

原油レポート

< 投機は価格変動を激しくしているのか >

1. 原油市況 ~ 景気減速懸念から 50 ドル割れ

WTI原油価格(期近)は、世界景気の回復傾向が続いていることや、ドライブ・シーズン(4月~9月)を控えてガソリン需給の逼迫懸念が強まったことなどを背景に投機筋の買いが集まり、4月初めに一時58ドル台をつけ60ドルの大台に迫った。

しかし、米国で原油在庫が予想を上回って増加し、石油製品在庫も増加したこと、石油輸出国機構(OPEC)が生産枠を拡大する方針を表明したことなどを受けて投機筋の手じまいに向けた売りが優勢となり、4月中旬には50ドル台まで反落した。その後、米製油所の事故を受けてドライブ・シーズンを迎えたガソリンの需給逼迫懸念が再び強まり、55ドル台まで戻したが、足元では2005年1-3月期の米国GDP成長率(前期比年率+3.1%)が市場予想を下回ったことから景気減速懸念が強まり、50ドル前後まで下落している。

2. トピック ~ 投機は価格変動を激しくしているのか

最近、原油価格は一日で2ドル~3ドル、日によっては4ドル近くも変動する日があればあり、価格変動が激しい。実際に、WTI原油価格(期近)の日次ベースの価格変動幅は長期的な拡大傾向をたどっている上に、特に足元では急伸している。価格変動幅が拡大している理由としては、他の金融市場と同様に原油先物市場でも投機筋の影響が大きくなっていることが挙げられている。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してしまうこともある。実際、1998年までは価格変動幅だけでなく、価格変動率で見ても上昇傾向にあり、値動きが激しかったと言える。

しかし、日次ベースの価格変動率は、1999年以降は緩やかな低下傾向をたどっている。確かに、価格変動幅は拡大しているが、これはもっぱら価格自体の上昇にともなうものと言える。99年頃から投機資金の流入が拡大しているが、価格変動率の動きをみる限り、投機資金の流入拡大が相場の変動を激しくしているとは言えない。



【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5月23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；景気減速懸念から一時 50 ドル割れ

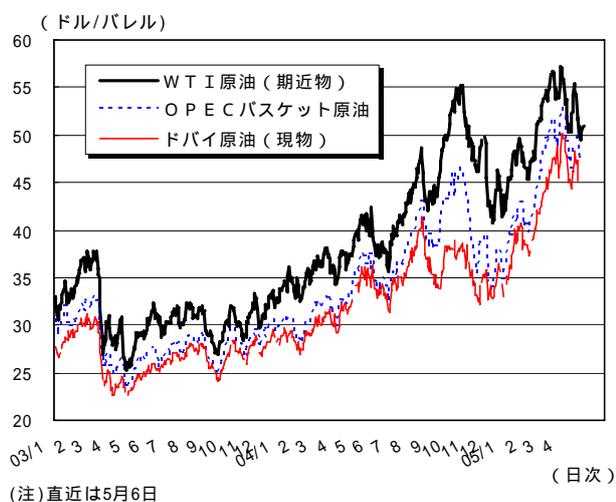
～ W T I 原油価格（期近）は、世界景気の回復傾向が続いていることや、ドライブ・シーズン（4月～9月）を控えてガソリン需給の逼迫懸念が強まったことなどを背景に投機筋の買いが集まり、4月初めに一時 58 ドル台をつけ 60 ドルの大台に迫った（図表 1）。

しかし、米国で原油在庫が予想を上回って増加し、石油製品在庫も増加したこと、石油輸出国機構（O P E C）が生産枠を拡大する方針を表明したことなどをを受けて投機筋の手じまいに向けた売りが優勢となり、4月中旬には 50 ドル台まで反落した。その後、米製油所の事故を受けてドライブ・シーズンを迎えたガソリンの需給逼迫懸念が再び強まり、55 ドル台まで戻したが、足元では 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から景気減速懸念が強まり、50 ドル前後まで下落している。

