

調査レポート

コモディティ・レポート <2010年3月>

. 2月の原油市況 ~ 上昇

原油相場(WTI、期近物)は、2月5日に一時69ドル台まで下落したものの、その後は反発し3月8日には82ドル台まで上昇した。相場はこのところ70~80ドルのレンジを中心に推移しており、相場変動の主因は為替相場であった。ギリシャの財政問題にからみユーロ安/ドル高が進むと原油相場が下押しされ、反対にユーロが買い戻されると原油相場が押し上げられた。レンジ相場が続いているため相場のこう着感が強まっているが、今後は世界景気の回復を背景に徐々に相場水準を切り上げる可能性が高いであろう。

. 2月の非鉄金属市況 ~ 下落後に上昇に転じる

非鉄金属相場の動向を表すLME金属指数は、2月上旬にかけて下落した後に上昇に転じたものの、上値は限定的であった。これまで、先進国の製造業活動に比べ、非鉄相場の水準回復がかなり先行してきた。製造業活動の回復が続くことを見込んだ相場水準が形成されてきたといえる。そうした中で、中国の金融引き締め、米国の金融規制強化策、欧州諸国の財政赤字問題など各国の政策動向が景気抑制要因になりうるとの見方から、金属相場の上値が抑えられている。実際には、今後も各国の景気拡大基調は持続するとみられ、経済指標などを材料にしながら、非鉄相場は上昇傾向を辿るとみられる。

. トピック ~ 原油生産の拡大と原油相場

最近の原油相場は、ギリシャの財政問題などによる為替相場の動向を主因とした変動が多かった。今後も、金融政策で米国の出口戦略が日欧に先行するとみられ、ドル高が原油相場の上値を抑制する可能性がある。一方、世界経済の回復にともなう原油需要の増大が見込まれ、相場の買い材料にされやすくなっている。ただし原油供給が増えていることも見逃せない。原油価格が大幅に上昇するケースでは、サウジアラビアなどが供給を増やすことも予想され、相場の上値を抑える要因になろう。このため、投機的に原油を買い進めるのは難しい状況にあるとみられ、原油需要の回復にともない現在のレンジ相場の上限を徐々に切り上げていくジリ高シナリオが予想される。

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

．原油

1．2月の原油市況：上昇

原油相場（WTI、期近物）は、2月5日に一時1バレル＝69.50ドルまで下落したものの、その後は反発し3月8日には一時82.41ドルと、1月11日以来約2ヶ月ぶりの高値をつけた。

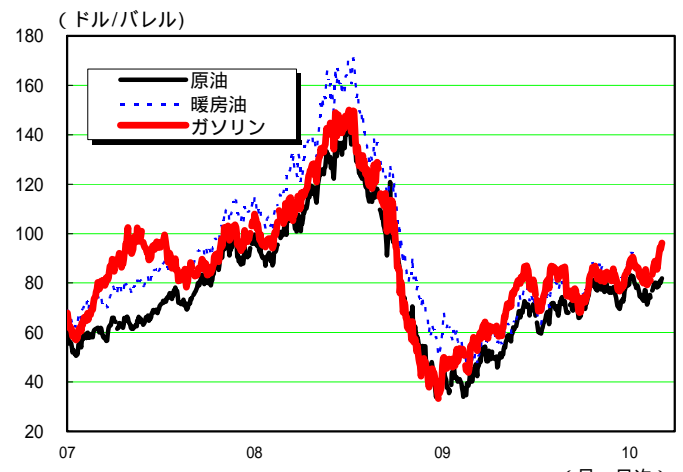
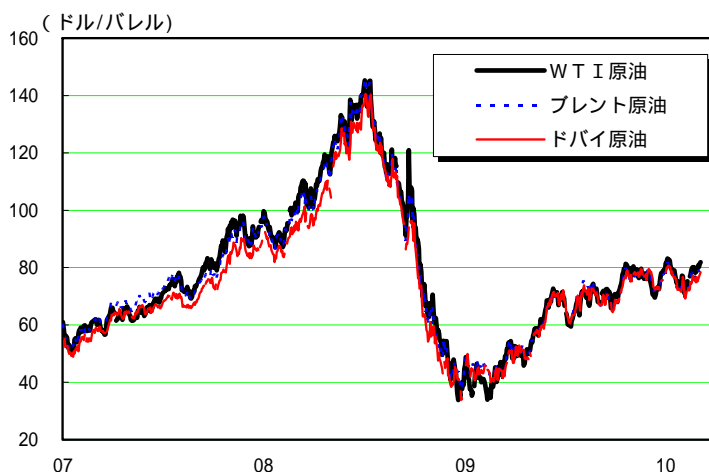
ギリシャの財政問題によるユーロ安が一服し、ドル安/ユーロ高となったことが原油相場を押し上げた。米北東部の豪雪や寒波により暖房油需要の増加期待が強まったことや、IEA（国際エネルギー機関）が世界の原油需要予測を上方修正したことも相場を押し上げる要因となった。また、核開発をめぐるイラン情勢の緊張が高まったことや、ナイジェリアの石油生産地帯への攻撃など地政学リスクも買い材料視された。さらに、仏トタルの製油所で17日からストが発生したこと、EIA（米エネルギー情報局）の在庫統計でガソリン在庫が予想ほど増加しなかったり減少したことも相場の支援材料となった。

WTI・ブレント・ドバイの油種間スプレッド（価格差）をみると、2月は米景気の改善期待を背景に相対的にWTI高が進んだ（図表3）。一方、原油価格の先物カーブをみると、期近物の上昇幅が大きかったことから先高の度合いがやや弱まった（図表6）。なお、先物市場における投機筋のポジションは、昨年5月以降は買い越し幅が拡大基調で推移したが、1月後半～2月前半にいったん縮小し、その後再び拡大した（図表7）。また、商業筋も含めた先物の全建玉残高は増加が続いた（図表8）。

原油相場は70～80ドルのレンジを中心に推移している。レンジ内での相場変動の主因は為替相場だった。とりわけ、昨年末からギリシャの財政問題を背景にユーロが対ドルで下げる局面で、ドル高が原油相場を下押しし、逆にギリシャ問題にからむ悪材料が出尽くしユーロが買い戻されると、ドル安が原油相場を押し上げた。レンジ相場は昨年10月以降続き相場のこう着感が強まっているが、世界景気の回復を背景に、徐々に相場水準を切り上げていく公算が高い。米国石油製品の在庫調整の進展により、石油製品向け需要の回復も見込める。超低金利下で投機が起りやすいことや各国金融政策への思惑から、相場変動が大きくなるリスクには注意が必要であろう。

（図表1）原油市況の推移

（図表2）石油製品市況の推移



(注) 直近は3月8日
(出所) Bloomberg

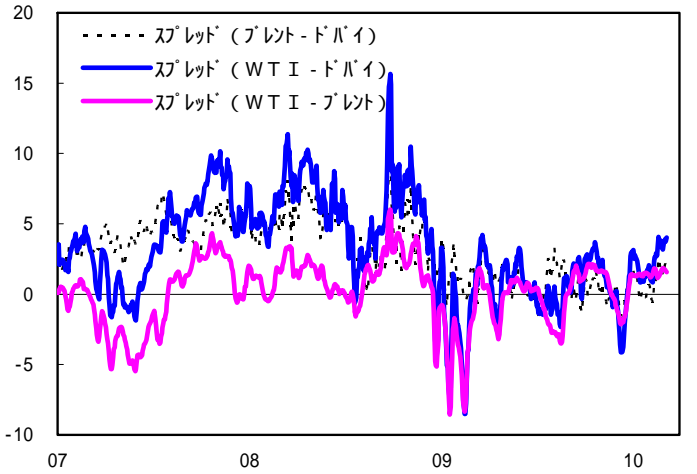
(月、日次)

(注) 直近は3月8日。
すべてNYMEXの期近物

(月、日次)

(図表3) 油種間スプレッドの推移

(ドル/バレル)

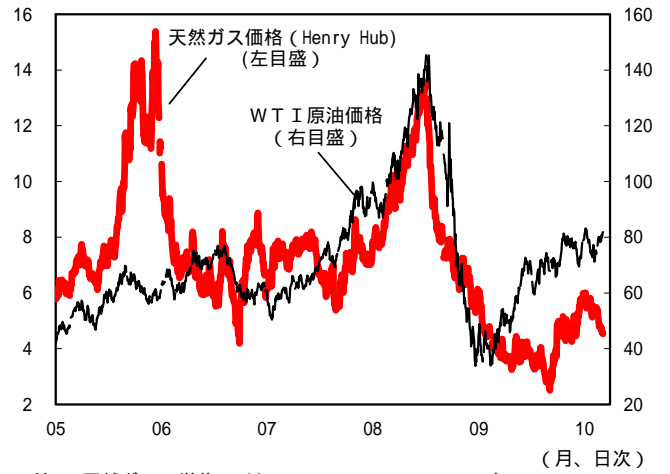


(注) 5日移動平均値。
直近は3月8日。
(年、日次)

