

調査レポート

コモディティ・レポート <2010年4月>

・原油市況 ～ 80ドル台半ばに上昇

原油相場(WTI、期近物)は、2月下旬から3月上旬にかけて、1バレル=80ドル前後で推移していたが、その後、徐々に上値を切り上げ、4月に入ると87ドル台をつけている。特に4月初めには、日中欧米で相次いで景気回復を示す経済指標が発表される中、株高・ドル安に伴って、原油高が進んだ。もっとも、ガソリンなどの製品需給は引き締まりにくく、石油製品価格が主導する形で原油相場が上昇する展開にはならないだろう。足元の原油相場の上昇が急だったこともあり、目先は、上値が重くなると見込まれる。

・非鉄金属市況 ～ 上昇傾向が鮮明

非鉄金属相場の動向を表すLME金属指数は、2008年8月以来1年8ヶ月ぶりの水準に上昇した。3月末以降、ドル安やグローバルな景気回復を背景に商品相場の上昇テンポが加速した。とりわけ、景気回復の恩恵を受けやすい銅や、出遅れ感の強かったニッケル相場の上昇が顕著となった。目先については、為替相場のドル高傾向に加えて、中国の金融引締め観測が高まる可能性があり、商品相場も軟調な展開が予想される。もっとも、金融引締めの影響は軽微にとどまるとみられ、グローバル景気の回復にともない商品相場はジリ高基調で推移する見通しである。

・トピック ～ ガソリン高・WTI高は持続するか

米国では夏の行楽シーズンにガソリン需要が増加する。2008年までは夏場のガソリン需給の逼迫懸念を材料にして、原油価格が上昇するパターンが繰り返された。今年3月のガソリン生産量は過去最高に達したとされ、ガソリン高が起これ、原油価格の上昇につながるとの見方が一部に出ている。もっとも、足元でみられるガソリンの生産・消費・価格の底堅さは、あくまでも相対的なものであり、石油需要のレベル感はまだ低い。中国やインドの最新鋭の製油所は重質原油の処理能力が優れていることも考慮すると、ガソリン高・WTI高が大幅に進むような環境にはないとみられる。

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．原油市況：80ドル台半ばに上昇

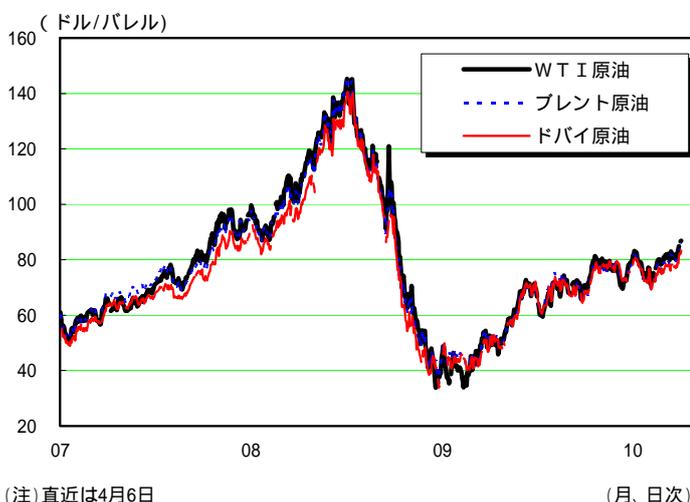
原油相場（WTI、期近物）は、2月下旬から3月上旬にかけて、1バレル＝80ドル前後で推移していたが、その後、徐々に上値を切り上げ、月末には83.76ドルとなった。さらに4月に入って上昇し、4月6日の終値は86.84ドルであった。

日々の値動きは株価との連動性が強く、原油相場の押し上げ材料として、株高が言及されることが多かった。特に、4月初めには、日中欧米で相次いで景気回復を示す経済指標が発表される中、株高・ドル安・原油高が進んだ。また、25日にギリシャ財政問題への支援策が発表され、その後、ユーロ高（＝ドル安）傾向が続いたことも、原油相場の押し上げ材料とされた。

WTI・ブレント・ドバイの油種間スプレッド（価格差）をみると、4月初めにかけて、相対的にブレントとWTIが割高化し、ドバイ安が進んだ（図表3）。ガソリンやナフサの価格が持ち直したことが、軽質油に対する評価を押し上げたとみられる。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く、先高の度合いが弱まる傾向が続いた（図表6）。なお、先物市場における投機筋のポジションは、1月後半～2月前半にいったん縮小した後、再び拡大傾向が続いている（図表7）。商業筋も含めた先物の全建玉残高は増加傾向が続いている（図表8）。

世界景気の回復が持続するとの観測が強まっていることを背景に、原油相場は80ドル台半ばに切りあがってきた。今後も景気回復を示す経済指標などが相場の押し上げ材料になる可能性がある。また、米国石油製品の在庫調整の進展により、石油製品の需要回復が原油需要の増加に結びつきやすくなる素地が徐々に整いつつある。もっとも、当面、製油所の稼働率は抑制された状態が続くとみられ、ガソリンなどの製品需給は引き締まりにくく、石油製品価格が主導する形で原油相場が上昇する展開にはならないだろう。また、各国で引き締め的な政策が出されるとの思惑により資金引き上げ観測が生じて、原油相場が下がることも考えられる。4月初めにかけて原油相場の上昇が急だったこともあり、目先は上値が重くなると見込まれる。

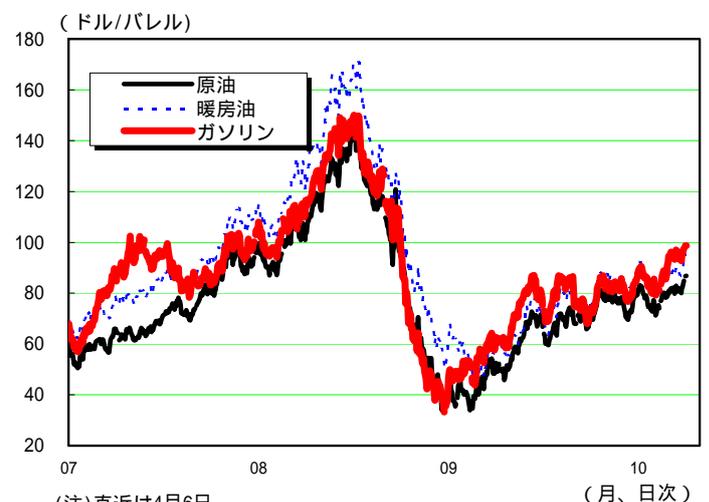
（図表1）原油市況の推移



(注)直近は4月6日
(出所)Bloomberg

(月、日次)

（図表2）石油製品市況の推移

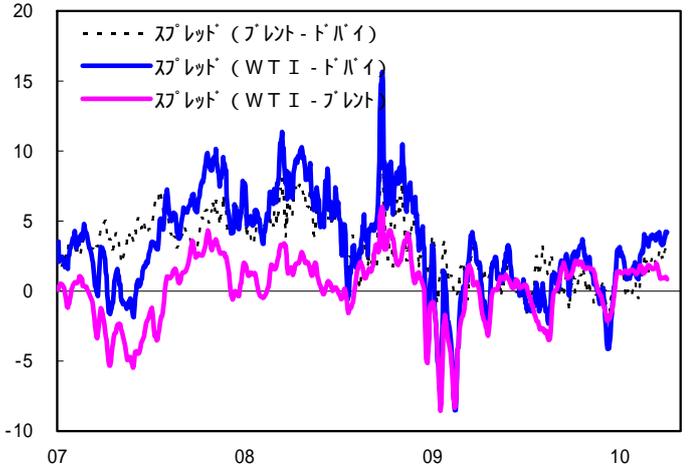


(注)直近は4月6日。
すべてNYMEXの期近物

(月、日次)

(図表3) 油種間スプレッドの推移

(ドル/バレル)