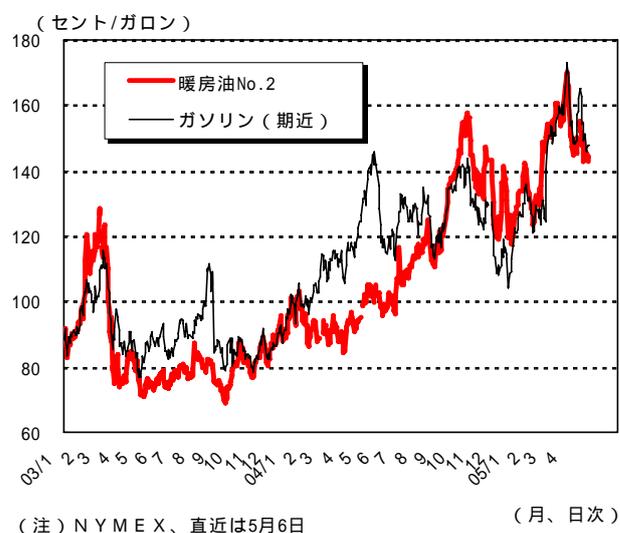
もっとも、このまま下げ調子が続くわけでもなさそうである。最近 1 ヶ月ほどの調整は、主に短期の利ざや稼ぎが目的の投機筋が買いポジションを処分売りしたことに起因しており、長期のヘッジが目的の実需筋が取引している長期先物は 28 ヶ月先物（= 2007 年 9 月きり）でさえ 50 ドルを上回るなど、底堅さを維持している（図表 5）。最近時点（5 月 6 日）の先物カーブも、ドライブ・シーズンを過ぎ、冬の暖房シーズンを迎える 12 月きりの先物まで緩やかな上昇カーブを描いており、製品需給の逼迫化懸念がくすぶっているうちは、原油市況も上振れしやすい（図表 6）。

また、米国先物取引委員会（C F T C）によると、W T I 原油先物市場における投機筋のネットポジション（Long-Short）は 4 月 5 日時点では 7.8 万枚の買い持ちだったが、5 月 3 日時点では 0.9 万枚の売り持ちに転じており、買いポジションの処分売りによる調整余地はなくなっている（図表 7）。やや陰りが出てきた世界景気の先行きには注意が必要だが、もう一段の調整が生じる可能性は低下している。

