

調査レポート

コモディティ・レポート <2011年5月>

・原油市況 ~ 急落後、WTIは100ドル前後、ブレント110ドル台前半

原油価格(WTI、期近物)は、5月5日に約10ドル急落した後、100ドル前後を中心に推移している。北海産のブレント原油は、急落後、110ドル台前半を中心に推移している。5月に入って下落したとはいえ、依然として、原油価格の水準は高く、経済活動を抑制し、ひいては石油需要を下押しする圧力になっていると考えられる。欧州財政問題への懸念を背景にドル高観測も生じやすく、年後半にかけてWTI原油で90ドル割れ、ブレント原油で100ドル割れまで下落すると予想される。

・ベースメタル市況 ~ 急落後、下げ止まり

LME金属指数は、5月上旬にて急落したが、足元では下げ止まりの動きが見られる。5月上旬の下落率は銀や原油に比べると緩やかだが、2~4月につけた高値に比べると、ニッケル、亜鉛、錫、鉛は2割程度下落し、アルミニウムと銅は1割以上下落している。この間、LMEにおいて不正取引があったとの嫌疑で捜査が行われているとの報道がある。もっとも、世界景気の拡大にともなって上昇するというベースメタル相場の基本的な変動パターンは変わっておらず、先行き、緩やかな上昇傾向が見込まれる。

・トピック ~ 乱高下するコモディティ市況

5月5日にコモディティ全般が急落し、その後も中旬まで総じて下値を試す動きになった。下旬に入って、コモディティすべてが連動して下落する状況は一巡し、各コモディティが個別の要因により変動するようになっている。そうした局面で、米国の大手金融機関がコモディティ市況の見通しを上方修正したと報道され、注目された。過去の例では、金融引き締め初期段階は、各コモディティが総じて価格上昇を続けることが多い局面であるが、今回は、量的緩和や中東情勢を材料に価格上昇が先行してきた原油などについては、価格が下落傾向で推移する可能性がある。

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 芥田 知至 (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：急落後、WTIは100ドル前後、ブレント110ドル台前半

原油価格（WTI、期近物）は、5月5日に約10ドル急落した後、100ドル前後を中心に推移している。北海産のブレント原油は、急落後、110ドル台前半を中心に推移している。

5月5日の急落の背景については、米国や中国の景気減速懸念、ドル高（ユーロ安）の急進、銀相場の大幅下落による心理的影響などが指摘される（「トピック」で詳述）。急落後から2週間ほどは、コモディティ市況全般と同様に原油市況も値動きが荒い状況が続いたが、結果的に方向感はず、横ばい圏での推移になった。

5月25日に米国の大手金融機関が原油価格の見通しを上方修正したこと、また、26日に、米国石油週次統計で中間留分の在庫が減少したことが、それぞれ買い材料とされた。

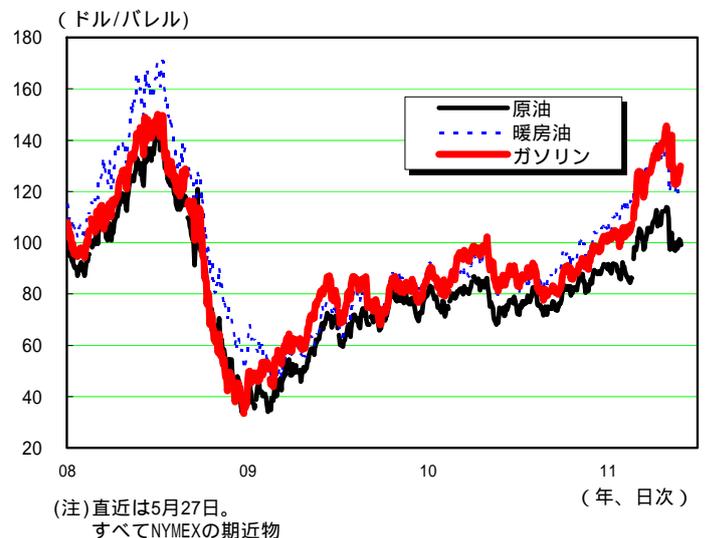
WTI・ブレントの油種間スプレッド（価格差）は、リビア情勢が急速に悪化した2月中旬にブレント高・WTI安が大幅に進んだ後、10～15ドル程度の価格差（ブレント - WTI）が続いている（図表3）。先物市場における投機筋のポジションをみると、3月1日に終わる週をピークにやや縮小しているとはいえ、大幅な買い越しが続いている（図表7）。商業筋も含めた先物の全建玉残高は、高水準で推移している（図表8）。

原油価格は下げ止まったものの、上値も限定されている。電力不足が見込まれる中国における自家発電向けの軽油需要の増加、インドでの補助金を背景とした石油製品需要の増加、ドライブシーズンが本格化する米国のガソリン需要の増加、リビアの内戦のさらなる長期化などが相場の押し上げ材料とも指摘される。しかし、中国の電力不足やインドの補助金の問題は、エネルギー価格の高騰により、経済の効率が悪化していることを示しているといえる。また、米国では価格メカニズムが働き、ガソリン需要が抑制される動きが出ている。5月に入って下落したとはいえ、依然として、原油価格の水準は高く、経済活動を抑制し、ひいては石油需要を下押しする圧力になっていると考えられる。欧州財政問題への懸念を背景にドル高観測も生じやすく、年後半にかけてWTI原油で90ドル割れ、ブレント原油で100ドル割れまで下落すると予想される。

