

コモディティ・レポート

< 2009年7月 >

・ 6月の原油市況～70ドルをはさんで一進一退

原油相場は70ドルをはさんで一進一退で推移した。上旬には世界景気の底入れ期待から昨年秋以来となる73ドル台まで上昇した後、過熱感などから一時70ドルを下回る水準に下落したが、月末にかけてナイジェリアの政情不安などを背景に再び73ドル台まで上昇した。原油需給は依然として緩和状態にあり、最近の相場動向には投機的な動きも指摘される。一方で年後半にかけて景気が緩やかに持ち直せば、物流関連や工業関連の需要回復が見込まれる。このため、年末から来年にかけては次第に上昇基調が強まる見通しである。

・ 6月の非鉄金属市況～前半に上昇後、頭打ち

非鉄金属相場全般の動向を表すLME金属指数は、6月前半に上昇基調で推移した後、頭打ちとなった。品目別にみると、出遅れていたアルミニウムやニッケルの持ち直しが相対的に大きくなったものの、それまで上昇を続けていた亜鉛が頭打ちとなり、銅や錫の上昇テンポは鈍った。総じていえば、期待先行の相場上昇が一巡してきており、相場はいったん調整局面に入っている。年末にかけて、世界経済の改善と製造業活動の持ち直しが実際に確認されると、再び非鉄相場は上昇するだろう。

・ トピック～米金融市場改革と投機規制

米国では6月17日に新たな金融規制改革の概要が発表された。大恐慌以来となる大改革と位置づけられる内容である。

改革案は過剰投機の抑制に主眼を置いており、近年急拡大した店頭市場に対する規制も盛り込まれた。原油市場における投機は、取引所外での店頭市場を中心に広がっていると指摘され、今回の規制改革が原油市場に与える影響に関心が集まっている。米政府案では、店頭市場でのポジション規制の導入や、投資家の持ち高の報告義務などが盛り込まれた。足元の相場は再び投機色が強まっており、今後の相場動向によっては、投機規制の強化が市場へのけん制的な効果を持つことになるだろう。



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

調査部

【お問合せ先】 原油～細尾 (hosoo@murc.jp)、非鉄～芥田 (tomomichi.akuta@murc.jp)

今年度より、「原油レポート」と「非鉄金属レポート」を1冊に統合し、「コモディティ・レポート」として毎月発表します。なお、メール配信サービスを提供しています。ご希望の方は、「コモディティ・レポート配信希望」と記し上記E-mailアドレスに送信下さい。配信停止をご希望の方は、「コモディティ・レポート配信停止」と記しE-mailアドレスに送信下さい。

原油

1. 6月の原油市況：70ドルをはさんで一進一退

6月の原油相場（WTI、期近物）は11日に73ドル台と昨年10月以来8ヶ月ぶりの高値をつけた後反落したが、月末にかけて再び上昇し、30日には一時73.38ドルと11日につけた高値を小幅更新した。

上旬に相場が上昇した局面では、世界的な景気底入れ期待を背景に、投資マネーの流入が相場上昇に寄与したとの受け止め方が広がった。この間、ドル安、株高と原油相場の上昇がリスク資産投資拡大の目安として関連付ける見方が指摘されていた。米国の大手証券会社が、年末の相場見通しを従来の65ドルから85ドルに上方修正したことも買い材料視された。その後は相場上昇による過熱感への警戒が広がる中、世界銀行が今年の世界経済成長率が過去最低になるとの見通しを発表したことや、米国週次統計で、ガソリン在庫が増加したことなどをきっかけに相場はいったん反落した。もっとも、月末にかけては、ナイジェリアの政情不安やOPEC議長による80ドルが望ましいとの発言を手がかりに再度高値を更新する展開となった。

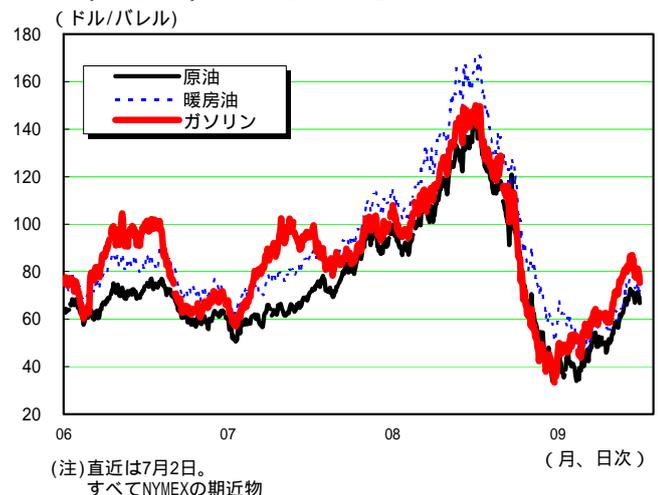
原油の油種間スプレッド（価格差）をみると、このところはWTIと他の油種とのスプレッドは縮小した状態が続いている（図表3）。一方、原油価格の先物カーブをみると、先高観測が根強いが、期近安が修正されるにつれて期先の価格が期近を上回る程度は小さくなっている（図表6）。先物市場における投機筋のポジションは買い越し幅が昨年末以来の水準に拡大していたが直近ではやや減少した（図表7）。また、商業筋も含めた先物の全建玉残高は下げ止まっている（図表8）。

6月の原油相場は昨年秋以来の高値水準となる70ドル近辺で一進一退の動きが続いた。世界景気の底入れ期待が広がる中、IEA（国際エネルギー機関）などの原油需要見通しの下方修正も一服したが、依然として石油製品や原油の在庫水準は高く、需給の引き締め感は乏しい。このため、株価や為替相場と連動した投機的な動きが指摘され高値警戒感が意識されている。もっとも、年後半にかけて景気が緩やかに持ち直せば、物流関連や工業関連での需要が回復してくると見込まれる。このところの投機的な急上昇は一服したとみられ、なおしばらくは、70ドルをはさんだ一進一退の推移が予想されるものの、年末から来年にかけては次第に上昇基調が強まる見通しである。

