

調査レポート

コモディティ・レポート <2011年4月>

・原油市況 ~ 高値圏で推移

4月に入って、北海産のブレント原油は120ドル台が続き、米国産のWTI原油は110ドル前後で推移している。当面、原油相場の変動材料(=不透明要因)として、リビア情勢、日本の原発事故、米欧の金融政策の行方、欧州財政問題、中国の引き締め政策などが意識される状態が続くだろう。足元の原油相場は投機的な要素が強まっているとみられ、今後、乱高下する可能性がある。基調としては、原油高による景気抑制や石油需要鈍化が懸念され、年後半にかけて原油価格は下落傾向で推移するだろう。

・非鉄金属市況 ~ 高値圏で横ばい

LME金属指数は、東日本大震災の影響や中国需要をめぐる思惑などで上下したが、均してみると高値圏での横ばい推移であった。銅は中国需要が減退するとの懸念から3月半ばには9,000ドルを割れた後、4月初旬にいったん9,990ドルの戻り高値をつけたが、米系金融機関の売り推奨により再び下落した。一方、原油相場高騰を追い風にアルミニウム相場は底堅く、供給不安のある錫は再び過去最高値を更新した。当面の非鉄市況は強弱材料が交錯し、しばらく高値圏でのみ合いが続くとみられるものの、年末にかけて世界経済の成長にともない緩やかな上昇が続く見通しである。

・トピック ~ 震災後の石油市況の変動

東日本大震災の影響により、一時的に石油市場は動揺したが、足元では収束してきたように見える。国際石油市場の安定性は維持されたようだ。こうした中で、インフレ懸念を材料に、原油が投機的に買われる流れが強まっているように見える。通常、消費者物価上昇率の見通しは、その構成目であるガソリンなどの価格変動に左右される。一方で、インフレ懸念が高まるような状況下では、原油は投資先として有望に見えるという面もある。インフレ懸念と原油価格が相乗的に上昇するメカニズムが生じている可能性がある。

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：高値圏で推移

原油価格は、高値圏で推移している。4月に入って、北海産のブレント原油は120ドル台が続き、米国産のWTI原油は110ドル前後で推移している。原油相場の変動材料（＝不透明要因）としては、リビア情勢、日本の原発事故、米欧の金融政策の行方、欧州財政問題、中国の引き締め政策などが挙げられる。いずれも各国の景気や原油需給にどの程度の影響を及ぼすかは、現段階では見通しは定まりにくく、当面、相場の変動材料として意識される状態が続くだろう。

もっとも、上記のような不透明要因にもかかわらず、結局のところ、今後も世界景気は拡大基調を続けるとの見方が維持され、原油価格は上昇してきた。また、景気拡大が続く中で、先行き徐々にインフレ圧力が増してくることへの警戒感もあり、原油は、あたかも金と同様に、地政学リスクやインフレリスクに対する安全資産として、買われている面もあるように見える。

WTI・ブレント・ドバイの油種間スプレッド（価格差）をみると、リビア情勢が急速に悪化した2月中旬にブレント高・WTI安が大幅に進んだ後、いったん価格差は10ドル弱に縮まっていたが、4月中旬にかけて再び拡大している（図表3）。先物市場における投機筋の買い越し幅は、大幅な買い越しが続いている（図表7）。ポジションが買い（long）に偏っており、その調整が起これば相場変動が大きくなりやすい状況とみられる。商業筋も含めた先物の全建玉残高は、高水準で推移している（図表8）。

当面、地政学リスクやインフレ懸念などが原油の買い材料になりやすい状況が続くとみられる。しかし一方で、これまでの原油高が景気に悪影響を及ぼし、原油需要を抑制する可能性が強まっている。米国では、ガソリン価格が1ガロンあたり3.5ドルを上回るようになった3月以降は、ガソリン消費量が鈍化している。各種消費者マインドの統計も悪化を示しており、ガソリン高に対する消費者のストレスが強まり始めているように思われる。足元の原油相場は投機的な要素が強まっているとみられ、今後、乱高下する可能性がある。基調としては、年後半にかけて原油価格は下落傾向で推移するだろう。

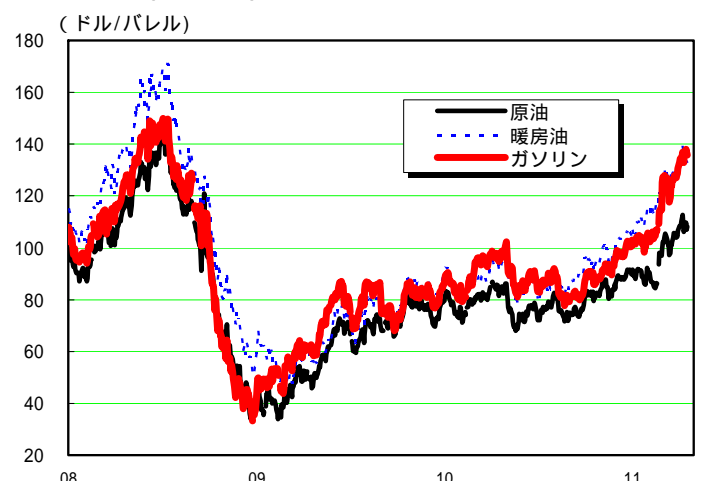
（図表1）原油市況の推移



(注)直近は4月19日
 (出所)Bloomberg、日本経済新聞

(年、日次)

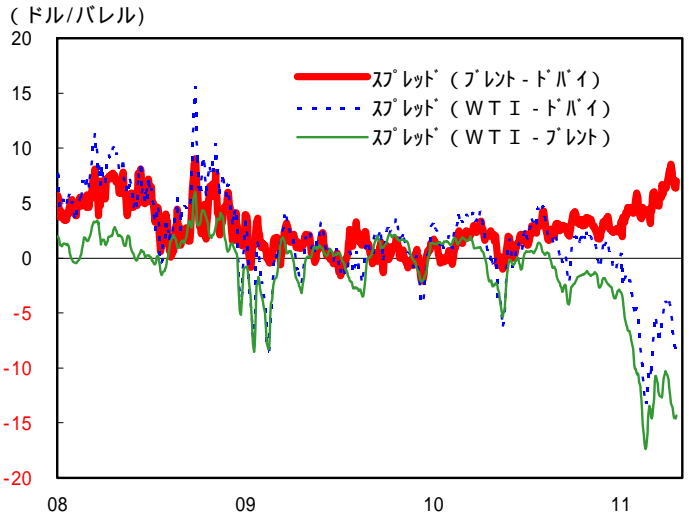
（図表2）石油製品市況の推移



(注)直近は4月19日。
 すべてNYMEXの期近物

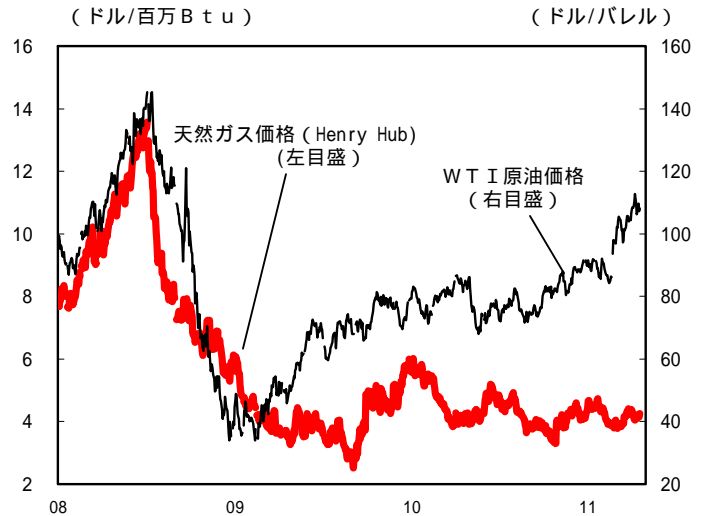
(年、日次)

(図表3) 油種間スプレッドの推移



(注) 5日移動平均値。直近は4月19日 (年、日次)
(出所) Bloomberg、日経新聞

(図表4) 米国天然ガス市況の推移



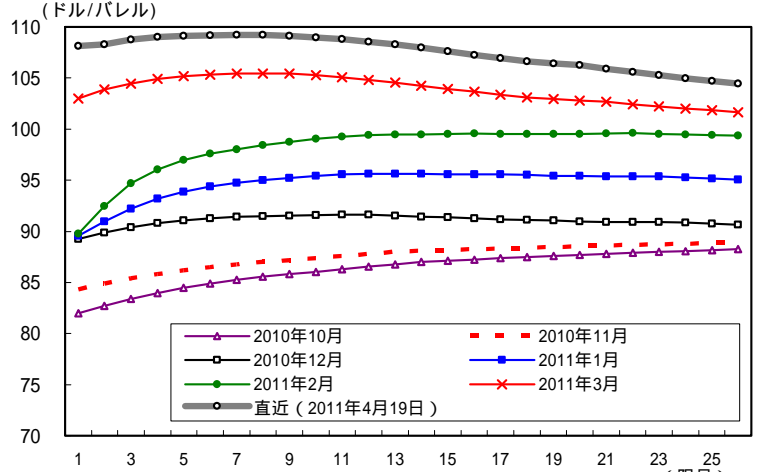
(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略 (年、日次)
(注2) 直近は4月19日。

