

コモディティ・レポート

< 2009年6月 >

・ 5月の原油市況～大幅上昇

原油相場は60ドル台後半へ大幅上昇した。他の商品や株式に比した原油の出遅れ感は解消し、先高観測は弱まりつつある。依然として、石油製品や原油の在庫水準は高く、需給の引き締め感は乏しい中で、米国の夏場のガソリン需要もそれほど伸びないとみられる。しかし一方で、物流関連や工業関連といった昨年後半以降に大幅に落ち込んだ分野の需要が今後、回復してくると見込まれる。このところの急上昇は一服したとみられるが、当面、原油相場は底堅く推移し、来年にかけて上昇基調になろう。

・ 5月の非鉄金属市況～横ばい推移の後、月末に上昇

非鉄金属相場全般の動向を表すLME金属指数はほぼ横ばい圏で推移した後、月末から6月初めにかけて上昇した。中国による備蓄購入への期待が徐々にはく落したことが上値を抑制したが、世界的な経済指標の好転を背景に景気回復期待が強まり、リスク資産投資やドル安進行が月末からの相場押し上げの主因となった。こうした期待先行相場はいずれ調整局面を迎える可能性もあり、年後半の非鉄金属相場は、実際に世界経済の改善と生産調整の進展がどの程度実現されるかに依存するとみられる。

・ トピック～原油先物市場の先高観測は当たるか？

産油国から70～75ドル程度への価格上昇が好ましいとの発言もあり、先行きは現在よりも価格が上昇している可能性が広く意識されている。一方で、足元の原油相場を抑制している要因として、在庫の多さが指摘される。景気の先行きに対する見方は、過度な悲観が修正されてきており、各国における企業や家計の経済活動を回復させる大きな原動力になっているように見える。

依然として、原油の実物の需給がそれほど引き締まらない状況にあるものの、心理的な改善が、原油相場を押し上げやすい状況が続いている。先物価格が示唆する先高は実現しやすいように思われる。



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～芥田 (tomomichi.akuta@murc.jp) 非鉄～細尾 (hosoo@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

1．5月の原油市況：大幅上昇

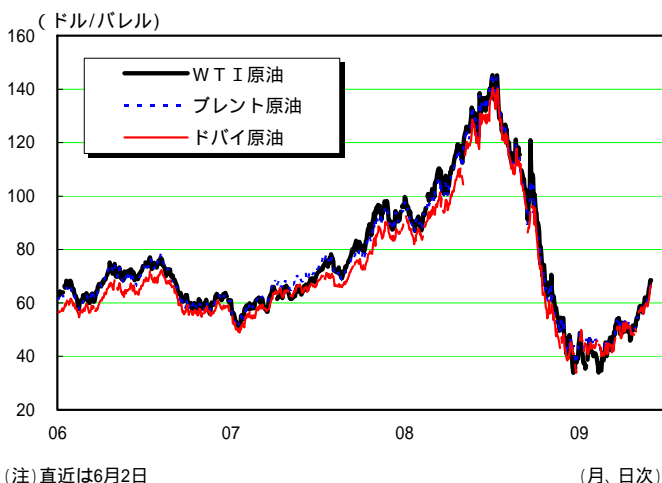
原油相場（WT I、期近物）は大幅に上昇し、5月29日の終値は1バレル＝66.31ドルとなった（6月1日は68.58ドル）。昨年末～1月につけた1バレル＝32ドルの安値に比べると、2倍以上に上昇している。

各国株価や金属価格などと同様に、原油相場も景気回復観測の広がりとともに上昇した。また、米国石油週次統計により原油在庫の減少が確認されたこと、OPEC総会の開催に伴い産油国の価格政策への思惑が出てきたこと、なども買い材料であった。景気指標が大幅に改善したり、原油の需給が急速に引き締まったわけではないが、株価や金属に比べて出遅れ感のあった原油は買われやすい環境になっていたと考えられ、特にドル安が進むタイミングで原油価格が上昇した。OPEC総会の前後に、原油相場が70～75ドルに回復するのが好ましいといった主旨の産油国サイドの発言が相次いだことも相場を押し上げる要因になったとみられる。

原油の油種間スプレッド（価格差）をみると、このところWT I安が是正されてきている（図表3）。一方、原油価格の先物カーブをみると、先高観測が根強いが、期先の価格が期近を上回る程度は小さくなっている（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ている（図表7）。また、商業筋も含めた先物の全建玉残高は下げ止まっている（図表8）。

5月の原油相場は大幅に上昇し、他の商品や株式に比べた原油の出遅れ感は解消して、先高観測も弱まりつつあるように思われる。また、依然として、石油製品や原油の在庫水準は高く、需給の引き締め感は乏しい中で、米国の夏場のガソリン需要もそれほど伸びないとみられる。一方で、物流関連や工業関連といった昨年後半以降に大幅に落ち込んだ分野の需要が今後、回復してくると見込まれる。このところの急上昇は一服したとみられるが、当面、原油相場は底堅く推移し、来年にかけて上昇基調になろう。

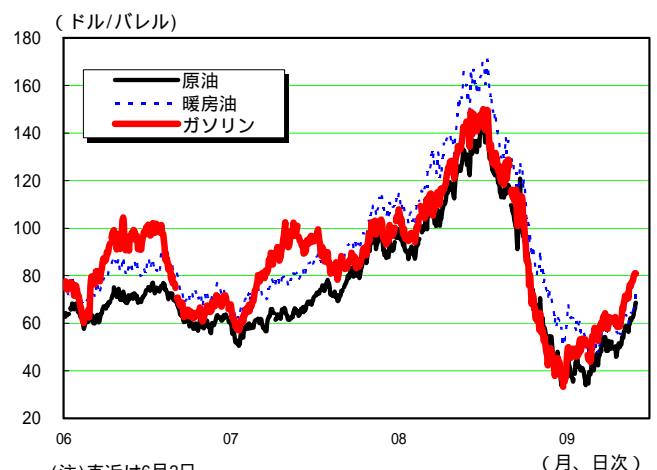
（図表1）原油市況の推移



(注)直近は6月2日
(出所)Bloomberg

(月、日次)

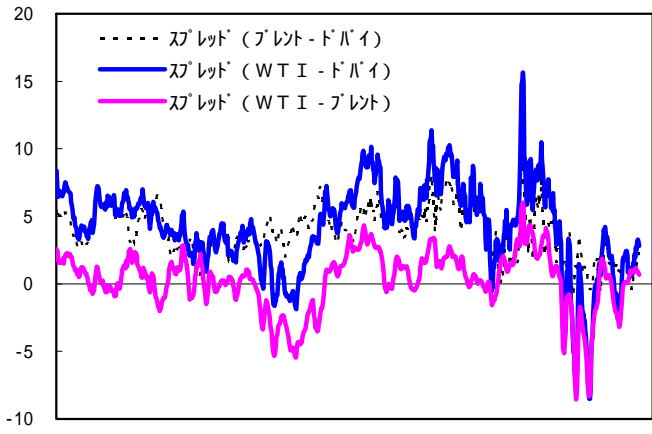
（図表2）石油製品市況の推移



(注)直近は6月2日。
すべてNYMEXの期近物

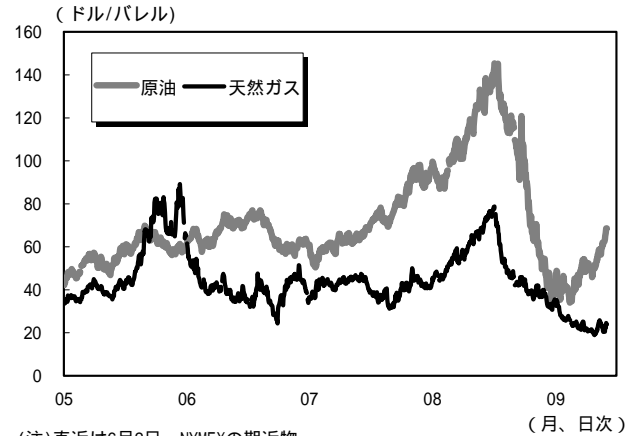
(月、日次)

