

# コモディティ・レポート

## < 2010年1月 >

### ・12月の原油市況～1年3ヶ月ぶりの高値

原油相場（WTI、期近物）は、12月中旬に70ドル台を割り込んだ後は急速に値を戻し、年明け6日には84.18ドルとリーマン破綻前以来の高値をつけた。ドバイ、ギリシャ危機による米ドル相場の変動が、原油の相場変動の要因ともなった。当面は米国の石油製品の在庫調整が進展し、景気回復に伴い原油需要が増えるまで、80ドルを中心に一進一退の推移が予想される。もっとも各国の金融政策への思惑や為替相場の変動を材料に、今後も原油相場の価格変動が大きくなりやすいであろう。

### ・12月の非鉄金属市況～LME金属指数は危機以前の水準を回復

非鉄金属相場の動向を表すLME金属指数は、12月から1月初旬にかけて一段高となり、リーマン・ショック（2008年9月）以前の水準にまで持ち直した。背景には、景気回復を先取りする動きや供給障害への懸念がある。基調としては、今後も世界景気の持ち直しを背景に金属需要が増加して、金属相場の上昇が続くと見込まれる。もっとも、需給改善はすでに織り込まれている部分もあるため、相場上昇のテンポは緩やかなものになると考えられる。なお、金融緩和が長期化する見込みやドル安観測が強まったりすることで、金属相場が押し上げられるリスクもある。

### ・トピック～中国の石油需要の動向

春節明けの中国による資源買いは、近年様々な商品市場で注目されるようになった。ところが、昨年は中国の資源輸入が急増した結果、国内で投機的な在庫が積み上がっている可能性が懸念されている。もっとも、中国の石油需要については、統計上の理由により不透明な部分が大きく実態を把握することが困難である。このため、今年の春節明けには、投機的な在庫手当が相当程度存在するために、思いのほか中国需要が出てこない可能性と、逆に、予想以上に石油需要が拡大する両方の可能性が考えられる。いずれのケースでも原油相場への影響が大きくなることには注意が必要であろう。



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、非鉄～芥田（[chosa-report@murc.jp](mailto:chosa-report@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. 12月の原油市況：1年3ヶ月ぶりの高値

原油相場（WTI、期近物）は、12月11日に2ヶ月ぶりに70ドルを割り込み、14日には69.51ドルと3ヶ月ぶりの安値をつけた。しかし、その後は急速に値を戻し、年明け6日には83.18ドルと、リーマン破綻前の水準を回復し1年3ヶ月ぶりの高値をつけた。

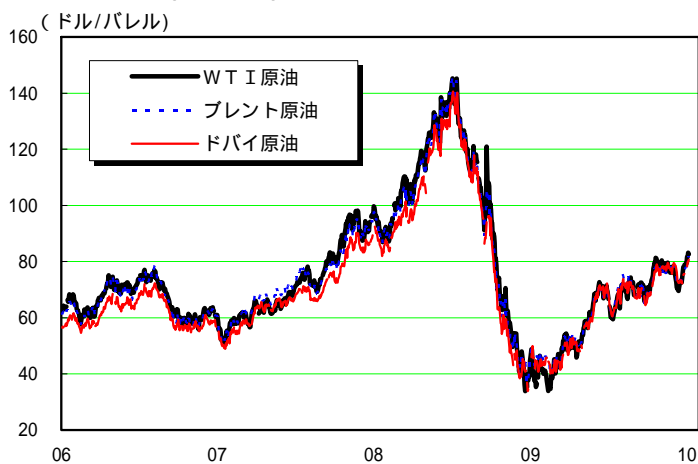
相場が安値をつけた局面では9日続落、その後高値をつけた局面では10日続伸と、相場は乱高下した。変動幅が拡大した背景には、11月末のドバイ危機や、12月初めのギリシャの財政危機をきっかけに金融市場が混乱した影響がある。危機が表面化したさいに、商品相場に影響の大きい米ドル相場が、ユーロ売り・ドル買い戻しからドル高に振れ商品相場を下押しした反面、危機が落ち着くとドル売りの動きが再び強まり商品相場を押し上げたためである。

加えて、原油市場の独自の要因をみると、米国の原油や石油製品在庫の減少傾向が鮮明になったことや、年末から年始にかけて、米国や中国で景気の急速な改善を示す経済指標が相次いだこと、また暖房油の最大消費地である米国北東部での寒波や、世界的に北半球で気温の低下がみられたことも相場の押し上げ要因となった。なお、OPEC総会が開催され生産枠の据え置きが決定されたことは事前に確実視されていたため、市場への影響はみられなかった。

WTI・ブレント・ドバイの油種間スプレッド（価格差）をみると、米景気の改善期待が強まったことから相対的にWTI高が進んだ（図表3）。一方、原油価格の先物カーブをみると、期近物の上昇につれて期先物も上昇し、長めの限月では90ドル台をつけた（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拡大し、過去と比べても高水準に達している（図表7）。また、商業筋も含めた先物の全建玉残高は、一進一退で推移した（図表8）。

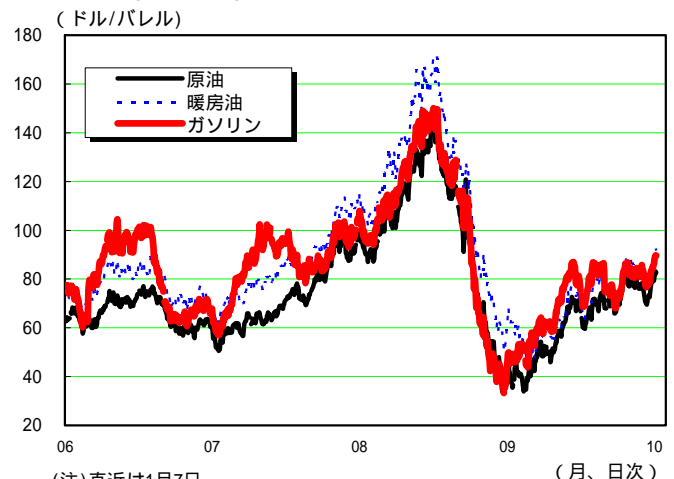
冬場の間に米国の製油所が減産を継続し、石油製品の在庫調整が一段と進展すると、春以降は景気持ち直しによる石油需要の増加に伴って原油需要が増えやすい状況になってくるだろう。それまでしばらくは80ドルを中心に一進一退での推移が続く見通しである。もっとも、超低金利下で投機が起りやすく、各国の金融政策への思惑や為替相場の変動を材料に、今後も原油相場の価格変動が大きくなりやすいことには留意が必要であろう。

（図表1）原油市況の推移



（注）直近は1月7日  
（出所）Bloomberg

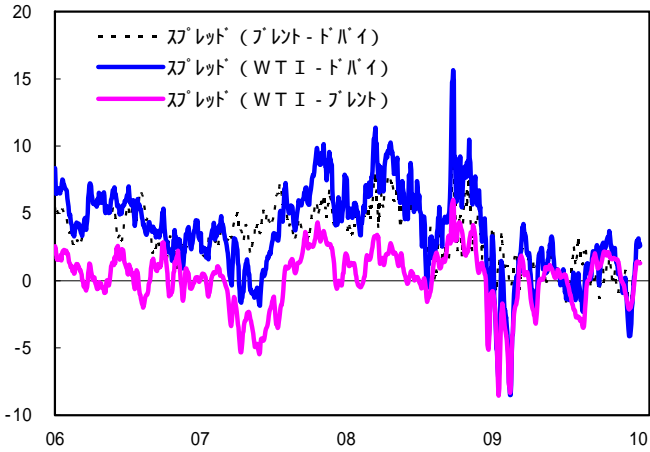
（図表2）石油製品市況の推移



（注）直近は1月7日。  
すべてNYMEXの期近物

(図表3) 油種間スプレッドの推移

(ドル/バレル)

