

原油レポート

<投機規制をめぐる議論>

1. 原油市況～金融市場の混乱を背景に乱高下

原油相場（WTI、期近物）は、金融市場の混乱を背景に乱高下した。9月16日に一時1バレル90.51の直近安値をつけた後反発に転じ、特殊要因があった22日には瞬間に130ドルまで上昇したが、その後は105～110ドルのレンジで推移した。

相場が乱高下した背景には、金融混乱と米政府の対応をめぐり米ドル相場の変動が大きかったことや、当面の原油需要とも関連して株価と原油相場の相関が高まっていることなどの要因があったとみられる。

原油相場は、夏場以降続いた景気減速懸念や投機資金の流出への思惑などによる一本調子の下落に歯止めがかかり始めている。先行きについても、景気減速懸念が相場の上値を抑制する一方、下落局面ではOPECの減産の可能性が意識されるほか、値ごろ感から中国などの原油購入も増えるとみられ相場の下支えとなろう。このため、しばらくは方向感を失う展開が続くとみられ、90～110ドルを中心とした横ばい圏での推移が見込まれる。

2. トピック～投機規制をめぐる議論

米商品先物取引委員会（CFTC）は9月11日、商品先物市場における投機的取引に関する報告書を公表した。報告書ではインデックス・ファンドについて、今年前半の相場急騰時に市場での取組枚数が逆に減少していたことや、先物市場全体に占めるウエイトが小さいことなどを指摘し、相場に与える影響が大きくなことを示唆する内容となっている。

一方、今年前半の相場急騰時にインデックス・ファンド主犯説を唱えて注目されたマイケル・マスターズ氏は、夏場以降の相場反落についても、インデックス・ファンドからの資金流出が主因であったとの分析を発表し話題となっている。

議会では、投機規制強化を模索する動きが続いている。インデックス・ファンドの影響が小さいことを示唆したCFTC報告書も、スワップ・ディーラーの投資家区分の修正の必要性を指摘している点が注目される。新たな規制の方向性が明確となるまで、規制をめぐる議論は投機筋に対する牽制的な効果を持つことになるとみられる。



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@mrc.jp)

次回公表日：2008年10月9日（木）頃

1. 原油市況：金融市場の混乱を背景に乱高下

原油相場（WTI、期近物）は、金融市場の混乱を背景に乱高下した。9月16日に一時1バレル90.51ドルの直近安値をつけた後反発に転じ、特殊要因があった22日には瞬間に130ドルまで上昇したが、その後は105～110ドルのレンジで推移した。

原油相場が乱高下した背景には、金融混乱と米政府の対応策をめぐり米ドル相場の変動が激しかったことや、当面の原油需要をみる上で、株価と原油相場との相関が高まっていること、また、22日には先物10月限の決済をめぐり、買い戻しに動いた一部業者が高値の買い注文を入れた影響による混乱などがあった。

この間、ハリケーン「アイク」上陸による被害が小さかったことが当初は売り材料となったが、その後生産再開が遅れていることが判明したことや、サウジアラビアの生産が減少に転じたことなどが買い材料となった。一方、24日に発表された米週次石油統計で原油在庫が減少したものとの市場の予想の範囲にとどまったことから材料視されなかった。地政学リスクをめぐる動きにも引き続き市場は反応薄であった。

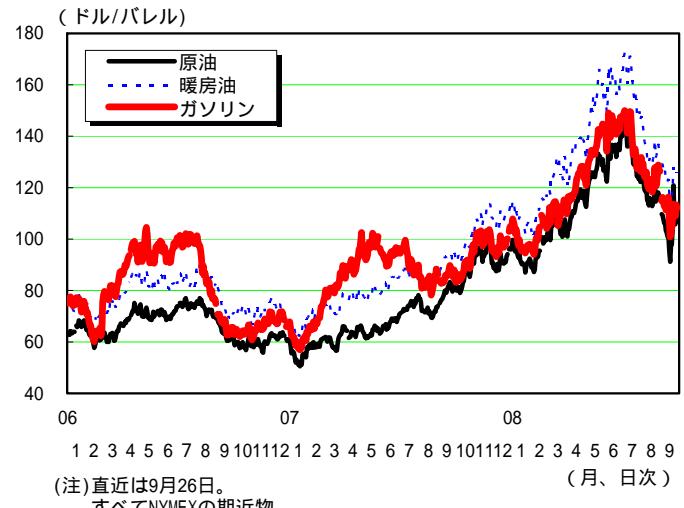
最近の原油の油種間スプレッド（価格差）をみると、原油相場が乱高下する中で、WTIのドバイやブレントに対する割安感は急速に解消された（図表3）。原油相場の先物カーブをみると、数年先にかけて緩やかな先高感があり、将来的な相場の戻りを予想されている。また、先物市場における投機筋のポジションをみると、6月後半以降売り買いが拮抗する中、足元では小幅な買い超しに転じている。一方、商業筋も含めた先物の建て玉をみると、2007年半ばをピークに、2008年7月以降は減少傾向が強まっている（図表7～8）。

