

## 調査レポート

# コモディティ・レポート <2012年4月>

### ・コモディティ市況全般：総じて下落傾向

コモディティ市況は、3月までに景気回復など押し上げ材料を織り込んだことやFRBによる追加金融緩和観測の後退から、上値が重くなっていた。4月以降は、中国経済の減速懸念が強まったことや、5月に入って欧州財政問題への懸念が再燃したこともあり、コモディティ市況は、総じて下落傾向になった。

### ・エネルギー市況：4月中旬以降は下落傾向で推移し、WTI原油は95ドル割れ

原油市況の変動材料として、イラン問題と景気動向が意識されている。今後、イラン問題の緊張緩和が進めば、原油市況は下落余地がある。パイプライン輸送開始による需要増によってWTI原油は下支えされる可能性があるが、ブレント原油は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：中国景気減速観測を背景に下落し、銅は8,000ドル割れ

5月に入って、各国景気指標の下振れや、欧州各国の選挙結果を受けた財政金融危機の再燃懸念を背景にベースメタル市況は下落した。先行き、中国景気の減速懸念が下押し材料になるのが、米国の住宅関連や日本の復興需要関連を中心に実需が緩やかに持ち直しており、銅などベースメタル市況は、一進一退の推移が見込まれる。

### ・貴金属市況：欧州財政金融問題の再燃懸念から金は1,600ドル割れ

4月は一進一退であったが、5月に入って、米国や中国で弱めの景気指標が発表されたことや、欧州の財政金融問題への懸念が再び強まったことを背景に、金価格は1,600ドル割れまで下落した。今後、夏場にかけて、インドや中国の実需が弱まると下値を試しやすくなる可能性がある。

### ・トピック：景気回復下でも伸び悩む米国の石油消費

景気が上向き、生産活動が活発化する局面では、石油販売量は増加するのが従来のパターンであった。しかし、足元では、景気が回復傾向であっても、石油販売量の減少が続いている。最近の原油市況の下落率が大きくなっているのは、省エネルギーや節約を背景とした石油需要の下振れが一因になっていると考えられる。

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 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

・コモディティ市況全般の概況：総じて下落傾向

コモディティ市況は、総じて下落傾向で推移している（図表1～2）。

振り返ると、2012年に入って、米国景気の回復観測、EUによる対ギリシャ第2次支援策の進捗、中国需要の増加観測、米国の追加金融緩和期待などが国際商品市況全般を押し上げる要因になった。また、原油は、イランの核開発問題を巡る地政学的な緊張により押し上げられた。

しかし、上記のような押し上げ材料が織り込まれると、市況は上値が重くなった。3月後半以降は、FRBによる追加金融緩和観測の後退、中国経済の減速観測、ギリシャの選挙結果を受けた欧州財政問題への懸念再燃などから、コモディティ市況は下落傾向になった。

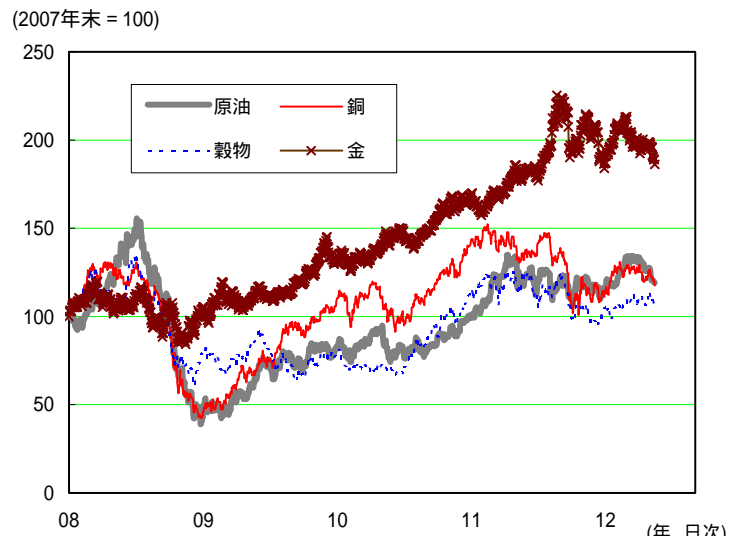
当面、中国景気の減速観測や欧州財政問題が下押し材料になろうが、米国を中心に世界景気はある程度の底堅さを保つため、コモディティ市況全般の下落傾向には歯止めがかかるだろう。マクロ的な要因がコモディティ市況を方向づけにくい中で、各コモディティに固有の要因で動きやすくなるとみられる。

（図表1）ロイター・ジェフリーズ・CRB指数の推移



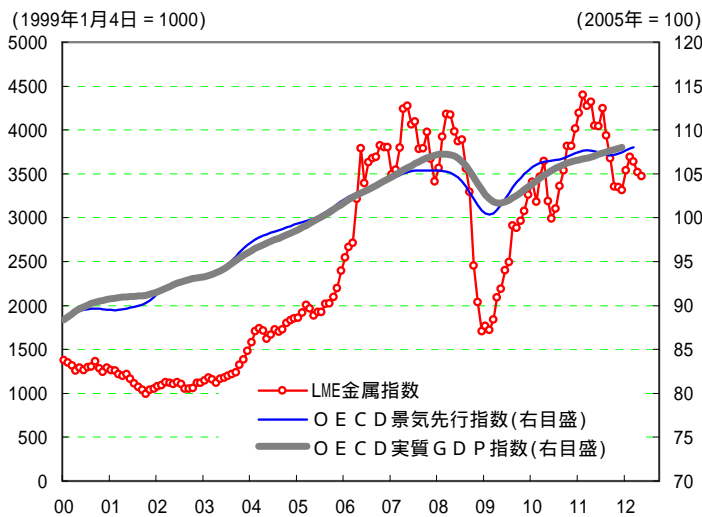
（注）ドル相場は対ユーロ、円、ポンド、カナダドル、スウェーデンクローネ、スイスフランの加重平均値（出所）Bloomberg

