

原油レポート

< 投機規制強化をめぐる動き >

1. 原油市況～需要減退懸念により 122 ドル台に下落

原油相場（WTI、期近物）は、7月11日に1バレル＝147.27と過去最高値を更新したものの、その後は需要減退観測が強まったことから反落し、25日には一時122.50ドルと1ヵ月半ぶりの安値をつけた。

15日に行なわれたバーナンキ米FRB議長による議会証言で、景気の下ぶれリスクが強調され原油需要の減退懸念が強まった。イランの核問題について米国とイランに緊張緩和の動きがみられ、イランをめぐる地政学リスクが後退したとの認識が広がったことも相場の押し下げ要因となった。この間、米国の週次統計で、原油、ガソリン在庫がいずれも増加し、需要の弱さを示す内容であったことも需要減退観測を一段と強め相場の下げ足を早めた。

原油相場は高値から15%下落し反落傾向が鮮明となっている。今後は下値を模索する展開が見込まれ、原油需要の減退観測による売りが優勢となる見通しである。実際に、景気減速やガソリン価格上昇により、先進国を中心に各国の石油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～投機規制強化をめぐる動き

米国では、原油市場への投機的な資金流入に対し規制強化を求める動きが強まっており、議会に投機抑制法案が提出されている。機関投資家に利用されているインデックスファンドの投資資金は、先物市場で建玉制限が課されており、本来は代表的な2つのインデックスファンドだけで、原油相場を押し上げるほどの資金流入が生じない。

しかし、現在の取引所規制によると、米大手金融機関は原油貯蔵タンクを保有していることもあり実需筋に分類され、建玉制限が課されていない。こうした制度を利用して金融機関とインデックスファンドがスワップ取引を行い、インデックスファンドの資金は、金融機関を通じ実需筋の資金として原油市場に流入している。

「エンロン・ループホール」と呼ばれる現行制度のこうした不備が、原油相場の押し上げ要因になっているとして、投機抑制法案では実需筋の要件を厳格化しているほか、民主党のオバマ大統領候補もエンロン・ループホールの廃止を訴えている。



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8月8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；需要減退懸念により一時 122 ドル台に下落

原油相場（WTI、期近物）は、7月11日に1バレル＝147.27ドルの過去最高値をつけたものの、その後、需要減退観測が強まったことにより反落し、24日には一時123.50ドルと1ヵ月半ぶりの安値をつけた。

11日に過去最高値を記録したさいには、イランとイスラエルの緊張の高まりが相場の押し上げ要因とされた。しかし、その後イランの核問題をめぐり、米国とイランに緊張緩和の動きがみられ、イランをめぐる地政学リスクが後退したとの認識が広がったことから、一転して相場の押し下げ要因となった。

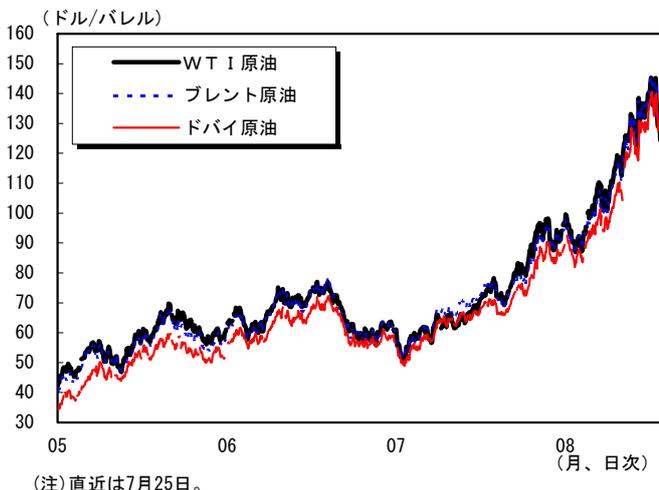
さらに、15日のバーナンキ米FRB議長による議会証言で、景気の下ぶれリスクが強調されたことから、原油需要の減退懸念が強まった。OPECが同日、世界の原油需要は2009年にかけて予想を下回るとの見通しを示したことも売り材料となった。この間、米国の週次統計で、原油、ガソリン在庫がいずれも増加し、需要の弱さを示す内容であったことは、需要減退の見方を一段と強めることとなり、相場の下げ足を早めた。

