

調査レポート

コモディティ・レポート <2011年12月>

・原油市況 ～年末・年始に上昇

原油市況は年末・年初に上昇し、ブレント原油は1バレル=110ドル台、WTI原油は100ドル台に乗せて推移している。イラン情勢やスイス系の製油会社の経営難が相場の押し上げ材料になった。当面、イラン原油の供給減や地政学リスクが意識されるものの、リビアやサウジアラビアの供給増が見込まれ、今年の原油需給はやや緩和すると見込まれる。来年半ばにかけて、WTI原油は90ドル前後、ブレント原油は100ドルを下回る程度まで下落すると予想される。

・ベースメタル市況 ～横ばい圏

12月以降のベースメタル市況は、欧州の財政金融危機を材料に一進一退が続いた。欧州当局による対策を受けて一時的にコンフィデンスの悪化に歯止めがかかっても、根本的な解決には遠いとの見方から金融市場が再び不安定化する状況が続いた。一方で、米国や中国の景気指標が底堅い状況も変わっていない。今後、米中日の景気が底堅さを維持する中、世界のベースメタル需要は増加を続けるだろう。欧州の財政金融問題に対する不安心理が後退すると、ベースメタルの市況は上昇すると思われる。

・トピック ～2012年のベースメタル市況の見通し

2011年末時点のコモディティ市況全般をみると、供給懸念のある原油や安全資産需要がある金は2010年末に比べ上昇しているが、景気敏感な工業原材料は下落している。足元のベースメタル相場は、景気減速観測によって、下押しされた状況だと考えられる。2012年のマクロ経済環境としては、欧州の景気は低迷が続いても、中国や米国の景気が底堅い推移が考えられる。そうした状況下で、金属需要は増加し、ベースメタル市況は緩やかに上昇するシナリオが考えられる。

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 芥田 知至 (chosa-report@murc.jp)

〒108-8248 東京都港区虎ノ門 5-11-2

TEL: 03-6733-1070

．原油

1．原油市況：油種によって異なる動きだが、全体としては横ばい圏

原油市況は、年末・年初に上昇した。ブレント原油は1バレル=110ドル台、WTI原油は100ドル台に乗せて推移している。

12月に入っても欧州の財政金融危機への懸念が続き、月半ば頃まで原油相場は下落傾向であった。しかし、その後はイラン情勢を巡る地政学リスク懸念が原油相場の押し上げ材料になっていった。1月に入っても、イランと米国の対立を懸念して、原油価格は高止まり気味に推移している。12月下旬にスイスの独立系製油会社の経営の行き詰まりが明らかになり、石油製品需給の不安定要因とされた。欧州の石油製品価格とともにブレント原油も連れ高する傾向がみられた。

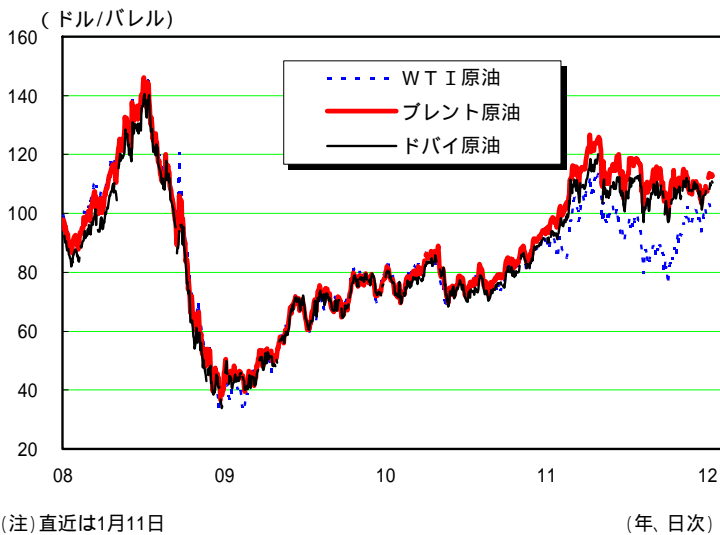
一方、1月上旬に発表された各国の経済指標は、景気の底堅さを示すとの受け止め方が多く、金属など他のコモディティ価格の上昇要因とされたが、原油価格は小幅に押し上げられた程度であった。その理由としては、相対的に上記のような他要因への注目度が高かったこと、需要家サイドからみてすでに高めの価格がついていることなどが考えられる。

ブレント-WTIのスプレッド（価格差）は、10月中旬に28ドル前後まで拡大した後、11月末には10ドル前後まで縮小し、12月は10ドル以下を中心に推移したが、足元では再び10ドル超で推移している（図表3）。スイス系製油会社の経営難による石油製品の需給逼迫懸念がブレント原油の押し上げ材料になったとみられる。

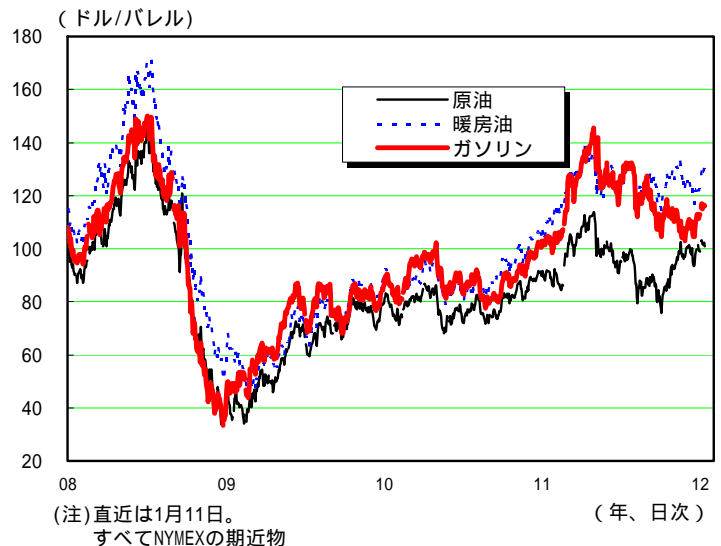
こうした中で、先物市場における投機筋のネット・ポジションをみると、10月上旬をボトムに買い超幅が拡大に転じたが、その後は一進一退で推移している（図表7）。商業筋を含めた先物の全建玉残高は、5月10日に終わる週をピークに11月後半にかけて減少傾向が続いたが、12月以降は下げ止まってきている（図表8）。

当面、イラン原油の供給減や地政学リスクが意識されるものの、リビアやサウジアラビアの供給増が見込まれ、今年の原油需給はやや緩和すると見込まれる。来年半ばにかけて、WTI原油は90ドル前後、ブレント原油は100ドルを下回る程度まで下落すると予想される。

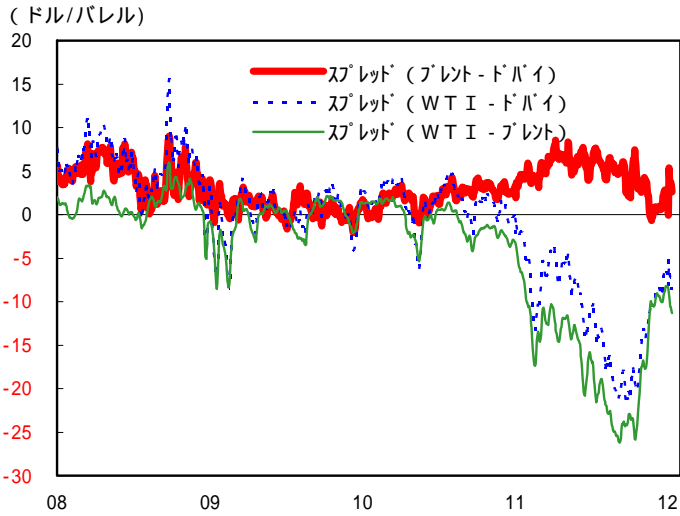
（図表1）原油市況の推移



（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



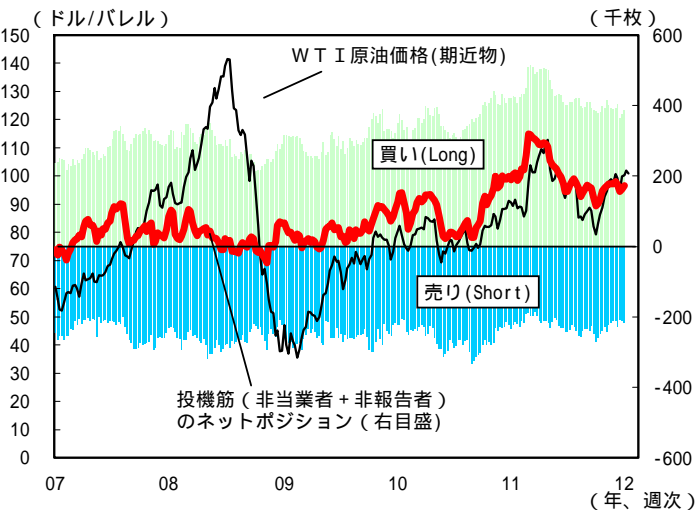
(注) 5日移動平均値。直近は1月11日
(出所) Bloomberg、日経新聞

