

## 調査レポート

# コモディティ・レポート <2012年3月>

### ・原油市況 ~ 地政学的懸念と景気回復観測による上昇が一服

原油市況は、イラン問題や景気情勢について強弱の材料が交錯して一進一退が続いたが、4月中旬にかけてWTI原油が1バレル=100ドル、ブレント原油が120ドル割れまで下落した。イラン原油の供給減少は徐々に織り込まれており、仮に地政学的な緊張が緩和すれば、原油価格は下落余地が大きいとみられる。その場合、年末にかけて、WTI原油で90ドル台前半、ブレント原油で100ドル程度まで下落すると予想される。

### ・ベースメタル市況 ~ 景気・金利動向を材料に一進一退

2012年に入ってからマクロ経済環境をみると、中国経済の成長力への期待値が下方修正される一方で、米国の景気回復力が見直される傾向があった。総じて世界需要に占める中国のシェアが大きいベースメタルの市況には、中国の景気動向が反映されやすく、他のコモディティよりも上値が抑制されやすくなっているところがある。もっとも、伸びが鈍化したとはいえ、依然として中国のベースメタル需要が増加を続けている。今後、世界景気の持ち直しが続くとともに、ベースメタルの市況は緩やかに上昇するだろう。

### ・トピック ~ コモディティ市況からみる景気回復程度と減速観測

足元におけるコモディティ市況の軟調さは、(1)景気回復基調のもとでは米国の追加金融緩和が見込みにくくなったこと、(2)中国政府による経済成長率目標の下方修正もあって目先は景気減速懸念が強まっていること、(3)米国や日本の景気見通しの上振れが一服したこと、などを反映したものだといえるだろう。また、景気動向を若干、先行的に示す傾向があると思われるベースメタル市況の動向から考えると、目先は、景気拡大テンポが加速するというよりも、幾分、減速感が出るかもしれない。

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 )

〒105-8501 東京都港区虎ノ門 5-11-2

TEL: 03-6733-1070

．原油

1．原油市況：地政学的懸念と景気回復観測による上昇が一服

原油市況は、イラン問題や景気情勢について強弱の材料が交錯して一進一退が続いたが、4月中旬にかけてWT I 原油が1 バレル=100 ドル、ブレント原油が120 ドル割れまで下落した。

イラン問題では、米政府は、3月20日にイラン原油の輸入削減を進めた日欧11カ国を制裁対象から除外したうえで、30日にイラン関連制裁を6月28日から発動すると発表した。またEUは、3月23日に対イラン制裁の具体策を決定した。日本企業に影響が大きいイラン原油に関わる再保険は6月分まで認められ、7月分以降の扱いは5月中旬までに決定するとされた。

マクロ経済関連では、米国景気回復を受けて原油需要押し上げ観測が生じた一方で、原油高による景気下押し圧力も懸念もされた。3月26日にはFRB議長発言を受けた追加緩和観測によるドル安とともに原油高が進んだが、28日には石油備蓄放出に関するフランス首相の前向きな発言を材料に下落した。4月になると米中で弱めの景気指標が発表され、下落材料になった。

3月27日に、エンブリッジ社とエンタープライズ社は、2014年半ばまでにシーウェイ・パイプラインの輸送能力を日量85万バレルへと大幅に増加させる方針を発表した。原油在庫が荷余り状態にあるオクラホマ州と製油所地帯であるテキサス州を結ぶ同パイプラインは、今年6月より15万バレルの輸送を開始し、2013年1～3月期に40万バレルに拡張される予定であったが、顧客のパイプライン輸送への需要が強いことからさらなる能力拡張が決定された。

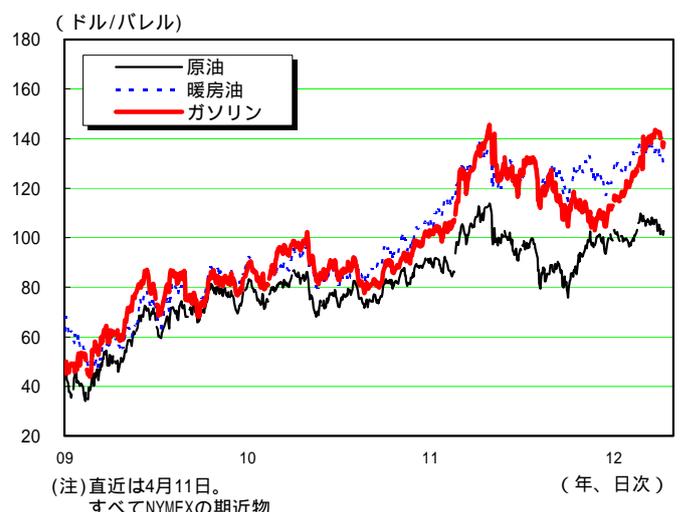
ブレント-WT I のスプレッド（価格差）は、2011年終盤に8ドル程度まで縮小していたが、2012年に入って拡大し、足元は再び20ドルに達している（図表3）。先物市場における投機筋のポジションをみると、買い超幅は、10月をボトムに2月下旬にかけて拡大し、足元では頭打ちになっている（図表7）。商業筋を含めた先物の全建て玉残高は、11～12月頃をボトムに3月上旬にかけて増加し、その後、頭打ちになっている（図表8）。

原油市場では、イラン原油の供給減少は徐々に織り込まれており、いずれ地政学的な緊張が緩和すれば、原油価格は下落余地が大きいとみられる。その場合、年末にかけて、WT I 原油で90ドル台前半、ブレント原油で100ドル程度まで下落すると予想される。

