

調査レポート

コモディティ・レポート <2011年3月>

・原油市況 ~ 日本の震災・原発事故とリビア情勢が材料

3月に入って、ブレント原油を中心に投機的に買われやすい状況が変化している。すなわち、原油高の世界景気への悪影響が懸念される中で、日本の大災害も先行き不透明要因になり、原油需給が緩和した。その後、仏英米軍によるリビア政府軍への攻撃を材料に原油相場は再び上昇しているが、追加的な需給引き締め材料にはなりにくい。現局面では、景気の抑制要因にならないような価格への調整が起こりやすいと思われ、いずれブレント原油で100ドル割れ、WTI原油で90ドル割れまで下落が進むと思われる。

・非鉄金属市況 ~ 高値更新後は反落

LME金属指数は、原油価格の急騰による世界経済の減速懸念や東北関東大震災の影響などから反落、昨年12月以来3ヶ月ぶりの安値をつけた。当面は金融市場の不安定な動きに左右されやすい展開が続き、また、米国や新興国の金融政策の変化が、今年後半の経済情勢に与える影響も波乱要因となりやすい。もっとも、世界経済の成長にともなう商品相場の緩やかな上昇が続く見込みであり、歴史的な相場高騰は、開発投資や代替需要の模索など行動変化を促すこととなり、行動変化が中期的な相場動向に与える影響に注意が必要である。

・トピック ~ 震災・原発・リビアと原油価格

日本の大震災や原発事故は、重大な事象として原油価格の動向にも影響を及ぼした。すなわち、原発事故の深刻化や震災復旧の遅れへの懸念が世界景気の不透明要因として強く認識され、3月15日には原油価格が大幅した。しかしその後、19日には仏英米軍がリビア政府軍を攻撃し、地政学的な不透明感の増大により原油価格は再び上昇している。日本の大地震・原発事故の影響は、リビアでの軍事衝突により相殺された形である。もっとも、現在のような高水準の原油価格は、経済活動の抑制要因になるとみられ、いずれ原油価格は下落すると考えられる。

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：日本の震災・原発事故を受けて下落

原油価格は、昨年後半以来、北海油田の減産、寒波など様々な要因を背景に上昇し、1月後半以降に中東の政情悪化が目立ち始めるとさらに急騰した。2月後半にリビア情勢が悪化すると、指標となる北海産のブレント原油は1バレルあたり一時120ドルに迫った。24日以降、サウジアラビアが増産意向を示し価格上昇に歯止めがかかったが、ブレント原油は110ドルを上回って高止まりが続いた。しかし、3月半ばには、原油相場は下落に転じ、ブレント原油は100ドル前後、ニューヨークの先物市場で取引されるWTI原油は90ドル前後に下落した。

中東情勢については、3月14日にバーレーンにサウジアラビアなど湾岸諸国が治安部隊を派遣する事態になり、リビア政権と反政府の激しい戦闘が続くなど、不安定さは解消されていない。しかし、15日には、日本の原発事故の深刻化や震災復旧の遅れへの懸念などから各国の株価が急落して世界景気の不透明要因が強まり、需要減退懸念から原油は下落した。しかし、19日に仏英米軍がリビア政府軍への攻撃を行ったことを材料に、原油相場は再び上昇に転じた。

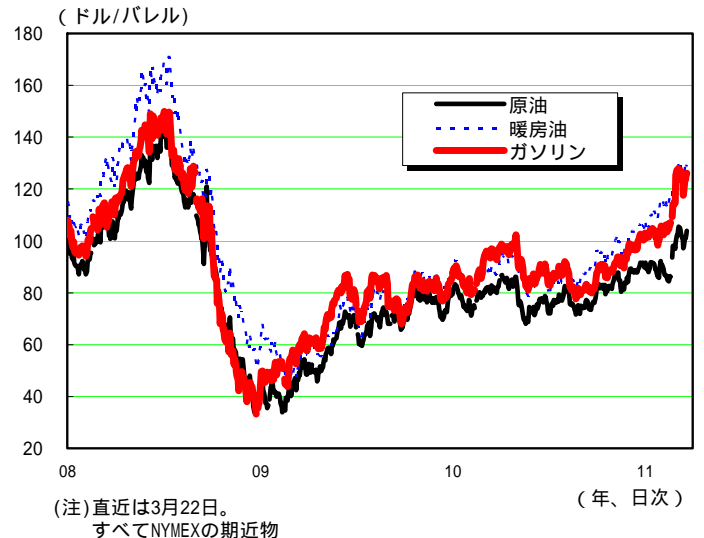
WTI・ブレント・ドバイの油種間スプレッド（価格差）をみると、ブレント高・WTI安がやや修正され、価格差は10ドル程度に縮まっている（図表3）。先物市場における投機筋の買い越し幅は、11年に入り拡大傾向で推移している（図表7）。一方で、商業筋も含めた先物の全建玉残高も、高水準で推移している（図表8）。

3月に入って、ブレント原油を中心に投機的に買われやすかった状況が変化した。すなわち、原油高の世界景気への悪影響が懸念される中で、日本の大災害によって景気の先行きがさらに不透明になり、原油需給の緩和要因になった。仏英米軍によるリビア政府軍への攻撃を材料に原油相場は再び上昇しているが、リビア原油の多くはすでに出荷されておらず、追加的な需給引き締め材料にはなりにくい。現局面では、実需に見合った価格、つまり景気の抑制要因とはならないような価格への調整が起りやすくなっていると思われる。ブレント原油で100ドル割れ、WTI原油で90ドル割れまで下落が進むと思われる。