(図表5) 原油先物価格と先物カーブ



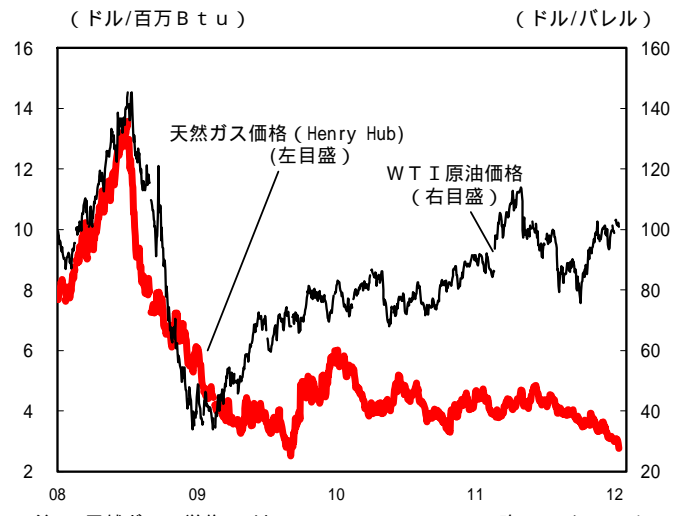
(注) 限月は28ヵ月先まで、2012年1月11日時点
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(図表7) 投機筋のポジション(原油)



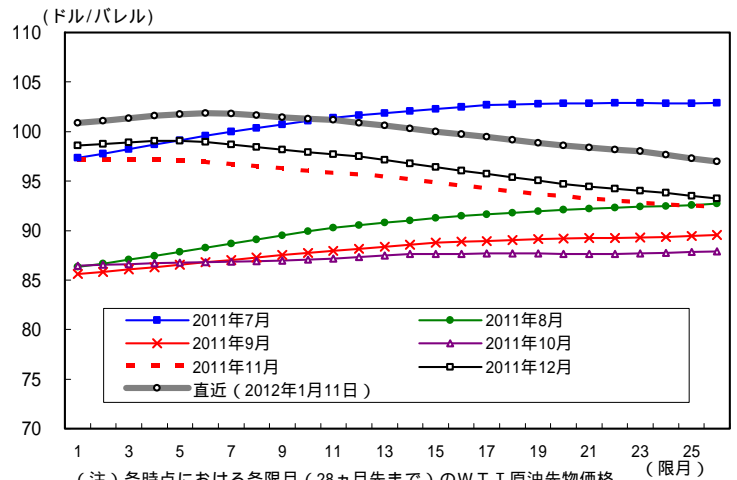
(注1) ポジションの直近は1月3日時点、WT I 原油は1月11日値
(注2) 旧分類に基づいた統計により作成
(出所) C F T C

(図表4) 米国天然ガス市況の推移



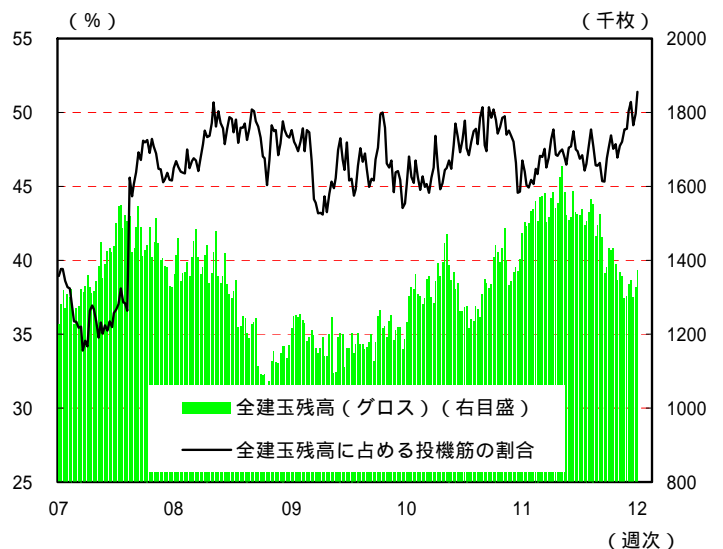
(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略 (年、日次)
(注2) 直近は1月11日。

(図表6) W T I 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WT I 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)



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

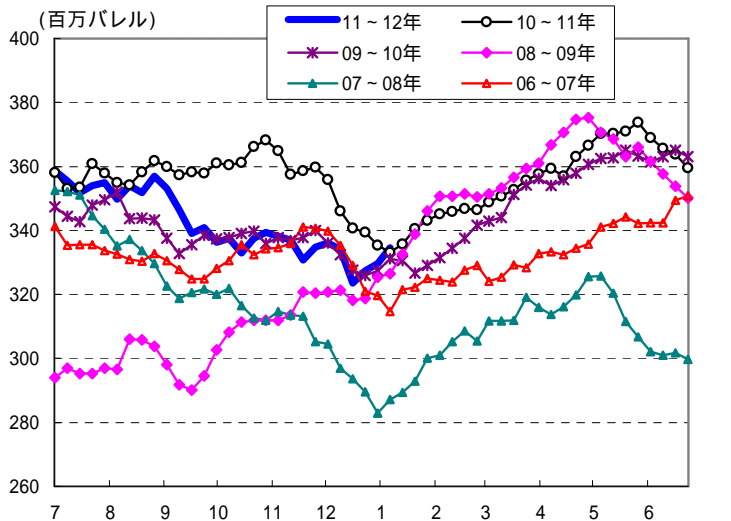
2. 石油需給動向

(1) 米国需給；原油在庫はやや増加

米国の原油在庫（戦略石油備蓄を除く）は、平年のパターン通りに冬場に入って減少が続いていたが、12月後半から1月初めにやや増加する動きになった（図表9）。アナリストの予想は、年末・年初の週は減少や横ばいが多かったが、予想に反して増加した。もっとも、欧州の財政金融危機やイラン情勢などに市場の関心は向いており、1月5日に統計が発表された後の原油先物市場の反応は限定的であった。なお、米国内の原油生産が高水準で推移する中、原油輸入は抑制されるという傾向は継続している（図表10）。

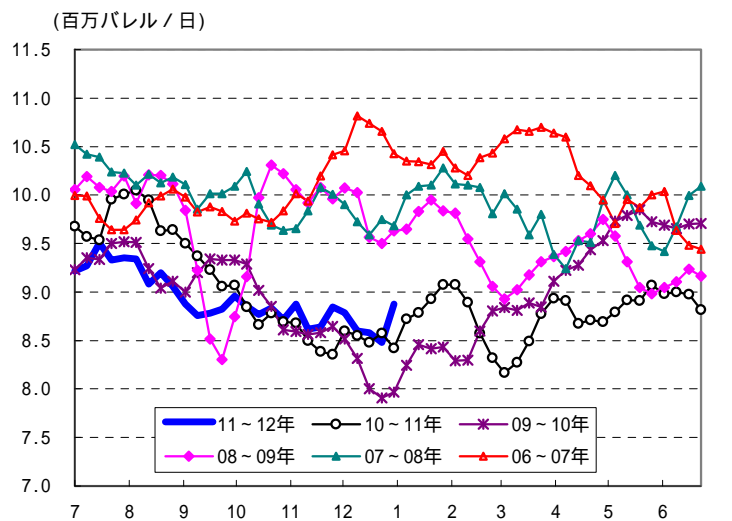
ガソリン小売価格（全米全種平均）は、5月に一時4ドルを上回った後は下落傾向で推移しており、12月以降は3.3ドル前後で推移している。ガソリンに比べ、ディーゼル小売価格は、3ドル台後半で高止まりしている。ガソリン消費量は前年水準を下回って推移しているが、産業需要が多い中間留分の消費量は前年水準を上回っている。