一方、メキシコ湾での熱帯低気圧の発生や、ナイジェリアの武装勢力が30日以内に石油施設を攻撃すると表明したことは買い材料となった。もっとも、ナイジェリアの供給懸念については、一時ほど相場を押し上げる力はなかった。

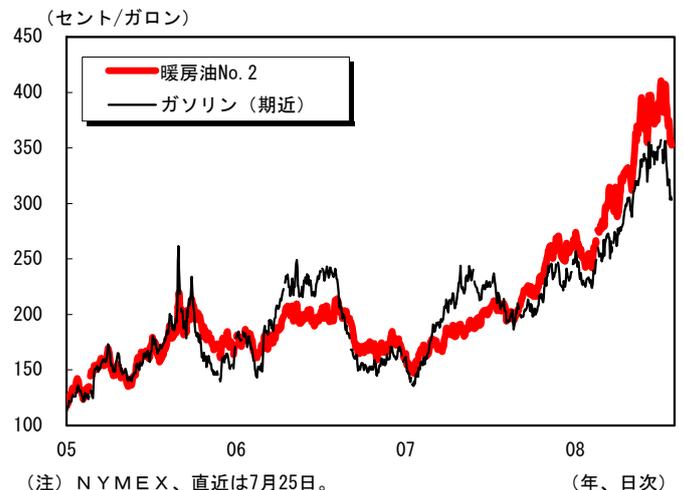
原油相場の先物カーブをみると、相場高止まり観測が続いているものの、足元の相場下落に連動し期先物の価格も下落した。先物市場における投機筋のポジションをみると、6月17日に終わる週から小幅ながら売り超に転じていたが、7月1日に終わる週には小幅な買い超に転じ、8日に終わる週はほとんど売り買いが均衡した。一方、ガソリンの買い越し幅は5月20日に終わる週をピークに縮小傾向が続いている（図表7～8）。

原油相場は高値からの反落傾向が鮮明となっており、下値を模索する展開が見込まれ、引き続き、原油需要の減退観測による売りが優勢となる見通しである。実際に、景気減速やガソリン価格上昇により、先進国を中心に各国の石油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。

（図表1）原油市況の推移

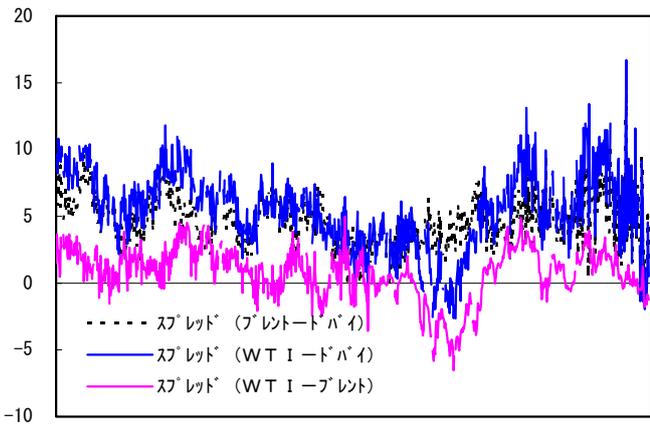


（図表2）石油製品市況の推移



(図表3) 油種間スプレッドの推移

(ドル/バレル)



