

## 調査レポート

# コモディティ・レポート <2010年2月>

### 1月の原油市況 ~ 月末にかけて下落

原油相場(WTI、期近物)は、1月11日に一時84ドルに迫った後に下落に転じ、2月5日の終値は71.19ドルであった。足元では、景気先行き懸念や対ユーロでのドル高が弱材料となって原油相場は大幅に下落したものの、世界景気は回復基調を持続する見通しであり、原油相場は上昇に転じると考えられる。石油製品の在庫調整が進展すると、夏場にかけて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くなる。もっとも、超低金利下で投機が起りやすいことや、米国を中心に金融規制の強化が検討されていることが市場心理を振れやすくしていることもあり、相場の変動が大きくなる可能性がある。

### 1月の非鉄金属市況 ~ 下落傾向が強まる

非鉄金属相場の動向を表すLME金属指数は、年初に昨年来高値を更新したものの、その後は一転して下落基調となり、2月5日は4ヶ月ぶり安値をつけた。中国の金融引き締め、ギリシャの財政懸念、米国の金融規制強化案が相場の下押し要因となった。中国の金融引き締めについては、微調整にとどまるとの見方が大勢だが、政策の方向性や落ち着きどころがみえるまで、まだしばらく相場の不安定要因となろう。もっとも、中国はもちろん、欧米でも景気回復が鮮明となっており、金属需要は底堅い推移が見込まれている。このため、金属相場は徐々に反発に転じる見通しである。

### トピック ~ 景気の先行きを織り込んで変動する原油価格

原油は、現物の荷余りが続く中で、価格が上昇する傾向が続いている。先行き数年にわたって世界経済の拡大基調が続けば、原油の需給が引き締まり、それに伴って価格が上昇していくだろうとの読みが支配的なことを示唆している。今後、石油製品の荷余り状況が解消されてくると、石油市場全般を押し上げる要因になってくると思われる。ただし、ある程度は、すでに市場に織り込まれているため、緩やかな上昇にとどまるだろう。なお、原油市場に対する投機的な関心は引き続き高く、大幅な価格変動につながりやすい状況は続くと思われる。

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 )  
〒108-8248 東京都港区港南 2-16-4  
TEL:03-6711-1250

・原油

1. 1月の原油市況：月末にかけて下落

原油相場(WTI、期近物)は、12月半ばに1バレル=70ドルを割り込んだ後に上昇に転じ、1月11日には一時84ドルに迫った。しかしその後は下落に転じ、1月末には73ドルを下回った。2月5日の終値は71.19ドルであった。

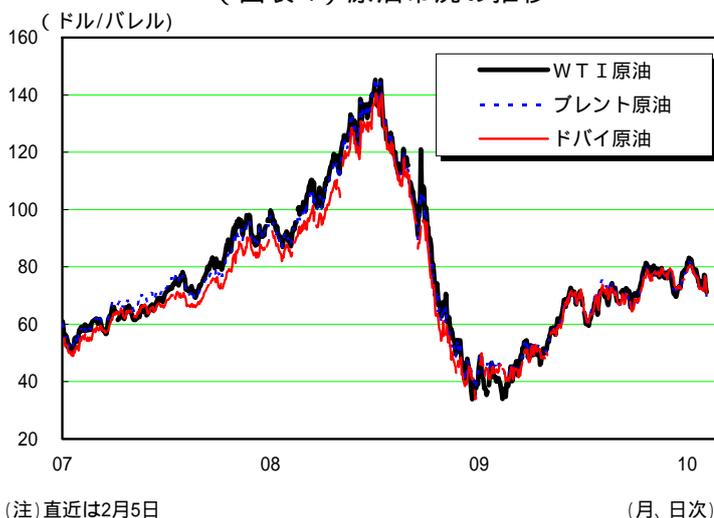
1月上旬は、世界景気回復観測や米国北東部などの寒波による需要増を材料に相場は上昇した。11日には中国の貿易統計で原油輸入が過去最大を記録したことも買い材料とされた。

しかし、その後は相場の下げ材料が相次いだ。12日には中国の人民銀行が預金準備率の引き上げを発表し、景気抑制効果が懸念された。また、米欧の景気指標が弱めに出たことや欧州の財政悪化問題への懸念から各国株価が下落したこと、22日には米大統領が金融規制案を発表したこともあって、リスクマネーが収縮するとの見方から原油の売り材料とされた。また、対ユーロを中心にドル相場が上昇したことも、原油価格の抑制要因になったとみられる。

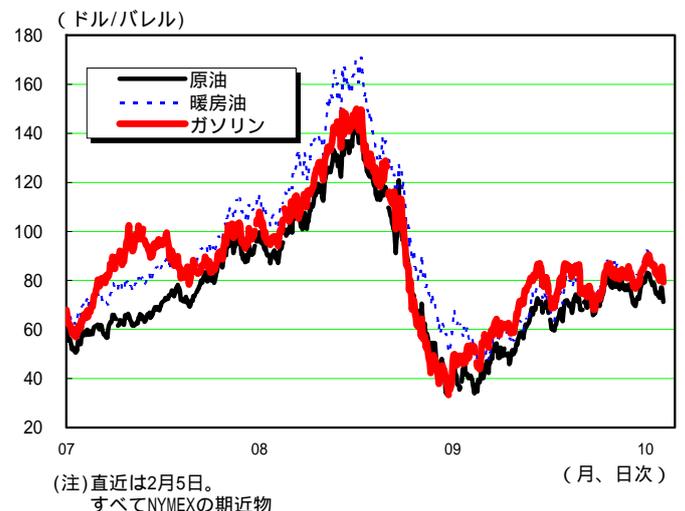
WTI・ブレント・ドバイの油種間スプレッド(価格差)をみると、12月に米景気の改善期待を背景に相対的にWTI高が進んだ後、ほぼ横ばいで推移している(図表3)。一方、原油価格の先物カーブをみると、先高の度合いはあまり変わっていない(図表6)。従来、価格下落局面では、期近物よりも期先物の下落幅が小さくなり、結果として先高の度合いが強まる傾向であったが、1月の下落局面では先高の度合いが強まらなかった。なお、先物市場における投機筋のポジションは買い越し幅が拡大していたが、1月後半以降に縮小した(図表7)。また、商業筋も含めた先物の全建玉残高は、1月後半以降も増加を続けた(図表8)。

足元では、世界景気の先行き懸念や対ユーロでのドル高が弱材料となって原油相場は大幅に下落したものの、世界景気は回復基調を持続する見通しであり、原油相場は上昇に転じると考えられる。冬場の間に米国の製油所が減産を継続し、石油製品の在庫調整が進展すると、夏場にかけて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るだろう。もっとも、超低金利下で投機が起こりやすいことや、米国を中心に金融規制の強化が検討されていることが市場心理を振れやすくしていることもあり、相場の変動が大きくなる可能性がある。

