

コモディティ・レポート

< 2009年12月 >

・ 11月の原油市況～横ばい圏で推移

原油相場（WTI、期近物）は、10月下旬に一時82.00ドルの高値をつけた後に上値が重くなり、12月初めにかけて70ドル台後半を中心に推移した。冬場に米国の製油所が減産を行って石油製品在庫調整が進むと、春以降は、景気持ち直しによる石油需要の増加に伴って原油需要が増えやすい状況になり、緩やかな相場上昇が見込まれる。もっとも、超低金利下で投機が起こりやすく、各国の金融政策への思惑や為替相場の変動を材料に、原油相場の価格変動が大きくなりやすい状況である。

・ 11月の非鉄金属市況～昨秋以来の高値に上昇

非鉄金属相場の動向を表すLME金属指数は、11月後半から12月初旬にかけて一段高となり、昨年9月以来の高値をつけた。米国の金融緩和を背景にドル安が促され商品投資が活発になるとの思惑や、60年ぶりの大雪となった中国での銅や亜鉛、鉛の供給障害への懸念により、相場が急伸した。実勢として金属の最終需要の回復が遅れているとの懐疑論も根強いものの、2010年に入って個人消費や設備投資の回復が続き、中国の金属地金の調達が再び活発化すれば、金属相場の水準も徐々に切り上がっていく見通しである。

・ トピック～2010年の商品市況の見通し

2010年は、世界景気の回復基調が続くと見込まれ、商品市況は総じて持ち直し傾向で推移するだろう。資産としての需要が中心になっている金など貴金属については、景気回復が持続する蓋然性が高いと見込まれる場合には、株価の上昇観測や預金や債券の金利上昇によって相対的な魅力が低下する面もある。一方で、産業向け等にフローの需要が中心となる石油やベースメタルについては、需要の持ち直しによって在庫水準が減少に向かい、需給の改善が進むことが意識されると考えられる。石油市場では、来年半ばにかけて、米国で中間留分の在庫の過剰感が後退してくると、製品価格が徐々に上がりやすくなっていくと考えられる。



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

調査部

【お問合せ先】 原油～芥田、非鉄～細尾（chosa-report@murc.jp）

今年度より、「原油レポート」と「非鉄金属レポート」を1冊に統合し、「コモディティ・レポート」として毎月発表します。なお、メール配信サービスを提供しています。ご希望の方は、「コモディティ・レポート配信希望」と記し上記E-mailアドレスに送信下さい。配信停止をご希望の方は、「コモディティ・レポート配信停止」と記しE-mailアドレスに送信下さい。

．原油

1．11月の原油市況：横ばい圏で推移

原油相場（WTI、期近物）は、10月下旬に一時82.00ドルの高値をつけたものの、その後は上値が重くなり、12月はじめにかけて70ドル台後半を中心に横ばい圏で推移した。

相場の押し上げ要因としては、イラン核開発問題の緊迫化や、イランによる英国籍ヨット乗組員の拘束などが地政学リスクを連想させたこと、11月終わりにかけてドル安が進んだことなどが挙げられる。一方、相場の押し下げ要因としては、前半には米国失業率の上昇や消費者信頼感指数の低下といった経済指標が弱めに出たこと、後半にはドバイの投資会社が債務支払いの延期要請を行い金融不安再燃への懸念が生じたこと、米石油週次統計が引き続いて原油需要の低迷を示したことなどが挙げられる。

WTI・ブレント・ドバイの油種間スプレッド（価格差）をみると、相対的なWTI安が進んだ（図表3）。一方、原油価格の先物カーブをみると、期近安・期先高の度合いがやや強まった（図表6）。先物市場における投機筋のポジションは、買い越し幅が拡大し、過去と比べて高水準に達している（図表7）。また、商業筋も含めた先物の全建玉残高は、一進一退で推移している（図表8）。

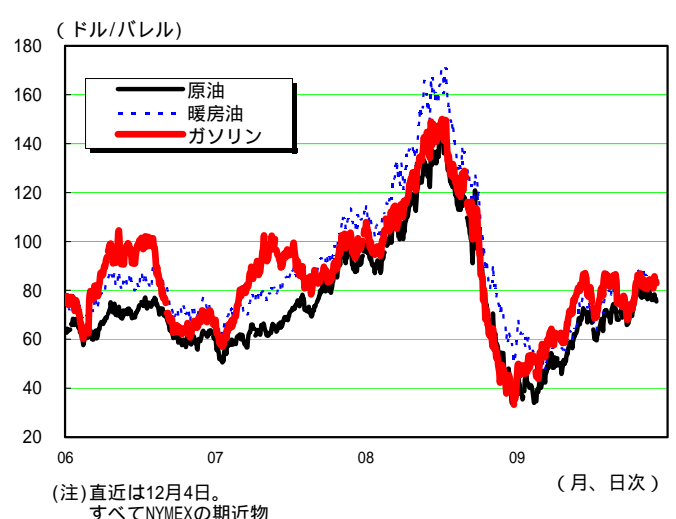
この数ヶ月、世界景気の回復基調が続く中で、地政学リスク懸念の強まりやドル安など原油相場の押し上げ材料が出てくる一方で、相場の上値を抑える要因として、各国で実施された政策効果の剥落や雇用情勢の厳しさから景気の持ち直しテンポが鈍化すると懸念や、軽油など中間留分を中心とした石油需要の弱さが意識される構図が続いている。

冬場の間に米国の製油所が減産を行って石油製品在庫調整が進むと、春以降は、景気持ち直しによる石油需要の増加に伴って原油需要が増えやすい状況になってくるだろう。それまでしばらくは70ドル台を中心に一進一退での推移が続く見通しである。もっとも、超低金利下で投機が起こりやすく、各国の金融政策への思惑や為替相場の変動を材料に、原油相場の価格変動が大きくなりやすい状況であることには留意が必要である。

（図表1）原油市況の推移

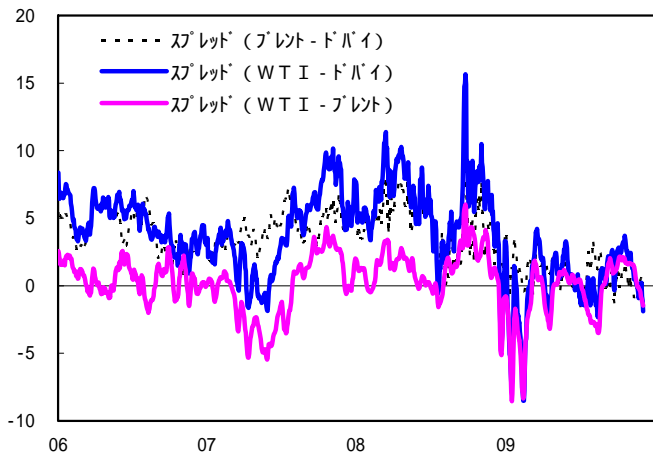


（図表2）石油製品市況の推移



(図表3) 油種間スプレッドの推移

(ドル/バレル)

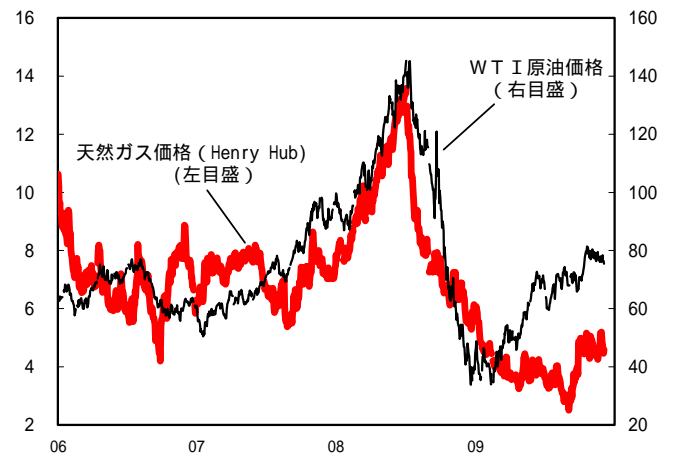


(注) 5日移動平均値。直近は12月4日。(年、日次)

(図表4) 米国天然ガス市況の推移

(ドル/百万Btu)

(ドル/バレル)