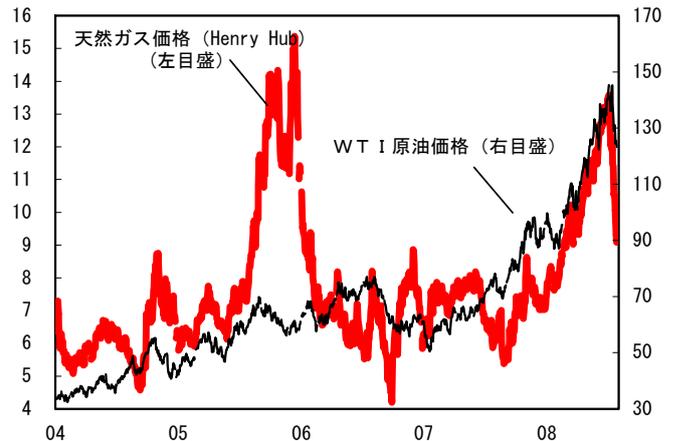
(注) 直近は7月25日。

(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

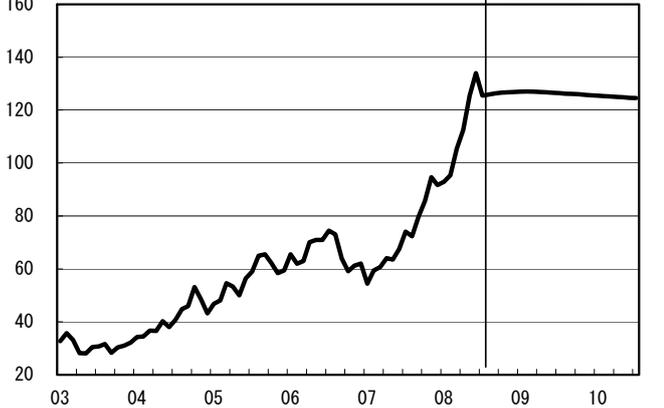
(注2) 直近は7月25日。

(月、日次)

(図表5) WTI原油先物価格の限月推移

(ドル/バレル)

期先(7月25日時点)



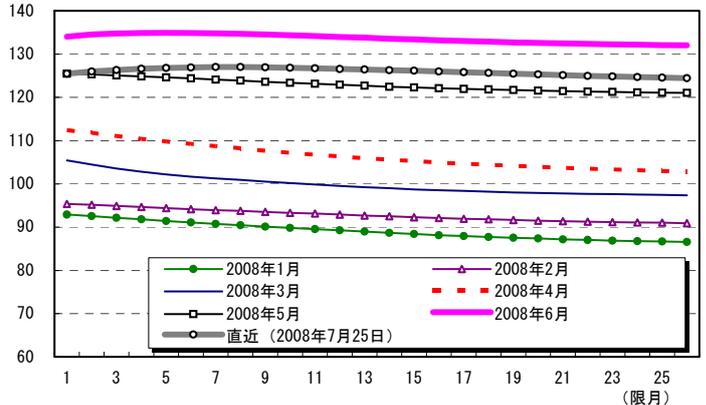
(注) 限月は26ヵ月先まで、2008年7月25日時点

(年、月次)

(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

(ドル/バレル)



