

原油レポート

＜原油先物市場の規模はどのくらいか＞

1. 原油市況

イラクの原油輸出が完全に停止したと伝えられたことや、ロシア最大の石油会社ユコスの生産停止への懸念などを受けてWTI原油先物価格は8月19日に48.70ドルに上昇した。しかし、その後は、米チェイニー副大統領が同国の原油輸入が減れば戦略備蓄放出を検討すると発言したことや、完全に停止したと伝えられていたイラクの原油輸出が実際には一部停止にとどまっていたこと、OPEC議長が9月15日の定例総会での生産枠引き上げに前向きな姿勢を示したこと、などから一時42ドル台まで急落した。足元では、8月31日に発表された米週間石油統計で、原油在庫が予想以上に減少したことなどを受けて44ドル前後まで買い戻されている。

2. トピック；原油先物市場の規模はどのくらいか

米国の先物市場で活発に取引されている53の先物商品について、2004年1月～7月までの平均建玉枚数を算出すると、上位3つは金融先物商品で、いずれも金利先物である。実物商品では原油がトップで、全体では第4位である。エネルギー先物商品では、Henry Hub（天然ガス）スワップが6位、天然ガスが10位、ヒーティングオイルが15位、無鉛ガソリンが17位と、取引がかなり活発に行われている。

また、WTI原油の建玉枚数に対し、1位のユーロドルの建玉枚数は8倍、2位と3位を合わせた米国債（5年物と10年物）の建玉枚数は3.7倍もある。相対的に規模の大きい金融市場の小さな変動が、相対的に市場規模の小さいWTI原油をはじめとする実物商品市場に大きな影響を及ぼすことがある。最近では、投機資金が債券や株式といった金融市場から実物商品市場にシフトし、商品相場の大きな上昇を招いたとの指摘がなされている。投機対象としての実物商品の存在が高まり、金融市場との結び付きが強まるにつれて、実物商品市場のボラティリティーは大きくなる。投機資金の流入拡大は、市場に流動性を供給するというメリットがある一方で、ファンダメンタルから乖離して、相場が大きく振れやすくなるというデメリットもある。原油をはじめとする実物商品市場の分析には、ファンダメンタル分析に加え、他の金融市場との関係についての分析が欠かせなくなっている。



お問合せ先 調査部（東京）丸山

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

次回の公表日は2004年9月21日（火）です。

※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。

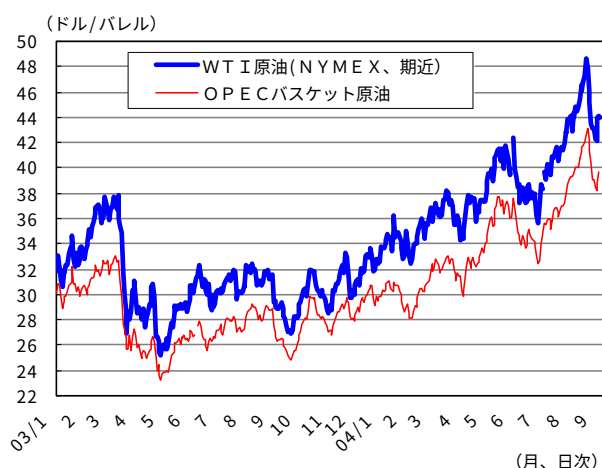
1. 原油市況

～ イラクの原油輸出が完全に停止したと伝えられたことや、ロシア最大の石油会社ユコスの生産停止への懸念などを受けてニューヨーク商業取引所（NYMEX）のWTI原油先物価格（9月渡し）は8月19日に48.70ドル（終値）に上昇した（図表1）。

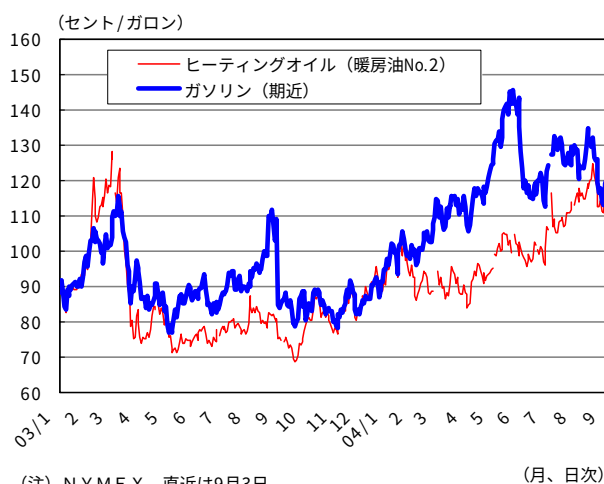
しかし、その後は、米チェイニー副大統領が同国の原油輸入が減れば戦略備蓄放出を検討すると発言したことや、完全に停止したと伝えられていたイラクの原油輸出が実際には一部停止にとどまっていたこと、OPECのプルノモ議長が9月15日の定例総会での生産枠引き上げに前向きな姿勢を示したこと、などから一時42ドル台まで急落した。足元では、8月31日に発表された米週間石油統計で、原油在庫が予想以上に減少していたことなどをを受けて44ドル前後まで買い戻されている。

