

原油レポート

< 原油価格と他の商品価格との連動性 >

1. 原油市況～下値切り上げ

原油相場(WTI、期近物)は、4月21日にザラ場で付けた1バレル=75.35ドル(24日にも記録)をピークに5月中旬には68ドル台にまで下落したが、5月下旬以降は、徐々に下値を切り上げ、6月6日の終値は72.50ドルとなった。

米国製油所の稼働率が上昇していることやガソリン在庫の増加を受けてガソリン供給懸念は和らいでいるものの、イランやナイジェリアからの原油供給に対する懸念が根強く、また金属なども含めた商品市況の調整一巡感もあって、原油相場は緩やかに上昇している。米国を中心とした世界景気の拡大やガソリン需要の増加が、原油相場の押し上げ材料となり易い状況が続くであろう。

2. トピック～原油価格と他の商品価格との連動性

原油価格と他の商品価格との連動は、最近1～3年に強まっているようである。

まず、暖房油やガソリンなど原油から精製される商品と原油はかなり高い連動性があり、原油と代替性のある天然ガスについても原油と連動することが多い。原油とエネルギー関連商品とは、従来通り、連動する関係が続いているといえる。

一方、原油とエネルギー以外の品目との連動性は、最近になって強まってきている2003年頃までは、金、銅、大豆といった非エネルギー商品と原油とは、連動することもあれば、逆連動することもあり、総じていえば、あまり関係がない状態であった。2004年頃以降は、連動する期間が増えており、連動する程度も強まっている。

原油価格と非エネルギー商品の価格の連動性が強まっている背景には、米国や新興国を中心とした世界景気拡大による需要増加観測が各商品に共通した価格押し上げ要因になったことが考えられる。加えて、商品指数連動型のファンドを経由して商品相場に流入する資金が増えていることも要因として考えられる。

投資資金の流入は、商品相場と主要国の金融市場との関係が強まっている可能性を示唆している。



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

調査部

【お問合せ先】 芥田 (E-mail: tomomichi.akuta@murc.jp)

次回公表日: 2006年6月19日(月)頃

本レポートは情報提供を唯一の目的としており、何らかの金融商品の取引勧誘を目的としたものではありません。

また、掲載された意見・予測等は資料作成時点での判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

「原油レポート」のメール配信サービスを提供しています。ご希望される方は、「原油レポート配信希望」と記して上記E-mailアドレスに送信して下さい。また、配信停止をご希望される方は、「原油レポート配信停止」と記して上記E-mailアドレスに送信して下さい。

1. 原油市況；下値切り上げ

原油相場（WTI、期近物）は、4月21日にザラ場で付けた1バレル＝75.35ドル（24日にも記録）をピークに5月中旬には68ドル台にまで下落したが、5月下旬以降は、徐々に下値を切り上げ、6月6日の終値は72.50ドルとなった。

米国製油所の稼働率が上昇していることやガソリン在庫の増加を受けてガソリン供給懸念は和らいでいるものの、イランやナイジェリアからの原油供給に対する懸念が根強く、また金属なども含めた商品市況の調整一巡感もあって、原油相場は緩やかに上昇している。