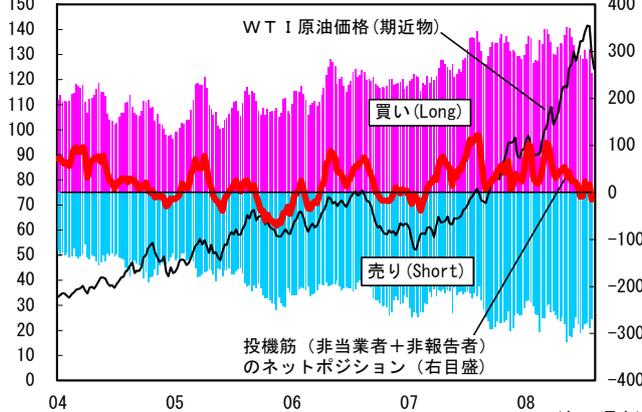
(注) 各時点における各限月(26ヵ月先まで)のWTI原油先物価格

(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7月22日時点、WTI原油は7月23~25日平均値

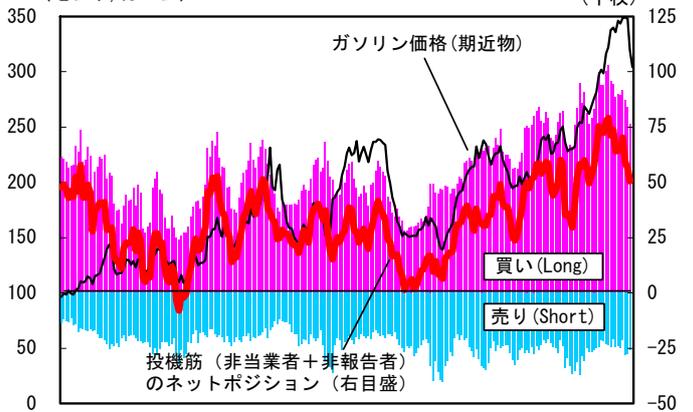
(注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザー以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で多くが投機を目的としていると推察される。

(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7月22日時点、ガソリン価格は7月23~25日平均値

(注2) GASOLINE BLENDSTOCK (RBOB)あるいはUNLEADED GASOLINEの合計

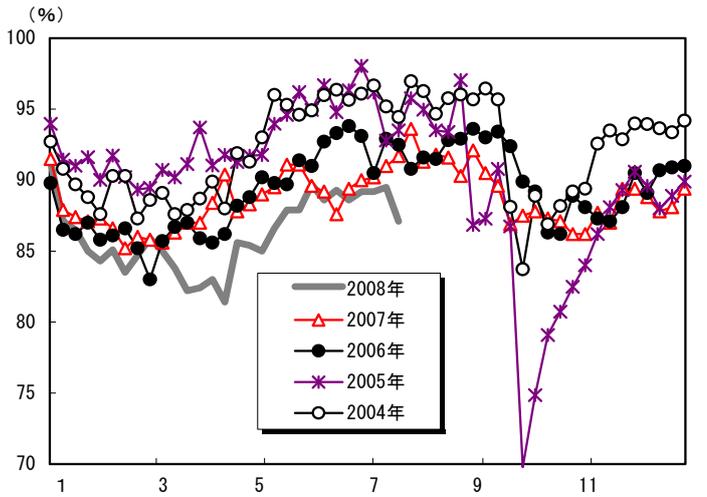
(出所) CFTC

2. 品目別需給動向

(1) 米国原油需給；製油所稼働率が低迷し在庫への需要が減少

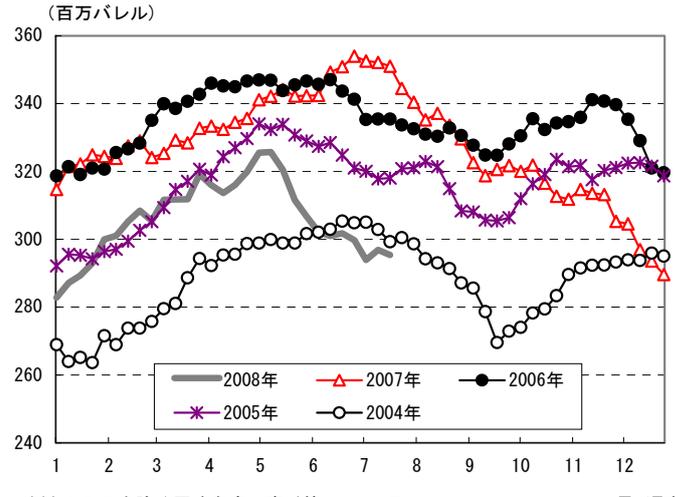
米国は夏場の需要期を迎えているが、製油所の稼働率は、石油需要の鈍化や原油価格の高騰を背景に、例年を大きく下回っている。(図表9)。このため、石油業者の在庫保有インセンティブが低下しており、7月18日に終わる週の原油在庫は、前週比156万バレル減少した(図表10)。

