

# コモディティ・レポート

## < 2009年9月 >

### ・ 8月の原油市況～高値更新も上海株安で下落

8月の原油相場(WTI、期近物)は景気回復期待を背景に上昇基調で推移し、25日には一時75.0ドルと昨年10月以来の高値をつけた。しかし、月末にかけて上海株の急落による景気の先行きへの懸念が強まったことにより60ドル台に下落、9月3日の終値は67.96ドルであった。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ものの、2010年の原油需要の回復を織り込んだ水準にあるとみられる。このため、今後は一進一退の推移を続けたあと、景気回復の動きを確認しながら緩やかに上昇する見通しである。

### ・ 8月の非鉄金属市況～上昇後に一進一退

非鉄金属相場全般の動向を表すLME金属指数は、8月前半にかけて上昇基調が続いた後、一進一退となった。現在の相場水準には、製造業を中心とした当面の景気持ち直しが織り込まれていると考えられる。一方で各国の失業率は高水準であり、自動車やエレクトロニクス製品の販売回復が持続するのか、懐疑的な見方が生じやすい。来年にかけて、実際に各国の個人消費や設備投資が回復基調を続け、金属需要が増加する可能性が高まったと判断されれば、相場水準は徐々に切り上がっていくだろう。

### ・ トピック～上海株の急落と原油相場

中国の金融緩和政策が変更される可能性が浮上したことをきっかけに、上海株が急落した。上海株安は原油市場でも売り材料とされたが、背景には2010年の原油需要回復の大半が、中国を中心とする新興国での需要増大に支えられており、中国景気の変調への懸念を呼んだためである。また、過度な融資拡大の一部が中国の資源確保の動きを加速させ、商品相場の押し上げ要因としてはたらいっていたとみられ、金融政策変更は株式にとどまらず商品相場に与える影響も懸念されたとみられる。もっとも中国景気は政策効果が引き続き期待され、政策変更が限定的にとどまれば、旺盛な資源確保の動きが引き続き原油相場の下支え要因となるだろう。



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. 8月の原油市況：高値更新も上海株安で下落

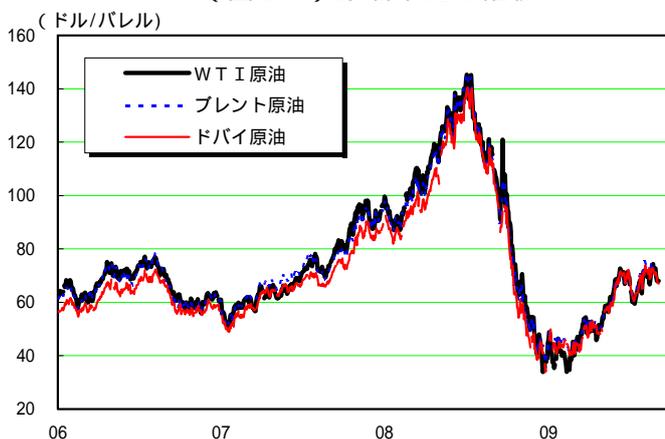
8月の原油相場（WTI、期近物）は、米国の雇用指標の改善などを手掛かりに上昇して始まった。その後も欧州のGDP成長率が予想外の改善を示したことや、米FOMC（連邦公開市場委員会）声明で景気底入れに言及されたことなどから景気回復期待を背景に上昇し、原油在庫の増加は材料視されなかった。中旬に米国の弱い消費指標が発表されると、いったん調整色を強めたが、株価が反発したことや原油在庫が予想に反して減少したことなどをきっかけに25日には一時1バレル＝75.0ドルと、昨年10月以来10ヶ月ぶりの高値を記録した。もっとも、月末にかけては、上海株の急落をきっかけに景気の先行き不透明感から売られ60ドル台に反落した（9月3日の終値は71.58ドル）。

WTI・ブレント・ドバイの油種間スプレッド（価格差）は月末にかけて小さくなった（図表3）。一方、原油価格の先物カーブをみると、依然として先高観測が残るものの、期近物の相場水準が高まったことにより期先の価格が期近を上回る程度はかなり小さくなっている（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は小幅拡大した（図表7）。また、商業筋も含めた先物の全建玉残高はわずかに増加した（図表8）。

石油製品や原油在庫の水準は高く依然として需要の回復は遅れているものの、世界各国で経済指標の改善が続いていることや政策効果による下支えが引き続き見込まれるため、景気回復が当面持続するとの期待が相場を押し上げる要因となった。もっとも、一段の相場上昇については、各国雇用情勢の改善や貿易・物流の回復など、景気回復の動きをさらに確認できる要因が必要になるとみられる。

また、米国の規制監督当局が商品市場全体に対して先物の持高規制の導入を目指していることや、9月に開催予定の一連の国際会議では金融規制強化が主要議題に上っていることなどが、投機資金の流出につながるとの警戒感も根強い。上海株が不安定な動きを強めていることも引き続き相場の抑制要因になるとみられる。このため、しばらくは70ドルをはさんで一進一退での推移が続く見通しである。

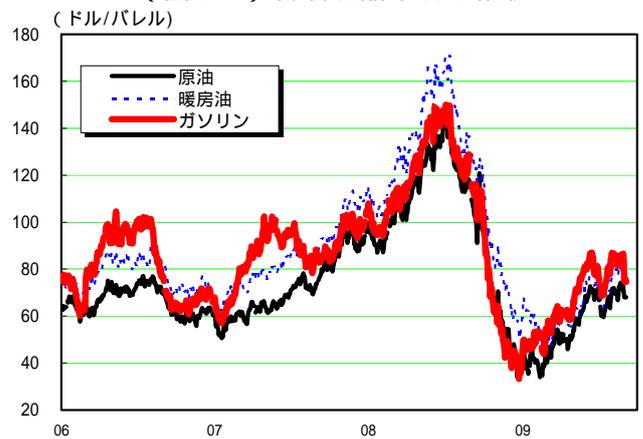
（図表1）原油市況の推移



(注)直近は9月4日  
(出所)Bloomberg

(月、日次)

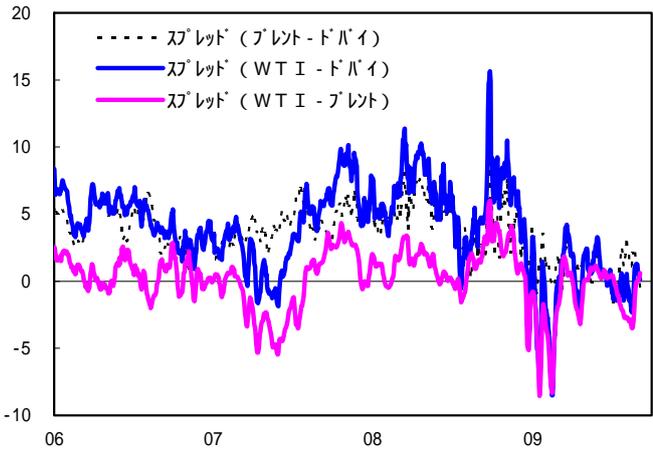
（図表2）石油製品市況の推移



(注)直近は9月4日。  
すべてNYMEXの期近物

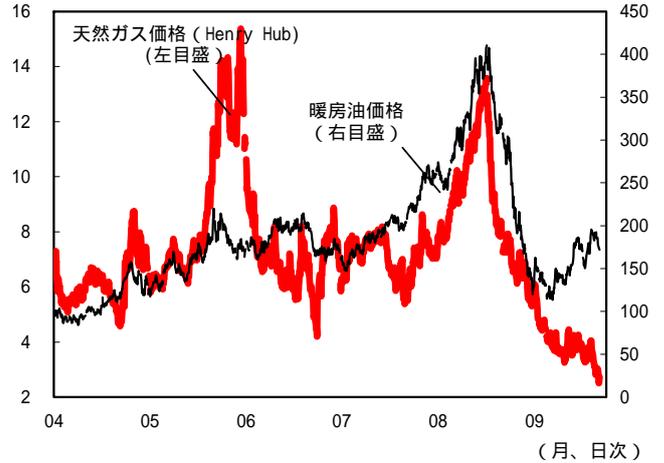
(月、日次)