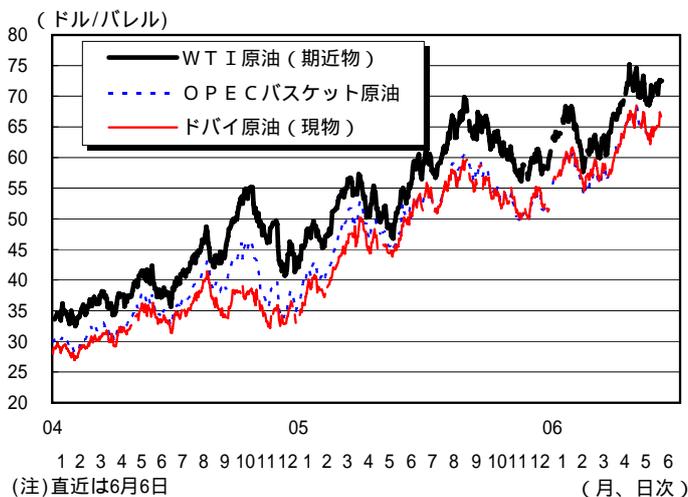
イランの核問題では、6月1日に米国・イギリス・フランス・ロシア・中国・ドイツはイランが核開発を放棄した場合の包括的な見返り案で合意したものの、イランの宗教指導者ハメネイ師は挑発的な発言を続けている。一方、ナイジェリアでは、6月2日に再度、武装勢力が石油施設を攻撃し、イギリス人など8人が人質となった（4日に開放）。なお、6月1日のOPEC総会では、事前予想通りに生産枠を2800万バレルに据え置くことが決定されている。

先物市場における投機筋のポジション（long-short）をみると、原油・ガソリンともに、買い超幅がやや縮小している（図表7、8）。

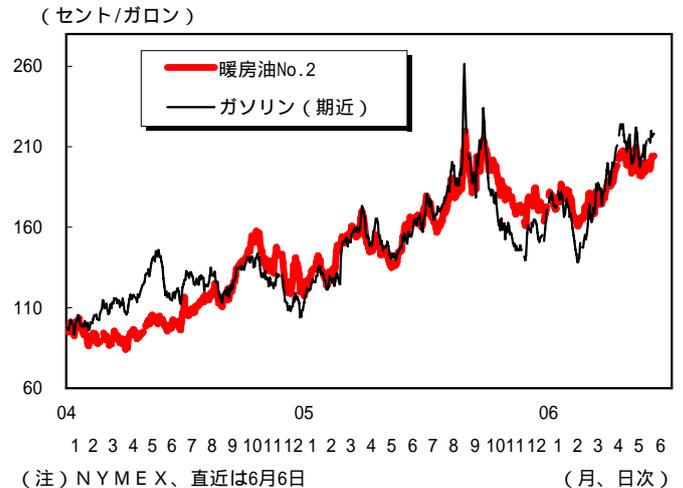
直近（6月6日時点）の先物カーブを見ると、価格のピークは2007年4月物であり1年弱先になっている（図表5、6）。

原油在庫は高水準を続け、足元の原油需給は緩和気味であるとみられ、米国のガソリン規格変更に伴うガソリン需給の逼迫懸念は後退しつつあるものの、イランやナイジェリアの地政学リスクが、引き続き原油相場の押し上げ材料として意識されている。こうした中、米国を中心とした世界景気の拡大やガソリン需要の増加が、原油相場の押し上げ材料となり易い状況が続くであろう。