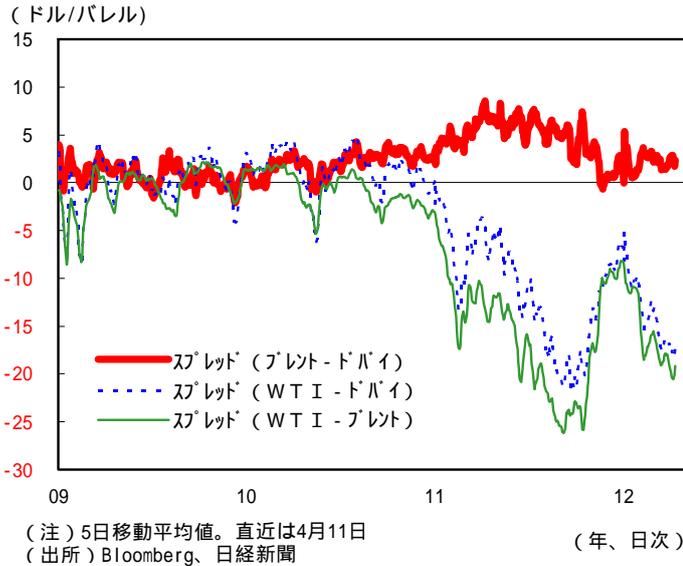
（図表1）原油市況の推移



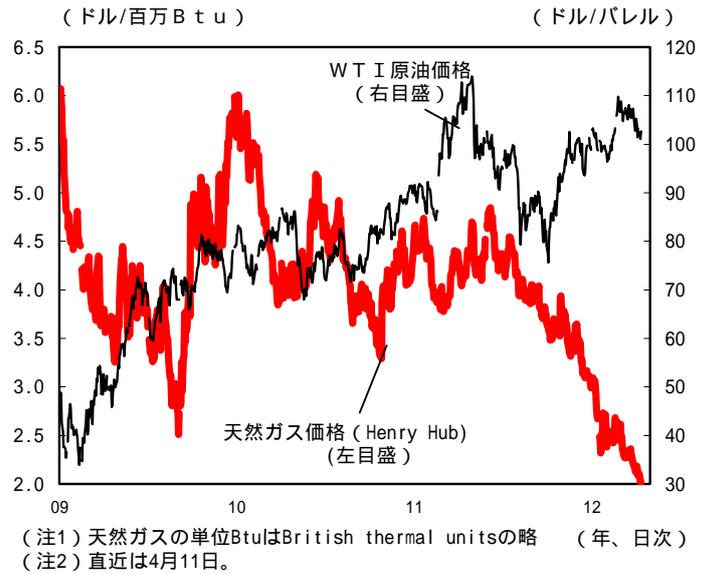
（図表2）石油製品市況の推移



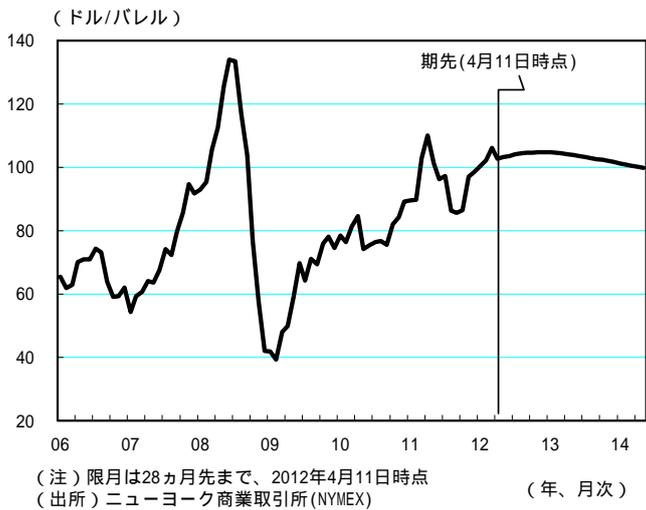
(図表3) 油種間スプレッドの推移



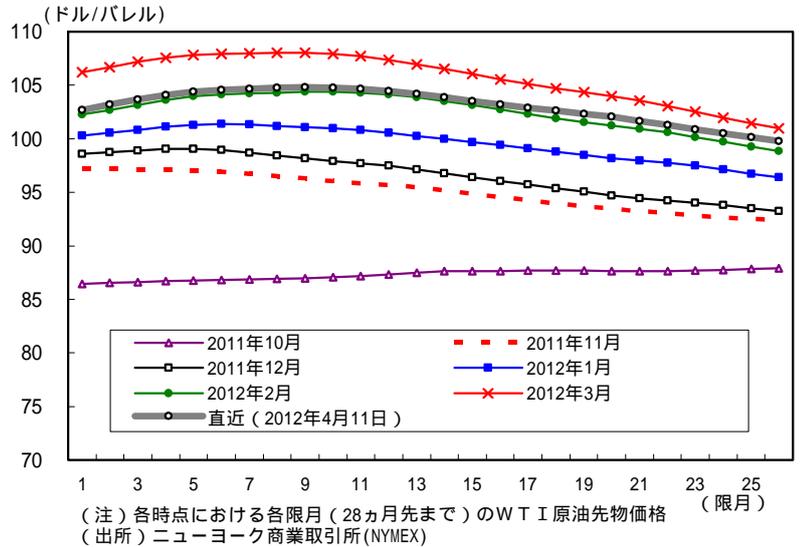
(図表4) 米国天然ガス市況の推移



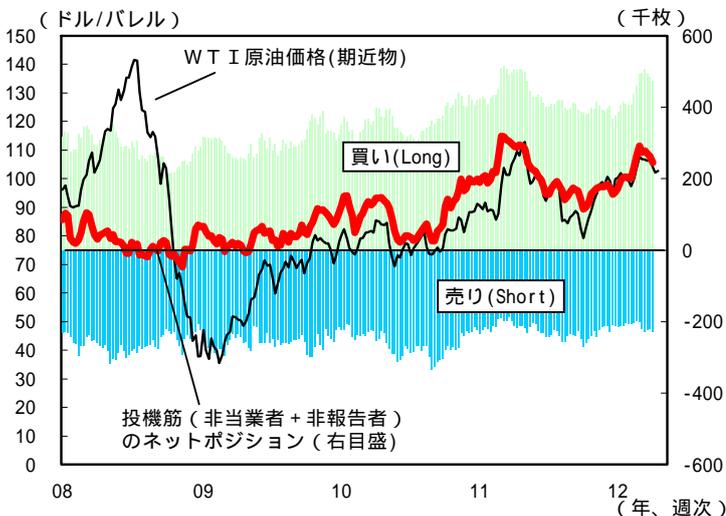
(図表5) 原油先物価格と先物カーブ



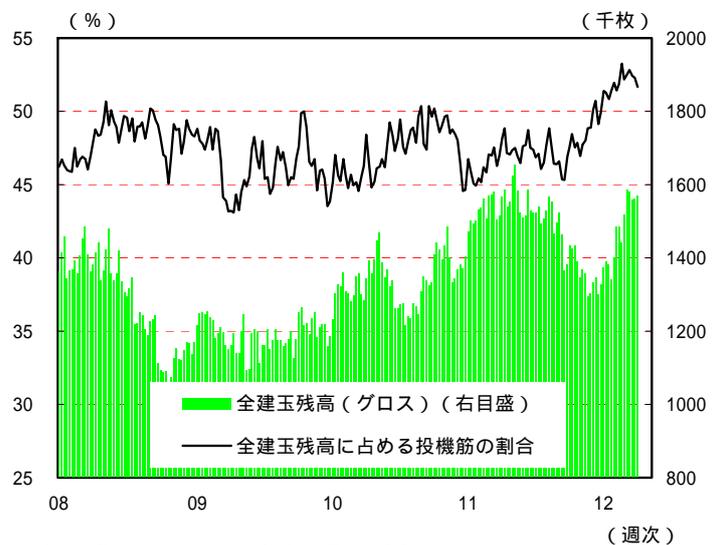
(図表6) WTI原油の先物カーブの変化



(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)



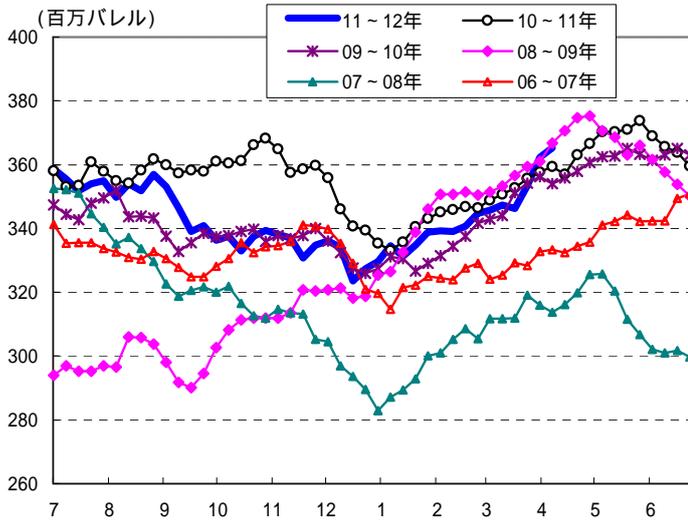
## 2. 石油需給動向

### (1) 米国需給；原油在庫はほぼ前年並み

米国の原油在庫（戦略石油備蓄を除く）は、ほぼ平年パターン通りに12月半ば以降は増加傾向となっており（図表9）、前年をやや下回る水準で推移している。製油所における原油投入量が前年水準を上回っている一方で（図表10）、米国内での原油生産量も前年を上回って推移し、3月は原油輸入も前年水準を上回った。

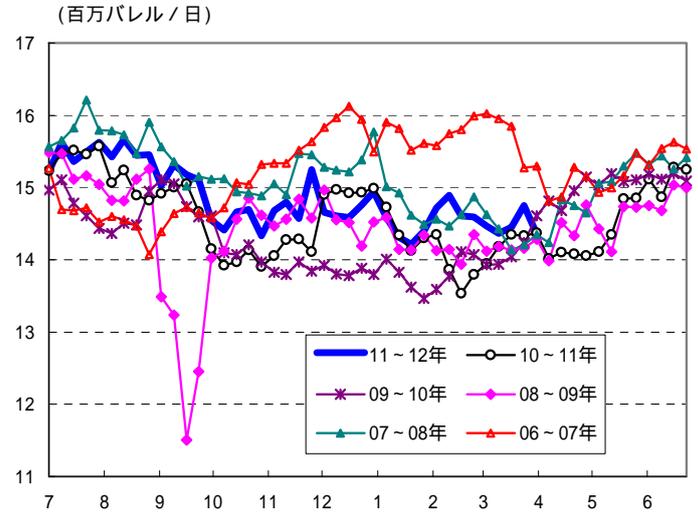
ガソリン小売価格（全米全種平均）は、昨年5月に一時4ドルを上回った後は下落傾向で推移し、12月には3.3ドルを割ったが、その後、上昇に転じ、4ドルに近づいてきている。ディーゼル小売価格は、すでに4ドルを上回ってきている。ガソリン消費量は前年水準を大幅に下回っている。中間留分の需要は、ガソリンに比べて相対的には底堅いものの、2012年に入って前年水準をかなり下回っている。

