

原油レポート

＜原油市場における投機筋の動向＞

1. 原油市況～140ドル台が目前に

原油相場（WTI、期近物）は、6月6日に一時1バレル＝139.17ドルと史上最高値を更新し、140ドル台に迫った。根強い需給ひっ迫観測が続く中、欧州の利上げと米雇用指標の悪化によるドル安が相場の押し上げ要因となった。

原油相場の上昇テンポは一段と速まっている。しかし、原油相場は2007年の平均である72ドルから60ドル以上も上昇した水準にある。世界の原油需要は年間300億バレル強であり、仮に原油相場が1バレルあたり60ドル上昇すると、年間2兆ドルも石油ユーザーの負担は増えることになる。原油輸入国の経済は、原油高によって大きく下押しされることが懸念される。

石油の需要面では、価格高による需要減退や重油から天然ガス等への代替が表面化するとみられる。夏場にかけて、ガソリン需要の増加観測が強まりやすく、原油相場の上昇は続く可能性がある。しかし、実際には景気減速やガソリン価格上昇により、米国のガソリン需要は抑制されるとみられ、年末にかけて、いったん100ドル程度まで反落する可能性があるだろう。

2. トピック～原油市場における投機筋の動向

最近の原油相場がバブルかバブルでないかとの議論が関心を呼んでおり、実需の要因で説明可能な価格水準を大きく上回っているとの見解が指摘されている。

原油市場で投機家からの資金流入が拡大した背景に、インデックス型のファンドの拡大が指摘されている。原油先物市場の主要な売買主体の比率をみると、実需家と伝統的な投資家がそれぞれ3割程度にとどまるのに対し、インデックス型のファンドは4割程度を占めている。また、インデックスの商品別の構成内訳をみると、原油をはじめエネルギー商品のウエイトが高いことが分かる。

今後の原油相場は、こうした投機家が注目する取引材料や思惑が重要な変動要因になるとみられる。最近の市場で関心の高い需給ひっ迫懸念や為替相場の動向が注目されよう。



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

調査部

【お問合せ先】 細尾（hosoo@murc.jp）

次回公表日：2008年6月26日（木）頃

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；140ドル台が目前に

原油相場（WTI、期近物）は、6月5日の取引で一時1バレル＝139.17ドルと史上最高値を記録し140ドル台に迫った。

5月22日に135.09ドルの高値をつけた後、相場はいったん軟調に推移していた。ドル相場が堅調に推移したことが原油相場の売り材料とされ、6月3日にバーナンキ米FRB議長がドル安に懸念を表明しドル反発の動きが強まると、原油相場も下げ足を早め、4日には一時122.00ドルと、5月上旬以来となる1ヶ月ぶりの安値に下落した。

また、ブラジル沖合いに大規模油田が発見されたことや、イラクの治安情勢の改善が伝えられたこと、ガソリン需要の減少観測が示されたことや、インドネシアなどアジア各国で、石油製品に対する補助金を削減する動きが広がり、同地域での需要減少観測が出たことも売り材料となった。さらに、29日に米商品先物取引委員会が商品取引に対する監視強化の方針を打ち出したことも相場を押し下げる要因となった。

この間、OPECのアルバドリ事務局長が増産に否定的な見解を示したことや、ナイジェリアで大統領就任1周年にさいし、反武装勢力が石油関連施設への攻撃を警告したこと、米国でハリケーンの活動が例年と比べ活発化するとの予報が示されたことによりガソリンの先高観測が出たこと、イランの核開発疑惑をめぐり欧米諸国とイランとの対立が強まったことなどは買い材料とされたものの、相場下落傾向に変化はなかった。

しかし、その後、欧州の利上げ観測と米雇用指標の悪化により、ドルが再び下落すると原油相場は急反発し、6日にイスラエルによるイラン攻撃を示唆した発言が出ると、過去最大の上昇を記録し、139.12ドルと140ドル目前まで急騰した。

その後も、米為替市場介入観測からドルが再び反発したことや、ガソリン小売価格が初めて4ドル/ガロン台をつけ需要減退観測が強まったこと、サウジアラビアの産油量が50万バレル増加しているとの報道などからいったん反落したものの、米原油在庫が予想を上回って大幅に減少したことや、イランの核問題について武力攻撃を排除しないとしたブッシュ大統領の発言などから再び137ドル台に反発した。米ドライブシーズン入りによるガソリン在庫不足への警戒感や、ナイジェリアで労使交渉が決裂しスト入りの可能性が高まったことも供給懸念を強め買い材料となった。