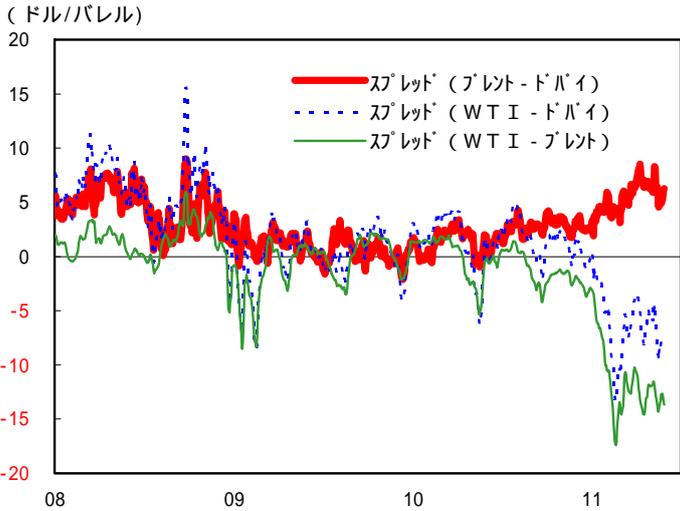
（図表1）原油市況の推移



（図表2）石油製品市況の推移

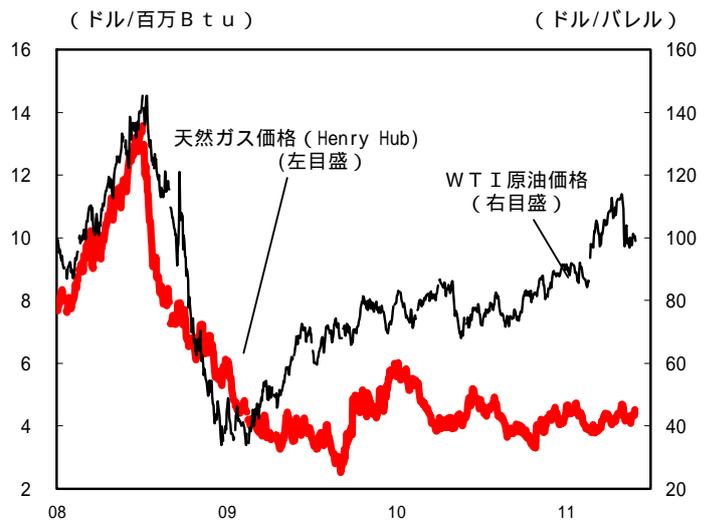


(図表3) 油種間スプレッドの推移



(注) 5日移動平均値。直近は5月27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



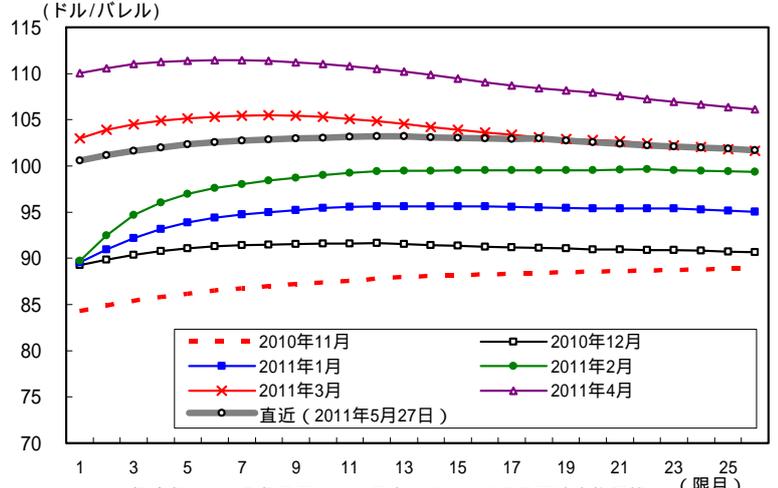
(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略 (年、日次)
(注2) 直近は5月27日。

(図表5) 原油先物価格と先物カーブ



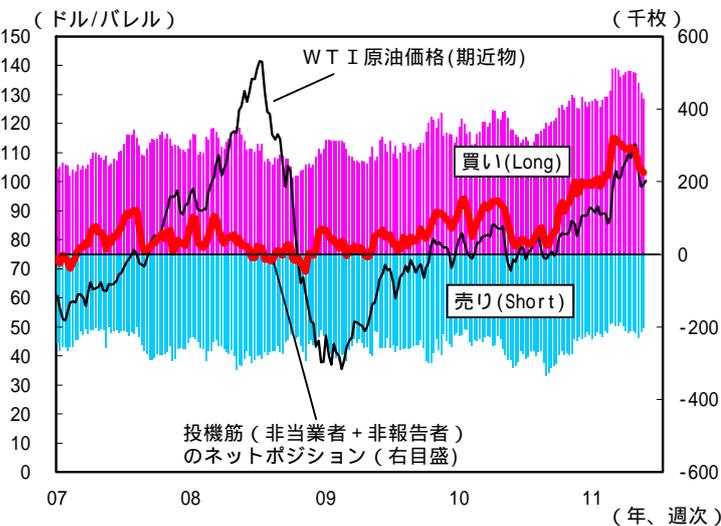
(注) 限月は28ヵ月先まで、2011年5月27日時点 (年、月次)
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(図表6) WTI原油の先物カーブの変化



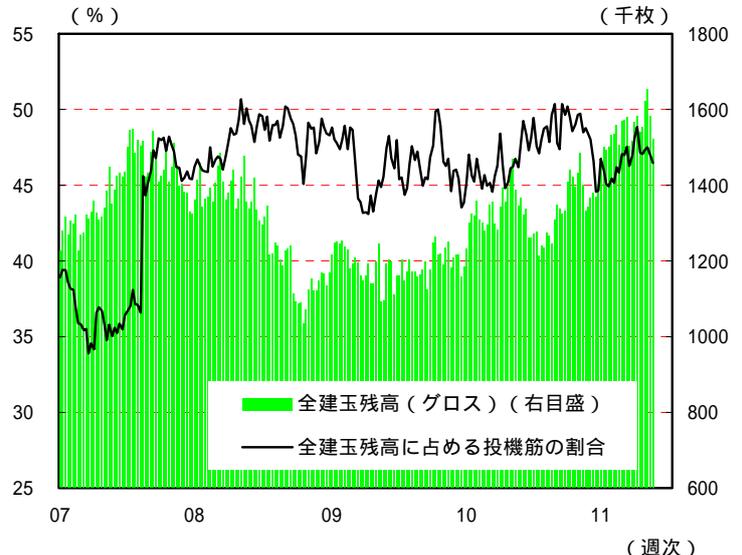
(注) 各時点における各限月(28ヵ月先まで)のWTI原油先物価格 (限月)
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(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5月24日時点、WTI原油は5月25~27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5月24日時点
(出所) 米国先物取引委員会(CFTC)

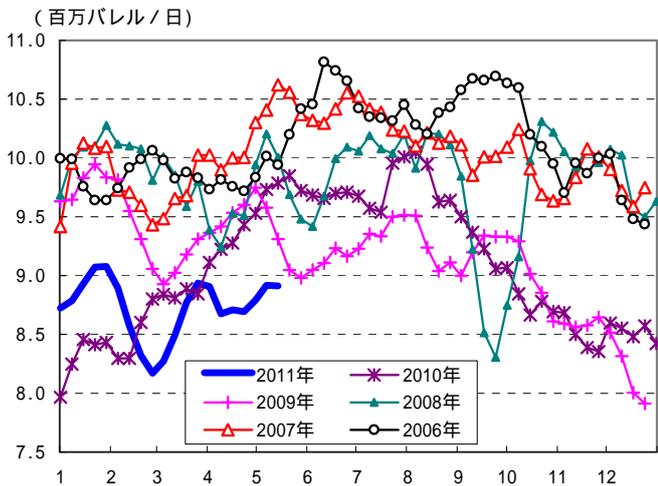
2. 石油需給動向

(1) 米国需給；原油輸入は低調が続く

米国ではガソリンを中心に季節需要が増加する夏場の需要期を迎えつつあり、製油所の稼働率が上昇し、原油処理量が増加してきている。もっとも、米国内における原油生産は高水準で推移しており、これを受けて原油輸入は低水準で推移している（図表9）。こうした中、原油在庫はこの時期としては高い水準で推移している（図表10）。

ガソリン小売価格（全米全種平均）は、3月に3.5ドルを上回り、5月に入ると一時4ドルを上回った。足元の原油価格は一時に比べ下落したとはいえ水準は高く、当面、ガソリン価格は3.5ドルを上回った推移が続きそうである。3月以降、ガソリン消費量は前年水準を下回っており、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、今年に入って平均的には前年をやや上回る水準で一進一退である（図表12）。