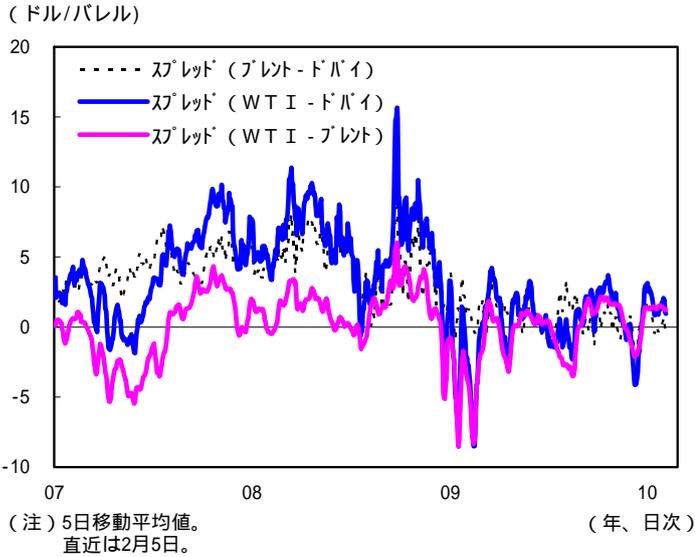
(図表1) 原油市況の推移



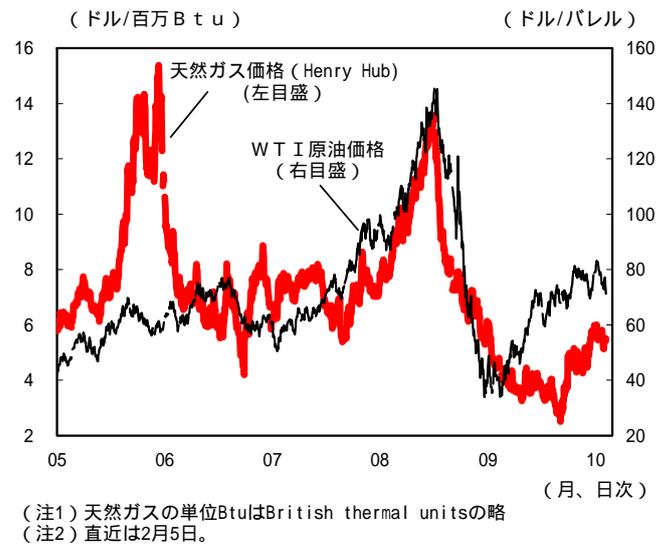
(図表2) 石油製品市況の推移



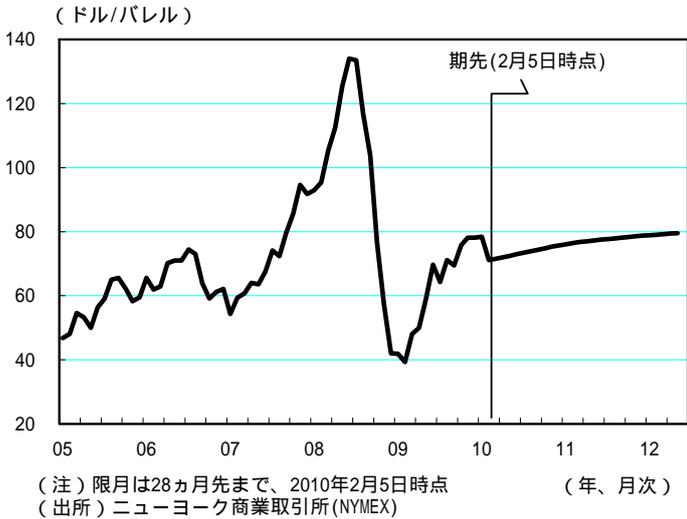
(図表3) 油種間スプレッドの推移



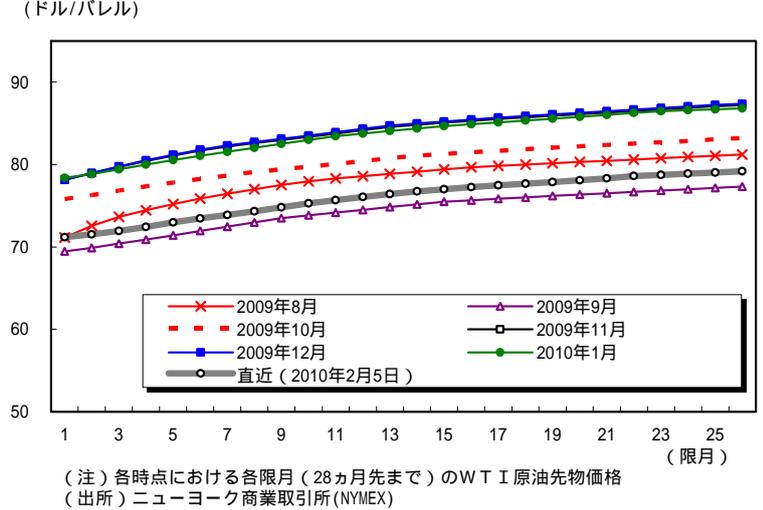
(図表4) 米国天然ガス市況の推移



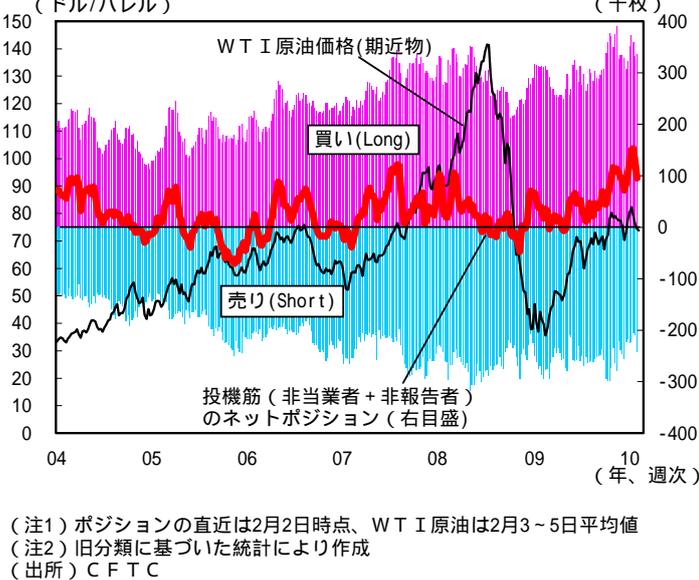
(図表5) 原油先物価格と先物カーブ



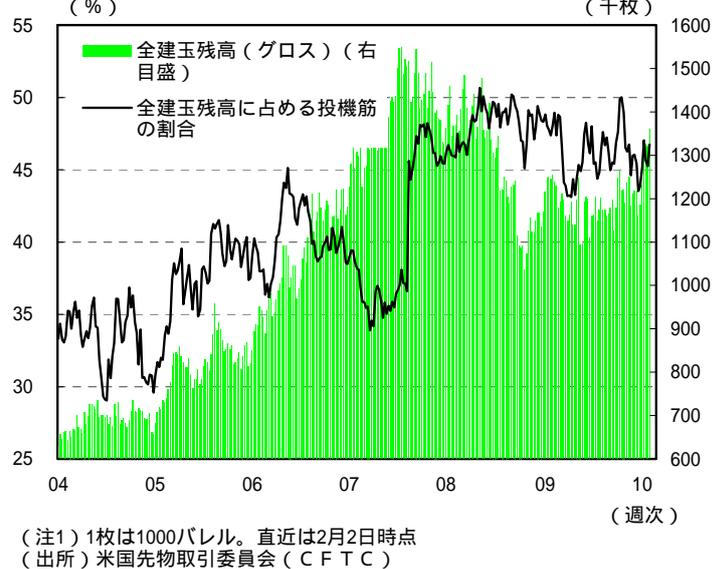
(図表6) WTI原油の先物カーブの変化



(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)