原油相場の先物カーブをみると、半年先までは価格上昇が見込まれており、その先についてもほとんど価格が下落しない予想が示されている（図表6）。5月半ばまでは、期近物をピークに期先になるほど価格が安くなるバックワーデションであったが、その後、先行き見通しが大幅に変化している。

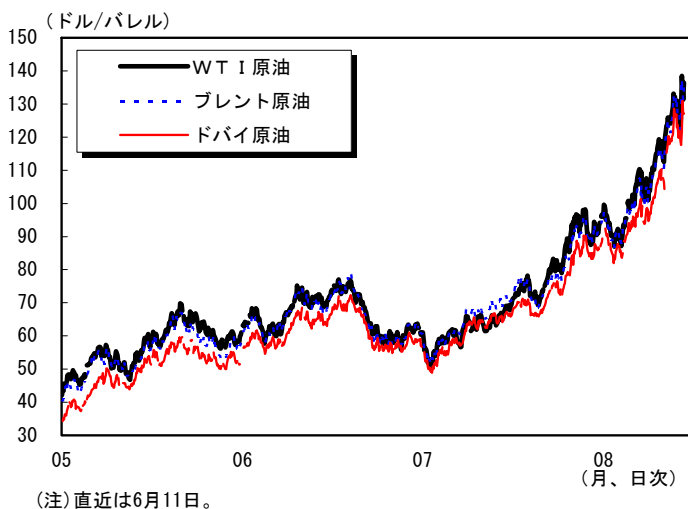
一方、先物市場における投機筋のポジションをみると、原油の買い越し幅は3月11日に終わる週をピーク減少傾向で推移しているが、ガソリンの買い越し幅は2月5日に終わる週を底に拡大傾向で推移している（図表7～8）。

原油相場の上昇テンポは一段と速まっている。しかし、原油相場は 2007 年の平均である 72 ドルから 60 ドル以上も上昇した水準にある。世界の原油需要は年間 300 億バレル強であり、仮に原油相場が 1 バレルあたり 60 ドル上昇すると、年間 2 兆ドルも石油ユーザーの負担は増えることになる。原油輸入国の経済は、原油高によって大きく下押しされることが懸念される。

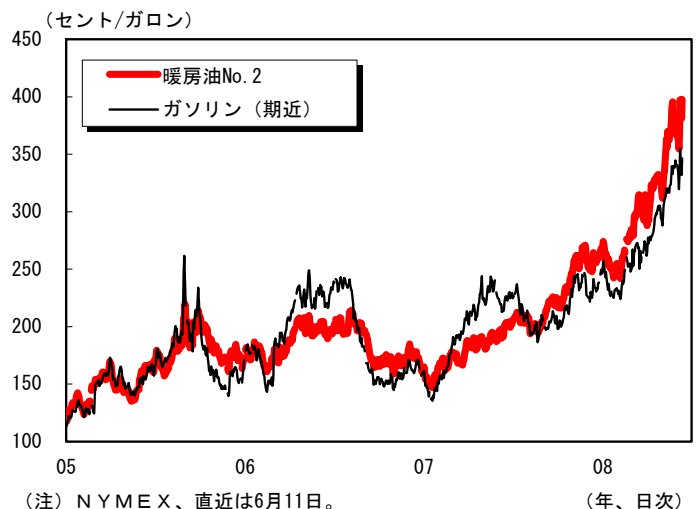
石油の需要面では、価格高による需要減退や重油から天然ガス等への代替が表面化するとみられる。

これまでのところ、市場では需給ひっ迫への思惑が強いことから、地政学リスクを連想させる材料には敏感に反応するとみられるほか、夏場にかけて、ガソリン需要の増加観測も強まりやすく、原油相場の上昇はしばらく続く可能性がある。しかし、実際には景気減速やガソリン価格上昇により、米国のガソリン需要は抑制されるとみられ、為替相場の動向にも影響されやすい地合いは続くものの、年末にかけて、いったん 100 ドル程度まで反落する可能性があるだろう。