（図表1）原油市況の推移

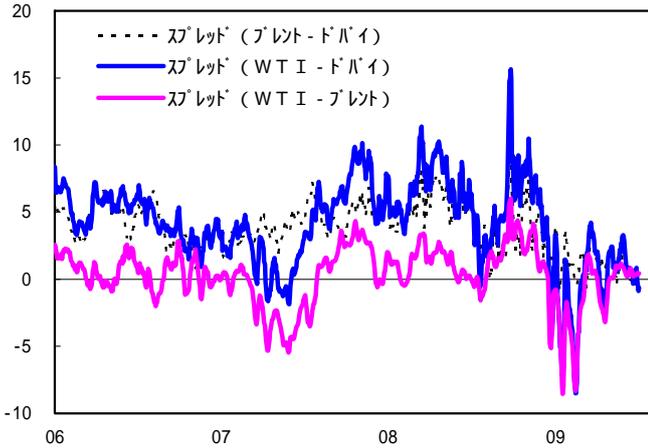


（図表2）石油製品市況の推移



(図表3) 油種間スプレッドの推移

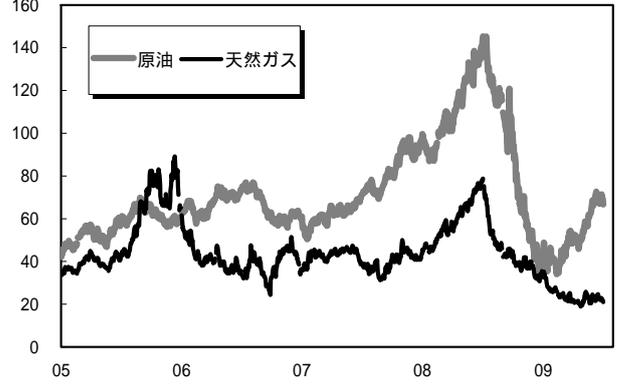
(ドル/バレル)



(注) 5日移動平均値。直近は7月2日。(年、日次)

(図表4) 米国天然ガス市況の推移

(ドル/バレル)



(注) 直近は7月2日。NYMEXの期近物。天然ガスは熱量比較により原油換算したもの。(月、日次)

(図表5) 原油先物価格と先物カーブ

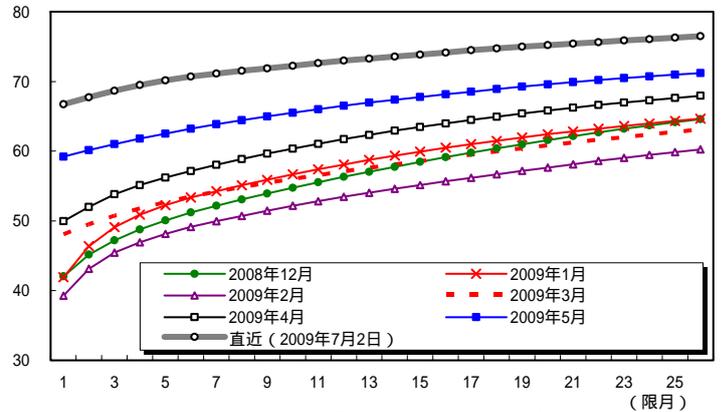
(ドル/バレル)



(注) 限月は26ヵ月先まで、2009年7月2日時点(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)(年、月次)

(図表6) WTI原油の先物カーブの変化

(ドル/バレル)

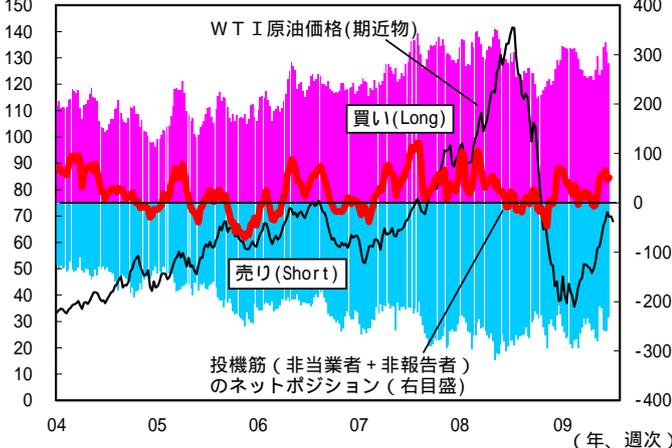


(注) 各時点における各限月(26ヵ月先まで)のWTI原油先物価格(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)(限月)

(図表7) 投機筋のポジション(原油)

(ドル/バレル)

(千枚)

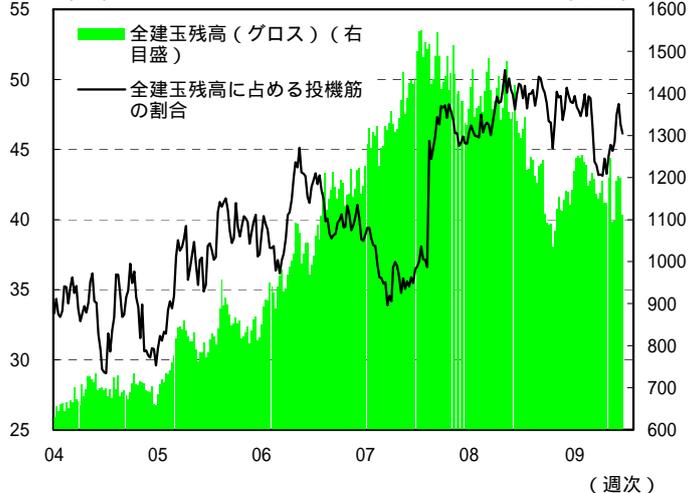


(注1) ポジションの直近は6月23日時点、WTI原油は7月1-2日平均値
(注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザ以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で多くが投機を目的していると推察される。
(出所) CFTC(年、週次)

(図表8) 原油先物の建て玉(NYMEX)

(%)

(千枚)



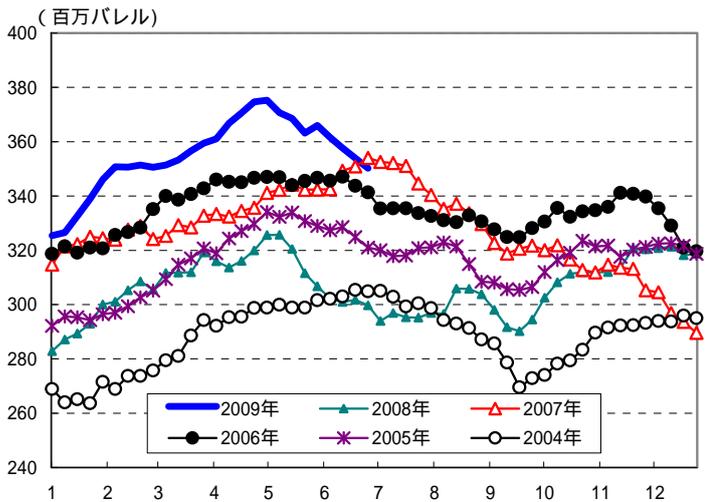
(注1) 1枚は1000バレル。直近は6月23日時点(出所) 米国先物取引委員会(CFTC)(週次)

2. 品目別需給動向

(1) 米国原油需給；原油在庫の減少が続く

米国の原油在庫は、5月はじめに19年ぶりの高水準に達した後は減少傾向で推移している(図表9)。5月に入って原油輸入が大幅に減少したことや、夏場に盛り上がるガソリンの季節需要に備えて製油所の製油量が増加したことが背景にある。もっとも、製油所の稼働率は、依然として、平年に比べてかなり低い(図表10)。