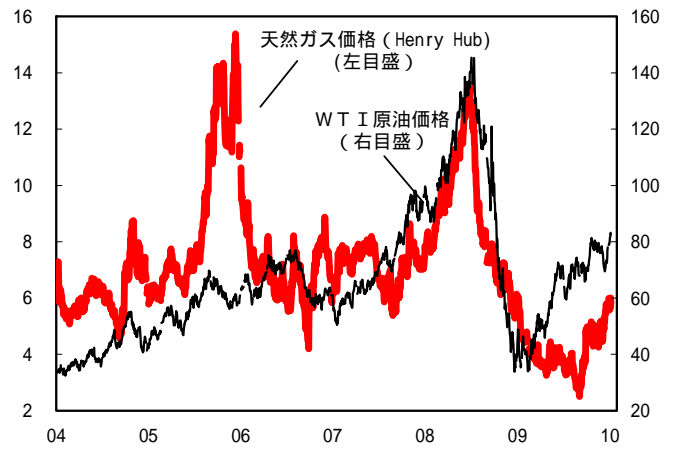


(注) 5日移動平均値。直近は1月7日。(年、日次)

(図表4) 米国天然ガス市況の推移

(ドル/百万Btu)

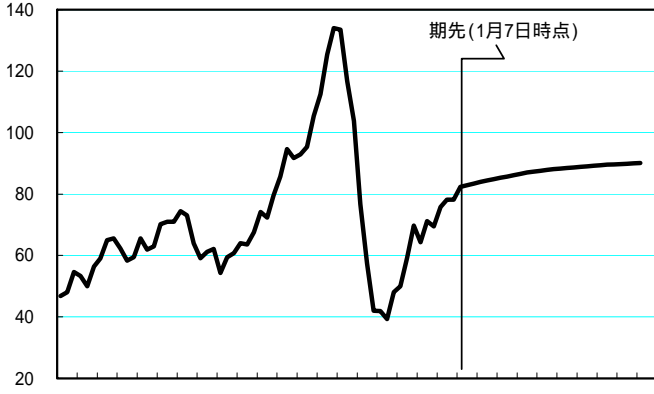
(ドル/バレル)



(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略  
(注2) 直近は1月7日。(月、日次)

(図表5) 原油先物価格と先物カーブ

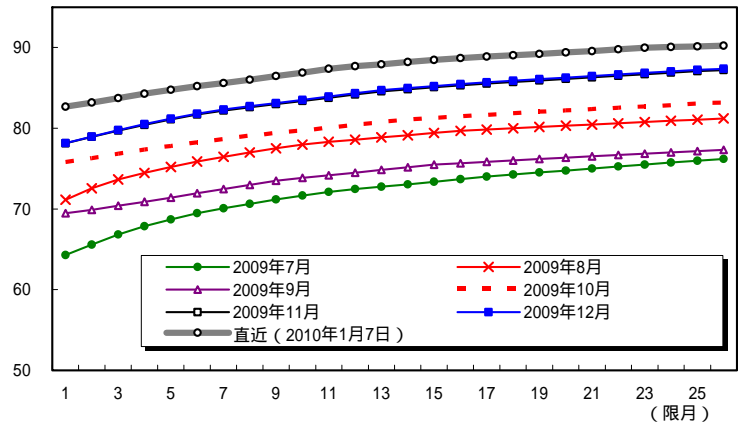
(ドル/バレル)



(注) 限月は28ヵ月先まで、2010年1月7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)

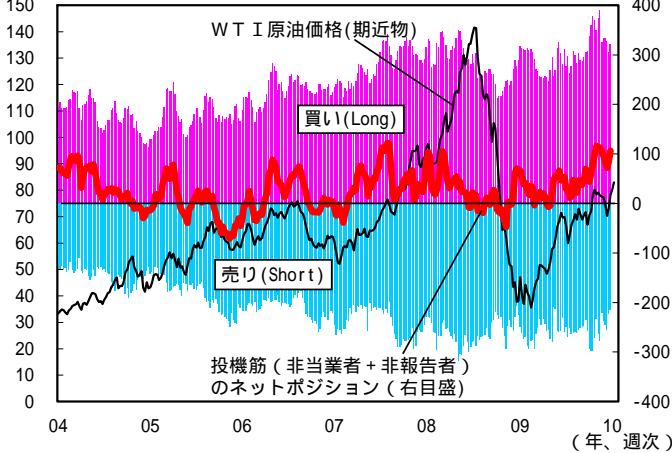


(注) 各時点における各限月(28ヵ月先まで)のWTI原油先物価格  
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(図表7) 投機筋のポジション(原油)

(ドル/バレル)

(千枚)

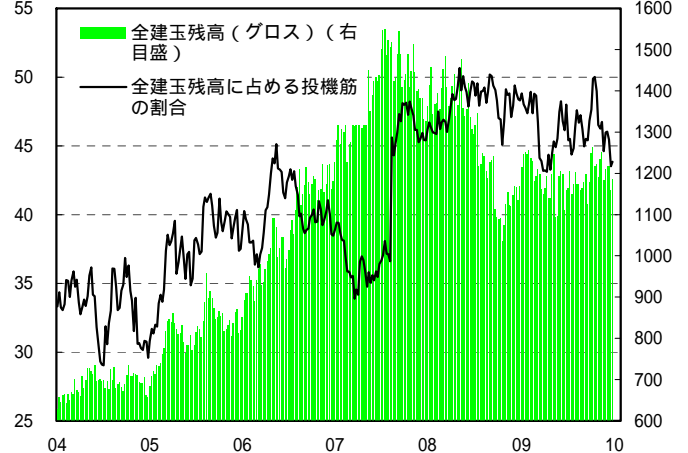


(注1) ポジションの直近は12月29日時点、WTI原油は1月6~7日平均値  
(注2) 旧分類に基づいた統計により作成  
(出所) CFTC

(図表8) 原油先物の建て玉(NYMEX)

(%)

(千枚)



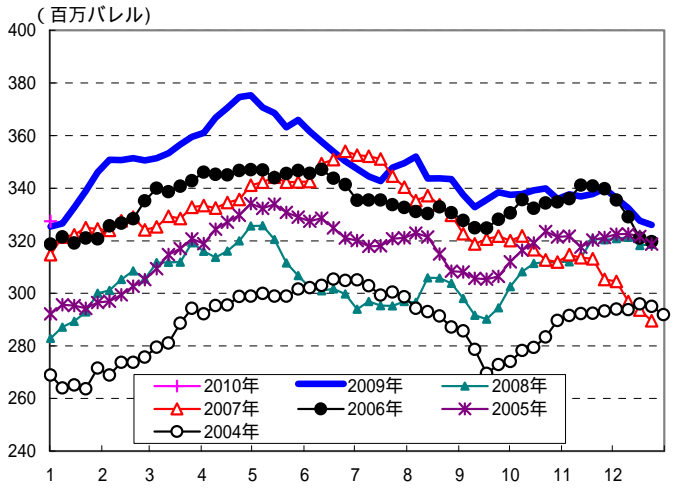
(注1) 1枚は1000バレル。直近は12月29日時点  
(出所) 米国先物取引委員会(CFTC)(週次)

## 2. 品目別需給動向

### (1) 米国原油需給；原油在庫は高水準ながら減少が続く

米国の原油在庫は、高水準ながらも減少傾向が続いている（図表9）。もっとも、原油輸入が一段と減少した影響が大きかったとみられ、製油所の稼働率は低迷しており、原油需要は依然として弱いままである（図表10）。製油所の減産姿勢は今後も続けられる見通しであり、当面、原油需給に引き締め感が生じにくい状況にある。