（図表2）金・銅・原油・穀物の市況の推移



（注）金はCOMEX、銅はLME、原油（ブレント）はICE、穀物は大豆・小麦・トウモロコシの平均（出所）Bloomberg

（図表3）LME金属指数と世界景気



（注）LME金属指数の足元は5月14日までの値（出所）London Metal Exchange(LME)、OECD

（図表4）LME金属指数（日次データ）



（注）アルミ、銅、鉛、ニッケル、スズ、亜鉛の市況の加重平均（出所）London Metal Exchange(LME)

エネルギー

1. 原油市況：4月中旬以降は下落傾向で推移

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ドル割れに下落した。また5月に入って、WT Iが1バレル=95ドル前後、ブレントが110ドル近くまでさらに下落した。

4月上旬に米国景気の拡大テンポが緩やかなことを示す経済指標が発表されたこと、中旬には中国の1～3月期の実質GDPが前年同期比8.1%と減速を示したこと、イラン核開発問題を巡る地政学的懸念の拡大が一服していること、などが上値を抑える要因になった。

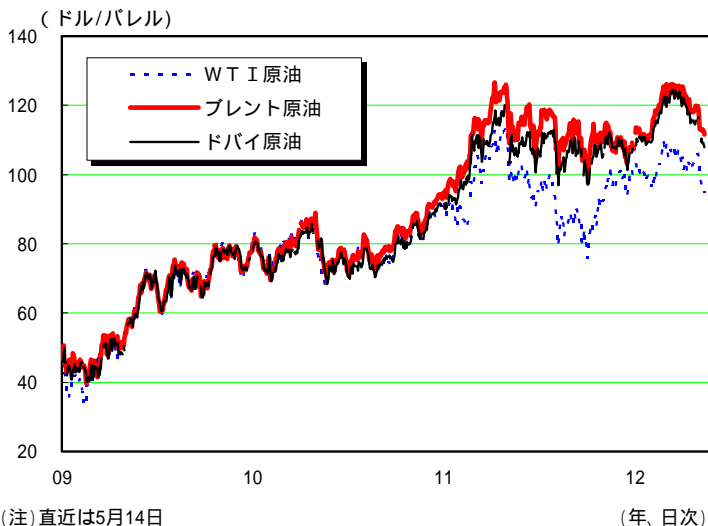
5月上旬には米国の雇用増加数が予想を下回ったこと、フランスやギリシャの選挙結果を受けて欧州財政問題へ対応策で既定路線が変更されるリスクが意識されたこと、為替市場でドル高が進んだことなどから、株式や他のコモディティとともに原油も、大幅に下落した。またその後も、中国の4月の精油量が前年水準を下回ったと発表され、世界的な重要鈍化観測につながった。

4月16日に、パイプライン運営会社のエンタープライズ・プロダクツ・パートナーズとエンブリッジ社が、米国内陸部のオクラホマ州と沿海部のテキサス州を結ぶシーウェイ・パイプラインの営業を前倒しして5月17日から開始すると報道された。これによってWT I原油は荷余りが解消に向かうとの見方から価格は上昇したが、一方で国際的な軽質原油需給は緩和するとの見方からブレント原油は下落した。パイプラインは当初、日量15万バレルの輸送能力だが、2013年1～3月期に40万バレルとなり、2014年半ばにはさらに85万バレルへと拡張する案が出ている。

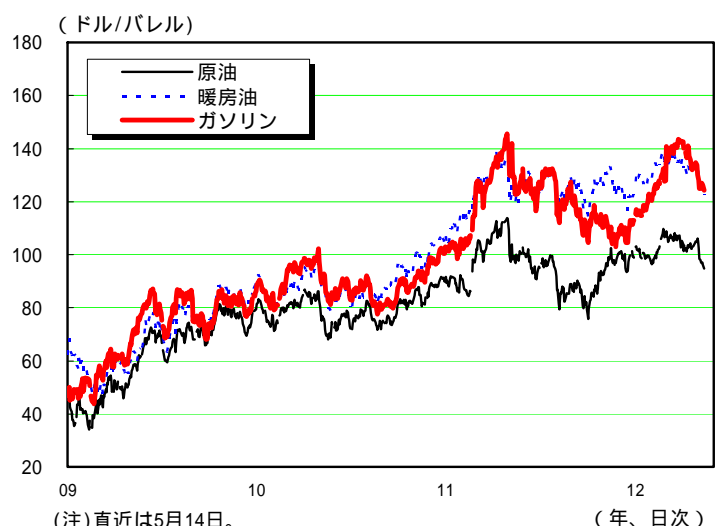
ブレント-WT Iのスプレッド（価格差）は、15ドル前後で推移している（図表7）。先物市場における投機筋のポジションをみると、買い超幅は、2月下旬以降、やや縮小している（図表11）。商業筋を含めた先物の全建て玉残高は、3月上旬以降、一進一退になっている（図表12）。