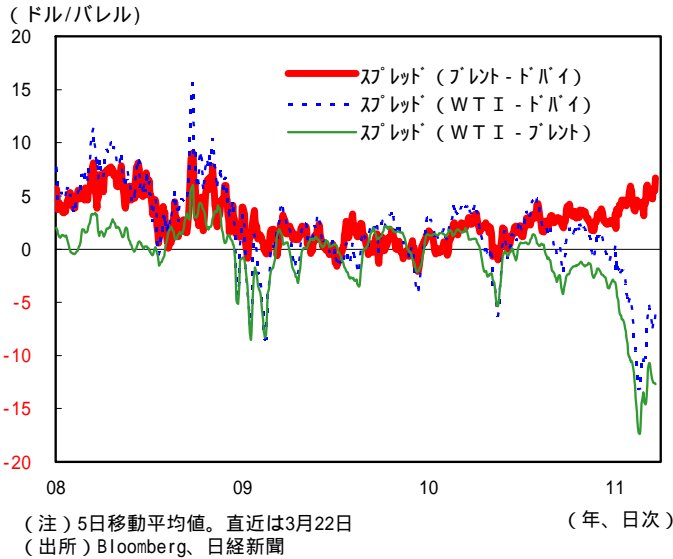
（図表1）原油市況の推移



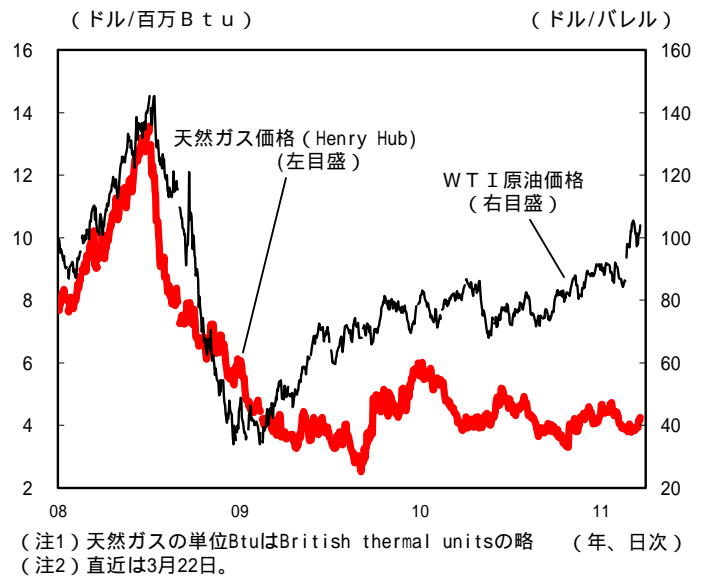
（図表2）石油製品市況の推移



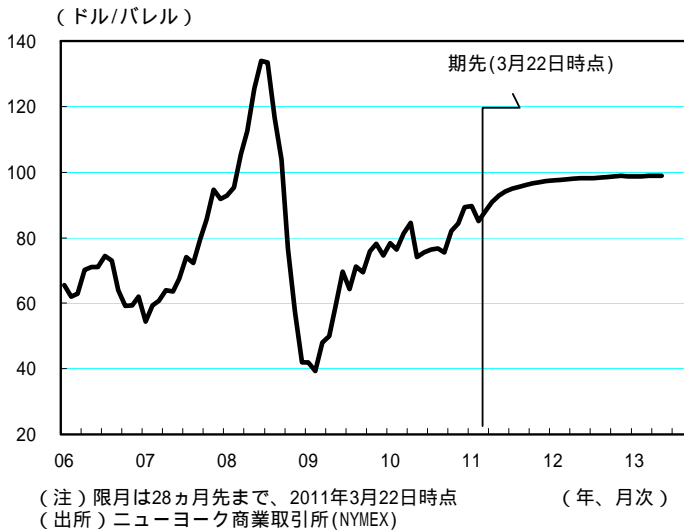
(図表3) 油種間スプレッドの推移



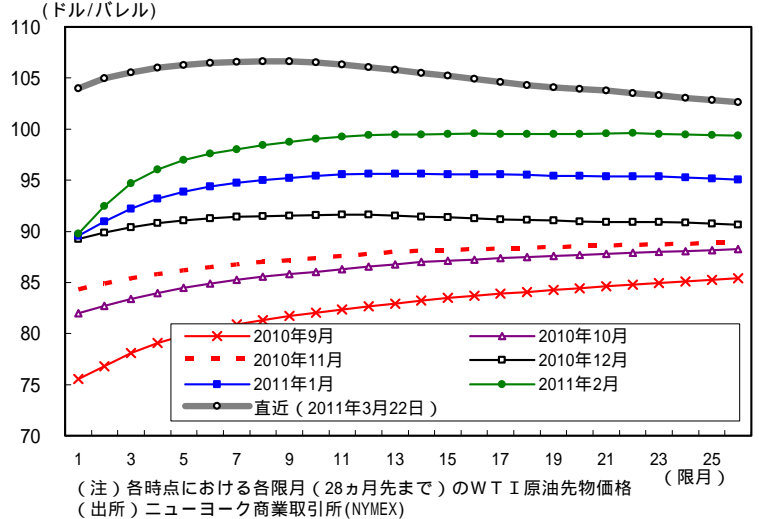
(図表4) 米国天然ガス市況の推移



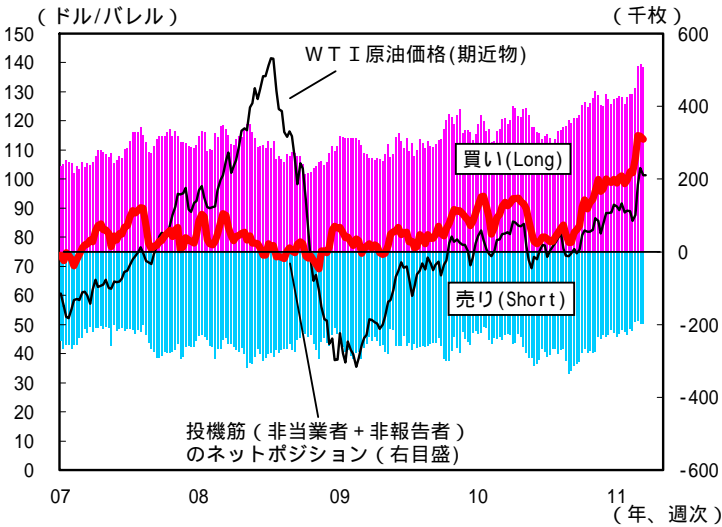
(図表5) 原油先物価格と先物カーブ



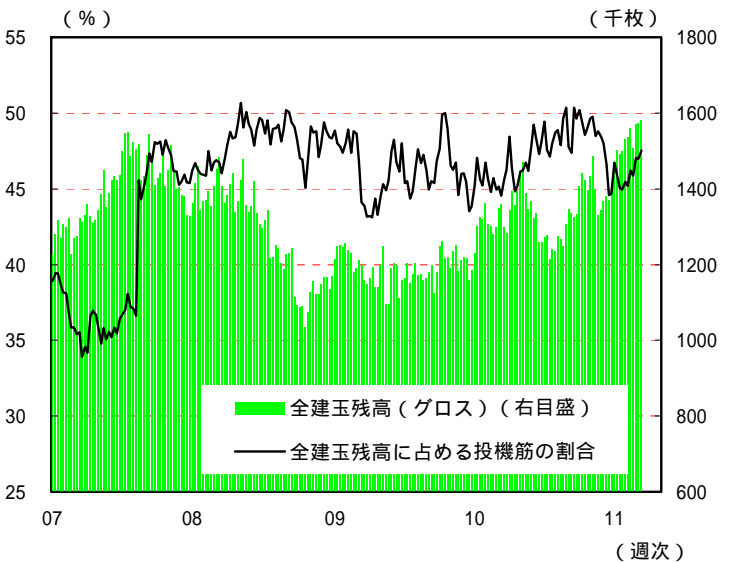
(図表6) W T I 原油の先物カーブの変化



(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)

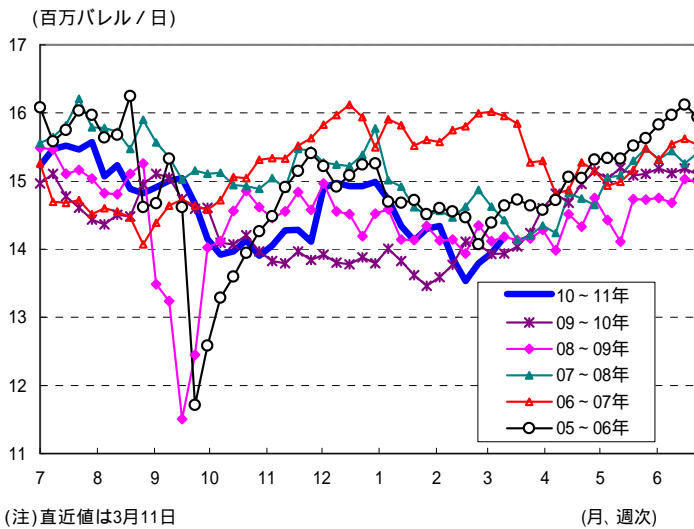


2. 品目別需給動向

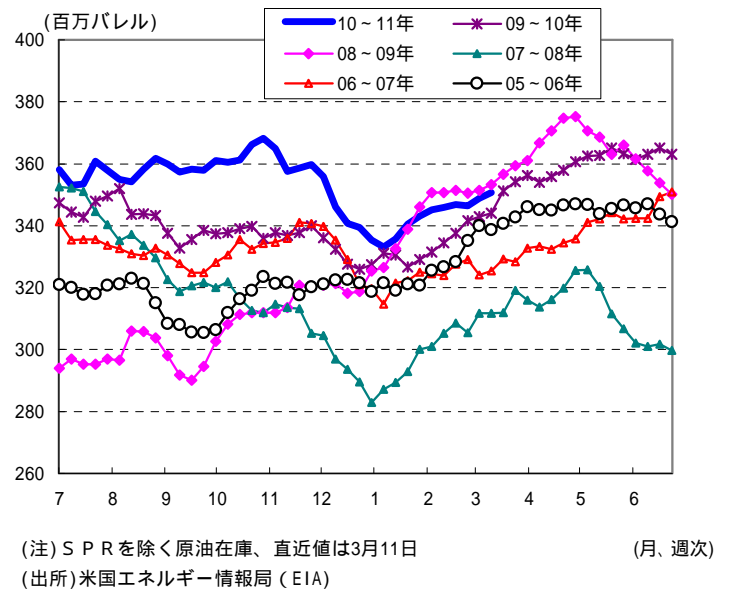
(1) 米国原油需給；原油在庫は引き続き高水準

冬場が終わり春に差しかかる時期には、製油所の定期修理など増加し、原油処理量が減る傾向がある（図表9）。そのため、この時期には、原油在庫は増加する傾向がある（図表10）。足元の原油在庫は、経済活動の水準が低かった2009年と2010年の中間程度と、高い水準で推移している。なお、米国内での原油生産は、過去数年の水準を上回って推移している。

(図表9) 米国の原油処理量



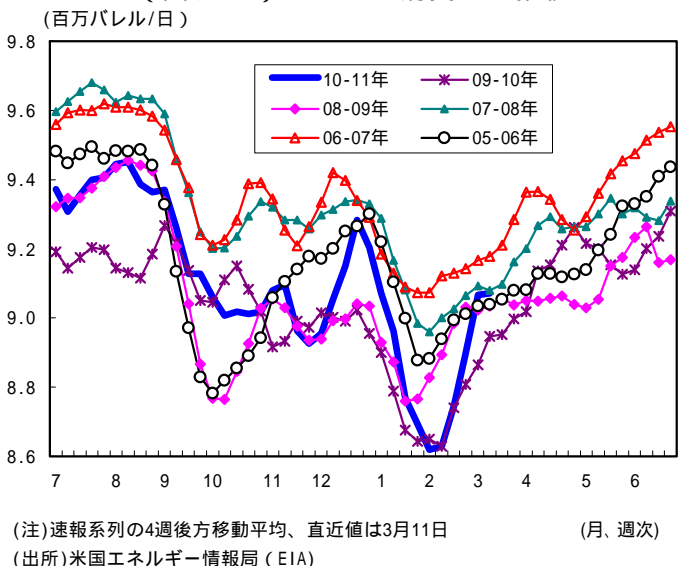
(図表10) 米国の各年の原油在庫



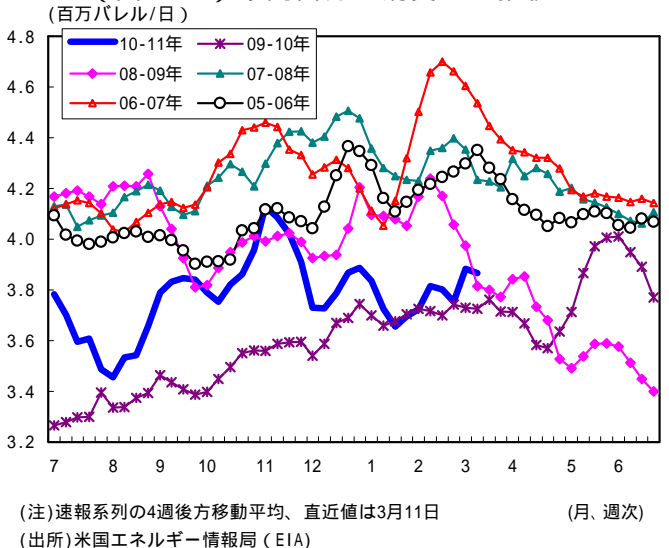
(2) 米国石油製品；ガソリン、中間留分の消費量は前年比小幅プラス

ガソリン小売価格（全米平均）は、昨年12月に1ガロン＝3ドル台に乗り、3月には3.5ドルを上回ってきた。ガソリン需要は、2月にかけて大幅に落ち込んだ後、持ち直してきているが、ガソリン高が消費者心理に悪影響を及ぼすとの懸念が生じてきている（図表11）。中間留分の消費量は、2009年や2010年の水準をやや上回って推移している（図表12）。