(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略 (年、日次)
(注2) 直近は12月4日。

(図表5) 原油先物価格と先物カーブ

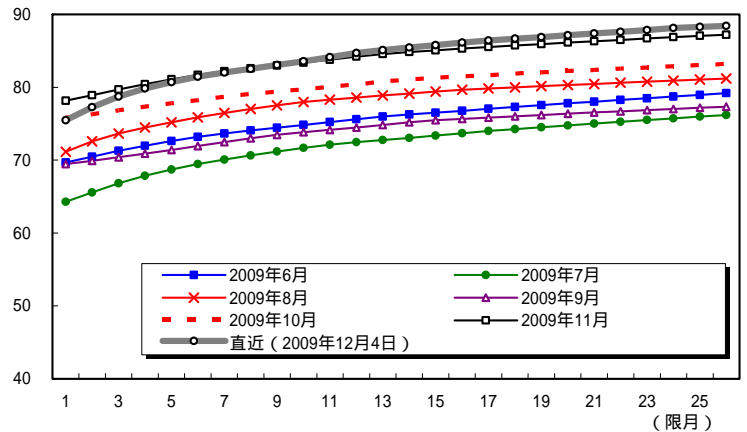
(ドル/バレル)



(注) 限月は26ヵ月先まで、2009年12月4日時点 (出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX) (年、月次)

(図表6) WTI原油の先物カーブの変化

(ドル/バレル)

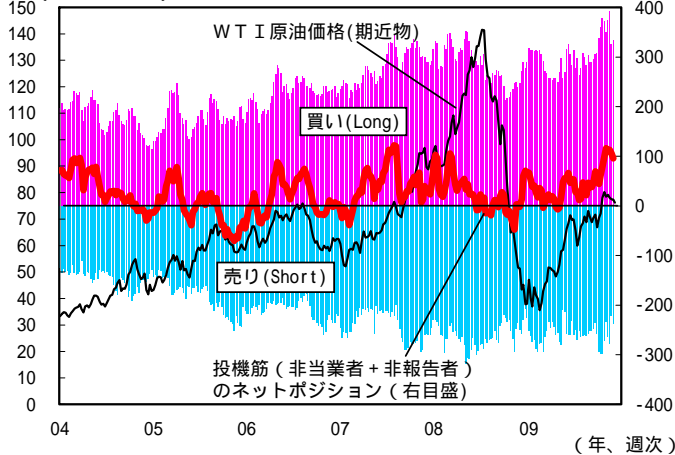


(注) 各時点における各限月(26ヵ月先まで)のWTI原油先物価格 (出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX) (限月)

(図表7) 投機筋のポジション(原油)

(ドル/バレル)

(千枚)

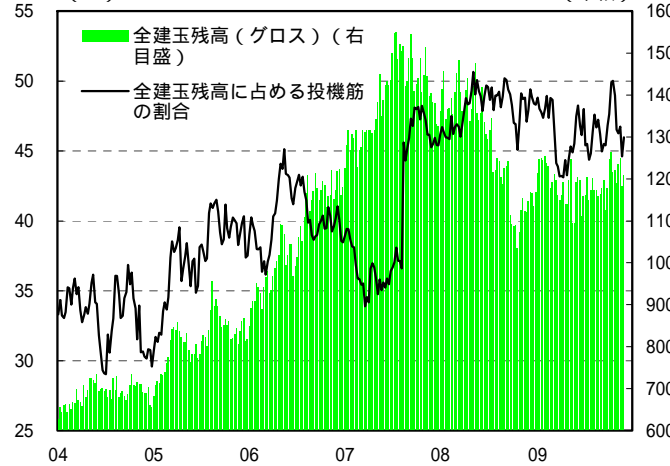


(注1) ポジションの直近は12月1日時点、WTI原油は12月2~4日平均値
(注2) 旧分類に基づいた統計により作成 (出所) CFTC

(図表8) 原油先物の建て玉(NYMEX)

(%)

(千枚)



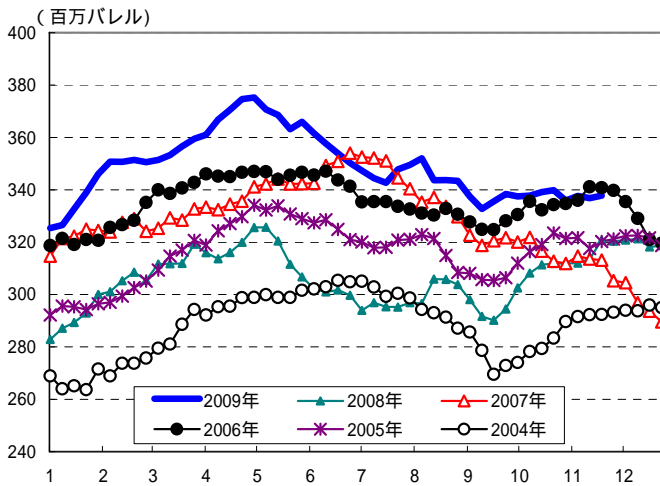
(注1) 1枚は1000バレル。直近は12月1日時点 (出所) 米国先物取引委員会(CFTC) (週次)

2. 品目別需給動向

(1) 米国原油需給；原油在庫は高水準で横ばい

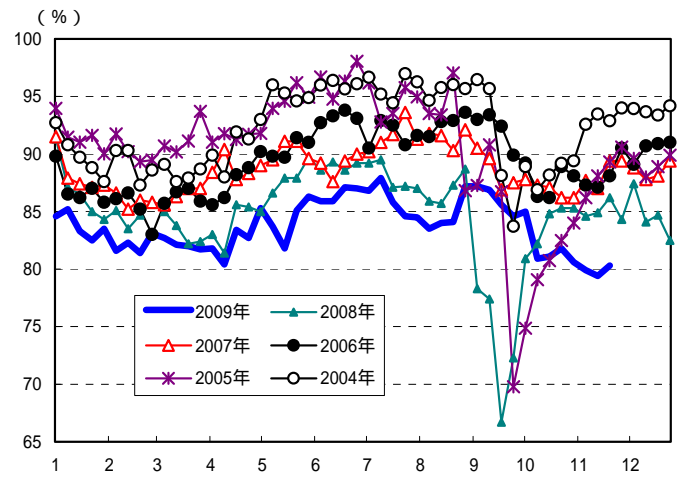
米国の原油在庫は、横ばい圏で推移している（図表9）。原油輸入は低水準で推移しているものの、製油所の稼働率が低迷しており、原油需要は依然として弱い（図表10）。製油所の減産姿勢は続けられる見通しであり、当面、原油需給に引き締め感が生じにくい状況である。

（図表9）米国の各年の原油在庫



(注)SPR(戦略石油備蓄)を除く原油在庫、直近値は11月20日 (月、週次)
(出所)米国エネルギー情報局(EIA)

（図表10）米国の製油所の稼働率

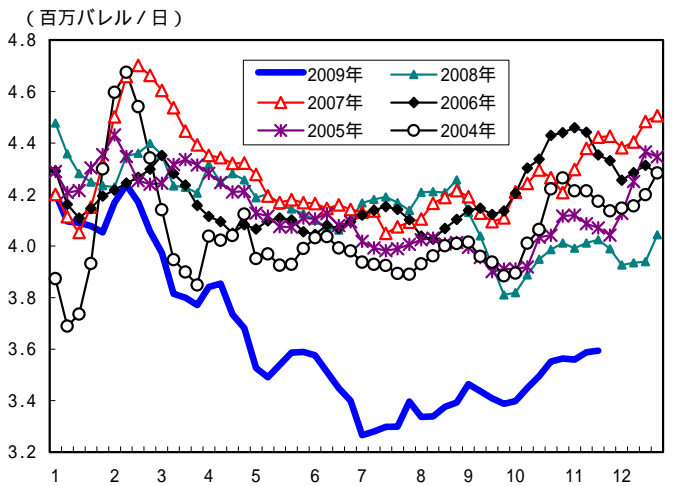


(注)直近値は11月20日 (月、週次)
(出所)米国エネルギー情報局(EIA)

(2) 米国石油製品；引き続き中間留分を中心に石油製品の荷余り感が強い

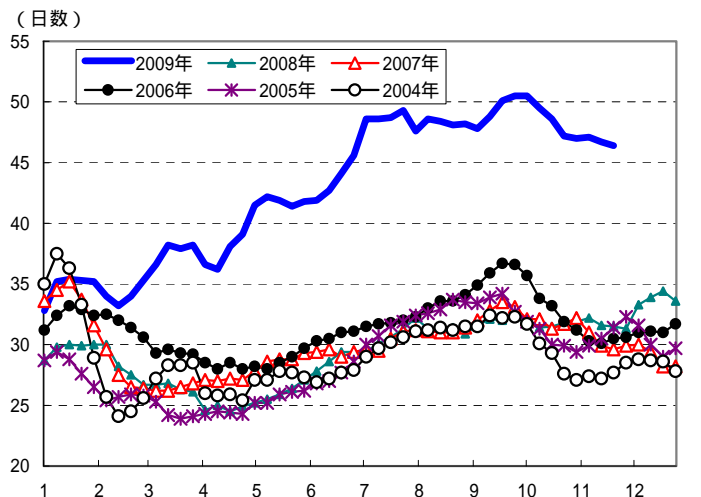
ガソリン小売価格（全米平均）は2.7ドル前後での推移が続いており、ガソリンの消費量は前年水準並みで推移している。一方で、物流向けや工業向けを中心に中間留分の消費量は低迷が続いている（図表11）。冬場には暖房油を中心に中間留分の消費量が増加することが見込まれるものの、在庫調整には時間がかかると思われる（図表12）。