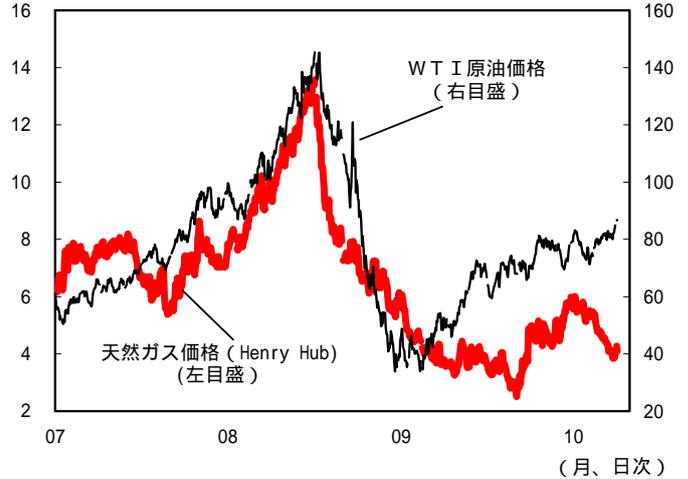


(注) 5日移動平均値。直近は4月6日。(年、日次)

(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4月6日。(月、日次)

(図表5) 原油先物価格と先物カーブ

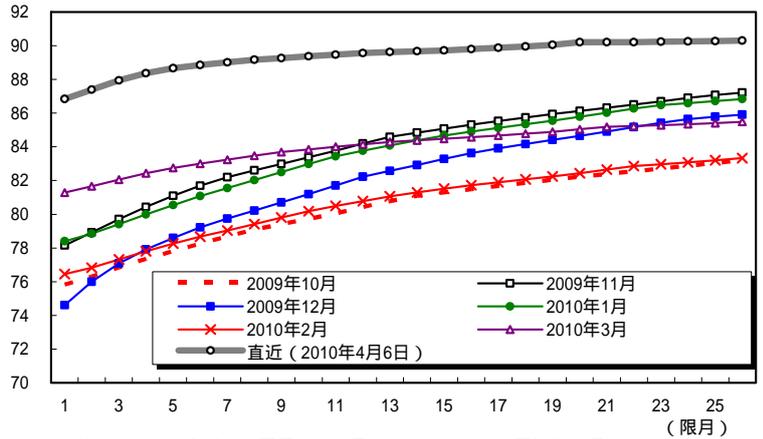
(ドル/バレル)



(注) 限月は28ヵ月先まで、2010年4月6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)

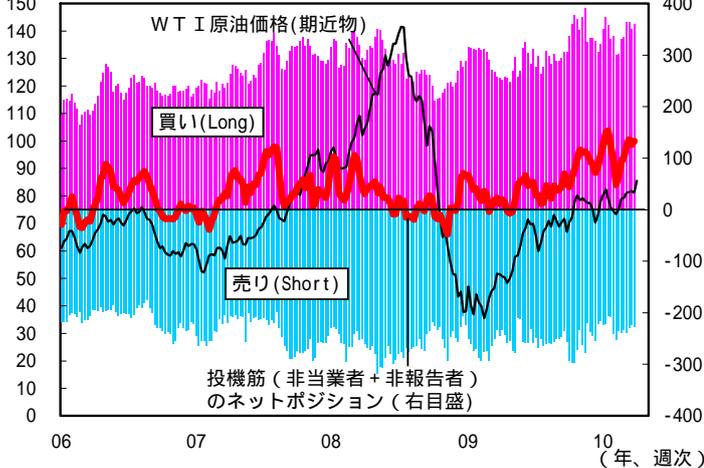


(注) 各時点における各限月(28ヵ月先まで)のWTI原油先物価格
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX) (限月)

(図表7) 投機筋のポジション(原油)

(ドル/バレル)

(千枚)

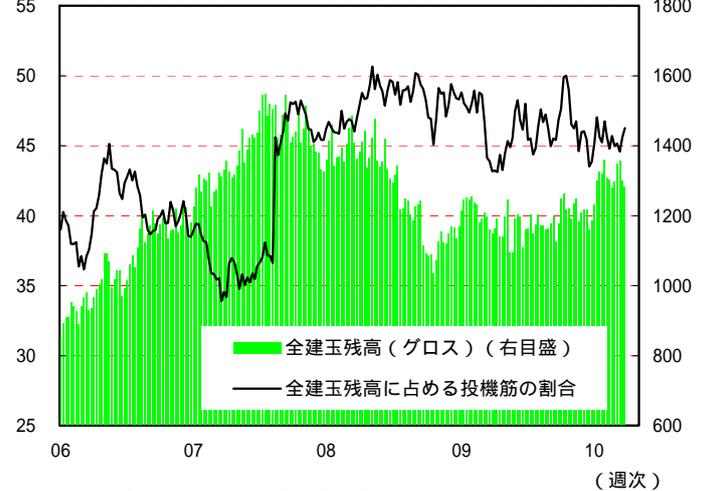


(注1) ポジションの直近は3月30日時点、WTI原油は3月31~4月6日平均値
(注2) 旧分類に基づいた統計により作成
(出所) CFTC

(図表8) 原油先物の建て玉(NYMEX)

(%)

(千枚)



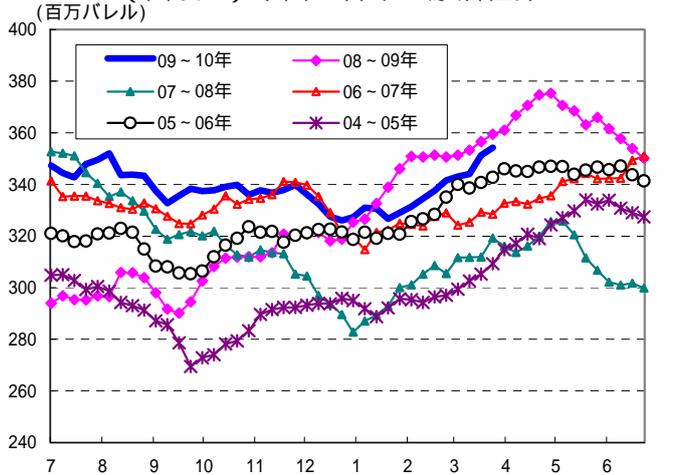
(注1) 1枚は1000バレル。直近は3月30日時点
(出所) 米国先物取引委員会(CFTC) (週次)

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

米国の原油在庫は緩やかに増加している（図表9）。原油在庫が不需用期の4～5月に増加するのは例年通りの動きであり、その水準は2009年をやや下回っているとはいえ、2008年までに比べると引き続き高水準にある。製油所の稼働率は80%程度と前年並みの低水準にとどまっております、原油需要は弱い（図表10）。当面、原油需給に引き締め感は生じにくいとみられる。

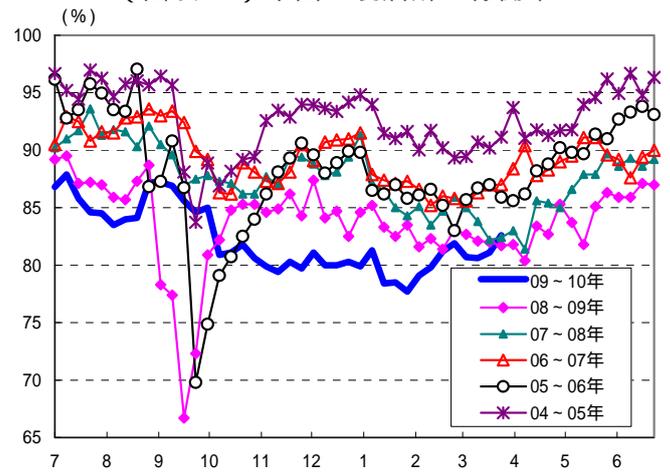
(図表9) 米国の各年の原油在庫



(注) S P R を除く原油在庫、直近値は3月26日
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

(月、週次)