(図表 1) 原油市況の推移

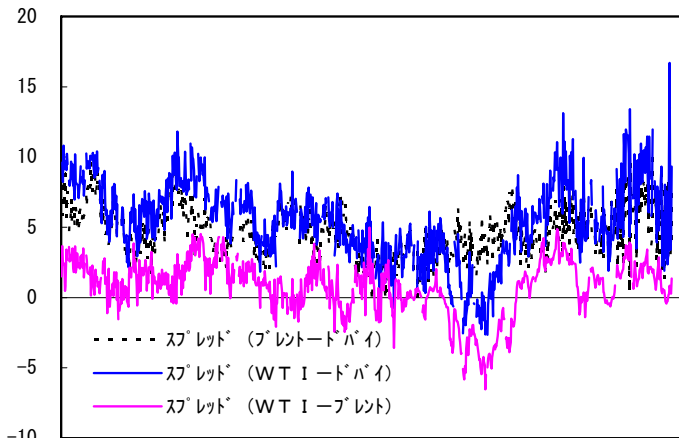


(図表 2) 石油製品市況の推移



(図表 3) 油種間スプレッドの推移

(ドル/バレル)



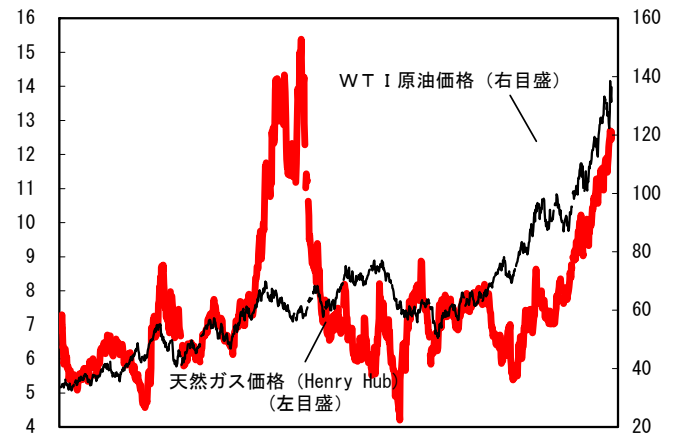
(注) 直近は6月11日。

(年、日次)

(図表 4) 米国天然ガス市況の推移

(ドル/百万Btu)

(ドル/バレル)



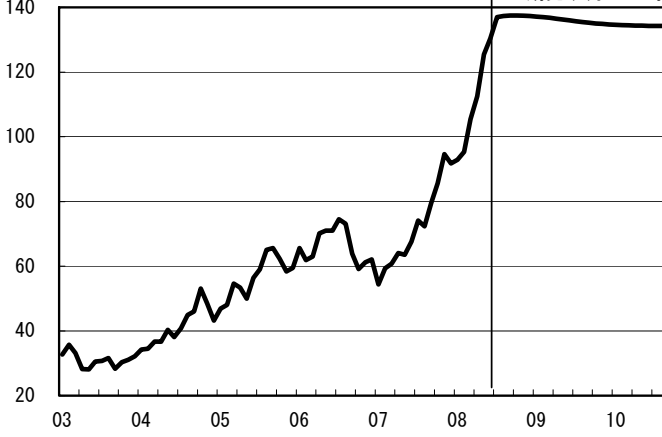
(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略 (年、日次)

(注2) 直近は6月11日。

(図表 5) WTI原油先物価格の限月推移

(ドル/バレル)

期先 (6月11日時点)

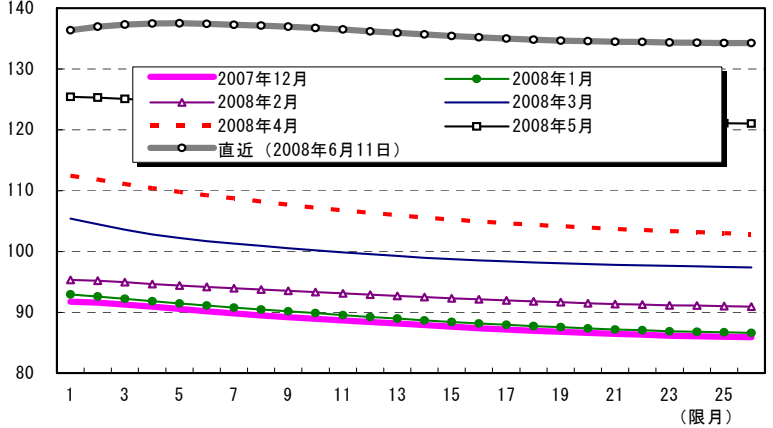


(注) 限月は26ヵ月先まで、2008年6月11日時点
(出所) ニューヨーク商業取引所 (NYMEX)