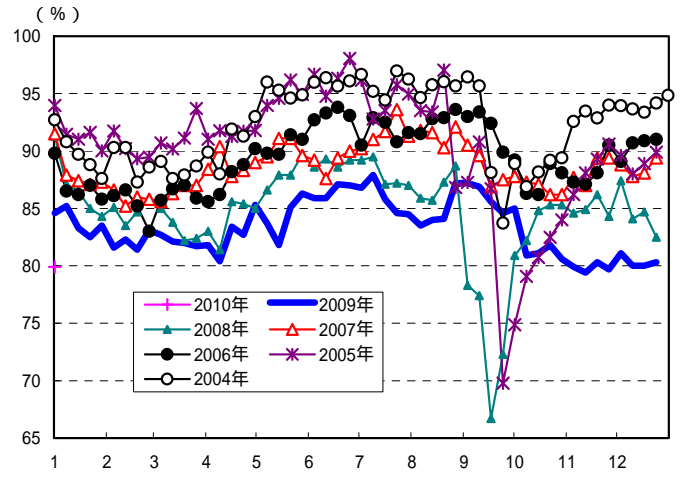
（図表9）米国の各年の原油在庫



(注)SPR(戦略石油備蓄)を除く原油在庫、直近値は1月1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



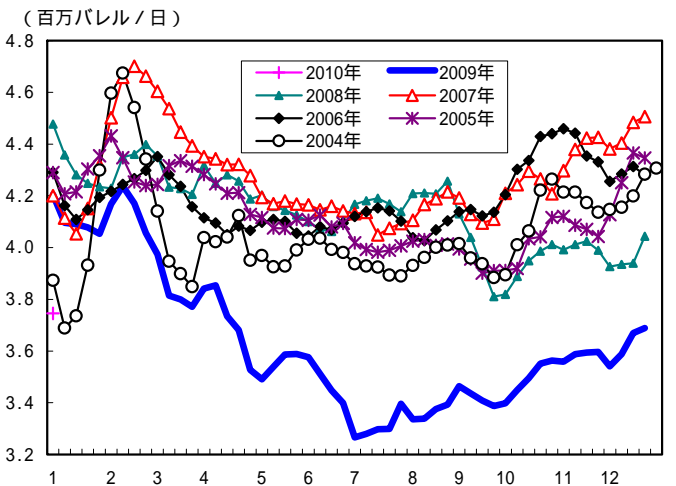
(注)直近値は1月1日  
(出所)米国エネルギー情報局(EIA)

(月、週次)

### (2) 米国石油製品；中間留分の荷余り感はまだ強い

ガソリン小売価格（全米平均）は2.7ドルをはさんだ推移が続いており、ガソリン消費量は前年並みで推移している。一方、物流向けや工業向けを中心に、中間留分の消費量は依然として低迷が続いている（図表11）。冬場は暖房油を中心に中間留分の消費量が増加することが見込まれるものの、在庫調整にはまだしばらく時間がかかる見通しである（図表12）。

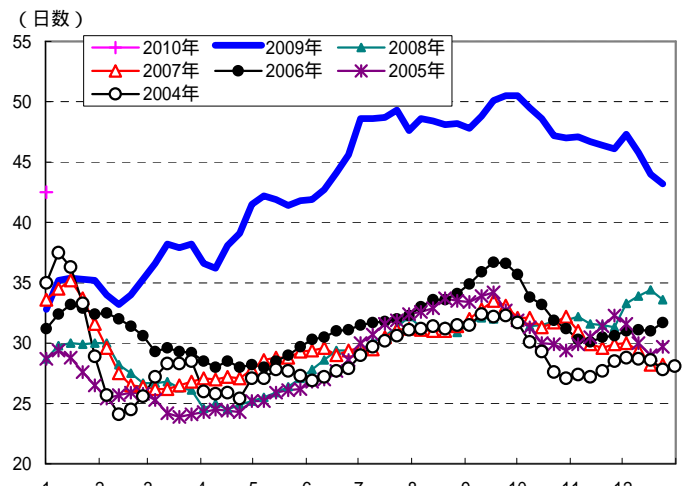
（図表11）中間留分の消費量の推移



(注)速報系列の4週後方移動平均、直近値は1月1日  
(出所)米国エネルギー情報局(EIA)

(月、週次)

（図表12）中間留分の在庫量の推移



(注)直近値は1月1日  
(出所)米国エネルギー情報局(EIA)

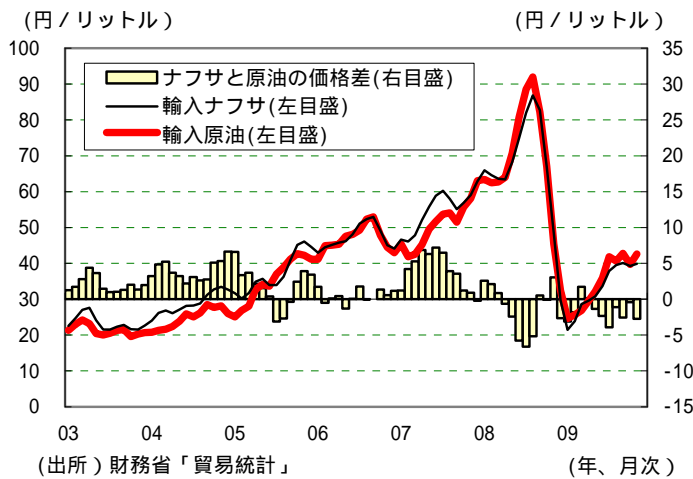
(月、週次)

### (3) ナフサ；上昇後横ばい

日本の11月の輸入ナフサ価格（通関）は、1リットルあたり39.8円と、前月と比べ0.5円上昇した。一方、11月の輸入原油価格は42.6円と前月に比べ約3円程度の上昇したことで、ナフサの原油に対する割安度合いは再び拡大した（図表13）。円建てのナフサと原油の輸入価格は、円高の進行により下押しされた面もある。

12月以降の市況をみると、ナフサは一時軟調に推移したが、月末にかけて反発した（図表14）。アジア地域の原油価格の指標であるドバイ原油も、同様にいったん下落後反発に転じている。韓国、台湾、日本の石油化学メーカーは、中国の需要増加を見込んで増産するとみられ需要は底堅いと考えられる。もっとも、アジアの市況が強含むと欧州からの輸入が増加する市場構造には変化がみられない。

（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

12月のOPEC12ヶ国の原油生産(日量)は前月比6.5万バレル増加した(図表15、Bloombergによる推計値、以下同じ)。生産枠が適用される11カ国は同11.5万バレル増加した。

11カ国の生産動向をみると、昨年4月以降9ヶ月連続で増加し、この間の増産量は累計で130万バレルにのぼる。この結果、生産量は生産枠を177万バレル超過し、減産遵守率は58%と、一時は80%程度であったのが大幅に低下した。

そうした中、OPECは12月22日、アンゴラで総会を開催し、生産枠を現行の日量2485万バレルに据え置くことを決定した。据え置きは事前に確実視されていたため、市場への影響はなかった。一方、加盟各国の減産遵守率の低下を受け、遵守強化が主要議題になったとみられ、バドリ事務局長は総会后に遵守率は75%超であるべきとの認識を示した。なお、次回総会は、3月17日にオーストリア・ウィーンで開催される。すでに、バドリ事務局長やサウジアラビアのヌアイミ石油相は、3月より前の臨時会合の開催の必要性は今のところないとしている。

イランの核開発をめぐる同国と米英独仏中ロ6カ国との協議では、イランが強硬姿勢を強めたため、主要6カ国による4回目の経済制裁決議の策定に焦点がうつった。これまでのところ、ロシアはオバマ政権との対話姿勢を強めており、対イラン制裁についても米側に歩み寄る姿勢を見せ始めているが、中国は今回も制裁に消極的な姿勢を崩していない。

また、イラクでは、昨年6月に続き2回目の油田開発入札が実施された。イラク政府によると、2回の入札契約により原油生産量は現在の250万バレルから、6~7年後には1200万バレルに増加する見通しである。