（図表11）中間留分の消費量の推移



(注)速報系列の4週後方移動平均、直近値は11月20日 (月、週次)
(出所)米国エネルギー情報局(EIA)

（図表12）中間留分の在庫量の推移



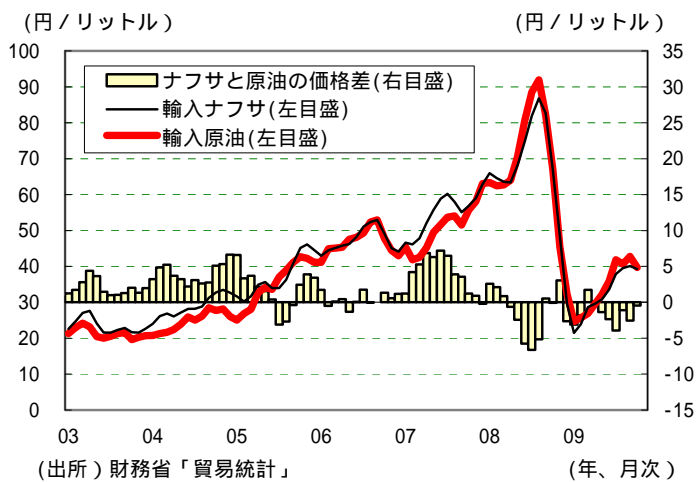
(注)直近値は11月20日 (月、週次)
(出所)米国エネルギー情報局(EIA)

(3) ナフサ；上昇後横ばい

日本の10月の輸入ナフサ価格（通関）は、1リットルあたり39.2円と、前月と比べ約1円下落した。一方で10月の輸入原油価格は39.7円と前月に比べ約3円下落しており、ナフサの原油に対する割安度合いは縮小した（図表13）。円高が進んだため、円建てでみたナフサ、原油の輸入価格は下押しされた。

11月以降の市況動向をみると、ナフサは上昇傾向で推移している（図表14）。11月後半以降、アジア地域の原油の指標であるドバイ原油が横ばい圏で推移しているものの、ナフサ価格はさらに高くなった。韓国、台湾、日本の石油化学メーカーのナフサ購買意欲が強いとされている。石油化学メーカーは、年明け以降の需要増を見込んで、増産する姿勢が出始めているとみられる。もっとも、アジア市況が強含むと欧州からの輸入が増加する市場構造は変わっていない。

（図表13）日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



（図表14）ナフサ(シンガポール)と

原油価格(ドバイ)の推移



3. 産油国の生産動向等

11月のOPEC12ヶ国の原油生産(日量)は前月比16万バレル増加した(図表15、Bloombergによる推計値、以下同じ)。生産枠が適用される11カ国は同11万バレル増加した。クウェート以外は、生産枠を上回る原油生産を行っている。米国のWTIや北海のブレントの価格は横ばい圏の推移が続いているが、OPEC各国の代表銘柄で構成されるOPECバスケットの価格は12月初めにかけて高値を更新した。アジア需要の増加を受けて、中東産の原油の価格が上昇しており、中東産油国の増産につながっているとみられる。

もっとも、冬場の需要期に入っても先進国の需要は低迷が続いており、在庫水準も高いため、12月22日にアンゴラで開催される特別総会では、生産枠の変更は見送られるとの見方が多い。イラン、クウェート、ナイジェリアなど加盟国からも、生産枠を変更する理由はないといったコメントが出ている。

なお、イランの核開発をめぐる同国と米英独仏中ロ6カ国との協議はこう着状態が続いていたが、11月下旬に緊迫化した。11月27日にIAEA(国際原子力機関)理事会がイランの第二ウラン濃縮施設の建設停止を求める議決を行ったのに対し、29日にイランは新たに10カ所のウラン濃縮施設を建設する計画を発表して強硬姿勢を強めた。対イラン経済制裁の強化が検討される可能性があり、中東情勢の不安定化要因として懸念される。

(図表15) OPECの生産動向

国名	生産量 (11月)	生産量 (10月)	超過量 (11月)	生産枠 (09年1月~)	産油能力	稼働率	(万バレル/日)	
							生産余力 (11月)	
アルジェリア	127.0	127.0	6.7	120.3	145.0	87.6%	18.0	
アンゴラ	190.0	188.0	38.3	151.7	200.0	95.0%	10.0	
エクアドル	46.5	45.5	3.1	43.4	50.0	93.0%	3.5	
イラン	379.5	378.0	45.9	333.6	410.0	92.6%	30.5	
イラク	240.0	245.0	-	-	250.0	96.0%	10.0	
クウェート	221.5	220.0	-0.7	222.2	265.0	83.6%	43.5	
リビア	152.0	151.0	5.1	146.9	180.0	84.4%	28.0	
ナイジェリア	190.5	187.5	23.2	167.3	250.0	76.2%	59.5	
カタール	76.0	75.0	2.9	73.1	90.0	84.4%	14.0	
サウジアラビア	819.0	815.0	13.9	805.1	1,080.0	75.8%	261.0	
UAE	226.0	225.0	3.7	222.3	280.0	80.7%	54.0	
ベネズエラ	222.0	222.0	23.4	198.6	250.0	88.8%	28.0	
OPEC12カ国	2,890.0	2,879.0	-	-	3,450.0	83.8%	560.0	
OPEC11カ国	2,650.0	2,634.0	165.5	2,484.5	3,200.0	82.8%	550.0	

(注1) 超過量 = 生産量 - 生産枠。

(注2) 国別生産枠は一時的にOPEC事務局が公表していたもの(その後、撤回された)等による。

(注3) 産油能力は、30日以内に生産可能で、かつ90日以上持続可能であることが条件。

(注4) サウジアラビアとクウェートの生産量には中立地帯の生産量が1/2ずつ含まれる。

(注5) 稼働率(%) = 生産量 / 産油能力 * 100。生産余力 = 産油能力 - 生産量

(注6) OPEC11カ国はイラクを除く

(資料) Bloomberg

．非鉄金属

1．11月の非鉄市況全般：昨秋以来の高値に上昇

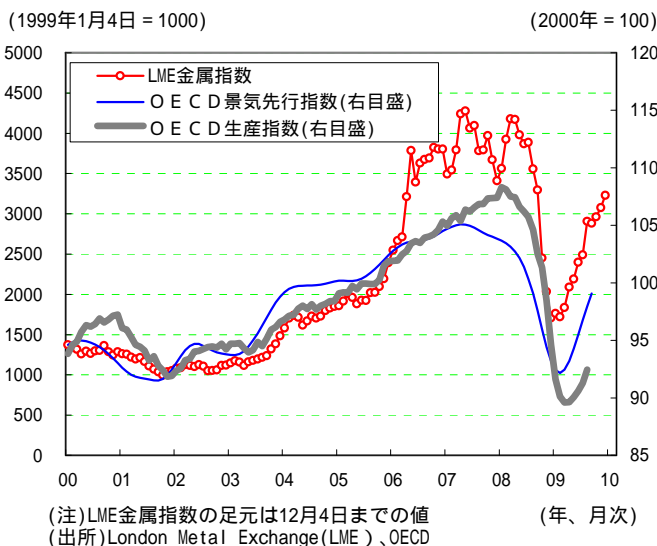
非鉄金属相場の動向を表すLME金属指数は、11月後半から12月初旬にかけて一段高となり、昨年9月以来14ヶ月ぶりの高水準になった。

年初からの相場上昇は景気回復を先取りする動きであり、LME指数は8月13日にほぼ1年ぶりに3,000の大台を回復した。政策効果のはく落による需要懸念からいったん下落に転じ10月2日に2,760の安値をつけたものの、その後は一進一退の動きが続いた。そうした中11月の市場では、米国の金融緩和長期化観測を背景にドル安が促され商品投資が活発になるとの思惑が一段と強まった。加えて60年ぶりの大雪となった中国で、銅や亜鉛、鉛の供給障害への懸念が強まったことをきっかけに16日に商品相場が急伸し、その後も中国の輸入減少や鉱山ストの終結など需給面での弱材料が続いたにもかかわらず、12月初旬にかけて一段高となった。