(図表10) 米国の製油所の稼働率



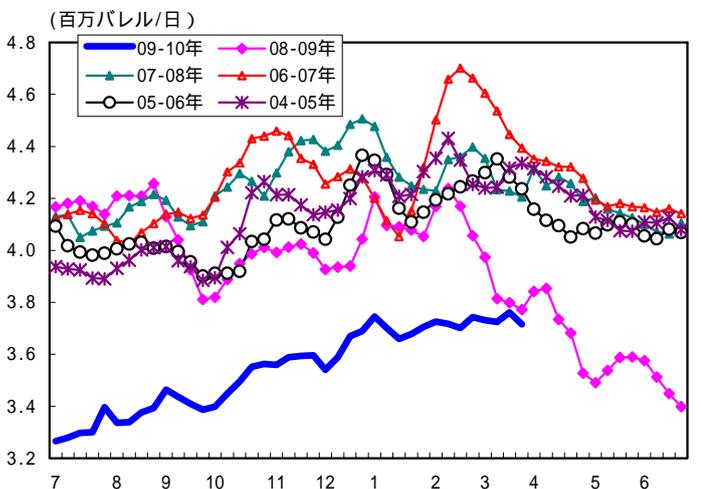
(注)直近値は3月26日
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

(月、週次)

(2) 米国石油製品；中間留分消費の回復は緩慢

ガソリン小売価格（全米平均）は、年初から2.7～2.8ドルで推移していたが、3月下旬には2.9ドル程度と小幅上昇した。原材料である原油価格の上昇を反映したものと見える。ガソリン消費量は、足元では、前年水準並みに持ち直している。一方、中間留分の消費量も前年水準に近づきつつあるものの、2008年までに比べると水準がかなり低く、回復は緩慢である（図表11）。

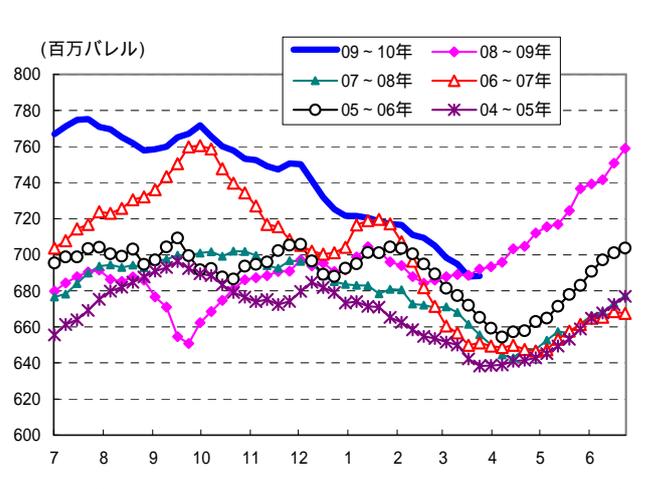
(図表11) 中間留分の消費量の推移



(注)速報系列の4週後方移動平均、直近値は3月26日
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

(月、週次)

(図表12) 中間留分の在庫量の推移



(注)直近値は3月26日
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

(月、週次)

こうした中で、米国の製油所は減産姿勢を続けており、石油製品在庫は前年水準まで減少している（図表 12）。もっとも、石油製品需要の持ち直しテンポは緩慢なため、減産姿勢は続けられ、製油所の稼働率は、今しばらく 80%程度にとどまるだろう。

（3）ナフサ；上昇傾向が続く

日本の2月の輸入ナフサ価格（通関）は、1リットルあたり46.5円と、前月に比べ0.9円上昇した。一方、2月の輸入原油価格は44.6円と前月に比べ0.1円下落したため、ナフサと原油との価格差が拡大した（図表 13）。

3月以降の市況動向をみると、ナフサ（シンガポール）は上昇している（図表 14）。また、欧州の化学工業向け需要が持ち直し動きがあるものと推察され、欧州ではナフサが原油に対して割高化する傾向がみられる。

こうした中、欧州からアジアへのナフサ輸出は起こりにくくなっており、アジアの石油化学メーカーの補修が行われていることや一部でLPGへの代替が見込まれているものの、アジアのナフサ需給は緩和しにくくなっている。

（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

3月のOPEC12ヶ国の原油生産(日量)は、前月比3万バレル減少した(図表15、Bloombergによる推計値、以下同じ)。生産量が不安定なイラクが8.5万バレルの減産になった影響が大きい。一方、生産枠が適用される11カ国の生産量は5.5万バレル増加した。この生産量は生産枠を約200万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する遵守率は52%にとどまった。一時80%程度に達していた遵守率は低下傾向にある。

3月17日にウィーンで開催されたOPECは次回総会では、事前に予想された通り、生産枠の変更は見送られた。なお、31日には、メキシコのカンクンで、国際エネルギーフォーラムが開催された。産油国、消費国の66カ国によって、行き過ぎた原油価格の変動を抑制することを目的として、原油の需給や将来予測に関するデータ及び専門知識の共有化を目指すことで、公式宣言が発表された。

イラン核開発問題では、欧米主要国が国連安全保障理事会での追加制裁措置のとりまとめに動いている。31日には、米国のライス国連大使が制裁案の協議に米英仏独露に加えて、中国が参加すると述べた。もっとも、ロシアと中国が制裁に消極的な情勢は変わっていないとみられる。なお、4月12~13日にはワシントンで核安全保障サミットが開催され、ロシアと中国も参加を表明している。

ナイジェリアでは、ヤラドゥア大統領の体調悪化により、政治情勢の不安化した状況が続いている。ジョナサン大統領代行は、3月17日に内閣を解散し、24日に新閣僚のリストを上院に提出し、権力掌握に努めている。

(図表15) OPECの生産動向

(万バレル/日)

国名	生産量 (3月)	生産量 (2月)	超過量 (3月)	生産枠 (09年1月~)	産油能力	稼働率	生産余力 (3月)
アルジェリア	129.5	130.5	9.3	120.2	140.0	92.5%	10.5
アンゴラ	193.5	194.5	41.8	151.7	205.0	94.4%	11.5
エクアドル	47.0	47.0	3.6	43.4	50.0	94.0%	3.0
イラン	382.5	379.5	48.9	333.6	400.0	95.6%	17.5
イラク	236.5	245.0	-	-	250.0	94.6%	13.5
クウェート	229.0	228.0	6.8	222.2	265.0	86.4%	36.0
リビア	152.5	152.5	5.6	146.9	178.5	85.4%	26.0
ナイジェリア	201.0	194.0	33.7	167.3	250.0	80.4%	49.0
カタール	80.0	79.5	6.9	73.1	90.0	88.9%	10.0
サウジアラビア	820.0	825.0	14.9	805.1	1,150.0	71.3%	330.0
UAE	230.0	228.0	7.7	222.3	265.0	86.8%	35.0
ベネズエラ	219.0	220.0	20.4	198.6	240.0	91.3%	21.0
OPEC12カ国	2,920.5	2,923.5	-	-	3,483.5	83.8%	563.0
OPEC11カ国	2,684.0	2,678.5	199.5	2,484.5	3,233.5	83.0%	549.5

(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

(出所) Bloomberg

・非鉄金属

1. 3月の非鉄市況全般：上昇傾向が鮮明

非鉄金属相場の動向を表すLME金属指数は、2008年8月以来1年8ヶ月ぶりの水準に上昇した。月間を通じ横ばい圏で推移したが、下旬にドル安/ユーロ高が進み商品相場も上昇した。

為替相場と商品相場の関係は強く、ドル安になるとドル建てで取引される商品の割安感から商品相場が上昇し、ドル高になると逆の理由から商品相場は下押しされる。もっともギリシャ問題を背景にドル高(ユーロ安)が進んだ割りに商品相場の下げは小さく、ギリシャ支援策がまとまりドル安(ユーロ高)になったとはいえ、ドルの下げが小さかった割りに商品相場は急騰した。