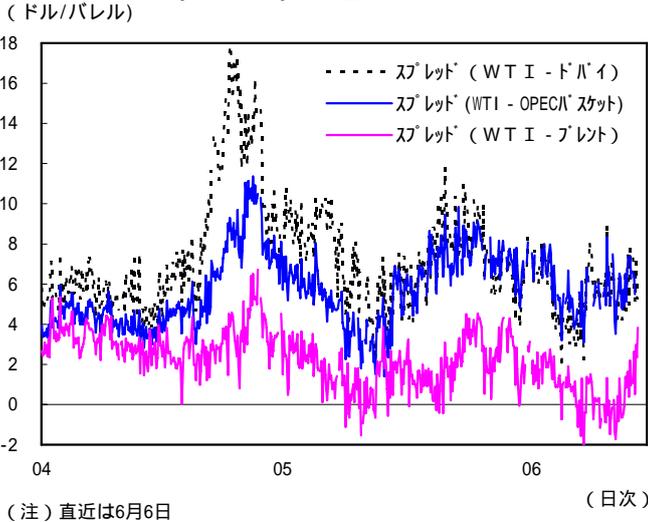
（図表1）原油市況の推移



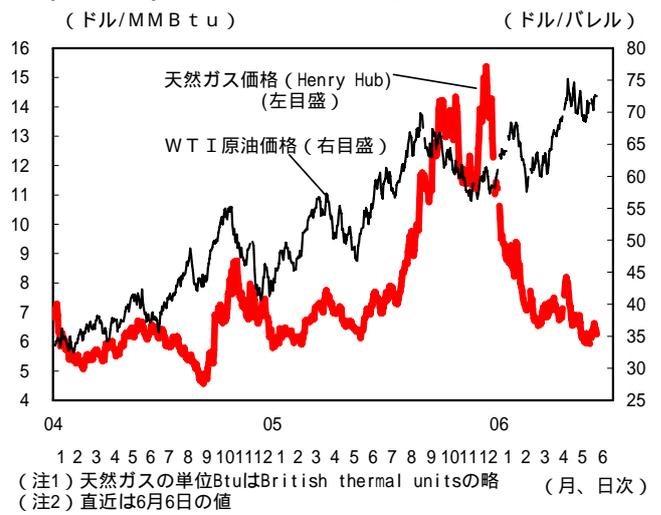
（図表2）石油製品市況の推移



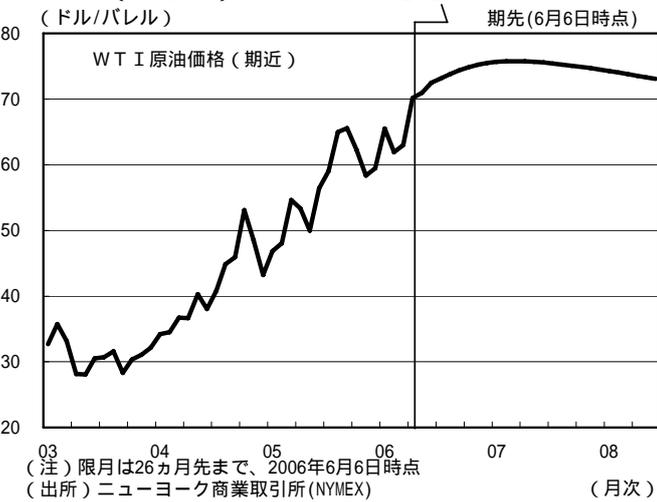
(図表3) 油種間スプレッドの推移



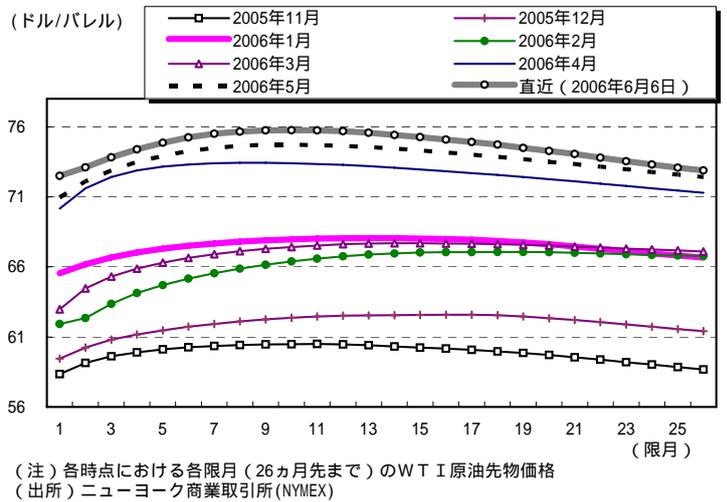
(図表4) 米国天然ガス市況の推移



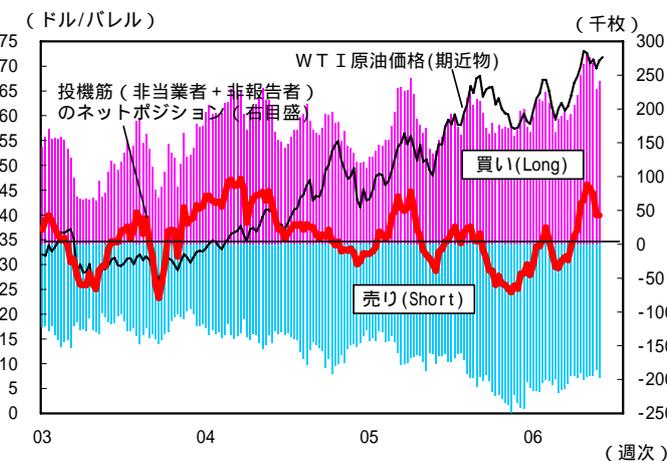
(図表5) WTI原油先物価格の限月推移



(図表6) WTI原油の先物カーブ

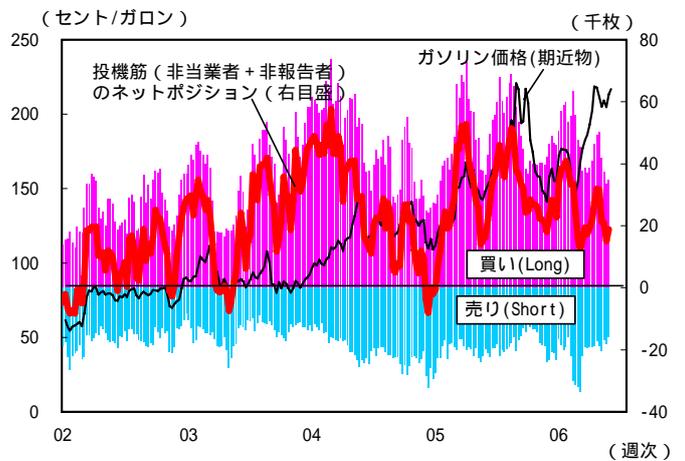


(図表7) 投機筋のポジション (原油)



