

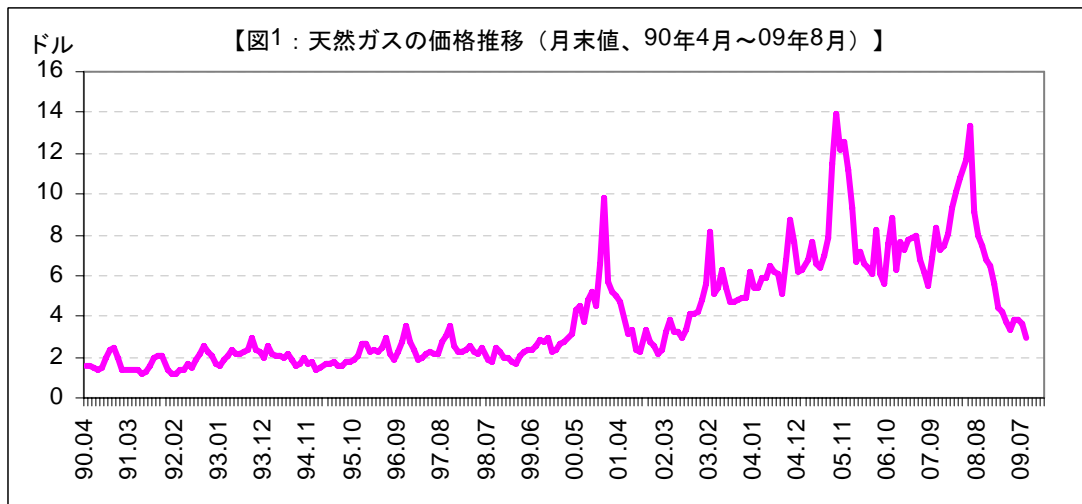


天然ガスはなぜ割安となったのか

【要約】

天然ガスが大幅な割安となっている。需給緩和と投機家不在が指摘されているが、投機家が不在というわけではなさそうだ。天然ガスは環境対策と石油代替の両面から需要の増加が期待されており、天然ガス価格に連動したETFの時価総額も急増が確認されている。一方、規制・監督強化の動きはヘッジファンドらの売り圧力を弱める可能性があり、今後は原油に対する割安感も解消に向かうのではなかろうか。

【天然ガス価格、7年半ぶりの安値に】



天然ガス価格が低迷している。原油価格は年初の1バレル当たり30ドル前半から8月には70ドル台半ばへと倍以上に上昇し、9月もおおむね70ドル近辺で推移している。また、株価をみても3月の安値からは50%超の回復を見せている。一方、天然ガス価格は昨年7月の1MMBtu当たり13ドル台から昨年末には5ドル台へと下落。原油や株と違い、その後も下げ止まることなく推移すると、8月には3ドルを割り込み、2002年3月以来、7年半ぶり安値をつけている。ちなみに、2002年3月の原油価格は20ドル前半だった。

【需給緩和と投機の不在】

天然ガス価格の下落の主因として、需給の緩和と投機の不在という2点が挙げられてい

警告： このレポートは、当社および当社関連会社が信頼に値すると判断した情報を基に作成されていますが、あくまでも情報提供が目的であり、その結果について責任を負うものではありません。投資の決断は、あくまでも投資家自身の判断に基づいて行ってください。先物取引はリスクの高い取引であり、多大な損失をもたらす場合があります。投資を行う前には十分な考慮が必要です。

T&C Financial Research USA, Inc. Copyright © 2005-08, all right reserved
This Report is for Authorized Recipients Only and Not for Public Distribution.