(図表5) 原油先物価格と先物カーブ



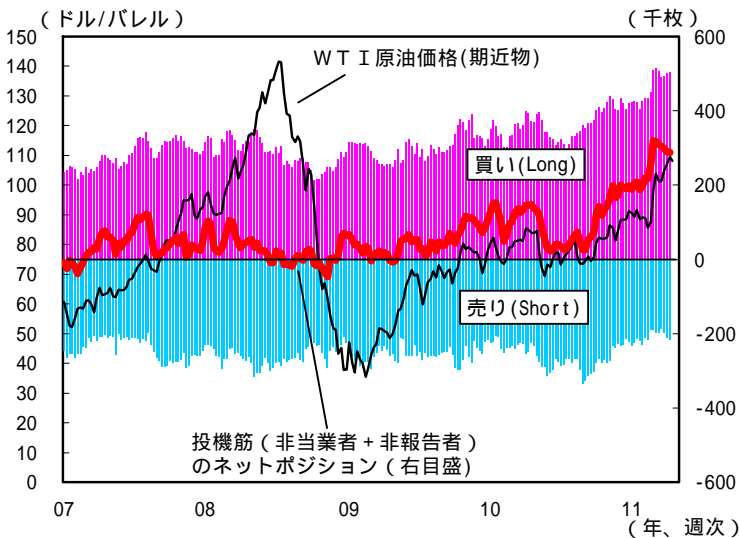
(注) 限月は28ヵ月先まで、2011年4月19日時点 (年、月次)
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(図表6) WTI原油の先物カーブの変化



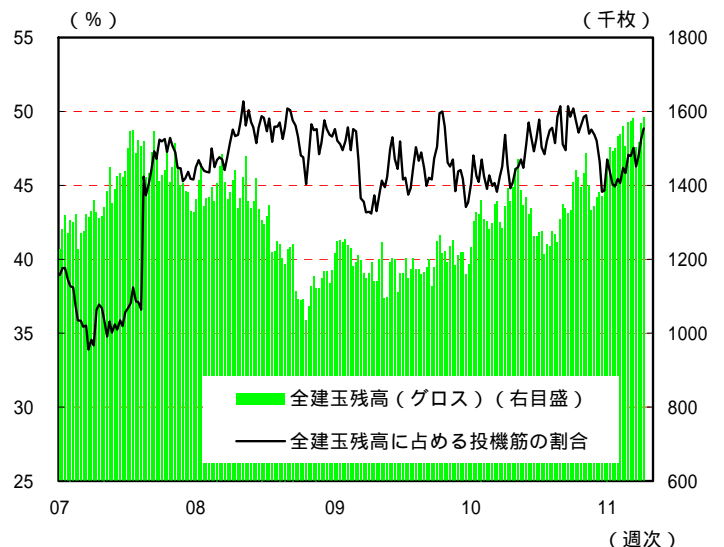
(注) 各時点における各限月(28ヵ月先まで)のWTI原油先物価格 (限月)
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(図表7) 投機筋のポジション(原油)



(注1) ポジションの直近は4月12日時点、WTI原油は4月13~19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)



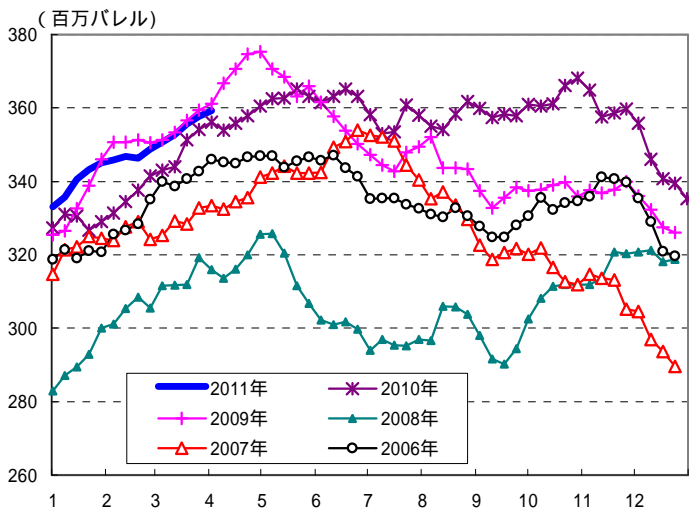
(注1) 1枚は1000バレル。直近は4月12日時点
(出所) 米国先物取引委員会(CFTC)

2. 品目別需給動向

(1) 米国原油需給；原油輸入は低調が続く

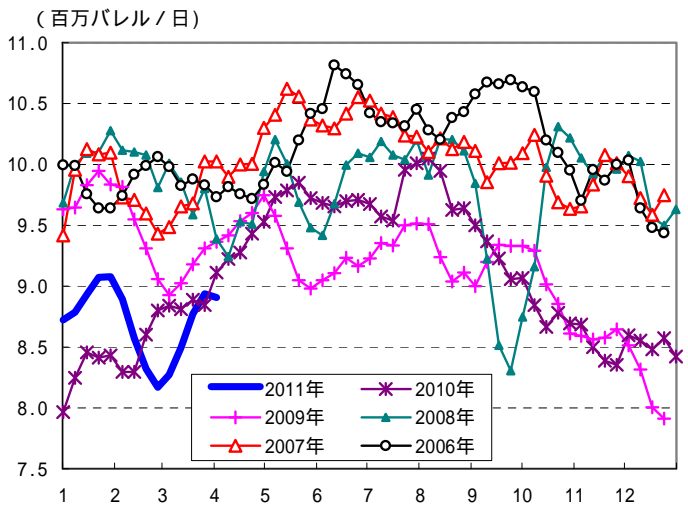
米国の製油所の定期メンテナンスが一巡しつつあり、今後、夏場の需要期を迎えるため、徐々に原油処理量が増加していくことになる。原油在庫は、5月頃まで増加を続けるという平年のパターン通りに推移しているが、原油在庫の水準は2009年に近く多目である(図表9)。こうした中、国内原油生産が高水準で推移していることもあり、原油輸入は低調である(図表10)。

(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4月8日
(出所)米国エネルギー情報局(EIA)

(図表10) 米国の各年の原油輸入



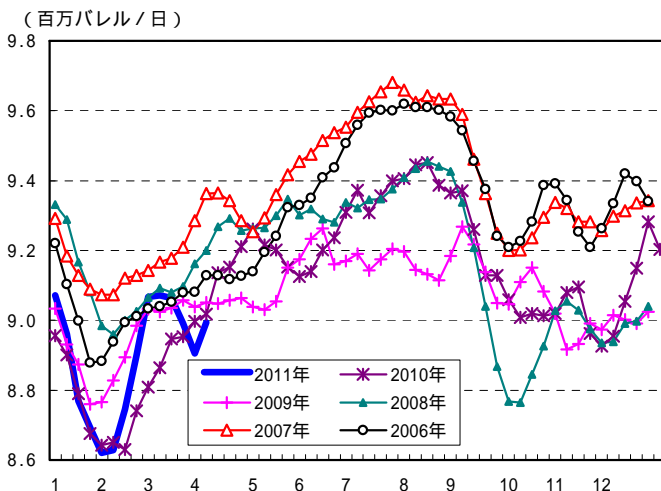
(注)直近値は4月8日。4週移動平均値
(出所)米国エネルギー情報局(EIA)

(月、週次)

(2) 米国石油製品；ガソリン消費量は前年比割れ

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。3月に入って、ガソリン消費量は、前年水準を下回るようになっており、ガソリン高が消費者心理に悪影響を及ぼし始めていることを示唆している(図表11)。中間留分の消費量は、前年水準をやや上回って推移している(図表12)。