(図表9) 米国の製油所の稼働率



(注)直近値は7月18日
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

(図表10) 米国の各年の原油在庫

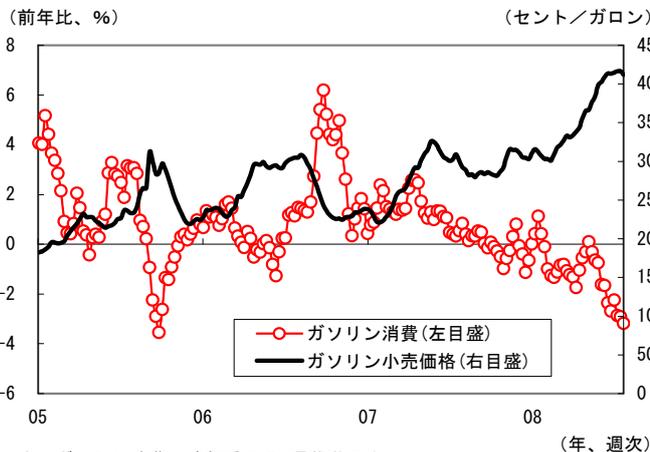


(注)SPRを除く原油在庫、直近値は7月18日
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

(2) 米国石油製品；ガソリン価格の高値更新が続き、需要は一段と低迷

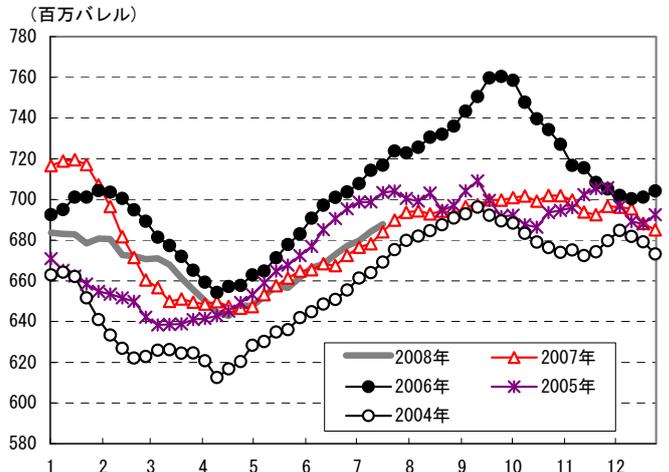
米国のガソリン価格は上昇している。7月第3週の小売価格(全米平均)は4.12ドルと8週連続で4ドル台の高値水準となった。ガソリン高を受けて、ガソリンの需要は一段と弱まっている。こうした中、製油所は生産調整により、ガソリン在庫を抑制する動きが続いているようだ。一方で、暖房油やディーゼル油など中間留分は、海外需要が強いため、輸出が増加してお

