

## 調査レポート

# コモディティ・レポート <2012年6月>

### I. コモディティ市況全般：6月下旬にかけて下落

コモディティ市況は、総じて2~3月頃にピークをつけた後、下落傾向となった。6月には、FRB議長の議会証言を受けて追加金融緩和期待が後退したことや、スペインを中心に欧州の財政金融問題の成り行きが懸念された。6月29日のEU首脳会議の結果を受けて反発したが、上値は重いと思われる。

### II. エネルギー市況：6月下旬にかけて大幅下落後、急反発

原油市況は、6月に一時、ブレントで90ドル割れ、WTIで80ドル割れまで下落した。イランからの原油輸出は減少が見込まれるものの、他国の増産等により原油需給の逼迫は回避されそう。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る中、原油市況は軟調な推移が続くと見込まれる。

### III. ベースメタル市況：グローバルな景気減速懸念で下落後、やや反発

銅市況は、5月中盤以降、8,000ドルを下回る推移が続き、6月には7,300ドル割れまで下落したが、足元では、市況はやや反発している。もっとも、夏休みの不需求期が迫っていることもあり、目先は、市況は再び軟調な推移になりやすいとみられる。その後は需要回復を受けて、緩やかに上昇すると思われる。

### IV. 貴金属市況：金は1,600ドルをはさんで横ばい圏

6月~7月上旬の金市況は1,600ドルをはさんで横ばい圏の推移となった。米国の金融政策動向や欧州の財政金融問題が相場変動の材料になったが、大きな方向性は生じなかった。結果的に、金相場は、ドル相場との連動性が高くなった。引き続き、米金融政策や欧州問題を材料に、一進一退が続くと見込まれる。

### V. トピック：中国のベースメタル需要

2012年に入って中国のベースメタル需要に勢いがなくなっている。もっともその背景には、「環境対策としての産業規制」(鉛)、「不動産引き締めの影響」(亜鉛、ニッケル)、「海外景気の鈍化」(錫、銅)などがあり、必ずしも潜在的な中国内需の成長力が落ちてきたことを示す内容ではない。政府が政策を景気刺激の方向に転換しつつある中、輸出の鈍化が一巡すれば、再び中国のベースメタル需要は増え始めるだろう。

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：6月下旬にかけて下落

コモディティ市況は、総じて2～3月頃にピークをつけた後、下落傾向となった（図表1～2）。

3～4月は、米国の追加金融緩和観測の後退や中国経済の減速懸念の強まりがコモディティ市況下落の材料となった。また原油については、イラン核開発を巡る緊張の緩和観測も市況下落要因になった。5月には、ギリシャで連立政権の調整が失敗して、再選挙後のユーロ離脱などが懸念されたほか、米国や中国の景気減速も懸念された。6月には、FRB議長の議会証言を受けて追加金融緩和期待が後退したことや、スペインを中心に欧州の財政金融問題の成り行きが懸念された。

一方、6月29日のEU首脳会議において、欧州安定メカニズム（ESM）による銀行への救済資金の直接注入やESMによる国債買い入れへの柔軟対応の方針が示された。これを受けて、ユーロ圏諸国の問題への対処が進んだとの見方から、株式やコモディティの市況は急反発した。

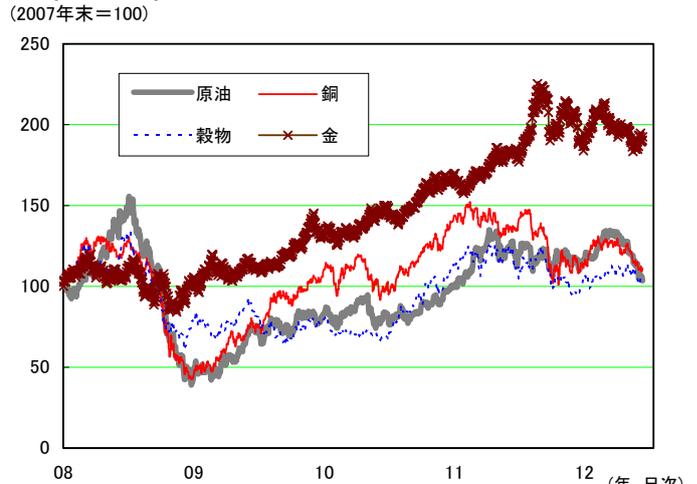
もともと、欧州問題では今後も動揺が生じる可能性が高く、実需面では最終需要の不透明感からコモディティの実需にも弱さが残るとみられる。米国景気は底堅さを保つものの、中国景気が持ち直してくるまで、コモディティ市況の上値は重いと思われる。

（図表1）ロイター・ジェフリーズ・C R B 指数の推移



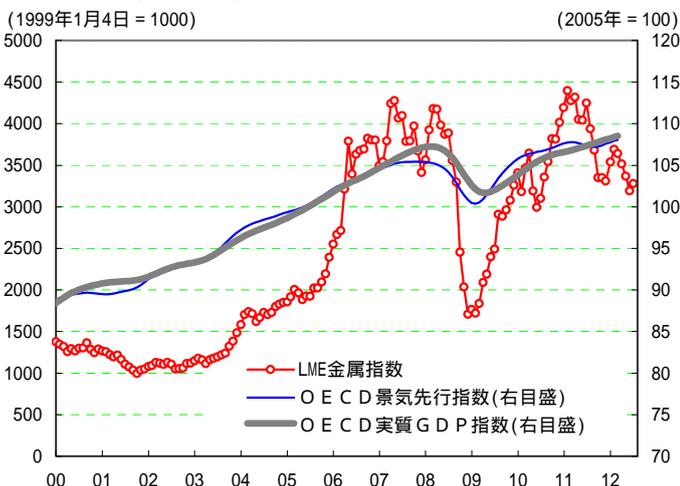
（注）ドル相場は対ユーロ、円、ポンド、カナダドル、スウェーデンクローネ、スイスフランの加重平均値（出所）Bloomberg

（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7月4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：6月下旬にかけて大幅下落後、急反発

原油市況は、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、下落し、6月には一時、ブレントが90ドル割れ、WT Iが80ドル割れとなった。

6月上旬は、米国や中国の景気指標が弱かったことや、ギリシャ再選挙やスペインの銀行救済の行方が懸念されたこと、FRB議長の議会証言で追加緩和が示唆されなかったことなどが原油相場を押し下げた。中旬以降は、OPEC総会（14日）、ギリシャ再選挙（16日）、フランス議会選挙（16日）、G20会合（18～19日）、核開発に関するイランと6カ国との協議（18～19日）、FRBの連邦公開市場委員会（19～20日）など、大型の材料が相次いだ。これらのイベントは、想定範囲内の結果であったが、その間、原油相場は下落傾向で推移した。

ブレント-WT Iのスプレッド（価格差）は、6月後半には一時約10ドルまで縮小した（図表7）。カナダ系のパイプライン会社であるエンブリッジは、6月19日に、現行で計画している31億ドル規模の設備拡張を行っても輸送能力は不足気味になるといった見方を示した。エンタープライズ・プロダクツ社と運営するシーウェイ・パイプラインについては、40万バレルへの能力増強（+20万バレル）を当初計画の2013年1～3月期よりも早く、2012年内に行う方針だ。北米内陸部の原油について、荷余りが解消する時期がやや早まったと受け止められたことが、WT I原油の下落幅をブレント原油より小さくしたようだ。

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、縮小傾向が続いている（図表11）。商業筋を含めた先物の全建て玉残高は、5月以降、減少している（図表12）。

6月29日には、EU首脳会議の結果を受けて原油市況は急反発した。また、ノルウェーの油田でのストライキが続き、ブレントを中心に原油市況の押し上げ要因になっている。核問題交渉が行き詰まっているイランからは、軍事演習・ホルムズ海峡封鎖示唆・OPEC緊急理事会召集要請など原油高を連想しやすい材料が出てきている。

欧米の制裁強化によってイランからの原油輸出は減少が見込まれるものの、他国の増産等により原油需給の逼迫は回避されそうだ。原油市況は、割高感が緩和されてきたが、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る中、軟調な推移が続くと見込まれる。