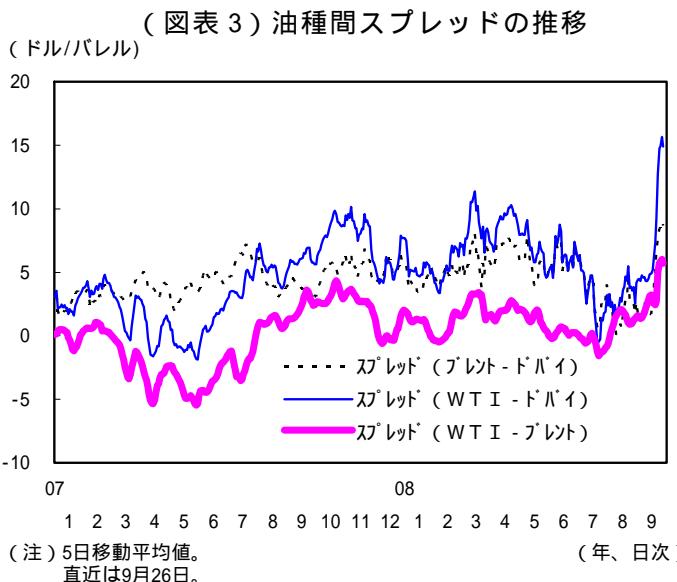
原油相場は、夏場以降続いた景気減速懸念や投機資金流出への思惑などを背景とした一本調子の下落に歯止めがかかり始めている。先行きについても、景気減速懸念が相場の上値を抑制する一方、下落局面ではOPECの減産の可能性が意識されるほか、値ごろ感から中国などの原油購入も増えるとみられ相場の下支えとなろう。このため、しばらくは方向感を失う展開が続くとみられ、90～110ドルを中心とした横ばい圏での推移が見込まれる。

