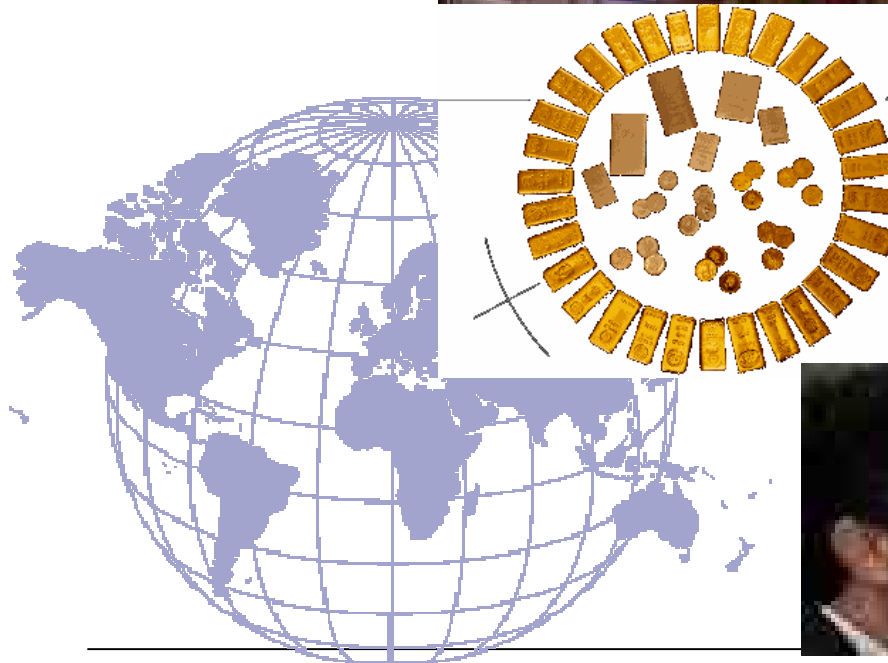


# 資源インフレと日本の対応

2006年5月24日



丸紅経済研究所  
柴田明夫

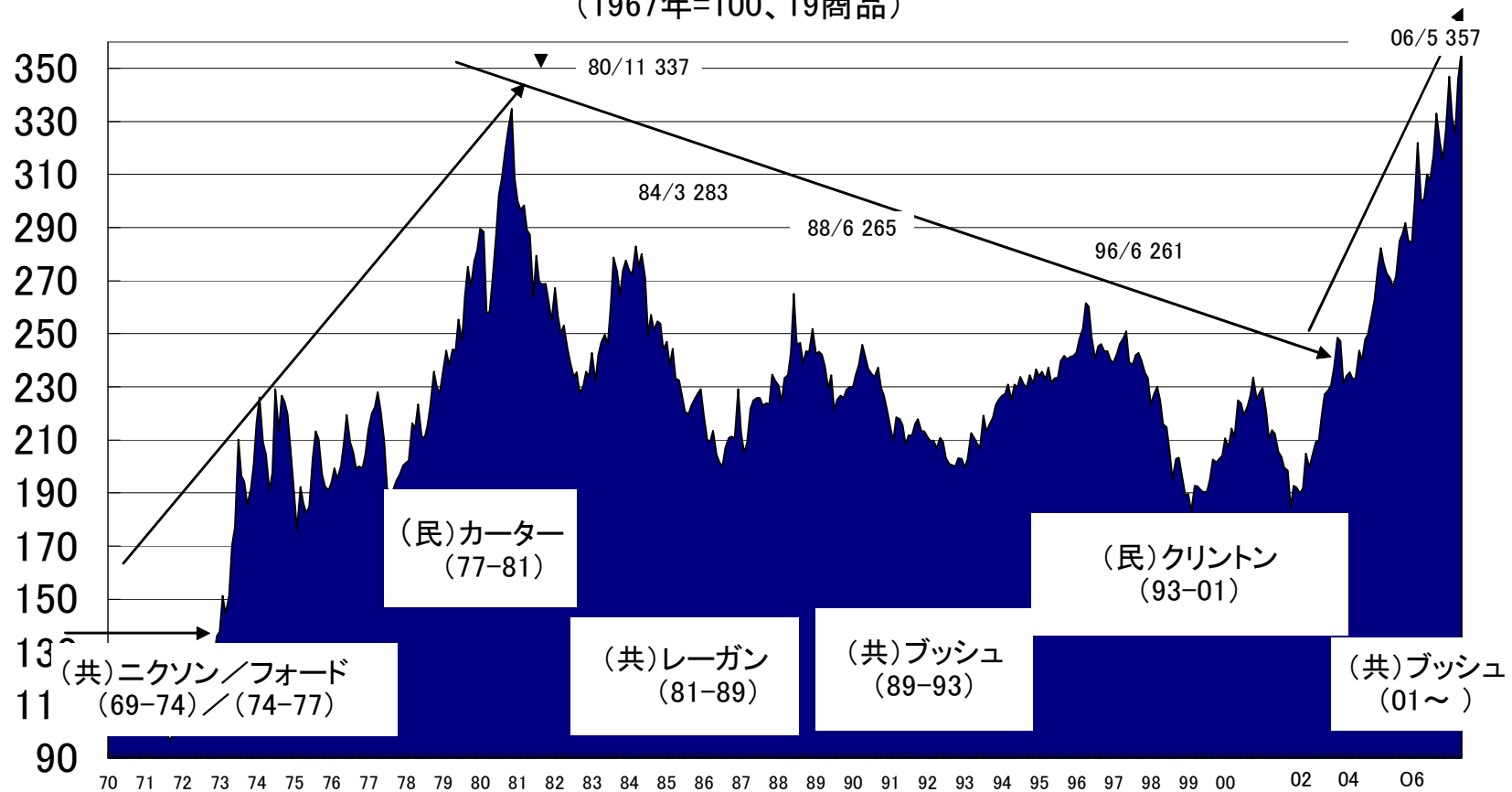
Shibata-A@marubeni.com  
TEL: 03-5446-2481

# 1. 国際商品市況は史上最高値圏に突入

➤ 「BRICsの台頭」を背景に**国際商品市況の上昇トレンドは継続**。

RJ・CRB先物指数は、年明け早々80年の史上最高値337ポイントを突破。

ロイター・ジェフリーズCRB指数の推移  
(1967年=100、19商品)



## 2. 個別商品でみた2006年市況動向

⇒銅、アルミニウム、砂糖、白金、金など、多くの商品が10数年ぶり、20数年ぶりあるいは史上最高値を示現。原油も70ドル台を固める動き。

主要商品市況の1992～2006年の高安（月）

（注）濃い影部は過去10年間の安値、薄い影部は同高値

商品		1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	06/1～5
NYK綿花 (セント/ポンド)	高値	67.8	90.3	115.5	87.5	76.9	81.5	66.7	67.1	61.3	51.8	82.1	75.9	58.0	57.4
	安値	53.7	66.6	74.3	70.0	66.8	59.9	48.1	50.9	28.9	31.9	50.6	42.3	46.8	
CGO大豆 (ドル/ブッシェル)	高値	7.27	7.11	7.35	8.40	8.94	6.86	5.50	5.55	5.22	6.06	8.00	10.51	7.45	6.35
	安値	5.74	5.27	5.46	6.63	6.31	5.15	4.13	4.37	4.23	4.24	5.38	5.05	5.54	
CGOトウモロコシ (ドル/ブッシェル)	高値	3.06	3.10	3.69	5.48	3.08	2.77	2.32	2.40	2.40	2.73	2.55	4.16	2.56	2.48
	安値	2.11	2.12	2.31	2.64	2.43	1.89	1.79	1.74	1.87	1.95	2.06	1.96	1.90	
NYKコーヒー (セント/ポンド)	高値	81.1	234.7	186.3	132.2	276.5	178.8	141.8	114.7	68.9	68.6	68.5	105.1	134.5	124.3
	安値	53.5	72.5	130.5	96.2	116.2	110.0	80.8	62.9	42.6	44.1	56.1	64.9	88.2	
NYK砂糖 (セント/ポンド)	高値	13.1	15.1	15.7	12.6	12.4	12.2	8.7	11.0	10.3	7.8	8.2	9.2	14.2	19.3
	安値	8.1	10.3	9.6	10.3	10.4	7.1	4.7	4.9	6.4	5.0	5.4	5.5	8.1	
LME銅 (ドル/トン)	高値	1,538	3,054	3,200	2,772	2,708	1,850	1,853	1,987	1,830	1,676	2,203	3,277	4,603	8,700
	安値	1,108	1,731	2,722	1,893	1,726	1,437	1,354	1,637	1,334	1,435	1,575	2,363	3,127	
LMEアルミ (ドル/トン)	高値	1,239	1,965	2,106	1,643	1,773	1,535	1,626	1,741	1,692	1,422	1,600	1,970	2,279	3,141
	安値	1,037	1,132	1,608	1,304	1,495	1,230	1,138	1,428	1,259	1,284	1,318	1,599	1,708	
NYK原油 (ドル/バレル)	高値	20.9	20.7	20.4	25.7	26.0	17.4	26.9	37.8	32.2	32.7	37.8	55.2	67.6	75.2
	安値	13.9	14.2	16.7	17.7	18.2	10.8	11.8	24.2	18.0	18.0	25.7	32.5	46.8	
NYK金 (ドル/オンス)	高値	407	396	392	414	361	308	320	311	292	349	416	456	533	710
	安値	327	370	371	368	282	273	253	264	257	278	325	377	417	
SGR天然ゴム (セント/キロ)	高値	151	229	272	231	176	137	123	128	115	160	255	240	303	373
	安値	124	129	182	176	118	103	89	102	86	96	168	198	215	

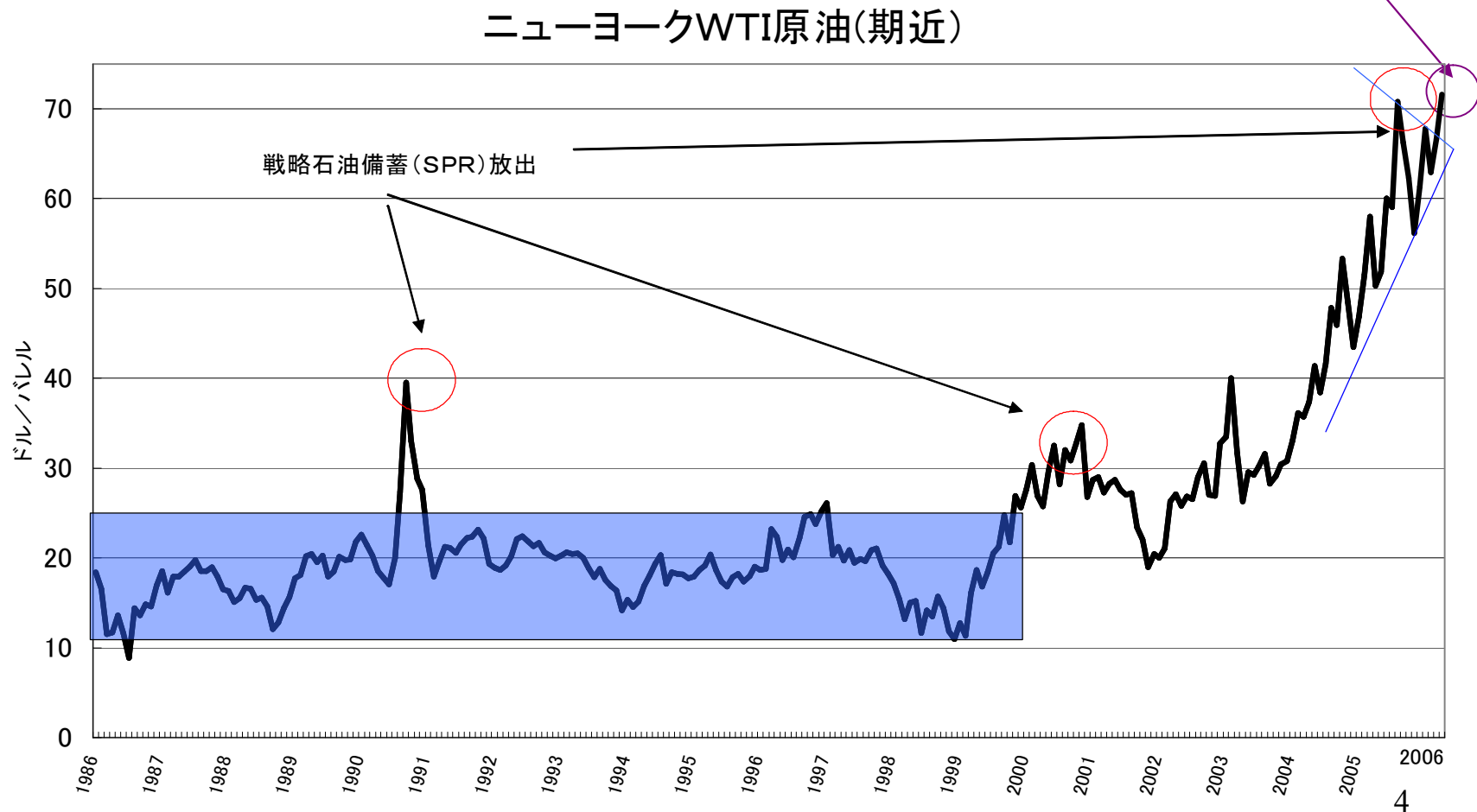
（注）期近、週末値

### 3. 原油: 60ドル台後半での「三角保ち合い」を上抜け

#### ● 価格体系の上方シフト(安い原油時代の終焉)

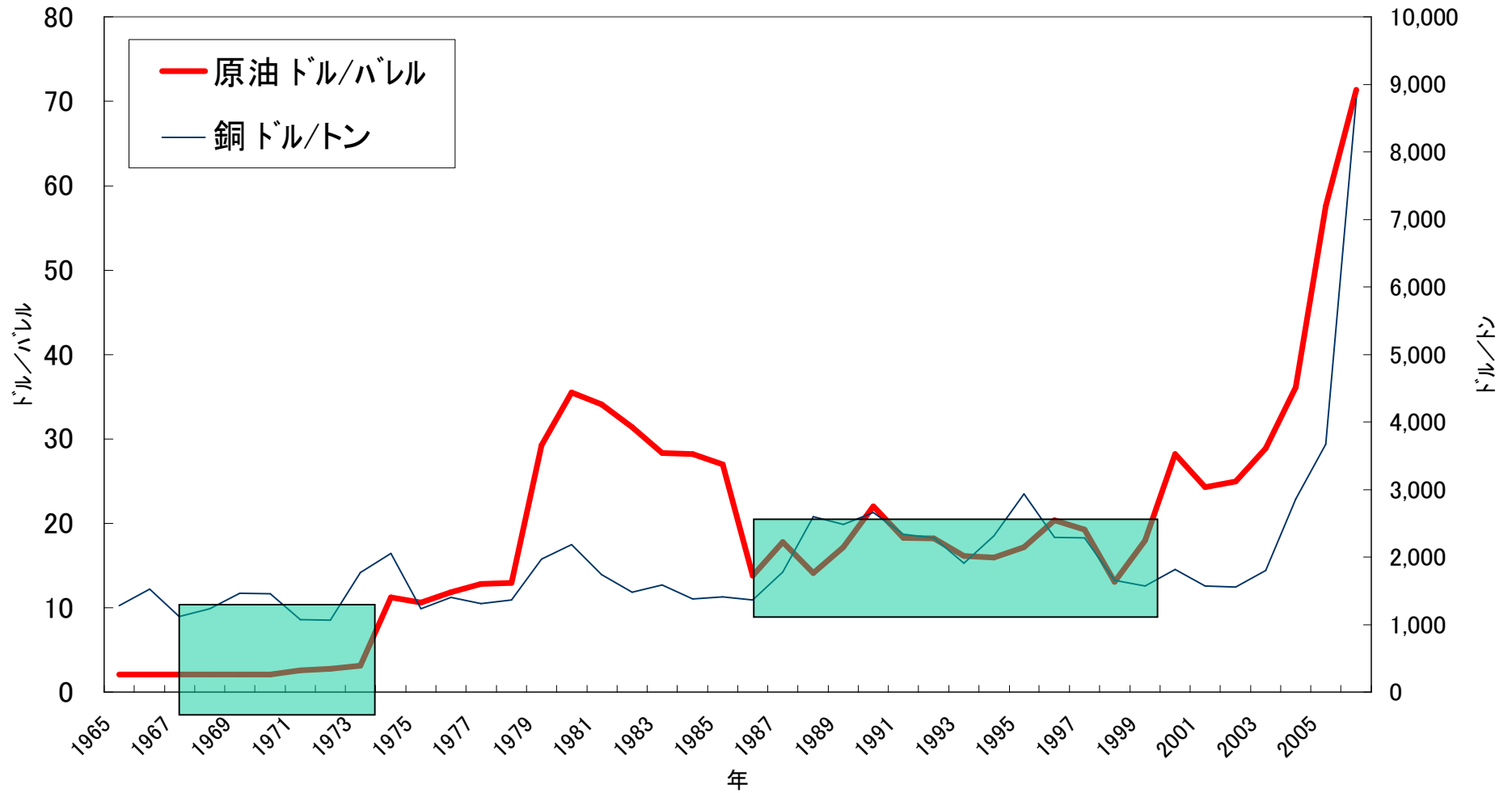
⇒2000年以降、石油の需給構造が180度転換。

⇒「歪み」を突いた投機マネーの流入



# 4. 原油・銅：均衡点の変化

原油および銅の長期価格推移



(資料)NYMEX、LME 5

## 5. 原油市場をめぐる「3つの歪み」

### 1) OPEC生産余力の低下

➤非OPECの余力も限界（北海油田、中国の生産頭打ち、ロシアも増産には輸出インフラ能力の増強が必要に）。OPECは150～200万b/dの能力拡大を表明するものの、2～3年の期間を要する。