非鉄金属全般に、LME指定倉庫の在庫が増加している。年前半に急増した中国の輸入が一服していることや先進国の需要回復の遅れに加えて、供給面では、相場上昇により生産調整を緩和する動きも広がっている。来年にかけ主要鉱山の労働協約改定交渉が難航し、供給が不安定化することが懸念されているものの、実勢として金属の最終需要の回復が遅れているとの懐疑論も根強い。

このような不透明要因の多くは、方向性が明確になるまでしばらく時間がかかる公算であり、金属の需要者と生産者、政府や投資家とも、先行きの見通し判断が難しい状況にある。このため、当面の金属相場は、総じて横ばい圏で推移する可能性が高いであろう。もっとも、2010年に入って個人消費や設備投資の回復が続き、中国の金属地金の調達が再び活発化すれば、金属相場の水準も徐々に切り上がっていく見通しである。

(図表16) LME金属指数と世界景気



(図表17) LME金属指数(日次データ)



2. 銅～昨年9月以来の高値

銅相場（3ヶ月物、終値）は、11月前半は強弱材料が半ばして横ばい圏で推移したが、後半は上昇基調が強まり、12月2日には一時7,170ドルと、昨年9月以来の高値をつけた。

フォード(9/25)、奇瑞(10/2)、トヨタ(10/21)、上海(10/26)、フィアット(11/26)、現代(11/27)と、大手自動車メーカーによる中国の工場建設が相次いで明らかになったことは、建設、自動車向け両方の用途での銅需要の拡大を連想させた。

こうした中、世界最大の産銅会社であるコデルコは11月9日、日本と韓国の需要家向けに2010年出荷分の割増金を平均16%引き上げている。日韓の製錬業者は、中国、インド、韓国向けの出荷が多いことから新興国向け需要の強さを連想させた。コデルコは16日に対中割増金も13%引き上げ、需給の引き締め観測を強めた。

また、中国の華北地域を中心に、9日から降り続けた雪は、60年ぶりの記録的な大雪となり、河北、河南、陝西省などを中心に被害を広げている。大雪の被害による物流面への影響が懸念されて16日には、銅をはじめ、鉛、亜鉛などの相場が急騰した。

もっとも、LMEの指定倉庫の在庫水準は、依然として世界消費量の9日分に過ぎないものの、韓国、シンガポール、マレーシアなど、アジアの指定倉庫での在庫増が目立っており、中国需要のピークアウト懸念を強めている。実際、23日に公表された10月の中国の銅輸入量は17万トンと前月比40%減少した。

中国の実需について、政府系シンクタンクの安泰科が11月6日に出した国内の銅の需給バランス分析によると、2009年の中国の銅地金の生産量は404万トンに対して、銅地金の消費量は540万トンが見込まれている。そうした中、輸入量は300万トンに達し、136万トン（輸入300万トン - 供給不足分164万トン）の在庫の積み増しが行われたとの試算が示された。2010年については、消費量が583万トンに対して、生産量は440万トンが予想されており、在庫の増減がないとすると、輸入量は供給不足分に相当する143万トン程度にとどまる可能性がある。

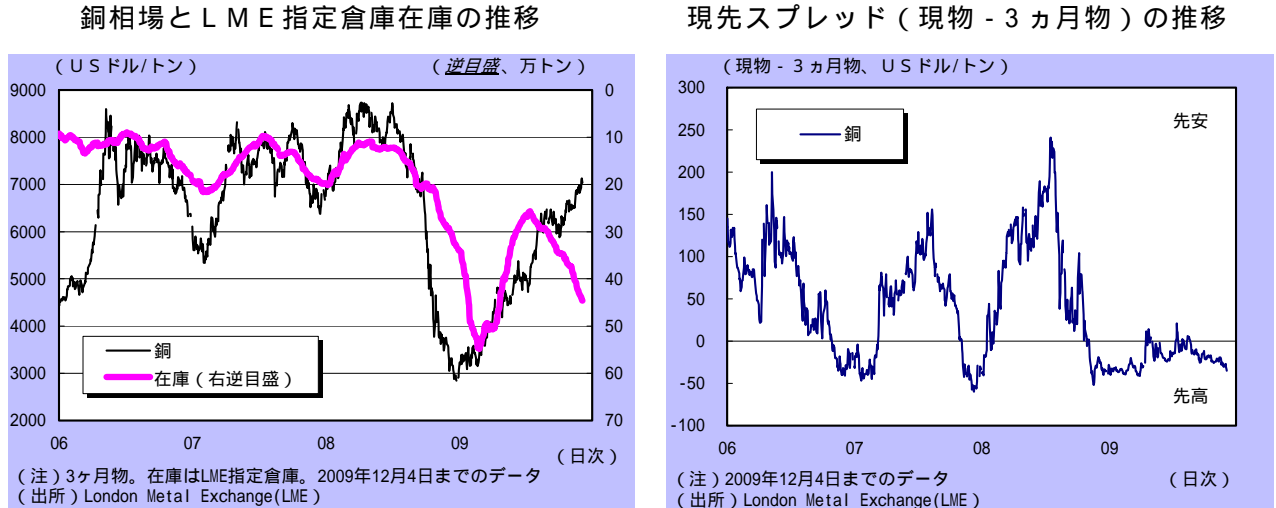
中国需要を用途別にみると、2009年は、電力向けが前年比18%増、建設向けが同16%増と、エレクトロニクス向けが同7%減となる中で、全体では同10%増が見込まれ、2010年についても同8%増と予測されており、社会インフラ建設や電力向け需要が旺盛な模様である。このため、中国政府は、アルミ、鉄鋼、セメントなどの業種に対し過剰生産を抑制させる姿勢を強めているが、インフラ建設に不可欠な銅については生産能力の拡大方針を示している。

一方、いくつかの鉱山では労使交渉が行われており、ストライキが懸念されている。BHPビリトン傘下のチリ・スペイン鉱山ではストが続き、18日には全ての操業が停止されていたが、20日に労使双方が新労働協定に合意し、23日に42日間にわたるストが終結した。ペルーのアンタミナ鉱山では、4ヶ月に及んだ労働協定の改定交渉が26日に妥結し、ストが回避された。しかし、コデルコ傘下の世界2位の鉱山であるチュキカマタ鉱山で、19日に7.5%と高めの賃上げ要求が出されており、緊張を高めている。

中国需要の先行きへの警戒感は依然として根強いものの、来年に入ると、欧米の製造業向け

に銅需要の増加が見込まれ、銅相場を下支えするだろう。当面、銅相場は7,000ドルをはさんで底堅く推移し、来年後半にかけて7,000ドル台後半で推移するようになろう。

(図表 18) 銅



3. アルミニウム～1年2ヶ月ぶりの高値

アルミニウム相場(3ヶ月物、終値)は上昇基調で推移し、12月3日には一時2,166ドルと、昨年10月以来1年2ヶ月ぶりの高値をつけた。

国際アルミニウム協会が発表した10月の世界のアルミニウム生産は、196.6万トンと前年比6.9万トン増加した。このうち、中国は129.4万トンと2ヶ月連続で過去最高を記録し、前年比7.5万トン増と、世界全体の増加分を上回った。アルコアやUCルサルなど、欧米の主要製錬業者が生産調整を継続する中、中国の中小業者の増産が目立つ。これまで生産抑制姿勢を続けてきた最大手の中国アルミも11月27日、休止していた生産設備の再稼働を発表した。

中国の製錬業者が生産拡大を強める背景には、アルミニウム相場の先高観測があるとされる。先高観により、現物を市場に放出せずに、手元に在庫として積み増すケースも増えているとされ、アルミニウム在庫が急増する要因となっている。

一方、11月5日にオーストラリア政府は、中国から輸入するアルミニウム製品に対し16%の関税を課すと発表しており、中国の供給力の拡大を警戒する動きも出ている。中国は2010年にアルミニウムの純輸出国に転じるとの見方もある。

なお、中国では、11月20日から産業用電力料金が5.7%引き上げられ、アルミニウム相場の買い材料となった。値上げは昨年7月以来1年ぶりとなる。原油や石炭の価格上昇が反映して追加的な料金引き上げが行われる可能性もあるとされる。中国のアルミ精錬業のコストに占める電気料金の比重は高いとされ、コスト面からの価格上昇圧力になりやすい。

中国のアルミニウム需要については、11月末に雲南省で開かれたセミナーで、政府系研究機関の安泰科のアナリストが、2010年は前年比15%増との予測を示した。自動車向けや建設向け