(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9月4日。(年、日次)

(図表4) 米国天然ガス市況の推移  
(ドル/百万Btu) (セント/ガロン)



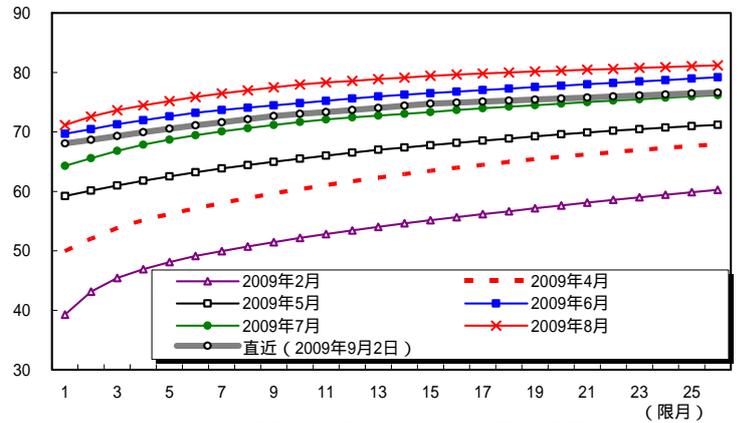
(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略 (注2) 直近は9月4日。(月、日次)

(図表5) 原油先物価格と先物カーブ  
(ドル/バレル)



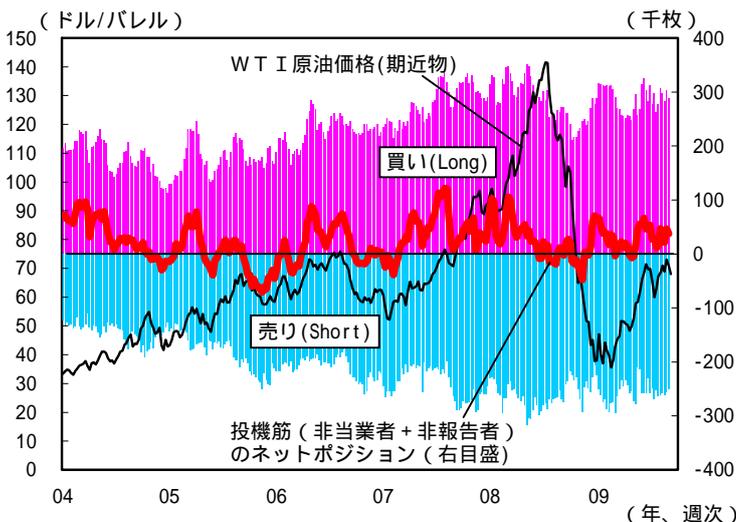
(注) 限月は26ヵ月先まで、2009年9月2日時点 (出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX) (年、月次)

(図表6) WTI原油の先物カーブの変化  
(ドル/バレル)



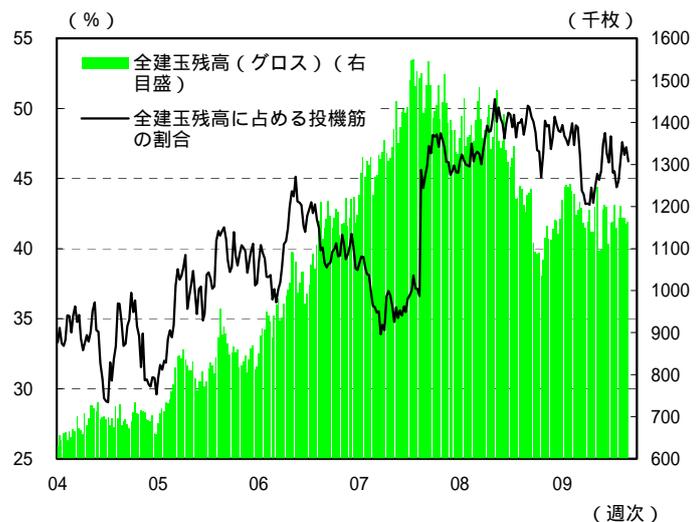
(注) 各時点における各限月(26ヵ月先まで)のWTI原油先物価格 (出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX) (限月)

(図表7) 投機筋のポジション(原油)



(注1) ポジションの直近は9月1日時点、WTI原油は9月2~4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 (年、週次)

(図表8) 原油先物の建て玉(NYMEX)



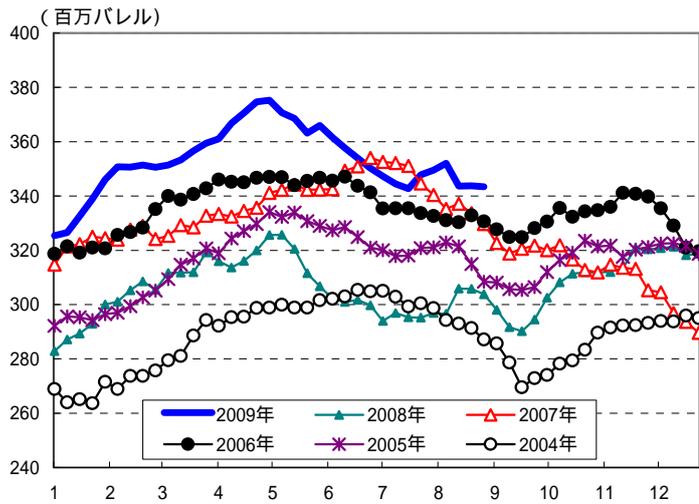
(注1) 1枚は1000バレル。直近は9月1日時点 (出所) 米国先物取引委員会(CFTC) (週次)

## 2. 品目別需給動向

### (1) 米国原油需給；高水準で高止まり

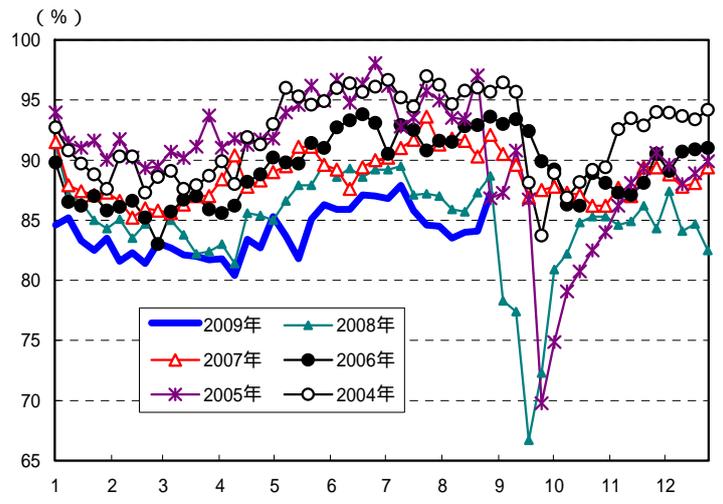
米国の原油在庫は、5月はじめに19年ぶりの高水準に達した後減少傾向で推移したが、7月下旬からはほぼ横ばい圏で推移している(図表9)。石油製品在庫の高止まりにより、製油所の稼働率は低水準での推移が続いたためである。もっとも、稼働率は8月28日の週は上昇した(図表10)。