➤重質・高硫黄の中東産原油と軽質・低硫黄のWTI原油との油種ミスマッチ。

### 2) 地政学的リスクの高まり（イラク治安悪化に伴う原油生産・輸出の遅れ、サウジもテロの対象に）

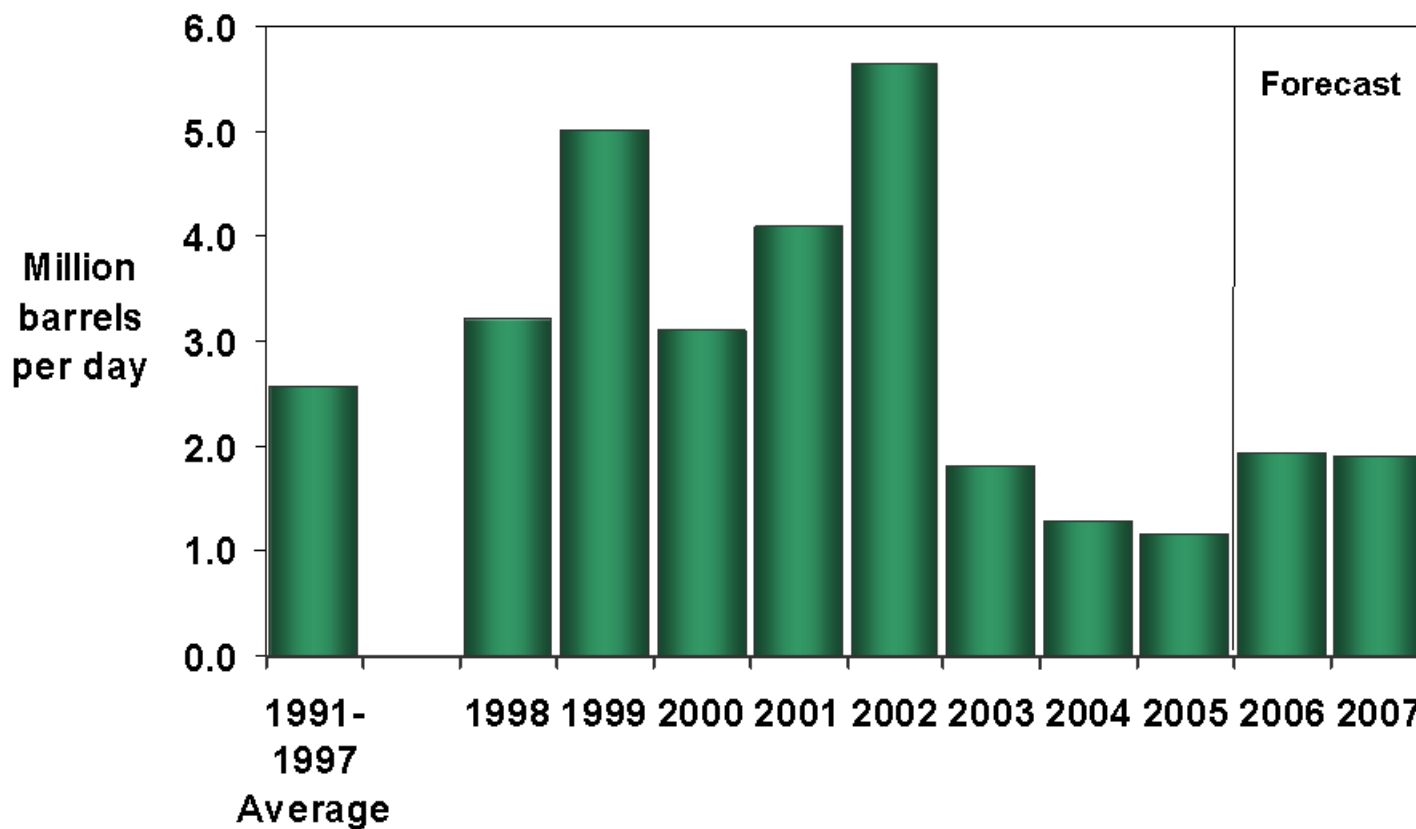
➤イラク治安悪化（宗教対立）、サウジアラビア石油施設爆破未遂、イラン核再開発問題、ナイジェリア武装テロ、シリア制裁の動き、イスラム過激派ヨルダン・テロ、左派・反米政権などの資源ナショナリズム昂揚

### 3) 米国の精製能力不足と低い石油（ガソリン）在庫

➤6月よりドライビングシーズン（ガソリン需要拡大）。Cf.米SPR（戦略的石油備蓄）の積み増し停止06年7億バレル（3万b/d）

# 1) 世界の供給余力は05年100万B/Dに低下

Figure 4. World Oil Spare Production Capacity



ただ、サウジを中心にOPECの生産能力増強投資により、06年には200万B/Dに拡大予想

## 2) 次々と誘発される地政学的リスク

### 1. イラク情勢悪化

➤石油施設テロ攻撃、資源を巡るシーア派vs.スンニ派対立激化

### 2. イスラエル・パレスチナ情勢暗転

➤イ・シャロン首相緊急入院、パ・議会選挙でハマス圧勝

### 3. ナイジェリア民族紛争激化

➤ニジェールデルタ石油施設への武装テロ（日量45万b停止）

### 4. イラン核再開発問題

➤原発ではなく原爆開発、安保理制裁となれば「禁輸」→「空爆」も

### 5. サウジアラビア石油施設への自爆テロ

➤サウド王家もイスラム原理主義のテロ対象

### 6. ベネズエラ・エネルギー外相の対米禁輸発言

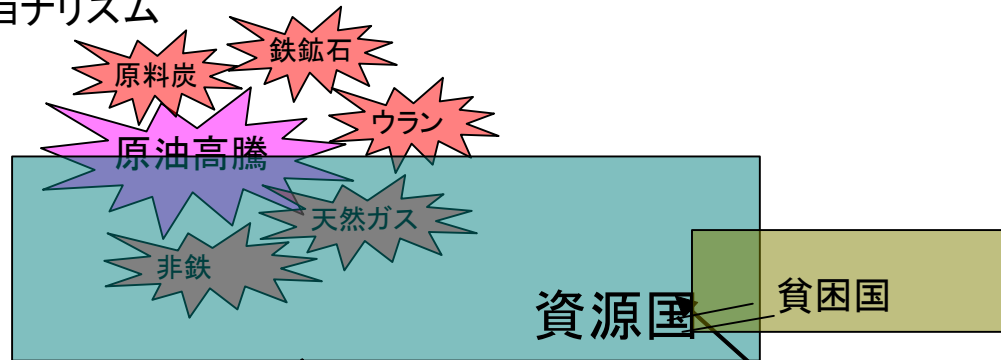
➤チャベス大統領と米国との確執

### 7. イスラム預言者ムハンメド風刺画問題

➤イスラム原理主義過激派によるテロ拡散の媒体へ



資源ナショナリズム



資源ナショナリズムの高まり

南ア  
ナイジェリア  
ベネズエラ  
ボリビア  
ロシア  
イラン  
イラク

所得税引上げ、ロイヤルティ引上げ、旧契約の破棄(資源低価格時代)、国家管理強化

財政収入拡大

外貨収入

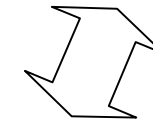
経済体力強化

資源輸出

反米・左派政権基盤強化



欧米資本排斥



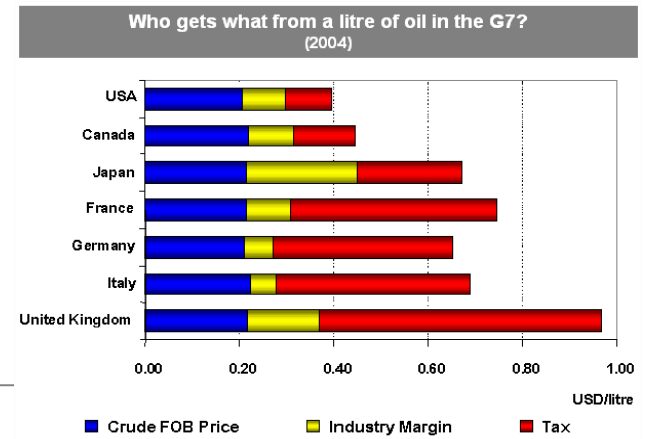
開発資金の流入減

新規技術の導入減

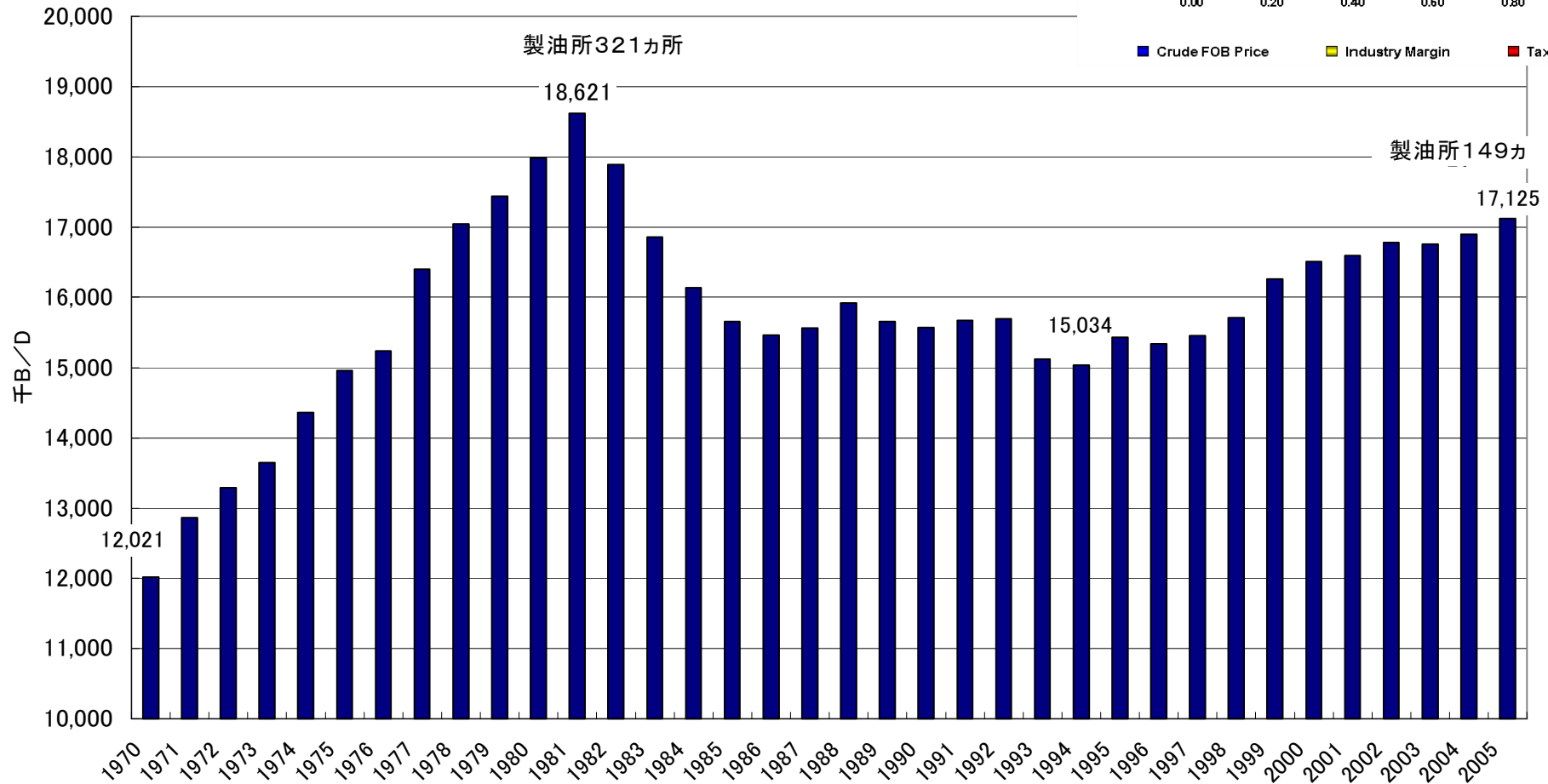
新規埋蔵量の発見減少

資源供給減少

3) 米国の石油製品需要約2,100万b/dに対して、精製能力は1,700万b/dに止まる。



米国の原油精製能力の推移



(出所) 米エネルギー情報局 (EIA)、OPECホームページ<sup>10</sup>

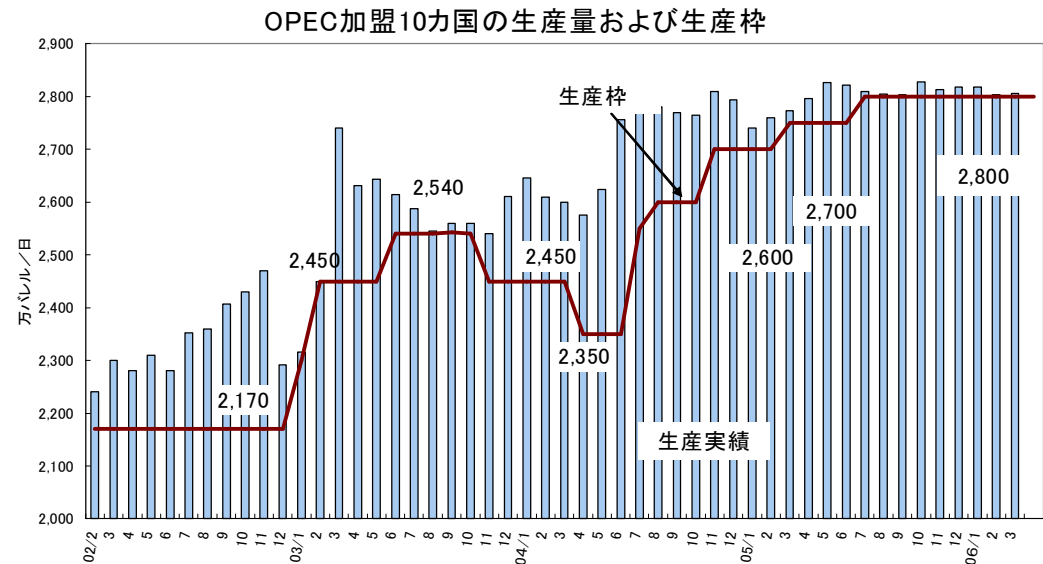
# 6. 価格下振れ局面で発揮するOPECの市場支配力

【05年12月臨時総会合意】

1. 現行生産枠2,800万b/dを維持。
2. 9/19総会で決めた200万b/dの機動的増産を12月で打ち切る

➤ 目標価格帯については、バスケット価格50ドル (WTIでは60ドル前後) を前提に、いずれ見直しへ。

● 1月31日、3月8日総会は生産枠据え置き (OPECは身動きとれず)



OPEC諸国の生産枠・生産能力 (2006年1月現在)

生産枠	万バレル/日										生産能力	生産余力
	03/1	2~5	6~10	11~04/3	4~6	7	8~10	11~05/4	4~6	7~		
サウジアラビア	745	795	826	796	764	829	845	877	893	910	1,060	150
イラン	338	360	373	360	345	374	381	397	404	411	405	(6)
ベネズエラ	265	282	292	282	270	293	299	311	239	322	275	(47)
UAE	200	213	222	214	205	223	227	235	235	244	255	11
クウェート	185	196	204	197	189	205	209	223	220	225	255	30
ナイジェリア	190	202	209	202	194	210	214	222	226	231	250	19
リビア	123	128	136	131	126	137	139	144	147	150	165	15
インドネシア	120	128	132	127	122	132	135	140	143	145	100	(45)
イラク	(270)	(270)	(130)	(190)	(240)	(240)	(240)	(240)	(240)	(175)	(250)	(75)
アルジェリア	74	78	81	78	75	81	83	86	87	89	138	49
カタール	60	63	66	64	61	61	66	70	71	73	80	7
10カ国合計	2,300	2,450	2,540	2,450	2,350	2,550	2,600	2,700	2,750	2,800	2,983	183

