

原油レポート

< 誰が価格をつり上げているのか >

1. 原油市況

イラクで米軍とイスラム教シーア派との戦闘が続いており、原油輸出が一部停止していることや、ロシア最大の石油会社ユコス経営破綻への懸念などを受けて供給不安が高まっている。その上、大量供給を行っているOPECの増産余力の縮小が需給逼迫懸念を煽り、世界の原油市況は軒並み最高値を更新している。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ドルに上昇し、過去最高値を記録した。

2. トピック ; 誰が価格をつり上げているのか

米国先物取引委員会は、取引参加者にどのようなポジションを保有しているか報告を義務付けており、これを毎週集計して「Commitment of Traders Report」として公表している。その中のNYMEXのWTI原油先物取引を見ると、投機筋のポジションは買いが売りを上回る状態が続いているが、8月17日時点で買い超幅は約2万9千枚である。今春の価格上昇局面に記録した10万枚弱の買い超幅と比べると、足元では投機筋の買いはすでに一服していることが読み取れる。

一方、実需筋のポジションは、出来るだけ高い価格で売ることを目的とする生産業者と、出来るだけ安い価格で買うことを目的とする消費企業という立場が正反対の取引参加者の合計であるため、売り持ちから買い持ちを差し引いたネットのポジション残高からは有用な情報を読み取ることはできない。そこで、実需筋の買い持ち枚数(=そのほとんどが航空会社、船会社、石油化学会社といった消費企業であると推測される)に着目してみると、今春には3万枚台だったのが足元では5万枚近くにまで増加している。消費企業は自社のコスト構造や財務事情などに基づいて取引を行っており、目的はコストを固定し、利益を確定することである(ヘッジ)。そのため、価格が自社の収益を損ないかねない水準にまで上昇すると見ると、利益を確保するためにコストを予め固定しておく必要に迫られる。現状は、価格が40ドルを超え、さらに50ドルに迫る中で、消費企業がヘッジのために買いに走っている可能性はないだろうか。そして、消費企業のヘッジニーズの高まりが、価格を一段と高水準に押し上げている可能性がある。



お問合せ先 調査部(東京)丸山

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

今回の公表日は2004年9月6日(月)です。

1. 原油市況

～ イラクで米軍とイスラム教シーア派との戦闘が続いており、原油輸出が一部停止していることや、ロシア最大の石油会社ユコスの経営破綻への懸念などを受けて供給不安が高まっている。その上、大量供給を行っているOPECの増産余力の縮小が需給逼迫懸念を煽り、世界の原油市況は軒並み最高値を更新している。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ドルに上昇し、過去最高値を記録した(図表1)。

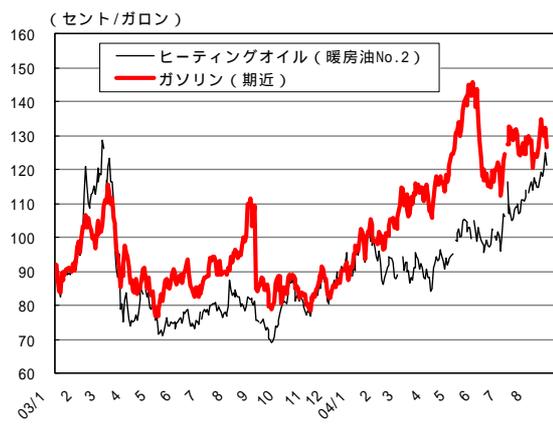
投機筋のポジション(ネット)をみると3万枚程度の買い超にとどまっており、春先の価格上昇局面に比べて買いポジションの積み上がりが小さい。こうしてみると、価格上昇に直面した実需家のヘッジ買いが、価格をさらに押し上げてしまっている可能性が指摘できる。また、最近是为替といった金融市場と原油価格の相関が強まっており、原油高=株価下落、原油高=ドル安、の動きが強まっている。原油高にともなうインフレ圧力の拡大、景気減速に対する懸念が強まっている。

