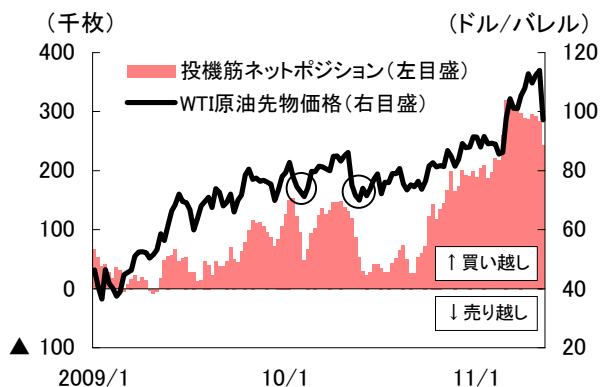


原油価格は再び強含みへ

～ 需給・ドル要因からみた足元の適正価格水準は100ドル程度 ～

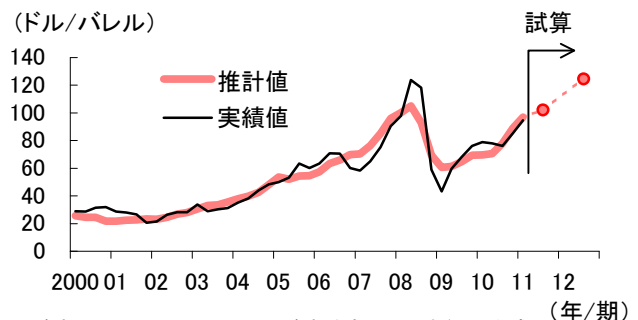
- (1) 低調な米景気指標の発表や先物取引の証拠金引き上げ観測をきっかけに、5月初めにWTI原油先物価格が急落。過去最高水準に膨らんでいた投機筋の買いポジションの急速な解消が、大幅な下落を主導した可能性。実際、投機筋による原油先物のネットポジションは、原油価格が90ドル前後で推移していた2月後半の水準まで縮小（図表1）。
- (2) 一方、原油市場を取り巻くファンダメンタルズに大きな変化はみられず。世界の原油需要および供給とドル名目実効レートをもとに、WTI原油先物価格の適正水準（四半期平均）を試算すると、足元では1バレル=100ドル程度。原油価格が同水準から大きく下振れて推移する可能性は小（図表2）。
- (3) 昨年の原油価格急落局面（1月半ばおよび5月初め）における投機筋のネットポジションの変化をみると、いずれもポジション調整は1ヵ月程度で終了し、原油価格は緩やかに反転（図表3）。米金融緩和策の長期化や、新興国を中心とする持続的なエネルギー需要の高まり（図表4）が予想されるなかで、今局面においても、投機資金の買いポジション縮小は一時的にとどまる見込み。
- (4) ちなみに、米EIAの原油需給予測および2000年以降のドル下落ペースの持続を前提に、先行きの原油価格を試算すると、2011年は年平均102ドル、12年は同124ドル程度（前掲図表2）。

(図表1) WTI原油先物価格と投機筋のネットポジション



(資料) Bloomberg L.P., CFTC (年/月)
(注) 建玉単位の「1枚」は「1,000バレル」。

(図表2) WTI原油先物価格の推計

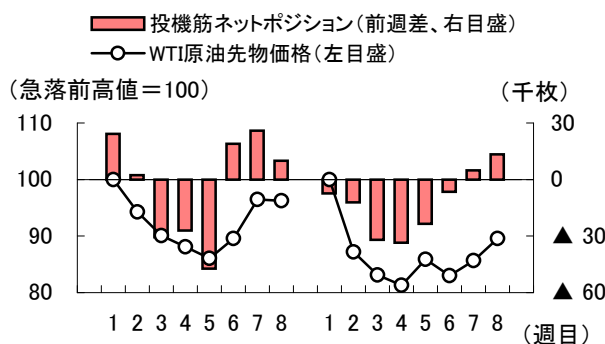


(資料) Bloomberg L.P., 米EIA資料をもとに日本総研作成
(注1) 推計式は以下の通り(カッコ内はt値)。変数はすべて対数値。需要、供給は後方4期移動平均。推計期間は1995年1-3月期～2011年1-3月期。R2=0.94。
$$\text{WTI原油先物価格} = -21.94 + 13.40 \times \text{原油需要} - 5.59 \times \text{原油供給} - 1.90 \times \text{ドル名目実効レート}$$

(-14.89) (6.80) (-2.72) (-9.19)

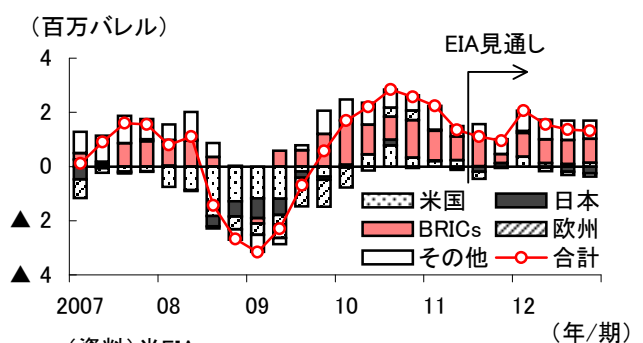
(注2) 試算値は、2011、12年の年平均値。原油需給は米EIA予測、ドル実効レートは2000年以降と同ペースのドル安が続くと仮定。

(図表3) 投機筋のネットポジションの変化と原油価格



(資料) Bloomberg L.P., CFTC

(図表4) 世界の原油需要(前年同期差)



(資料) 米EIA
(注) 見通しは2011年5月時点のもの。