

## 調査レポート

# コモディティ・レポート <2012年5月>

### ・コモディティ市況全般：下落傾向が続く

コモディティ市況は、2012年に入って上昇傾向で推移していたが、3月中盤以降は、米国の追加金融緩和期待の後退や中国経済の減速観測から下落傾向となった。特に5月にはギリシャの政局やスペインの銀行救済問題が下押し材料となり、6月に入っても欧州情勢や景気先行き懸念が強まった。

### ・エネルギー市況：5月中旬以降に大幅下落、一時WTI81ドル、ブレント95ドル

原油市況は、5月中旬以降に大幅下落した。イランの核開発問題など地政学的な懸念も残るが、当面は、欧州財政金融問題や米中の景気減速による需要の下振れが意識され、ブレント原油は90ドル程度まで下落すると予想される。パイプライン輸送による需要増が見込まれるWTI原油は相対的に底堅いだろう。

### ・ベースメタル市況：グローバルな先行き不安で大幅下落、銅は7,300ドル割れ

銅市況は、5月中盤以降、8,000ドルを下回る推移が続き、6月に入って7,300ドル割れまで下落した。もっとも、米国の住宅部門関連や日本の復興関連での銅需要が緩やかに持ち直しており、年後半は、足元で減速感が出ている中国需要の回復とともに、銅などベースメタル市況は上昇するだろう。

### ・貴金属市況：ドル安や安全資産買いを背景に金は1,600ドルを回復

5月中旬には、ギリシャ政局の混迷などを背景に、為替市場でドル高・ユーロ安が進む中で、金市況は下落した。しかし6月初には米国景気の悪化懸念から、株価下落が進む中、金市況は安全資産として買われ、1,600ドル台に上昇した。強弱の相場材料が交錯する状況が続き、当面、一進一退の推移が見込まれる。

### ・トピック：ナフサ市況の低迷が示唆すること

ナフサは、自動車、エレクトロニクス製品、食料品包装など幅広い用途がある石油化学製品の主原材料である。足元のナフサ市況は、その原料である原油よりも大幅に下落するなど軟調ぶりが目立ち、産業活動の弱さを示すようにもみえる気付きな動きである。しかし、ナフサ市況の弱さは、資源開発の進展や原材料利用の高度化など前向きな産業活動の現れだともいえる。

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 芥田 知至 ( chosa-report@murc.jp )

〒105-8501 東京都港区虎ノ門 5-11-2

TEL: 03-6733-1070

・コモディティ市況全般の概況：下落傾向が続く

コモディティ市況は、下落傾向が続いている（図表1～2）。

2012年に入って3月初めまでは、コモディティ市況は上昇傾向で推移していた。その背景には、米国景気の回復観測、対ギリシャ支援策の進展、中国需要の増加観測などとともに、特に原油については、イランの核開発問題を巡る地政学的な緊張も押し上げ要因になっていた。

しかし3月中盤以降、米国の追加金融緩和観測の後退や中国経済の減速観測から、コモディティ市況は下落傾向となった。特に5月にはギリシャで連立政権の調整が失敗して6月17日に再選挙が行われる運びとなったことや、スペインでは銀行救済により政府財政の悪化が連想されたこと等が市況の下押し材料となり、6月に入っても欧州情勢や景気先行き懸念が強まった。

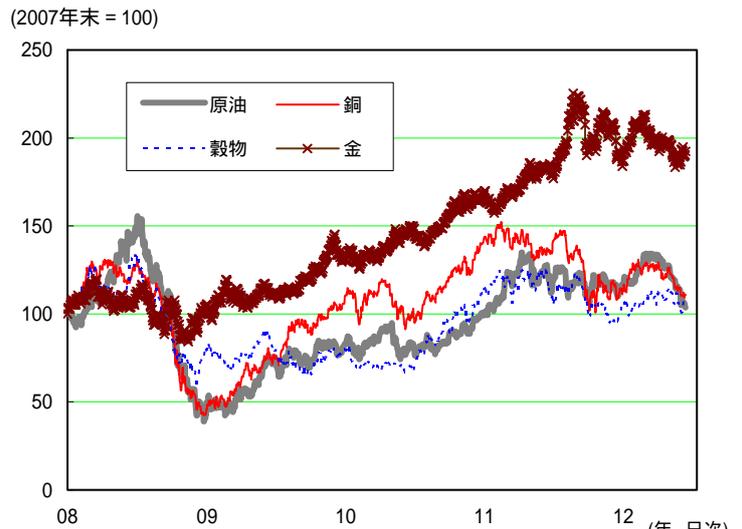
当面、中国景気の減速に伴う実需の弱さや欧州財政金融問題への懸念などマクロ経済的な要因が下押し材料になろうが、米国景気は底堅さを保つ中、年後半には中国景気を持ち直しも見込まれるため、コモディティ市況全般の下落傾向には歯止めがかかるだろう。

（図表1）ロイター・ジェフリーズ・CRB指数の推移



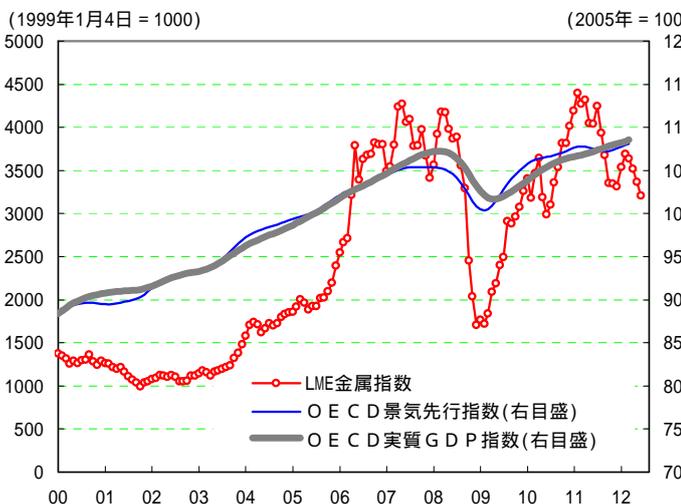
（注）ドル相場は対ユーロ、円、ポンド、カナダドル、スウェーデンクローネ、スイスフランの加重平均値（出所）Bloomberg

（図表2）金・銅・原油・穀物の市況の推移



（注）金はCOMEX、銅はLME、原油（ブレント）はICE、穀物は大豆・小麦・トウモロコシの平均（出所）Bloomberg

（図表3）LME金属指数と世界景気



（注）LME金属指数の足元は6月12日までの値（出所）London Metal Exchange(LME)、OECD

（図表4）LME金属指数（日次データ）



（注）アルミ、銅、鉛、ニッケル、スズ、亜鉛の市況の加重平均（出所）London Metal Exchange(LME)

．エネルギー

1．原油市況：5月中旬以降に大幅下落

原油市況は、最近の高値として、3月初にブレント原油で1バレル=128.40ドル、WT I原油で110.55ドルをつけた後、小幅下落していた。しかし、5月以降は、下落ペースが速まり、6月に入って、一時、ブレントは95ドル台、WT Iは81ドル台まで下落した。

5月以降、原油市況の下押し材料が相次いだ。5月上旬には米国の景気指標が予想を下回ったこと、産油国が増産による原油価格抑制姿勢を示したこと、フランスやギリシャの選挙を受けて欧州財政金融問題の不安定化観測が生じたこと、中旬には、ギリシャでの連立政権交渉の失敗を受けて同国のユーロ離脱が懸念されたこと、また下旬には、スペインの金融・財政問題への懸念が強まったこと等が挙げられる。6月に入っても、米国や中国の景気指標が弱かったことや、17日のギリシャ再選挙を控えて欧州問題への懸念が続いたことが原油相場を押し下げた。

ブレント-WT Iの спреッド（価格差）は、15ドル前後で推移している（図表7）。国際的な指標とされるブレント原油に対して、米国オクラホマ州で取引されるWT I原油や、カナダ産の原油は大幅に安い状況が続いており、今のところ、北米内陸地域における原油余剰が続くとの見方が多いようだ。しかし、5月後半より内陸のオクラホマ州とメキシコ湾岸のテキサス州を結ぶパイプラインが操業され、また、ノースダコタ州では頁岩（シェール）層から採掘される原油を鉄道輸送するシステムが独立系事業主によって建設されるなどの動きもあり、徐々に実物取引を通じた価格裁定が働いて米国内陸部の原油が安い状況は解消されていくものと思われる。