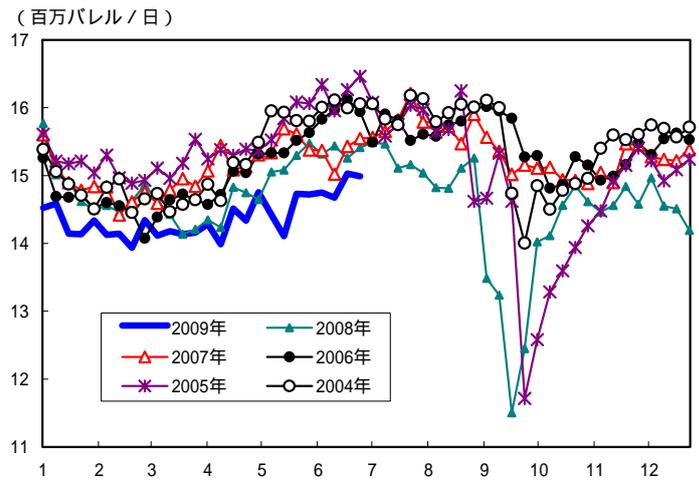
(図表9) 米国の各年の原油在庫



(注)SPR(戦略石油備蓄)を除く原油在庫、直近値は6月26日
(出所)米国エネルギー情報局(EIA)

(月、週次)

(図表10) 米国の製油所の稼働率



(注)直近値は6月26日

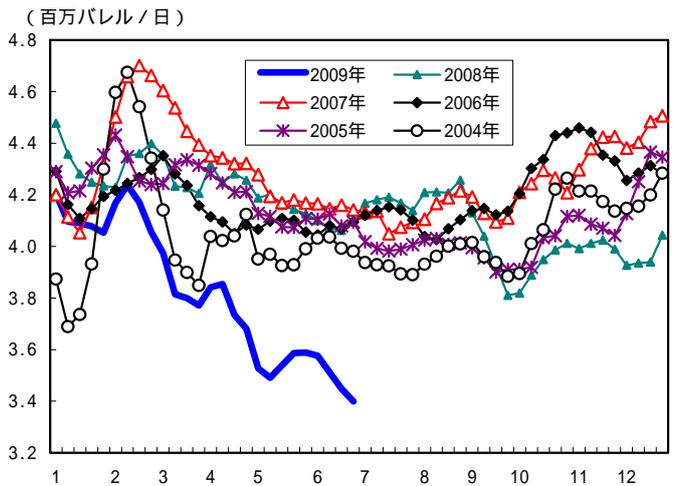
(出所)米国エネルギー情報局(EIA)

(月、週次)

(2) 米国石油製品；依然として残る石油製品の荷余り感

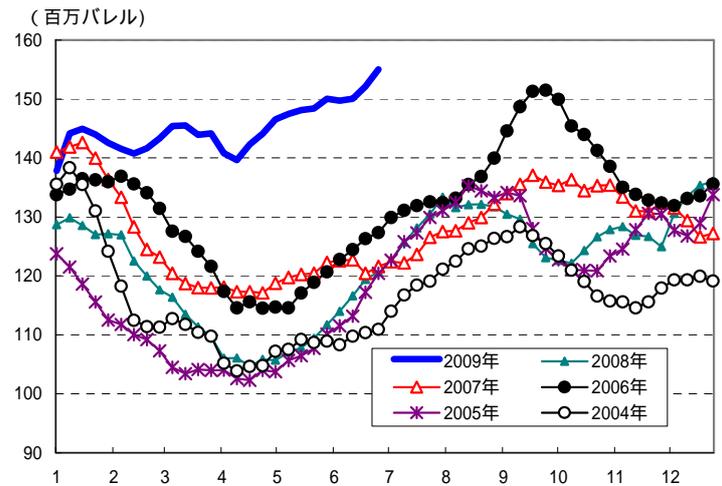
ガソリン小売価格(全米平均)は、原油高を背景として2.6ドルまで上昇してきている。一方、ガソリンの消費量は、前年水準をやや下回って推移している。ドライブシーズン入りを目前に控え、一部にはガソリン需要の増加観測もあるものの、足元の需要に力強さはみられない。また、米国では物流向けや工業向けを中心に石油需要は低迷しており、石油製品全体の消費量は、近年の水準を大きく下回っている(図表12)。このため、ガソリンをはじめ石油製品の在庫水準は例年を大幅に上回る高水準で推移している(図表13)。

(図表 11) 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6月26日 (月、週次)
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

(図表 12) 石油製品在庫量の推移



(注)直近値は6月26日 (月、週次)
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

(3) ナフサ；原油と連動して上昇

日本の5月の輸入ナフサ価格（通関）は、1リットルあたり30.8円と、前月と比べ1円程度上昇した。一方、5月の輸入原油価格は32.1円であり、原油価格の上昇と比べナフサ価格の上昇は限定的にとどまった。

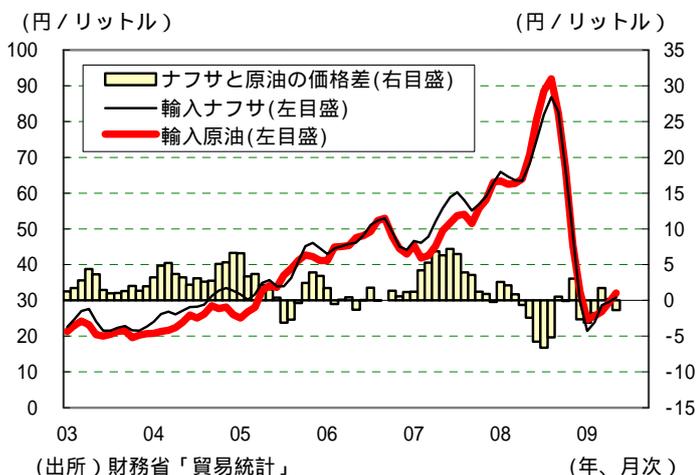
6月以降の市況動向をみると、ナフサは原油とともに上昇した（図表14）。中国経済の持ち直しなどを背景に石油化学製品の生産活動が回復し、ナフサ需要の増加につながっている。

インドやインドネシアなど景気が底堅く推移するアジア地域におけるガソリン需要の増加も間接的なナフサ需給の引き締め要因になっており、アジアのナフサは欧州に比べて需給が引き締めやすいようだが、一方で、欧州との価格差が拡大すれば、欧州からのナフサ輸入が増加してアジアのナフサ需給は調整される。石油市場全体では、需給は緩めの状況が続いており、当面、ナフサの値動きは、原油と連動した緩やかな上昇にとどまろう。

(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(シンガポール)と

原油価格(ドバイ)の推移



(出所)財務省「貿易統計」 (年、月次)



(出所)Bloomberg (年、日次)