(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
(注2) 直近は3月8日。
(月、日次)

(図表5) 原油先物価格と先物カーブ

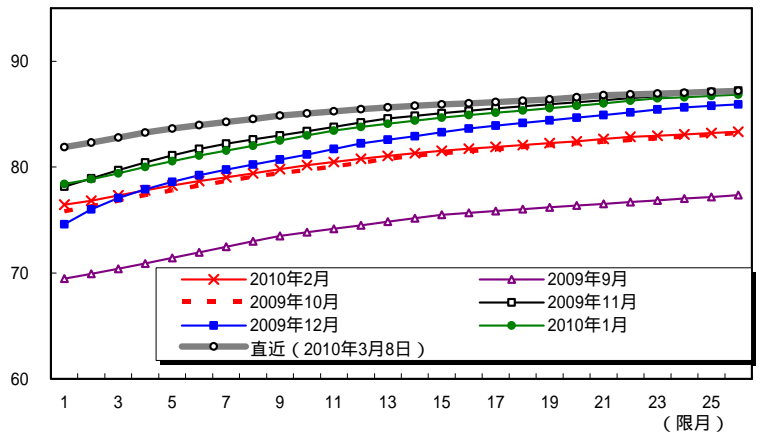
(ドル/バレル)



(注) 限月は28ヵ月先まで、2010年3月8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)

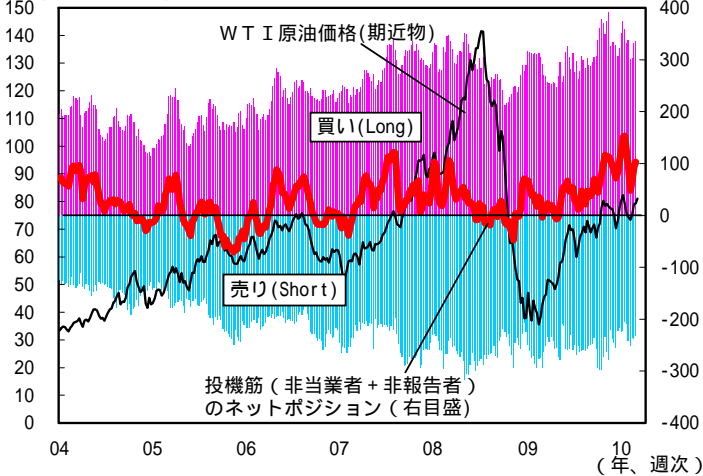


(注) 各時点における各限月(28ヵ月先まで)のWTI原油先物価格
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)
(限月)

(図表7) 投機筋のポジション(原油)

(ドル/バレル)

(千枚)

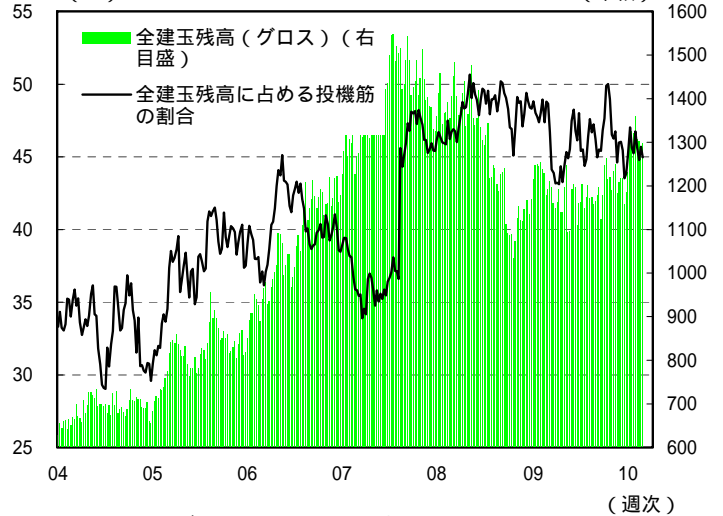


(注1) ポジションの直近は3月2日時点、WTI原油は3月3~8日平均値
(注2) 旧分類に基づいた統計により作成
(出所) CFTC

(図表8) 原油先物の建て玉(NYMEX)

(%)

(千枚)



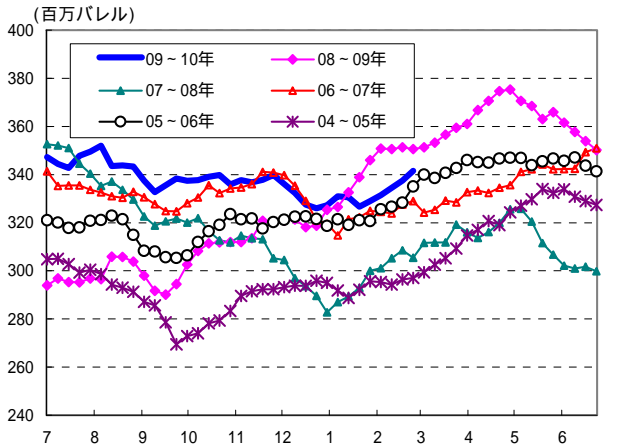
(注1) 1枚は1000バレル。直近は3月2日時点
(出所) 米国先物取引委員会(CFTC)
(週次)

2. 品目別需給動向

(1) 米国原油需給；原油在庫は、前年水準を下回って推移

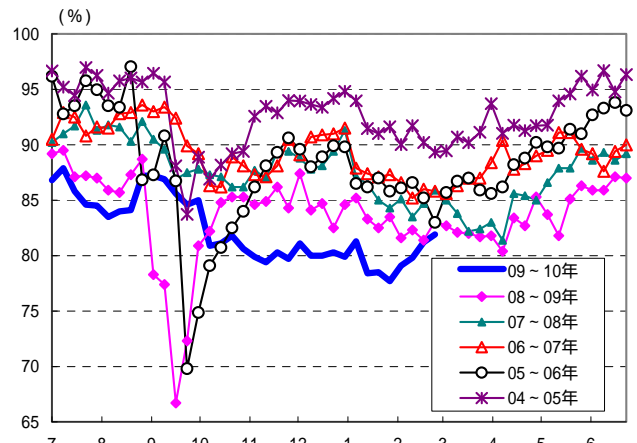
米国の原油在庫はドライブシーズンを控え緩やかに増加しているが、前年水準を下回っている（図表9）。製油所の稼働率は前年並みの水準まで回復しているが依然として低く、原油需要は弱い（図表10）。当面、原油需給に引き締め感生じにくいとみられる。

（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2月26日
(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

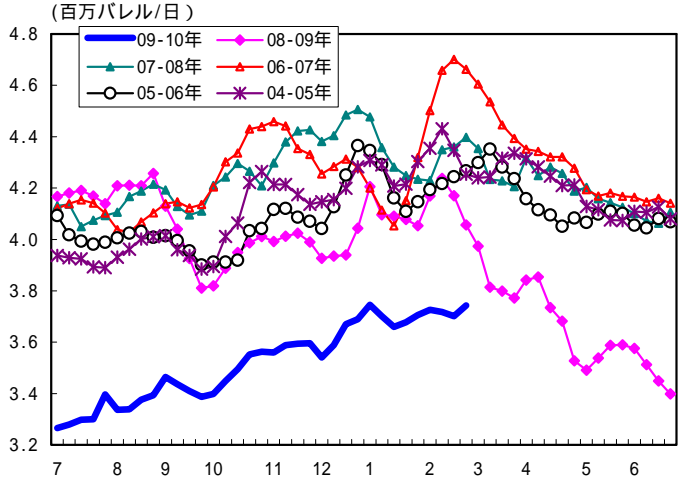


(注)直近値は2月26日
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

(2) 米国石油製品；中間留分消費の回復テンポは緩慢

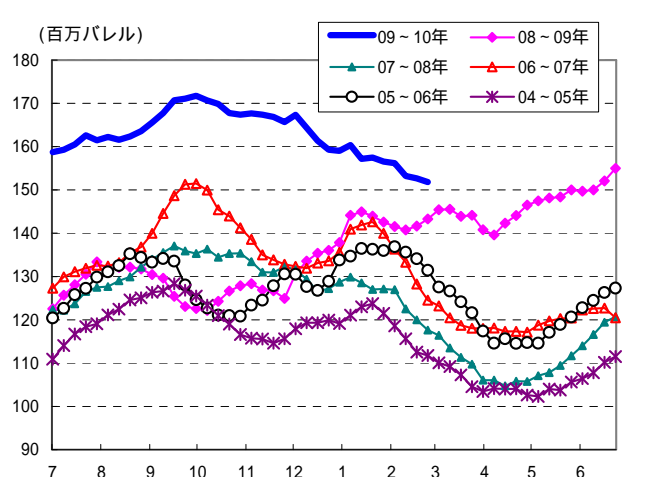
ガソリン小売価格（全米平均）は原油相場の上昇にともない2.8ドルに小幅上昇した。もっとも、ガソリン消費量は年明け以降、前年水準をやや下回って推移している。また、中間留分の消費量は持ち直し傾向が続いているとはいえ、依然として物流や工業関連の需要が低迷しており、前年水準を大幅に下回っている（図表11）。製油所の減産強化により中間留分の在庫は減少しているが、在庫調整にはなおしばらく時間がかかる見通しである（図表12）。

