

調査レポート

コモディティ・レポート <2010年10月>

・原油市況 ～ 80ドル台に戻す

原油相場(WTI、期近物)は、このところ80ドル台で推移している。10月末頃にかけて、米国では製油所の定期修理などに伴う石油製品の生産調整・在庫調整が一巡し、欧州では北海油田の定期修理などに伴う石油市場のタイトさが一巡してくるだろう。予見されている調整が一巡した後の冬場の需要の実勢は、依然として読みづらい。ドル安に伴い原油相場は押し上げられているが、需要回復見通しが描けないと、原油相場(WTI)は上値を追いくい。当面、80ドル前後の推移が続くとみられる。

・非鉄金属市況 ～ 上昇傾向が鮮明

LME金属指数は、2008年7月以来2年3ヶ月ぶりの高値をつけた。米景気への過度な先行き悲観論が和らいだことや、FRBが一段の金融緩和姿勢を示したこと、米ドル安などが金属相場を押し上げた。とりわけ供給懸念が強まった銅や錫では在庫の減少傾向が鮮明となり節目となる相場水準を更新し、その他の金属も銅に連れ高した。グローバルな経済成長が金属需要の拡大を支援する中、金融面での相場押し上げもしばらく期待でき、金属相場は一段と上値を切り上げる見通しである。新たな供給障害が発生などにより、来年にかけ資源価格の急騰シナリオも無視できず注意が必要であろう。

・トピック ～ WTIのトリプル安？

このところのドル相場の下落は、ドルや米国経済への信認の低下を映した面があろう。一方、最近の原油価格の動向をみると、WTIへの信頼感が低下していることを示す動きもあるとみられる。現状は、ドル相場の下落を材料に、原油価格が上昇する流れが続いている。そうした中で、メインシナリオではないが、日本からみれば、WTIの原油価格は、原油安、WTI安、ドル安(つまり円など他通貨高)のトリプル安に陥る可能性もそれなりにあると思われる。

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．原油市況：80ドル台に戻す

原油相場（WTI、期近物）は、8月後半につけた1バレル＝71ドルをボトムに9月に入って70ドル台半ばで推移していたが、10月にかけて80ドルを上回ってきている。原油相場の上昇は、ドル安によるところが大きいですが、事故などによる供給制約への懸念や石油製品の需給バランス改善への思惑なども押し上げ材料になっているとみられる。

このところ供給障害が多かった。9月7日には、メキシコの製油所で爆発事故が発生し、9日にはカナダ系パイプライン会社であるエンブリッジのパイプライン事故が発生した。双方とも、北米地域の需給引き締め要因になると懸念されたが、中旬には操業が始められた。一方、9月下旬からフランスの港湾労働者のストライキが発生してタンカーが停泊した状態が続いている。10月7日時点でも継続しており、石油製品供給への懸念が強まっている。8月以降、北海油田では平年よりも大規模なメンテナンスが行われ、生産量が落ち込んだ影響も残っており、欧州の石油市場は全般的に北米よりもタイト化している。

こうした中で、統計データも需給引き締め要因と解釈されやすくなっている。10月5日発表の週次統計では原油在庫が増加したものの、石油製品在庫の減少が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、9月後半にかけてWTIがブレントやドバイに対して割安となる動きが進んだ（図表3）。米国の原油在庫の水準が高いことが影響した。原油価格の先物カーブをみると、先高観測が続いている（図表6）。先物市場における投機筋の買い越し幅は9月上旬にかけて縮小したが、その後は拡大に転じている（図表7）。商業筋も含めた先物の全建玉残高は、8月以降、増加している（図表8）。

10月末頃にかけて、米国では製油所の定期修理などに伴う石油製品の生産調整・在庫調整が一巡し、欧州では北海油田の定期修理などに伴う石油市場のタイトさが一巡してくるだろう。予見されている調整が一巡した後の冬場の需要の実勢は、依然として読みづらい。ドル安に伴い原油相場は押し上げられているが、需要回復見通しが描けないと、原油相場（WTI）は上値を追いにくい。当面、80ドル前後の推移が続くとみられる。

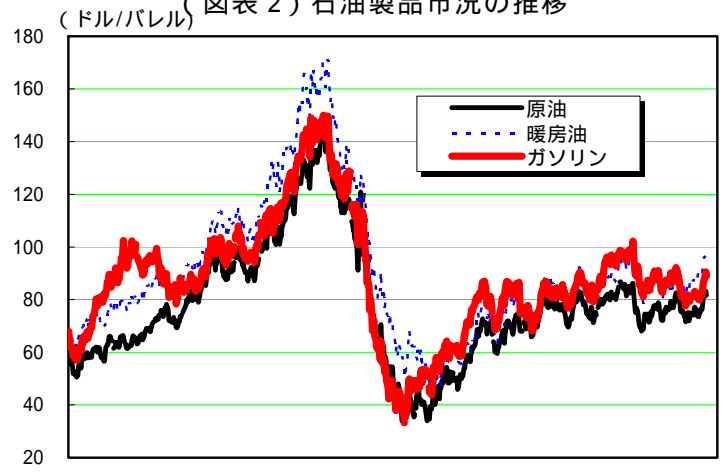
（図表1）原油市況の推移



(注)直近は10月7日
(出所)Bloomberg、日本経済新聞

(年、日次)

（図表2）石油製品市況の推移

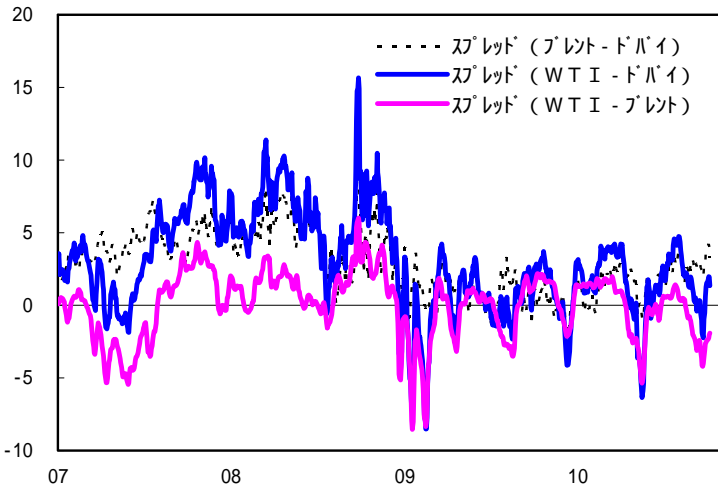


(注)直近は10月7日。
すべてNYMEXの期近物

(年、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10月7日。(年、日次)

(図表5) 原油先物価格と先物カーブ

(ドル/バレル)

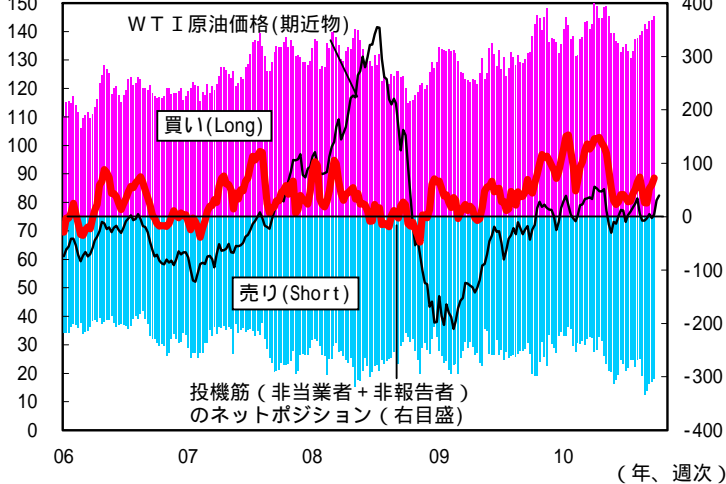


(注) 限月は28ヵ月先まで、2010年10月7日時点 (出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(図表7) 投機筋のポジション(原油)

(ドル/バレル)

(千枚)