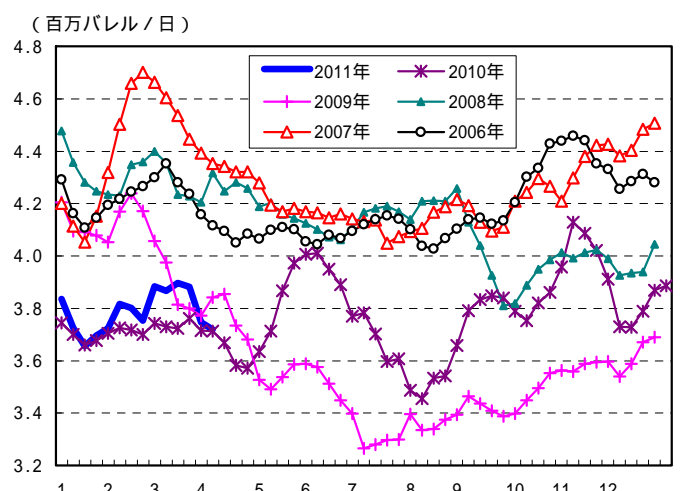
(図表11) ガソリン消費量の推移



(注)速報系列の4週後方移動平均、直近値は4月8日
(出所)米国エネルギー情報局(EIA)

(月、週次)

(図表12) 中間留分の消費量の推移



(注)速報系列の4週後方移動平均、直近値は4月8日
(出所)米国エネルギー情報局(EIA)

(月、週次)

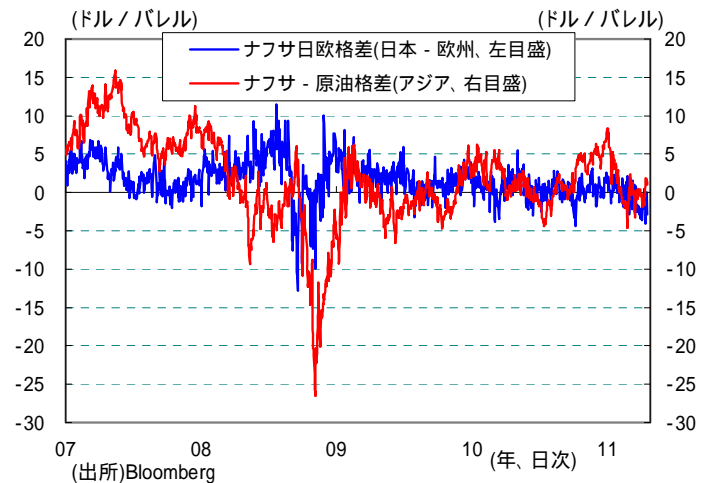
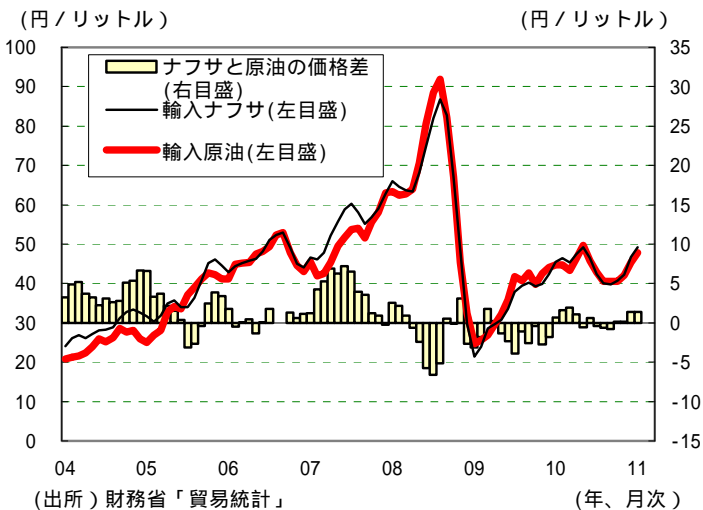
(3) ナフサ；震災後にナフサは原油に対して割安化

日本の2月の輸入ナフサ価格（通関）は、1リットルあたり50.2円と前月に比べ1.0円上昇した。一方、2月の輸入原油価格は49.7円と前月比1.9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する中で、ナフサと原油の価格差はやや縮小した（図表13）。

日本の震災後に、アジアのナフサは割安化していた。欧州でもナフサが原油に対して割安化しており、日本を中心にアジアのナフサ需要が鈍化し、世界的にナフサの余剰感が生じていたものと思われる。しかし、4月に入ってナフサ市況は持ち直してきている（図表14）。欧州では、製油所のメンテナンスが増える時期に入り、需給がやや引き締まる兆しが出ている。今後、北半球でガソリン需要が増加する季節に入ることもあり、緩やかにナフサ需給は引き締まる傾向で推移するとみられる。もっとも、原油高が続けば、ナフサは原油に対して割安化しやすい環境とみられる。

(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

OPEC原油生産量のBloomberg集計による推計値をみると(図表15)、3月にOPEC12ヶ国の原油生産(日量)は前月比36.3万バレル減少し、イラク以外の生産枠が適用される11カ国の生産量は35.3万バレル減少した。内戦状態にあるリビアの生産量が大幅に落ち込む中で、サウジアラビアなどが増産したものとみられていた。

しかし、4月18日にサウジアラビアのヌアイミ石油相が、同国は2月に日量912.51万バレルまで増産したが、3月には829.21万バレルと約80万バレル減産したと述べた。さらに3月の原油生産量の数値を公表した意図は、世界の原油市場がすでに供給超過の状態にあることを明らかにするためだと述べた。つまり、3月には同国が減産に転じていたのに、原油は余剰気味であったと述べたい意向である。また同日、クウェートの石油相も原油市場は超過供給の状態だと述べた。一方、OPEC議長を務めるイランのミルカゼミ石油相は、現在の原油市場を「異常ではない」と述べて、緊急総会の開催等は必要ないとしている。

中東地域における連鎖的な反体制運動は歯止めがかかっていない。4月15日金曜日の礼拝後に、各地でデモが起こったとされる。シリアでは治安部隊が催涙弾等を用いた弾圧を続け、イエメンでも大規模なデモが続いた。ヨルダンでも負傷者が出ており、サウジアラビアでもシーア派居住区では小規模な運動があるようだ。また、湾岸諸国の治安維持部隊の支援により反政府デモを弾圧したバーレーンでは、反体制派活動家などの拘束が続いている模様である。

なお、4月1日にはガボンで石油労働者が全面的なストライキを行い、アフリカからの原油供給がさらに細るとの懸念から欧州地域を中心に原油需給の逼迫観測が強まったが、5日にはストは終結した。

(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)	生産目標 (09年1月~)	産油能力	稼働率	生産余力 (3月)
アルジェリア	126.0	126.0	5.8	120.2	140.0	90.7%	13.0
アンゴラ	175.0	164.0	23.3	151.7	205.0	92.7%	15.0
エクアドル	46.7	46.5	3.3	43.4	50.0	95.4%	2.3
イラン	370.0	365.5	36.4	333.6	400.0	93.8%	25.0
イラク	258.5	259.5	-	-	250.0	96.0%	10.0
クウェート	240.5	230.5	18.3	222.2	265.0	88.7%	30.0
リビア	39.0	138.5	-107.9	146.9	178.5	86.8%	23.5
ナイジェリア	191.5	200.0	24.2	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	900.0	870.0	94.9	805.1	1,150.0	72.1%	321.0
UAE	251.0	235.0	28.7	222.3	265.0	87.5%	33.0
ベネズエラ	222.0	221.0	23.4	198.6	240.0	90.8%	22.0
OPEC12カ国	2,902.2	2,938.5	-	-	3,483.5	84.4%	544.8
OPEC11カ国	2,643.7	2,679.0	159.2	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：高値圏で横ばい

非鉄金属相場の動向を示すLME(ロンドン金属取引所)金属指数は、2月14日につけた4,478ポイントの高値から3月15日の4,085ポイントまで1割近く下落したが、その後は反発し4月8日には4,469ポイントまで戻した。

3月半ばにかけて調整が続いた背景には、相場全般で高値警戒感が強まったうえ、春節休暇明けの中国の買いが低調だったことがあった。英系金融機関が、中国で統計に捕捉されない銅の隠れ在庫が相当量にのぼるとのレポートを示したことも非鉄相場の下げを加速した。2月下旬以降、リビア情勢の混迷によって原油相場が上昇したため、世界経済が減速し非鉄金属需要が鈍化すると懸念されたことも相場の下押し要因になった。さらに、東日本大震災をきっかけに、世界経済への先行き不透明感が強まり金融市場全般が調整したことも直近の安値をつける要因となった。

その後4月上旬にかけて戻り高値をつけた局面では、震災の影響による世界経済への過度の悲観論が後退したことに加えて、中国の金融引締めが一服するとの思惑が高まったことが買い戻しの原因となった。

ただし足元では、米系大手金融機関が、原油や銅など商品相場全般で利益確定売りを推奨するレポートを発表したことが材料視され、商品や株式などリスク資産相場が全般的に下落した。中国の消費者物価上昇率が加速し金融引締めへの警戒感が再び強まったこともあり、先週の相場が軟調に推移するなど、総じてみれば非鉄相場は歴史的な高値圏でのみ合い推移が続いている。