(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。直近は6月2日。(年、日次)

(図表4) 米国天然ガス市況の推移



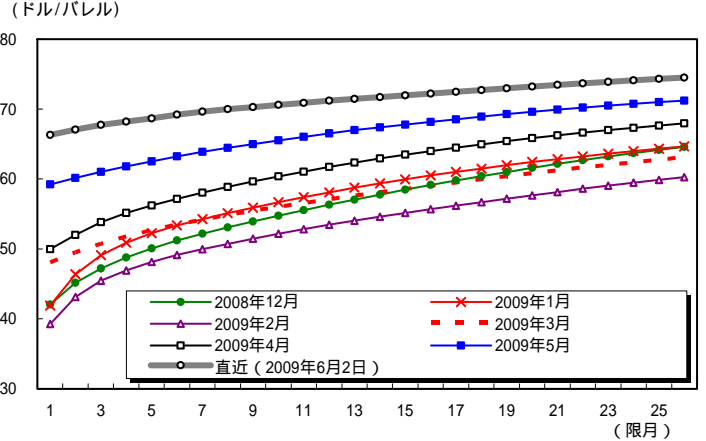
(注) 直近は6月2日。NYMEXの期近物。天然ガスは熱量比較により原油換算したもの。(月、日次)

(図表5) 原油先物価格と先物カーブ



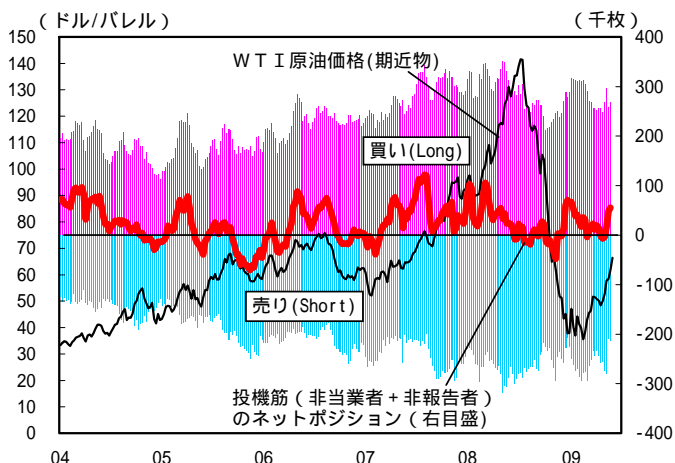
(注) 限月は26ヵ月先まで、2009年6月2日時点(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)(年、月次)

(図表6) WTI原油の先物カーブの変化



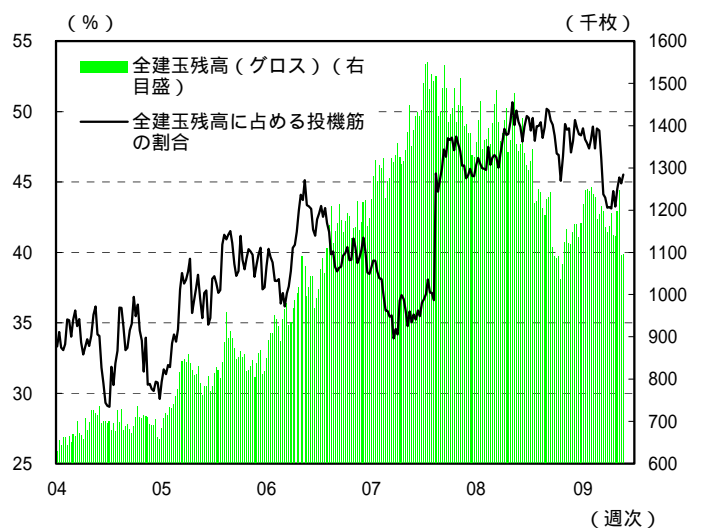
(注) 各時点における各限月(26ヵ月先まで)のWTI原油先物価格(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)(限月)

(図表7) 投機筋のポジション(原油)



(注1) ポジションの直近は5月26日時点、WTI原油は5月27~6月2日平均値
(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していると推察される。(出所) CFTC(年、週次)

(図表8) 原油先物の建て玉(NYMEX)



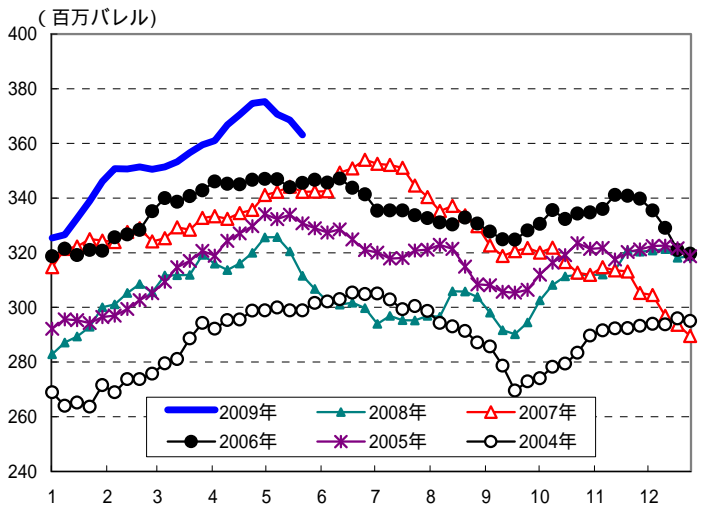
(注1) 1枚は1000バレル。直近は5月26日時点(出所) 米国先物取引委員会(CFTC)(週次)

2. 品目別需給動向

(1) 米国原油需給；原油在庫はやや減少

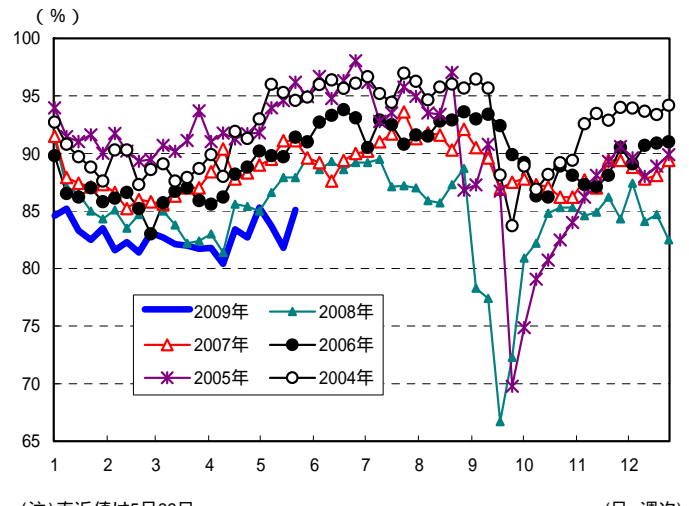
米国の原油在庫は、5月はじめに19年ぶりの高水準に達した後、緩やかに減少に転じた（図表9）。5月に入って原油輸入が大幅に減少したことや、夏場に盛り上がるガソリンの季節需要に備えて製油所の製油量が増加したことが背景にある。もっとも、製油所の稼働率は、依然として、平年に比べてかなり低い（図表10）。