(図表1) 原油市況の推移



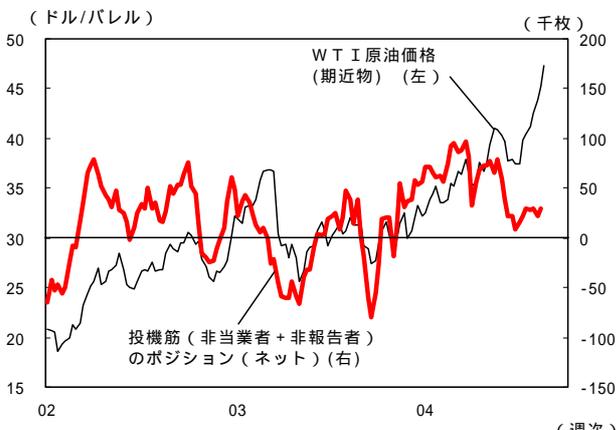
(注) WTI原油の直近は8月20日、OPECバスケット原油の直近は8月19日

(図表2) 石油製品市況の推移

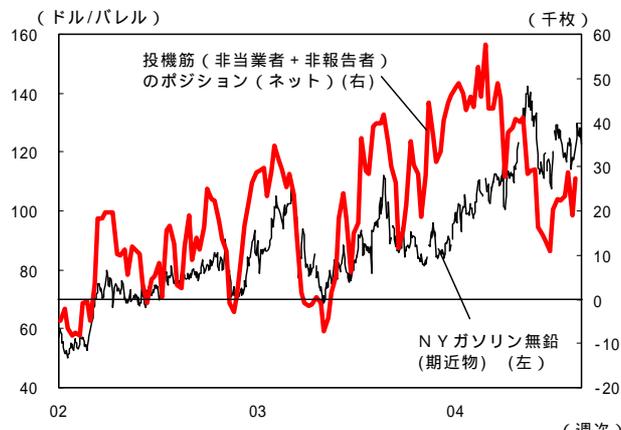


(注) NYMEX、直近は8月20日。

(図表3) 投機筋のネットポジション(原油) (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17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。

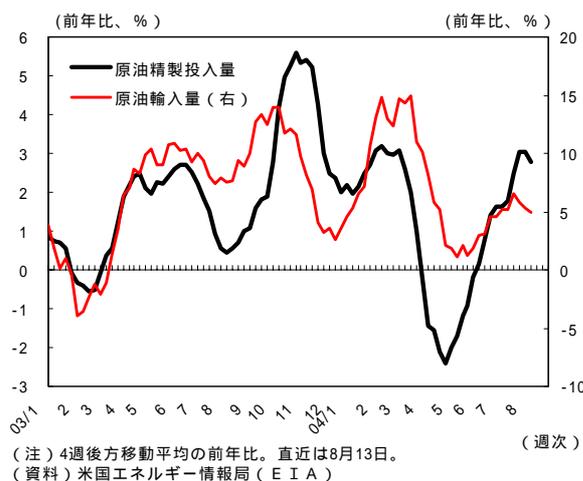


(注1) ポジションはNYMEXで取引される無鉛ガソリンのトレーダー建玉数を集計したもの。直近は8月17日公表値。
(注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザ以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で、ほとんどが投機を目的としていると推察される。

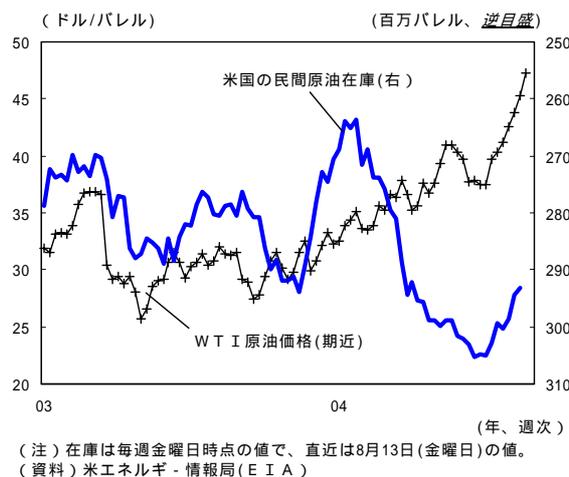
2. 米国の需給動向

～ O P E C の大量供給を受けて原油輸入量は高い伸びを維持している（図表 5）。一方、好調な石油製品の消費を受けて原油精製投入量の伸びも高く、製油所の稼働率は 96% 前後とフル稼働が続いている。そのため、週間石油統計では原油在庫が減少傾向にあり、相場の押し上げ要因となっている（図表 6）。