グローバルな経済動向は、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が続いているが、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になることが懸念されている。

金融政策では、米国の国債購入策が予定どおり6月末で終了するものの、今年後半もゼロ金利政策を継続し、利上げに転じるのは来年に先送りされるとの観測が強まった。一方、ECBは4月理事会で3年9ヶ月ぶりに利上げを実施した。ECB幹部は相次ぎインフレ警戒発言を続けており、利上げが今後も継続されるとの見方が強まっている。中国は2月8日に今回の引締め局面で4度目となる利上げを行った。その他の新興国でも相次ぎ利上げが実施されている。

為替相場については、ECBの金融引締めに加え米国の利上げが遅れるとの見方から、ポルトガルの金融支援など欧州債務危機が注目されたにもかかわらず、ユーロ相場が上昇した。米ドル相場は、ユーロのほかにも資源国や新興国通貨など、対円を除きほぼ全面安になっており、総合的な実力を占める実効為替相場は過去最低水準に下落した。米ドル安が一段と進行していることは、商品相場の押し上げ要因としてあらためて意識されている。

商品相場全体の動きをみると、金、銀、原油があらためて高値を更新し、世界的にインフレへの警戒感が強まっている。昨年後半に急騰した後はスピード調整の動きが続いたが、再び騰勢を強め始めた。

非鉄相場の個別の動きをみると、銅は中国需要への懸念が強まり調整したが、4月に公表された3月の銅輸入が急増し需要拡大トレンドが続いているとの見方から9,990ドルの戻り高値をつけた。その後は米系金融機関の売り推奨をきっかけに再び9,400ドルに下落するなど、9,000ドル台の高値圏で上下する動きが続いた。また、非鉄相場が3月後半から反発した局面では、供給懸念の根強い錫が再び過去最高値を更新した。年初からの上昇率を比べると、総じて高値での横ばい推移が続く中、原油相場に連動しやすいアルミニウムの上昇率が錫に次いで大きい。

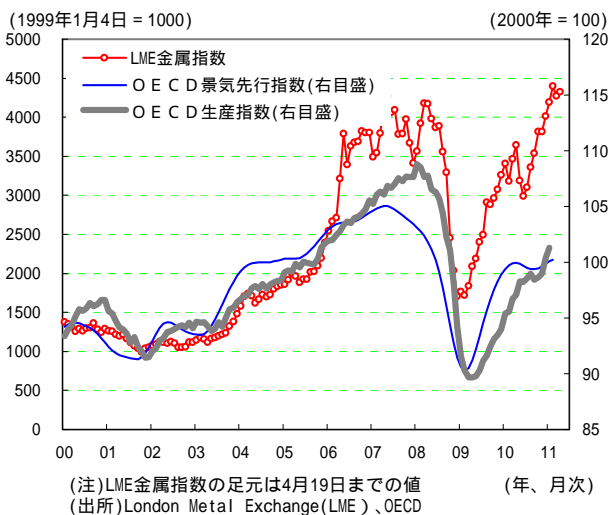
世界景気の回復は一段と鮮明になったが、地震や原発事故の影響に加え、中東情勢や米国の金融政策、中国の引締め、ドル相場など、不透明材料が多いままである。当面はインフレ懸念が意識され商品市場への資金流入を促しやすい構図にあるが、商品相場の上昇テンポが加速すると景気への悪影響が無視できない。インフレ懸念によって各国で金融引締めが強まると、世界経済が減速し商品需要が抑制されるおそれもある。さらに、商品需要のトレンド自体が強くても、思ったほどには強くないと市場が嫌気する可能性もある。

米国の今年後半の金融政策は引き続き市場の大きなテーマであり、経済指標やF R B幹部の発言などを材料にしばらく値動きの激しい展開が予想される。

日本の震災や原発事故の影響については、自動車や電子部品などの生産停滞がベースメタル全般の需要を一時的に押し下げよう。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のか今のところは不透明である。

非鉄相場は、上昇テンポに関しては見方が分かれるものの、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、足元の高値水準が定着する公算が大きい。需要家にとり、川上インフレ・川下デフレの傾向が一段と強まり、収益の圧迫要因になることが懸念される。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も考えられ、将来的な相場動向に与える影響にも注意が必要であろう。

(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 ~ 中国需要への思惑により高値圏でもみ合い

銅相場(3ヶ月物、終値)は、3月15日に8,944ドルと3ヶ月ぶりの安値をつけた後、いったん上昇に転じ4月11日に9,944ドルの戻り高値をつけた。しかし、その後は再び下落した。

市場では銅の需給をめぐり2つの動きが注目された。一つは、LME在庫が昨年12月をボトムに増加していること、もう一つは、現物と先物の価格差が先物高を示すようになり(=コンタango)、現物の需給ひっ迫感が和らいだことである。いずれも、銅の需要が期待したほど強くないとの懸念を強めた。

2月後半から3月中旬にかけ、こうした需要減退懸念が相場下落要因となり、特に、中国の銅需要が弱いことが、LME在庫の増加や現物の需給緩和の原因との警戒感が強まった。そうした中、英系金融機関が、上海取引所の集計対象に含まれない隠れ在庫が60万トンに上るとの分析を示し市場で売り材料とされた。

この間、東日本大震災が発生し、株式や商品などリスク資産市場全般で先行き警戒感が強まったことも、相場の下げを加速した。

もっとも、震災の影響に対する過度の悲観が後退したことに加え、上海取引所の銅在庫が減少したことや、4月11日発表の3月の中国の銅輸入が増加したこと、また中国で銅のスクラップ需要が拡大し、銅鉱石の需給逼迫が続いているとの思惑を誘ったことなどから、中国の銅需要の増加トレンドについても安心感が広がり、買い戻しの動きが強まった。

隠れ在庫の思惑は、3月のLME市場の中心的な話題であったが、その後4月に入りフィナンシャル・タイムズ紙やウォールストリート・ジャーナル紙がとりあげ、相場の先安観測を報じたが、主要メディアが伝えた頃には、すでに隠れ在庫に対する関心は急速に低下していた。

中国の銅需要は、経済成長にともない中長期的に拡大する公算が大きいものの、市場の期待が膨らんでいる分、今回のように思ったほど強くないことを嫌気して相場が下落することは今後も繰り返されるとみられる。

その後、3月下旬からの反発局面では、一時10,000ドルに接近し戻り高値をつけた。もっとも足元にかけて再び反落したのは、米系金融機関が、原油や銅などの商品相場で利益確定売りを推奨したことがきっかけであった。また、中国のインフレ率が上ぶれし、金融引締め懸念が強まったことも嫌気された。中国の金融引締めに関しては様々な思惑が入り乱れ、過度の引締めへの警戒感が強まったり和らいたりする動きが過去数ヶ月にわたり繰り返されてきた。今後も、こうした金融引締めに対する思惑で銅相場が上下に変動することが繰り返されるであろう。なお当社では、過度の金融引締めは回避され、銅需要が減少するには至らないと想定している。

その他の相場材料を整理すると、加インペリアル・メタルが、震災の影響により、日本の精錬所向け鉱石出荷でフォース・マジュールを宣言したこと(3月22日)、英豪系リオ・ティントが、銅需要が今後20~30年の長期にわたり拡大が続くとの見通しを示したこと(3月23日)、チリ・コデルコが中国需要と日本の復興需要を根拠に銅需要の強気予測を示したこと(3月25日)、中国アルミが今年の世界の銅需要に強気な見方を示したこと(4月5日)、中国資源商社大手の五

鉱資源が、加豪系の産銅会社エキノックス・ミネラルズに65億ドルで買収提案したこと(4月4日)、江西銅業が中国の銅需要への強気見通しを示したことなどは、いずれも相場の買い材料となった。

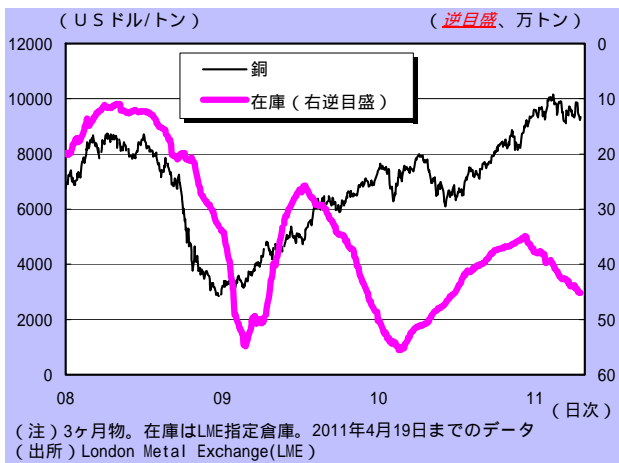
一方、産出量で世界3位のチリ・コジャワシ鉱山の主要積み出し港で、昨年12月港湾作業員の事故が発生し、3ヶ月にわたり出荷停止が続いている問題で、3月29日に権益を共同保有するアングロ・アメリカン社が、4月下旬からの出荷再開見通しを示したことは、相場の売り材料となった。