(年、月次)

(図表 6) WTI原油の先物カーブ

(ドル/バレル)

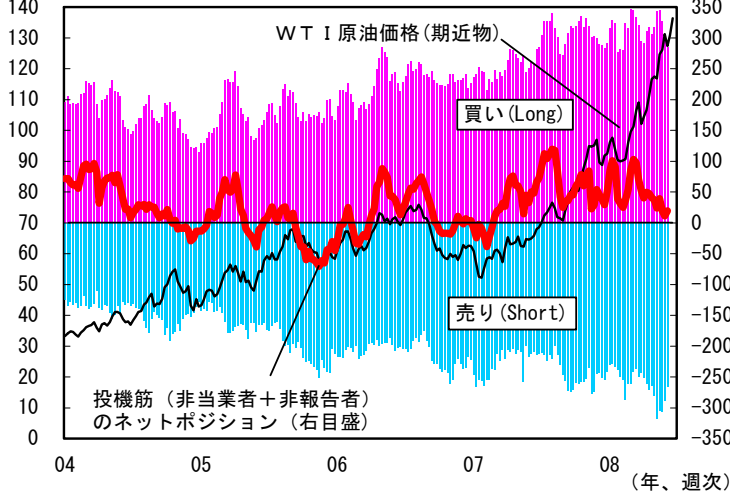


(注) 各時点における各限月 (26ヵ月先まで) のWTI原油先物価格
(出所) ニューヨーク商業取引所 (NYMEX)

(図表 7) 投機筋のポジション (原油)

(ドル/バレル)

(千枚)



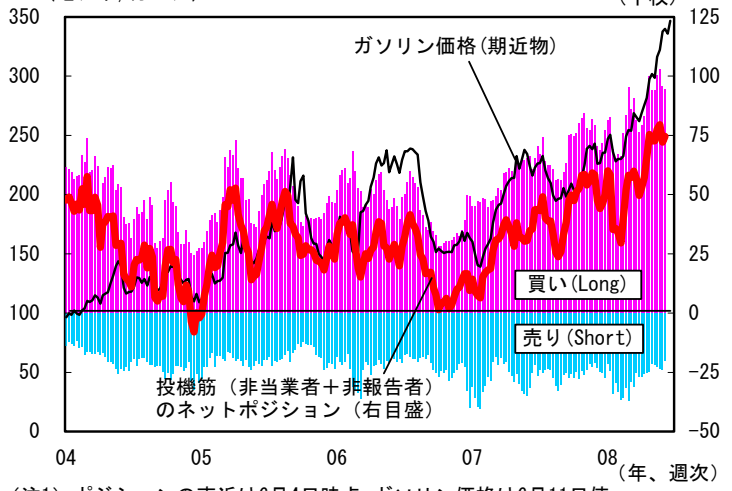
(注1) ポジションの直近は6月4日時点、WTI原油は6月11日値。
(注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザー以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で、ほとんどが投機を目的としていると推察される。
(出所) CFTC

(出所) CFTC

(図表 8) 投機筋のポジション (ガソリン)

(セント/ガロン)

(千枚)



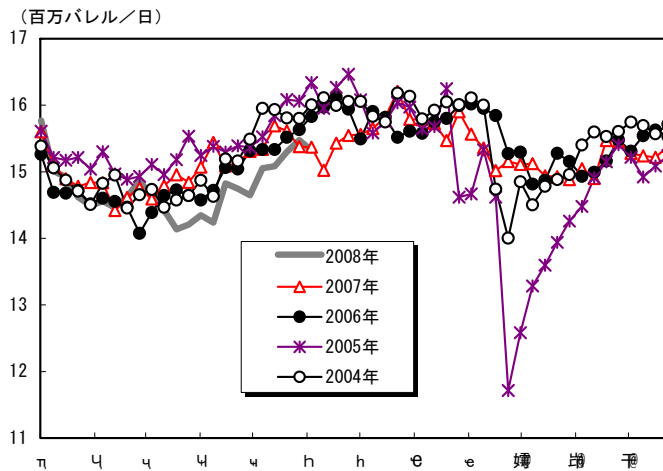
(注1) ポジションの直近は6月4日時点、ガソリン価格は6月11日値。
(注2) GASOLINE BLENDSTOCK (RBOB)あるいはUNLEADED GASOLINEの合計
(出所) CFTC

