

## 調査レポート

# コモディティ・レポート <2011年1月>

### ・原油市況 ~ 90ドル前後で推移

原油相場(WTI、期近物)は、90ドル前後で推移している。ブレント原油は、一時99ドル台と100ドルに迫った。目先は、春節の休暇に伴って中国の産業活動が大幅に鈍化することも意識され、景気指標に反応しにくいだろう。原油在庫は、通常の季節パターンに従って減少傾向で推移しているが、過去の同時期に比べて高い水準にある。原油相場は、欧州を中心とした原油の逼迫感が一巡すると、一旦、下落する可能性があり、その後は、80ドル台後半程度を中心とした推移が予想される。

### ・非鉄金属市況 ~ 過去最高値に迫る

LME金属指数は、およそ3年ぶりの高値をつけ過去最高値に迫った。グローバルな景気回復と金融緩和の組み合わせが商品相場を押し上げる構図が続いている。年明け以降は、インデックス・ファンドによるリバランスにともなう売買が相場の変動要因となる中、銅は10,000ドルの大台手前まで上昇したほか、アルミニウムも2,500ドル台をつけるなど上値を切り上げる動きが続いた。欧州危機の再燃や中国の金融引き締めがリスク要因となるが、グローバルな景気回復と金融緩和の組み合わせが商品相場を押し上げる構図が続く見通しであり、最終需要家の企業にとり利益確保が難しくなることが懸念される。

### ・トピック ~ 食料価格高騰

原油や金属など国際商品は総じて高値圏で推移しており、特に最近では食料価格の動向が注目されている。インドでは食料インフレの抑制が政治問題化し、中国や韓国も食料価格の抑制策を打ち出し始めている。エネルギーとの関連をみると、2008年と異なり、現局面では、農産物価格やエタノール価格の上昇と、原油やガソリンの価格上昇とは直接的な関わりは少ない。食料品価格の高騰に対して消費国や生産国で採られる様々な対応策が、農産物市況を不安定化させる可能性もあり、それらの動向が注目される。

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社  
調査部 原油～芥田、非鉄～細尾 ( [chosa-report@murc.jp](mailto:chosa-report@murc.jp) )  
〒108-8248 東京都港区港南 2-16-4  
TEL: 03-6711-1250

．原油

1．原油市況：90ドル前後で推移

12月後半から年初にかけて薄い取引の中で、原油相場（WTI、期近物）は上昇し、1月3日には一時92ドル台半ばをつけた。その間の相場の構図は、米金利の低下を背景としたドル安がドル建ての原油価格の上昇圧力になるというものだった。しかしその後は、米金利高・ドル高の中で原油安が進む動きもあり、総じていえば90ドル前後で推移している。ブレント原油は、一時99ドル台と100ドルに迫った。

米国週次石油統計をみると、原油在庫の減少が続いている。これは毎年みられる季節的な動きであり、石油会社の決算対策などのため12月末の石油在庫を削減するように努めることや、暖房需要の増加を反映したものと考えられる。

WTI・ブレント・ドバイの油種間スプレッド（価格差）をみると、ブレント高・WTI安が一段と進んだ（図表3）。清算日が迫った期近物の取引が解消されずに残っており、さらに買い上げて売りポジションの保有者が損切りに出ることを狙うなどの投機的な動きも出たものと推測される。ブレント高が進む背景として、北海原油の減産の影響や欧州の気温低下による暖房需要の増加に加えて、輸送などの利便性においてWTIよりも優れる面があるとの見方から投資家の間で北海原油を基準にした取引が増えているとの指摘もある。先物市場における投機筋の買い越し幅は、1月にかけてさらに拡大した（図表7）。一方で、商業筋も含めた先物の全建玉残高も、12月にかけて増加している（図表8）。

米国の量的緩和による商品市況の押し上げの思惑が続いている一方で、中国の引き締め策、米国の長期金利の上昇、欧州の財政問題などが景気や商品需要の抑制要因になるとの懸念もある。目先は、春節の休暇に伴って中国の産業活動が大幅に鈍化することも意識され、景気指標には反応しにくいだろう。原油在庫は、通常の季節パターンに従って減少傾向で推移しているが、過去の同時期に比べて高い水準にある。原油相場は、欧州を中心とした原油の逼迫感が一巡すると、一旦、下落する可能性があり、その後は、80ドル台後半程度を中心とした推移が予想される。