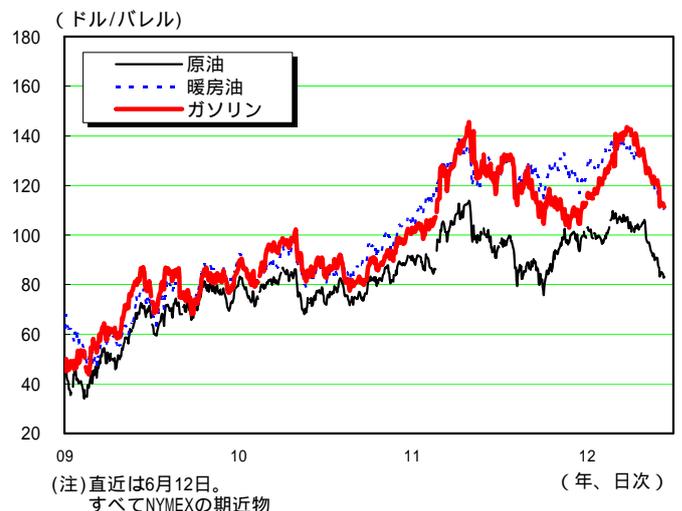
先物市場における投機筋のポジションをみると、買い超幅は、2月下旬以降、縮小傾向で推移している（図表11）。商業筋を含めた先物の全建て玉残高は、3月上旬以降、一進一退で推移した後、5月に入って減少している（図表12）。

イランの核開発問題など地政学的な懸念も残るが、当面は、欧州財政金融問題や米中の景気減速により需要が下振れるリスクが意識され、原油市況は下落しやすい。パイプライン輸送などによる需要増が見込まれるWT I原油は底堅いだろうが、ブレント原油は90ドル程度まで下落すると予想される。

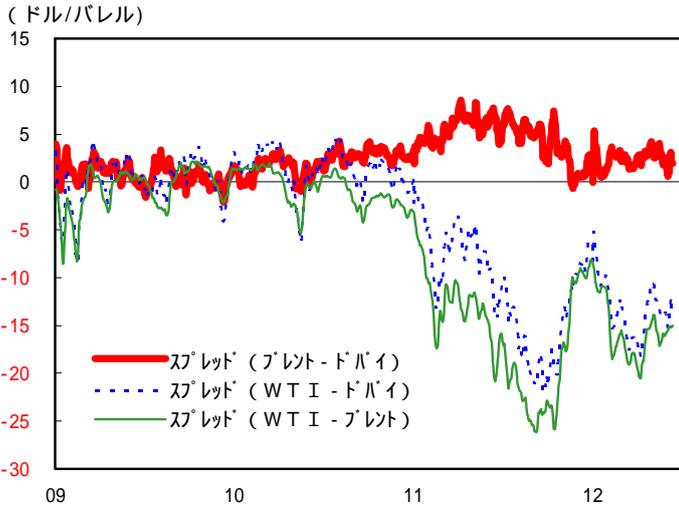
（図表5）原油市況の推移



（図表6）石油製品市況の推移

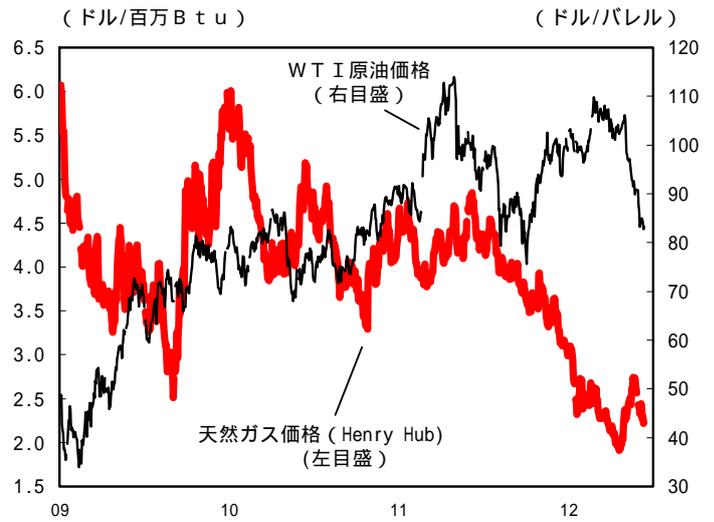


(図表7) 油種間スプレッドの推移



(注) 5日移動平均値。直近は6月12日  
(出所) Bloomberg、日経新聞 (年、日次)

(図表8) 米国天然ガス市況の推移



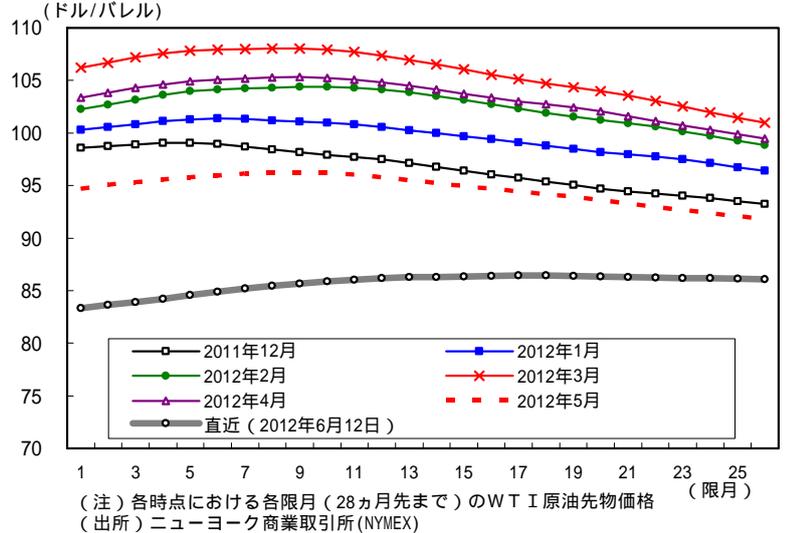
(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略 (年、日次)  
(注2) 直近は6月12日。

(図表9) 原油先物価格と先物カーブ



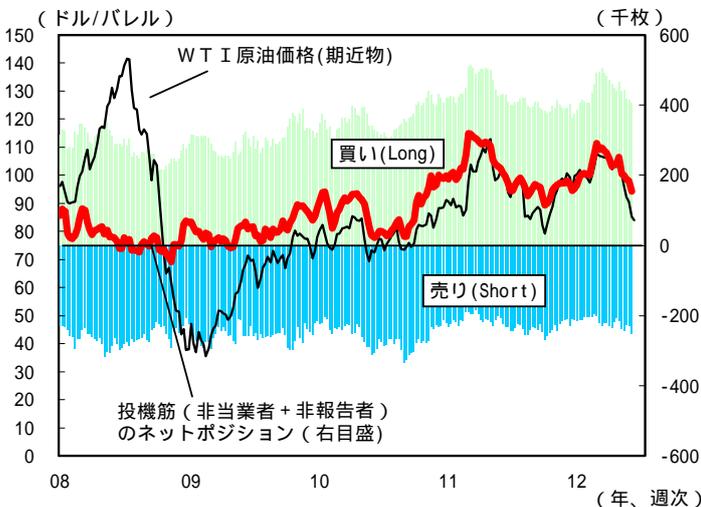
(注) 限月は28ヵ月先まで、2012年6月12日時点  
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX) (年、月次)