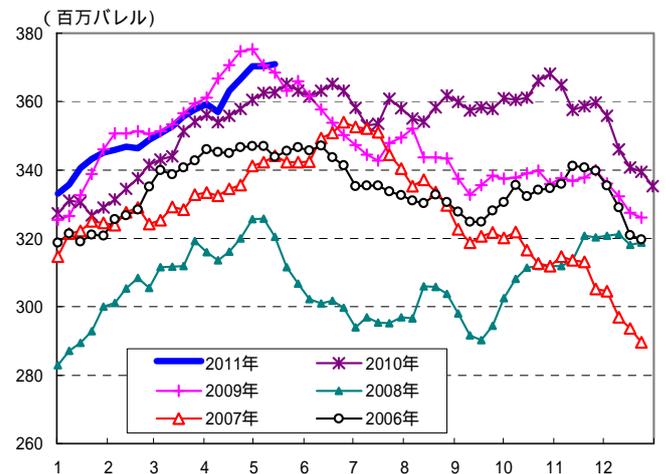
（図表9）米国の各年の原油輸入



（注）直近値は5月20日。4週移動平均値
（出所）米国エネルギー情報局（EIA）

（月、週次）

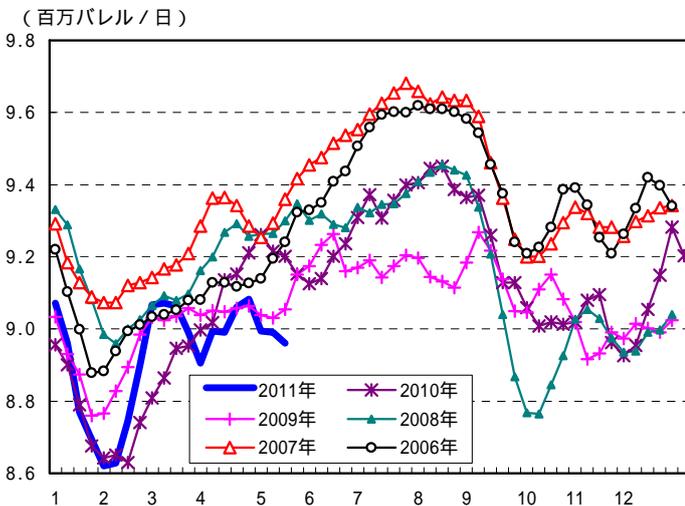
（図表10）米国の各年の原油在庫



（注）SPR(戦略石油備蓄)を除く原油在庫、直近値は5月20日
（出所）米国エネルギー情報局（EIA）

（月、週次）

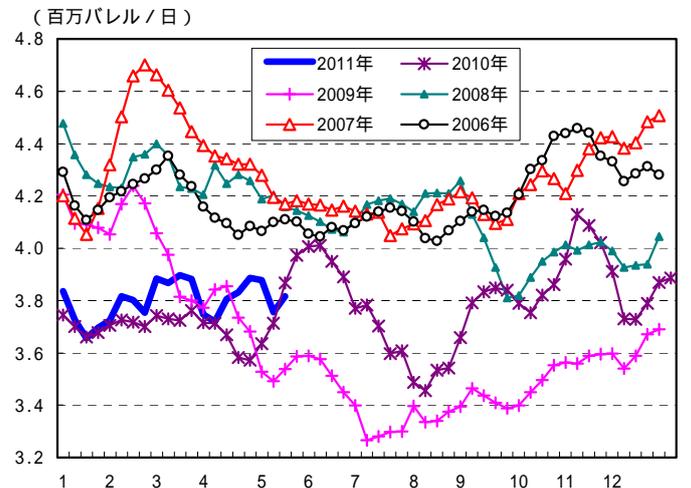
（図表11）ガソリン消費量の推移



（注）速報系列の4週後方移動平均、直近値は5月20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5月20日
（出所）米国エネルギー情報局（EIA）

（月、週次）

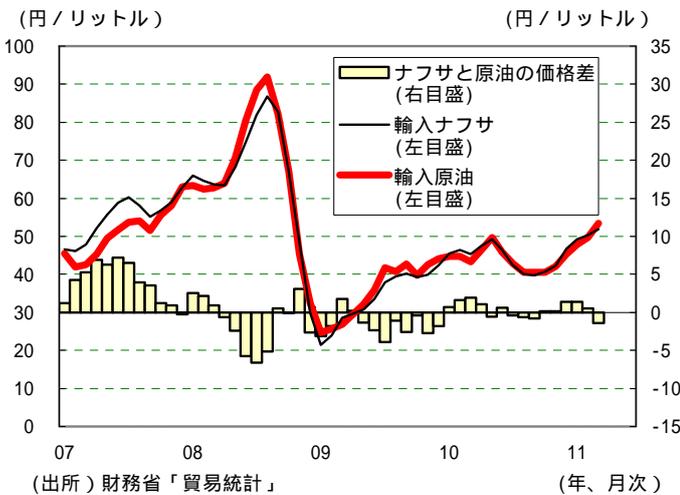
(2) ナフサ；震災後の変動は一巡

日本の3月の輸入ナフサ価格（通関）は、1リットルあたり51.9円と前月に比べ1.7円上昇した。一方、3月の輸入原油価格は53.4円と前月比3.7円上昇した。原油価格の上昇に比べて、ナフサ価格の上昇は小幅にとどまり、ナフサと原油の価格差は逆転した（図表13）。

日本の震災後に、アジアを中心にナフサが原油に対して割安化する動きがみられたが、4月以降、ナフサ市況は持ち直していた（図表14）。しかし、5月に入ると、原油価格の大幅下落に連動して、ナフサ価格も大幅下落した。

（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



(3) 産油国動向

リビアからの原油供給の大半が停止した状態が続いている。しかし、リビアを除いたベースでもOPEC（石油輸出国機構）の生産余力は400～500万バレルあり、2008年に200～300万バレルにまで縮小していたことなどと比較して、十分な供給余力がある。

5月19日にIEA（国際エネルギー機関）は、産油国に増産を促す声明を発表した。5月上旬に原油価格が急落した後も、依然として原油価格の水準は高過ぎるとの判断が背景にあると思われる。しかし、6月8日に開催されるOPEC総会では、生産目標の引き上げは見送られそうだ。サウジアラビアは、不足があれば追加的に供給するとの姿勢を続けており、個別に増産に応じる可能性があるが、OPEC全体が増産を決定する機運にはないとみられる。

OPEC議長であるイラン石油相は、イラン国内の省庁統合によりミルカゼミ氏が解任されて空席になっている。リビアの代表として、先頃、カダフィ政権から離脱したガネム氏がOPEC総会に出席する予定とされている。

5月25日に、米国の製油業者が反政府勢力よりリビア産原油を購入したと報道された。一方で、サウジアラビアがリビア原油の不足分を補うために、販売を開始した新油種の売れ行きは低調とされる。石油精製には、一定の油種が安定的に調達できることが重要であり、今しばらく、リビア原油の不足に伴う原油需給への影響が残るであろう。

．ベースメタル

1．ベースメタル市況全般：急落後、下げ止まり

ベースメタル相場の動向を示すLME（ロンドン金属取引所）金属指数は、4月8日に4,469ポイントと2月14日につけた高値（4,478ポイント）に迫ったものの、その後は伸び悩み、5月に入って急落した。ただし、足元では下げ止まりの動きが見られる。

ベースメタル市況は、銀下落による不安心理などから5月4日に比較的大きな下げ幅となったのに続き、5日にはさらに大きな下げ幅を記録した（「トピック」で詳述）。この間の下げ幅は銀や原油の方が急であったが、ベースメタルについても、ニッケル、亜鉛、錫、鉛は2～4月につけた高値に比べると2割程度下落し、アルミニウムと銅は同じく1割以上下落している。

現在、ベースメタル市況の抑制要因として、米国の量的金融緩和策の終了によりドル安圧力が緩和する、中国では引き締め策が継続する中で金属輸入が鈍化している、欧州の財政や米国の住宅など構造的な調整圧力が残っている、などが指摘されることが多い。