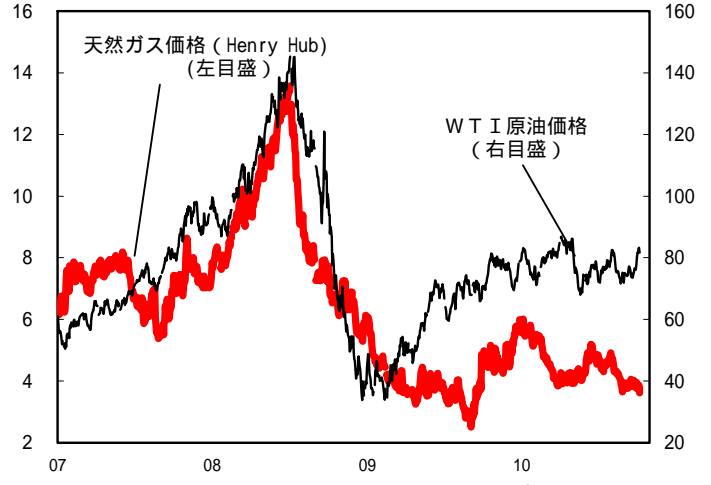


(注1) ポジションの直近は9月28日時点、WTI原油は10月6~7日平均値
(注2) 旧分類に基づいた統計により作成
(出所) CFTC

(図表4) 米国天然ガス市況の推移

(ドル/百万Btu)

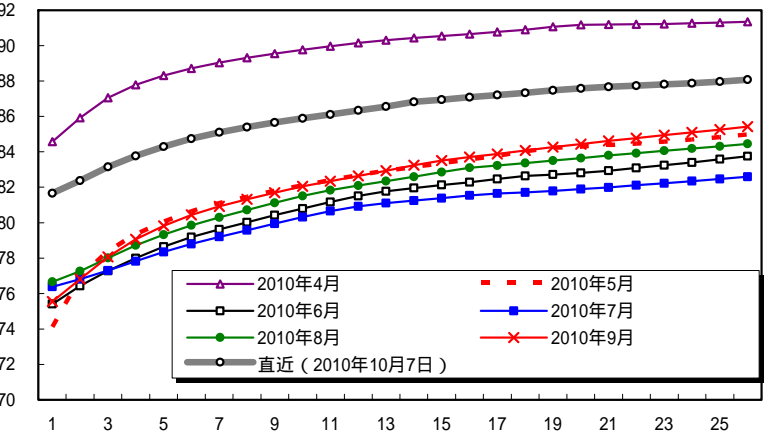
(ドル/バレル)



(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略 (注2) 直近は10月7日。(年、日次)

(図表6) WTI原油の先物カーブの変化

(ドル/バレル)

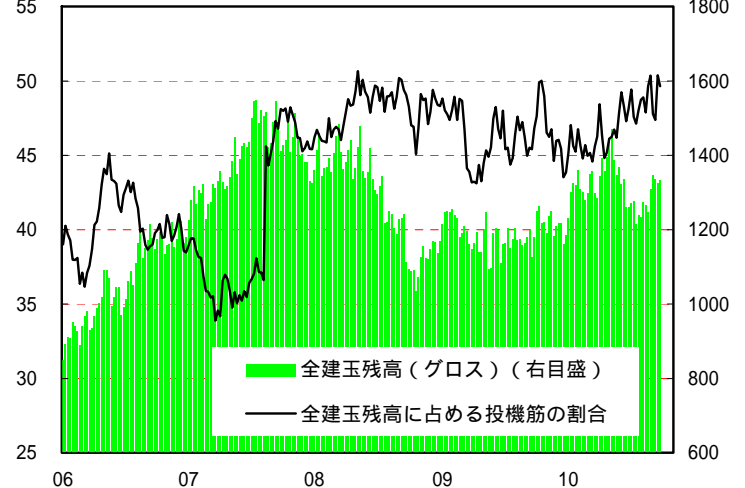


(注) 各時点における各限月(28ヵ月先まで)のWTI原油先物価格 (出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(図表8) 原油先物の建て玉(NYMEX)

(%)

(千枚)



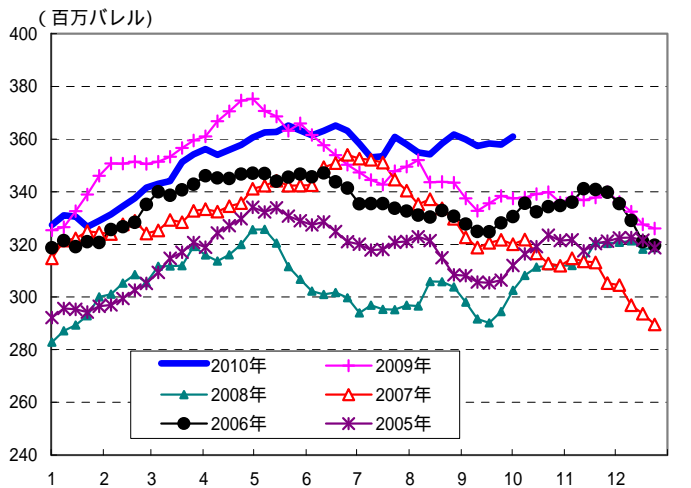
(注1) 1枚は1000バレル。直近は9月28日時点
(出所) 米国先物取引委員会(CFTC)

2. 品目別需給動向

(1) 米国原油需給；製油所の原油処理量が大幅減少

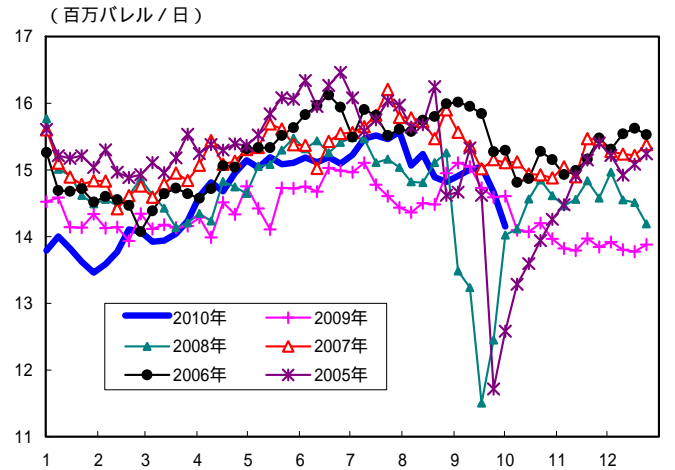
米国の原油在庫は、平年であれば減少する傾向がある夏場の需要期を通じて高止まりが続き、足元でも約 3.6 億バレル程度で推移している（図表 9）。石油製品の在庫が多いため、製油所は平年以上に減産を強めており、原油処理量は 2009 年の同時期を下回ってきている（図表 10）。当面、製油所の減産姿勢が続き、原油在庫は高止まりが見込まれる。

(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10月1日 (月、週次)
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

(図表 10) 米国の製油所の原油処理量

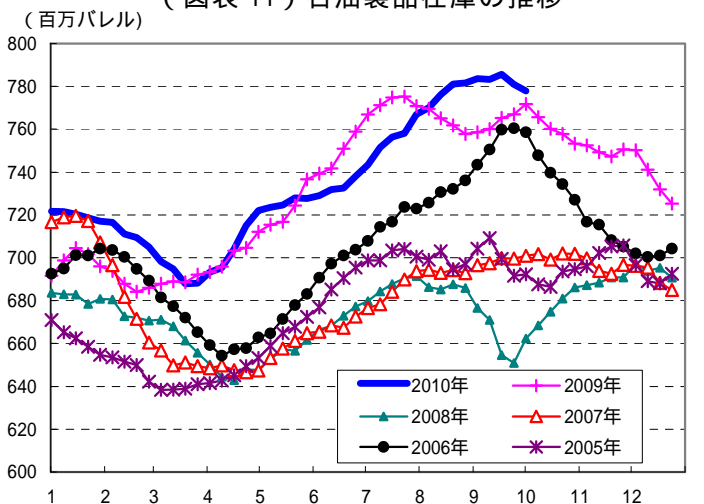


(注) 直近値は10月1日 (月、週次)
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

(2) 米国石油製品；石油製品在庫がわずかに減少

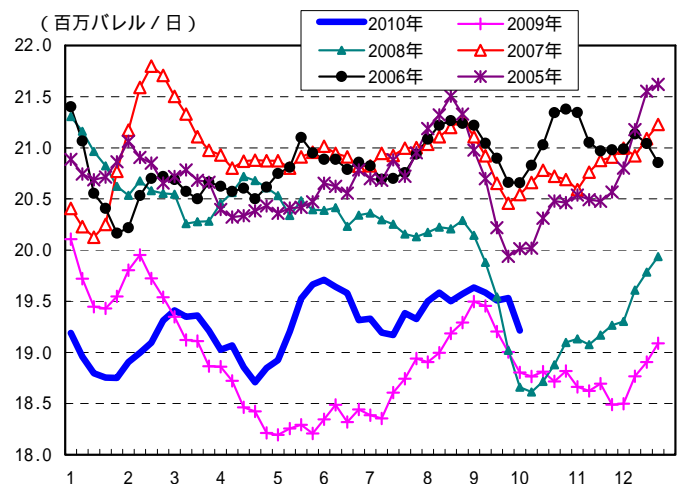
ガソリン小売価格（全米平均）は、夏場に比べてやや下落し、1 ガロン = 2.7 ドル台で推移している。製油所は生産調整を強めており、石油製品在庫の増加に歯止めがかかってきている（図表 11）。一方で、ガソリン需要のピーク期を過ぎ、冬場の暖房需要も出てきていないため、石油製品需要は低調である（図表 12）。当面、石油市場に需給引き締め感が生じないとみられる。

