

コモディティ・レポート

< 2009年5月 >

・4月の原油市況～横ばい圏で推移

原油相場（WTI、期近物）は、1バレル＝50ドルを挟み横ばい圏で推移している。市場では強弱両材料が入り混じり、景気や原油需要の先行きに対する見方が定まらず、方向感に乏しい展開が続いている。経済指標の改善を手がかりに、年後半からの回復期待が膨らむ反面、米金融機関への経営不安は払拭されず先行きへの警戒感も根強い。当面は、石油化学製品を中心に需要回復が続くと見込まれ、原油相場は年後半には緩やかな上昇基調をたどるとみられるが、下ぶれリスクをはらんだ展開が予想される。

・4月の非鉄金属市況～月半ばにかけて上昇後、頭打ち

非鉄金属相場全般の動向を表すLME金属指数は、月前半に上昇したものの、後半には頭打ちとなった。相対的に需給の改善が展望しやすい銅についても、期待先行で相場が持ち直した面が強く、現実に需給の改善が今後も続くかについての確からしさはそれほどない。欧米の金融機関や自動車会社の経営問題などにより景気見通しに変化しやすく、新型インフルエンザの感染拡大といった新たな懸念材料も出てきている。銅やニッケルを中心に減産が進む中、年後半には景気が持ち直して非鉄金属相場は上昇するとみられるが、景気見通しには依然、不確実性が大きい。

・トピック～金融市場としての原油市場

原油市場の日々の値動きの変動率に注目すると、昨年秋以降は変動率拡大が顕著となっている。一般に市場の流動性を示す目安として注目される価格変動率が拡大していることは、金融市場のひとつである原油市場の機能低下を示す動きと理解できる。

主体別の売買動向と原油相場の動きをみると、売りポジションを傾けていた投機筋の比率が低下すると相場が反発する動きが観察され、このところの相場上昇が、売り方の買い戻しの範囲にとどまっていることを示唆している。

需給要因での悲観的な見方が和らいでいるとはいえ、原油の金融商品化の流れが強まる中、株価が再び動揺すれば、原油相場も大きく下落するリスクをはらんでいる。



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

調査部

【お問合せ先】 原油～細尾（hosoo@murc.jp）、非鉄～芥田（tomomichi.akuta@murc.jp）

今年度より、「原油レポート」と「非鉄金属レポート」を1冊に統合し、「コモディティ・レポート」として毎月発表します。なお、メール配信サービスを提供しています。ご希望の方は、「コモディティ・レポート配信希望」と記し上記 E-mail アドレスに送信下さい。配信停止をご希望の方は、「コモディティ・レポート配信停止」と記し E-mail アドレスに送信下さい。

．原油

1．4月の原油市況：横ばい圏で推移

原油相場（WTI、期近物）は、1バレル＝50ドルを挟み横ばい圏で推移している。

米国の今年1月から3月までの第1四半期の企業決算が、金融機関をはじめ予想されたほどには悪化しなかったことや、米GDP統計の個人消費をはじめ、改善を示す経済指標が増えたことを好感する買いが入った。米国の週間統計で、24日時点の原油在庫は前週比＋410万バレルと8週連続で増加し19年ぶりの高水準となったものの、ドライブシーズン入りを控え、ガソリン在庫が470万バレルと大幅減となったことも買い材料視された。5月28日に予定されるOPECの次回総会での減産決定に向けた思惑も意識された。3月の中国の原油輸入量が1年ぶりの高水準となったことも相場を押し上げた。

一方、原油在庫の高止まりに加え、相場を下押ししたのは、IMFが2009年の世界経済の成長率が戦後初めてマイナスになるとの見通しを示し、原油需要の一段の減少があらためて意識されたことや、豚インフルエンザの感染拡大による景気の先行き不透明感の強まりなどである。

3月は株高でユーロ高ドル安が進行したが、4月はドル買い戻しの動きが強まったことも原油相場の売り材料となった。もっとも月末にかけて、米自動車メーカーの再建問題や、米金融機関の資産査定などの不透明要因からドル相場が軟調に推移したことは原油相場を下支えした。

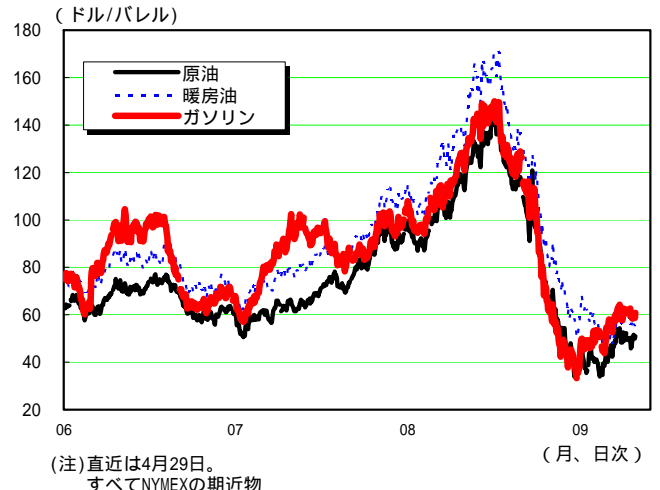
原油の油種間スプレッド（価格差）をみると、WTIがブレントやドバイに対し割安化する動きは再び解消している（図表3）。原油価格の先物カーブは、期先の価格が期近を上回る状態が続いており、先高観測が根強い（図表6）。先物市場における投機筋のポジションは売りと買いがほぼ均衡し、商業筋も含めた先物の建て玉も減少傾向にある（図表7～8）。

原油市場では、このところ強弱両材料が入り交じる中、景気や原油需要の先行きに対する見方が定まらず、方向感に乏しい展開が続いている。経済指標の改善を手がかりに、年後半からの回復期待が膨らむ反面、米金融機関への経営不安は完全に払拭されておらず先行き警戒感も根強い。当面は石油化学関連や輸送用燃料を中心に、緩やかな需要回復が続くと見込まれ、原油相場は50ドル前後で推移し、年後半には緩やかな上昇基調になるとみられるが、下ぶれリスクも大きくはらんだ展開となる見通しである。

（図表1）原油市況の推移

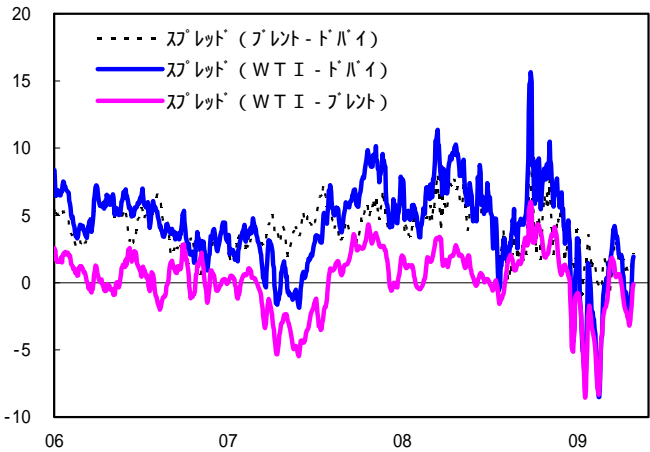


（図表2）石油製品市況の推移



(図表3) 油種間スプレッドの推移

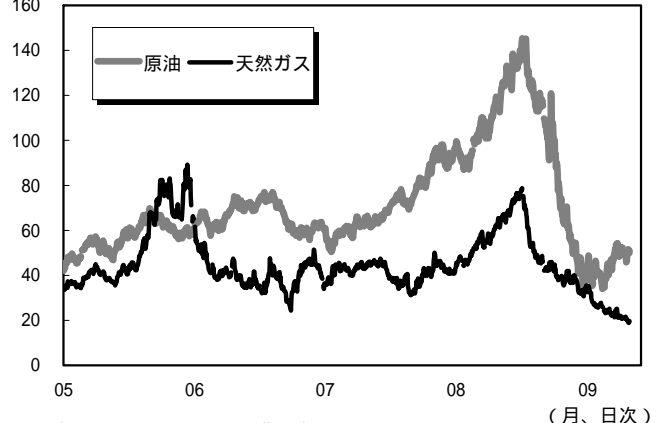
(ドル/バレル)