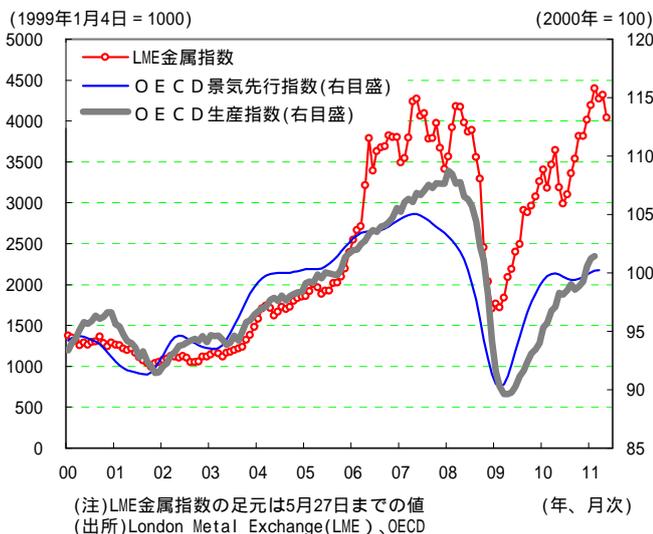
一方で、こうした状況から抜け出すきっかけとしては、中国の引き締め政策が一巡すること、日本が緩和的な金融政策スタンスを強めること、米国が量的金融緩和のスタンスを再び強めること、などが挙げられることが多いようだ。

なお、5月24日にLMEが金属の在庫の買占めについて調査を開始したとの報道があった。大手金融機関や大手商社が子会社として金属倉庫会社を保有しており、金属倉庫会社を通じて不公正な取引があったとの申し立てが行われたようである。倉庫会社の情報をトレーディング部門に流しているなどの嫌疑があるとされている。また、欧州委員会のバルニエ委員は、大手投資家による穀物などコモディティへの投資に関する規制を提案する意向を示した。内容は、米国で提案されているようなOTC取引に関する標準化やクリアリングの強化が中心になると思われる。

世界景気の拡大にともなって上昇するというベースメタル相場の基本的な変動パターンは変わっておらず、先行き、緩やかな上昇傾向が見込まれる。

（図表 15）LME 金属指数と世界景気

（図表 16）LME 金属指数(日次データ)



2. 銅 ~ 急落後、やや反発

銅相場（3ヶ月物、終値）は、2月に一時1トンあたり1万ドルを上回って推移したが、その後、下落基調が続いている。5月に入って他のコモディティが大幅に下落すると、銅は9,000ドルを割り込んだが、下旬にかけて9,000ドルを回復した。

最大消費国の中国では、3月の旧正月明けにも銅需要は盛り上がりならず、5月にかけても同様な状態が続いているようである。これまで中国では、資金調達・運用手段として、換金性が高い銅の輸入を進める動きがあったとされる。銀行側では、銅輸入をファイナンスする信用状（letter of credit）の発行は、通常の貸出としてカウントされない。銅の輸入業者には、信任状によるドル建てのファイナンスは、人民元高が続けば返済負担が軽減するというメリットがあった。しかし、引き締めが強化される中で、こうした資金運用的な動きにも歯止めがかかり、足元の中国の銅輸入の減少につながっているとされる。

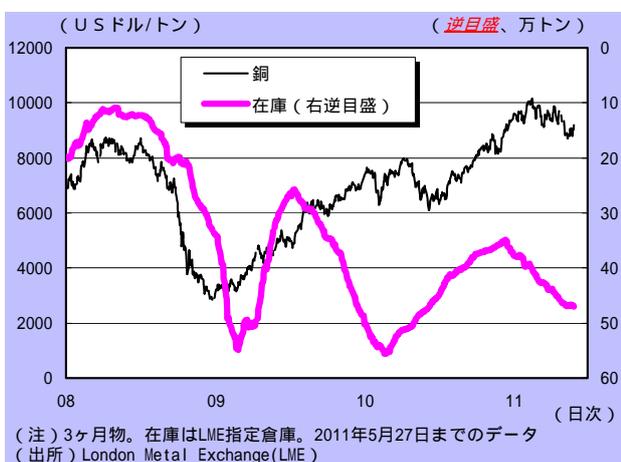
もっとも、中国のエレクトロニクス産業の手元在庫は減少しているとされ、再び輸入が増加に転じるとみられている。一方、鉱山各社の発表によると、1~3月期には鉱石の品位の低下や洪水の影響などから生産量が伸び悩んだようである。アフリカの鉱山の開発が進んで供給力が増加するまでには、まだ1~2年はかかるとみられている。いずれ中国の銅需要が増加し、日本の生産活動の復旧や震災の復興需要も見込めることもあり、銅相場が大幅に崩れることもなさそうだ。

不透明要因としては、中国の夏場の電力不足が銅相場に及ぼす影響が挙げられる。電力不足が銅の精錬量を抑制する一方で、エレクトロニクス産業の工場の稼働率が低下することによって銅需要は抑制される可能性がある。

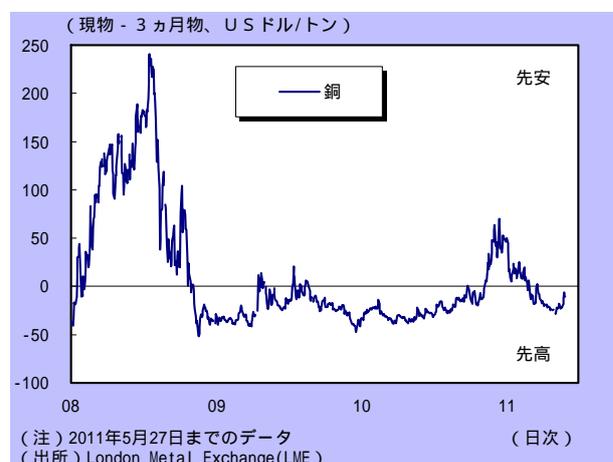
2月をピークに下落していた銅相場は、5月に入って他のコモディティ相場が大幅に下落した際には、相対的に底堅い推移になった。先行きについて、世界景気の拡大にともなう銅需要の拡大が見込める状況は続くと考えられ、今後も底堅い推移が続くだろう。

（図表 17）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 ~ 急落後、やや反発

アルミニウム相場(3ヶ月物、終値)は、4月28日に2,771ドルと3年ぶりの高値をつけたが、その後は下落に転じ5月下旬には2,500ドルを下回って推移している。

4月下旬に高値をつけた背景には、他金属と同様に米国の低金利の長期化観測によりドル相場が下落してドル建て表示される価格を押し上げる材料とされたこと、また原油高が進んだことにより発電燃料の値上がり等による精錬コストの上昇が意識されたこと、などがある。また、今夏の電力不足の影響が予想される中、中国政府は電力を大量に消費するアルミニウム産業への締め付けを強化するとの見方がある。

一方、5月下旬にかけて相場が下落したのは、原油価格が下落したことやドル高が進んだことによる面が大きい。ただし米国の一部では、アルミニウム需給が引き締まっているとされる。自動車生産の回復などともなあってアルミニウム需要が回復してきたが、リーマンショック後に閉鎖された精錬所のうち再開されるものは限定されているためだ。国際展開するアルミニウム企業は、米国よりも電力料金などの精錬コストが抑制できる中東やアイスランドに精錬所を建設する計画を進めている。