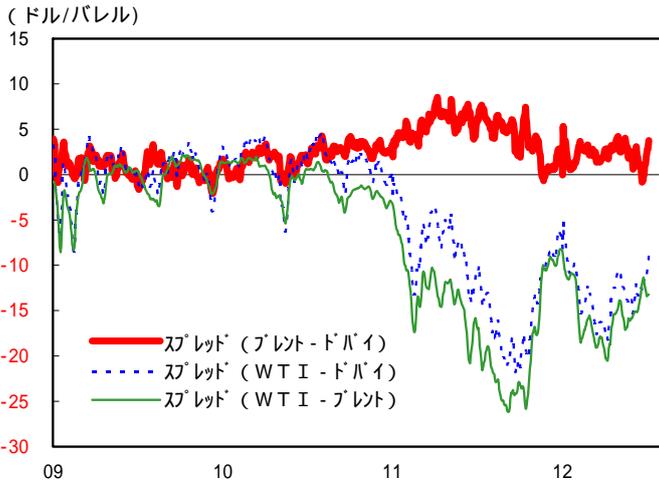
（図表5）原油市況の推移



（図表6）石油製品市況の推移

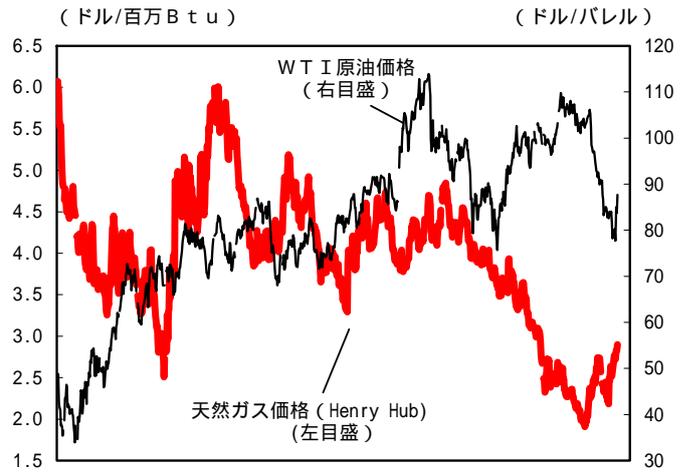


(図表7) 油種間スプレッドの推移



(注) 5日移動平均値。直近は7月5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



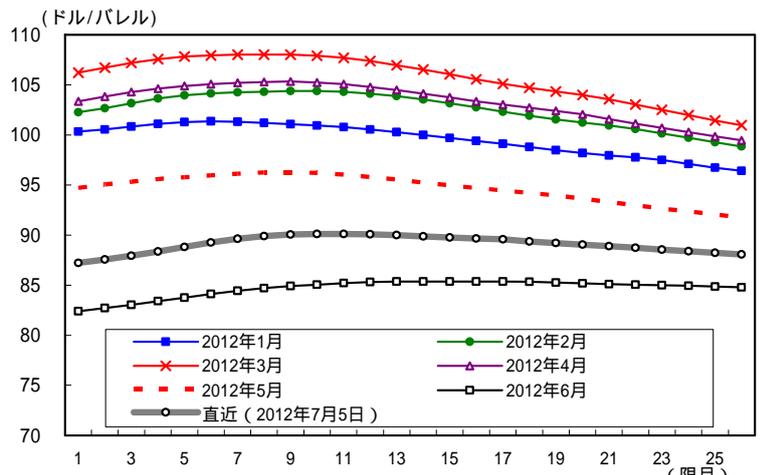
(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略 (年、日次)  
(注2) 直近は7月5日。

(図表9) 原油先物価格と先物カーブ



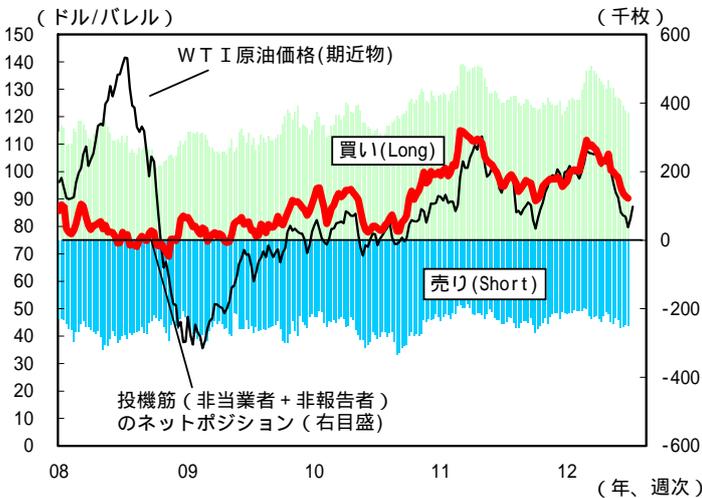
(注) 限月は28ヵ月先まで、2012年7月5日時点  
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX) (年、月次)

(図表10) WTI原油の先物カーブの変化



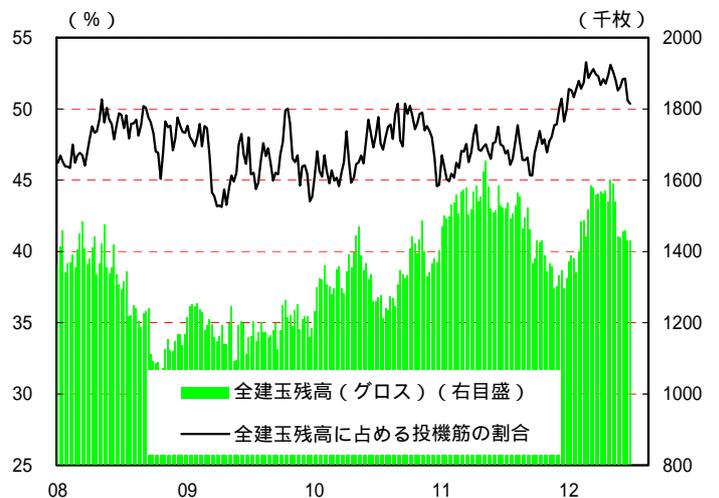
(注) 各時点における各限月(28ヵ月先まで)のWTI原油先物価格  
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX) (限月)

(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26日時点、WTI原油は7月4~5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26日時点  
(出所) 米国先物取引委員会(CFTC) (週次)

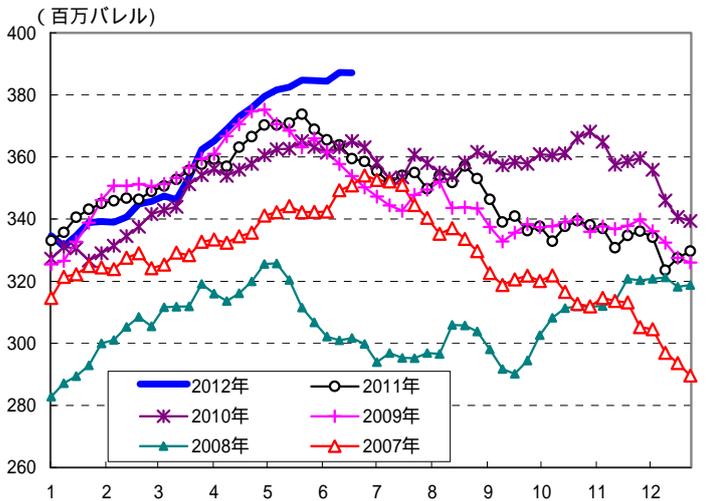
## 2. 原油需給・石油製品市況

### (1) 米国需給：原油在庫は1990年以來の高水準が続く

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（図表13）。ガソリンを中心とする夏場の需要期に入り、製油所における原油投入量が増加しているものの、米国内の原油生産量が前年を大幅に上回っており、原油在庫の増加につながっている（図表14）。