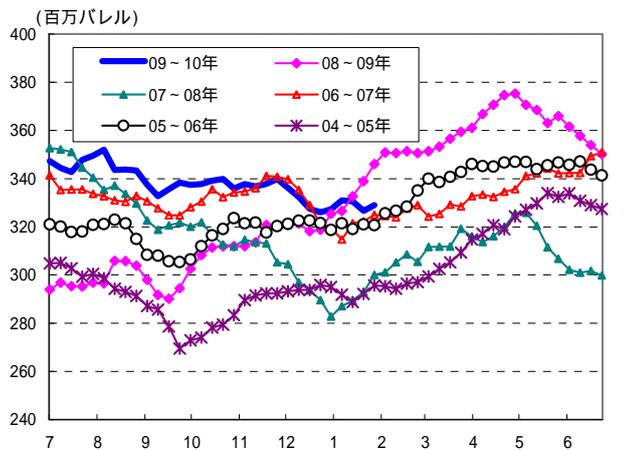


## 2. 品目別需給動向

### (1) 米国原油需給；原油在庫は、前年水準を下回って推移

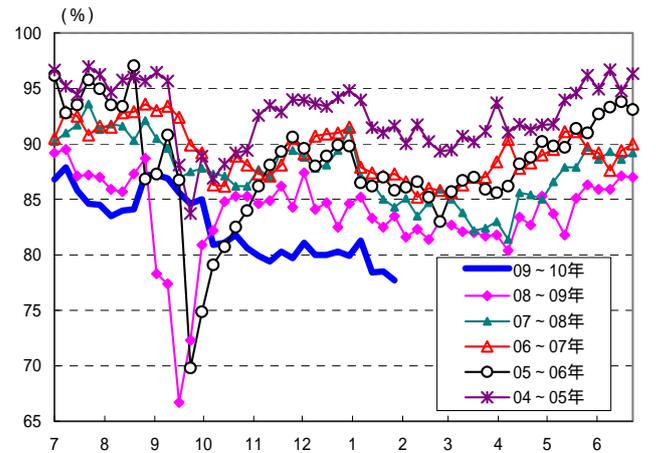
米国の原油在庫は、1月に入って前年水準を下回って推移している(図表9)。その背景として、石油会社が在庫評価益への課税を避けるため、12月に原油の輸入量を減らしたことが指摘されている。一方で、製油所の稼働率は低迷しており、原油需要は依然として弱いままである(図表10)。原油在庫は緩やかな減少傾向が続いているものの、原油需要の低迷が続いており、当面、原油需給に引き締め感が生じにくいとみられる。

(図表9) 米国の各年の原油在庫



(注) S P R を除く原油在庫、直近値は1月29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

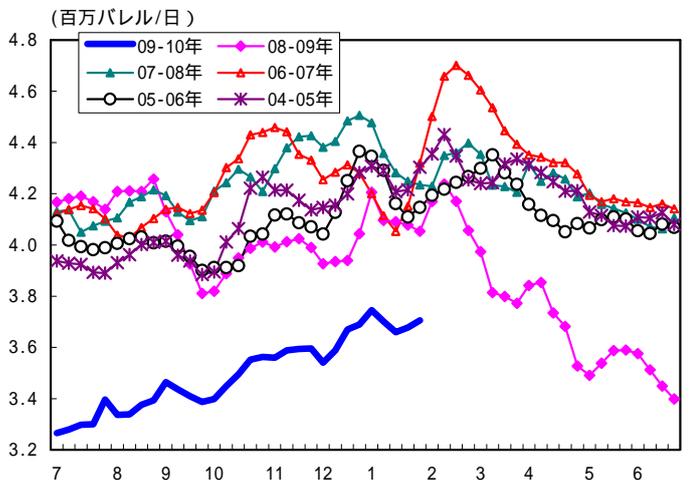


(注) 直近値は1月29日 (月、週次)  
(出所) 米国エネルギー情報局 (EIA)

### (2) 米国石油製品；中間留分消費量の持ち直しは緩慢

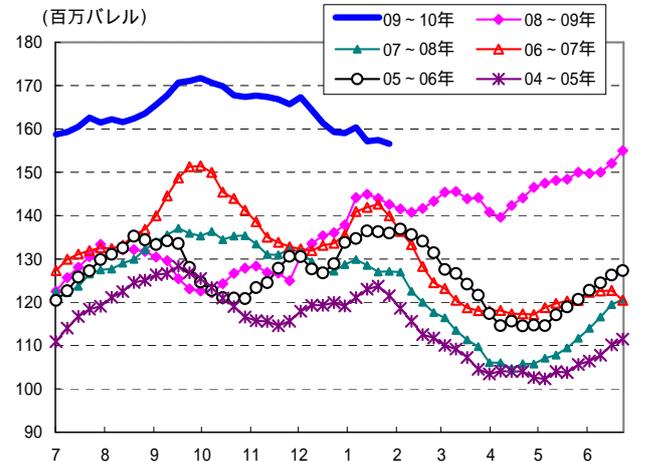
ガソリン小売価格(全米平均)は2.7ドルをはさんだ推移が続いており、ガソリン消費量は前年水準前後で推移している。一方、中間留分の消費量は緩やかに持ち直しつつあるものの、依然として物流や工業関連の需要が低迷しており、前年水準を大きく下回っている(図表11)。一方

(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1月29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1月29日 (月、週次)  
(出所) 米国エネルギー情報局 (EIA)

で製油所は減産を強化しており、中間留分の在庫は減少傾向で推移しているものの、在庫調整には今しばらく時間がかかりそうである（図表 12）。

### （ 3 ）ナフサ；上昇後、下落

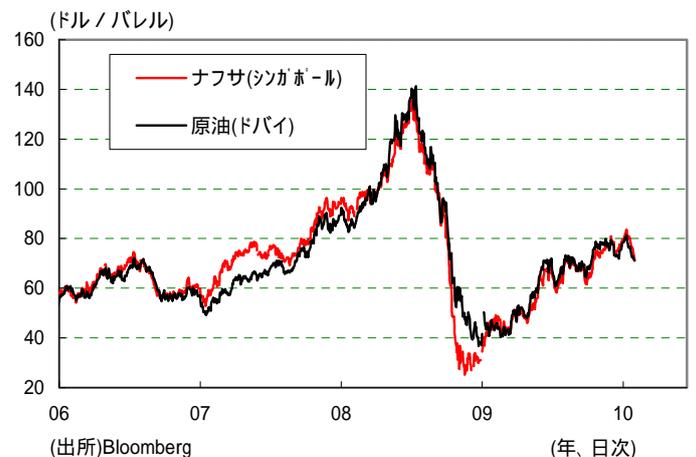
日本の 12 月の輸入ナフサ価格（通関）は、1 リットルあたり 42.3 円と、前月に比べ 2.4 円上昇した。一方、12 月の輸入原油価格は 44.1 円と前月に比べ 1.5 円の上昇にとどまっているものの、依然としてナフサが原油に対して割安な状況が続いている（図表 13）。11 月に比べて円高が進んだことにより、円建てのナフサと原油の輸入価格が抑制された面もある。

年明け後の市況動向をみると、1 月前半にナフサは上昇したが、2 月上旬にかけて下落した（図表 14）。アジア地域の原油価格の指標であるドバイ原油も、同様の動きであった。3 月には、韓国や日本の石油化学メーカーが補修のため稼働率を低下させるとされており、足元ではナフサの買い手が少ないようだが、一方で産油国は強気の価格提示を行っているようである。もっとも、アジアの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らず、当面、ナフサ価格は原油価格と連動する状況が続くだろう。

（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(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

1月のOPEC12ヶ国の原油生産(日量)は前月とほぼ同水準だった(0.5万バレルの小幅減少。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-1万バレルと小幅減少した。生産量は生産枠を179.5万バレル超過しており、2009年1月から実施されている420万バレルの減産目標に対して遵守率は57%と、一時は80%程度に達した頃に比べ減産は緩んでいる。