(図表10) WTI原油の先物カーブの変化



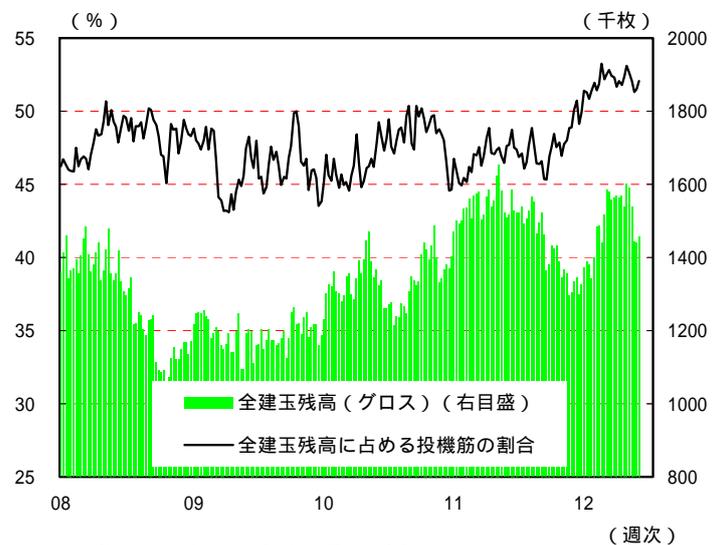
(注) 各時点における各限月(28ヵ月先まで)のWTI原油先物価格 (限月)  
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(図表11) 投機筋のポジション(原油)



(注1) ポジションの直近は6月5日時点、WTI原油は6月6~12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12) 原油先物の建て玉(NYMEX)



(注1) 1枚は1000バレル。直近は6月5日時点  
(出所) 米国先物取引委員会(CFTC) (週次)

## 2. 原油需給・石油製品市況

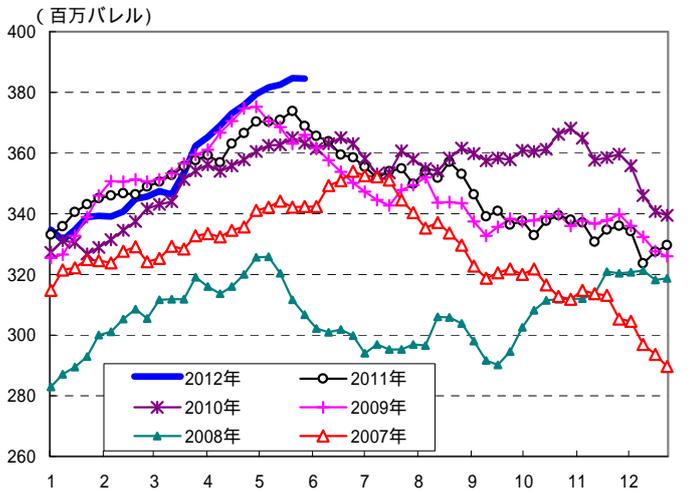
### (1) 米国需給：原油在庫は1990年以來の高水準

米国の原油在庫（戦略石油備蓄を除く）は、1990年以來の高水準で推移している。足元では、平年パターンや前年実績から上振れする傾向が強まっている（図表13）。

製油所における原油投入量が前年水準をやや上回っている中で、原油輸入量は低水準であった前年並みにとどまっているが、米国内の原油生産量が前年を大幅に上回っている（図表14）。

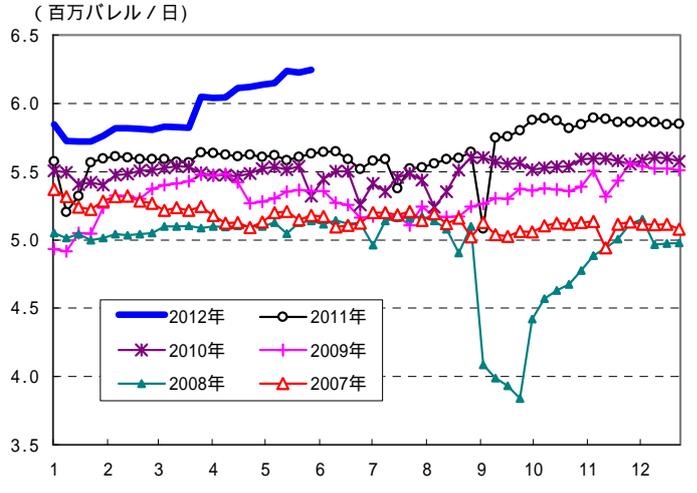
ガソリン小売価格（全米全種平均）は、4月に一時4ドルを上回っていたが、6月に入って3ドル台半ばに下落している。ディーゼル小売価格も4月上旬をピークに下落し、4ドルを下回っている。ガソリン消費量は前年水準を大幅に下回った状態が続いている（図表15）。中間留分の需要は、4月以降はほぼ前年並みで推移していたが、足元ではやや下振れしている（図表16）。

（図表13）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1日  
（出所）米国エネルギー情報局（EIA）

（図表14）米国の製油所の原油投入量



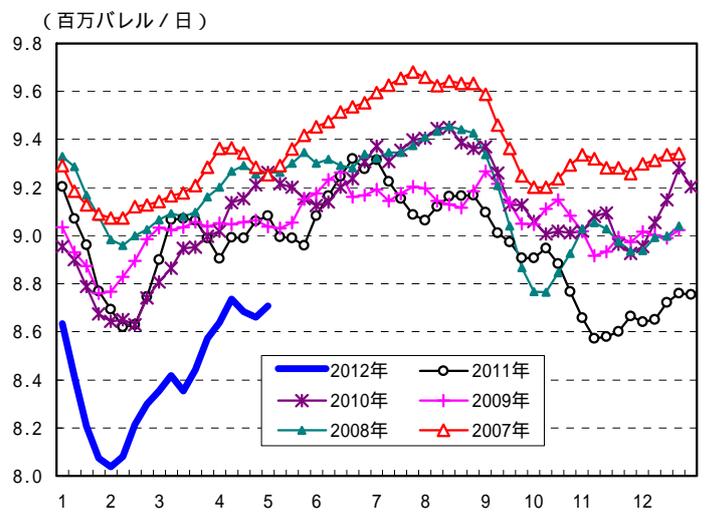
（注）直近値は6月1日  
（出所）米国エネルギー情報局（EIA）

（図表15）米国のガソリンとディーゼルの小売価格



（出所）米国エネルギー情報局（EIA）

（図表16）米国のガソリン消費量の推移



（注）速報系列の4週後方移動平均、直近値は5月4日  
（出所）米国エネルギー情報局（EIA）

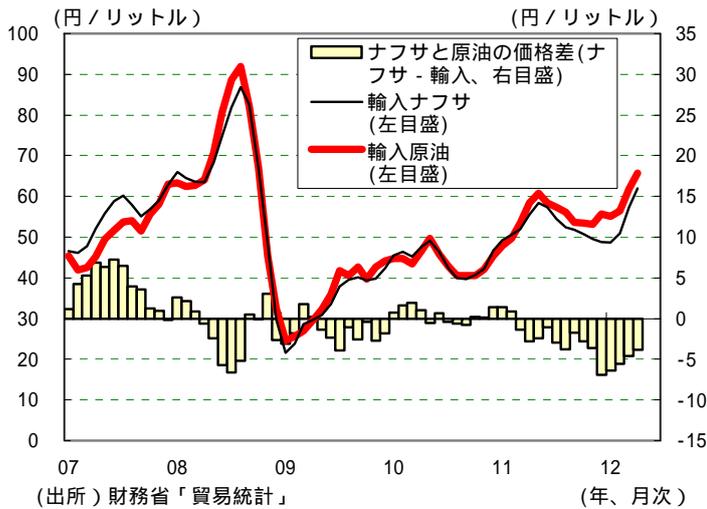
**(2)ナフサ：5月以降のナフサ市況は大幅下落**

日本の4月の輸入ナフサ価格（通関）は、1リットルあたり61.9円と前月比4.6円上昇した。一方、4月の輸入原油価格は65.8円と前月比3.9円上昇した。イラン問題を背景に原油やナフサの国際市況が上昇し、為替レートも円安になったため、円建ての原油やナフサの価格が押し上げられた（図表17）。

5～6月のナフサ市況をみると、原油価格に比べてナフサ価格の下落率が大きくなった。ギリシャの再選挙やスペインの銀行救済問題から、欧州の財政金融問題が再燃した形で、株式市況などとともに、原油やナフサの市況も大幅に下落した。ドバイ原油は100ドルを大きく下回り、ナフサ市況は90ドルを大きく下回った。