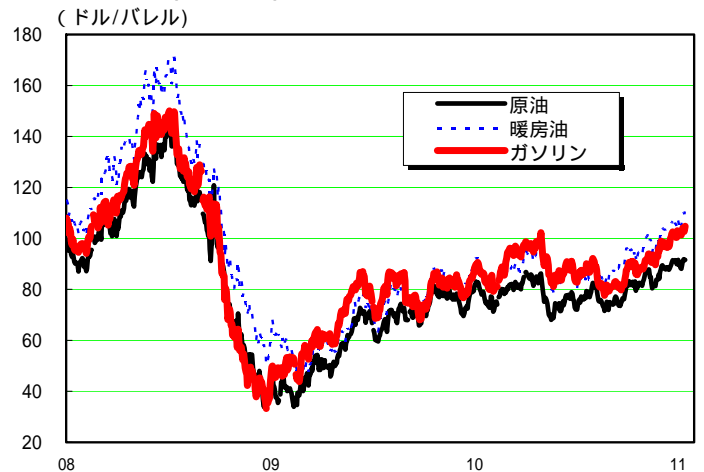
（図表1）原油市況の推移



（注）直近は1月14日  
（出所）Bloomberg、日本経済新聞

（年、日次）

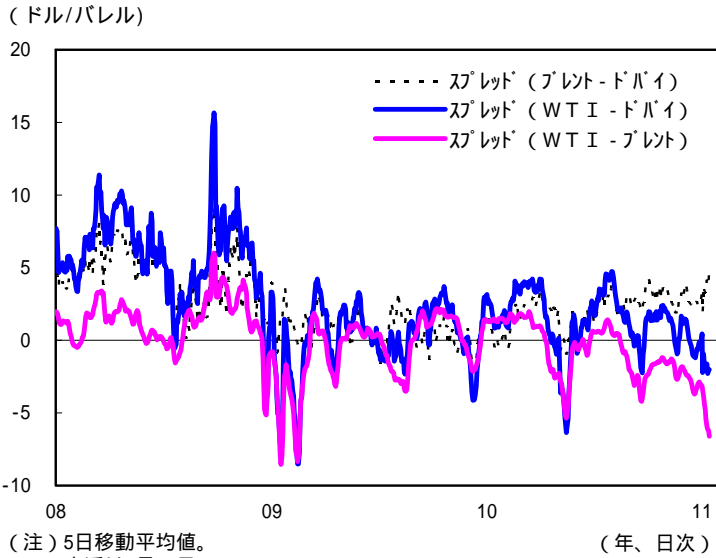
（図表2）石油製品市況の推移



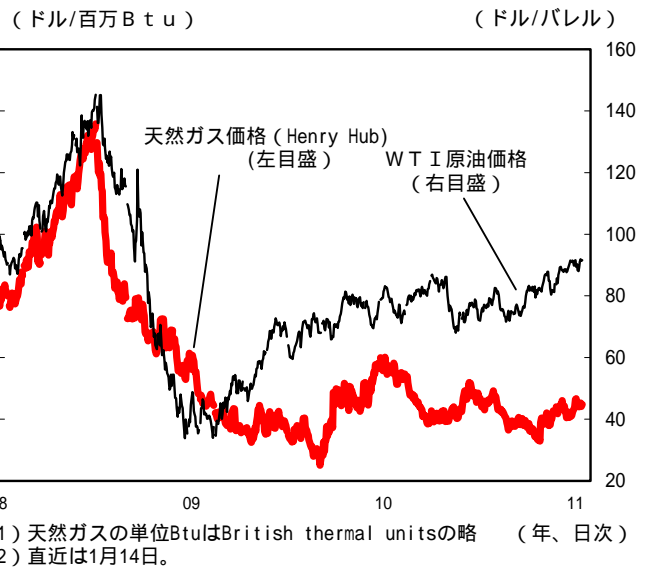
（注）直近は1月14日。  
すべてNYMEXの期近物

（年、日次）

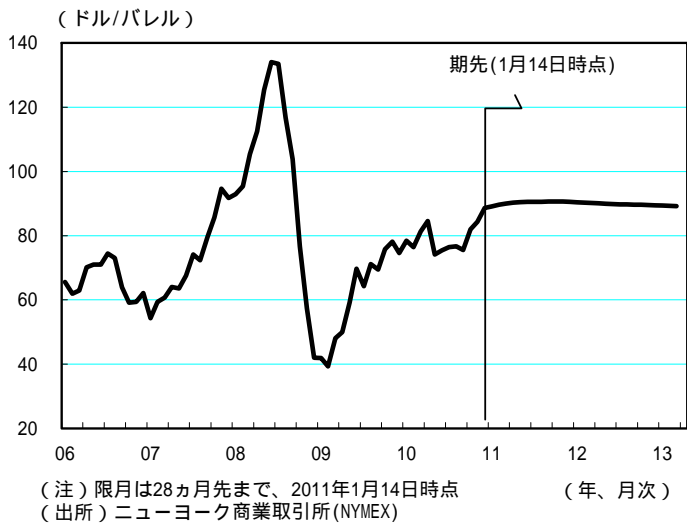
(図表3) 油種間スプレッドの推移



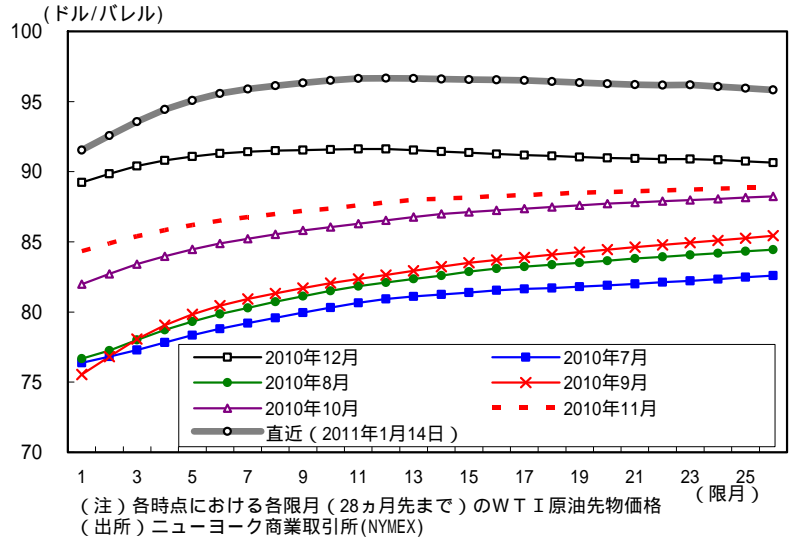
(図表4) 米国天然ガス市況の推移



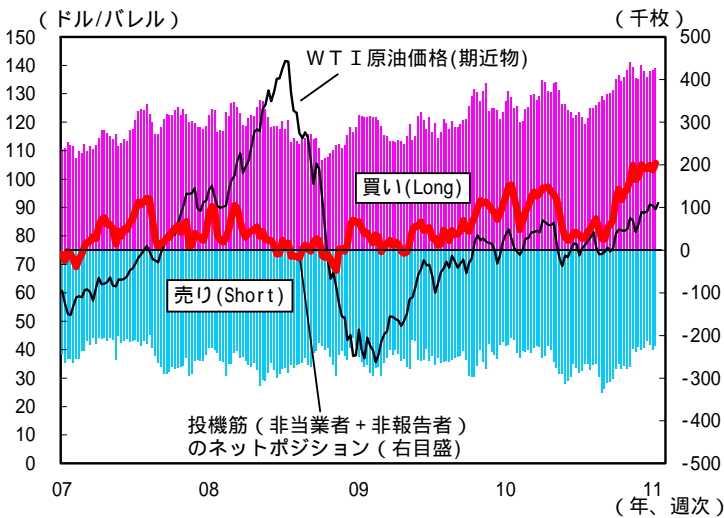
(図表5) 原油先物価格と先物カーブ



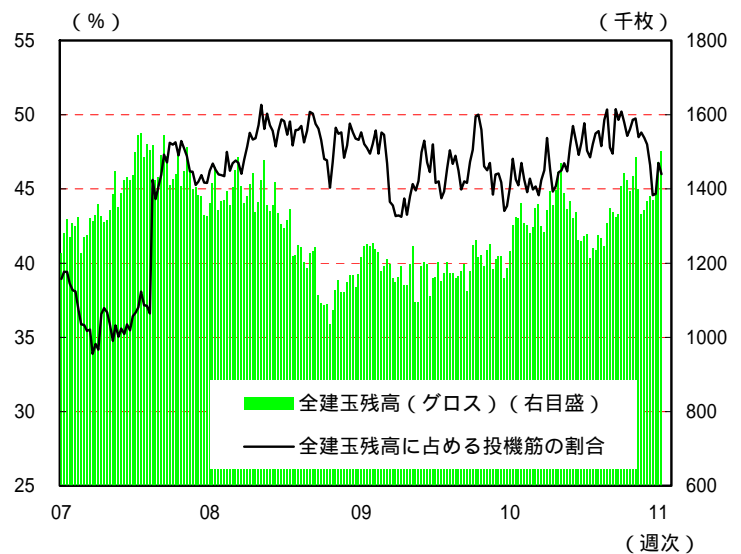
(図表6) WTI原油の先物カーブの変化



(図表7) 投機筋のポジション(原油)



(図表8) 原油先物の建て玉(NYMEX)

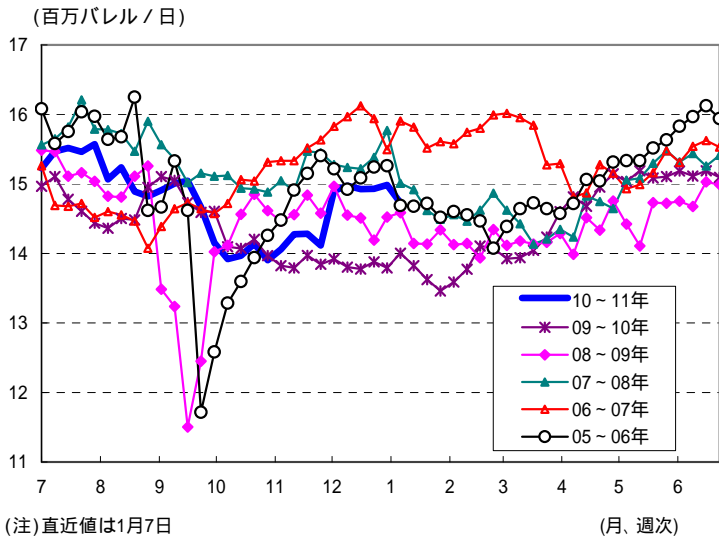


## 2. 品目別需給動向

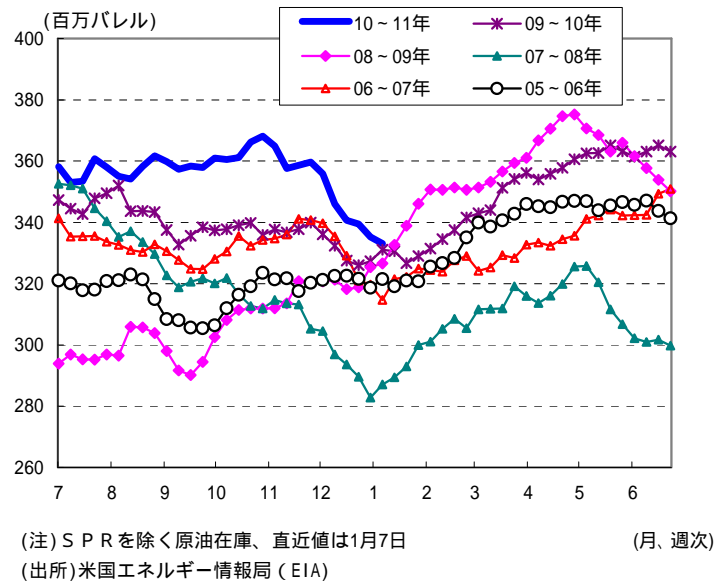
### (1) 米国原油需給；原油在庫が減少傾向

12月～1月は、製油所の稼働率が上昇し、1～2年前に比べて原油処理量が増加している（図表9）。景気回復や厳冬により原油需要が増加している面がある。また、石油会社が節税策として年末在庫を削減する傾向があることも指摘されており、原油在庫は減少傾向で推移している（図表10）。もっとも、原油在庫は、依然として、高水準とされた1～2年前の水準をさらに上回る水準で推移している。

