

# 原油レポート

< 大口化する投機家 >

## 1. 原油市況 ~ 景気減速懸念と在庫増で続落

WTI原油価格(期近)は、世界景気の先行き懸念が強まっていることや、米国で原油在庫の増加傾向が続いていることなどから、売りが優勢となり50ドルを割り込む展開となっている。足元では、5月18日に発表された米国エネルギー省の週次石油統計で、民間原油在庫が前週比+434.3万バレルと市場予想を大幅に上回ったことから投機筋の売りが集まり、今年2月以来となる46ドル台まで下落している。

## 2. トピック ~ 大口化する投機家

1998年頃から、投機筋に占める契約高30万バレル以上の大口参加者のシェアが上昇しており、最近では60~70%に達している。大口参加者の増加は、大きなポジションが短期的に一方向に動くことを意味しており、日々の価格変動を増幅する大きな要因になっている。短期的な利ざや稼ぎが目的である投機筋は売買を頻繁に繰り返し、また、少しでも高いリターンが得られる兆候があれば瞬時に異なる市場に巨額の資金を移動させるため、価格変動を増幅させ、時には市場を不安定にする。しかし、その一方で、大口参加者は市場に大量の流動性を供給することで、取引を円滑化しており、価格変動をならす働きもしている。ファンドなどの大量にポジションを保有する大口参加者の増加は、このように両極端とも言える影響をもたらしている可能性があり、一概に評価することはできない。

最近の特徴として、商品ファンドだけでなく、私募のヘッジファンドや長期運用が原則の年金基金までもが運用資金を原油先物に投じる動きが目立っている。市場規模が拡大している場合、断続的な資金流入がある程度の期間にわたって価格を押し上げるということはありえよう。反対に、何らかの理由によって市場規模が縮小に向かう場合、断続的な資金流出がある程度の期間にわたって価格を押し下げるといえる。



【お問合せ先】調査部(東京)丸山

E-mail: shun.maruyama@ufji.co.jp

次回公表日: 2005年6月6日(月)

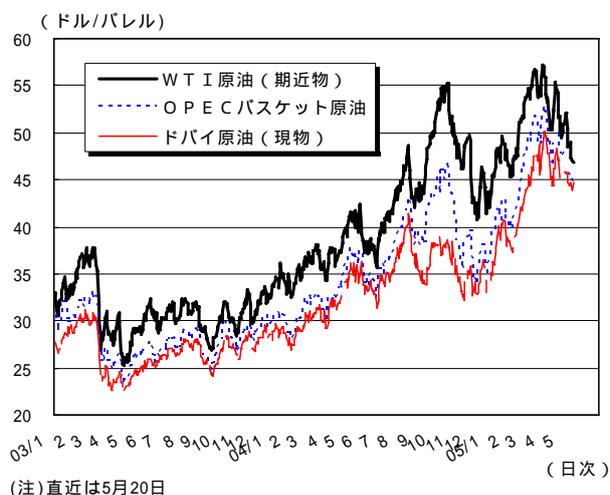
本レポートは情報提供を唯一の目的としており、何らかの金融商品の取引勧誘を目的としたものではありません。また、掲載された意見・予測等は資料作成時点での判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。「原油レポート」のメール配信サービスを提供しています。ご希望される方は、「原油レポート配信希望」と記して上記E-mailアドレスに送信して下さい。また、配信停止をご希望される方は、「原油レポート配信停止」と記して上記E-mailアドレスに送信して下さい。

## 1. 原油市況；景気先行き懸念と在庫増加から続落

～ W T I 原油価格（期近）は、2005 年 1-3 月期の米国 G D P 成長率（前期比年率 + 3.1%）が市場予想を下回ったことで世界景気の先行き懸念が強まっていることや、米国で原油在庫の増加傾向が続いていることなどから、売りが優勢となり 50 ドルを割り込む展開となっている。米国で原油在庫が増加している背景としては、産油国の増産を背景に原油輸入が拡大していることに加えて、景気減速の影響を受けて燃料消費の伸びが鈍化していることが挙げられる。足元では、5 月 18 日に発表された米国エネルギー省の週次石油統計で、民間原油在庫が前週比 + 434.3 万バレルと市場予想（前週比 + 100 万バレル、ロイター通信社調査）を大幅に上回ったことから投機筋の売りが集まり、今年 2 月以来となる 46 ドル台まで下落している。