中国景気の減速観測などを背景に、足元では石油化学工業製品の需要が鈍化している。当面、景気の先行き不透明感や市況の先安観測を背景とした買い控えが考えられることから、ナフサ需給は緩和した状況が続くと見込まれる。

**(図表17) 日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格**



**(図表18) ナフサと原油の価格の推移**



### 3. 産油国動向等：イランと6カ国の協議が継続

#### (1) OPECの増産傾向が続く

5月のOPECの産油量は日量3,159万バレルと生産目標とされる3,000万バレルをかなり上回る状況が続いている（Bloombergによる推計、図表19）。経済制裁の対象となっているイラン（前月比-5万バレル）の産油量がさらに減少したものの、リビア（同+5万バレル）の原油生産は回復傾向を続けている。

6月14日のOPEC総会を前にして、11日にサウジアラビアのヌアイミ石油相は「生産目標を引き上げる必要がある」、「これまでの増産によって、原油価格を3月の128ドルから現在の100ドルへと押し下げ、欧州や世界の経済へのある種の刺激になった」との見方を示した。一方で同日、ルアイビOPEC議長（イラク石油相）は「大幅な供給超過が短期間での価格急落につながった」、「100~120ドルが妥当な水準」としており、見解に隔たりがある。

また、サウジアラビア石油相は「年後半の原油需給を均衡させる生産量は日量3,070万バレルとするエコノミストの評価を参考にすべきである」としている。この水準であれば、生産目標を引き上げても、生産量は現在よりも減少することになる。

なお、イランでの報道によると、OPECにおいてイランはイラクと同一スタンスをとるとされた。また、10月7日に選挙を控えるベネズエラのチャベス大統領は「生産目標は守られるべきであり、原油価格は100ドル程度が望ましい」と述べている。イラン側は、サウジアラビア、クウェート、アラブ首長国の増産を非難している。

（図表19）OPECの生産動向

国名	生産量 (5月)	生産量 (4月)	生産目標 (12年1月~)	旧生産目標 (09年1月-11年 12月)	産油能力	稼働率	生産余力 (5月)	
アルジェリア	124.0	124.0		120.2	140.0	88.6%	16.0	
アンゴラ	177.5	179.0		151.7	205.0	86.6%	27.5	
エクアドル	48.5	48.5		43.4	50.0	97.0%	1.5	
イラン	322.5	327.5		333.6	400.0	80.6%	77.5	
イラク	293.5	298.0	国別の 生産割 り当て は発表 せず	-	275.0	106.7%	-18.5	
クウェート	270.0	272.0		222.2	265.0	101.9%	-5.0	
リビア	140.0	135.0		146.9	178.5	78.4%	38.5	
ナイジェリア	217.5	213.5		167.3	250.0	87.0%	32.5	
カタール	78.5	79.5		73.1	90.0	87.2%	11.5	
サウジアラビア	990.0	982.0		805.1	1,200.0	82.5%	210.0	
UAE	263.0	265.0		222.3	265.0	99.2%	2.0	
ベネズエラ	234.5	233.5		198.6	240.0	97.7%	5.5	
OPEC12カ国	3,159.5	3,157.5		3,000.0	-	3,558.5	88.8%	399.0
OPEC11カ国	2,866.0	2,859.5			2,484.5	3,283.5	87.3%	417.5

（注1）2011年12月14日のOPEC総会において、加盟国の総生産量を現状維持の3,000万バレルとする決定がなされた。

（注2）旧国別目標は一時的に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

## (2)イラン核開発問題

I A E A（国際エネルギー機関）とイランとの核査察を巡る協議については、5月21日に天野 I A E A 事務局長が近く合意文書に調印すると明言し、相違点が残っているものの、合意の障害にはならないとの見方を示していた。しかし、6月8日に行われた協議では、進展がみられなかったようだ。イランの I A E A 大使は、協議を継続する姿勢を示しているものの、協議の中身では後向き対応が目立ったとされる。この間、I A E A は、イランの核開発に関する報告書を作成し、ウラン濃縮活動がさらに進展していることを指摘している。

イランと6カ国（国連安保理常任理事国の5カ国＋ドイツ）との協議は、4月に合意されたとおり、5月23～24日に開催され、次回協議は6月18～19日に予定されている。しかし、上記のように I A E A との協議にも進展がない中、さらなる進展は難しいとの観測が出ている。

## (3)シリア・イエメン・南スーダン

シリア・イエメン・南スーダンといった小規模産油国では、政情不安による原油生産の停滞が続いている。

イエメンでは依然としてテロ活動が続いており、スーダンと南スーダンは、ようやく和平協議を開始したようだが予断を許さない。シリアでは、大量殺戮などの問題が深刻化している。

．ベースメタル

1．銅を中心とした概況：グローバルな先行き不安で大幅下落

非鉄ベースメタル市況の中心となる銅市況（LME3ヶ月物）は、2012年1月後半～4月初めは8,000ドル超の水準で推移していたが、4月半ばにかけて、8,000ドルを割り込んだ。その後、4月末にかけて8,400ドル台まで上昇したが、5月中盤以降は8,000ドルを下回る推移が続き、6月に入って7,300ドル割れまで下落した。

5月前半には、銅の最大消費国である中国の製造業活動の鈍化などを示唆する経済指標の発表が相次いだ。また、ギリシャの政治情勢を巡って、ユーロ離脱の可能性も含めて不透明感が強まり、国際的に株式やコモディティの市況が下落する要因になった。

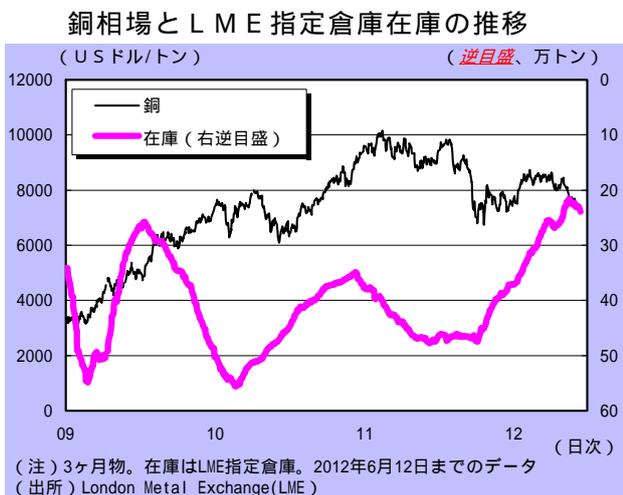
ギリシャでは、5月6日に国政選挙が行われて、財政緊縮路線に批判的な急進左派が第2勢力に躍進した。また、その後、連立政権の協議が行われたものの、13日（日曜日）には行き詰まりが明らかになり、6月17日に予定される再選挙後のギリシャ政局が不安視された。このため、14日（月曜日）以降には、株式やコモディティの市況下落とともに、さらに不安心理が拡大する疑心暗鬼的な状況が生じた。また5月下旬には、スペインで銀行救済策や政府財政のファイナンスが懸念され、為替市場におけるユーロの下落や、世界的に投資家のリスク回避的な行動につながった。

6月に入ると、1日に発表された米国の景気指標が市場予想よりも下振れしたこと、スペインの銀行救済への対応策の遅れ懸念されたことなどから、銅市況は7,300ドル割れまで下落した。

最大消費国の中国では、在庫の積み上がって金属倉庫の収容量を超えたため、安価な鉄鋼を穀物倉庫に移動させるといったことも起きているとされる。もっとも、すでに中国では、電力や鉄道などインフラ投資を再開する動きがあり、過熱懸念業種等への融資規制なども緩和され始めているようだ。

米国の住宅部門関連や日本の復興関連での銅需要が緩やかに持ち直しており、年後半は、足元で減速感が出ている中国需要の回復とともに、銅などベースメタル市況は上昇しやすくなると思われる。

（図表 20）銅



## 2. 各他品目の概況および主な注目材料

### (1) アルミニウム市況：2,000 ドル前後で推移

アルミニウムは、5月下旬に、1トンあたり2,000ドルの節目を割り込んだ。2,000ドル割れは、昨年12月以来であり、その後、2,000ドル前後での推移が続いている。