(図表9) 米国の各年の原油在庫



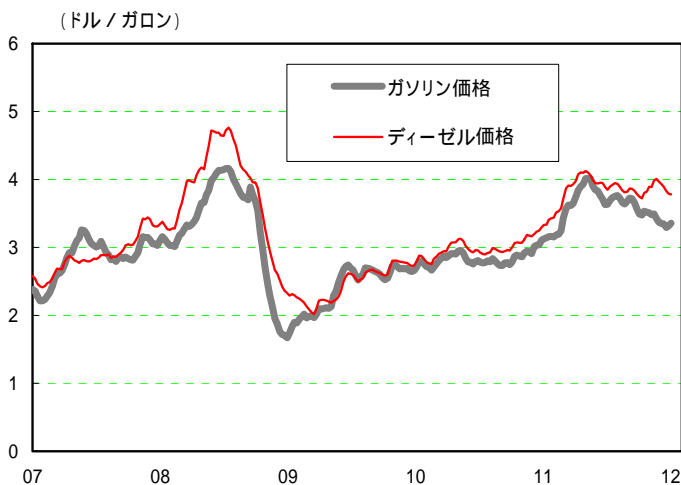
(注) SPRを除く原油在庫、直近値は1月6日
(出所)米国エネルギー情報局(EIA)

(図表10) 米国の原油輸入量



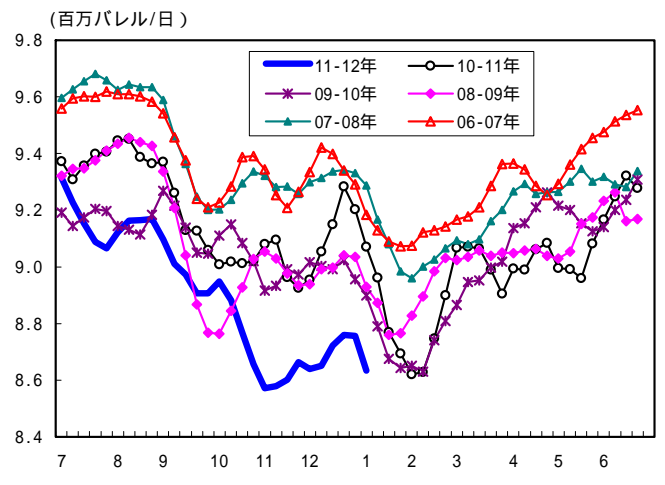
(注)直近値は、4週移動平均値
(出所)米国エネルギー情報局(EIA)

(図表11) 米国のガソリンとディーゼルの小売価格



(出所)米国エネルギー情報局(EIA) (週次、年)

(図表12) 米国の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1月6日
(出所)米国エネルギー情報局(EIA)

(2) ナフサ；原油に対する割安化に歯止め

日本の11月の輸入ナフサ価格(通関)は、1リットルあたり49.5円と前月比1.2円下落した。一方、11月の輸入原油価格は53.2円と前月比0.3円の小幅下落にとどまったため、原油に比べてナフサが割安化した(図表13)。

12月以降の市況動向をみると、1月にかけてナフサ市況が原油に対して割安な状況が続いたものの、原油との価格差は徐々に縮小した。欧州で構造的に余剰感の出やすいナフサが、アジア向けに出荷されるなど、ナフサ需給はやや引き締まりに向かった。

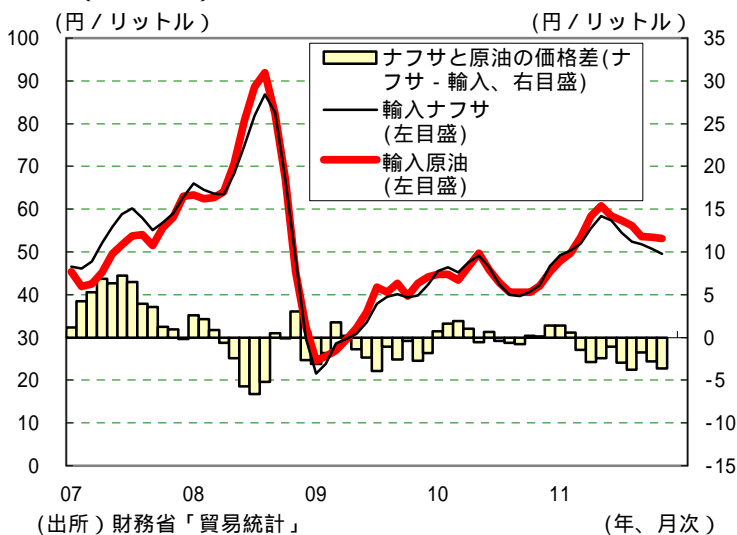
一方で、米欧等が暖冬気味であるため、ディーゼル油等の価格は弱含みの推移になっている。中国の製油所は、稼働率を引き上げたものの、中国政府が小売価格を引き上げるとの観測があり、当面は、やや売り惜しみの傾向が出たようだ。

ナフサは、割安感があることや台湾や韓国の化学メーカーからの実需が底堅いことが下支え要因だが、米国のガソリン需要が低調であり、需給緩和気味の状況は、当面、続くとみられる。

なお、欧州では、12月下旬になって、スイスの独立系製油会社・ペトロプラスの経営資金の枯渇が問題になった。同社では、銀行団からの資金供与が停止され、新規に原油を調達することが困難になったため、フランス、スイス、ベルギー、イギリスなどの製油所の操業停止が見込まれ、今後、石油製品不足が発生することなどへの懸念が生じている。同社は、欧州全体が製油能力過多の状況下にある中で経営悪化が懸念されていたものの、銀行とも調整しながら打開策を検討中であった。金融危機により、銀行に資産圧縮圧力がかかった影響が現れたとする見方もある。

石油市況への影響についてみると、欧州では、ガソリン需要が低迷しているため、本件によってガソリンの製油マージンがようやくプラスに戻ったという程度であった。相対的に軽油や灯油への需要が強いため、気温が低下して暖房向け需要が強まると、石油製品不足が問題になる可能性が指摘されている。本年、大統領選挙を控えるフランスでは、国内製油所の閉鎖による従業員の解雇を回避するため、製油所の引き受け手を探して、政治的な努力が行われているようだ。

(図表13) 日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



(図表14) ナフサと原油の価格の推移



3. 産油国動向等～ リビアの原油生産がさらに持ち直す

12月14日のOPEC総会

12月14日にOPEC総会が開催された。市場の想定通りに、日量3,000万バレルへと生産枠が引き上げられた。前回6月の総会ではイランとサウジアラビアが対立し、合意が形成できなかったが、今回はOPEC内で合意に達した。OPEC内および原油供給におけるサウジアラビアの主導権が回復していると思われる。

12月のOPECの産油量は、前月比に比べて増加した（Bloombergによる推計、図表15）。リビアの油田の復旧が進み、サウジアラビアの生産も増加した。

リビア、イラクの復旧

12月25日にリビア国営石油会社会長は、同国の原油生産量が日量100万バレルを超えたと述べ、2012年半ばには内戦前の生産水準（160万バレル）を回復するとの見通しを示した。

26日にイラクの副首相は、同国の原油生産量が日量300万バレルを上回ったと述べた。港湾の整備が進んでおり、輸出能力が増えてきている。副首相は、2012年末には、原油生産量が340万バレル、輸出量が260万バレルに達するとの見通しを示した。

シリアは、経済制裁の対象となっており、米欧が昨年の夏場以降、同国からの原油輸入の禁止を行っているため、生産量が26万バレルまで減少してきている。

なお、サウジアラビアは、消費国からの要請があれば増産するとの立場を続けており、油田開発も進めている。

（図表15）OPECの生産動向

国名	生産量 (12月)	生産量 (11月)	生産目標 (2012年1月 ～)	旧生産目標 (09年1月～)	産油能力	稼働率	生産余力 (12月)
アルジェリア	126.5	127.0		120.2	140.0	90.4%	13.5
アンゴラ	179.5	182.5		151.7	205.0	87.6%	25.5
エクアドル	48.7	48.5		43.4	50.0	97.4%	1.3
イラン	357.5	356.0		333.6	400.0	89.4%	42.5
イラク	270.0	270.5	国別の 生産割 り当て は発表 せず	-	275.0	98.2%	5.0
クウェート	262.0	259.5		222.2	265.0	98.9%	3.0
リビア	70.0	60.0		146.9	178.5	39.2%	108.5
ナイジェリア	222.0	215.0		167.3	250.0	88.8%	28.0
カタール	81.0	81.5		73.1	90.0	90.0%	9.0
サウジアラビア	965.0	960.0		805.1	1,200.0	80.4%	235.0
UAE	255.0	259.5		222.3	265.0	96.2%	10.0
ベネズエラ	229.5	230.5		198.6	240.0	95.6%	10.5
OPEC12カ国	3,066.7	3,050.5	3,000.0	-	3,558.5	86.2%	491.8
OPEC11カ国	2,796.7	2,780.0		2,484.5	3,283.5	85.2%	486.8