(図表9) 米国の各年の原油在庫



(注) SPR(戦略石油備蓄)を除く原油在庫、直近値は5月22日 (月、週次)
(出所)米国エネルギー情報局(EIA)

(図表10) 米国の製油所の稼働率

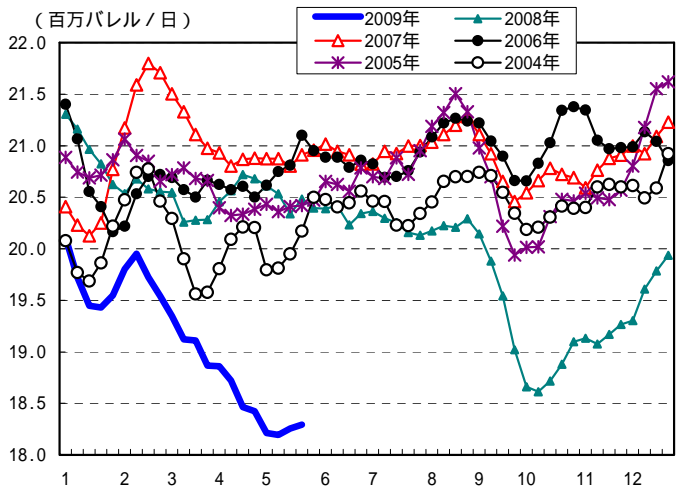


(注)直近値は5月22日 (月、週次)
(出所)米国エネルギー情報局(EIA)

(2) 米国石油製品；依然として残る石油製品の荷余り感

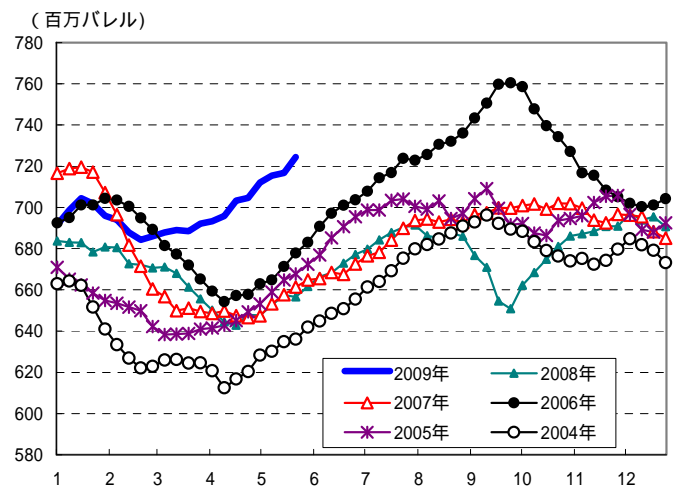
ガソリン小売価格（全米平均）は、原油高を背景として2.5ドルまで上昇してきている。一方、ガソリンの消費量は、前年水準をやや下回って推移している。ドライブシーズン入りを目前に控え、一部にはガソリン需要の増加観測もあるものの、足元の需要に力強さはみられない。また、米国では物流向けや工業向けを中心に石油需要は低迷しており、石油製品全体の消費量は、近年の水準を大きく下回っている（図表12）。そうした中、石油製品の在庫水準も高い（図表13）。

(図表 11) 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5月22日 (月、週次)
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

(図表 12) 石油製品在庫量の推移



(注)直近値は5月22日 (月、週次)
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

(3) ナフサ；原油と連動して上昇

日本の4月の輸入ナフサ価格(通関)は、1リットルあたり29.6円と、前月と比べ1円程度上昇した。一方、4月の輸入原油価格は29.5円であり、ナフサ価格と原油価格はほぼ同水準であった。

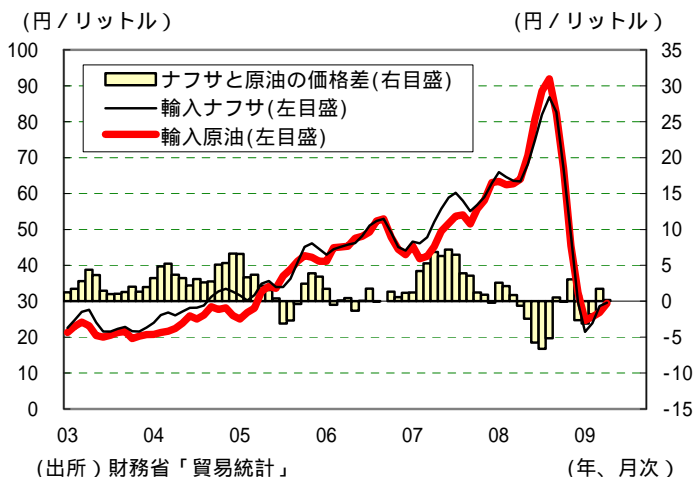
5月以降の市況動向をみると、ナフサは原油とともに上昇した(図表14)。中国経済の持ち直しなどを背景に石油化学製品の生産活動が回復し、ナフサ需要の増加につながっている。ナフサ需給の引き締めは、原油をはじめ石油市況全般を底上げする一因になっているとみられる。

インドやインドネシアにおけるガソリン需要の増加も間接的なナフサ需給の引き締め要因になっており、アジアのナフサは欧州に比べて需給が引き締めやすいようだが、一方で、欧州との価格差が拡大すれば、欧州からのナフサ輸入が増加してアジアのナフサ需給は調整される。石油市場全体をみれば、依然として、需給は緩めの状況が続いており、当面、ナフサの値動きは、原油と連動した緩やかな上昇にとどまろう。

(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

4月のOPEC12ヶ国の原油生産（日量）は、前月比－7.5万バレルと小幅減少した（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－6.5万バレルであった。

5月28日に開催された特別総会では、事前に予想された通り、生産枠の変更は見送られ、生産枠の遵守が確認された。背景には、需要の回復がようやく見込めるようになり、原油在庫が減少する見通しが描けるようになってきていることがある。

今回は、9月9日の定例総会が予定されている。クウェートのアルサバハ石油相は「減産を決定されることはない」との見方を示している。世界経済の持ち直し傾向で推移すれば、季節需要の増加する冬場にかけて、増産が必要になってくる可能性もあろう。

なお、総会の前後にOPEC各国から「原油相場が今後、70～75ドル程度に上昇する可能性があり、産油国としては望ましい」という主旨の発言が相次ぎ、一部ではOPECによるプライスバンド制の導入が連想されたようだ。しかし、国家財政の状況が厳しかったり、埋蔵量がそれほど多くない産油国にとっては、当面の原油価格は高ければ高いほど良いというのが本音だろう。価格がこれから上昇しようかというタイミングで、その上値を抑えることになりかねないプライスバンドの導入に消極的な産油国もあると思われる。