原油市況の変動材料として、イラン問題と景気動向が意識されているが、イラン問題の緊張緩和が進めば、原油市況は下落余地があろう。パイプライン輸送開始による需要増によってWT I原油は下支えされる可能性があるが、ブレント原油は100ドル程度まで下落すると予想される。

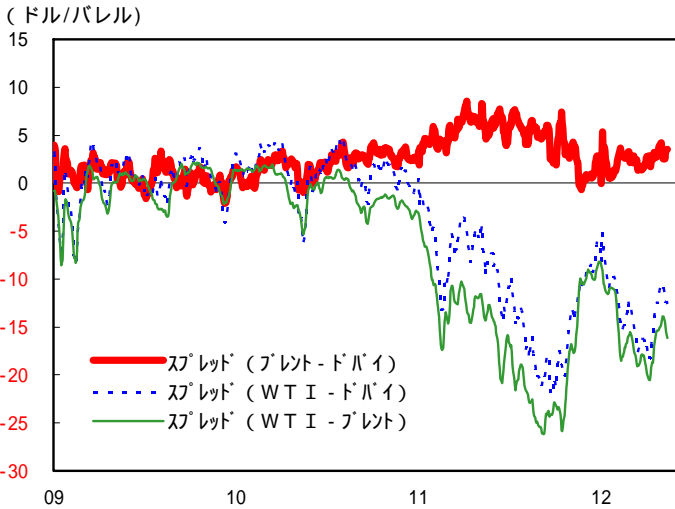
（図表5）原油市況の推移



（図表6）石油製品市況の推移

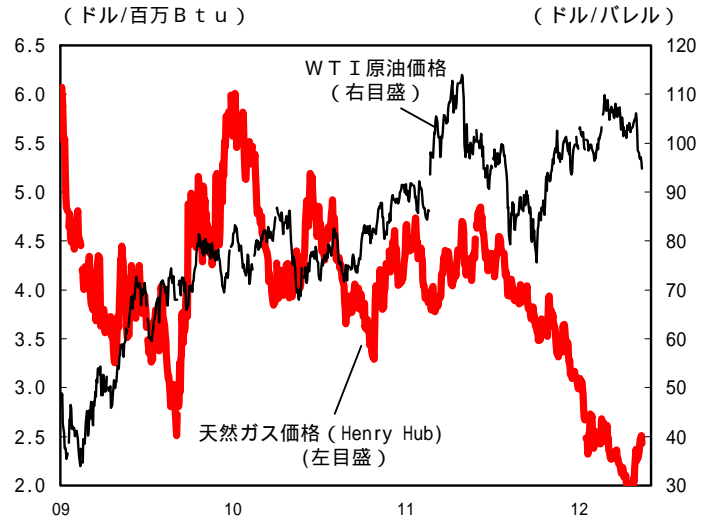


(図表7) 油種間スプレッドの推移



(注) 5日移動平均値。直近は5月14日  
(出所) Bloomberg、日経新聞 (年、日次)

(図表8) 米国天然ガス市況の推移



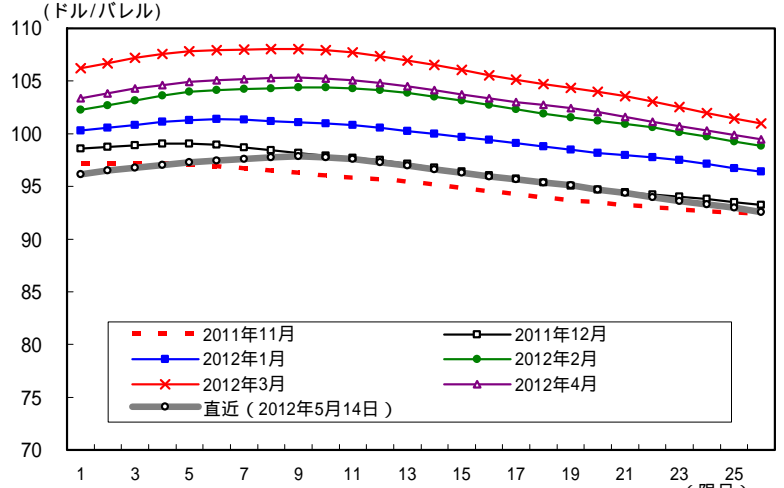
(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略 (年、日次)  
(注2) 直近は5月14日。

(図表9) 原油先物価格と先物カーブ



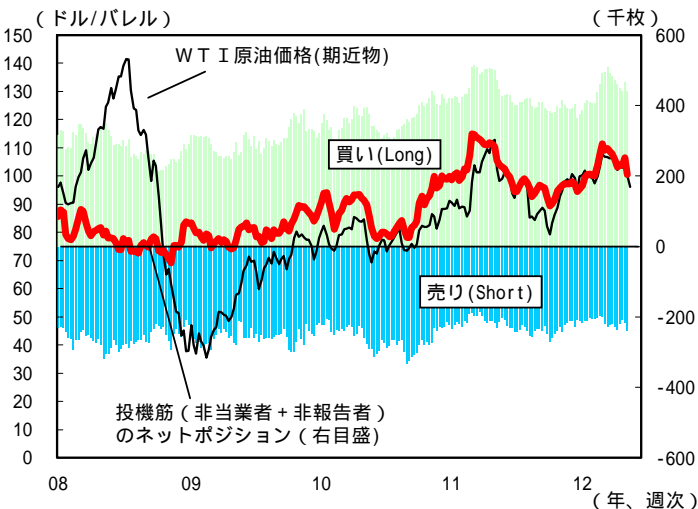
(注) 限月は28ヵ月先まで、2012年5月14日時点  
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX) (年、月次)