(注) イラクの生産および生産能力は推定値。

(出所) MEES, IEA, Monthly Oil Market Report 2005. 11, OPECより

スウィングプロデューサー (生産調整役) としてのサウジアラビアの重要性高まる

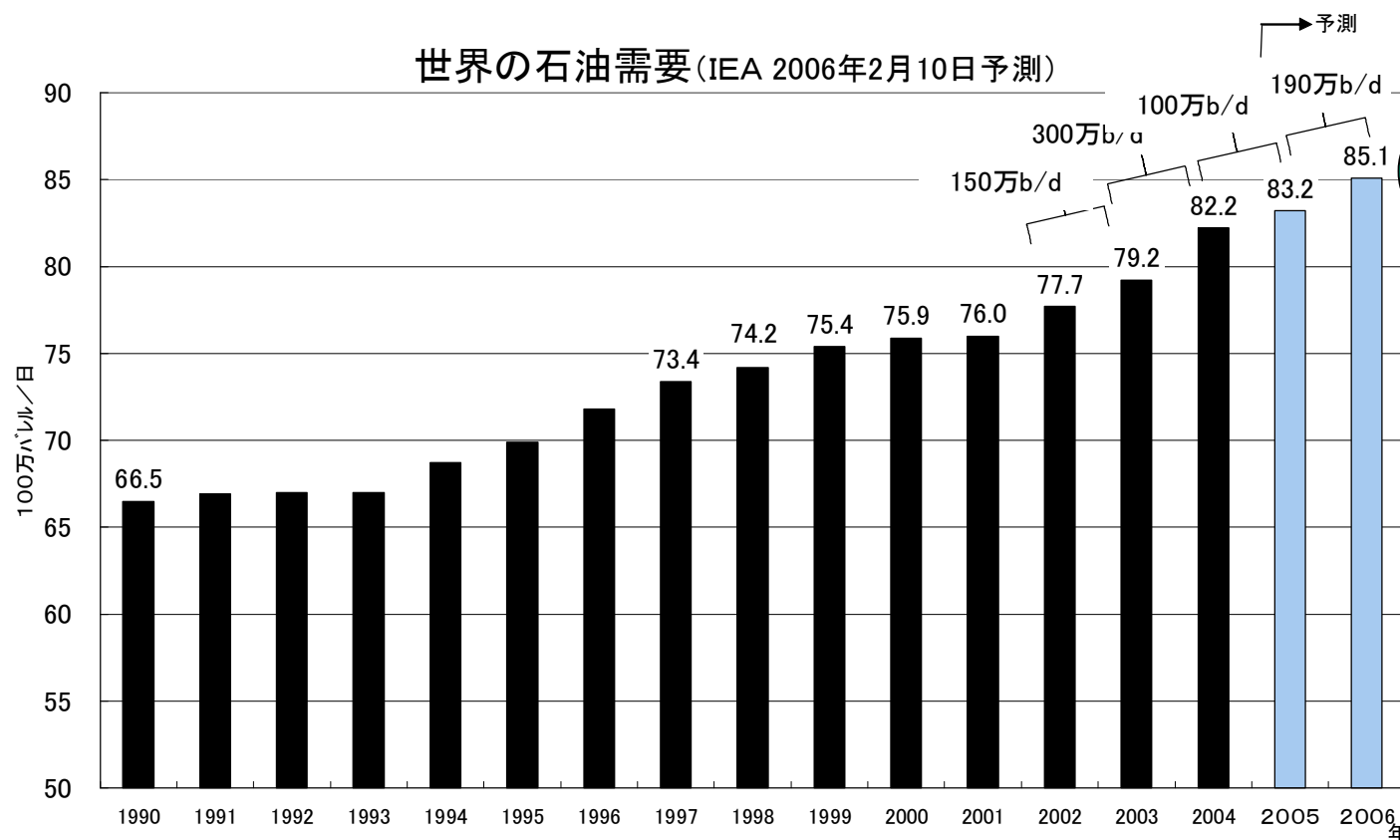
生産余力の低下

# 7. 世界の石油需要：足元の拡大ペースは鈍化

## ● 経済成長率 1% → 石油需要約50万b/d拡大

⇒ 日量1,000万バレル増加する期間が加速度的に縮小。

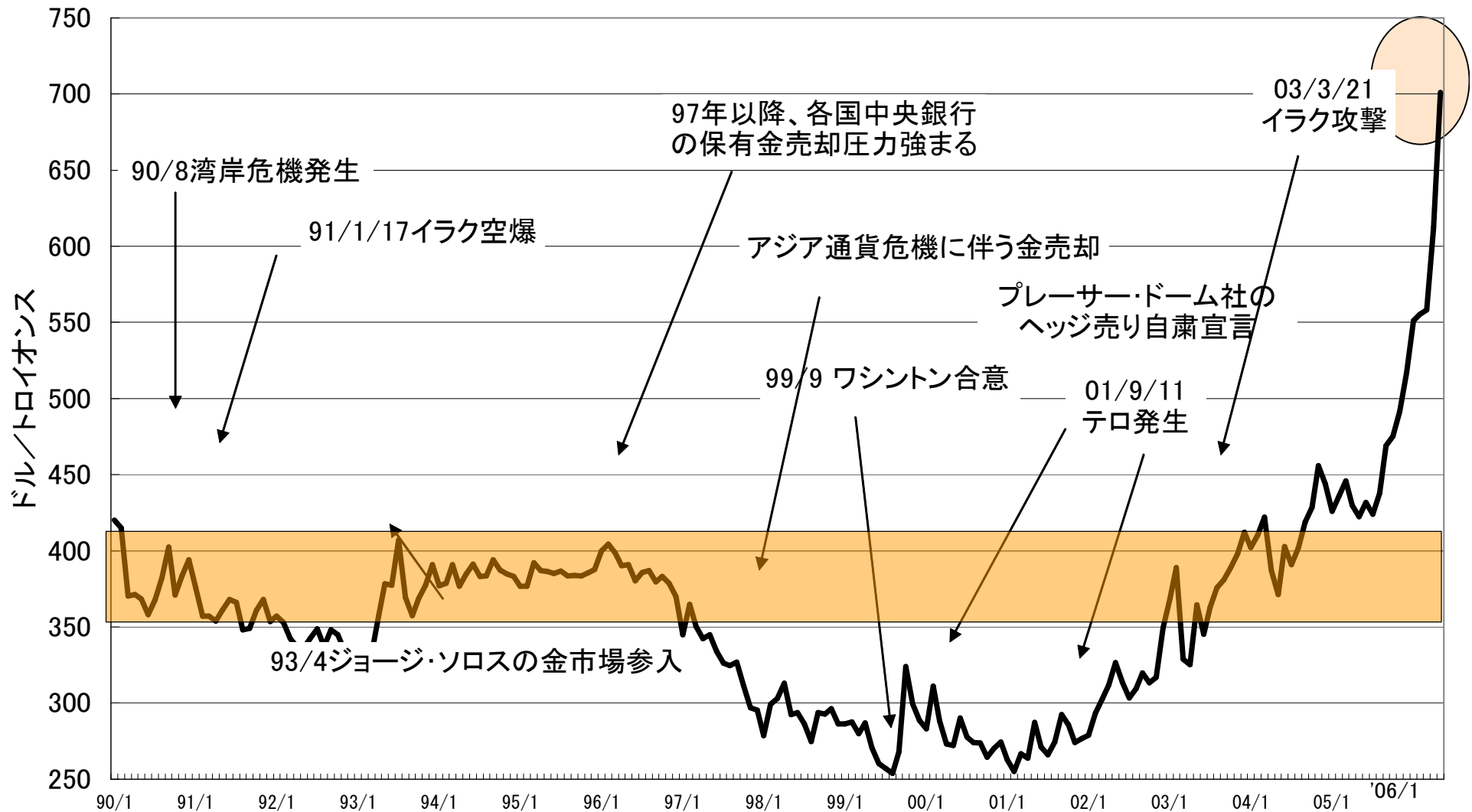
Ex. 6,000 → 7,000万b/d (1977~95年18年)、7,000 → 8,000万b/d (95~03年8年)、8,000~9,000 (03~07年(予)4年)



原油高騰を受けて05年の世界需要は100万b/dの拡大に止まったものの、06年は再び190万b/dに拡大見通し。

# 8. 金：年内700ドルを固める

## ニューヨーク金先物価格の推移(期近、週末値)



# 9. 金が500ドルを付けた日

79年の金急騰に匹敵

高値 80/1 888ドル ニューヨーク金価格の推移(期近、月終値)



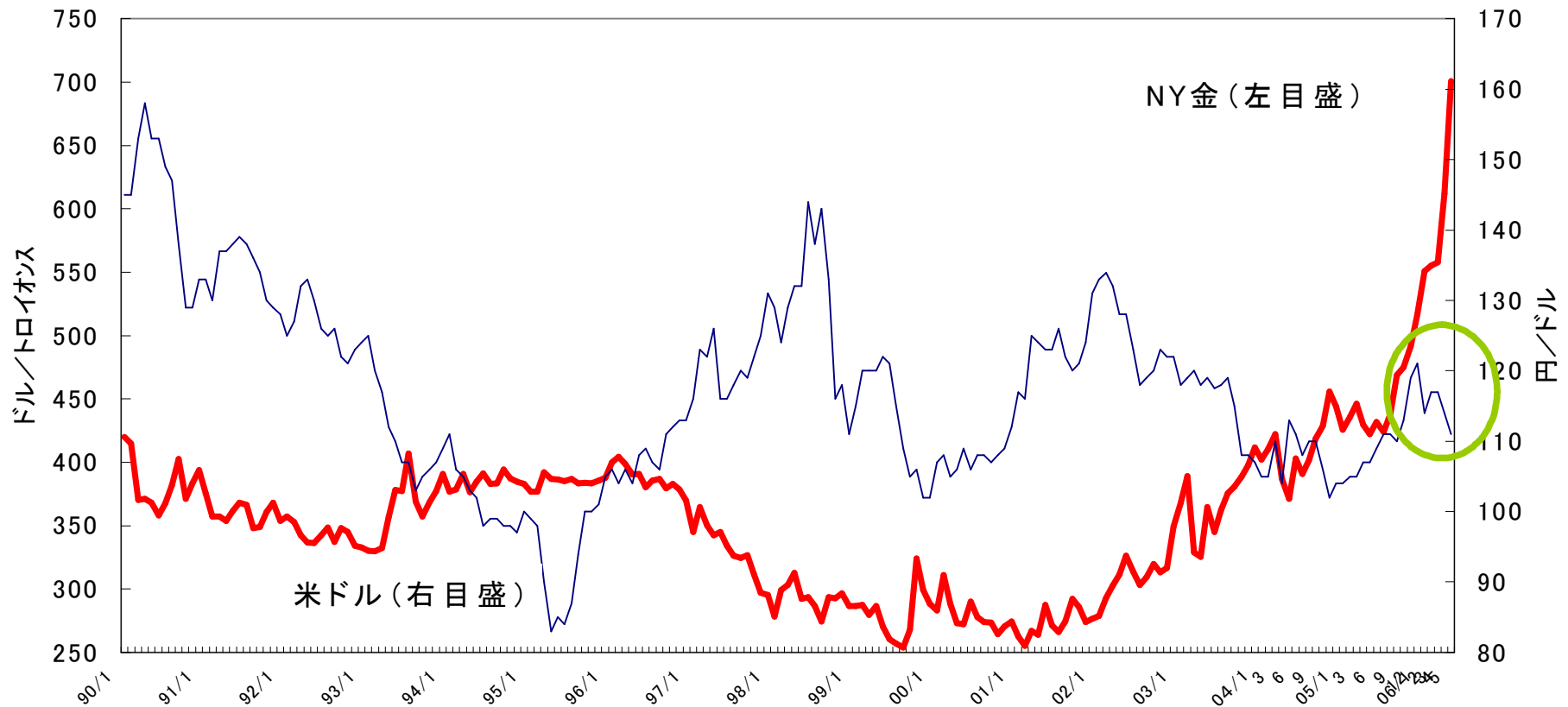
(資料)NYMEX

## 10. 金相場の押上げ要因

- ① 鉱山会社の売りヘッジ外し（金買い戻し）
- ② インフレの芽（原油高、過剰流動性）
- ③ 地政学的リスク＝「不安定の弧」（**イラン核開発**、イラク治安悪化、ナイジェリア反政府テロ、北朝鮮問題）
- ④ 投資需要拡大→インド、中国の金投資自由化、ドバイ金先物取引所開設、**金ETF（上場投資信託）**
- ⑤ 米「双子赤字」継続→ドル安懸念

# ●金とドルの関係

## 金相場とドル為替相場の推移

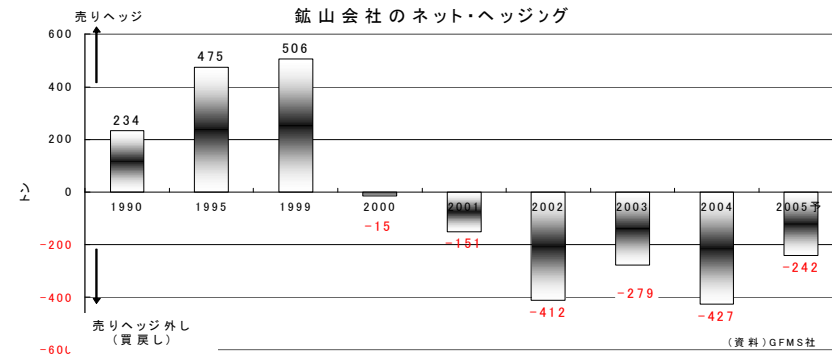




# 11. 金の需給ファンダメンタルズも良好

•3つの特徴:

1. 新産金は2,600トン前後で頭打ち
2. ヘッジ売りはマイナス(買戻し)へ
3. 工業用、投資需要は堅調



世界の金需給の推移

(トン)

年	1971	1980	1985	1990	1995	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
新産金	1,233	959	1,236	1,755	2,291	2,574	2,591	2,621	2,588	2,593	2,470	2,519
公的機関売却	96	-	210	405	167	477	479	520	547	617	469	656
スクラップ回収	-	488	334	511	631	608	609	708	840	943	848	861
ゴールドローン・ヘッジ	-	-	62	234	475	506	-15	-151	-412	-270	-427	-131
退蔵放出	54	90	168	-	79	-	323	33	-	-	59	-
供給合計	1,383	1,537	2,010	2,905	3,657	4,165	4,009	3,887	3,975	4,153	3,846	4,036
宝飾用需要	1,064	525	1,212	2,099	2,812	3,132	3,196	3,001	2,653	2,477	2,613	2,712
工業用需要	154	157	115	148	502	591	557	474	481	513	550	568
退蔵・他	54	350	244	261	343	179	-	-	165	712	-	364
加工需要計	1,272	1,032	1,571	2,508	3,308	3,724	3,753	3,475	3,134	2,990	3,163	3,280
投資家純購入	-	140	438	396	318	269	242	261	264	180	256	261
需要合計	1,272	1,262	2,009	2,904	3,657	4,009	3,887	3,975	3,985	4,153	3,846	4,036

(資料) GFMS社、2006年4月

## 12. 市場は、ワシントン合意(1次(99/9~04/9)、2次(04/9~09/9))による中央銀行の売却を粛々と吸収

主要国の金準備高

年	1965	1970	1980	1990	2000	2002	2003	2004	2005	2006	トン		
											95-90	00-95	05-00
米国	12,450	9,807	8,220	8,147	8,136	8,148	8,133	8,134	8,134	8,134	-7	8	-2
カナダ	1,022	702	650	459	37	19	3	3	3	3	-353	-87	-34
フランス	4,182	3,138	2,545	2,545	3,024	3,024	3,024	3,024	2,921	2,921	0	479	-103
ドイツ	3,919	3,536	2,960	2,960	3,468	3,456	3,456	3,433	3,433	3,433	0	496	-35
英国	1,992	1,198	586	589	487	334	334	323	321	321	-16	-239	-166
イタリア	2,136	2,565	2,074	2,074	2,452	2,452	2,452	2,452	2,452	2,452	-1	379	0
オランダ	1,560	1,588	1,367	1,367	911	884	777	777	718	718	-286	-197	-193
ベルギー	1,384	1,307	1,063	940	258	258	258	258	235	235	-302	-380	-23
スイス	2,702	2,426	2,590	2,590	2,422	1,916	1,633	1,419	1,419	1,419	0	-674	-1,003
オーストリア	622	634	657	634	377	347	347	347	313	313	-237	-50	-64
ポルトガル	511	801	689	492	607	592	517	482	432	432	7	93	-175
南ア共和国	377	592	377	127	183	173	168	168	128	128	14	32	-55
ブラジル	56	40	58	142	58	14	14	14	14	14	0	-128	-44
オーストラリア	220	212	246	246	79	79	79	79	83	83	-1	-166	4
サウジアラビア	65	106	142	143	143	143	143	143	143	143	0	0	0
インド	250	216	267	292	357	357	357	357	357	357	105	-40	0
中国	na	na	395	395	395	600	600	600	620	620	0	205	225
日本	291	473	754	754	764	765	765	765	765	765	0	11	1