（図表15）OPECの生産動向

国名	（万バレル/日）						
	生産量 （4月）	生産量 （3月）	超過量 （4月）	生産枠 （09年1月～）	産油能力	稼働率	生産余力 （4月）
アルジェリア	123.0	122.5	2.7	120.3	145.0	84.8%	22.0
アンゴラ	163.0	162.0	11.3	151.7	200.0	81.5%	37.0
エクアドル	43.5	44.0	0.1	43.4	50.0	87.0%	6.5
イラン	362.5	362.0	28.9	333.6	410.0	88.4%	47.5
イラク	232.5	233.5	-	-	250.0	93.0%	17.5
クウェート	209.5	211.5	-12.7	222.2	265.0	79.1%	55.5
リビア	150.5	151.5	3.6	146.9	180.0	83.6%	29.5
ナイジェリア	184.0	179.0	16.7	167.3	250.0	73.6%	66.0
カタール	68.5	69.5	-4.6	73.1	90.0	76.1%	21.5
サウジアラビア	792.5	795.0	-12.6	805.1	1,080.0	73.4%	287.5
UAE	216.0	220.0	-6.3	222.3	280.0	77.1%	64.0
ベネズエラ	212.5	215.0	13.9	198.6	250.0	85.0%	37.5
OPEC12カ国	2,758.0	2,765.5	-	-	3,450.0	79.9%	692.0
OPEC11カ国	2,525.5	2,532.0	41.0	2,484.5	3,200.0	78.9%	674.5

（注1）超過量（4月）＝生産量（4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（4月）／産油能力＊100。生産余力＝産油能力－生産量（4月）

（注6）OPEC11カ国はイラクを除く

（資料）Bloomberg

．非鉄金属

1．5月の非鉄市況全般：横ばい推移の後、月末に上昇

非鉄金属相場全般の動向を表すLME金属指数は、5月はほぼ横ばい圏で推移した後、月末から6月初めにかけて上昇した。年初からの非鉄金属相場の上昇をけん引していた中国による備蓄購入への期待が徐々に落したことが上値を抑制した。しかし、世界的な経済指標の好転を背景に景気回復期待が強まりリスク資産への投資が広がったことや、それにともないドル安が進行したことが、月末からの相場押し上げの主因となった。

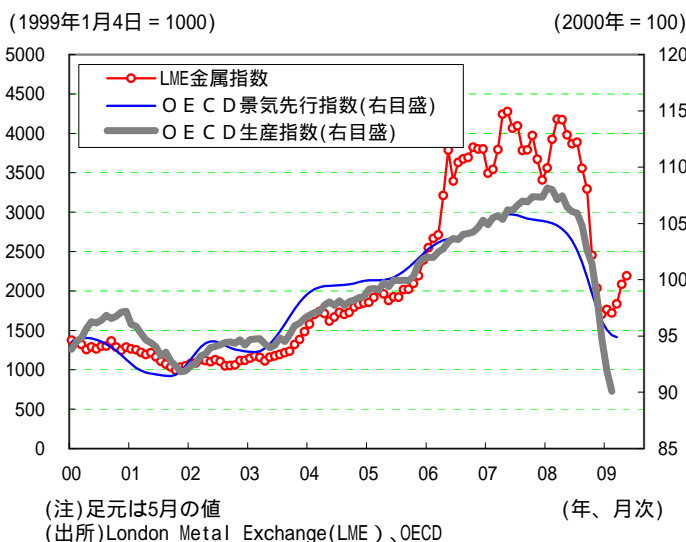
相場上昇は銅を中心に幅広い金属に波及したものの、アルミニウムは生産調整の遅れから在庫が過去最高に積み上がり軟調な推移が続いた。

また、中国の内需回復の恩恵を受けやすい銅や、エレクトロニクス関連需要の回復がみられる錫など、最終需要の回復が確認される金属もあるが、総じて供給過剰の状態が解消されていないことは、先行きの相場の懸念材料といえる。

当面は世界経済の回復期待が持続するとみられ、銅など商品相場への上昇期待は強い。こうした期待先行相場の持続性は、実際の世界経済の回復テンポに左右されるため、大きな下ぶれリスクがあることには注意が必要であろう。期待先行の動きが息切れすれば、相場はいったん調整局面を迎えるとみられるが、年後半の非鉄金属相場は、世界経済の改善と生産調整の進展が、実際にどの程度実現されるかに強く依存しているとみられる。

(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～8ヵ月ぶりの高値

5月の銅相場（3ヶ月物、終値）は、1トン＝4,500ドルをはさんで横ばいで推移したが、月末以降は買いが優勢となり、昨年10月以来8ヵ月ぶりとなる5,000ドル台に上昇した。

年初からの相場上昇をけん引した中国政府による備蓄用買い付けについて、中国政府が売りに転じているとの見方が出たことをきっかけに、4月後半以降は上値の重い推移が続いた。しかし中国の回復や米国の下げ止まりを示唆する経済指標が相次いだため、景気回復期待によるリスク資産投資が活発となり、ドル安と資源高の様相が強まる中相場も上昇した。

需給面については、電線、鉄道、発電所など社会インフラ整備に不可欠の銅は、中国の内需回復の恩恵を受けやすい。実際、中国の4月の地金生産量は過去2番目の高水準となったほか、5月の銅輸入も3ヵ月連続で過去最高だった。一方、世界最大の産銅国であるチリの生産は4月も前年割れが続いたほか、相場上昇が続く中でも、産銅各社は先行きの需給に慎重な見方を崩していないとされ、生産を抑制する動きは今後も維持される見通しである。

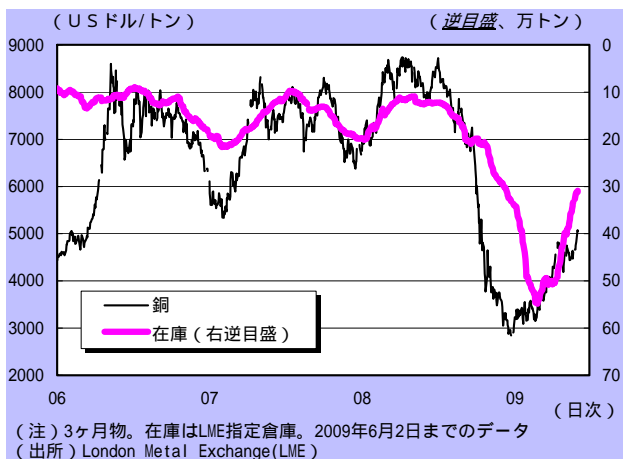
ただし、こうした動きも、昨年後半以降、需給が大きく緩んだ状況を解消するまでには至らず、国際銅研究会の需給予想によると、2009年の世界の銅需給は34.5万トンの供給超過となることを見込まれている。相場上昇が鮮明となったことで、中国当局は、高値での銅備蓄の積み上げを当面見送るとみられ、26日には、中国政府が4月に5万トンの銅を売却していたことも伝えられた。中国政府による買い付けを示す動きとして注目されたキャンセルワラント（指定倉庫在庫からの購入予約）も減少傾向となっている。