(図表9) 米国の製油所の原油処理量



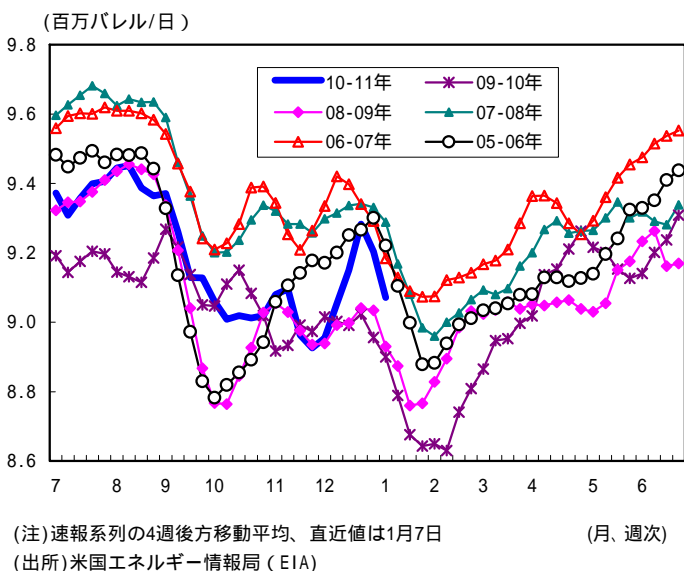
(図表10) 米国の各年の原油在庫



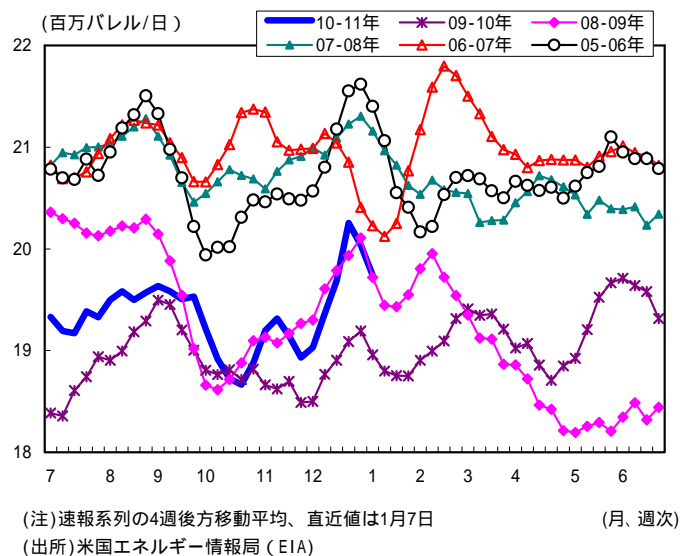
### (2) 米国石油製品；ほぼ2年前の水準で推移

ガソリン小売価格（全米平均）は、1月にかけて1ガロン＝3.1ドル台に上昇してきている。原油高や需給改善が反映されていると思われる。クリスマス休暇中の旅行の増加などを反映して、12月後半にかけてガソリン消費量が増加した（図表11）。一方、暖房油など中間留分の需要は頭

(図表11) ガソリン消費量の推移



(図表12) 石油製品全体の消費量の推移



打ち傾向になっているものの、石油製品全体の需要は1年前を上回り、2年前の水準を回復している（図表12）。

### （3）ナフサ；市況は上昇

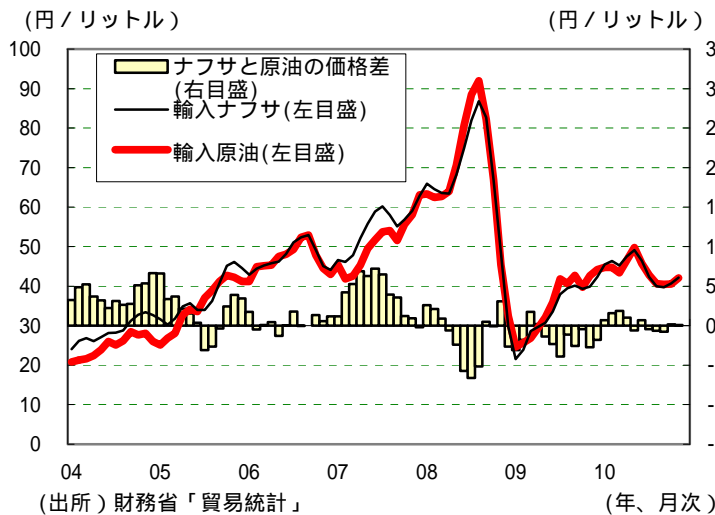
日本の11月の輸入ナフサ価格（通関）は、1リットルあたり42.2円と前月に比べ1.5円上昇した。一方、11月の輸入原油価格は42.1円と前月比1.6円上昇した。輸入ナフサ価格は、ほぼ原油価格並みに上昇し、ナフサと原油の価格差は小幅ながらプラスが続いた（図表13）。

12月以降の市況（ドル建て）をみると、原油はジリ高傾向で推移し、1月初めまでナフサが原油に対して割高化する動きも続いた。アジアを中心に需要が堅調な中で、供給は抑制されているとの見方が続いていた。

しかし、1月中旬になって、原油価格が上昇する中で、ナフサ価格は原油に対して割安化する動きになっている（図表14）。中東産のナフサに対する引き合いもやや弱いようである。原油価格の上昇につれた上昇であったとはいえ、高値にあるナフサに対して購入を見合わせる動きが出ているように見える。

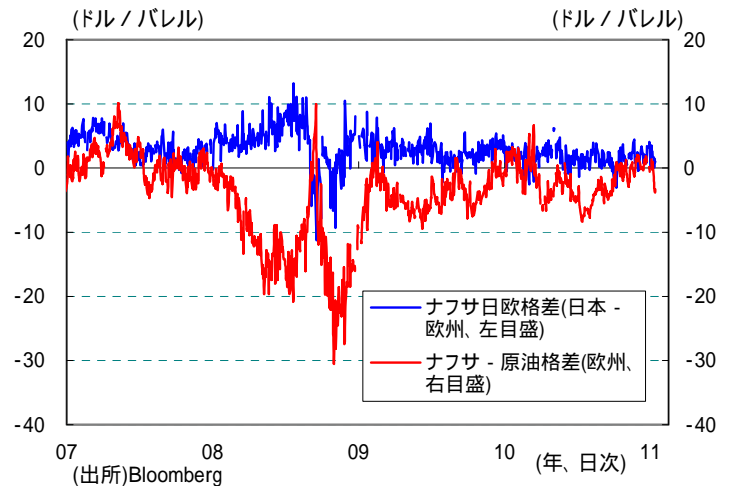
欧米の暖房需要の増加に加えて、金融機関等の景気見通しがやや強気化していることもあり、世界的に石油製品需給がやや引き締まってきている。また、アジアのナフサ需要は堅調が続くとみられる。しかし、依然として、石油製品の在庫水準は全般的に高めであり、ナフサの需給だけが大幅に引き締まることはないだろう。

（図表13）日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



（図表14）ナフサ価格の日欧格差と

ナフサ・原油の価格差の推移



### 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13.5万バレル増加した(図表15、Bloombergによる推計値、以下同じ)。イラク以外の生産枠が適用される11カ国の生産量は10万バレル増加であった。生産が不安定なナイジェリアとイラクの産油量が増加した。

ブレント原油が100ドルに迫る中、OPECの増産を求める声も出ているが、13日には「100ドルを超えた状態が長続きしなければ増産はしない」とのOPEC高官の発言が報道された。イランやイラクからは、「ドル安が進んだだけ原油の輸出代金は目減りしている」、「原油が100ドルでも世界経済は失速しない」といったコメントが聞かれ、クウェートのサバハ石油相は「100ドルに達しても臨時総会の開催はない」とした。OPECは来年6月2日に通常総会をウィーンで開催する予定であり、加盟国からはそれまでに臨時総会を開催する必要はないとの声が強い。

イラン問題では、米政府が12月21日に制裁対象企業・団体の追加を発表し、1月13日にはさらに追加した。12月にはイランと国連安保理の常任理事国にドイツを加えた6カ国との協議が1年2カ月ぶりに再開されたようだが、ウラン濃縮活動の停止に関しては進展がなかったとされる。1月8日にトルコ外相が6カ国とイランとの協議を、21~22日にイスタンブールで開催する見通しを述べ、11日にはイラン政府からも同様の発表があった。

一方イラクからの米軍撤退問題では、米政府は2011年末までに完全撤退することを目指し、4月より順次撤退を開始するとされている。訓練目的などでの米軍の駐留が継続するとの憶測もあるが、多くの油田開発計画を打ち出しているイラクの治安情勢が注目される。

(図表15) OPECの生産動向

| 国名              | 生産量<br>(12月)   | 生産量<br>(11月)   | 超過量<br>(12月) | 生産枠<br>(09年1月~) | 産油能力           | 稼働率          | 生産余力<br>(12月) |
|-----------------|----------------|----------------|--------------|-----------------|----------------|--------------|---------------|
| アルジェリア          | 126.0          | 124.5          | 5.8          | 120.2           | 140.0          | 90.7%        | 13.0          |
| アンゴラ            | 170.0          | 173.0          | 18.3         | 151.7           | 205.0          | 92.7%        | 15.0          |
| エクアドル           | 46.5           | 46.5           | 3.1          | 43.4            | 50.0           | 95.4%        | 2.3           |
| イラン             | 370.0          | 372.5          | 36.4         | 333.6           | 400.0          | 93.8%        | 25.0          |
| イラク             | 238.5          | 235.0          | -            | -               | 250.0          | 96.0%        | 10.0          |
| クウェート           | 230.0          | 230.0          | 7.8          | 222.2           | 265.0          | 88.7%        | 30.0          |
| リビア             | 158.5          | 157.5          | 11.6         | 146.9           | 178.5          | 86.8%        | 23.5          |
| ナイジェリア          | 222.0          | 212.0          | 54.7         | 167.3           | 250.0          | 83.4%        | 41.5          |
| カタール            | 82.0           | 82.0           | 8.9          | 73.1            | 90.0           | 90.6%        | 8.5           |
| サウジアラビア         | 825.0          | 823.5          | 19.9         | 805.1           | 1,150.0        | 72.1%        | 321.0         |
| UAE             | 231.0          | 230.5          | 8.7          | 222.3           | 265.0          | 87.5%        | 33.0          |
| ベネズエラ           | 219.0          | 218.0          | 20.4         | 198.6           | 240.0          | 90.8%        | 22.0          |
| <b>OPEC12カ国</b> | <b>2,918.5</b> | <b>2,905.0</b> | <b>-</b>     | <b>-</b>        | <b>3,483.5</b> | <b>84.4%</b> | <b>544.8</b>  |
| <b>OPEC11カ国</b> | <b>2,680.0</b> | <b>2,670.0</b> | <b>195.5</b> | <b>2,484.5</b>  | <b>3,233.5</b> | <b>83.5%</b> | <b>534.8</b>  |