次回総会は、3月17日にウィーンで開催される。いくつかの産油国からは、早くも生産枠の据え置きが妥当といった声が聞かれる。OPECやIEAの見通しでも、2010年のOPEC原油への需要量は、2009年比で横ばい程度との見方になっている。新興国の需要が増加するものの、先進国の需要の低迷が続くとみられている。また、NGL(天然ガス液)の生産・利用が増加して、原油に対する需要を抑制すると見込まれている。

イラン核開発問題では、1月16日に国連安保理の常任理事国とドイツによって、対イラン追加制裁について議論されたが、制裁決定は見送られた。しかし、29日に米務長官が中国に対しイラン制裁への協力を呼びかけるなど、核開発を継続するイランへの制裁強化論が強まりつつある。そうした中、2月2日に、イラン大統領がIAEA(国際原子力機関)等による提案を一部受け入れる方針を示した。イランは、従来、同国の保有する低濃縮ウランと、ロシアやフランスなどから提供される加工核燃料との交換方法について、イラン国内で行われるべきとの立場をとっていたが、国外での実施について応じる方針に転換したようだ。これに対しては、いつものように時間稼ぎに過ぎないとの見方がある。

(図表15) OPECの生産動向

(万バレル/日)

国名	生産量 (1月)	生産量 (12月)	超過量 (1月)	生産枠 (09年1月~)	産油能力	稼働率	生産余力 (1月)
アルジェリア	129.5	127.0	9.2	120.3	140.0	92.5%	13.0
アンゴラ	187.0	188.5	35.3	151.7	205.0	91.2%	15.0
エクアドル	47.0	47.0	3.6	43.4	50.0	94.0%	3.5
イラン	380.5	379.5	46.9	333.6	400.0	95.1%	20.5
イラク	231.5	235.0	-	-	250.0	92.6%	10.0
クウェート	226.0	225.0	3.8	222.2	265.0	85.3%	43.5
リビア	152.5	152.0	5.6	146.9	178.5	85.4%	26.5
ナイジェリア	202.5	200.5	35.2	167.3	250.0	81.0%	59.5
カタール	79.5	78.5	6.4	73.1	90.0	88.3%	14.0
サウジアラビア	815.0	818.0	9.9	805.1	1,150.0	70.9%	331.0
UAE	228.0	227.0	5.7	222.3	265.0	86.0%	39.0
ベネズエラ	216.5	222.0	17.9	198.6	240.0	90.2%	18.0
OPEC12カ国	2,895.5	2,900.0	-	-	3,483.5	83.1%	593.5
OPEC11カ国	2,664.0	2,665.0	179.5	2,484.5	3,233.5	82.4%	583.5

(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. 1月の非鉄市況全般：下落傾向が強まる

非鉄金属相場の動向を表すLME金属指数は、年初に昨年来高値を更新したものの、その後は一転して下落基調となり、2月5日には4ヶ月ぶりの安値をつけた。この間、ほぼ全ての金属が一本調子で下落した。

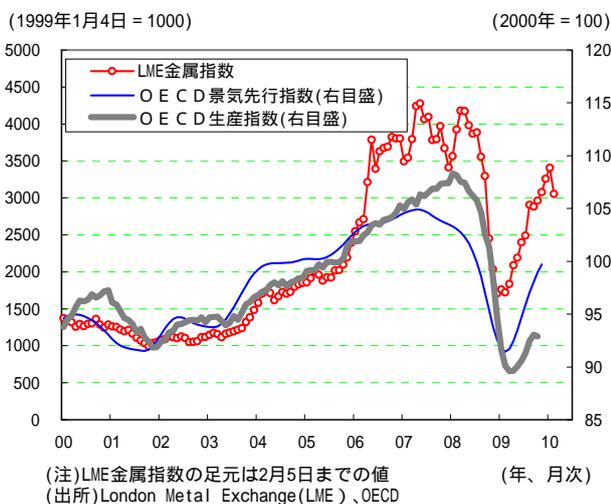
相場の下押し要因となったのは、中国の金融引き締め、ギリシャの財政懸念、米国の新金融規制強化案であった。中国の金融引き締めは、非鉄金属の最大の消費国である中国の景気が抑制され、非鉄金属需要が減退することが懸念された。また、ギリシャの財政懸念をきっかけにドル高/ユーロ安の動きが強まったことは、非鉄金属にとどまらず、コモディティ市場全般の下押し圧力となった。さらにオバマ大統領が公表した金融規制案は、商業銀行によるファンド投資を規制する内容であったため、コモディティ市場全般からファンド資金が流出するとの懸念を強めた。

一方、経済ファンダメンタルズをみると、中国をはじめ新興国の力強い経済成長が続く中、ここにきて米国や欧州でも景気の回復傾向が鮮明になり、金属需要は底堅い推移が見込まれている。

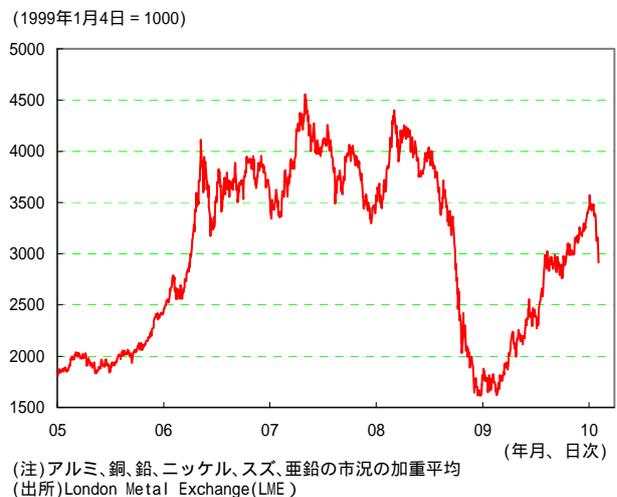
LME金属指数は、昨年2月につけた1,620ポイントを底値に一本調子で上昇し、今年1月6日につけた3,572ポイントの高値は底値と比べ2倍以上の水準になった。このため、きっかけ次第で調整が入りやすかったともいえる。

中国の金融引き締めについては、今のところ不動産など一部の業種を対象にした微調整にとどまるとの見方が大勢である。政策の方向性や落ち着きどころがみえるまでは、まだしばらく相場の不安定要因になるとみられるものの、世界景気の持ち直しが鮮明になるにつれて、金属相場は反発に転じる見通しである。もっとも、欧州各国の財政悪化懸念によるドル高/ユーロ安は、問題が長期化する様相を呈しており、ドル高基調が、商品相場の上昇テンポを抑制する可能性が出てきている。

(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 ~ 大幅安

銅相場（3ヶ月物、終値）は1月6日に一時1トン=7,742ドルと、2008年8月以来の高値をつけた後は一転して下落基調が強まり、2月4日には同6,239ドルと昨年10月19日以来3ヶ月半ぶりの安値をつけた。1月の月間騰落率は9%の下落となり、リーマン・ショック直後の2008年12月以来の大幅な下げとなった。

中国の金融引き締め、ギリシャの財政懸念、米国の金融規制強化案が相場の抑制要因となった。相場の買い材料されてきたチリ国営会社傘下のチュキカマタ鉱山（世界2位の鉱山）のストが、1月6日に終結したことも売り要因となった。

もっとも銅相場は、昨春以降ほぼ一本調子で上昇し、年間上昇率が140%を記録していたため、きっかけ次第で調整が入りやすかったともいえる。需要増加や供給制約が意識されやすい銅のファンダメンタルズに変化はない。