3. 産油国の生産動向等

6月のOPEC12ヶ国の原油生産(日量)は、前月比5.5万バレルと小幅増加した(図表15、Bloombergによる推計値、以下同じ)。生産枠が適用される11カ国では同7.5万バレル増であった。

OPECは6月12日に発表した月報で、2009年の原油需要見通しを下方修正したものの、最悪期は脱したとの認識を示したうえで、下期の需要見通しについては上方修正した。

OPEC加盟各国からは、70ドルをはさんで推移する現行の相場水準に満足感が示され、クウェート、カタールなど各国の石油担当相からは、年内は、減産、増産いずれの対応についても必要ないとの認識が示された。そうした中、バスコンセロス議長は18日、相場が現行水準を維持すれば年内に追加減産を行う必要はないとの認識を示したが、23日には80ドル到達を望むとも発言し、財政収入減少に悩む一部加盟国に一定の配慮を示したものとみられる。

12日に行われたイラン大統領選挙では、現職のアフマディネジャド大統領の勝利に抗議する市民のデモ活動が続いている。もっとも、1979年のイラン革命当時のように石油輸出が完全に停止するような事態には至っていないことや、足元の原油相場に高値警戒感が出ていたこともあり、相場への目立った影響はみられない。

一方、ナイジェリアでは6月以降、産油地帯であるニジェールデルタを拠点とする反政府組織による石油メジャーの製油施設への攻撃が続いている。

(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 (09年1月~)	産油能力	稼働率	(万バレル/日)
							生産余力 (6月)
アルジェリア	125.0	127.5	4.7	120.3	145.0	87.9%	20.0
アンゴラ	179.0	171.5	27.3	151.7	200.0	85.8%	21.0
エクアドル	44.5	44.5	1.1	43.4	50.0	89.0%	5.5
イラン	375.0	378.0	41.4	333.6	410.0	92.2%	35.0
イラク	237.0	239.0	-	-	250.0	95.6%	13.0
クウェート	217.5	215.0	-4.7	222.2	265.0	81.1%	47.5
リビア	152.0	152.0	5.1	146.9	180.0	84.4%	28.0
ナイジェリア	178.5	182.5	11.2	167.3	250.0	73.0%	71.5
カタール	69.5	69.5	-3.6	73.1	90.0	77.2%	20.5
サウジアラビア	802.0	800.0	-3.1	805.1	1,080.0	74.1%	278.0
UAE	223.0	220.0	0.7	222.3	280.0	78.6%	57.0
ベネズエラ	220.0	218.0	21.4	198.6	250.0	87.2%	30.0
OPEC12カ国	2,823.0	2,817.5	-	-	3,450.0	81.7%	627.0
OPEC11カ国	2,586.0	2,578.5	101.5	2,484.5	3,200.0	80.6%	614.0

(注1) 超過量(5月) = 生産量(5月) - 生産枠(1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。生産余力 = 産油能力 - 生産量(4月)

(注6) OPEC11カ国はイラクを除く

(資料) Bloomberg

．非鉄金属

1．6月の非鉄市況全般：前半に上昇後、頭打ち

非鉄金属相場全般の動向を表すLME金属指数は、5月までのような勢いを失ったものの、6月前半は上昇基調で推移し、その後も、ほぼ横ばい圏で推移した。

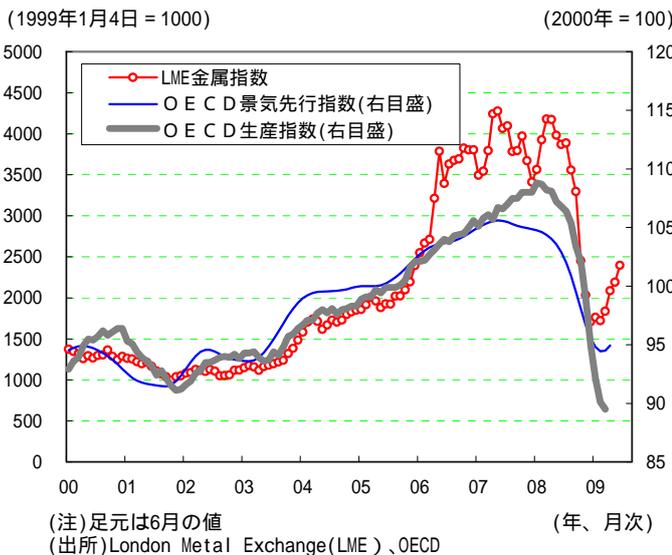
6月の動向を品目別にみると、出遅れていたアルミニウムやニッケルの持ち直しが相対的に大きくなった一方で、それまで上昇を続けていた亜鉛が頭打ちとなり、銅や錫の上昇テンポは鈍った。

大きく下振れしていた電気機械や自動車などの生産水準が最悪期を脱してきていることにより、ひとまず金属需要は底打ちしているが、6月半ば頃までの相場上昇が期待先行であった感是否めない。最終需要の回復が確認される金属は、中国の内需回復の恩恵を受けやすい銅や、エレクトロニクス関連需要の回復がみられる錫などに限られており、年末にかけて景気の不透明感が残っている状況は5月と変わらない。

亜鉛やニッケルなどを中心に減産が進められてきたことによる需給改善が相場を下支えしている面もあるが、総じて言えば、足元では、期待先行の相場上昇が一巡してきており、相場はいったん調整局面に入っている。世界景気の先行きについては、下振れリスクが警戒される状況が当面続くと考えられる。年末にかけて、世界経済の改善と製造業活動の持ち直しが実際に確認されると、再び非鉄相場は上昇するだろう。

(図表 16) LME 金属指数と世界景気

(図表 17) LME 金属指数(日次データ)



2. 銅～上昇後、頭打ち

銅相場（3ヶ月物、終値）は、6月に入っても上昇を続け、11日には1トン＝5,300ドル台をつけたが、月末にかけて頭打ちとなり5,000ドル前後で推移した。銅相場は、2009年に入って景気回復を先取りして上昇していたが、その上昇テンポは他の金属に比べて速く、ここに来て景気の足腰はまだそれほど強くないことが再認識されて反落している。

銅相場の上昇が速かった背景の一つは、中国需要の回復が見込まれたからだ。家電製品を農村部に普及させる政策が奏功し、エレクトロニクス向けの需要が増えている。また、電力、鉄道、通信などインフラ向けの需要がかなり出てくることも見込まれている。

