

# 原油レポート

< 先物カーブの変化が示唆すること >

## 1. 原油市況～上昇一服後も、高止まり

WTI原油価格(期近)は、27日に60.54ドルと終値ベースで初めて60ドル台に乗せた。21日発表の米週次統計では原油在庫は増加したものの、中間留分(暖房油やディーゼル油など)向けの需要が前年比6.9%増となり、第4四半期に向けての需給逼迫懸念を強める内容であった。28日の米週次統計ではガソリン、暖房油、ディーゼル油の在庫が予想以上に増加したため、騰勢は一服し30日には56ドル台に低下したが、7月1日には米ISM指数が上昇して景気加速による需要増との観測も出て58.75ドルに戻している。

## 2. トピック～先物カーブの変化が示唆すること

現在の原油先物市場(7月1日現在)では、8月物が58.75ドルなのに対して、12月物から2月物は61ドル以上になっている。期近物の価格よりも期先の価格が高く値付けされている状態は、相場用語で「コンタンゴ」と呼ばれる。しかし、原油先物市場は2004年10月までは、期先物ほど価格が安くなる「バック・ワーディング」といわれる状態が定着していた。原油先物市場がバック・ワーディングであった理由は、継続的な供給力の過剰や長期的な価格下降トレンドがあったとみられる。

それでも原油先物がコンタンゴの状態になったことが過去にもあった。コンタンゴの状態を「6ヶ月物-期近物の価格差」で測ると、この価格差とWTIの価格は、おおむね逆相関してきている。つまり、足元のWTI価格が上昇すれば先安感が強まり、足元の価格が下落すれば先高感が強まるといった具合に、足元の急な価格変動とは逆の動きが先行き起こってくるということを期待していたといえる。さらに言い換えると、一方向に相場が動かないような思惑が生じていたといえる。

しかし、現在は、足元の原油価格が上昇し、期先物については、さらに先高感がでているという状況になっている。米在庫統計など短期的な要因に反応して原油価格の水準が変わっても、先物カーブの形状はあまり変わっていない。

市場は中長期的な原油の需給タイト化を懸念し始めており、原油の商品性は、従来の潤沢な商品から稀少な商品にシフトしてきているのではないか。



【お問合せ先】調査部(東京)芥田

E-mail: tomomichi.akuta@ufji.co.jp

次回公表日: 2005年7月19日(火)

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。

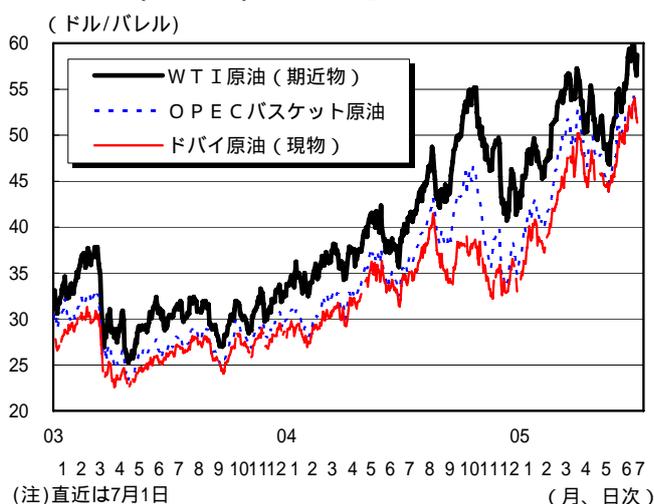
## 1. 原油市況；上昇一服後も、高止まり

～ W T I原油価格（期近）は、27日に60.54ドルと終値ベースで初めて60ドル台に乗せた。21日発表の米週次統計では原油在庫は増加したものの、中間留分（暖房油やディーゼル油など）向けの需要が前年比6.9%増となり、第4四半期に向けての需給逼迫懸念を強める内容であった。28日の米週次統計ではガソリン、暖房油、ディーゼル油の在庫が予想以上に増加したため、騰勢は一服し30日には56ドル台に低下したが、7月1日には米ISM指数が上昇したことから景気加速による需要増加の観測も出て58.75ドルに戻している。