もっとも、市況は一段と下げ足を強めるという訳ではなさそうである。現在、投機筋は買い建玉（未決済残高）の整理を終え、新たな取引材料待ちの状態にある。景気の減速を示す経済指標には注意が必要であるが、今のところ米国景気の調整は軽微との見方が大勢となっているようだ。また、中国の 4 月の原油輸入量は利益率上昇によって製油所が原油処理量を増やしていることから前年比 + 23% と大幅に増加した。景気の再加速を示す強力な材料は乏しいものの、世界経済の足腰は強く、風邪は引いても、I T バブル崩壊のときのように病気になった訳ではない。また、ややテクニカルな話だが、5 月 23 日からは期近物が 6 月きりから 7 月きりに交代する。現時点（5 月 20 日）で 6 月きりは 1 バレル 46.8 ドルだが、7 月きりは 48.65 ドル、さらに来年 1 月きりは 51.42 ドルを付けている。8 月から 9 月にかけてピークを迎えるドライブ・シーズン、そして、冬の暖房シーズンに備えて製品在庫を積み増す年末にかけては需給逼迫懸念が強く、市況押し上げ要因となる。また、O P E C 加盟国の首脳から減産を支持する発言が出ていることも市況を下支えするため、目先は 45 ドル～50 ドルのレンジ内で揉み合いとなりそうである。

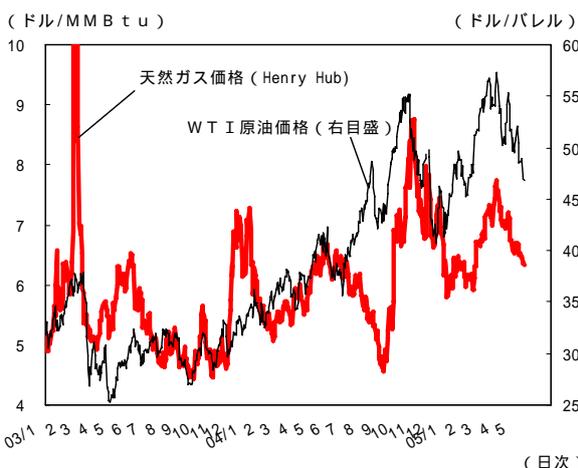
（図表 1）原油市況の推移



（図表 2）石油製品市況の推移

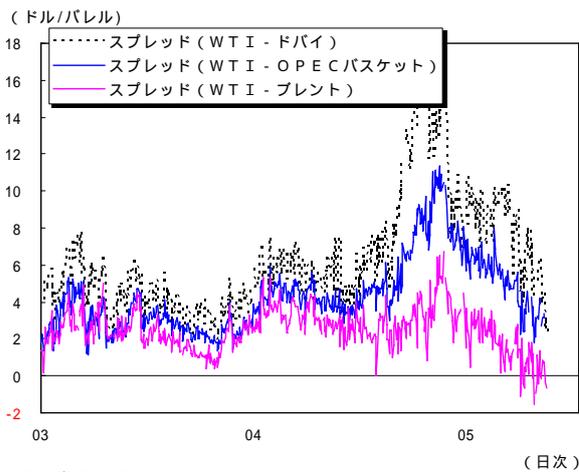


(図表3) 米国天然ガス市況の推移



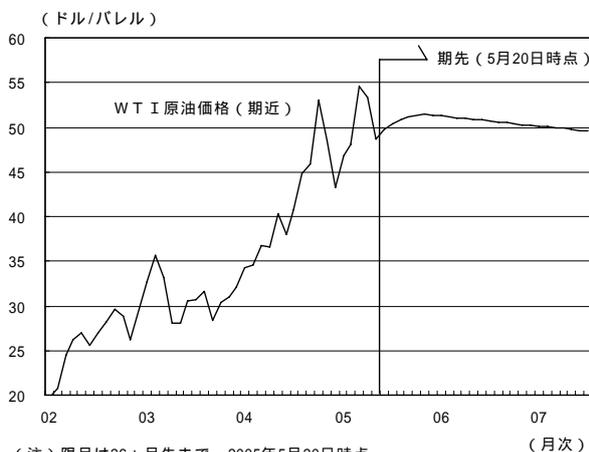
(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略  
(注2) 直近は5月20日の値