(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

(出所) Bloomberg

## ・非鉄金属

### 1．非鉄市況全般：過去最高値に迫る

非鉄金属相場全体の動向を示すLME（ロンドン金属取引所）金属指数は、1月12日に4,268ポイントと2008年3月以来およそ3年ぶりの高値をつけた。グローバルな景気回復と金融緩和の組み合わせが、商品相場を押し上げる構図が続いている。年明け以降は、欧州債務危機で再び緊張が高まったほか、新興国ではインフレ懸念を背景に株価が軟調に推移したが、いずれも商品相場への影響は軽微であった。

グローバルな経済動向をみると、米国では個人消費と製造業を中心に良好な経済指標が相次ぎ、景気の先行きに対するセンチメントが一段と改善した。中国ではインフレ懸念が強まっているものの、今のところ金融引締めは想定内にとどまっている。欧州でも、ドイツの経済成長率が東西ドイツ統一後の最高を記録するなど、債務危機の深刻化とは対照的に景気は順調に回復している。債務危機はポルトガルやスペインへの波及が懸念されており、問題解決には時間を要するため、市場の動揺が強まる局面が今後も繰り返されるとみられる。

金融政策については、FRBが行う国債購入策が6月末に期限を迎えた後も、さらに追加的な緩和策が実施されるか不透明である。FRBは今後の金融政策について経済情勢次第としたうえで、景気は一段と加速するものの、雇用を押し上げるには不十分としている。このため、景気回復が一段と鮮明になり追加緩和が見送られる可能性と、失業率改善の遅れにより、さらに追加的な緩和策を実施する両方の可能性が考えられる。追加緩和策が見送られる場合は、金融緩和を背景に過熱感もみられる商品相場は調整局面入りする公算が大きいであろう。

一方、中国では10月に続き2度目の利上げが実施されたが、株価や商品相場などリスク資産価格への影響は限定的であった。今後の金融政策についてもある程度の引き締めは織り込まれており、影響についても楽観的な見方が支配的である。もっとも、景気が好調に推移すれば、その分インフレ圧力が緩和される可能性も小さく、中国政府は困難な舵取りを迫られている。力強い成長が続く場合には、予想以上に思い切った措置がとられる可能性もあろう。事実上の固定為替相場制を採用しているため、貿易黒字の拡大にともなって市中への貨幣供給が増大する構造にあり、インフレ抑制は中国にとり重たい課題になっている。

また、中国以外でも、景気が好調なうえ、不動産価格が上昇し、食料・エネルギー価格の高騰に直面するインド、ブラジル、韓国などの新興国に加えて、先進国でもECBやBOEがインフレへの警戒感を強め始めている。

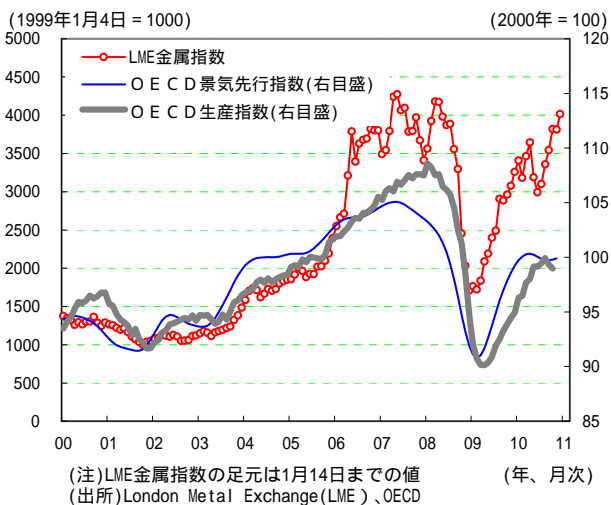
為替相場については、欧州危機の再燃によりドル高・ユーロ安が進行したが、商品相場はドルと同一方向への動きが目立っている（ドル高/商品高、ドル安/商品安）。ドル安が商品相場を押し上げる伝統的なパターンが崩れたというよりも、為替以外の強材料に反応しやすい地合いが続いているためとみられ、グローバルな景気回復と金融緩和が市場で一段と大きなテーマになっている。

総じて見れば、2009年初めから続く循環的な景気回復の動きが一段と鮮明になっているものの、米金融政策、中国の引き締め、ドル相場など、今年後半以降の金融情勢については、まだ十分に方向性が定まっていない。これは金融危機後の世界的な構造変化の落ち着きどころが、いまだに見通せないことも一因とみられる。こうした不透明感の強い状況は、株式よりも商品市場への資金流入を促しやすい半面、商品相場の上昇テンポが速すぎる場合には、景気への悪影響も無視できなくなろう。商品相場は様々な不透明要因をはらみながら、グローバルな景気拡大にともない、持続可能なペースでゆっくりと上昇していく公算が大きい。特に金属相場については、エネルギーや穀物と比べ、循環的な回復や新興国の成長の恩恵を受けやすいことも上昇を促しやすい要因である。

金属市場の独自の動きをみると、年明け以降は、インデックス・ファンドのウエイト変更にもなう売買が相場の変動要因となった。ウエイトが低下する銅を売る動きが広がり、逆に上昇するアルミニウムと亜鉛、鉛が買われやすい地合いが続いた。それでも銅は生産障害をきっかけに供給懸念が一段と強まったことから10,000ドルの大台手前まで上昇したほか、アルミニウムも2,500ドル台をつけるなど、総じて上値を切り上げる動きが続いた。

当面はグローバルな景気回復と金融緩和の組み合わせが、商品相場を押し上げる構図が続く。とりわけ、需給ひっ迫懸念が強い銅については、10,000ドルの大台にのせる時期が焦点となっており、投資家の関心を集め、金、銀、銅が商品相場の主役になっている。今後も欧州危機の再燃や中国の引き締めへの警戒感などから適度な調整局面をはさみながら、ベース・メタル相場全般が一段の上値を追う可能性が高い。生産者や投資家にとっては明るい展望が持てる半面、需要家の企業にとっては、川上インフレ・川下デフレの傾向が強まり、利益の確保が難しくなることが懸念されよう。

(図表 16) L M E 金属指数と世界景気



(図表 17) L M E 金属指数(日次データ)





## 2. 銅 ~ 過去最高値を再び更新

銅相場（3ヶ月物、終値）は、12月8日に初めて9,000ドル台にのせると、その後も一段と水準を切り上げ、1月4日には9,754ドルまで上昇した。一方、年明け後の相場では、商品指数のウエイト変更を見越したインデックス・ファンドによる売りが優勢となり、昨年6月以来の5日続落となったものの、根強い先高観を背景にすぐに反発に転じた。

相場の押し上げ要因のひとつとされ、現物を裏づけとする上場投資信託（ETP：Exchange Trade Products）には、ETP目的による在庫確保が現物の需給を引き締めることへの期待と、投資目的の資金流入を促し市場の流動性を高めることへの期待がはたらいっている。もっとも、12月に世界で初めてETPを上場した英ETFセキュリティーズが設定したファンド動向をみると、LME指定倉庫に保有する銅は直近で2,000トン程度と、今のところ指定倉庫在庫全体の1%に満たない。金融市場の商品投資拡大を背景に、ファンド残高は徐々に増加が見込まれるものの、市場の需給バランスを劇的に変化させるほどのインパクトはまだないようである。

需要動向については、注目される中国の銅輸入が、12月は前月比減少し市場で売り材料とされた（1月10日）。もっとも、PMIなど主要経済指標が景気全体の好調を示唆しており、銅需要が拡大するトレンドに変化はないとみられる。

一方、米国の11月の建設支出が3ヶ月連続で増加したことは相場の買い材料となった（1月3日）。公的・民間、住宅・非住宅の建設投資を合計した統計に、ようやく下げ止まりの兆しが出てきたことから、配水管などでの銅需要拡大への期待が指摘された。米国の景気回復へのセンチメントが改善したことが、こうした統計への市場の注目を高めた面もあろう。

供給面では、産出量で世界3位のチリ・コジャワシ鉱山の積み出し港であるパタチェ港で12月18日、作業員3名の死亡事故が発生し港が閉鎖されたため、同鉱山は20日、不可抗力を宣言し出荷を停止した。出荷再開のための代替港さがしが難航し、1月4日ようやく出荷再開にこぎつけたが、港湾設備の不備などにより出荷回復は遅れている。港湾閉鎖にともなう不可抗力宣言と出荷再開の遅れは銅の供給懸念を強め、相場が一段高となるきっかけとなった。

なお、世界最大の産銅国であるチリで、1月10日、政府と生産者が資源税の導入で合意した。同様の制度導入をすでに決めている豪州やモンゴルに次ぐ動きであり、当初は反対姿勢を示していたエクストラータ、アングロ・アメリカン、BHPビリトンなど主要生産者は、同国での投資計画に大きな影響を及ぼすものではないとしている。もっとも、鉱山からの利益に対し5~14%の税が賦課されることになり、資源価格の高騰や資源ナショナリズムを象徴する動きといえよう。