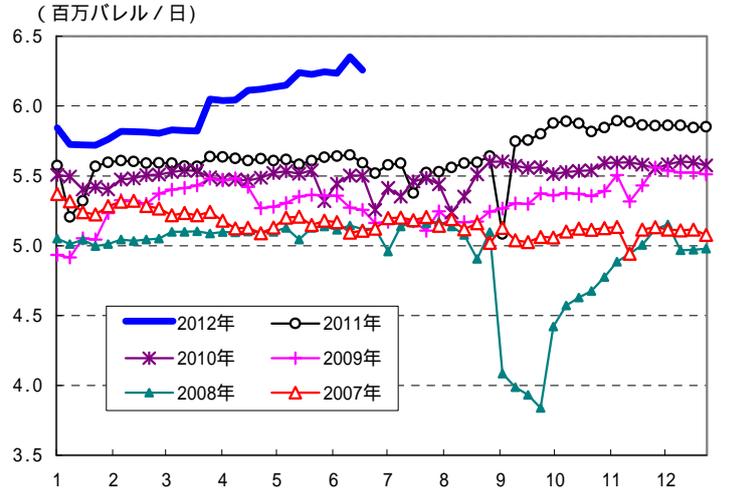
ガソリン小売価格（全米全種平均）は、4月に一時4ドルを上回っていたが、その後は原油安などを背景に下落基調で推移して、6月後半から3ドル前半に下落している。ディーゼル小売価格も4月上旬をピークに下落し、3ドル前半に下落している。ガソリン消費量は、需要期に入って増加傾向で推移しているが、その水準は前年を大幅に下回っている（図表15）。産業活動と関連が深いとみられる中間留分の需要は、4月はほぼ前年並みで推移していたが、5～6月は前年水準を下回った（図表16）。

（図表13）米国の各年の原油在庫



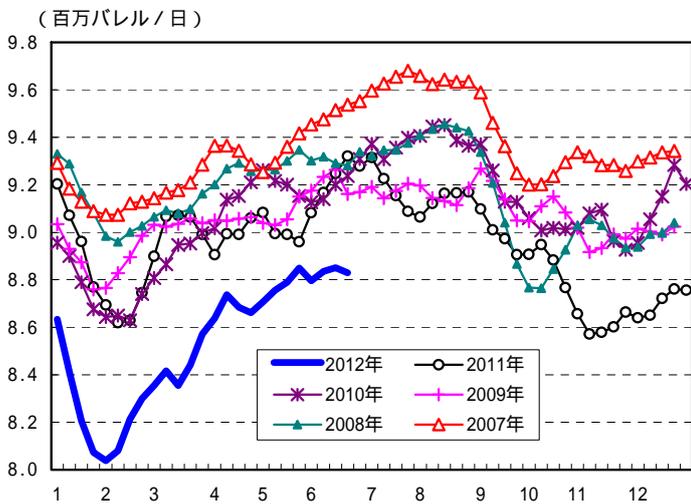
（注）SPR（戦略石油備蓄）を除く原油在庫、直近値は6月22日  
（出所）米国エネルギー情報局（EIA）

（図表14）米国の原油生産量



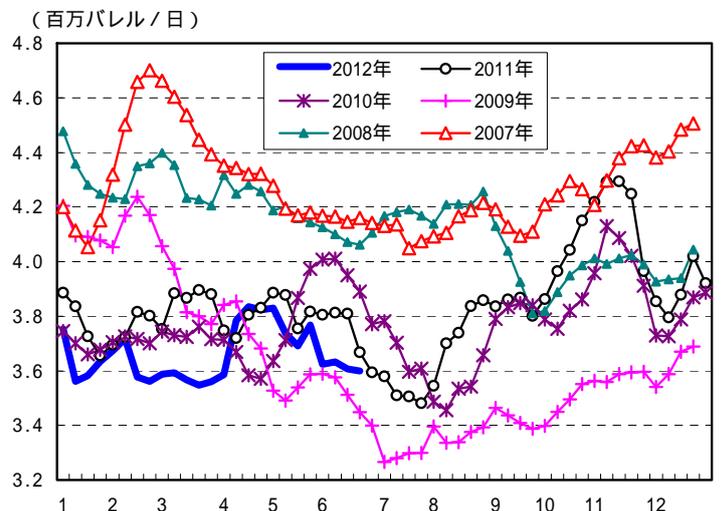
（注）直近値は6月22日  
（出所）米国エネルギー情報局（EIA）

（図表15）米国のガソリンの消費量の推移



（注）速報系列の4週後方移動平均、直近値は6月22日  
（出所）米国エネルギー情報局（EIA）

（図表16）米国の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6月22日  
（出所）米国エネルギー情報局（EIA）

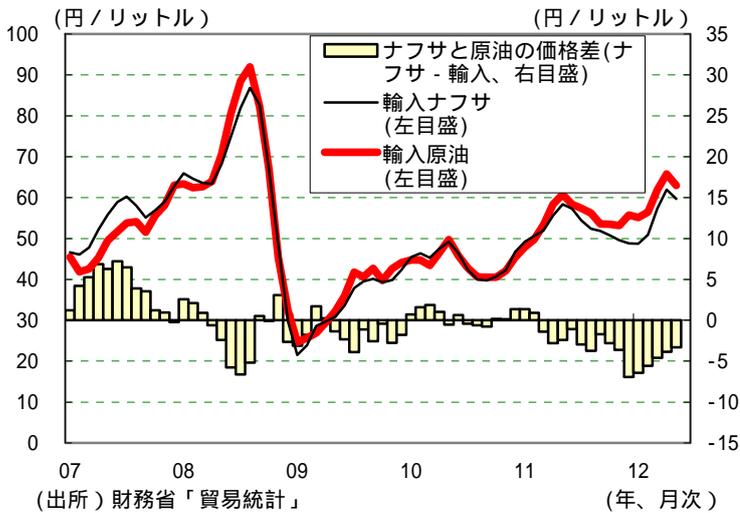
(2)ナフサ：6月下旬にかけて大幅下落

日本の5月の輸入ナフサ価格（通関）は、1リットルあたり59.7円と前月比2.3円下落した。一方、5月の輸入原油価格は63.0円と前月比2.8円下落した。5月は、イラン問題を背景とした原油やナフサの国際市況高が一服し、下落に転じたことが、日本の輸入価格に反映された（図表17）。

6月以降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。6月下旬には、ドバイ原油は90ドルを下回り、ナフサ市況は80ドルを下回った。

EU首脳会議の結果を受けて欧州問題への懸念はやや後退し、原油やナフサの市況はやや持ち直している。しかし足元では、中国景気の減速懸念もあって、石油化学工業製品の需要が鈍化しているようだ。化学メーカーの減産発表もあり、当面、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：原油生産は高水準が続く

#### (1) O P E Cの増産傾向が続く

6月のO P E C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の産油量がさらに減少したものの、リビアの原油生産は回復傾向を続けている。6月13日にリビア石油相は、リビアの原油生産量が150万バレルまで回復したと述べた。

6月14日のO P E C総会において、O P E Cは生産目標を日量3,000万バレルに据え置くこと、生産目標を遵守することを決定したとされる。バドリ事務局長（リビア出身）は、決定の効果は、7月中に現れるとの見方を示している。また、バドリ事務局長は、2011年11月の生産量を基準にすることを同年12月の総会で合意しているとした。その12月の総会以降、国別のO P E C生産目標は公表されていない。次回総会は12月12日に予定されている。

6月18日にイラク政府筋は、今後2年は同国の生産量が400万バレルに達することはないと、O P E C内でイラクの生産量が問題になることはないとの見解を示した。イラクの生産枠は、以前はイランと同量であり、今後、国別生産量が割り当てられる際の目安と考えられる。

7月1日より、EUによる制裁によって船舶の保険が利用できなくなるため、イランからの原油輸出が一段と落ち込むとの指摘がある。しかし、日本では、政府が貿易保険を提供する方針を示し、サウジアラビアのヌアイミ石油相は原油供給の不足は起こらないとしている。また、今後、リビアの増産ペースは鈍るとみられるが、イラクでは生産量の増加が続くと見込まれる。

（図表19）O P E Cの生産動向

国名	生産量 (6月)	生産量 (5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 (6月)
アルジェリア	122.5	124.0		120.2	140.0	87.5%	17.5
アンゴラ	179.0	177.5		151.7	205.0	87.3%	26.0
エクアドル	49.3	48.5		43.4	50.0	98.6%	0.7
イラン	316.0	322.5		333.6	400.0	79.0%	84.0
イラク	296.0	293.5	国別の 生産割 り当て は発表 せず	-	275.0	107.6%	-21.0
クウェート	276.0	272.5		222.2	265.0	104.2%	-11.0
リビア	142.5	140.0		146.9	178.5	79.8%	36.0
ナイジェリア	218.0	217.5		167.3	250.0	87.2%	32.0
カタール	77.5	78.5		73.1	90.0	86.1%	12.5
サウジアラビア	983.0	990.0		805.1	1,200.0	81.9%	217.0
U A E	260.5	263.0		222.3	265.0	98.3%	4.5
ベネズエラ	235.5	234.5		198.6	240.0	98.1%	4.5
O P E C 12カ国	3,155.8	3,162.0	3,000.0	-	3,558.5	88.7%	402.7
O P E C 11カ国	2,859.8	2,868.5		2,484.5	3,283.5	87.1%	423.7