（図表1）原油市況の推移

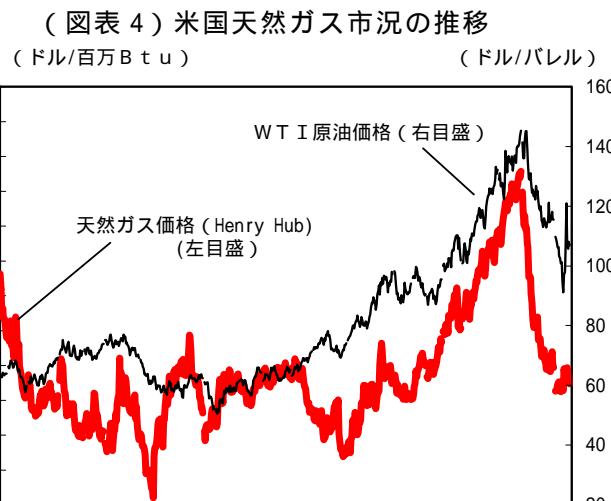


（図表2）石油製品市況の推移

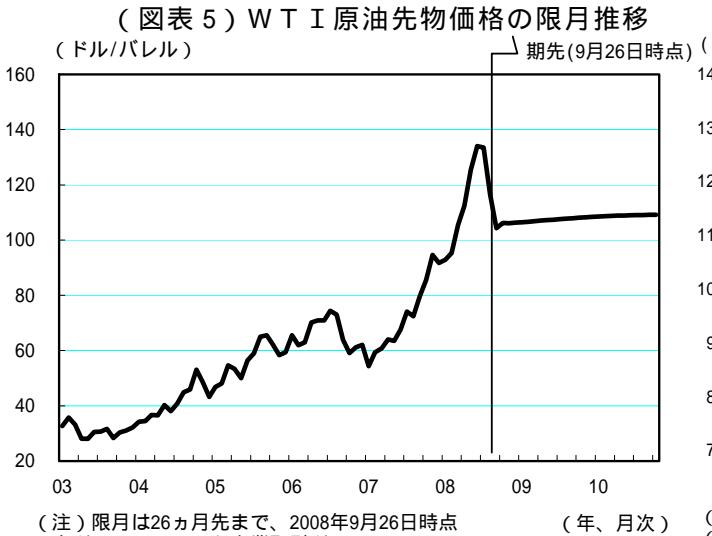




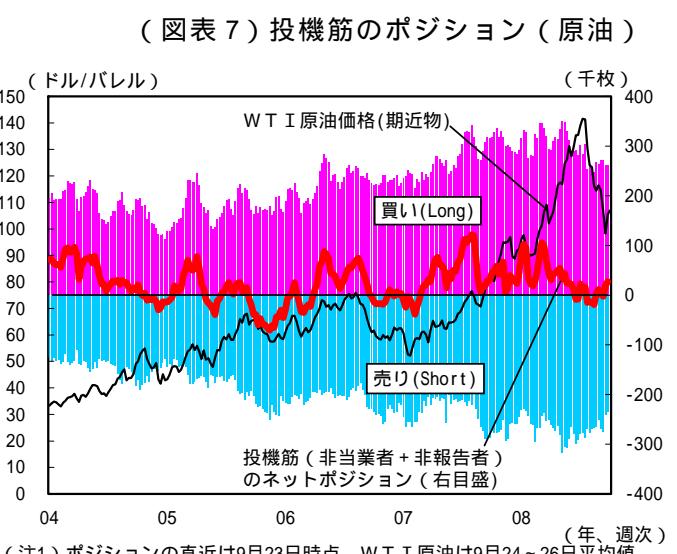
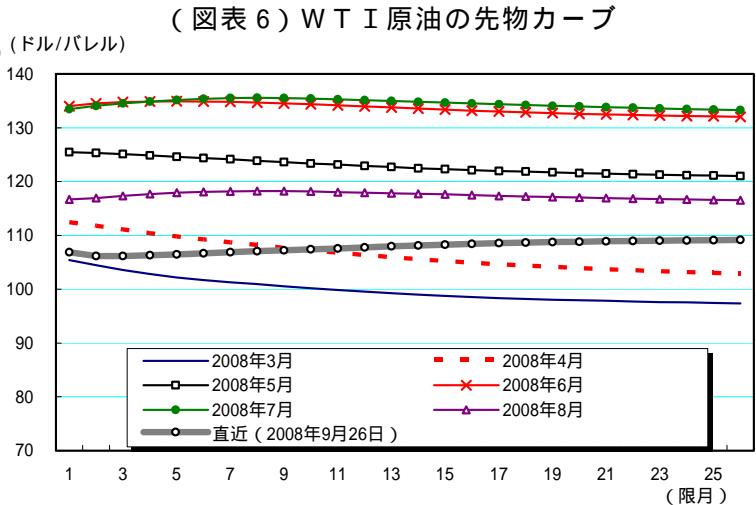
(注) 5日移動平均値。
直近は9月26日。



(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略
(注2) 直近は9月26日。



(注) 限月は26ヵ月先まで、2008年9月26日時点
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYME)



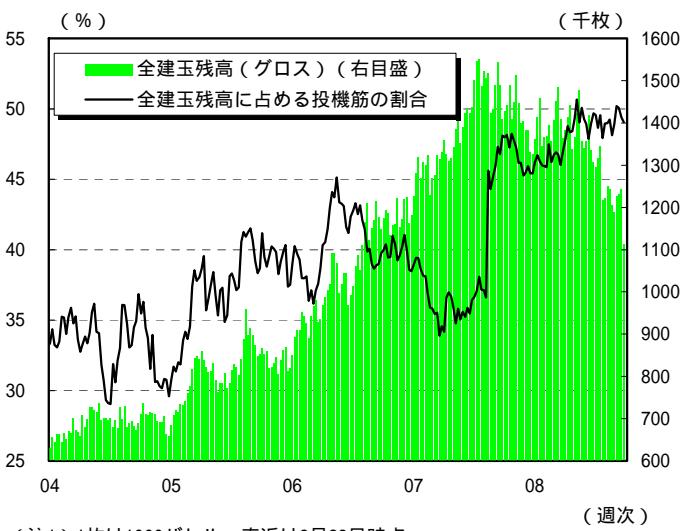
(注1) ポジションの直近は9月23日時点、WTI原油は9月24~26日平均値
(注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザー -
以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引
参加者で多くが投機を目的としていると推察される。