需給全体については、グローバルな景気回復と中国でのインフラ建設にともなう需要拡大が鮮明となる中、投資不足による供給不足への懸念が解消されない状況に変化はない。需給バランスの目安とされるLME指定倉庫在庫は、12月初めから年明けにかけて8%程度増加したが、市場ではほとんど材料視されなかった。逆に、出荷予約を示すキャンセルワラントが、12日時点で3.4万トンと昨年7月以来の高水準に増加し、インデックス・ファンドによる売り優勢地合にあった中で、相場が急反発するきっかけになった。

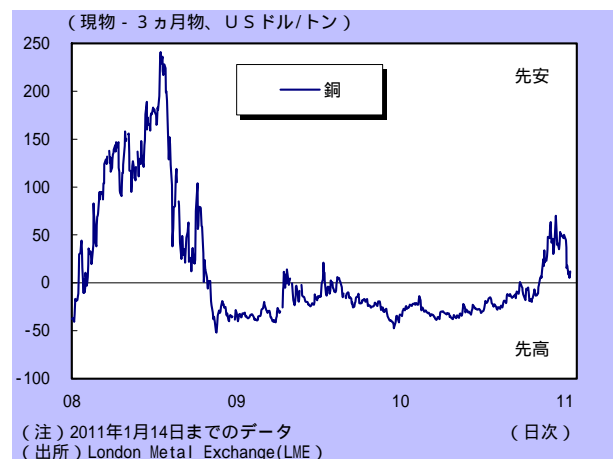
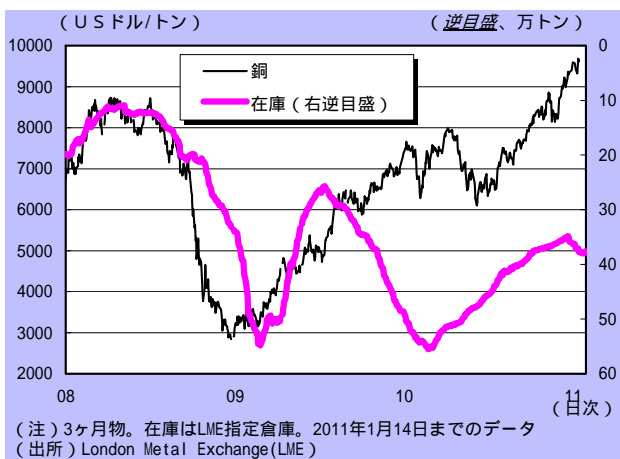
銅相場は、昨年7月以降一本調子の上昇が続いていることから、相場の上値のめどに対する関心が高まっている。欧米投資銀行の間では11,000ドルの予測が多いが、必ずしも明確な根拠があるわけではない。今後は、最終需要家の間で、代替用途への転換を模索する動きが、どの相場水準で起こり始めるかが上値を占う一つの鍵になるとみられる。このところの相場の急ピッチな上昇は、ユーザー側の対応を促す可能性があるだろう。米国の追加金融緩和や中国の金融引締めをめぐる議論が相場のトレンドに与える影響も無視できないファクターである。

もっとも、グローバルな景気回復と金融緩和が続く中、供給懸念が相場を押し上げるトレンドは今後も続く見通しである。中国の金融引締めや欧州危機の再燃による調整局面をはさみながら、相場上昇が続くであろう。建設、工業原料として幅広い用途に用いられる銅相場の高騰は、原油ほどではないにせよ、グローバル経済に大きな影響を与える可能性がある。

(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ヵ月物)の推移



### 3. アルミニウム ~ 2,500ドル台に上昇

アルミニウム相場(3ヶ月物、終値)は、1月6日に2,519ドルと、2008年9月以来2年4ヶ月ぶりの高値をつけた。

アイルランドの財政危機により金属相場が直近安値をつけた11月29日からの上昇率をみると、アルミニウムは10%程度と反発力が最も弱い。もっとも、金属相場全体が上昇基調で推移したことに連れ高する動きがみられたほか、年明け以降は、インデックス・ファンドの配分比率見直しにともない、ウエイト拡大が予想されるアルミニウムの買いが膨らんだことが高値更新のきっかけとなった。

また、グローバル景気の先行きに対するセンチメントの改善により、アルミニウムについても、今年は堅調な需要が見込めることへの関心がみられるようになった。米ウォールストリートジャ

ーナル紙（WSJ）は1月10日、アルミニウム相場の上昇観測を詳報し、世界第2位のアルミニウム消費国である米国で、住宅、自動車、航空機関連での需要拡大が見込まれるとした。住宅関連では、米国の住宅着工はいまだ回復途上にあり水準は低いものの、それでも昨年と比べ17%の増加が見込まれ、新車販売台数も1割程度の増加が見込まれるとしている。供給面でも中国の電力制限により同国の生産量が1割程度減少すると見込まれることから、業界では今年のアルミニウム相場は2,700ドルまで上昇するとの見方が支配的であり、世界生産の半分程度を占める米アルコア、英豪BHPピリトン、露UCルサールの業績を押し上げるとしている。

記事が掲載された同日に決算会見を行ったアルコアのクラインフェルトCEOは、2011年の需要と相場がいずれも12%上昇するとの強気な見通しを示し相場の買い材料とされた。同CEOはかねてからアルミニウム市場の中長期的な強気論で知られる。同社は7日に、ワシントン、ニューヨークの合計3ヶ所の精錬所での生産再開を発表したが市場では材料視されなかった。固定顧客からの見込み受注に対応した動きである可能性が高く、再開される年産13.7万トンは同社の余剰生産能力80万トンの一部にすぎないため影響は軽微とされたとみられる。

WSJの記事でも伝えられた中国の電力制限は、経済的な混乱などから一時緩和されていたが、アルミニウム精錬所が集積する河南省では、12月20日から電力供給を再び20%削減した。このため、昨夏からの中国のアルミニウム生産の減少トレンドは、今後もしばらく続く可能性が高い。

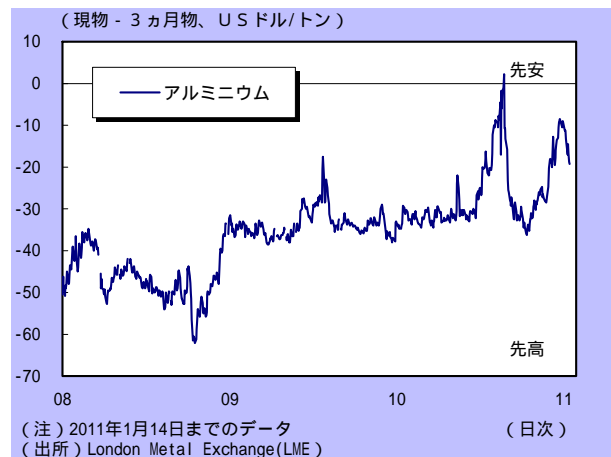
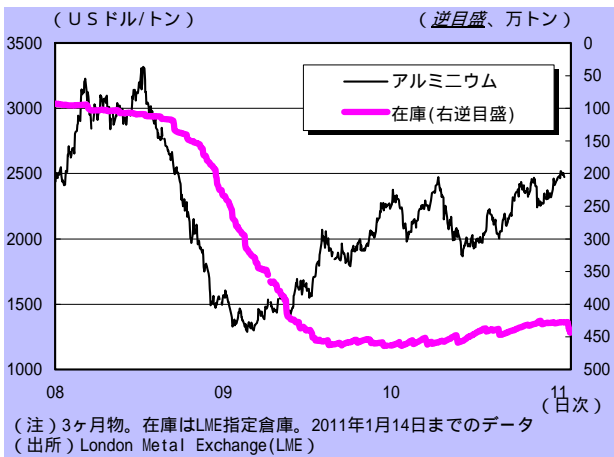
なお、昨年秋～年末にかけ懸念材料とされた中国政府による備蓄用アルミニウムの放出について、このところ市場の関心は薄れているが、公式発表がないため、実際に市場放出を中止したのか、市場で折り込み済みとされたかは不明である。また、英豪リオ・ティントは13日、豪州クイーンズランド州での豪雨被害にともない、同州のポイン精錬所からの出荷について不可抗力条項を宣言したが市場は反応薄であり、アジア向け出荷が中心とされる実需面でも影響は小さいとの指摘が目立つ。

今後も、中国や欧米での自動車向け需要の拡大が続くことに加え、新興国需要が拡大する航空機向けや、中国など新興国での建設用型材向け、また、ようやく下げ止まりがみられ始めた先進国の住宅向けなど、幅広い用途でアルミニウム需要の拡大が見込まれる。過剰供給構造がすぐには解消されずに相場の反発力を抑制する一方、中国の生産抑制のほか、生産コストの4割を電気料金が占めるため原油相場の上昇もアルミニウム相場の押し上げ要因となる。当面は需要拡大と金融面での思惑を背景に、銅や原油などに連動しながら緩やかな上昇が続く見通しである。