(図表4) 油種間スプレッドの推移



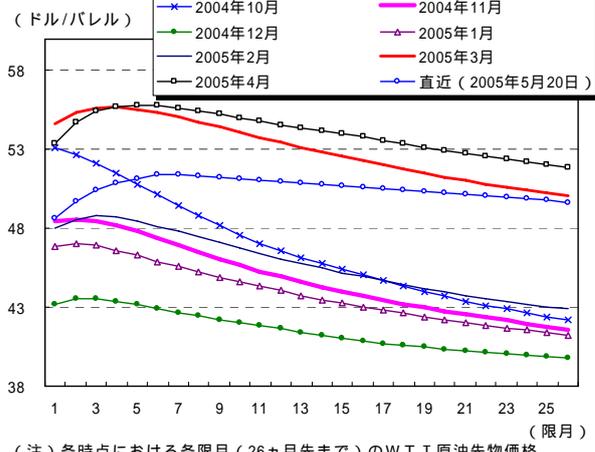
(注) 直近は5月20日

(図表5) WTI原油先物価格の限月推移



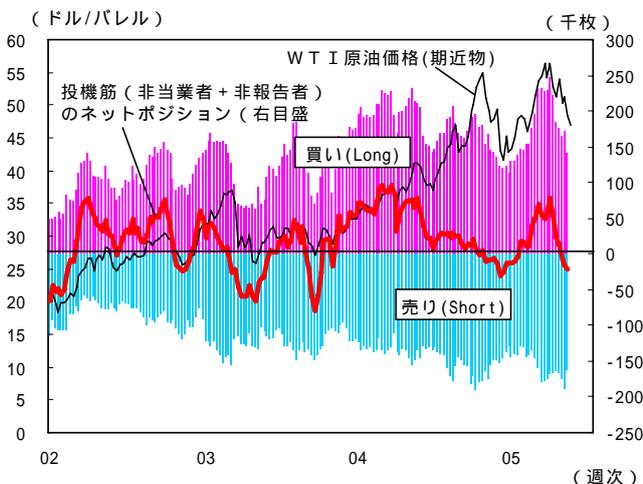
(注) 限月は26ヵ月先まで、2005年5月20日時点  
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(図表6) WTI原油の先物カーブ



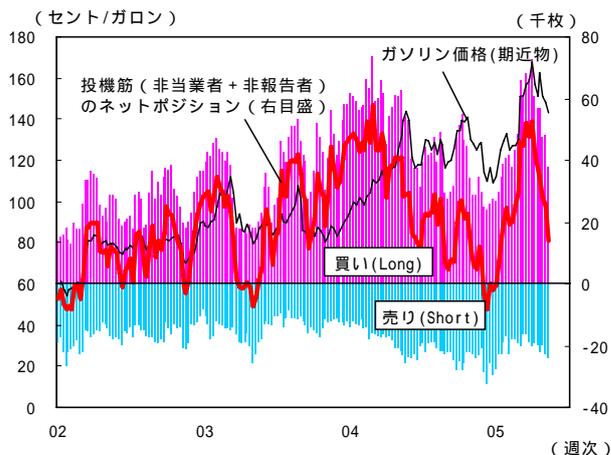
(注) 各時点における各限月(26ヵ月先まで)のWTI原油先物価格  
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(図表7) 投機筋のポジション(原油)



(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5月17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)