実際、12月の中国の銅輸入は前月比27%増と急増した。昨夏以降の減少基調を脱し、銅輸入を本格再開させていたことがうかがえる。

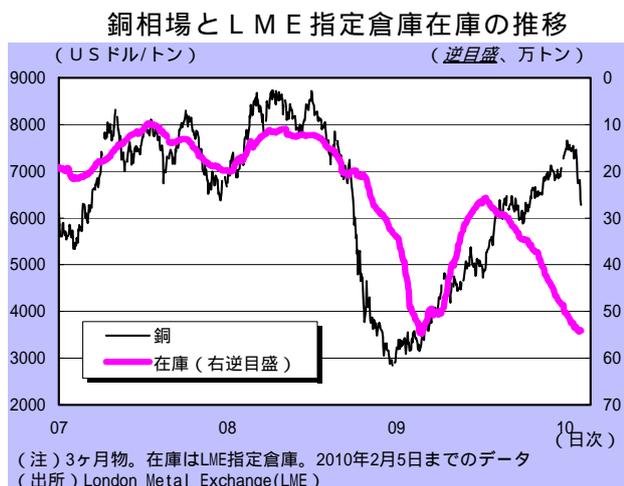
懸念要因である中国の金融引き締めの影響についても、微調整の域にとどまるとの見方が大勢である。不動産や鉄鋼など一部の業種の過熱を警戒する一方、社会インフラ投資は積極的に奨励するなど、選別融資と呼ばれる政策姿勢によって、引き締め政策が銅需要に与える影響は限定的であろう。

政府系研究機関の安泰科によると、銅の主用途先のうち引き締め策の影響が出るのは不動産セクターとしたうえで、同セクターが銅需要に占める割合は10%程度にすぎないと指摘している。

政府の金融引き締めの方向性や落ち着きどころが見えるまで、しばらくは政策への思惑から相場の乱高下は続くであろう。春節（今年は2月14日）明けからの中国の銅需要が本格化することも、相場はすでに織り込み済みとみられるほか、中国国内の民間在庫の積み上がりへの懸念も根強い中、実際にどの程度の需要の盛り上がりが見られるかは不透明要因でもあろう。

もっとも、中国需要が旺盛な中、先進国需要の持ち直しも期待でき、世界経済の回復が鮮明になるにつれて、銅相場は再び上昇傾向を強める可能性が高いであろう。

（図表18）銅



### 3. アルミニウム ~ 大幅下落

アルミニウム相場(3ヶ月物、終値)は1月6日に一時1トン=2,394ドルと、リーマン・ショック直後の2008年10月上旬の相場水準まで持ち直したが、その後は反落し、2月4日には同2,032ドルと昨年11月30日以来の安値を記録した。

中国の金融引き締め、ギリシャの財政懸念、米国の金融規制強化案をきっかけに相場は調整色を強めた。

中国では昨年11月以降、大型の寒波と記録的な豪雪が続いている。暖房用需要が高まる中、石炭など燃料の輸送障害により深刻な電力不足が発生しており、アルミ生産への影響が深刻となっている。とりわけアルミ製錬の中心地である北部河南省では、1月上旬~中旬にかけてアルミ製錬所向け電力供給が完全に停止した模様であり、アルミ製錬所が集積する同省鞏義(キョウギ)市の製錬所の動向は市場の懸念要因となっている。

もっとも、国際アルミニウム協会によると、昨年12月の世界のアルミ生産は、米国や欧州で前年比2桁の減少が続いた一方、中国では4割増と高い伸びが続いた(電力不足を背景に11月との比較では小幅減少)。最大生産国である中国に加え、インドや中東でも精錬能力が増加しており、アジア全体の生産も前年比2桁増となり、アルミ需給が引き締まる可能性は小さい。

需要面では、中国で自動車、電車、工場、インフラ建設など旺盛な需要が続いているほか、欧米でも自動車販売の回復傾向が鮮明になってきた。欧州ではフランスやイギリスが買い替え支援措置の延長を決定し、当面は堅調な動きが見込まれる。また、米国では支援策打ち切り後の反動減が懸念されていたが、実際には4ヶ月連続で年率1,000万台の大台を超え底入れ感が鮮明になってきた。こうした底入れ感を背景に、指定倉庫在庫からの購入予約を示すキャンセルワラントが、米国の指定倉庫で増加している動きが市場では注目されている。

なお、LME指定倉庫の在庫は依然として高水準にあるものの、アルミニウム地金在庫は投機目的で倉庫に保有されたものが大半との見方が市場の大勢となっている。

当面は中国やギリシャの動向により相場の乱高下が続くと思われるが、供給過剰気味なアルミについても、世界経済の回復が鮮明になるにつれて、徐々に持ち直しに転じるとみられる。

(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ヵ月物)の推移



#### 4. ニッケル ~ 横ばい圏

ニッケル相場（3ヶ月物、終値）は、金属市況全般が下落する中で、1月21日には1トンあたり19,215ドルと3ヶ月ぶり高値をつけた。もっともその後、金属市況の売り圧力が一段と強まるとニッケル相場も反落し、2月5日には同17,050ドルまで下落した。

国際ニッケル研究会がまとめたニッケルの需給動向によると、2009年は需要が大幅に落ち込む一方、鉱山の減産は遅れ気味であったため、2.5万トンの供給超過となった。2010年についても、中国でステンレス生産の一段の拡大が見込まれるものの、現地メーカーはすでにニッケル在庫の手当てが進んでいるとみられ、ニッケルの供給超過は9万トンに拡大する見通しである。ニッケルの需給緩和を反映して、LME指定倉庫在庫は15万トンまで増加し、1994年に記録した過去最高水準を上回った。

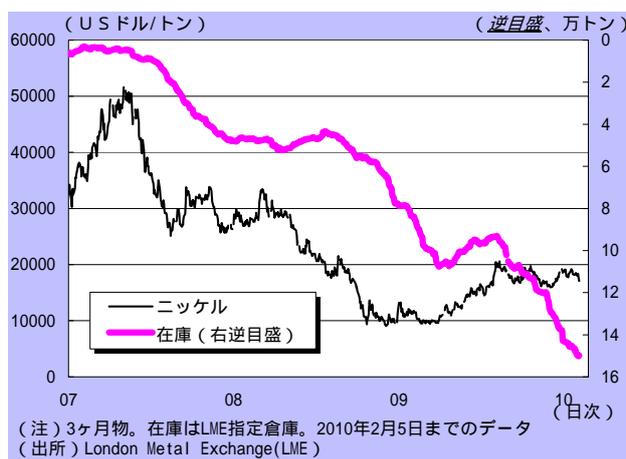
ニッケル相場はこれまでも需給緩和が重しとなり、昨年の相場回復時にも他の金属と比べ相場の反発力は弱かった。他金属に高値警戒感が強まったり、金属相場が全般的に軟調な局面で、出遅れ感や下げが先行した動きに注目した思惑的な買い戻しが続いていた。年初からのニッケル相場も買い戻しの域を出ておらず、動意づいたきっかけは、スイス・エクストラータがカナダに保有する鉱山でのストライキであったが、ニッケルの供給余力が大きいことから、鉱山ストによる相場押し上げは限定的にとどまった。

ニッケルの主用途であるステンレス鋼の需給は、ここにきてあらためて底入れの兆しが指摘されている。中国のステンレス生産は2008年の700万トンから昨年は900万トンに拡大し、今年は1100万トンまで拡大が見込まれていることに加え、日本、韓国、台湾メーカーでも、ステンレス受注に底入れの兆しがみられ、韓国ポスコは2月出荷分の価格を引き上げた。もっとも、先行きの本格回復まで見込める状況にはほど遠い。中国のステンレスメーカーは、ニッケル在庫の手当てがかなり進んでいるため、上記の増産もニッケル需給の引き締め要因とはみられていない。