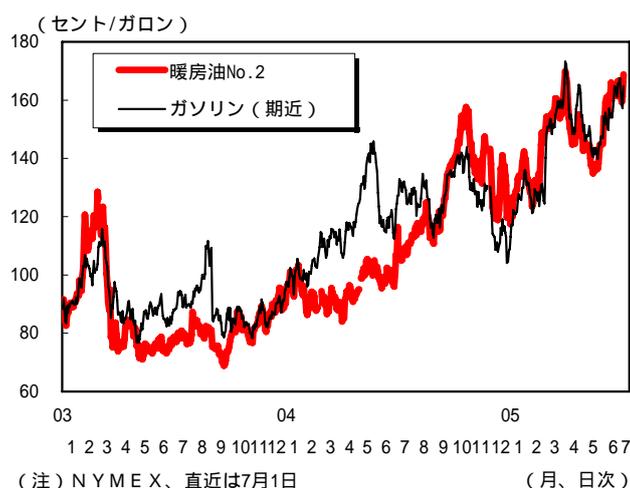
ガソリン需要のピークである米独立記念日の週末を終えて、ガソリンの在庫水準がどうなったか、次週、次々週の在庫統計が注目されている。ただし、夏場のガソリン需要に対応できたとしても、冬場の暖房油需要に対応できるかがどうかがすでに懸念されている。このため、例年は、石油製品市況は春から秋にかけて「ガソリン>暖房油」となるが、足元では「ガソリン=暖房油」と暖房油にプレミアムが付いている。

なお、投機筋のネットポジション（long-short）は、6月14日時点にかけて売り持ち幅が拡大した後、28日にかけてやや買い戻す動きが出ているものの、売り買いはほぼ均衡している（図表7）。こうした中で、直近（7月1日時点）で先物カーブは12月渡しから2月渡しにかけて60ドル台を付けており、北半球の冬場の需要期にかけて原油の先高感が根強いことを反映している。世界の景気や原油・石油製品の供給動向次第では、上値を試し易い状況が続くであろう（図表5、6）。

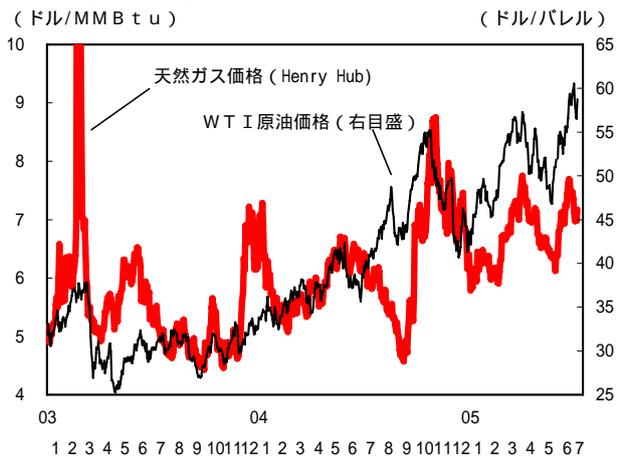
（図表1）原油市況の推移



（図表2）石油製品市況の推移

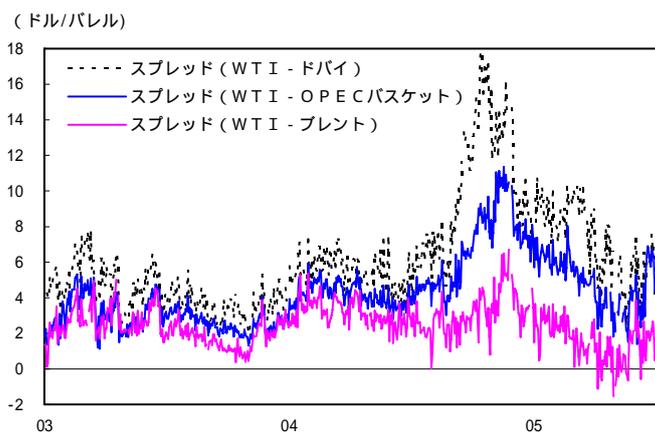


(図表3) 米国天然ガス市況の推移



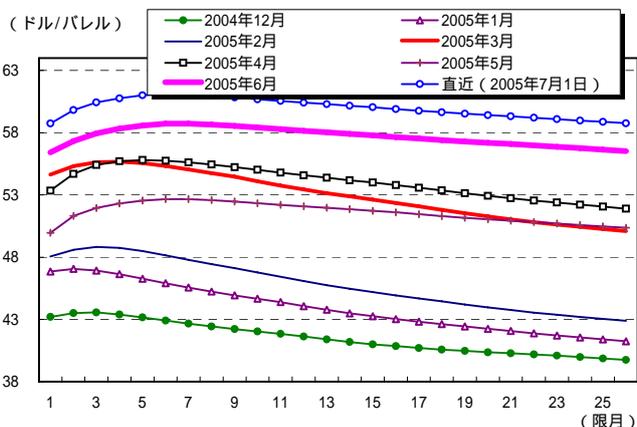
(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略 (月、日次)  
 (注2) 直近は7月1日の値