(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8月28日 (月、週次)  
(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

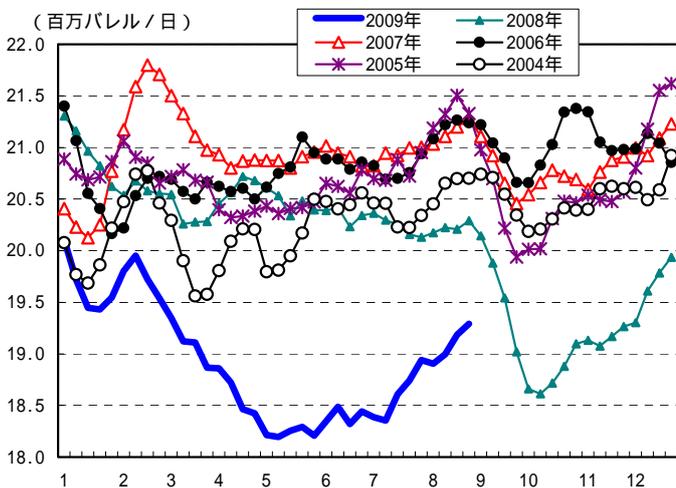


(注) 直近値は8月28日 (月、週次)  
(出所)米国エネルギー情報局(EIA)

### (2) 米国石油製品；石油製品の荷余り感が続く

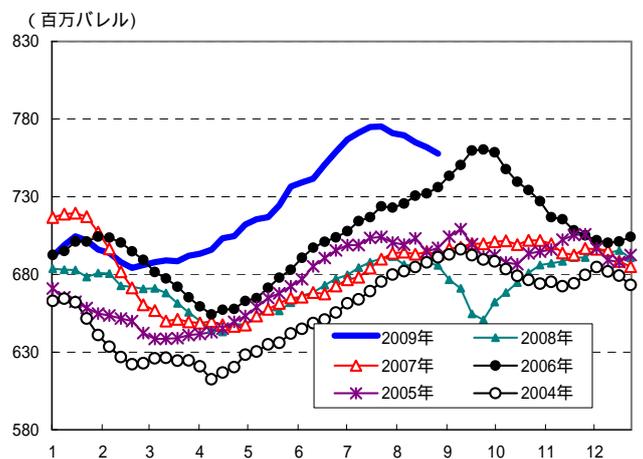
ガソリン小売価格(全米平均)は、2~3月には1ガロン=2ドルを割っていたがその後は原油高を背景に上昇し、6月以降は2.6ドル前後での横ばい推移が続いている。一方、ガソリンの消費量は前年水準をやや下回って推移しており、夏休みシーズンのドライブ需要に力強さはみられない。

(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8月28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8月28日 (月、週次)  
(出所)米国エネルギー情報局(EIA)

また、米国では物流向けや工業向けの石油需要は低迷が続いており、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 11）。

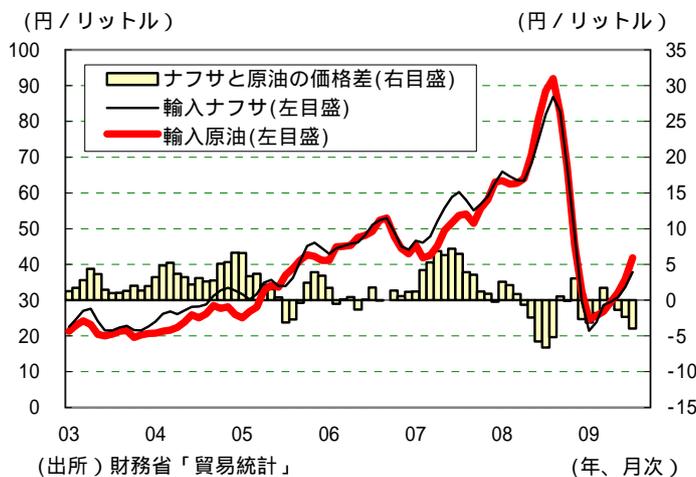
### （3）ナフサ；上昇テンポは原油ほどではない

日本の7月の輸入ナフサ価格（通関）は、1リットルあたり37.9円と、前月と比べ4円程度上昇した。一方、7月の輸入原油価格は41.9円であった。原油価格の上昇に比べてナフサ価格の上昇は小幅にとどまり、ナフサの原油に対する割安度合いは一段と拡大した（図表 13）。

8月以降の市況動向をみると、ナフサは原油とともに一段と水準を切り上げた（図表 14）。ナフサの需給については、中国の石油化学製品需要の増大に加えて、秋以降に中東の石油化学プラントが立ち上がることから、アジアのナフサ需要は底堅く推移する見通しである。

中国では、石油化学製品の国内での生産が増加しているとみられるが、需要の急激な減少に直面する日本、韓国、台湾の石油化学メーカーは、ナフサ購入には引き続き慎重な姿勢を崩していない。このため、2010年にかけて景気回復の動きが徐々に強まり石油化学製品の需要増加が確認できるまで、ナフサ需給に変化はないとみられる。

（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(シンガポール)と原油価格(ドバイ)の推移



### 3. 産油国の生産動向等

8月のOPEC12ヶ国の原油生産（日量）は前月比5.5万バレルと、小幅ながら4ヶ月連続で増加した（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2.0万バレル増であった。

OPECのバスコンセロス議長は8月9日、現在の原油価格はOPEC加盟各国が投資を続けるうえで悪くない水準にあるとして、9月11日に開催される総会では生産目標を据え置く方針を示唆した。その後も、産油国高官からは、原油在庫が高水準にあることに懸念が示されながらも、世界景気の回復によりエネルギー需要が冬場にかけて拡大するとして、生産目標の据え置きを容認する発言が相次いだ。総会では各国が目標遵守を確認のうえ、生産目標は据え置かれる公算が高い。

そうした中、ナイジェリアでは武装勢力ニジェール・デルタ解放運動による石油施設への攻撃がいったんおさまっていたが、同組織は22日声明を発表し、9月15日以降に攻撃を再開すると宣言した。

一方、イランの核交渉を担当する政府高官は9月1日、核問題について新たな提案をまとめ欧米主要国と協議を再開する用意があるとの方針を表明した。もっとも、欧米主要国の間では、イランが具体的な実効性のある提案を示すことには懐疑的とされ、今月中の追加の制裁措置の取りまとめに向け協議を始めている。

（図表15）OPECの生産動向

国名	（万バレル/日）						生産余力 （8月）
	生産量 （8月）	生産量 （7月）	超過量 （8月）	生産枠 （09年1月～）	産油能力	稼働率	
アルジェリア	127.0	128.5	6.7	120.3	145.0	87.9%	18.0
アンゴラ	183.5	181.0	31.8	151.7	200.0	85.8%	16.5
エクアドル	46.2	46.0	2.8	43.4	50.0	89.0%	3.8
イラン	376.0	379.0	42.4	333.6	410.0	92.2%	34.0
イラク	239.0	235.5	-	-	250.0	95.6%	11.0
クウェート	220.0	220.0	-2.2	222.2	265.0	81.1%	45.0
リビア	153.0	153.5	6.1	146.9	180.0	84.4%	27.0
ナイジェリア	178.0	175.0	10.7	167.3	250.0	73.0%	72.0
カタール	72.3	70.5	-0.8	73.1	90.0	77.2%	17.7
サウジアラビア	804.0	802.0	-1.1	805.1	1,080.0	74.1%	276.0
UAE	225.0	227.0	2.7	222.3	280.0	78.6%	55.0
ベネズエラ	220.5	221.0	21.9	198.6	250.0	87.2%	29.5
OPEC12カ国	2,844.5	2,839.0	-	-	3,450.0	81.7%	605.5
OPEC11カ国	2,605.5	2,603.5	121.0	2,484.5	3,200.0	80.6%	594.5