このため景気持ち直しを受けて、ニッケル相場は徐々に底堅く推移するとみられるものの、過大なニッケル在庫が相場の抑制要因となり、他の金属と比べ上値は重くなるだろう。

(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 ~ 下落

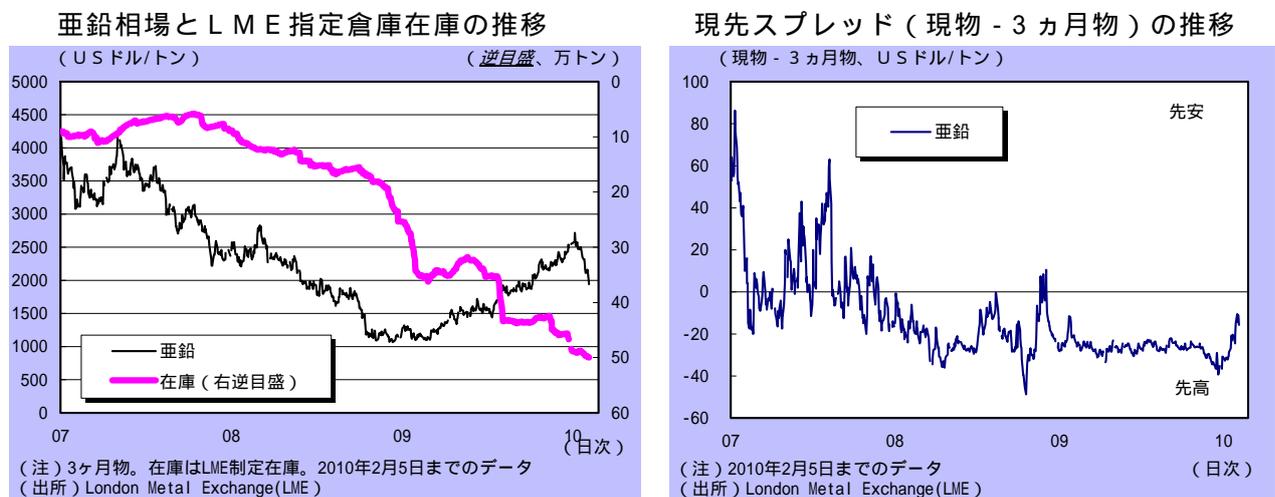
亜鉛相場（3ヶ月物、終値）は下落基調で推移し、2月5日には1トン=1,940ドルと昨年10月以来4ヶ月ぶりの安値をつけた。

中国の金融引き締め、ギリシャの財政懸念、米国の金融規制強化案が相場の抑制要因となった。亜鉛独自の要因としては、中国の五鉱集団がオーストラリアに保有する世界2位のセンチュリー鉱山に関して、昨年発生した大規模な輸送システム障害の影響がはく落するため、今年の亜鉛生産が回復するとの見通しを示したことが相場の売り材料とされた（1月29日）。同鉱山はオーストラリアの亜鉛生産の3分の1を占めている。

亜鉛地金の需要は、鋼板メッキ用を中心に中国では増加が続いているものの、米欧では低迷が続いている。一方供給面の動きをみると、中国の鉛中毒被害の拡大をきっかけに、中国政府が環境基準に基づき鉛や亜鉛の製錬所を操業停止とする動きは今なお続いているようである。それでも世界最大の生産国である中国を中心に、亜鉛生産は増加が続いており、亜鉛の需給は2009年に引き続き2010年についても大幅な供給超過が見込まれる。中国の春節後には、エレクトロニクス関連向けなどの需要が増加すると見込まれるものの、地金需給が逼迫する可能性は小さい。

このため、世界経済の回復が鮮明になるにつれて、亜鉛相場は再び上昇傾向を強めるとみられるものの、他の金属と比べ上値は抑制される可能性があるだろう。

（図表21）亜鉛



## 6. 錫 ~ 下落

錫相場（3ヶ月物、終値）は下落基調で推移し、2月5日に1トン=15,450ドルと1ヵ月半ぶりの安値をつけた。他の金属と同様に、中国の金融引き締めなどが相場の抑制要因となった。

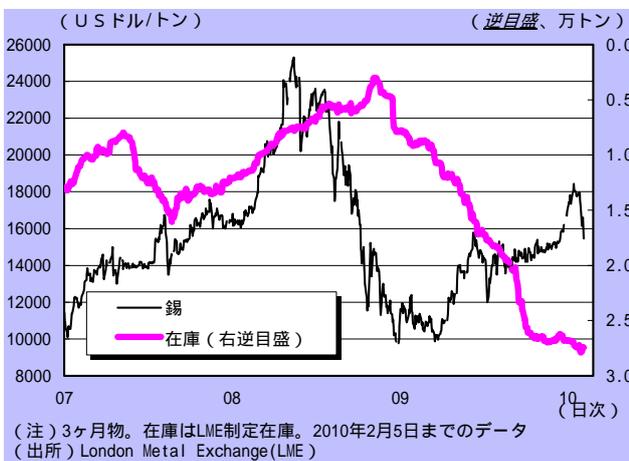
もっとも、中国を中心とするアジアに加え、欧米からの需要が強含んでいると指摘されており、エレクトロニクス製品の需要増加により、錫地金の需要は今後も増加しやすい。LME指定倉庫在庫は高水準にあるものの、指定倉庫からの購入予約を示すキャンセルワラントがこのところ増加していると伝えられている。

また、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、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、違法採掘の摘発を強化している。インドネシアエネルギー鉱物省は昨年末に、2010年の主要資源の生産計画を公表し、銅、ニッケル、金を増産させる一方、錫の生産計画は据え置き、錫の生産抑制姿勢を鮮明にしている。そうした中、2月4日にバンカ島にある錫製錬所を違法採掘の疑いで閉鎖した。同島はインドネシアの錫の主産地であり、今回の摘発により錫供給が減少するとみられている。

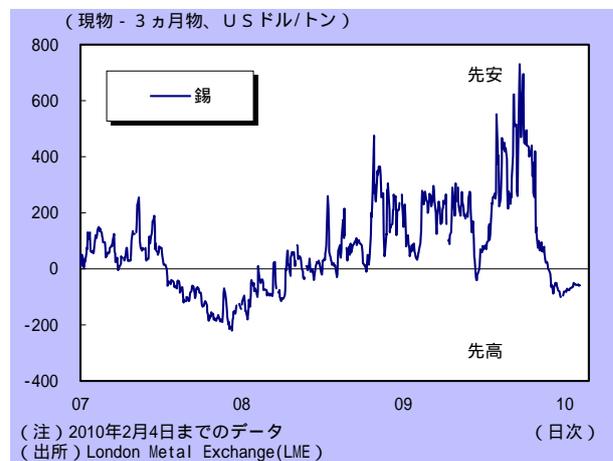
そうした中、LME指定倉庫の在庫の増加にも今後は徐々に歯止めがかかるとみられ、エレクトロニクス関連の需要増加を背景に、錫相場は再び上昇基調に転じる見通しである。