(図表4) 油種間スプレッドの推移



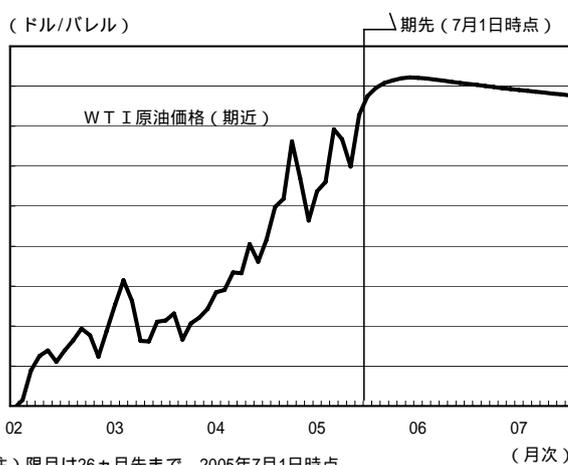
(注) 直近は7月1日 (日次)

(図表5) WTI原油先物価格の限月推移



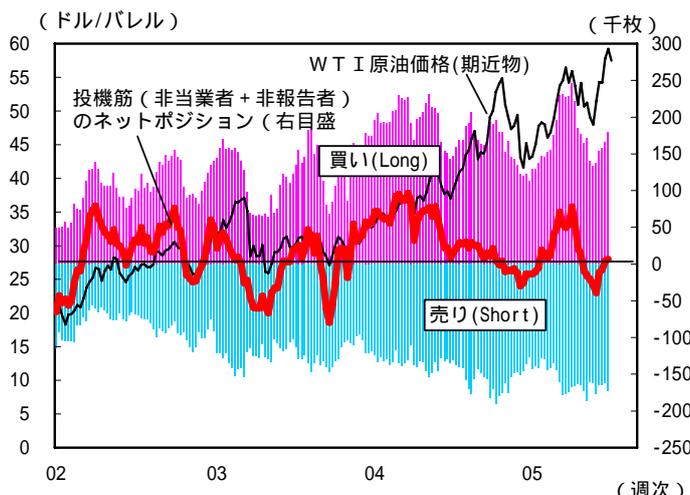
(注) 各時点における各限月 (26ヵ月先まで) のWTI原油先物価格 (出所) ニューヨーク商業取引所 (NYMEX)

(図表6) WTI原油の先物カーブ



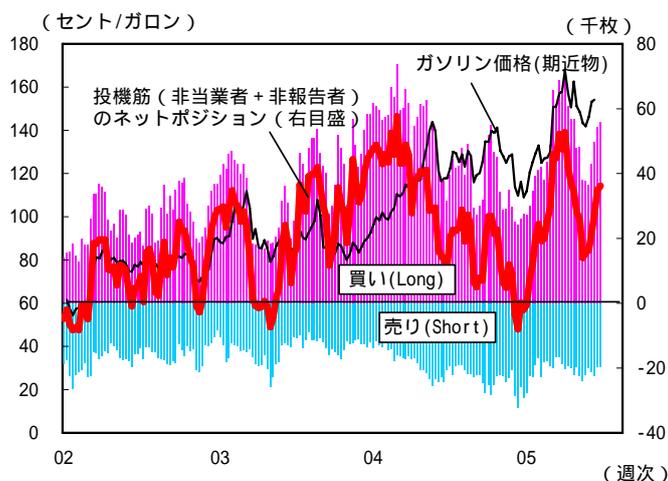
(注) 限月は26ヵ月先まで、2005年7月1日時点 (出所) ニューヨーク商業取引所 (NYMEX)

(図表7) 投機筋のポジション (原油)



(注1) ポジションはNYMEXで取引されるWTI先物原油のトレーダー建玉数を集計したもの。直近は6月28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。