（注1）2011年12月14日のOPEC総会において、加盟国の総生産量を現状維持の3,000万バレルとする決定がなされた。

（注2）旧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

イラン問題

昨年 11 月 8 日に I A E A（国際原子力機関）がイランの核開発には軍事的意図があるとする報告書をまとめたことを契機として、米欧を中心に対イランの経済制裁が強化されている。こうした中、イラン中央銀行は、経済制裁の対象機関に指定され、以前のように外貨を獲得することが出来なくなっているとみられる。このため、為替相場の維持が困難になっており、中央銀行が公表している公定レートと市中の実勢レートの乖離が大きくなっているとされる。このため、外貨に優先的にアクセスできるとみられる政権中枢の機関が、市中で民間に外貨を売却すれば大きな利鞘を稼げるという状況が生じているとの指摘がある。イランの通貨リアル（rial）への信認が低下し、インフレ率が上昇しているとされる。

なお、イランは自国の原油貿易を阻害されれば、報復としてホルムズ海峡を封鎖する方針を決定したといった報道がなされた。しかし、海峡封鎖という軍事行動は、米国等に軍事行動にできるオプションを与えるだけで、イラン側にはメリットはほとんどないと考えられる。

1 月 12 日に行われた日米財務省会談において、日本も対イラン制裁に協力して、イランからの原油輸入を削減する方針が示された。商社や金融機関の対応には時間的猶予が認められるようだ。一方、EU は、23 日に対イラン制裁についての外相会議を開催するとしている。イタリア、スペイン、ギリシャへの配慮から、既存のイランからの原油輸入契約は認める案が出ているようだ。イランの原油生産や輸出が急減するわけではなさそうだが、時間をかけて影響が出てくるものと思われる。

．ベースメタル

1．ベースメタル市況全般：持ち直しは限定的

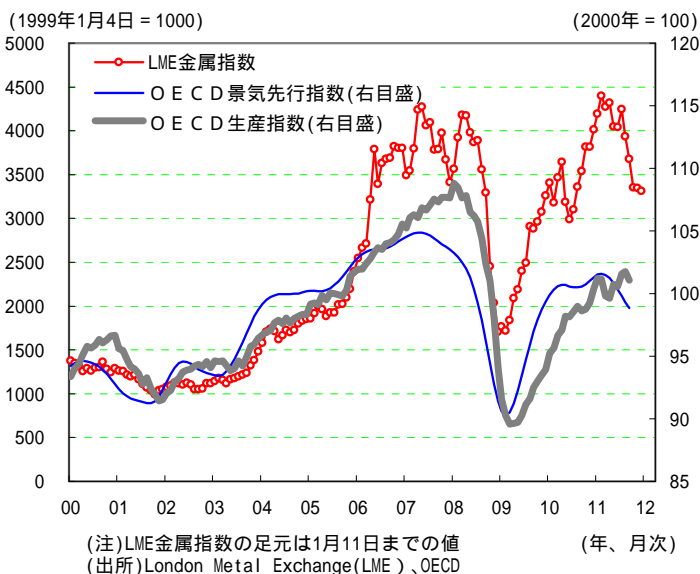
マクロ経済環境をみると、引き続き欧州の財政金融問題が懸念される状況だが、中国や米国の景気指標は底堅さを保っている。中国の貿易統計では、12月に銅やアルミニウムや鉄鉱石の輸入が好調だった。買い控えて減少した在庫水準を回復する動きや、安値とみて仕入れを増やす動きが出たと考えられる。もっとも、12月の輸入増は、海外市況とのサヤ取り、銀行融資（貿易信用）のための輸入、与信枠の消化など金融要因が指摘されている。企業活動が活発化するとは考えにくい春節の休暇前の輸入増のため、実需と乖離した動きとの捉え方が多いようだ。

昨年後半から家電や自動車のセット・メーカーの生産計画や購買計画は慎重になって、素材メーカーの受注減につながり、素材メーカーは原材料の購入を抑制するという状況が続いた。そのため、今年は春節前後の休暇を長めにとる中国企業が多いようである。春節明け後に受注や生産が活発化する動きも、今年は平年よりも緩やかな出だしとなるとの見方が多いようだ。

金属需要の動向は、最大消費国であり需要の振れ幅の大きい中国に左右される。中国経済の減速により、金属需給が緩和することを警戒する見方もある。しかし、鉄鋼やアルミニウムなどが供給能力過剰とみられる部門を抱えつつ、中国経済が8%成長に鈍化していても、それが負の連鎖につながる状況ではなくなっていると考えられる。リーマンショック前のような期待先行の状態ではなく、むしろ慎重な先行き見通しがなされ始めていると思われる。

一方、最大の経済規模の米国では、サブプライムローン問題やリーマンショックから4～5年経とうとしており、依然として調整圧力は残るものの、住宅着工件数が緩やかに増え始めるとみられ、金属需要につながってくるとみられる。日本の自動車メーカーの生産台数も前年を上回るだろう。欧州経済がある程度減速しても、米中日の景気が底堅さを維持する中で、欧州の財政金融問題に対する不安心理が後退すると、ベースメタルの市況は上昇すると思われる。

（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 ~ 上値は重く 7,000 ドル台で推移

銅相場（3ヶ月物、終値）は、2月中旬に1トンあたり10,190ドルまで上昇し、史上最高値を更新した。5月にコモディティ全般が急落した際には銅も下落したが、夏場は総じて9,000ドル台で推移した。9月下旬に急落して7,000ドルを割り込んだが、その後、相場は幾分持ち直して12月下旬には8,000ドル台を回復した。

12月以降の市況をみると、欧州の財政金融危機を材料に一進一退が続いた。欧州当局等による新たな対策を受けて一時的にコンフィデンスの悪化に歯止めがかかっても、各国の財政健全化や金融機関の財務体質強化を含めた根本的な解決には遠いとの見方から再び金融市場が不安定化する状況が続いた。特に欧州国債の格下げの悪影響が銅市場においても懸念された。

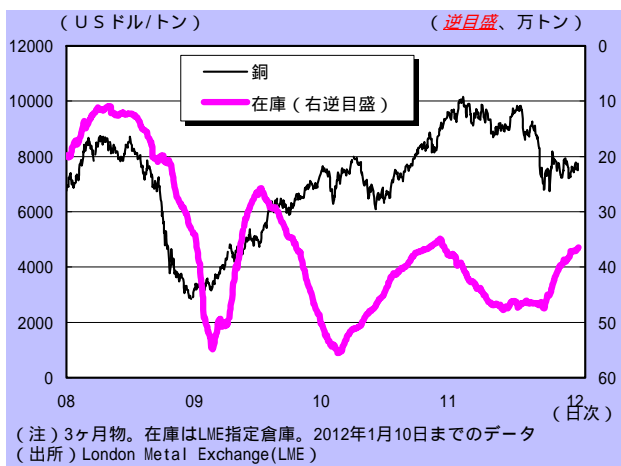
銅市場においては、欧州問題が銅の最大消費国である中国の景気減速につながるものが警戒された。PMI（購買担当者指数）が50%前後で一進一退するなど、中国の製造業活動は鈍化している。しかし1月10日に発表された貿易統計では、12月の銅の輸入量は過去最高を記録した。

供給面では、フリーポート・マクモラン社のインドネシアにある世界第2位のグラスベルグ鉱山で9月15日からストライキが続いていたが、12月15日に2年間で4割の賃上げで労使交渉が妥結したと報道された。しかし12月末にかけて、社用ヘリコプターが銃撃されたり、従業員が射殺されるなど現地治安が悪いこと、解雇された従業員の扱いが未決定で労組との新たな対立点が生じた。1月に入って、徐々に操業は再開されつつあるようだ。