2. 品目別需給動向

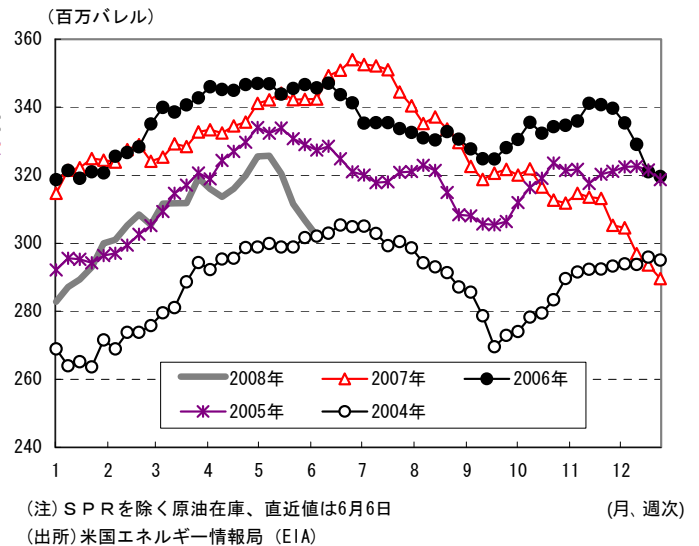
(1) 米国原油需給：原油在庫は大幅減少

米国の製油所の稼働率は、夏場の需要期を迎える中、例年を下回る水準で推移している（図表9）。また、原油の国内生産や輸入が伸び悩んでいることから、6月6日に終わる週の原油在庫は前週比 - 460 万バレルと4週連続で大幅減少となった。（図表10）。

（図表9）米国の製油所の稼働率



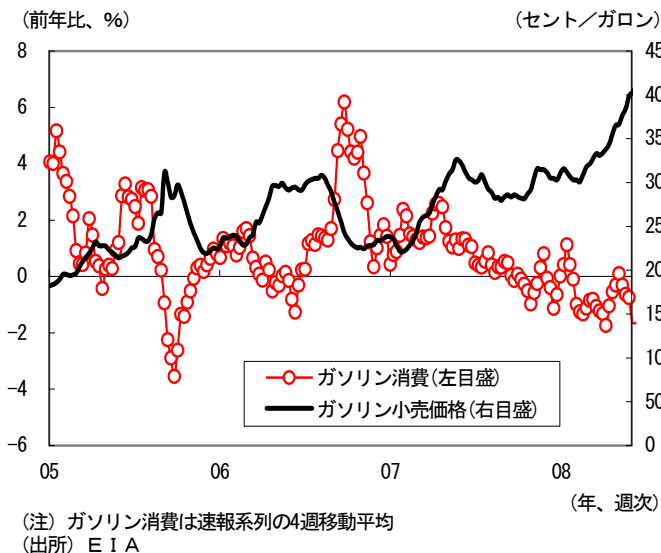
（図表10）米国の各年の原油在庫



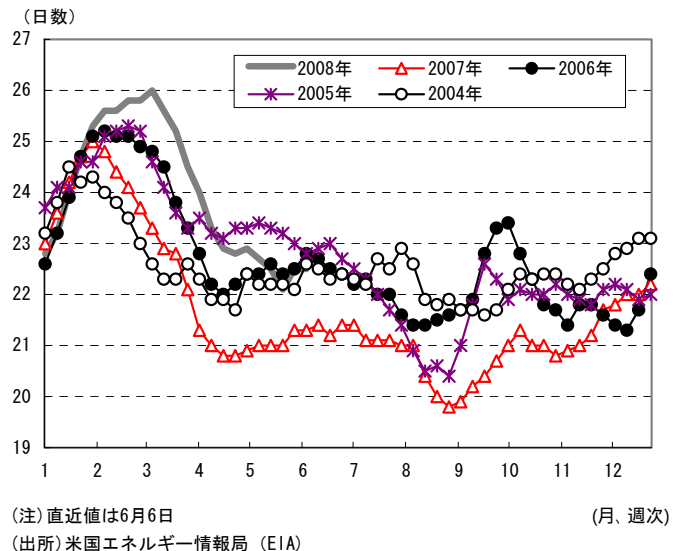
(2) 米国石油製品：ガソリン価格の高値更新が続く

米国のガソリン価格は上昇している。6月第2週の小売価格（全米平均）は4.09ドルと、初めて4ドル台を記録した前週からさらに上昇した。ガソリン高を受けて、ガソリン需要の基調は弱い。こうした中、ガソリンの生産は低迷が続いている。夏場の需要期を控えて、ガソリン在庫を積み増す動きが出てきているが、在庫水準を消費量との比率でみた在庫率は低い水準にとどまっている。石油業者の在庫を積み増す意欲が乏しいとみられる（図表12）。