(図表15) OPECの生産動向

国名	生産量 (12月)	生産量 (11月)	超過量 (12月)	生産枠 (09年1月~)	産油能力	稼働率	生産余力 (12月)
アルジェリア	127.0	127.0	6.7	120.3	145.0	87.6%	18.0
アンゴラ	190.0	190.0	38.3	151.7	200.0	95.0%	10.0
エクアドル	47.0	46.5	3.6	43.4	50.0	94.0%	3.5
イラン	379.5	379.5	45.9	333.6	410.0	92.6%	30.5
イラク	235.0	240.0	-	-	250.0	94.0%	10.0
クウェート	225.0	221.5	2.8	222.2	265.0	84.9%	43.5
リビア	152.0	152.0	5.1	146.9	180.0	84.4%	28.0
ナイジェリア	200.5	190.5	33.2	167.3	250.0	80.2%	59.5
カタール	76.5	76.0	3.4	73.1	90.0	85.0%	14.0
サウジアラビア	815.0	819.0	9.9	805.1	1,080.0	75.5%	261.0
UAE	227.0	226.0	4.7	222.3	280.0	81.1%	54.0
ベネズエラ	222.0	222.0	23.4	198.6	250.0	88.8%	28.0
OPEC12カ国	2,896.5	2,890.0	-	-	3,450.0	84.0%	560.0
OPEC11カ国	2,661.5	2,650.0	177.0	2,484.5	3,200.0	83.2%	550.0

(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

## ．非鉄金属

### 1．12月の非鉄市況全般：LME金属指数は危機以前の水準を回復

非鉄金属相場の動向を表すLME金属指数は、12月から1月初旬にかけて一段高となり、リーマン・ショック（2008年9月）以前の水準にまで持ち直した。

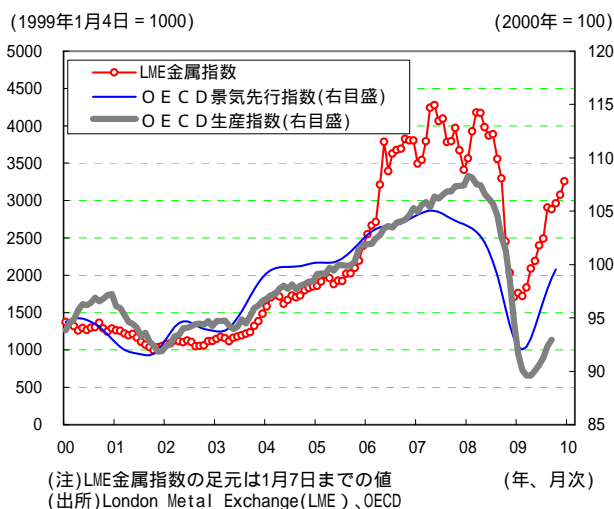
中国を中心とした新興国の需要が増加を続けていること、先進国の景気回復を先取りした動きが出ていること、銅など供給障害が懸念されていることなどが金属相場の上昇要因として考えられる。先進国の製造業の活動水準が経済危機前の水準に戻すには、まだ2～3年かかるとの見方が多く、また供給超過で在庫が増加する金属が多い中での相場上昇であり、投機的な商品買いが重要な要素であるという見方もできる。

例えば、金属を含めて商品全般に先高観測を織り込んだ先物価格の体系（＝コンタンゴ）であったため、「現物買いと1年先物の売りを組み合わせると1年後には価格差分の利益が得られる」といった取引により、現物価格が相対的に押し上げられやすい。こうした取引によって、先行きの需給改善が相場に織り込まれてきたともいえる。

ただし資金の運用先としてコモディティが今後も有力な投資先であり続けるかどうかは不透明である。例えば、今後、業績の回復が見込める株式の方が良い投資先だと判断されるかもしれない。また、金利先高観測とともに、コモディティ投資が手控えられるようになる可能性や、ドル高見通しによってドル建ての商品価格が抑制されるという見方が強まる可能性もある。

基調としては、今後も世界景気の持ち直しを背景に金属需要が増加して、金属相場の上昇が続くと見込まれる。新興国や資源国での設備投資の持ち直しに合わせて、先進国における資本財生産が持ち直して、銅やニッケルなどの需要増につながると予想される。もっとも、需給改善はすでに織り込まれている部分もあるため、相場上昇のテンポは緩やかなものになると考えられる。なお、金融緩和が長期化する見込みやドル安観測が強まったりすることで、金属相場が押し上げられるリスクもある。

（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～リーマンショック以前の水準を回復

銅相場（3ヶ月物、終値）は、12月上旬に一時7,100ドルを上回った後、上値が重くなり、中旬には6,900ドル前後を中心に推移した。しかし、下旬には再び7,000ドルを超えて上昇し、1月に入ると7,660ドルと2008年8月の水準にまで持ち直した。景気先行き懸念が強まった12月上旬には相場が抑制されたものの、他の金属に比べて、需要増加や供給制約が意識されやすく、相場は上昇傾向が続いている。

供給面では、まず、新規鉱山の開発が進んでおらず、当面、鉱石不足が続くと見込まれる中、チリなど主要鉱山での労働協約改定時期が相次いで到来するため、ストライキが懸念されている。一方、米欧に立地する精錬所は、銅地金の価格が上昇しても、その恩恵をあまり受けられていないようである。特に、通貨高の影響もあって、カナダの銅精錬所は競争力を失って閉鎖される傾向が続いている。このため、中国の精錬能力が大幅に増加してきているものの、銅地金の需給緩和につながりにくい構図になっている。

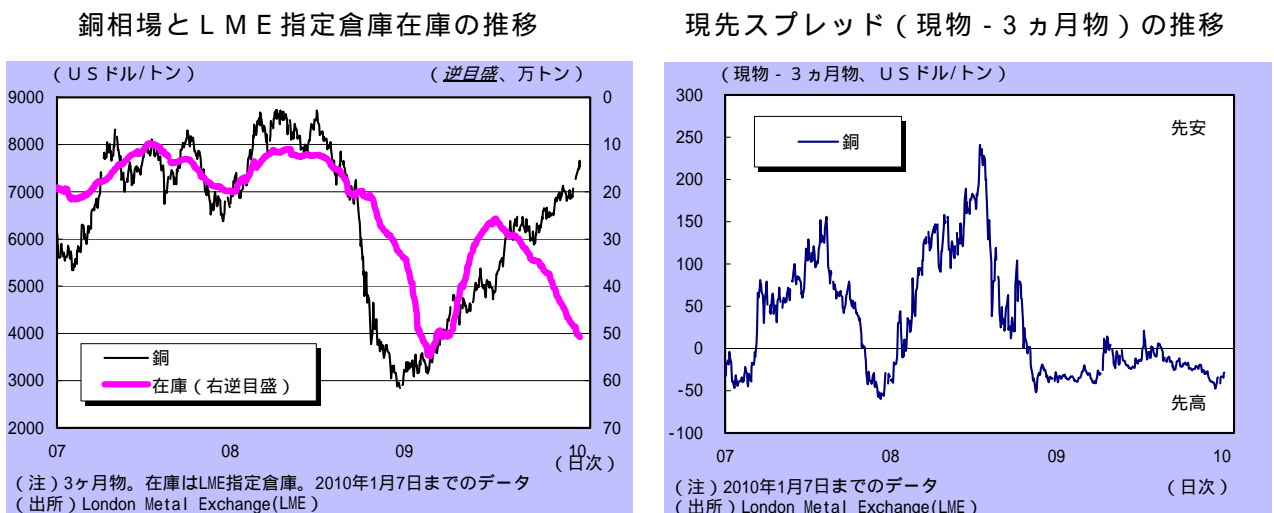
需要面では、パソコンやテレビなどエレクトロニクス関連での需要が増加すると見込まれている。春雪（旧正月）明けには、エレクトロニクス製品の生産拠点である中国需要が増加するとの思惑から、早めに在庫手当を進める動きもあったように見受けられる。