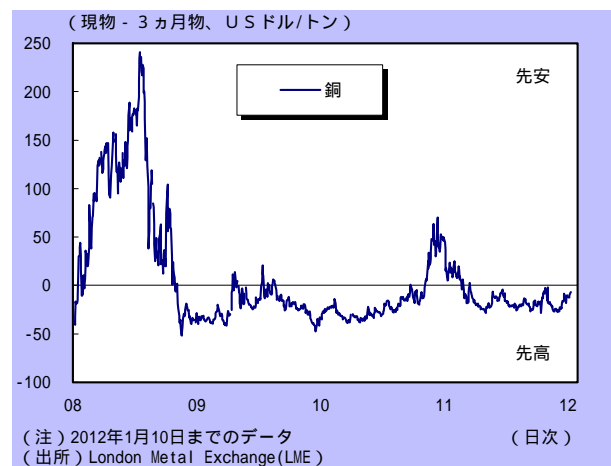
欧州問題により先行き不透明感が続き、タイの洪水によるサプライチェーンの混乱もあって、エレクトロニクス関連などの世界需要の動向が読みにくくなった。また、中国の建築関連需要の先行きも見通しにくくなった。中国の輸入は好調だが、金融的な取引の増加により実需の動きがわかりにくくなっている。そうした中で、中国経済が休暇ムードに入る春節（2012年1月23日）が近づき、部材や原材料の受発注は見送られやすくなったとみられる。春節後には、徐々に製造業活動が活発化し、銅需要も増加すると思われる。銅相場は堅調な推移が見込まれる。

（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 ~ 2,000 ドル前後で推移

アルミニウム相場（3ヶ月物、終値）は、昨春以降、1トンあたり2,500~2,700ドルを中心に推移していたが、夏場以降に大きく下落し、11月下旬以降は、2,000ドル前後で推移している。

11月末の日米欧の中央銀行によるドル資金供給策の発表を受けて、金融・コモディティ市場におけるコンフィデンスが改善し、12月上旬にかけて2,100ドル台を中心に推移していたが、中旬には、財政金融危機に対する欧州首脳への対応力が不十分との懸念から、景気の先行き不透明感が強まり、アルミニウム市況は再び2,000ドルを下回った。

地金価格の下落を受けて、アルミニウム製錬の採算性が悪化している。10月には大手のリオ・ティントが太平洋地域のアルミニウム部門を売却する計画を発表した。12月中旬には、オランダの製錬会社ZALCOが倒産に追い込まれた。また閉鎖が検討されていたリオ・ティントのイギリスの精錬所では、停電により炉が深刻な被害を受けたが、炉の修理は行われそうにない。

LME指定倉庫の在庫は、12月に入って再び増加した。需要減速観測や換金売りによって在庫が増えやすくなったものと思われる。一方で、利ざや稼ぎの運用を目的とした地金保有などが続き、金融環境が悪化している欧州では銀行融資を受ける担保としても利用されているようだ。

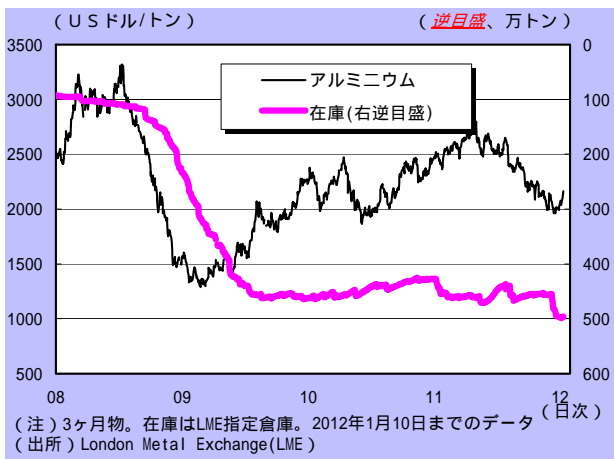
また、上海市況とLME市況の価格差が拡大し、利ざや稼ぎを目的としたアルミニウム地金の欧州から中国への輸入が増加するとの見方が出ている。また、銀行融資を受ける手段として、アルミニウム輸入の貿易金融を利用し、その後地金を転売することも多いとされる。

2008年のリーマンショック後にアルミニウム市況が大暴落した際に、北米や欧州の競争力がない製錬所の淘汰が進んだ。足元では再び相対的にコスト高の精錬所の淘汰が進みつつある。特に中国には、旧式や中小の製錬所がまだ多いとされる。2012年前半は、中国国内において、輸入品の流入などによりアルミニウム市況が崩れ、製錬所の淘汰が進む可能性がある。

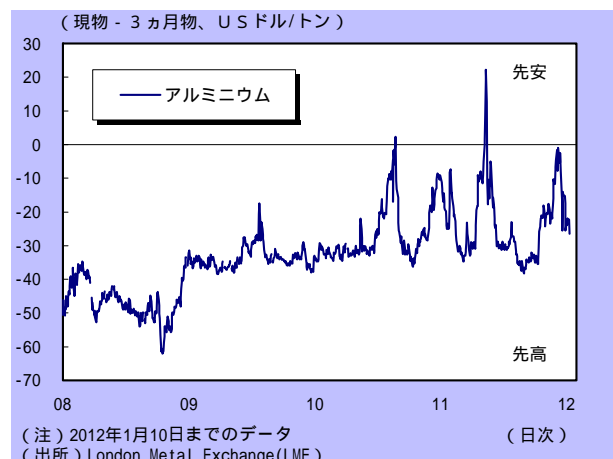
なお、1月6日にアルコアが発表した12%の減産計画に対して相場の反応は限定的だったが、10日にはアルコアが強気の業績見通しを示し、中国のアルミニウム輸入も大幅に増加したため、相場は2,100ドル台後半に上昇した。当面、1,900~2,300ドル程度で一進一退が見込まれる。

(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ヶ月物)の推移



4. ニッケル ~ 17,000 ドルを割り込む

ニッケル相場（3ヶ月物、終値）は、8月中旬以降、20,000~22,000 ドルを中心に推移していたが、9月後半以降に大幅に下落し、11月下旬には一時16,500ドル台の安値をつけた。1月に入って18,000ドル台に持ち直している。

18,000ドル前後のニッケル相場は、安値圏とみられる傾向があり、そうした際にはステンレス鋼にも割安感が出て、受注が増えやすいようである。

また、現状では、中国におけるニッケル銑鉄を用いたステンレス鋼の生産が、ニッケル地金やステンレス鋼の需給の調整弁の役割を果たしている。ニッケル銑鉄によるステンレス製造は、安価な低品位鉱から生産できるため原材料コストは安いですが、製錬にかかるエネルギーは大きく、燃料コストがかかる。このため、ニッケル地金の価格が高ければ、地金によるステンレス製造に対してニッケル銑鉄によるステンレス製造が競争力を持つが、ニッケル価格が安くなるとニッケル銑鉄は競争力を失い、利用されなくなる。

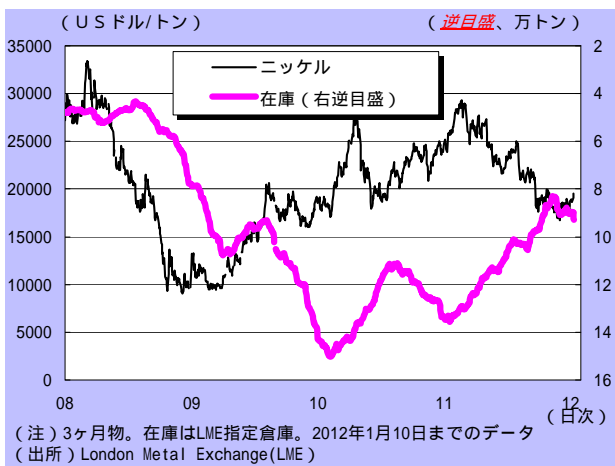
中国のニッケル銑鉄の製造能力は50万トン程度で、12月半ば時点で炉の半数が減産か操業停止をしているとされる。それでも、2011年のニッケル銑鉄の生産量は前年比3~4割増加しているとみられている。

実際、1月に入ってから、住友金属鉱山が出資するフィリピンの鉱山からニッケル銑鉄の原料となる低品位ラテライト鉱を中国向けに輸出する新たな計画が発表された。中国におけるニッケル銑鉄の利用は、技術も向上しているとされ、根強い需要があるとみられる。