投機的なトレーダーの建玉数（未決済契約枚数）を見ると、足元で「売り建玉」が大きく増えており、差引残高は8月20日時点で2万5千枚程度の買い越しにとどまっている。先高なのか、先安なのか、投機家の間でも先行きに対する思惑が交錯しているようである。

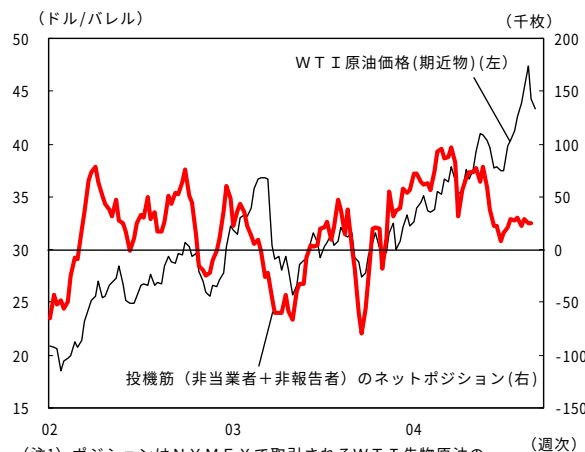
（図表1）原油市況の推移



（図表2）石油製品市況の推移

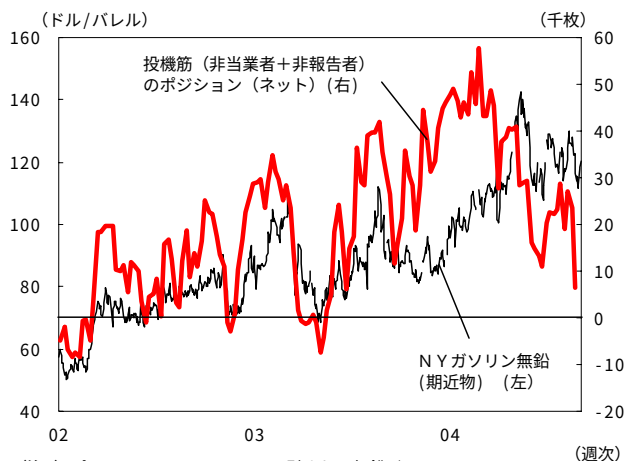


（図表3）投機筋のネットポジション(原油)



（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8月31日公表値。
（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）米国先物取引委員会（CFTC）

（図表4）投機筋のネットポジション(ガソリン)

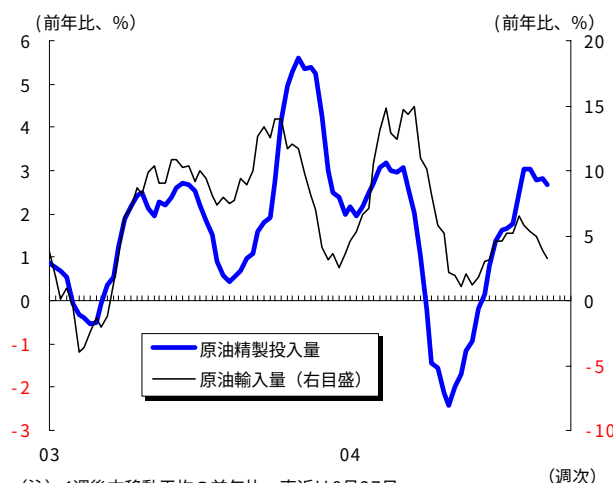


（注1）ポジションはNYMEXで取引される無鉛ガソリンのトレーダー建玉数を集計したもの。直近は8月31日公表値。
（注2）非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザー以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で、ほとんどが投機を目的としていると推察される。