(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

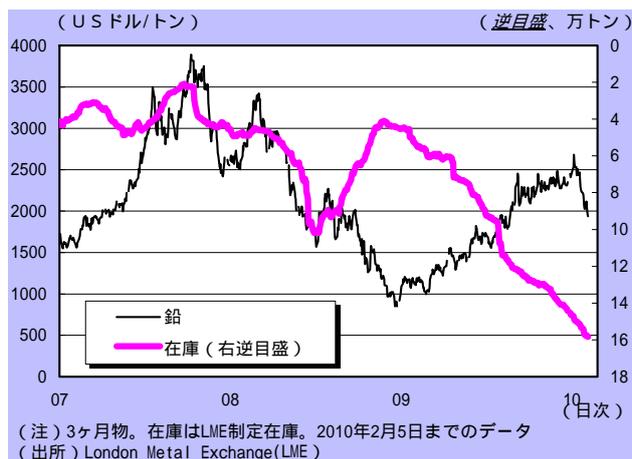


## 7. 鉛 ~ 下落

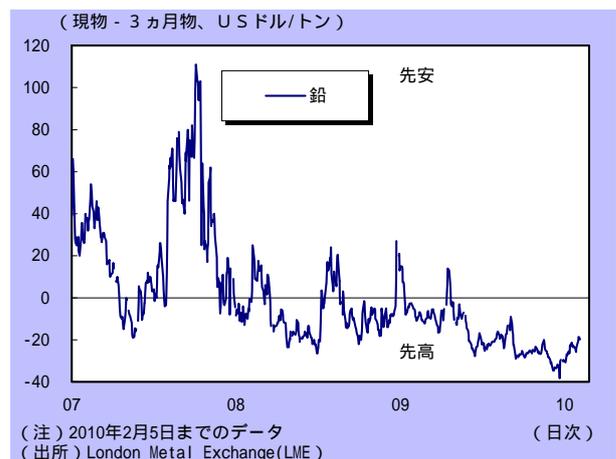
鉛相場(3ヶ月物、終値)は下落基調で推移し、2月5日には1トン=1,936ドルと半年ぶりの安値をつけた。もっとも、中国に加え日米欧でも自動車販売が回復し、鉛の主用途であるバッテリー需要は底堅い推移が見込まれており、金属相場全体が落ち着けば、鉛相場は再び上昇基調を強める公算が大きいであろう。

(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

～ 景気の先行きを織り込んで変動する原油価格 ～

原油は、現物の荷余りが続く中で、価格が上昇する傾向が続いている。先行き数年にわたって世界経済の拡大基調が続けば、原油の需給が引き締まり、それに伴って価格が上昇していくだろうとの読みが支配的なことを示唆している。本稿では、石油製品価格の動向などから、どのように景気回復や石油需要の持ち直しが相場に織り込まれているのかをみていきたい。

(1) 株価との連動を強める原油価格

2008年にサブプライムローン問題への懸念などから株価が軟調に推移した頃に、原油相場は上昇を続けた。2004年頃から、原油などのコモディティは、先行き好収益が見込まれる、あるいはインフレのリスクヘッジとして有効である、といった見方から注目されつつあった。サブプライムローン問題への懸念などから主要国の株価が低迷する中で、原油は上昇傾向を維持したこともあって、代替的な投資対象としてより注目されるようになった。株安に際して、原油高が進む局面がしばしばみられるようになっていた。

しかし、2008年のリーマンショック以降は、株価と原油価格は連動して推移し、2010年に入っても同様の傾向が続いている。株価と原油価格の決定要因として、景気の先行きが最重要テーマであるため状況によると考えられる。

(図表 24) 原油価格と株価の推移



(出所)Bloomberg

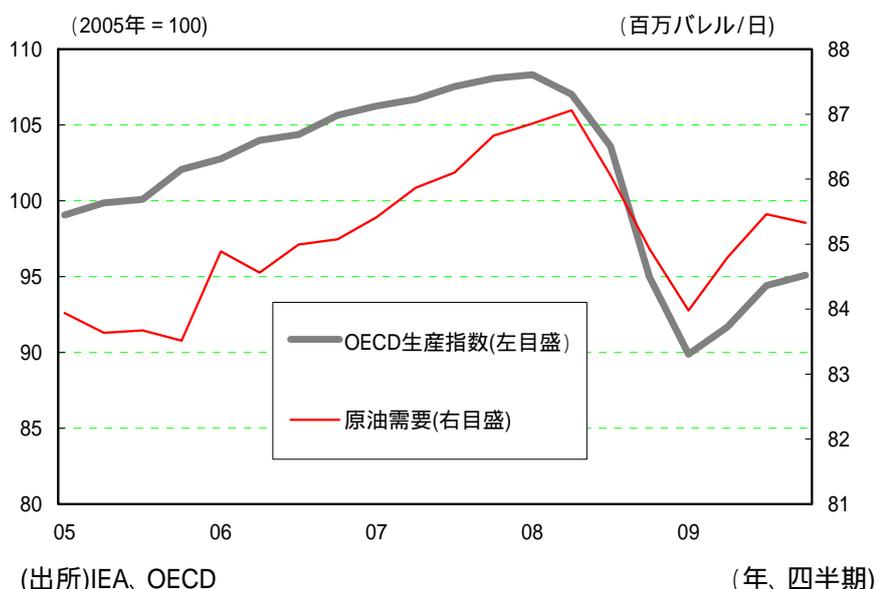
原油在庫の水準が、非常に高いにも関わらず、株価に連動して原油価格が上昇するには、違和感を覚える、といった見方もある。しかし、現在の原油需給が多少変動しても、取引実態にあまり影響しないほど原油在庫の水準が非常に高いことが、株価との連動性を強める一因になっているように思われる。

株価の決定要因としては、企業の収益が先行きどの程度のテンポで成長していくかという点が重要である。これと類似して、原油価格の決定要因として、原油の需要が先行きどんなペースで増加していくかという予想が重要になっていると考えられる。そして、各国の経済が磐石とはいえない現状にあっては、足元の景気や各国の政策対応によって、先行きの経済動向や企業収益や原油需要に関する市場参加者の予測が大きく変化するため、在庫水準に無関係に株価と原油価格が連動しやすくなっていると考えられる。

## (2) 回復が遅れる石油需要

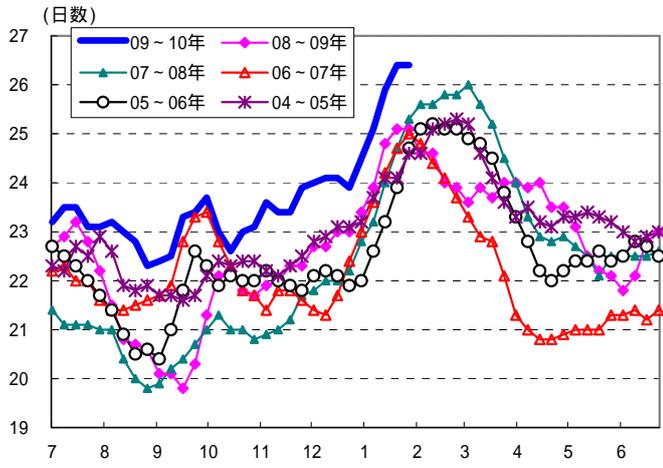
もっとも、実際の世界の経済活動の回復はそれほど急なわけではない。また、石油需要の回復は緩慢である(図表25)。石油製品の在庫調整はようやく徐々に進んできているが、依然として荷あまり感が強く、今後、需給が多少引き締まっても、需要者が現物の確保に苦労する状況は考えにくい(図表26)。そして、原油から石油製品を精製するマージンは、低迷が続いている(図表27)。