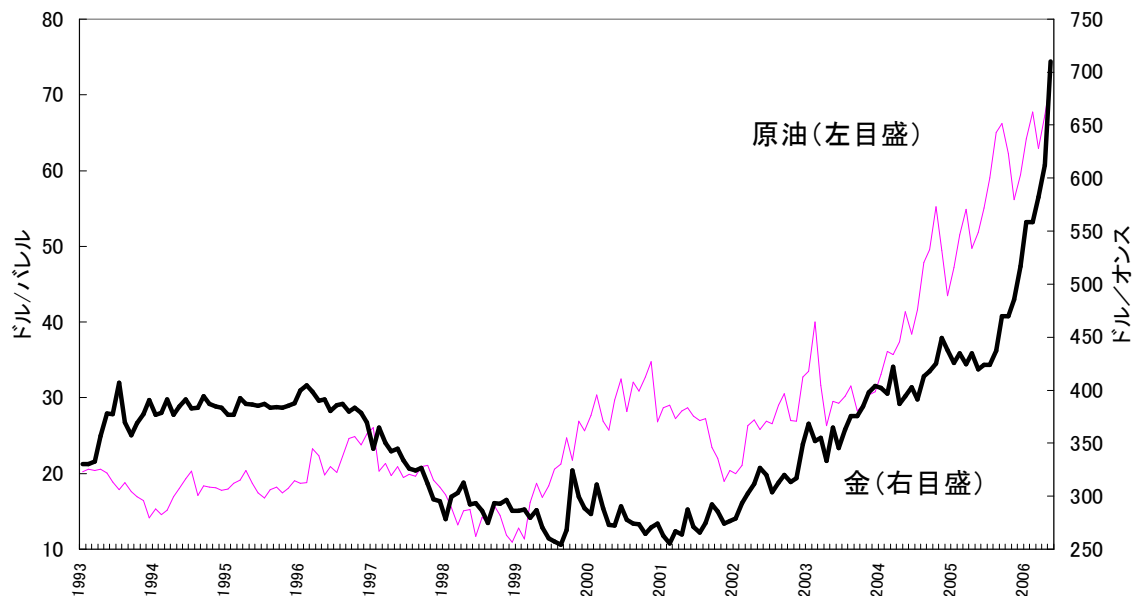
(資料) IMF-IFS(2006.5)より作成。

(注) 100万トロイオンス=31.1トンにて換算。

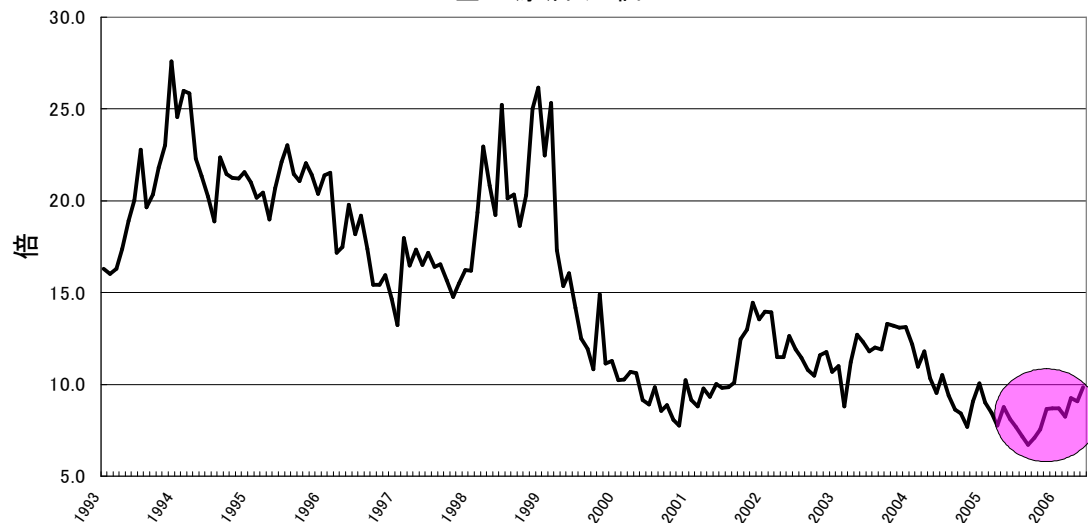
中国の金自由化: 商業銀行の金投資  
業務認可→上海金取引所への個人ア  
クセス可能に(将来需要600トン)

# ● 原油・金相場の相関

NY原油および金相場の推移



金／原油 比価



2002年以降、  
原油と金相場の  
相関関係強まる。

ここ数年、  
金/原油比価は  
約10～15倍。  
原油70ドルでは  
→金700～1000ドル  
足元の比価は、  
10倍弱とまだ  
金が割安

# 13. アルミ地金：供給不足懸念強まる

## 1) 供給は抑制

①電力問題、②アルミナ調達難、③環境問題、④中国の輸出抑制

## 2) 需要は好調

①北米は利上げ終盤→住宅、設備投資急減リスク縮小

②中国の需要拡大

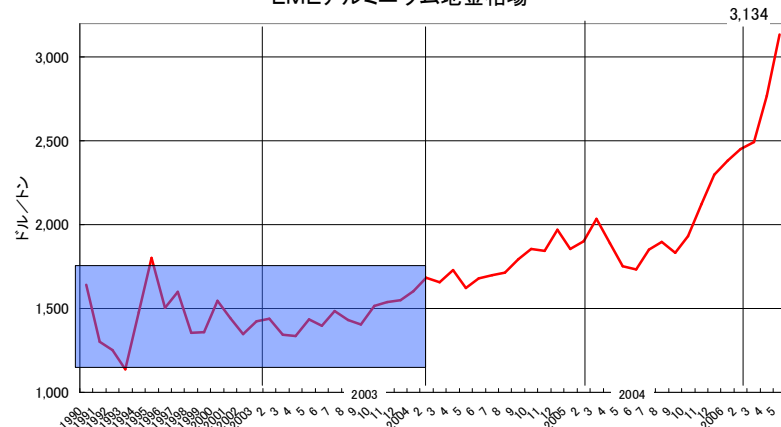
- ・投資抑制のネライは資本の効率的利用。経済の減速には至らない。

- ・産業構造の高度化に向けた需要拡大

## 3) LME相場

- ・06～08年では、供給不足を背景に3,000ドル台での高値更新の動き。

LMEアルミニウム地金相場

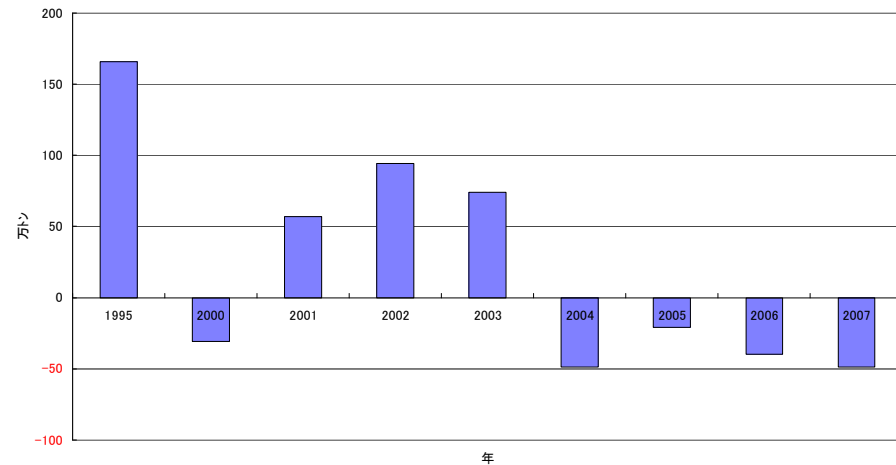


世界アルミ新地金消費見通し

年	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	00-95年増加	06-00年増加
米 国	526	635	540	572	600	630	652	665	672	109	30
西 欧	526	608	600	609	628	668	678	684	694	82	76
日 本	242	236	214	213	227	242	234	234	236	-6	-2
南 米	87	90	88	86	87	107	112	117	122	3	27
アジア	263	242	241	258	278	345	361	378	396	-21	136
豪 州	38	40	36	32	34	40	41	42	43	2	2
アフリカ	26	29	36	34	36	39	40	42	44	3	13
西側需要計	1,708	2,032	1,913	1,970	2,061	2,269	2,320	2,372	2,420	324	340
東 欧	51	55	57	59	61	81	87	93	99	4	38
C I S	77	62	64	67	73	82	89	96	103	-15	34
中 国	170	332	353	425	480	602	703	770	830	162	438
東側需要計	298	449	474	551	614	765	879	959	1,032	151	510
世界需要計	2,006	2,481	2,387	2,521	2,675	3,034	3,199	3,331	3,452	475	850

(資料) 丸紅軽金属部予測2006.3

世界アルミ地金需給ギャップ(生産-消費)の推移



# 14. 供給不足から史上最高値を更新する銅地金

- 06年には供給不足幅は9.4万トンに縮小
- 06～08年、中国を中心に需要拡大が続く。

**中国トレーダーの大量売り持ち失踪事件の影響**

- 市況の顕著なダウントレンドは考えにくく、4000ドル台での高止まり予想。

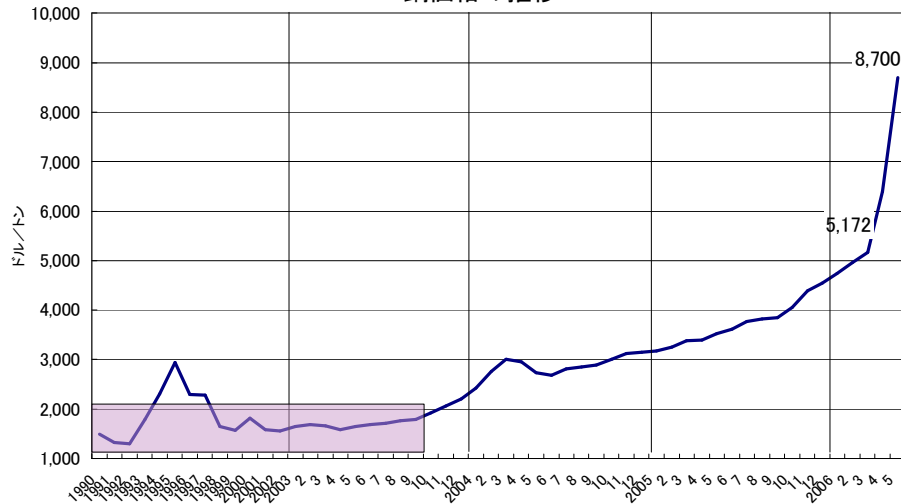
世界の銅需給見通し

単位:千トン

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005見通	2006見通
鉱山生産量	12,250	12,788	13,211	13,626	13,581	13,674	14,522	15,678	15,840
対前年比		4.4%	3.3%	3.1%	-0.3%	0.7%	6.2%	8.0%	1.0%
地金生産量	14,067	14,545	14,759	15,580	15,268	15,234	15,776	17,111	18,073
対前年比		3.4%	1.5%	5.6%	-2.0%	-0.2%	3.6%	8.5%	5.6%
地金消費量	13,461	14,271	15,122	14,885	15,140	15,620	16,496	17,370	18,167
対前年比		6.0%	6.0%	-1.6%	1.7%	3.2%	5.6%	5.3%	4.6%
期末在庫	1,509	1,634	1,291	1,992	2,048	1,780	1,060	801	707
需給バランス	606	274	-363	695	128	-386	-720	-259	-94
期末在庫率	11.2%	11.4%	8.5%	13.4%	13.5%	11.4%	6.4%	4.6%	3.9%
LME 価格	1,653	1,574	1,814	1,578	1,558	1,780	2,868	3,186	3,186

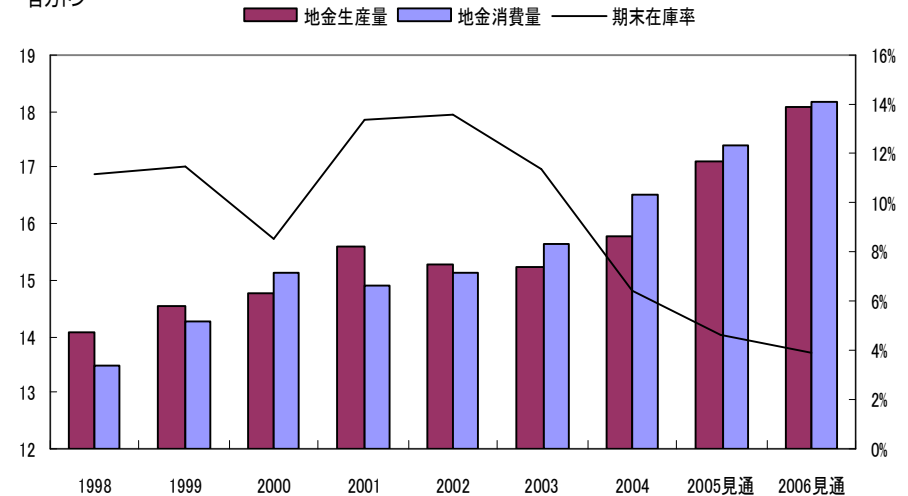
資料: ICSG、JOGMEC

LME銅価格の推移



世界の銅需給見通し

百万トン



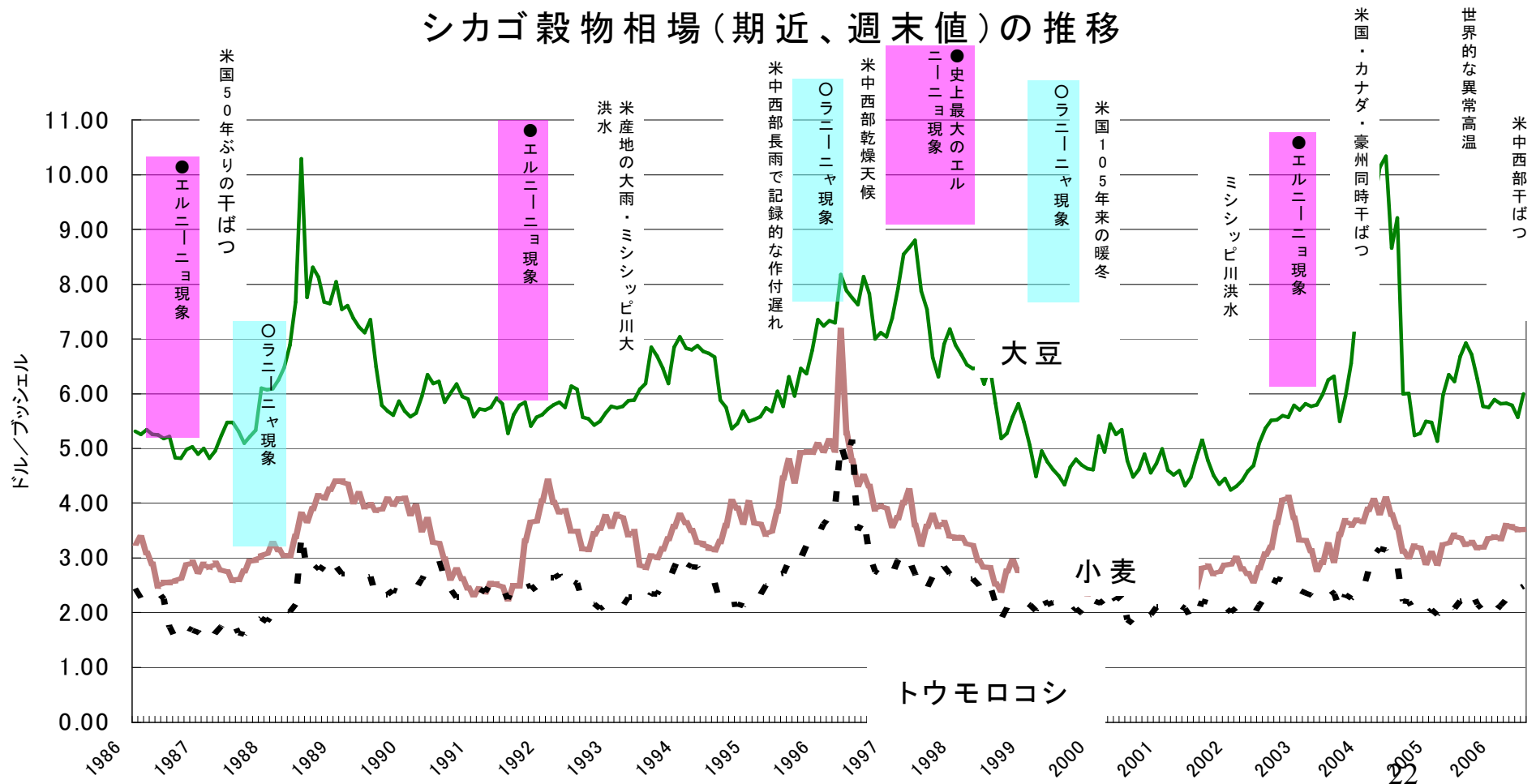
資料: ICSG、JOGMEC

# 15. 穀物：需給相場から天候相場へ

●シカゴ穀物相場は、04/05、05/06年度と2年連続の歴史的豊作により、上値の重い展開。

- 中国のトウモロコシ生産も高水準。純輸入国への転換も先送りか。
- ただ、世界の穀物需給はタイト化しており**要注意**。

シカゴ穀物相場（期近、週末値）の推移



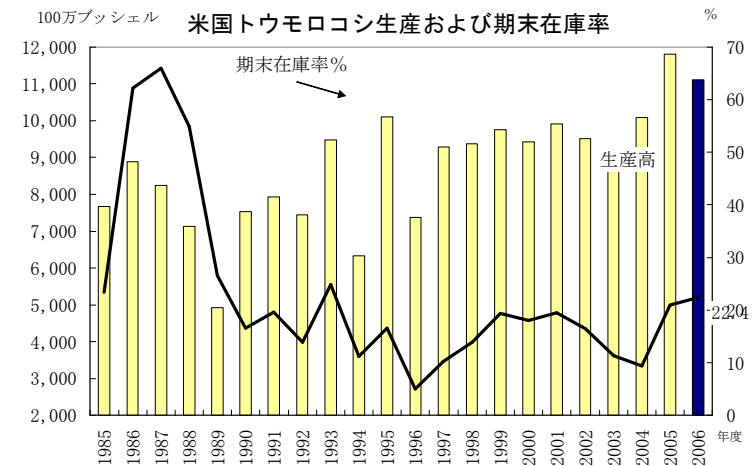
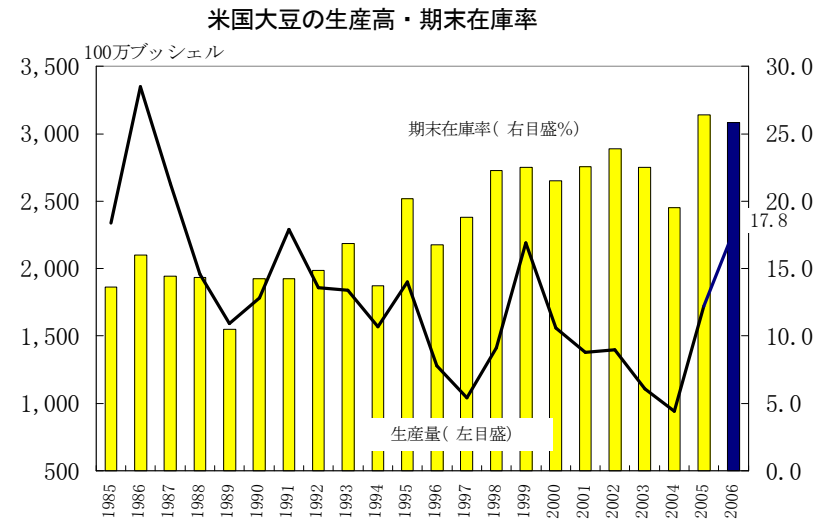
# 16. 米穀物需給は大豆、トウモロコシとも一段の緩和へ