(図表11) ガソリン消費量の推移



(図表12) 中間留分の消費量の推移



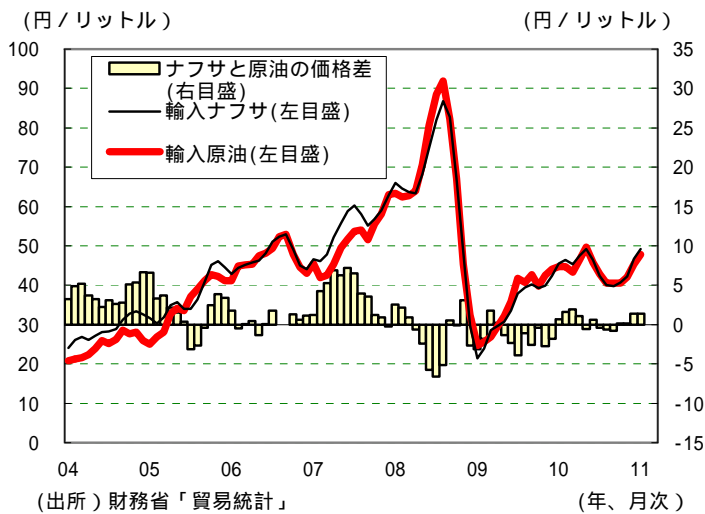
(3) ナフサ；原油高に連動して上昇

日本の1月の輸入ナフサ価格(通関)は、1リットルあたり47.8円と前月に比べ2.5円上昇した。一方、1月の輸入原油価格は49.2円と前月比2.5円上昇した。原油とナフサともに国際商品市況の上昇を受けて日本の輸入価格も上昇しており、ナフサと原油の価格差は同水準で推移した(図表13)。

2月以降のナフサ市況(ドル建て)をみると、3月上旬にかけて、原油に対する割安度合いが緩和し、ナフサ需給の悪化に歯止めがかかる傾向が出ていたが、3月11日に日本で大地震が起これると再びナフサ需給は緩和した。震災により、化学プラントが停止し、ナフサ需要が減少している。日本向けを想定して製造されていたナフサが余剰になっており、中東産ナフサの仕向け地が欧州に変更される動きなどが出ているとされる。なお、ナフサの余剰は欧州など石油製品価格の押し下げ圧力となり、ブレント原油やWTI原油の価格を押し下げやすい。

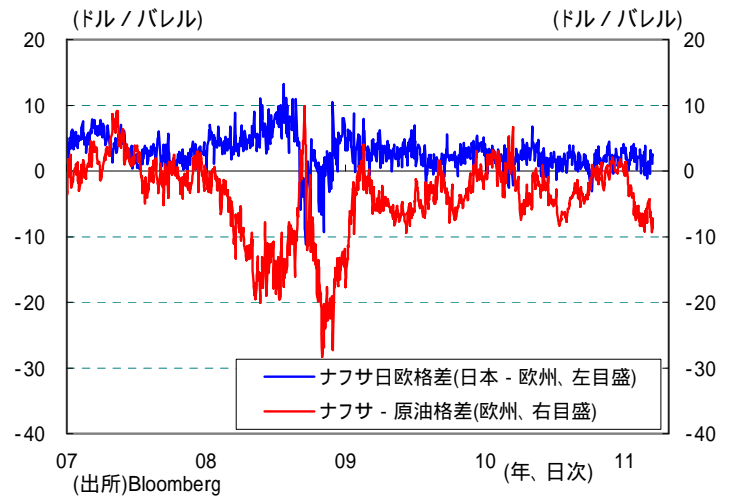
国内では、製油量の大幅減少や被災地向けの輸送重視により、各地でガソリンや軽油に不足感がでる状況になっている。もっとも、製油所の復旧が進み始めており、備蓄放出が行われていることもあり、石油製品の品不足感は解消されるだろう。

(図表13) 日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



(図表14) ナフサ価格の日欧格差と

ナフサ・原油の価格差の推移



3. 産油国の生産動向等

2月のOPEC12ヶ国の原油生産(日量)は、前月比28.5万バレル減少した(図表15、Bloombergによる推計値、以下同じ)。リビアの生産が大幅に落ち込んだことに加えて、ナイジェリも減少した。イラク以外の生産枠が適用される11カ国の生産量は33.5万バレル減少した。

3月にかけて、リビアの生産障害はさらに拡大し、生産量は日量20~30万バレル程度と、平常時に比べて100万バレル以上落ち込んだとみられている。これに対して、サウジアラビアは2月24日以降、リビア減産の影響による不足分を増産する意向を示し、生産量は日量900万バレルを上回ったとされる。なお、2月27日に今年のOPEC議長国であるイランのミルカゼミ石油相は、サウジアラビアの増産をOPECの合意を得ていないものだと批判した。

産油国の政治情勢が懸念されている。サウジアラビアでは、3月10日に、デモ隊に対して警察がゴム弾を発砲し負傷者が出たとされる。また、「フェイスブック」などでデモが呼びかけられていた11日には小規模なデモが発生した模様だが、各所に治安部隊が派遣され大規模なデモはなかったようだ。一方、3月14日に、反政府デモが激化しているバーレーンに、サウジアラビアを中心とする湾岸協力会議(GCC)の治安部隊が派遣された。3月16日に米大統領は、サウジアラビア国王とバーレーン国王に対して、武力弾圧への自制を要請したとされる。なお、シリアやイエメンでも反政府行動が目立つようになっている。

3月19日、仏英米軍は、リビア政府軍に対して攻撃を行った。しかし、米政府は地上戦などには依然として慎重な一方で、リビア政府軍は徹底抗戦する構えであり、リビア内戦の幕引きに向けての筋書きは描けていない。

(図表15) OPECの生産動向

(万バレル/日)

国名	生産量 (2月)	生産量 (1月)	超過量 (2月)	生産目標 (09年1月~)	産油能力	稼働率	生産余力 (2月)
アルジェリア	125.0	125.0	4.8	120.2	140.0	90.7%	13.0
アンゴラ	160.0	164.0	8.3	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	370.5	371.5	36.9	333.6	400.0	93.8%	25.0
イラク	259.5	254.5	-	-	250.0	96.0%	10.0
クウェート	230.5	231.5	8.3	222.2	265.0	88.7%	30.0
リビア	138.5	158.5	-8.4	146.9	178.5	86.8%	23.5
ナイジェリア	200.0	210.0	32.7	167.3	250.0	83.4%	41.5
カタール	82.0	82.0	8.9	73.1	90.0	90.6%	8.5
サウジアラビア	842.5	840.0	37.4	805.1	1,150.0	72.1%	321.0
UAE	235.0	235.0	12.7	222.3	265.0	87.5%	33.0
ベネズエラ	221.0	221.0	22.4	198.6	240.0	90.8%	22.0
OPEC12カ国	2,911.0	2,939.5	-	-	3,483.5	84.4%	544.8
OPEC11カ国	2,651.5	2,685.0	167.0	2,484.5	3,233.5	83.5%	534.8

(注1) 超過量 = 生産量 - 生産目標。

(注2) 国別目標は一時的に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. 非鉄市況全般：高値更新後反落

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、2月14日に4,478ポイントと、2007年5月以来およそ4年ぶりの高値を更新した。しかしその後、原油価格の急騰をきっかけに世界経済の減速懸念が広がったことに加え、3月11日に発生した東北太平洋沖大震災の影響による原子力発電所の事故への懸念も強まり、3月15日には4,085ポイントと、昨年12月24日以来およそ3ヶ月ぶりの安値をつけた。

グローバル経済の動向を整理すると、米国、欧州、アジアとも、個人消費と製造業を中心に力強い回復を示す経済指標が相次いだ。先行きについては、原油価格上昇が個人消費や企業収益回復の抑制要因となることが懸念され始めている。

金融政策については、米国のFRBは3月15日に開催したFOMCで、景気判断を上方修正しインフレ懸念に言及した。現在の金融緩和策（国債買入れ策）を6月末まで継続した後、今年後半の政策スタンスを徐々に正常化方向に修正するための地ならしを始めたとみられる。ECBのトリシェ総裁は3月理事会後の会見で4月の利上げを示唆した。中国は2月8日に今回の引締め局面で3度目となる利上げを行った。3月に開催された全人代では、政府活動報告でインフレ懸念があらためて示され、利上げが継続されるとの見方が支配的である。中国以外の新興国でも、不動産価格が上昇するなど景気の過熱傾向がみられ、食料・エネルギー価格の高騰に直面するインドやブラジル、韓国、インドネシアなどが相次ぎ利上げを行った。