震災の影響に関連して、部品不足によって世界的なハイテク関連生産の停滞が懸念されているものの、ヨーロッパの銅鉱石の出荷プレミアムは上昇しており、ハイテク部門を中心に欧米の銅需要の強さは続いているもようである。一方、復興需要については、上述のとおりコデルコが期待を示したさいには一時的に相場で材料視されたものの、具体的な復興計画が定まっていないため、今のところそれ以外では目立った相場の材料にはなっていない。

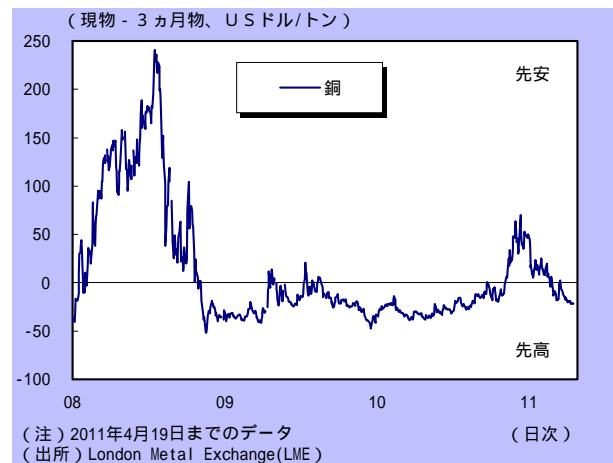
当面の銅相場は強弱材料が拮抗し、9,000ドル台の高値圏でもみ合う展開が続くとみられる。中東情勢が混迷し原油相場が高騰すると、世界経済の減速懸念が強まり、銅相場は下落しやすい。欧州問題も今後の展開次第によっては波乱材料になりやすいほか、日本企業の決算発表にともない、震災被害の具体的な影響が明らかになると一時的に売り材料視される可能性もある。また、米国と中国の金融政策への思惑も相場に影響を与えやすいであろう。もっとも、グローバルな景気回復にともなう銅需要の拡大を背景に、今後も緩やかな相場上昇が続く見通しである。

(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 ~ 原油高騰により2年8ヵ月ぶり高値

アルミニウム相場(3ヶ月物、終値)は、4月11日に2,720ドルと2008年8月以来2年8ヶ月ぶりの高値をつけた。

アルミニウムは、生産コストのおよそ3割(中国では4割)程度をエネルギー費用が占め、原油価格上昇が相場の押し上げ要因となっている。アルミニウムは原油に連れ高し、年初からの上昇率は1割程度と、過去最高値を更新する錫に次いで大きい。歴史的な高値で推移する銅からの需要代替が進むことも期待されている。

また、投資妙味の観点から、昨年銅に続き今年はアルミニウム相場への強気予測が多い。本欄でも紹介したとおり、2,000ドル台前半で推移していた年初には、2,700ドル程度までの上昇を見込む向きが多かったが、足元ですでにその水準に達している。世界最大手のロシア・UCルサルは3月25日、日本の復興需要と中東情勢の混迷(による原油相場の高騰)によって、年末の相場水準を3,000ドルとする強気予測を示し相場の買い材料となった。

かねてよりアルミニウム相場に強気見通しを示してきた米アルコアのクラインフェルトCEOは4月12日の決算発表で、今年の世界のアルミニウム需要が前年比12%増加するとし、世界的な人口増加や都市化を背景に軽量のアルミニウム需要が拡大するとの見通しを示した。決算資料によれば梱包用、商業交通用、建設向け、航空宇宙関連向けの出荷が拡大し、1~3月期の売上高は59億ドル(約5,000億円)と前年比22%増加した。もっとも、事前予想には届かなかったため、同社の株価やアルミニウム相場は反落した。震災の影響については、火力発電用のガスタービン向けにアルミニウム需要の拡大が見込まれる反面、自動車生産が減少するとの懸念を示した。

一方、今年アルミニウム相場の強気予測の根拠の一つであった中国のアルミニウム生産の抑制策については、一部で懐疑的な見方が指摘され始めている。

前月の本欄で指摘したとおり、中国では精錬所が集積する河南省を中心に、2月後半から電力制限が緩和されている。このため、昨年6月から減少トレンドが続いた中国のアルミニウム生産が再び増加に転じており、3月のアルミニウム生産は前月比9.4%増の142.8万トンと、昨年5月に記録した141.6万トンを上回り過去最高となった。背景には中央政府の生産抑制方針に地方政府が従順に対応しないケースが増えていると指摘され、業界筋の観測によれば、新規精錬所の開設は今年が300万トン、2013年までに合計600万トン見込まれているようである。

4月18日の米紙報道によれば、中国政府はアルミニウムをはじめ、供給過剰が懸念される金属の生産能力増加率を前年比8%に抑制する方針を示した。もっとも、こうした方針に地方政府がどの程度対応するか不透明であり、中国の過剰生産の解消が遅れる可能性が高まっている。

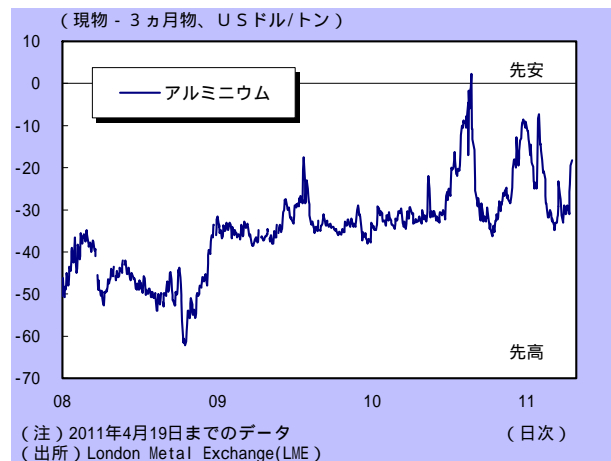
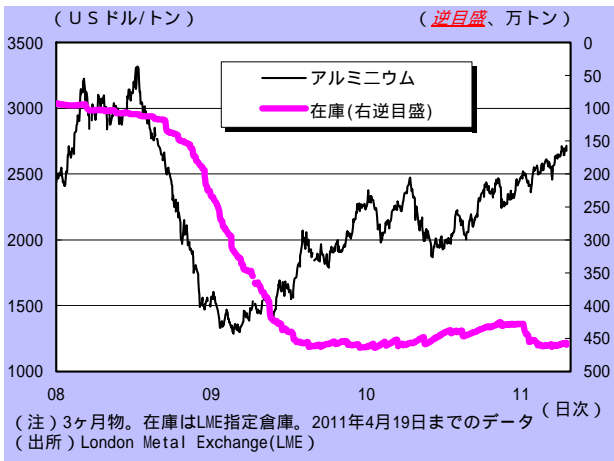
なお、東日本大震災の影響については、復興需要にともない建設用型材などの需要拡大が予想される反面、アルミニウムの主用途である自動車生産の減少が懸念される。足元の相場には織り込まれておらず、日本企業の決算発表や政府の復興計画の議論に合わせ、市場の注目材料になるとみられる。

当面のアルミニウム相場は、原油価格、中国生産の動向、震災の影響、米国や中国の金融政策への思惑などの要因によりもみ合う展開が予想される。もっとも、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、石炭相場の上昇がアルミニウム相場の押し上げ要因と期待され、ならしてみれば相場の緩やかな上昇トレンド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 ~ 下落後持ち直し

ニッケル相場(3ヶ月物、終値)は、3月15日には24,675ドルと2ヶ月ぶりの安値をつけたが、4月11日に27,950ドルまで持ち直した。

国際ニッケル研究会が示した最新の需給予測によると、ニッケル需要は、世界全体で昨年の147万トンから154万トンに増加する見通しである。一方ニッケル供給は、昨年の144万トンから160万トンに増加するため、需給バランスは昨年の3万トンの需要超過から今年は6万トンの供給超過に転じることが見込まれている。

供給増加の背景には、昨年7月まで長期ストライキが続いた加サドベリー鉱山からの供給が回復することに加え、新規鉱山の出荷開始が相次いで予定されていることがある。このうち、3月11日には、ブラジル・ヴァーレが、同国パレ州のオンカプーマ鉱山(年産53,000トン)からの出荷を開始した。もっとも、ニッケルの新規鉱山は、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。