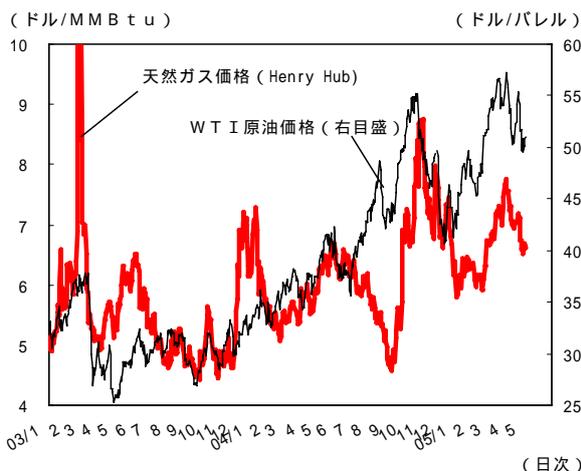
（図表 1）原油市況の推移



（図表 2）石油製品市況の推移

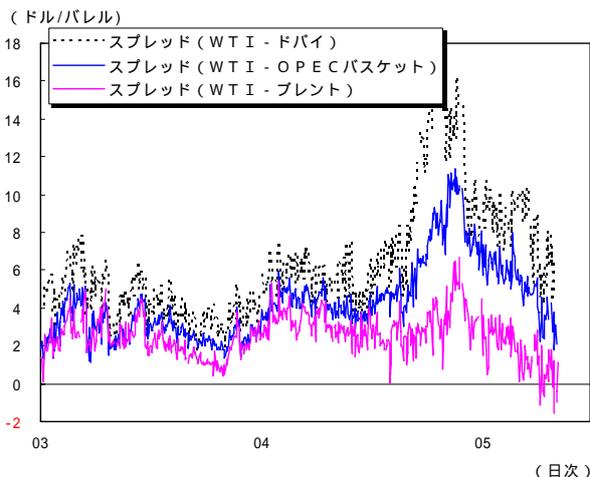


(図表3) 米国天然ガス市況の推移



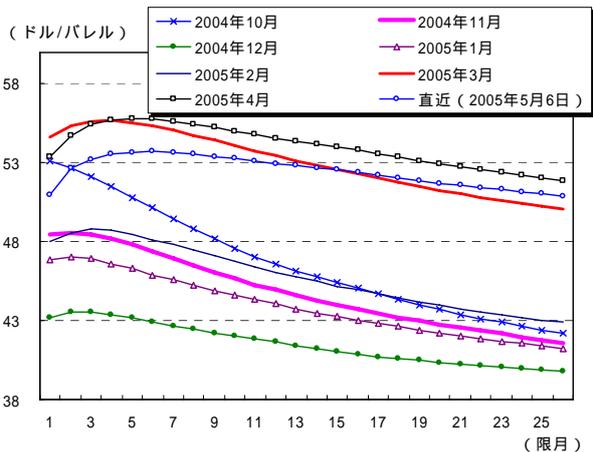
(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略
(注2) 直近は5月6日の値

(図表4) 油種間スプレッドの推移



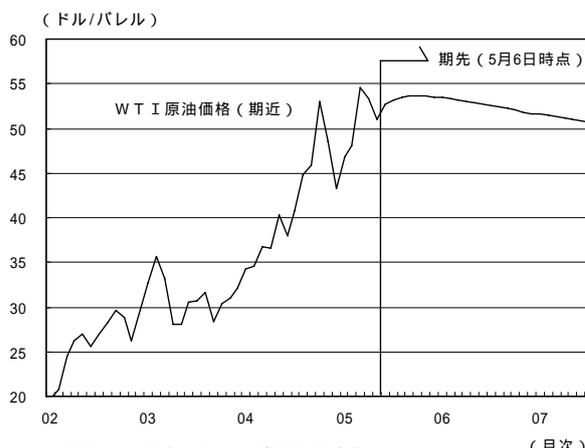
(注) 直近は5月6日

(図表5) WTI原油先物価格の限月推移



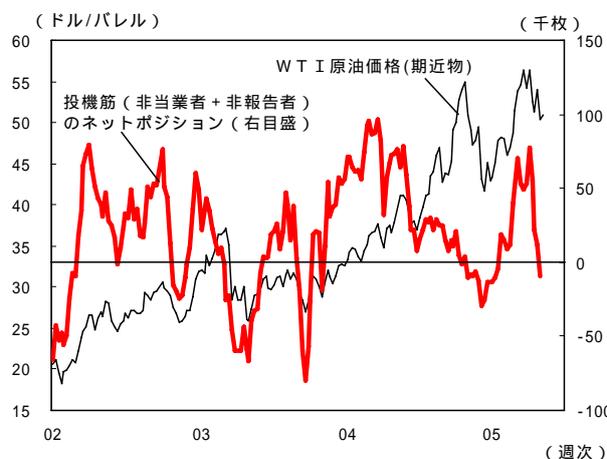
(注) 各時点における各限月 (26ヵ月先まで) のWTI原油先物価格 (出所) ニューヨーク商業取引所 (NYMEX)

(図表6) WTI原油の先物カーブ



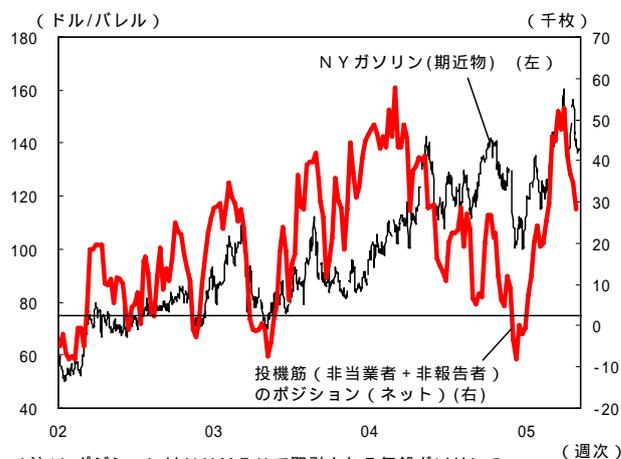
(注) 限月は26ヵ月先まで、2005年5月6日時点 (出所) ニューヨーク商業取引所 (NYMEX)

(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5月3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)