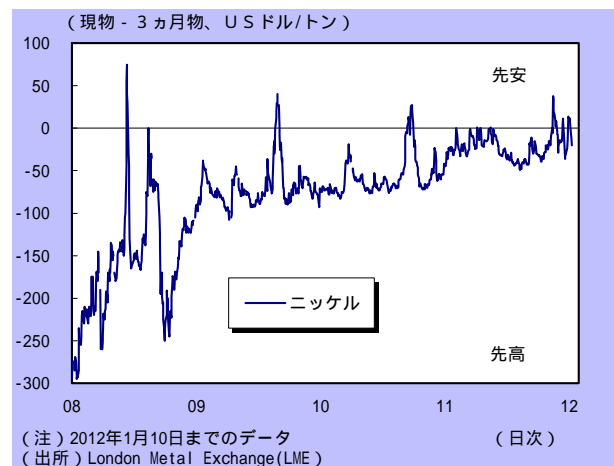
こうした需給状況からすると、ニッケル相場は、当面、1トンあたり17,000~21,000ドル程度で横ばい圏の推移が見込まれる。もっとも、ステンレス鋼やニッケルについても、他の金属と同様に、ユーザーが発注を見合わせる状況が数ヶ月、続いているとみられる。ステンレス鋼やニッケルの需要持ち直しに伴って、ニッケル相場も徐々に上昇傾向を辿ると思われる。

(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ヶ月物）の推移



5. 亜鉛 ~ 1,900 ドル前後を中心に横ばい圏

亜鉛相場（3ヶ月物、終値）は、2010年後半から2,100~2,600ドルを中心に推移したが、昨年9月後半に大幅に下落し、10月後半には一時1,700ドル強まで下げた。欧州の財政金融危機への警戒感がやや後退した12月上旬には2,000ドル台を回復したが、中旬以降は再び2,000ドルを割り込んだ。

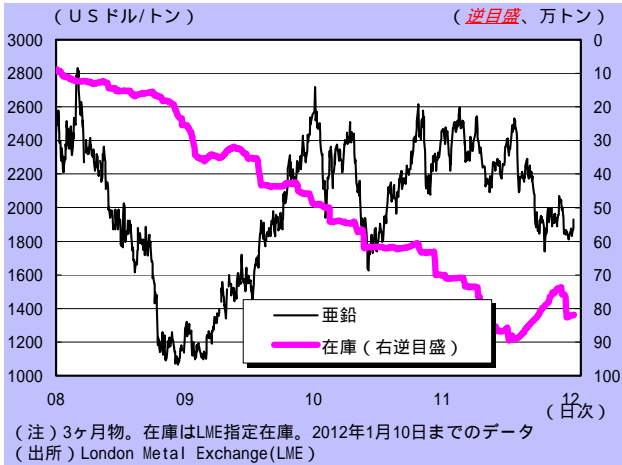
国際鉛・亜鉛研究会によると、今年1~10月は、亜鉛地金の生産量が1,082.1万トンに対して消費量が1,051.3万トンと、30.8万トンの供給超過であった。前年同期の21.3万トンの供給超過幅よりも拡大している。

亜鉛は、アルミニウムとともにコンタンゴ（先物の価格体系が期先高）になっており、地金を保有し先物を売り建てすることにより利ざやを稼ぐ取引が多い。このため、実需面での在庫増加が需給の悪化につながりにくくなっているとの見方がある。

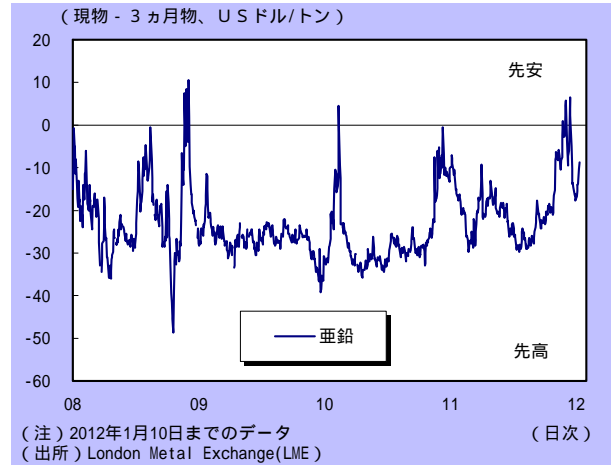
当面、鉄鋼生産活動が弱含みで推移する可能性があり、メッキの原料となる亜鉛の需要も伸び悩むとみられる。しかし、金融的な取引のための在庫需要もあり、さらなる需給悪化は起こりにくくなっている。亜鉛市況は、横ばい圏での推移が見込まれる。

（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 ~ 1月にかけて小幅上昇

錫相場（3ヶ月物、終値）は、2~5月には30,000ドルを上回っていたが、9月下旬には一時20,000ドルを下回るまで下落した。10~11月は20,000ドル台を回復していたが、12月後半には19,000ドルを割り込んだ。1月中旬にかけて20,000ドルを回復している。

インドネシア錫産業協会（ITIA）による自主的な禁輸が10月1日より実施されていた。錫地金の価格が23,000ドルを回復するまで禁輸を継続するとされていたが、インドネシア国営のティマ社、マレーシア系のコバ社は契約の不履行を避けるために一部を輸出し、12月に入っ

て本格的に輸出を再開した。第1週の輸出量は、通常時の1か月分に相当する7,000トンに達し、第2週も同程度の輸出が行われたとみられる。その後、9日にITIAの幹事は、ティマヤコバに失望したとして、辞任を発表した。

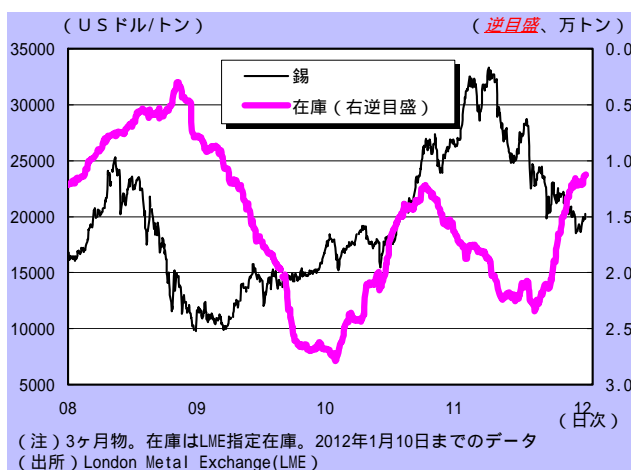
インドネシアの輸出再開を受けて、錫相場は20,000ドルを割っていった。当面、季節的に錫の不需要期に入ることや、景気先行き不安やタイの洪水の影響で、エレクトロニクス製品の生産見通しが下方修正されてきたこともあり、需給緩和観測が強まったためである。

もっとも、錫の供給能力が小さく、需要が回復すれば、需給が引き締まりやすい状況は変わっていない。生産活動が伸びる春頃にかけて、徐々に緩やかに相場は上昇すると見込まれる。

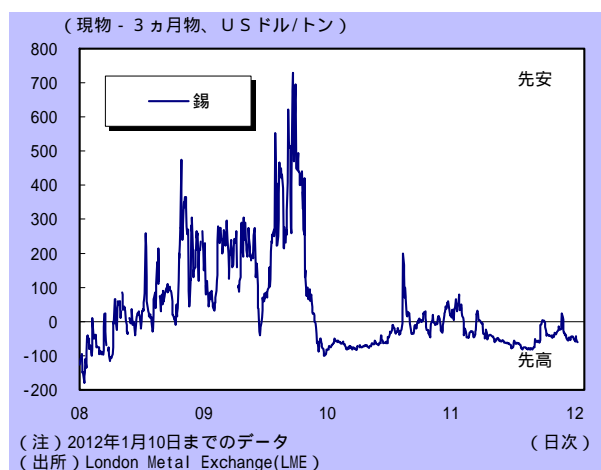
なお、インドネシア商品デリバティブ取引所(ICDX)では、錫取引の開始が1月12日に予定されていたが、中国の春節前であること等を考慮して2月1日に延期すると発表された。

(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ヶ月物)の推移



7. 鉛 ~ 2,000ドル前後での推移が続く

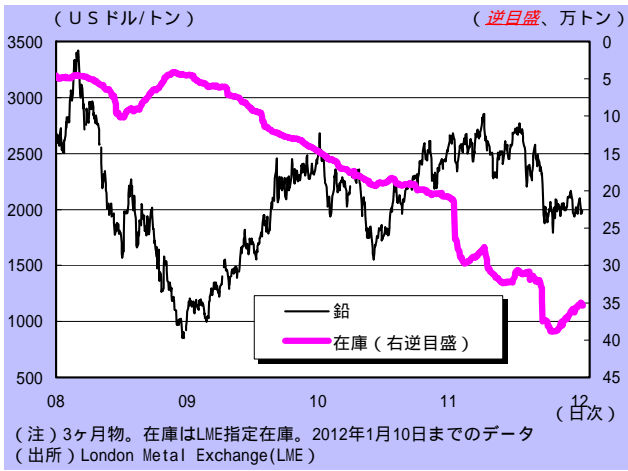
鉛相場(3ヶ月物、終値)は、2011年に入って1トンあたり2,500ドルをはさんで一進一退を続けてきたが、9月に入って下落基調が強まり1,900ドルを下回った。10月以降は2,000ドル前後で推移している。12月後半は他の金属が下落気味であったが、鉛は横ばい圏で推移した。