為替相場については、ECBが利上げを示唆したことをきっかけに、ドル安・ユーロ高傾向が鮮明となっているが、商品相場と為替相場の連動性は低下している。ドル安が商品相場を押し上げるこれまでのパターンが崩れたというよりも、原油価格の変動や日本の原発事故など、為替以外の要因が市場の取引材料となったためである。

商品相場全体の動きをみると、エネルギーについては、原油やウランは地政学要因などによる独自の価格変動がみられたが、金属、食料品などは総じて調整色が強まった。グローバルな景気回復と金融緩和を背景に昨年後半以降急騰した後のスピード調整の動きが広がっている。

ベースメタル相場の個別の動きをみると、銅や錫は、上昇ピッチが早かった反動で大きく下落した印象があるものの、需給ひっ迫懸念が強いことが支えとなり、下落率をみると株式など他のリスク資産と同程度にとどまる。原油相場に連れ高するアルミニウム下落率も限定的であった。一方、ニッケルや亜鉛など、もともと特段の買い材料がなかった中で銅に連れ高していた金属では下落率が大きい。鉛は自動車生産減少の影響が懸念されるものの足元は横ばいで推移した。

総じて見れば、景気の回復傾向は一段と鮮明になったが、地震や原発事故の影響に加え、米国の金融政策や中国の引締め、ドル相場など、今年後半の金融情勢について方向性が定まらず、不透明感の強さが意識されている。不透明感の強まりは、株式よりも商品市場への資金流入を促しやすい半面、商品相場の上昇テンポが速すぎる場合は、景気への悪影響が無視できない。

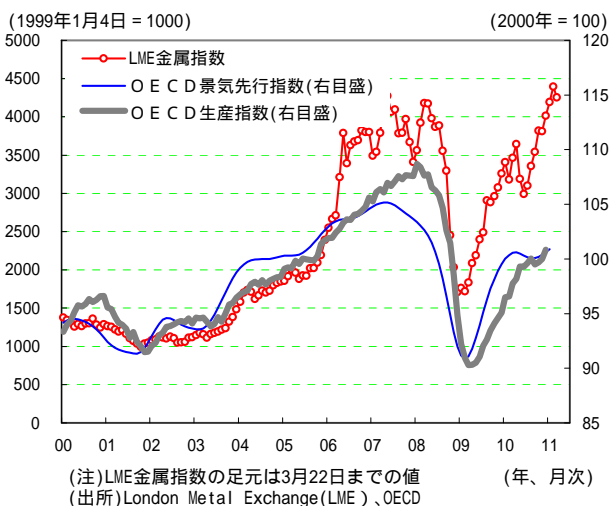
当面は、日本の原発事故の進展を見守る状況が続く。その後も、震災による一時的な需要の落ち込みや、復興需要にともなう需要拡大が、ベースメタル市場にも影響を及ぼす見通しである。短期的には自動車や電子部品などの生産停滞は、ベースメタル全般で一時的な需要の押し下げ要因となる。一方、インフラ施設の復興が本格化すれば銅などの需要拡大が見込まれる。もっとも、こうした需要変動が相場全体にどの程度の影響を与えるか今のところ不透明である。

震災以外の要因では、各国での相次ぐ金融引締めの影響も無視できない。アジアなど新興国では、インフレ抑制で短期的な成果があがらない場合、引締め局面が長期化し経済成長がある程度減速するおそれもある。力強い成長局面での一時的な減速に過ぎないとはいえ、中国を中心に一次産品需要拡大のけん引役であったため、市場は需要が思ったほど強くない状況を嫌気する可能性がある。米国の年後半の金融政策スタンスも引き続き市場の大きなテーマであり、経済指標やFRB幹部の講演などを材料に思惑が交差し、ボラティリティの高い(値動きの激しい)展開が予想される。

商品市場は過去2年間、グローバルな景気回復と金融緩和の組み合わせが相場を押し上げる構図が続いたが、先進国の景気回復や新興国の景気過熱(加えて政治・地政学リスクの高まり)により、金融政策の方向性が変化する局面に差し掛かった。グローバルな景気回復が商品需要を押し上げる動きが続くものの、金融政策の変化が今年後半の経済情勢に与える影響について、市場の見方が収れんするまでしばらく値動きの激しい展開が予想される。

もっとも、今後の上昇幅について見方が分かるとはいえ、グローバルな景気回復にともなう相場の上昇トレンド自体は変わらず、足元の高値水準は定着する見通しである。生産者や投資家にとり明るい展望が持てる半面、需要家の企業にとっては、川上インフレ・川下デフレの傾向が強まり、利益確保が困難となるおそれが高い。そうした中、開発投資の増加や代替需要の模索など、価格体系の変化が需要・供給の両方に行動変化を促す可能性が高く、そうした行動変化が将来的な相場動向に与える影響にも注意が必要となる。

(図表 16) L M E 金属指数と世界景気



(図表 17) L M E 金属指数(日次データ)



2. 銅 ~ 最高値更新後は反落し一時 9,000 ドル割れ

銅相場（3ヶ月物、終値）は2月15日に10,190ドルの過去最高値をつけた。しかし、3月に入ると、原油相場高騰をきっかけにリスク資産全般の下げに銅相場も連動して下落し、地震発生により下げが加速すると3月15日に8,944ドルと3ヶ月ぶりの安値をつけた。

相場が9,000ドルを下回る水準まで下落したことは、急ピッチで上昇した反動により下げが大きくなった印象もあるが、高値からの下落率は株式と同程度におさまっている。むしろ、需給が逼迫した状況が一向に改善されないことが銅相場の下値を支える要因となった。

銅相場独自の要因をみると、中国の2月の銅輸入が前月比35%減の23万トンと急減したため、中国需要への懸念が強まり相場の下げを加速させる要因となった。注目された春節（旧正月）休暇明けの中国需要についても、LME指定倉庫からの出荷予約の動きは鈍いようである。また、中国景気の動向についても、2月の新車販売台数がおおよそ2年ぶりの低い伸びにとどまるなど、ひところの勢いにはブレーキがかかり始めた兆しもみられ注意が必要である。

こうした中、指定倉庫の在庫は12月をボトムに増加トレンドが続き、足元では7ヶ月ぶりの高水準となった。世界消費量のわずか12日分と、過去と比べても低水準にとどまっているものの、現物確保が困難となった昨年後半のような一時の品薄感はやわらいでいる。過度の需給逼迫感が解消し、相場上昇のけん引役であった中国需要も一服しているため、今後、相場が下げ止まった後の反発力は限定的なものにとどまり、高値圏でもみ合う公算が大きい。

なお、震災の影響について、相場の反応は、原発事故の展開が不透明だったことから、一時的に売りが加速したものの、今週に入り落ち着く兆しを見せ始めた。一方、今後の影響については復興需要にともなうインフラ建設拡大により銅需要が増加するとの指摘が目立っている。もっとも、実際にどの程度相場に影響を与えるのか、被害額や復興計画の全容が明らかになるまで憶測の域を出ない。

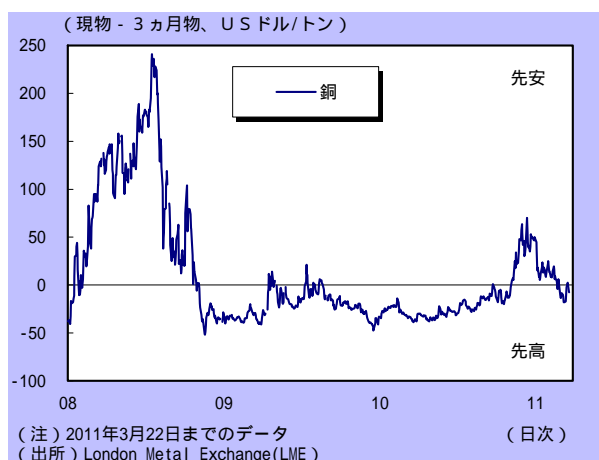
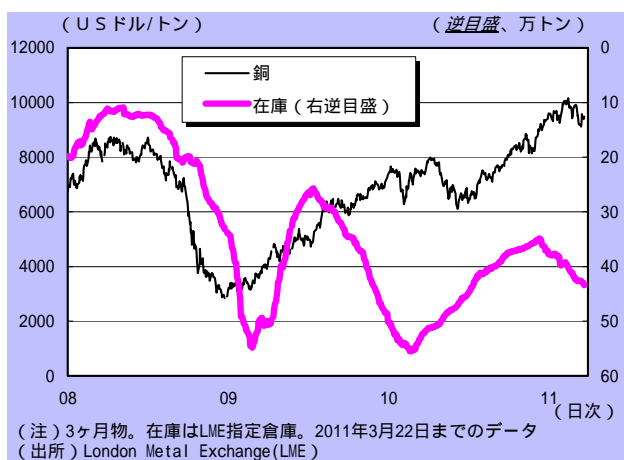
この間、世界最大のチリ・エスコンディータ鉱山が発表した昨年の生産量は、鉱石品質の低下により3年連続で減少した。同鉱山は2月には大雨で、3月には地震の影響により生産が一時停止したものの、市場全体で売り圧力が強まっていたため買い材料にはならなかった。また、コデルコ参加のチリ・ゲイビー鉱山では賃金交渉改定で労使が合意リストが回避された。