（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）O P E C 11カ国はイラクを除く

（出所）Bloomberg

6月26日に、ベネズエラ石油相は、OPECはプライス・バンド制の再導入を考えるべきとの見方を示した。OPECは2000年に22～28ドルを目標価格帯とするプライス・バンド制を導入したことがあるが、原油価格の上昇により2005年に停止を決定した。また、現状で導入するならば、80～120ドルという幅広いバンドが適当とした。

## (2) イラン核開発問題

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、1年3カ月にわたって停止していたが、4月14日にイスタンブールで再開された。その後、5月23～24日にバグダッドで具体的な協議が行われたが、議論の進展はみられないとされていた。6月18～19日にモスクワで行われた協議では、激しいやり取りが行われたものの、内容的に前進はなかったようだ。7月3日に技術者レベルの会合が開催されることになり、完全な決裂は回避されたものの、外務大臣級の交渉から大きく後退しており、当面、膠着状態が続きそうだ。米国の科学国際安全保障研究所（ISIS）は、核開発疑惑があるパルチン軍事施設において、2つの建造物を取り壊すなどの証拠隠滅が行われているとして、衛星写真を公開している。

米欧によるイランに対する経済制裁は、予定通りに実施される見込みであり、それを見越して足元では、イラン産原油の取引が減っているとみられる。

## (3) 政情不安等による生産障害

ナイジェリアでは、規制強化により資源開発の事業環境が悪化するとの懸念があったが、議会を通過した法案は形骸化したものになっているとされる。一方で、宗教対立や貧困に根差したテロ活動などが続く状況も変わっていない。

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。

## (4) 国連持続可能な開発会議（リオ＋20）

6月20日～22日にブラジル・リオデジャネイロにおいて国連持続可能な開発会議（リオ＋20）が開催された。1992年のリオデジャネイロでの「国連環境開発会議（地球サミット）」から20周年にあたり、2002年のヨハネスブルグでの「持続可能な開発に関する世界首脳会議（ヨハネスブルグ・サミット）」に次ぐもので、一部には、地球環境問題への対応を進めるための国際会議としての期待もあった。しかし、これまで地球環境問題の議論を主導してきたEUのリーダーシップは強くなく、実質的な議論に踏み込まないままに、交渉は早めに打ち切られたようだ。

．ベースメタル

1．銅を中心とした概況：グローバルな景気減速懸念で下落後、やや反発

非鉄ベースメタル市況の中心となる銅市況（LME3ヶ月物）は、4月末～5月初は8,400ドル台で推移していたが、その後は下落基調となり、5月中盤には8,000ドルを下回り、6月には7,300ドルを下回った。6月29日以降は反発し、7月に入って7,800ドル前後に戻している。

銅市況の下落が続いた背景には、欧州の財政金融問題への懸念が続く中で、相対的に景気が底堅いとみられる中国、米国、ドイツなどの景気指標が下振れし、世界的な景気減速が懸念されたことがあった。また6月後半は、スペインの銀行救済問題を契機に、中長期的には必要になるとみられるユーロ圏諸国の財政基盤の統合などを巡って政治決断が困難との見方が強まったことや、格付け機関の格下げなどが不安心理を煽った。

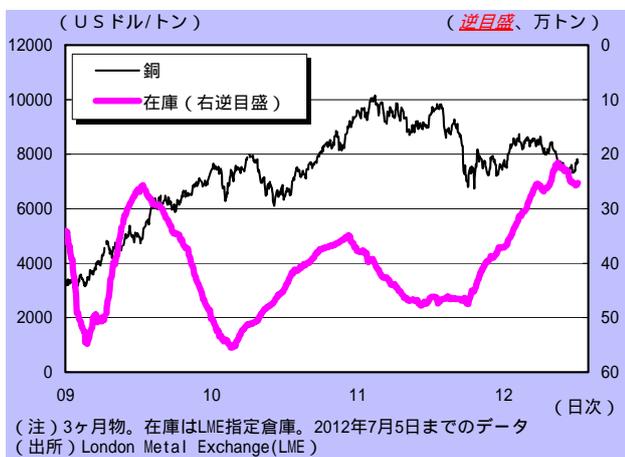
しかし、28～29日に開催されたEU首脳会議では、1,200億ユーロの経済成長・雇用対策に加えて、欧州安定メカニズム（ESM）による銀行への救済資金の直接注入や、ESMによる国債買い入れへの柔軟対応など、事前には予想されていなかった対策でも合意がみられ、欧州財政金融問題への懸念がいったん後退する流れになった。

価格下落が進むと、実需の買いが出てくるため、銅市況は下がりにくいとの見方もあったが、市況が下落している中では、先安観測が生じて、足元では実需の買いが見送られやすくなったようだ。足元では、市況はやや反発しているが、買い急ぐ動きは限定的とみられ、むしろ夏休みの不需求期が迫っていることもあり、市況は軟調に推移しやすいタイミングとみられる。

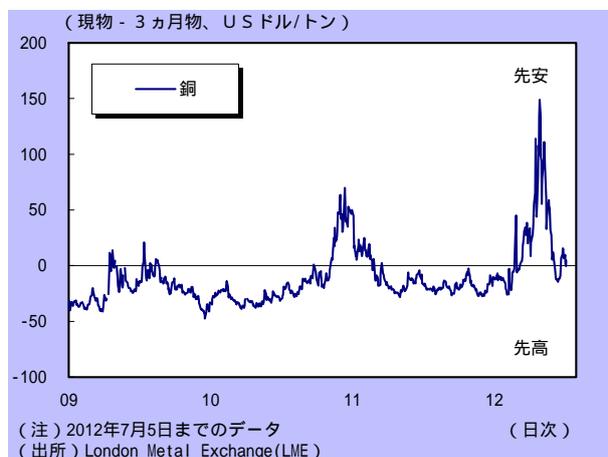
もっとも、米国の住宅部門関連や日本の復興関連での銅需要が緩やかに持ち直しており、足元で減速感が出ている中国需要についても、金融緩和など景気対策の効果もあって回復に向かうと思われる。銅などベースメタル市況は、目先、軟調が見込まれるものの、その後は緩やかな上昇傾向をたどると思われる。

（図表 20）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



## 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：1,800ドル台に下落

アルミニウムは、3月上旬をピークに下落基調で推移している。5月下旬には、節目とされた1トンあたり2,000ドルを割り込み、さらに6月下旬以降は1,900ドルを下回って推移している。

6月26日には、中国で最大のアルミニウム産地である河南省で、1キロワット時あたり0.08元の電力料金の下げが行われ、1トンあたり1,000元程度のコスト削減につながると見られている。河南省では、年間約460万トンの生産能力のうち70万トンがすでに閉鎖されたと報道される。これにより、中国のアルミニウム精錬所からの増産圧力が強まるとの見方からアルミニウム市況は下落した。その後のアルミニウム市況をみると、中国（上海）の市況よりも中国外（LME）の市況の方にむしろ下押しの影響が大きかったようだ。

インドネシア政府がアルミナの素原料であるボーキサイトに輸出税を課税する影響については、今のところ限定的とされている。なお、中国では、電力コストの上昇や地金市況安を受けて、低コストの石炭を発電エネルギーとして利用できる新疆など内陸地にアルミニウム精錬所がシフトする動きがあるとされる。

6月29日のEU首脳会議を受けて金属市況は全般に上昇し、アルミニウムも1,900ドル台まで上昇した。もっとも、中国内での政策的なアルミニウム企業への支援により、従来よりも供給圧力が意識されやすくなっているとみられ、アルミニウム市況は2,000ドル前後での推移が続くと思われる。

### (2) ニッケル市況：16,000ドル割れ後に反発

ニッケル市況は、2月に1トンあたり22,000ドル前後まで上昇していたが、その後、下落基調となり、6月に入って16,000ドル割れまで下落した。投機的な先物売りポジションを買い戻す動きがあったことなどが指摘される中で、一時的に17,000ドル台に戻したが、再び16,000ドル近くまで下落している。