(図表10) WTI原油の先物カーブの変化



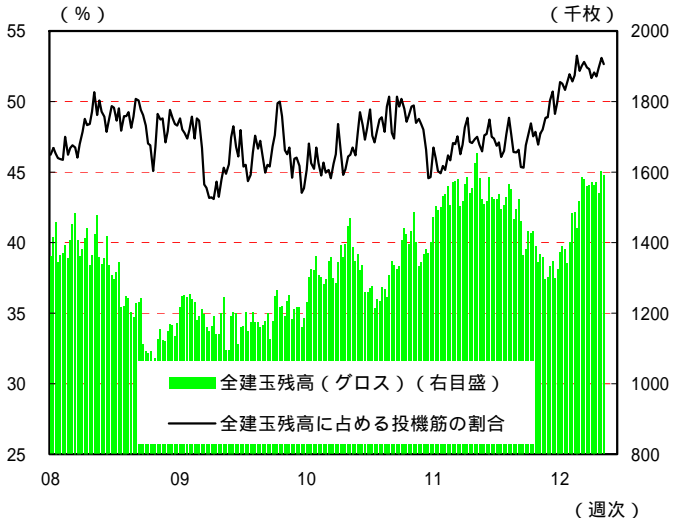
(注) 各時点における各限月(28ヵ月先まで)のWTI原油先物価格  
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX) (限月)

(図表11) 投機筋のポジション(原油)



(注1) ポジションの直近は5月8日時点、WTI原油は5月9~14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12) 原油先物の建て玉(NYMEX)



(注1) 1枚は1000バレル。直近は5月1日時点  
(出所) 米国先物取引委員会(CFTC) (週次)

## 2. 原油需給・石油製品市況

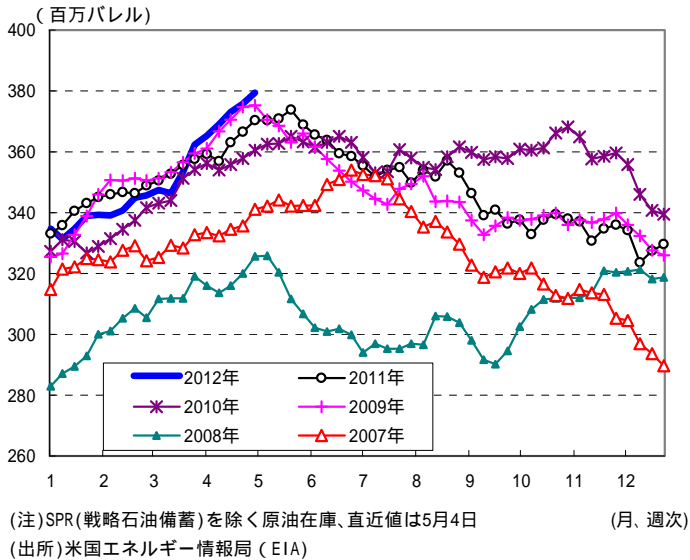
### (1) 米国需給：原油在庫はほぼ前年並み

米国の原油在庫（戦略石油備蓄を除く）は、ほぼ前年パターン通りに12月半ば以降は増加傾向を辿り（図表13）、足元では前年を上回って1990年以来の高水準で推移している。

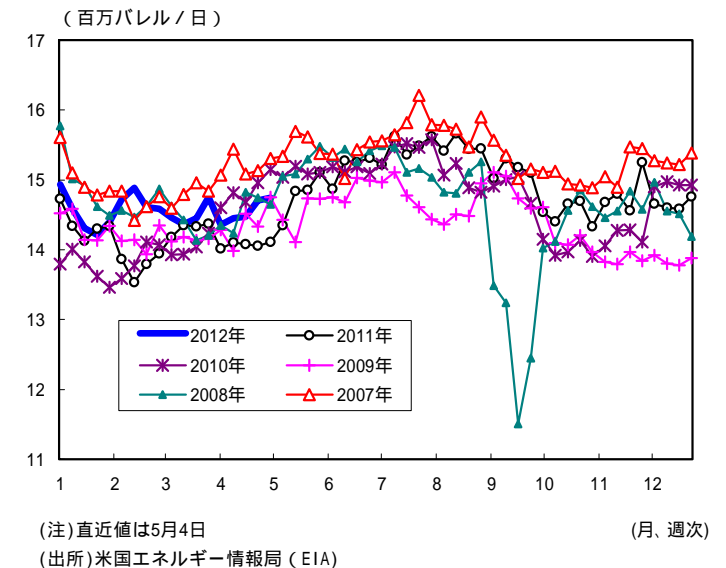
製油所における原油投入量が前年水準を上回っている一方で（図表14）、米国内での原油生産量も前年を上回って推移しており、原油輸入は低水準であった前年並みで推移している。

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、3ドル台後半で推移している（図表15）。ディーゼル小売価格は、引き続き4ドルを上回っている（図表15）。ガソリン消費量は前年水準を大幅に下回った状態が続いている（図表16）。中間留分の需要は、暖冬の影響もあり前年水準を上回っていたが、4月以降はほぼ前年並みで推移している。