(図表9) 米国の各年の原油在庫



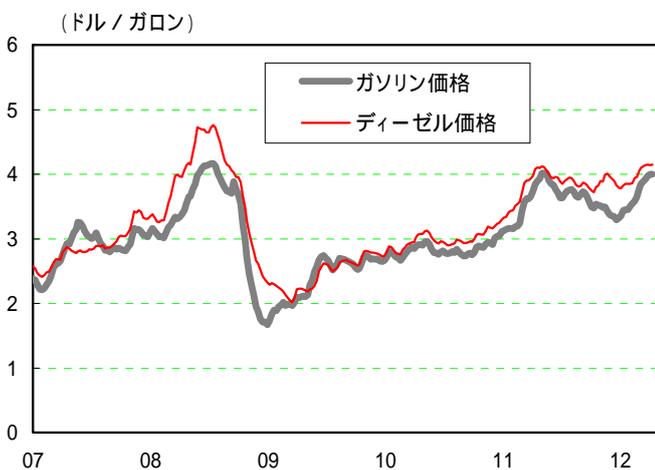
(注) SPRを除く原油在庫、直近値は4月6日  
(出所)米国エネルギー情報局(EIA)

(図表10) 米国の製油所の原油投入量



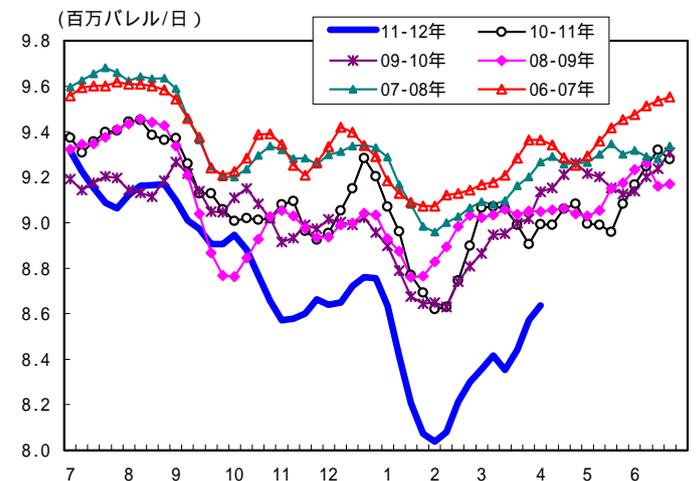
(注)直近値は4月6日  
(出所)米国エネルギー情報局(EIA)

(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)

(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4月6日  
(出所)米国エネルギー情報局(EIA)

## (2) ナフサ；ナフサ市況は上昇

日本の2月の輸入ナフサ価格（通関）は、1リットルあたり50.9円と前月比2.2円上昇した。一方、2月の輸入原油価格は56.4円と前月比1.3円上昇した。ナフサが、原油に対して割安になる動きには歯止めがかかってきた（図表13）。

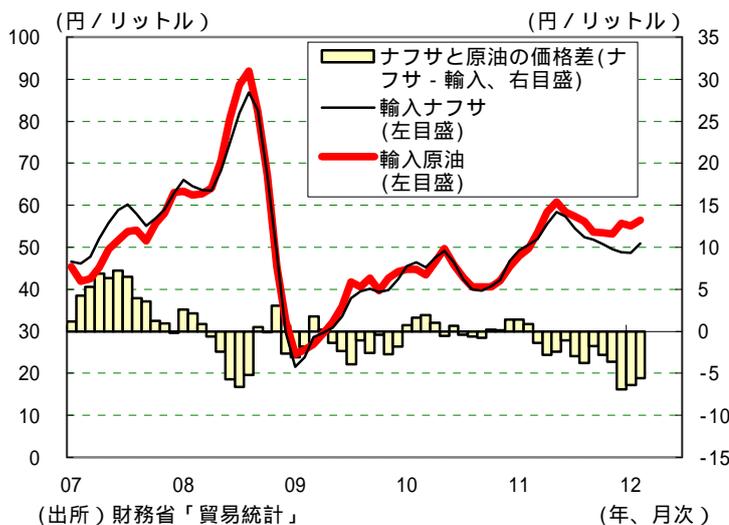
3月以降のナフサ価格をみると、原油価格とともに、ほぼ横ばい圏で推移している。ナフサは、2011年11月頃にかけて需給緩和が進み、イラン問題などを材料に原油価格が上昇する中でも、価格の低迷が続いていた。しかし、その後は、製油所の閉鎖や減産により、石油製品の供給圧力が緩和し、米国や日本の景気持ち直しを背景に需要持ち直し観測も生じ、2月にかけてナフサ価格は、原油価格よりも上昇テンポが速くなった。3月に入って、ナフサ需給が引き締まる動きは一服し、ナフサと原油との価格差は、2月の平均値並みにとどまっている。

今後、北半球の夏場にかけてガソリン需要が増える時期になるが、米国のガソリン需要は前年水準を下回って推移しており、ガソリン需要の増加が牽引して石油需給が引き締まっていく姿は描きにくく、むしろガソリンと代替性のあるナフサ市況の上値を抑える要因とみられる。もっとも、日本、韓国、台湾の化学工場の稼働率が上昇するため、アジアのナフサ需要は増加が見込まれる。

なお、2012年1～2月の中国のナフサ輸入は前年比5割弱の大幅増加であった。その時期の製造業の購買担当者指数（PMI）が弱めであり、製造業活動は停滞気味であったとみられるが、建築部門以外の内需関連向け（電気機械や自動車や軽工業など）を中心に石油化学製品の需要の引き合いがあることが推察される。

今後のナフサ市況は、引き続き、原油市況と連動した動きが見込まれる。

(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

#### 内戦前の供給力に近づくりビア

3月のOPECの産油量は日量3,122バレルと前月よりも増えた（Bloombergによる推計、図表15）。経済制裁の対象となっているイラン（前月比-6.5万バレル）の産油量が減少を続けたものの、リビア（+12.5万バレル）の増加が続き、サウジアラビア（+2万バレル）も増加した。

リビアでは、速いテンポで産油量の回復が続いており、国営石油会社は、4月の原油輸出量が内戦前の水準を上回るとしている。もっとも、生産量は、すでに内戦前の水準である160万バレルに近づいてきており、その後の増産テンポは鈍ると思われる。

なお、リビアでは、3月6日に、同国東部地域の自治を宣言して「キレナイカ暫定評議会」が設置された。リビアは、大きく分けて文化的に異なる3つの地域から成り立っているとされ、各地域の独立を志向する勢力があるとされる。また、前カダフィ政権終盤の内戦によって国内に武器が多数拡散しており、各地域内における小さな部族間の対立が武力衝突に至るケースが目立っている。南部のサブハでは、3月26～30日に部族間の衝突により100人以上が死亡したとされる。暫定政府である国民評議会の仲裁により、30日に戦闘は停止したようだ。だが、4月に入ると、西部のズワラでの部族対立により18人以上が死亡したとされる。

（図表15）OPECの生産動向

国名	生産量 (3月)	生産量 (2月)	生産目標 (12年1月～)	旧生産目標 (09年1月-11年 12月)	産油能力	稼働率	生産余力 (3月)
アルジェリア	125.0	126.0		120.2	140.0	89.3%	15.0
アンゴラ	177.5	181.0		151.7	205.0	86.6%	27.5
エクアドル	49.0	49.0		43.4	50.0	98.0%	1.0
イラン	338.5	345.0		333.6	400.0	84.6%	61.5
イラク	280.5	276.0	国別の 生産割 り当て は発表 せず	-	275.0	102.0%	-5.5
クウェート	268.0	266.5		222.2	265.0	101.1%	-3.0
リビア	125.0	112.5		146.9	178.5	70.0%	53.5
ナイジェリア	214.0	215.5		167.3	250.0	85.6%	36.0
カタール	81.0	80.5		73.1	90.0	90.0%	9.0
サウジアラビア	970.5	968.5		805.1	1,200.0	80.9%	229.5
UAE	261.0	259.5		222.3	265.0	98.5%	4.0
ベネズエラ	232.0	231.0		198.6	240.0	96.7%	8.0
<b>OPEC12カ国</b>	<b>3,122.0</b>	<b>3,111.0</b>	<b>3,000.0</b>	<b>-</b>	<b>3,558.5</b>	<b>87.7%</b>	<b>436.5</b>
<b>OPEC11カ国</b>	<b>2,841.5</b>	<b>2,835.0</b>		<b>2,484.5</b>	<b>3,283.5</b>	<b>86.5%</b>	<b>442.0</b>