（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2月26日
(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2月26日
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

(3) ナフサ；上昇

日本の1月の輸入ナフサ価格(通関)は、1リットルあたり45.5円と、前月に比べ3.2円上昇した。一方、1月の輸入原油価格は44.7円と前月に比べ0.6円の上昇にとどまったため、ナフサが原油に対して割安な状況が解消された(図表13)。12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、2月上旬にかけていったん下落したがその後は上昇している(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。

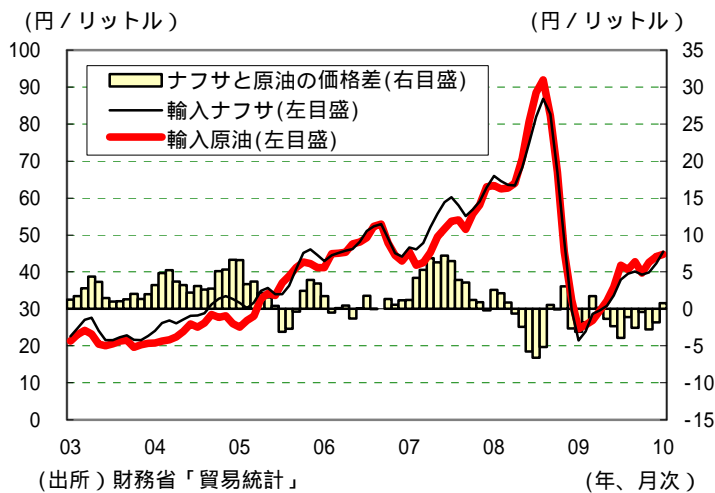
3月には、韓国や日本の石油化学メーカーが補修のため稼働率を低下させるとされているが、中国の石油化学製品需要が旺盛であり、ナフサ需要も徐々に持ち直す見通しである。アジアの市況が強含むと欧州からの輸入が増加する市場構造は変わらないものの、欧州の生産活動も緩やかながら持ち直しており、欧州でナフサの余剰感が後退してくると、アジアも含め需給が引き締りやすくなるとみられる。

もっとも、今年の中東の大型エチレンプラントが相次ぎ稼働し始め、東アジアの石油化学工業は、競争環境が厳しさを増すとみられる。中長期的にはナフサに成分が近いガソリンの需要は、先進国では鈍化が見込まれ、ナフサ主導により、石油市況全般が高騰する可能性は低く、ナフサ価格は原油価格と連動する状況が今後も続くであろう。

(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

2月のOPEC12ヶ国の原油生産(日量)は11ヶ月連続で増加し、2008年12月以来1年2ヶ月ぶりの高水準となった(前月比12万バレルの増加。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15万バレル増加した。生産量は生産枠を194万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54%まで低下した。協調減産を開始した当初は80%程度に達していた頃と比べ減産協定は緩んでおり、一部の加盟各国を除き、増産の動きが徐々に広がり始めている。

OPECは次回総会を3月17日にウィーンで開催する。2月の月報では、2010年の世界の原油需要見通しを先進国需要の回復の遅れから小幅下方修正したこともあり、これまでのところ生産枠の据え置きを求める意見が大勢となっている。なお、昨年12月の総会に引き続き、減産目標の遵守率がこのところ低下していることが主要議題となる見通しである。

イラン核開発問題では、2月9日イランのアフマディネジャド大統領が高濃縮ウランの製造開始を唐突に発表したため、欧米主要国は来月をめどに、国連安全保障理事会での追加制裁のとりまとめに向けた調整に着手しており緊張が高まっている。

またナイジェリアでは、反政府武装組織が1月30日、石油関連施設への攻撃再開を宣言した。ヤラドゥア大統領が武装勢力への恩赦を決めた昨年5月以降、停戦状態が続いていたが、ジョナサン大統領代行の就任をきっかけに、3月初めにかけて数次にわたる攻撃が続いており、情勢は再び不安定になっている。

(図表15) OPECの生産動向

国名	生産量 (2月)	生産量 (1月)	超過量 (2月)	生産枠 (09年1月~)	産油能力	稼働率	生産余力 (2月)
アルジェリア	131	130	10.3	120.2	140.0	93.2%	9.5
アンゴラ	195	187	42.8	151.7	205.0	94.9%	10.5
エクアドル	47	47	3.6	43.4	50.0	94.0%	3.0
イラン	380	381	45.9	333.6	400.0	94.9%	20.5
イラク	239	241	-	-	250.0	95.4%	11.5
クウェート	228	226	5.8	222.2	265.0	86.0%	37.0
リビア	153	153	5.6	146.9	178.5	85.4%	26.0
ナイジェリア	194	203	26.7	167.3	250.0	77.6%	56.0
カタール	80	80	6.4	73.1	90.0	88.3%	10.5
サウジアラビア	825	815	19.9	805.1	1,150.0	71.7%	325.0
UAE	228	228	5.7	222.3	265.0	86.0%	37.0
ベネズエラ	220	217	21.4	198.6	240.0	91.7%	20.0
OPEC12カ国	2,917	2,905	-	-	3,483.5	83.7%	566.5
OPEC11カ国	2,679	2,664	194.0	2,484.5	3,233.5	82.8%	555.0

(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. 2月の非鉄市況全般：下落後、持ち直し

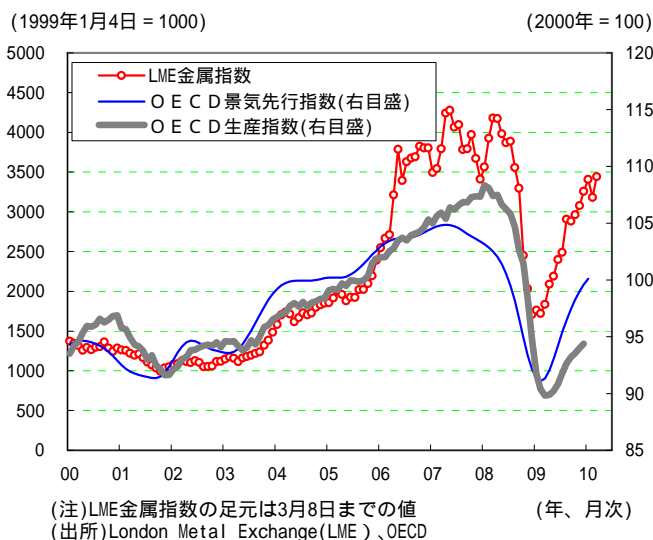
非鉄金属相場の動向を表すLME金属指数は、2月上旬にかけて下落した後、3月にかけて上昇に転じたものの、上値は限定的であった。

非鉄相場は、昨年初め以降、中国や米国の景気回復観測を背景として上昇し、今年の1月上旬には2008年8月頃の相場水準にまで達した。しかし、2月上旬にかけて、中国の金融引き締め、米国の金融規制強化策、欧州諸国の財政赤字問題などを材料に相場は下落基調で推移した。各国の景気拡大の持続を背景に2月中旬以降の金属相場は徐々に持ち直し、2月27日（土曜日）にチリで大地震が発生したことも銅を中心に相場の押し上げ材料になったものの、上値は限定的であった。

これまで、先進国の製造業活動に比べ、非鉄相場の水準回復がかなり先行してきた。今後、製造業活動の回復が続くことを見込んだ相場水準が形成されてきたといえる。そうした中で、上記のような各国の政策動向が景気抑制要因になりうるとの見方から、金属相場の上値が抑えられている。実際には、今後も各国の景気拡大基調は持続するとみられ、経済指標などを材料にしながら、非鉄相場は上昇傾向を辿るとみられる。

しかし、2007～2008年のように投機が過熱するとも考えにくい。金融危機後に金属市況が低迷する中で、閉鎖された鉱山や精錬所の再開が行われるようになっている。例えば、3月1日には、資金繰り難から昨年6月より閉鎖されていたペルーの大手金属精錬所が、スイス系の大手商品トレーディング会社の金融支援を得て操業を開始できる見込みがたつたと発表した。需要が増える中で供給も増えており、需給が急速に逼迫する可能性は小さい。非鉄相場は、緩やかな上昇基調で推移するものと見込まれる。