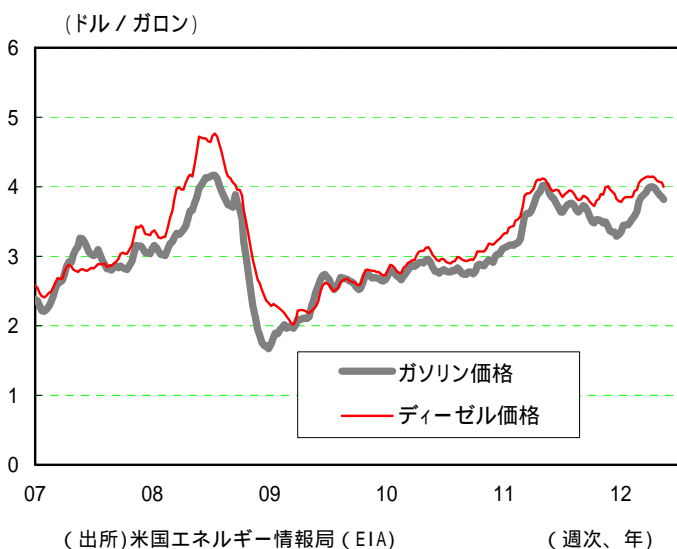
（図表13）米国の各年の原油在庫



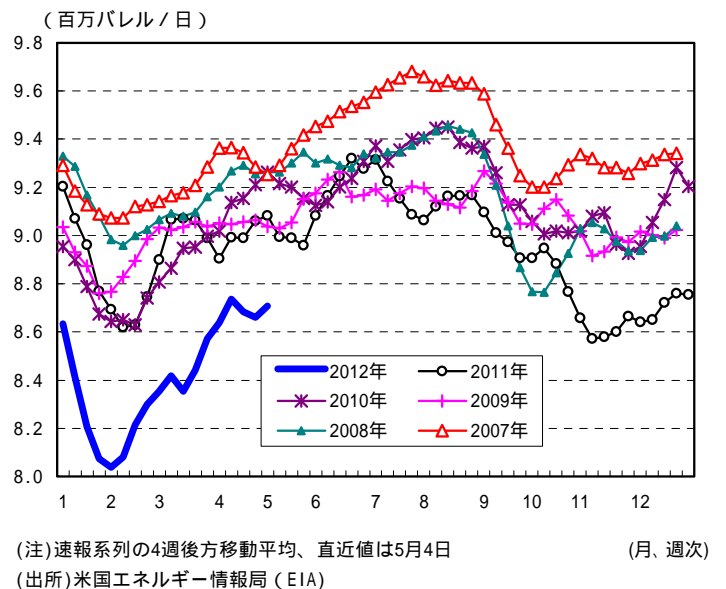
（図表14）米国の製油所の原油投入量



（図表15）米国のガソリンとディーゼルの小売価格



（図表16）米国のガソリン消費量の推移





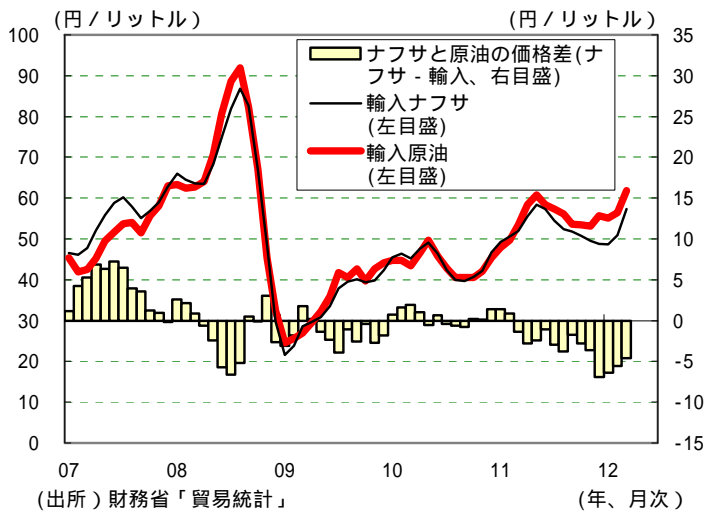
**(2)ナフサ：3月の輸入価格は大幅上昇、その後ナフサ市況は下落**

日本の3月の輸入ナフサ価格（通関）は、1リットルあたり57.3円と前月比6.4円上昇した。一方、3月の輸入原油価格は61.9円と前月比5.5円上昇した。イラン問題を背景とした原油市況の上昇が日本の原油やナフサの輸入価格に反映されたことや、為替レートが円安になったことが、円建ての原油やナフサの価格を押し上げた（図表17）。

4月のナフサ市況をみると、原油価格に比べてナフサ価格の下落率が大きくなった。この背景には、代替性が強いガソリンの需要が伸び悩んでいることや、石油化学工業向けの原料需要が鈍化したことがある。中国の生産活動全般が勢いを欠くため石油化学工業製品の需要が鈍化している。また、米欧を中心に、石油化学原料として、相対的に安価な天然ガスの利用が進む傾向にあり、プロパンなどがナフサを代替する動きも強まっているとみられる。

当面、景気の先行き不透明感や市況の先安観測を背景とした買い控えが考えられること、生産設備のメンテナンスが多いこと、プロパンなど代替原料の供給が増えていることなどから、ナフサ需給は緩和した状況が続くと見込まれる。

**(図表17) 日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格**



**(図表18) ナフサと原油の価格の推移**



### 3. 産油国動向等：イランと6カ国の協議が継続

#### (1) OPECの増産傾向が続く

4月のOPECの産油量は日量3,140バレルと前月よりも増えた（Bloombergによる推計、図表19）。経済制裁の対象となっているイラン（前月比-11万バレル）の産油量がさらに減少したものの、リビア（+10万バレル）の原油生産は回復傾向を続け、サウジアラビア（+11.5万バレル）も増加した。