(図表 11) 石油製品在庫の推移



(注) 直近値は10月1日 (月、週次)
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

(図表 12) 石油製品の消費量の推移



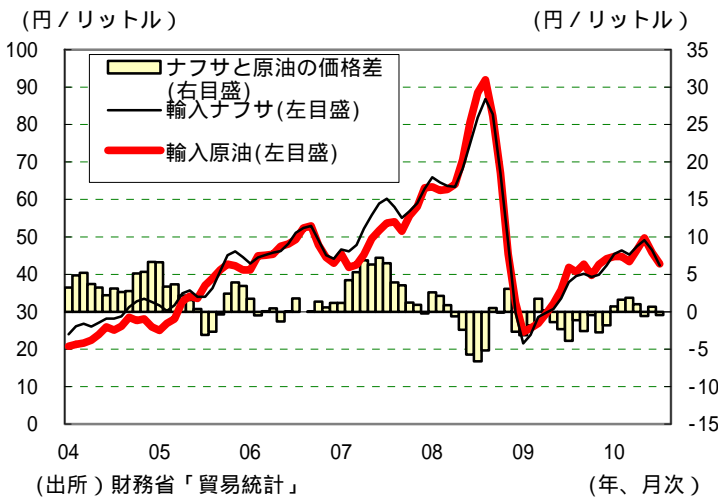
(注) 速報系列の4週後方移動平均、直近値は10月1日 (月、週次)
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

(3) ナフサ；不透明感残るが、市況は上昇

日本の8月の輸入ナフサ価格(通関)は、1リットルあたり42.4円と前月に比べ2.4円下落した。一方、8月の輸入原油価格は40.6円と前月に比べ2.2円下落したため、ナフサと原油との価格差は、若干縮小したが、マイナスが続いている(図表13)。8月も円高が進んだため、原油やナフサの円建て価格の押し下げ要因になった。

9月以降のナフサ市況(ドル建て)をみると、原油相場とともにジリ高傾向で推移している。また、欧州では、石油施設のメンテナンスや港湾ストライキの影響で、石油製品市場がタイト化していることなどを背景に、ナフサの原油に対する割安度合いも和らいでいる(図表14)。この間、為替市場では円高が進んだものの、原油やナフサは円建てでみても上昇している。もっとも、シンガポールのナフサ・ガソリン在庫が引き続き高水準で推移するなど、アジアのナフサ需給に引き締め感はない。10月にかけて、韓国、台湾、中国からのナフサ需要が出ているが、先行きについての不透明感が強いようだ。

(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

9月のOPEC12ヶ国の原油生産(日量)は、前月比14.5万バレル減少した(図表15、Bloombergによる推計値、以下同じ)。また、イラク以外の生産枠が適用される11カ国の生産量は9.5万バレル減であった。2009年1月より実施された減産に対する遵守率は、このところ幾分上昇しているとはいえ、引き続き5割台である。OPECは9月14日に創立50周年を迎えている。

10月14日に予定される次回定例総会では、生産枠は据え置かれるものとみられる。すでにピントOPEC議長(エクアドル鉱山・石油相)に加えて、クウェート、カタールなども生産枠の変更は必要ないとの見方を示している。また12月には特別総会が開催されるようである。

エクアドルでは、9月中旬に一部の製油所の警備に軍が投入される混乱があった。不正取引を理由に解雇された従業員の報復が懸念されたためとされる。また、9月30日には、公務員給与削減法案に反対する一部の警官や兵士による抗議運動が過激化し、政府より非常事態宣言が行われた。

一方、クウェート、イラクなどが年末までに生産能力を増強すると報道された。ナイジェリアでもパイプライン等への投資が行われており、同国石油相は、12月の総会において生産割り当ての増加を求めたいとしている。なお、10月4日に、イラクのシャハリスタニ石油相は、最近の探査により、原油の確認埋蔵量が1431億バレルに増えたと発表した(2001年時点の評価では1150億バレル)。

イラン関連では、9月30日に、国際石油開発帝石が同国アザデガン油田の開発から完全撤退する方針が伝えられた。

(図表15) OPECの生産動向

国名	生産量 (9月)	生産量 (8月)	超過量 (9月)	生産枠 (09年1月~)	産油能力	稼働率	生産余力 (9月)
アルジェリア	124.5	126.0	4.3	120.2	140.0	90.7%	13.0
アンゴラ	190.0	188.0	38.3	151.7	205.0	92.7%	15.0
エクアドル	46.5	46.5	3.1	43.4	50.0	95.4%	2.3
イラン	372.5	375.0	38.9	333.6	400.0	93.8%	25.0
イラク	229.5	234.5	-	-	250.0	96.0%	10.0
クウェート	228.5	230.0	6.3	222.2	265.0	88.7%	30.0
リビア	155.0	156.0	8.1	146.9	178.5	86.8%	23.5
ナイジェリア	201.5	200.0	34.2	167.3	250.0	83.4%	41.5
カタール	83.0	83.0	9.9	73.1	90.0	90.6%	8.5
サウジアラビア	825.0	829.0	19.9	805.1	1,150.0	72.1%	321.0
UAE	230.5	232.0	8.2	222.3	265.0	87.5%	33.0
ベネズエラ	219.0	220.0	20.4	198.6	240.0	90.8%	22.0
OPEC12カ国	2,905.5	2,920.0	-	-	3,483.5	84.4%	544.8
OPEC11カ国	2,676.0	2,685.5	191.5	2,484.5	3,233.5	83.5%	534.8

(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

1. 非鉄市況全般：上昇傾向が鮮明

非鉄金属相場全体の動向を示すLME（ロンドン金属取引所）金属指数は、2008年7月以来2年3ヶ月ぶりの高値をつけた。金属相場の主な押し上げ材料をあげると、9月初旬に発表された米国の経済指標が相次ぎ底堅い内容だったため、景気の二番底懸念が後退した、FRBが21日の政策会合で一段の金融緩和姿勢を示した、月末に発表された中国製造業関連の指標が予想外の改善を示し、最大の金属需要国である中国の景気減速への懸念を和らげた、米ドル相場が下落して金属のドル建て価格の割安感が強まったことなどである。9月以降の上昇局面では株式や原油などと比べ上昇率が高い。

代表的な金属である銅に加え、主にIT関連財に利用される錫が、好調な需要と供給懸念を背景に在庫減少が鮮明となり、それぞれ年初来高値（銅）、過去最高値（錫）を更新した。アルミやニッケルなどその他の金属は構造的な生産過剰にあるが、金融要因の相場変動への影響が近年強まる中、割安感を背景に銅に連れ高し今春以来の高値をつけた。

ほど良い経済成長と金融緩和の組み合わせが、金属をはじめリスク資産価格を押し上げている。米国では雇用、住宅の低迷が続く中でも、個人消費は底堅く推移しており、クリスマス商戦も堅調との見方が広がっている。中国は鉄鋼や液晶テレビなどを中心に在庫調整局面にあるとみられるが、それでも金属への需要は底堅い。昨年金属輸入の大幅な増加が過剰在庫として積み上がっている可能性が懸念されていたが、足元では再び在庫を積み増す動きが広がっている。また、アルミ、亜鉛など供給過剰構造にある金属では、政府の生産抑制策が買い材料となっている。