5月14日には、アルミニウム精錬最大手のルスアルが1～3月の決算発表時に30～60万トンの小幅減産を発表した。また、23日にはノルウェー系のノルスク・ハイドロが追加減産を発表し、24日にはアルミニウム精錬が盛んな中国河南省の業界団体が同省で、すでに年産70万トン相当の精錬所の稼働を停止し、年内に同120万トンの減産を行うと報道された。また、アルミニウムの原材料となるアルミナも余剰感が強まっており、減産や生産設備売却の発表が増えている。中国では、大手5社がアルミナ協調減産を打ち出している。これは、アルミナの原料であるボーキサイトの輸入元であるインドネシアの政策変更（輸出税の課税など）の影響とされている。

市況が回復すれば供給が増え、市況が低迷すれば供給も減ることが見込まれる状況である。供給サイドの調整幅が大きい結果として、アルミニウム市況は、当面、横ばい圏の推移となろう。

### (2) ニッケル市況：16,000 ドル割れ後に反発

ニッケル市況は、4月に1トンあたり17,500～18,500ドルを中心に推移していたが、6月に入って一時16,000ドル割れまで下落した。その後は、投機的な売りポジションの解消などが指摘される中で、17,000ドル台に戻している。ニッケル市況の下落が続いた結果、ニッケル地金を用いたオーソドックスなステンレス生産の競争力が増し、ニッケル銑鉄（NPI）を用いた代替的なステンレス生産方法のコスト競争力が弱まる。このため、ニッケル需要は下支えされやすくなると考えられる。もっとも、市況の先安感がステンレス需要家の買い控えにつながっており、当面のニッケル需要を下押しする面もある。

### (3) 亜鉛市況：1,900 ドル前後での推移

亜鉛市況は、4月に1トンあたり2,000ドル前後で推移していたが、5月後半以降は1,900ドルを中心に推移している。足元では、欧州の財政金融危機への懸念などが下落圧力になっているものの、中国における減産の広がりや景気対策効果への期待も生じて下値は限定されている。

中国国内でも、需要鈍化観測から減産が行われていたため、年末にかけてインフラ投資関連需要が見込めるようになると、需給が引き締まりやすいとの見方も出ている。もっとも、市況や需給に応じて、供給が変動する面もあり、市況は比較的安定した推移が見込まれる。当面、多少の需給変動があっても、1,800～2,600ドルのレンジ内での推移が見込まれる。

### (4) 錫市況：19,000 ドル台に下落

錫市況は2月上旬に1トンあたり25,000ドル台まで上昇した後、下落傾向で推移し、5月中旬以降は、19,000ドル台を中心とした推移になっている。

依然として、自動車関連・エレクトロニクス関連の需要が旺盛とされる。最大需要国の中国で

は在庫が積み上がっていると指摘されるものの、一方で、雲南省などでは環境問題への対応として中小業者の操業が停止されており、錫生産が低調だとされる。

先物相場に比べて、現物相場は底堅い状況が続くとの見方も出ている。

#### (5) 鉛市況：1,900 ドル前後で推移

鉛市況は、5月上旬に1トンあたり2,100ドル台まで上昇していたが、6月に入って1,900ドル前後で推移している。

最大消費国の中国では、実需が伸び悩んでいると見られる。もっとも、昨年来、環境対策として、多くの鉛精錬所が閉鎖されたため、数年後には、国内の精錬能力が不足するとの見方も出ている。

#### (6) オーストラリアのアルミニウム精錬所

ノルウェー系のノルスク・ハイドロ社は、5月23日にオーストラリアのKurri Kurriのアルミニウム精錬所を閉鎖すると発表した。2月に生産能力の3分の1を停止し、5月に残りの操業についても検討すると発表していた。豪ドル高と世界的な過剰供給というマクロ的な要因によって経営状況の改善が見込めないと判断したようだ。従業員や労働組合などとの協議のうえでの決断とされる。

アルコアやリオ・ティント・アルキャンなども、豪州におけるさらなる生産能力の削減を検討中だとされる。環境規制の強化や資源税の導入などもあって、オーストラリアは、欧州などと同様に、アルミニウム精錬所の立地が困難になってきているとされる。

#### (7) アルミニウムのプレミアム

現物取引におけるプレミアム（LME相場に対する上乘せ）が大きい一方で、アルミニウム市況が低迷しており、アルミニウム需給に従って、プレミアムとアルミニウム市況が同方向に動くという従来の連動性が崩れていることが注目されている。

アルミニウム製錬大手と日本の需要家との交渉において、大幅なプレミアムが乗せられる方向となり、米国や欧州でも、アルミニウムのプレミアムは日本と同程度に大きいとされる。

アルミニウムの現物取引において、LME相場にプレミアムが上乘せされる状況が生じている背景として、「①今後、減産が強化されることを織り込んでいる」ことも考えられるが、「②金融的な利鞘稼ぎに利用されるアルミニウム地金が増えており、LME倉庫には地金が豊富にあっても市中には品不足感が出ている」、「③LME倉庫の出荷能力が不十分なため出荷が遅れている」ことなども指摘される。特に③の要因が大きいのであれば、価格指標としてLME相場が重要性を失うことにつながる可能性があり、解消する努力が求められる。

#### (8) ドイツ精錬所の倒産

5月25日には、ドイツ3位のアルミニウム精錬所が倒産した。電力料金の値上げによる収益

悪化が原因とされる。

(9)中国の金属輸入の減少

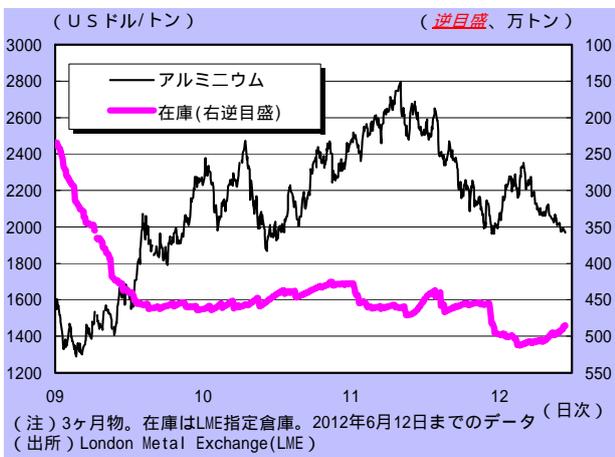
足元で、中国の金属輸入が鈍化しており、金属需要の鈍化観測や中国景気的大幅減速懸念につながっている。もっとも、昨年終盤以降に、インドネシアの禁輸などを警戒して、輸入が上振れしていた反動が出ているところもあるようだ。

(10)インドネシアの輸出課税

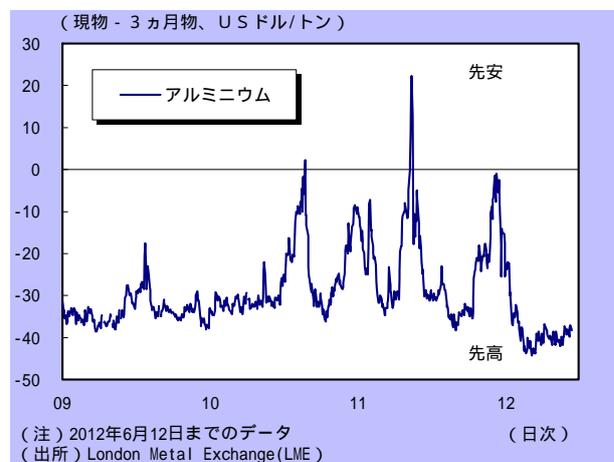
インドネシア政府は、5月24日に、加工度の低い65品目（金属鉱物21品目、非金属鉱物44品目）を対象に20%の輸出税を課すと発表した（石炭は対象外になっている）。2014年からは輸出を禁止する方針を示している。長期契約によって操業するフリーポート・マクモラン、バーレ、ニューモント等の外資系事業者には、今回の規則が適用されないとみられ、地元企業からは不満の声が出ている。政府は長期契約の見直しについて外資系各社と協議したい意向を示している。また、同国内での加工工場の建設を支援するスタンスもみせている。資源開発をめぐる政策方針については、2014年の大統領選挙の争点になると目されている。