(出所) CFTC

(注1) ポジションの直近は9月23日時点、WTI原油は9月24~26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) 原油先物の建て玉(NYME)



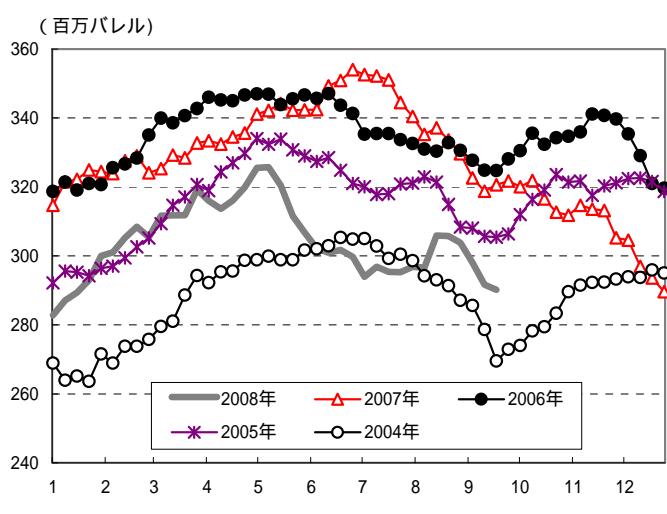
(注1) 1枚は1000バレル。直近は9月23日時点
(出所) 米国先物取引委員会(CFTC)

2. 品目別需給動向

(1) 米国原油需給；需要は低調、在庫の減少が続く

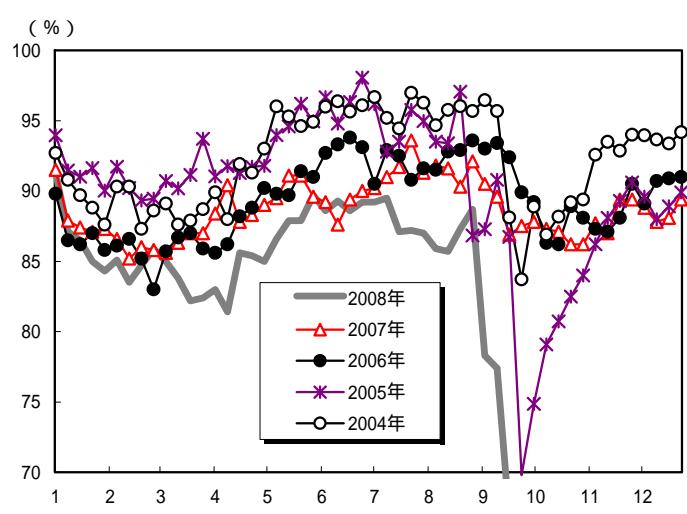
9月19日に終わる週の原油在庫は、前週比150万バレル減少した（図表9）。8月後半以降は大幅な減少が続いている。米国の原油在庫は過去数年に比べ低い水準にある。製油所の稼働率についても、近年の水準を下回っており、原材料となる原油の需要は低調なままである（図表10）。ハリケーン上陸の影響による変動もあるとみられるものの、足元では、石油製品需要の鈍化により製油活動が一段と低迷するとの見方が広がっていることや、原油相場が下落基調になり、石油業者の在庫保有意欲が低いことなどが、在庫減少の要因と推察される。

（図表9）米国の各年の原油在庫



（注）S P Rを除く原油在庫、直近値は9月19日
(出所)米国エネルギー情報局(EIA)