（注1）超過量 = 生産量 - 生産枠。

（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 / 産油能力 \* 100。生産余力 = 産油能力 - 生産量

（注6）OPEC11カ国はイラクを除く

（資料）Bloomberg

## ．非鉄金属

### 1．8月の非鉄市況全般：上昇後に一進一退

非鉄金属相場全般の動向を表すLME金属指数は、8月前半にかけて上昇基調が続いたが、その後は一進一退となった。

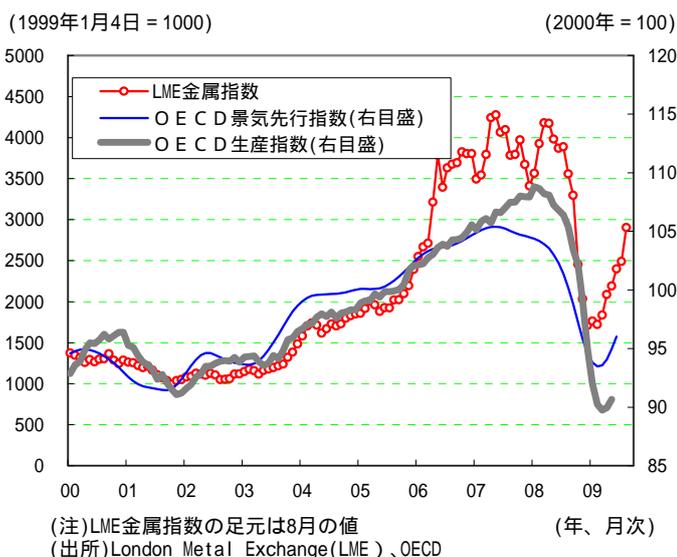
上旬に発表された米国や中国の景気指標が強めだったことで生産活動の持ち直しによる金属需要の増加観測が強まったものの、その後は、13日に発表された米小売売上高が弱めの数字であったことなどから景気回復のテンポや持続性への懸念が強まった。もともと、月末にかけてドル相場が下落気味に推移したため、金属などの商品市況は下支えされたとみられる。

8月前半までの相場上昇のテンポは速く、当面、製造業を中心に見込まれる景気持ち直しの動きは、すでに織り込まれていると考えられる。一方で、各国の失業率は高水準で推移しており、政策効果が一巡した後も自動車やエレクトロニクス製品の販売回復が持続するのか、懐疑的な見方が生じやすい。つまり、2009年初めから8月前半までのように、需要見通しの改善観測を背景とした速いテンポでの相場上昇が起こりにくくなっている。

また、今のところ総じて需給は緩んだ状態であり、需給逼迫時であれば相場的大幅上昇につながったようなストライキや事故など供給面の障害が発生しても、相場への影響は限定的であった。引き続き、需要の回復がどこまで進むのかという思惑により、相場が変動しやすいといえる。

来年にかけて、実際に各国の個人消費や設備投資が回復基調を続け、金属需要が増加する確からしさが高まったと判断されれば、相場水準は徐々に切り上がっていくだろう。

(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～11ヶ月ぶりの高値

銅相場(3ヶ月物、終値)は、8月は月初に6,000ドル台に乗せた後、上値が重たくなったが、月末には6,500ドルに迫り、昨年9月以来の高値をつけた。

8月11日に発表された中国貿易統計では、7月の銅地金の輸入が減少した。中国銅市況の国際市況に対する割高具合が緩和したため、輸入銅を中国で販売する動きが一服したことや、夏場には銅需要が弱まる季節パターンがあることが指摘された。もっとも、銅輸入の減少はあらかじめ見込まれていたことや、他方で、銅スクラップの輸入が大幅に増加していたため、必ずしも弱い材料とはみなされなかった。5月頃から香港・広東地区ではスクラップの通関手続きに遅れが出ており、7月に入って、広東省の税関は、通関手続きを迅速化させているとされる。

しかし、2009年前半の中国の銅輸入の急増は、国家備蓄当局による買い上げや、それにより生じた内外価格差により流通在庫の増加が促されたことによる部分も大きいとみられ、今後は、輸入の増加テンポは落ち着いてくるとみられる。

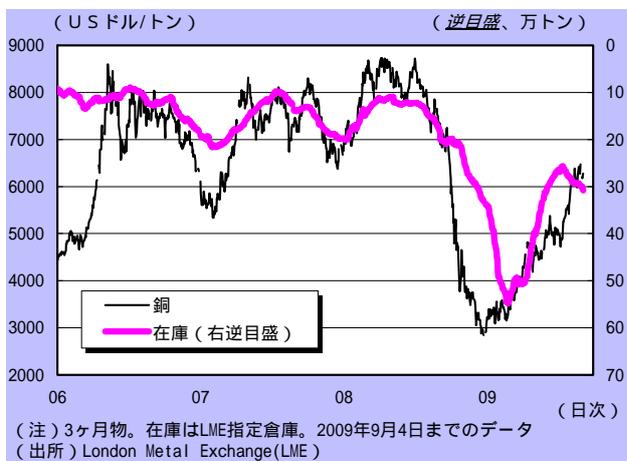
他の金属では、LME指定倉庫の在庫水準がかなり増加してきているが、銅については、依然、世界需要の1週間弱と低水準が続いている。

チリでは、年内に、国営会社や資源メジャーの大鉱山で、労働協約の改定が予定されており、労使交渉が激化するとの懸念が出ている。銅相場の持ち直しを背景に要求する賃上げ幅が大きくなり、また交渉を有利にするため、労組側が非正規雇用を巻き込む戦術を採った場合にストライキが大規模化する可能性が指摘される。

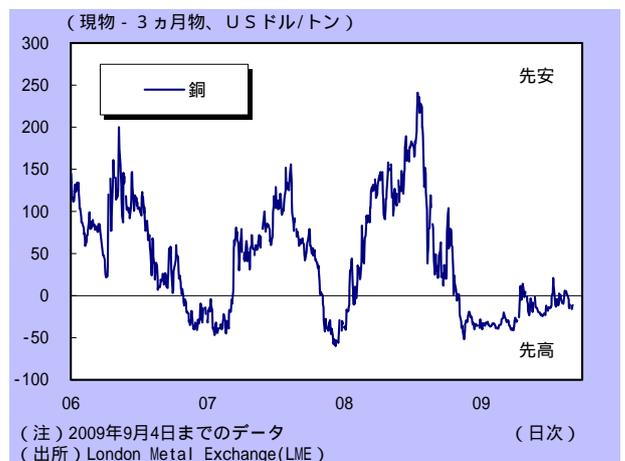
中国の銅輸入の鈍化が見込まれる一方で、先進国の需要回復や供給面のリスクも意識されており、銅相場は、当面、一進一退が見込まれる。

(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ヵ月物)の推移



### 3. アルミニウム～上昇後、頭打ち

アルミニウム相場（3ヶ月物、終値）は、8月5日に2,070ドルと昨年11月以来の高値に上昇した。月末にかけて1,900ドルを下回ったものの、7月までに比べ相場水準を切り上げて推移している（7月の平均値は約1,700ドル）。

上旬には、先進国の自動車関連企業が中国からアルミニウムを調達しているとされ、値上がりを見込んだ投機的需要も多いとされた。一方で、中国ではアルミニウム地金の生産量が増加してきている。中国での供給の増加と、先進国での需要の持ち直しにより、上海相場とLME相場の価格差は縮小してきている。