しばらく下値を模索する展開が続くものの、情勢が落ち着けば9,000~10,000ドルの高値圏でもみ合う推移が予想される。中東情勢や欧州問題が波乱材料になりやすいほか、震災被害にともなうサプライチェーンへの影響により、銅の主用途であるハイテク関連財の生産動向に注目が集まるとみられる。中国需要や米国の金融政策への思惑が相場動向に与える影響にも引き続き注意が必要である。もっともならしてみれば、グローバルな景気回復にともなう需要拡大を背景に、今後も緩やかな相場上昇が続く公算が大きい。

(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 ~ 原油高騰にともない 2 年半ぶり高値も反落

アルミニウム相場 (3 ヶ月物、終値) は、3 月 3 日に 2,612 ドルと 2008 年 9 月以来 2 年半ぶりの高値をつけたが、その後反落し 16 日には 2,458 ドルと 1 月下旬以来の安値となった。

アルミニウム以外の金属が、2 月半ばに直近高値をつけた後、原油相場高騰による景気への悪影響が懸念されたため、株式に連れ安したのと対照的に、アルミニウム相場は 3 月初めまで原油相場と連動し上昇基調が続いた。アルミニウムのコストのおよそ 3 割 (中国では 4 割) 程度をエネルギー費用が占めているためだが、それでも原油相場が想定以上に上昇し世界経済への懸念が一段と強まると、アルミニウム相場も下落に転じ震災後は下落テンポが加速した。

市場では、高値警戒感の強い銅、錫や、需給が緩むニッケル、鉛、亜鉛と比べ、アルミニウムの投資対象としての魅力が注目されている。背景には、原油相場の上昇に連れ高しやすいことや、中国のアルミニウム生産が昨夏をピークに減少していること、銅からの代替が進む可能性などが指摘されている。

もっとも中国のアルミニウム生産については、精錬所が集積する河南省を中心に、2 月以降は電力制限が緩和されたもようで、生産も小幅増加しており、昨年後半からの減少トレンドが続くかどうかは注意が必要であろう。

震災の影響については、復興需要にともなう建設用の型材などで需要拡大が予想される。一方、部品調達の遅れによって、アルミニウムの主用途である自動車生産が減少することが懸念されるほか、アジアの経済成長が一時的に落ち込み消費者マインドが悪化すると、好調な自動車販売が減少しアルミニウムの需要低下につながるおそれもある。このため、目先の相場が落ち着いた後も、経済活動への影響の広がりにより引き続き市場の注目が集まるとみられる。

国際アルミニウム協会の集計によると、世界第 2 位のアルミニウム生産国である米国の 1 月の

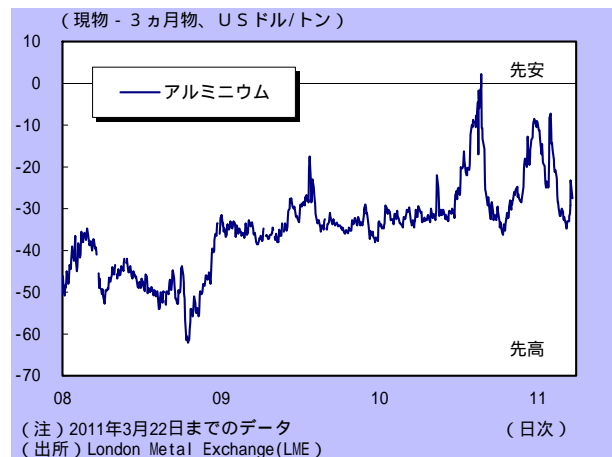
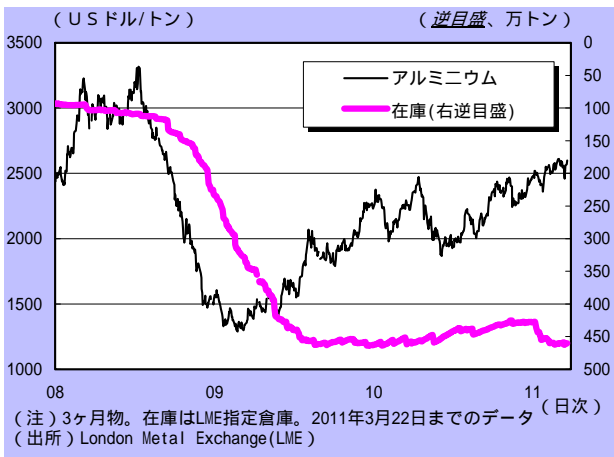
生産は前年比7%増加し生産回復が鮮明になった。第2位のアルミニウム消費国でもある米国では、これまでのところ自動車販売が改善し住宅指標も下げ止まっているが、ガソリン価格が2008年以来の水準に上昇し、目先の景気回復のリスク要因として意識されるようになってきている。

中長期的には、中国や欧米の自動車向け需要、新興国需要の拡大が期待される航空機向け需要の拡大や、原油、石炭相場の上昇などがアルミニウム相場の押し上げ要因となり、緩やかな相場上昇トレンドが続くとみられる。もっとも、短期的には中国の生産動向や震災の影響、米国景気の回復テンポなどが波乱要因となる可能性には注意が必要であろう。

(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ヵ月物)の推移



4. ニッケル ~ およそ3年ぶり高値もその後は反落

ニッケル相場(3ヶ月物、終値)は、2月21日に29,300ドルと2008年4月以来およそ3年ぶりの高値をつけたが、その後は反落し3月15日には24,705ドルと2ヶ月ぶりの安値をつけた。

2月中旬までの上昇局面では、ニッケル相場の上昇率は錫に次いで大きかった。物色の矛先が銅以外に広がりやすい状況にあった中、昨年末からの豪州クイーンズランド州での豪雨被害の拡大により、中国のニッケル銑鉄を利用したステンレス生産への影響が大きいとの見方が広がったためである。中国のニッケル銑鉄は、クイーンズランドからの原料炭供給への依存が大きく、ニッケル鉱石への回帰が進むとの思惑が広がった事情があった。

しかし2月後半以降、被害にあった炭鉱で早期の生産再開が相次いだことが、3月以降の下落幅を拡大させる要因となった。3月のニッケルの下落率が他の金属と比べて大きいのは、こうした要因によるとみられる。

ニッケル供給については、新規の生産開始が予定される鉱山が多いものの、立ち上がりの遅れ

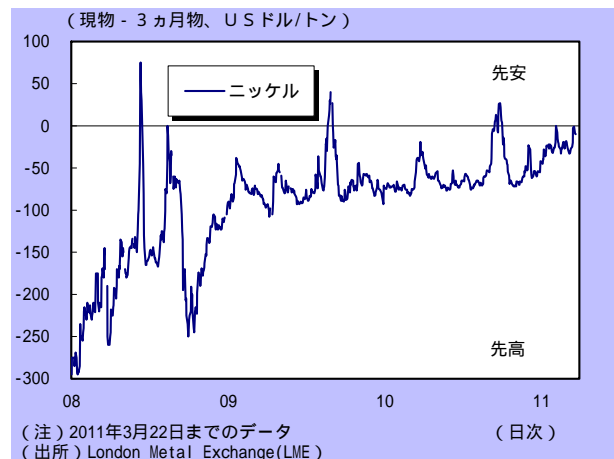
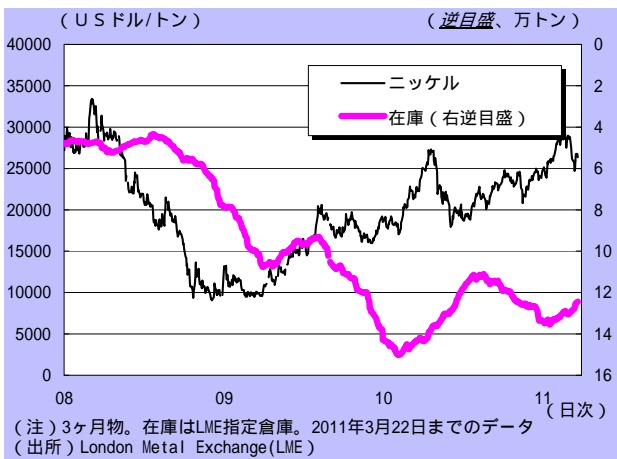
も目立ち、実際に供給が始まり在庫増加につながるまで、まだしばらく時間がかかる可能性がある。また、昨年以降はストなど様々な生産障害も目立っており、直近ではブラジル・バーレが2月18日、カナダ精錬所で発生した溶解炉事故での16週間の生産停止により、今年のニッケル生産量は5%減少すると発表した。ニッケル需給に与える影響は大きく相場が高値を更新するきっかけとなった。

ニッケル需要については中国のステンレス生産の回復が本格化しているほか、欧州の主要メーカーでも生産動向の回復が鮮明になっている。今後も日米など先進国の設備投資の持ち直しによって、ステンレス需要の回復が続く見通しであり、ニッケル相場を下支える見込みである。そうした中、新規鉱山からの出荷状況が需給動向や相場の上昇テンポを占うポイントとなる。

(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 ~ 4ヶ月ぶり高値後反落

亜鉛相場(3ヶ月物、終値)は、2月14日に2,596ドルと昨年10月以来4ヶ月ぶりの高値をつけたが、その後は反落し3月9日に2,273ドルと1月下旬以来の安値をつけた。