(図表 19) アルミニウム

アルミニウム相場と 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



#### 4 . ニッケル ~ 豪州の降雨被害をきっかけに 9 ヶ月ぶりの高値

ニッケル相場 (3 ヶ月物、終値) は、1 月 14 日に 25,875 ドルと昨年 4 月以来 9 ヶ月ぶりの高値をつけた。

インデックス・ファンドによる投資ウエイト変更にとまなう年初の売買ではニッケルは売りが優勢であった。しかしその後、豪州クイーンズランド州での豪雨被害の拡大につれ、中国のニッケル銑鉄への影響が大きいとの見方が広がり相場が高値を更新するきっかけとなった。近年のニッケル相場の抑制要因であった中国でのニッケル銑鉄が、石炭主産地であるクイーンズランドからの原料炭供給への依存が大きかったため、ニッケル鉱石への回帰が進むとの期待による。

一方、BHPビリトン傘下の豪州クイナナ精錬所は、生産に用いる窒素ガスの不足により 12 月から生産を中止していたが、1 月 5 日に生産再開にこぎつけた。クイナナ精錬所は世界のニッケル生産の 5% を占め同社の主力精錬所でもあるが、生産の中止、再開いずれも相場で材料視する動きはみられなかった。

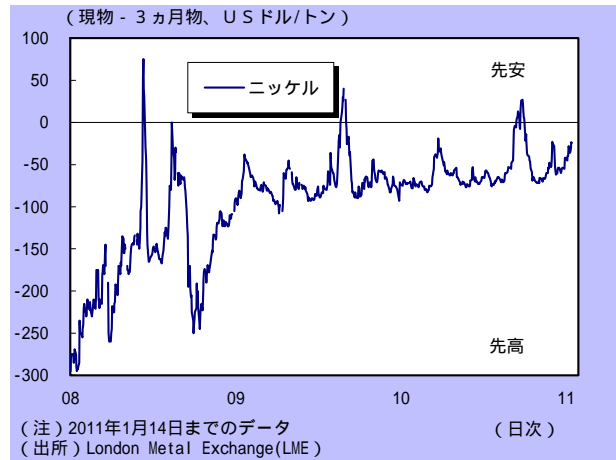
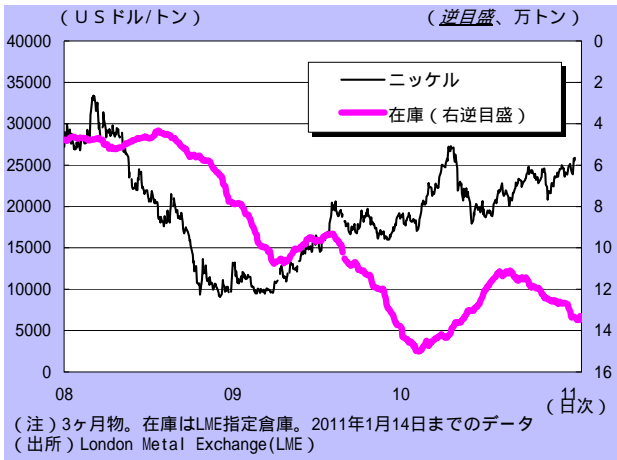
LME 指定倉庫在庫はこのところ増加している。主用途であるステンレス鋼生産の回復ペースは緩やかであり、ニッケル相場上昇によりクロムで代替する動きも広がっている。また、昨夏までストライキが続いたカナダ・サドベリー鉱山からの鉱石供給が増加している。

当面は、日米など先進国の設備投資の持ち直しが続くとみられ、ステンレス需要の回復が続く見通しである。そうした中、新規鉱山からの出荷動向に加え、豪州の豪雨被害や政府の生産抑制策を受けて中国のニッケル銑鉄の生産がどの程度減少するかが、需給動向や相場の上昇テンポを占うポイントとなる。

(図表 20) ニッケル

ニッケル相場と 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



### 5 . 亜鉛 ~ 出遅れ感などから急反発し 2 ヶ月ぶり高値

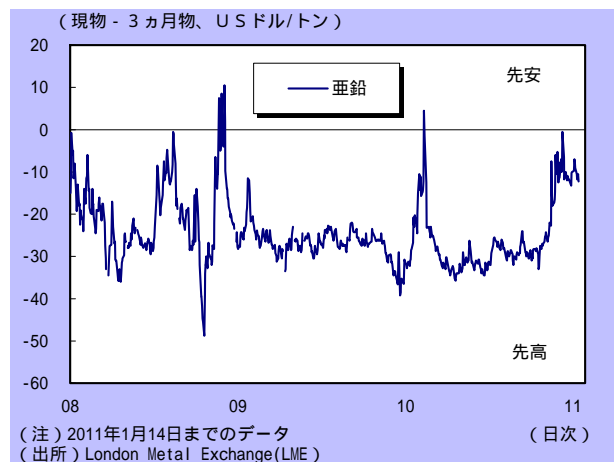
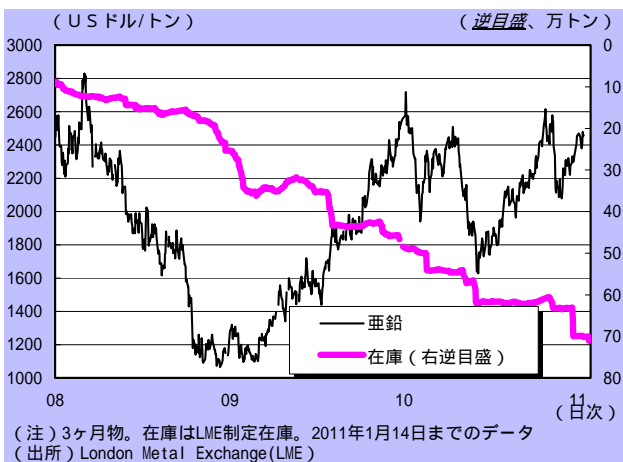
亜鉛相場 (3 ヶ月物、終値) は、昨年 11 月に欧州危機の混迷に加え、中国政府の生産抑制姿勢が峠を越えたとの見方が広がったことから急落したが、年末年始にかけて金属相場全般が強地合いとなる中で、ファンダメンタルズに特段の材料がなかったものの、出遅れ感などからの買いにより急反発し、12 日には 2,479 ドルと 2 ヶ月ぶりの高値をつけた。

亜鉛は新興国の建設、自動車向けを中心に鋼板メッキ需要の増加が見込まれるものの、中国を中心に過剰供給構造は短期的には解消されにくく相場の上値を抑制するとみられ、当面は銅など他の金属に連動し緩やかな上昇が続く見通しである。

(図表 21) 亜鉛

亜鉛相場と 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



## 6. 錫 ~ 過去最高値近くに反発

錫相場（3ヶ月物、終値）は11月9日に27,500ドルの過去最高値を更新した後はいったん反落したが、年末ごろから反発し、1月12日には27,035ドルと再び過去最高値更新が視野に入っている。

錫は主産地であるインドネシアが枯渇懸念から資源ナショナリズムを強め、違法採掘の摘発や製錬所の閉鎖を続けたことから供給懸念が強まり昨年の相場高騰の要因となった。インドネシアの供給抑制とグローバルな景気回復にともなう需要増大により錫在庫も減少が続いた。

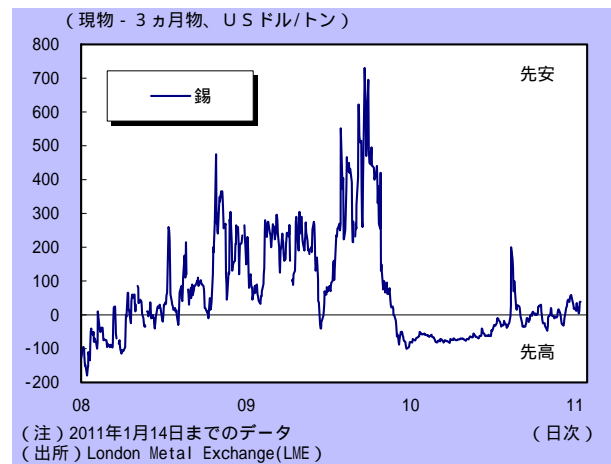
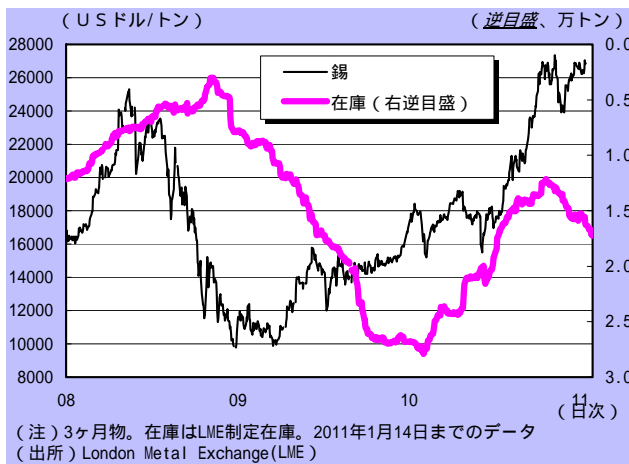
その後、錫在庫は秋以降増加に転じたため、インドネシアの大雨被害をきっかけに相場上昇が加速した夏～秋にかけての緊張は和らぎ、錫相場も高値圏で頭打ちとなった。