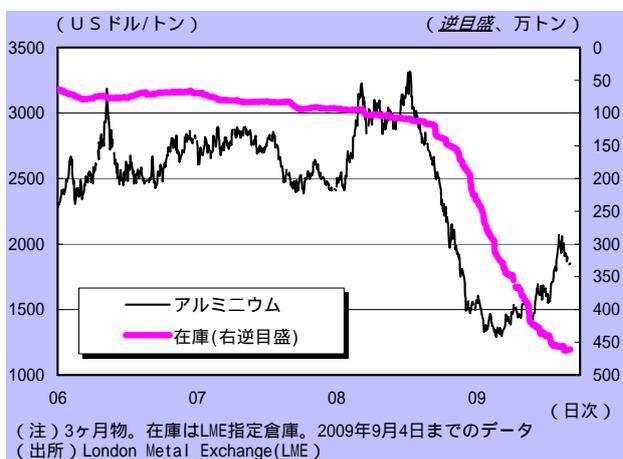
17日には、ロシア最大の水力発電所で爆発事故があり、アルミニウム世界最大手のルスアルの精錬所の操業にも影響が及ぶことが見込まれたが、アルミニウム相場への影響は限定的であった。低コストの水力発電を利用した精錬所が停止することはルスアルには痛手だが、減産中の他の精錬所の稼働率を引き上げることで対応が可能とみなされたと思われる。

一方、26日には、中国最大手の中国アルミが増産の計画を示した。3月には年率96万トンの減産を発表していたが、8月までに31万トン分を再開し、残りの精錬所近く再稼働させるとした。政策による電力コストの引き下げなどによって、1トン＝15,000元前後の相場水準で中国のアルミニウム精錬所のほとんどが利益を出せるとされる。なお、中国アルミは、2009年上期における国家備蓄局によるアルミニウムの購入が57万トン、現在の民間在庫が50～60万トンとの試算も示した。官民の在庫の増加量は、中国の1～7月のアルミニウム地金の輸入は130万トンに匹敵する規模とみられる。

従来、中国のアルミニウム製品の輸出税は優遇されているため、地金の輸入が増加しやすく、国際アルミニウム相場を下支えしてきたと考えられるが、国内で増産が進むと中国の地金輸入が抑制される可能性がある。先進国の自動車やエレクトロニクス製品の生産が増加するため、相場は底堅く推移するだろうが、他の金属に比べると上値は重いとみられる。

（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ヶ月物）の推移



#### 4. ニッケル～上昇後、頭打ち

ニッケル相場（3ヶ月物、終値）は、上旬に一時1トン＝20,000ドル台を回復した後に伸び悩んだものの、8月13日には20,600ドルと昨年7月以来の高値をつけた。9月はじめにかけて18,000ドル近くまで下落したものの、6月までに比べ高い水準で推移している（7月の平均値は約16,000ドル）。

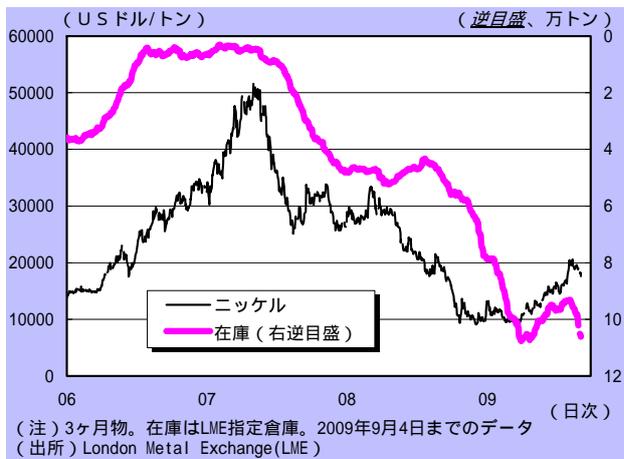
カナダの2つ鉱山でストライキが発生しており、世界のニッケル生産量の1割程度に相当する規模である。労使の交渉妥結は近いとの見方があるものの、会社側は臨時雇用を採用して一部の操業を再開する案を検討しており、労組との対立が深まる可能性もある。需要が持ち直す動きが出ている中で、需給の逼迫感を強める要因となる懸念がある。また、キューバのニッケル鉱山では、昨年ハリケーンの被害からの復旧が遅れている模様である。

一方で、金融危機の影響を受けて、延期されていた開発案件が再開される動きが出ていることや、ニッケル相場の上昇を受けてニッケル銑鉄を用いたステンレス鋼生産が競争力を回復している模様であり、供給は増加しやすくなっている。他の金属と同様に、中国内には投機目的で保有される在庫が増加しているとの見方もあり、相場が下落に転じた場合、現物の売り物が出やすく相場下落を加速する要因になるとの警戒感もある。

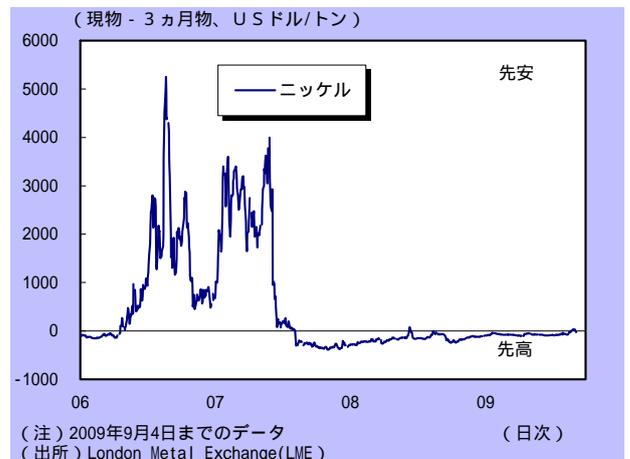
もっとも、年末にかけて先進国におけるステンレス鋼の生産が持ち直す動きになるとみられ、ニッケル相場は、基調としては上昇傾向で推移するだろう。ステンレス鋼については、欧州を中心に、合併や事業統合により、余剰生産能力の調整を進める動きが出てくる可能性も指摘される。しかし、金融危機の影響で停止された投資案件の一部が再開されることで機械類の生産が持ち直したり、自動車の生産が回復することが、ステンレス鋼の需要につながるだろう。

（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

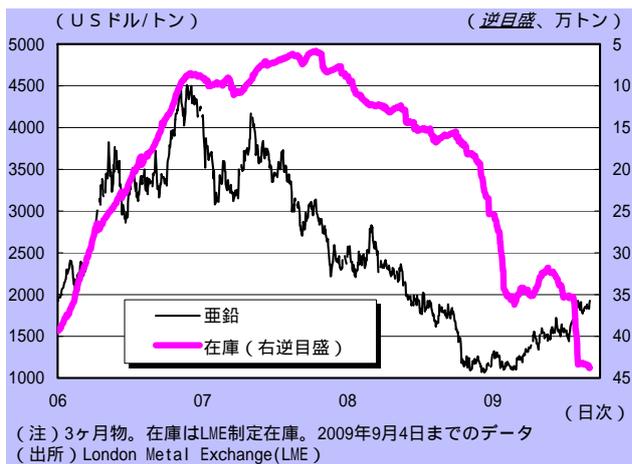
亜鉛相場（3ヶ月物、終値）は上昇基調で推移し、8月5日には1トン＝1,925ドルと昨年7月以来の高値をつけた。中旬には、一時1,700ドルを割ったものの、7月までに比べ水準は切り上がっている（7月の平均は約1,600ドル）。