（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

イラン問題では、米欧が引き続き追加制裁を検討する姿勢を示している。米国政府は、3月20日にイラン原油の輸入削減などを進めた日本や欧州の11カ国について、米国による経済制裁の対象にしないと発表したうえで、3月30日には、6月28日からイラン中央銀行などと取引する外国金融機関等への制裁を発動すると発表した。

一方、EU（欧州連合）では、23日の外相会議において、対イラン制裁の具体策が決定された。日本にも関係するものとして注目されたイラン産原油の貿易に関する再保険については、6月末までは認められることになった。7月以降の対応については、5月中旬までに決められる。

米欧によるイラン制裁に対応する動きが相次いでいる。3月7日に、石油メジャーのロイヤル・ダッチ・シェルは、イラン原油の購入を停止したと発表した。23日に台湾の中国石油公社（CPC）が7月からの輸入停止、26日にマレーシアのペトロナスが4月からの購入停止を発表した。また、26日には、イギリス系の銀行がイラン原油の運搬をしているギリシャの海運会社への送金を停止したと報道された。4月3日には、ギリシャの石油精製会社がイラン産原油の買い付けを停止すると発表した。イランとの取引を行う欧州の金融機関がなく、決済方法がないことが理由とされた。本件について、対イランの決済はトルコの銀行を通じて行われていたが、欧州の金融機関はトルコの銀行に対して送金を行うことを拒否しているとされる。

韓国やトルコなども原油輸入削減を行い、対イラン制裁に反対する立場を示す中国やインドについても、結果的にそれぞれ輸入量を減らすと見込まれている。

イラン問題では、4月14日に、イランと6カ国（国連安保理の常任理事国＋ドイツ）で協議が行われる予定である。

## シリア・イエメン・南スーダン

シリア内戦問題では、アナン特使による調停案をアサド政権が受け入れ、10日までに人口密集地から部隊を撤退させることに同意したと報道された。5日に国連の準備チームがシリアに到着し、今後、派遣される停戦監視団の展開についてシリア側と調整する模様だ。反体制派は、アサド政権による時間稼ぎに過ぎないとしながらも、政権側が部隊を撤退させれば停戦を順守するとしている。

イエメンでは、2月24日には選挙によりハディ新大統領が選出されたものの、依然としてテロ活動による人的被害や石油施設の破壊が続いている。

3月26日に、スーダンと南スーダンの軍隊が交戦状態に陥ったと、両国政府が発表した。昨年7月にスーダンから南スーダンが独立した後、両国の対立が続いており、今年1月からスーダン領のパイプラインを經由して輸出される南スーダンの原油（日量35万バレル）は、生産が停止されていた。4月2日から両国の国防相の会談が行われたものの、4日に決裂した。軍事衝突が相次いでおり、早期に事態が決着して原油輸出が再開される見込みは低いとみられる。

．ベースメタル

1．市況全般：景気・金利動向を材料に一進一退

2012年に入ってから、中国経済の成長力への期待値が下方修正される一方で、米国の景気回復力が見直される傾向がある。こうした米中の経済見通しのニュアンスは、米国の株価がリーマンショック以来の高値を記録したのに対して、中国の株価は低迷状態が続いているという状況によく現れている。

銅を初めとするベースメタルについては、総じて世界需要に占める中国のシェアが大きく、その市況は中国の景気動向を反映しやすい。最近のベースメタル市況は、中国経済の減速観測によって他のコモディティよりも上値が抑制されやすくなっているところがある。

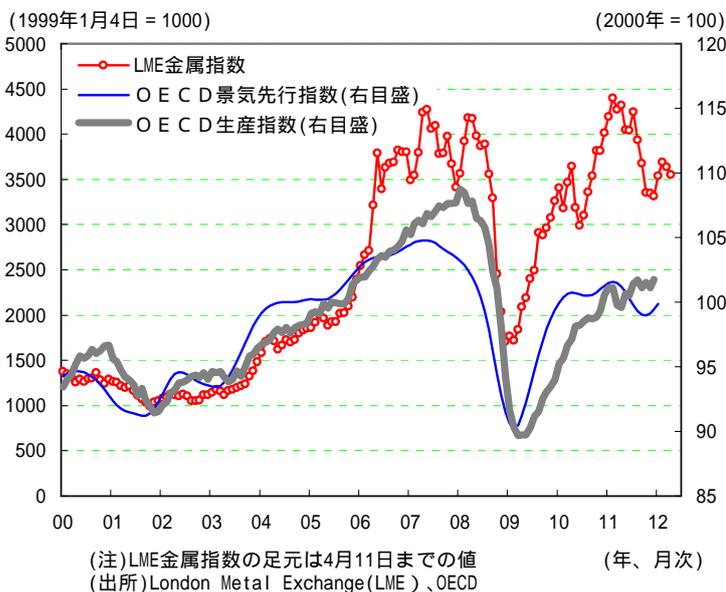
ただし、伸びが鈍化したとはいえ、依然として中国のベースメタル需要が増加を続けており、新規に鉱山の開発や精錬所の建設が進まない、いずれ供給不足に陥る可能性があるといった中長期的な見通しについての世の中の見方は大きく変わっていないとみられる。

一方、米国景気の持ち直しを受けてFRBによる超低金利政策の継続期間が短縮されると、金利が上昇してコモディティ投資が抑制されやすくなるとの観測もある。

結局、中長期的に、新興国が世界経済の成長を牽引し、先進国はそれに伴って緩やかに拡大するという見方は広く共有されているとみられる中で、当面、景気動向や金利動向を材料に相場が一進一退する状況が続くだろう。今後、世界景気の持ち直しが続くとともに、ベースメタルの市況は緩やかに上昇するだろう。

なお、鉄鉱石に関して、中国で価格の決定の透明性の向上のため、取引プラットフォームを設立する動きがある。北京国際航業権交易所が運営する鉄鉱石現物取引に、ヴァーレとリオ・ティントが参画すると報じられた。豪FMGはすでに加盟しており、BHPビリトンも参加の意向とされ、5月8日から運用が開始される。

(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 ~ 8,000 ドル近くに下落

銅相場（3ヶ月物）は、2011年10月初めに1トンあたり6,700ドルを割り込み、11月～12月も欧州財政金融危機を受けて下落圧力が強まる場面があったが、その後は上昇基調となり、2012年1月後半には8,000ドル台が定着した。2～3月は、8,100～8,800ドルの横ばい圏で推移したが、足元では8,000ドル近くに下落している。

3月上旬には、ギリシャ債務減免交渉が難航することが懸念され、リスク警戒感から株式などとともに銅の市況も下落した。その後、ギリシャの債務減免交渉が決着に向かったことや、強めの米国経済指標が発表されたことを背景に銅市況は上昇した。また、対ユーロでのドル相場下落も、ドル建てで取引される他のコモディティとともに銅市況の押し上げ要因になった。しかし3月後半以降は、中国経済の減速や米国の追加金融緩和観測の後退などが相場の押し下げ材料になっていった。FRB議長発言を受けた追加金融緩和観測によって、一時的に相場が持ち直す場面もあったが、しだいに中国の金属需要の停滞が弱材料として言及されることが増えた。