このように銅需給の逼迫が懸念されやすい状況にあり、クリスマス休暇前に銅相場が大幅上昇する動きにつながったとみられる。

実際、1月4日には、チリの国営会社の傘下にある世界2位のチュキカマタ鉱山において、労使交渉が決裂し、ストライキが開始された。ストライキは2日間で終結したものの、米国の製造業関連指標の改善などを受けて、景気持ち直し観測が強まっており、銅相場は底堅い推移が続いている。また、中国では寒波の到来により、銅生産が停滞する可能性も懸念されている。

今後、中国需要が旺盛な中で、先進国需要が持ち直してくると見込まれる。中国の春雪明けの需要増は、すでにある程度、相場に織り込まれているとみられるものの、当面、銅相場は底堅い推移が続くだろう。

（図表18）銅





### 3. アルミニウム～上昇傾向

アルミニウム相場(3ヶ月物、終値)は上昇基調で推移し、1月6日には1トン=2,377ドル。と、昨年10月上旬の相場水準まで持ち直した。在庫水準が増加傾向を続ける中で、相場上昇が続いている。

アルミニウム地金の需要面をみると、日米欧では、政策効果の息切れにより自動車販売が鈍化することが懸念されているものの、住宅着工の落ち込みには歯止めがかかりつつあり、食料品関連需要等の持ち直しも見込まれる。中国における需要増加テンポも引き続き速く、2010年の世界需要は増加が見込まれる。

一方、供給面をみると、最大生産国である中国の最大手企業の生産設備は、一時、2割以上の稼働が停止されていたが、現在は、ほぼフル稼働になり、さらに設備能力の増強も考えているとされる。欧州では、ノルウェーやアイスランドなど安価な電力が利用できる場所を除けば、精錬所の相対的な競争力が低下しており、閉鎖が検討される例も多い。しかし、こうした精錬所が閉鎖されたとしても、中東諸国や中国における精錬能力の増加を考えると、アルミニウム地金の需給が引き締まる可能性は少ないとみられている。

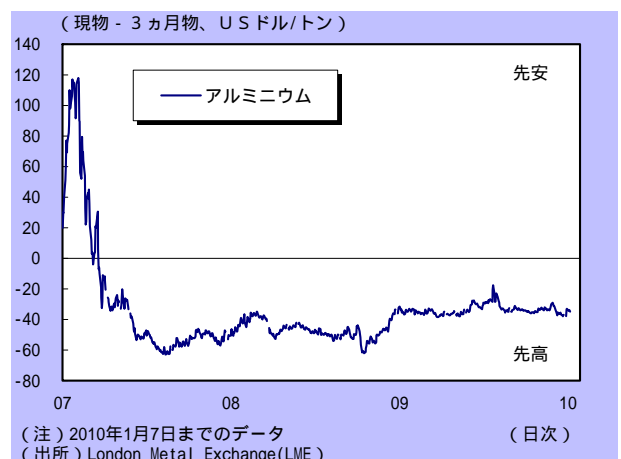
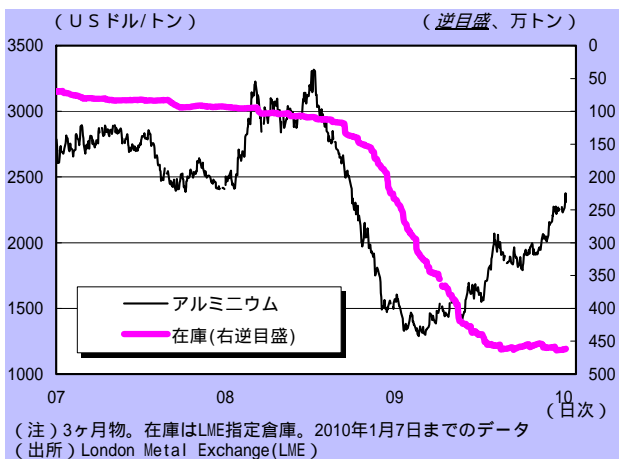
LME指定倉庫の在庫は、460万トン台にまで増加してきており、現在の世界消費量の50日程度分に相当するとみられる。もっとも、在庫の増加が続いていても、アルミニウム地金の需給に緩和感が強まっている訳ではない。すなわち、アルミニウム地金の在庫は、投機目的で倉庫に保有され、地金の売り圧力にはなっていないようだ。例えば、昨年春頃には、現物を購入して1年先の期日の先物を買えば、高利回りが確定できたため、資金の運用先として注目されたことが指摘されている。

もっとも、今後、こうした取引を解消する動きが出てくるとの見方もある。金利上昇観測により投機的な地金保有が不利になる可能性があることや、ドル高によりアルミニウムのドル建て価格が抑制されることへの警戒感もあるからだ。景気持ち直しを受けて、アルミニウム相場は底堅く推移するものの、上値は重くなるだろう。

(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～他金属と連動して上昇

ニッケル相場(3ヶ月物、終値)は、昨年8月に1トンあたり20,000ドルを上回ったものの、その後は他金属の相場が上昇する中でも独歩安となり、12月上旬には16,000ドルまで下落していた。しかし、12月中旬以降は、他金属と連動して上昇に転じた。

ニッケルの需給動向をみると、2009年は、ブラジル大手企業の鉱山におけるストライキなどにより供給が制約されたものの、需要の落ち込みが大きく、大幅な供給超過になった。在庫が潤沢であり、供給余力も大きいことから、ブラジル大手鉱山会社が保有するカナダのニッケル鉱山でストライキが続いているものの、需給逼迫への懸念は広がらない状況である。

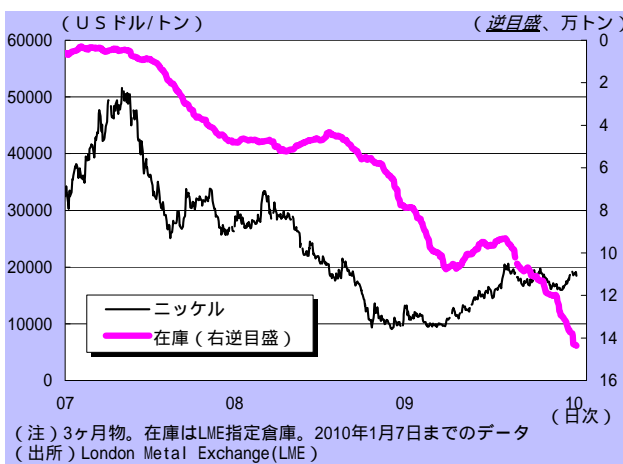
こうした中で、資源大手のBHPビリトンは、オーストラリアやフィリピンの一部ニッケル事業について売却を進める動きを相次いで打ち出している。BHPビリトンのビジネスポートフォリオの中でニッケル鉱山は中核とは言い難いため、より効率の良い事業分野への経営資源の集中を進める動きだと考えられる。

ニッケルの主用途であるステンレス鋼の需給も緩和した状況が続いているようだ。韓国ポスコは、12月には原材料となるニッケル価格が下落したことを受けてステンレス鋼の価格を引き下げ、1月にはニッケル価格が上昇したにもかかわらず、ステンレス鋼の価格を据え置かざるをえなかった。