もっとも、インドネシア政府高官は12月31日、2011年の生産目標が2010年と同じ90,000トンであるが、10年実績は目標を12%下回っており、11年についても目標達成は不透明と述べた。現在開発中のプロジェクトの生産開始は2012～13年頃とみられ、需給ひっ迫がすぐに解消されにくい構図は銅と同様である。このため、錫相場は再び高値を更新し、30,000ドルの大台もいずれ視野に入る可能性が高いとみられる。

（図表22）錫

錫相場と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



## 7. 鉛 ~ 2年半ぶり高値更新も、在庫も15年ぶり高水準

鉛相場（3ヶ月物、終値）は上昇基調で推移し、1月12日には2712ドルと2008年5月以来2年7ヶ月ぶりの高値をつけた。

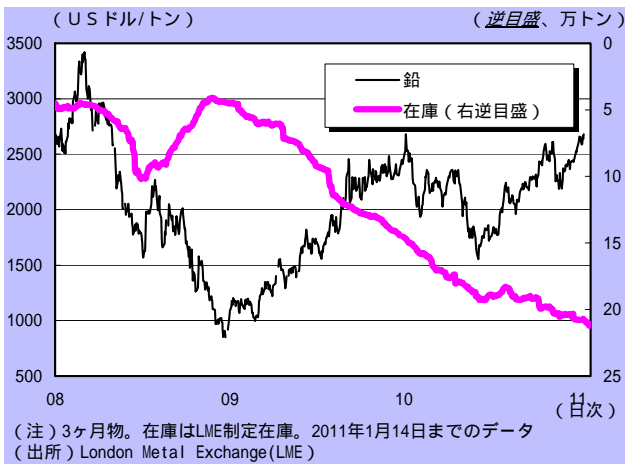
カナダ・イベルニア社傘下の豪州の西オーストラリア州マゼラン鉱山で、周辺住民から採取した血液中の鉛濃度が上昇したことが判明したため、12月末に政府から生産停止命令を受けたことが市場の買い材料とされた。

ただし、相場はそれ以前から上昇傾向を強めていた。一方、LME指定倉庫在庫は20万トンを超え、1995年9月以来の高水準となり、過剰供給構造自体に変化はない。問題となった鉱山はこれまでも鉛被害が発生し、そのたび市場の買い材料とされてきたことによる連想がはたらき、思惑的な買いを集めた可能性もある。

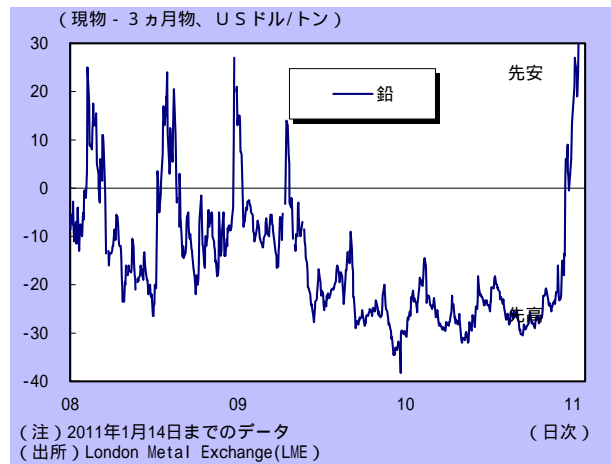
需要面では、新興国の自動車販売の拡大を背景にバッテリー向け需要の増加が続いているほか、欧米の厳冬傾向により交換用バッテリー需要拡大の期待も広がっている。しかし供給面では、アルミニウムや亜鉛と同様、供給過剰がなかなか解消されていない。このため、当面は銅相場に連動し、緩やかな上昇にとどまる見通しである。

(図表 23) 鉛

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



トピック

～ 食料価格高騰 ～

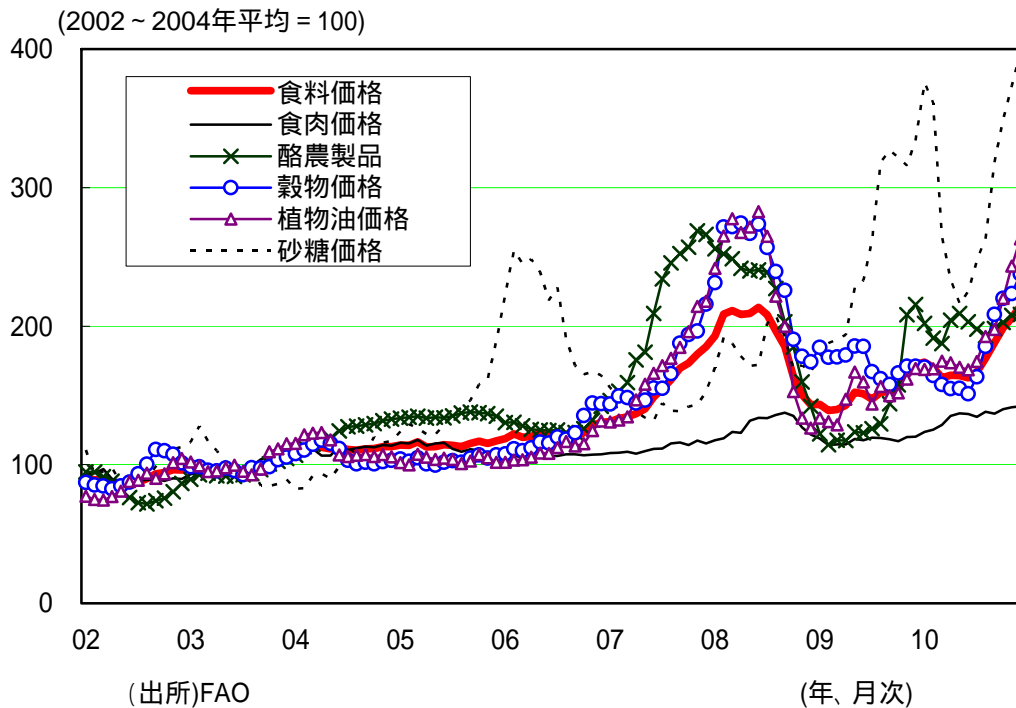
原油や金属など国際商品は総じて高値圏で推移しており、特に最近では食料価格の動向が注目される傾向が強まっているように思われる。インドでは、食料インフレの抑制が政治問題化しており、中国や韓国も食料価格の抑制策を打ち出し始めている。2008年夏場にも、ガソリンとともに食料品の価格が上昇し、所得水準が低い世帯の生計を圧迫するとの懸念が世界中に広がったのは記憶に新しい。現局面と2008年との比較を行ってみた。

(1) 食料価格が史上最高値？

FAOの食料価格指数

新年早々に、食料品価格が史上最高値を更新したとの報道があった。FAO（国連食糧農業機関）が発表した昨年12月分の食料価格指数が過去最高を更新した。それまでは、2008年6月の水準がピークだった。2008年6月に比べると、砂糖価格が大幅に上昇しており、指数を押し上げた。また、穀物や植物油の価格も2008年の高値に迫った。

(図表24) FAOの食料価格指数の推移



米国先物市場の動向

1月に入っても、米国の農産物市況は強含みで推移している。ブラジル、アルゼンチン、オーストラリアなど南半球の天候不順が相場の押し上げ材料になり、小麦、トウモロコシ、大豆、砂糖といった主要農産物の価格は、1月にかけてさらに上昇している。

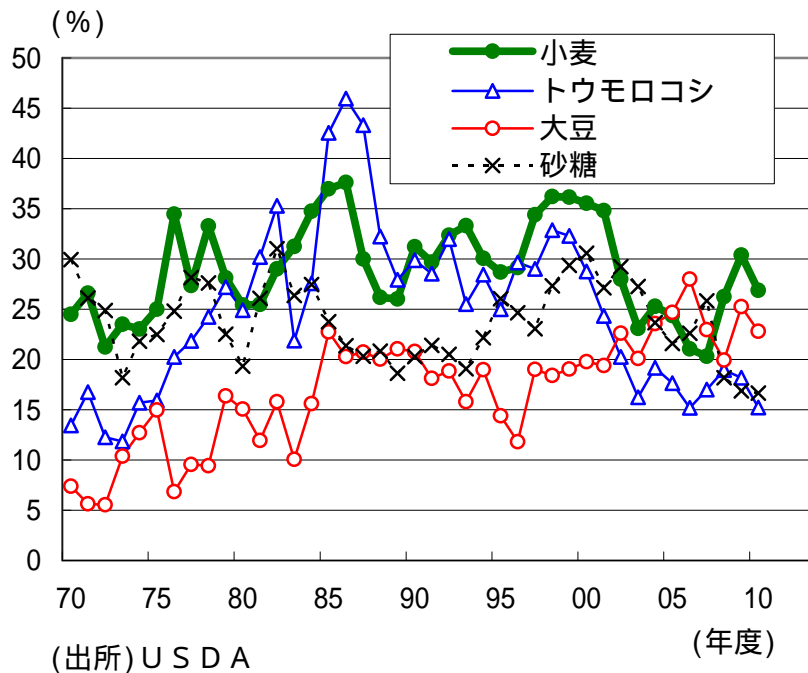
各農産物とも、昨年からの生産国の天候不順などによって在庫が低水準にある。小麦は昨夏の口