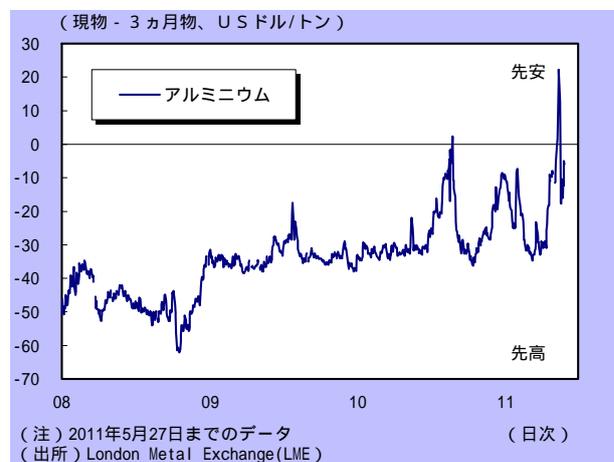
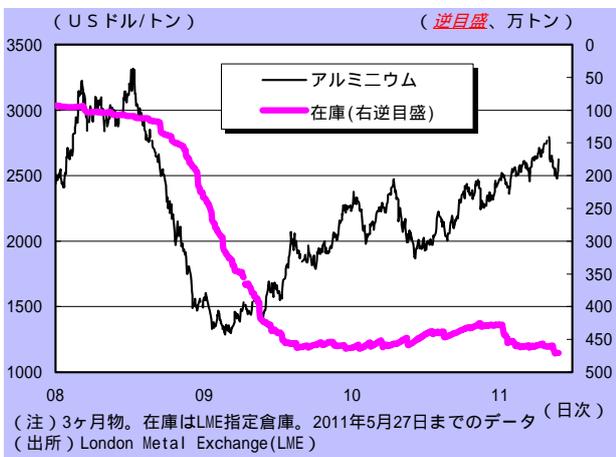
もっとも、世界全体で見れば、アルミニウムの供給が需要を上回り、在庫が増加傾向を辿っている状況に変化はない。銅価格が高止まりする中で、相対的に価格が安いアルミニウムへの代替需要が発生していることもあり、アルミニウム需要は増加傾向で推移している。しかし、アルミニウム需要の増加見通しを背景に、中国で中小精錬所の増加に歯止めがかからず、中東などで大型の精錬所の建設も続いている。

当面のアルミニウム相場は、中国の政策動向、日本の震災の後の生産活動の復旧などを材料に緩やかな上昇傾向を辿りやすいとみられる。

(図表 18) 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ヶ月物)の推移



4. ニッケル ~ 大幅下落

ニッケル相場(3ヶ月物、終値)は、4月11日に27,950ドルまで上昇したものの、その後は、下落基調で推移し、5月に入って25,000ドルを割り込んだ。

ニッケル相場の下落の材料としては、銅など他金属の相場の軟調さが影響したこと、中国の引き締め策の影響等が懸念されていること、供給の増加につながる動きがあることが挙げられる。

太平洋金属の八戸製造所は4月12日に、鉍石の荷揚げをすでに再開したこと、出荷用港湾施設の普及作業を続けていること、電気炉には5月中旬には通電の後、製品の生産は6月中旬より開始することなどを発表した。また、20日には、2008年の相場下落時に操業が停止されたザンビアのMunali 鉍山(年産5万トン)が年内に再開される見通しだと発表された。また、中国の1~3月期のニッケル生産量は5.4万トンと前年比25%増加した。

一方、需要面では、中国ではそれまでの減産により品薄化していたステンレスやニッケルの在庫水準の回復が一巡してくるとみられ、今後、需要の増加テンポは緩やかになっていくと見込まれる。

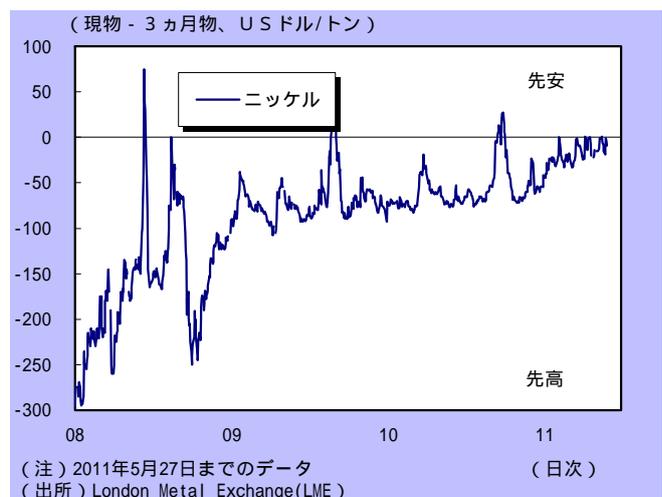
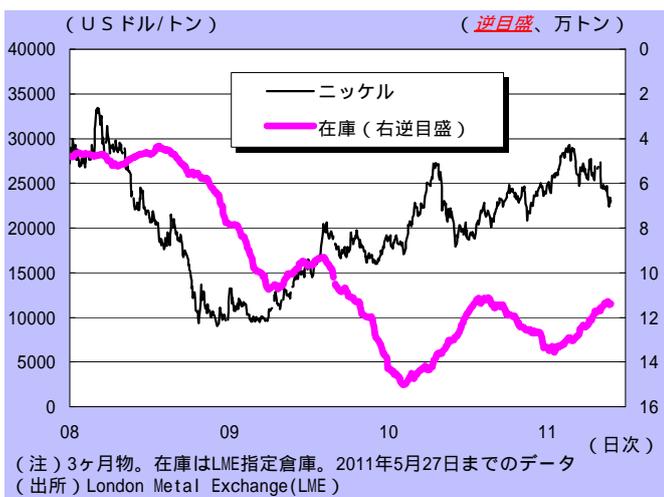
昨年から今年にかけて高騰した金、銀、銅は割高だとする見方も出ているが、ニッケルについては2万ドルで推移する現在の価格水準は妥当なものとの見方が大半のように思われる。

ニッケル相場の先行きについては、緩やかな上昇傾向が見込まれる。ステンレスの需要期となる年後半に向けて、現在よりも需給が引き締まる可能性がある。また、新規のニッケル開発計画で導入が予定されている新技術の導入には困難がともなうことが予想されており、計画とおりに供給が立ち上がってこない可能性がある。

(図表 19) 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 ~ 急落後、下げ止まり

亜鉛相場（3ヶ月物、終値）は、4月11日に1トンあたり2,555ドルまで上昇したものの、その後は下落に転じた。これは中国のインフレやそれに伴う引き締め政策の影響による需要鈍化が懸念されたためである。また、5月5日には他の金属と同様にさらに下落が進み、一時2,048ドルまで下げた。その後、一進一退の推移が続いたが、下旬に入って2,200ドル台まで戻している。