また、上海市場とロンドン市場との価格差は、5月初めには200ドル程度であったのが月末には40ドル程度まで縮小している。このため、鞘取りを狙った国際市場での買い付けは今後減少するとみられ、中国による輸入増加が国際相場を押し上げたこれまでのトレンドが変化する兆しもみせている。

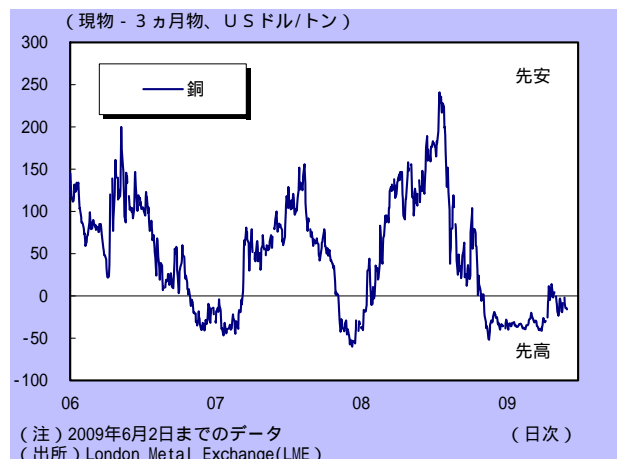
このところ世界経済の回復期待により銅相場は押し上げられた。期待先行の動きが息切れすれば相場はいったん調整局面を迎えるとみられるが、その後は世界経済の持ち直しと生産調整により需給の緩みが徐々に解消されれば、年末にかけて6,000ドルに近づく動きが予想される。

（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ヵ月物）の推移



3. アルミニウム～軟調に推移

アルミニウム相場（3ヶ月物、終値）は、他の金属に連れ高し、5月7日は1トン=1,571ドルの高値をつけたものの、その後は下落基調が強まり、28日に一時2ヵ月ぶりの安値となる1,383ドルまで下落した。

中国では、政府による備蓄用の買い付けや、アルミニウム製品の輸出に対する減税を背景に、アルミニウム地金の輸入が拡大しており、4月は過去最大の36.2万トンと前月比300%、前年比2,000%の急増となった。日本の4月のアルミ出荷は、中国向け輸出を中心に前月比11%増（前年比30%減）となり、2月に10年ぶりの高水準となった在庫は、2ヵ月連続で減少するなど、中国輸入の急拡大が世界的なアルミ需要を押し上げている。

もともと、中国国内のアルミ需要が必ずしも強くない中で、備蓄購入による相場の上昇と輸出税の減税により、生産抑制を続けてきた国内精錬業者が生産再開の動きを強めている。このため上海とロンドンの各市場の内外価格差は、4月の約半分の70~80ドル程度にまで縮小しており、5月以降は中国の輸入が頭打ちとなるとの見方が広がっている。

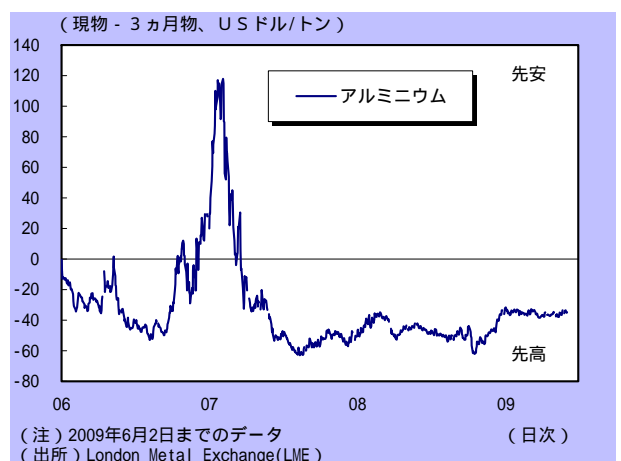
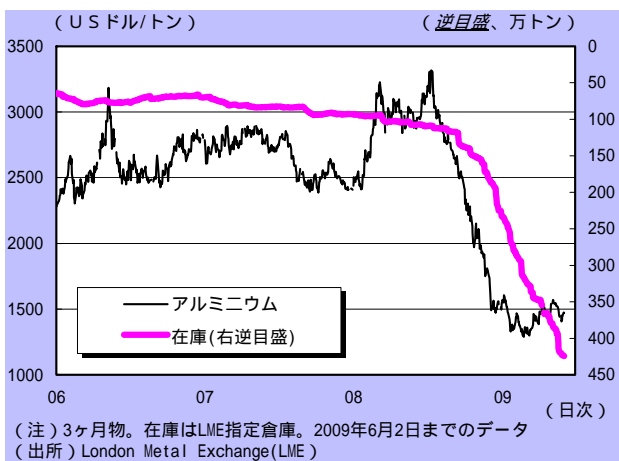
もともとアルミ消費の3分の1を占める自動車が、一部の国を除き世界的に販売低迷が続く中、他金属に比べ生産調整の遅れが目立っている。需給の目安とされるLME指定倉庫在庫は増加傾向に歯止めがかからず、連日で過去最高を更新している。

そうした中、米アルコアがスペインの精錬所の20%減産を発表したほか、リオ・ティント、豪アルミナ、ロシアのUCルサルなど、主要アルミ企業は相次いで生産計画の削減や在庫の増加の見通しを示した。もともと、国際アルミニウム協会によれば、4月の世界のアルミ生産は前月比2%減と減少ペースが縮小し、中国については小幅ながら増加に転じた。このため、目先はもう一段の生産調整が見込まれ、アルミニウム相場はしばらく横ばい圏で推移する公算である。他金属に比べた割安感などが強まっていることもあり、年後半に景気が徐々に回復に向かえば、アルミ相場も上昇に転じる可能性があるだろう。

（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ヵ月物）の推移



4. ニッケル～需給は弱いが相場の長期低迷には底入れの兆し

ニッケル相場（3ヶ月物、終値）は上昇傾向で推移し、6月1日には1トン＝14,650ドルと昨年10月以来8ヶ月ぶりの高値をつけた。ステンレス需要の減少を背景として、長期低迷してきたニッケル相場に、底入れの兆しが表れている。

ニッケル相場の上昇に寄与したのは、世界景気の回復期待とドル安による商品相場の上昇、ニッケルの主用途であるステンレスの生産調整が進展するとの期待、銅、アルミニウムに続き、中国政府が備蓄用の買い付けを実施するとの思惑などである。

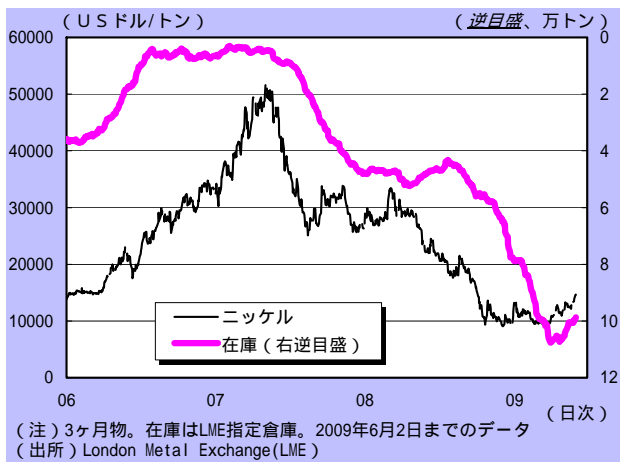
需給動向をみると、4月の中国のニッケル輸入は、銅やアルミニウムなどと同様に、国際市場との内外価格差の拡大を背景に前月比27%増加した。もっとも、中国の鉄鋼メーカーはステンレスの減産を計画しており、足元のニッケル地金の需要は弱い。