(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 ~ 月初に下落もその後は上昇

銅相場（3ヶ月物、終値）は2月5日に一時1トン=6,225ドルと、2009年10月14日以来4ヶ月ぶりの安値をつけたが、その後は一転して上昇基調が強まり、3月5日には同7,634ドルと1月11日以来の高値をつけた。ギリシャの財政問題によるドル・ユーロ相場の変動、旧正月明けの中国需要が底堅いとの思惑が強まったこと、2月27日にチリで発生した大地震の影響による供給障害懸念などが、相場の強材料となった。

ギリシャ財政問題は長期化するとみられるものの、懸念がひとまず一服し、ドル安/ユーロ高となったことが、銅をはじめドル建ての商品市況全般を押し上げる要因になった。

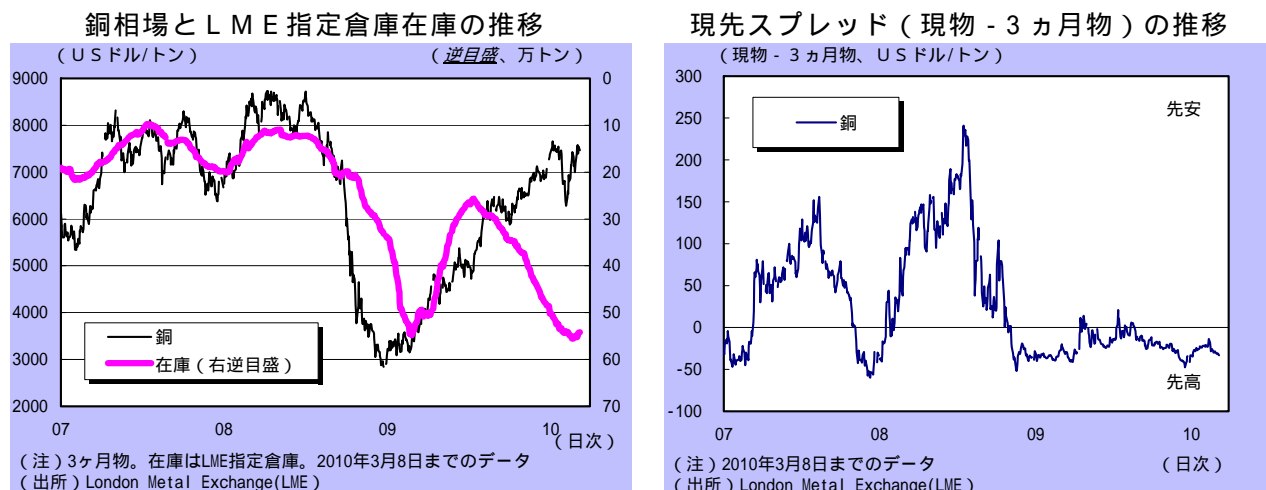
中国については、1月の銅輸入が19.7万トンと前月に比べ19%少ないものの、不需求期としては高い水準にある。また、LME指定倉庫からの出荷予約を示すキャンセル・ワラントが2月に増加し、実需の強さを現れとして注目された。銅在庫は2月18日に6年半ぶりの高水準に増えた後に減少に転じており、実際に出荷が増加したとみられる。特に韓国などアジアの指定倉庫からの出荷予約が増加し、旧正月明け以降の中国需要の強さを連想させた。出荷予約が増加する傾向は米欧でもみられ、ハイテクなど製造業の回復が世界的に広がっている様子が窺える。

なお、3月5日に開幕した中国の全国人民代表大会では、温家宝首相による政府活動報告の中で、積極財政と適度に緩和的な金融政策の継続が示され、懸念されていた中国の金融引き締めが微調整の域にとどまるとの見方があらためて強まり、銅相場を押し上げる要因となった。

世界最大の産銅国であるチリで2月27日未明に大地震が発生し、銅供給への影響が懸念されたが、震源地は同国南部であり、北部地域にある主要鉱山への影響は限定的であった。コデルコ傘下の銅山は、震災後に一時操業を停止したが、3日後に操業が再開され、市場の供給懸念は一服した。なお、銅相場は、震災直後に上昇したが、影響が軽微なことが判明した後も反動の売りは小さく、米国の経済指標が景気回復を示したことなどを手掛かりに上昇基調が続いた。

銅価格には先行きの需要の回復がある程度、織り込まれていると見られるものの、旺盛な中国需要に加えて、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、銅相場は緩やかに上昇する可能性が高いであろう。

(図表 18) 銅



3. アルミニウム ~ 上昇

アルミニウム相場（3ヶ月物、終値）は、2月4日には1トン=1,980ドルと昨年11月上旬以来の安値を記録したものの、その後は上昇に転じ、3月8日は2,231だった。

LME指定倉庫の在庫水準は高いものの、他の金属に比べて出遅れ感があることや、エネルギーコストの上昇などが相場の押し上げ材料になっている。

昨年11月に米大手アルミニウム会社が一時的に操業を停止するとしていたイタリアのアルミニウム精錬所について、今後6ヶ月間、操業を続けることにしたと発表した。2000人の従業員の雇用を重視したイタリア政府は同社に操業の継続を要請していたが、同社に供給する電力料金の引き下げなど条件を提示し、ひとまず合意がなされたとみられる。もっとも、欧州各国では環境問題への対応の一環として、電力料金の引き上げが進められており、欧州内にあるアルミニウム製錬所の多くが存続を危ぶまれている。

一方で、中国、中東、インドでは、新規にアルミニウム精錬所が立ち上がっている。また、2008年に経営状況の悪化が問題になっていたロシアの世界最大手企業からの供給圧力も続いている。もっとも、同社の経営状況は、市況の上昇に伴い回復している模様であり、最大消費国である中国との間で幾つかの長期契約を結ぶことにも成功している。

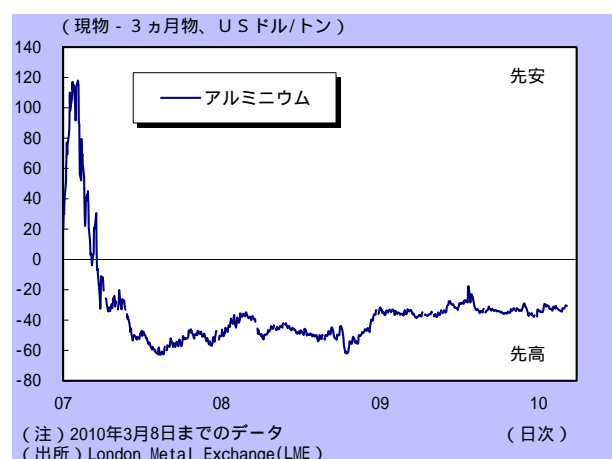
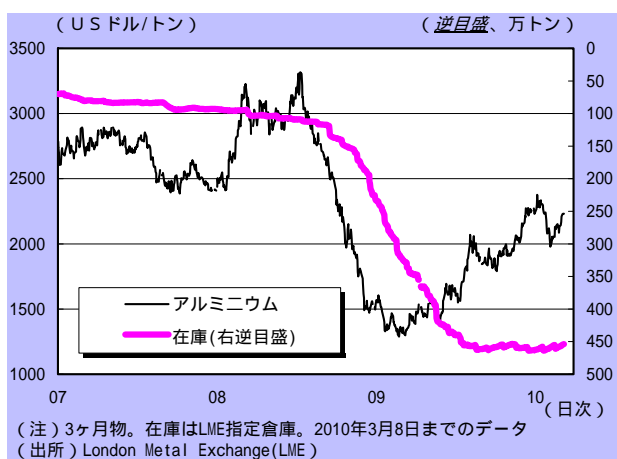
LME指定倉庫の在庫は、引き続き高水準であるが、先物市場における期先高（コンタンゴ）を利用した金融的な取引に利用されているものが多く、実際には市場の荷余り感は徐々に解消されてきているという見方もある。

需要面では、中国で自動車、電車、工場、インフラ建設などが旺盛なほか、欧米でも自動車販売の回復傾向が続いており、先進国の構築物投資も下げ止まってきている。中長期的にも、新興国では食料関連なども含めて幅広い分野で需要の拡大が見込めるほか、先進国でも輸送機械等の軽量化のため需要が増加するとみられ、他の金属よりも速いテンポで需要が増加すると予想される。供給力も大幅に増加しているものの、景気回復が続けば、需給は徐々に引き締まり、相場の上昇が続くと見込まれる。