(注1) 直近は5月30日時点
 (注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザー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、ほとんどが投機を目的としていると推察される。
 (出所) CFTC

(図表8) 投機筋のポジション (ガソリン)



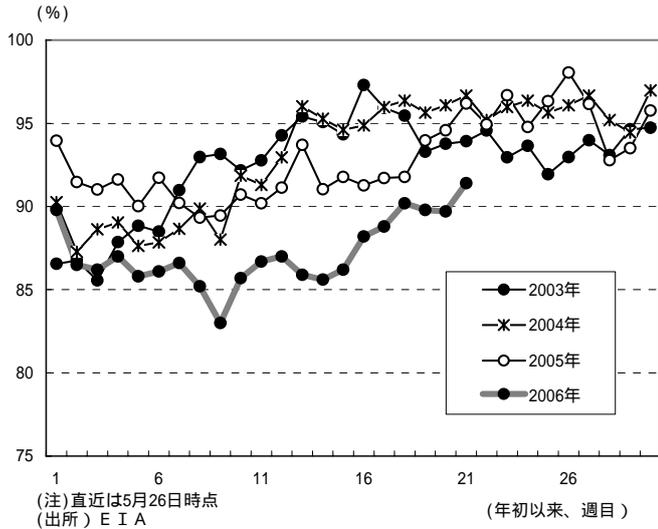
(注1) 直近は5月30日時点
 (注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザー以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で、ほとんどが投機を目的としていると推察される。
 (出所) CFTC