米国農務省需給報告 100万BU 大豆 100万BU

年度	トウモロコシ			大豆		
	生産	期末在庫	在庫率	生産	期末在庫	在庫率
1985	7,674	1,648	23.4	1,861	316	18.4
1986	8,877	4,040	62.2	2,099	536	28.5
1987	8,250	4,882	65.9	1,943	436	21.3
1988	7,131	4,259	54.9	1,935	302	14.6
1989	4,929	1,930	26.6	1,549	182	10.9
1990	7,525	1,345	16.6	1,924	239	12.8
1991	7,934	1,521	19.6	1,926	329	17.9
1992	7,454	1,100	13.9	1,987	278	13.6
1993	9,482	2,113	24.9	2,188	292	13.4
1994	6,336	850	11.2	1,871	209	10.7
1995	10,103	1,588	16.6	2,517	335	14.0
1996	7,374	426	5.0	2,177	183	7.8
1997	9,293	883	10.3	2,382	130	5.4
1998	9,366	1,259	13.9	2,727	240	9.1
1999	9,761	1,799	19.4	2,750	430	16.9
2000	9,431	1,718	18.0	2,654	290	10.6
2001	9,915	1,899	19.5	2,758	248	8.8
2002	9,507	1,621	16.5	2,891	260	9.0
2003	9,008	1,084	11.4	2,749	169	6.1
2004	10,089	985	9.4	2,454	112	4.4
2005	11,807	2,215	21.0	3,141	355	12.2
2006	11,112	2,301	21.0	3,086	565	20.3

(注) 米農務省2006年4月10日発表。年度は 9月ー8月

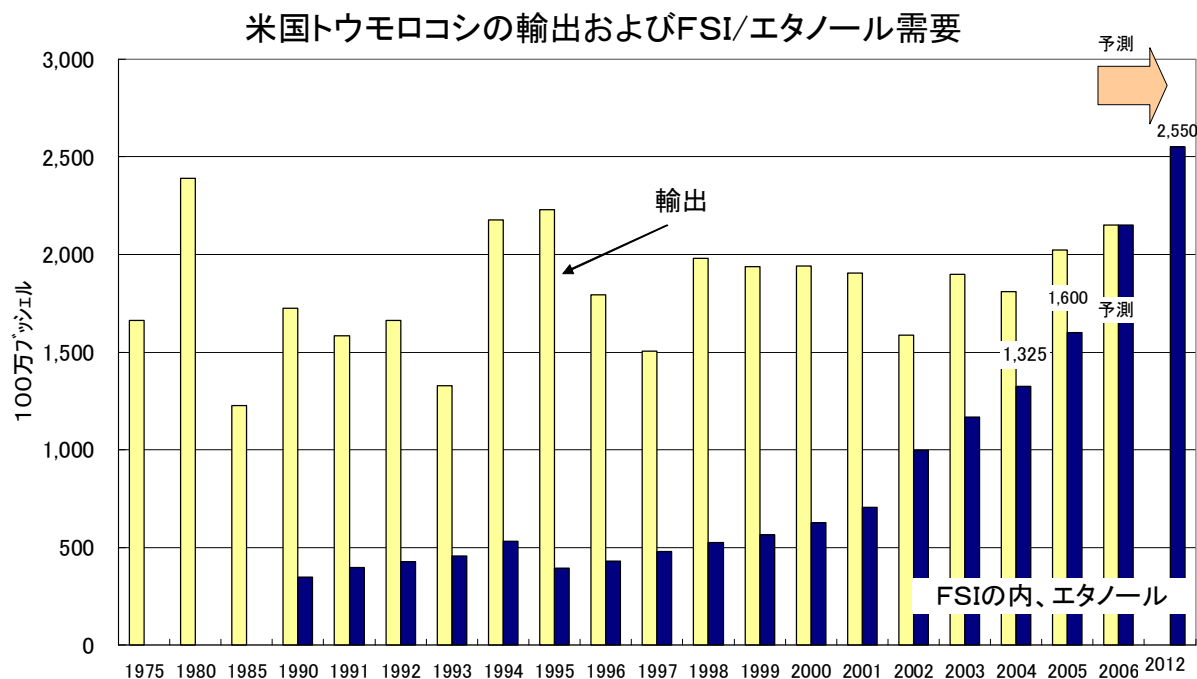
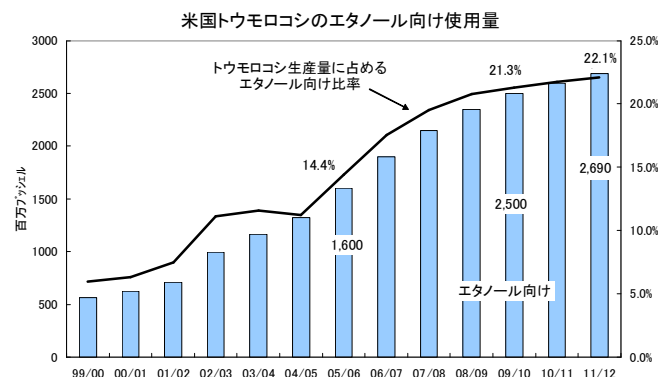
5/12	10,985	2,540	23.8	2,895	290	9.7
6/10	10,985	2,540	23.8	2,895	255	8.6
7/12	10,785	2,240	20.9	2,890	210	7.0
8/12	10,350	1,900	17.9	2,791	180	6.2
9/12	10,639	2,079	19.4	2,856	205	6.9
10/11	10,857	2,220	20.6	2,967	260	8.8
11/10	11,032	2,319	21.4	3,043	350	11.9
12/9	11,032	2,419	22.5	3,043	405	14.0
1/12	11,112	2,426	22.4	3,066	505	17.8
2/9	11,112	2,401	22.1	3,086	555	19.8
3/10	11,112	2,351	22.2	3,086	565	20.3



# 17. 米国の新エネルギー法と拡大するエタノール需要

## ● 新エネルギー法(05. 8)

- ①消費効率をあげる技術革新の追及
- ②環境に配慮した国内でのエネルギー生産量の増加
- ③代替資源の開発促進→トウモロコシを原料とするエタノール生産
- ④エネルギー関連の国内施設、インフラの近代化→超電導送電線



2012年までにエタノール生産を現在の35億ガロン(1ガロン=3.79L)から75億ガロンに倍増させる。

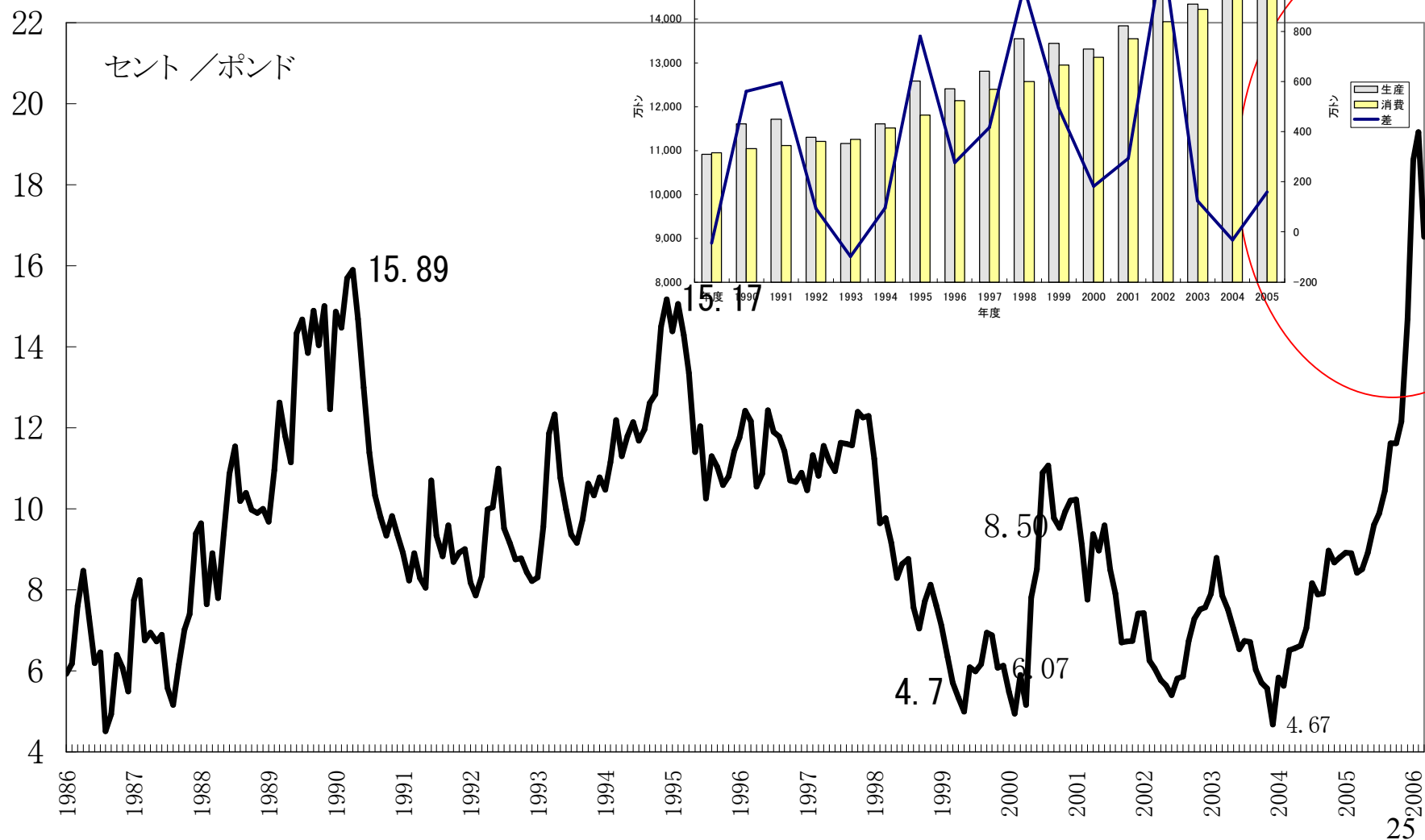
●エタノール1ガロン生産→トウモロコシ0.35ブッシェル



# 18. 原油価格との連動性強まる**砂糖**

世界の砂糖需給推移 (データはF・O・リヒト社)

ニューヨーク砂糖 (期近)



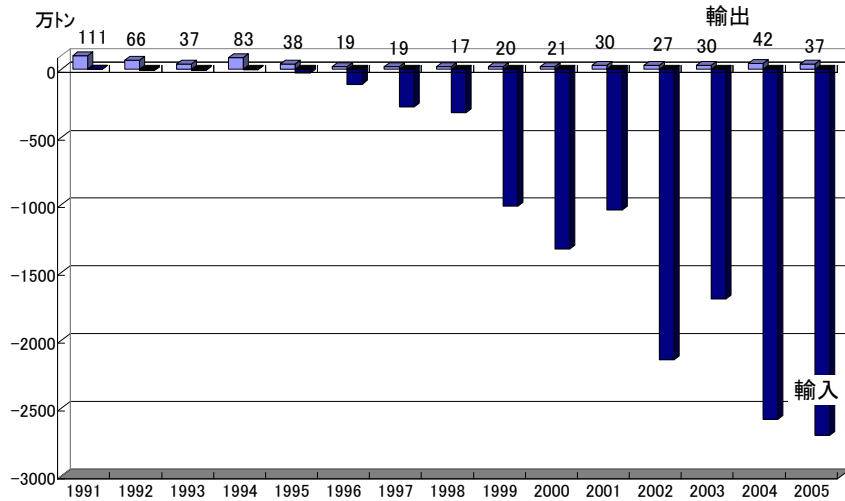
## ● バイオマス燃料とエタノール

太陽エネルギーを蓄えた生物体

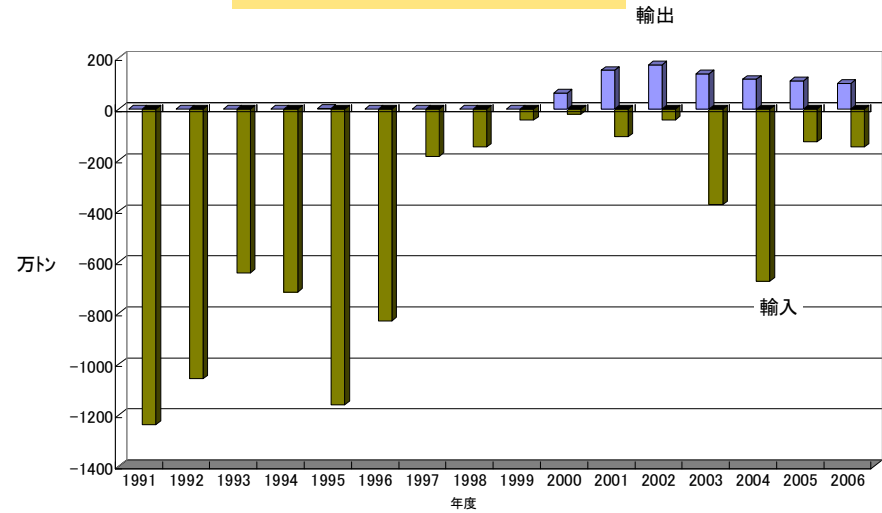
1. 糖質系 : サトウキビ、テンサイetc.
2. デンプン系 : 穀物(トウモロコシ、小麦、米etc.)
3. セルロース系 : 木質類(木材、古紙・・)、草本類
4. 油脂系 : 植物油脂(大豆油、パーム油・・)、動物油脂
5. 廃棄物系バイオマス : 農業廃棄物(穀物、根茎作物・・)、林産廃棄物、産業廃棄物