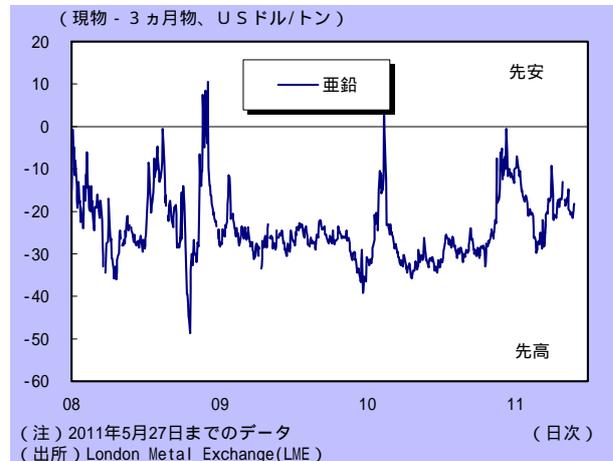
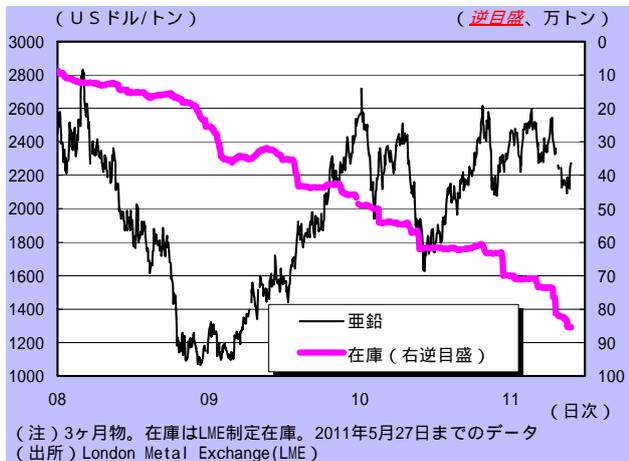
国際鉛・亜鉛研究会によると、1~2月の世界の亜鉛消費量は前年同月の188万トンから204万トンに増加した。一方、供給量は同199万トンから209万トンに増加し、供給超過幅は同10.7万トンから5.2万トンに縮小した。なお、4月14日に同研究会が発表した2011年の需給見通しでは、亜鉛需要は前年比6.3%増の1340万トン、生産は5.6%増の1359万トンで、供給超過幅は20万トンと2010年の26.4万トンに比べ縮小すると見込まれている。

日本など先進国の自動車生産が回復することに加えて、新興国での自動車生産は増加トレンドが続くため、需要は今後も堅調な推移が見込まれる。銅などに比べて、亜鉛の在庫水準は高く、需要が回復しても需給は引き締まりにくくなっているものの、亜鉛相場は、銅などに連動して緩やかな上昇が見込まれる。

（図表20）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

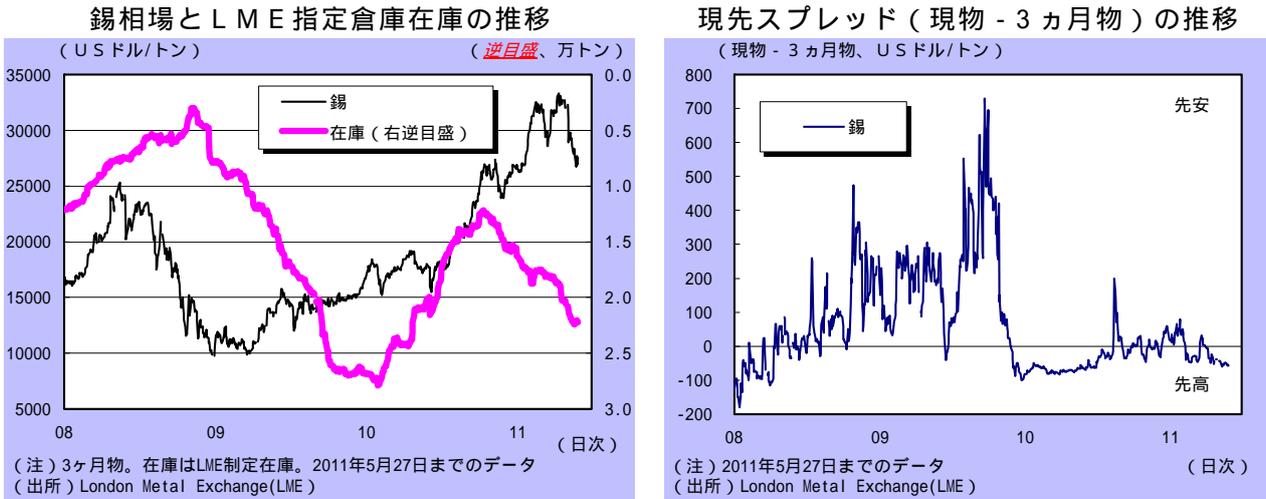


6. 錫 ~ 大幅下落

錫相場（3ヶ月物、終値）は、4月11日に33,600ドルと最高値を更新したが、その後は下落基調で推移し、5月下旬には27,000ドル前後で推移している。

最大輸出国のインドネシアでは、天候不順の影響で、鉱山からの生産量が大幅に落ち込んでおり、供給懸念が強まっていた。ラ・ニーニャ型の天候不順は終息する見通しとされ、マレーシアの大手錫会社は鉱山開発投資に積極的な姿勢を示していると報道されているものの、供給が不安定な中で需要の増加が続く構図は続くため、錫相場の下値は限定的だろう。当面、錫相場は一進一退の推移が見込まれる。

(図表 21) 錫



7. 鉛 ~ 急落後、下げ止まり

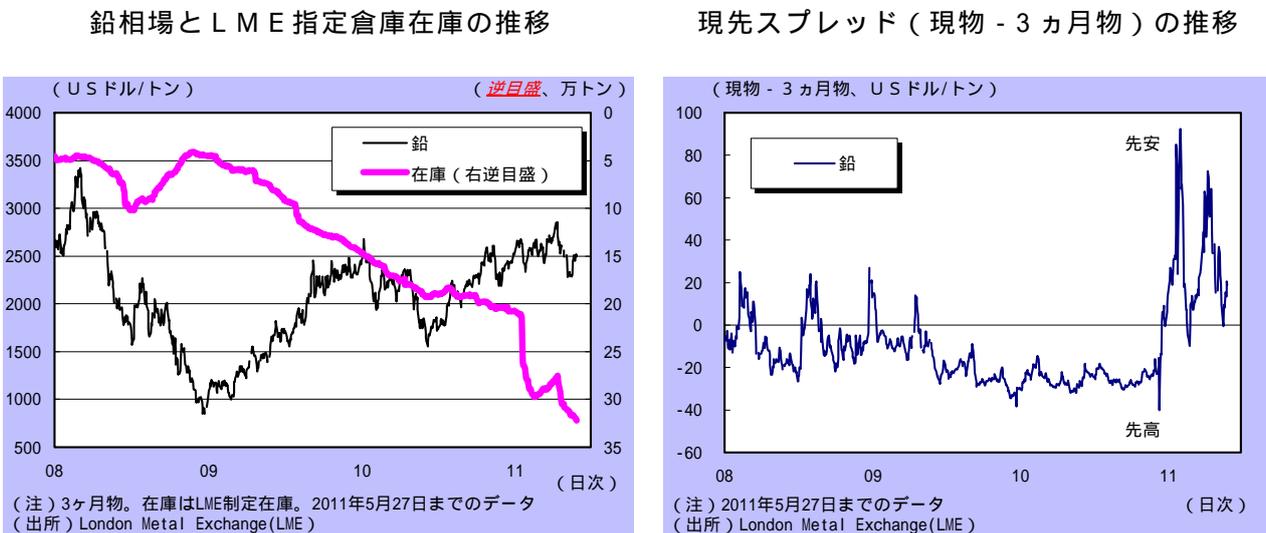
鉛相場(3ヶ月物、終値)は、4月11日に2,855ドルをつけた後、下落に転じ、5月上旬には2,300ドルを割れたが、下旬には2,500ドル台まで戻している。

中国政府は、アルミニウムなどと並んで、鉛についても中小の精錬所の淘汰を進めたいようである。年間生産量5万トン未満の精錬所が対象とされている。昨年から続いている鉛中毒の問題では、5月19日に浙江省の大手鉛バッテリー・メーカーの責任者が逮捕され、鉛関連の生産活動はすでに停止されている。