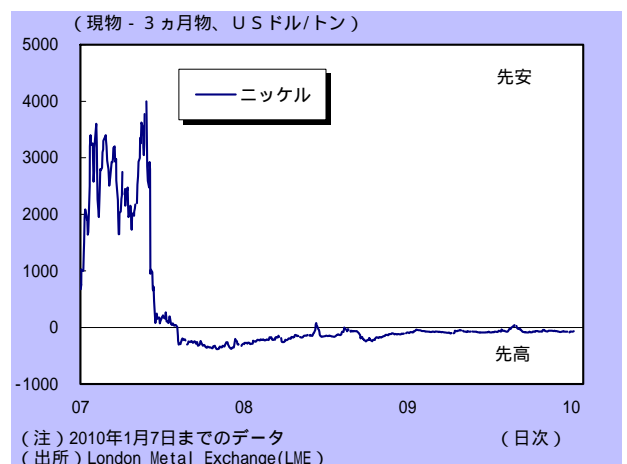
今後、ステンレス生産向けを中心にニッケル需要が持ち直してくると予想されるものの、2010年もニッケルの供給超過の状況が続くとの見方が多い。もっとも、ステンレス鋼の需要は、中国で増加を続けることに加えて、先進国でも住宅や機械の関連を中心に持ち直すと見込まれる。ステンレス鋼の値上げとともに、ニッケル相場も緩やかに上昇する展開が考えられる。

(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～ 上昇が続く

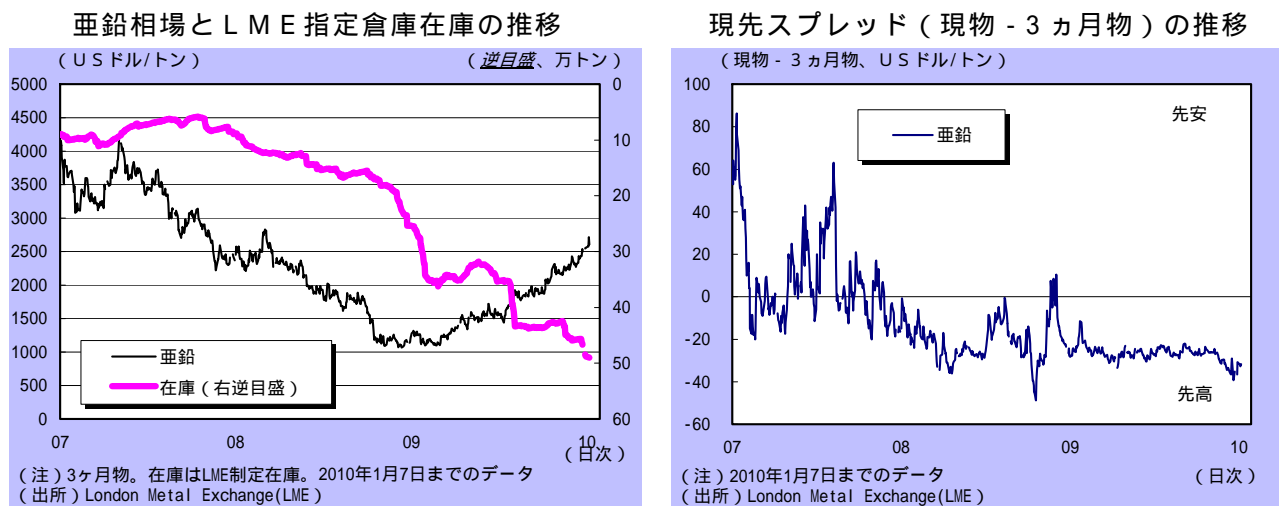
亜鉛相場（3ヶ月物、終値）は上昇基調で推移し、1月6日には1トン=2,718ドルと2008年3月上旬以来の高値をつけた。

亜鉛相場の上昇を受けて、経済危機の中で操業が停止されていた鉱山や精錬所が再開される供給が増加してきている。また、12月23日にオーストラリアの大鉱山の輸送システムの障害が11週間ぶりに復旧したと発表され、供給障害への懸念も解消された。

亜鉛地金の需要は、中国では増加が続いているものの、米欧では低迷が続いている。このため、2009年に続いて2010年も供給超過が続くとの見方が多い。

今後、中国の春雪後には、エレクトロニクス関連向けなどの需要が増加すると見込まれるが、地金需給が逼迫する可能性は小さいとみられる。そうした中で、亜鉛相場は、2009年8月頃にリーマンショック以前の相場水準を回復した後にさらに上昇しているものの、2006年には4,500ドルを上回るまで上昇しており、引き続き上昇余地があるとみなされやすい。亜鉛相場は今後も緩やかな上昇傾向が続く見通しである。

（図表 21）亜鉛



## 6. 錫～ 大幅上昇

錫相場（3ヶ月物、終値）は、12月7日に1トン=14,950ドルと、いったん15,000ドルを下回ったものの、1月にかけて17,000ドル台まで急伸した。

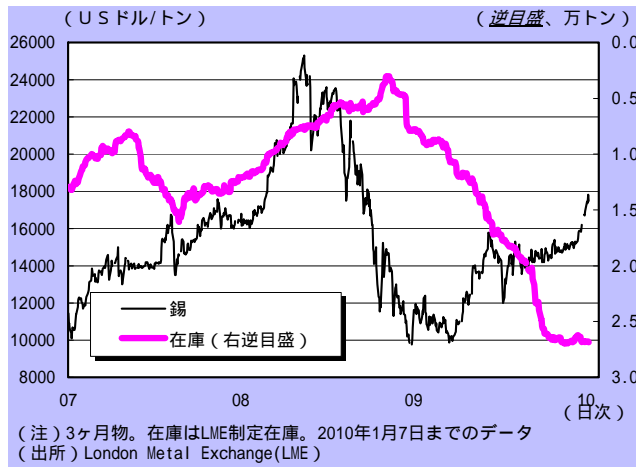
中国を中心とするアジアに加えて、米国や欧州からの需要が強含んできていると指摘されている。エレクトロニクス製品の需要増加により、錫地金の需要は増加しやすい。

世界2位の錫生産国で最大の輸出国であるインドネシアでは、資源政策上、乱開発を回避する目的で、錫の生産抑制に努めている。12月2日に錫輸出規制を発表し、2010年の錫輸出を100,000万トンと2009年の105,000トンから減少させる方針を示した。

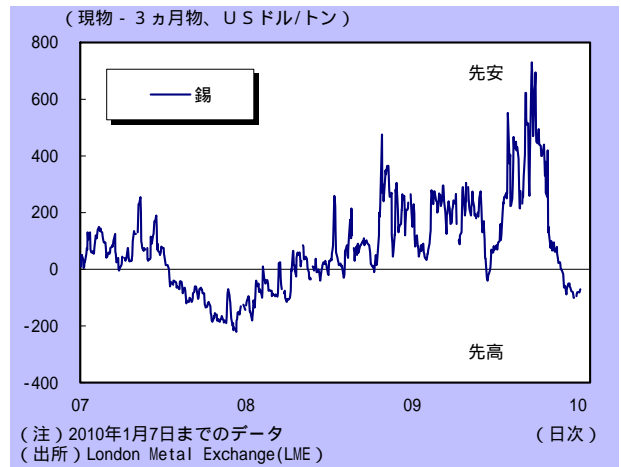
そうした中、足元では、LME指定倉庫の在庫の増加に、歯止めがかかってきている。当面の錫相場は、エレクトロニクス関連の生産増加など材料に、押し上げられやすいとみられる。

(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 ~ 上昇が続く

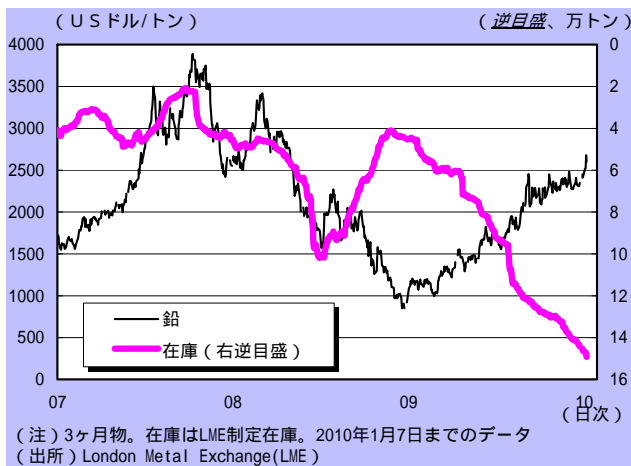
鉛相場 (3ヶ月物、終値) は、年初から上昇傾向が続いており、1月6日には1トン = 2,680ドルと2008年4月以来の水準に戻した。