(注) 5日移動平均値。
WTI、ブレントの直近は4月29日、ドバイの直近は4月28日。

(図表4) 米国天然ガス市況の推移

(ドル/バレル)



(注) 直近は4月29日。NYMEXの期近物。
天然ガスは熱量比較により原油換算したもの

(図表5) 原油先物価格と先物カーブ

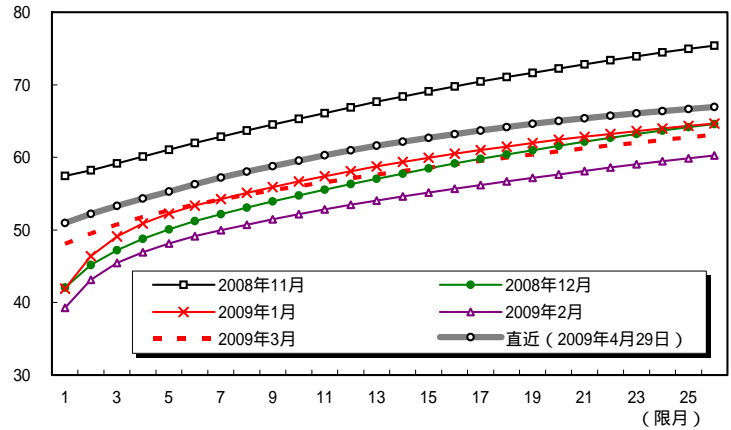
(ドル/バレル)



(注) 限月は26ヵ月先まで、2009年4月29日時点
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(図表6) WTI原油の先物カーブの変化

(ドル/バレル)

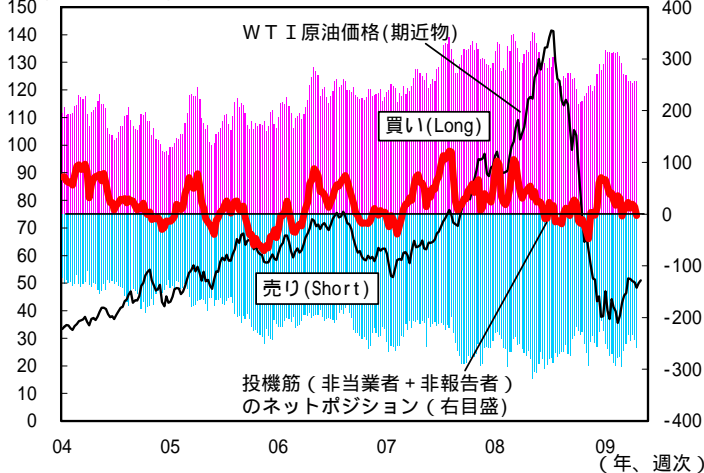


(注) 各時点における各限月(26ヵ月先まで)のWTI原油先物価格
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(図表7) 投機筋のポジション(原油)

(ドル/バレル)

(千枚)

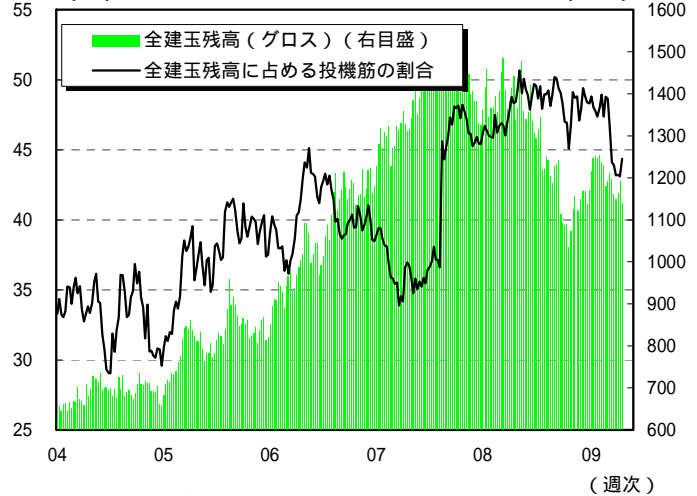


(注1) ポジションの直近は4月21日時点、WTI原油は4月29日値
(注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザ以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で多くが投機を目的としていると推察される。
(出所) CFTC

(図表8) 原油先物の建て玉(NYMEX)

(%)

(千枚)



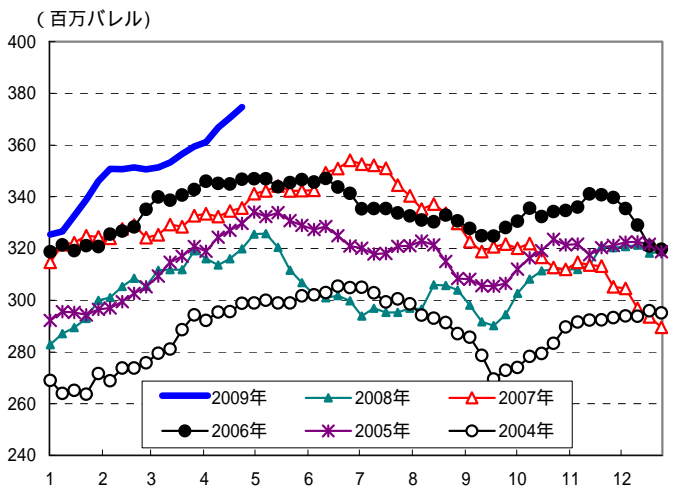
(注1) 1枚は1000バレル。直近は4月21日時点
(出所) 米国先物取引委員会(CFTC)

2. 品目別需給動向

(1) 米国原油需給；原油在庫は19年ぶりの高水準

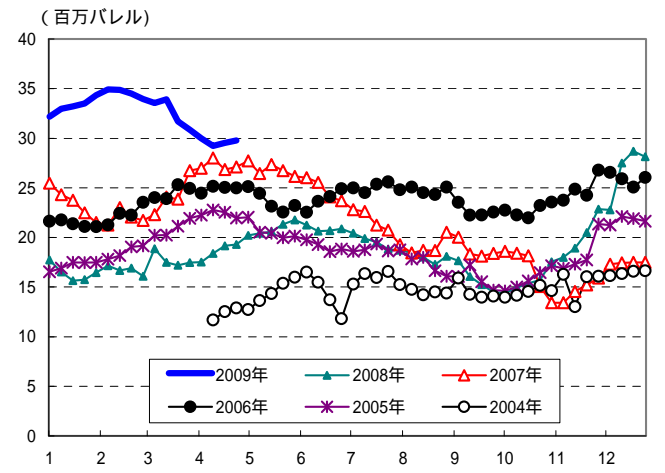
米国の製油所稼働率が低水準で推移し、原油需要の低迷が続く中、国内油田の生産増に加え、ロシア、ブラジルからの輸入増加も指摘され、供給増によって原油在庫が高止まりしている(図表9)。24日時点の原油在庫は前週比+410万バレルと8種連続で増加し、19年ぶりの高水準となった。一方、WTI先物の現物受渡し場所であるオクラホマ州クッシングの在庫はピークアウトしている(図表10)。