ペルーやインドネシアなどでは、引き続き供給を不安定化させる動きがある。

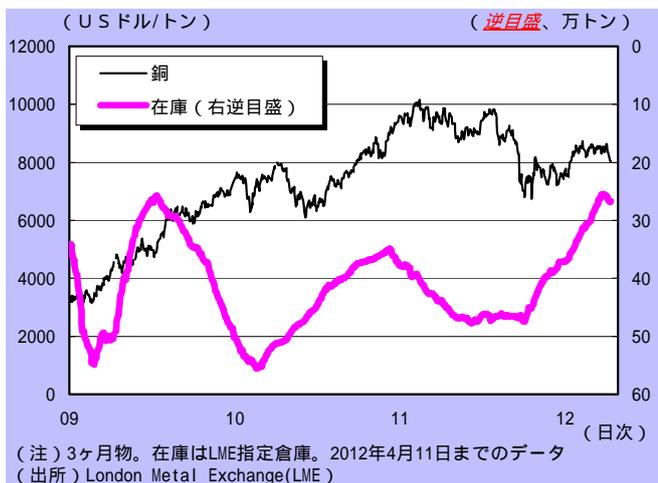
ニューモント社がペルーで新規開発を行っているコンガ鉱山では、地方政府の反対や左翼勢力による妨害により開発が停止された状態に陥っており、開発の可否は、大統領の政治判断に委ねられることになりそうだ。2011年7月に就任したオリヤンタ・ウマリャ大統領は、選挙戦における左派的な主張から軌道修正を図っているものの、農村部などの左派勢力の支持を得て当選したため、環境問題を重視する左派勢力に配慮せざるを得なくなるとの懸念が出ている。

一方、インドネシアでは、2012年中に、鉱物の輸出に25%の課税を行うことが検討されるとされる。もっとも具体的な内容は定まっておらず、そもそも実効性は乏しいとの見方もある。また、当局者は「企業が対応できないような性急な政策変更は国際的な信用を失う」としている。

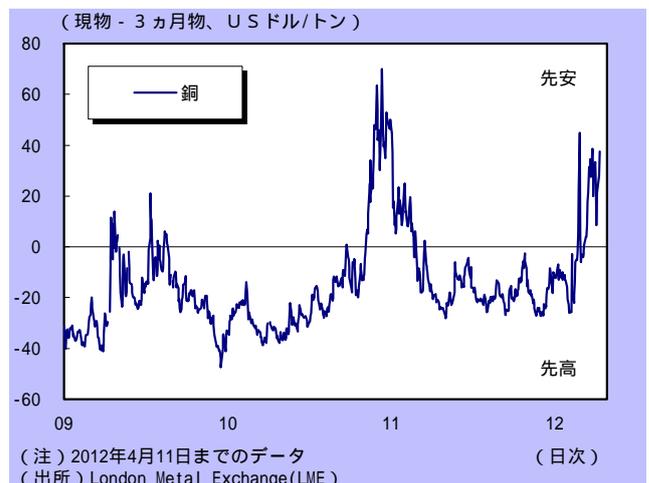
中国の需要は春節休暇明けから平年ほど伸びていないと指摘され、銅市況の下押し要因になってきている。しかし一方で、米国の住宅部門関連や日本の復興需要関連での銅需要が緩やかに持ち直しており、銅相場は底堅い推移が見込まれる。

(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 ~ 2,300 ドル前後から 2,100 ドル程度に下落

アルミニウム相場（3ヶ月物）は、2011年12月14日に1,955ドルまで下落した後は上昇基調に転じた。2月中旬にやや下落したものの、2,100ドル超で推移し、3月2日には一時2,361ドルまで上昇した。その後、やや下落し、足元は2,100ドル程度になっている。

アルミニウム業界では、昨年終盤から、各地で精錬所の閉鎖、生産計画の削減、能力増強の延期などの動きが続いている。3月14日にノルウェー系のノルスク・ハイドロ社は、ブラジルにおけるアルミナ精製設備（CAP計画）の着工を延期すると発表した。2015年の生産開始が予定されていた。その理由として、短期的・中期的なアルミニウム需要見通しが不透明なことが挙げられた。同社は1年前に、ヴァーレ社よりブラジルにおけるボーキサイトやアルミナの事業（ヴァーレと日本企業の連合により共同開発していた事業）を買収した。世界最大のアルミナ精製設備であるアルノルテの91%を保有し、CAP計画についても81%の権益を保有している。

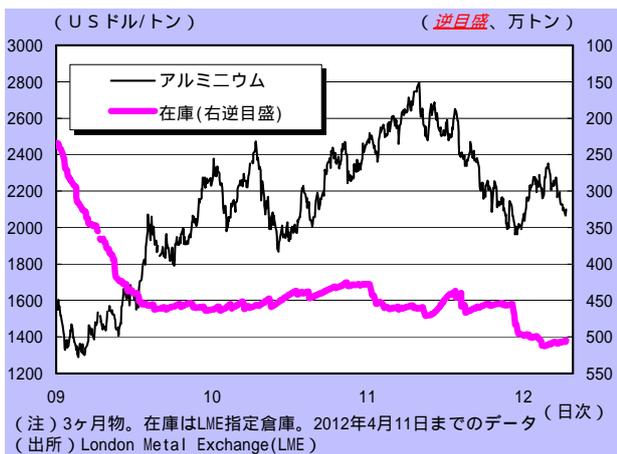
アルミニウム市況は、原油高による精錬コスト上昇や欧米の競争力がない精錬所の閉鎖を材料に、2012年に入って上昇テンポが速まった。しかし、精錬コストが低く、競争力のある精錬所の新設が引き続き多数計画されていることや、足元のアルミニウム在庫の水準が多いことから、足元では他の金属に比べて上値が抑えられやすくなっている。中国を中心に需要の伸びが高いことを想定して、生産能力の拡大が計画されており、中国経済の減速の程度に不確実性が感じられる場合には、市況見通しが慎重になりやすいところもあろう。

なお、ロシアのルスアル社での二人の富豪による利害対立が注目を集めている。現在CEOを務めるデリパスカ氏は、投資会社を通じて株式の47.4%を保有し、8.75%の株式を保有する資源大手のグレンコアと組んで経営実権を握っており、ニッケル・パラジウム大手のノルルスク・ニッケルとの合併を目指している。しかし、3月12日に会長職を辞任したベクセリベルク氏（投資会社を通じて株式の15.8%を保有）は、ノルルスク株式を売却して債務返済に回せば株価が回復すると主張していた。4月5日には、ベクセリベルク氏側は、ルスアルがグレンコアと結んだ販売契約は違法（株主の権利を侵害した）としてロンドン国際仲裁裁判所に提訴した。

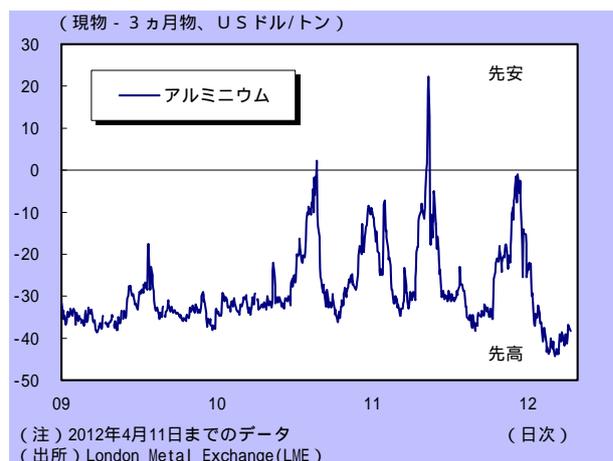
当面、アルミニウム市況は景気動向とともに一進一退が見込まれる。

（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 ドル台まで下落

ニッケル相場(3ヶ月物)は、2011年11月下旬に1トンあたり16,550ドルの安値をつけた後、徐々に上昇してきており、2012年2月上旬には22,000ドル台をつけた。しかしその後は、下落傾向となり、足元は18,000ドル前後で推移している。

3月29日にニッケルおよびパラジウムの世界最大手鉱山会社であるノリリスク・ニッケルは、ニッケル価格が18,000ドルであれば、世界の5%の生産者が不採算に陥っている可能性がある」と述べている。

ニッケルの主用途であるステンレス鋼の市況が、再び下落傾向で推移している。1月に欧州で大手企業の経営統合が発表された後、超過供給状態が是正されるとの観測が生じていたが、3月になると、販売業者からの引き合いが弱まり、市況は下落した。すなわち、2012年1~2月にニッケル価格が大幅に上昇したことを受けて、ステンレス鋼価格も急に上昇した反動として、3月以降は、ステンレス鋼の買い控えが目立ち、市況は軟化に向かった。欧州では、ドイツの需要が底堅いものの、それ以外では南欧を中心に需要が弱い。また、アジアでは、中国国内のステンレス市況の軟化を受けて、輸出環境の悪化から韓国や台湾のステンレス鋼メーカーの販売価格も下落傾向で推移しているようだ。