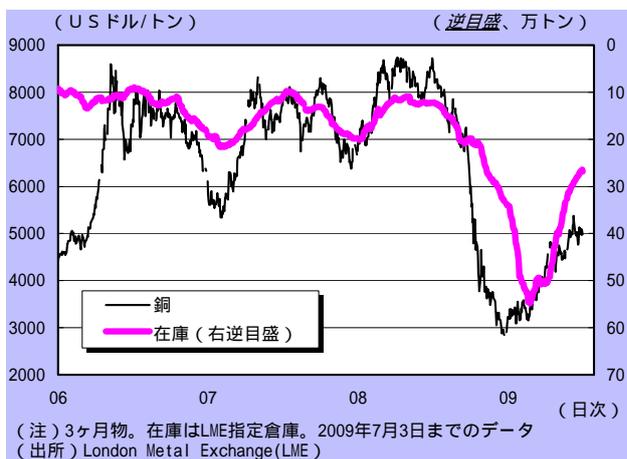
もっとも、もう一つの大きな相場の押し上げ要因とされた中国当局の備蓄積み増しについては、4月後半頃から当局が売却に転じたとの見方が出ていた。実際、中国当局は、高値での銅備蓄の購入を見合わせているとのコメントを27日付の雑誌に発表した（記事によると、これまでの銅の購入量は23.5万トン、アルミニウムは59万トン、亜鉛は15.9万トン）。当局には、産銅会社の支援のために相場を買い支える意図があったとされるが、その後の相場上昇によって、銅ユーザーの負担増を懸念する声も出ており、今後、相場上昇期には中国当局が銅を売却するとの見方も出ています。

なお、中国では、銅スクラップの需給も引き締まっているようだ。5月の中国の銅生産は4月に次いで過去2番目の高水準であったが、4月に比べ減少した理由として、銅スクラップの不足が指摘された。広東省がスクラップ輸入の通関検査を強化した影響が出ているとされる。

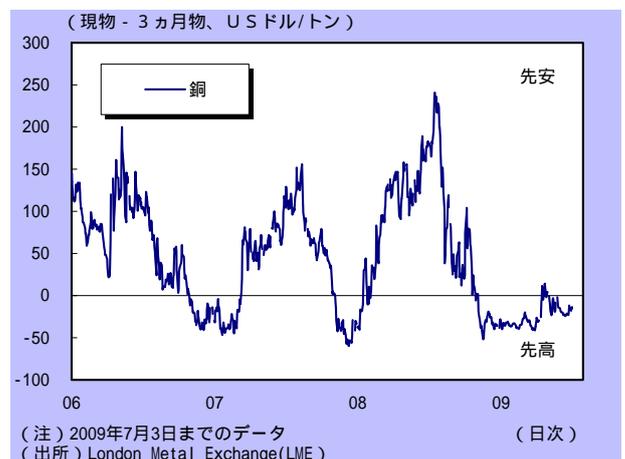
年末にかけて、米国を中心に先進国がエレクトロニクス製品の需要期を迎える。先進国では家計所得が伸び悩んでおり、個人消費の大幅な増加は見込みにくいですが、それでも2008年後半に金融危機の影響から消費者マインドが極端に落ち込んでいた状況に比べると、それなりに底堅く推移する可能性がある。需要の底堅さが確認されると、銅相場も再び上がりやすくなると思われ、目先は調整局面となっても、冬場にかけて6,000ドルに近づく可能性がある。

（図表18）銅

銅相場とLME指定倉庫在庫の推移



現先スプレッド（現物 - 3ヶ月物）の推移



3. アルミニウム～底堅い推移

アルミニウム相場(3ヶ月物、終値)は、6月11日に1トン=1,694ドルの高値をつけた後、1,600ドル台を中心に推移した。6月半ばにかけて景気持ち直しの裾野が広がるとの期待感が強まったことや、他の金属との相对比较から出遅れ感があったことなどを背景に、6月のアルミニウム相場は他の金属に比べて底堅い推移になった。

5月まで、アルミニウム相場は銅相場など他金属に比べて、緩やかな上昇にとどまっていた。その背景には、他金属では大幅な減産が行われたのに対して、ロシアや中国を中心にアルミニウムの減産がそれほど進まなかったことがある。足元でも、在庫の増加傾向が続いており、国際的な需給緩和状態が長引いている。

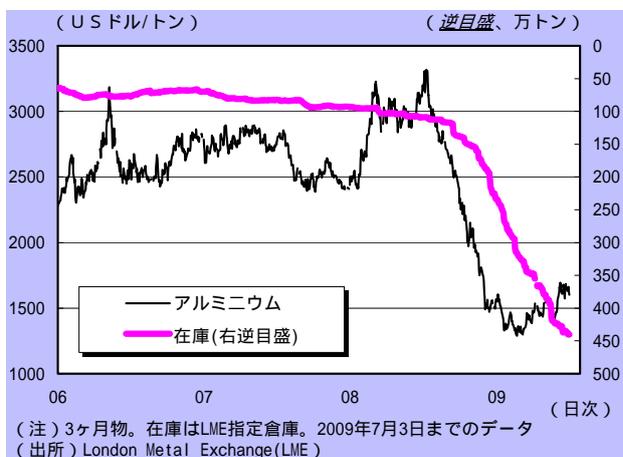
また、アルミニウムは他の金属と比べて自動車向け需要の占める比率が大きい。日米欧の自動車メーカーは最悪期を脱してきているものの、依然として生産や販売は前年水準を大幅に下回っている。また、アルミニウム加工業者などによる在庫圧縮なども、需給緩和要因になったと考えられる。

そうした中で、中国では相場上昇に伴って生産活動を再開する中小のアルミニウム精錬会社が増えているとされる。国際的なアルミニウム地金の荷余り感が解消されるメドが立ちそうもなく、相場の上値を抑える要因になっている。

もっとも、現在の相場水準でも採算が厳しい精錬所が多いとみられ、例えば、欧州では政府の支援を求める声があり、ベネズエラでは国有化が懸念されたことも影響して日本企業が事業から撤退するとの報道があった。相場が下がると事業撤退の動きが出やすく、一方的に需給バランスが崩れて相場が大幅に下落するとも考えにくい。基調としては、年末にかけて銅など他金属の相場に連動して緩やかに上昇するであろう。

(図表 19) アルミニウム

アルミニウム相場とLME指定倉庫在庫の推移



現先スプレッド(現物-3ヵ月物)の推移



4. ニッケル～上昇後、高止まり

ニッケル相場（3ヶ月物、終値）は、6月11日に1トン＝15,800ドルまで上昇した後も高止まりしている。6月後半には銅相場などが弱含みに推移する中で、相対的に底堅い推移になった。

ニッケル大手各社が計画減産を強化していることに加え、ブラジル企業の保有するカナダの鉱山では4月以降ストライキが続いていることや、資源メジャーのオーストラリアの鉱山では6月10日に発生した岩盤事故により2週間ほど操業が停止されたこともあって、減産が進んでいる。ニッケル地金の供給が減少していることを受けて、LME指定倉庫の在庫は減少傾向で推移している。また、ステンレス・スクラップの供給が減っていることも、ステンレス生産の際に必要なニッケル地金の需要を下支えする要因とみられる。

