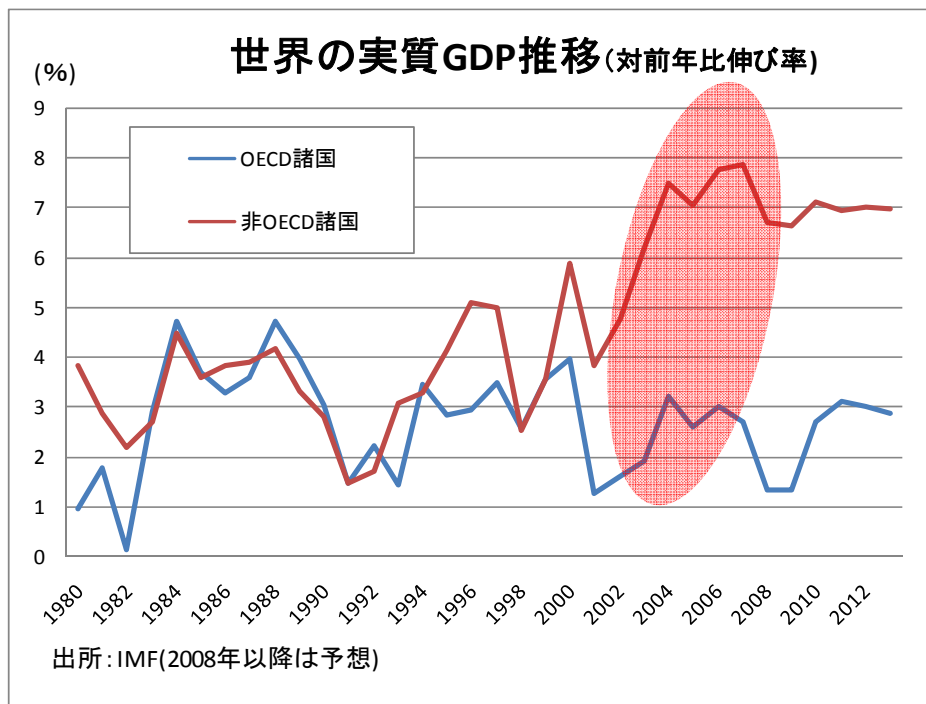
→ オイルマネー、資源国の外貨準備(SWF)、円キャリーなど 3兆ドル

14. 世界経済の成長と需要の増加

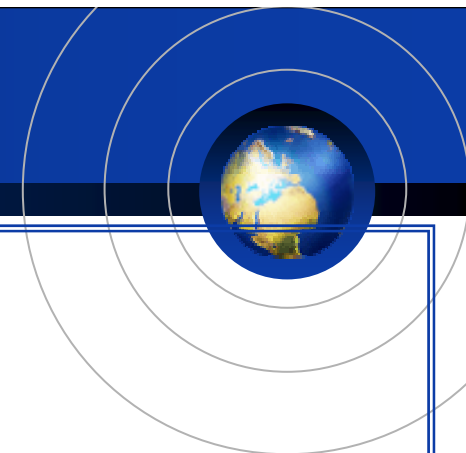


■ 好調な世界景気に伴う石油需要の増加

- 世界のGDPは新興国を中心に拡大
 - ・ 2000-07年の平均・年率 : 世界4.1%、先進国2.5%、途上国6.4%
 - ・ 特に、2004年以降は年率5%(世界)の成長が持続
- 石油需要も新興国(非OECD諸国)での拡大が目立つ