（図表 5）米国の原油輸入・精製投入量

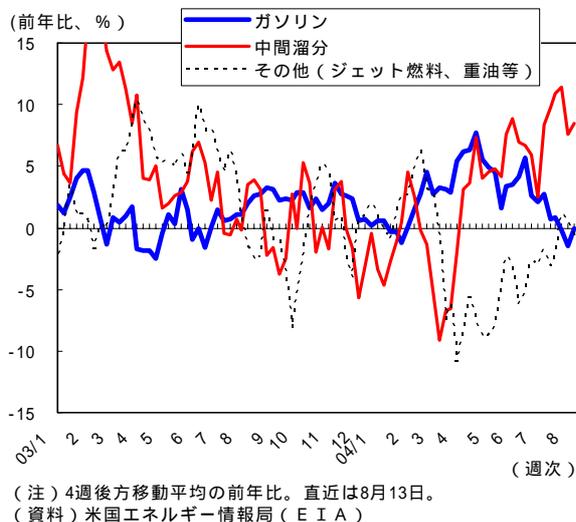


（図表 6）米国の民間原油在庫

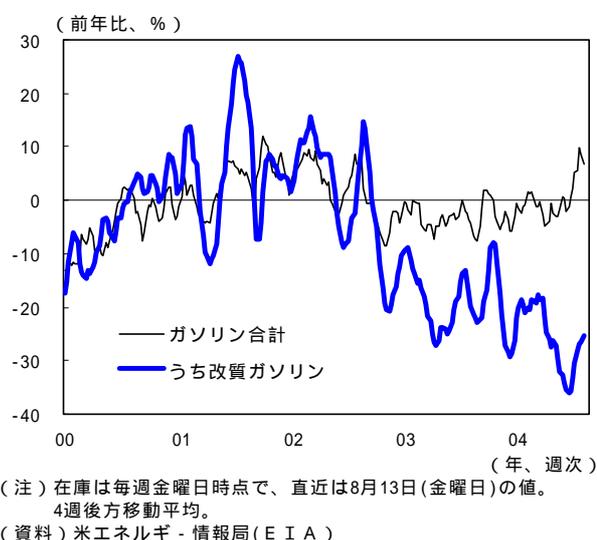


～ 景気回復や、冬に向けた暖房用在庫の積み増しなどから中間留分（灯油や軽油）消費の伸びが高まっているが、ガソリン消費の伸びは低下している（図表 7）。ガソリン在庫は需要の伸びの一服と製油所の稼働率上昇を受けて前年比プラスに転じている。また、品質規制の対象となっている改質ガソリンの在庫も前年比マイナス幅が縮小してきている。ガソリン市況はなお高止まりしているものの、需給逼迫感は薄らいできている（図表 8）。

（図表 7）米国の石油製品消費



（図表 8）米国のガソリン在庫



3. OPECの生産動向

～ 原油価格の高騰を受けてOPECはフル生産を続けているが、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までに何らかの措置を取ることはないと言明した。

9月15日の定例総会では、8月からの生産枠である2600万b/dをさらに100万～150万b/d拡大するとの案も出ている模様だが、いずれにしても現状追認に過ぎず、価格を抑える効果は小さいであろう。サウジアラビアは計画していた産油能力の拡大を前倒しすることを明らかにしたが、実際に生産体制が整うのは来年初めになると言われており、今のところOPECは価格高騰に対してなす術がない。

しかし、世界的に原油が不足している訳ではない以上、OPECはフル生産を行うより、万一の時の生産余力を確保することで市場に安心感を与え、価格上昇を抑えることができるのではないかと。OPECがそうしないのは（出来ないのは）消費国側の圧力と、現金収入拡大を図るOPECにとって高値と増産の組み合わせが心地よいからであろう。原油輸出収入が歳入の約8割を占めるサウジアラビアは、原油高によって2004年度（1～12月）の歳入が政府の当初予算（533億ドル）の倍近い979億ドルに達する見込みである。