足元では、インドネシアの輸出税課税の動きに伴って、需給の実勢がみえにくくなっている。7月より課税されるため、その前に、大量の駆け込み需要が発生したようだ。日本や中国のインドネシアからのニッケル鉱石輸入量は大幅に増加している。

中国では、大手ステンレス鋼メーカーが1割程度の減産を続けているが、欧州問題などによる需要の先行き不安やステンレス鋼市況の先安感から、ステンレス需要は低調であり、需給調整が進む目途は立たない状況とみられる。当面、ニッケル市況にも、さらなる下押し圧力がかかる可能性がある。

しかし、中国では中小のステンレス鋼メーカーの多くは赤字に陥っているとみられ、いずれ生産調整も進むとみられる。またニッケル市況の下落によって、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り、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ているため、ニッケル需要は下支えされやすくなっている。イン

ドネシアに変わる代替調達先を求める動きが出てくると、需給を引き締める要因になるだろう。

### (3) 亜鉛市況：1,700 ドル台から 1,900 ドルに回復

亜鉛市況は、4月に1トンあたり2,000ドル前後で推移した後、5月後半～6月中旬は1,900ドルを中心とした推移になり、6月下旬には1,700ドル台まで下落した。6月29日のEU首脳会議によって欧州の財政金融危機への懸念が後退したことを受けて、7月上旬には1,900ドルを回復している。

一部では、亜鉛開発案件からの撤退を発表する企業も出ているものの、多くの開発案件は中長期的な視点に立って進められている。中国企業がペルーで行った開発では、近隣住民の大量移住を提案するなど注目されている。

引き続き、他の金属と連動した動きとなり、年末にかけて市況の緩やかな持ち直しが見込まれる。

### (4) 錫市況：18,000 ドル台に下落

錫市況は、2月上旬に1トンあたり25,000ドル台をつけた後、下落傾向にあったが、5月中旬～6月中旬は19,000ドル台を中心とした推移になっていた。しかし、6月下旬には他の金属と同様に下落傾向が強まり、18,000ドル台に下落した。

6月29日には、錫価格の低迷を受けて、インドネシア国営のティマ社は、錫の販売を一時停止したとの報道があった。

錫の需要と関連が深い世界のエレクトロニクス製品の生産活動は、テレビの生産調整の一巡などをを受けて下げ止まったとみられるが、欧州問題などによる景気の先行き不透明感からあまり強気な見方は出ていない。当面、錫市況は、一進一退の推移が見込まれる。

### (5) 鉛市況：1,700 ドル台まで下落

鉛市況は、5月上旬に1トンあたり2,100ドル台に上昇していたが、5月後半～6月中旬は1,900ドル前後で推移し、6月下旬は1,700ドル台まで下落した。

最大消費国の中国では、昨年、鉛汚染が社会問題になったことを受けて、多数の製錬所等が淘汰の対象になった。7月1日からは、強化された環境保護規制等の下で、参入も認められるようだ。今後、鉛の主用途である鉛電池の生産活動が徐々に正常化していくものと思われる。

他の金属と連動する形で、年末にかけて市況の緩やかな持ち直しが見込まれる。

### (6) LMEをHKEX（香港証券取引所の運営会社）が買収

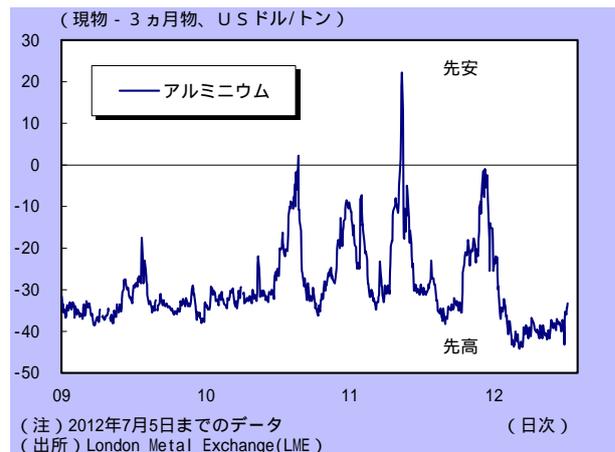
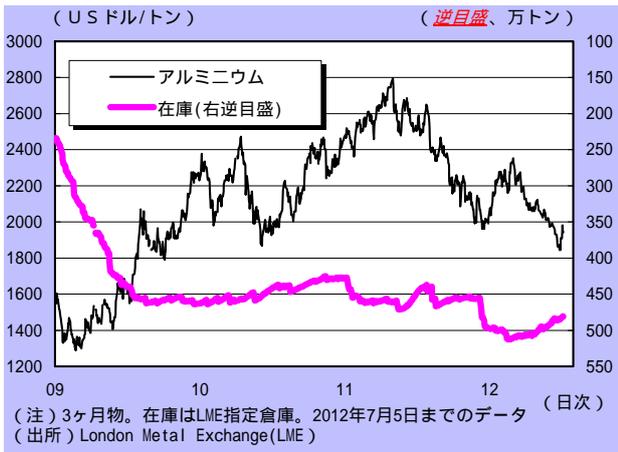
香港証券取引所の運営会社であるHKEXは6月15日に、ロンドン金属取引所（LME）を14億ポンド（約21.8億ドル）で買収することで合意したと発表した。米インターコンチネンタル・エクスチェンジ（ICE）なども買い手候補に挙がっていたが、HKEXの条件が勝ったようだ。金属取引の中心であるLMEと金属需要の中心地である中国需要を取り込めるHKEXが

組めば大きなメリットがあり、中長期的には総合取引所としての発展につなげていくという経営ビジョンを、HKEXの経営陣は示している。

(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

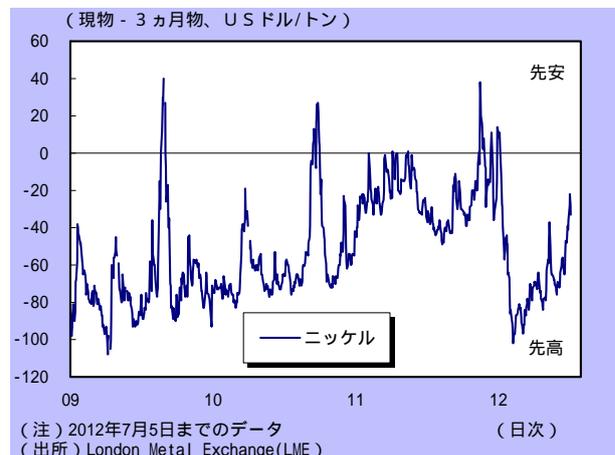
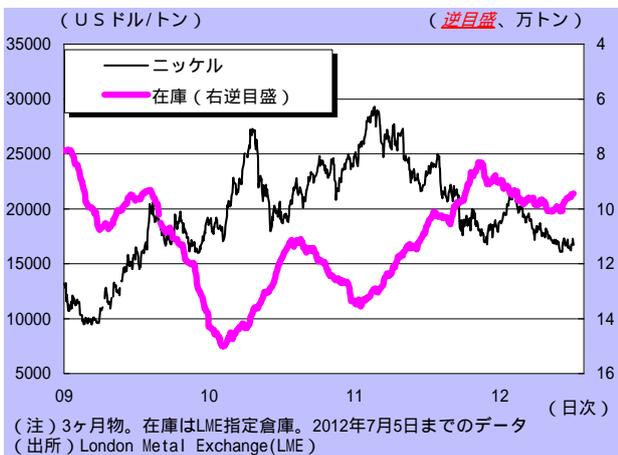
現先スプレッド(現物 - 3ヵ月物)の推移