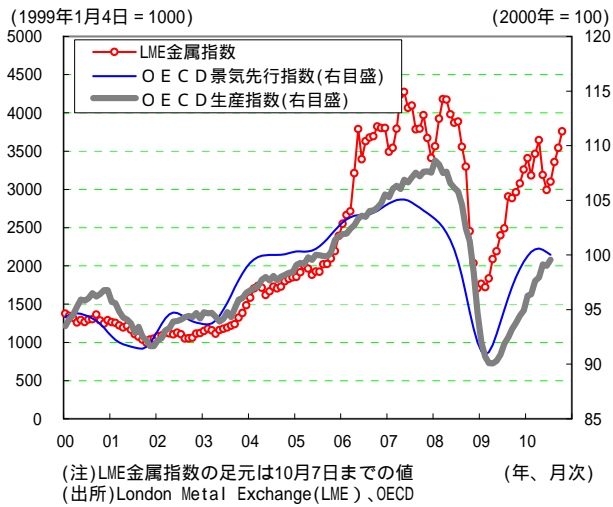
なお、金融緩和や米ドル安を背景に金相場の上昇が鮮明になる中、ETFによる投資家層の拡大も相場高騰の一因として注目されるようになった。この動きを追うように、アルミやニッケル、鉛などでETFの設定が計画されるようになっている。生産過剰が続いている金属でETFが設定されれば、過剰在庫を吸収しやすいとの思惑も金融面からの相場の押し上げ要因となっている。

グローバルな経済成長が金属需要の拡大を支援する中、金融面での相場押し上げもしばらく期待出来る。このため、米中の景気指標の強弱により、期待と懸念が交錯する状況がたびたび繰り返されながらも、不透明要因が解消されるにつれて金属相場は一段と上値を切り上げる公算が大きいであろう。

そうした中、銅と錫では、金融危機の際に新規投資を停止した影響により、生産が需要増大に追いつかない構図が、少なくとも来年いっぱい続くとの見方が支配的となっている。このため、銅相場が数ヶ月以内に10,000ドルの大台にのせるとの予測も相次ぎ示されている。

こうした見方は、足元の相場上昇の影響を強く受けているとみられるが、グローバルな経済成長と供給拡大の遅れに加え、金融緩和や米ドル安を契機に商品投資への関心が拡大しているようである。来年にかけて金属をはじめ資源価格が再び高騰するような兆しがあらわれ始めているとみることもできよう。少なくとも、銅や錫については、ストや天候要因、政策変更など新たな供給障害要因が発生すれば、こうした急騰シナリオも無視できなくなるおそれがあることには注意が必要であろう。

(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 ~ 需給引き締りを好感し 2年ぶりの高値を更新

銅相場(3ヶ月物、終値)は10月6日に8,326ドルと、2008年7月以来2年3ヶ月ぶりの高値をつけた。リスク資産価格が全般的に上昇基調で推移した中でも、銅相場の上昇は目をひくものであった。

需要面では引き続き中国への期待が継続した。ひところは在庫が相当積みあがっているとの懸念が広がっていたが、7月頃から上海先物相場が反発したことにより、中国需要の底堅さが連想されるようになった。実際、9月10日に発表された中国の8月の銅輸入は、前月比11%増の38万トンと2ヶ月連続で増加し、前年同月を25%上回る水準となった。秋から年末にかけて中国では銅需要が拡大するパターンが例年みられることや、需要家や投資家が再び在庫の積み増しを始めているとされ、中国需要がさらに拡大するとの見方が広がっている。

中国だけでなく欧米でも銅需要の堅調さが読み取れる。景気の回復テンポは弱いものの、緩やかな拡大が続いており、それにともない銅需要も回復し始めている。米国の7月の銅輸入は4ヶ月連続で前月比増加した。

なお、銅の主用途であるハイテク向け需要のうち、パソコン、DRAM、液晶パネルなどで、主要メーカーの売上高見通しの下方修正や、市況軟化が懸念され始めている。もっとも、スマートフォン(高機能携帯電話)やタブレット型携帯端末は、主要メーカーが相次ぎ参入したこともあり、世界的な販売台数は当初の予測を大幅に上回る勢いで増加している。そうした中で、タブレット型携帯端末がノートPCの代替的な商品として消費者に受け入れられるなど、新タイプの商品が既存商品の需要を奪っている側面が指摘されている。世界最大手の半導体メーカーである米インテルが売上高見通しの下方修正を行ったのも、PC向け半導体を主力としてきた同社が、

スマートフォンやタブレット型携帯端末向け半導体のシェアが小さかったことが影響している。米企業のIT投資が拡大していることや、新興国での携帯電話、パソコンの普及拡大が続いていることもあり、ハイテク関連需要全体で見ると、依然として底堅い動きが続いているようである。

こうした需要拡大に供給が追いつかない構図に変化はない。金融危機のさいに新規投資の抑制が相次いだ影響は、少なくとも来年いっぱい銅の生産を抑制するとの見方が支配的である。国際銅研究会は来年の銅生産量が今年と比べ5%減少するとし、需要拡大による影響も踏まえると、4月時点で24万トンの供給過剰としていた2011年の銅の需給予測を、一転して40万トンの供給不足になるとの予測に改定した。こうした予測は、グローバルな景気回復が緩やかなテンポで続くとの前提で、銅需要の拡大も穏やかなペースにとどまるとしている。かりに米中の景気が思ったほど減速しないケース、とりわけ米中の住宅投資をはじめ建設活動が下げ止まるケース、また中国の需要家や投資家の在庫積み増し姿勢が積極化するケースなどでは、銅需要が予想以上に拡大し供給不足が一段と深刻なものになるおそれがある。すでに、足元でも在庫減少が鮮明となる中、現物確保への懸念を背景に、銅の現物や期近物価格が期先物価格を上回るバックワーディションが強まっている。

なお、主要鉱山でのストライキ発生の可能性について、アングロ・アメリカンとスイス・エクストラータが権益を持つチリ・コジャワシ鉱山の労使協定が10月末に期限を迎える。労組の代表者は6日通信社のインタビューに答え、経営者側が提示した賃上げ条件を拒否し交渉に入ることなどを明言した。今後の交渉次第では、生産量で世界第3位の鉱山で11月以降、ストライキが発生する可能性が出てきている。

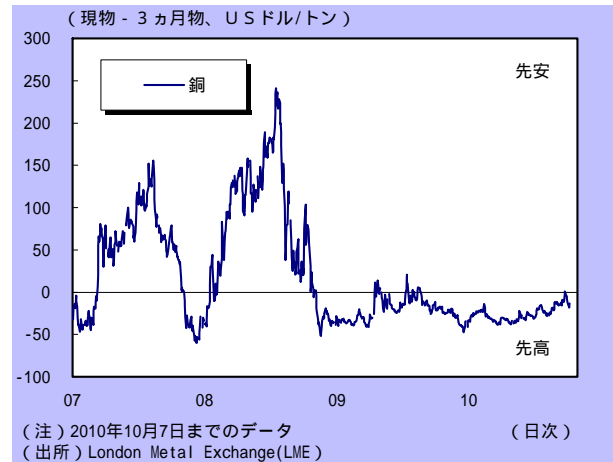
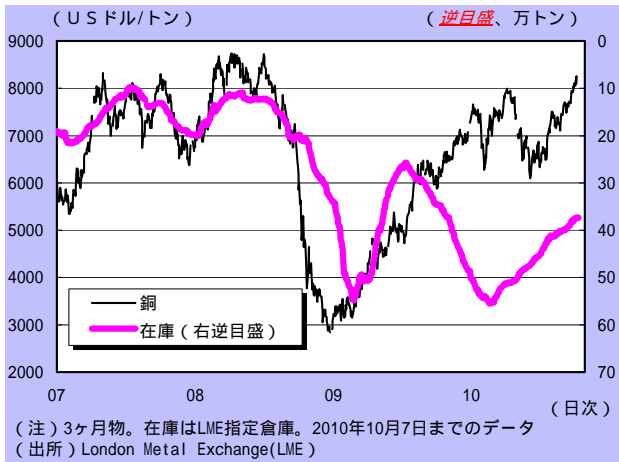
この他、インド鉱業大手のスターライト・インダストリーズに対し、裁判所が銅精錬所の閉鎖命令を出したことや、英系投資会社が銅のETF設定を検討しているとの観測が出たこと、また、9月7日に米オバマ大統領が500億ドル規模の追加の公共投資の計画を表明したことなども、それぞれ影響が小さかったり、実現が不透明な材料ながら、市場では買い材料視され相場の押し上げ要因となった。

世界景気については、米国の個人消費が底堅いことと中国の失速リスクが小さいことから、これまでの緩やかなペースでの回復が今後も持続する可能性が高い。それにともない銅需要の増加が見込まれる中、供給不足が短期間で解消されない構図が続く。金融市場全体では不安定な動きが今後も繰り返される可能性があり、そうした他市場の動向が銅相場にも影響しよう。もっとも、良好な需給環境を背景に、8,940ドルの過去最高値を向こう数ヶ月以内に更新する可能性が高まっている。