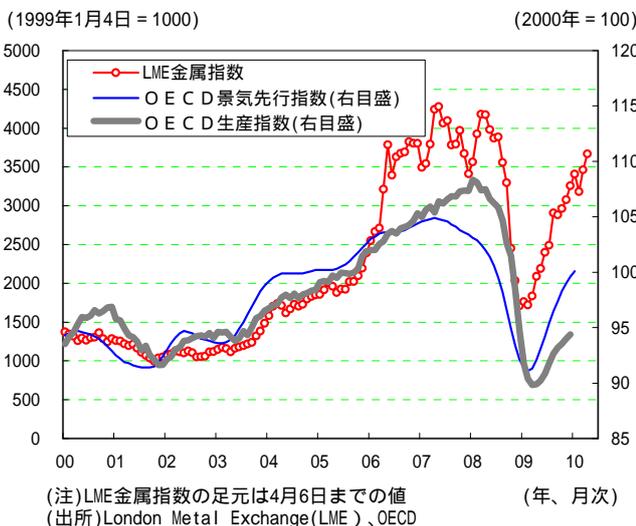
これは、グローバルな景気回復傾向が鮮明になり、商品市場で需要拡大期待が強まったため、ドル高時の商品相場の下げが小さくなり、ドル安時の相場上昇が拡大したことによる。良好な経済指標の発表、中国の輸入拡大、LME在庫の減少が米国など中国以外の需要回復を連想させたことが強材料となり、景気回復の恩恵を受けやすい銅や、出遅れ感の強いニッケルが特に上昇した。一方、中国の物価統計が強含み、金融引締めへの警戒感が強まったことは相場を抑制した。

世界経済の好調により設備投資など景気の先行指標にも改善がみられる。ニッケル相場の急騰が注目されるが、設備投資の回復はニッケルの主用途であるステンレス鋼の需要を拡大させる。

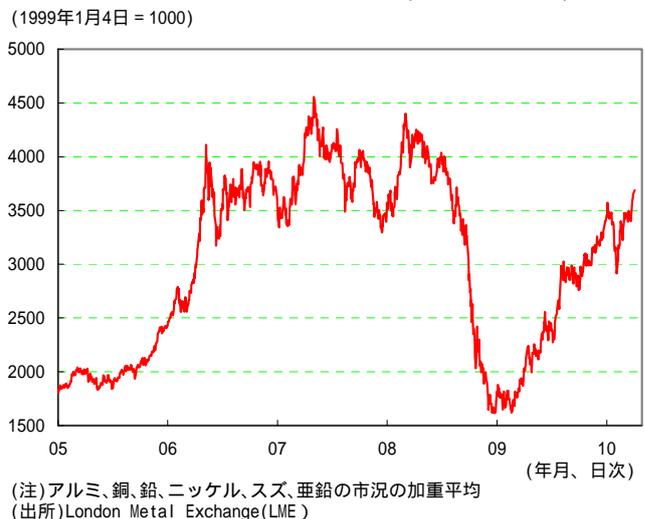
世界景気回復にともなう商品需要の増加により相場上昇が続くとのシナリオは、このレポートでも示してきたが、最近是一段の急騰シナリオも指摘されている。先行きについては為替相場がポイントとなり、景気回復が鮮明な米国のドル相場に先高観測が強まっているため、ドル高が商品相場の重しとなろう。また目先は各国の金融引締めの影響も懸念される。15日に中国の経済成長率が発表され力強い数字になれば引締めへの警戒感が強まる。また20日にブラジルの利上げが見込まれ、同週末のG7、G20では出口戦略が議題となる。月末には米国やインドで金融政策の決定会合が開催される。金融引締めへの警戒感が強まれば相場はいったん調整色が強まろう。

もっとも金融引締めの影響は軽微とみられ、世界経済の回復は持続的な動きとなる公算が高い。このため、商品相場全般についても需要回復を背景にジリ高基調で推移する見通しである。

(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 ~ 1年8ヶ月ぶり高値、8000ドル台に上昇

銅相場(3ヶ月物、終値)は3月下旬以降上昇基調が強まり、4月6日には一時1トン=8,010ドルと、2009年8月以来1年8ヶ月ぶりの高値をつけた。

3月以降の銅相場を押し上げた主な要因は二つある。一つは、中国の銅需要が思いのほか強かったことである。3月10日に発表された中国の2月の銅輸入は22万トンと、前月に比べ12%増加した。とりわけ、2月は旧正月(=春節、今年は2/14)とその前後の連休があり、本来は不需要期だったにもかかわらず高水準の輸入を記録したことは、相場の買い材料とされた。もともと中国の銅輸入については、昨年、備蓄や投機目的などで輸入が急増したため、中国国内の民間在庫が相当程度積み上がっているとの懸念が根強かった。不需要期の輸入急増は、こうした過剰在庫懸念をいったん打ち消す効果があった。需要先では銅線向けの引き合いが強いとされ、インフラ投資向けの銅需要が引き続き旺盛とみられる。

また同じ2月貿易統計では、銅スクラップの輸入が減少したことも注目された。世界的な銅需要の強まりにより銅スクラップの需給がひっ迫しており、中国で銅スクラップの輸入が減少したのも、スクラップ供給の不足が原因と解釈され相場の買い材料となった。

さらに、4月1日のロイター通信はコラムニストの署名記事で、中国国内で銅在庫が過剰になっている場合には、銅鉱石や銅地金の輸出が増加するはずであるが、そうならないのは強い国内需要が在庫を吸収できているためとの見解を伝えた。

一方、銅精錬最大手の江西銅業は、中国国内の在庫が180万トンに上るとの慎重な見方を示すなど、経済統計が整備されていないため中国の在庫量が把握できず、過剰在庫への警戒は依然として根強い。2月はロンドン市場の国際価格と上海市場の銅相場との内外価格差が開いたため、サヤ取りの動きが銅輸入を押し上げた可能性も指摘されている。強い輸入統計が過剰在庫懸念をひとまず払拭したものの、逆に弱い統計が発表されたり相場が軟調になると過剰在庫懸念が再び強まる可能性は十分ある。統計がない以上、真相が明らかになるまで長い時間を要するとみられ、それまで中国国内の在庫をめぐる思惑が変化するたびに相場の変動を強めるおそれがある。

銅相場が一段高となったもう一つの要因は、これまで中国をはじめ新興国の景気回復が顕著であったのに対し、ここにきて、米国などグローバルな景気回復傾向が鮮明となり、不振が続いた欧米向け銅需要の拡大期待が強まったためである。銅相場が高値を更新した4月1日には、日銀短観はじめ、中国、欧州、米国と順次発表された製造業の景況調査が、いずれの地域でも事前の予想を大幅に上回って改善し、グローバルな景気回復の広がりを示したため、銅をはじめ原油や株式などリスク資産全般の価格が押し上げられた。

LME指定倉庫からの出荷予約を示すキャンセル・ワラントは2月から増加に転じ、実需の強さを示す動きとして注目されたが、実際、銅在庫は2月18日に6年半ぶりの高水準を記録した後は減少に転じており、出荷が増加していることを示している。とりわけ、ここにきてヨーロッパや北米の指定倉庫からの出荷予約が、全体の過半を占めるようになっており、欧米向けの出荷の回復が銅相場を底堅くしている。

商品相場に影響する為替相場についても、ギリシャの財政問題について、EU全体で支援策が示されたことから、ドル高(ユーロ安)がひとまず一服し、銅などドル建てで取引される主要な商品相場市況を押し上げる要因となった。

このほか、世界最大の産銅国であるチリで2月27日に大地震が発生し、銅供給への影響が懸念された。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が、操業を一時停止した鉱山が出たことや、余震の影響から3月14日に大規模な停電が発生したことなどは供給懸念を強め銅相場の買い材料となった。

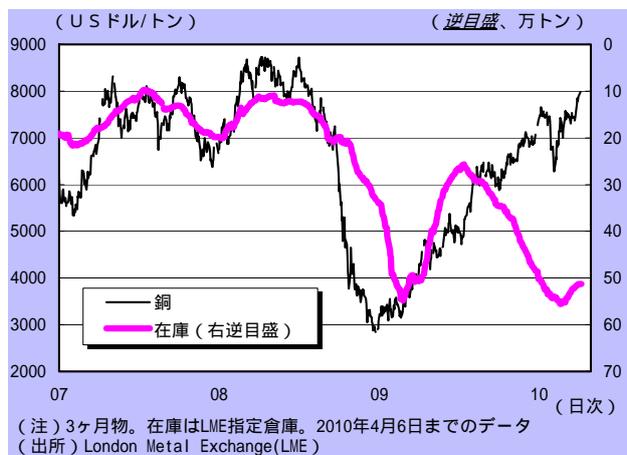
一方、3月10日に発表された中国の消費者物価統計が、インフレ加速を示す内容だったことから、中国の金融引締めへの懸念が強まり、銅をはじめ非鉄相場全般の売り材料となった。