(図表 22) ニッケル

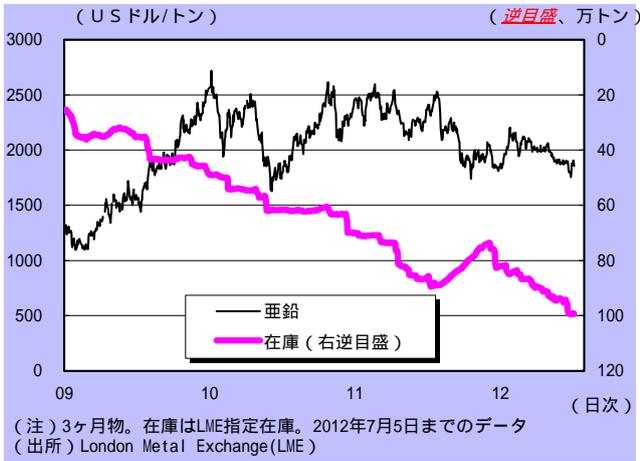
ニッケル相場とLME指定倉庫在庫の推移

現先スプレッド(現物 - 3ヵ月物)の推移

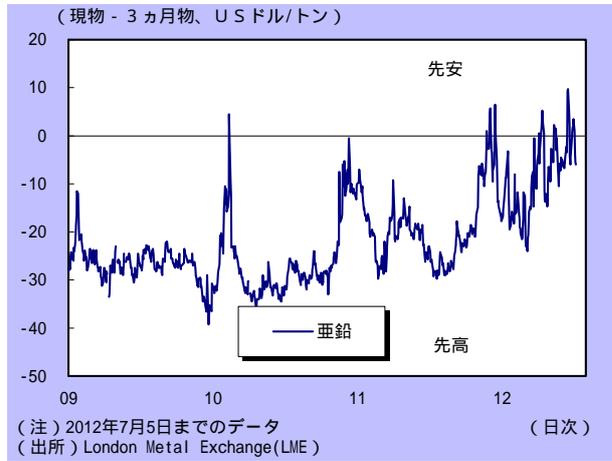


(図表 23) 亜鉛

亜鉛相場と L M E 指定倉庫在庫の推移

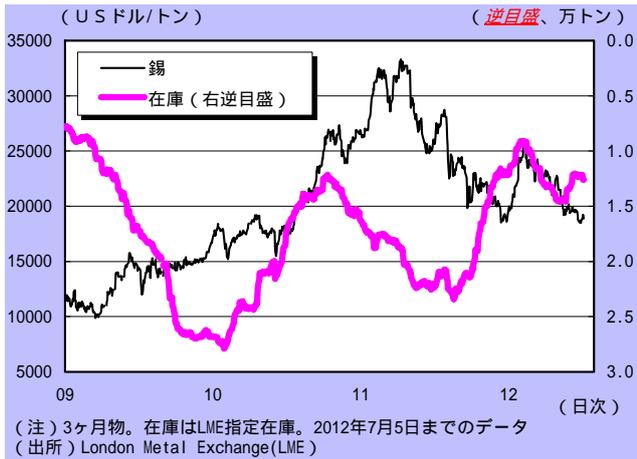


現先スプレッド(現物 - 3ヶ月物)の推移

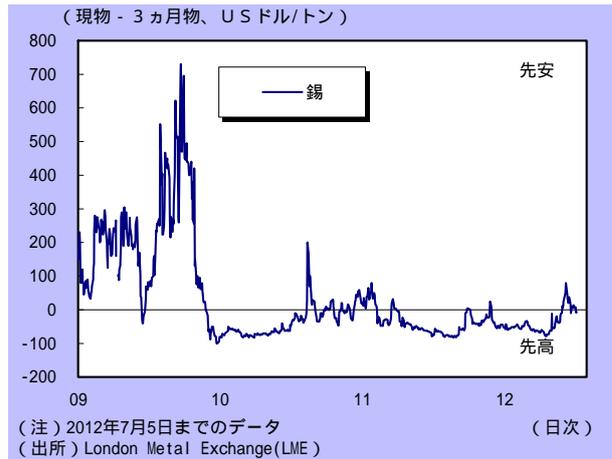


(図表 24) 錫

錫相場と L M E 指定倉庫在庫の推移

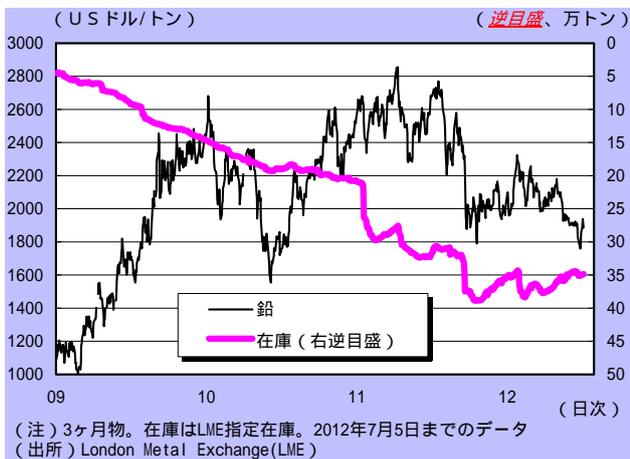


現先スプレッド(現物 - 3ヶ月物)の推移

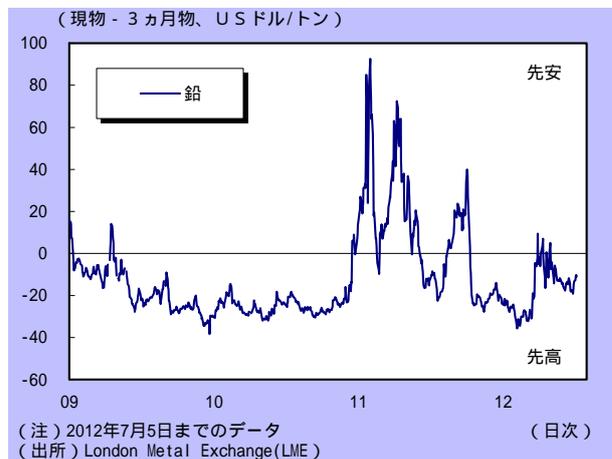


(図表 25) 鉛

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：金は1,600ドルをはさんで横ばい圏

6月から7月上旬にかけての金市況は、1トロイオンスあたり1,600ドルをはさんで横ばい圏の推移となった。

6月7日にはFRB議長の議会証言において、追加金融緩和への積極姿勢がみられなかったことを受け、金市況はそれまでの1,620ドル前後から8日にかけて1,570ドル前後まで急落した。しかし8日には、スペインの銀行救済問題の不透明感から、金は安全資産として買われた。その後も米金融緩和期待などを背景に、市況は上昇し、19日にかけて1,630ドル前後で推移する動きになった。もっとも、20日に開催されたFOMC（米連邦公開市場委員会）では、追加的な量的緩和（QE3）の決定は見送られ、金市況は1,600ドル台を割り込む動きになった。

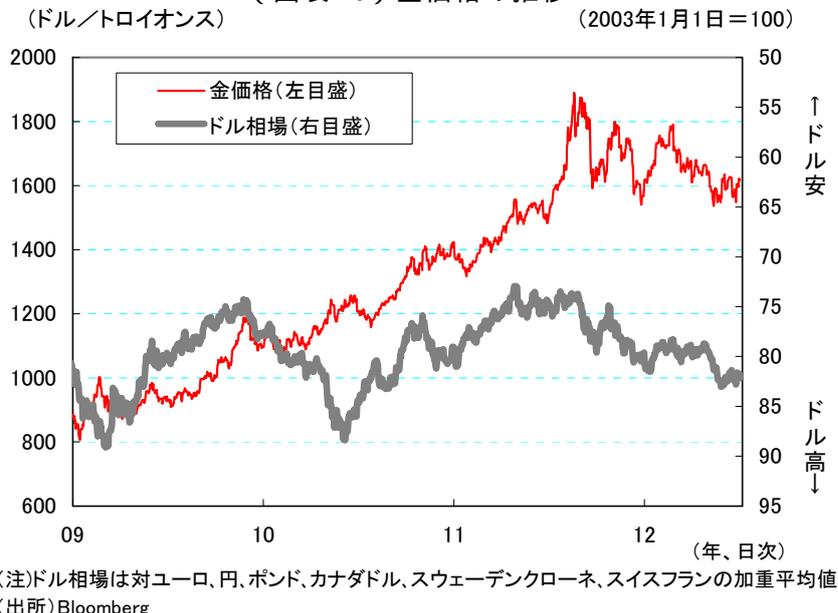
欧州の財政金融問題については、6月28～29日にEU首脳会議が開催された。事前に予想されていた1,200億ユーロの経済成長・雇用対策に加えて、欧州安定メカニズム（ESM）による銀行への救済資金の直接注入、ESMによる国債買い入れへの柔軟対応、域内銀行の監督の一元化などで合意がなされた。他の株式やコモディティと同様に、金の市況も大幅に上昇し、7月上旬にかけて1,600ドル台を回復する動きになった。