各国の建設活動は低迷が続いているものの、自動車や家電製品の生産の持ち直しを受けて亜鉛需要も戻ってきている。特に中国や台湾などアジア地域の亜鉛需要が回復し、日本からの輸出も増加している。一方で、亜鉛相場の上昇や需要回復を受けて、中国を中心に亜鉛精錬業への新規参入や設備の再稼働が増加している。7～9月期の中国の地金生産量は過去最高水準になるとみられている。世界的にも生産量が消費量を上回る状況がしばらく続くと思込まれる。

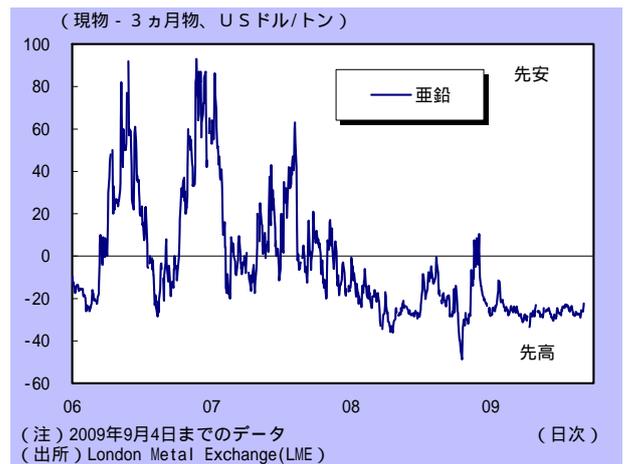
もっとも、各国の建設活動も緩やかながら改善すると見込まれ、亜鉛相場は、他金属に連動しつつ、緩やかに上昇するだろう。

（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～ 一進一退が続く

錫相場（3ヶ月物、終値）は、1トン＝14,000～15,000ドルを中心に一進一退が続いた。

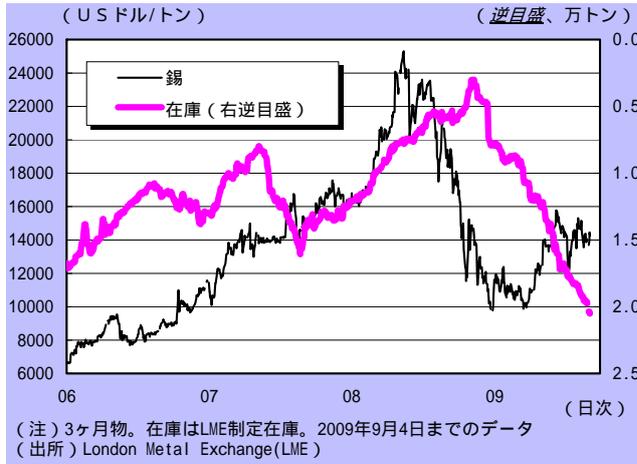
エレクトロニクス関連の需要回復を受けて錫需要が回復してきている一方で、供給面でも他金属ほどの大幅減産が行われてきたわけではなく、需給は安定している。

中国に次ぐ錫生産国で最大の錫輸出国であるインドネシアでは、政府が錫地金の輸出を抑制して、より付加価値の高い錫製品の輸出を促進したい意向とみられる。一方で、当局は違法採鉱する業者への取締りを強化しているが、インドネシアで操業する錫大手2社は、取締り強化が錫地金の生産計画に影響することはないとしている。

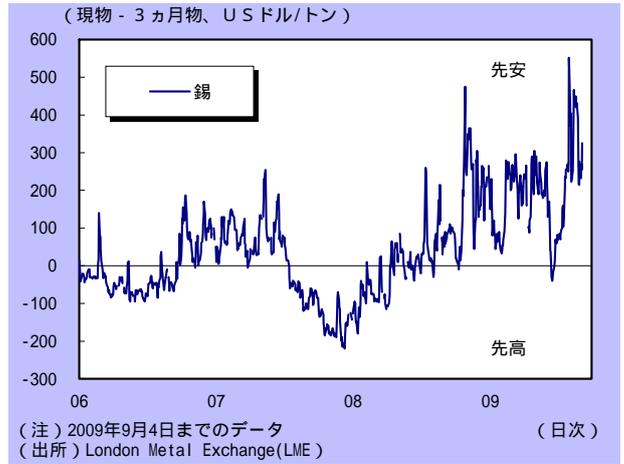
錫相場は、目先、一進一退の推移となり、2009年後半にエレクトロニクス製品の最終需要の底堅さが確認されれば、来年にかけて上昇するだろう。

(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 ~ 12ヶ月ぶりの高値

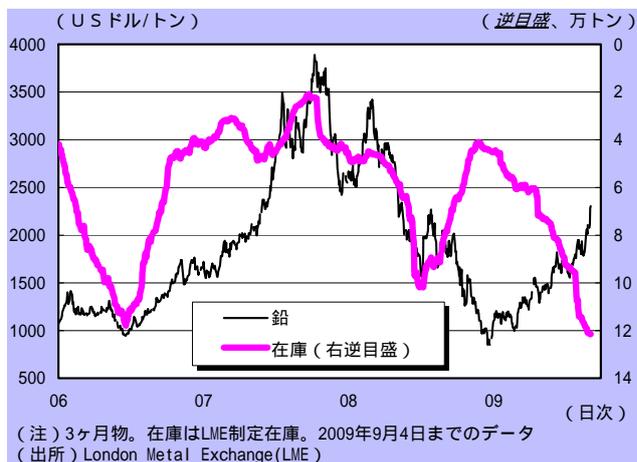
鉛相場 (3ヶ月物、終値) は、中国の鉛精錬所の閉鎖等の報道が相次いだことを受けて上昇基調で推移し、9月はじめにかけて1トン = 2,100ドル台と昨年8月以来の高値をつけた。

中国では、8月半ばに多数の子供が鉛中毒になっていると報道され、陝西省、河南省、湖南省、広西省、雲南省などで鉛産業への検査が強化された。鉛精錬所の操業停止の発表が相次いでおり、年率20万トン以上の規模になっている。なお、もともと中国政府は、今後数年間にうち老朽化した鉛生産設備を60万トン規模で閉鎖する方針を打ち出していた。また、中国の鉛産業が競争力を持つ一因として環境基準が緩いことが指摘されていた。環境基準が厳しくなれば、コスト高要因になってくるだろう。

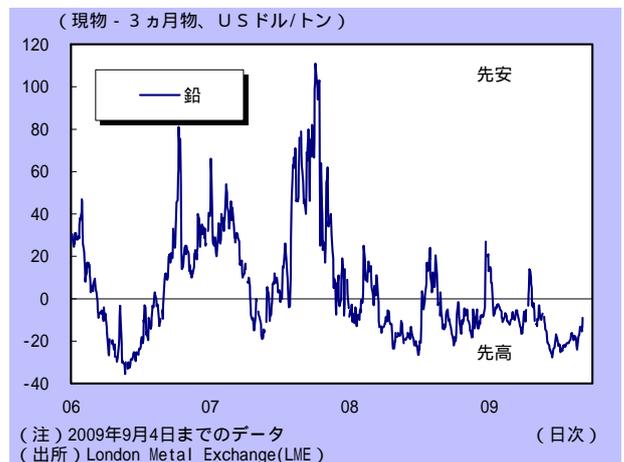
自動車のバッテリー向けを中心に鉛需要は持ち直し傾向で推移するとみられる中、供給面での懸念材料も出てきたため、鉛相場は堅調な推移が見込まれる。