(図表 21) 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

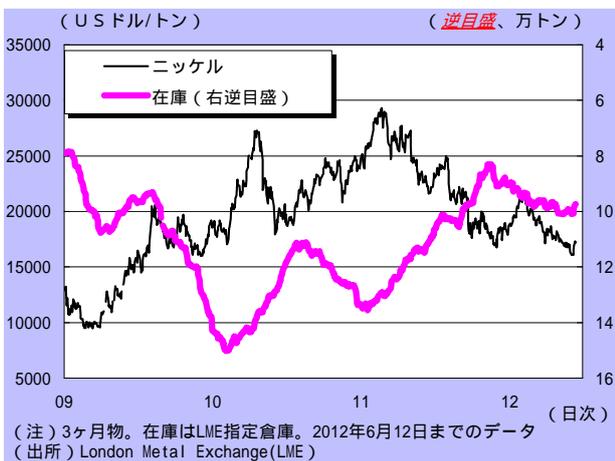


現先スプレッド(現物-3ヶ月物)の推移

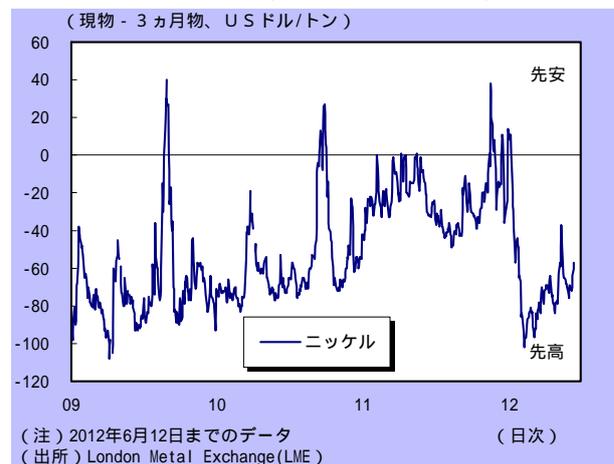


(図表 22) ニッケル

ニッケル相場とLME指定倉庫在庫の推移

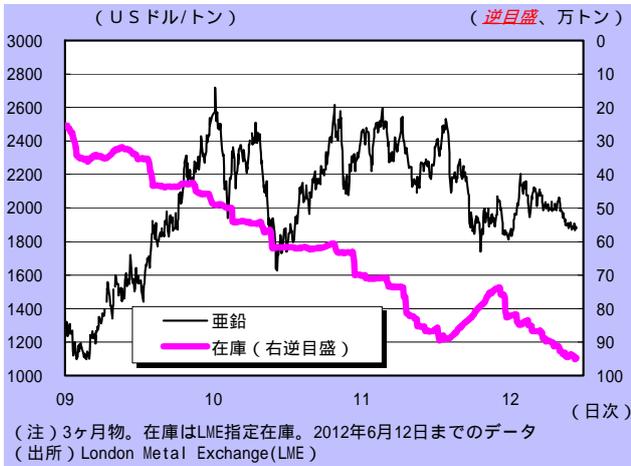


現先スプレッド(現物-3ヶ月物)の推移

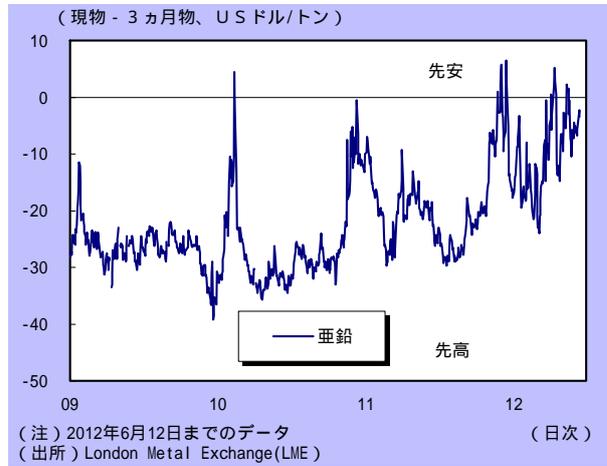


(図表 23) 亜鉛

亜鉛相場と L M E 指定倉庫在庫の推移

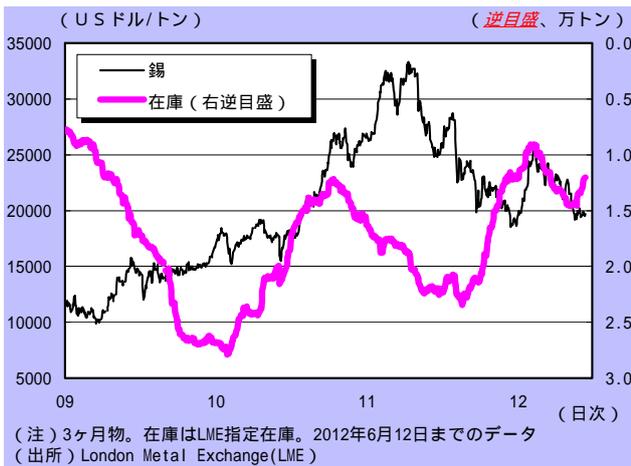


現先スプレッド (現物 - 3ヶ月物) の推移

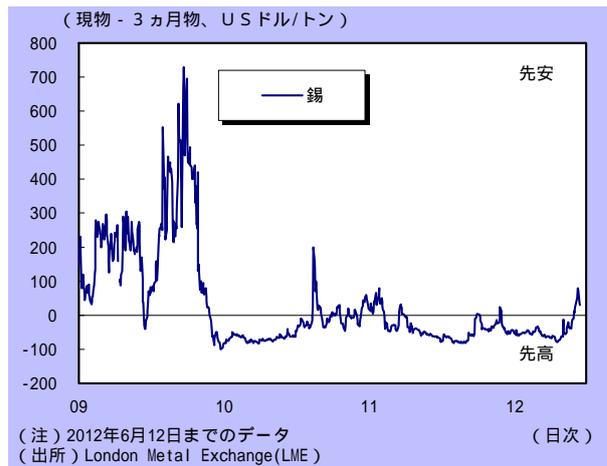


(図表 24) 錫

錫相場と L M E 指定倉庫在庫の推移

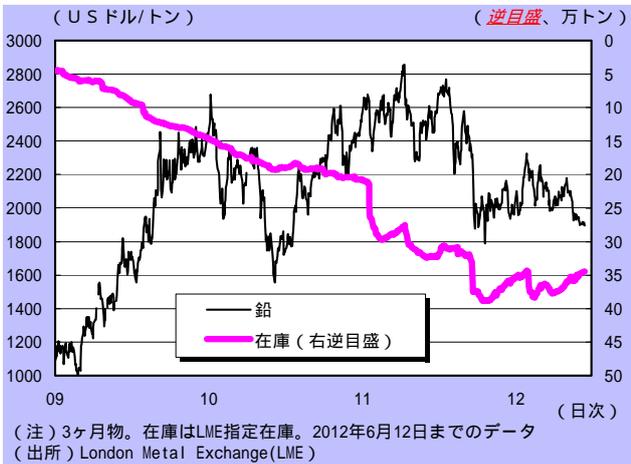


現先スプレッド (現物 - 3ヶ月物) の推移

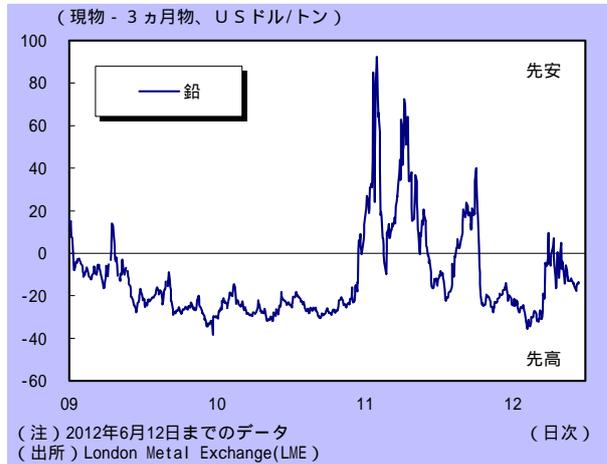


(図表 25) 鉛

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



・貴金属：ドル安や安全資産買いを背景に金は1,600ドルを回復

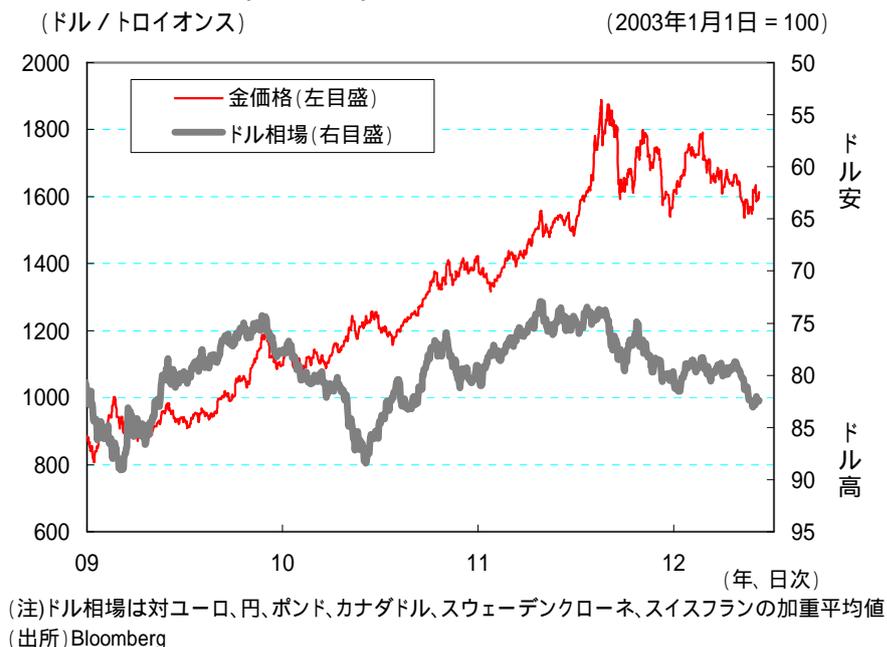
2012年に入って、米国景気が回復傾向を示し、欧州ではギリシャ支援策が進展する中で投資家のリスク許容度が回復するのに伴って、金市況は上昇した。しかし、その後は、米国の追加金融緩和期待の後退や、運用リスク圧縮の観点から金売りが進むことへの警戒感などが金市況の下落材料になり、金市況は一進一退となった。5月上旬にかけて、米国の金融緩和観測の高まり・弱まりに応じて、金市況が上昇・下落する展開が続いていた。その後、金相場が大きく動く局面が、2度あった。

まず、5月中旬には、ギリシャで国政選挙の結果、政権の樹立が困難な事態に陥り、同国のユーロ離脱の可能性などを巡って急速に先行き不透明感が増し、為替市場でドル高・ユーロ安が進む中で、金売りにつながり、5月16日には1トロイオンスあたり1,527ドルまで下落した。その後、スペインの銀行救済問題などへの懸念からドル高・ユーロ安が進む局面では金は売り圧力が強まるが、米国の追加金融緩和への思惑からドル安・ユーロ安が進む場合には金は買われる動きとなり、金相場は一進一退で推移した。

その後、金相場が大きく動いたのは6月初であった。6月1日に発表された経済指標が米国景気の減速を示唆するものと受け止められると、投資家はリスク回避的な投資行動を強め、株価の下落などが進む中、金市況は上昇した。徐々に、安全資産としての金を買われる流れとなり、金市況は1,600ドル台を回復した。米国景気の弱さが懸念される中で、ドルは対ユーロで下落したため、ドル安観測に伴って金を買われやすい状況であった。