世界的には、インドネシアのインコが5日に新精錬所の建設計画の中止を発表したほか、スイス・エクストラータが豪州での鉱山開発延期を、BHPビリトンもニッケル精錬所の閉鎖を発表するなど、減産の動きが一段と加速している。LME指定倉庫在庫は増加に歯止めがかかる兆しもみられるが、国際ニッケル研究会の予測によれば、2009年の世界のニッケル需給は依然として80,000トンの供給過剰が見込まれており、需給面からの相場の押し上げ材料は乏しい。

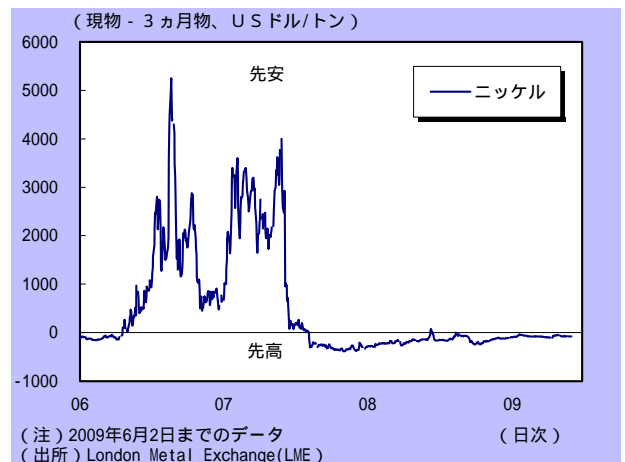
当面は、世界景気の改善やステンレスの生産調整がようやく一巡することへの期待を背景に、2007年からのニッケル相場の長期下落傾向には徐々に歯止めがかかる可能性がある。家庭用の台所設備（住宅関連）や、機械類（設備投資関連）が主用途であるステンレスの需要は先行き不透明感が強いことには注意が必要であり、年後半にステンレスの生産調整が実際に確認されるまで、しばらくは一進一退の動きが予想される。

（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～ 上昇基調で推移

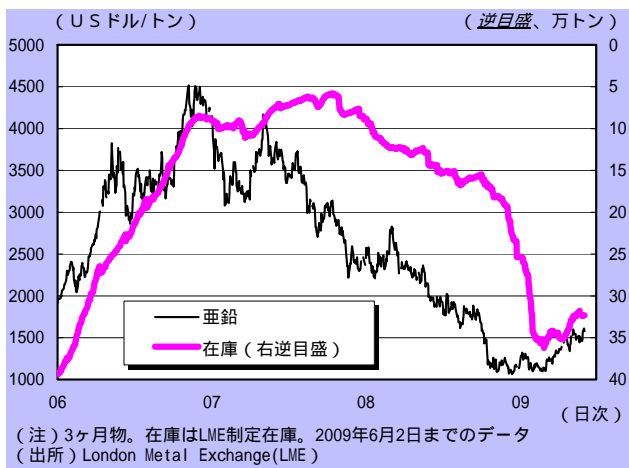
亜鉛相場（3ヶ月物、終値）は、銅などに連動して上昇傾向が鮮明となり、6月1日には1トン=1,610ドルまで上昇した。

これまで亜鉛相場をのけん引役であった中国政府による備蓄用買い付けに加えて、世界的な景気回復期待とドル安が相場の押し上げ要因となっている。

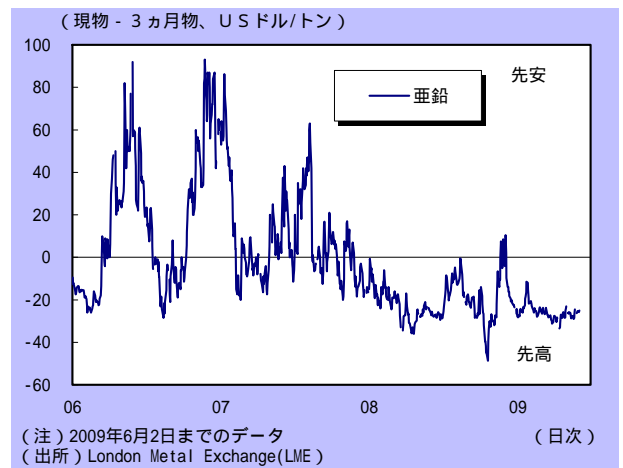
政策的なてこ入れがあったドイツ、中国、インドでは自動車販売の回復傾向が鮮明となっているほか、中国では農村への家電製品の普及を目指した「農村下郷」政策の効果から需要の回復が伝えられており、自動車、エレクトロニクス関連の生産活動は、徐々に持ち直すことが見込まれる。このためメッキ鋼向けの亜鉛需要も改善が予想されることもあり、LME指定倉庫の亜鉛在庫は減少傾向で推移しており、需給は今後も引き締まりに転じると見込まれ、亜鉛相場は緩やかな上昇傾向で推移する見通しである。

（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～ 上昇傾向が鮮明

錫相場（3ヶ月物、終値）は上昇傾向で推移し、6月1日には、1トン=14,650ドルと7ヵ月ぶりの水準まで上昇した。

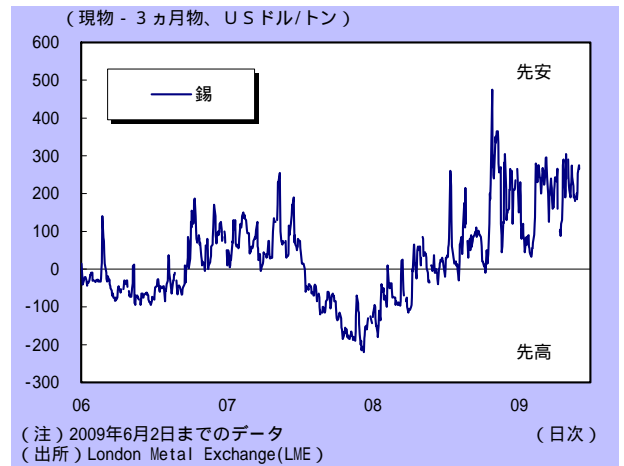
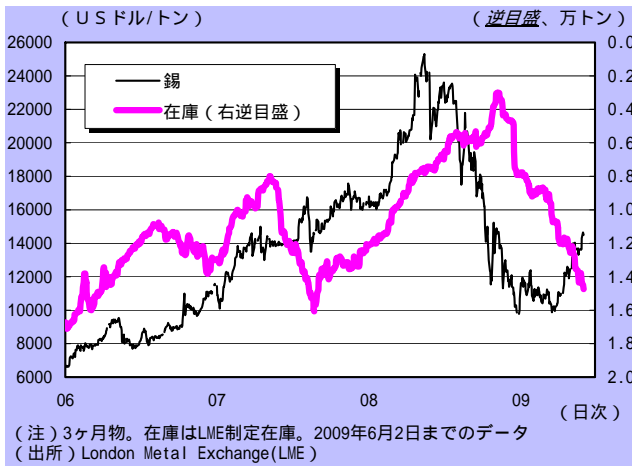
錫の主用途であるエレクトロニクス需要については、日本、韓国、台湾では関連の生産に改善の動きが表れているほか、新興国を中心に携帯電話やテレビの出荷も回復しており、世界的な景気低迷が予想される中でも、エレクトロニクス関連の相対的な底堅さが目立っている。最終需要に持ち直しの動きがみられ始めた中で、錫需要の回復見通しが広がっている。