が好調なことや、高速鉄道車両向けの需要増加観測も指摘された。

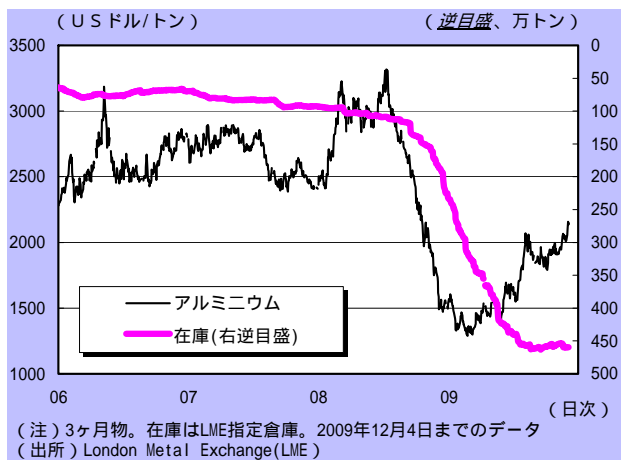
一方、米国の自動車市場では、7月下旬から9月上旬にかけ、新車買換え支援策の効果により販売台数が一時的に押し上げられており、その反動減が懸念されていた。ところが、政策効果がはく落した10～11月の新車販売台数は、2ヶ月連続で増加したため、米国の新車販売市場に底入れ観測が出ている。

もっとも、LME指定倉庫のアルミニウム在庫は、世界消費量の51日分と依然高水準にある。米デトロイトの指定倉庫の在庫が増加しており、引き続き、自動車関連のアルミニウム需要が低迷しているとの見方がある一方、投資家が投機目的でアルミニウムの現物を保有しているため、在庫水準が押し上げられているとの指摘もある。

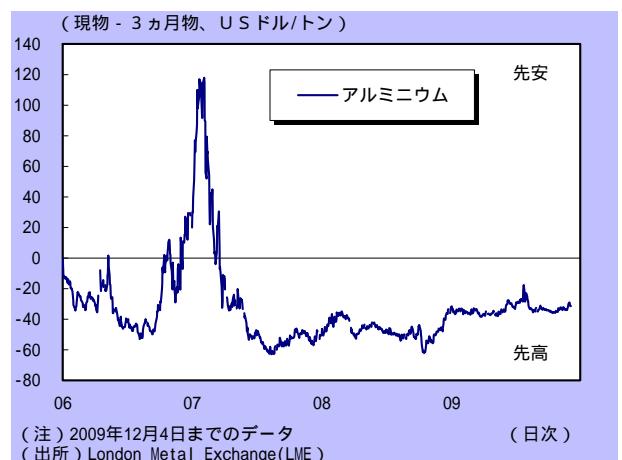
中国の供給増加への警戒感が根強いものの、需要については中国の好調に加え、先進国の自動車や建築部門で持ち直しの動きも現れ始めている。当面は、こうした強弱材料が半ばする状況が大きく変わらないとみられ、アルミニウム相場は2,000ドル前後で推移したのち、徐々に水準を切り上げてゆくだろう。

(図表 19) アルミニウム

アルミニウム相場とLME指定倉庫在庫の推移



現先スプレッド(現物 - 3ヶ月物)の推移



4. ニッケル～金属高の中での独歩安

ニッケル相場(3ヶ月物、終値)は下落基調で推移し、12月3日には1トンあたり16,005ドルと、7月21日以来およそ5ヶ月ぶりの安値をつけた。今年8月13日に20,605ドルの直近高値をつけた際には、ニッケルの主用途であるステンレス鋼の生産が回復するとの期待感が相場を押し上げていたが、ステンレス鋼の生産調整が再度強まる見込みになり、相場下落要因になった。米ドル安の進行もあって、他の金属が総じて上昇基調となる中、ニッケル相場の独歩安が顕著となっている。

ステンレス生産は中国を中心に回復基調にあり、ニッケル地金の需要量も持ち直してきている。しかし、ステンレス需要の回復は当初の見込みよりも遅れている模様である。韓国のポス

コはステンレス需要の底入れにより、今年6～8月まで出荷価格を毎月引き上げていたが、その後は需要の伸び悩みを受けて、9月と12月に値下げを発表している。

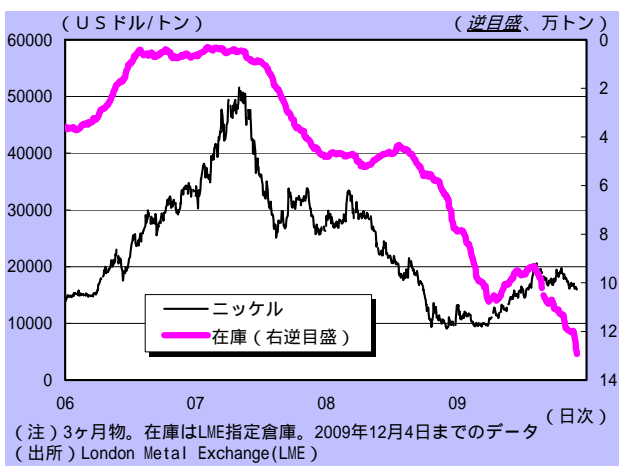
一方、中国の政府機関は13日、国内の今年のステンレス需要を当初予測の912万トンから970万トンに引き上げ、今年のニッケル需要予測についても40.4万トンから44.7万トンに上方修正した。もっとも、中国国内で投機目的の民間在庫が10～15万トンにのぼることが指摘され、今後、見切売りが出てくるとの見方もある。

ニッケルの供給面では、夏場にかけてのニッケル相場の回復を受けて、減産を緩和する動きが広がっている。ロシア最大手のノリリスク・ニッケルは2009年の生産予想を従来の28.5万～30万トンから28.4万トンに下方修正したが、業界全体では需要の持ち直しよりも供給の増加テンポが速く、ニッケル地金の在庫は15年ぶりの高水準に増加している。国際ニッケル研究会は、2009年に3.2万トン程度あったニッケルの超過供給が、2010年に10万トンに拡大するとの予測を示している。

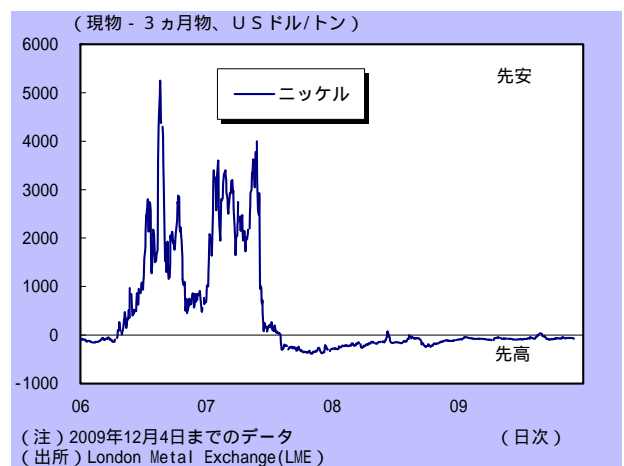
先行き、ステンレス鋼の需要は、中国で増加を続けることに加えて、先進国でも住宅や機械の関連を中心に持ち直すことが見込まれる。来年に入りステンレス鋼の生産調整が一巡すると、ニッケル相場は上昇傾向に転じると考えられる。

(図表20) ニッケル

ニッケル相場とLME指定倉庫在庫の推移



現先スプレッド(現物-3ヶ月物)の推移



5. 亜鉛～昨春以来の高値

亜鉛相場(3ヶ月物、終値)は上昇基調で推移し、12月2日には1トン=2,441ドルと昨年3月以来の高値をつけた。

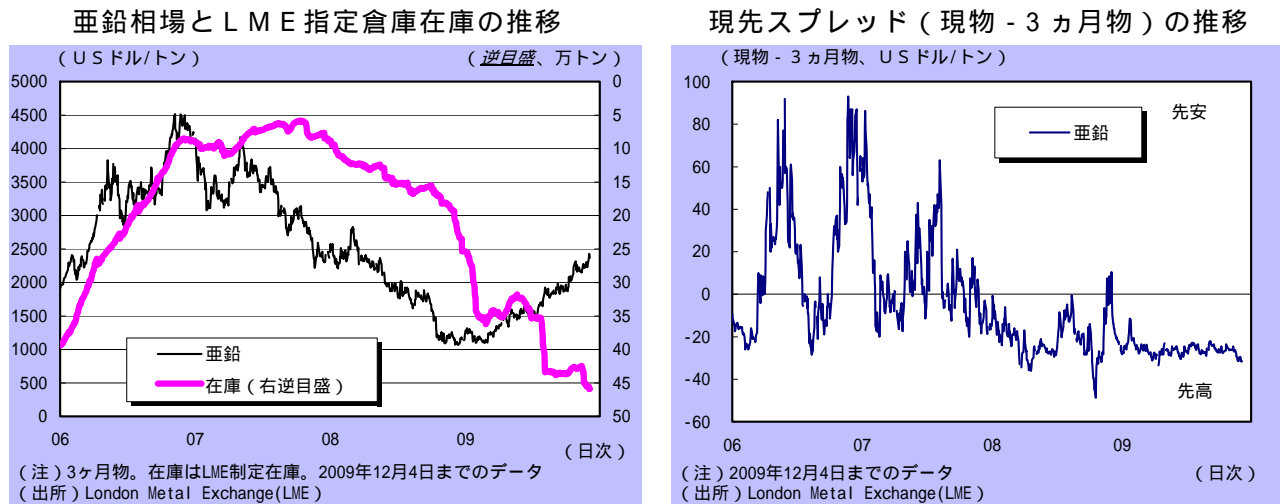
亜鉛は主用途であるメッキ需要が、中国の鉄鋼生産の増加を背景に拡大が見込まれていることが相場を押し上げている。また、中国をはじめ新興国の自動車生産・販売の拡大や、先進国での自動車販売の底入れ傾向も、相場を下支えする要因になっているとみられる。