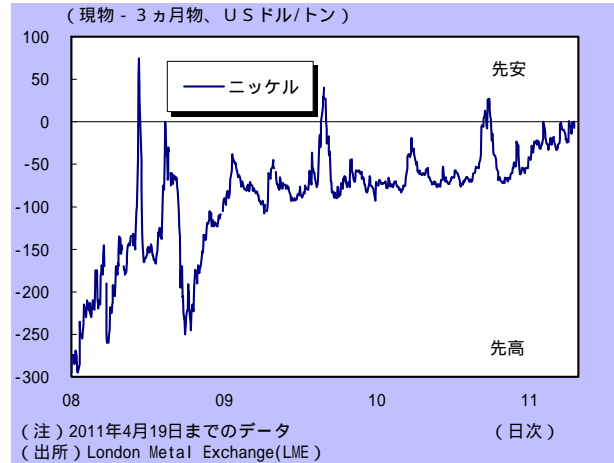
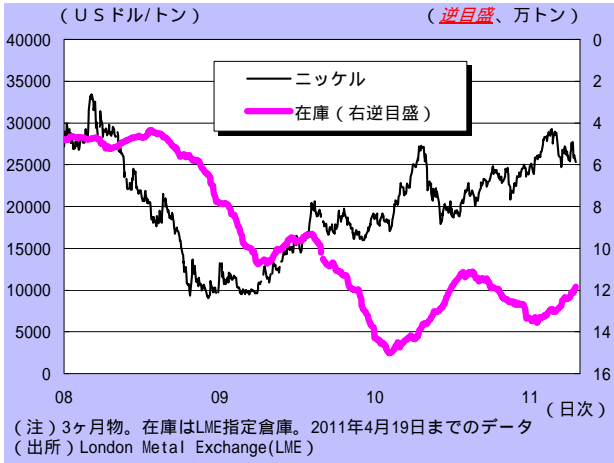
ニッケル需要については、中国のステンレス生産の回復が本格化しているほか、欧米の主要メーカーでも生産動向の回復が鮮明になっている。今後も日米など先進国の設備投資の持ち直しに

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。今後は、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 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



5 . 亜鉛 ~ 下落後持ち直し

亜鉛相場 (3 ヶ月物、終値) は、3 月 9 日に 2,273 ドルと 1 月下旬以来の安値をつけたが、4 月 11 日に 2,555 ドルまで持ち直した。

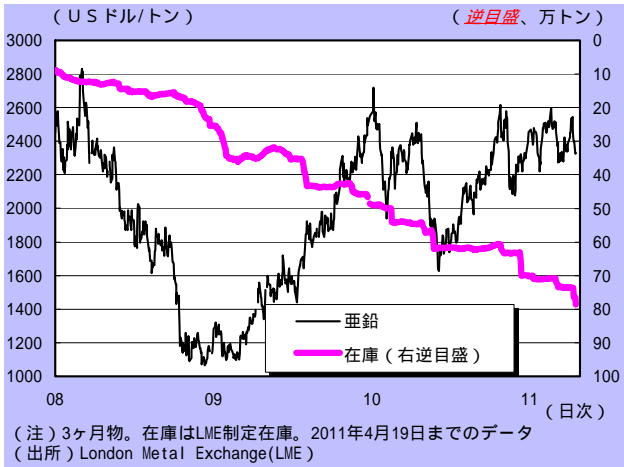
亜鉛は、震災の影響が市場の取引材料として注目されている。3 月 25 日には、亜鉛精練で国内最大手の三井金属グループの八戸精練所が、生産再開までに時間がかかる見込みとし、11 万トンの地金の代替輸入を発表したため相場の売り材料とされた。一方 3 月 31 日には、国内最大の精練所である D O W A ホールディングスグループ秋田精練所が、生産の再開見通しを発表して相場の買い材料となった。

国際鉛・亜鉛研究会によると、1 月の世界の亜鉛消費量は前年同月の 92 万トンから 109 万トンに増加した。一方、供給量は同 101 万トンから 112 万トンに増加し、供給超過幅は同 9.1 万トンから 3.5 万トンまで縮小した。中国では過剰生産が続いているものの、鋼板メッキ需要の拡大を追い風に需給バランスは徐々に改善している。

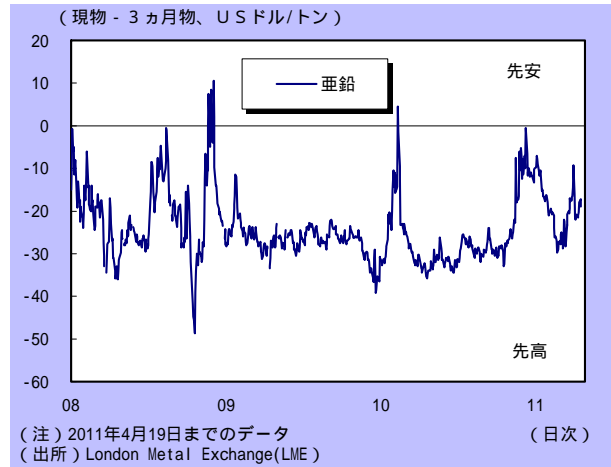
自動車向け鋼板は、日米欧で部品不足にともなう自動車生産減少による影響が懸念されるものの、新興国での自動車生産は増加トレンドが続いているため、今後も堅調な推移が見込まれる。このため、銅やアルミニウムなど他の金属が強含む局面では連れ高しやすい地合いにあり、基調で見れば緩やかな相場上昇が続く見通しである。

(図表 21) 亜鉛

亜鉛相場と 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



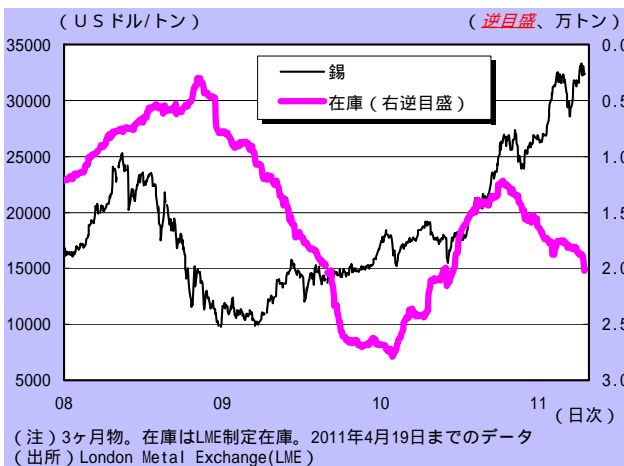
6. 錫 ~ 過去最高値を更新

錫相場 (3ヶ月物、終値) は、4月11日に 33,600 ドルと過去最高値を再び更新した。東日本大震災の直後は反落したものの、その後、根強い供給懸念を材料に再び騰勢を強めた。

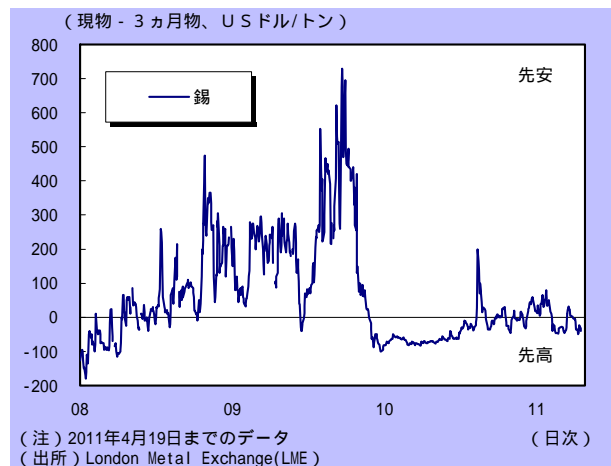
インドネシア鉱物資源省が 4月12日に発表した今年3月のインドネシアの錫輸出は前年比 38%増の 9,050 トンと大幅に増加し市場で売り材料とされた。もっとも、主産地インドネシアでは、違法採掘の摘発や精錬所の閉鎖が相次ぎ、錫の供給懸念はいっこうに解消されていない。このため、錫相場の歴史的な高騰局面は今後も続く公算が大きいであろう。

(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ヶ月物) の推移



7. 鉛 ~ 震災の影響もあり3年ぶり高値更新

鉛相場（3ヶ月物、終値）は上昇基調で推移し、4月11日には2,855ドルと2008年4月以来3年ぶりの高値を更新した。

鉛は東日本大震災の影響にともない電力供給が低下したことによって、国内の企業や病院などで自家発電機の需要が拡大するとの思惑が強まり、バッテリー向けの鉛需要が拡大するとの見方が広がったことが相場の押し上げ要因として市場の注目を集めた。