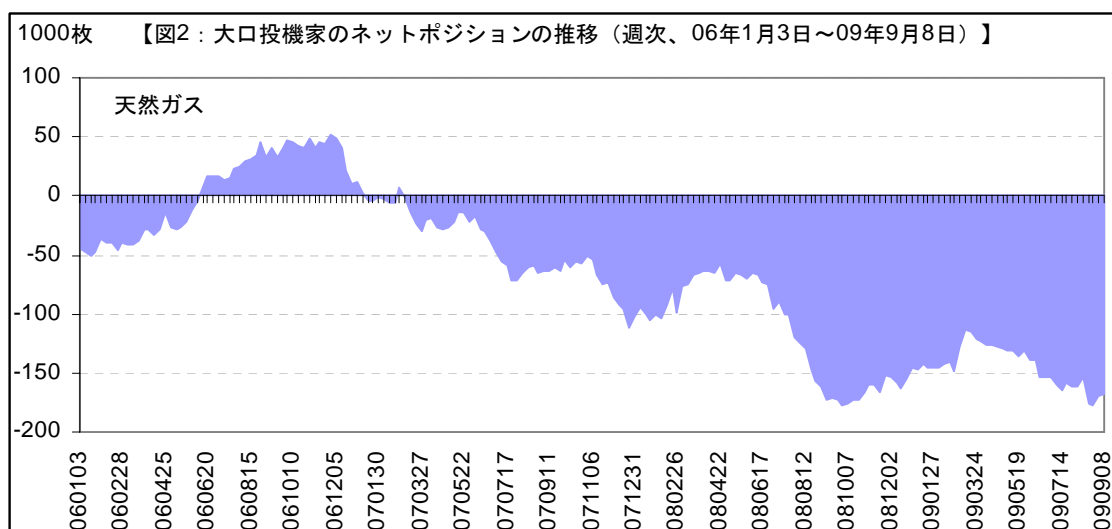
無断転載、引用を堅く禁じます。

る。まず、需給をみると、9月4日時点の天然ガスの在庫は前年を17.1%、過去5年平均を17.4%上回っており、2007年11月に付けた過去最高値を更新するペースで在庫が積み上がっている。大幅な需給緩和状態が当面は改善される見込みがない、との見方が価格の低迷の背景として挙げられている。

しかし、商品市場を見渡すと、需給が緩和しているにもかかわらず、価格が上昇している銘柄は少なくない。原油にしても、在庫は前年を13.2%、過去5年平均を8.2%上回っており、需給面だけをみれば上昇には違和感がある。そこで、投機資金の流入の有無が指摘されている。

原油市場では、景気回復に伴う需要増加への期待から投機資金が流入しているが、天然ガス市場は投機の対象になっていないので、割安になっているとされている。天然ガスに投機が起こらない背景としては過去の経緯から説明されることが多い。2006年9月、ヘッジファンド大手のアマランスが天然ガスの取引に失敗し、巨額の損失を出して破綻した。同社はハリケーンによる天然ガス価格の上昇に賭けるポジションを取っていたが、ハリケーンによる被害がなかったことや暖冬見通しなどから価格が下落したことで損失が膨らんだとされている。以後、天然ガス市場には新規資金が入らなくなったという。

【投機不在とは言い切れず】



NYMEX での取組高を見ると昨年6月の97万枚をピークに今年3月には62万枚まで低下し、8月時点でも71万枚と確かに減少している。しかし、原油市場も昨年7月の152万枚から今年8月は116万枚へと減少している。また、月間の出来高をみると、8月は444万枚と昨年7月の424万枚（昨年の最高値）を上回っている。天然ガスの人気は極端に細っているとは言い切れず、投機資金の流入がないから割安になっているというわけでもなさそうだ。

警告： このレポートは、当社および当社関連会社が信頼に値すると判断した情報を基に作成されていますが、あくまでも情報提供が目的であり、その結果について責任を負うものではありません。投資の決断は、あくまでも投資家自身の判断に基づいて行ってください。先物取引はリスクの高い取引であり、多大な損失をもたらす場合があります。投資を行う前には十分な考慮が必要です。

CFTC の建玉報告によると、9月8日現在の天然ガス市場での大口投機家のポジション（先物のみ）はネットで17万枚のショートとなっている。一方、原油市場での大口投機家は3万枚のロングとなっており、天然ガス価格の下落には投機的な売りが介在していることを示唆している。

【ハリケーンショート】

原油価格上昇の背景として、景気回復に歩調を合わせた需要の回復見通しのほか、財政支出の拡大と緩和的な金融政策の組み合わせが将来的なインフレ懸念を招いているとの指摘は多い。しかし、こうした要因は天然ガス市場からみても強気の原因であり、なぜ投機家が売りに回るのかは不可思議となる。

市場参加者らによると、アマランスが所謂『ハリケーンロング』に失敗したことから、最近では投機家はハリケーンが来ないほうに賭ける傾向にあるという。確かに、2006年のハリケーンシーズンには大口投機家は4万枚以上のロングポジションを作っていたが、2007年以降をみると、ハリケーンシーズンの始まる7月頃からショートを積み上げ、シーズンが終盤を迎える10月下旬からショートを取り崩している。