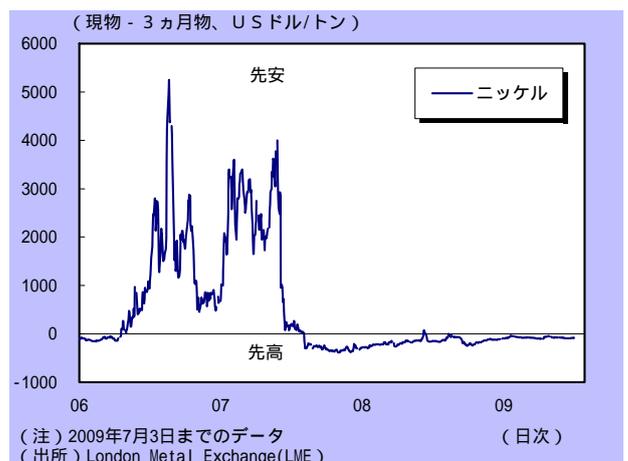
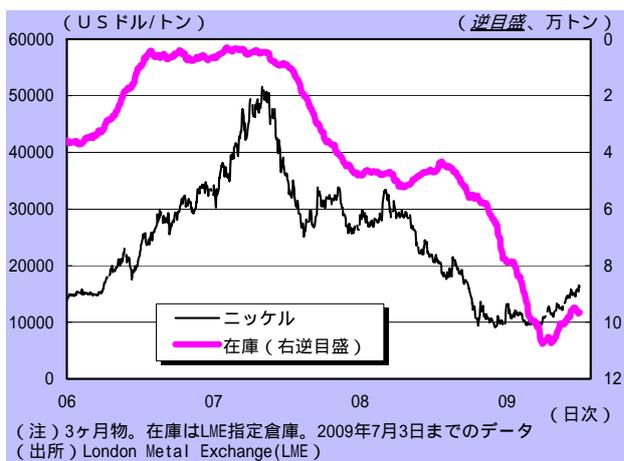
こうした中で、北欧のステンレスメーカーが第4四半期に増産することを打ち出すなど、生産調整が一巡する兆しが強まっている。ステンレス製品等の流通在庫が減っているとみられ、当面は、在庫の積み戻しがステンレス生産の押し上げ要因とみられる。

ニッケル相場は、銅相場などに比べて回復が出遅れてきた感があったが、6月は銅などが頭打ちとなるなか相対的に堅調な値動きになった。ステンレスの生産調整がようやく一巡する見通しになってきたことを織り込む動きだったともいえる。家庭用の台所設備（住宅関連）や、機械類（設備投資関連）が主用途であるステンレスの需要は先行き不透明感が強いことには注意が必要だが、ステンレス生産の回復見通しが強まるにつれ、徐々に下値を切り上げる動きが予想される。

（図表 20）ニッケル

ニッケル相場とLME指定倉庫在庫の推移

現先スプレッド（現物 - 3ヶ月物）の推移



5. 亜鉛～ 上昇後、頭打ち

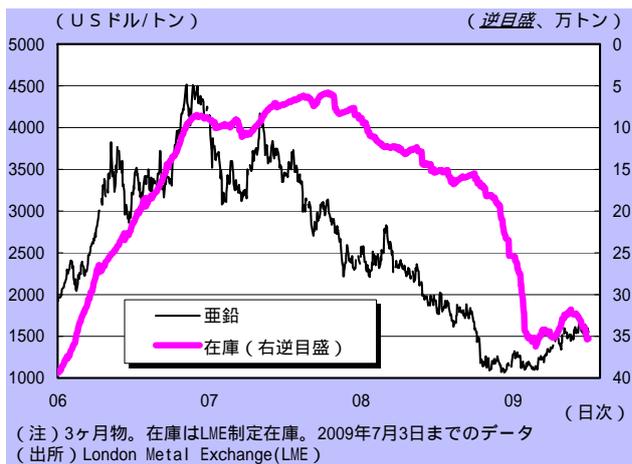
亜鉛相場（3ヶ月物、終値）は、銅などに連動して上昇して6月11日には1トン=1,720ドルをつけたが、その後は、頭打ちとなった。亜鉛需要は、底打ちしているとみられているものの、先行きの見通しには依然として不透明感が強い。

一方で、市況が持ち直す中で、生産量の抑制を中止して増産に転じてくる精錬所も出てきているようだ。LME指定倉庫の在庫は、2月以降、減少傾向にあったが、6月に入って、増加に転じている。

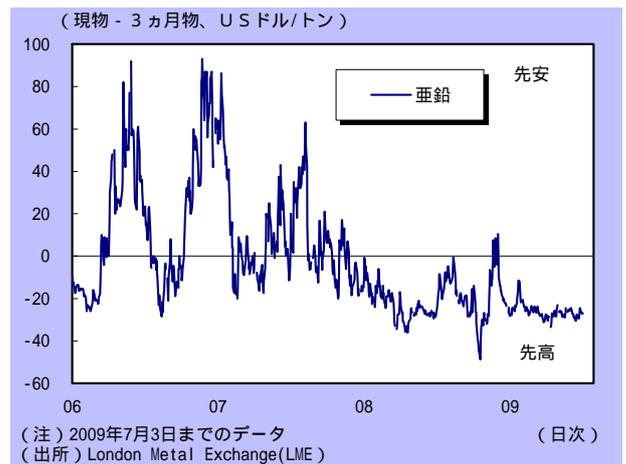
各種生産活動の回復などともなっていて、最大消費国の中国の需要は増加基調にあるものの、先進国では主要途のひとつである自動車用鋼板のメッキ向けの需要が依然として前年水準を大幅に下回っている。年末商戦の動向など年後半の景気イメージが描きにくい中、亜鉛相場は、しばらく横ばい圏で推移するだろう。

（図表 21）亜鉛

亜鉛相場とLME指定倉庫在庫の推移



現先スプレッド（現物 - 3ヶ月物）の推移



6. 錫～ 上昇後、頭打ち

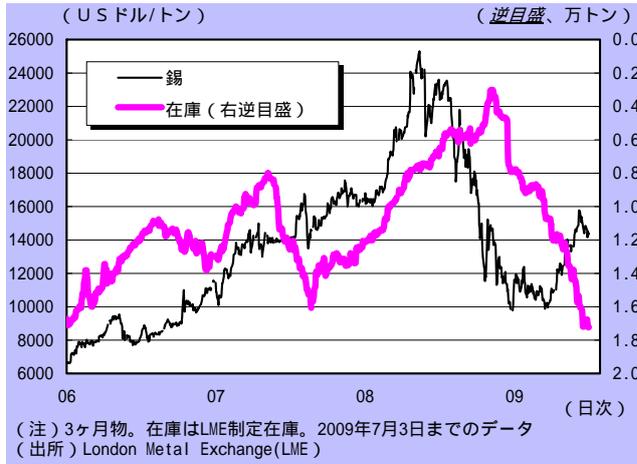
錫相場（3ヶ月物、終値）も、銅などと同様に上旬は上昇傾向で推移し、6月9日に1トン=15,775ドルにまで上昇したが、その後は、頭打ちとなった。