(図表9) 米国の各年の原油在庫



(注) SPRを除く原油在庫、直近値は4月24日 (月、週次)
(出所)米国エネルギー情報局(EIA)

(図表10) 米オクラホマ州クッシングの原油在庫

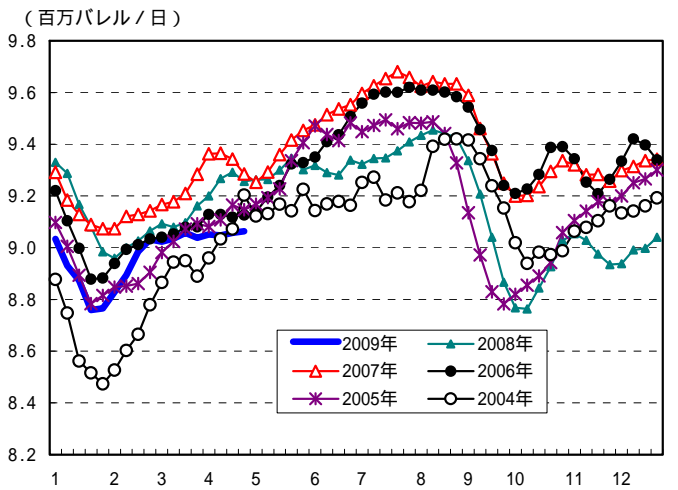


(注) SPRを除く原油在庫、直近値は4月24日 (月、週次)
(出所)米国エネルギー情報局(EIA)

(2) 米国石油製品；中間留分などの製品需要は低迷が続く

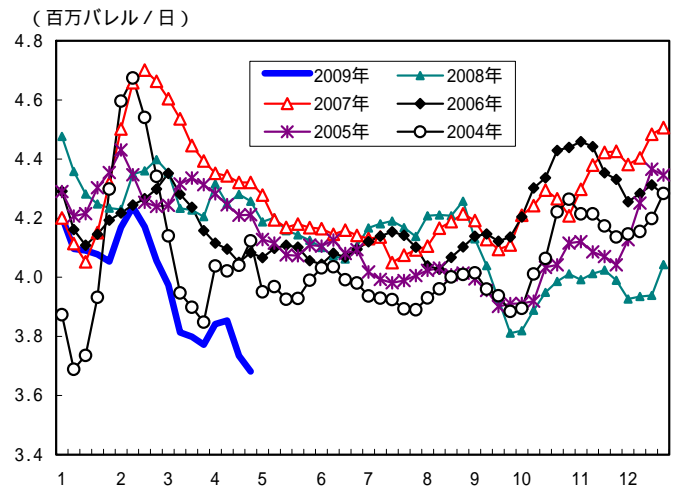
米国の石油製品需要は低迷が続いている。ガソリン小売価格(全米平均)は昨年末頃をボトムに上昇に転じ2ドル台に上昇してきた一方で、ガソリン消費量は前年並みの水準で推移している(次頁図表11)。ドライブシーズン入りを目前に控え、ガソリン需要の増加観測もあるものの、足元の需要に力強さはみられない。物流向けや工業向けを中心に中間留分など石油製品全体の消費量は、近年の水準を大きく下回っている(図表12)。

(図表 11) ガソリン消費量の推移



(注)速報系列の4週後方移動平均、直近値は4月24日 (月、週次)
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

(図表 12) 石油製品消費量の推移



(注)速報系列の4週後方移動平均、直近値は4月24日 (月、週次)
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

(3) ナフサ；原油と連動した動き

日本の3月の輸入ナフサ価格(通関)は、1リットルあたり28.6円と、前月と比べ5円程度上昇した。一方、3月の輸入原油価格は26.9円となり、4ヶ月ぶりにナフサ価格が原油価格を上回った。

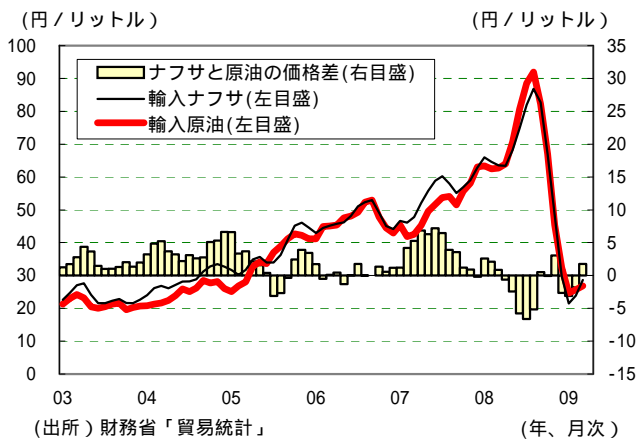
4月の市況動向をみると、ナフサは上旬には原油とともに上昇し、その後はやはり原油と同様に横ばい圏で推移した。中国経済の回復の動きを背景に、アジアではとりわけ石油化学製品への需要回復が顕著となっている。目先は中国の経済活動の持ち直しが続くと思込まれる中で、ナフサ市況は当面底堅く推移する見通しである。

もっとも、欧州からのアジア向け輸出が増えやすい状況が続いていることや、夏場以降の景気動向には依然として不確実性が大きいとみられていることが、ナフサ市況の上値を抑制する要因となろう(図表14)。

(図表 13) 日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格

(図表 14) ナフサ(シンガポール)と

原油価格(ドバイ)の推移



(出所)財務省「貿易統計」 (年、月次)



(出所)Bloomberg (年、日次)

3. 産油国の生産動向等

3月のOPEC12ヶ国の原油生産(日量)は、前月比-34.5万バレルと8ヶ月連続で減少した(図表15、Bloombergによる推計値、以下同じ)。生産枠が適用される11カ国では同-29.5万バレルであった。サウジアラビア、クウェート、カタール、UAEの生産量が生産枠を下回っているが、イラン、アンゴラ、リビア、ベネズエラなどは生産枠を上回る生産を行っている。目標生産枠である2,485万バレルに対して実際の生産量は2,506万バレルであり、11カ国全体としてみれば、昨年9月以降の減産合意(422万バレル)の9割以上が実施されている。

5月28日に開催される次回総会での生産目標枠をめぐる発言が目立つようになったが、これまでのところ、追加減産が決定される可能性は低い。

OPECのバドリ事務局長は26日、現在の相場水準は、長期的に原油生産を維持するための投資を確保するには不十分としながらも、IEAが需要見通しを大幅に引き下げたことは悲観的すぎるとし、追加減産を巡る判断は時期尚早とした。サウジアラビア、クウェート、カタールからも、現在の経済環境下では50ドル程度の相場水準が適切との認識が示されている。

一方、イラン代表であるOPECハティビ理事は、減産合意の必要性をくり返し言及して市場の買い材料となったほか、アルジェリアのヘリルエネルギー相(前OPEC議長)は19日、追加減産の必要性を指摘した。

4月のOPEC月報は原油需要の見通しを前月から43万バレル下方修正し、需要回復には慎重な見方を維持しているが、世界経済の低迷が続く中での相場押し上げは、かえって景気回復の障害となり一段の需要減少を招きかねないとの判断が、大勢を占めているようである。