LME指定倉庫の在庫は、錫の生産調整の遅れから増加傾向が続いているものの、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今後徐々に引き締まりに転じるとみられ、錫相場は緩やかな上昇が見込まれよう。

(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 ~ 上昇

鉛相場 (3 ヶ月物、終値) は、他の金属に連動して 6 月 1 日には 1 トン=1,660 ドルと 8 ヶ月ぶりの水準に上昇した。

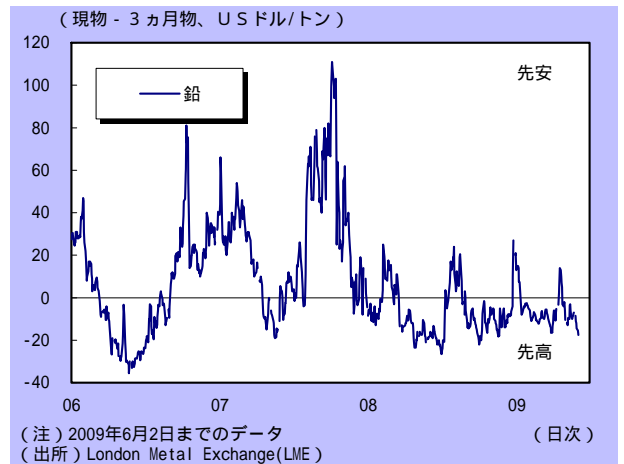
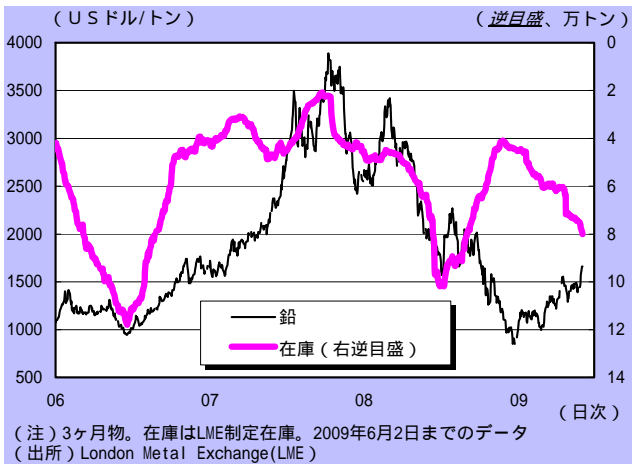
自動車向け需要が主用途である鉛は、世界的な新車販売の低迷の影響を強く受けることが懸念され相場の重石となっていたが、欧米ではバッテリー交換の需要が増加したとみられ、新車販売の低迷ほどには鉛需要が落ち込んでいないとの指摘もある。

目先は、米自動車メーカーの経営問題もあり、需給面での懸念が残るとみられるものの、世界景気回復期待とドル安により商品相場が全般的に騰勢を強める中、鉛相場も他の金属に連動して、底堅い推移が見込まれよう。

(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

～原油先物市場の先高観測は当たるか？～

原油先物市場では昨年後半から先高観測が強まっているが、まるでそれを実現するかのよう
に、最近になって原油価格が急上昇している。本稿では、原油先物市場における先高観測の度
合をもとに、今後の原油相場の動向について考えてみたい。

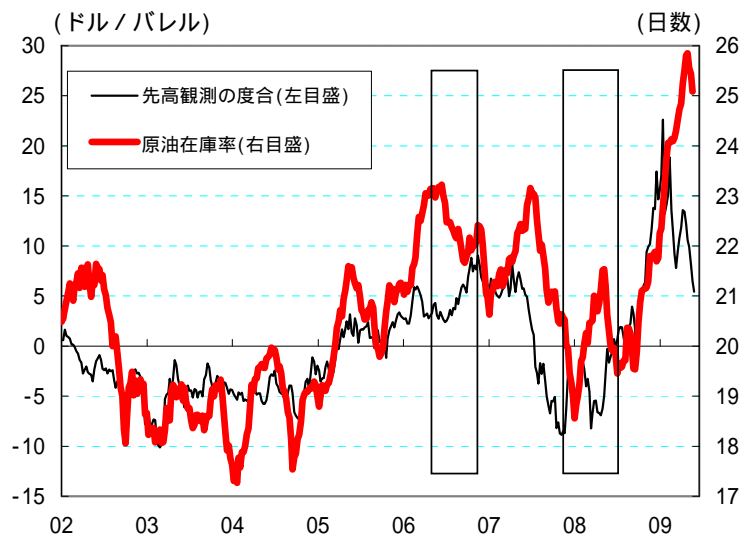
(1) 先高観測の度合と原油の需給

まず、原油先物市場では、1 カ月ほど後に決済を行う期近物から、数年先に決済される期先
物まで、各種の限月が取引されている。例えば、限月が1 カ月後の先物の価格よりも、限月が
さらにその1 年後の先物の価格の方が高ければ（低ければ）、市場の平均的な見方として1 年間
に先高（先安）が見込まれている状況といえる。

図表 24（細い実線）では、先高観測の度合は、各時点において、13 ヶ月の先物と1 カ月の先
物の価格の差をとったもので表している。2008 年12 月の時点では、期近物（2009 年1 月物）
に比べて2010 年1 月の価格は20 ドル以上も値上がりすると見込んだ価格形成がなされていた
のがわかる。2009 年5 月時点では、先高観測の度合は、かなり和らいできており、今後1 年で
5 ドル程度の上昇を見込んだ価格になってきている。

先高観測と原油需給の関係は、必ずしも安定しているわけではない。原油需給を表わす指標
として、米国の原油在庫率に注目すると、例えば、図表 24 のシャドー部分では、「原油在庫率
が下がる（上がる）傾向が今後も続くと、先行き需給が逼迫する（緩和する）ので原油高（原
油安）になる」という関係が読み取れる。

(図表 24) 先高観測の度合と原油在庫率



(注)先高観測の度合 = 13カ月の先物価格 - 1カ月の先物価格
原油在庫率 = 原油在庫 ÷ 過去1年の製油投入量
(出所)Bloomberg

(年、週次)

しかし、シャドー部分を除いた期間では、原油の在庫率が上昇（低下）して、原油の現物の余剰感が強まる（弱まる）と、原油の先高観測が強まっている（弱まっている）のがわかる。余剰感が強まって先高感が強まるという表現には違和感があるかもしれないが、現物に余剰感が強いと期近物（1カ月物）の価格が抑制された結果、相対的に期先物（13カ月物）の価格が高くなるということである。例えば、現在は原油の在庫が著しく過剰であるが、1年後に、過剰在庫の調整が進むだろうという見方が多ければ、原油価格には先高感が生じるだろう。