インドネシアの大手錫生産企業は、相場が18,000～20,000ドルに上昇すれば、スポット市場での売却を増やす可能性があるとのコメントを行っていた。目先は、18,000ドル程度が上値の目安として意識される可能性がある。

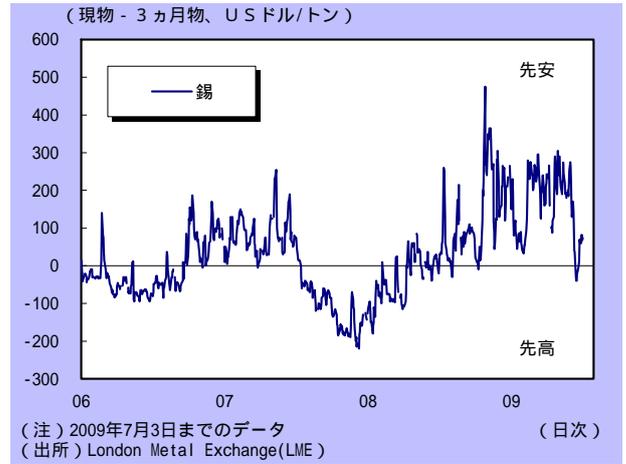
エレクトロニクス関連の生産調整は大幅であったものの、比較的短い期間で回復に転じたこともあって、錫の在庫水準はそれほど多くない。足元のLME指定倉庫の錫在庫は2万トン弱にとどまっており、IT不況時の2002年夏場に4万トン近くに達していたのに比べれば少ない。年末商戦に向けたエレクトロニクス製品の製造が増える秋頃には、再び相場が上昇する可能性がある。

(図表 22) 錫

錫相場と L M E 指定倉庫在庫の推移



現先スプレッド (現物 - 3ヶ月物) の推移



7. 鉛 ~ 上昇後、頭打ち

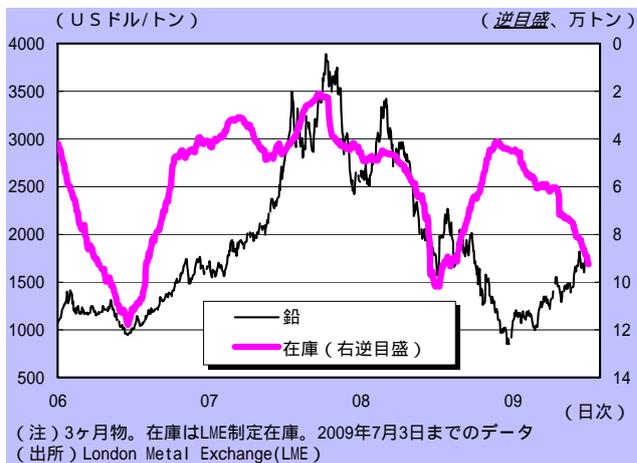
鉛相場 (3ヶ月物、終値) は、他の金属に連動して6月11日に1トン = 1,820ドルまで上昇した。自動車のバッテリー向け需要のうち交換用のものは景気低迷時でも需要が底堅いことや、中国の鉛輸入の増加見通しを背景に、鉛相場は、これまで他金属に比べて底堅く推移してきた。

足元では、北半球の夏場を迎えてバッテリーの交換需要が減るため、在庫は増加傾向で推移しているものの、LME在庫の水準は世界需要の4日分程度と依然として低水準である。また、鉛鉱石は、亜鉛鉱石とともに生産されることが多く、生産者が亜鉛の需要見通しに慎重であることが、鉛供給の抑制要因になっているとの見方もある。

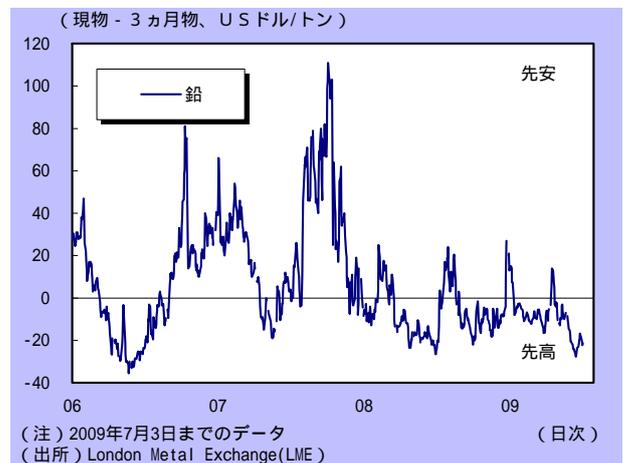
もっとも、新車需要の低迷などを考慮すると、それほど需要が盛り上がることはなさそうである。また、亜鉛需要の回復見通しを受けて亜鉛鉱石が増産されれば、それに伴って鉛の供給が増えてくる可能性もある。当面、鉛相場は横ばい圏の推移となろう。

(図表 23) 鉛

鉛相場と L M E 指定倉庫在庫の推移



現先スプレッド (現物 - 3ヶ月物) の推移



トピック

～米金融市場改革における投機規制の行方～

(1) 大恐慌以来の改革案

オバマ米大統領は6月17日、金融規制改革案を発表した。金融危機の再発防止をめざした包括的な内容で、大恐慌以来およそ80年ぶりの抜本的改革と位置づけられている。

主な論点としては、証券、保険なども含め大手金融機関に対する監督権限をFRB（連邦準備制度理事会）に一元化することや、ヘッジ・ファンドへの監督を強める案などが示されている。証券（ベア・スターンズ、リーマン・ブラザーズ）、保険（AIG）の大手金融機関の経営破綻は、金融市場が大混乱するきっかけとなった。これらを含め投資銀行やヘッジ・ファンドなど、今回の金融危機が、伝統的な商業銀行以外の業態で発生したこと、また、そうした金融機関への監督体制が整備されていなかったり、機能していなかったとの反省を踏まえ、金融危機の再発防止に力を入れた内容といえる。

また、これら大手金融機関の破綻にさいし、破たん処理制度が整備されていなかったため、個々のケースで対応が異なったことも市場混乱のきっかけとなった。このため、これまで「大きすぎてつぶせない」とされてきた大手金融機関（金融持ち株会社）についても、一般の銀行で経営継続が困難となったさいに、預金保険公社が一時国有化する現行の破綻処理制度と類似の制度を創設することがうたわれている。

(2) 店頭取引への規制

論点はその他にも多岐にわたるが、とりわけ原油などコモディティ価格とも関係するのが急拡大する店頭市場に対する規制強化策である。

改革案全体を貫く意図は、金融市場での行きすぎた投機を事前に抑制することであり、証券化商品の組成やデリバティブ（金融派生商品）投資などでより多くの自己資本を持たせる（＝レバレッジを引き下げる）方針が示されている。