(図表11) ガソリン消費と価格の推移



(注)ガソリン消費は速報系列の4週移動平均
(出所)EIA

(図表12) 石油製品在庫の推移



(注)直近値は7月18日
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

り、在庫水準は低い。このため、石油製品全体の在庫水準は、前年並みにとどまっている（図表 12）。

（3）ナフサ；原油に連動して上昇

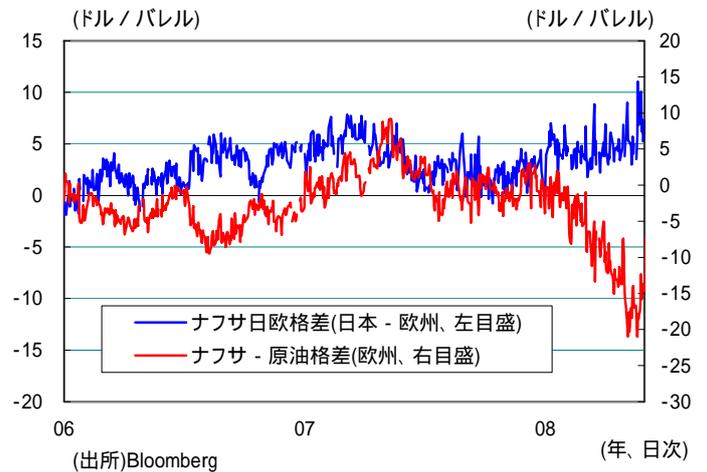
日本の5月の輸入ナフサ価格（通関）は、1リットルあたり68.2円と上昇した（図表 13）。5月の原油輸入価格は同70.4円まで上昇したため、ナフサ価格の原油価格に対する割安度合いが拡大した。

その後の市況をみると、足元にかけて原油高が進む中で、ナフサも最高値更新が続いているが、原油ほどの上昇にはなっていない。特に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いる（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）。アジアでは、ナフサの需要が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



3. OPECの生産動向等

6月のOPEC13ヶ国の原油生産(日量)は、前月比+32万バレルと増加した。生産枠が適用される12カ国(イラクを除く)では同+38万バレルであった(図表16、Bloombergによる推計値)。

OPECは14日、2009年にかけて原油需要は当初の予想を下回るとの見方を示した。こうした見通しを背景に、ヘリル議長は21日、増産の必要性をあらためて否定したほか、イランのノザリ石油相も22日に9月総会での増産の必要性を否定するなど、OPEC全体では増産に向けた機運は広がっていない。

イランの核問題をめぐって16日、同国との公式接触を拒否してきた米国が、バーンズ国務次官がイランとEUとの交渉にオブザーバーとして同席すると発表した。また、イランのモッタキ外相は翌17日、こうした米国の方針変更を評価する発言を行い、両国の緊張状態に緩和の兆しが出てきている。18日には、米国がイランに利益代表事務所を開設し、外交官を駐在させる計画であることが伝えられた。そうした中19日に開催されたイランとEUを代表とする欧米諸国との核問題についての協議では、イラン側が国連安全保障理事会の提案に対し明確な回答を示さなかったことから、協議は平行線のまま終了した。もっとも、イランは交渉継続に前向きな態度を表明し、同提案に対して2週間以内に回答する姿勢を示している。

ナイジェリアでは、7月12日に反政府武装勢力が、政府との間で6月19日以来続いた休戦状態の終了を宣言していたが、その後24日に、30日以内に石油施設への攻撃を再開するとの声明を発表した。

(図表15) OPECの生産動向

国名	生産量 (6月)	生産量 (5月)	超過量 (6月)	生産枠 (07年11月~)	産油能力	稼働率	生産余力 (6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	190.0	190.0	0.0	190.0	193.0	96.4%	3.0
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	86.0	-0.5	86.5	90.0	96.7%	4.0
イラン	385.0	375.0	3.3	381.7	410.0	97.1%	25.0
イラク	243.0	249.0	-	-	250.0	97.4%	7.0
クウェート	258.5	258.5	5.4	253.1	260.0	97.3%	1.5
リビア	173.5	173.5	2.3	171.2	175.0	101.7%	1.5
ナイジェリア	188.0	190.0	-28.3	216.3	220.0	92.7%	32.0
カタール	85.0	85.0	1.2	82.8	90.0	93.3%	5.0
サウジアラビア	953.0	925.0	58.7	894.3	1,080.0	85.2%	127.0
UAE	265.0	265.0	8.3	256.7	265.0	96.6%	0.0
ベネズエラ	234.0	232.0	-13.0	247.0	250.0	97.2%	16.0
OPEC13カ国	3,252.0	3,220.0	-	-	3,478.0	93.3%	226.0
OPEC12カ国	3,009.0	2,971.0	41.7	2,967.3	3,228.0	92.9%	219.0