15.原油供給における産出国の不安定性

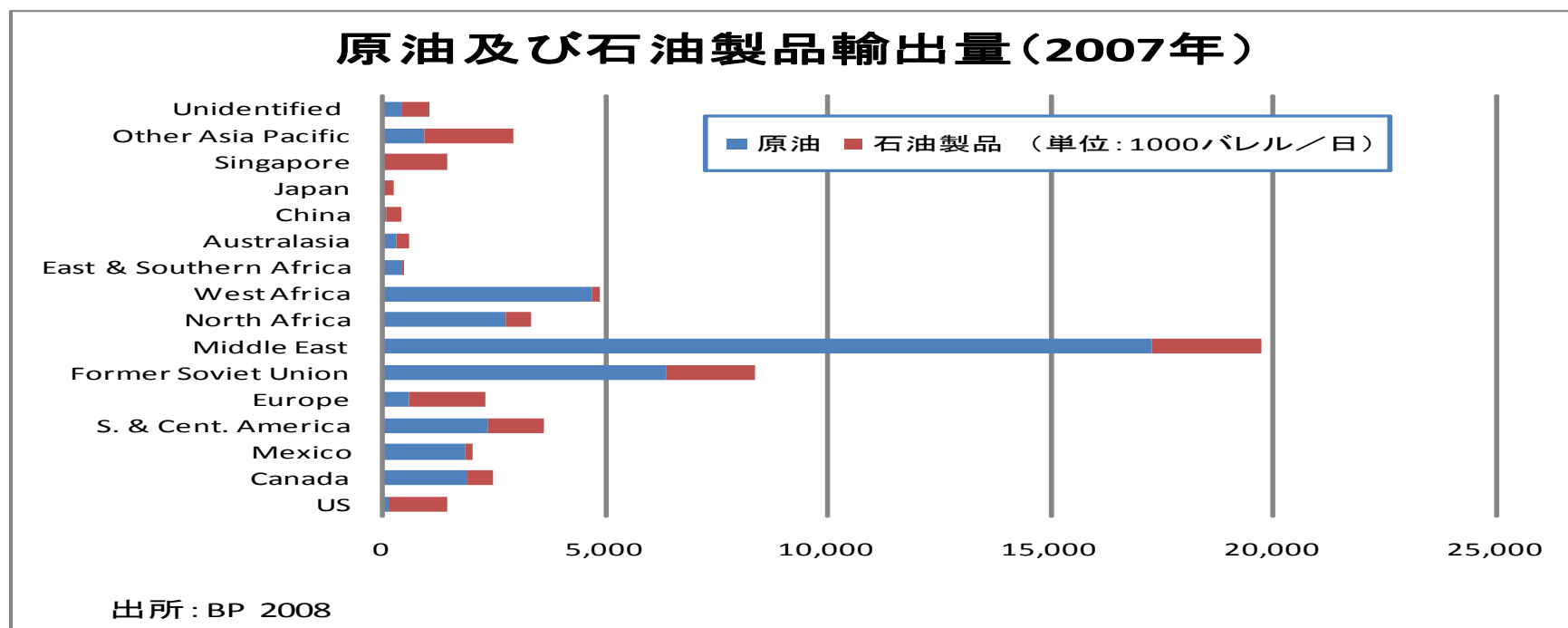


■ 輸出国・低生産コスト油田地帯の地政学的リスク

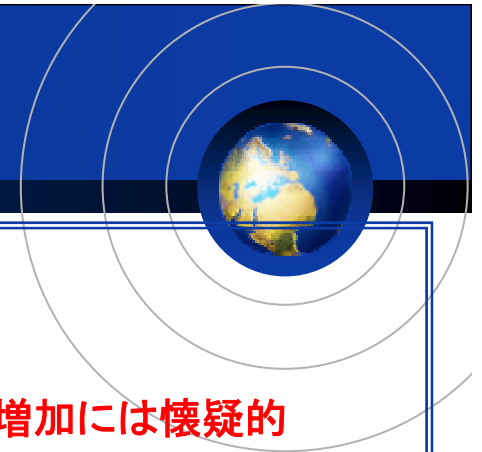
- 中東地域、アフリカ(ナイジェリア)、ベネズエラ・・・
→ 必ずしも政治的に安定していない地域への依存度大

■ 資源ナショナリズムの高揚

- ベネズエラをはじめとする中南米諸国、ロシア・カザフ等の産油国政府による国家管理の強化とそれに伴う外資企業の撤退



16.OPECの生産余力は減少傾向に



■ OPECの生産余力*が減少

– 2000年に500万バレル/日程度であった生産余力は急減

・「2009年に生産余力が増加」との見通しも信憑性に欠ける(2005年はかけ声のみ)

・非OPEC諸国(英・米・ロシア・メキシコ・ノルウェー等)の生産量も頭打ち



生産余力増加には懐疑的

■ 供給は重質油の割合増。一方、需要は軽質油が増加

– 産出原油における重質油の構成比:1995年 10%程度 → 2006年13%程度に増加

– モータリゼーションの進行により、軽質油(いわゆる白油)の需要が増加