(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

～ 上海株の急落と原油相場～

(1) 上海株の急落

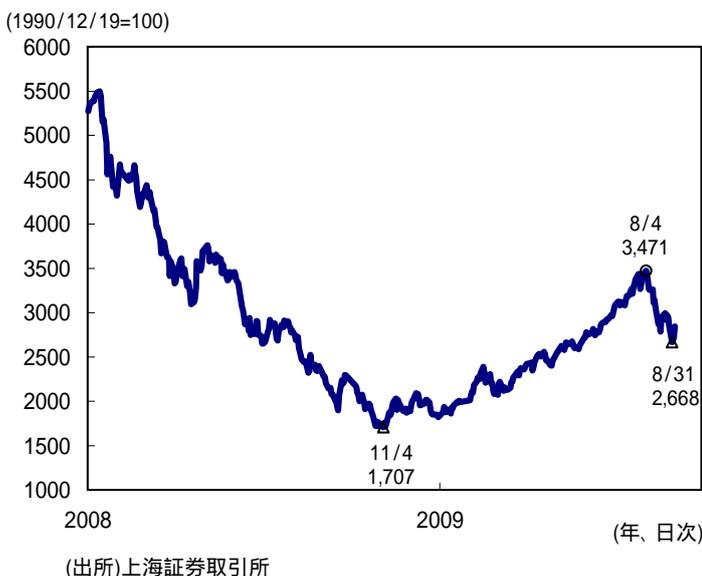
8月は上海株の下落が顕著であった。昨年秋から一本調子で上昇し今年7月に3,400ポイントの高値を記録したが、8月31日に2,700ポイントを下回り3ヶ月ぶり安値をつけた。8月は月間で2割を超える下げとなり、単月の下落率としては過去15年間で2番目の大きさとなった(図表24)。

株価が下げに転じるきっかけとなったのは、8月5日に中央銀行である中国人民銀行が、四半期ごとの金融政策執行報告で、金融政策を「微調整する」と表明したことであった。3日に金融監督当局である銀行業監督管理委員会が、銀行の自己資本基準を強化する方針を示したこともあり、今年前半の上海株を押し上げていた銀行融資の増加による過剰流動性にブレーキがかかるとの懸念が市場で広がった。

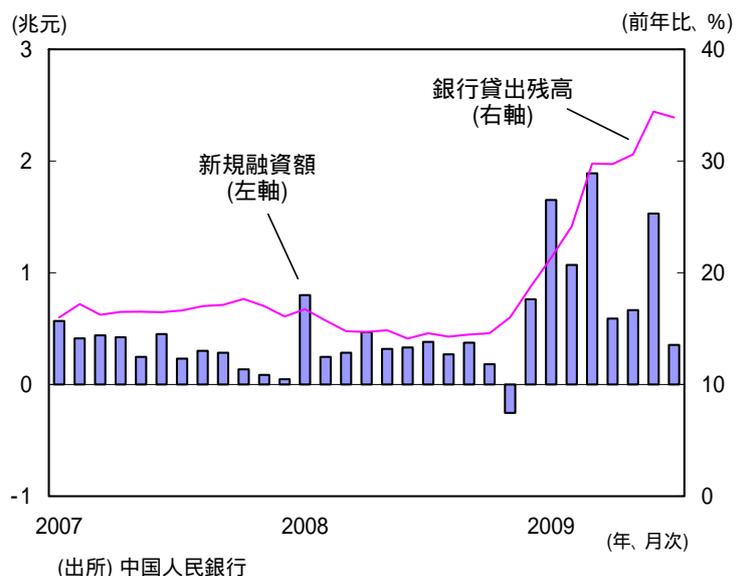
中国政府は今年3月に開催された全国人民代表者会議で、景気浮揚を念頭に今年の新規融資額目標を5兆元(およそ70兆円)に設定したが、6月までに実施された新規融資は7.5兆元と目標の1.5倍にのぼった(図表25)。経済規模で日本に迫るとはいえ、わずか半年でおよそ100兆円もの新規融資が実行されたことは、中国経済に異例の金余りを発生させ相当程度が株式や不動産市場に流入したとの見方が広がっていた。

そうした中での政府・中銀の発表は政策姿勢の変化と受け止められ、またその後発表された7月の新規融資額が急減したことや、地元誌が8月分についても減少するとの見方を報じたことなどをきっかけに株価は下げ足を速めた。

(図表24) 上海総合株価の推移



(図表25) 中国の新規融資額



( 2 ) 2010 年の原油需要回復期待

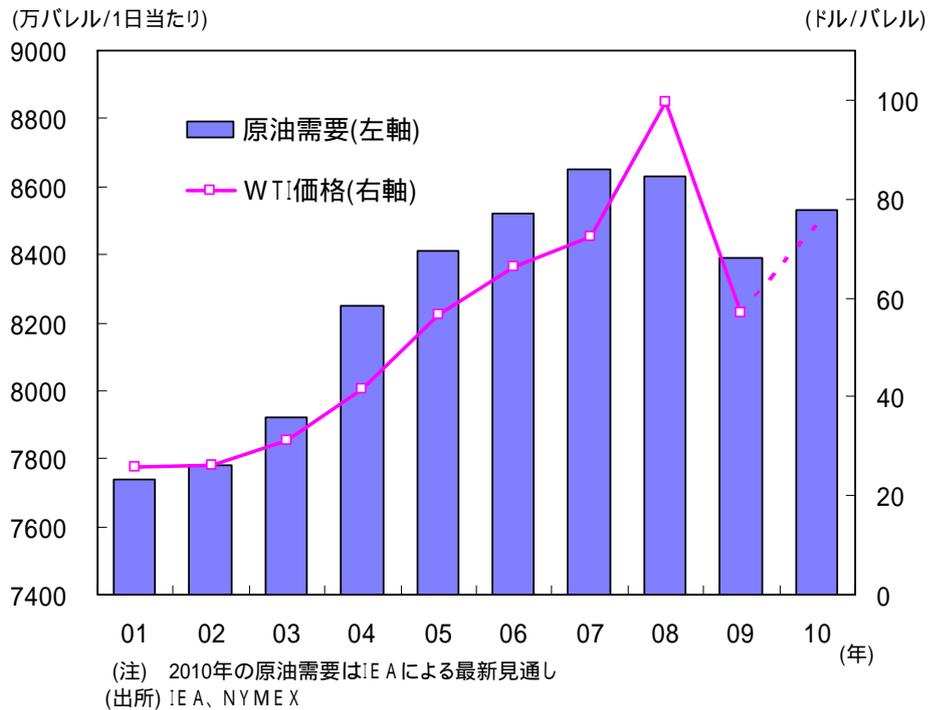
上海株の急落は、これまでほとんど連動性がみられなかった米国や日本など先進国の株式市場でも売り材料とされたほか、原油市場でも相場下落の要因となったと考えられる。

上海株急落までの原油相場は、景気回復期待を背景に 70 ドルをはさんで推移してきた。供給サイドでは当面の不透明要因が少なく（地政学リスク、OPEC による生産目標の変更、天候要因、製油所や設備の事故、代替エネルギーの急速な普及、大型油田発見など）原油価格はもっぱら需要の回復度合いに左右される状況が続いており、今年春ごろまでの行過ぎた悲観論が修正される形で相場が上昇していたといえる（図表 26）。

足元の需要は依然低迷が続いており、在庫は歴史的な高水準にあることから、原油相場の上昇については、2010 年の需要回復を期待先行で織り込んだ水準との見方が支配的である。

特に、2010 年の需要回復の大半を中国を中心とする新興国需要が占めると予測されており、かりに中国景気が変調することで、新興国全体の景気回復の足取りにもたつきがみられると、来年にかけての原油需要回復シナリオが崩れることになる。こうした背景により、上海株の急落が原油相場に売り要因として影響したと推察される。