世界的な景気の回復傾向が強まっていることにより、景気回復で先行した新興国では、今後金融引締めの動きが本格化する見通しである。インドはすでに3月に利上げを実施し、4月も2ヶ月連続で利上げが見込まれているほか、ブラジルも利上げ実施の公算が高まっている。最大の銅需要国である中国でも、景気の過熱傾向を背景に早晩利上げを実施する可能性が高い。先進国についても、景気回復で先行した米国では、利上げの時期をめぐり市場の思惑が今後高まってくるとみられる。市場で金融引締め懸念が強まると、銅など商品相場はいったんは調整色を強めるおそれがある。

もっとも、こうした金融引締めの影響は軽微にとどまり、世界的な景気回復は持続的なものとなる見通しである。先行きの需要回復は、すでに銅相場にある程度織り込まれているとみられるが、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るようになっており、世界経済の回復が持続するにつれて、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

銅相場と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



3. アルミニウム ~ 3ヶ月ぶり高値

アルミニウム相場(3ヶ月物、終値)は、4月6日に一時1トン=2,375ドルと今年1月以来3ヶ月ぶりの高値を記録した。もっとも、他の金属がすでに、リーマン破綻前の水準を回復したのに対し、アルミニウム相場は上昇基調が続いているとはいえ、リーマン破綻時の8割の水準にとどまっている。背景には世界的な供給過剰が解消されていないことがある。

金融危機後に生産調整を強めた欧米主要メーカーは、ここにきて生産を増やし始めている。最大手ロシア・UCルサルは、同社の今年の実生産量が対前年比で3%増加するとの見通しを示した。石油依存からの脱却を進める中東でも新規製錬所が設立され、業界団体は今年の実生産量が300万トンを上回るとの見通しを示している。

また中国国土資源省は、アルミニウム生産能力が2,000万トンにのぼり需要を700万トン超過しているとしている。中国最大手の中国アルミは今年の実業界動向について、世界全体では、生産量が390万トン増加するのに対して需要は460万トン増加するとしながらも、中国では生産が400万トン増える一方、需要は270万トンの増加にとどまるとしており中国の供給過剰が目立つ。

一方、需要動向では中国以外の地域での増加が見込まれている。ここにきて米国、欧州、日本と先進国の自動車販売が総じて回復してきたことが背景にある。北米のアルミニウム需要家の手元在庫は四半世紀ぶりの低水準に落ち込んでいるとされ、今後も自動車販売の回復とともにアルミニウム需要が高まることが見込まれる。

LME指定倉庫の在庫は、引き続き高水準であるが、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。

中国で自動車、電車、工場、インフラ建設などが依然として旺盛であり、中長期的にも、新興国では食料関連なども含め幅広い分野での需要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の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。最近の原油価格上昇はアルミニウムの精錬コストの上昇につながり、相場の押し上げ要因となってくる。供給力増大は今後もアルミニウム相場の抑制要因となるものの、世界的な景気回復の持続によりアルミ需給は徐々に引き締まり、相場上昇が続く見通しである。

(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 ~ 2年ぶり高値

ニッケル相場（3ヶ月物、終値）は、4月1日に一時1トン=25,714ドルとおよそ2年ぶりの高値をつけた。

ニッケルの主用途であるステンレス需要にようやく回復の兆しが出てきたことが、ニッケル相場を押し上げた。グローバルな景気回復の動きが続く中、先進国の設備投資にようやく回復の動きがみられ始め、機械類や建築関連に利用されるステンレス需要は緩やかな増加が見込まれる。ロイター通信の調査によれば、今年のニッケル需要は、世界全体で前年比8%、中国では同14%増加し、4年ぶりに需要超過になることが見込まれている。LME指定倉庫の在庫は、2月初めに過去最高の16.6万トンまで増加したが、足元では15.7万トンまで減少しており出荷の増加を示している。

一方、供給サイドでも、開発が注目されるニューカレドニアの大鉱山での生産開始があらためて延期されたことや、BHPビリトン傘下のカナダの鉱山で昨年7月から続くストライキに関し、会社側提案が再び否決されたこと、さらにBHPビリトン傘下の西オーストラリアのニッケル精錬所で、3月15日に精錬用の水素ガスに供給障害が発生し25日まで操業を停止したことが、相場を一段と押し上げる要因となった。

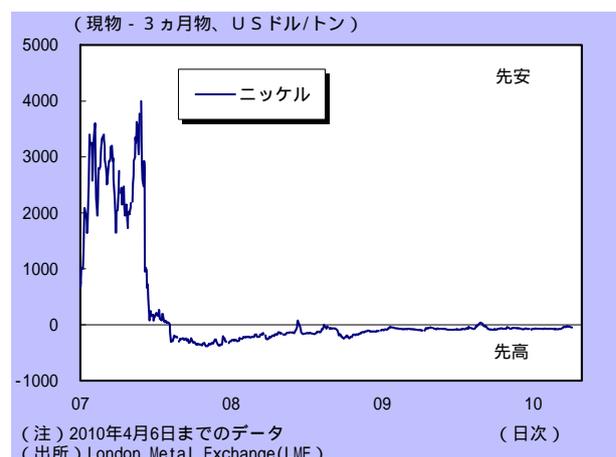
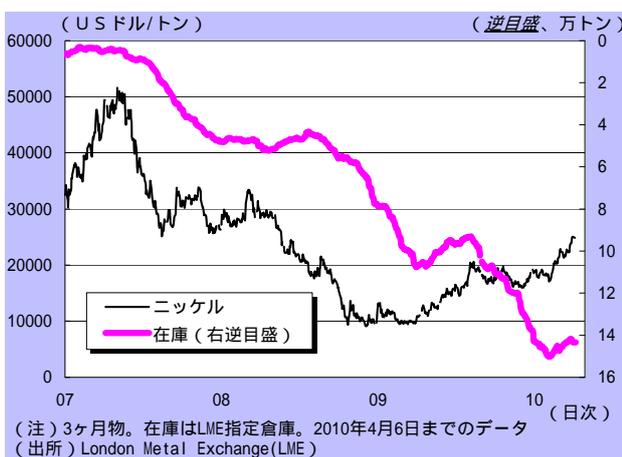
3月26日の米紙ウォールストリートジャーナルは、ニッケル相場上昇の端緒はロンドンの商社が今年1月にまとまった買い注文を入れたことであったと1面記事で伝えた。ニッケルの市場規模は140億ドルと、原油市場（2800億ドル）の20分の1程度に過ぎないため、少量の実需注文が相場に与える影響が大きかったとしている。当事者とされた英ストラットン社は29日に会見を開き、同社がニッケル急騰のきっかけになったとの見解を否定した。ニッケル相場の先高観を背景に、投機目的の現物購入が増えているとされ過熱感も指摘されている。

もっとも、当面はステンレス生産の回復を背景にニッケル相場の上昇が続く見通しである。アルミニウムと同様に過剰生産傾向が強いとされるものの、これまでニッケル相場を抑制してきた在庫が減少に転じたことが、ニッケル相場の押し上げ要因になろう。

（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 ~ 2ヶ月ぶり高値

亜鉛相場（3ヶ月物、終値）は4月1日に一時1トン=2,434ドルと、2ヶ月ぶりの高値をつけた。もっとも亜鉛相場は、金融危機後の底値から2.5倍程度まで上昇し、好材料はある程度織り込まれているとみられる。このため足元の相場上昇ペースは他の金属と比べると穏やかである。

亜鉛は主に鋼板メッキに使われ、亜鉛めっき鋼の主用途は自動車用と建設用に分かれる。自動車については、中国で好調な販売ペースが続いているほか、先進国の販売回復も鮮明になってきた。また、建設用についても中国で力強い需要の拡大が続いている。