(図表 18) 銅

銅相場と 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



3 . アルミニウム ~ 半年ぶり高値

アルミニウム相場 (3 ヶ月物、終値) は、10 月 6 日に 2,400 ドルと半年ぶりの高値をつけた。銅や錫など供給懸念がある金属と比べ、供給過剰にあるアルミニウムは相場上昇の勢いを欠く推移が続いたが、世界景気の先行きに対する過度な悲観論が和らぎ、株式など他のリスク資産市場全般で買い戻しの動きが優勢となる中、アルミニウム相場も銅に連れ高し春先につけた高値水準まで値を戻している。

アルミニウムについては、中国の生産拡大に加え、インドや中東での新規精錬所の相次ぐ開設などにより、過剰生産構造がすぐには解消されないものの、一段の生産増加に歯止めがかかる可能性が出てきている。

中国では、エネルギー効率を今年末までに 2005 年と比べ 20% 改善させることを目標としている。このため、電力消費量の大きいアルミ精錬は、エネルギー規制の中心的な対象となっており、アルミ精錬所の強制的な閉鎖が相次いでいる。すでに、6~7 月にかけて、河南省で 13 の中小業者を対象に 70 万トン規模の精錬所が閉鎖に追い込まれたことが伝えられていたが、9 月に入り広西スワン族自治区でも同様の精錬所の閉鎖があったことや、アルミの生産コストの 4 割を占める電力供給の制限を一段と強めたことが伝えられている。これらの措置により、中国の 8 月のアルミニウム生産は、前年同月比で昨年同時期を 37% 上回る水準にあるものの、前月比では 3 ヶ月連続で減少した。今年は新規精錬所が 200 万トン開設された影響により、通年の生産量は前年を 20% 上回る水準に達するとみられているが、政府系シンクタンクの安泰科によると、年末にかけてアルミ生産の減少が続くとされ、一時の供給過剰にようやく歯止めがかかるようになってきた。

需要については、安泰科の予測によると昨年と比べ 10%の増加が見込まれている。また欧米でも自動車、航空機、建設向け型材を中心に引き合いが強まっている。需給の目安とされる L M E 在庫が過去最高水準にあるのも、先高期待による投機的な順ザヤ取引にともなうものが 7 割を占めるとされ、需給の緩みを示すものではないとの見方が市場で支配的である。

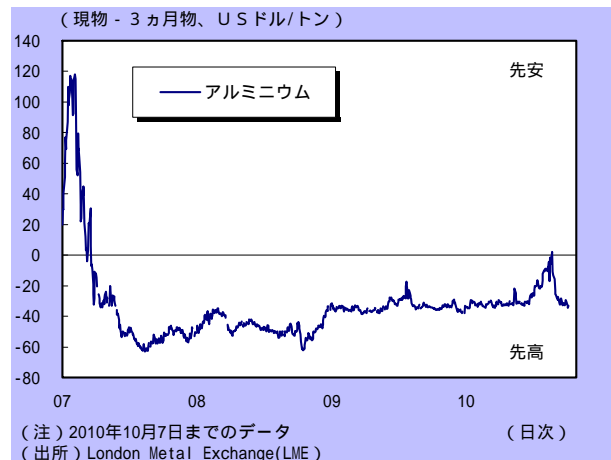
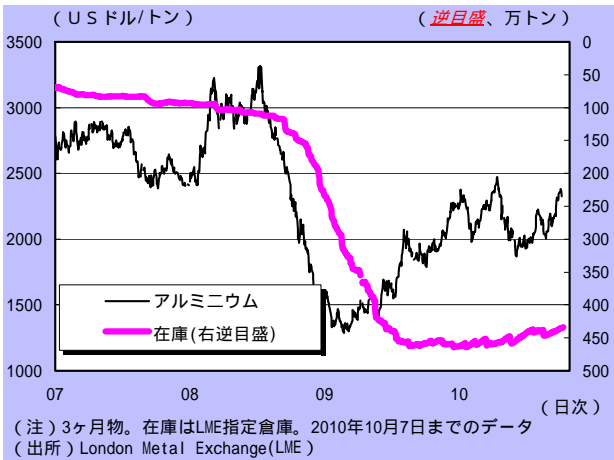
また、8 月に一部の投資家が買い持ち高を積極的に拡大していた状況が明らかになったほか、世界最大手のロシア・U C ルサルが、かねてから表明していたアルミニウムの E T F (上場投資信託) について年内上場を明らかにするなど、投資目的でのアルミニウム確保への思惑が相場を押し上げている。

今後も中国や欧米で需要拡大が続くとみられることに加え、中国の精錬所の閉鎖措置が、エネルギー効率の向上や産業構造調整・業界再編などを目的に、来年以降も継続される可能性があり、電力不足にともなうコスト上昇や生産抑制などもアルミニウム相場の押し上げ要因になろう。供給過剰構造がすぐには解消されにくいものの、金融面での思惑による買いも引き続いており、銅など他の金属に連動しながら、緩やかな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 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



4 . ニッケル ~ ジリ高基調が続き 5 ヶ月ぶりの高値

ニッケル相場 (3 ヶ月物、終値) は、10 月 6 日に 25,200 ドルと 5 ヶ月ぶりの高値をつけた。年初 ~ 春にかけての急騰後は一時調整し 6 月 7 日に 17,375 ドルの安値をつけたが、その後はジリ高基調が続いている。ひところの相場を押し上げたステンレス需要への回復が、期待されたほどではないとの失望感が広がっていたが、主要鉱山のストが終結した後も相場は底堅い推移が続いており、トレンドとしては昨年初めからの上昇相場が続いている。

相場の押し上げ要因となっているのは、銅など他の金属への連れ高に加え、あらためてステン

レス需要の回復期待が広がり始めていることと、ニッケルを対象にしたETF設定にともなう現物需要の拡大期待である。

ニッケルの主用途であるステンレス生産について、国際ステンレス鋼フォーラムは、世界経済が予想外に底堅く推移しているため今後もステンレス生産の拡大が続き、来年前半には金融危機前の水準に回復するとの見通しを示した。従来から10~12月期は季節的にステンレス鋼の生産が拡大する時期であることに加え、ここにきてステンレス生産回復への期待があらためて高まり、足元では需要家による在庫積み増しのためのニッケルの引き合いが増加し、現物や期近物の価格が相対的に高いバックワーディションの状態になっている。

バックワーディションの要因として、ニッケルのETF設定にともなう現物確保の動きが指摘される。9月13日には英系のETFセキュリティーズがニッケルのETF設定を検討していると伝えられたほか、10月7日は、ニッケル最大手のロシア・ノリリスクニッケルの経営幹部が、ETF向けの需要拡大への対応の用意があると表明した。

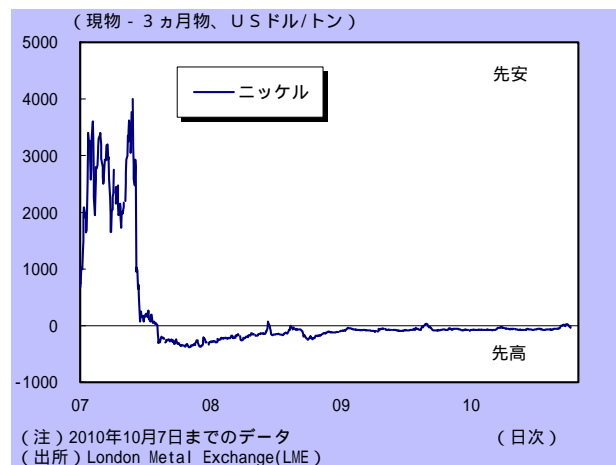
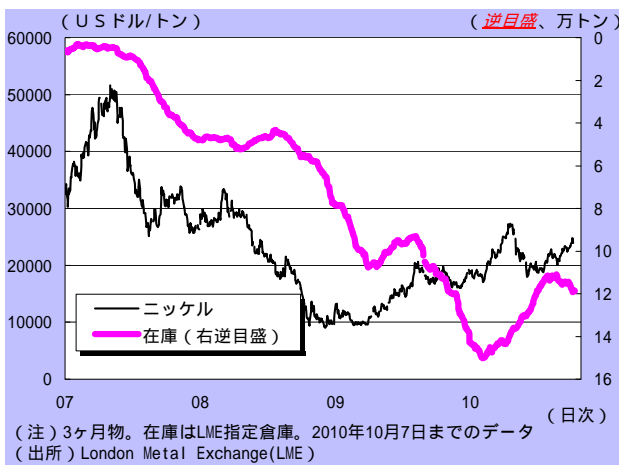
一方、供給面の動きをみると、中国政府がエネルギー効率の目標達成や産業構造調整を目的に、一部業種に対し生産調整圧力を強めていることがニッケルにも影響している。中国ではステンレス原料としてニッケル銑鉄を利用する動きが広がっていたが、この製法はエネルギー効率が悪いとして、ニッケル銑鉄向けの電力割り当てを削減させるなどの措置がとられている。このため、ニッケル銑鉄生産の減少が予想され、ニッケル需給の改善につながるとの見方が広がっている。