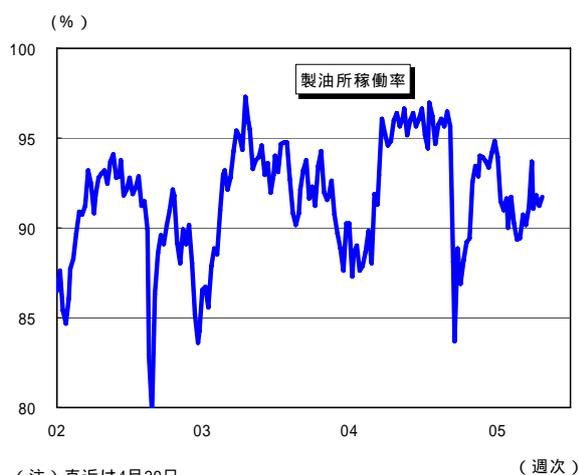
(注1) ポジションはNYMEXで取引される無鉛ガソリンのトレーダー建玉数を集計したもの。直近は5月3日時点
(注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザ以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で、ほとんどが投機を目的としていると推察される。

2. 米国の需給動向

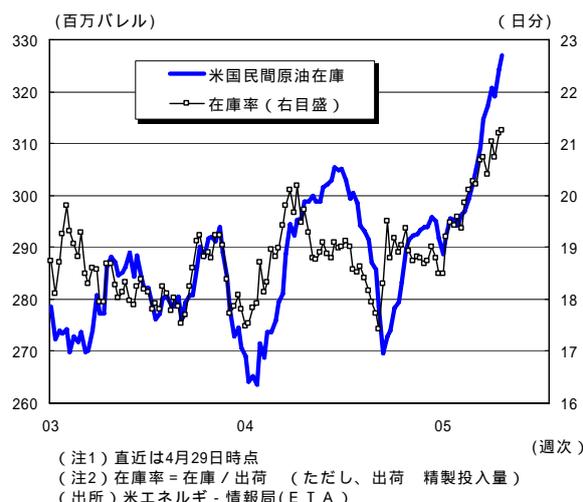
(1) 原油；需給は大幅に緩和している

～ 製油所稼働率は 90% 台を維持しているが、OPEC の増産を背景とした高水準の輸入によって、原油は供給過多が続いている（図表 9）。原油在庫は 3.3 億バレル手前まで増加し、在庫率は 3 年ぶりとなる 21 日分まで回復している（図表 10）。石油製品の在庫はなお十分とは言えないものの、精製する原油の在庫が十分であることが価格押し下げ要因となっている。

（図表 9）製油所稼働率の推移



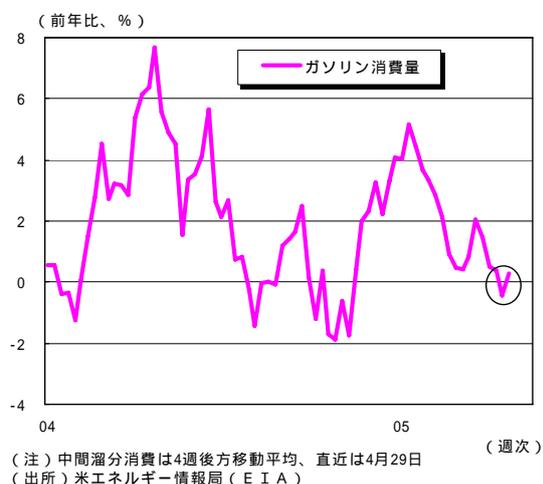
（図表 10）民間原油在庫と在庫率



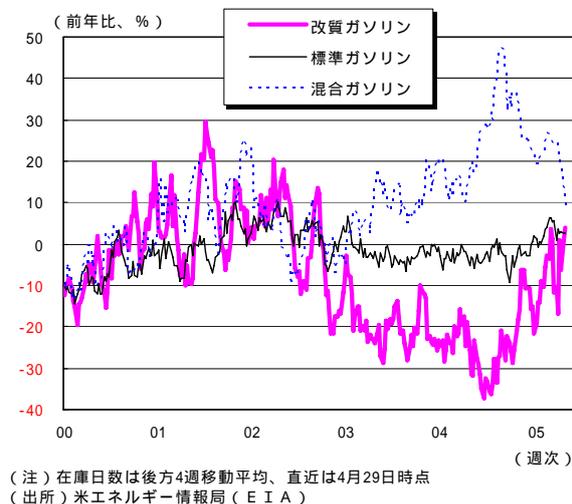
(2) 石油製品；ガソリン消費減速を受けて需給逼迫感は後退

～ ガソリン消費は好調だった昨年の反動や小売価格高騰の影響などによって前年比での伸びが鈍化しており、足元では一時、前年割れに転じた（図表 11）。ガソリン消費の伸び鈍化を受けて、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