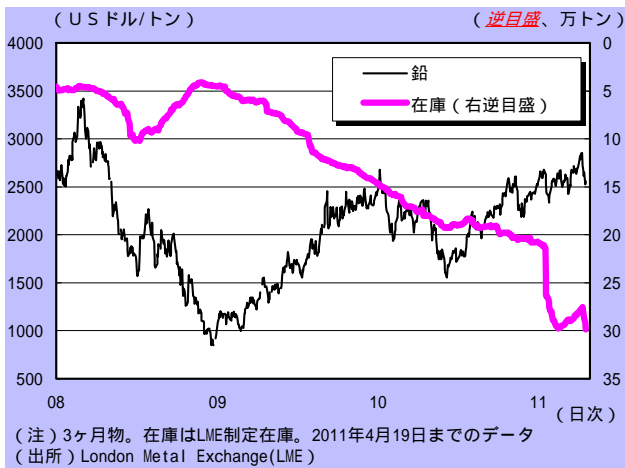
もっとも鉛相場は昨年6月をボトムに上昇トレンドが続いており、足元で上昇ピッチが特段加速しているわけではない。この間、在庫が急増し、一部の投資家による投機的な買い占めが注目されてきた。

需要動向については、新興国のモータリゼーションの拡大に伴い、バッテリー向け需要が増加している。一方、震災の影響によって内外の自動車メーカーが相次ぎ生産停止に追い込まれたが、これまでのところ市場で材料視されていない。

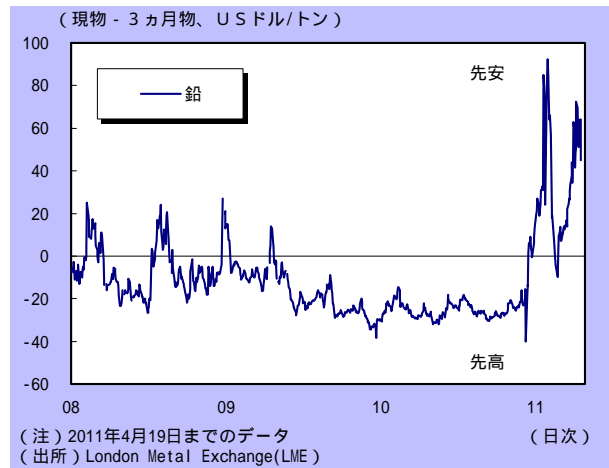
当面は、特定ファンドの買い占めによる高値の持続力が焦点となり、きっかけ次第で乱高下することも懸念される。もっとも、自動車や自家発電機向けバッテリー需要の増加にともなう需給の改善を背景に、基調で見れば緩やかな上昇トレンドが続く見通しである。

（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

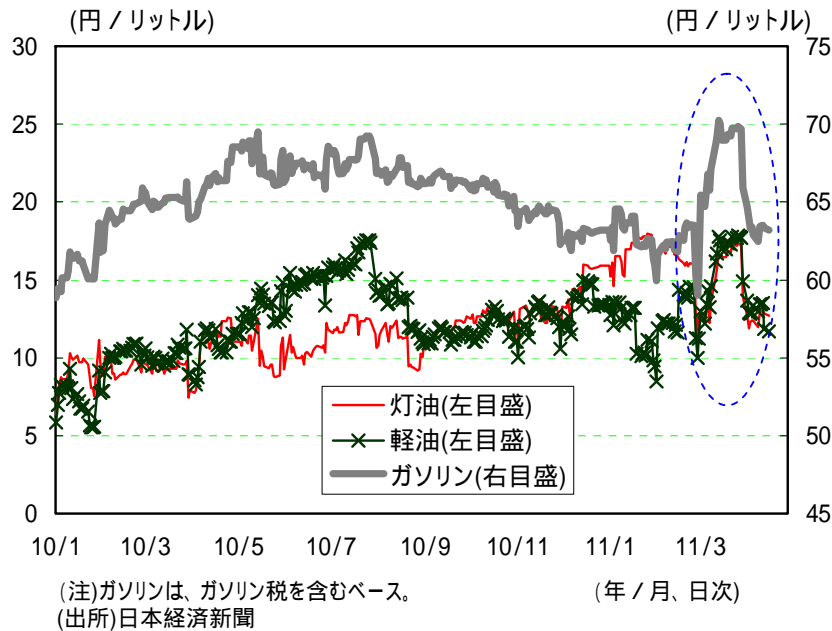
～ 震災後の石油市況の変動 ～

東日本大震災の影響を受けて、多くの製油所が操業を停止し、国内で石油製品の生産が滞った。石油製品輸入の増加、石油製品輸出の減少などを通じて、アジアを中心に世界の石油需給にも影響を及ぼした。しかし、一時的な石油市場の動揺は収束しつつあるように見える。内外の石油企業は冷静な取引を続け、国際石油市場の安定性は維持されていたようだ。

(1) 国内の石油市況の動向

日本の石油製油所の製油能力(日量約450万バレル)のうち、140万バレルが稼働停止になった。石油製品の通常流通経路が機能しなくなったこともあり、各地で石油製品の不足が生じた。石油製品の不足感は、石油製品の市況からもみてとれる。石油製品と原材料である原油との価格差は拡大しており、石油製品の需給が引き締まっていることが反映されていると考えられる(図表24)。もっとも、過去のデータと比較すると、異常な石油製品高が起こったわけではないこともわかる。価格不適切な買い占めなどによる価格変動ではなく、マクロ的な需給変化に応じた自然な石油製品高が起こったとみてよさそうだ。

(図表24) 日本における石油製品と原油の価格差の推移



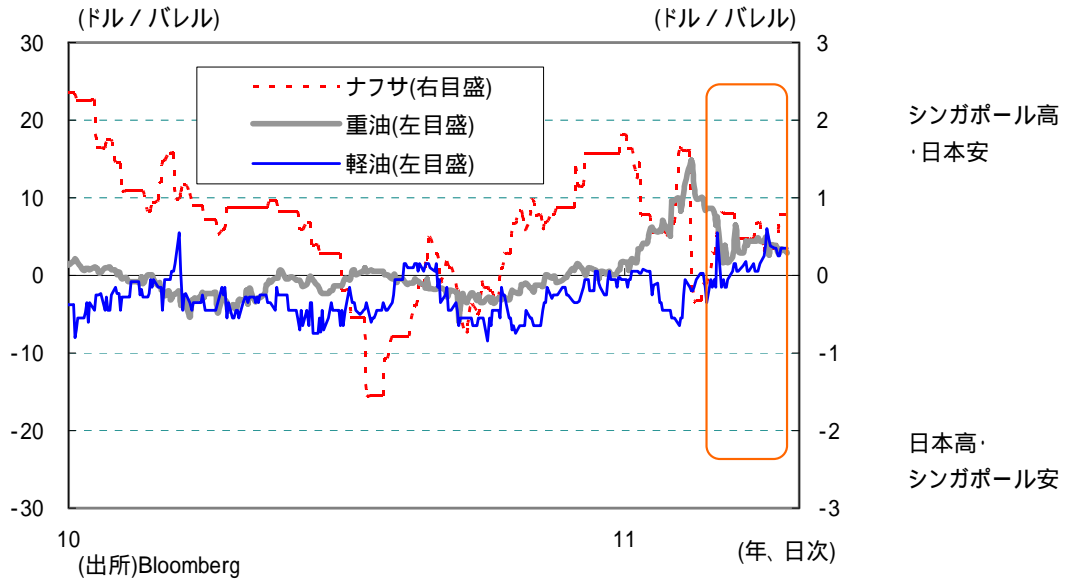
(2) シンガポールの石油市況の動向

日本の石油市況の変動は、市場メカニズムを通じてアジアの市況にも波及した。アジアの石油流通のハブであるシンガポールでは、相対的にナフサや重油には下落圧力、軽油には上昇圧力がかったとみられる。

各石油製品のシンガポールと日本における価格差をみると、震災後に景気の不透明感が増した

ことを受けて重油の価格が下落し、ナフサ価格の低迷が続いたが、一方で発電用の需要などが見込まれた軽油は価格が上昇傾向となった。もっとも、それまでの世界景気や中東情勢を材料にした相場変動などに比べて、それほど大きな相場変動が起こったわけではなかった。