国際鉛・亜鉛研究会の集計によると、2010年の世界の亜鉛消費量は前年比16%増の1,250万トン、供給量は同13%増の1,276万トンとなり、需要と供給の両方が高い伸びを示す結果となった。

需要動向については、新興国の建設、自動車向けを中心とした鋼板メッキ向け需要が予想以上に拡大しているが、生産面では最大生産国の中国で過剰生産に歯止めがかかっていないため、LME在庫は増加トレンドが続いている。ただし、昨年は、需要拡大ペースが供給の伸びを上回ったため、需給バランスをみると26万トンの供給超過と、一昨年の同46万トンから縮小した。

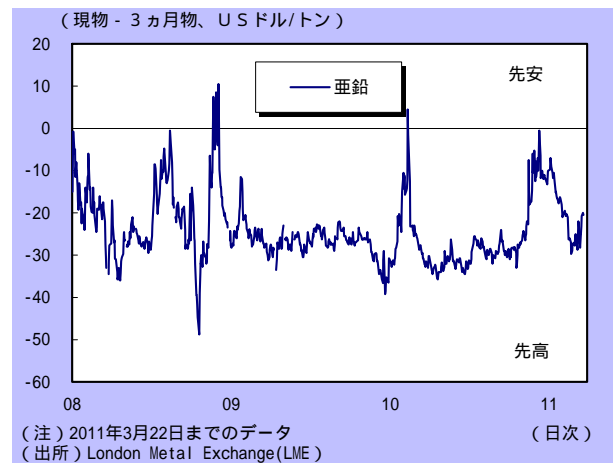
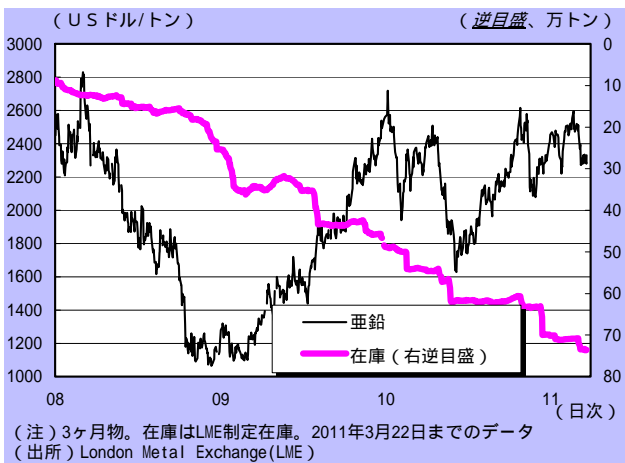
なお、中長期的には、亜鉛は環境規制の影響により新規鉱山の開発が進んでいないほか、主要鉱山の可採生産量は2014年をピークに減少に転じると見込まれ、供給懸念が指摘されている。

今後も、新興国の需要拡大を背景に、供給過剰の程度が少しずつ和らいでいく動きが続くとみられ、銅をはじめ他の金属が強含む局面では連れ高しやすい地合いにあり、基調で見れば緩やかな相場上昇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ヵ月物)の推移



6. 錫 ~ 過去最高値を更新後反落

錫相場(3ヶ月物、終値)は1月21日に27,720ドルと昨秋に記録した過去最高値を更新すると、2月8日まで13営業日連続で過去最高値を更新し、2月16日には32,799ドルまで上昇したが、3月16日には28,600ドルまで下落した。

インドネシア鉱物資源省によると、今年1月のインドネシアの錫輸出は前年比8%増の7,300トンとなり、市場では予想外の高い伸びとの評価が目立った。

もっとも、インドネシア政府は今年の錫生産を10万トンに抑制する方針を繰り返しているため、今後も錫輸出の高い伸びが続くとの見方にはつながっていない。実際、世界最大の錫生産会社である同国の国営PTティマは、今年の生産量が前年比8%減の4万トン程度にとどまるとの見通しを示した。

錫の主産地インドネシアは、枯渇懸念から資源ナショナリズムを鮮明にし、2006年以降、違法採掘の摘発や製錬所の閉鎖を続けたことが、錫の供給懸念の基本的な要因である。年末から年明けにかけては、ラニーニャ現象にともなう大雨被害により、インドネシアで精錬所の閉鎖が相次ぎ、供給懸念があらためて強まったことが相場を一段と押し上げた。

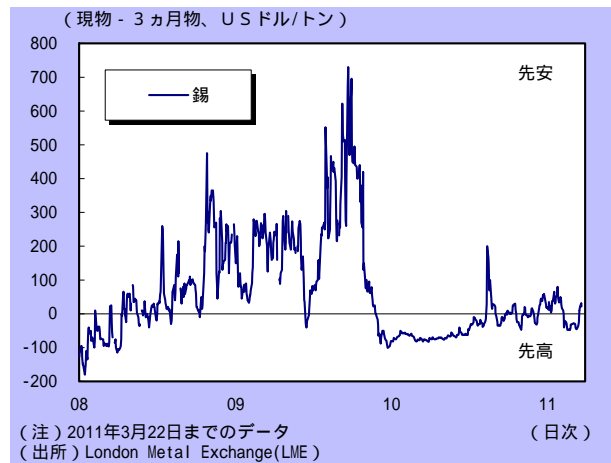
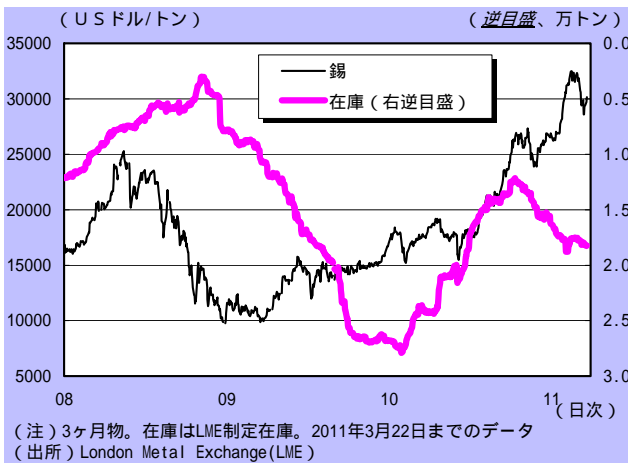
相場が高騰する中でもインドネシア政府は供給抑制姿勢を鮮明にしているほか、開発中のプロ

ジェットの生産開始は 2012～13 年頃とみられており、需給ひっ迫の解消にめどがたたない状況が続いている。このため、錫相場の歴史的な高騰局面は今後も続くと見込まれ、足元の相場下落が一服すると再び 30,000 ドルの大台をめざす展開が予想される。

(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 ヶ月物) の推移



7 . 鉛 ~ 高値圏でのみみ合い、在庫の増加は一服

鉛相場 (3 ヶ月物、終値) は上昇基調で推移し、2 月 21 日には 2,675 ドルと 2008 年 4 月以来およそ 3 年ぶりの高値をつけた。その後も他の金属で下落傾向が強まった中、鉛相場は高値圏で横ばい推移が続いている。

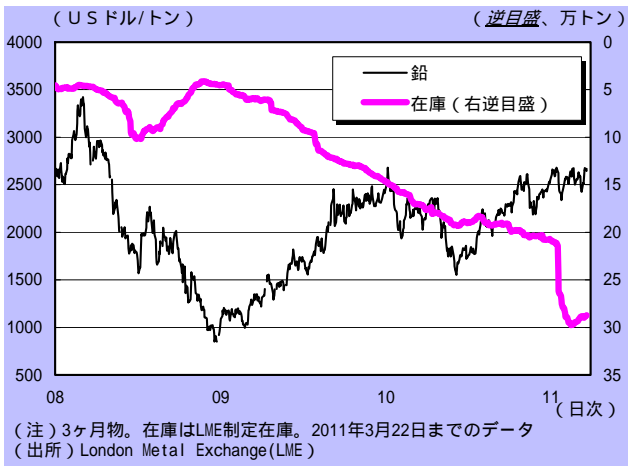
鉛の L M E 指定倉庫在庫は一時 30 万トンに迫り、1995 年 4 月以来の高水準となったが、足元では増加が一服した。在庫増加は 1 月下旬以降に急増し、80～90%を特定ファンドが保有していることが注目されている。在庫増にもかかわらず相場は大崩れしていないことから、思惑的な買いが入っている可能性がある。

一方、鉛の需要動向は、新興国の自動車販売の拡大によりバッテリー向けに増加しているが、震災の影響により、内外の自動車メーカーが相次ぎ生産停止に追い込まれる事態となったため、先進国の需要減少が懸念されている。

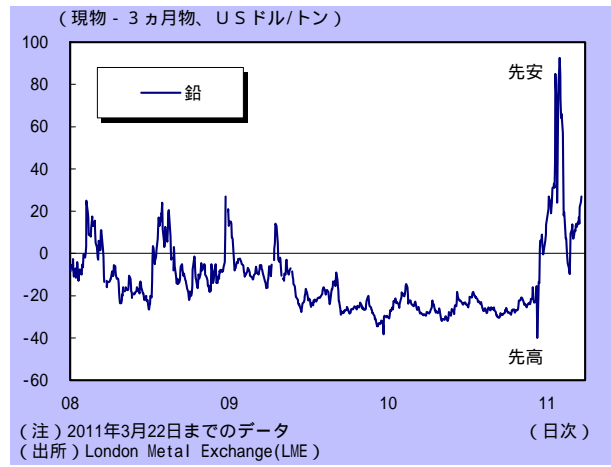
当面は相場がいつまで高値を持続させるかが注目されるものの、需給動向と乖離した動きが強かったとみられるため、きっかけ次第で乱高下することも懸念される。