（図表 12）ガソリンの在庫の内訳



3. OPECの生産動向(4月実績); 追加供給を継続

～ OPEC 10カ国(除くイラク)の4月の原油生産量は2812万b/dと大半はサウジアラビアの増産によって3月より18万b/d増加した。OPEC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。

また、最大の産油能力を持つサウジアラビアは、今後5年間(2005年～2009年)に油田開発投資を500億ドルとこれまでの5年間の2倍に増やす方針を示し、2009年までに産油能力(現在1050万b/d)を1250万b/dに引き上げ、さらに長期的には1500万b/dまで引き上げる計画を検討中であることを明らかにした(注)。

こうしたOPECの増産にともなう消費国の在庫積み増しや、今後数年に及ぶ産油能力の増強計画発表などを受けて、需給逼迫感は収束に向かっており、WTI原油価格(期近)は50ドル前後まで下落している。市況が大きく反発しない限り、6月15日に開かれる次回総会に決定が延期されている「追加での50万b/dの生産枠引き上げ(2750万b/d 2800万b/d)」はそもそも必要なくなりそうである。

当面、OPECは増産を継続する見込みだが、今後、価格が一段と下落してくれば、生産枠は変えずに生産枠を超える超過生産を減らして実質減産に踏み切る可能性もある。目下、OPECは新しいプライスバンドを検討中である。新たにターゲットとされる価格水準は推量に頼らざるをえないが、これまでのOPEC首脳の発言を総合するとWTI原油で40ドル～50ドル程度(現行のOPECバスケット原油で35～45ドル程度)が目標価格帯として想定されているようである。市況が40ドル前半まで下落してくると、減産ムードが高まってくる。

(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)	生産余力(3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	104.0
イラン	388.0	391.0r	394.0	-15.7	403.7	405.0	95.8%	17.0	17.0
クウェート	247.0	243.0	245.0	26.3	220.7	250.0	98.8%	3.0	3.0
UAE	244.0	243.0	235.0	4.0	240.0	255.0	95.7%	11.0	11.0
カタール	79.0	79.0	79.0	7.7	71.3	80.0	98.8%	1.0	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	1.0
ナイジェリア	240.0	238.0r	235.0	13.5	226.5	250.0	96.0%	10.0	10.0
インドネシア	96.0	96.0r	94.2	-46.5	142.5	100.0	96.0%	4.0	4.0
リビア	162.0	162.0	163.0	14.7	147.3	165.0	98.2%	3.0	3.0
アルジェリア	136.0	134.0r	134.0	48.2	87.8	138.0	98.6%	2.0	2.0
OPEC 10カ国	2,812.0	2794.0r	2,754.3	62.0	2,750.0	2,968.0	94.7%	156.0	156.0
イラク	195.0	185.0r	187.0	-	-	250.0	78.0%	55.0	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

(注) サウジアラビア・ヌアイミ石油好物資源相の発言。4月22日付けの米ウォール・ストリート・ジャーナル紙による。

4. トピック；投機は価格変動を激しくしているのか

～ 最近、原油価格は一日で2ドル～3ドル、日によっては4ドル近くも変動する日がしばしばあり、価格変動が激しい。実際に、WTI原油価格(期近)の日次ベースの価格変動幅(絶対値、ドル/バレル)は長期的な拡大傾向をたどっている上に、特に足元では急伸していることが見て取れる(図表14)。

価格変動幅が拡大している理由としては、他の金融市場と同様に原油先物市場でも投機筋の影響が大きくなっていることが挙げられている。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してしまうこともある。実際、1998年までは価格変動幅だけでなく、価格変動率(絶対値、%)で見ても上昇傾向にあり、値動きが激しかったと言える。

しかし、日次ベースの価格変動率は、1999年以降は緩やかな低下傾向をたどっている。確かに、価格変動幅は拡大しているが、これはもっぱら価格自体の上昇にともなうものと言える。99年頃から投機資金の流入が拡大しているが、価格変動率の動きをみる限り、投機資金の流入拡大が相場の変動を激しくしているとは言えない。

(図表14) WTI原油(期近)の日次ベースの価格変動幅と価格変動率