4月23日に、リビア石油相は同国の原油生産量が約150万バレルに回復したと述べた。内戦前の生産量である160万バレルに近づいており、今後の増産テンポは鈍ると思われる。

5月3日にOPECのバドリ事務総長も、高い相場水準が需要を減退させることを懸念している旨を述べた。また、5月9日にはサウジアラビアのヌアイミ石油相が、世界の原油供給量は、現在、需要を130~150万バレル上回っていること、米欧による対イラン制裁が強化されても国際的な原油不足は生じないこと、サウジアラビアは日量1,000万バレル以上の生産を行っており緊急時に備えて8000万バレルの備蓄も保有していること、などを述べた。また、5月13日には「1バレル=100ドルの原油価格が望ましい」、「ブレント原油の価格についてもその水準になるように努めている」と述べた。

OPECの生産量は目標水準を上回っているものの、6月14日に開催される次回総会では、生産目標は据え置かれるとの見方が多いようだ。5月6日にアルジェリア石油相は「今のところ生産目標の引き上げが議題になる予定はない」と述べた。

（図表19）OPECの生産動向

国名	生産量 (4月)	生産量 (3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 (4月)
アルジェリア	124.0	125.0		120.2	140.0	88.6%	16.0
アンゴラ	171.5	170.0		151.7	205.0	83.7%	33.5
エクアドル	48.5	49.0		43.4	50.0	97.0%	1.5
イラン	327.5	338.5		333.6	400.0	81.9%	72.5
イラク	288.5	280.5	国別の 生産割 り当て は発表 せず	-	275.0	104.9%	-13.5
クウェート	272.0	268.0		222.2	265.0	102.6%	-7.0
リビア	135.0	125.0		146.9	178.5	75.6%	43.5
ナイジェリア	213.5	209.5		167.3	250.0	85.4%	36.5
カタール	79.5	81.0		73.1	90.0	88.3%	10.5
サウジアラビア	982.0	970.5		805.1	1,200.0	81.8%	218.0
UAE	265.0	261.0		222.3	265.0	100.0%	0.0
ベネズエラ	233.5	232.0		198.6	240.0	97.3%	6.5
OPEC 12カ国	3,140.5	3,110.0	3,000.0	-	3,558.5	88.3%	418.0
OPEC 11カ国	2,852.0	2,829.5		2,484.5	3,283.5	86.9%	431.5

（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）OPEC 11カ国はイラクを除く

（出所）Bloomberg

## (2)イラン問題

4月14日に開催されたイランと6カ国（国連安保理常任理事国の5カ国＋ドイツ）との協議は、双方が協議を続けることに同意し、次回会合が5月23日に開催されることになった。また、4月28日には、IAEA（国際エネルギー機関）とイランとの核査察を巡る協議についても再開され、5月14～15日に会合が行われる。

なお、5月4日に行われたイラン議会選挙では、イスラム教勢力が議席を伸ばしたとされ、現大統領の議会運営は益々厳しくなると見込まれているが、核開発問題では、もとより、ハメネイ師の影響力が大きく、議会情勢にあまり影響はないとみられている。

イラン問題での地政学的な緊張は、当面、さらに緩和してくるとみられ、しばらく小康状態が続くとみられる。

## (3)シリア・イエメン・南スーダン

シリア・イエメン・南スーダンといった小規模産油国での政情不安は解決の糸口がみえず、原油生産の停滞が続いている。

シリア内戦問題では、アサド政権がアナン特使による調停案を受け入れ、4月12日から反体制派への軍事攻撃を停止するとした。しかし、その後も武力行使が続いているとされている。4月21日に、国連安保理において非武装の停戦監視団の派遣が採択された。ロシアや中国がシリア内政への干渉に慎重なのに対して、米欧はアサド政権の退陣が望ましいとの立場だ。米国国連大使は、当面3カ月とされる停戦監視団の活動期間をさらに延長せずに、制裁等による圧力を強化する考えを示している。5月7日に議会選挙が行われたが、反体制派の多くは参加していないとされ、国連総長は「選挙に正当性はない」と批判の声明を出した。

イエメンでは、2月にサレハ元大統領が離任し、大統領選を経てハディ新政権が誕生したものの、テロ組織の拠点とされる同国内では依然としてテロ活動が続いている。

南北スーダン問題では、5月2日に、国連安保理における敵対行為の即時停止を求める決議が採択された。その後も、スーダン（北）による空爆が行われ、南スーダン軍がスーダン領に侵入しているとされる。



．ベースメタル

1．銅を中心とした概況：中国景気減速観測により下落

非鉄ベースメタル市況の中心となる銅市況（LME3ヶ月物）は、昨年11～12月頃をボトムに上昇し、2012年1月後半～4月初めには8,000ドル超の水準が定着していたが、4月半ばにかけて、8,000ドルを割り込んだ。その後、4月末にかけて8,400ドル台まで上昇したが、5月に入って8,000ドル程度まで下落している。

4月6日（金曜日）と9日（月曜日）は、LMEはイースター休暇であったため、6日に発表された米国雇用統計が弱めだったことを受けて、10日の市況が5日比4%ほどの下落となった。また13日に発表された中国の1～3月期の実質GDP成長率が前年同期比+8.1%にとどまったことを受けて中国経済の減速に対する懸念が徐々に広がった。