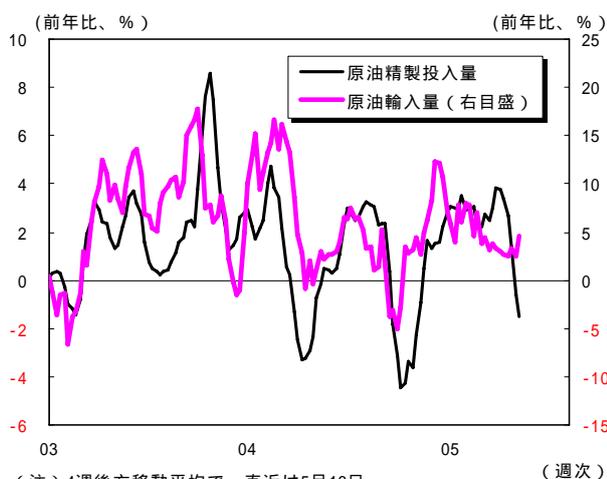
(注1) ポジションはNYMEXで取引されるガソリン先物のトレーダー建玉数を集計したもの。直近は5月17日時点  
(注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザ以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で、ほとんどが投機を目的としていると推察される。

## 2. 米国の需給動向

### (1) 原油；在庫増加が売り材料に

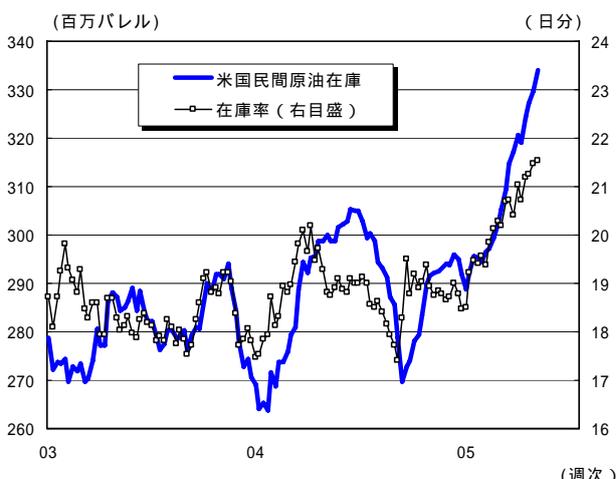
～ O P E C の増産を背景に輸入の高い伸びが続く一方、消費の伸びが鈍化していることや、製油所が製品在庫の積み増しを手控えていることなどから精製投入量の伸びは前年比マイナスとなっている（図表 9）。このため、原油在庫が急ピッチで増加し、足元では 1999 年 7 月以来となる 3.34 億バレルまで積み上がっている（図表 10）。市場の関心もようやく需給（つまり在庫）に回帰し、原油在庫の増加が価格下落要因となっている。