（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 ~ 上昇

ニッケル相場（3ヶ月物、終値）は、金属市況全般の売り圧力が一段と強まる中で2月5日には1トン=17,050ドルまで下落したが、その後は上昇に転じ、3月8日には同22,300ドルであった。

ニッケルは、主用途であるステンレス需要の低迷が続いており、ステンレスメーカーが再び生産調整を行う動きがでたため、他の金属の価格が持ち直し傾向を強める中でも、需要は低迷が続いていた。しかし、ここにきてステンレスは、在庫調整が一巡して、生産増加が見込めるようになってきている。こうした中、ニッケルの価格は昨年10月につけた高値を上回り、20,000ドル台で推移するようになってきている。

金融危機が一服しても需要の低迷が続いている建築関連や機械類に利用されるステンレスの需要は、今後、投資活動の持ち直しとともに緩やかに増加すると考えられる。ニッケルの在庫水準は、非常に高く、需要が持ち直しても、地金の現物に逼迫感が出ることは考えにくい。アルミニウムをはじめとした他金属、あるいは原油でみられたように、先行き需要が持ち直していく見込みが強まると、価格が徐々に上昇していく展開が考えられる。

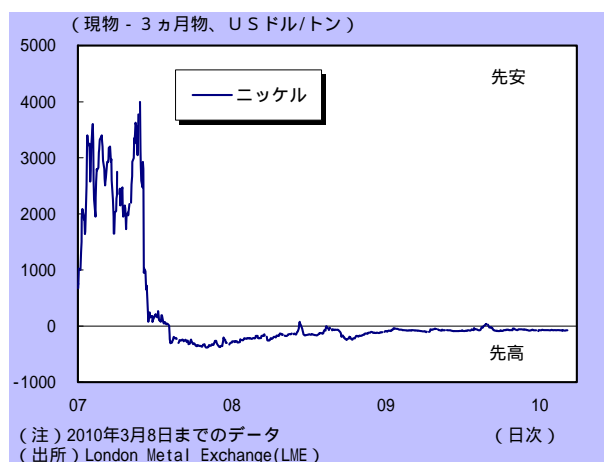
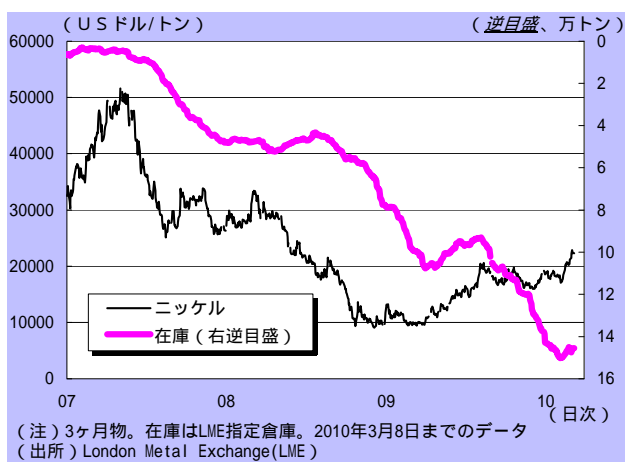
供給面では、ニューカレドニアの大鉱山の開発動向が引き続き注目されている。新技術の導入を伴うことなどにより開発が遅れているが、成功すれば他の開発案件への応用も期待されている。こうした方法が模索されるのは、既存鉱山の生産力の低下によって従来型の採取法によるニッケルの生産が困難になってきていることが背景にある。また、資源開発機械や輸送機械などに向けたニッケル需要は、中長期的に拡大が見込まれており、新規にニッケル鉱山からの供給が増加してきても、必ずしもニッケル価格の抑制につながらない可能性がある。

当面は、ステンレス鋼生産の持ち直しを受けて、ニッケル相場は上昇することが見込まれる。これまで過大なニッケル在庫が相場の抑制要因となってきただけに、在庫の減少傾向が続くと、一時的に他の金属よりも価格上昇のテンポが速くなる可能性がある。

（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 ~ 上昇

亜鉛相場（3ヶ月物、終値）は2月5日に一時1トン=1,935ドルと、昨年10月以来4ヶ月ぶりの安値をつけたが、その後は上昇基調で推移し、3月8日には同2,411ドルと1月22日以来の高値をつけた。

世界の新車販売動向をみると、中国、インドなど新興国が昨年初めより回復していたが、その後、日本やヨーロッパに加え、秋以降は第2位の市場である米国でも回復が鮮明となった。また、中国やインドでの販売ペースも衰えていない。このため自動車用鋼板の需要が拡大し、鋼板価格が上昇しており、鋼板メッキ用の亜鉛需要の拡大が期待できるようになっている。

国際鉛・亜鉛研究会の集計によれば、2009年の亜鉛需要は中国が前年比18%増加したが、米国（同11%減）、ヨーロッパ（同25%減）、日本（同22%減）、韓国（同22%減）と、先進国が軒並み低迷した。先進国を中心に精錬業者の生産調整が強まり、最大生産国である中国も同11%増と抑制気味であったため、世界全体では9%の減産となった。もっとも需要の落ち込みには追いつかず、亜鉛の需給バランスは、世界全体で44.5万トンの供給過剰であった。

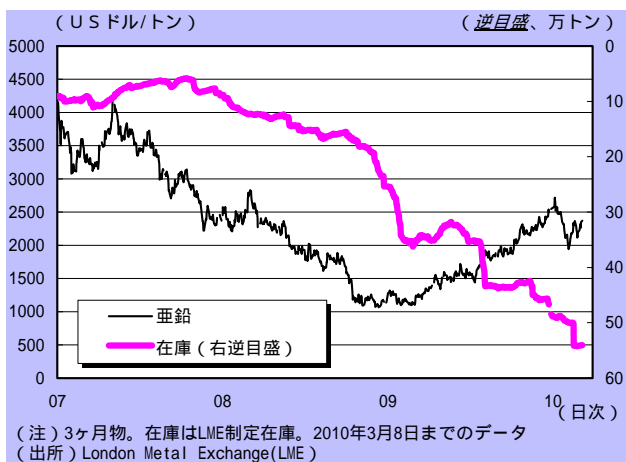
2010年の需給バランスは、自動車用鋼板の需要拡大を追い風に、供給過剰幅が20万トン前後まで改善することが見込まれている。

ここにきて懸念要因となっているのが、需要拡大が見込めるようになったことで、減産を続けていた中国、先進国の精錬業者がいずれも昨年後半から生産を再開する動きが広がっていることである。亜鉛相場は需要回復を織り込む形で昨年春以降は上昇基調で推移してきたが、生産調整が緩和したことで、在庫の増加には歯止めがかかっていない。こうした供給過剰懸念もあり、亜鉛の国際価格は銅、アルミ、ニッケルと比べ相対的に上昇ペースが鈍い。

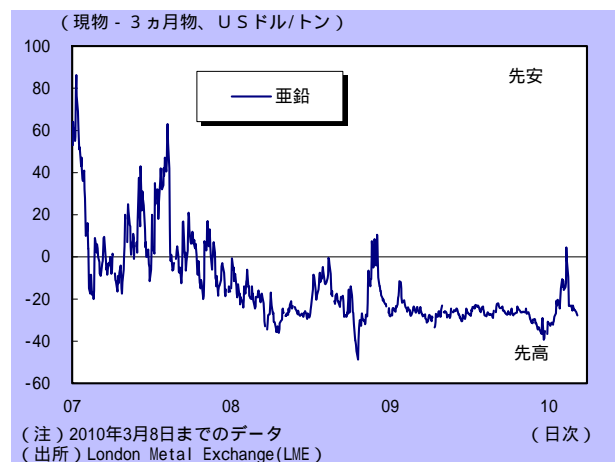
このため、自動車販売の好調がまだしばらくは見込めることや、世界経済の回復にともなう鋼板メッキ需要の拡大を背景に、亜鉛相場は今後も上昇傾向で推移する見通しであるが、他の金属と比べ上値は抑制される可能性がある。

（図表 21）亜鉛

亜鉛相場と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



6. 錫 ~ 上昇

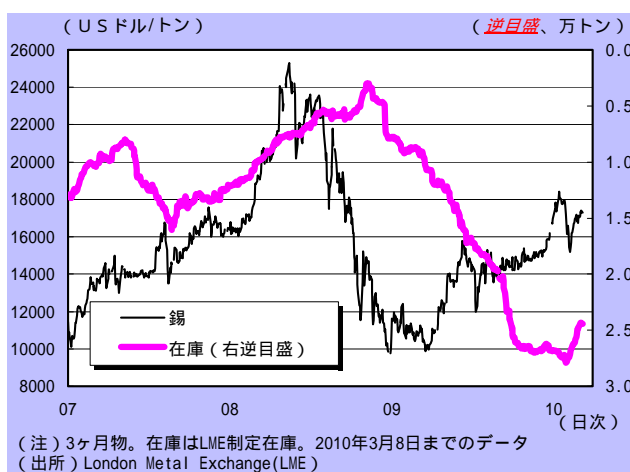
錫相場（3ヶ月物、終値）は下落基調で推移し、2月8日に1トン=15,200ドルと2ヵ月ぶりの安値をつけたがその後は反発し17,000ドル台まで上昇した。