（図表10）米国の製油所の稼働率

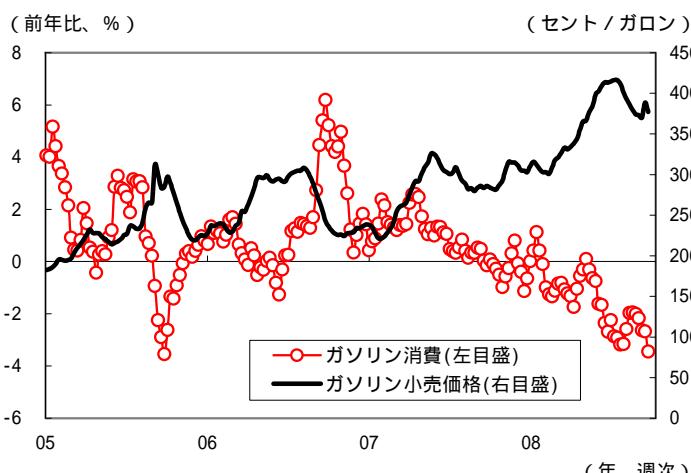


（注）直近値は9月19日
(出所)米国エネルギー情報局(EIA)

(2) 米国石油製品；ガソリンを中心に需要の低迷が続く

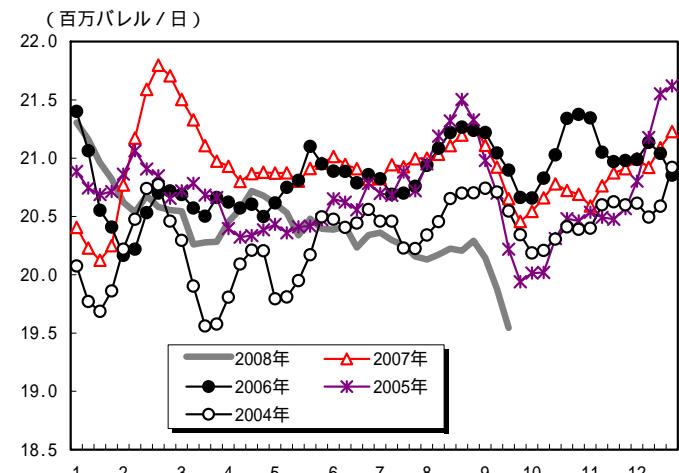
原油価格の下落を反映して、米国のガソリン価格は下落基調で推移していたが、足元の小売

（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) E I A

（図表12）石油製品消費量の推移



（注）速報系列の4週後方移動平均、直近値は9月19日
(出所)米国エネルギー情報局(EIA)

価格（全米平均）は、ハリケーン上陸に伴う一時的な影響などから9月第3週に小幅上昇した後、ほぼ横ばいにとどまった（9月第4週は3.77ドル、図表11）。ガソリン需要の低迷は鮮明となっており、足元では、2005年のハリケーン・カトリーナ上陸時以来の減少幅を記録した。重油や中間留分を含めた石油製品全体でみても、消費量は近年の水準を大幅に下回って推移している（図表12）。

（3）ナフサ；原油に連動して下落

日本の7月の輸入ナフサ価格（通関）は、1リットルあたり81.9円に上昇した（図表13）。一方、7月の原油輸入価格は同88.5円まで上昇しており、ナフサ価格の原油価格に対する割安度合いが一段と拡大した。

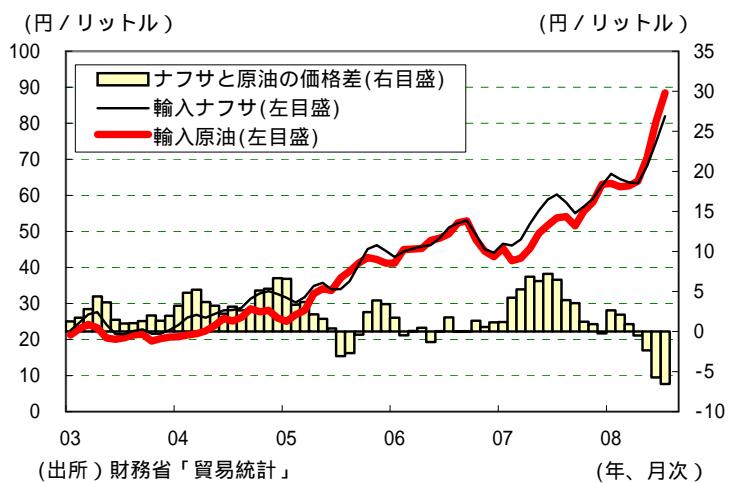
その後の市況をみると、原油に連動してナフサも下落し、足元では下げ止まっている。そうした中で、ナフサと原油の価格差は不安定になっているが、以前に比べナフサの割安度合いは縮小している（図表14）。