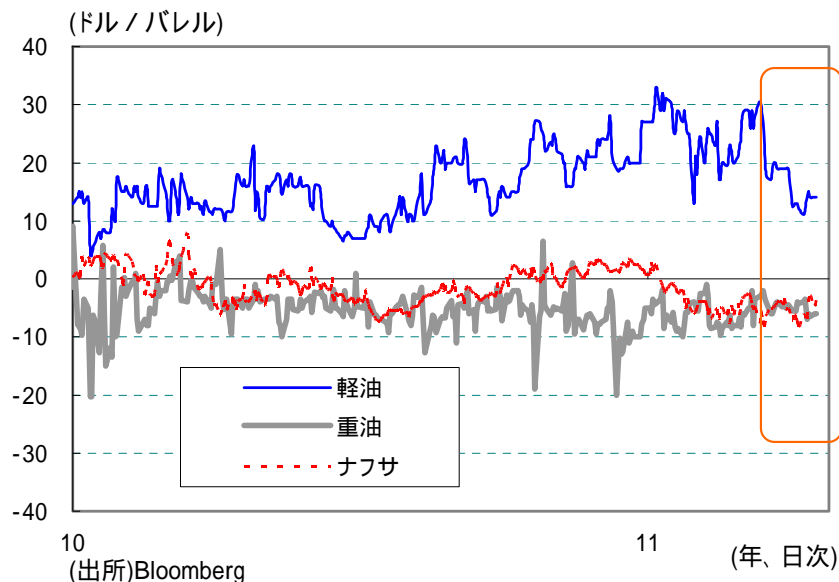
(図表 25) シンガポールと日本の石油製品の価格差



(3) 欧州の製油マージンは悪化傾向

欧州でもナフサ価格は低迷した。日本の化学プラントの稼働停止によって、アジアのナフサ需給が緩和し、欧州からのナフサ輸出が停滞するとされた。一方で、日本の発電用需要などがやや意識されたものの、軽油などの需給にはあまり影響はみられなかったようだ。総じていえば、日本の震災に伴う取引が相場変動の理由になることはなく、原油高の中で石油製品の需要は抑制される傾向が出ており、製油マージンの縮小につながっているようにみえる。

(図表 26) 欧州における石油製品と原油の価格差



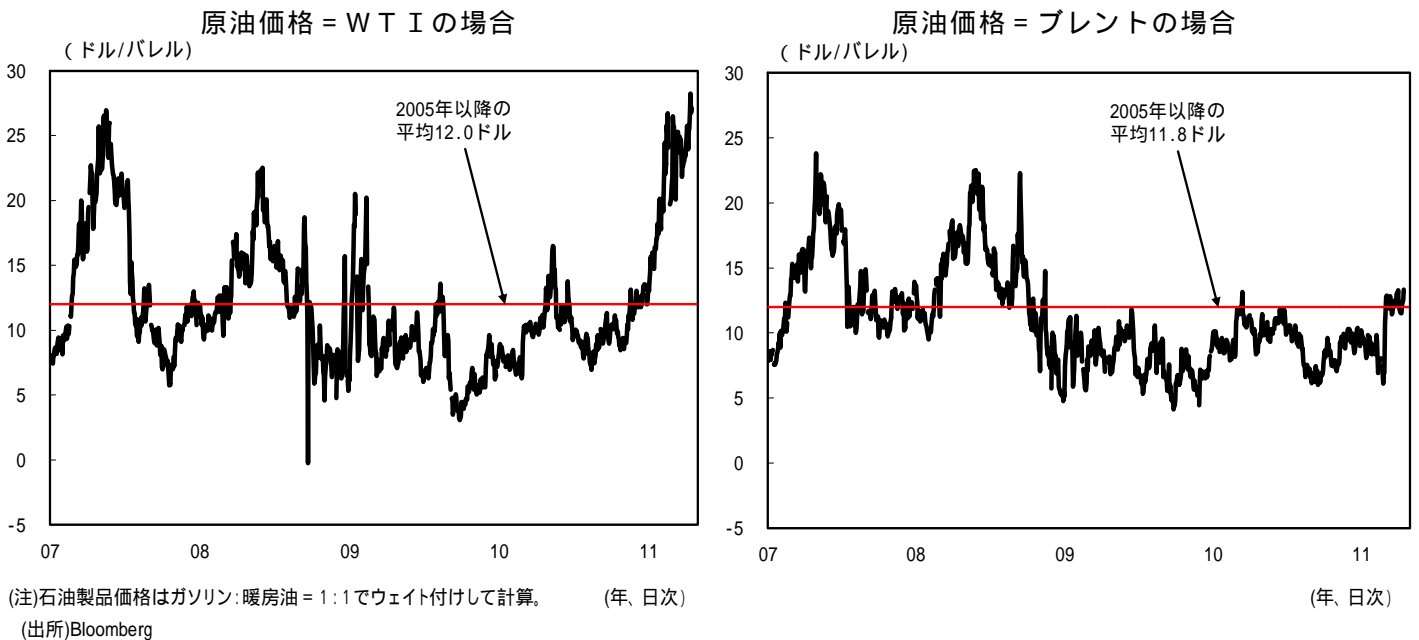
(4) 米国でも製油マージンはようやく過去の平均並み

米国でも、製油マージン(=石油製品と原油の価格差)は低水準である。しかし、ニューヨーク先物市場で取引される原油(WTI)、ガソリン(RBOB)、暖房油(No.2)に注目してしまうと見誤る。

つまり、原油価格の指標としてWTI原油をみてしまうと、一見、石油製品と原油との価格差は拡大していて、石油製品需給がタイト化しているように見える。しかし、以前から本レポートでも記述しているとおり、WTI原油は米国の内陸部のクッシングという地点の価格であり、現在、パイプラインなど石油流通の事情から世界の原油市況の実勢を反映していない。一方で、上記のガソリンや暖房油は、ニューヨーク港での受け渡し価格(を基準とした先物)であり、内陸部とは違い国際価格の影響を受ける。そこで、米国内のほとんどの地域では、石油製品の原材料となる原油の価格として、(米国産の)WTI原油よりも(欧州産の)ブレント原油を指標とみた方が良い状況にある。

原油価格の指標としてWTIを採用した場合、4月にかけて製油マージンが大幅に拡大しているように見える。しかし、原油価格の実勢に近いブレントを基準にすると、製油マージンは過去の平均並みにとどまっている。

(図表 27) 米国における製油マージン(石油製品と原油の価格差)の推移



(5) インフレ懸念で原油買い?

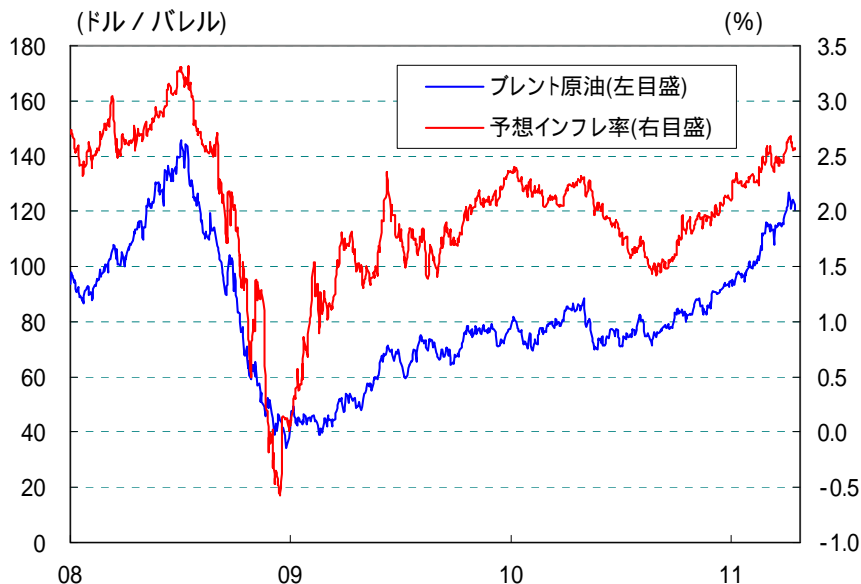
以上で述べてきたように、日本の震災によって生じた一時的な石油市況の変動は限定的であり、石油製品需給のタイト化などの影響はそれほどみられない。石油需給の変動要因として認識され、石油市況にも織り込まれていったが、トレンド石油市況のトレンドに大きな変化は生じていない

ということである。

しかし結果として、日本の震災後に生じた石油製品不足への懸念は、一部では値上がりへの不安感として受け止められた可能性がある。インフレへの警戒感を背景に原油を買うということが起こっているように思われる。

原油価格と予想インフレ率（米国の消費者物価指数）を比較すると、連動性が高い。通常は、原油の変動により、消費者物価指数の構成目であるガソリンなどの価格変動が見込まれるため、原油価格と予想インフレ率が連動するといえる。一方で、インフレ懸念が高まるような状況下では、原油は投資先として有望にみえるだろう。インフレ懸念と原油価格が相乗的に上昇するメカニズムが生じている可能性がある。

（図表 28）原油価格と予想インフレ率の推移



（注）予想インフレ率は米国の消費者物価上昇率の予想を対象にしたインフレ・スワップの数値（出所）Bloomberg

- 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。