シアの干ばつの影響などから生産が抑制されたこと、トウモロコシや大豆は米国の中西部で昨夏の猛暑の影響が出たこと、砂糖はブラジルの天候不順など減産になってしまったことなどにより、在庫水準（＝図表 25 では在庫率）が低下している。トウモロコシや砂糖は、2008 年よりも在庫水準が低く、需給逼迫懸念につながりやすくなっている。

そうした中で、農産物市場は、追加的な供給不安に敏感になっており、主要農産物の収穫期に入っているアルゼンチンやブラジルの天候に応じて相場が変動している。

（図表 25）世界の農産物の在庫率（＝期末在庫÷年間消費量）



## （ 2 ） 現局面と 2008 年の相違点

### 農産物発の価格上昇

2008 年を比べると、現局面は、天候不順など農産物独自の上昇要因の影響が大きかったのがわかる。すなわち、2008 年は、原油高・ガソリン高に主導され、エタノール高・トウモロコシ高が進む展開だったのに対して、今回は、砂糖高・トウモロコシ高・エタノール高になっていたところに、原油高を受けてガソリンの価格が追いついてきたという動きになっている（図表 26）。

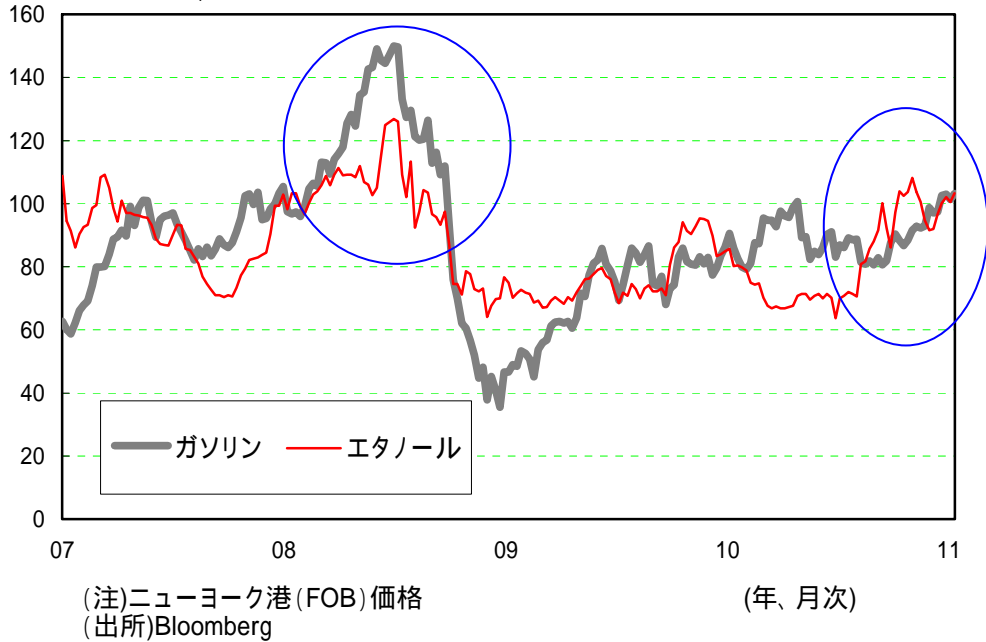
2008 年には、原油価格上昇に伴うガソリン価格の上昇したために、ガソリンと代替性のあるエタノールの価格引き上げにつながり、バイオ・エタノールの価格普及の観測もあってトウモロコシ価格の上昇要因になった。当時は、サトウキビを原料とするブラジルのエタノール価格の上昇は限定的であった（図表 27）。

これに対して、現在は、ブラジルでの不作を背景に砂糖価格が上昇し、米国中西部の不作からトウモロコシ価格が上昇し、原材料価格の上昇を受けてエタノール価格も上昇した。ガソリンよ

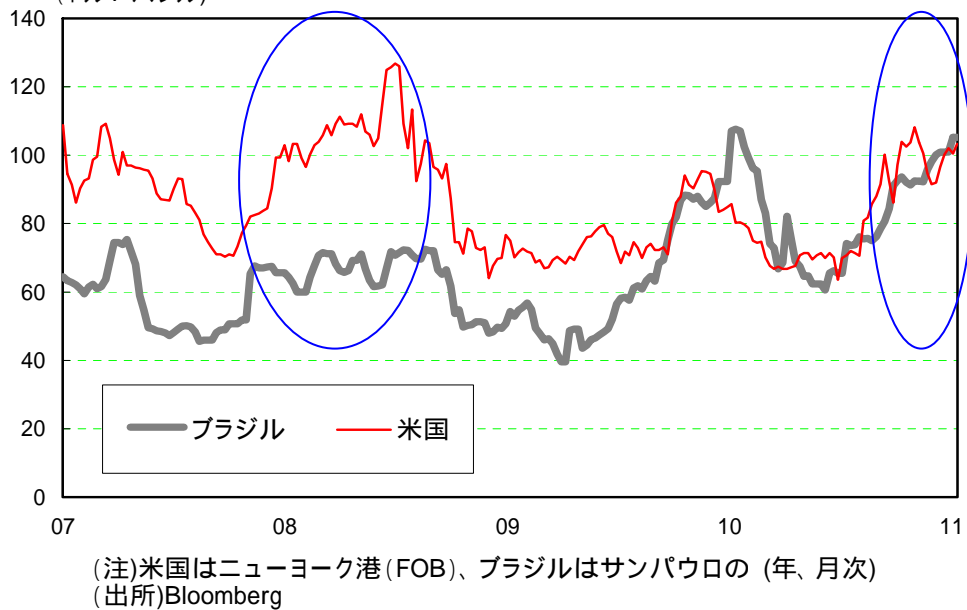
りも、エタノールの価格上昇が目立っており、サトウキビやトウモロコシの不作によりエタノール価格が上昇した様子が窺える（図表 26）。

現局面では、農産物価格やエタノール価格の上昇と、原油やガソリンの価格上昇とは直接的な関わりは少ないとみられる。

（図表 26）ガソリン価格とエタノール価格  
（ドル/バレル）



（図表 27）米国とブラジルのエタノール価格の推移  
（ドル/バレル）



### 超金融緩和下の連動なのか

一方で、農産物を含めた各商品相場は、昨年後半から連動性を増しているように見える。特にマクロ的な景気見通しの変動に伴って、各商品の価格が連動しており、結果として各商品と株価との連動性も強くなっている。

国際商品が総じて上昇する背景には、米国を中心に極めて緩和的な金融状況が維持されていることも影響しているかもしれない。例えば、6月までは米国のゼロ金利状態は変わらないとみて、その間はやや多目のレバレッジで投資を行ってもコストは小さいとか、ゼロ金利状態の間は商品投資に目が向きやすいといった見方がなされやすいと考えられる。

しかし、農産物の高騰は、基本的には天候不順など供給要因によるものであり、今後、景気見通しが上振れしても、収穫が順調であれば、相場は下落するものとみられる。

### 各国の様々な政策対応

前記のFAOの指数は、嗜好品に使われることが多い砂糖や飼料向けのトウモロコシの価格上昇による影響が大きく、主食向けの小麦などの需給は2008年に比べてタイト感が生じていないとの見方がある。しかし、幅広い食料品の価格が上昇しているのは事実であり、各国で様々な対策が採られている。

たとえば、インドでは、玉ねぎなどの大幅な値上がりを受けて食料品価格の抑制が大きな政治課題になってきている。インド以外でも中国や韓国など多くの国が輸入関税の引き下げや輸出抑制などの食料価格抑制策を打ち出してきている。また、中国は短期的な供給不足はないとして、相場が高値圏にあるトウモロコシについて、計画していた輸入を見送ることを決定した。

一方で、アルゼンチンでは、政府の農業政策に農家が反発する動きをみせており、今後の展開によっては、2008年のように農家のストライキにより出荷が停滞する可能性が懸念される。農家サイドは、現在の政府による輸出割当政策が国内農産物価格を不当に押し下げているとして、自由度の高い農産物市場を求めている。また、米国では、バイオ・エタノールの普及促進策が検討される中で、従来行われてきたエタノール1ガロンあたり45セントの税額控除を一部削減し、その財政資金を輸送・流通のインフラ構築へと回す案が浮上しているようだ。

農産物価格高騰の直接的な原因は天候不順等による一時的な供給不足であり、上記のような対策等が、世界の農産物全体の価格を抑制する効果を持つとは考えにくい。むしろ、農産物市況が乱高下する中で採られた様々な対応策が、農産物市況をいっそう不安定化させる可能性もあるため、それらの動向が注目される。再び投機抑制への関心も高まる可能性があるだろう。

ちなみに、現在の気象状況は、太平洋赤道域東部の海水温が低下する「ラニーニャ現象」と関連付けられており、オーストラリアでは大雨が降りやすく、ブラジル、アルゼンチンは干ばつになりやすいとされる。米国海洋大気局（NOAA）の気象予報センター（CPC）では、ラニーニャは春まで続くとしている。

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の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、当社までご連絡下さい。