2. 米国の需給動向

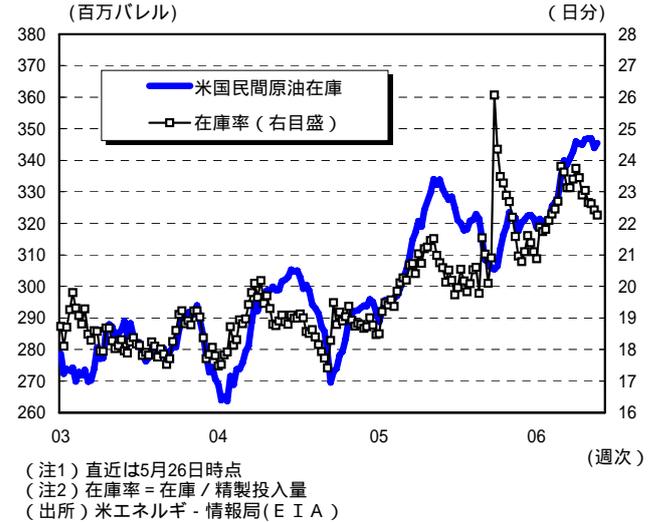
(1) 製油所稼働率と原油需給；製油所稼働率は徐々に回復

米国の製油所の稼働率は、昨年のハリケーン被災やガソリンの規格変更への対応により、依然として例年よりも低い水準にあるが、メンテナンス終了に伴って、稼働率は徐々に回復してきている（図表9）。原油需要が持ち直している一方で、原油生産が前年割れで推移し、輸入も伸び悩んでいるため、原油在庫の増勢は一服してきている（図表10）。

（図表9）米国製油所の稼働率



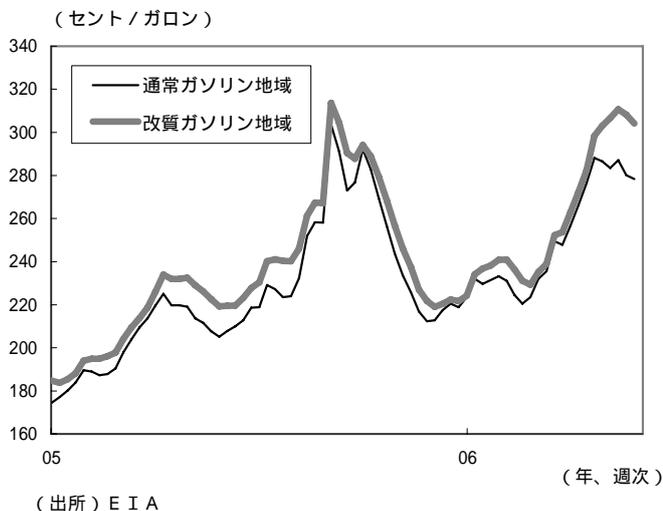
（図表10）民間原油在庫と在庫率



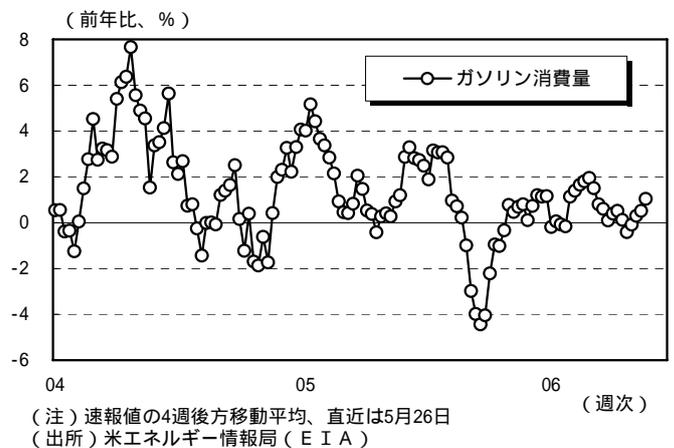
(2) 石油製品；ガソリン消費が堅調

足元のガソリン小売価格は多少下落しているが、依然昨年水準を上回っている（図表11）。価格高の中でもガソリン消費は底堅く、足元は、前年水準を上回って推移している（図表12）。なお、5月から多くの地域で、改質ガソリンに混入される添加剤がMTBEからエタノールに切り替えられており、これに伴いエタノールの輸入が増加している。