# 19. 中国の穀物貿易と食肉生産量

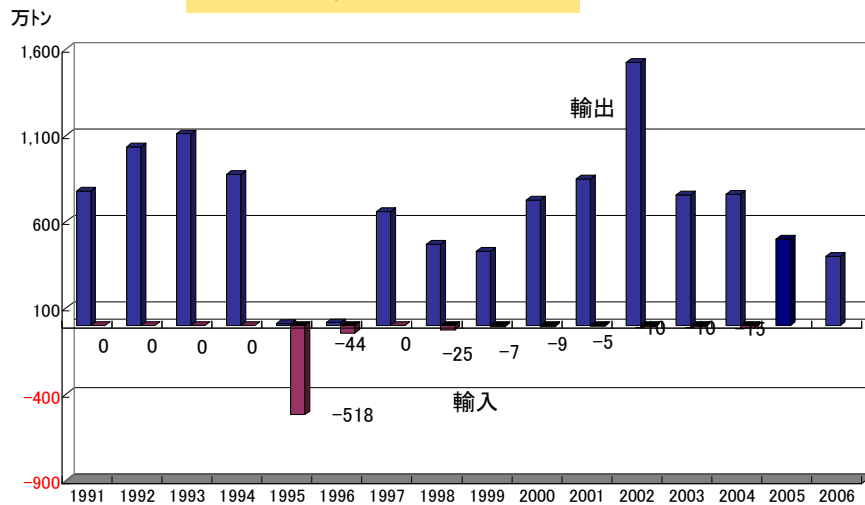
## 大豆



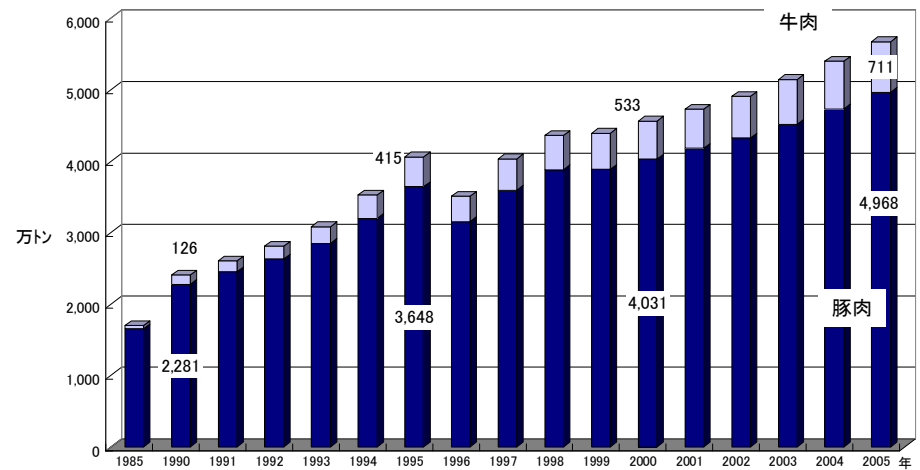
## 小麦



## トウモロコシ



## 中国の豚肉および牛肉生産量

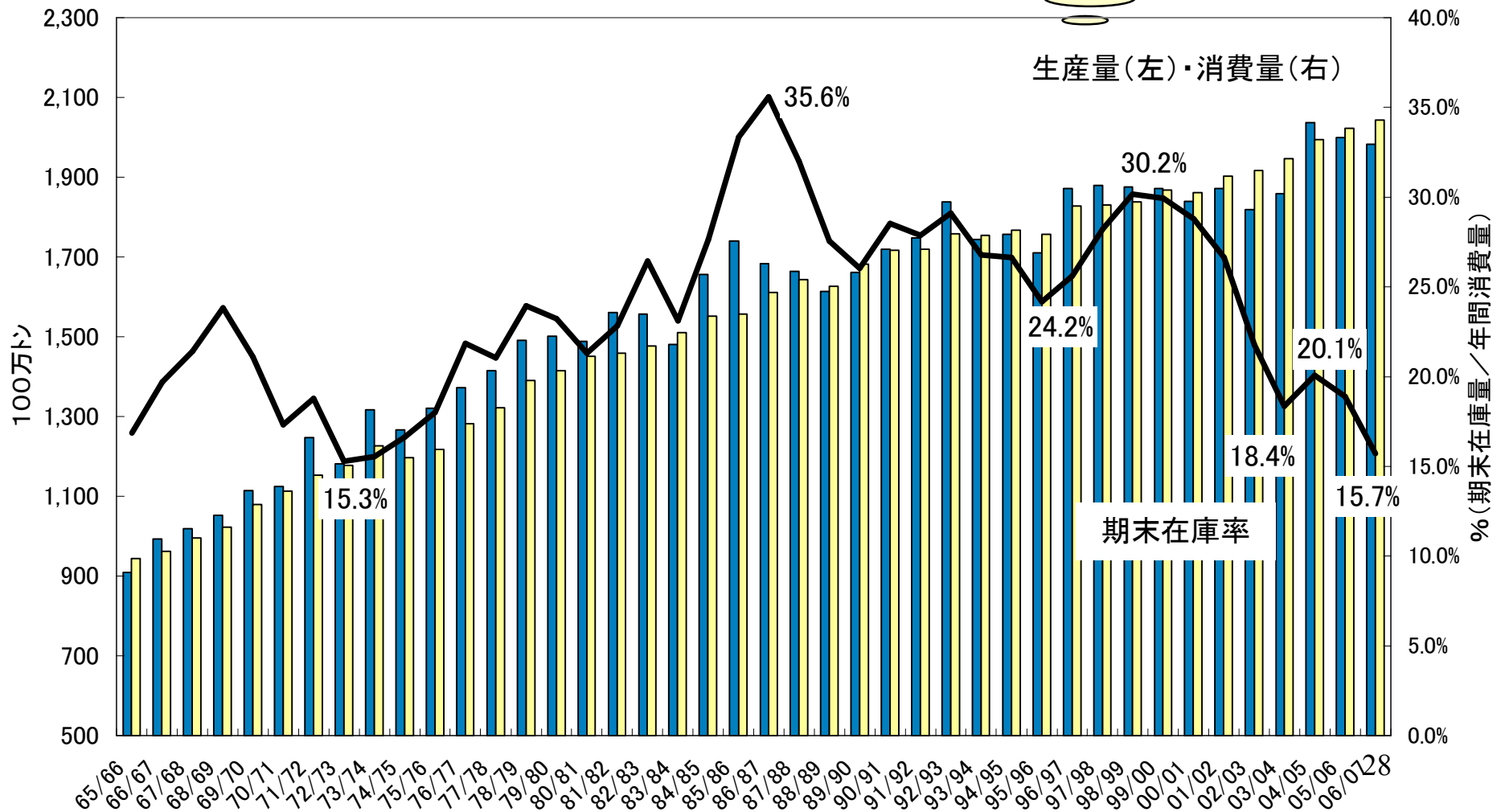


(資料) 米農務省需給報告

# 20. 1970年代初めに酷似する世界の穀物需給

●世界の穀物の06/07年度期末在庫率は15.7%と再び低下し、1970年代初めの低水準。  
(米農務省報告2006年5月12日)

世界の穀物需給および在庫率



# 21. 世界経済は、米国中心に4%台の成長を持続

2006年 世界経済見通し

<b>標準シナリオ</b>	2006年の世界経済は、米国を中心に拡大を持続。 日本・欧州・中国の内需拡大で、成長のバランスは改善。		
<b>米国</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>個人消費・設備投資ともに底堅く推移。物価は安定を保ち、利上げは中立的水準で打ち止めへ。</li> <li>拡大する経常赤字のファイナンス、油価高騰がリスク要因。</li> </ul>		
<b>欧州</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ユーロ圏は、堅調な輸出と内需の緩やかな伸びによって景気回復の力強さが増す。油価高騰が懸念材料。</li> </ul>		
<b>日本</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>設備投資・輸出主導の回復続く。所得の回復により個人消費も堅調に。デフレは解消するが低インフレ・超低金利が継続。</li> <li>米経常赤字拡大への警戒からの円高ドル安がリスク要因。</li> </ul>		
<b>アジア</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>中国は、輸出・消費・投資のバランスで9%程度の成長。人民元は緩やかに切り上げへ。他の東アジア諸国も、安定成長を確保。インドはサービス、製造業、農業の3部門がそろって堅調に推移。</li> </ul>		
<b>新興市場</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ロシア・中近東は、油価高止まりから高水準の石油収入を確保し安定成長を維持。ブラジルは、投資・消費・輸出主導の景気回復。公的債務など構造問題も改善へ。</li> </ul>		
<b>リスク要因</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>世界的不均衡の拡大</li> <li>米国の住宅価格の急落</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>原油価格の一層の上昇</li> <li>中国経済の過熱と失速</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>新型インフルエンザの世界的流行</li> </ul>

	構成比	2002	2003	2004	2005	2006
世界	100.0	3.0	4.0	5.1	4.7	4.7
先進国	49.9	1.4	1.9	3.3	2.7	2.9
米国	20.4	1.6	2.7	4.2	3.6	3.5
ユーロ圏(12)	15.0	0.9	0.7	1.8	1.5	2.0
ドイツ	4.2	0.1	-0.2	1.1	1.1	1.8
フランス	3.0	1.2	0.8	2.1	1.6	2.0
イタリア	2.9	0.4	0.3	1.0	0.3	1.5
日本	6.6	0.1	1.8	2.3	2.6	2.7
(年度)	-	1.1	2.3	1.7	2.8	3.0
英国	3.1	2.0	2.5	3.2	1.6	2.3
その他先進国	4.9	3.5	2.5	5.3	3.0	3.5
新興市場国	50.1	4.8	6.2	7.0	6.6	6.4
アフリカ	3.2	3.6	4.6	5.1	5.0	4.8
中東欧	3.3	4.4	4.6	6.1	4.7	5.0
CIS	3.7	5.4	7.9	8.2	6.0	5.5
ロシア	2.5	4.7	7.3	7.2	5.8	5.2
アジア	29.7	6.3	7.5	8.2	7.9	7.4
NIEs	3.4	5.0	3.0	5.5	4.2	4.6
中国	15.1	9.1	10.0	10.1	9.8	9.0
ASEAN5	3.8	4.8	5.6	6.0	4.9	4.5
インド	5.8	4.4	7.5	6.9	8.0	7.0
中近東	2.8	4.1	5.8	5.5	5.0	4.9
ラテンアメリカ	7.4	-0.1	2.2	5.7	4.1	4.2
ブラジル	2.6	1.9	0.5	4.9	2.4	3.5

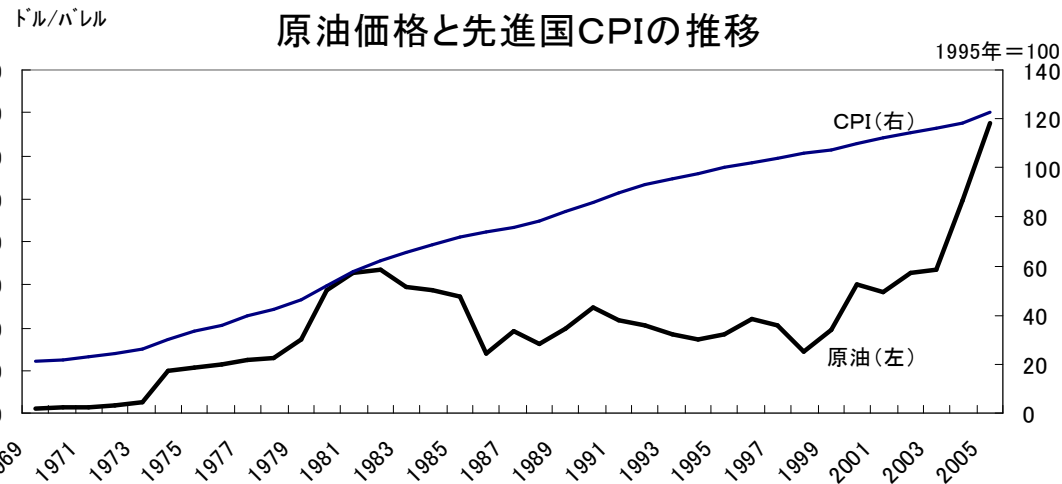
(注)1. 構成比は、2004年の購買力平価換算の各国・地域GDPに基づき、  
2. 2005年以降は経済研究所の予測。

(資料)IMF, 米商務省, 欧州委員会, 内閣府。

## 22. 原油・資源高騰にもかかわらず、世界経済への影響が限定的な3つの理由

1. 名目価格では高くても、実質価格では80年初めの40ドルよりもまだ安い。
2. オイルマネーの還流がスムーズ（米国の経常赤字をファイナンス）
3. 高い原油価格が、経済活動を活発化させる側面がある。
  - ①原油生産能力の増大に向けた上流部門への投資拡大、②代替エネルギーの開発、③省エネ社会構築に向けた、新たな設備投資・買換え需要を喚起

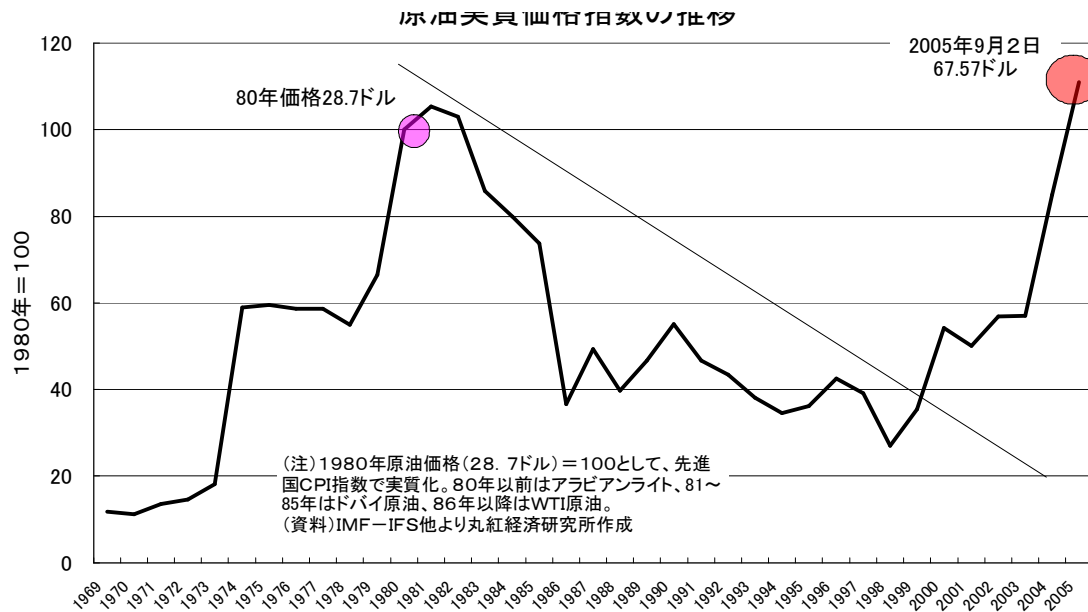
# 23. 1980年比実質価格でみた原油



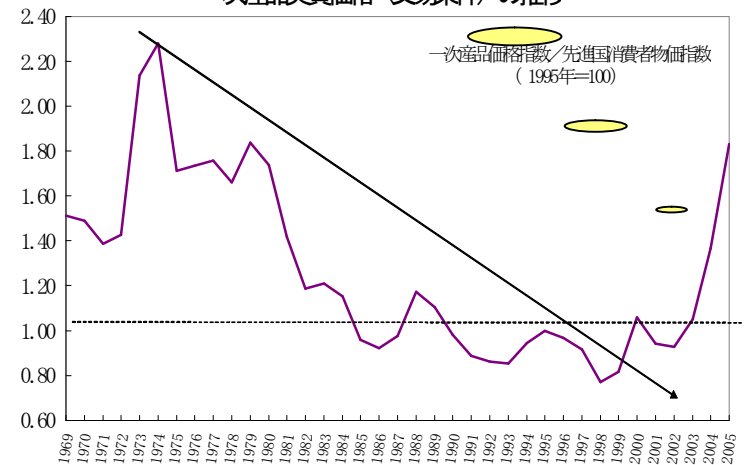
●80年の原油30ドルは、25年間のインフレ率(2.3倍)を勘案すると現在66ドル。**当時のスポット価格40ドルは現在価格で92ドル。**

➢原油に限らず、一次産品価格は、1980年～90年代において、先進国の消費者物価指数の上昇に付いて行けず、**交易条件が悪化の一途を辿った。**

原油と同じパターン



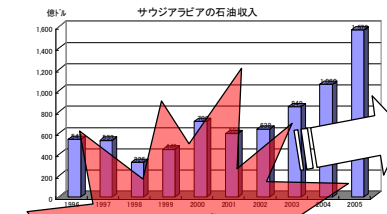
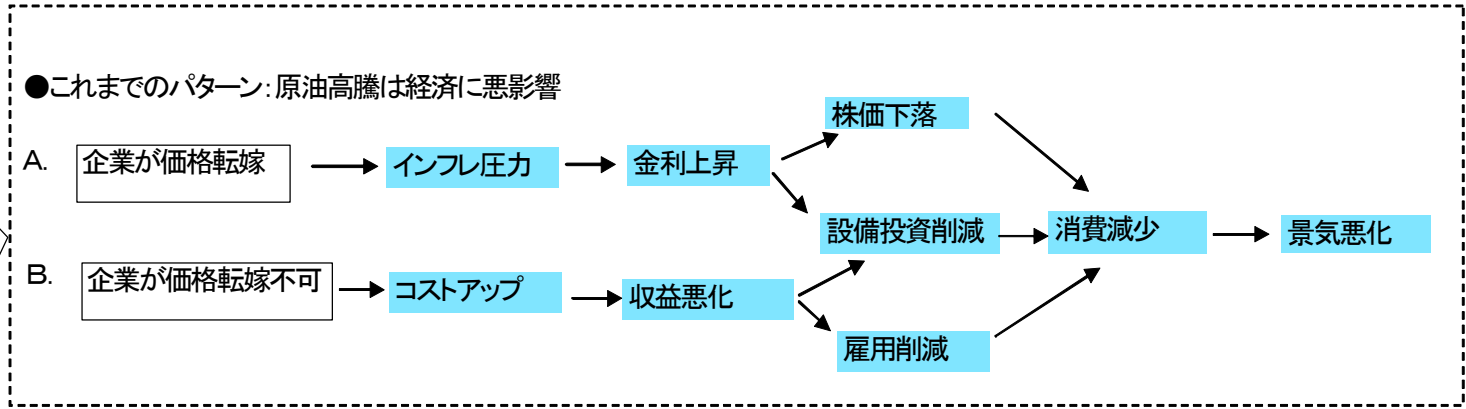
一次産品実質価格(交易条件)の推移