【スワップディーラーの買い】

投機家がショートを積み増す過程では、当業者がロングを増やしている。自然災害に備えたヘッジのようにも思えるが、それだけではなさそうだ。CFTCは9月から建玉区分を改めたものを平行して発表している。従来は、「当業者」として扱われていたスワップディーラーを別区分とした。

新しい区分によると、当業者はネットで926枚の買い越しとなっておりポジションは中立となる。スワップディーラーは12万7475枚の買い越しとなっており、合計は平行して発表されている、従来の区分での当業者の買い越し枚数12万8401枚と一致する。

このスワップディーラーのロングはおおむね商品インデックスやETFからの買いに対応しているとされている。最近話題になっている天然ガス価格に連動するETFであるUSナチュラルガスファンド(UNG)からの買いもこの区分に反映されているようだ。従って、天然ガス市場は「当業者の買い」対「ファンドの売り」という構図ではなく、「ETFの買い」対「ヘッジファンドの売り」となる。

【需要増加見通しで資金は流入している】

UNGの時価総額は年初の7億ドルから足元では45億ドルと急拡大している。価格が下落の一途を辿っているのに資金流入が止まらない状況は不思議に思えるかもしれないが、背景にはオバマ政権のエネルギー政策がある。「グリーン・ニューディール」に関しては、太

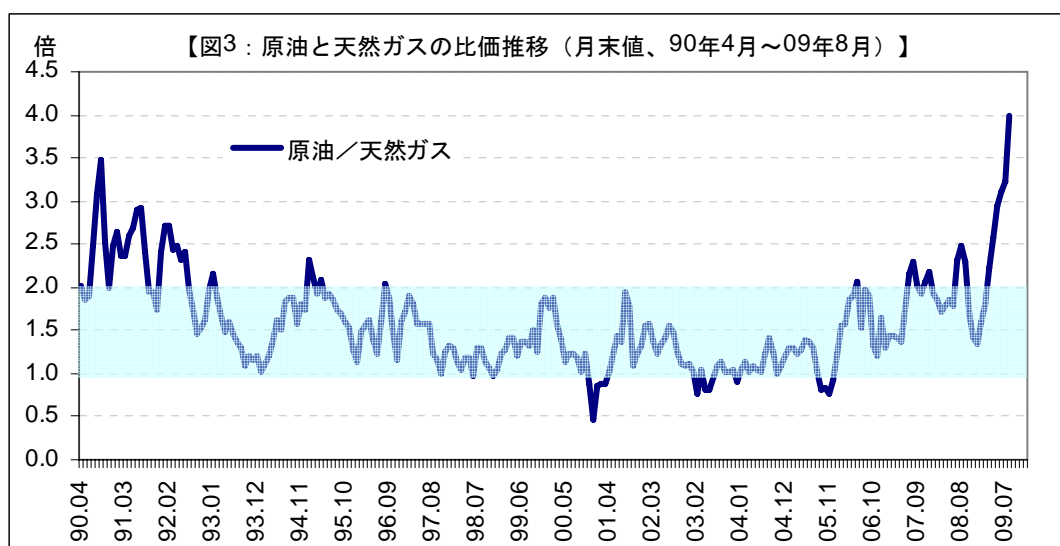
警告: このレポートは、当社および当社関連会社が信頼に値すると判断した情報を基に作成されていますが、あくまでも情報提供が目的であり、その結果について責任を負うものではありません。投資の決断は、あくまでも投資家自身の判断に基づいて行ってください。先物取引はリスクの高い取引であり、多大な損失をもたらす場合があります。投資を行う前には十分な考慮が必要です。

陽光発電など再生可能エネルギーが耳目を集めがちではあるが、高コストであることから実用化へのハードルは高い。

そこで注目されているのが天然ガスである。天然ガスは燃焼時の二酸化炭素（CO₂）排出量が石油や石炭に比べて少ない。発熱量当たりのCO₂排出量は、天然ガスを1とした場合、石油が約1.3、石炭は約1.8とされている。再生可能エネルギーへの代替が進むまでの過渡期を考えれば、喫緊の課題となっているCO₂の削減には有力な手段とされている。

また、天然ガスは米国内に豊富に存在していることから、安全保障上の問題にも貢献できる。脱石油で中東依存度を低下させることは外交上の課題でもある。さらに、生産コストも高くはない。技術の進歩により、従来では難しかったガス田からも回収が可能となっており、特殊な技術を用いたとしても生産コストは1MMBtu当たり4～7ドルとされている。原油換算では25～40ドル程度となる。環境対策と石油代替の両面から天然ガスの需要が急増するとみる識者も少なくない。