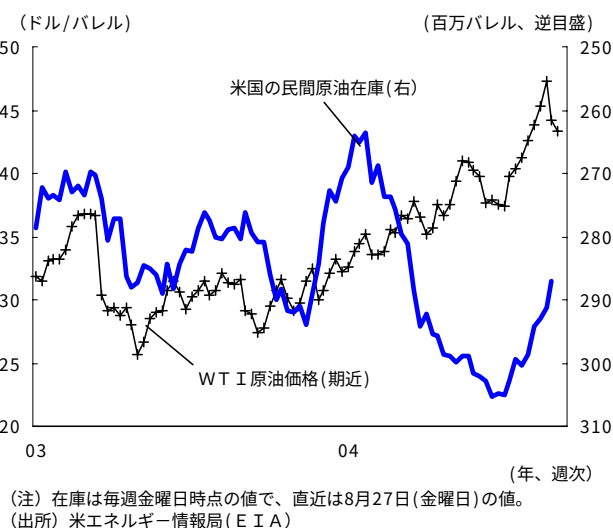
2. 米国の需給動向

～ 原油輸入量の伸びが鈍化している一方、原油精製投入量は比較的高い伸びを維持しており、製油所の稼働率は96%前後とほぼフル稼働状態である（図表5）。8月27日の週間石油統計では原油在庫が大幅な減少となり、相場の押し上げ要因となった（図表6）。

（図表5）米国の原油輸入・精製投入量

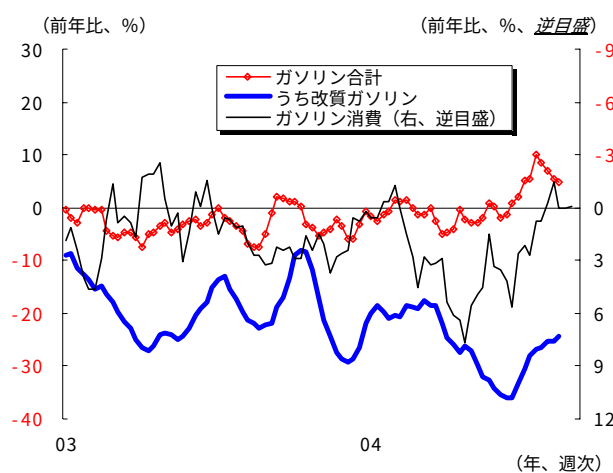


（図表6）米国の民間原油在庫

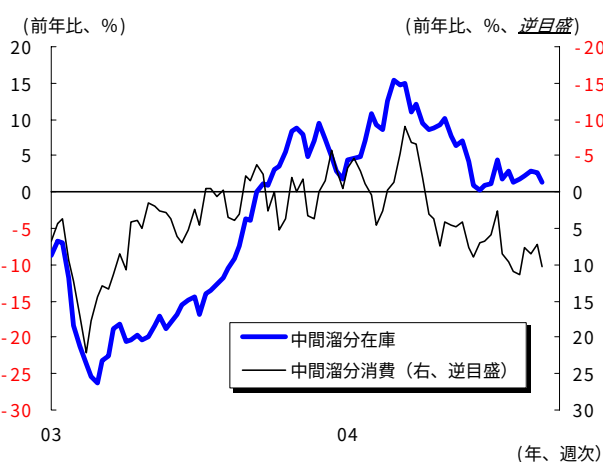


～ 原油価格の押し上げ要因だったガソリンは、需要のピークが過ぎ、さらに製油所の稼働率上昇により生産が増加していることから需給逼迫感が後退している（図表7）。その一方で、ガソリンに代わって中間溜分（灯油や軽油の総称）消費の伸びが高まっており、在庫は低水準だった前年並みにまで低下してきている。このため、冬に向けた暖房用在庫の積み増しの遅れが懸念されており、先物市場ではヒーティングオイル（暖房油）の市況が上昇ピッチを強めている（図表8）。

（図表7）米国：ガソリンの在庫と消費



（図表8）米国：中間溜分の在庫と消費



～ 8月のOPEC10ヵ国の生産量は2,811万バレル/日と前月比50万バレル/日の増産となった。増産の半分以上はサウジアラビアの増産（前月比+29万バレル/日）によるものであり、産油能力の小さい中小加盟国の供給余力は限界に近づいてきている。

OPECがフル生産を続けた結果、生産余力の縮小がかえって供給不安を高める結果となっている。これに対して、OPECのプルノモ議長（インドネシア・エネルギー鉱物資源相）は、9月15日に開催予定の定例総会での生産枠引き上げに前向きな姿勢を示している。具体的には、8月からの生産枠である2,600万バレル/日をさらに100万～150万バレル/日程度拡大するとの案が出ている模様だが、現状追認に過ぎず、価格を抑える効果は小さいであろう。