(図表15) OPECの生産動向

国名	生産量 (3月)	生産量 (2月)	超過量 (3月)	生産枠 (09年1月~)	産油能力	稼働率	生産余力 (3月)
アルジェリア	122.5	124.5	2.2	120.3	145.0	84.5%	22.5
アンゴラ	162.0	167.0	10.3	151.7	200.0	81.0%	38.0
エクアドル	44.0	44.5	0.6	43.4	50.0	88.0%	6.0
イラン	362.0	369.0	28.4	333.6	410.0	88.3%	48.0
イラク	233.5	238.5	-	-	250.0	93.4%	16.5
クウェート	211.5	214.0	-10.7	222.2	265.0	79.8%	53.5
リビア	151.5	155.0	4.6	146.9	180.0	84.2%	28.5
ナイジェリア	179.0	178.5	11.7	167.3	250.0	71.6%	71.0
カタール	69.5	69.5	-3.6	73.1	90.0	77.2%	20.5
サウジアラビア	779.0	786.0	-26.1	805.1	1,080.0	72.1%	301.0
UAE	220.0	221.0	-2.3	222.3	280.0	78.6%	60.0
ベネズエラ	205.0	206.5	6.4	198.6	250.0	82.0%	45.0
OPEC12カ国	2,739.5	2,774.0	-	-	3,450.0	79.4%	710.5
OPEC11カ国	2,506.0	2,535.5	21.5	2,484.5	3,200.0	78.3%	694.0

(注1) 超過量(3月) = 生産量(3月) - 生産枠(1月~)。

(注2) 国別生産枠は一時的にOPEC事務局が公表していたもの(その後、撤回された)等による。

(注3) 産油能力は、30日以内に生産可能で、かつ90日以上持続可能であることが条件。

(注4) サウジアラビアとクウェートの生産量には中立地帯の生産量が1/2ずつ含まれる。

(注5) 稼働率(%) = 生産量(3月) / 産油能力 * 100。生産余力 = 産油能力 - 生産量(3月)

(注6) OPEC11カ国はイラクを除く

(資料) Bloomberg

・非鉄金属

1. 4月の非鉄市況全般：月半ばにかけて上昇後、下落

非鉄金属相場全般の動向を表すLME金属指数は、4月前半にかけて上昇したものの、後半には下落した。需要の持ち直しを先取りする形で銅を中心に非鉄金属相場は上昇してきたが、このところ、どの程度まで需要が回復するかについて慎重な見方も出ている。

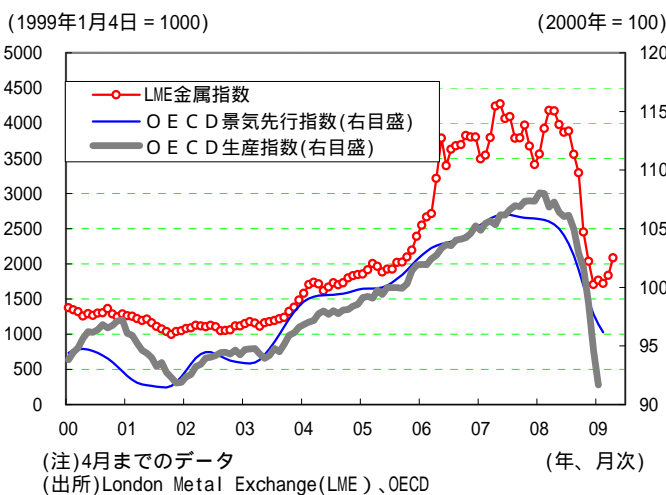
また、昨年末に比べ、銅は値上がり幅が大きく、アルミニウムは低迷が続いているなど、金属によって相場動向に差が生じている。銅では、発電所の建設や高速鉄道の整備などの公共投資による需要増加が期待できることに加えて、減産が進んでいる。これに対し、アルミニウムでは、自動車産業や建築関連の不振の影響を受けやすく、新規設備の立ち上がりや中国地方政府による中小業者支援などにより生産調整が遅れている。

もっとも、相対的に需給の改善が展望しやすい銅についても、期待先行で相場が持ち直したニュアンスが強く、現実に需給の改善が今後も続くかとなると、それほど確からしさがあるわけではない。欧米の金融機関や自動車会社の経営問題などにより景気見通しが変化しやすく、新型インフルエンザの感染拡大といった新たな懸念材料も出てきている。

銅やニッケルを中心に減産が進む中、景気が持ち直すにつれて、非鉄金属相場は上昇するとみられるが、景気見通しには依然、不透明感が強い。

(図表 16) LME金属指数と世界景気

(図表 17) LME金属指数(日次データ)



2. 銅～上昇が一服

銅相場（3ヶ月物、終値）は、3月から4月にかけて上昇テンポが速まって、4月15日には1トン＝4,819ドルまで上昇したが、4月後半に入ると下落に転じた。中国当局による備蓄積み増しが続くとの思惑や、中国の経済対策の効果により銅消費量が回復に向かい始めたとの観測が相場を押し上げる要因になっていた。しかし、4月後半に入ると、中国の備蓄局からの売りが出ているとの噂や、中国の内需は見かけほど強くはないとの見方が出て相場の下押し材料になった。

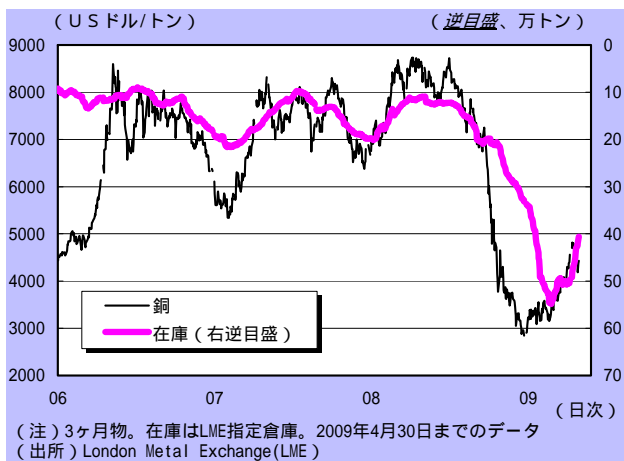
相場の上昇局面では、新興国のインフラ整備や電気自動車の普及など中長期的な需要増加を材料として見込む向きもあったため、銅は他金属に比べて大幅に価格が上昇する背景になっていた。また、チリの大鉱山では鉱質の低下を受けて生産量が3割減少すると発表され、他の銅鉱山でも生産抑制が続いたことや、中南米の鉱山では労働組合との交渉が難航しストライキなどが懸念されたことから、供給面からの需給引き締め観測もあった。

しかし、足元の実需の動きみると、引き続き欧米の需要が停滞しているほか、銅地金の相場水準の回復によってスクラップ銅の供給が増加すると見込まれることも、銅地金の増産につながる要因として考えられる。また、中国当局は、高値での銅備蓄の積み上げを当面見送るとの観測も出ており、当面、上値は抑えられるであろう。