（図表11）ガソリン消費と価格の推移



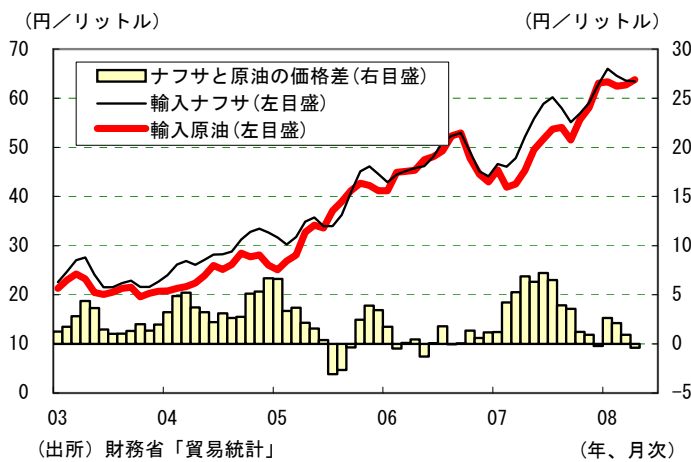
（図表12）ガソリン在庫率の推移



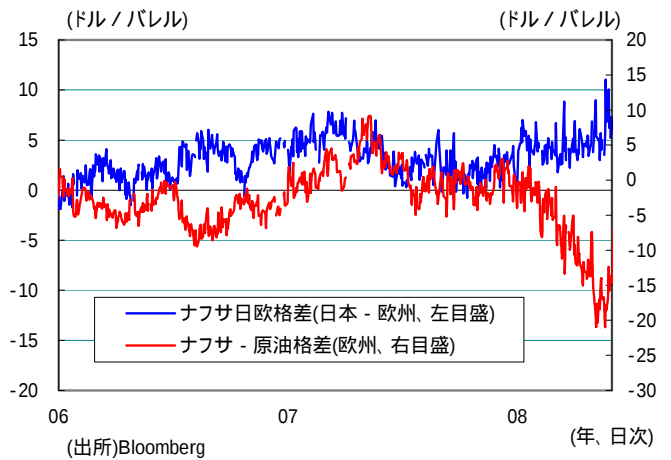
(3) ナフサ；アジアのナフサは底固い値動き

日本の4月の輸入ナフサ価格(通関)は、1リットルあたり63.4円とほぼ横ばいであった(図表13)。一方、4月の原油輸入価格は上昇したため、ナフサと原油との価格差は逆転した。その後、5月以降に原油高が進む中で、ナフサも最高値更新が続いている(図表15)。欧州ではナフサが原油に対して割安になる傾向が続いており、ナフサ需給は緩んでいるとみられる(図表14)。一方で、アジアのナフサ市況は、欧州に比べて底堅く推移している(図表14)。アジアのガソリンやナフサの需要は堅調なことが推察される。

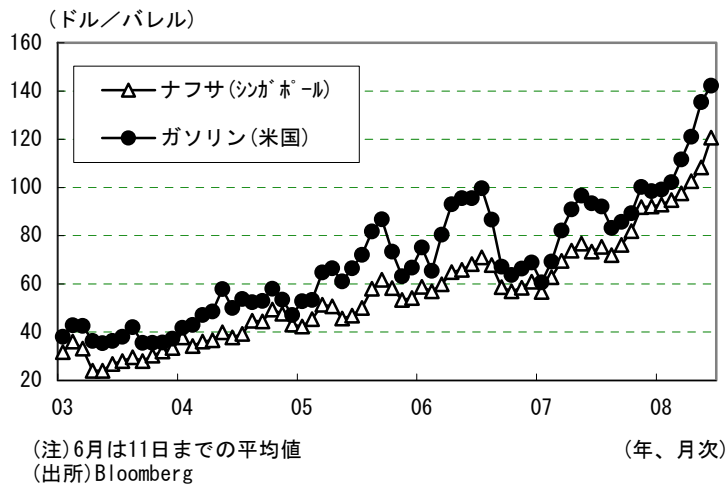
(図表13) 日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