【原油/天然ガスの価格レシオ、90年以降で最大に】



このような背景もあって天然ガスETFへの資金流入が続いているわけだが、ETFへの投資家はかなり長期的なスパンでの需要増加を見込んでおり、必ずしも足元の需給動向を理解しているわけではない。原油価格の上昇も追い風となり、天然ガスの生産が増加していたところに、景気の後退で需要が落ち込み、需給は超緩和的な状況にある。また、季節性に絡んだ思惑などを考慮することもなかっただろう。従って、ETFからの買いは事情を知るヘッジファンドにとっても「お客様」となっていた可能性がある。

では、ETFはいつまでも「優良顧客」に甘んじているのかというと、状況は既に変化しつつあるようだ。最近の動きをみても、原油価格が伸び悩みとなる一方で、天然ガス価格は

警告： このレポートは、当社および当社関連会社が信頼に値すると判断した情報を基に作成されていますが、あくまでも情報提供が目的であり、その結果について責任を負うものではありません。投資の決断は、あくまでも投資家自身の判断に基づいて行ってください。先物取引はリスクの高い取引であり、多大な損失をもたらす場合があります。投資を行う前には十分な考慮が必要です。

安値から切り返している。原油価格は6月に70ドル台に乗せて以降は一進一退の動きが続いており、上値はほとんど伸びていない。低迷が続いていた天然ガスも、9月4日に2.4ドル台まで下落した後に切り返すと9月16日には3.7ドル台まで回復し、底堅さを見せている。天然ガス価格は9月17日現在で3.4ドル台にあるが、これは原油換算で20ドル程度となる。この3カ月の原油価格は天然ガスとの比価で見ると3~5倍となっており、足元では90年以降で最大値となっている。中長期的にこの価格差が維持されるとは考えづらいだろう。90年4月から09年8月までの比価の平均は1.6倍となり、この間の標準偏差は0.5となっている。概して、1.0~2.0が目安となりそうだ。

【割安感は何れ解消か】

注目は、CFTCによるスワップディーラーへの建玉制限の動きとなる。今回、当業者からスワップディーラーを別区分としたことからもうかがえるように、現在スワップディーラーに与えられている建玉制限の免責が剥奪される公算は小さくない。建玉規制で新規の募集や株式の発行が制限されることになれば、ETFによる買い支えを失い価格はさらに下がるのではないかとの見方もできるが、買う人がいてはじめて売れるとも考えられる。

新規での買いが途絶えた場合、売り手はショートを増やすことが難しくなり、これまでの利益を確保するために買い戻しに動くことが予想される。最近の価格回復は、CFTCの示した方向性がファンドの買い戻しを促したという一面もありそうだ。生産コストとの見合いでいうと、5~7ドルが中長期的なターゲットとして想定され、上値を伸ばす余地はかなり残されている。天然ガス価格の上昇と原油価格の低下により、天然ガスの割安感が解消に向かうとのシナリオは描いておいても損はなさそうだ。

【原油は買い手不在も】

一方、原油市場に目を移すと、天然ガスが8ドル程度まで上昇しないことには70ドルの水準を維持するのは難しそうだ。天然ガスを6ドル程度に見積もると50ドル台前半まで水準を引き下げると想定される。また、CFTCの動きもネガティブに作用するだろう。原油市場では、天然ガスとは違い、ヘッジファンドとスワップディーラーは共に買い方にある。インフレヘッジなどの思惑を背景としたインデックスファンドなどへの資金流入がスワップディーラーの買いに反映され、その流れに乗ってヘッジファンドも買い上がって来た。しかし、建玉制限によりスワップディーラーの買いが途絶えるようだと、上値を追うのも難しくなるので、ヘッジファンドがポジション整理に動くことも想定した方がよさそうである。最近では株価の上昇にも反応薄となっており、規制の動きへの警戒感から上値が重くなっているとの指摘もある。

警告: このレポートは、当社および当社関連会社が信頼に値すると判断した情報を基に作成されていますが、あくまでも情報提供が目的であり、その結果について責任を負うものではありません。投資の決断は、あくまでも投資家自身の判断に基づいて行ってください。先物取引はリスクの高い取引であり、多大な損失をもたらす場合があります。投資を行う前には十分な考慮が必要です。