（２）先高観測と原油価格変動の実績の比較

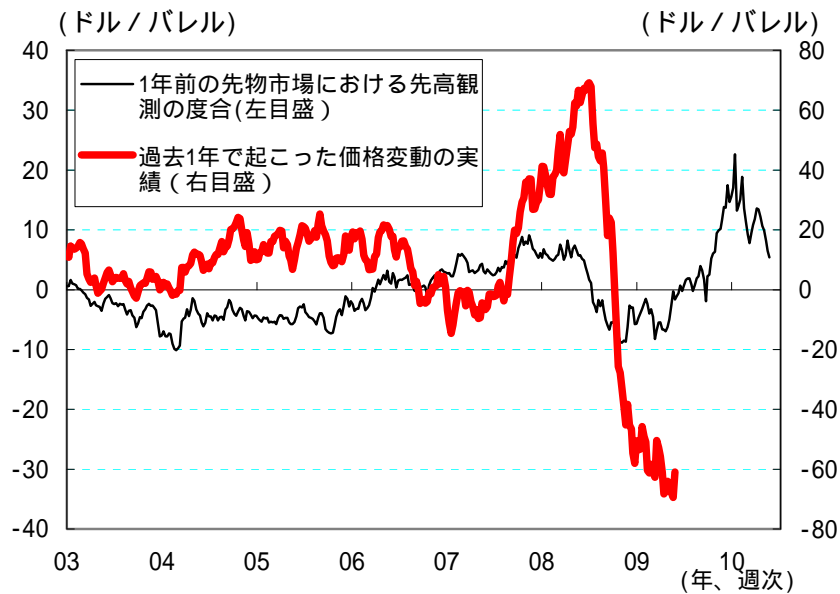
次に「先高観測は実際に当たるのか？」というのが気になる点である。「先物価格に、実際の将来の相場を予見する能力はあるのか」と問われると「あるわけがない」という答えが多数であろう。先物価格といっても、各時点で判明している情報に基づいて、決まっているのであって、将来に何が起こるかは誰にも分からないからである。実際、現時点で得られる情報を豊富に集めたところで、明日に起る出来事をほとんど予想できないことを、我々はビジネスや相場において毎日のように体験している。

ところが、最近の傾向としては、先物市場の先高・先安観測が示したとおりに、実際の相場が動く傾向があるように見える。図表 25 には、各時点までの 1 年間で原油価格がどれだけ変化したかという実績と、その 1 年前の先物市場における先高観測の度合とを図示している。先物市場にあった先高や先安の観測よりも、実際の相場の変動幅はかなり大幅になっているものの、先物価格が示した先高や先安の傾向に従って相場が動く傾向がある。

例えば、①2007～2008 年前半に原油相場は大幅に上昇しており、1 年前の先物市場で先高観測が示されていた、②2008 年後半には大幅に原油相場が下落し、その 1 年前の先物市場では先安観測が示されていた、などである。

そして、③2008 年後半から強まった先高観測も、最近の原油価格の上昇を考慮すると、実績の方向性をうまく当てている可能性が高まっているように思われる。

(図表 25) 先高観測の度合と実際の原油価格の変動幅



(注)先高観測の度合 = 13カ月の先物価格 - 1カ月の先物価格
 (図表24と同じデータを1年ずらしてある)
 価格変動の実績 = 現在の1カ月の先物価格 - 1年前の1カ月の先物価格
 (出所)Bloomberg

(3) 何故、先高・先安観測が当たるのか

先物市場の先高・先安観測が実際の相場変動を比較的うまく予見できている背景には、①一時的な行き過ぎは戻すものだという観測が当たっている、②景気先行き観測の変動が景気や石油需給を変動させている、の両面があると考えられる。

①については、2008年前半に、原油価格が100ドルを上回って147ドルまで急速に上昇していった際には、トレーディング主導による行き過ぎた相場上昇だとみて高値警戒感を持つ人が多かったと考えられ、その後、金融経済危機の拡大にともなって相場は大幅に下落した。また、2008年後半から2009年にかけては、原油の在庫が一時的に非常に過剰な状態になったが、原油需要の低迷が続いたとしても産油国が生産調整を行って、在庫が過剰な状態はいずれかは改善することが見込まれていた。こうした特殊な事情による行き過ぎた価格変動はいずれは是正されるという冷静な見方が実現したというところがある。

②については、バブルの形成と崩壊、あるいは浮かれ気分から疑心暗鬼への転換が、景気や原油需給の変動を増幅する要因になっていたことが考えられる。マインドや思惑などが主導して、景気や原油需給が動いていたのであれば、先物市場で予測されているイメージに近い原油需給や相場の変動が実現しても不思議ではない。

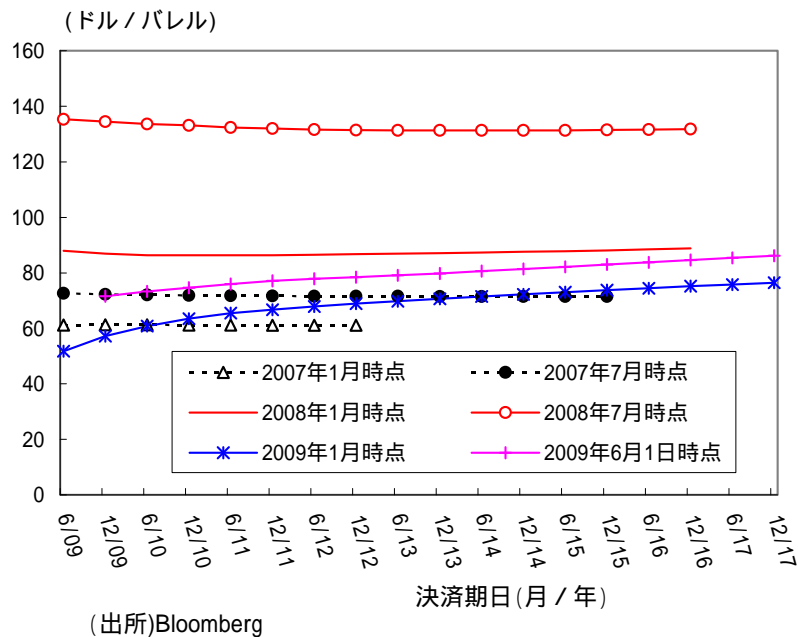
(4) 原油相場の先行き

現状の原油相場についてみると、足元の原油相場を抑制している要因としては、在庫の多さが引き続き、指摘されている。一方で、昨年後半以降は2015～2017年頃にかけての超期先物の価格は1バレル＝80ドル前後で安定しており（図表26）、先行きは現在よりも価格が上昇している可能性が広く意識されているとみられる。つまり、一時的に過剰になっている在庫水準が、今後、減少するとの見方が市場に織り込まれているとみられる。

他方、景気の先行きに対する見方は、過度な悲観が修正されてきており、各国における企業や家計の経済活動を回復させる大きな原動力になっているようにみえる。

依然として、原油の実物の需給がそれほど引き締まらない状況にあるものの、心理的な改善が、原油相場を押し上げやすい状況が続いている。結果として、先物価格が示唆する先高は実現しやすいように思われる。

(図表26) 原油先物価格の推移



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、宜しくお願い申し上げます。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、弊社の統一した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。