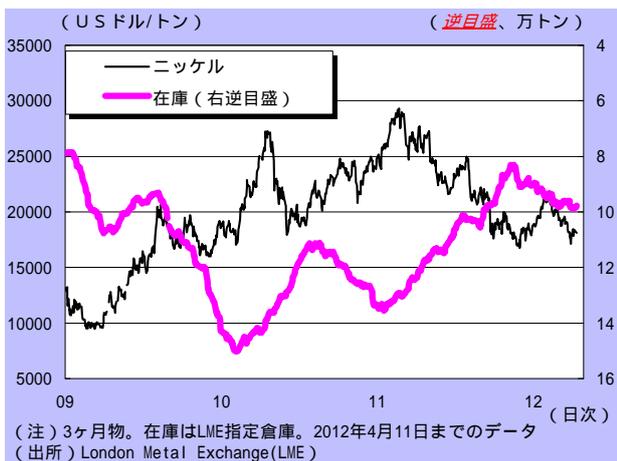
ニッケル価格の下落が進むと、ニッケル銑鉄(NPI: Nickel Pig Iron)によるステンレス鋼の製造が競争力を失い、ニッケル価格の下支え要因になるとされるが、そうした動きが強まるのは15,000ドルを下回る程度まで相場が下落した場合だとされる。

なお、日本がニッケル輸入の4割強を依存しているインドネシアにおいて、今後、資源輸出規制を進めようとする動きがあり、供給不安要因になっている。

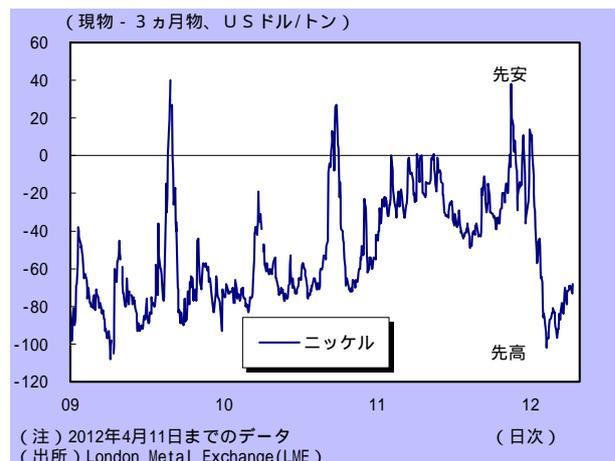
ニッケル価格の下落局面では、ステンレス鋼の値下がりを待って発注が見合わされるため、足元ではニッケル需給の緩和がやや増幅されやすいところがある。足元では中国の建築部門の停滞もあってステンレス鋼の需要の実勢がそれほど強くないため、ニッケル需要も勢いを欠くと思われる。もともと、新興国におけるステンレス鋼の潜在需要は大きく、世界景気の拡大とともにニッケル需給は徐々に引き締まり、市況は上昇に向かうと予想される。

(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 ~ 上値を抑えられ 2,000 ドル前後

亜鉛相場（3ヶ月物）は、2011年10月20日に1トンあたり1,718ドルまで下げたが、2012年1月には、欧州の財政金融危機への懸念の後退や世界景気の回復観測を背景に2,200ドル台に達した。しかしその後は、上値を抑えられ、足元では2,000ドル前後を中心に推移している。

3月4日に広東省の大手鉱山・精錬会社は、鉛公害への懸念から鉱山（亜鉛鉱石と鉛鉱石を生産）と亜鉛精錬所（年間生産量10万トン）を閉鎖すると発表していたが、そのうち鉱山については3月30日に試験的生産を開始したようだ。

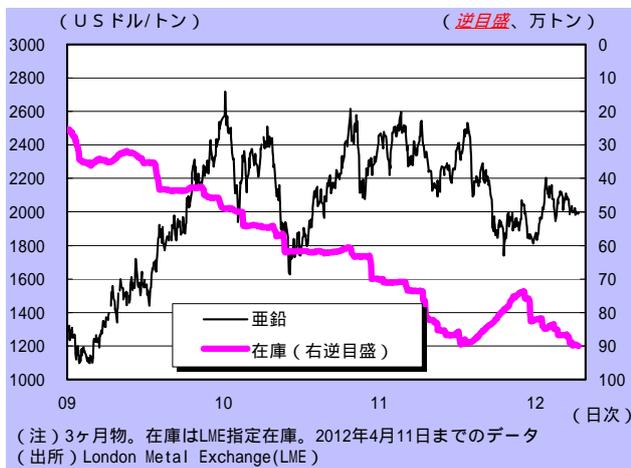
一方、日本では、電力料金の上昇が見込まれる夏季に操業を停止したり、亜鉛鉱石（精鉱）の値上がりを受けてリサイクル原料（酸化亜鉛）のみでの操業とする動きが出ており、昨年の大震災で失われた生産があまり回復しない見通しである。

基本的には、亜鉛の世界的な供給超過状態は変わらないとの見方が、引き続き支配的である。そうした中でも、鉱山開発には数年以上の期間がかかるため、今後、既存鉱山の枯渇が進むことを考慮して、新規鉱山の開発が活発化してきているとされる。

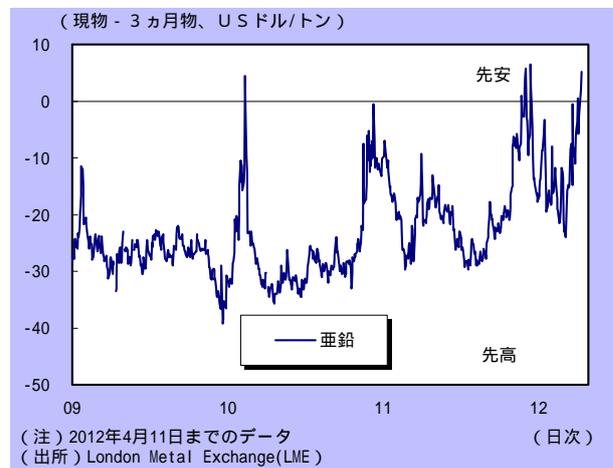
中国の建築関連向け需要が停滞している中、当面、亜鉛需給に引き締め感が出ることはないだろうが、亜鉛市況は、各国における自動車向けなどの需要増加にともなって緩やかに上昇すると見込まれる。

（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 ~ 上値を抑えられ 23,000 ドル前後

錫相場（3ヶ月物）は、2011年9月23日に1トンあたり17,000ドルまで下落し、10～11月には20,000ドル超に持ち直したものの、12月後半に19,000ドルまで下落した。2012年に入って大幅上昇し、2月上旬には25,000ドル台をつけたが、その後は、頭打ちとなり、足元では23,000ドル前後で推移している。

インドネシア政府は、資源ナショナリズム的な政策を相次いで打ち出してきている。4月3日には、今年に石炭やバニラを対象に税率25%の輸出税を導入し、2013年には税率を50%ま

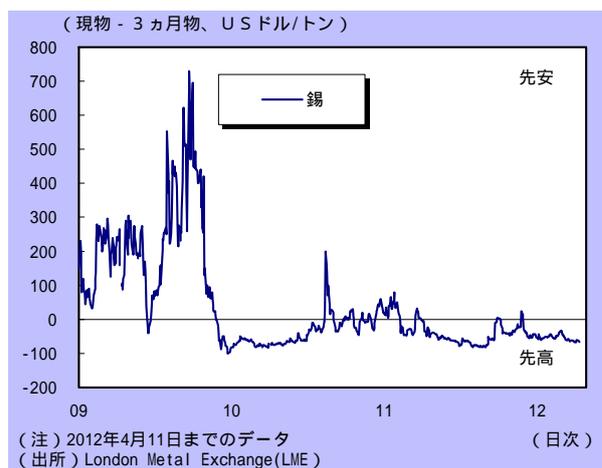
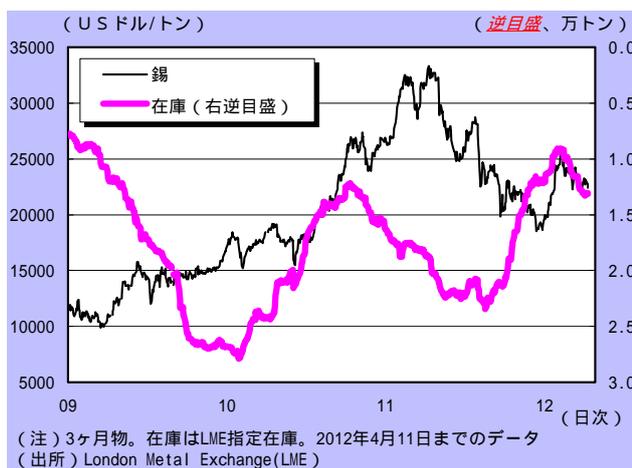
で引き上げると発表した。インドネシア政府は、3月に、2014年より加工度が低い一次製品の輸出を禁止するとの方針を打ち出していたが、今回発表した輸出税を、本格的な禁輸が始まる前に導入することで、徐々に一次製品の輸出を抑制する意図があるとされる。また、制度的に低付加価値品の輸出を抑制することを通じて、国内に加工度の高い技術を伴った事業を誘致し、経済発展につなげようとしている。