その後、スペインの銀行救済問題への対応が進展するとの観測が買い材料とされる一方で、FRB議長証言で追加緩和が示唆されなかったことが売り材料となるなど、日々相場は変動している。強弱の相場材料が交錯する状況が続き、当面、一進一退の推移が見込まれる。

(図表 26) 金価格の推移



・トピック

～ ナフサ市況の低迷が示唆すること ～

景気動向に敏感なナフサ市況が下落している。ナフサは、自動車、エレクトロニクス製品、食料品包装など幅広い用途がある石油化学製品の主原材料であり、ナフサ市況には、幅広い産業分野の業況が反映されやすいといえる。そうした視点からみると、足元のナフサ市況は、原油市況よりも大幅に下落するなど軟調ぶりが目立ち、景気の弱さを示唆するようにみえる気付きな動きである。しかし、ナフサ市況の弱さは、天然ガス開発の成功などの将来展望を明るくする構造変化が現れているとみた方が良さそうだ。

( 1 ) 2012 年も乱高下のナフサ市況

まず、2012 年に入ってからからのナフサ市況を振り返っておこう。

1 月は、原油市況が一進一退を続けたが、ナフサ市況はやや上昇した。背景には、スイス系ペトロプラス社の経営難や米・ベネズエラ系ホベンザ社の製油所閉鎖が石油製品需給の引き締め観測につながったことがある。2011 年後半から、米欧では製油所の淘汰が進んでいる。

2～3 月には、イラン問題を材料に原油市況が上昇し、ナフサ市況も上昇した。中国における春節休暇後の産業活動の再拡大は平年ほどではないとされたが、日本、韓国、台湾を中心にアジア地域の製造業活動は持ち直し、石油化学製品についても生産活動が上向いた。ナフサ需要の増加を背景に、ナフサ価格は、原油価格よりも上昇テンポが速くなった。

しかし、4 月には、米中の景気減速やイラン核開発問題を巡る緊張緩和を背景に原油市況は下落に転じた。また、ナフサと代替性があるガソリンの需要が伸び悩んだことや、石油化学工業向けの原料需要がアジアで鈍化したため、ナフサ市況の下落率は原油よりも大きくなった。

5～6 月は、ギリシャの再選挙やスペインの銀行経営不安から、欧州の財政金融問題が再燃した形で、株式市況などとともに、原油やナフサの市況も大幅に下落した。ドバイ原油は 100 ドルを大きく下回り、ナフサ市況は 90 ドルを大きく下回った。

( 図表 27 ) ナフサ市況と原油市況の推移 ( 再掲 )



## ( 2 ) ナフサ安の理由

つまり、2012 年前半のナフサ市況は原油市況とともに主にマクロ的な要因によって大幅に上昇・下落し、その結果、ナフサ価格は、原油価格に比べて抑制された状態が続いている。

ナフサは原油から精製される石油製品であって各種のコストがかかっていること、石油化学原料としての石油は輸送機械の燃料としての需要とともに最も価値のある用途と考えられてきたこと、などから、原料である原油よりも安いのは違和感がある。大幅な景気悪化が連想されるかもしれない。

しかし、ナフサ安の背景には、(1)世界景気的大幅減速への懸念とともに石油化学製品需要の鈍化が連想された、という景気要因に加えて、(2)2000 年代の原油価格高騰を受けて、天然ガス、ブタン、プロパンなどナフサ以外の原材料の利用が進んでいること、(3)シェールガス革命など技術向上により、天然ガスのみならず、軽質原油、NGL（天然ガス液）などの供給力も上振れする傾向が出ていること、(4)先進国では自動車の低燃費化の進展によりナフサと代替的なガソリン需要が低調なこと、といった構造要因を指摘できそうだ。