一方で、アジアのナフサ価格は、欧州のナフサ価格に対して割安になっている（図表14）。従来は、相対的にみれば引き締まり感のあったアジア市場に欧州のナフサが輸入されてきていたが、9月に入り急速にアジアのナフサ需給は緩和してきており、むしろアジアから欧州向けにナフサを輸出する動きがある。

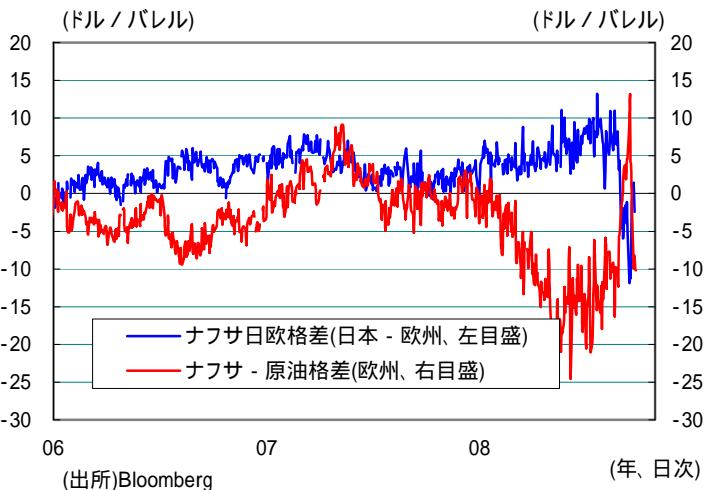
日本など東アジアの石油化学プラントのメンテナンスが増えてナフサ需要が減少する時期にあることや、石油化学製品の減産の動きも出ており、アジアのナフサ需要が弱含んでいるとみられる。

もっとも、今後は、アジア地域で製油所のメンテナンスが多くなりナフサ供給が減ることや、石油化学プラントのメンテナンスが一巡してナフサ需要が増えることが見込まれている。加えて、原油やナフサ価格の下げ止まり観測が出てくると、これまでの買い控えの反動が出てくる可能性もある。

（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

8月のOPEC 13ヶ国の原油生産（日量）は、前月比 - 20.0 万バレルと減少に転じた。生産枠が適用される 12カ国（イラクを除く）では同 - 5 万バレルであった（図表 16、Bloomberg による推計値）。サウジアラビアの生産が 10 万バレル減少し、イラクの生産も減少した。

OPEC は 9月 10 日の定例総会で生産枠を据え置き、生産枠を超過する生産分削減により実質約 50 万バレルの減産になると発表した。一部加盟国は原油相場の下落を懸念していることから、相場が一段と下落する場合には 12 月 17 日に開催予定の次回特別総会で減産が決定されるとの見方もある。

もっとも、ベネズエラのラミレス石油相は今回の実質減産により相場は 100 ドル前後で安定するとの見方を示したほか、イランのハティビ OPEC 理事は 17 日に 12 月総会での減産判断については時期尚早との態度を示しており、現在の相場水準が続く場合には減産に踏み切る可能性は高くないとみられる。

一方、地政学リスクをめぐり、イランの核問題については、22 日に開催された IAEA 理事会の声明の中で、実質的な進展はないとして重大な懸念が表明され、欧米主要 6カ国はイラン制裁に関する協議の継続を確認した。また、グルジア紛争については、8 日の撤退合意に基づき、ロシア・グルジア両軍の撤退が始まっているが、ロシアによる南オセチア自治州、アブハジア自治共和国の独立承認をめぐり米ロの対立が続いている。

（図表 15）OPEC の生産動向

（万バレル/日）

国名	生産量 (8月)	生産量 (7月)	超過量 (8月)	生産枠 (07年11月～)	産油能力	稼働率	生産余力 (8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	188.0	191.0	-2.0	190.0	193.0	96.4%	5.0
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	86.5	86.5	0.0	86.5	90.0	96.7%	3.5
イラン	408.0	398.0	26.3	381.7	410.0	97.1%	2.0
イラク	231.0	246.0	-	-	250.0	97.4%	19.0
クウェート	260.0	260.0	6.9	253.1	260.0	97.3%	0.0
リビヤ	163.0	165.0	-8.2	171.2	175.0	101.7%	12.0
ナイジェリア	190.0	193.0	-26.3	216.3	220.0	92.7%	30.0
カタール	88.0	88.0	1.2	82.8	90.0	93.3%	2.0
サウジアラビア	950.0	960.0	55.7	894.3	1,080.0	85.2%	130.0
UAE	266.0	265.0	9.3	256.7	265.0	96.6%	-1.0
ベネズエラ	236.0	234.0	-11.0	247.0	250.0	97.2%	14.0
OPEC 13カ国	3,257.5	3,277.5	-	-	3,478.0	93.3%	220.5
OPEC 12カ国	3,026.5	3,031.5	59.2	2,967.3	3,228.0	92.9%	201.5