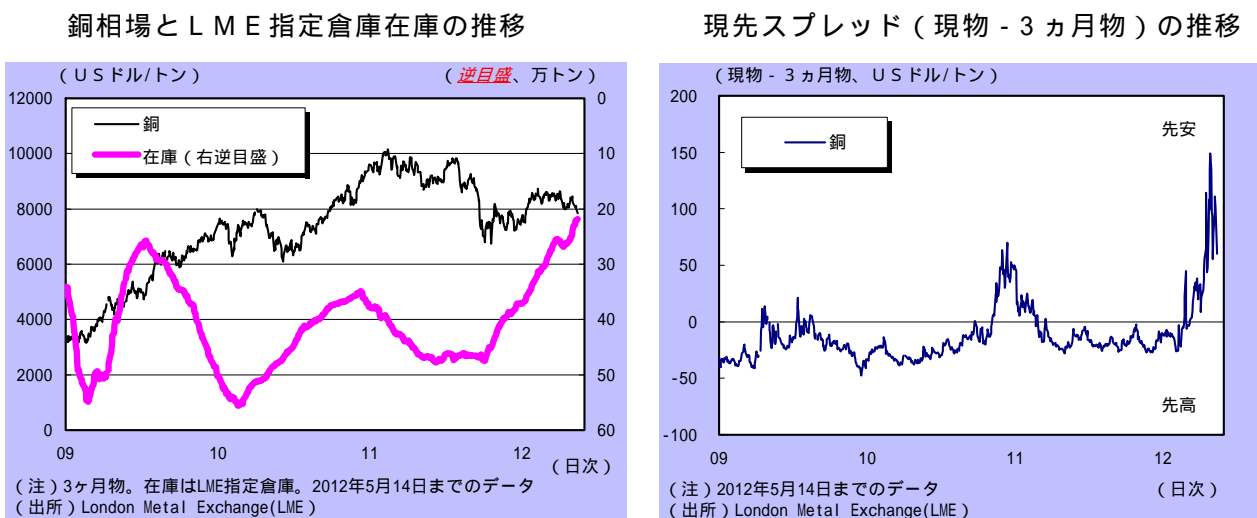
さらに4月16日には、国債の入札を前にして、財政問題への懸念からスペインの10年物国債利回りが6%超に上昇して、金融市場やコモディティ市場の市場心理を冷やした。また、5月上旬にはフランスとギリシャで選挙が行われ、その結果、これまでの欧州各国による財政金融危機への対応策が継続されない不安が生じてきている。

なお、銅などベースメタルの最大消費国である中国では、これまで一部業者の銅需要が前年水準を下回るといった報道があったものの、3月分までの統計は需要の底堅さを示していた。しかし、5月10～11日に発表された銅輸入や銅生産のデータは、中国の銅需要の鈍化を示唆するものであった。預金準備率の引き下げによる金融緩和が図られているものの、当面、実需の弱さへの懸念が続きそうである。

一方、5月上旬には、チリの世界最大の銅鉱山でストライキの動きがあった。これは、短期間で収束したようであるが、ペルーやインドネシアなども含めて、ストライキが懸念される状況が続きそうだ。鉱石不足が続く中、銅市況は高止まりしており、高収益をあげる銅鉱山会社に対して労働組合によるストライキが起こりやすい。

中国景気の減速懸念が下押し材料だが、米国の住宅部門関連や日本の復興関連での銅需要が緩やかに持ち直しており、銅などベースメタル市況は当面、一進一退の推移が見込まれる。

（図表20）銅



## 2. 各他品目の概況および主な注目材料

### (1) アルミニウム市況：2,000 ドル近くまで下落

アルミニウムは、4月以降、1トンあたり2,100ドルを中心に推移していたが、足元では2,000ドル近くまで下落した。大手数社が減産計画を発表してきたが、依然として世界的な供給過剰が続いており、市況は低迷しているといえる。もっとも、米国では自動車関連を中心にアルミニウム需要が持ち直し傾向にあり、市況下落後にはユーザーからの買い注文が増えるようだ。

BHPビリトンがアルミニウム部門を売却するとの観測が出ている中で、同社がオーストラリアに保有するボーキサイト鉱山の権益について、中東諸国のアルミニウム精錬会社などが買い手の候補として挙げられている。

### (2) ニッケル市況：17,000 ドル割れに下落

ニッケル市況は、4月以降、1トンあたり17,500～18,500ドルを中心に横ばい圏で推移していたが、足元では17,000ドルを下回っている。ニッケル市況がこの水準で推移すると、ニッケル銑鉄(NPI)を用いた代替的なステンレス生産方法の一部は不採算に陥るとされる。もっとも、NPI方式も技術向上によりエネルギー効率が改善しており、新しい設備ではニッケルが17,000ドルでも採算が取れるようだ。ニッケル価格の下落やステンレス需給の緩和を受けて、ステンレス価格が下落傾向で推移しており、そのことがステンレス需要家の買い控えにつながっている面もある。

### (3) 亜鉛市況：1,900 ドル近くまで下落

亜鉛市況は、4月以降、1トンあたり2,000ドル前後を中心に推移していたが、足元では1,900ドル近くまで下落した。4月25日に、亜鉛の最大手企業であるニルスター(Nyrstar)社は、ストライキや補修工事の影響により、1～3月期の生産量が10～12月期に比べて19%落ち込み、25.8万トンにとどまったと発表した。しかし、2012年の年間生産計画110万トンは据え置いた。足元の需給バランス供給超過ながら、今後、数年間に主力鉱山の閉山が多数予定されており、新規鉱山の開発が積極的に行われる状況に変化はない。