世界全体では、来年にかけて新規鉱山の生産開始が予定されており、国際ニッケル研究会によれば、2011年のニッケル生産は2010年の143万トンから161万トンに増加すると見込まれ、8万トンの供給超過が予想されている。もっとも、日米など先進国の設備投資は弱いながらも持ち直しの動きが続き、機械類に用いられるステンレス需要は今後も緩やかな増加が見込まれており、ニッケル相場は、銅など他の金属に連動して、今後も底堅い推移が続く可能性がある。

(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ヵ月物)の推移



5. 亜鉛 ~ 5ヶ月ぶりの高値

亜鉛相場（3ヶ月物、終値）は6月7日に1,577ドルと1年ぶりの安値をつけたが、その後上昇基調に転じ、10月7日には2,400ドルと5ヶ月ぶりの高値をつけた。

亜鉛は鉄鋼や自動車向けの用途が多く、中国経済減速の影響が懸念されるものの、これまでのところ需要は底堅い。一方供給面では、需要拡大をけん引する中国、インドが亜鉛の生産国でもあり供給過剰が続いている。

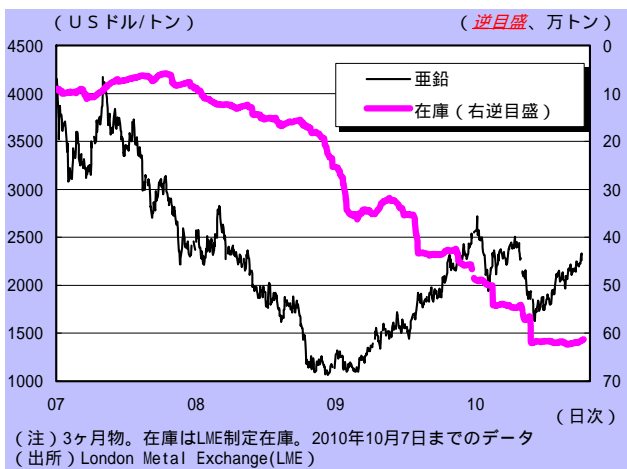
そうした中、亜鉛相場の上昇は、銅に比した割安感や、中国がエネルギー効率改善を目的に、亜鉛の生産抑制に努めていることなどが買い材料となっている。金融面では、亜鉛の現物と先物との価格差に着目した取引の増加が指摘されている。

中国政府高官は9月13日、亜鉛の今年の生産量が前年比15%増加し500万トンに達するとの見通しを示した。生産過剰の構図にほとんど変化がみられないことが明らかとなり、相場では一時売り材料とされた。一方、国際鉛・亜鉛研究会の調べによると、今年1~7月の世界の亜鉛の需給バランスは15.1万トンの供給超過となり、前月までの17.6万トンと比べると、需要の拡大を背景に供給超過幅が縮小しており、7月単月でみると2ヶ月連続の需要超過となった。

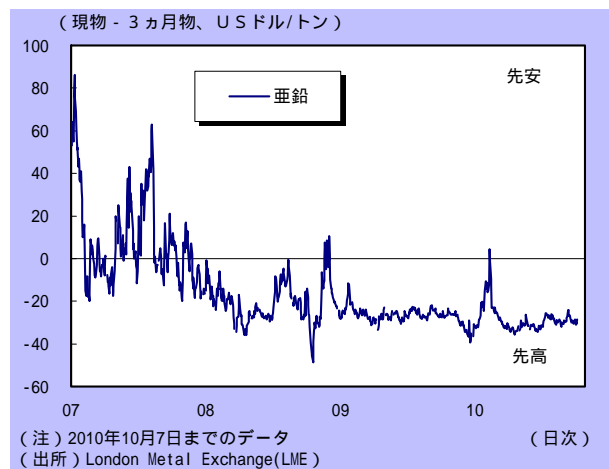
今後も、新興国の建設、自動車向けを中心に鋼板メッキ需要は中長期的に増加が見込まれる構図に変わりはない。また、中国では来年からスタートする第12次5カ年計画の中で、亜鉛などの非鉄金属について生産抑制方針が示される見通しであり、国内の過剰生産構造の是正が徐々にはかれる公算が大きい。世界的にも環境規制により大型の資源開発が進みにくい中、需給バランスは徐々に改善する見通しである。亜鉛相場がコンタンゴと呼ばれる期先高の状態にあるのも、こうした事情を反映しているとみられる。銅などに連動し上昇基調が続く見通しである。

（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 ~ 過去最高値を更新

錫相場（3ヶ月物、終値）は上昇テンポが一段と加速し、10月7日には26,790ドルと過去最高値を更新した。年初来の上昇率は56%とLME上場金属の中で最も高い。

過去最高値を更新した錫相場の高騰は、生産者や需要家のみならず、投資家や海外の主要メディアから高い注目を集めている。この1~2ヶ月は6~7月の大雨の影響により錫生産が減少したことによる供給懸念が相場上昇の最大の要因であった。

もっとも、錫の供給が減少することへの懸念は、市場では昨年から強く意識されており、世界的な景気回復が続いた中で、錫相場は昨春に直近ボトムをつけて以降2.6倍の水準まで上昇している。

錫は生産国に限られ資源の偏在性が強いこと、中国以外で最大の生産国であるインドネシアが錫については資源ナショナリズムを強めていること、そのインドネシアの資源の枯渇が懸念されていることが錫の供給不安の大元にある。

インドネシアは、錫資源の保護と乱開発回避を目的に、錫の生産抑制に努めているほか、違法採掘の摘発も強化している。インドネシアエネルギー鉱物省は昨年末、2010年の主要資源の生産計画を公表し、その中で、銅、ニッケル、金を増産する一方、錫の生産計画を据え置き、錫の生産抑制姿勢を鮮明にした。その後も、インドネシアの錫の主産地であるバンカ島を中心に、違法採掘を行う製錬所を相次ぎ閉鎖した。最近の大雨に限らず、政府の生産計画の据え置きや違法摘発の強化が錫の供給が減少する要因となっている。

偏在性やナショナリズム、老朽化は、世界最大の産銅国であるチリが直面する状況と似ている。おりからのハイテク関連需要の拡大により需要が増大したことで、供給ひっ迫が強く意識されるようになり、そうした地合いに大雨の影響への懸念が加わったといえる。実際には、大雨の影響により落ち込んだとされた8月のインドネシアの錫輸出は前年同月比5.6%減と、1~8月の累計が同11.3%減少していたのと比べ落ち込み幅はむしろ縮小している。

相場が歴史的な高騰が続いている中で、錫相場では珍しく、市場が小さなニュースにも敏感に反応するようになってきている。9月29日には、業界団体である国際錫研究所が今年のインドネシアの錫生産が大雨の影響により前年比6%減少するとの予測を示したこと、10月1日には中国第2位の錫精錬メーカーである雲南乗風錫業が、電力不足により生産停止に追い込まれたこと、今後は同国最大手の雲南錫業が定期修理のため操業を一時停止することなどが相場の買い材料となった。なかでも、業界団体が示した大雨によるインドネシアの生産減少予測については、同国エネルギー資源省による15~20%減少するとの予測より控えめな数字であったにもかかわらず、生産減少の部分だけが注目され相場の一段高につながった。