（注1）超過量（8月） = 生産量（8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（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；投機規制をめぐる議論

米商品先物取引委員会(CFTC)は9月11日、商品先物市場における投機的取引に関する調査報告書を公表した。一方、今年前半の原油相場の上昇局面で、インデックス・ファンド主犯説を主張し注目されたマイケル・マスターズ氏は10日、夏場以降の相場反落についてもインデックス・ファンドからの資金流出が主因との見解を発表した。夏休み明け議会では、原油など商品先物市場における規制のあり方をめぐり議論が再開された。

(1) インデックス・ファンド主犯説を否定した報告書

CFTCは、インデックス・ファンドによる投機取引の抜け道(スワップ・ループホール)になっているとして批判されるスワップ・ディーラー43社への聞き取り調査に基づき、2007年12月31日から今年6月30日までの、取引所および店頭取引におけるインデックス・ファンド関連の取引規模・数量や投資家属性、建玉制限を越えるポジションなどの情報をまとめている。スワップ・ディーラーとは、商業筋に対し、価格変動リスクのヘッジ手段を提供する機能を持つ金融機関などである。

調査結果によると、こうしたスワップ・ディーラーが取り扱った取引所以外での店頭取引を中心とした商品指指数ファンド関連の売買金額は2,000億ドルにのぼったものの、これは同期間の取引所での売買金額である9,450億ドルの17%にとどまっている。特に、スワップ・ディーラーが取り扱った売買を商品別にみると、取引所取引に対するシェアは原油は13%、トウモロコシは18%にすぎない(小麦は47%にのぼる)。

さらに、同期間にインデックス・ファンドの資産残高が390億ドルから510億ドルに増加したものの、これは、原油相場が96ドルから140ドルに上昇した結果であり、取り組み枚数についてみると逆に11%減少していたとの分析を示している(図表16)。その上で、インデックス・ファンドに関する分析には限界があるため一定の結論を示すのは困難だとしながらも、同ファンドが相場に与えた影響が小さいことを示唆する内容となっている。

(図表 16) CFTC 報告書が示したインデックス・ファンドの規模

	2007/12/31	2008/3/31	2008/6/30
インデックス・ファンド 残高 (NYMEX 原油)	391億ドル	410億ドル	510億ドル
同・取組枚数	40.8万枚	39.8万枚	36.3万枚
NYMEX 総取組枚数	250.9万枚	288.5万枚	283.7万枚
WTI 原油先物相場	96ドル/バレル	102ドル/バレル	140ドル/バレル



(注) 米商品先物取引委員会報告書

(2) 投資家区分については変更の必要性を明記

今回の調査は、今年前半の原油相場やガソリン価格急騰の主因として、投機を槍玉に挙げて批判し規制強化の動きを強める米議会からの圧力を受けて行なわれたものである。もっとも、CFTCは規制当局であると同時に、全米33の商品先物取引所や取引仲介業者の自由な経済活動を擁護する立場にもあり、業界の成長に寄与するインデックス・ファンドに対し規制を強化することには従来から反対の立場を示しており、今回の調査結果はある程度予想された内容と受け止められている。

逆に報告書は、インデックス・ファンドの影響について不透明としながらも、スワップ・ディーラーが投機取引の抜け道となっている現状について、新たな投資家区分を設け、建玉制限を課す必要性を明記した点が注目される。

(3) 再び注目を集めるマスターズ氏

一方、ヘッジ・ファンドの運用責任者でもあり、インデックス・ファンド主犯説を唱えるマイケル・マスターズ氏は、報告書が発表される前日の10日に発表したレポートの中で、夏場以降の原油相場急落についても、インデックス・ファンドからの資金流出が主因であったとし再び注目を集めている（ウォールストリートジャーナル紙の扱いはCFTC報告（金融版3面）よりもマスターズ氏のレポート（金融版1面）を似顔絵入りの大きな記事で扱っている）。