（図表9）OPECの生産動向

国名	生産量(6月)	生産量(7月)	超過量(7月)	超過率(7月)	生産枠(7月～)	生産枠(8月～)	産油能力	稼働率	(万バレル/日)
									生産余力(7月)
サウジアラビア	926.0	936.0	107.2	12.9%	828.8	845.0	1,020.0	91.8%	84.0
イラン	404.0	403.0	28.6	7.6%	374.4	381.7	410.0	98.3%	7.0
クウェート	236.0	238.0	33.4	16.3%	204.6	208.7	240.0	99.2%	2.0
UAE	235.0	240.0	17.5	7.9%	222.5	226.9	260.0	92.3%	20.0
カタール	79.0	79.0	12.9	19.5%	66.1	67.4	80.0	98.8%	1.0
ベネズエラ（注4）	260.0	261.0	-32.4	-11.0%	293.4	299.2	280.0	93.2%	19.0
ナイジェリア	235.0	235.0	24.9	11.9%	210.1	214.2	255.0	92.2%	20.0
インドネシア	98.0	95.0	-37.2	-28.1%	132.2	1,347.0	100.0	95.0%	5.0
リビア	156.0	160.0	23.5	17.2%	136.5	139.2	160.0	100.0%	0.0
アルジェリア	122.0	124.0	42.6	52.3%	81.4	83.0	130.0	95.4%	6.0
OPEC 10カ国	2,751.0	2,771.0	221.0	8.7%	2,550.0	2,600.0	2,935.0	94.4%	164.0
イラク	178.0	200.0	-	-	-	-	250.0	80.0%	50.0

（注1）超過量（7月）＝生産量（7月）－生産枠（7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）ベネズエラの実績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（7月）／産油能力＊100

（注6）生産余力＝産油能力－生産量（7月）

（資料）Bloomberg

4. トピック；誰が価格をつり上げているのか？

～ 今年の6月末に35ドル台まで下落していた原油価格がいよいよ50ドルの大台に迫っている。しかし、果たして、最近2ヵ月の間に価格が15ドル近くも上昇するような需給環境の変化が生じたのであろうか。

確かに、イラクで米軍とイスラム教シーア派の間で戦闘が激化し、イラクからの原油輸出が一部停止された。また、ロシア最大の石油企業ユコスが脱税で経営危機に陥り、生産停止が懸念される状況になった。さらに、8月15日にはOPEC第3位の産油国ベネズエラでチャベス大統領の信認を問う国民投票があり、結果的に同大統領は信認されたが、政治的な混乱が供給不安を高めた。その一方で、国際エネルギー機関（IEA）が毎月発表する世界の原油需要見通しが7月までに6ヵ月連続して上方修正されるなど、原油需要が想定を上回って拡大している。米国市場においても民間原油在庫が減少している。

こうして見ると、最近2ヵ月の間に、価格を押し上げるに足る明確な材料があったと言える。しかし、これらの材料だけで15ドル近い価格の上昇を説明できるかという点、かなり難しい。そこで、最近の報道を見てみると、上記の価格押し上げ要因に影響されて投機資金の流入が拡大し、価格を押し上げているとの見方が紹介されている。では、投機犯人説は本当なのであろうか。

米国先物取引委員会（CFTC）は、取引参加者にどのようなポジションを保有しているか報告を義務付けており、これを毎週集計して「Commitment of Traders Report」として公表している。その中のニューヨーク商業取引所（NYMEX）のWTI原油先物取引を見ると、投機筋のポジションは買いが売りを上回る状態が続いているが、8月17日時点で買い超幅は約2万9千枚である。今春の価格上昇局面に記録した10万枚弱の買い超幅と比べると、足元では投機筋の買いはすでに一服していることが読み取れる（前出の図表3）。

一方、実需筋のポジションは、出来るだけ高い価格で売ることを目的とする生産業者と、出来るだけ安い価格で買うことを目的とする消費企業という立場が正反対の取引参加者の合計であるため、売り持ちから買い持ちを差し引いたネットのポジション残高からは有用な情報を読み取ることはできない。そこで、実需筋の買い持ち枚数（そのほとんどは航空会社、船会社、石油化学会社といった消費企業のポジションであると推測される）に着目してみると、今春には3万枚台だったのが足元では5万枚近くにまで増加している。消費企業は自社のコスト構造や財務事情などに基づいて取引を行っており、目的はコストを固定し、利益を確定することである（ヘッジ）。そのため、価格が自社の収益を損ないかねない水準にまで上昇すると見ると、利益を確保するためにコストを予め固定しておく必要に迫られる。現状は、価格が40ドルを超え、さらに50ドルに迫る中で、消費企業がヘッジのために買いに走っている可能性はないだろうか。そして、消費企業のヘッジニーズの高まりが、価格を一段と高水準に押し上げている可能性がある。

ただし、通常、消費企業は数ヵ月先までの先物取引を行っている模様だが、いったん原材料や燃料の手当てをしてしまえば買いは収まってくるだろう。消費企業のヘッジ一巡とともに価格は調整する可能性がある。