（図表 9）製油所稼働率の推移



（注）4週後方移動平均で、直近は5月13日  
（資料）米国エネルギー情報局（E I A）

（図表 10）民間原油在庫と在庫率

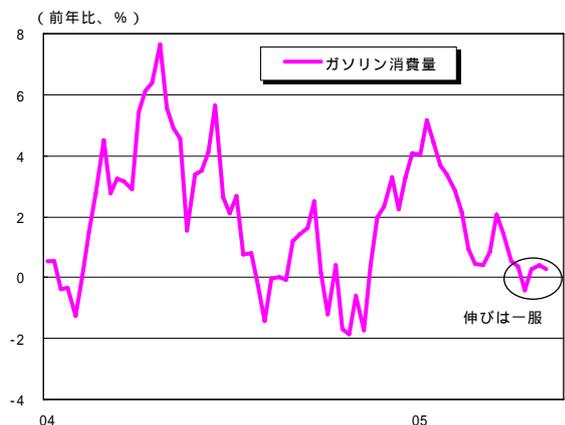


（注1）直近は5月13日時点  
（注2）在庫率 = 在庫 / 出荷（ただし、出荷 精製投入量）  
（出所）米エネルギー情報局（E I A）

### (2) 石油製品；ガソリン消費減速を受けて需給逼迫感は後退

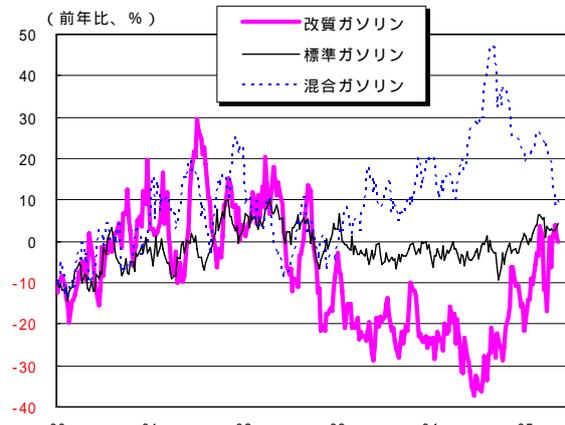
～ ガソリン消費は好調だった昨年の反動や小売価格高騰にともなう消費の抑制などによって伸び（前年比）が鈍化傾向にある（図表 11）。ガソリン消費の伸びが鈍化していることから、改質ガソリンの在庫は前年比プラスに転じており、本格的なドライブ・シーズン到来を控え、ガソリン需給の逼迫感は薄らいでいる（図表 12）。

（図表 11）ガソリン消費



（注）中間溜分消費は4週後方移動平均、直近は5月13日  
（出所）米エネルギー情報局（E I A）

（図表 12）ガソリンの在庫の内訳



（注）在庫日数は後方4週移動平均、直近は5月13日時点  
（出所）米エネルギー情報局（E I A）

### 3. OPECの生産動向（4月実績）；価格急落で減産示唆

～ OPEC 10カ国（除くイラク）は3月中旬の総会以降、積極的な追加供給を継続している。しかし、足元ではOPECバスケット原油が45ドル前後まで下落していることから、加盟国首脳の間からは減産を示唆する発言も出てきている。

前号（「原油レポートNo.53」）の本欄で、OPECにとってはWTI原油で40ドル～50ドル程度（OPECバスケット原油で35～45ドル程度）が望ましい価格水準であると指摘した。今のところ、価格は想定内に収まっている上に、WTI原油（期近物）は4月1日に付けた57.27ドルのピーク（終値）から5月20日の46.80ドルまで10ドル強も下落したのに対して、OPECバスケット原油は4月4日に付けた52.93ドルのピークから5月19日の44.65ドルまで8ドル強の下落にとどまっている。中東産原油を中心としたOPECバスケット価格は、アジアの現物需給が引き締まっていることや、投機の影響を直接的には受けないことなどから、WTI原油に比べると下落幅が小さくなっている。

最近の在庫急増を受けた価格急落を目の当たりにして、加盟国首脳の間で減産ムードが高まっていることは確かだが、価格下落が続かない限り、6月15日に開かれる次回総会でOPECが減産を決める可能性は小さいと思われる。

（図表13）OPECの生産動向

国名	生産量(4月)	生産量(3月)	生産量(2月)	超過量(4月)	生産枠(3月～)	産油能力	稼働率	(万バレル/日)
								生産余力(4月)
サウジアラビア	946.0	935.0	925.0	52.3	893.7	1,050.0	90.1%	104.0
イラン	388.0	391.0r	394.0	-15.7	403.7	405.0	95.8%	17.0
クウェート	247.0	243.0	245.0	26.3	220.7	250.0	98.8%	3.0
UAE	244.0	243.0	235.0	4.0	240.0	255.0	95.7%	11.0
カタール	79.0	79.0	79.0	7.7	71.3	80.0	98.8%	1.0
ベネズエラ(注4)	274.0	273.0r	277.0	-42.5	316.5	275.0	99.6%	1.0
ナイジェリア	240.0	238.0r	235.0	13.5	226.5	250.0	96.0%	10.0
インドネシア	96.0	96.0r	94.2	-46.5	142.5	100.0	96.0%	4.0
リビア	162.0	162.0	163.0	14.7	147.3	165.0	98.2%	3.0
アルジェリア	136.0	134.0r	134.0	48.2	87.8	138.0	98.6%	2.0
OPEC 10カ国	2,812.0	2,794.0r	2,754.3	62.0	2,750.0	2,968.0	94.7%	156.0
イラク	195.0	185.0r	187.0	-	-	250.0	78.0%	55.0

(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(4月) = 生産量(4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6) 稼働率(%) = 生産量(4月) / 産油能力 \* 100

(注7) 生産余力 = 産油能力 - 生産量(4月)