しかし建設用の鋼板需要については、中国で予想される金融引き締め策の影響を考慮すると、今年後半には需要量が予想されたほどには伸びない可能性も指摘されるようになっている。また、昨年半ばごろから相場底入れが鮮明になったことにより、精錬所での増産の動きが広がっており、亜鉛の生産過剰が意識されるようになっている。

国際鉛・亜鉛研究会によると、今年1月の世界の需要が対前年比で36%伸びた一方、生産も同21%伸びており、昨年18年ぶりの大きさととなった供給超過は解消されていない。LME指定倉庫の在庫は、世界の消費量の17日分に相当する54.6万トンと2005年10月以来およそ5年ぶりの高水準に達した。

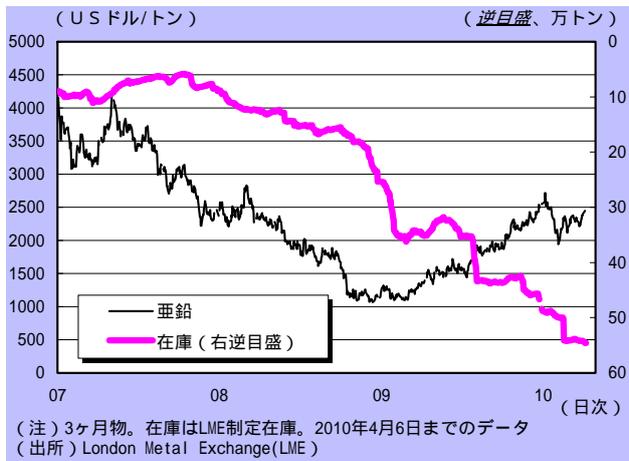
最大の生産国である中国では、昨年鉛中毒被害が拡大し、鉛や亜鉛の精錬所の閉鎖が相次いだ。最初に被害が報告された中国陝西省宝鶏市鳳翔県にある東嶺集団鉛・亜鉛精錬会社の精錬所は、3月15日に再開された。同社は中国4位の亜鉛精錬メーカーである。最も深刻な被害を出した河南省済源市にある亜鉛最大手の河南豫光金鉛の精錬所は、依然として閉鎖されているが、環境基準を満たした新設の精錬所を開設する予定であり、生産への影響は小さいとみられている。

なお、2月17日に、加テック・リソーシーズ社が、世界最大の亜鉛鉱山であるアラスカ・レッド・ドッグ鉱山での新床開発を米環境保護局に申請したところ、鉛中毒被害を訴える環境保護団体の圧力により鉱山の操業停止に追い込まれた。同鉱山は世界の亜鉛生産量の5%を占めており、市場ではいったんは買い材料とされたものの、上値の重さが意識されると市場の関心も一時的なものにとどまった。

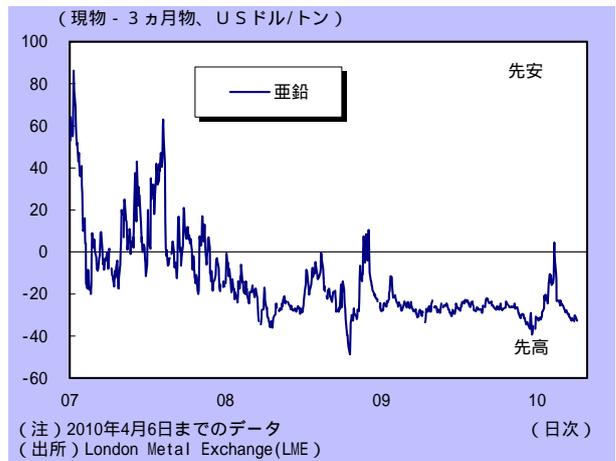
亜鉛相場の先行きについては、自動車販売の好調がまだしばらくは見込めることや、グローバルな景気回復にともなう鋼板メッキ需要の拡大が見込まれるため、他の金属が上昇する局面では、亜鉛相場にもまだ上昇余地が残されているとみられる。もっとも、供給過剰懸念は強いいため、他の金属と比べると上昇ペースが緩やかな状況は今後も続く見通しである。

(図表 21) 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 カ月物) の推移



6 . 錫 ~ 1 年半ぶりの高値

錫相場 (3ヶ月物、終値) は上昇基調で推移し、4月1日には1トン = 18,750ドルと2008年9月以来およそ1年半ぶりの高値をつけた。

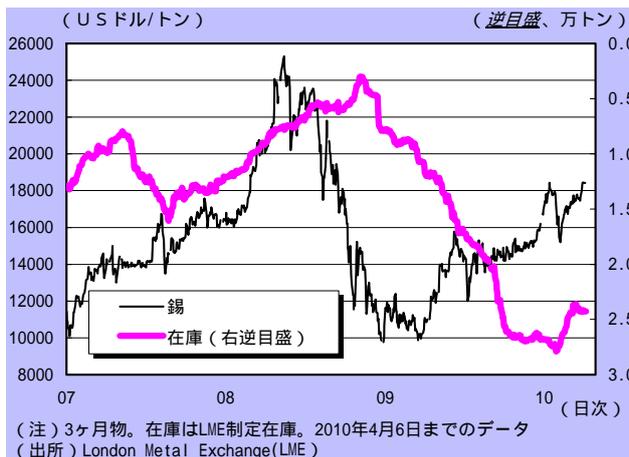
世界最大の錫採掘会社であるインドネシアの国営ティマが3月31日の決算発表の中で、2010年の世界の錫消費量が、アジアを中心に消費者向け家電販売が好調なことから対前年比10%増加するとの見通しを示した。実際、エレクトロニクス製品はグローバルな景気回復の恩恵を受けやすいとみられ、中国を中心とするアジアに加え、欧米からの需要も強含んでいる。

一方で、世界第2位の錫生産国で最大輸出国でもあるインドネシアは、資源政策上、錫生産の抑制姿勢をとっている。また2月の同国の錫輸出は、生産抑制に加えてモンスーンの影響などもあり、対前年比で18%減少した。統計が発表された3月17日の錫相場は急反発し、その後も商品相場が総じて上昇テンポを強めた中で高値を更新した。

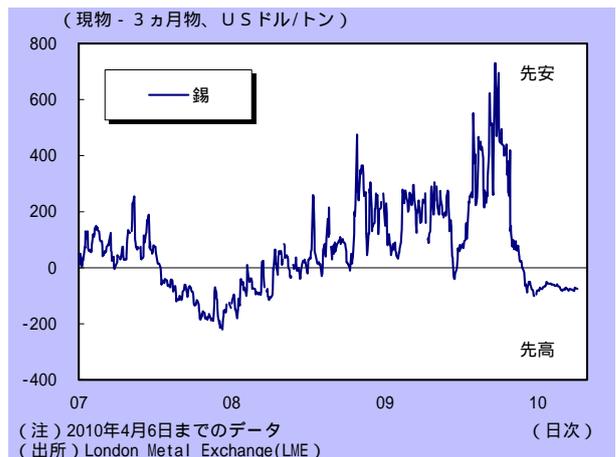
先行きについても、エレクトロニクス関連の需要増加が錫相場を押し上げるであろう。

(図表 22) 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 カ月物) の推移



7. 鉛 ~ 上値が重い

鉛相場（3ヶ月物、終値）は2月5日に直近安値の1トン=1,936ドルをつけた後は反発し、3月10日には同=2,289ドルの戻り高値をつけたが、その後は横ばいで推移した。

年明け以降、欧米の寒波の影響から、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が需要期を過ぎて反動があらわれている。

もっとも需要動向については、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る。中国の2010年の鉛需要は、8割を占めるバッテリー向けを中心に対前年比20%増が見込まれている。とりわけバッテリー需要の半分は交換用需要であり、中国のようにいったん自動車の普及が進むと、景気動向の影響を受けず一定の需要が期待できるようになる。