大きな方向感が出ない中で、金市況は、ドルの為替相場と連動する状況が続いた。ドル相場と金市況が連動する理由としては2つの側面がある。第1に、ドルの上昇（下落）にともなってドル建てでみた時の金価格が下落（上昇）する関係にある。このため、ドル高（安）ならば、金安（高）という機械的な市場の反応を生じやすい。

第2に、欧州の財政金融問題への懸念が強まると（弱まると）、為替市場ではユーロ安・ドル高（ユーロ高・ドル安）になりやすい。一方で、その欧州問題への懸念が強まると（弱まると）、投資家が保有資産の圧縮に動くとの思惑から金も売られやすく（買われやすく）なる。このため、欧州問題を起点にして、ドル相場と金相場は連動しやすい。

当面、ドル相場と連動した一進一退の動きが続くと見込まれる。

（図表26）金価格の推移



トピック

～ 中国のベースメタル需要 ～

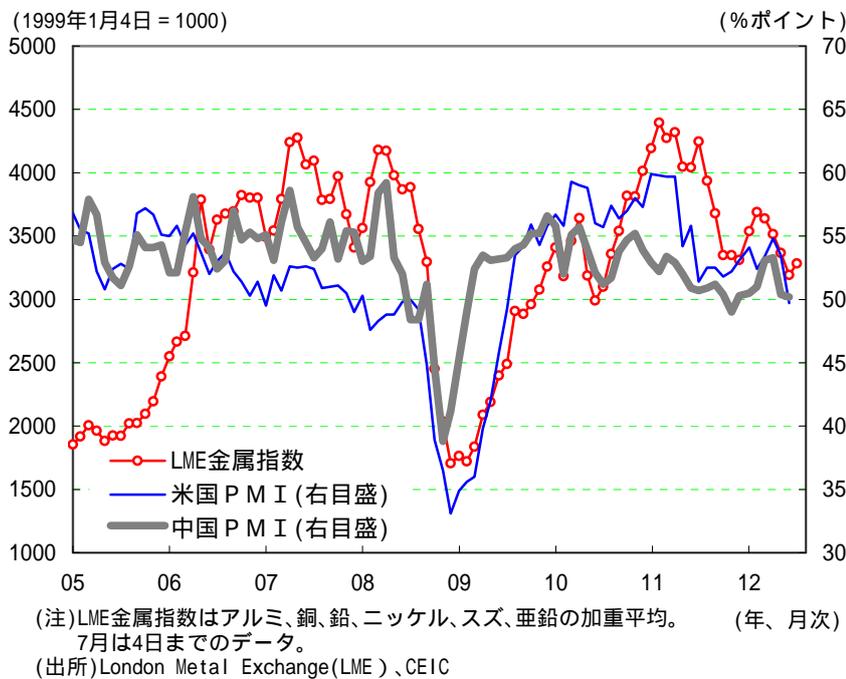
2012年に入って、中国のベースメタル需要に勢いがなくなっている。「暴食」、「暴食」などと形容された中国の需要は一巡し、低迷期に入ったのだろうか。

(1) 下振れ傾向で推移したベースメタル市況

2012年に入ってからベースメタル市況は、2～3月頃がピークとなり、その後は下落した。中国では、春節休暇後に製造業の生産活動が活発化し、ベースメタル需要も増加していくのが平年の季節パターンだが、2012年の製造業活動や金属需要は、平年パターンのイメージよりも下振れした姿になったとみられる。ベースメタルに対する需要が、中国を中心にやや下振れたことを受けて、ベースメタル市況は下落する動きになったといえる(図表27)。

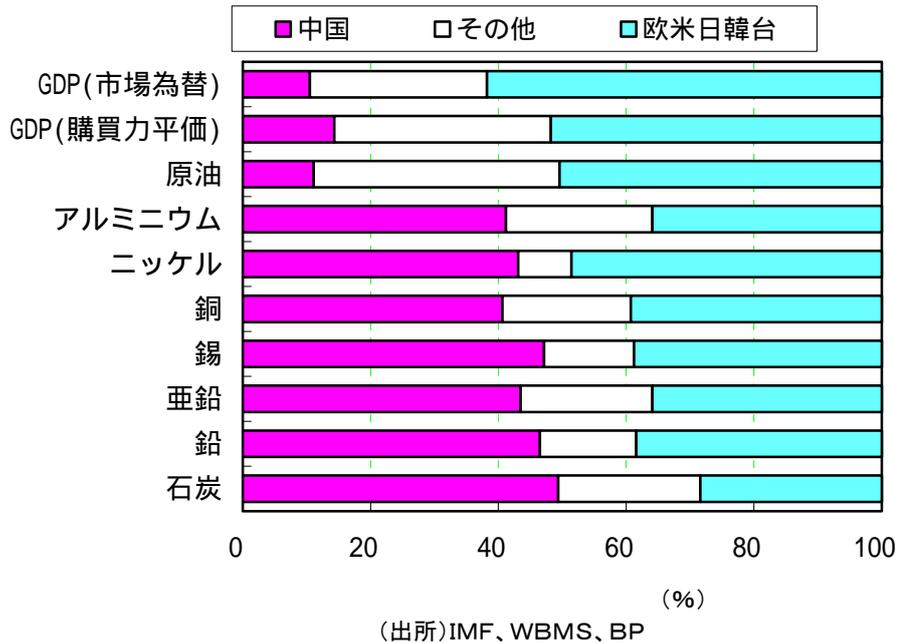
また、5～6月は、欧州の財政金融危機の余波などから、世界的に製造業活動が下振れしたようだ。米国や中国の製造業景況指数(PMI)をみても、製造業活動の拡大・縮小の判断の分かれ目となる50%前後まで低下している。欧州を中心とした景気の先行き不透明感が、国際的に取引される製造業品の発注見合わせなどにつながり、世界的に製造業活動が減速したとみられる。こうした環境下、ベースメタル市況の下落が続いた(図表27)。

(図表27) 米国・中国の製造業景況指数(PMI)と金属市況(LME金属指数)の推移



もっとも先行きについては、ベースメタルへの需要が徐々に回復し、需給の改善を反映して市況も持ち直していくとみられる。ベースメタルの需給を考えるうえでは、需要において圧倒的なシェアを占める中国需要の動向が重要である(図表28)。

(図表 28) ベーメタル需要等の地域別シェア



## (2) 中国の金属需要の動向

以下、2012年に入ってから中国の金属消費量（見掛け消費量＝国内生産量＋輸入量－輸出品量）の推移をみておこう（図表 29）。

「鉛」については、昨年、中国各地で鉛中毒の被害が多数報告されたことへの対応から鉛関連企業の淘汰や規制強化が進められた結果として、電池生産向けなど鉛需要の低迷が続いた。もっとも、足元では、鉛関連企業の活動が再開されつつあるようだ。

「錫」については、家電製品の生産調整の影響などにより、はんだ付け用の需要が低迷しているとみられる。インドネシアからの輸出が不安定だったことが月々の変動を大きくした可能性もある（輸入の増加・減少による在庫積み増し・取り崩しも見掛け消費量に反映されるため）。

「亜鉛」については、不動産部門を対象とした引き締め政策の影響が大きく、2011年の消費量も2010年比で小幅増にとどまっていた。ここにきて、建築向けを中心に需要が一段と低迷しているようだ。

「ニッケル」についても、建築向けの不審の影響が大きいとみられ、4～5月は前年水準を下回った。建築向けを中心にステンレス鋼の需要が低迷し、このところ大手ステンレス鋼メーカーは減産を行っているため、ニッケル消費量が落ち込んだ。