(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

～ 震災・原発・リビアと原油価格 ～

3月11日に発生した巨大地震による被害と、それに伴う原発事故は、多くの日本人にとって戦後最悪の危機といっても過言ではないだろう。しかし今後、経済活動・社会活動を復旧させていくうえでは、震災や原発事故の影響を、ある程度、客観的に掴み直しておくことが欠かせない。

そこで、本稿では、世界の需給バランスが反映されていると考えられる原油などコモディティの市況に、日本の震災や原発事故がどのように影響したと思われるかについて整理しておきたい。

(1) 震災と原発とリビア

a) 震災・事故の発生

地震は11日金曜日14時46分頃に起こった。地震に伴う津波は東日本に甚大な被害をもたらした。12日午後3時36分頃には福島第1原発で水素爆発が起こり、原子力発電所が容易ならざる状況に陥っていることも明らかになった。

14日月曜日には被害状況がおおよそ明らかになる中、首都圏では計画停電が実施され、交通機関等のインフラは大幅な麻痺が続いた。15日には、爆発や火災等が相次ぐ中で、放射線の数値が大幅に上昇し、原発事故の深刻さが広く周知された。日経平均株価は、14日に633円下落し、15日にはさらに1,015円下落した。

15日には、国際商品市況も大幅に下落した。日本の原発事故の深刻化や震災復旧の遅れへの懸念が、世界景気の不透明要因として、強く認識されたためだ。ブレント原油は5ドル安、WTI原油は4ドル安になった。農産物、金属なども総じて下落した。

原油に関しては、日本の原子力発電が抑制される反動で、先行き重油やLNGの火力発電が増加することが見込まれたものの、被災した製油所の原油処理量が日量140万バレル程度も落ち込んだ。これは、リビア原油の減産規模を相殺するほどの規模だった。

b) 国内のガソリン・軽油不足は解消へ

なお、日本国内では、製油量の大幅減少や物流の停滞により、各地にガソリンや軽油の不足感が広がった。こうした時のために石油備蓄制度があり、備蓄放出が行われたものの、交通インフラが破壊された被災地には届かず、被災地以外でも日頃と違う流通経路では商品は行き渡りにくいということが起こった。

しかし21日には千葉の製油所での火災も鎮火し、週内には過半の製油所が復旧する見込みである。備蓄放出も拡大され、石油製品の不足は早晚解消されるだろう。

c) 同時進行したリビア情勢悪化

一方で、その間、中東情勢の悪化が原油相場を押し上げる材料になった。国際社会の注目が日本に集まる中で、リビアでは政権と反政府派との激しい戦闘が激化していた。リビア以外にも、

14日、バーレーンにサウジアラビアなど湾岸諸国が治安部隊を派遣する事態に至るなど、不安定さが続いた。そして、19日には、反政府派への攻勢を強めるリビア政府軍に対して、仏軍が空爆を行い、英米はミサイル攻撃を行うに至った。

しかし、軍事介入を行っても、事態の早期終結の方策はみえないことが明らかになったというのが現状だ。リビア原油の多くは、すでに生産・出荷されており、原油の供給に追加的な影響はないものの、近い将来、リビア原油が世界に供給される可能性が低下し、リビアの石油資源が破壊されることへの懸念も出ている。

結局、日本の大地震・原発事故の影響は、リビアでの軍事衝突というもう一つの不幸な出来事により相殺されてしまって、原油価格の水準は元に戻ってしまった。

(2) 過去の危機発生時の原油相場等の動向

a) コモディティ市場・金融市場からみた今回の危機の捉え方

東日本の大地震に伴う津波等による甚大な被害に加えて、福島第一原発における事故が深刻な事態に陥ったことで、日本が現在直面している危機が非常に大きなものだと認識された。日本の株価は大幅に下落し、株安は米国など各国に波及することになった。世界景気の不透明要因として捉えられ、原油、銅などコモディティ価格も下落した。

一方で、中東各地における政情不安が懸念される中、特にリビアでは内戦状態に陥り、3月19日には仏英米軍がリビア政府軍を攻撃するなど地政学的な不透明感も増大している。

過去の例に比べて、複合的な要因により危機が生じており(図表25～)、先行きは、いずれも予断を許さない状況である。しかし、現時点では、足元の危機が、経済情勢の悪化に累積的につながる状況ではないと考えられる。

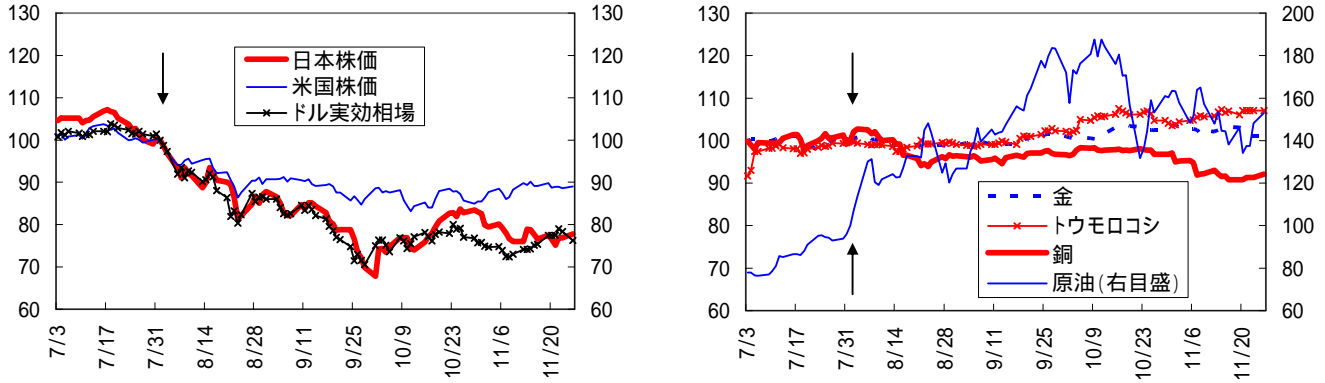
b) 原油価格の行方

今後、日本の復興需要が出てくると、原油高が進みやすいという見方も出てきている。しかし、現時点では、ブレント原油で90ドル台、WTI原油で80ドル台を上回る水準は、景気への悪影響や需要の鈍化につながるとみられ、いずれ原油価格は下落すると考えられる。

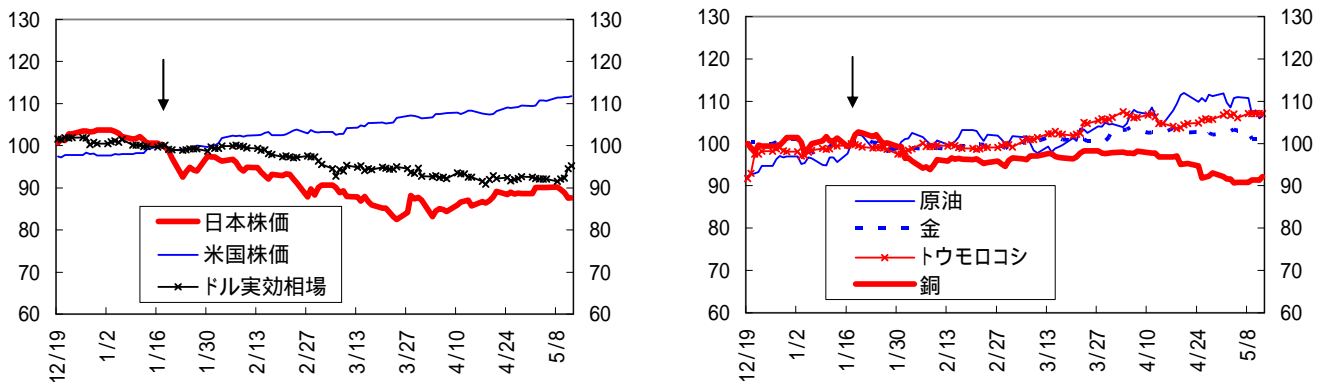
実際、原油先物価格の体系をみても、昨年12月(=中東情勢が緊迫化する以前)に比べて、足元の原油価格は、先安を示唆するようになっている(図表26)。3月22日のブレント原油の先物を見ると、期近物が115ドル超なのに対して、2015年物は105ドル程度である。ブレント原油の期近物が高いのは、リビア原油の減産などにより欧州の原油需給が引き締まっている影響が出ていると考えられる。