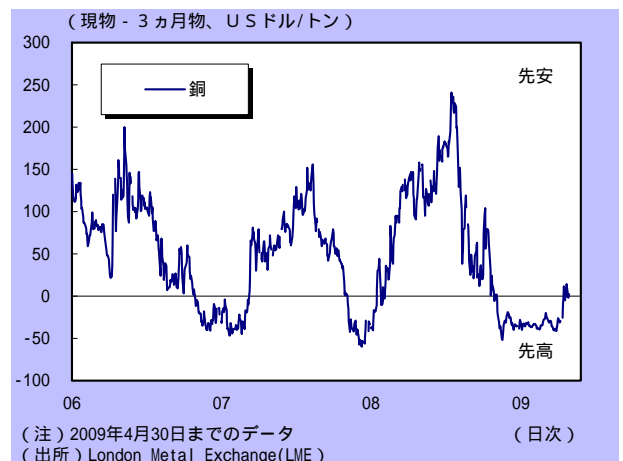
銅の需給や市況の先行きについての見方は大きく分かれており、新たな材料や思惑の変化によって相場は変動しやすい状況にあるとみられる。もっとも、産銅各社は収益や金融環境の悪化を受けて設備投資を削減する動きを続けており、新たな鉱山開発が停滞すると、数年後には、供給不足に転じる可能性が指摘される。目先は、相場はやや弱含みで推移した後、年末にかけて再び5,000ドルに近づく動きとなろう。

（図表 18）銅

銅相場とLME指定倉庫在庫の推移



現先スプレッド（現物 - 3ヶ月物）の推移



3. アルミニウム～横ばい圏で推移

アルミニウム相場(3ヶ月物、終値)は、4月上旬に銅など他金属に連動して上昇したものの、その後、上値は抑えられた。4月9日には1トン=1,535ドルをつけたが、月末にかけて1,400ドル台で推移した。

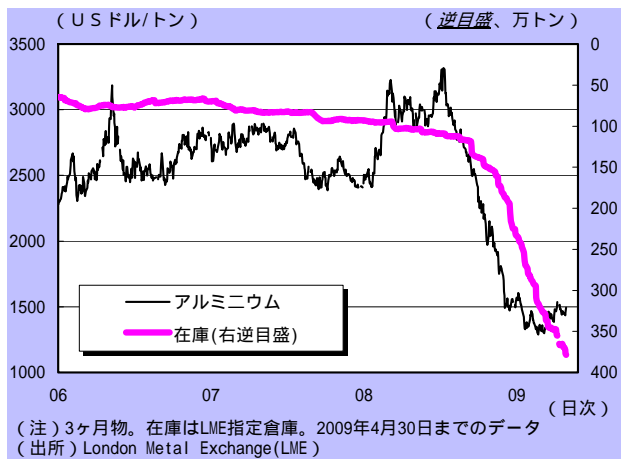
アルミニウムについても、一部では荷動きの回復がみられるようだ。1～3月期の日本のアルミニウム製品の出荷量は、前年比3割以上の減少を記録していたが、3月後半からは中国向けの出荷が回復していると伝えられる。中国当局による備蓄購入やアルミニウム製品の輸出に対する減税などによって、中国のアルミニウム地金の需要が増加したことが、アルミニウムの世界需要を押し上げる要因とされている。

しかし、アルミニウムは、他金属に比べて供給サイドの生産調整が遅れており、供給過剰感が根強い。中東やインドでは、コスト競争力の高い精錬所の新規稼働が増えつつある。中国の地方政府の支援により、コスト競争力が劣る中小の精錬所が地金の生産を続けていることも、生産調整を遅らせる要因である。中国のアルミニウム生産量は、ピークの昨年8月に比べ年率約400万トン減産されていたが、4月にかけて再稼働する中小の精錬所が相次ぎ、コスト競争力をもつ新規の精錬所も建設が終って稼働を待つ状態のものもある。ここに来て、欧米の大手アルミニウム企業が減産を打ち出してきているものの、需給は緩和した状態が当面続く見通しである。

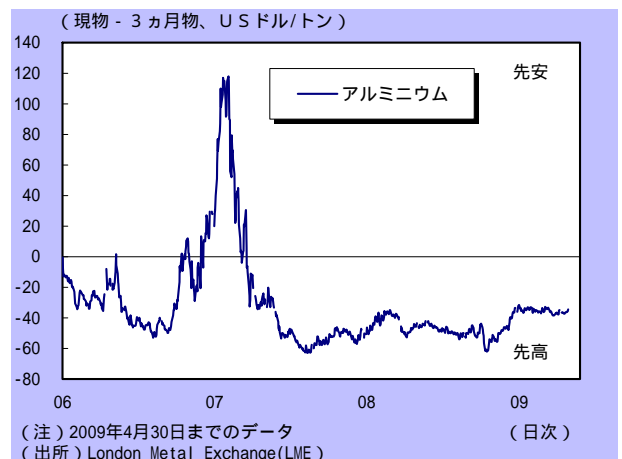
最終需要の回復を確認する前に、生産が増え始めたとされており、今後、もう一段の在庫・生産調整が必要になる可能性も指摘されている。アルミニウム相場は、今しばらく、横ばい圏で推移するとみられる。もっとも、他金属に比べた割安感が出ており、年後半になって景気回復見通しが強まれば上昇する可能性がある。

(図表 19) アルミニウム

アルミニウム相場とLME指定倉庫在庫の推移



現先スプレッド(現物-3ヶ月物)の推移



4. ニッケル～緩やかに上昇

ニッケル相場（3ヶ月物、終値）は、2月以降は1トン＝10,000ドルをはさんで推移していたが、4月に入って上値を切り上げ、中旬には12,000ドル台で推移した。その後、他金属に連動して下落したが、下値は切り上がってきている。

3月の中国の貿易統計では、銅やアルミニウムとともに、ニッケル地金の輸入も増加していた。価格先安観測からステンレスの買い控えが続く中で、中国でもステンレス鋼の生産調整が深まっていることからすると、輸入されたニッケルは実際には消費されていないとみられるが、現在のニッケル価格を安値とみたステンレス会社が将来の増産に備えて原材料のニッケルの在庫を積み増す動きが出ていると考えられる。

また、銅やアルミニウムに続いてニッケルでも、中国政府が備蓄向けの購入を開始するとの思惑から、投機的なニッケル買いが行われたとの見方もある。

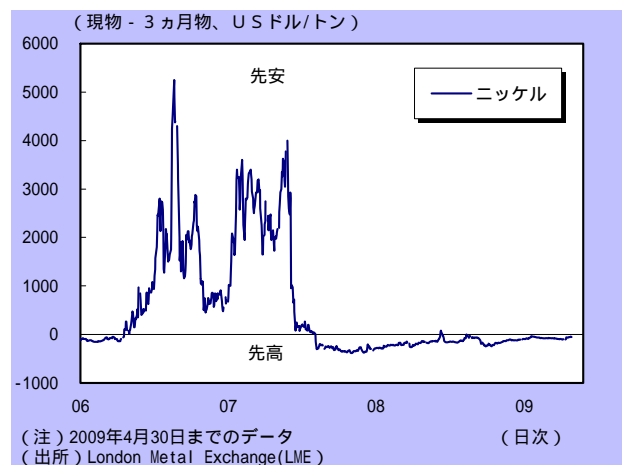
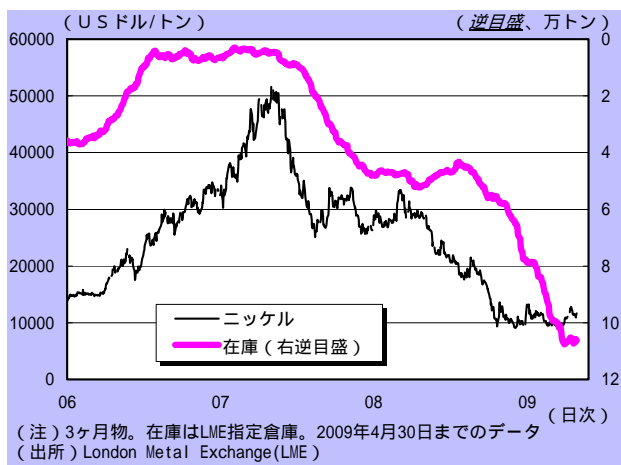
減産の動きも広がっている。例えば、ブラジルの大手鉱山会社は、4月に入って経営するカナダの鉱山と精錬所のメンテナンス休業を予定よりも延長し、ブラジルの新規鉱山の稼働時期を当初計画の2010年1月から遅らせることを発表した。また、大手鉱山会社はオーストラリアの鉱山での操業を停止すると発表した。