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、世界的なエレクトロニクス製品の需要増加により、錫地金の需要は増加しやすい状況にある。年明け以降はLME指定倉庫からの購入予約を示すキャンセルワラントの増加が伝えられていたが、実際、錫の在庫は2月に入り減少に転じた。

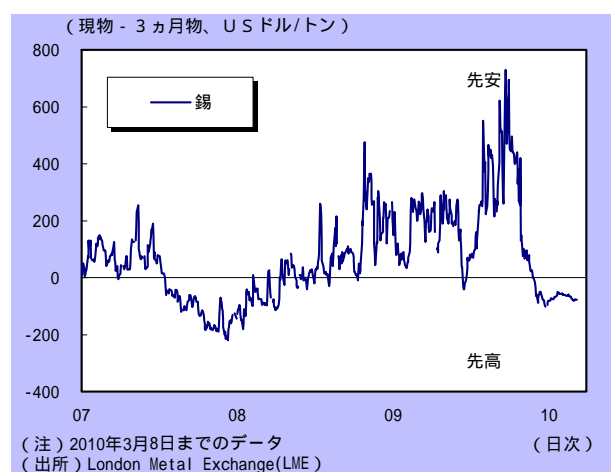
世界2位の錫生産国で最大の輸出国であるインドネシアでは、資源政策上、乱開発を回避する目的で錫の生産抑制に努め、違法採掘の摘発を強化している。インドネシアエネルギー鉱物省が昨年末に公表した2010年の主要資源の生産計画によると、銅、ニッケル、金を増産させる一方、錫の生産計画は据え置き、錫生産の抑制姿勢を鮮明にした。そうした中、エレクトロニクス関連の需要増加を背景に、錫相場は今後も上昇基調で推移する公算が高いであろう。

（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ヵ月物）の推移



7. 鉛 ~ 上昇

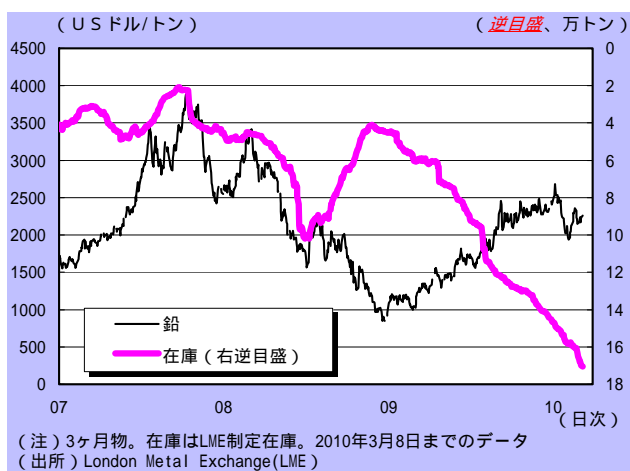
鉛相場（3ヶ月物、終値）は下落基調で推移し、2月5日には1トン=1,920ドルと5ヶ月ぶりの安値をつけた。その後は再び上昇したものの、他の金属と比べると上値は限定的であった。

米北東部を中心に、米国やヨーロッパで寒波が強まったことにより、鉛の主用途であるバッテリー需要の拡大が見込まれたことが買い材料となっていた。このため、冬場の需要期を過ぎたことで相場の上昇ピッチが一服したとみられる。

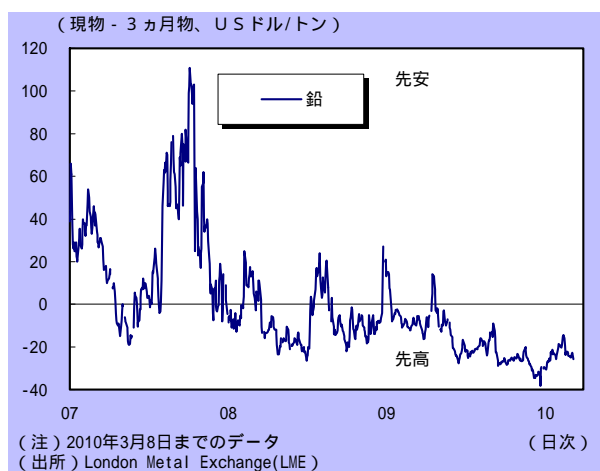
もっとも、世界的に自動車販売の回復が鮮明になっているため、バッテリー需要は今後も底堅い推移が見込まれており、鉛相場は基調としては上昇傾向で推移する見通しである。

（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

～ 原油生産の拡大と原油相場 ～

(1) 相場のこう着感が強まる

原油相場はこのところ、70～80ドルのレンジを中心に推移している。このレンジ内で相場が上下に変動する最大の要因は為替相場である。とりわけ、昨年末からギリシャの財政問題を背景にユーロが対ドルで下げており、ドル高が原油相場を押し下げる要因となっている。反対に、ギリシャ問題で当面の悪材料が出尽くしたり、ドイツを中心に救済に向けた動きが伝えられると、ユーロが買い戻されてドル安となり、原油相場が押し上げられる動きが繰り返されている。

世界経済の回復に確信が持てず二番底への懸念も強かった昨年半ば頃に、原油相場が50ドル台で推移していたのと比べると、足元の水準はかなり高い。しかし、現在のレンジ相場は昨年10月以降続いており、相場のこう着感も強まっている。金融危機の再発や世界経済の腰折れによって相場がレンジの下限を下回るようなリスクは小さいが、投機的な動きが強まることでレンジを上抜けし、100ドル程度まで上昇する可能性を指摘する向きもみられる。

(2) 上ぶれリスクの可能性は小さい

たしかに、原油需要が思いのほか強いことや、投機的な要因を考慮すると、相場が上ぶれする素地がないわけではない。

しかし、ドル高が相場の上値を抑える要因となり、世界景気の回復と比べて相場上昇が限定的にとどまる可能性もある。各国の景気の回復テンポを比べると、中国をはじめ新興国と呼ばれる地域の力強さが目につく一方、先進国では、米国の相対的な強さと、日本やヨーロッパの回復の遅れが目立つ。このため、金融危機のさいに実施された超低金利政策を終了し利上げを実施する「出口戦略」についても、先進国の中では米国が最も早くなる可能性が高い。こうした思惑がドル相場を支え、ドル相場と逆相関する原油など商品相場の抑制要因になろう。

また、IEA（国際エネルギー機関）が2010年の原油需要予測を大幅に上方修正したことから、原油需要回復への期待も高まっている。もっともこうした回復期待は、本稿でもこれまで、世界経済の回復にともない原油需要が回復して相場がジリ高基調をたどる公算が高いと指摘してきたとおりであり、そこから一段と上ぶれするほどの需要の力強さはみられない。

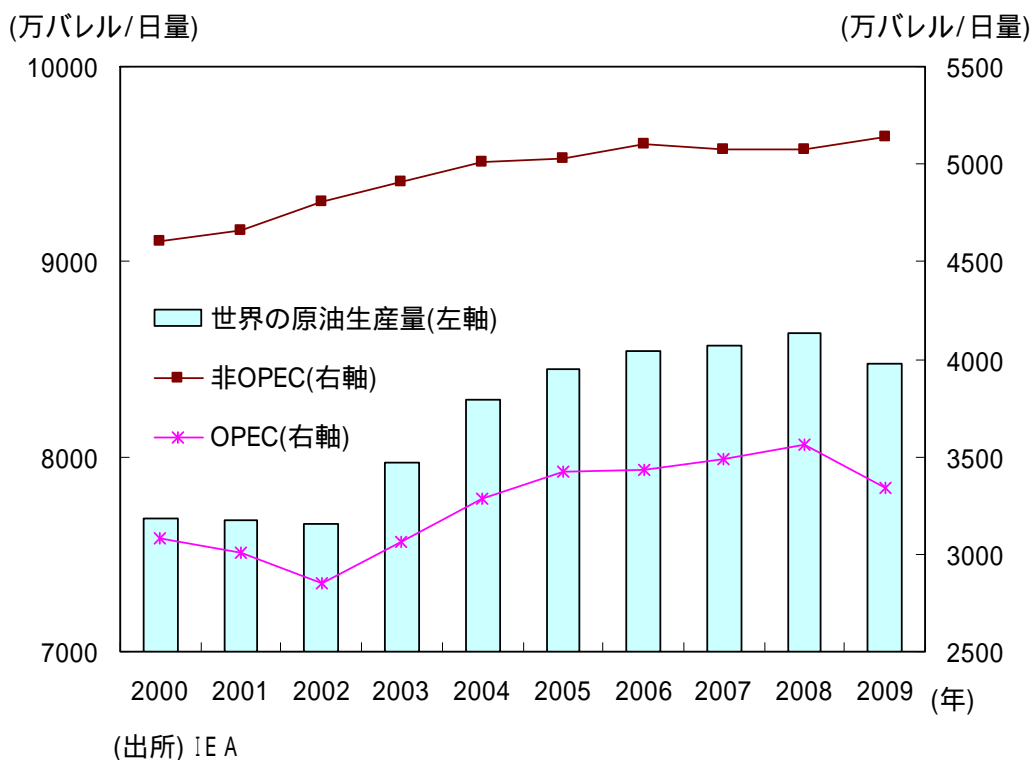
加えて、需要だけでなく原油の供給についても予想外の回復が続いており、原油需要がある程度回復しても、すぐには需給の引き締まりにつながってこない状況であることも、原油相場の先行きを占う上で重要なポイントであろう。