（図表11）ガソリンの小売価格



（図表12）ガソリンの消費量



3. OPEC 動向 ~ 6カ国がイランに包括提案

OPEC 総会

6月1日に開催されたOPECの臨時総会では、生産枠は2800万バレルに据え置くことが決定された。前日まで据え置きに同調する姿勢をみせていたベネズエラが、結局、50~100万バレルの減産を主張したものの、これまでベネズエラとともに減産を主張することが多かったイランは据え置きを支持した。また、9月11日に定例総会を開催することも確認された。

イラン問題

イラン核開発問題では、5月18日にイランのラリジャニ最高安全保障委員会事務局長と国際原子力機関（IAEA）のエルバラダイ事務局長が会って以降、動きが出ている。6月1日には、イギリス・フランス・ドイツ・ロシア・中国に米国も加わって、対イランの包括提案で合意した。米国は、イランとの直接対話の可能性を示唆するなど、イラン革命以後の外交の断絶を回復する用意を見せ始めている。イランは、アハマディネジャド大統領が6カ国の提案を検討する意向を示したものの、最高指導者のハメネイ師はホルムズ海峡封鎖の可能性を示唆するなど強硬な姿勢を続けている。

包括提案の中身は公開されていないが、対イランの制裁よりも、イランが核開発を中断した場合の経済支援や技術支援を強調した内容とされ、イランは提案を受け取ってから数週間の期間内に提案への回答を要求されるという。6日に提案を受け取ったイラン最高安全保障委員会のラリジャニ事務局長は「前向きな内容を含んでいる」と評価した。当面、イラン側の対応が焦点となり、イラン要人の発言などが注目される。

(図表13) OPECの生産動向

国名	生産量(4月)	生産量(3月)	超過量(4月)	生産枠(05年7月~)	産油能力	稼働率	生産余力(4月)
サウジアラビア	950.0	955.0	40.1	909.9	1,130.0	84.1%	180.0
イラン	385.0	390.0	-26.0	411.0	400.0	96.3%	15.0
クウェート	252.0	252.0	27.3	224.7	255.0	98.8%	3.0
UAE	255.0	250.0	10.6	244.4	260.0	98.1%	5.0
カタール	82.0	82.0	9.4	72.6	82.0	100.0%	0.0
ベネズエラ(注4)	267.0	264.0	-55.3	322.3	270.0	98.9%	3.0
ナイジェリア	208.0	203.0	-22.6	230.6	260.0	80.0%	52.0
インドネシア	94.0	94.0	-51.1	145.1	96.0	97.9%	2.0
リビア	172.0	170.0	22.0	150.0	170.0	101.2%	-2.0
アルジェリア	138.0	138.0	48.6	89.4	140.0	98.6%	2.0
OPEC 10カ国	2,803.0	2,789.0	3.0	2,800.0	3,063.0	91.5%	260.0
イラク	205.0	181.0	-	-	220.0	93.2%	15.0
OPEC 11カ国	3,008.0	2,967.5	-	-	3,283.0	91.6%	275.0

(注1) 超過量(4月) = 生産量(4月) - 生産枠(05年7月~)。生産枠制度は05年10~12月の間は中止

(注2) 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3) 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4) ベネズエラの実生産量は生産枠には入らない重質油(約59.0万バレル/日)が含まれる。

(注5) 稼働率(%) = 生産量(4月) / 産油能力 * 100

(注6) 生産余力 = 産油能力 - 生産量(4月)

(資料) Bloomberg

4. トピック；原油価格と他商品との連動性

原油をはじめとした商品市況は、やや荒い値動きの調整局面が続いている。日次ベース（米国市場、終値）の動きをみると、原油（NYMEX）は4月21日のピークから5月19日には8.8%下落し、金（COMEX）は5月11日から6月1日にかけて13.0%下落、銅（COMEX）は5月24日から6月1日にかけて12.4%下落している。足元の調整局面では、原油と他の商品とがかなり連動しているように見える。そこで、今回は、原油価格と他の商品価格との連動性について検証してみた。