3月28日に国際錫研究所（ITRI）は、2012年の錫需給は小幅な（1万トンの）需要超過になり、在庫水準が低いため、需給逼迫懸念から市況は上昇するとの見方を示した。新規鉱山への投資が遅れている一方で、世界景気の回復を受けて、需要は回復傾向が続くとしている。もっとも、世界のエレクトロニクス関連の生産活動は緩やかな回復にとどまっており、当面、錫相場は緩やかな上昇にとどまるだろう。

（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ヵ月物）の推移



## 7. 鉛 ~ やや下落して2,000ドル前後

鉛相場（3ヶ月物）は、2011年10月20日に1トンあたり1,772ドルに下落し、11～12月は2,000ドル前後を中心に推移したが、2012年に入って上昇し、1月下旬には2,300ドル台をつけた。2月以降は横ばい圏での推移が続いていたが、3月下旬には一時2,000ドルを下回り、やや下落している。

冬場の交換用バッテリー向け需要が一巡する時期になっているが、中国を中心に電気二輪車や乗用車のバッテリー向けに鉛需要の増加が続くとみられ、引き続き、他の金属に比べて需給が緩和しにくいとの見方がある。米国では、自動車バッテリー大手会社が5月より、環境対策・安全対策等に伴うコスト増を転嫁するためバッテリー価格の値上げを行うとしている。

そうした中で、供給面では、3月29日に米国のドウ・ラン社は、火災事故のため、精錬所（年間12万トン）の操業が最大6週間停止する可能性があるとして、不可抗力条項（force majeure）の適用を宣言した。もっとも在庫が豊富であり、国際的に鉛地金が不足することはないとされる。

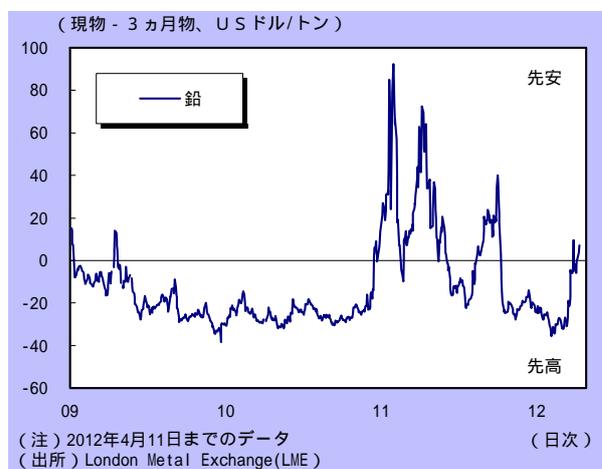
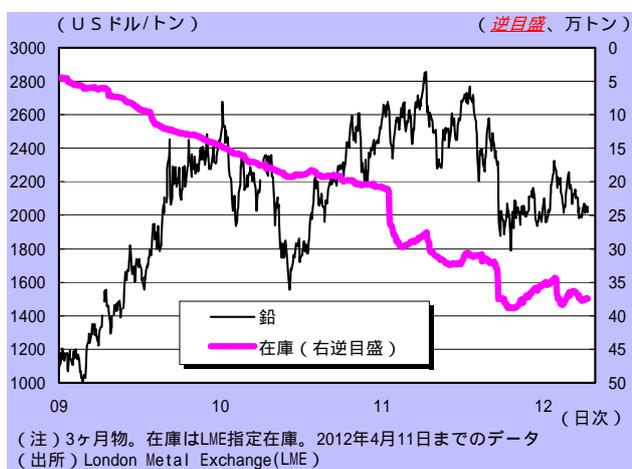
中国では、3月4日には広東省の大手鉱山・精錬会社が、鉛公害への懸念から鉱山（亜鉛鉱石と鉛鉱石を生産）の操業を停止したが、30日に試験的生産を開始したようだ。中国政府は、2011年に、環境対策が不十分だとされた多数の鉛鉱山や鉛精錬所を操業停止としたが、大手企業を中心に徐々に操業が再開されているようだ。

当面、鉛の需給は大きな変化がなく、在庫が豊富な状態が続き、市況は一進一退の推移が見込まれる。各国で、鉛に関する規制の厳格化が行われており、各種の事業が、環境対策費を負担できる大手会社に集約されやすくなっているとみられる。

(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ヵ月物)の推移



トピック

～ コモディティ市況からみる景気の回復程度と減速観測 ～

2012年に入って景気の先行き見通しが改善したことを受けて、3月上旬にかけて国際商品市況は上昇傾向で推移した。しかし、3月中旬以降は下落に転じており、結果として昨年後半以降は、ほぼ横ばい圏内で推移している。この動きは、各国の株価が昨年終盤をボトムに上昇してきているのとはやや異なる動きである。もっとも、各国の株価についても、3月終盤から頭打ちとなっている。総じて、景気の先行きについての不安感が生じているものと思われる。

国際商品市況は景気動向を敏感に反映しており、景気動向を判断する上でも有用だと思われる。国際商品市況動向からわかる景気の現状について述べてみたい。

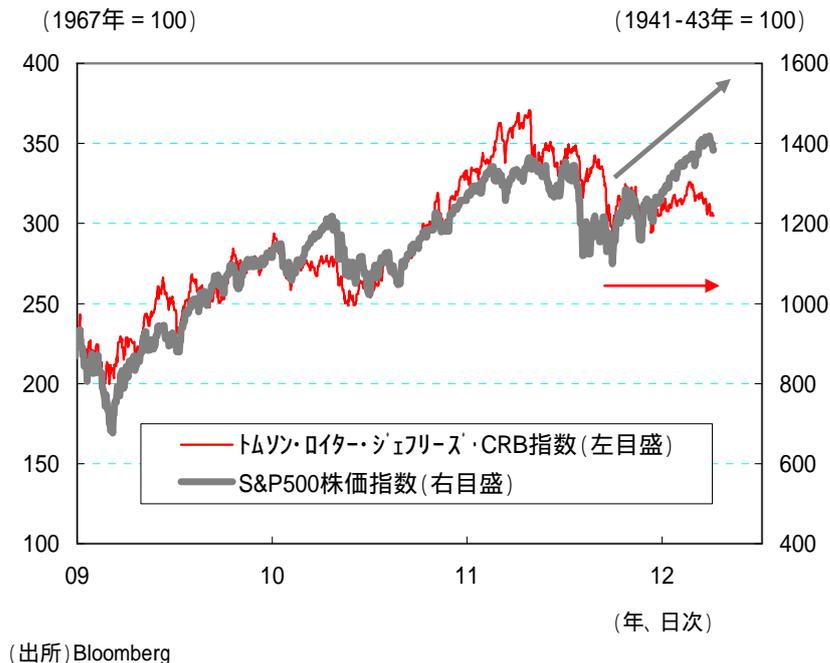
1. コモディティ相場の現況

コモディティや株価の市況は、昨年終盤に欧州財政金融危機への懸念が強まって、大幅に下落していたが、今年に入ると、ギリシャ第2次支援策での合意や米国の景気指標の改善を受けて市況の回復が進んだ。しかし、2月下旬頃をピークにコモディティ市況（図表では、ロイター・ジェフリーズCRB指数）は下落気味に推移し、株価も、その後を追うように頭打ちになっている。