(3) 予想以上に回復した非OPECの原油生産

IEAが毎月公表している世界の原油生産動向によると、2009年の世界の原油生産は、非OPEC諸国の生産が3年ぶりに増加したものの、OPECが大幅な減産を実施したため7年ぶりに減少した(図表24)。

OPECの生産シェアは4割にすぎないものの、相場安定のため戦略的に生産量を調節し、とりわけ金融危機後に420万バレルの大幅な減産目標を取り決め遵守率も高かったことが、世界の原油生産量を減少させる要因となった。

(図表24) 世界の原油生産量の推移



もっとも、非OPECの国々をみると様相が異なる。世界の原油の生産動向をみると、2003年からの相場高騰局面でOPECが積極的に生産を増加させたことや、旧ソ連崩壊以降の経済混乱に歯止めがかかったロシアで、プーチン政権の方針により原油生産が急拡大したことが、世界の原油生産量を押し上げていた(2002年から08年まで975万バレルの生産が増加したが、こうちOPECが700万バレル、旧ソ連が345万バレル、アジア、南米は微増、その他は減少した)。

その後は、OPECの供給余力が徐々に低下し、非OPECでも、生産コストの上昇や需要減少を背景に世界的に油田開発が遅れ、ロシア以外のほとんどの国々で原油生産量が減少した。

ところが2009年は、米国とロシアを中心に予想を上回って生産が回復した。IEAが月次で公表している2009年の原油生産の予測値は毎月上方修正された(次頁図表25)。

(図表 25) 毎月上方修正された原油生産予測

	非OPEC合計					
	米国	旧ソ連	アジア	南米	その他	
09/2	5,095	788	1,288	760	433	1,826
3	5,058	789	1,252	760	432	1,825
4	5,026	778	1,254	755	434	1,805
5	5,031	775	1,269	752	437	1,798
6	5,048	779	1,276	750	441	1,802
7	5,081	783	1,296	750	440	1,812
8	5,098	789	1,305	750	440	1,814
9	5,100	790	1,315	751	437	1,807
10	5,101	796	1,314	748	435	1,808
11	5,114	802	1,317	748	434	1,813
12	5,127	805	1,328	743	433	1,818
10/1	5,132	806	1,328	742	433	1,823
2	5,138	808	1,329	740	432	1,829
昨年4月と比べた修正幅	+ 112	+ 30	+ 75	15	2	+ 24

(注1) IE Aが毎月公表した2009年の原油生産量予測の推移

(注2) 今年発表された2010年1、2月分についても、まだ実績が確定していないため、各時点の見込み値による(出所) IE A

(4) 2010年の原油供給の見通し～ 米国

こうした原油生産の回復傾向は、2010年についても引き続き見込まれる。第一に、米国とロシアの生産が回復していること、第二に、OPECが追加の減産を実施する可能性は低く、相場が上昇するような局面では増産に転じる可能性もあるためである。

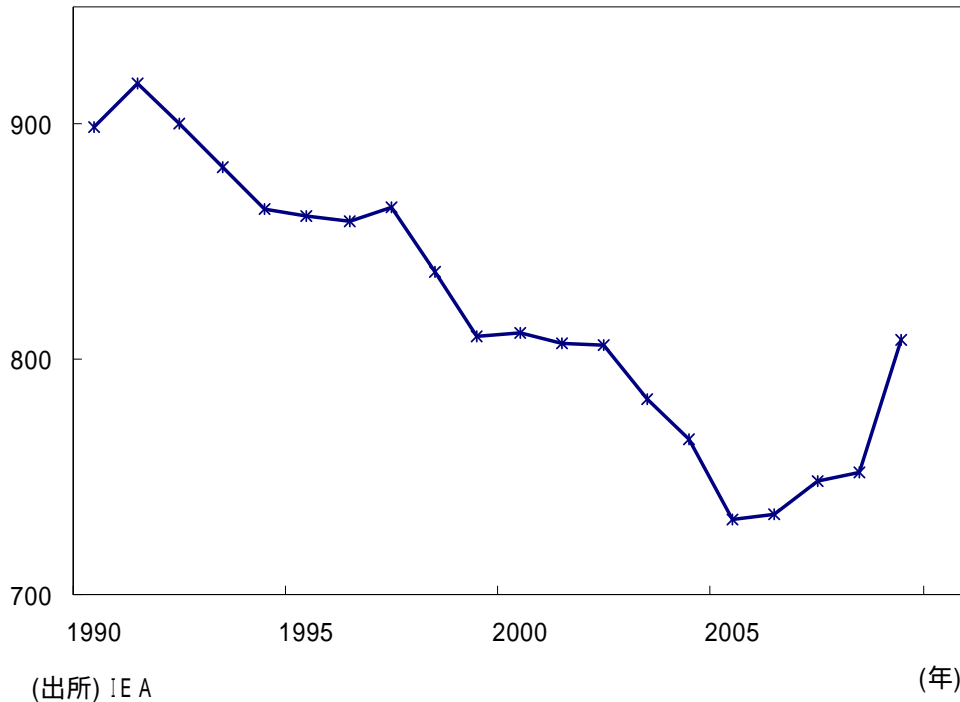
とりわけ、このところ生産の増加が目立つのが米国である。米国の原油生産は長期にわたって減少傾向が続き、2005年のハリケーン・カトリナの被害によって一段と落ち込んだ後はわずかに持ち直していたが、2009年の生産量は7年ぶりの水準に急回復し生産の増加傾向が顕著となった(次頁図表26)。

米国の原油生産が回復している背景について、IEAの分析などによると、近年の原油増産の制約要因となっていた生産コストが下落した効果が指摘されている。米国の生産者物価統計によると、原油生産に関連するコストのうち、機械や装置類の価格は高止まりが続いている。一方、油田開発・原油生産を行う石油上流業界の悩みの種であった人材不足により高騰していた採掘技術者の賃金が、このところ低下しているほか、掘削業者に支払うコストも下がっている(次頁図表27)。こうしたコストは、金融危機前には大幅に上昇して、原油生産拡大の障害となっていた要因であった。

原油生産に関するコストの低下が、原油生産を増加させる動きは足元にかけても続いており、原油の掘削に使われる掘削装置(リグ)の稼働率もこのところ上昇している。季節的な要因を除いても金融危機前の水準に戻っている(次頁図表28)。