(資料) IMF-IFSより作成

# 24. 米国へのオイルマネーの還流がスムーズ

原油高騰と米国経済

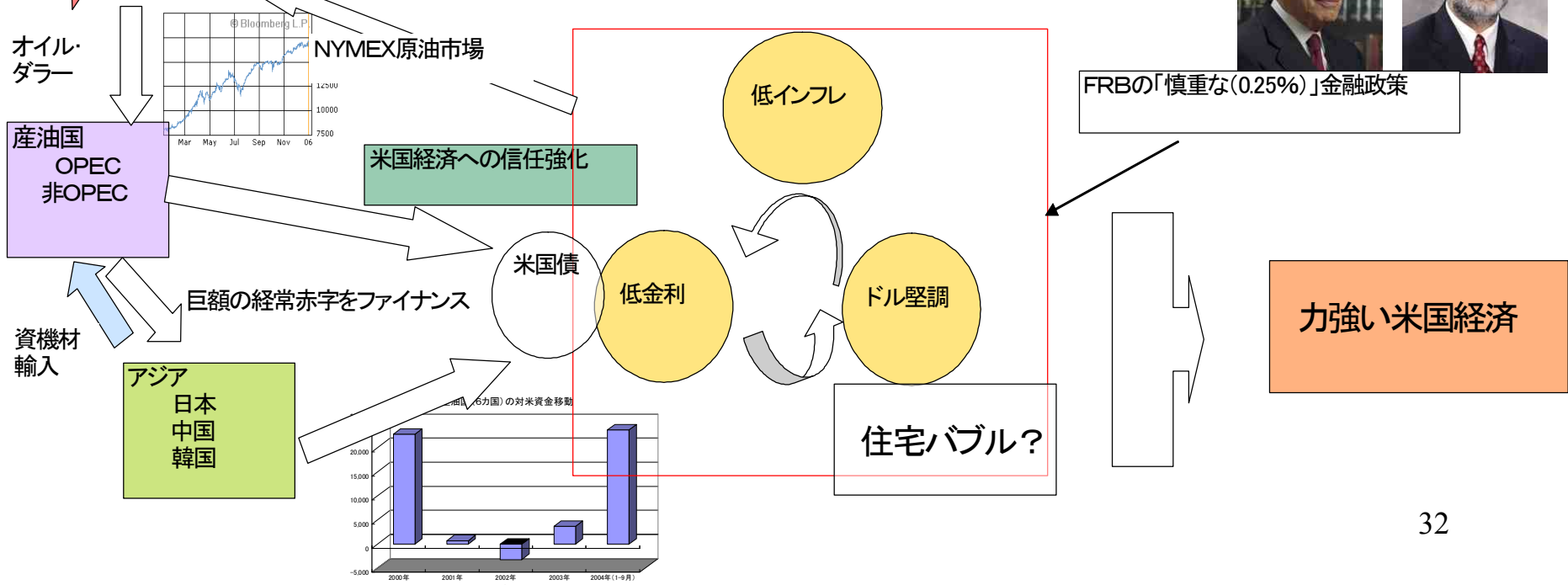


原油高騰

●今回のパターン: 原油高騰は、却って経済活動を活発化させる。



FRBの「慎重な(0.25%)」金融政策





# 25. 巨額のオイルマネーの行方

- 油価高騰により、産油国合計の経常黒字は05年4,000億ドルに拡大

- 増えた石油収入の消費に慎重な産油国

- OPECは、03-05年の石油収入増収分の4割を国内で支出(IMF推計)

- 73-76年は約6割、78-81年は約75%を支出

- 政府は、過去の油価急落時を教訓に**債務返済と資産蓄積を優先**

- ロシアの石油安定基金など、将来の原油価格の下落時に備える動きが目立つ

- 中東産油国は、**06年予算で原油価格を30~40ドル/バレルと慎重に設定**

- 多様化する産油国が蓄積した資産の運用先

- 80年代までは欧米主要銀行への貯蓄が大半、今回は次のように多様化

- 1)産油国の外貨準備増大 → **米財務証券の購入拡大**

- 2)産油国の石油安定基金や国営石油企業の投資ファンドの資産増大

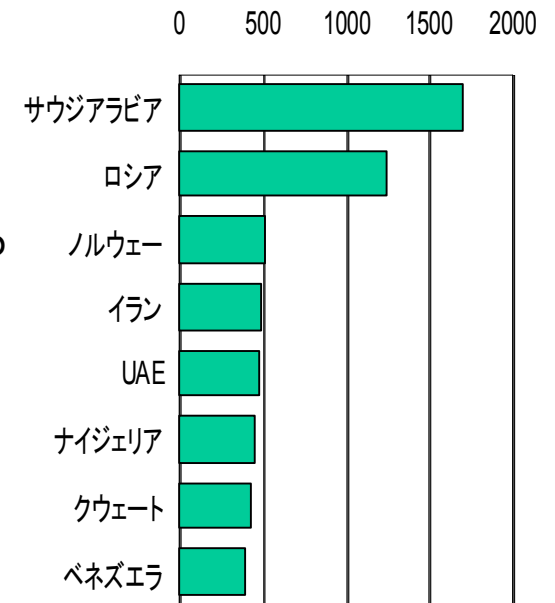
- **先進国企業の株式購入、一部では企業買収も**

- 3)中東の民間投資家の資産拡大 → **中東の株式・不動産市場に積極投資、主要産油国の株価・地価が高騰**

- 資金の経路が不透明なため、明確な配分は不明、ただ増収分の大半は米国財務証券に流れ、

- 米国の経常赤字ファイナンスをサポートしている可能性大**

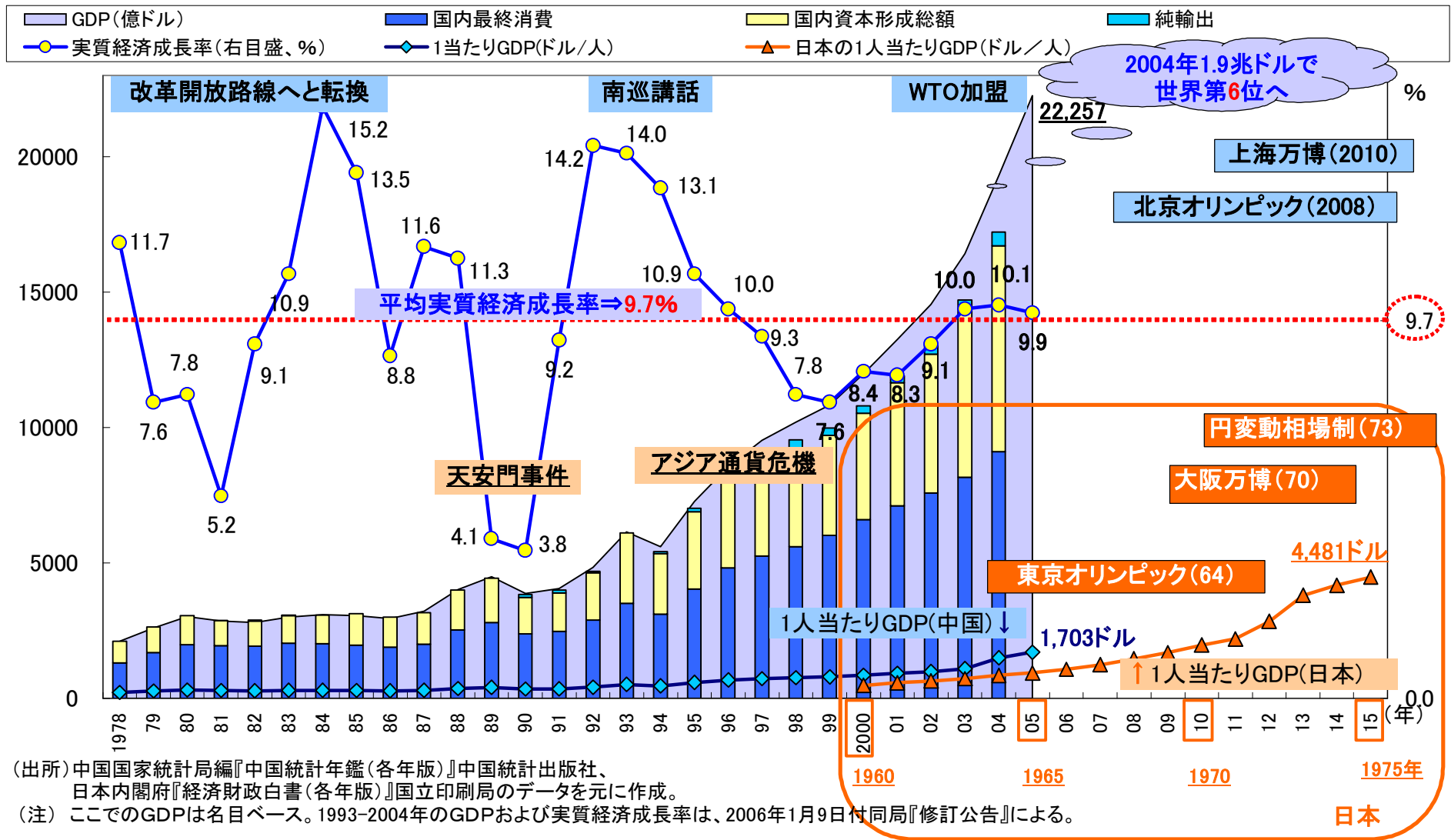
主要産油国の石油輸出額(05年予測)



(資料)米エネルギー省、The Economist.

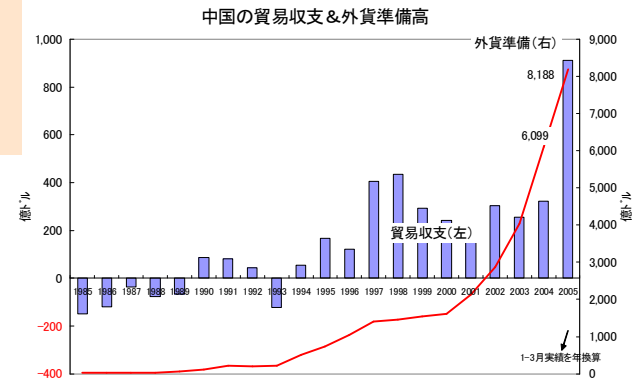
# 26. 中国:「改革開放」以来、年平均9.7%の成長持続

中国のGDPの推移(1978年-2005年)



# ●中国：外貨準備

→石油準備、金準備、資源準備へ



持続的経済成長

- 狙い
  - ①輸出拡大で発展
  - ②外資・技術導入で発展
  - ③海外資源を活用して発展

WTO加盟 (01/12)

貿易黒字拡大

外貨買い上げ

人民元放出

マネーサプライ増加

原油高止まり

誤差脱漏がプラス

短期資金(ホットマネー)流入

人民元切上げを見越した「不動産買い」拡大

インフレ圧力

●中国の為替管理制度

- ①外貨集中制(持ち込まれた外貨は中国人民銀行管理下の外為センターを通じて買い上げ)
- ②資本取引規制

外貨準備拡大

●中国政府の対応

金利引上げ

投資抑制

資本規制緩和

「走出去」政策

「流入寛大・流出厳格」  
→「流入厳格・流出寛大」へ

●人民元切り上げの影響

- ①四大銀行不良債権拡大
- ②労働集約型産業の競争力低下
- ③資本流出による資本収支危機の恐れ

人民元切り上げ圧力

●狙い

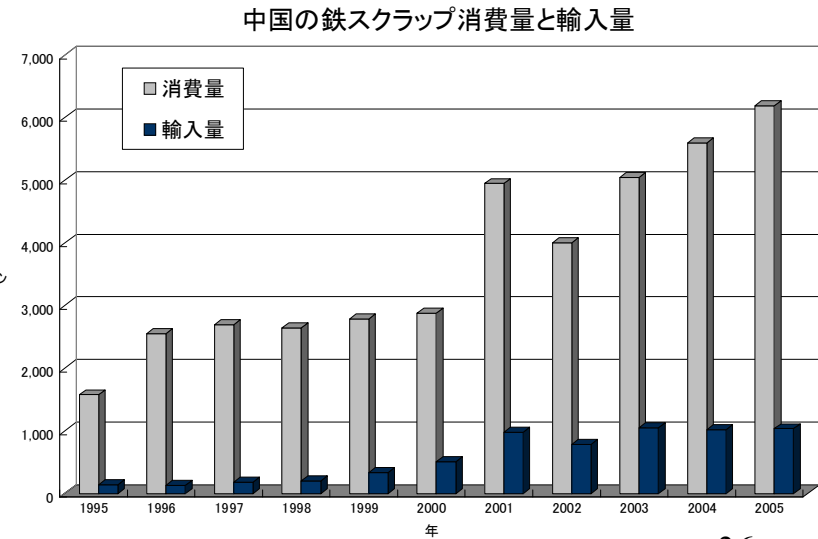
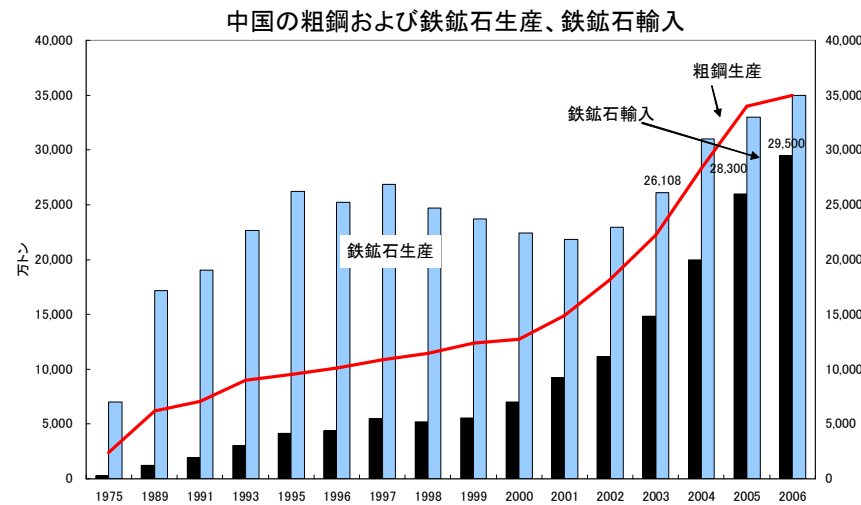
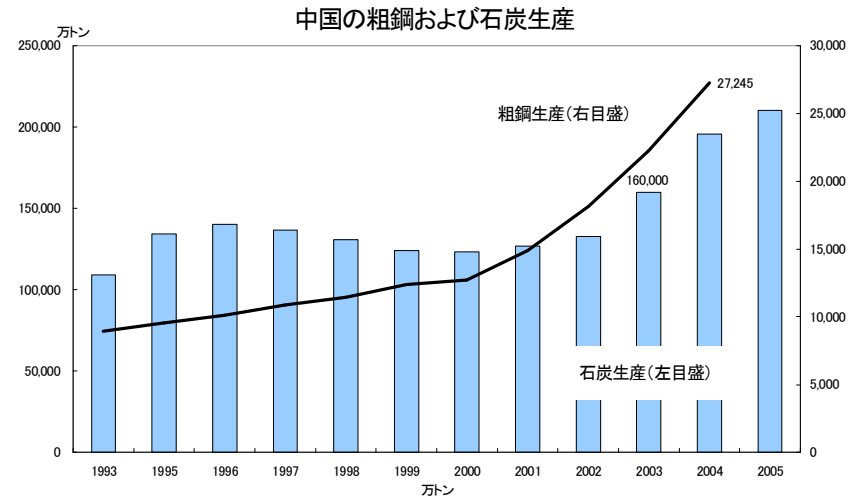
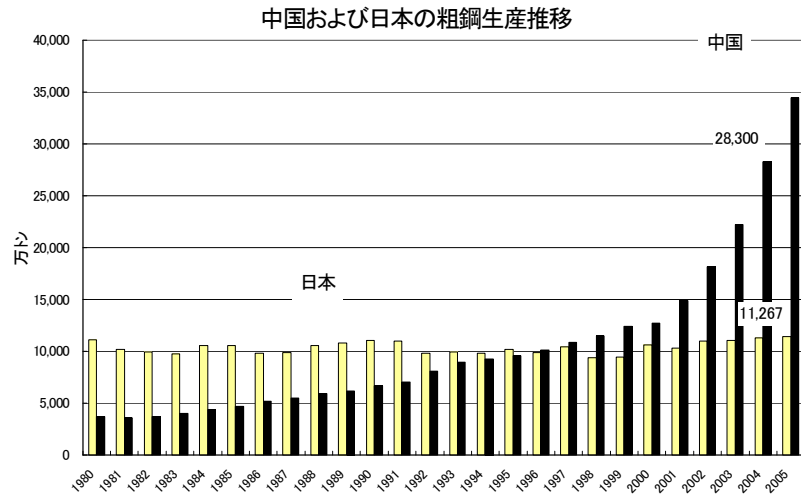
- ①外貨準備削減
- ②人民元切り上げ圧力緩和
- ③海外資源・技術の確保

原油・鉄鉱石・石炭・非鉄・穀物などの需要拡大

●2007年金融自由化

G7など、外圧による早急な人民元切り上げはないが、いずれ自主的な切り上げへ  
2005年7月21日 1ドル=8.275元→8.11元へ2.1%切り上げ。通貨バスケット制の導入へ。

# 27. 中国の鉄鋼関連資源需給にみるS字曲線



## 28. 「第11次5カ年**規**画」のキーワードと課題

・第11次5カ年規格（06～10年）の5年間は、国家目標である「**小康**（いくらかゆとりのある）社会」実現に向けて、「科学的発展観」と「**以人為本**（人間本位）」の考え方を堅持。持続可能で「調和の取れた社会」の構築を目指すことを明確化した。