マスターズ氏の分析によれば、インデックス・ファンドの資産残高と原油相場の関係をみると、資産残高が相場の動きに先行しており、7月に入りインデックス・ファンドの資産残高が減少した後に原油相場が反落したこと、また、7月中旬はインデックス・ファンドによる商品投資の主役とされる年金基金が、四半期の投資方針を決定する時期であり、こうした投資家動向が原油相場に強い影響を与えたと指摘している。

(4) 議会での対決

相場に与える投機の影響について見解が対立する中、16日には米議会上院エネルギー・資源委員会で公聴会が開催され、マスターズ氏、CFTC主任エコノミストの両者が出席した。

最初に証言に立ったマスターズ氏は、CFTC報告書が示した分析は、買いポジションと売りポジションを相殺したネットポジションの値だけを取り上げ、グロスの値を取り上げていない点や、対象を2007年末～2008年6月に限定し、インデックス・ファンドの資金規模が急増したそれ以前の時期や、7月以降に資金規模が減少した時期を除外している点などを批判した。

これに対し、CFTCの主任エコノミストのハリス氏は、報告書の内容を繰り返し、インデックス・ファンドが原油相場を構造的に押し上げた証拠は何も確認できないと主張した。また、シカゴ商品取引所CEOのニューサム氏は、CFTC報告書の分析と比較してマスターズ氏の分析手法そのものが間違いであると強く批判したほか、スワップ・ディーラーの立場から証言に立ったJPモルガンチェースのイーグル氏は、かりにインデックス・ファンドの影響が強ま

っているのであれば、あらゆる商品の値動きが同方向に動くはずだが、それぞれの商品相場の2003年以降の相関係数は小さく、必ずしも同方向に動いていなかったとして、インデックス・ファンドの実態が誇張されている可能性が高いと主張した。

公聴会では規制反対派委員が多かったが、下院農業委員会は休会前の7月末にいったん否決した投機抑制法案を18日可決するなど、規制のあり方をめぐる議論は依然として続いている。

また、ウォールストリートジャーナルはCFTC報告書を社説でとりあげ、報告書がインデックス・ファンドの資産残高を2,000億ドルとしている点について、他の専門家やウォールストリートの金融機関の間では3,000億ドルとみられていると疑問を呈した（図表17）。

（図表17）規制強化をめぐる賛成・反対両派の主張

【規制反対派】	
	インデックス・ファンドの影響は不透明（CFTC）
	マスターズ氏の分析手法の正確さに疑念（シカゴ商品取引所）
	商品相場の相関性がみられない（大手金融機関）
【規制賛成派】	
	ファンドの規模はグロスでみるべき（マスターズ氏）
	調査対象期間を限定しているのは不自然（同）
	CFTC報告書は過少推計の可能性（ウォールストリートジャーナル紙）

（出所）米議会上院エネルギー資源委員会

（5）投機規制を巡る議論は依然として白熱

投機規制をめぐる状況は、過剰な規制を回避したい業界と、選挙を控え有権者にアピールしたい議員とが対立する構図にある。ただし、一連の議論を通じ、スワップ・ディーラーに建玉制限が課されていない現状の制度の不備が明らかとなり、CFTC報告書もスワップ・ディーラーを商業筋（実需筋）の区分から除外して新しい区分を設ける必要性を明記している。

このため、今後の焦点は、スワップ・ディーラーの投資家区分や建玉制限の議論を軸に、法律化に向けた作業をどのようなスケジュールで進めていくかに移るとみられるが、原油相場が反落しガソリン価格が3ドル台半ばまで下落したことにより、春先のような興奮は冷めているのも確かである。

もっとも、原油相場の動向次第では、来年1月からの新議会においても、再び規制強化の問題が取り上げられる可能性は高く、CFTC報告書がスワップ・ディーラーに対する規制の必要性を明記したことは注目されよう。新たな規制の方向性が明確となるまでは、投機筋に対する牽制的な意味合いも持つことになるとみられる。

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性を保証するものではありません。また執筆者の見解に基づき作成されたものであり、弊社の統一的な見解ではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。当資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されております。全文または一部を転載する際は出所を明記して下さい。