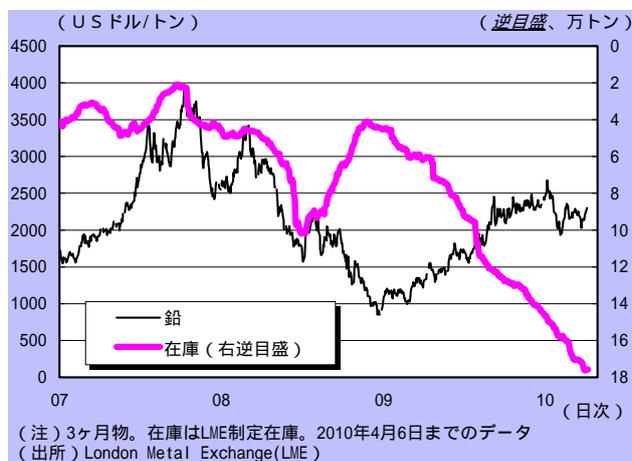
一方、アルミニウムや亜鉛と同様、鉛についても、世界最大の生産国である中国を中心に生産過剰傾向が鮮明となっており、LME指定倉庫の鉛在庫は17.6万トンと7年ぶりの高水準に達した。国際鉛・亜鉛研究会の集計によると、世界全体の鉛在庫は39.3万トンと、消費量の4.2週間分にのぼっている。

中国では河南省、陝西省などでの鉛中毒被害の拡大による精錬所閉鎖の動きが鎮静化していたが、3月15日四川省で中毒被害拡大により精錬所が閉鎖された。また、雲南省では半世紀ぶりと言われる歴史的な大かんばつの影響により、主要なエネルギー源である水力発電量が低下し、鉛精錬所が操業や生産を低下させている。同省は鉛精錬所が集積し生産能力は50万トンと中国全体の1割程度を占めており、一定の影響が出ているものとみられる。

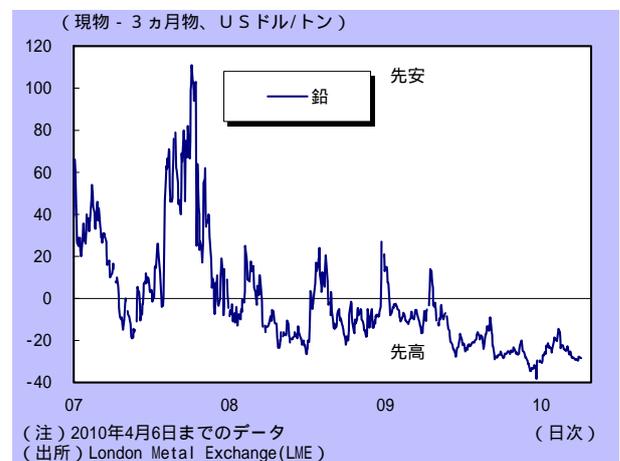
それでも、在庫過剰感は払しょくされるには至らず、昨年の相場上昇スピードが速かったこともあり、先行きも上昇基調が見込まれる。ただし、他の金属と比べ緩やかな上昇にとどまる公算が高いであろう。

（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

～ ガソリン高・WTI高は持続するか ～

米国では、5月末のメモリアル・デーから9月はじめのレーバー・デーまでの期間が、夏の行楽シーズンだとされ、ガソリン需要も盛り上がる。2008年までは毎年のように、夏場のガソリン需給の逼迫懸念を材料にして、原油価格が上昇する傾向がみられた。

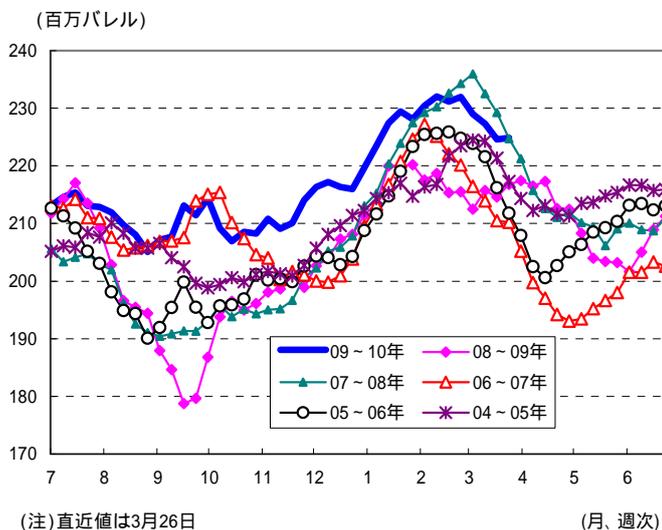
今年3月のガソリン生産量は過去最高に達したとされ、そうした中で、行楽シーズンが近づくに伴って、ガソリン高が起り、原油価格の上昇につながるとの見方が一部に出ている。

確かに、足元では、ガソリンの生産、消費、価格の動向には底堅さがみられるものの、それらはいくまでも相対的なものであり、原油を含めて石油市場全般が大幅に上昇するような環境にはないとみられる。

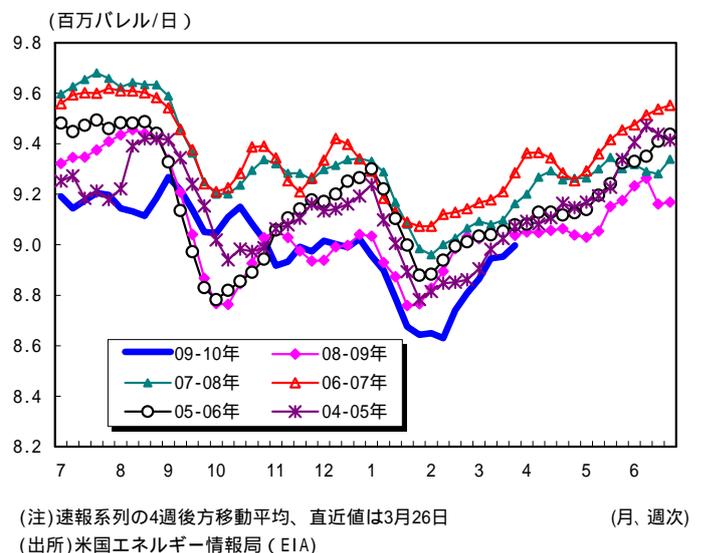
(1) ガソリンの在庫調整とガソリン高

米国では、ガソリンの在庫調整が一巡する目途が立ってきている。ガソリン消費量がほぼ前年並みの水準を回復する中で、ガソリンの在庫水準もほぼ適正範囲に収まりつつあるような動きをみせている。

(図表 24) 米国のガソリン在庫の水準



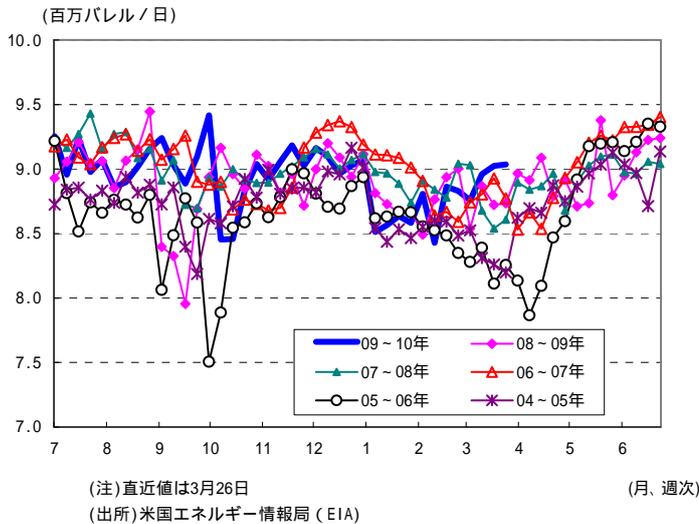
(図表 25) 米国のガソリン消費量の推移



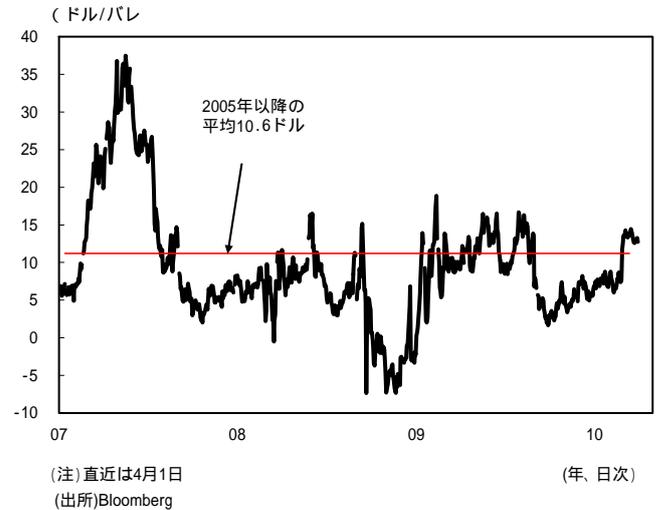
実際、米国の製油所はガソリン生産量をほぼ前年並みに保つようになっており、特に、3月に限ってみれば、2010年のガソリン生産量は過去最高を記録したとされる。また、ガソリンの製油マージン(=原油価格-ガソリン価格)が拡大し始めている。