過剰な投資活動が広がるきっかけの一つとなったのが、取引所外で大手金融機関がアレンジを行い相対で取引を行う店頭市場の拡大である。

金融危機が深刻化する以前の金融市場では、投資銀行や大手金融機関の投資銀行部門が商品の組成から販売までを一貫してアレンジする相対取引が主流であった。こうした店頭市場の発達、個々の投資家の運用方針に沿った形で自由な取引が拡大することが期待できることから、金融市場の発展が促されるという利点がある半面、ひとたび金融危機が発生した際には、取引の売り手にカウンターパーティー・リスクが増大することにより、システム・リスクが拡大するという欠点も意識されるようになった。

店頭市場が抱えるもう一つの大きな欠陥は、もともと個別金融機関を中心に自然発生と拡大を続けた市場であるため、取引の実態や規模が規制当局からはほとんど見えない状況にあった

ことである。このため、カウンターパーティー・リスクの増大によって店頭市場の機能が低下したさいにも、具体的な問題点の所在や規模を把握することが困難となった。

とりわけ近年取引量が急拡大していたCDS（クレジット・デフォルト・スワップ）がリーマン・ブラザーズやAIGの経営破たんのさいに大きな問題となったことから、店頭市場の規制改革は、金融規制改革全体に先んじて5月17日に財務省などから発表されていた（図表24）。

（図表24）米国の店頭取引規制案

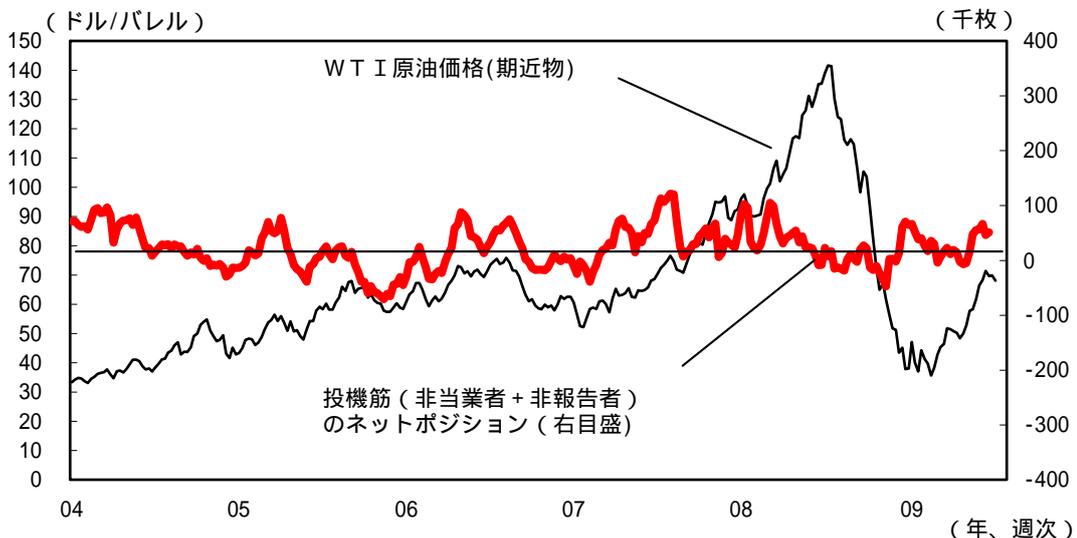
<p>システムリスクの回避</p> <ul style="list-style-type: none"> ～店頭市場で取引されてきた全てのデリバティブは、中央決済機関の清算を義務付ける ～大規模なリスクが生じる店頭デリバティブのディーラーは、全て規制監督の対象とする。 <p>規制監督は、保守的な資本要件、業務実施基準、報告義務、証拠金義務を含む</p> <p>店頭市場の透明性向上</p> <ul style="list-style-type: none"> ～商品先物取引委員会と証券取引委員会に、ディーラーに対して報告義務を課す権限を付与する <p>相場操縦の禁止</p> <ul style="list-style-type: none"> ～商品先物取引委員会と証券取引委員会に、相場操縦その他の不正行為を取り締まる権限を付与する また、市場の価格形成機能に影響を及ぼす持ち高を制限する権限を付与する <p>善意の第三者への販売防止の徹底</p>

（出所）財務省、商品先物取引委員会、証券取引委員会

（3）店頭取引規制と原油市場への影響

近年、こうした店頭取引を中心に、原油市場への投機的な取引が拡大していると懸念されていた。店頭市場取引の規制が注目されるのはこのためである。実際、原油相場で投機的な取引が指摘されるようになった昨年来の動きを振り返ると、取引所が公表する投機筋の持ち高が必ずしも投機筋の動向を示していなかったことが分かる（図表25）。

（図表25）取引所が公表する投機筋の持ち高と原油相場



（注1）ポジションの直近は6月23日時点、WTI原油は7月1～2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 - 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）米商品先物取引委員会

今回示された規制案の概要を踏まえると、立法化された後には、原油に関する先物やスワップ取引は全て取引所に集中させることや証拠金比率を引き上げること、取引を仲介する金融機関に対しては自己資本を強化させること、そして全ての市場参加者について投資ポジションの公表が義務づけられることになり、いずれも市場の透明化につながる事が期待される。

現時点では財務省その他の案はあくまで概要であり、担保比率など具体的な詳細は明示されていない。ただし重要なことは、金融危機の反省を踏まえ、規制を強化する方向で制度改革議論が進展していること、規制案の内容はこれまでの自由な取引を制限しようとしていることである。特に原油と穀物の市場については、店頭市場での不透明な取引が価格高騰の原因となっているとの批判が議会などで強まっていた。

(4) 規制改革案を踏まえた最近の動向

米商品先物取引委員会の新委員長に就任したゲンスラーは、議会上院での承認公聴会で、「エネルギー、金属、農産物の全ての市場で投機筋に対するポジション制限を適用し、過剰な投機を抑制すべき」と証言した(2月25日上院農業委員会)。今回の店頭市場規制案はこうした証言内容に沿った方向で取りまとめられたものといえる。

オバマ大統領自身も、昨年の大統領選挙中に、原油市場における投機規制の強化に前向きな発言を行っていたが、今回の規制強化策について、ギブズ大統領報道官は「大統領は原油市場の投機規制強化に引き続き関心を持っている」と述べている(6月18日の会見録)。

原油市場では、春先の底値から2倍以上の相場水準に高騰した局面で、「ドル安・株高・原油高」が連動して推移し、投機的な動きの強まりが指摘されている。昨年のような相場急騰が一段と進む局面では、規制当局や議会から投機規制強化に結びつく具体論が示される可能性があり、投機筋へのけん制効果を持つことにもなる。

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います。一部を引用する際は必ず出所(弊社名、レポート名等)を明記して下さい。全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、弊社までご連絡下さい。