なお、一部の投資家がLME指定倉庫在庫の8割を買い占めていたとされ、5月24日に開始されたとされるLMEによる捜査の対象にもなっているとみられる。

中国など各地で鉛産業に対する環境面での規制が強化されるものの、新興国の自動車の普及とともにバッテリー向け需要が増加するトレンドは変わらないとみられる。当面、鉛相場は一進一退が見込まれる。

(図表 22) 鉛



トピック

～ 乱高下するコモディティ市況 ～

コモディティ市況は、昨年後半以降、米国の量的金融緩和、中東情勢などを材料に上昇テンポが速まっていた。しかし5月に入ってから、5日にはコモディティ全般が急落し、その後も中旬まで総じて下値を試す動きになった。下旬に入ってから、コモディティすべてが連動して下落する状況は一巡し、各コモディティが個別の要因により変動するようになってきている。そうした局面で、米国の大手金融機関がコモディティ市況の見通しを上方修正する動きが報道された。コモディティ市況は再び上昇するのだろうか。

(1) 5月5日の急落

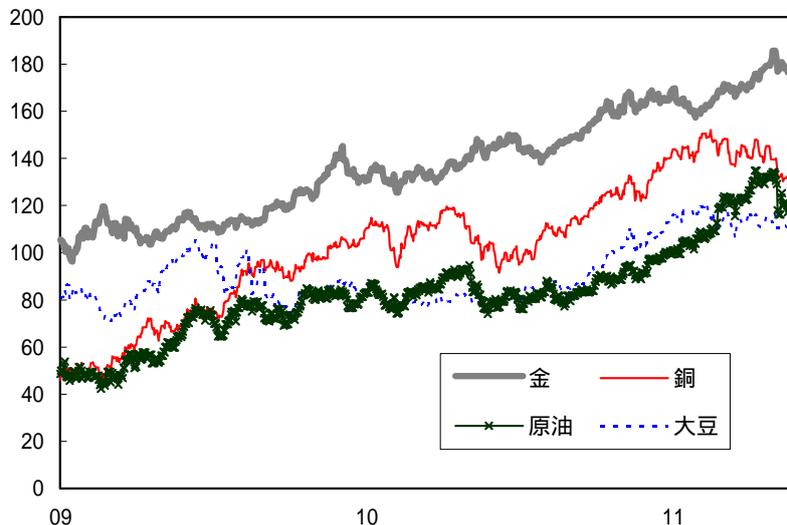
5月5日の相場急落を振り返っておこう。その理由としては、米国の雇用保険申請件数が悪化したこと、トリシェECB総裁の発言を受けてドル高(ユーロ安)が進んだこと、OPECが原油高継続の場合に増産するとの報道があったこと、銀相場の大幅下落がコモディティ全般に対する投資家心理を悪化させた可能性があること、ビン・ラディン氏の死亡が中東情勢の安定化につながる可能性が意識されたこと、などが挙げられる。しかし、これらは、原油相場が10ドルも急落する理由としては、いずれも力不足だったり、関係が明確ではなかったりする。

実際には、ドル・ユーロと原油の連動性に注目したトレードが為替市場、原油市場の双方で増えていたため、為替市場では原油安をドル高・ユーロ安要因とされ、原油市場ではドル高・ユーロ安を原油安要因とされたことで、スパイラル化したといったところではなかったかと考えられる。原油や銀だけではなく、コモディティ市場全体に下落圧力が広がり、株式市場や金利市場にも先行き懸念が及んでいった。

5月中旬まで、各コモディティが連動して下落することが多くなっていたが、下旬には、そう

(図表 23) 各コモディティ市況の推移

(2007年末 = 100)



(注)金はCOMEX、銅はLME、原油(ブレント)はICE、大豆はCBOT
(出所)Bloomberg

(年、日次)

した動きは一巡し、各コモディティに個別の要因で市況が変動する状況になっていた。そうしたタイミングで、米国の金融機関がコモディティ市況の見通しを上方修正したと報道された。コモディティ市況が足元までに下げ過ぎており、再び上昇に向かうとみるならば、確かにコモディティを買うには絶好のタイミングである。

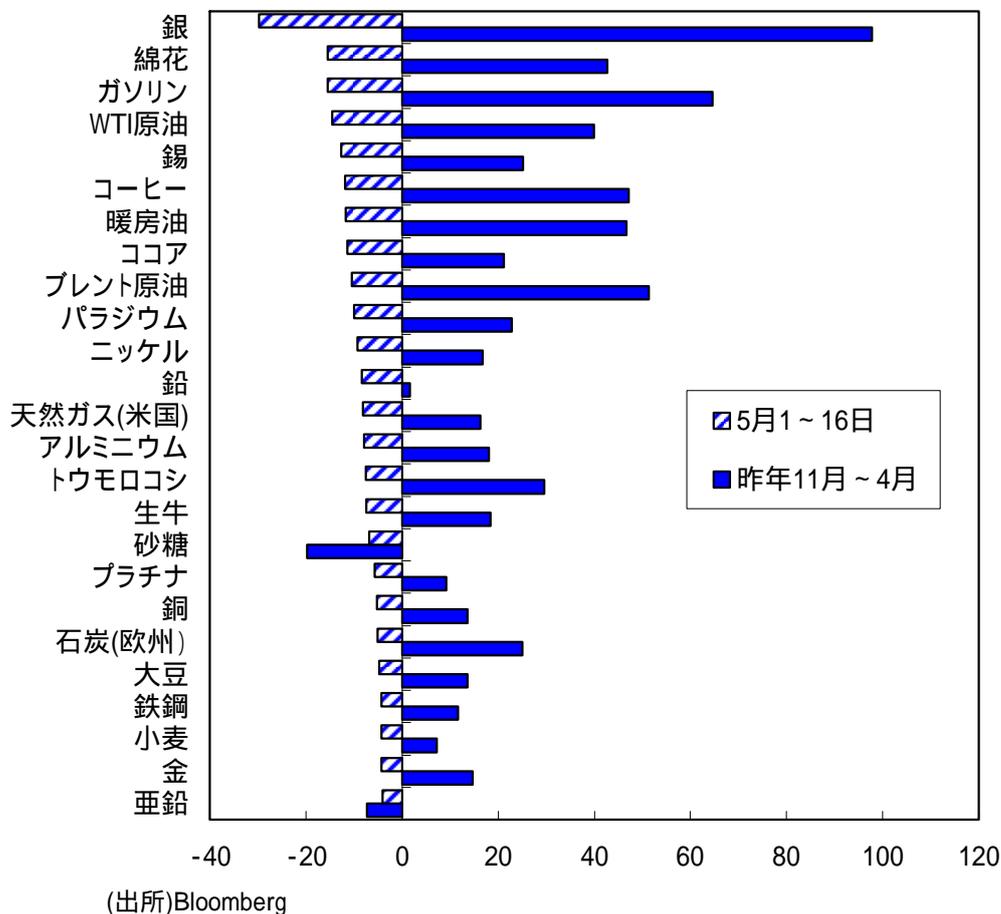
(2) 下げ過ぎたのか？

5月5日のクラッシュ(市場崩壊)により、コモディティ市況は下げ過ぎていたのだろうか。

まず、コモディティを専門とするヘッジファンドで比較的大きな損失が発生したと報道された。しかし、資産規模と比べて、相場下落に見合った通常の損失程度とみられ、高いレバレッジや流動性の低下などで損失が膨らむ異常事態に陥ったのではなさそうだ。この点では、大幅に下落が行き過ぎる原因にはなりそうにない。