(図表8) 投機筋のポジション (ガソリン)



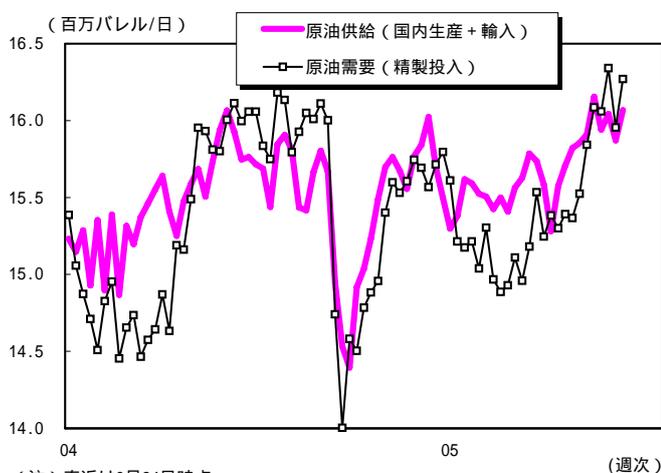
(注1) ポジションはNYMEXで取引されるガソリン先物のトレーダー建玉数を集計したもの。直近は6月28日時点  
 (注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザ以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で、ほとんどが投機を目的としていると推察される。

## 2. 米国の需給動向

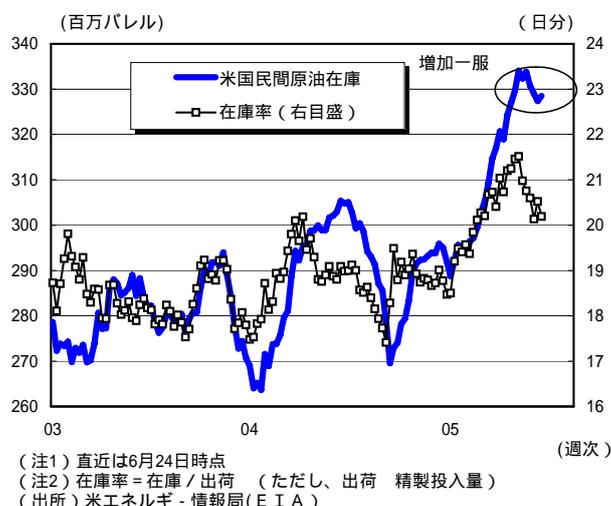
### (1) 原油；在庫増加が一服

～ 米国内の産油量が増加し輸入量も多いため、供給は高水準が続いているものの、足元は需要が供給を上回ってきている（図表9）。需要増は、夏場のドライブシーズンを迎えガソリン備蓄を増やしたい精製業者がガソリン生産に集中していることが主因と見られる。6月24日の週に原油在庫が小幅増加し、一時的に市場の需給逼迫懸念を緩和する材料となったが、やや長い目でみると、5月半ば以降は在庫が減少する傾向にある。在庫変動のモメンタムも依然価格の押し上げ要因となっている（図表10）。