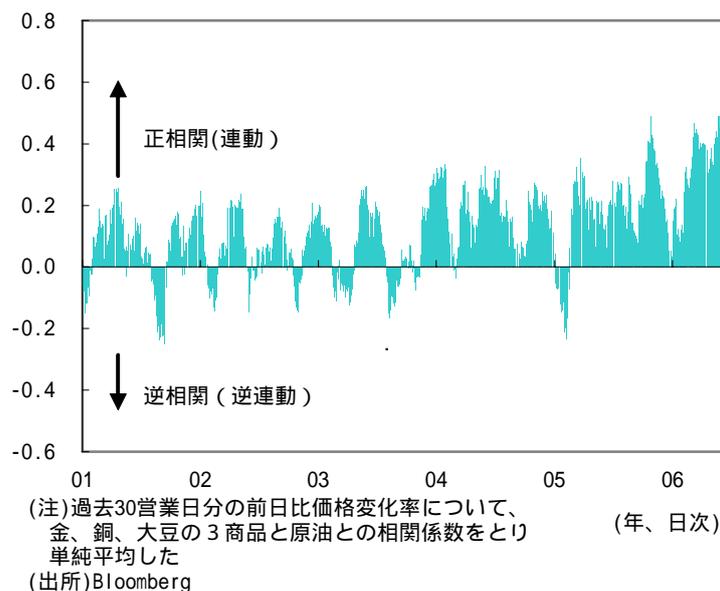
（1）原油価格と各商品価格の連動性

原油価格と他の商品価格との連動は、最近1~3年で強まっているようである。

もともと、暖房油やガソリンなど原油から精製される商品と原油はかなり高い連動性があり、原油と代替性のある天然ガスについても原油と連動することが多い（図表1、2、4など）。原油とエネルギー関連商品とは、従来通り、連動する関係が続いているといえる。

加えて、原油とエネルギー以外の品目（貴金属、ベースメタル、穀物など）との連動性が、最近になって強まってきている。各品目を代表する金（貴金属）、銅（ベースメタル）、大豆（穀物）と原油との連動性を相関係数でみたのが、図表14である。2003年頃までは、連動することもあれば、逆連動（原油が上がり他商品が下がる、あるいはその反対）することもあり、総じていえば、あまり関係がない（相関係数がゼロに近い）状態であった。しかし、2004年以降は、連動する（相関係数がプラスの）期間が増えており、連動する度合い（相関係数の大きさ）も強まっている。

（図表14）原油価格と非エネルギー商品の価格との相関係数



(2) 背景と影響の考察

原油価格と非エネルギー商品の価格の連動性が強まっている背景には、米国や新興国を中心とした世界景気拡大による需要増加観測が各商品に共通した価格押し上げ要因になったことが考えられる。加えて、商品指数連動型のファンドを經由して商品相場に流入する資金が増えていることも要因として考えられる。

商品指数とは、原油・金・銅をはじめとした商品をいくつか集めて構成されており、商品指数連動型ファンドに資金が流入すると、構成商品すべてに買い注文が入ることになる。なお、各国の一部年金基金などが商品指数連動ファンドなどによる運用を増やしている背景には、商品の運用パフォーマンスが良いことに加えて、インフレ懸念によって金利が上昇すると債券や株式の運用パフォーマンスが悪化するリスクを商品の運用でヘッジする狙いもあるとされる。

投資資金の流入は、商品相場と主要国の金融市場との関係が強まっている可能性を示唆している。2003年から株価の上昇と商品市況の上昇がともに続いてきたが、株価が下落すると、商品相場にも下落圧力がかかり、商品への投資が株式資産のリスクヘッジにはならない可能性もある。

(図表 15) 商品相場と米国株価の推移