( 図表 26 ) 世界の石油需要と原油相場の推移



(3) 中国による資源確保の動き

上海株の急落が原油相場の売り材料となったもう一つの要因は、好調な中国経済の恩恵を受ける領域にやや偏りがみられることである。今年に入り中国経済に顕著にみられる大きな特徴は、原油をはじめ、銅やアルミ、鉄鉱石など資源を確保する動きがこれまでにない勢いで加速していることである。

原油についてみると、中国の7月の原油輸入量は、北京五輪に向けて在庫を積み増していた昨年3月のピーク水準を上回り過去最高を記録した。日量換算で460万バレルと、サウジアラビアの生産量の半分に匹敵する(図表27)。

鉄鉱石や、銅、アルミについても同様に輸入が急拡大している。背景には備蓄や投機の動きがあり在庫の積み上がりを懸念する見方も広がっている(次頁図表28)。

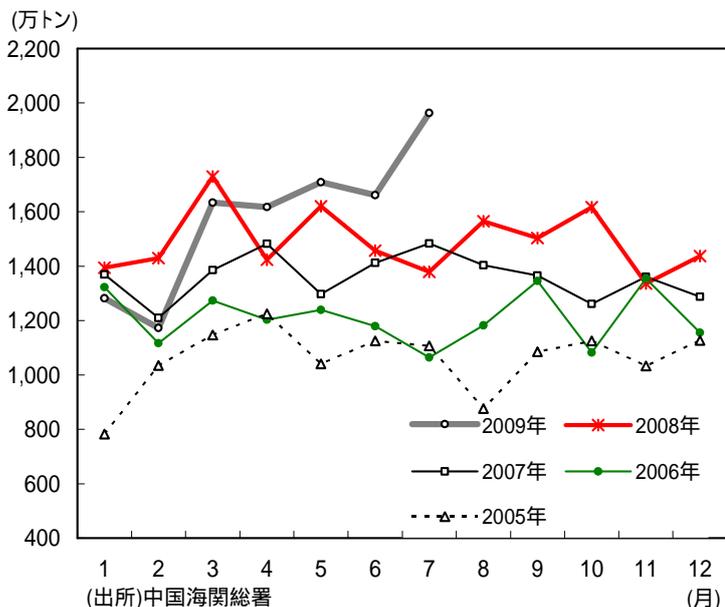
原油については景気好調に基づく需要拡大や、自動車販売が大方の予想を上回る勢いで増加していることによるガソリン需要の拡大など、実需をとまなうものが相当程度占めていると考えられるが、それだけで過去最大の輸入を記録するほどの勢いは今の中国の景気にはないため、他の商品と同様に投機的な原油購入が相当程度あったものとみられる。

多くの商品で世界最大の消費国である中国が、購買量を一段と増加させていることは、春以降の様々な商品相場の上昇を牽引する要因としてはたらいっていたと推察され、昨年以上に、中国の動向が商品市場の関心を集める状況となっている。

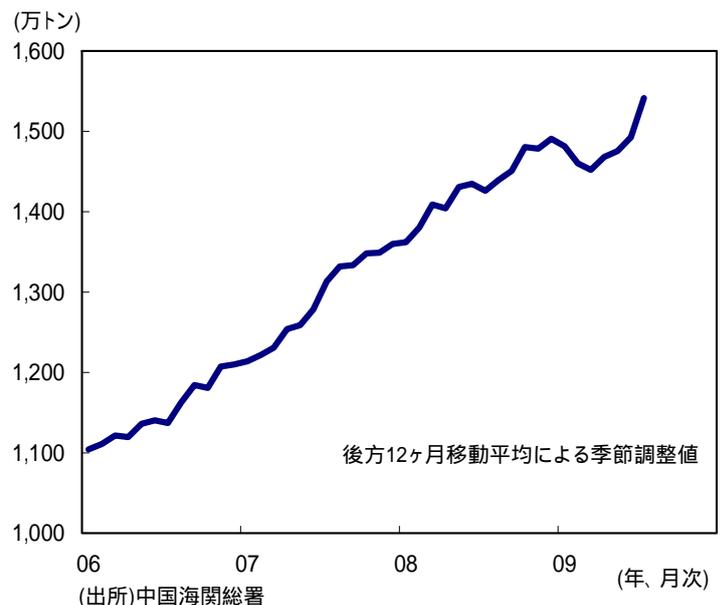
民間業者による投機的な商品買いは、上海株を押し上げてきた銀行融資の拡大に支えられていたものとみられ、政策方針の変更は、株式市場と商品購入の両方に影響を与えることが懸念されたとみられる。

(図表27) 中国の原油輸入量

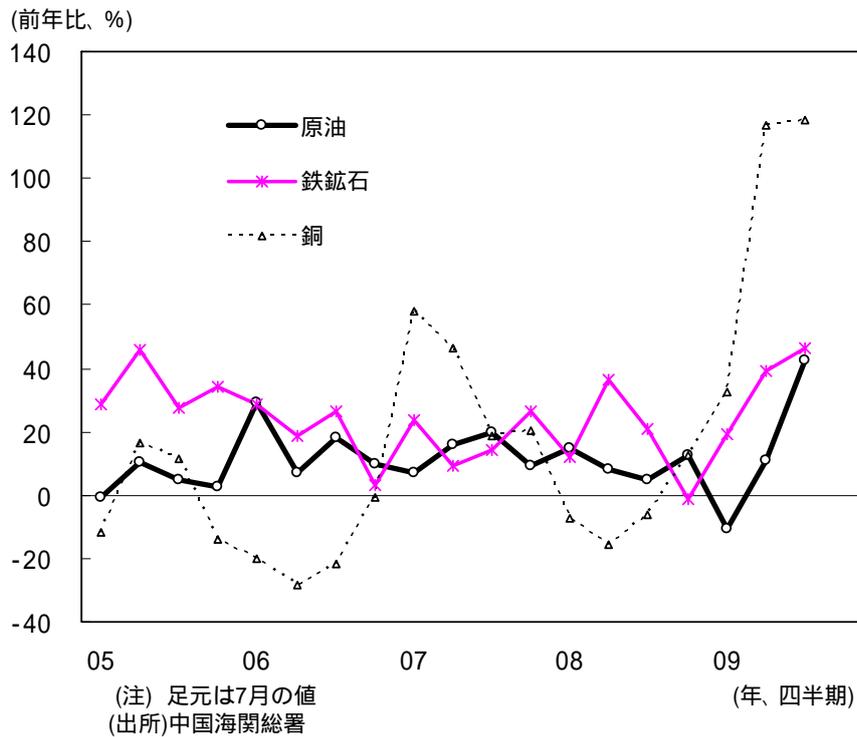
月別にみた中国の原油輸入



輸入水準は北京五輪前のピークを上回る



(図表 28) 中国の資源確保の動きは一段と拡大



(4) 上海株への関心は今後もしばらく続く

2010年の景気回復を先取りしている現在の原油相場にとって、かりに上海株の下落に象徴されるような中国景気の変調が起きれば、2010年にかけて原油需要が順調に回復する楽観シナリオは修正を迫られることになる。この場合は相場には下落圧力が高まると予想される。当面は上海株の動向が原油市場の関心を集める状況が続くことになろう。

もっとも、中国景気の先行きについては、まだしばらく景気対策の効果が期待できるとみられ、金融政策の変更が限定的にとどまれば、旺盛な資源確保の動きが引き続き原油相場の下支え要因となろう。このため原油相場は60ドルから70ドル台前半のレンジを中心に、経済指標や先進国株価に連動して一進一退で推移した後、景気回復の動きを確認しながら、2010年にかけて徐々に水準を切り上げていく見通しである。

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。