北半球の冬場に入って鉛需要の主力である交換用バッテリー向けの需要が見込まれること、中国では政府の方針により環境問題への対応のため操業停止になっていたバッテリーメーカーが生産を再開していること、などが需要増加観測につながった。一部では、鉛地金が不足気味になっているようだ。そうした中で、LME指定倉庫の在庫は増加に歯止めがかかり、減少に転じている。

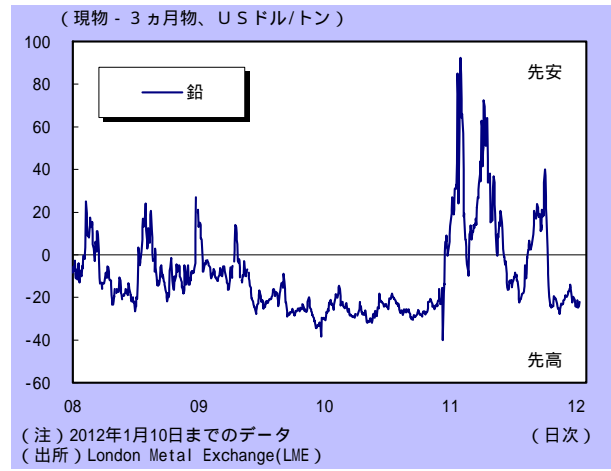
目先は、季節需要が続くと見込まれ、その後は、供給制約や景気への懸念からやや低調であった自動車販売についても、新興国を中心に増加が見込まれる。鉛相場は、底堅い推移が見込まれる。

(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

～ 2012 年のベースメタル価格の見通し ～

2011 年のコモディティ市況の動向を振り返ったうえで、2012 年のベースメタル市況を展望してみたい。

1．2011 年のコモディティ市況のレビュー

(1) 概況

2011 年のコモディティ市況は乱高下が続いた。リーマンショックのあった 2008 年ほどではないが、1 年前後の間に大きな市況変動があった。金価格が史上最高値の更新を続けていたのは記憶に新しいし、原油価格はリビアの内戦によって高値圏で推移した。ブレント原油の年間平均値をみると、2011 年は 1 バレルあたり 111 ドルと 2008 年の 98 ドルよりも高い。

年前半に、コモディティ市況の変動材料になったのは、米国の金融政策だった。2010 年 11 月に Fed（米連邦準備制度）は国債の買い入れを中心とした量的緩和策（QE2）の実施を決定し、2011 年のはじめ頃は追加緩和観測が続いた。量的緩和によるドル安観測、景気刺激観測、余剰資金の流入観測などを背景にコモディティは、投資先として有望視される流れが続いた。金融政策の立場からみると、量的緩和策の弊害として、原油や穀物などコモディティ市況の上昇が景気回復の阻害要因になりかねないという問題が出てきた。

QE2 は当初予定通り、6 月末に終了されることになった。その間、コモディティ市場では、追加緩和観測が徐々に後退するという見通しの変更が起こった。そうした環境下、コモディティ市況の変動性は大きくなり、5 月上旬にはコモディティがいっせいに急落する事態が起こった。特に銀など QE2 を受けて大幅に上昇していた品目の下落幅が大きくなった。もっとも、景気回復観測が続く中で、年央にかけてコモディティ市況は緩やかに回復していった。

しかし、2008 年と同様に年後半の景況感は一変する。ギリシャの財政危機や米国の政府債務上限問題などが懸念される中で、コモディティ市場でもリスク警戒感が強まった。特に欧州における財政金融危機に対して、欧州各国が有効な対策を打てないことに対して、市場は失望感を強めていった。特に 9 月後半、11 月後半、12 月後半に、コモディティ市況の下落幅が大きくなった。

(2) 品目別の特徴

2010 年 9 月末を基準（=100）として、各時点別・品目別の動向をみると、コモディティ市況の状況がわかりやすい。2010 年 9 月は、米国で金融緩和への期待が高まっていたが、QE2 実施前で具体的な規模や期間については期待が定まっていなかった時期である。

まず、2011 年 4 月末頃をみると、景気回復観測と半ばして、追加量的緩和への期待も残っていた状況下で、コモディティ市況は総じて高値圏にあった。特に、銀貨人気などを背景に投機熱が強まっていた銀、生産国の不作と新興国の需要増による需給逼迫が懸念された綿花やコーヒー、

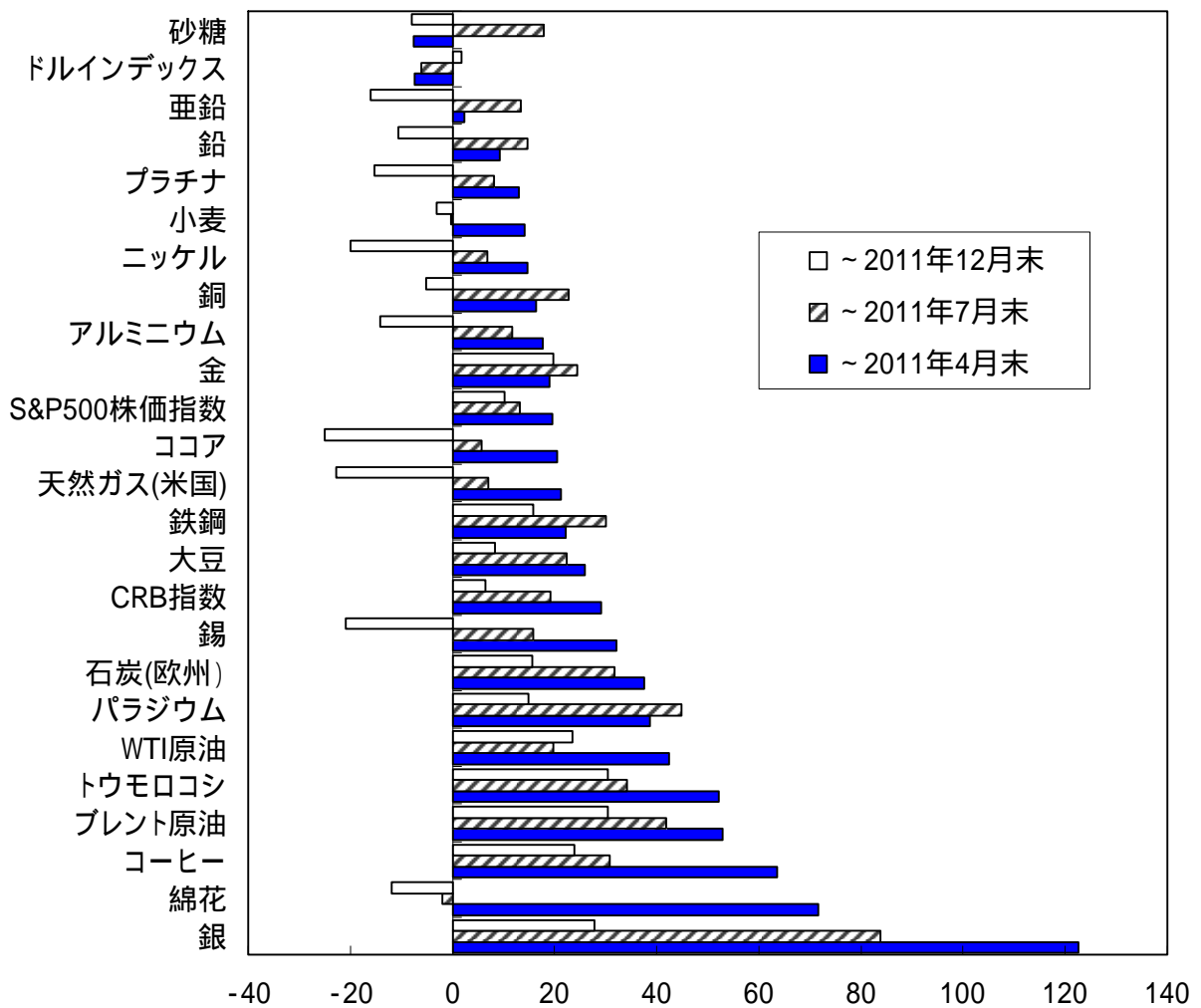
リビア内戦により需給が引き締まったブレント原油などの上昇が目立った。

7月末時点では、米欧の景気先行き懸念などが徐々に強まり始めていたため、4月末時点よりも上昇幅が縮小した品目が多かった。もっとも、2010年9月末に比べると、総じて上昇している状況だった。