### 11・5規画のポイント

#### 1. 計画から**規**画に

・社会主義経済の象徴である「計画」→市場経済下の「ガイドライン」に呼称を変更。

#### 2. **所得**倍増

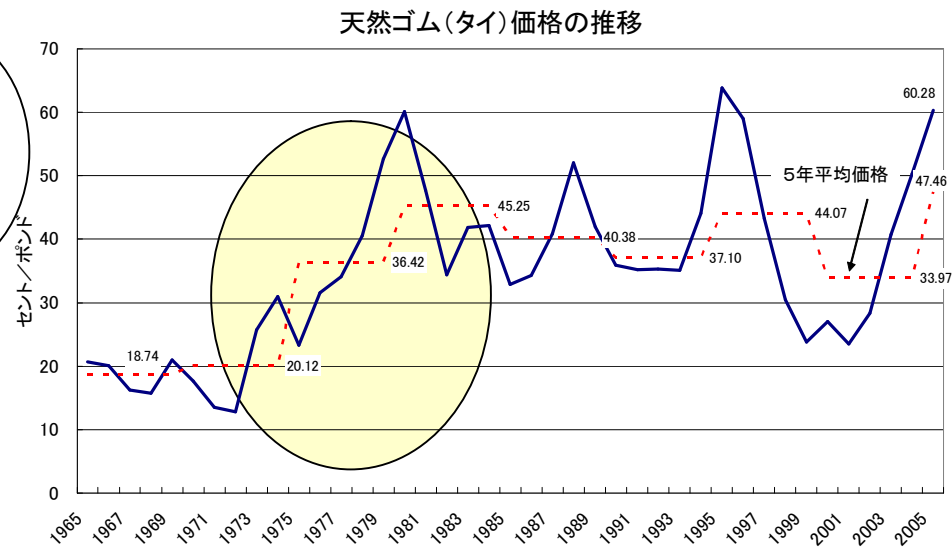
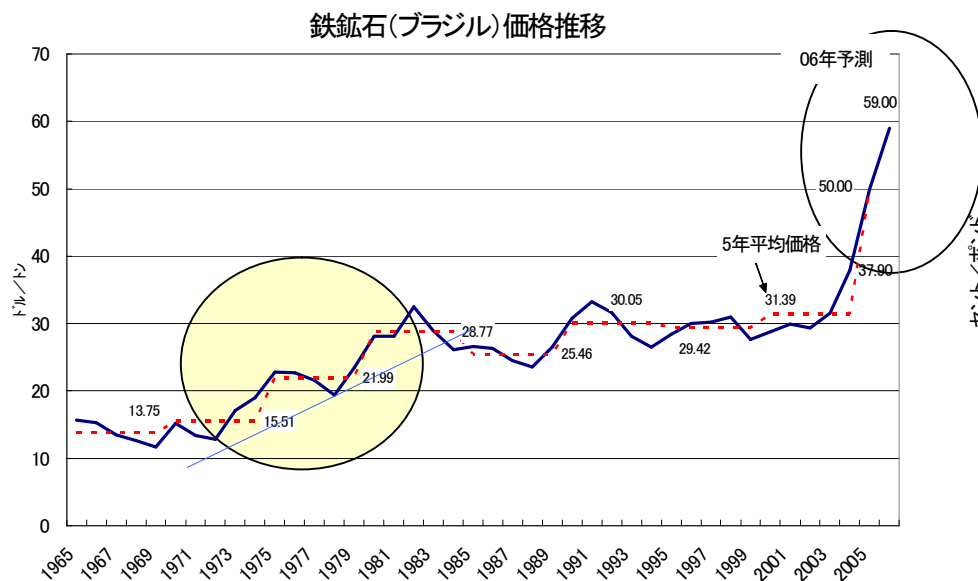
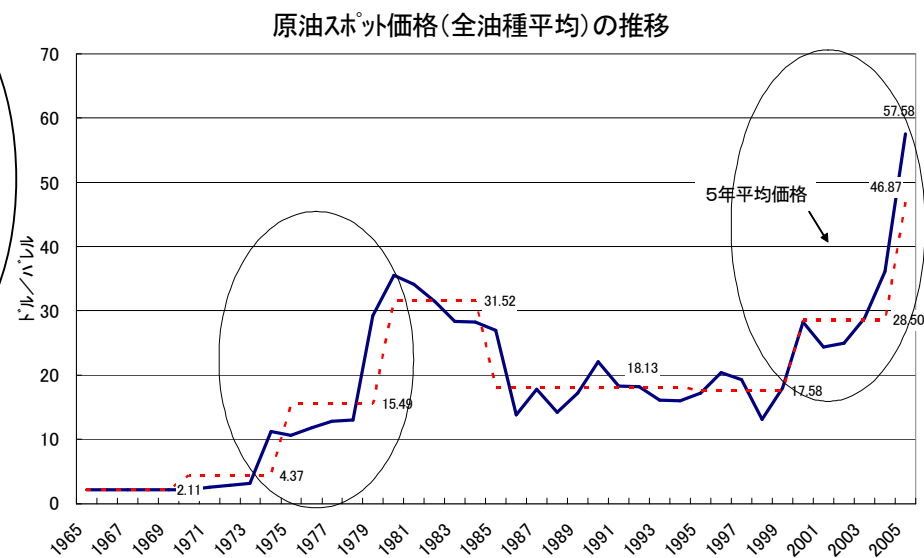
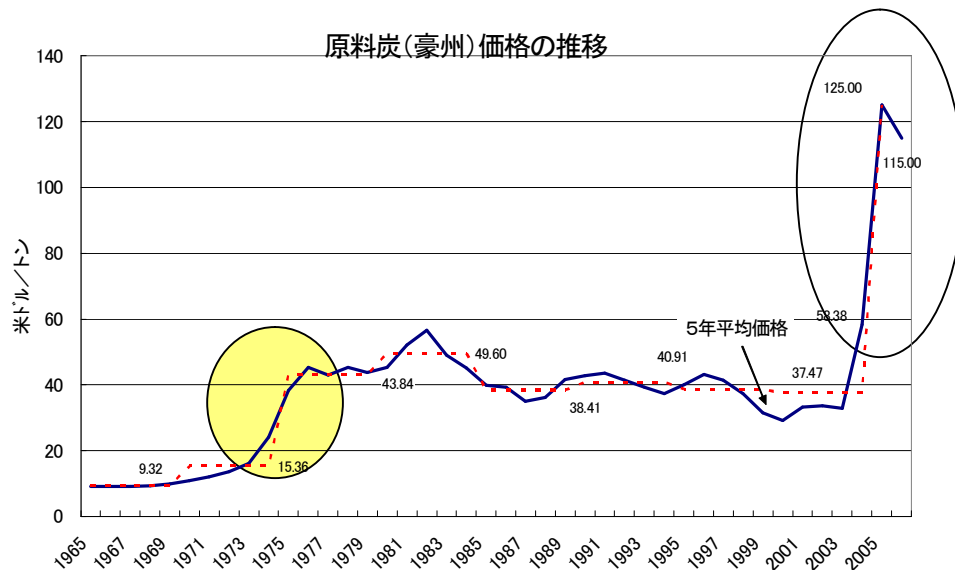
・1人当りGDPを2010年までに2000年の2倍にする。

#### 3. **エネルギー**消費量の削減

・GDP単位当りエネルギー消費量を、05年比20%削減。経済発展のボトルネックを解消

#### 4. **社会主義**の調和の取れた社会構築：**社会主義新農村建設とメガロポリス**構想

# 29. 全般的な価格体系上方シフトの予兆



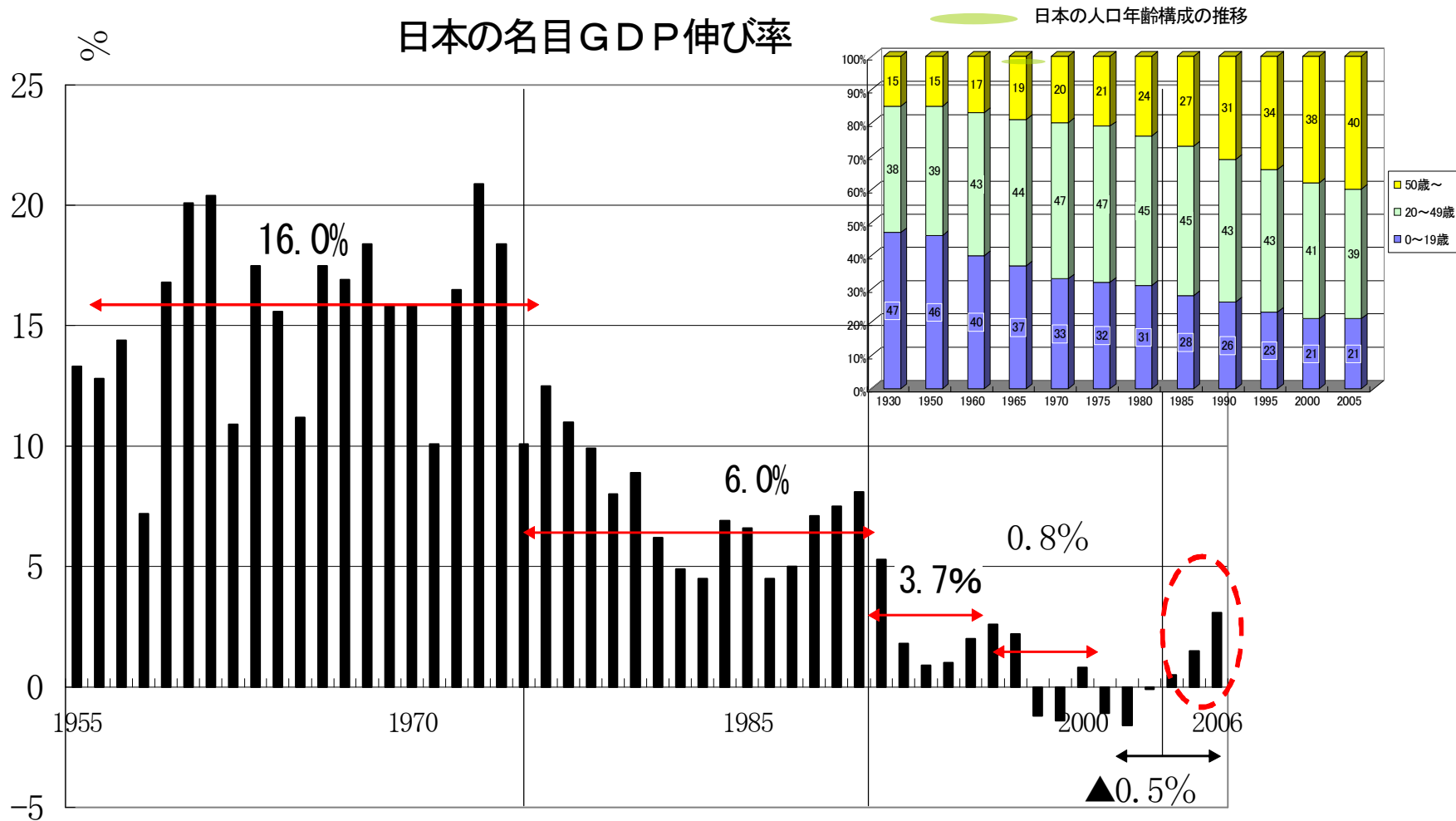
# 30. スケールアップして1970年代と類似するコモディティを巡る環境

商品市況環境をめぐる時代比較

	1965～1970年代	1995～2002年以降
1	ドル・ポンド危機、ゴールドラッシュ (EC、中東は脱ドル→金購入)	ドル安懸念、ユーロ高・人民元切り上げ観測 (ドルの対円・ユーロ戦後最安値)
2	米国の国際収支悪化 (1971年に赤字転落)	米国の双子赤字拡大・対外純債務拡大 (90年代に投資収益収支も赤字に)
3	金資産の世界的なシフト (中東オイルダラーが金吸収)	金・外貨資産の世界的シフト (中国の金・外貨準備急拡大)
4	資源ナショナリズムと米国の中東政策 (OPECの結束、イラン封じ込め)	資源ナショナリズムと米国の中東政策 (OPECの結束、イラク戦争、対イラン封じ込め)
5	日本、西独の高度成長 (重厚長大型経済発展)	中国などBRICs, 東アジアの台頭 (量産化・産業化の進展)
6	旧ソ連の国際商品市場への参入 (大穀物泥棒)	中国の国際商品市場への参入 (一次産品輸入大国へ)
7	世界的な食糧需給ひっ迫 (73年の世界穀物在庫率15%へ)	世界的な食糧需給ひっ迫 (04年の世界穀物在庫率16%台へ)
8	ニューヨーク株価調整 (ニフティ・フィフティ)	ニューヨーク株価調整 (ITバブル崩壊)
9	資源不足、公害問題 (ローマクラブの警告)	地球環境問題の深刻化 (ワールドウォッチ研究所の警告)
※	東西冷戦構造	テロとの戦争

# 31. 日本は、新たな成長モデルを見出せるか

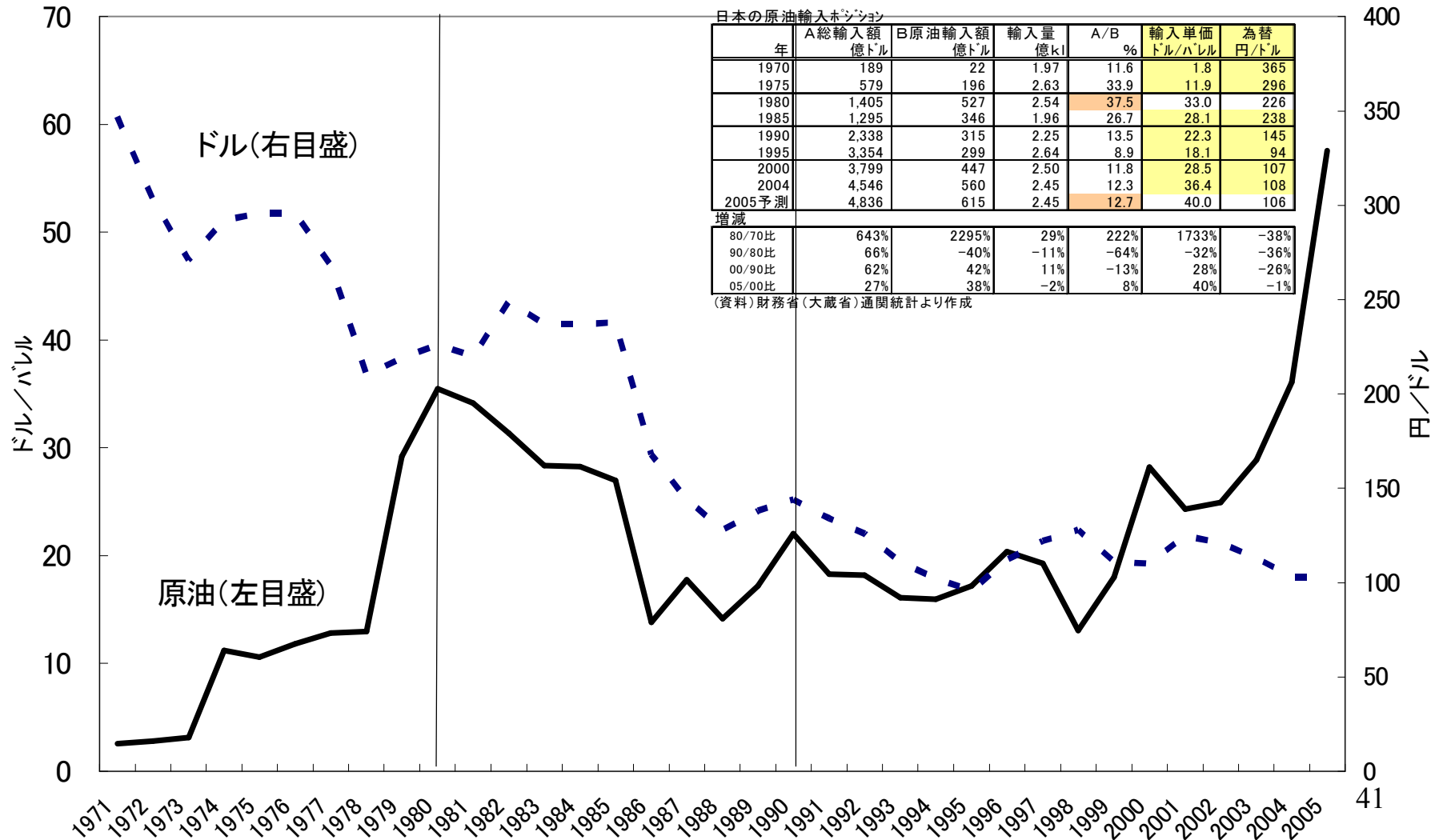
LOHAS (Lifestyles of Health and Sustainability)





# ●原油高に抵抗力のある日本経済

## 円/ドル為替相場と原油価格の推移



# ●LOHAS(ロハス)関連市場

- **サステナブル・エコノミー(持続可能な経済)**
  - 環境配慮型住宅、再生可能エネルギー、代替エネルギー、省エネ商品、まちづくり、都市計画、資源を有効活用する製品、社会的責任投資(SRI)、環境経営
- **ヘルシー・ライフスタイル(健康的な生活様式)**
  - オーガニック食品、自然食品・飲料、サプリメント、天然成分を使ったパーアオナルケア、オーガニック繊維製品
- **オルタナティブ・ヘルスケア(代替医療・自然医療)**
  - 鍼灸、漢方、アロマセラピー、健康・ウェルネス、ホリスティックな予防
- **パーソナル・ディベロップメント(自己啓発)**
  - マインド・ボディ・スピリット関連商品、自己啓発・精神向上のための教材、ヨガ、フィットネス
- **エコロジカル・ライフスタイル(環境に配慮した生活様式)**
  - 環境配慮型住宅、インテリア、家庭用品・オフィス用品、エコツーリズム

## 32. 高い資源価格時代は日本企業の出番