また、5月上旬～中旬に下落率が大きかったコモディティは、銀、原油など昨年11月以降に相場上昇が大きかった品目である(図表24)。米国での量的緩和策をきっかけに、ドルの通貨価値の下落やインフレに対するリスク回避をテーマにした投資行動が急速に広がり、相場上昇が行き過ぎていた可能性がある。行き過ぎた相場の上昇がある程度、修正されたと見た方が良いように思われる。

(図表24) 各コモディティの騰落率(%)



投資家が投資対象とするような資産は、通常、価格上昇が行き過ぎているかどうかは判断しづらい。例えば、ある企業が将来、今の何倍もの収益を上げるようになるというシナリオに基づいて株価が形成されていても、必ずしも行き過ぎという訳ではない。ある土地を保有し続けた場合の収益も、特に速いテンポで経済成長しているような国では、とても大きい可能性がある。貴金属についても、将来時点で貴金属に対する評価がどのようになるのかが判らないため、ここまで価格が上昇すれば行き過ぎという判断はしにくい。

しかし、日々消費することが主用途である原材料や燃料の場合は、原材料や燃料のユーザーが価格高騰を理由に消費するのを止める動きが出てくるのならば、価格高騰が行き過ぎているという判断が成り立つ。

現状であれば、例えば、米国のガソリン消費量は、前年に比べて下振れて推移している。3月にガソリン価格が1ガロンあたり3.5ドルを上回るようになって、そうした傾向が顕著になっている。米国の消費者は給油するタイミングを遅らせたり、給油量を若干抑えたりする行動をとるようになってきていると思われる。米国の生活者はガソリン高にストレスを感じているのだろう。現在の原油価格の水準(WTI原油100ドル前後、ブレント原油110ドル強)では、引き続き、ガソリン価格は3.5ガロンを上回った推移が見込まれる。原油価格は、まだ高過ぎると思われる。

(3) 従来パターンとは異なる可能性

つまり、現在の原油価格の水準では、「原油高が進めば、景気減速懸念が強まる」という関係が生じてしまう。リーマンショック以降続いていた「原油価格が上昇する時には、株価が上昇し、ベースメタルや農産物も上昇する」というパターンは(図表25)景気拡大観測を軸に成り立っていたものであり、原油高が景気減速懸念につながってしまうと成り立ちにくい。

(図表25) 原油相場と株価の推移



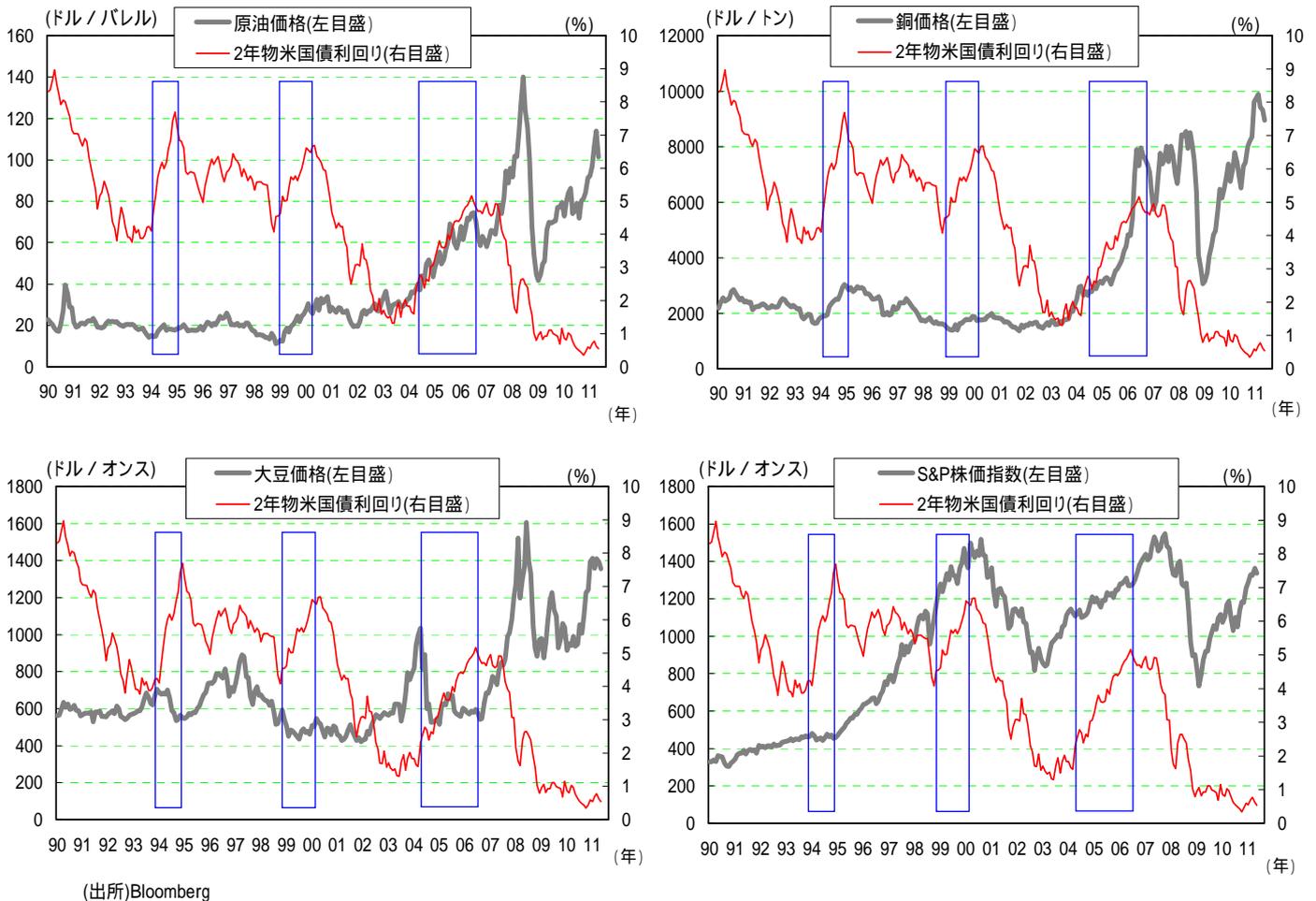
(出所)Bloomberg

一方、過去の推移をみると、米国の金融政策が緩和局面から引き締め局面に入ると、しばらくの間は、「ドル金利の上昇と原油をはじめとしたコモディティ市況の上昇が両立する」のが通常のパターンである（図表 26）。しかし、足元では、米国の量的緩和策やリビア情勢の悪化を受けて、原油価格の上昇が先行して起こってしまっており、上述のとおり、さらなる原油価格の上昇と景気拡大とは両立しにくくなっている。むしろ、金利上昇を受けたドル高により、ドル建ての原油価格に下押し圧力がかかるという展開になっていくものと予想される。

また、最近 10 年間で、中国の動向がコモディティ市況をみるうえで飛躍的に重要になった。中国の引き締め政策の影響などにより、米国と中国の景気動向にズレが生じると、米国を中心に動く金融市場の動向と、中国需要の動向に左右されやすいコモディティ市況の動きが従来パターンと異なってくることになる。

以上をまとめると、過去の例では、金融引き締めの初期段階は、各コモディティが総じて価格上昇を続けることが多い局面であるが、今回は、量的緩和や中東情勢を材料に価格上昇が先行してきた原油などについては、価格が下落傾向で推移する可能性がある。

（図表 26）米国の金利動向とコモディティ市況等の推移



- 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。