( 図表 28 ) ナフサと原油の価格差の推移



(注)欧州はブレント原油との格差、アジアはドバイ原油との格差  
(出所)Bloomberg

## ( 3 ) 各国の状況

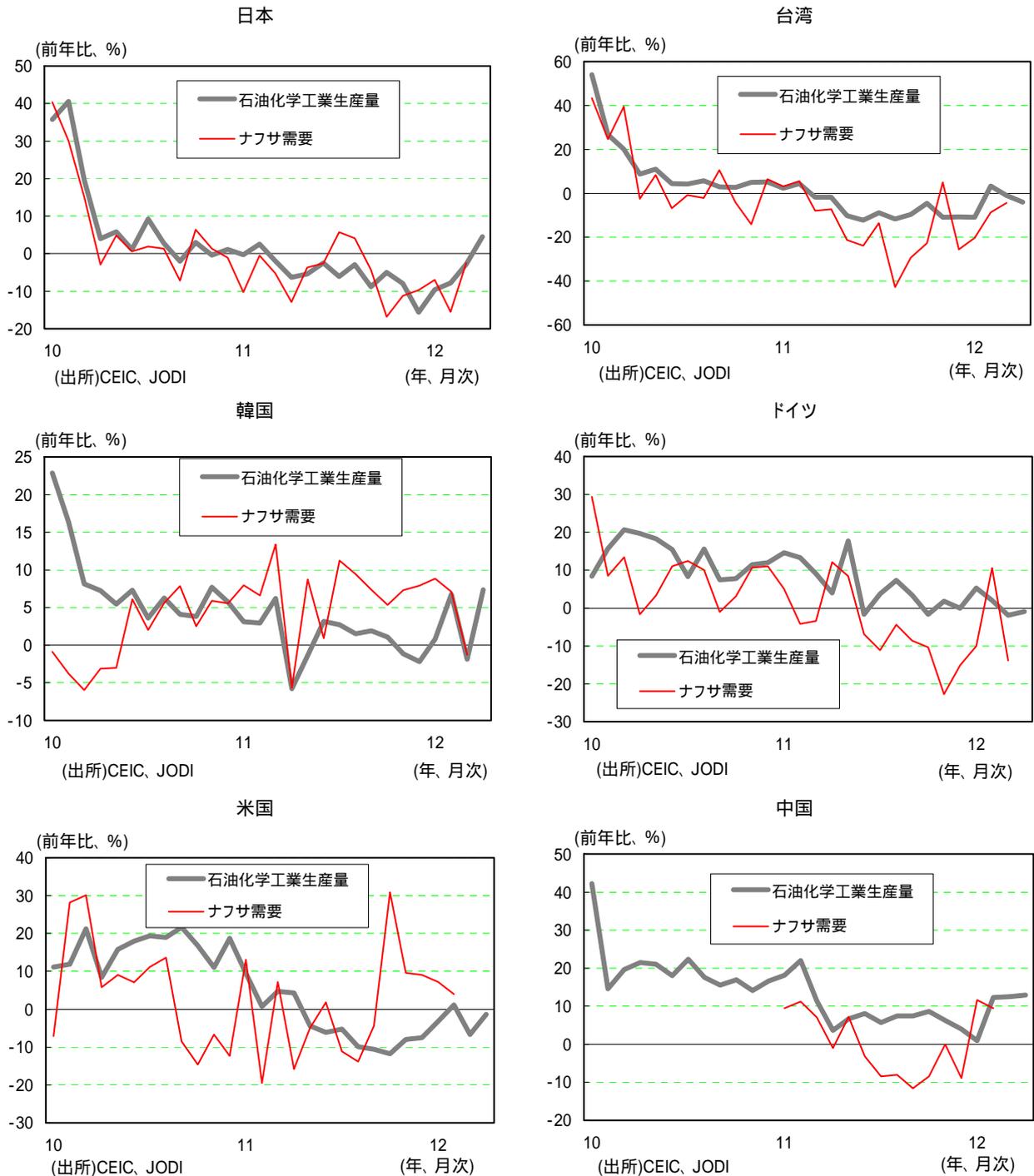
国によって、石油化学工業は、需要先となる関連産業の業況が異なり、また、原材料としてナフサ以外に、エタン、ブタン、プロパンなども用いる場合もある。

例えば、台湾やドイツでは、原油高にともなってナフサ高が進んできたため、相対的に割安なブタン等へのシフトがかなり行われたため、昨年からの化学工業生産量の伸びに比べて、ナフサ需要量の伸びが低い状況が続いたとみられる (図表 29)。

米国では、石油化学工業の原材料として、従来からエタン等を中心に利用して、ナフサをあま

り使っていないため、石油化学工業の生産量とナフサの需要量との連動性は低い（図表 29）。なお、米国では、シェールガスの増産などによって、安価で豊富な原材料が利用できる環境と認識されつつあり、石油化学工業の国内回帰が進んでいるとされる。

（図表 29）各国における石油化学工業生産量とナフサ需要



(注)利用可能なデータを用いたため、国ごとに石油化学生産量の内容は異なる

最近では、シェールガスやタイトオイルの増産に伴って、プロパンの生産量が増えていることから、米国から欧州にプロパンを化学原材料として輸出する動きもあるという。世界的にみても、米国内での天然ガスや原油の増産や、省石油エネルギーの進展により、従来よりもナフサの余剰感が生じやすくなっているようである。また、中東や北米を中心に、安価な原材料を利用した石油化学製品が供給されるようになる中で、ナフサ価格にも値下げ圧力が生じやすくなっている面もあると思われる。

#### (4) ナフサ市況の先行き

世界のナフサ需要の中心であるアジアでは、足元、需要が抑制された状態が続いていると思われる。もっとも、中国の石油化学製品需要は、欧州などを中心に輸出向けが鈍化したとしても、自動車、家電、建築内装、食品包装など内需向けを中心に高い伸びが続くと見込まれる。実質経済成長率が鈍化したとはいえ年率8%程度で推移すれば、所得水準の向上とともに需要の高度化が進展すると考えられる。また中国は、これまでの引き締め政策を転換して、金融緩和など景気刺激策を打ち出し始めており、年後半の景気は緩やかに加速すると考えられる。

現在、最大の懸案事項である欧州の財政金融問題については、依然として厳しい状態が続いており、今後も欧州経済への悪影響が続くものと予想される。しかし一方で、米国ではサブプライムローン問題以降の債務調整や雇用調整による景気下押し圧力が徐々に和らいでおり、景気は回復基調を維持するものと考えられる。米国や新興国を中心に世界経済全体としては回復基調が維持され、ナフサ需要も底堅く推移すると思われる。

2013年にかけて、世界景気の回復基調が確認されるとともに、ナフサ市況は持ち直すと思われる。一方で、天然ガス、LPG（液化石油ガス）など安価な代替原料を利用しやすい条件のプラントを建設したり、既存プラントでも原材料のシフトを進める動きがあり、ナフサ市況の上値を抑える要因になるだろう。

ナフサ市況の低迷は、石油化学工業における競争の激しさが増していることを映しているといえるが、マクロ的にみれば、資源開発の進展や原材料利用の高度化など前向きな産業活動の現れだともいえる。

(図表 30) ナフサ市況と原油市況の見通し

	予測値 (ドル/バレル)												
	11年				12年				13年				14年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q
WTI原油価格	94.1	102.6	89.8	94.1	102.9	94.4	85.0	86.0	89.0	92.0	94.0	95.0	96.0
(ブレントとの価格差)	(-11.1)	(-14.6)	(-22.4)	(-14.9)	(-15.4)	(-16.7)	(-9.0)	(-8.0)	(-6.5)	(-5.0)	(-5.0)	(-5.0)	(-4.5)
ドバイ原油価格	100.5	110.6	107.0	106.7	116.2	108.0	93.0	93.0	94.5	96.0	98.0	99.0	99.5
(ブレントとの価格差)	(-4.7)	(-6.6)	(-5.2)	(-2.3)	(-2.1)	(-3.1)	(-1.0)	(-1.0)	(-1.0)	(-1.0)	(-1.0)	(-1.0)	(-1.0)
ブレント原油価格	105.2	117.2	112.2	109.0	118.4	111.1	94.0	94.0	95.5	97.0	99.0	100.0	100.5
ナフサ価格(MOPJ)	97.5	111.1	108.0	102.1	104.7	107.5	88.3	91.5	93.5	96.0	99.0	100.5	101.5
(ブレントとの価格差)	(-7.7)	(-6.0)	(-4.2)	(-6.9)	(-13.6)	(-3.6)	(-5.7)	(-2.5)	(-2.0)	(-1.0)	(0.0)	(0.5)	(1.0)

(注) シャドー部分は予測。期中平均値。

- 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。