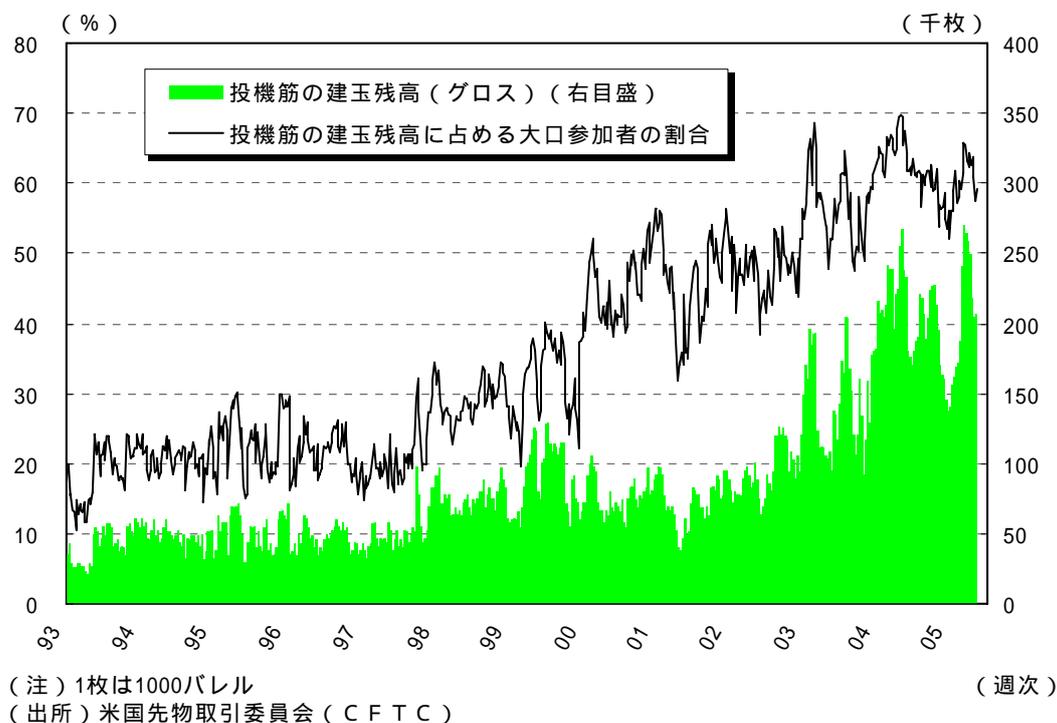
(資料) Bloomberg

#### 4. トピック；大口化する投機家

～ W T I 原油価格（期近）の取引に参加している投機家の顔ぶれが、ここ数年で大きく変わってきている。米国先物取引委員会（C F T C）は市場参加者別の取引状況を毎週発表しているが、ファンドや個人投資家といった投機筋は、契約枚数が 300 枚以上（1 枚は 1000 バレルなので 30 万バレル以上）の「Non-Commercial（非当業者）」と、契約枚数が 300 枚に満たない「Non-Reportable（非報告者）」に分類される。

ここでは、前者の「Non-Commercial」を大口参加者、後者の「Non-Reportable」を小口参加者とし、投機筋の建玉残高（契約残）に占める大口参加者のシェアを見てみると、1998 年あたりから投機家の大口化が進んでおり、最近では 60～70% に達していることが見て取れる（図表 14）。大口参加者のシェア拡大は、大きなポジションが短期的に一方向に動くことを意味しており、日々の価格変動を増幅する大きな要因になっていると考えられる。短期的な利ざや稼ぎが目的である投機筋は売買を頻繁に繰り返し、また、少しでも高いリターンが得られる兆候があれば瞬時に異なる市場に巨額の資金を移動させるため、価格変動を増幅させ、時には市場を不安定にする。しかし、その一方で、大口参加者は市場に大量の流動性を供給することで、取引を円滑化しており、価格変動をならす働きもしている。ファンドなどの大量にポジションを保有する大口参加者の増加は、このように両極端とも言える影響をもたらしている可能性があり、一概に評価することはできない。