【嗜好品は消費への影響が小さい】

商品市場への規制・監督強化の動きは農産品価格の上値も重くするだろう。穀物や原油は個人消費への影響が大きいことから、規制の対象となりやすい。その点、消費への影響が比較的小さいとされる金やコーヒーなどの嗜好品は比較的緩やかな規制となる可能性が残されている。規制の多いところから少ないところへとお金が行くのは歴史の語るところでもあり、商品市場の中でもそうした動きがみられるのかも知れない。最近、金（ゴールド）が急騰している背景として、規制の動きを嫌って原油から金へと投機資金が流れているとの指摘もある。

【適正価格の判断基準は非常に曖昧】

株式には配当や収益など株価を判断する基準がいくつかあるが、商品はその自体がキャッシュを生み出さないこともあり、適正価格を評価するのがより困難と言われている。金と銀や大豆とコーンなど他品でも比価による言及が多いのも、他に適当な評価基準が見当たらず、その一方で価格の時系列データは比較的豊富に残されているからであろう。天然ガスが割安だと言われているが、これも原油との比価での話しである。似て非なるものを比較しているのであって、あくまで目安と考えるべきだろう。

一方、株価を分析する場合、企業利益の源泉や需給要因が多岐に渡るのに対し、商品の需給構造はよりはっきりとしている。生産や消費のデータは比較的整備されており、価格への影響もより直接的である。従って、商品価格はフェアバリューがぼんやりとしている一方で、変動要因は意外とクリアな面がある。

天然ガスが下落してきた背景をみても、需給緩和というありきたりな材料が主因であることは確かである。ただし、昨年夏の13ドルからいくらになれば適正なのかを計るのは難儀となる。8ドルなのか5ドルなのか、3ドルは安過ぎるのかについて、ある程度の主観は排除できないであろう。

さらに、コモディティが金融商品化したことも状況を複雑なものとした可能性がある。もともと価格変動が激しいという特性もあり、年金運用などに商品を組み込むことは認められていなかった。一方、長期的にみれば商品が株と逆相関、あるいは無相関に近いことは以前から知られており、ポートフォリオの安定という視点に立てば魅力的であるのはその通りである。2000年代に入り、次々と商品EFTが開発され、投資家が商品をポートフォリオに組み入れる動きが相次いだのも頷けよう。分類上は株式となることから、ETFはこれまで商品に手を出せなかった投資家への自由度を高めたと言われている。

しかし、商品への投資熱が高まるにつれ、新たな問題も発生している。商品をポートフォリオに組み入れたことで株との相関が強まったとされており、最近でも株と原油の動きが同調しているとの指摘は多い。株と原油をリスクアセットとして同じカテゴリーに分類

警告: このレポートは、当社および当社関連会社が信頼に値すると判断した情報を基に作成されていますが、あくまでも情報提供が目的であり、その結果について責任を負うものではありません。投資の決断は、あくまでも投資家自身の判断に基づいて行ってください。先物取引はリスクの高い取引であり、多大な損失をもたらす場合があります。投資を行う前には十分な考慮が必要です。

して投資判断をした場合には、こうした傾向が強まることが想定される。そうなると、原油価格に影響を与えてきた従来の需給要因の相対的な影響力は弱まることになる。結果、いわゆるファンダメンタルズから乖離した価格水準を達成する可能性がある。

商品市場の規制・監督の動きが強まっているのは、単なる投機の抑制もあるだろうが、商品の金融商品化への流れに一定の防波堤を作る動きにもみえる。株や債券に比べて市場規模は小さいことから、比較的ローカルな資金の流れであっても相場を崩してしまう恐れもある。

自然現象による災害の発生は不可避な面もあり、そうした影響による価格変動へのリスクヘッジとしてデリバティブ市場に存在意義があることは広く認識されている。しかし、確たる根拠を持たない自由な資金の流出入に対しては、その市場規模の小ささもあり、商品市場は脆弱とみられている。規制強化の流れは時代に逆行しているとの指摘も多いが、本来あるべき姿に戻っているとの見方も可能ではなかろうか。

(T&C Financial Research USA／井上秀之)

警告: このレポートは、当社および当社関連会社が信頼に値すると判断した情報を基に作成されていますが、あくまでも情報提供が目的であり、その結果について責任を負うものではありません。投資の決断は、あくまでも投資家自身の判断に基づいて行ってください。先物取引はリスクの高い取引であり、多大な損失をもたらす場合があります。投資を行う前には十分な考慮が必要です。

T&C Financial Research USA, Inc. Copyright © 2005-08, all right reserved
This Report is for Authorized Recipients Only and Not for Public Distribution.

無断転載、引用を堅く禁じます。