(図表26) 米国の原油生産量

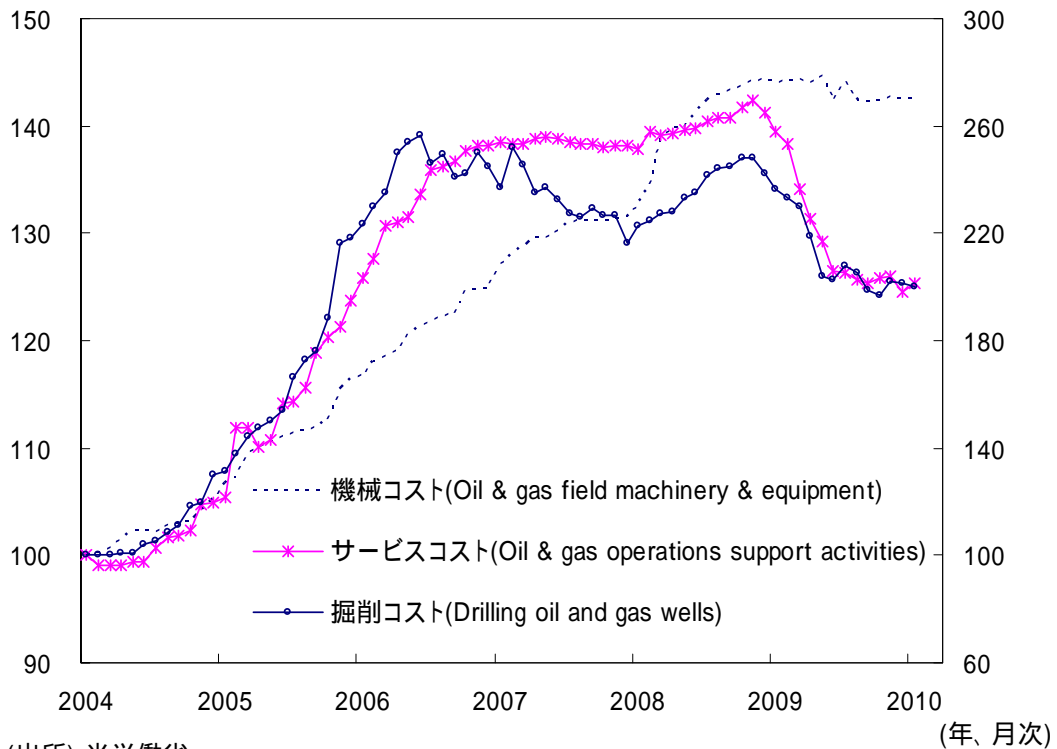
(万バレル/日量)



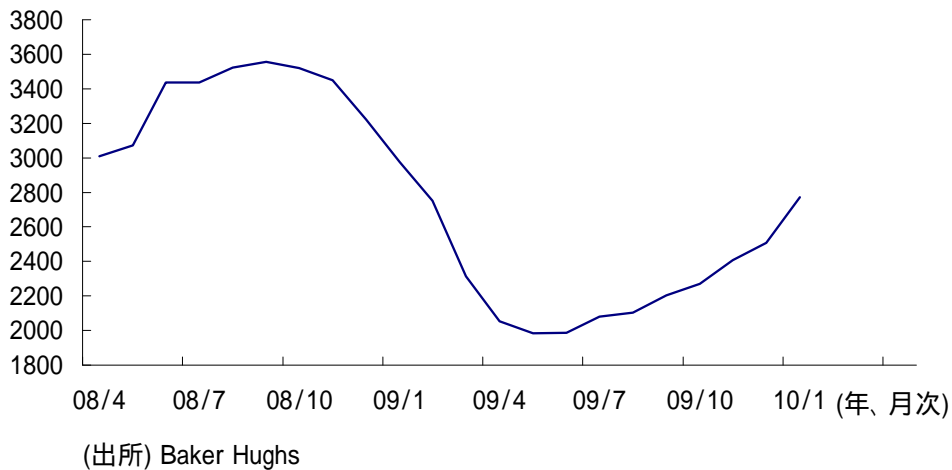
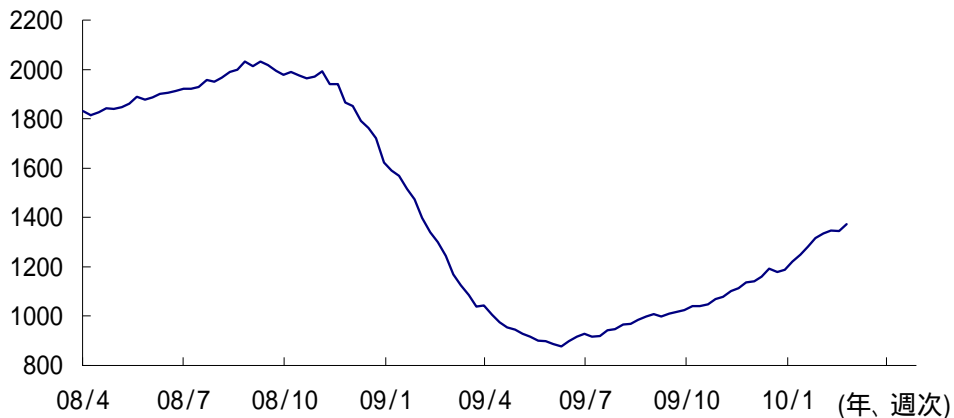
(図表27) 原油の生産コスト

(2004年1月 = 100)

(2004年1月 = 100)



(図表 28) 原油掘削装置の稼働数

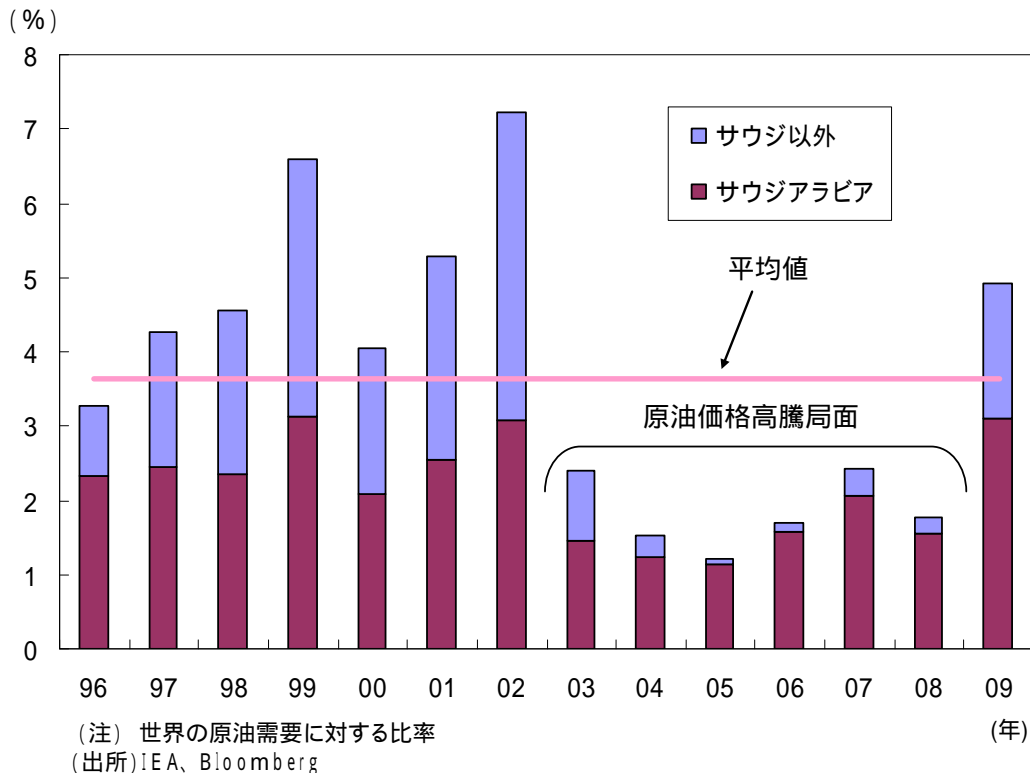


(5) 2010 年の原油供給の見通し ~ O P E C

O P E C の生産動向については、戦後復興が進むイラクや、油田の新規開発が進むナイジェリアの生産動向が注目されているが、これらはいずれも 2012 年以降に本格化することが見込まれている。こうした中期的な供給増加要因は別にして、現在の O P E C には大幅な供給余力が存在する。とりわけ金融危機以降の今回の協調減産をけん引してきたサウジアラビアでは、大幅な生産枠の削減を受け入れ減産遵守率も高かったことから、300 万バレル程度の余剰生産力が生じている (次頁図表 29)。

足元のレンジ相場は、O P E C の希望水準にあるとみられ、生産目標の変更は当面行われぬ公算が高い。しかし、協調減産が合意された当初は高かった遵守率も、このところ、サウジアラビアなど一部を除き遵守率の低下が顕著となっており、加盟各国の増産意欲が高まっている。そうした中、投機的な動きが強まって原油相場が高騰する場合には、余剰生産力を背景に、サウジアラビアなどでも増産への機運が高まるとみられる

(図表 29) O P E C の余剰生産力



最近の原油相場は、ギリシャの財政問題などによる為替相場の動向を主因とした変動が多かった。今後、金融政策面で、米国の出口戦略が日欧に先行する状況下では、ドル高により原油相場が抑制されるとみられる。一方で、世界経済が緩やかに回復する中で、原油需要も徐々に回復し、原油相場の買い材料にされやすくなっている。しかし、供給が増えてきている点も見逃すことができず、原油価格が大幅に上昇する場合には、サウジアラビアなどが供給を増やすことが考えられ、結局、原油相場の上値は抑えられるだろう。このように投機的に原油を大幅に買い進めていくのは難しい状況にあると考えられる。このため需要の回復に伴い、レンジ相場の上限を徐々に切り上げる動きが予想される。

- 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。