(図表9) 原油供給と原油需要



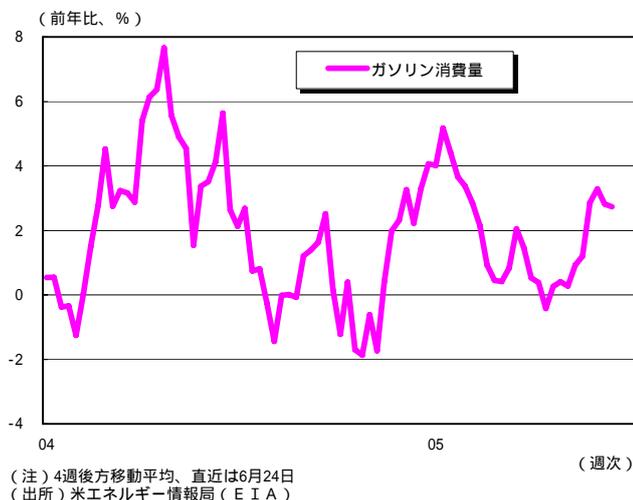
(図表10) 民間原油在庫と在庫率



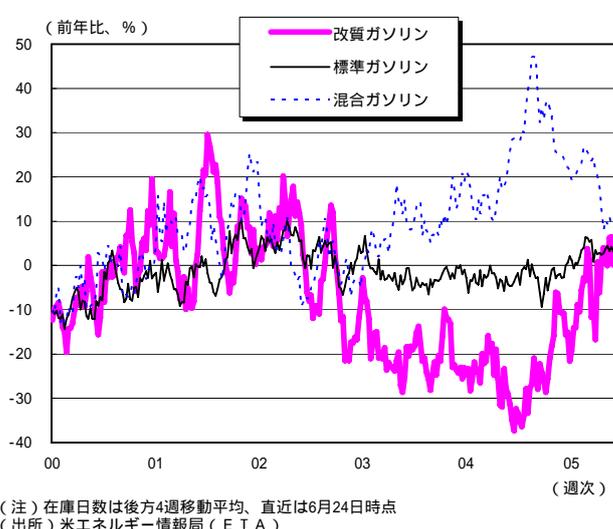
### (2) 石油製品；ガソリン消費再拡大だが、需給逼迫には至らず

～ 米国景気が底堅く推移していることを背景にガソリン消費は堅調に推移している（図表11）。ただし、精製業者がガソリン生産に集中していることや、足元では製油所の稼働率も上昇していることなどから改質ガソリンの在庫は前年比プラスを維持している（図表12）。ガソリン価格は足元で再び上昇に転じているが、4月のピーク水準には達していない。

(図表11) ガソリン消費



(図表12) ガソリンの在庫の内訳



### 3. OPECの生産動向(5月実績); 生産枠引き上げに市場の反応は薄い

~ OPEC 10カ国(除くイラク)の5月の生産量は2814万b/dと前月より9万b/d増加し、4月以降の市況急落にもかかわらず、増産を継続していることが確認された(図表13)。OPECは需要期の第4四半期を前にした在庫積み増しのために増産を続けており、米国を始めとする先進国(OECD)の原油在庫は過去と比べてもすでに高い水準に達しているが(図表14)、冬場の需要増を懸念して原油価格が再び上昇する動きがある(図表1)。このため、6月15日の総会では生産枠を50万b/d引き上げ2800万b/dとし、原油価格が下落しない場合はさらに50万b/dの追加増産を決定する権限を議長に与えることで合意した。しかし、実際の実績はすでに2800万b/dを上回っており、現状追認の増産とみなされていることや年後半の需給逼迫の懸念から、増産決定は材料視されていない。

また、6月30日にはアハマド議長が日量50万b/dの追加増産に関しては、協議を一時中止したことを明らかにした。議長は1バレル=53ドルが「理想的な価格」として、再び60ドルに上昇すれば、追加増産を検討するとの認識を示している。

(図表13) OPECの生産動向

									(万バレル/日)
国名	生産量(5月)	生産量(4月)	生産量(3月)	超過量(5月)	生産枠(3月~)	生産枠(7月~)	産油能力	稼働率	生産余力(5月)
サウジアラビア	950.0	946.0	935.0	56.3	893.7	909.9	1,050.0	90.5%	100.0
イラン	390.0	388.0	391.0	-13.7	403.7	411.0	405.0	96.3%	15.0
クウェート	250.0	247.0	243.0	29.3	220.7	224.7	250.0	100.0%	0.0
UAE	234.0	242.0r	243.0	-6.0	240.0	244.4	255.0	91.8%	21.0
カタール	79.0	79.0	79.0	7.7	71.3	72.6	80.0	98.8%	1.0
ベネズエラ(注4)	270.0	269.0r	273.0	-46.5	316.5	322.3	275.0	98.2%	5.0
ナイジェリア	245.0	240.0	238.0	18.5	226.5	230.6	250.0	98.0%	5.0
インドネシア	95.0	96.0	96.0	-47.5	142.5	145.1	100.0	95.0%	5.0
リビア	165.0	162.0	162.0	17.7	147.3	150.0	165.0	100.0%	0.0
アルジェリア	136.0	136.0	134.0	48.2	87.8	89.4	138.0	98.6%	2.0
<b>OPEC 10カ国</b>	<b>2,814.0</b>	<b>2,805.0</b>	<b>2794.0</b>	<b>64.0</b>	<b>2,750.0</b>	<b>2,800.0</b>	<b>2,968.0</b>	<b>94.8%</b>	<b>154.0</b>
<b>イラク</b>	<b>178.0</b>	<b>188.0r</b>	<b>185.0</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>250.0</b>	<b>71.2%</b>	<b>72.0</b>