一方で、亜鉛の供給の回復テンポは需要の回復よりも速く、供給超過の状態が続いている。

精錬所を再開させる動きが広がっていることもあり、需給が急速に引き締まる可能性は低い。国際鉛・亜鉛研究会は、今年の世界の亜鉛需給が、38万トンの供給過剰となり、需要の一段の回復が見込まれる2010年についても、22.7万トンの供給過剰になると予測している。

中国需要の増加基調に加え、これまで低迷が続いていた先進国の亜鉛需要が徐々に持ち直すと見込まれ、亜鉛相場は今後も緩やかな上昇傾向が続く見通しである。

(図表 21) 亜鉛



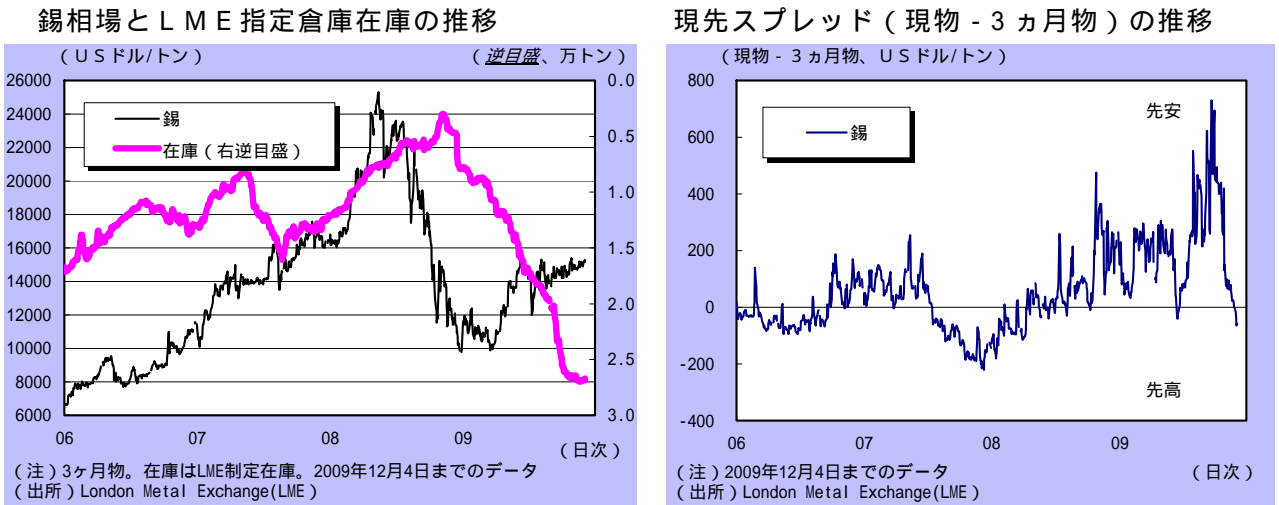
6. 錫 ~ ジリ高基調が続く

錫相場(3ヶ月物、終値)は、10月5日に1トン=14,200ドルの直近安値をつけたが、その後はじり高基調が続き、12月2日には15,225ドルと、8月5日以来4ヶ月ぶりの高値をつけた。

世界2位の錫生産国で最大の輸出国であるインドネシアでは、政府が違法業者の取り締まりを続けていたが、8月以降は取り締まりを一段と強化し、生産停止に追い込まれる業者が増加し、生産の抑制要因になっている。また、10月以降は強風と大雨による悪天候が続き、錫鉱石の採掘が困難となっている。鉱石不足により、中小製錬所の稼働率は30%程度にまで低下し、11月の錫地金の輸出量は前月比2割減少した。また、インドネシア政府は、資源政策上、乱開発を回避する目的で、錫の生産抑制に努めている。12月2日には錫輸出規制を発表し、来年の錫輸出を2009年の105,000トンから100,000万トンに減少させる方針を示した。

一方、錫の需要は、主用途であるエレクトロニクス製品の需要は、新興国を中心に好調なもの、日欧など先進国の需要回復が遅れており、インドネシアでの供給制約が続く中でも需給逼迫感が生じていない。当面の錫相場は、他の金属に連動して一進一退が予想されるものの、需要の底堅さを背景に来年にかけて上昇基調で推移する見通しである。

(図表 22) 錫



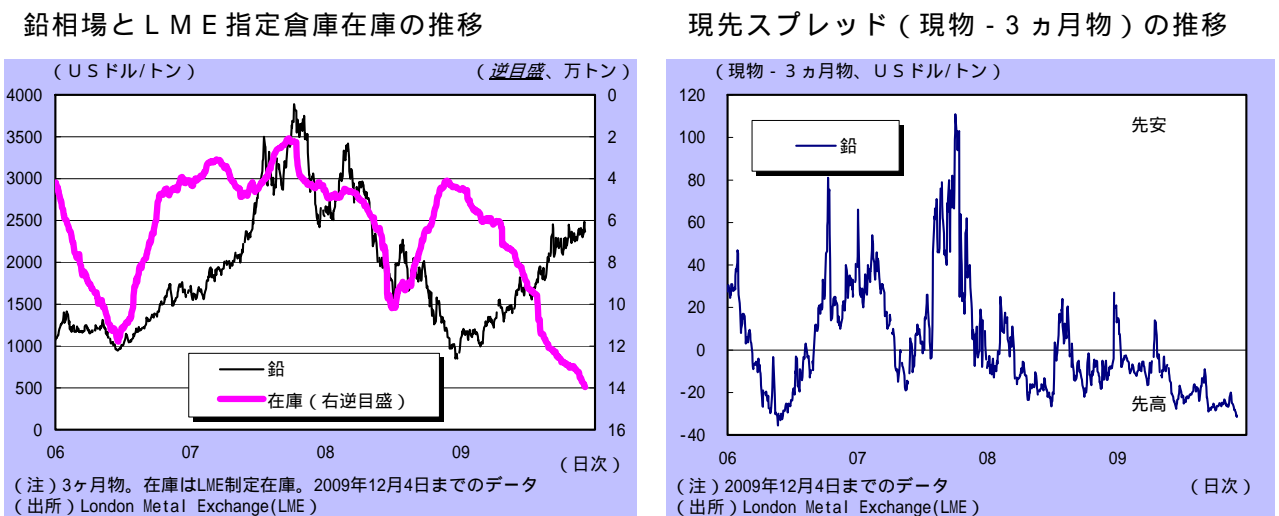
7. 鉛 ~ 1年半ぶりの高値

鉛相場 (3ヶ月物、終値) は、年初から上昇傾向が続いており、12月2日には1トン = 2,526ドルと1年半ぶりの高値を更新した。

中国を中心とする新興国での自動車販売の好調を背景に、鉛の主用途であるバッテリー需要は他の金属に比べて底堅い。一方、中国の鉛中毒問題により、環境効率の低い古い精錬所を中心に操業停止が相次いでいるほか、11月は中国の大雪被害も重なり供給懸念が一段と強まったことが相場を押し上げる要因となった。

先行きについても、冬場のバッテリー交換の需要が増えてくるとみられほか、米国をはじめ先進国の自動車販売の回復もあり、需給が引き締まった状態は今後も続くと思われる。鉛相場は底堅い推移が見込まれる。

(図表 23) 鉛



トピック

～ 2010 年の商品市況の見通し～

本稿では、原油やベースメタルを中心に商品市況の見通しを述べてみたい。2009 年の商品市況は全般に上昇した。商品価格は商品と通貨との交換比率なので、商品価格が上昇している場合には「商品高」と「通貨安」の 2 通りの解釈ができる。しかし、通貨安ならば物価全般が上昇しているはずであり、各国の一般物価が下落したり、インフレ期待が安定している現状から判断すると「商品高」だったといえる。2010 年も、緩やかな「商品高」が続くと見込まれる。