（図表9）OPECの生産動向

国名	生産量(7月)	生産量(8月)	超過量(8月)	超過率(8月)	生産枠(8月～)	産油能力	稼働率	(万バレル/日) 生産余力(8月)
サウジアラビア	936.0	965.0	136.2	16.4%	845.0	1,030.0	93.7%	65.0
イラン	393.0	398.0	23.6	6.3%	381.7	410.0	97.1%	12.0
クウェート	238.0	240.0	35.4	17.3%	208.7	245.0	98.0%	5.0
UAE	240.0	245.0	22.5	10.1%	226.9	255.0	96.1%	10.0
カタール	79.0	80.0	13.9	21.0%	67.4	80.0	100.0%	0.0
ベネズエラ(注4)	261.0	263.0	-30.4	-10.4%	299.2	275.0	95.6%	12.0
ナイジェリア	235.0	240.0	29.9	14.2%	214.2	255.0	94.1%	15.0
インドネシア	95.0	95.0	-37.2	-28.1%	1,347.0	100.0	95.0%	5.0
リビア	160.0	161.0	24.5	17.9%	139.2	160.0	100.6%	-1.0
アルジェリア	124.0	124.0	42.6	52.3%	83.0	130.0	95.4%	6.0
OPEC10カ国	2,761.0	2,811.0	261.0	10.2%	2,600.0	2,940.0	95.6%	129.0
イラク	195.0	181.0	—	—	—	250.0	72.4%	69.0

（注1）超過量（8月）＝生産量（8月）－生産枠（8月～）

（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には生産枠には入らない重質油（約38.0万バレル/日）が含まれる。

（注5）稼働率（％）＝生産量（8月）／産油能力×100

（注6）生産余力＝産油能力－生産量（8月）

（資料）Bloomberg

4. トピック；原油先物市場の規模はどのくらいか

～ 米国先物取引委員会（CFTC）は、取引参加者に毎週金曜日時点の「売り建玉」と「買い建玉」の保有残高の報告を義務付けている。そして、これを毎週集計して「Commitment of Traders Report」として公表している。建玉の保有残高とは未決済契約のことであり、その枚数はある一時点における市場の規模を表していると考えられる。他にも市場の規模を計る指標としては、1日の平均出来高、想定元本（建玉枚数×1枚当たりの想定元本）、証拠金などがあるが、ここでは建玉枚数で市場の規模を見ることにする。なお、単位の「枚」は取引単位で、例えばWTI原油であれば1枚は1000バレル、米10年国債であれば1枚は額面10万ドルというように商品によって異なる。

まず、米国の先物市場で活発に取引されている 53 の先物商品について、2004 年 1 月～7 月までの平均建玉枚数を算出し、数の多いトップ 10 を挙げてみた（図表 10）。上位 3 つは金融先物商品で、いずれも金利先物である。実物商品では原油がトップで、全体では第 4 位である。以下、とうもろこし（5 位）、Henry Hub（天然ガス）スワップ（6 位）、天然ガス（10 位）と続いている。トップ 10 には入っていないが、ヒーティングオイル（暖房油）は 15 位、無鉛ガソリンは 17 位と、エネルギー先物商品の取引がかなり活発に行われていることが読み取れる。

また、WT I 原油の建玉枚数に対し、1 位のユーロドルの建玉枚数は 8 倍、2 位と 3 位を合わせた米国債（5 年物と 10 年物）の建玉枚数は 3.7 倍もある。建玉枚数に 1 枚当たりの想定元本を掛け合わせたトータルの想定元本でみれば、WT I 原油市場と金融先物商品市場の規模の差はもっと広がるであろう。そのため、相対的に規模の大きい金融市場の小さな変動が、相対的に市場規模の小さい WT I 原油をはじめとする実物商品市場に大きな影響を及ぼすことがある。最近では、投機資金が債券や株式といった金融市場から実物商品市場に一部シフトし、商品相場の大きな上昇を招いたとの指摘がなされている。

投機対象としての実物商品の存在が高まり、金融市場との結び付きが強まるにつれて、実物商品市場のボラティリティは大きくなる。投機資金の流入拡大は、市場に流動性を供給するというメリットがある一方で、ファンダメンタルから乖離して、相場が大きく振れやすくなるというデメリットもある。原油をはじめとする実物商品市場の分析には、ファンダメンタル分析に加え、他の金融市場との関係についての分析が欠かせなくなっている。

（図表 10）先物市場の規模（建玉枚数）

（単位：枚）

順位	先物契約	2004年1～7月の平均 建玉枚数（未決済契約 枚数）	WT I 原油=100
1	ユーロドル	9,968,322	803.4
2	米10年物国債	2,537,738	204.5
3	米5年物国債	2,053,280	165.5
4	WT I 原油	1,240,719	100.0
5	とうもろこし	1,169,239	94.2
6	HenryHubスワップ	1,056,091	85.1
7	長期国債	1,025,388	82.6
8	S&P500種指数	806,152	65.0
9	30日物FFレート	690,634	55.7
10	天然ガス	582,345	46.9
15	ヒーティングオイル	311,132	25.1
17	無鉛ガソリン	267,663	21.6

（出所）C F T C