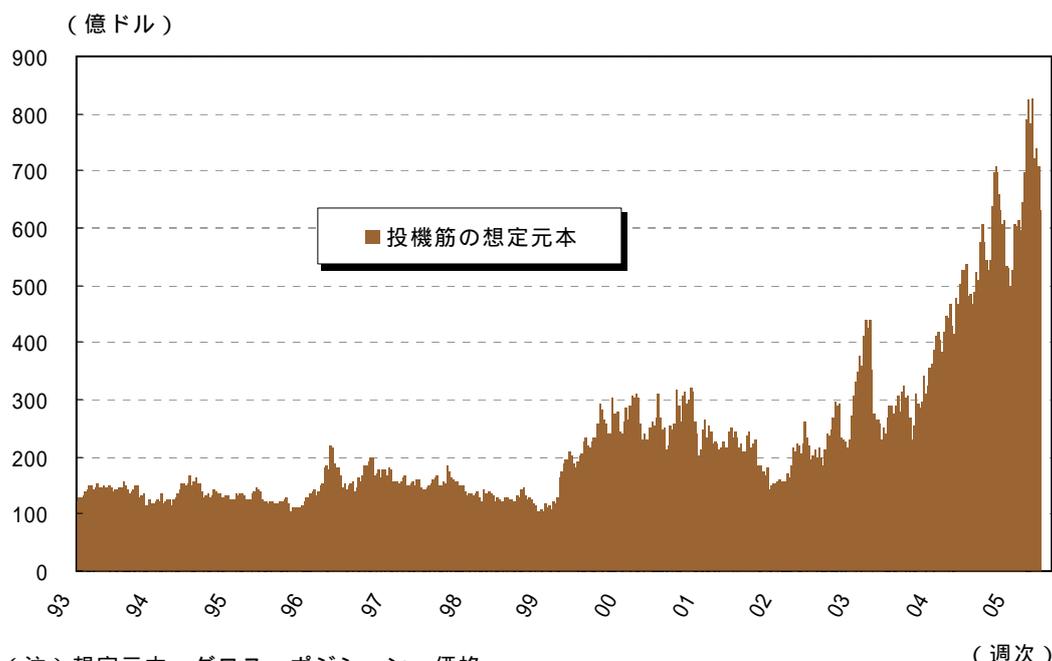
（図表 14）投機筋の建玉残高と大口参加者のシェア



もっとも、投機家のポジションは必ず反対売買によって相殺されるわけであり、価格の長期的なトレンドに対しては中立なはずである。このため、投機資金の影響は、単に日々の価格変動を増幅しているか、あるいは流動性を提供しているだけで、長期的な価格のトレンドには影響を与えないとも考えられる。ただ、最近の大きな特徴として、商品ファンドだけでなく、私募のヘッジファンドや長期運用が原則の年金基金までもが運用資金を原油先物に投じる動きが目立っている。市場規模が拡大している場合、断続的な資金流入がある程度の期間にわたって価格を押し上げるといえる。反対に、何らかの理由（より利回りの期待できる投資先がある等）によって市場規模が縮小に向かう場合、断続的な資金流出がある程度の期間にわたって価格を押し下げるといえる。

現在、投機筋は4月初めにかけて積み上げた買いポジションの処分売りを終えて、5月17日時点で2.1万枚程度（1枚は1000バレル）の売り持ちとなっている。ただ、投機筋の買い建玉（Long）と売り建玉（Short）を合わせたグロスのポジションにWTI原油価格（期近物）を掛けた「想定元本」は直近ピークの827億ドル（4月5日時点）からは減っているものの、なお630億ドル（5月17日時点）に達しており、原油先物取引はなお巨額の投機資金を引き付けている（図表15）。今後、原油市場に残っている想定元本600億ドル超の投機資金が流出（つまり建玉が減少）してしまうのか、あるいは、流入（つまり建玉が増加）し続けるのか、他の金融・商品市場との相関関係にも目を配りながら、その動向をウオッチしていく必要があるだろう。

（図表15）投機筋の想定元本の推移



(注) 想定元本 = グロス・ポジション × 価格  
 ただし、限月別のポジションが分からないので、価格は期近物の価格を用いている。  
 なお、投機の目的が短期的な利ざや稼ぎであるとすれば、取引は翌月物から3ヵ月先物に集中するはずである。実際、売高は3ヵ月先物までで8割程度を占めている。  
 (出所) 米国先物取引委員会 (CFTC)