(注1) 超過量(6月) = 生産量(6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(6月) / 産油能力 * 100

(注6) 生産余力 = 産油能力 - 生産量(6月)

(資料) Bloomberg

4. トピック；投機規制の強化をめぐる動き

(1) 米議会が投機規制法案を審議

今年秋の米大統領選挙では経済問題が最大の争点とされ、原油価格の高騰に歯止めをかけることが求められている。特に相場上昇の要因とされる投機的な資金の流入に対しては、規制の強化を求める声が強まっている。

米議会では7月15日に、民主党のリード上院院内総務が中心となり、「エネルギー市場における過剰な投機を抑制する法律案」(以下、投機抑制法案)が提出された。法案の作成段階で焦点となった先物市場での証拠金の引き上げが見送られたことから、当初は7月中にも上院を通過するとみられていたが、法案で示された沿岸部での油田開発を制限する条項に対して共和党が強く抵抗し、審議は難航している。

(2) エンロン・ループホール

法案の最終的な取りまとめ段階で証拠金に関する議論に注目が集まったものの、投機抑制法案の当初からの最大の狙いは、「エンロン・ループホール」と呼ばれる、投機規制の抜け道を排除することにあった(ループホール=抜け道)。

「エンロン・ループホール」とは、2000年12月に実施された法改正で、先物市場での建玉制限など、先物取引委員会(CFTC)が定める投機的な取引規制を、店頭取引については例外扱いとしたことをさしている。取引規制の緩和により取引所外での取引で、投機的なポジションが拡大していったことが指摘されている。

今年に入り、投機規制を求める声が高まったことを受け、「エンロン・ループホール」は5月に成立した改正農業法においてすでに廃止されている。

しかし、店頭市場を中心に、デリバティブを活用した複雑な取引が広がる中で、取引所外での先物建玉だけを制限しても、実際に投資家がどのようなポジションを積み上げているか不明とされている。コックスCFTC委員長は6月に行なわれた一連の議会証言で、「エンロン・ループホール」の廃止がほとんど効果がないことを指摘し、一段の規制強化を求めていた。

(3) スワップ・ループホール

原油市場への投機的な資金流入の主役とされるのが、インデックスファンドを通じた年金基金など機関投資家の資金流入である。ところが、実際には先物市場に建玉制限があり、本来であれば、2つの代表的なインデックスファンド(SP-GSCI、DJ-AIG)だけでは、相場を押し上げるほどの資金流入が制度上は生じないはずである。

こうした現状の制度の抜け道として広がったのが、「スワップ・ループホール」と呼ばれる取引形態である。

現在の取引所規制は、先物市場への参加者を、石油精製業者、航空会社、鉄道会社、農家な

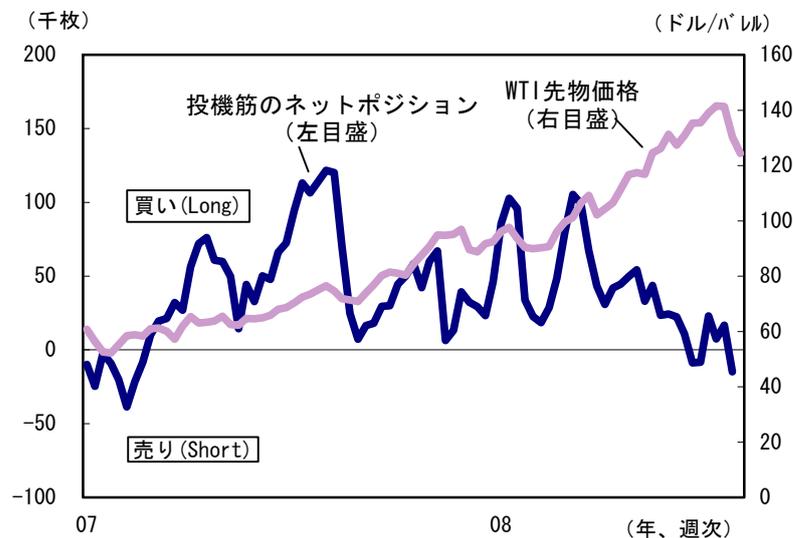
ど、将来の価格ヘッジのために先物市場を利用する実需筋と、それ以外の非実需筋とに区分している。このうち、建玉制限が課されているのは非実需筋についてである。