中国の鉛中毒問題によって鉱山の操業停止が続いており、原材料不足のため1~2月の鉛地金の生産量はさらに落ち込むとみられている。もっとも、中国でも、鉛のリサイクルが増加しており、供給不足には至らないとみられている。

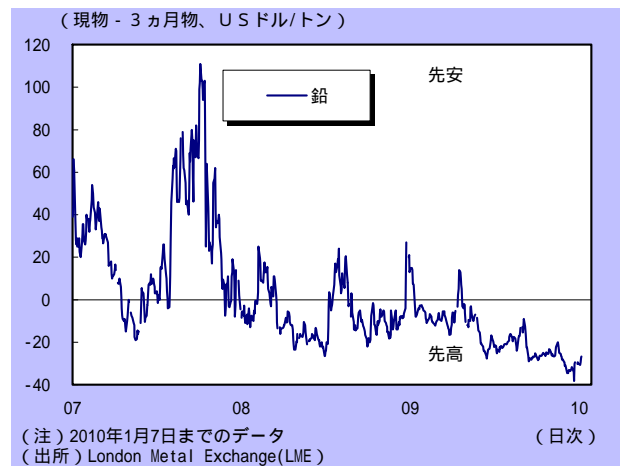
しかし、中国を中心とする新興国での自動車販売の好調を背景に、鉛の主用途であるバッテリー需要は他の金属に比べて底堅い。冬場は自動車の交換用バッテリーの需要が増える時期でもあり、足元では需給の引き締め観測が強まっている。米国や日本の自動車販売も回復基調を示している。LME倉庫の在庫が増加を続けているものの、鉛相場は底堅い推移が見込まれる。

(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

～ 中国の石油需要の動向～

( 1 ) 春節明けの中国の資源買い

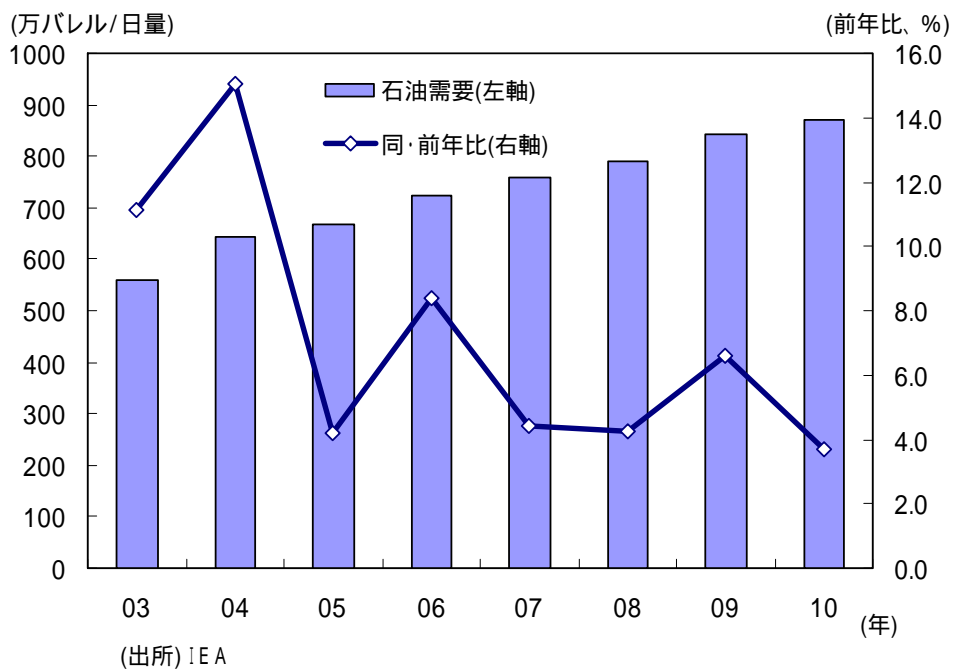
春節（旧正月、今年は2月14日、中国の春節休暇は13～19日）明けから、中国の経済活動が本格化するのにもとない、商品市場全般で中国需要とみられる買い注文が増加するのが、近年パターン化している。商品相場への影響も大きく市場参加者の注目も高まっている。

一方、昨年是中国による様々な商品需要の押し上げが目立ったが、そのうちかなりの部分が実需をとまなわない投機的な需要ではないかとの疑念も根強く、中国国内で在庫が積み上がっているのではないかと懸念されている。このため、かりに国内在庫が過剰となっている場合には、春節明けの中国の一次産品に対する需要が、今年は期待ほど盛り上がりず相場の下押し要因となる可能性がある。本稿では、足元の中国の石油需要の動きを、統計上の制約が大きいながら、IEA（国際エネルギー機関）のデータに基づいて概観する。

( 2 ) 中国の最近の石油需要の動き

まず最初に、IEAが毎月公表する「Oil Market Report」で推計している中国の石油需要のデータに基づき、近年の石油需要の傾向をみると、昨年2009年の原油需要は日量841万バレルと2006年来の高いペースで増加した。2010年についても増加ペースは鈍化するものの、同872万バレルへ需要の拡大が見込まれている（図表24）。

( 図表 24 ) 中国の近年の石油需要



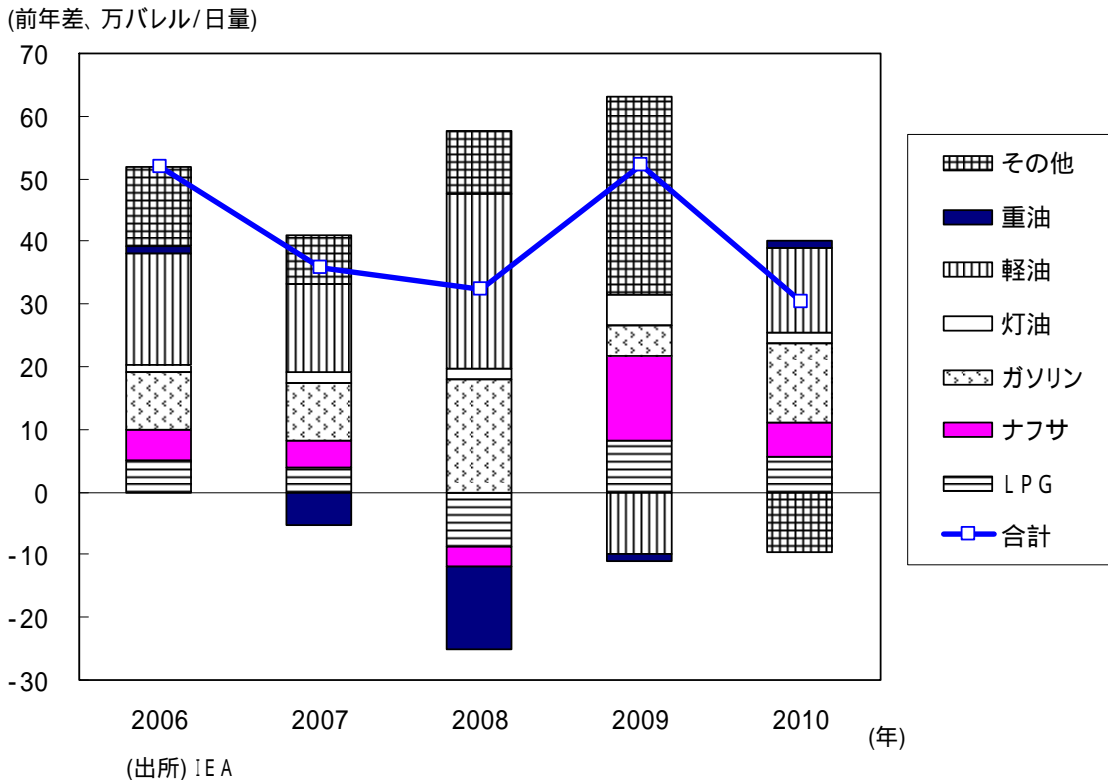
中国の石油需要の内訳をみると、昨年は工場の動力源となる軽油の減少幅が大きかったことが分かる。これは、内需が好調に推移した中国経済も、経済成長のエンジンである輸出の低迷が続き、工場の稼働率が低下したためとみられる。程度の差こそあるものの、米国や欧州などの先進国で中間留分の需要が低迷し、石油在庫が歴史的な高水準に積み上がったのと同様の動きが起きていたととらえることができる。