(図表14) ナフサの日欧格差とナフサ・原油価格差



(図表15) 米国のガソリンとシンガポールのナフサ価格



3. OPECの生産動向

4月のOPEC13ヶ国の原油生産（日量）は、前月比 - 32 万バレルと減少した。生産枠が適用される12カ国（イラクを除く）では同 - 30.5 万バレルであった（図表16、Bloombergによる推計値）。ナイジェリアが大幅に減少したほか、サウジアラビアやイランも減少した。もっとも、サウジアラビアやイランの生産は生産枠を上回っている。

OPECの内部では、各国の思惑にズレが生じており、まとまりを維持するためにも増産には依然として消極的な態度を示している。6月10日には、22日にサウジアラビアで産消国会合を開催することが発表されたが、ヘリル議長は12日、産消国会合で増産は検討しないとし、あらためて9月総会まで生産目標の変更はないと表明した。

イラン核開発疑惑をめぐってIAEA（国際原子力機関）は5月26日、6月定例理事会を前に、イランが国連決議に反しウラン濃縮活動を拡大しており情報開示も不十分とする報告書を発表した。10日に開催された米・EU首脳会議は制裁強化で合意、欧米各国はイランが濃縮活動を停止した場合の見返り措置をイラン側に示すことも明らかにした。そうした中、6月6日には、イスラエル閣僚が、「イランの核計画を止めるために攻撃は不可避」と発言したほか、ブッシュ米大統領は11日、武力行使を含めあらゆる選択肢があると発言するなど混乱がみられる。

ナイジェリアでは、5月26日に欧州系石油企業の石油パイプラインが反政府勢力の攻撃を受け、生産の一部削減に追い込まれたほか、28日には、ヤラドゥア大統領の就任1周年となる翌29日に反政府勢力による石油関連施設を攻撃するとの予告があった。また、米系石油企業では労使交渉が難航しており、12日に労組はスト入りを警告した。

（図表16）OPECの生産動向

（万バレル/日）

国名	生産量 (4月)	生産量 (3月)	超過量 (4月)	生産枠 (07年11月～)	産油能力	稼働率	生産余力 (4月)
アルジェリア	141.0	141.0	5.3	135.7	145.0	97.2%	4.0
アンゴラ	192.0	191.0	2.0	190.0	190.0	97.9%	-2.0
エクアドル	50.0	50.0	-2.0	52.0	50.0	100.0%	0.0
インドネシア	86.0	87.0	-0.5	86.5	86.5	100.6%	0.5
イラン	398.0	402.0	16.3	381.7	410.0	97.1%	12.0
イラク	236.5	238.0	—	—	250.0	97.4%	13.5
クウェート	255.0	254.5	1.9	253.1	255.0	99.2%	0.0
リビア	177.0	178.0	5.8	171.2	180.0	98.9%	3.0
ナイジェリア	188.0	204.0	-28.3	216.3	250.0	81.6%	62.0
カタール	84.0	84.0	1.2	82.8	85.0	98.8%	1.0
サウジアラビア	912.0	920.0	17.7	894.3	1,080.0	85.2%	168.0
UAE	259.0	259.0	2.3	256.7	265.0	96.6%	6.0
ベネズエラ	232.0	234.0	-15.0	247.0	250.0	97.2%	18.0
OPEC13カ国	3,210.5	3,242.5	—	—	3,496.5	92.8%	286.0
OPEC12カ国	2,974.0	3,004.5	6.7	2,967.3	3,246.5	92.4%	272.5

（注1）超過量（4月）＝生産量（4月）－生産枠（07年11月～）。

（注2）国別生産枠は一時的にOPEC事務局が公表していたもの（その後、撤回された）等による。

（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）稼働率（%）＝生産量（4月）／産油能力＊100

（注6）生産余力＝産油能力－生産量（4月）

（資料）Bloomberg

4. トピック；原油市場における投機筋の動向

①市場が注目する取引材料

最近の原油相場がバブルかバブルでないかとの議論が関心を呼んでいる。今の原油市場の動向がバブルなのか実需に基づく動きなのかは、今後の相場見通しとも関係する。

経済産業省が発表した今年度のエネルギー白書では、統計的な分析に基づき、実需で説明が可能な価格水準は80ドル程度であり、それを上回る価格をバブルと結論付けている。

それでは、バブル的な価格を生み出す主役ともいえる投機家は、どのような思惑に基づき原油先物に投資しているのだろうか。原油の市場動向を伝える日々の記事から相場の変動要因となった事象を整理すると、需給ひっ迫が相場変動の材料となっていることが分かる。