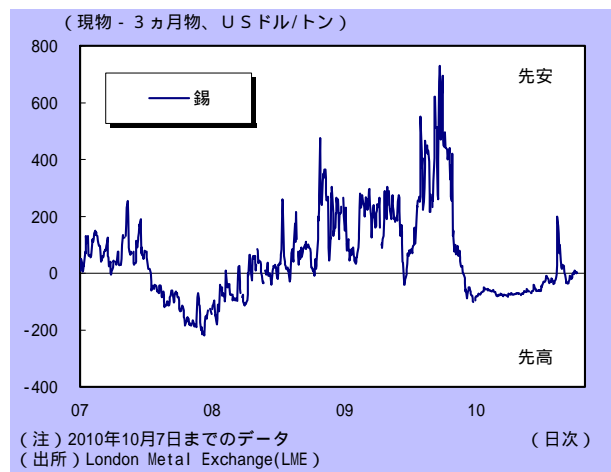
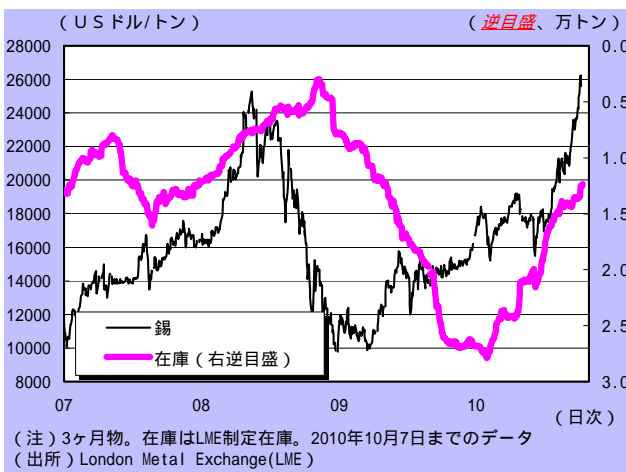
こうした、構造的な供給不足はすぐには解消されない。とりわけ、インドネシアは、資源枯渇への懸念と、相場高騰による政府収入増加の恩恵により、錫の資源政策を変更する誘引が乏しい。これは、中国にとってのレア・アースと同様の状況にあるといえる。金融危機のさい新規投資が抑制されたのは他の金属と同様であり、新規精錬所の計画が目白押しであるアルミニウムやニッ

ケルと異なり、開発中のプロジェクトが生産開始に結びつくのは 2012～13 年ごろとされている。
 需要サイドは、今後もグローバルな景気拡大とハイテク需要の増加による成長持続が見込まれ、LME では需給ひっ迫懸念から現物を確保する動きが広がり、バックワーディションの状態が強まっている（現物 > 先物）。金属市場の中で取引量が小さく流動性の低い市場である錫相場の歴史的な高騰は、今後も相当期間持続する可能性がある。採算ラインが 20,000 ドルとされる海上採掘が軌道にのり、従来とは違った価格帯に移行する可能性もある。

（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 カ月物）の推移



7. 鉛 ～ 5 ヶ月ぶり高値

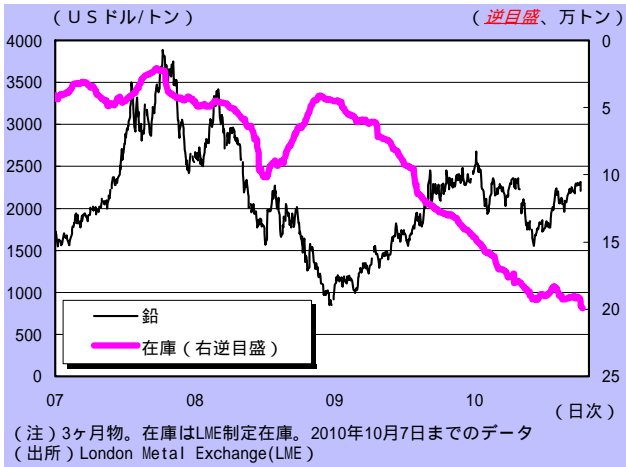
鉛相場（3 ヶ月物、終値）は、年初から下落傾向が続き 6 月 7 日に 1,535 ドルと 1 年ぶり安値をつけたが、その後は上昇に転じ 10 月 7 日には 2,359 ドルと 5 ヶ月ぶりの戻り高値をつけた。

需要面では、中国、インド、ブラジルなどの新興国を中心に自動車販売の拡大が続いており、バッテリー用の鉛需要が増加を続けている。一方で、中国を中心に過剰生産傾向も続いている。国際鉛・亜鉛研究会によると、今年 1～7 月の世界の鉛の需給バランスは 5.2 万トンの供給超過となった。供給超過幅は前月から一段と拡大しており、過剰供給構造が続いていることが分かる。このため、需給の目安とされる LME 指定倉庫在庫は 10 年ぶりの高水準に積みあがっている。

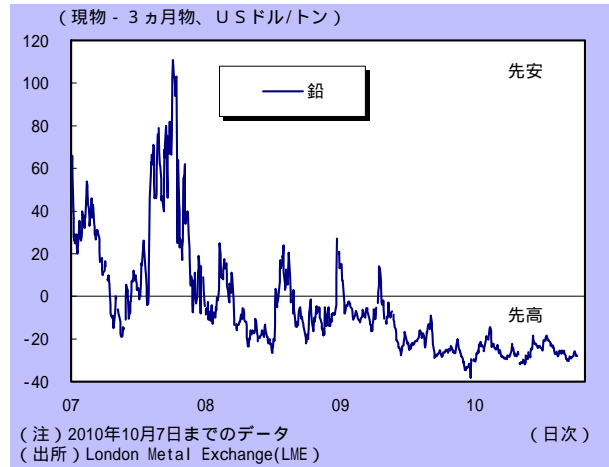
ただし、足元では銅相場に連れ高していることに加え、中国がアルミニウムやニッケル銑鉄、亜鉛と同様に、中小の鉛業者に対し精錬所の閉鎖や電力供給の制限を強めていることが市場で買い材料視され、一時のように供給過剰を嫌気する動きはみられない。このため、目先は堅調な需要を背景に、他の金属に連動し上値を試す展開が続くとみられる。

(図表 23) 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



トピック

～ W T I のトリプル安？ ～

新興国の経済力、政治力が大きくなる中で、国際的にみた米国の地位が低下していることや、F R B による追加的な金融緩和が打ち出されるとの観測もあって、ドル相場が下落を続けている。ドル相場下落は、ドルや米国経済への信認の低下を映した面があることは否めないだろう。そして、ドル安を背景として、W T I 原油の価格は上昇している。

しかし、価格が上昇しているからといって、W T I への信頼感が増しているわけではない。最近の値動きは、W T I への信頼感が低下していることを示す値動きであったとみられる。

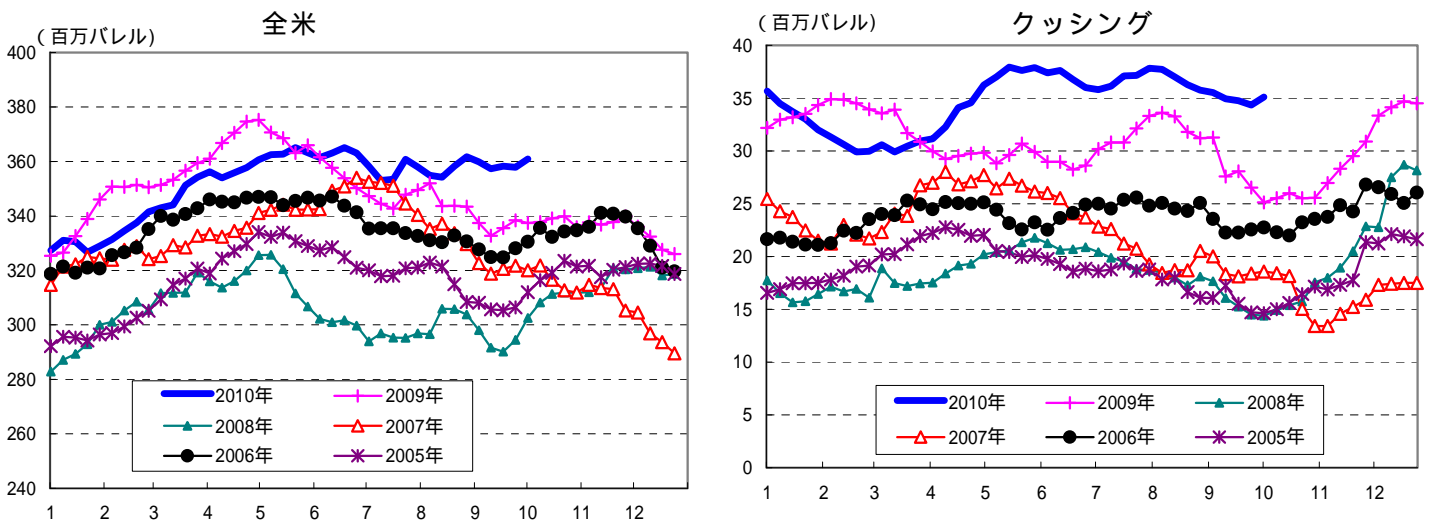
(1) ローカル原油の W T I

従来より、W T I は、その受け渡し地点に指定されているクッシングに貯蔵タンクを持っている少数の会社を除けば、石油業者にとっても扱いにくい原油であることが指摘されてきた。クッシングにおける原油価格は、複数のパイプラインと接続する地点なので原油価格の指標となり、その先物価格が N Y M E X に上場されて活発に取引されているため、世界で最も注目されているといえる。しかし、内陸地にあるため、原油の現物の受け渡しは、大きな貯蔵タンクを近隣にもっていないと物理的に困難がある。