(1) 商品市況全般

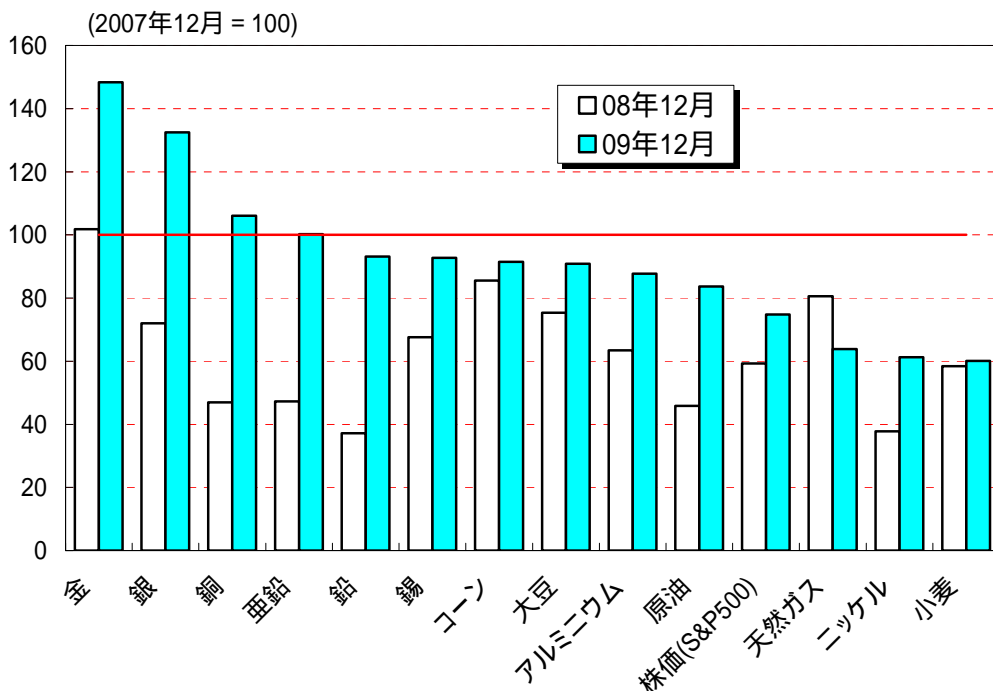
現状

2009 年の主な商品市況の動向をみると、金、銀など貴金属の上昇が目立つ。例えば、金価格（ドル建て）の年初からの上昇率は 4 割強である。これは、銅や原油が 2 倍以上に上昇したのとは比べると小幅だが、金は 2008 年後半にそれほど下落しなかったため、最高値更新が続いた。

09 年 12 月(4 日までの平均値)と 07 年 12 月を比較すると、金(148%)、銀(132%)、銅(106%)は上昇しているが、亜鉛(100%)は同水準、アルミニウム(88%)、原油(84%)、天然ガス(64%)、ニッケル(61%)などは水面下にとどまっている(図表 24)。

日米欧の金利が非常に低い水準で推移する中で、通貨や金融資産との代替性が高い貴金属は、投資対象としての相対的な魅力が増したものと考えられる。これに対して、原油やアルミニウムなどは、産業向けの需要の持ち直しが遅れており、在庫水準が多いことも嫌気されて、上値は限定的になっている。

(図表 24) 主な商品市況の動向(ドル建て、2007 年 12 月を基準)



(注)2009年12月は4日までの平均値
(出所)Bloomberg

見通し

来年についても、世界景気は回復基調で推移すると見込まれ、商品市況は総じて、緩やかな持ち直し傾向が続くだろう。金、ベースメタル、石油などの商品は、金利や配当を稼ぐ資産ではないので経済成長に取り残されるとの懸念があるかもしれないが、この点に関しては、増えた所得や資産の一部を商品として保有しようという動機を持つ人が出てくることや工業製品の需要が増えることで、世界経済の成長に伴って価格が上昇する力が働くと考えられる。

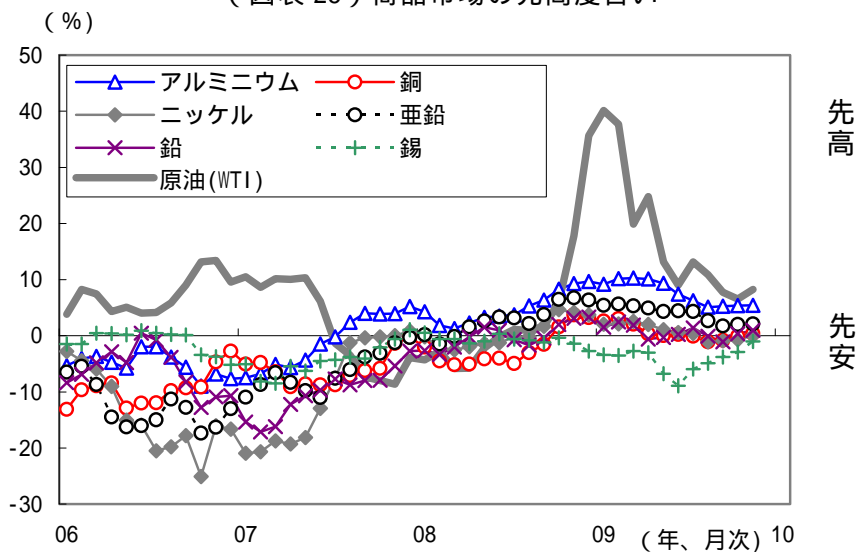
一方で、そもそも富の貯蔵手段としての需要が中心になっている金など貴金属については、景気回復が持続する蓋然性が高いと見込まれる場合には、株価の上昇観測や預金・債券の金利上昇によって相対的な魅力が低下する面もある。これに対して、産業向けの用途が中心となる石油やベースメタルについては、景気回復によって需要が持ち直すと在庫が減少し、需給の引き締まりが意識されると相場の上昇につながりやすい。

また、2010年は、これまでのドル安に歯止めがかかり、緩やかなドル高が見込まれる。石油やベースメタルの相場にとって、景気回復の持続は押し上げ材料になるうが、ドル高が押し下げ要因になり、総じて緩やかな上昇にとどまると考えられる。

なお、金属や石油の商品相場の上昇時には現物需給の逼迫が材料になっている場合が多く、そうした場合には、現物高（あるいは期近高）・期先安になっていることが多い。しかし、現状では、各商品とも在庫水準は高く、現物の需給逼迫感はなく、先物市場には先高観測が残った状態が続いている（図表 25）。

こうした状況は、当面、変わらないとみられる。つまり、現物需給の逼迫感のない中で、緩やかな商品市況の上昇が続くだろう。

（図表 25）商品市場の先高度合い



(注)期先物(1年先物) - 期近物として、計算
(出所)Bloomberg

(2) 原油相場

現状

原油相場（WTI、期近物）は、2009年春以降は上昇傾向で推移し、10月には一時82ドルをつけたが、その後は上値が重くなり、足元では70ドル台後半を中心に推移している。現在、米国など北半球では冬場の需要期を迎えているが、米国では、中間留分の在庫が高水準にあり、在庫調整のために製油所では減産が続いている。

また、化学工業の原材料になるナフサについては、夏場までアジアを中心に需要が回復していたが、中国の石油化学製品に対する需要の持続性についての懐疑的な見方も出ていた。しかし、現状では、中国の石油化学製品の需要は底堅く、一部で懸念されていた需要の失速感は出ていないようだ。

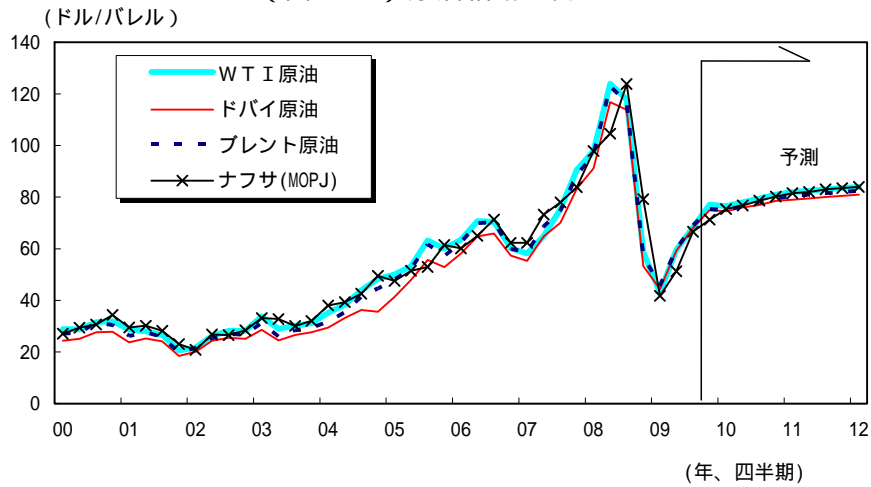
強弱の材料が入り混じる中、12月22日にOPEC特別総会が開催される。12月の総会をめぐっては、一方では原油需給は緩和しており減産がありうるという見方があったり、他方では、80ドルを上回ってくると増産すべきとの声も出ていたが、結局のところ、据え置きに落ち着くものと思われる。