逆に、2009年の中国の石油需要を大きく押し上げたのが、IEA統計上「その他」として区分されるものである。具体的にはピチュメン、アスファルト、石油コークスなどである。これらは、ナフサ、ガソリン、重油、軽油などを精製するさいに生じる残留分であるが、昨年は、こうした白油以外への需要が高まっていたことが分かる（以上図表 25、次頁図表 26）。

このうち、アスファルトについては、近年、火力発電の動力源としてアスファルトを用いるケースが広がっており、中国の電力需要の回復にともないアスファルトへの需要が増加した（中国の代表的な経済統計である発電量をみると、昨年6月から前年比プラスに回復し、直近11月は5年ぶりの高い伸びを記録している）道路整備に用いられるための需要が増加したと推察される。

逆にIEAが示している今年の石油需要予測によれば、「その他」が一転して減少に転じる見通しであるがその根拠は明示されていない。一方、「軽油」の需要が回復することや「ガソリン」需要が拡大することが、中国の石油需要を押し上げる要因となる見通しである（図表 25、26）。

（図表 25）中国の石油需要の内訳 < 前年差 >



( 図表 26 ) 中国の石油需要の内訳 &lt; 水準 &gt;

( 万バレル / 日量 )

	2005	2006	2007	2008	2009	2010(予)
L P G	65	70	74	65	74	79
ナフサ	71	76	80	77	90	96
ガソリン	113	122	131	149	154	167
灯油	25	26	27	29	34	36
軽油	224	242	256	284	274	288
重油	78	79	74	60	59	60
その他	94	107	115	125	156	147
合計	669	721	757	789	841	872

( 出所 ) I E A

### ( 3 ) 中国の石油需要をめぐる不透明要因

ところで、I E A の指摘によると、中国の石油需要については、在庫統計が不備なことから、消費量の推計には限界があるという統計上の問題が存在する。特に顕著なのが低すぎるガソリン需要の謎である。なぜなら 2009 年の中国では、自動車販売台数が前年比 4 割以上の高い伸びを示し、米国を追い抜き世界一の自動車大国となったことが確実視されているにもかかわらず、自動車販売台数の増加とガソリン消費量の増加のテンポが一致せず、ガソリン需要が不自然なほどマイルドな増加にとどまっているためである。

一般に消費量は、生産量と輸入量の合計から、在庫残高の変動分を差し引きして捉えられる。これは、生産、在庫といった企業側のデータが入手しやすいこと、輸入量は通関手続きをへるため、どの国でも信頼性が比較的高いことによる。ところが、中国にはガソリン在庫の統計が存在しない。このためガソリン消費量を正確に把握することが困難となっている。特に、ペトロチャイナやシノペックなどの大手石油企業の傘下でない地方の中小ガソリンスタンドで、実際にどの程度のガソリン需要があるのか捉えきれていないために問題が生じているようである。

このため、低すぎるガソリン需要の謎について、多種多様な解釈が存在しており、1600cc 以下の小型車を対象に税の優遇措置がとられ、燃費効率の高い自動車販売が進んだため、税制優遇の利用により普段利用しない人まで自動車を購入したため、あるいは高所得者がセカンドカーの購入に走ったため、中国人は社会的ステイタスとして自動車を購入しているのであり、実際に利用する人はそれほど多くないなどと主張されているようである。I E A はこれらの意見を広く紹介した上で、いずれも論理的な根拠に乏しいと反論している。

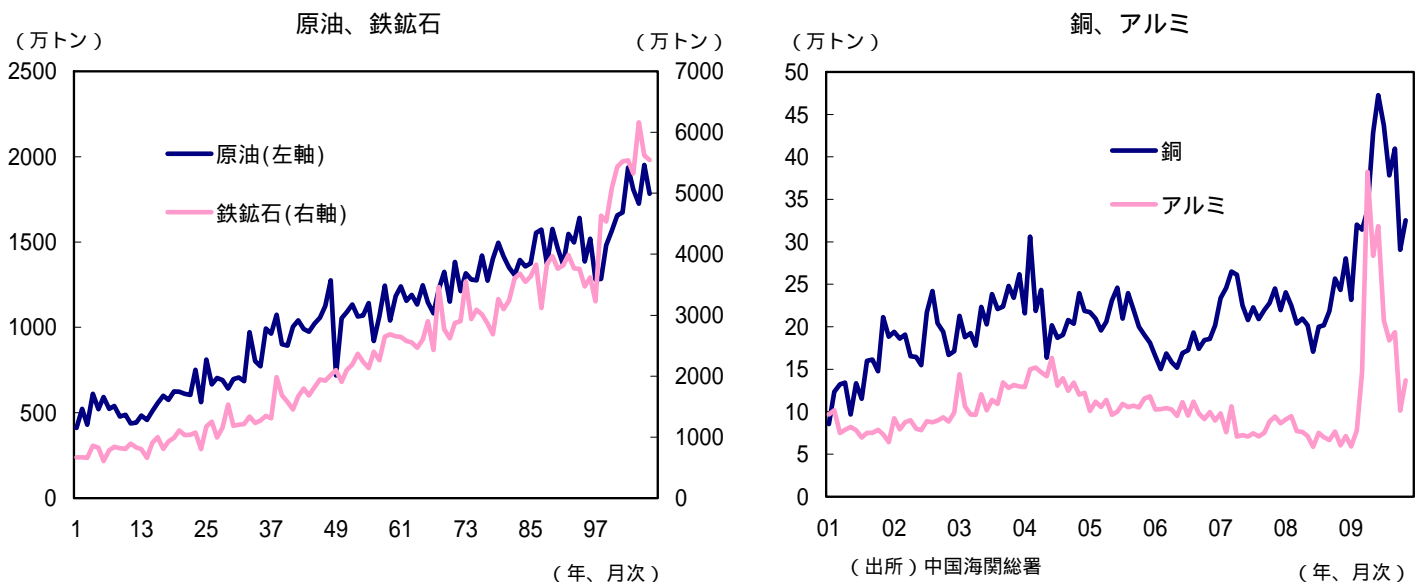
(4) 中国の資源輸入と商品相場

中国の資源輸入の動向をみると、昨夏以降、銅やアルミの輸入が急減しており、これらの商品については投機的な在庫手当や流通在庫の復元が一巡した可能性が読み取れる。ちなみに銅やアルミの輸入が減少に転じた時期は、銀行貸し出しの増加ペースが鈍化し始めた頃と一致している。

一方、原油と鉄鉱石の輸入については、足元まで高水準で推移しており、実需の強さがうかがうことができ、銅やアルミとは対照的な動きを示している(図表27)。

いずれにせよ重要なことは、中国の石油需要の真相については統計上の理由により不透明な部分が大きいため、投機的な在庫手当が相当程度存在し、今年については思いのほか中国需要が出てこない可能性と、逆に予想以上に石油需要が拡大する可能性の両方が考えられる。いずれについても原油相場への影響が大きくなることには注意が必要であろう。

(図表27) 中国の資源輸入



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。