2008 年に原油価格 (W T I) が 1 バレル = 147 ドルまで上昇した時にも、W T I の売りポジションは取りにくく、価格高騰が抑えられにくいといった弊害につながるとの指摘があった。確かにタンクを持っていない業者にとっては、いざという時に原油の現物を引渡しできなければ、原油先物 (W T I) を売ることによるリスクは無限に拡大するといった恐怖感につながりやすい。

このように物理的なアクセスに困難さがある結果として、W T I の原油相場は、クッシングにおける原油の需給バランスを色濃く反映したものになる傾向がある。米エネルギー省が週次で公表している石油統計の中で、全米の原油在庫が注目されるのと同時に、クッシングの在庫水準も

(図表 24) 全米の原油在庫とクッシングの原油在庫の推移



(注) SPR (戦略石油備蓄) を除く原油在庫、直近値は10月1日
(出所) 米国エネルギー情報局 (EIA)

(月、週次)

(注) SPR を除く原油在庫、直近値は10月1日
(出所) 米国エネルギー情報局 (EIA)

(月、週次)

注目されている（図表 24）。現状は、双方とも、歴史的な高水準で推移している。

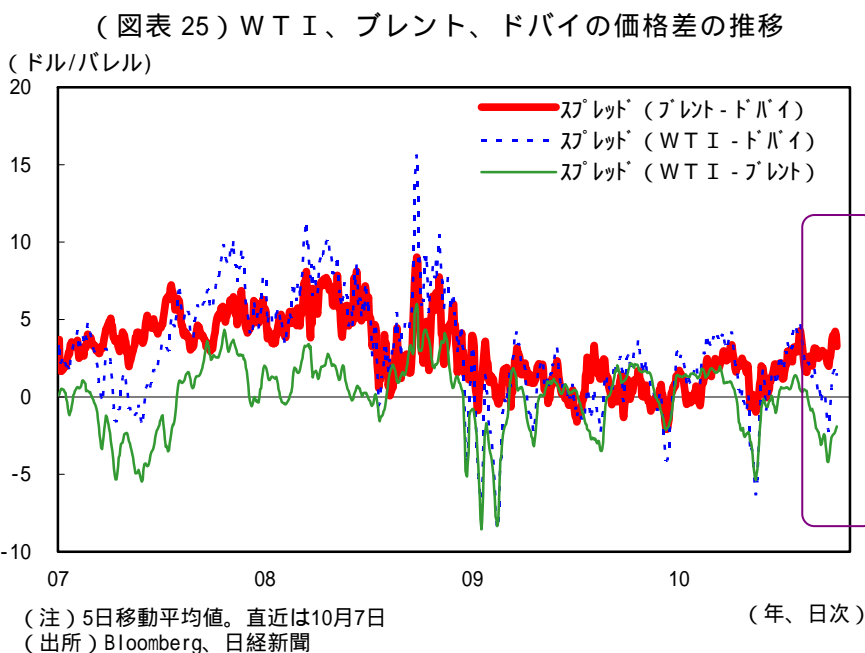
しかし、米国のローカルな原油需給により価格が変動してしまうと、実物の石油を扱う契約には不向きだといえる。このため、石油の実物取引に用いる価格指標としては、ブレント原油の価格が用いられることが多い。アジア地域でも、中東のドバイ原油よりも、原油の品質や石油製品価格との連動性を考慮して、ブレント原油が参照されることが多いため、世界の石油取引の 7 割以上がブレント原油を参照したものになっているとされる。

さらに今年 1 月には、サウジアラムコが北米市場の原油価格の指標としても W T I を使用することを止め、Argus 社の提供する Argus Sour Crude Index を採用するようになった。米エネルギー省が W T I 以外の原油にも注目を促すようなレポートを発表することもあった（"Keep an Eye on More than WTI", <http://www.eia.gov/oog/info/twip/twiparch/100616/twipprint.html>）。このように、各所で W T I の原油価格の国際指標としての地位が低下してきているとの指摘が目立つようになっている。

（ 2 ）最近の W T I 独歩安

最近の値動きも、W T I のローカル性を示すものだった。9 月下旬にかけて、W T I はブレントやドバイに対して割安化し、その後 10 月にかけて割安度合いが修正されている。その間、ブレントとドバイの価格差はそれほど変動していない。

W T I には、クッシングの在庫が多いという特殊要因があったが、ブレントについても、北海油田のメンテナンスが平年よりも大規模であったことやフランスの港湾ストライキなど独自の需給引き締め要因があったといえる。しかし、ブレントは、沿海部の受け渡しが便利な条件で取引されるため、国際市場との裁定が働きやすい。結果として、ブレントとドバイなど他の原油との価格差は、総じて安定的に推移している。



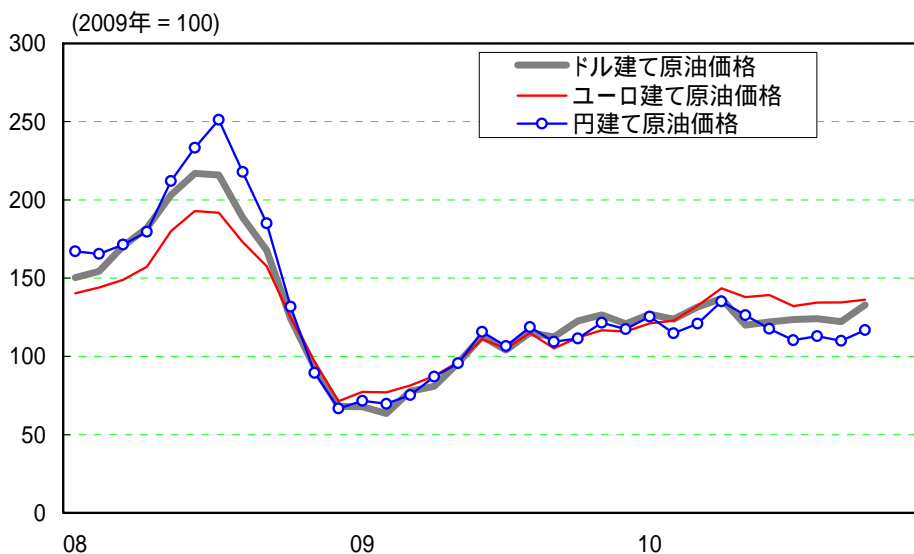
ブレント原油やドバイ原油についても、産出量が減ってきているなど、国際的な原油の指標としては不十分な点が指摘されているが、最近のWTIの独歩安はそのローカル性が強いことを示すものだったといえよう。

(3) ユーロ圏の原油価格が安定

冒頭で触れた為替相場では、ドル、ユーロ、円それぞれに弱みがあり、それぞれに通貨高や通貨安が行過ぎて实体经济に悪影響を及ぼす局面があるように思われる。現状であれば、ドル安の独歩安がどこまで進むかが大きな関心事である。数ヶ月前までは、ユーロ安が懸念事項であったが、足元ではユーロ相場は上昇に転じている。もちろん、為替相場の動向も、ユーロ圏や日本の国内石油価格を考える場合には、重要なファクターとなる。

そこで、各通貨建ての原油価格を比較してみると、ユーロ建て原油価格(ブレント)の価格の乱高下が相対的に小幅に収まっている。原油価格の動向をみると、ユーロ圏が安定しているという風に見える。

(図表 26) ドル建て、ユーロ建て、円建てでみた原油価格の推移



(注)10月は8日までの平均値 (年、月次)
 ドル建て原油価格はWTI価格、ユーロ建て原油はユーロ建てのブレント原油価格、
 円建て原油価格はTOCOM(東京工業品取引所)の原油価格
 (出所)Bloomberg

現状は、ドル相場下落を材料に、原油価格が上昇する流れが続いている。しかし、メインシナリオではないが、日本からみれば、WTI原油の価格は、原油安、WTI安、ドル安(つまり円など他通貨高)のトリプル安に陥る可能性もそれなりにあると思われる。

- 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。