理論的に需給要因で説明が可能な価格水準を上回っているとはいえ、市場の関心は需給動向に集まっているようである。OPECが頑なに増産を拒んでいることやロシアの生産が急に低迷し始めたこと、米国で原油需要が減少しているにもかかわらず在庫水準がいかにも低いこと、OPECの余剰生産力が縮小していること、国際エネルギー機関が原油生産の中期見通しを下方修正したこと、何よりも新興国の需要が思いのほか強すぎることである。

市場の動向を伝える記事が指摘するもう一つの相場変動要因は、ドル安が原油相場の買い材料とされていることである。ドル相場下落は、産油国にとっては受け取りを目減りさせることになり、欧州や日本の需要家は、逆に購買力を高めることになるとの連想が働いているようだ。

②拡大する投機的な売買

こうした需給ひっ迫やドル相場の方向性に対する思惑に基づき売買を繰り返す投資家とは、具体的にはどのような人々であろうか。

原油市場をはじめ、金や穀物など、近年、投機的な買いが拡大した背景に、インデックス型の投資ファンドの拡大が指摘されている。様々な商品の値動きから計算される価格指標を作成し、その指標が先行き上昇するか下落するかにかけて投資を行なうタイプの投資ファンドである。

このような投資形態は、実需筋や一部の玄人が中心であった商品市場に、年金基金やヘッジファンドなどの機関投資家を呼び込むきっかけになったとされている。

個々の商品に対してのみ投資を行なうケースでは、その商品の価格変動に影響を与える様々な要因について専門的な知識が求められることになる。そのため各商品市場に特有の事態が生じれば思わぬ方向に価格が変動してしまうことにもなり、運用リスクが高まることになる。

一方、インデックスへの投資では、個々の商品への専門知識よりも、それらを総合した商品市況全般への相場観を持ち合わせていれば、個別の商品市場での出来事は、全体の動きの中であらされてしまい、あたかも「商品市況全体」という一つの投資商品を作り出すことになるか

らである。

ところで、5月20日に米議会上院エネルギー委員会で原油価格に関する公聴会が開催され、インデックス型ファンドが、原油市場でどのようなウエイトを占めているかについて報告が示された。

議会資料によると、先物市場の主な参加者を、現物取引の価格ヘッジを行う実需家、商品市場における伝統的な投機家、インデックス型ファンドの3つに分類し、それぞれの売買シェアをみると、近年急拡大したインデックス型ファンドが、4割近くの取引シェアを占めている（図表17）。

（図表17）商品市場の投資家の類型別比率

	実需ヘッジ	伝統的 投資家	インデックス型 投資家
ココア	33%	48%	19%
コーヒー	26%	35%	39%
とうもろこし	41%	24%	35%
綿	32%	27%	41%
大豆油	46%	22%	32%
大豆	30%	28%	42%
佐藤	38%	19%	43%
小麦	17%	20%	64%
小麦(カンザステイ)	37%	32%	31%
飼料	17%	53%	30%
豚肉	18%	20%	63%
肉牛飼料	13%	24%	63%
WT I 原油	59%	10%	31%
暖房湯	37%	16%	47%
ガソリン	41%	20%	39%
天然ガス	62%	10%	28%
金	22%	55%	23%
銀	27%	46%	28%
平均	33%	27%	39%

（注）先物の買いに占める比率
（出所）米議会資料

また、代表的な商品インデックスの品目別の構成をみると、原油やガソリンなどのエネルギーが半分以上を占めており、このうちWT I原油がインデックス全体に占める比率は3割近くにのぼる（次頁図表18）。インデックス型の取引が広がることにより、商品市場全体に資金流入が拡大していることに加え、こうした影響が原油市場に特に強くあらわれているといえる。

(図表 19) 代表的な商品インデックスの品目別構成

穀物	21%
畜産物	4%
エネルギー	58%
(うちWTI原油)	29%
非鉄金属	13%
貴金属	5%
合計	100%

(注) S&P-GSCIとDJ-AIGの平均値

(出所) 米議会資料