(図表25) 先進国(OECD)生産指数と世界の原油需要

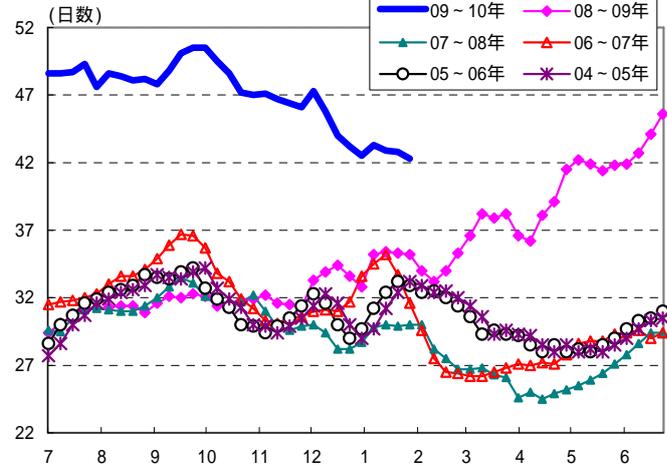


(図表 26) 米国のガソリン在庫率と中間留分在庫率

ガソリン



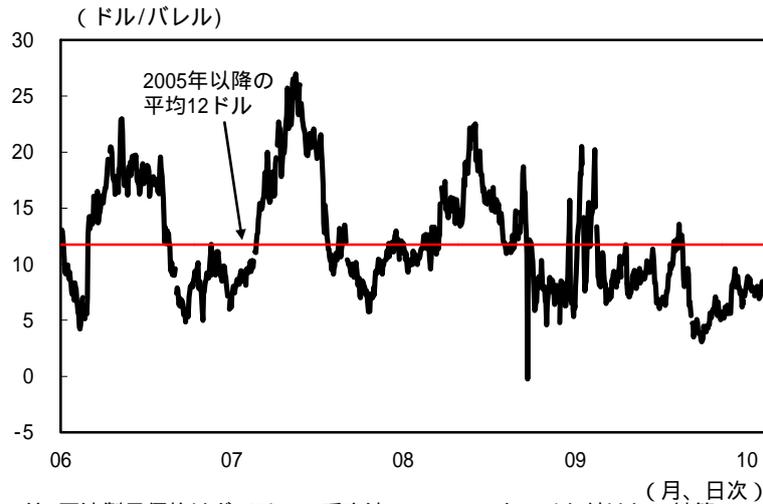
中間留分



(注)直近値は1月29日  
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

(月、週次)

(図表 27) 製油マージン (= 石油製品価格 - 原油価格) の推移



(注)石油製品価格はガソリン：暖房油 = 1：1でウェイト付けして計算。  
直近は2月5日。NYMEXの期近物  
(出所)Bloomberg

### (3) 先物市場が織り込んでいる製油マージン

ところで、ガソリンや暖房油についても、先物取引が活発に行われている。原油の先物価格と、ガソリンや暖房油の先物価格を比較することで、先物市場において、先行き製油マージンがどのように推移すると予想されているかをみることができる。

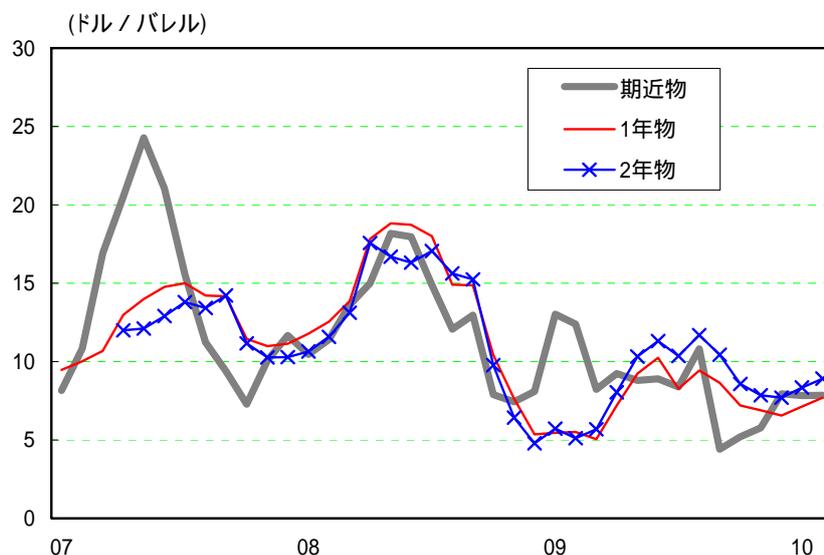
そこで、期近物、1年物、2年物で読み取れる製油マージンの推移を示したのが、図表 28 である。2009 年秋に期近物でみた製油マージンが大幅に落ち込んだ際には、1年物や2年物の製油マージンは、それほど悪化しておらず、先行き製油マージンが回復することが織り込まれていたのがわかる。また、2010 年にかけて、期近物の製油マージンの大幅な落ち込みは解消したが、相

対的に2年物の製油マージンの方が大きい状態が続いている。

現在の石油先物市場では、先行き、石油製品需給の緩和状態が解消されることをある程度、織り込んでしていると推察される。原油価格についても、ある程度、製油マージンが改善した状態を織り込んだ価格になっていると考えるのが自然である。

もっとも、現時点で織り込んでいる製油マージンの幅は、2年物でも9ドル程度と、過去の平均（11ドル程度）よりも小さい。現在の石油市場では、過去の平均並みに、製油マージンが回復するような状況は、織り込めていないのがわかる。

(図表 28) 製油マージン (= 石油製品価格 - 原油価格) の推移



(注)石油製品価格はガソリン:暖房油 = 1:1でウェイト付けして計算。 (年、月次)  
2月の数値は5日までのデータで計算  
(出所)Bloomberg

#### (4) 最近の相場下落と今後の見通し

1月12日に中国が預金準備率の引き上げを発表したのを契機に、原油相場は下落に転じた。中国の金融引き締めに加えて、ギリシャなど欧州諸国の財政赤字問題、米国の金融規制強化策などが、原油価格の押し下げ材料であったと考えられる。

こうした中で、原油先物市場における先高 (= コンタンゴ) の度合いがそれほど強くなっていないことが特徴として挙げられる。つまり、2008年以降の、原油価格と先高度合いの推移を比べると、下落局面では先高度合いが強まり、上昇局面では先高度合いが弱まる傾向がみられたが、1月中旬以降の下落局面では先高度合いが強まっていない (図表 29)。

相場の変動要因が、足元の原油需給というよりも2~3年ターム以上の中長期的な経済活動や石油需要の規模に関する見通しを左右する要因だとして捉えられているからだと解釈できる。例えば、世界経済の成長率が金融危機前のテンポに回復するのか、財政拡大や超金融緩和の是正が

必要になってくるため成長が抑制されるとみるべきか、といった論点である。この点からは、引き続き、株価の決定要因と原油価格の決定要因がかなり近いと考えてよいと思われる。

しかし、一方で、1月後半からは、株価に比べて、原油価格の下落が目立つようになっている。背景には、米国の金融規制強化策が原油などコモディティ市場への影響が大きいとみなされたことや、対ユーロを中心にドル高が進んでドル建て原油価格の押し下げ要因とみなされたこと、が指摘される。

なお、こうしたコモディティ市況の下落に対して、原油先物市場では、買いポジションを解消するというよりも、先物を売る動きが増えたことが推察される。米国の商品先物市場の建て玉残高は、1月後半以降に増加傾向にある。引き続き、投機対象として、原油市場への関心は高いものと推察される。

こうした状況下、今後、石油製品の荷余り状況が解消されてくると、石油市場全般を押し上げる要因になると思われる。ただし、すでにある程度は市場に織り込まれているため、基調としては緩やかな上昇にとどまるだろう。もっとも、原油市場に対する投機的な関心は引き続き高く、大幅な価格変動につながりやすい状況は続くと思われる。

(図表 29) 原油価格と先高度合い



- 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。