当面、ステンレスの生産調整が続くため、ニッケル需給は引き締め難いが、ステンレスの生産調整が一巡するとみられる年後半にはニッケル相場は上昇基調になろう。

（図表20）ニッケル

ニッケル相場とLME指定倉庫在庫の推移

現先スプレッド（現物 - 3ヶ月物）の推移



5. 亜鉛～ 小幅上昇

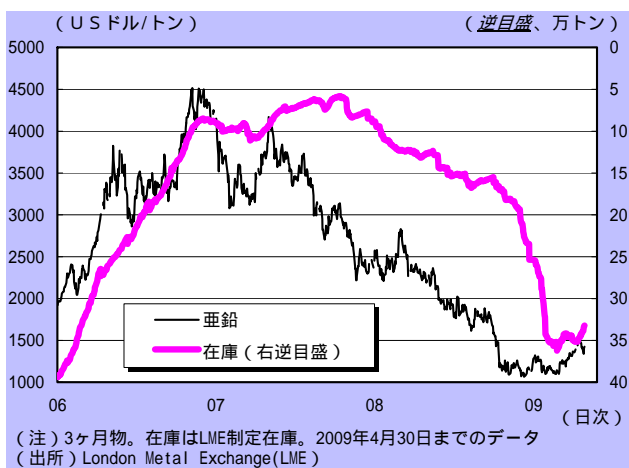
亜鉛相場（3ヶ月物、終値）は、銅などに連動して、4月中旬に1トン=1,500ドル台まで上昇したが、月末にかけて1,400ドル前後の推移になった。

中国政府による備蓄用買い付けが、相場の押し上げ要因となっている。中国では中小の亜鉛鉱山が市況の悪化や需要の低迷を受けて、操業を停止しているとされる。

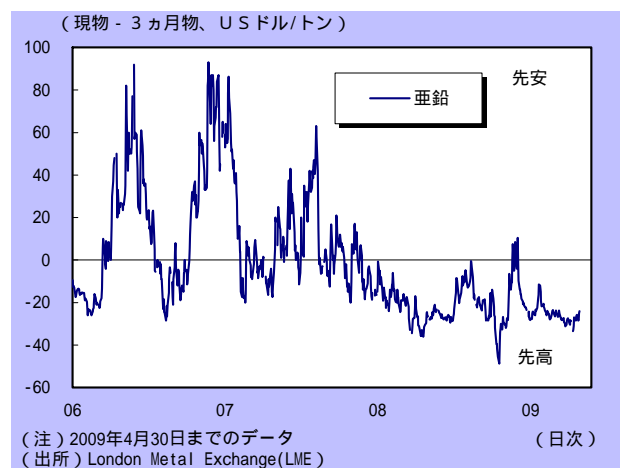
政策的なてこ入れがあったドイツ、中国、インドでは自動車販売が回復し、中国を中心に家電製品の需要も回復の動きが伝えられ、自動車やエレクトロニクスに関連する生産活動は、ある程度、持ち直すことが見込まれる。メッキ鋼向けなどに亜鉛の需要も持ち直しが見込まれ、亜鉛在庫は減少に転じ始めている。4月下旬には、他の金属に連動して下落したが、需給は徐々に引き締まりに転じると見込まれる。亜鉛相場は、緩やかに上昇するとみられる。

（図表 21）亜鉛

亜鉛相場とLME指定倉庫在庫の推移



現先スプレッド（現物 - 3ヶ月物）の推移



6. 錫～ 上昇

錫相場（3ヶ月物、終値）は、春先以降、1トン=10,000ドルの安値水準で低迷していたが、4月は上昇し、月末にかけて12,000ドル台で推移した。エレクトロニクス関連の最終需要に持ち直しの動きがみられ始めた中で、錫需要の回復見通しが広まった。

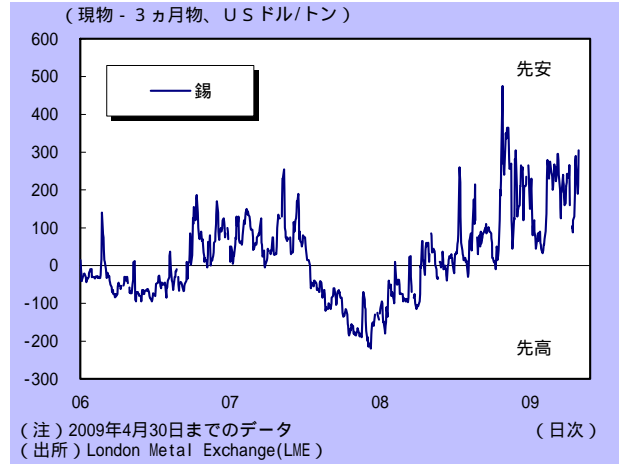
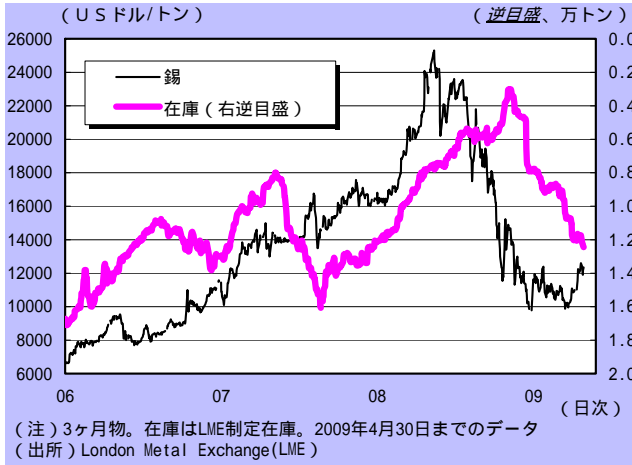
錫は、他の非鉄金属に比べて、自動車部門や建築部門の影響を受けにくいとされており、エレクトロニクス部門の生産が回復すれば、2009年の需要もある程度底堅さが見込まれる。また、食料品の缶詰などに用いられる錫メッキ鋼板（ブリキ）の需要は、一部で安価なプラスチック容器への代替が見込まれるものの、新興国を中心に全般的には底堅いと見込まれている。

錫の減産は進んでおらず、需給が急に引き締まり難いとみられるものの、エレクトロニクス関連の需要・生産の動向に連動して需給は徐々に引き締まり、相場は緩やかな上昇が見込まれる。また、インドネシアの大手企業は、価格が低迷した場合には減産することを示唆している。