こうした動きは、2008年までみられた夏場の石油市況、つまり、ガソリンに牽引されて原油価格が上昇するような状況に似ているといえる。

(図表 26) 米国のガソリン生産量の推移



(図表 27) ガソリン価格の推移



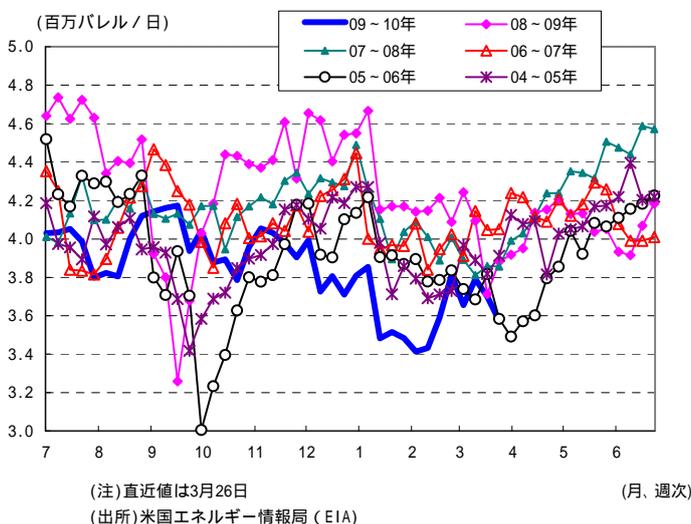
(2) 中間留分を中心に依然、調整圧力

国際的にみても、ガソリンや、ガソリンと似た成分の半製品であるナフサの市況は、原油や他の石油製品に比べて、持ち直し傾向が出ているようだ。またそうした製品需要の傾向を反映して、足元の原油市場では、WTIやブレントなど軽質原油が、ドバイなど中重質原油に対して上昇する傾向が出ている。

しかし、夏場にかけて一段とガソリン高が進んで、原油を含めた石油市場全般を牽引するような力はないと思われる。

まず、製品別には、軽油や暖房油など中間留分については、ガソリンに比べて需要の低迷が深刻であり、在庫調整が遅れている。価格面でも、中間留分製品の指標である暖房油の精製マージン (= 暖房油価格 - 原油価格) は、低迷が続いている。

(図表 28) 米国の中間留分製品生産量の推移



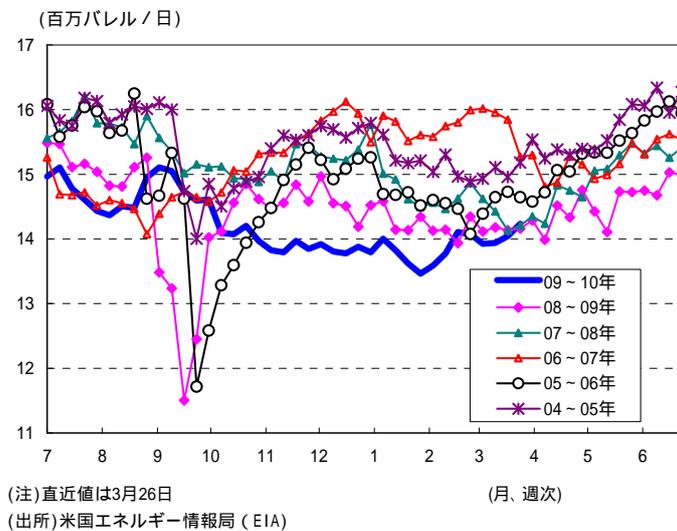
(図表 29) 暖房油価格の推移



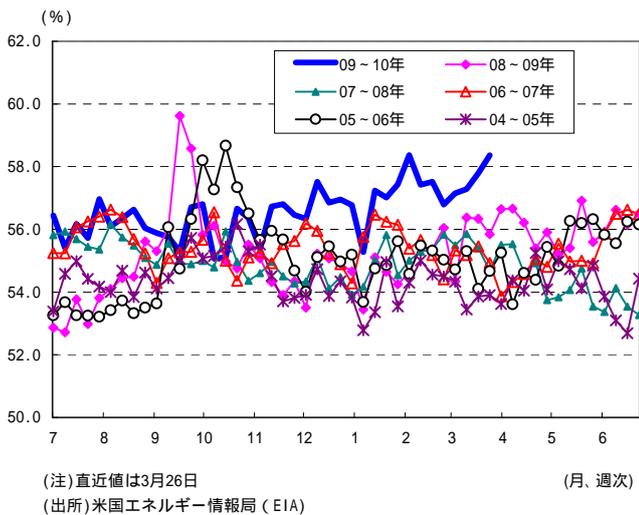
つまり、製油所がガソリンを増産している裏側には、在庫が過大な中間留分の生産を抑制していることがある。そこで、需要が弱い中間留分の取得率をなるべく抑制して、ガソリンの取得率を上げようとする努力がなされていると考えられる。

実際、米国の製油所における原油精製量は、例年に比べて低水準で推移している。製油所の立場からみると、たとえ在庫が増えるにしても、これから需要期を迎えるガソリンの方が、暖房油等の需要が一巡した中間留分よりもまだということだろう。

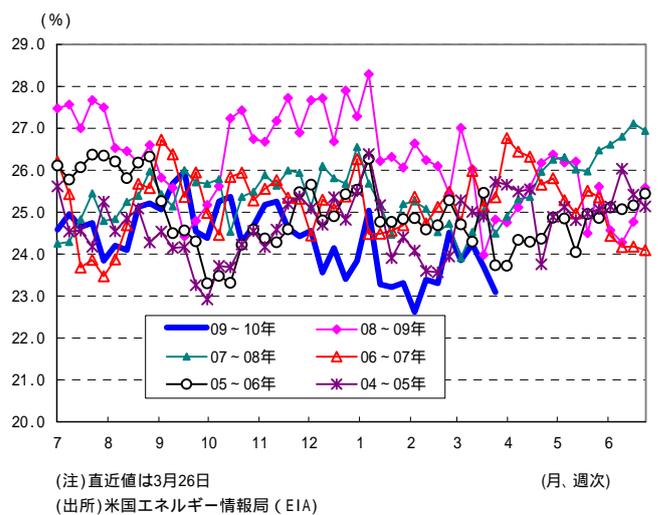
(図表 30) 米国の原油精製量の推移



(図表 31) 米国の石油製品に占めるガソリンの比率



(図表 32) 米国の石油製品に占める中間留分の比率



(3) 原油価格へのインプリケーション

米欧の石油需要は、総じて持ち直しつつあるものの、石油需要のレベル感はまだ低い。米欧の製油所は、なるべく余剰品が生じないように効率的に石油製品を生産することを強いられている。そうした中では、相対的に需要が底堅いガソリンなどを生産しやすい軽質原油が重宝されるといえる。

もっとも、世界全体で見れば、2010年の原油需要を牽引するのは、中国などの新興国になってくると見込まれる。中国やインドの最新鋭の製油所は、重質原油の処理能力が優れているとされる。これは、WTIやブレントといった軽質原油と、ドバイなど中重質原油の価格差を生じにくくする要因になるとみられる。

このようにみえてくると、ガソリン高やWTI高が大幅に進んで、石油価格全般を押し上げるといふ2008年までにみられた石油価格上昇のパターンは、起こりにくくなっていると考えられる。

- 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。