見通し

今後は、徐々に物流向けや工場向けの石油需要が持ち直してくるとみられる。来年半ばにかけて、米国で中間留分の在庫の過剰感が後退してくると、石油製品価格が徐々に上がりやすくなっていくと考えられる。

ガソリンは、もとより相対的に需要の変動は小さく、米欧日の需要は低位安定的に推移しそうだ。しかし、ナフサ需要はアジアを中心に堅調である。欧州の生産活動が持ち直しして、欧州でのナフサの余剰感が後退してくると、アジアも含めて需給が引き締まりやすくなると思われる。結果として、石油製品の市況は、ナフサや軽油を中心に原油よりも上がりやすくなると思われる。こうした状況は、原油市況においては、WTI高につながりやすく、原油相場は、WTIを中心に、緩やかな上昇基調が続くだろう（図表26）。

(図表 26) 原油相場の見通し



	予測値 (ドル/バレル)												
	09年				10年				11年				12年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q
WTI原油価格	43.1	59.6	68.3	77.1	76.5	78.0	79.5	81.0	82.0	82.5	83.0	83.5	84.0
ドバイ原油価格 (WTIとの価格差)	44.4 (-1.3)	59.2 (0.4)	68.1 (0.2)	75.0 (2.1)	74.5 (2.0)	76.0 (2.0)	77.0 (2.5)	78.5 (2.5)	79.0 (3.0)	79.5 (3.0)	80.0 (3.0)	80.5 (3.0)	81.0 (3.0)
プレント原油価格 (WTIとの価格差)	45.7 (-2.6)	59.7 (-0.1)	69.0 (-0.7)	75.3 (1.7)	75.0 (1.5)	76.5 (1.5)	78.0 (1.5)	79.5 (1.5)	80.5 (1.5)	81.0 (1.5)	81.5 (1.5)	82.0 (1.5)	82.5 (1.5)
ナフサ価格(MOPJ) (プレントとの価格差)	41.8 (-3.9)	51.2 (-8.5)	66.6 (-2.4)	71.3 (-4.1)	75.3 (0.3)	76.8 (0.3)	78.7 (0.7)	80.3 (0.8)	81.5 (1.0)	82.0 (1.0)	83.0 (1.5)	83.5 (1.5)	84.0 (1.5)

(注) シャドウ部分は予測。期中平均値。

(3) ベースメタル相場

現状

非鉄金属市況は、景気回復を先取りする形で上昇してきた。09年前半は、上海市況に牽引される傾向が顕著であったが、最近では、国際市況であるLMEと上海市況との価格差は縮小してきている。こうした中、中国の金属需要は、備蓄購入や在庫積み戻しが一巡する中でも高水準を続けているものの、先進国の需要が低迷している。一方で、市況の上昇を受けて生産を再開する鉱山や精錬所が増えており、金属地金の供給が増加して、LME倉庫の在庫が増加している。しかし、景気回復持続に伴って、金属需要が持ち直すと観測などから、金属市況は総じて上昇傾向で推移している。

見通し

2010年の金属市況は、総じていえば、世界経済の回復基調に伴って、緩やかな上昇傾向で推移すると見込まれる。以下、個別のベースメタルについてみていく(図表27)。

銅は、需給の引き締めが見込まれやすい状況にある。需要面では、住宅不況の影響を相対的に受けにくく、エレクトロニクスや自動車の生産活動の持ち直しや、新興国における電力施設建設に関連した需要の増加が見込まれる。また供給面では、鉱石の品質低下による地金供給

の減少や、大鉱山で労働協約の改定時期に差し掛かっているためストライキが起こるリスクも懸念される。

これに対して、アルミニウムについては、各国の住宅不況やビル建築の低迷を受けやすい。また、中東などで供給力が増加していることや、中国の精錬所の増産が見込まれることもあり、需給緩和懸念が根強い。しかし、石炭や石油の価格上昇を受けて電力価格の上昇が見込まれ、電力を大量に消費するアルミニウム精錬のコスト上昇圧力になる。

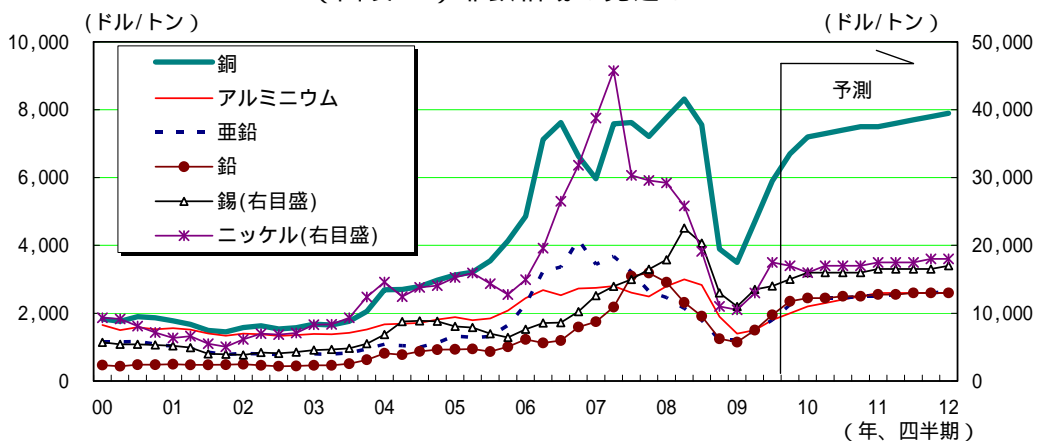
ニッケルは、目先は、市況が弱含む可能性がある。ニッケルの主用途であるステンレス鋼の需要の持ち直しが遅れており、再度、生産調整が強められそうである。もっとも、来春には、住宅着工や機械類の生産持ち直しを受けて、ニッケル市況も上昇に転じるであろう。

亜鉛は、中国の鉄鋼生産の増加に伴って、メッキ向けの需要が持ち直している。市況高を受けて精錬所の稼働が再開しており、需要の増加を上回るテンポで供給が増加しており、在庫は増加傾向が続いている。需給の緩和感が残ったままであるが、他の金属と連動して緩やかな相場上昇が続く見込みである。

鉛は、中国での中毒問題による鉱山の閉鎖などで供給が抑制されている。一方、新興国での自動車生産が増加していることや、先進国における交換用バッテリー需要が底堅いことを背景に、総じて地金需要は底堅い。鉛相場は底堅い推移が見込まれる。

錫は、エレクトロニクス関連需要の持ち直しに伴って相場も持ち直していこう。足元は、季節的にエレクトロニクス関連需要が一巡する時期であり、錫相場も横ばい圏で推移しているが、旧正月明けに中国需要の増加などが材料視されて、相場は再び上昇するとみられる。

(図表 27) 非鉄相場の見通し



	予測												
	09年				10年				11年				12年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q
銅	3,500	4,700	5,900	6,700	7,200	7,300	7,400	7,500	7,500	7,600	7,700	7,800	7,900
アルミニウム	1,400	1,500	1,800	2,000	2,200	2,300	2,400	2,500	2,600	2,600	2,600	2,600	2,600
ニッケル	10,500	13,000	17,500	17,000	16,000	17,000	17,000	17,000	17,500	17,500	17,500	18,000	18,000
亜鉛	1,200	1,500	1,800	2,250	2,400	2,450	2,450	2,500	2,500	2,550	2,600	2,600	2,650
鉛	1,150	1,500	1,950	2,350	2,450	2,450	2,500	2,500	2,550	2,550	2,600	2,600	2,600
錫	11,000	13,500	14,000	15,000	16,000	16,000	16,000	16,000	16,500	16,500	16,500	16,500	17,000

(注) 期中平均値。

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性を保証するものではありません。また執筆者の見解に基づき作成されたものであり、弊社の統一的な見解ではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。当資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。一部を引用する際は必ず出所（弊社名、レポート名等）を明記して下さい。全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、弊社までご連絡下さい。