(注1) rは前月時点から修正されたことを示す

(注2) 超過量(5月) = 生産量(5月) - 生産枠(3月~)

(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) ベネズエラの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6) 稼働率(%) = 生産量(5月) / 産油能力 \* 100

(注7) 生産余力 = 産油能力 - 生産量(5月)

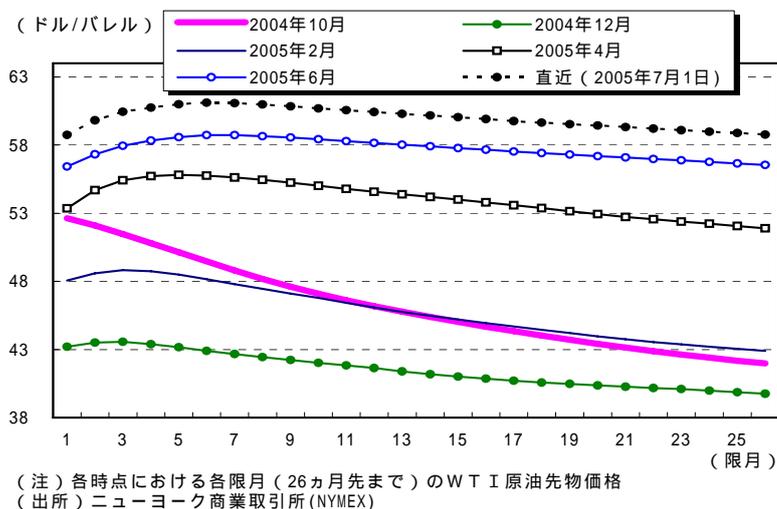
(資料) Bloomberg

#### 4. トピック；先物カーブの変化が示唆すること

～ 原油先物市場（7月1日現在）では、8月物が58.75ドルなのに対して、12月物から2月物は61ドル以上になっている(図表14)。期近物の価格よりも期先の価格が高く値付けされている状態は、相場用語で「コンタンゴ」と呼ばれる。通常の商品（コモディティ）では、急激な需要の変化に供給は対応できないという資源の稀少性が意識され、商品の保管コストなどを含めた値付けとなるため、コンタンゴの状態が普通とされる。

しかし、原油先物市場は2004年10月までは、期先物ほど価格が安くなる「バック・ワーディング」といわれる状態が定着していた(図表14)。バック・ワーディングは、先に行くほど価格が下落するという見方の方が多かったことを表わしている。原油先物市場がバック・ワーディングであった理由は、継続的な供給力の過剰や長期的な価格下降トレンドがあったとみられる。

(図表14) W T I 原油先物価格の限月推移



それでも原油価格先物がコンタンゴの状態になったことが過去にもあった。ここではコンタンゴの状態を測るために、「6ヶ月物と期近物の価格差」をみている(図表15)。6ヶ月物との価格差をみるのは、6ヶ月物は流動性が高く、投機的な期待などもよく反映していると考えられるためである。

90年以降をみると、現在と同程度に6ヶ月物と期近物の価格差がプラス方向に拡大した(=コンタンゴになった)のは、1990年の湾岸戦争直前時とアジア通貨危機時である。ともに、期近物の原油価格が足元の需給緩和懸念などから下落したため、あまり価格が変動しなかった期先物との価格差がプラス方向に拡大した。これらの2例に限らず、「6ヶ月物 - 期近物の価格差」とW T Iの価格は、おおむね逆相関してきている。つまり、W T Iが上昇すれば先安感が強まり、W T Iが下落すれば先高感が強まるといった具合に、足元の急な価格変動とは逆の動きが先行き起こってくるということを期待していたといえる。

さらに言い換えると、一方向に相場が動かないような思惑が生じていたといえる。

しかし、現在は、足元の原油価格が上昇しているにもかかわらず、期先物については、さらに先高感がでてきているという状況になっている。米在庫統計など短期的な要因に反応して原油価格の水準が変わっても、先物カーブの形状はあまり変わっていない。

市場は中長期的な原油需給のタイト化を懸念し始めており、原油の商品性は、従来の潤沢な商品から稀少な商品にシフトしてきているのではないか。