(図表 24) 過去の危機発生時の原油相場等の動向

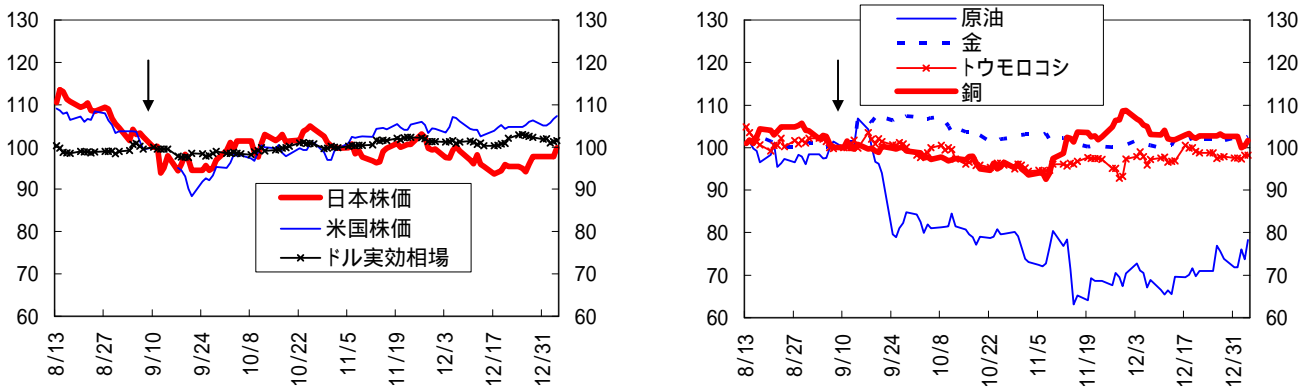
湾岸戦争 (1990年8月2日の前日 = 100)



阪神淡路大震災 (1995年1月17日の前日 = 100)



米国同時多発テロ (2001年9月11日の前日 = 100)

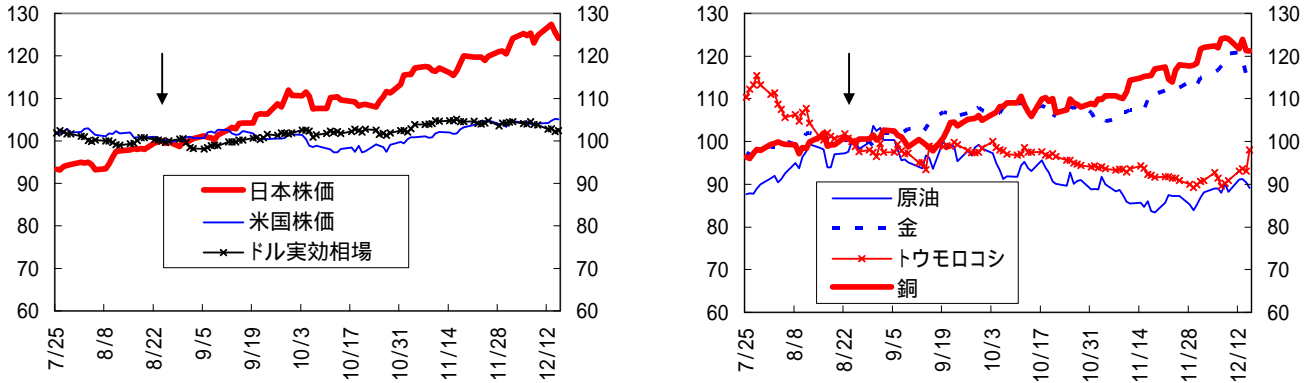


(注) 矢印は危機発生時点の直前

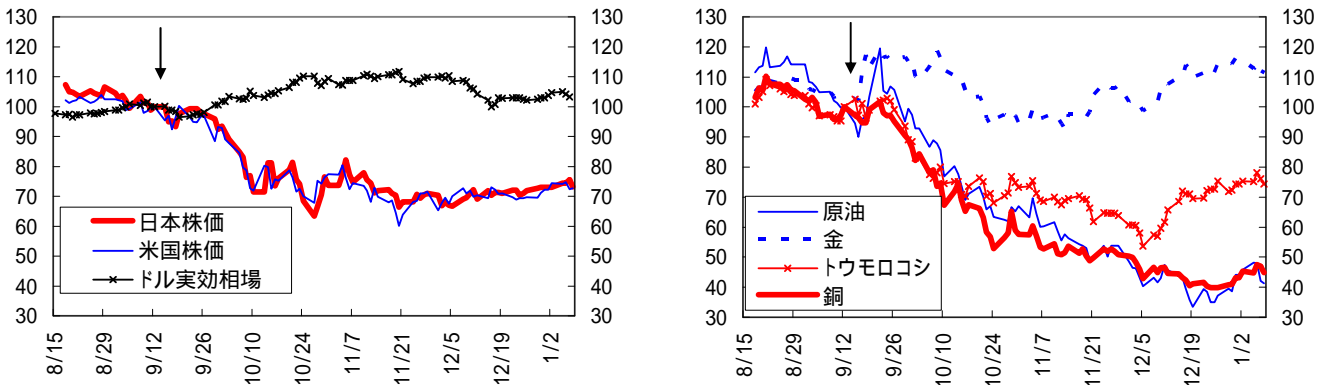
(出所) Bloomberg

(図表 25) 過去の危機発生時の原油相場等の動向

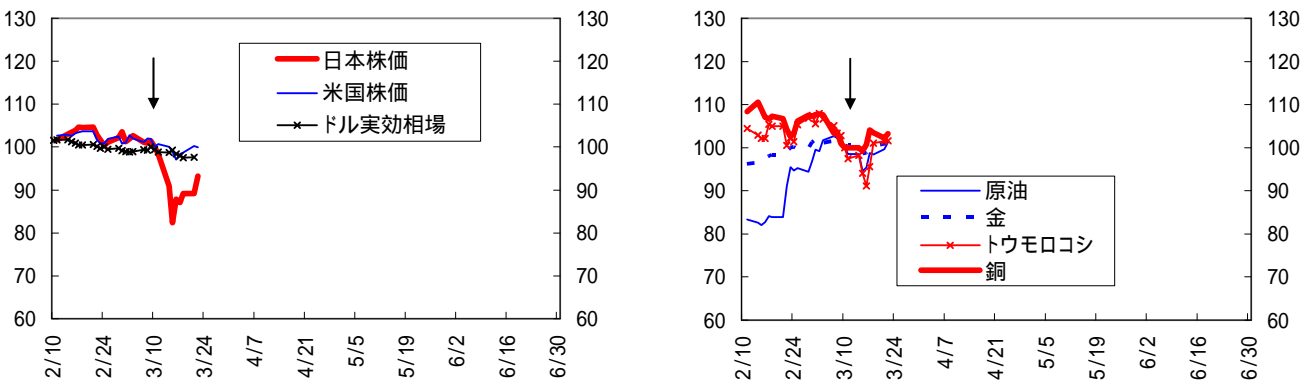
ハリケーン「カトリーナ」・「リタ」・「ウィルマ」(2005年8月24日の前日 = 100)



リーマン・ショック(2008年9月15日の前日 = 100)



東日本大震災・原発事故(2011年3月11日の前日 = 100)



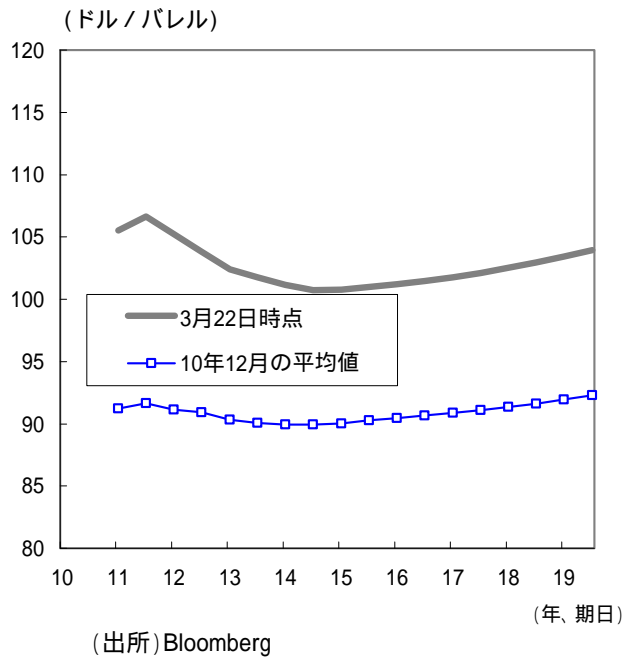
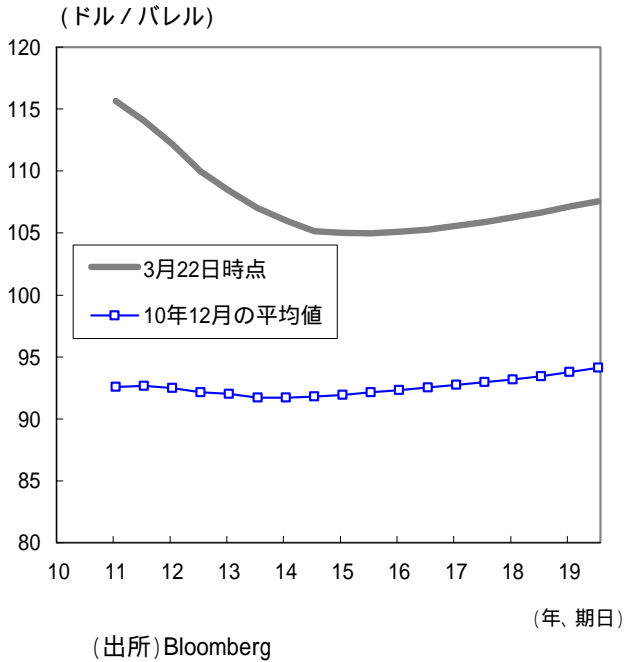
(注) 矢印は危機発生時点の直前

(出所) Bloomberg

(図表 26) 原油先物価格体系の変化

ブレント原油 (ICE)

WTI原油 (NYMEX)



- 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。