しかし2011年12月末には、2010年9月末よりも上昇している品目と下落している品目が相半ばする状況になっている。

亜鉛・鉛・銅・ニッケル・アルミニウム・錫といった非鉄ベースメタルが、下落しているのが目立つ。これらは、景気に敏感な工業原材料であり、景気減速への懸念が強まっている状況がみとれる。また、貴金属でも、プラチナは、欧州におけるディーゼル・エンジン車の販売の先行きなどが懸念され、基準時点に比べ下落している。

(図表 24) 通貨・株価指数・商品指数・各コモディティの騰落率(基準時は2010年9月末、%)



(注) 商品指数は、ロイター・ジェフリーズCRB指数
(出所)Bloomberg

一方で、原油や金・銀・パラジウムなど貴金属は基準時点よりも上昇している。原油については、リビアの生産障害は復旧しつつあるものの、代わってイラン原油の供給懸念が強まっている。金・銀は、一時に比べ下落しているが、リスク回避的な資産としての人気が根強い。パラジウムは新興国におけるガソリン自動車の販売増などが影響した可能性がある。

2. 2012年のベースメタル市況の見通し

(1) 2011年のレビュー

まず、2011年の各ベースメタルの価格動向をみておこう。年前半は、中国経済の堅調さ、米国景気の回復観測、金融緩和がコモディティ市況を押し上げるとの思惑などによって、2～5月頃に高値をつけた。しかし、年後半は、欧州の財政金融危機への懸念が強まり、9～12月に安値をつけた。

銅・・・2011年の平均価格は1トンあたり8,838ドルと前年比+17%であり、銅の需要家サイドからみると、高止まりとあってよい状況だった。高値(2月15日)は10,190ドルと1万ドルを越えた。安値(10月3日)は6,635ドルであった。

アルミニウム・・・2011年の平均価格は2,424ドルと前年比+10%であったが、年末は精錬所の採算悪化が懸念される相場水準であった。高値は2,803ドル(5月3日)で、安値は1,956ドル(12月14日)と他金属に比べると変動幅は小さかった。

ニッケル・・・2011年の平均価格は22,931ドルと前年比+5%であったが、高値(2月21日)は29,500ドル弱、安値(11月30日)は16,500ドル強と変動幅が大きかった。

亜鉛・・・2011年の平均価格は2,217ドルと前年とほぼ同水準(前年比+1%)であった。夏場に高値(7月27日)の2,599ドルをつけた後、10月20日に安値の1,718ドルをつけた。

鉛・・・2011年の平均価格は2,393ドルと前年比+10%であった。高値(4月11日)は2,904ドル、安値(10月20日)は1,772ドルであった。

錫・・・2011年の平均価格は26,088ドルと前年比+28%と大幅に上昇した。高値は33,600ドル(4月11日)と3万ドルを上回ったが、安値は17,000ドル(9月23日)と非常に変動幅が大きかった。

(2) 2012年のベースメタルは上昇へ

ベースメタル相場は、景気減速観測によって、かなり下押しされた状況にあると考えられる。マクロ経済環境の先行きは、欧州の景気は低迷が続くとしても、中国や米国の景気が底堅さを維持すると考えられる。そうした状況下で、金属需要は増加し、ベースメタル市況は緩やかに上昇するシナリオが考えられる。

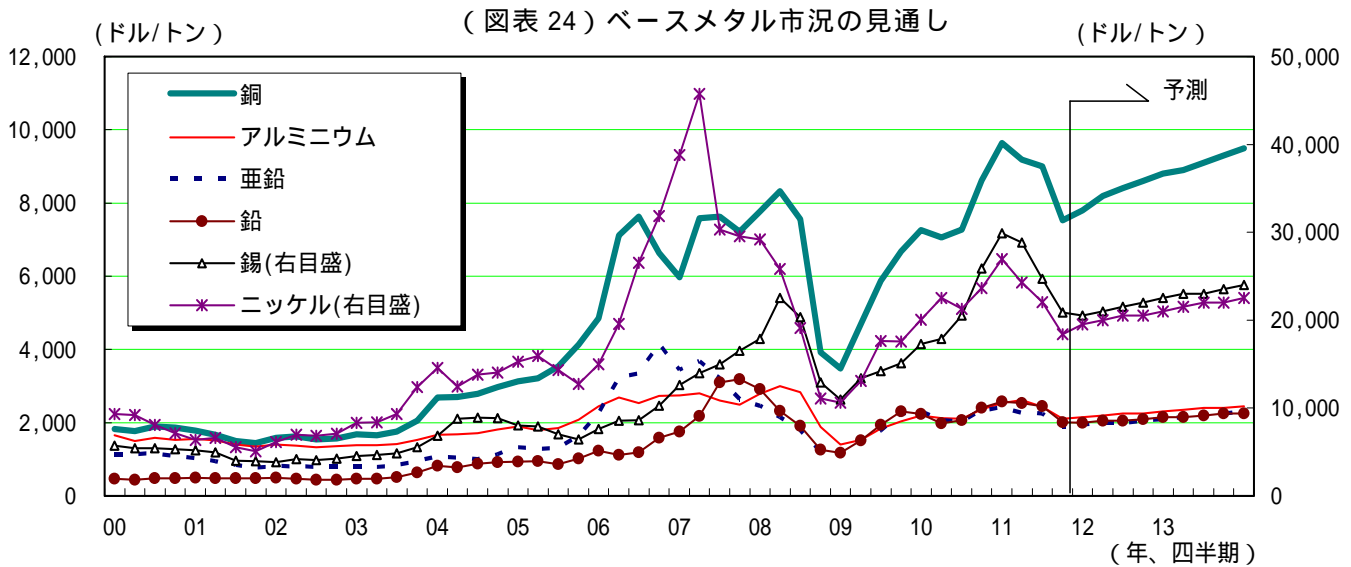
なお、銅については、新規鉱山の開発にはまだ時間がかかり供給面の余力が小さい状況が続くため、需給が引き締まりやすいと考えた。目先、市況は上昇しやすいとみられる。

アルミニウムは、足元、製錬所の淘汰が増える局面にあるが、需要の増加テンポが速まると淘汰が進まなくなるため、地金相場は緩やかな上昇にとどまるだろう。

亜鉛は、需要が先細りするとの見方もあるが、当面、自動車向けや中国の建築関連での需要増が続き、景気回復に合わせた緩やかな価格上昇が見込まれる。

ニッケルについては、新規鉱山からの供給がある程度増加してくるため、価格の上昇が緩やかになると考えたが、実際の供給は不安定となる可能性があり、その場合は価格上昇が大きくなるだろう。

鉛は、中長期的に需要は減少傾向を辿ると考えられるが、依然として自動車等のバッテリーの材料として主流である。景気感応度は低いですが、他金属と連動して緩やかに上昇するだろう。



	予測値 (ドル/トン)																
	11年	1Q	2Q	3Q	4Q	12年	1Q	2Q	3Q	4Q	13年	1Q	2Q	3Q	4Q	14年	1Q
銅	9,634	9,178	9,003	7,529	7,800	8,200	8,400	8,600	8,800	8,900	9,100	9,300	9,500				
アルミニウム	2,528	2,622	2,432	2,114	2,150	2,200	2,250	2,250	2,300	2,350	2,400	2,400	2,450				
ニッケル	26,938	24,321	22,065	18,402	19,500	20,000	20,500	20,500	21,000	21,500	22,000	22,000	22,500				
亜鉛	2,417	2,275	2,250	1,917	1,950	2,000	2,000	2,050	2,100	2,150	2,200	2,250	2,300				
鉛	2,573	2,536	2,453	2,010	2,000	2,050	2,050	2,100	2,150	2,150	2,200	2,250	2,250				
錫	29,882	28,862	24,724	20,882	20,500	21,000	21,500	22,000	22,500	23,000	23,000	23,500	24,000				

(注) 期中平均値。

錫は、インドネシアからの禁輸策が崩れて、やや市況に下押し圧力が残るとみられるが、エレクトロニクス製品向けに需要が回復すれば供給不足への懸念がでてきて、価格は上昇することが予想される。

- 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。当社までご連絡下さい。