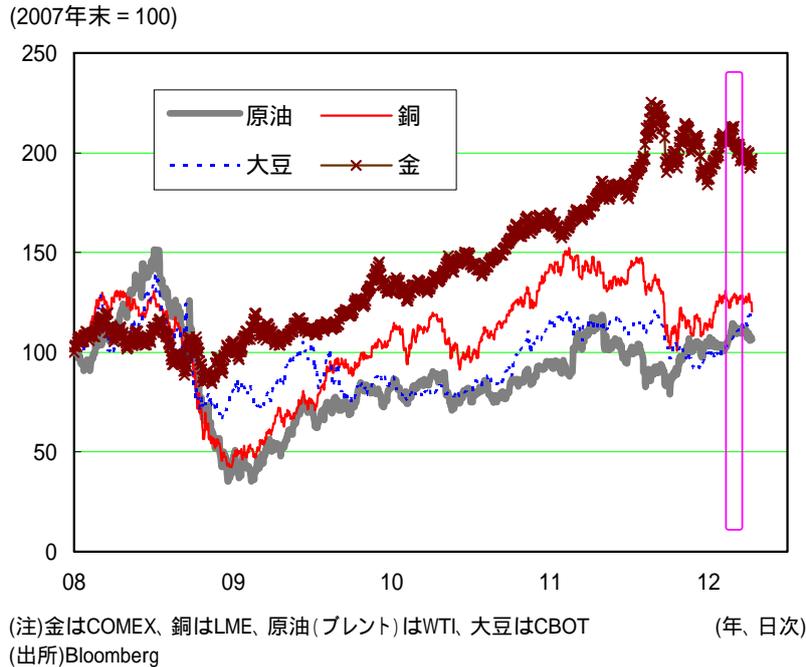
仮に景況感がコモディティ市況に反映されているとすると、2月下旬にピークアウトしており、そうした状況を反映して株価も下げているということになってくる。

2月下旬にコモディティ市況が上がっているが、これはイラン問題を受けて原油価格が高値圏で推移していたことや、金融緩和観測から金を買われたことが影響しており（図表25）、この間の景況感とコモディティ市況の動きはやや異なったものだったと考えられる。

(図表 24) 株価と国際商品市況の推移



(図表 25) 原油・銅・大豆・金の価格の推移



## 2 . 中国需要の減速懸念

次に、中国経済の減速観測と日米欧の景況感の持ち直しのバランスについて、ベースメタル市況の動向から考えてみよう。

中国の景気動向は、中国需要のシェアが多いコモディティの需給環境に敏感に反映されると考えられる。そこで、中国のシェアが4割を超える銅などベースメタルの市況をみると、上値は追えずに横ばい圏で推移しているとはいえ、昨年終盤の安値は上回っており、ベースメタル需給を大幅に緩和させるほどの減速観測が広がっているわけではないようだ。

景況感を測るという点では、コモディティ市況の水準だけではなく、各コモディティの価格差も注目される。

リーマンショック以降の銅などベースメタル市況の回復は、中国需要に牽引されてきたところがあり、足元でも、そうした状況は変わっていないとみられる。依然として、中国の銅輸入は増加傾向で推移しており、中国需要が世界の銅需給を引き締めている状況である。

もっとも、銅については、ロンドン金属取引所(LME)市況に比べた上海先物取引所(SHFE)市況の割高さ度合いがやや縮小している(図表26の乖離率を参照)。これは、中国と米欧日の需給環境の差が幾分、縮まる動きを反映したものと考えられる。中国では、引き締め政策の効果によって建築活動が鈍化し、輸出製品向けの原材料購入も見送られる傾向が強まって、金属需要の増加テンポが鈍っている一方で、米欧日では景気の持ち直しにより金属需要が回復しつつある。

つまり、中国と米欧日の需給(≒景況感)はやや接近したが、依然として中国の方が引き締まっているといった状況を示していると考えられる。

(図表 26) 銅・アルミニウムのロンドン金属取引所 (LME) と上海先物取引所 (SHFE) における市況の比較



(出所)BloombergデータよりMURC作成

(年、日次)

### 3. 原油安の中でのガソリン価格の上昇

一方、景気の先行き懸念が後退した後、ガソリン価格の上昇が目立つようになっており、一部では、夏場に向けてガソリン高により景気が下押しされるとの懸念が生じているようだ。そこで、原油と石油製品との価格差からうかがえる製油所の精製マージンの動向と、製油所の事業環境や景気動向との関係について考察してみたい。

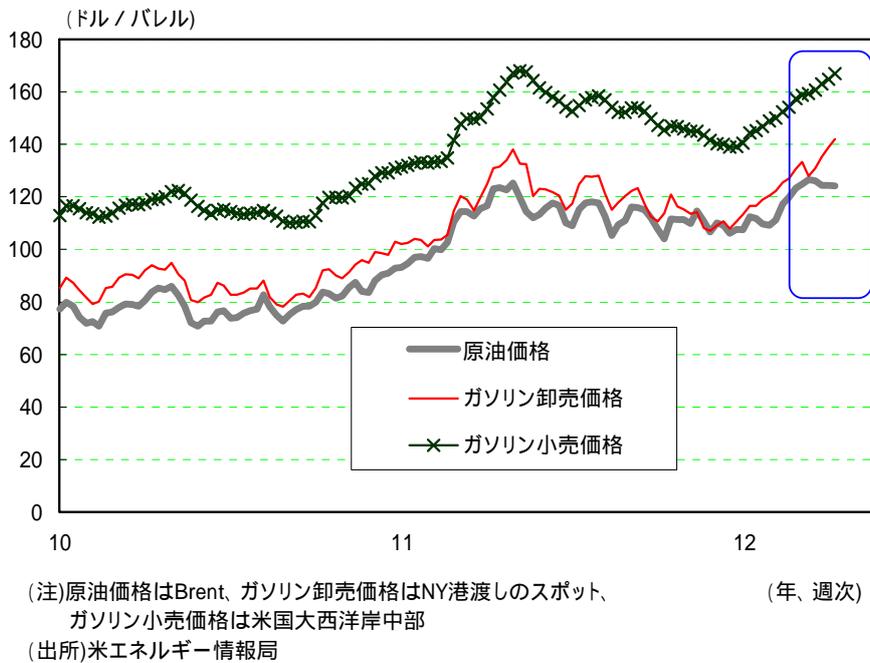
現状では、石油価格の高騰がG20(20カ国・地域財務大臣・中央銀行総裁会議)など国際会議でテーマに挙がったり、米国政府から原油高抑制策に関する発言が増えたり、2008年の原油高騰時と似たような状況になっている。

しかし、需要増加観測が市況を引っ張る傾向があった2008年と異なり、2012年にかけての原油価格の上昇はイラン問題を巡る供給不安定化への懸念が直接的な上昇要因になっており、これまでのところ、昨年、リビアからの供給減少に対応した際の状況に近いと思われる。景気の実勢以上に原油価格が高止まりし、石油製品の需要は抑制される傾向が出ていた。価格面では、原油の上昇ほどには、ガソリンが上がらず、精製マージンが悪化していた。

ところが4月はじめにかけて、原油価格が頭打ちで推移する中でガソリン市況が大幅に上昇し、ガソリン高に対する懸念が強まった。米国では平均ガソリン小売価格（レギュラー）が、1ガロンあたり3.9ドル台に達している。このガソリンの独歩高の背景には、米領バージンアイランドや米国北東部における製油所の閉鎖などによって石油製品の供給能力の削減が進んだ一方で、冬場が終わりガソリンの需要が増加に向かい始めたことがある。

つまり、原油高によって石油製品需要が抑制され、製油マージンが減少したため、製油所の経営状況が悪化していたが、淘汰を経て、製油所の経営状況は落ち着いてきている。原油高や需要低迷による産業調整圧力が一巡しつつあり、石油価格の体系がようやく平常化してきたといえる。ガソリン高は、夏場に向けてガソリン需給が逼迫する兆しというわけではなく、ようやく需要の弱さに供給力の削減が追いついたというところだと思われる。

(図表 27) 米国のガソリン価格の動向



#### 4. まとめ

足元においてコモディティ市況がやや軟調に推移しているのは、(1)景気回復基調のもとでは米国の追加金融緩和が見込みにくくなったこと、(2)中国政府による経済成長率目標の下方修正もあって目先は景気減速懸念が強まっていること、(3)米国や日本の景気見通しの上振れが一服したこと、などを反映したものだといえるだろう。

また、景気動向を若干、先行的に示す傾向があると思われるベースメタル市況の動向から考えると、目先は、景気拡大テンポが加速するというよりも、幾分、減速感が出るかもしれない。

- 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。