ところが、ゴールドマンサックスやモルガンスタンレーといった大手金融機関は、自前の石油貯蔵タンクを保有していることもあり実需筋として区分され、建玉制限も免除されている。

「スワップ・ループホール」とは、大手金融機関が実需筋に分類される現在の制度を利用し、インデックスファンドとスワップ取引を行い、インデックスファンドに流入した資金が、大手金融機関を經由し実需筋の資金となって原油市場に流入する法の抜け道をさす言葉である。

実際、取引所における非実需筋の建玉の推移をみると、すでに、5月以降買い越し幅は縮小し、高騰する原油相場の動きとかけ離れており、投機筋の売買動向を示す指標としての有効性が低下していたことが分かる(図表16)。

(図表16) 取引所における投機筋のネットポジション



(注1) 非当業者と非報告者のネットポジション
 (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多くが投機を目的としていると推察される。
 (出所) C F T C

「スワップ・ループホール」のような取引実態は、取引所外での取引の広がりが、投機的な資金流入の拡大につながっている点で、「エンロン・ループホール」と同じであり、米メディアの議論などでは、2つの法の抜け道をまとめて「エンロン・ループホール」と呼んで議論されることが多い。投機抑制法案が目指す「エンロン・ループホール」の排除も、「スワップ・ループホール」を含めた広義の意味として解釈されている(実際、狭義のエンロン・ループホールは、改正農業法の施行によってすでに廃止された)。

民主党のオバマ大統領候補も原油価格上昇の要因として、「エンロン・ループホール(=スワップ・ループホール)」の規制強化を公約に掲げている。投機抑制法案では、広義の「エンロン・ループホール」を規制するため、実需筋の要件を厳格化させることを目指している(図表17)。

(図表 17) 過剰投機抑制法案の概要

- ・先物市場での実需筋によるヘッジ取引の要件を厳格化
- ・投機筋の建玉制限の引き上げ
- ・CFTC（商品先物取引委員会）に店頭市場取引の情報収集の権限を付与
- ・商品ファンドへの投資家ならびにスワップディーラーに関する情報収集
- ・CFTCの人員を100人増員
- ・海外の商品先物取引の規制当局との連携を強化（抜け道対策）

(出所) 米議会

(4) ロンドン・ループホール

もっとも、沿岸部の油田開発について妥協が成立し議会で投機抑制法案が通過する場合でも、自由な市場取引への規制に反対の立場をとるブッシュ大統領が、法案に署名するかは不透明とされている。また、かりに大統領の署名をへて法律が制定される場合でも、新たな抜け道を利用する可能性も考えられ、どの程度、投機的な取引を抑制できるかは不透明である。

かりに米国内での取引規制が強化される場合には、ロンドンなど海外市場を通じて投機資金が流入する可能性が考えられる（ロンドン・ループホール）。法案でも、海外の規制当局との連携強化を定める条項が盛り込まれているものの、「ロンドン・ループホール」の広がりが警戒されている（上掲図表 17）。

(5) 規制強化と投機資金の動き

インデックスファンドが相場を押し上げた主犯との批判が高まる中で、「エンロン・ループホール」を利用する年金基金などが、ポジションを解消しているとの見方が広がっている。投機規制の強化を先取りしたこうした動きが、最近の原油相場の下げ要因との見方もある。

もっとも、原油相場については、中長期的には上昇傾向を予想する声が依然として根強い。原油が金融商品としての性格を強める中、効果的な規制のあり方をめぐっては今後も議論が展開されることが予想される。