(図表 22) 錫

錫相場と L M E 指定倉庫在庫の推移

現先スプレッド (現物 - 3 ヶ月物) の推移



7. 鉛 ~ 小幅上昇

鉛相場 (3ヶ月物、終値) は、他の金属に連動して、4月中旬には 1 トン = 1,500 ドル台まで上昇したものの、月末には 1,400 ドルを割り込んだ。

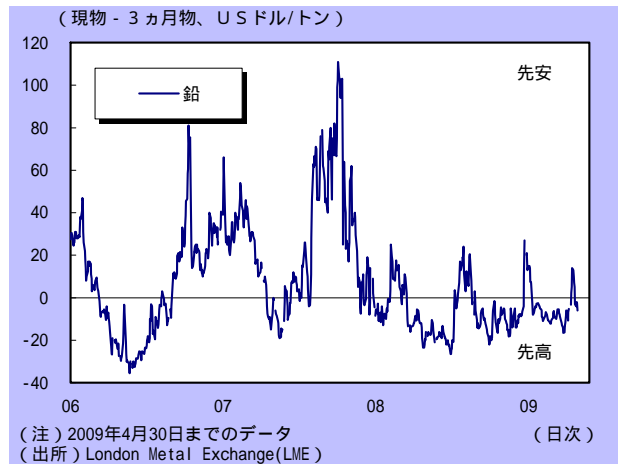
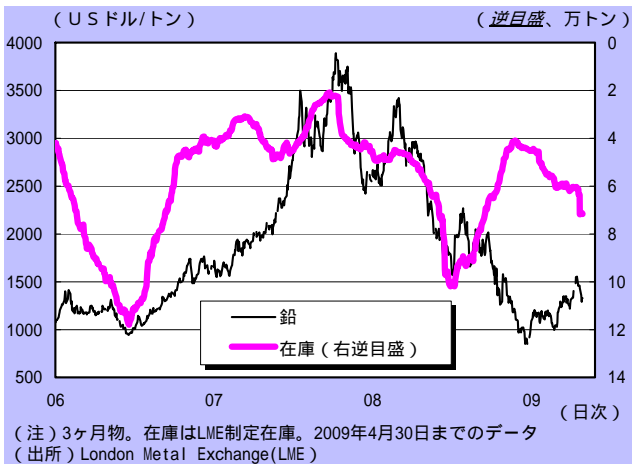
今年は米国や欧州の冬の気温が低かったため、バッテリーの交換需要が増えたとされる。新車の販売が落ち込んで、交換用のバッテリー向け需要が 4 割程度を占めるとされ、それほど需要が落ち込まないとの指摘もある。

もっとも、目先は、米自動車会社の経営問題もあり、需給悪化への懸念が残ると考えられる。鉛相場は、当面、横ばい圏の推移が見込まれる。

(図表 23) 鉛

鉛相場と L M E 指定倉庫在庫の推移

現先スプレッド (現物 - 3 ヶ月物) の推移



トピック

～ 金融市場としての原油市場～

原油相場はこのところ 50 ドルをはさんだ推移が続いており、1、2 月に一時 30 ドル割れ手前まで下落した頃と比べかなり持ち直している。世界の原油需要は一段の低迷が予想されているものの、OPEC の大幅減産や世界景気が最悪期を脱しつつあるとの期待が相場上昇の要因として指摘されている。

もっとも、原油の需給という実需の要因とは別に金融市場との連動が重要になっている。資金運用のための投資先として原油市場が重要性を高め、原油が金融商品としての性格を一段と強めていることを背景に、原油相場が世界金融危機の動向に強い影響を受けるようになっていく。このため、株式、債券など主要な金融市場の動向次第で、原油相場が再び不安定さを強める懸念がある。

(1) 原油市場の機能の低下

原油市場の日々の値動きについて、前日終値と比べた相場の変動率に注目すると、昨年 9 月のリーマンショックを境に価格変動の拡大が顕著となっている（次頁図表 24）。

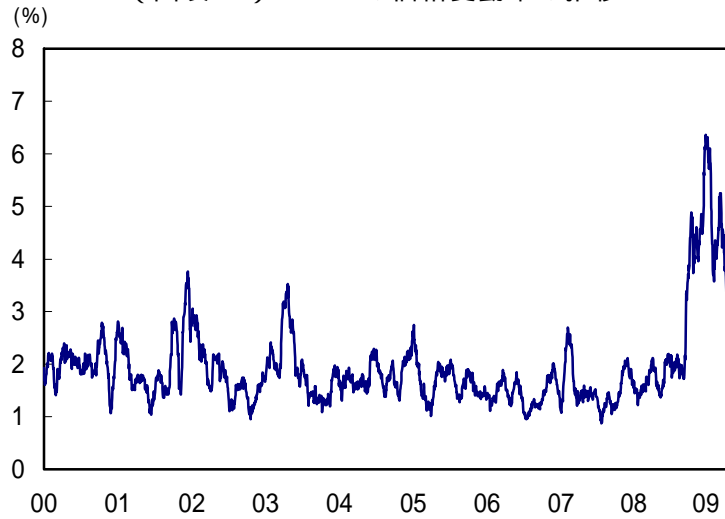
市場の価格変動の大きさは、市場取引が活発になるにつれ縮小する傾向がみられ、一般に市場の流動性を示す目安として注目されている。リーマンショックを境に価格変動が大きくなったのは原油市場にとどまらず、あらゆる金融市場で観察され、市場の流動性低下を示す動きとして懸念されている。

たとえば、米国の株式市場では、2003 年～07 年まで住宅ブームを背景に株価が右肩上がりでも上昇していた頃は変動幅が小さく流動性の高まりを示していたが、2008 年頃から市場が不安定な動きを強める中で変動幅は拡大し、2002 年以前の IT バブル崩壊局面と同程度にまで広がり、リーマンショック以降はさらに拡大した（次頁図表 25）。

原油相場の変動幅も、2004 年からの急騰局面では、それ以前と比べて低下し、昨夏に史上最高値をつけた当時は極端に小さかったが、リーマンショックを境に急拡大した。原油市場においても株式市場と同様に流動性や価格形成機能が低下したことを示している。原油市場の変動率は 2009 年に入り、いくらか和らいだものの、昨夏までと比べ依然として大きく、市場機能が低下した状態が改善したと言うにはほど遠い状態にある。

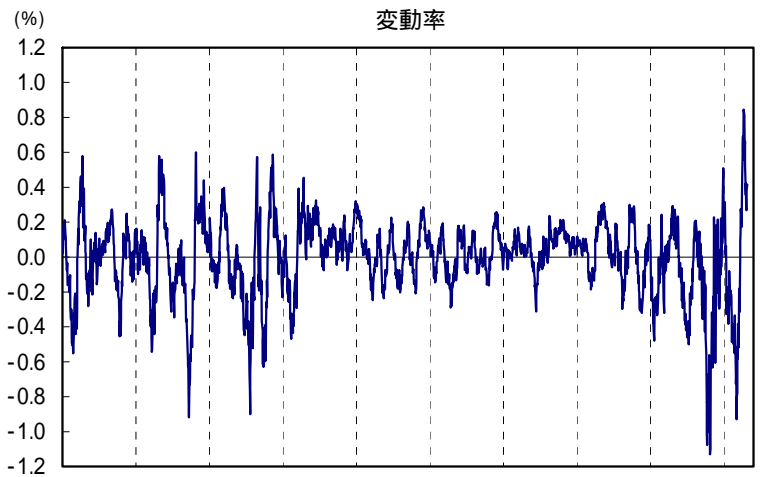
こうした背景には、売買高そのものが減少していることや、原油市場への資金流入が縮小したことに加えて、証券会社などの取引仲介業者の資金繰りが困難となり、売買仲介機能が低下していることなどが指摘されている。つまり、金融機関や投資家の経営状態や資産の内容、資金繰りが悪化した状態が改善していないことが、原油をはじめ金融市場の価格形成機能の低下に結びついているといえ、金融危機の影響が金融市場全体に大きな影を落としており、原油市場についても例外ではないことが分かる。