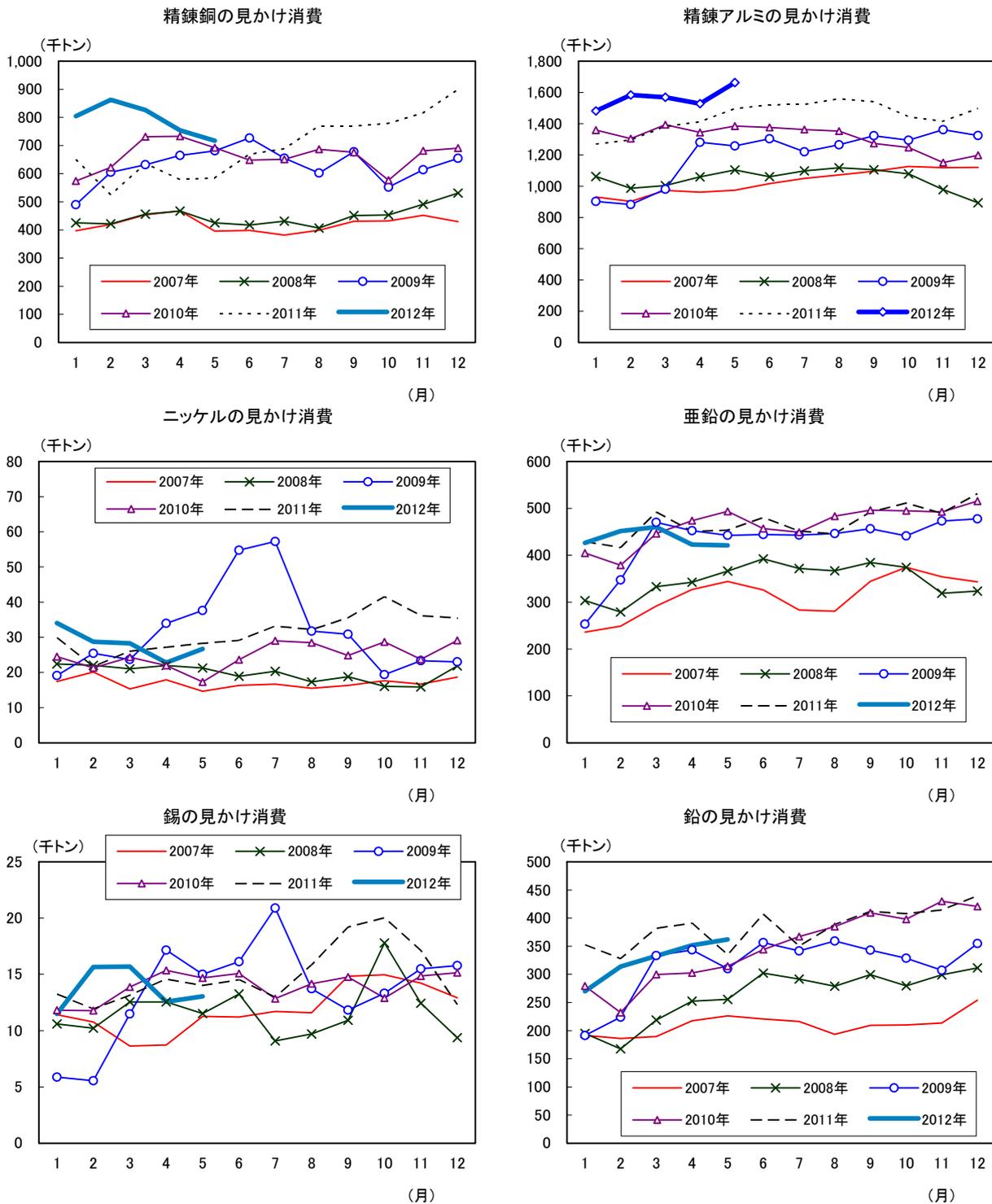
「銅」については、電力関連などの需要は増加基調を続けているとみられるものの、建築向けの低迷に加えて、足元ではエレクトロニクス関連向けでも購入の見合わせなど動きが出ているとみられる。

「アルミニウム」については、建築向けは低迷しているものの、自動車向けは堅調に推移し、食品包装向け等も増加基調を続け、電力関連なども増加しており、全体では前年水準を上回った

推移が続いるとみられる。

以上のように、「2011年の水準を下回っている」、「4～5月の需要は特に弱かった」といった様相の金属が多いのが目に付く。しかし、その背景にあるのは、「環境対策としての産業規制」（鉛）、「不動産引き締めの影響」（亜鉛、ニッケル）、「海外景気の鈍化」（錫、銅）などであり、潜在的な中国の内需の成長力が落ちてきたことを示す内容ではないとみられる。

（図表 29）中国の各ベースメタルの消費量（＝見かけ消費量）の推移



### (3) 中長期的な消費量の増加

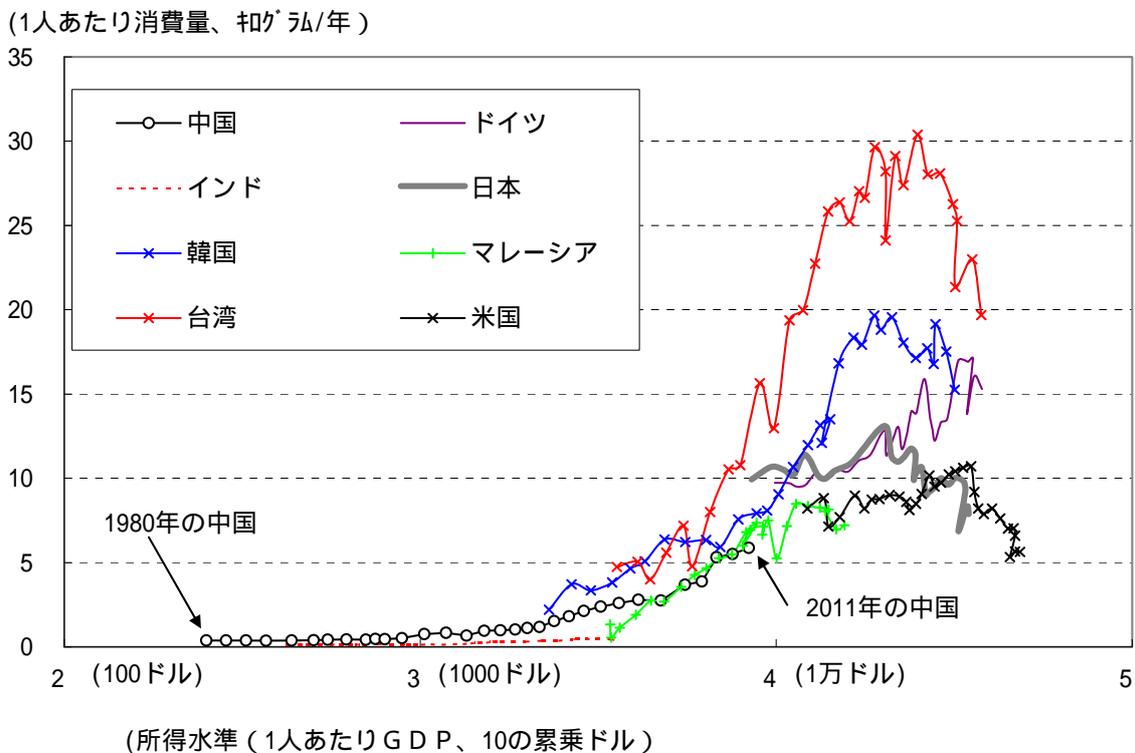
もとより、中国のベースメタルの消費量は、一国としては世界最大であるが、1人あたりの水準で見れば、必ずしも多くない。

各国の所得(1人あたりGDP)の水準と、金属消費量との経年推移のデータから読み取ると、中国のベースメタル需要は、所得水準の上昇とともに拡大が続いている。現時点では、今後も増加を続けそうな段階にあるとみられる(図表30)。

もっとも、過去に観測された増加トレンドが今の中国に完全に当てはまるとは限らない。例えば、銅については市況上昇により高価になったため、高圧電線などを中心に電気導線としてはアルミニウムへと、水道管などは合成樹脂へと、各種の代替が起こっており、過去に他の国でみられたパターンと同様に、銅の消費が増えていくとは限らない。それでも、発電所、鉄道、オフィスビル、家電製品、自動車などの建設や製造にあたって銅は必要であり、輸出鈍化に伴う製造業向けの銅需要の鈍化が一服すれば、再び銅需要は増え始めるとみられる。

他のベースメタルについても、中国政府が引き締め政策を転換して、景気刺激を意識し始めている中で、輸出の減速が一服してくると、足元で、見合わせられている金属需要が表面化する動きになるとみられる。

(図表30) 1人あたり銅消費量と1人あたりGDPの関係



(注)各国1980~2011年のデータをプロット  
(出所)WBMS、IMF

— 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。当社までご連絡下さい。