(図表 24) W T I の価格変動率の推移



(注)価格変動率の25日移動平均
(出所)ニューヨーク商業取引所

(図表 25) N Y ダウ平均株価と変動幅



(注)価格変動率の25日移動平均
(出所)ニューヨーク証券取引所

(年、日次)

株 価



(出所)ニューヨーク証券取引所

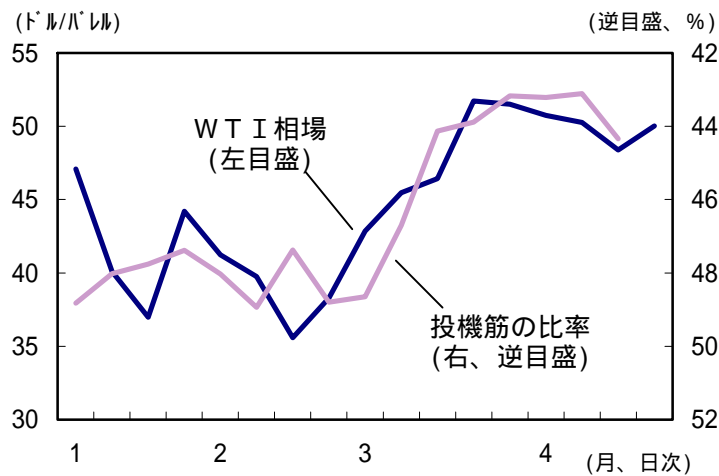
(年、日次)

(2) 相場上昇は買い戻しの範囲にとどまる

つまり、最近の金融市場の相場変動は、市場の機能が低下したことによって流動性が細っている中で起きていることになる。こうした買いの主役を欠いた相場では、一般に、売り方が空売りを強めれば相場が下落し、いったん買い戻しの動きに転じれば、相場が反発するといった動きを繰り返すことになる。

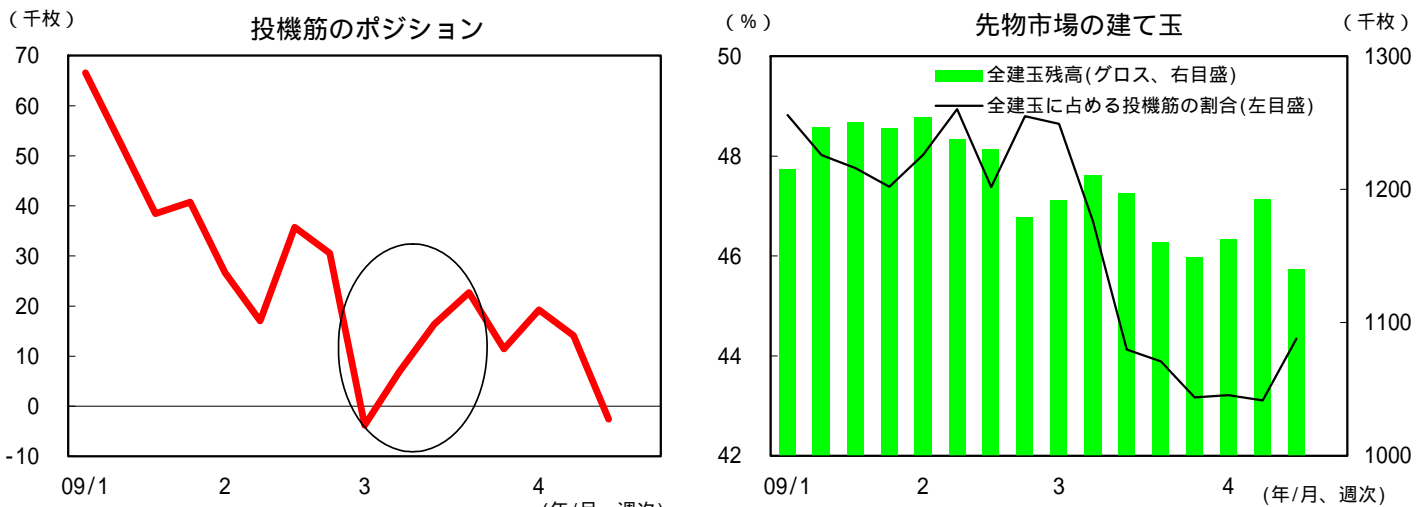
年初からの原油市場を振り返ると、WTI相場は、先物市場の売買高に占める投機筋（非当業者と非報告者の合計）の割合が低下する局面で反発しており、投機筋が売りポジションをいったん手仕舞う動きが相場の押し上げ要因になっていると類推される（図表26）。

(図表26) 投機筋の動向と原油相場



(注) 投機筋は非当業者+非報告者
 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザ以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で多くが投機を目的としていると推察される
 (出所) C F T C (米国先物取引委員会)、NYMEX

(図表27) 先物市場の動向



(注) long(買い) - short(売り)、投機筋は非当業者+非報告者 (年/月、週次)
 (出所) C F T C (米国先物取引委員会)

(出所) C F T C (米国先物取引委員会)

特に、3月の月上旬に相場が50ドル台まで急激に戻した局面では、OPECの減産期待が買い材料とされたが、実際には減産決定が見送られた後も相場上昇は続いていた。当時の投機筋の売買スタンスをみると、売りポジションを傾けていたのを買い戻しによりいったん手仕舞いしていた（前頁図表27）。

こうした投機筋のポジション調整の動きは、3月に原油相場が上昇する局面で、一気に進められた後、4月に入り相場が50ドルを挟んで膠着感を強めた局面では、投機筋のポジションがほとんど変化していなかったことも分かる（前頁図表27）。

（3）原油価格の下ぶれリスクが続く

近年、原油の金融商品化の流れが強まる中で、足元のように、多少原油の需給が引き締まり、世界景気の先行きについての悲観的な見方が相場に織り込まれつつあるとしても、株価が再び動揺を強めれば、投機筋の空売りが増加して、売りポジションが積み上がることにより、原油をはじめ商品相場は大きく下落する可能性がある。金融市場が落ち着きを取り戻している間は、原油相場も底堅く推移するとみられるが、金融不安が再び強まる懸念が残るかぎり、下ぶれリスクを抱えた相場展開ということになる。

特に、原油市場に固有の問題として、近年、売買の主役に躍り出たインデックス・ファンドの活動を制約しようとする動きが強まっていることがある。4月に開催された主要8カ国農林大臣会合でも、商品先物市場における投資家の売買動向の監視を強化することで合意がなされた。昨夏以来の投機筋をけん制する動きが続いており、市場の流動性を回復させる阻害要因となっている。

経済情勢が落ち着きを取り戻す兆しも指摘されている中でも、本稿でみたような価格変動率が大きい状態は解消されていないため、金融市場全体が不安定化する場合には、原油価格は上下いずれの方向にも振れ幅が大きくなる可能性が高い。特に、大手金融機関の破綻など強いショックが起きる場合には、再び30ドル程度まで下落する可能性もあり、足元の相場動向は大きな下ぶれリスクを抱えた中での小康状態といえよう。

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性を保証するものではありません。また執筆者の見解に基づき作成されたものであり、弊社の統一的な見解ではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。当資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。全文または一部を転載する際は出所を明記して下さい。