### (4) 錫市況：21,000 ドルに下落

錫市況は2月上旬に1トンあたり25,000ドル台まで上昇した後、下落傾向で推移しており、足元では20,000ドルまで下落してきた。

5月9日に錫の最大輸出国であるインドネシアの4月の輸出量が、悪天候の影響により前年比23%減の7,349トンにとどまったと発表された。

#### (5)鉛市況：2,000 ドル超で推移

鉛市況は3月下旬には1トンあたり2,000ドルを下回っていたが、足元では高値から下落したものの2,000ドルを上回って推移している。

もっとも、景気全般や自動車販売の回復観測を背景として先高観測が出ているものの、実需の荷動きは鈍いとされる。

#### (6)中国の各種精錬所閉鎖の目標

中国政府は、環境汚染の抑制やエネルギー効率の改善のための方策として、非効率な精錬所の閉鎖を進めており、4月26日に、2012年の精錬能力の閉鎖目標が発表された。2011年（7月の改定計画）と2012年の目標を比べると、アルミニウム（61.86万トン→27万トン）、亜鉛（33.83万トン→32万トン）、鉄鋼（2,794万トン→780万トン）は昨年よりも小幅になっている。これに対して、銅（42.53万トン→70万トン）、鉛（66.09万トン→115万トン）については、足元で精錬所の余剰能力が多いことを反映して、昨年よりも能力削減が大幅になっている。

#### (7)インドネシアの禁輸

4月25日に、リオ・ティント・アルキャンは、目先半年程度は、インドネシアからのボーキサイト輸出を継続すると、報道された。インドネシア政府は、加工度が低い商品の輸出を禁止する方向性を打ち出していたが、ボーキサイトの輸出を禁止することはなく、関税をかけるということになりそうだとしている。

禁輸や課税強化の措置を警戒して、ボーキサイトやニッケル鉱石や銅精鉱の駆け込み輸出が行われると見込まれている。

#### (8)ニッケルのHPAL（高圧硫酸浸出）法

バーレは、4月25日に1～3月期の決算を発表し、その中で、ニューカレドニア部門（VNC）は、HPAL法による量産体制が年内に整い、2013年にはフル操業できるとの見通しを示した。足元でも、試験運転を通じた生産体制の確認が、発表される計画に比べて遅れる傾向が続いており、実際の生産開始時期などについて不透明感が残るものの、量産開始に向けて進捗しているようだ。

#### (9) LME 改革

4月25日に、LMEは、市場改革の一環として、流動性が低いとされるニッケルと錫について、倉庫業者に少なくとも60トンの出荷量を保つ義務を負わせる案を提示していると報道された。主力商品である銅在庫の買占めが横行したり、アルミニウムの指定倉庫からの出荷が遅くなりがちなことが指摘される。

こうした中、相対的に景気が弱いとみられる欧州でも、ニッケルや錫は、LME市況に比べて、

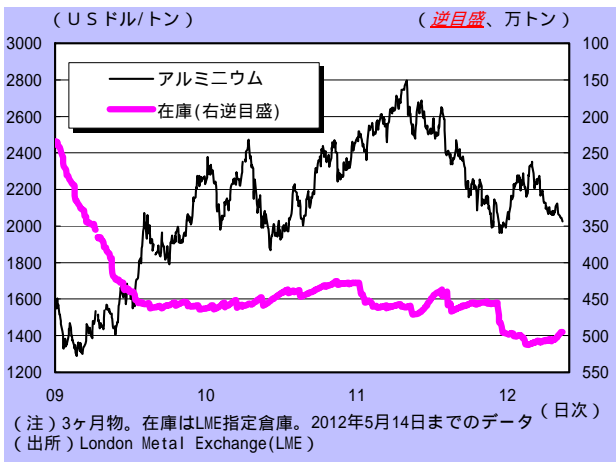
市中の実勢価格が割高な状況が続いている模様であり、LME 価格の指標性が低下している可能性がある。

また、LME 倉庫の在庫を買い占めることは規制されているものの、LME 倉庫外に大量の在庫を保有することができるという矛盾点も指摘されている。

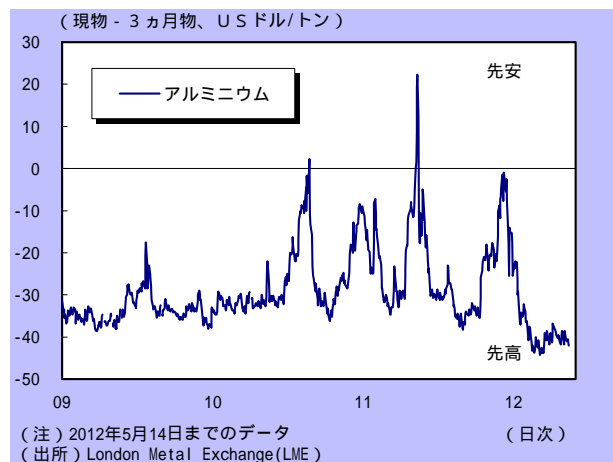
一方、4月以降、香港証券取引所の運営会社であるHKEXがLMEの買収に動いているとの報道が増えている。LMEは2月に、複数の買収提案を受けていることを明らかにしており、NYSEユーロネクストやCMEなど大手取引所も含まれていると見られていた。

(図表 21) 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

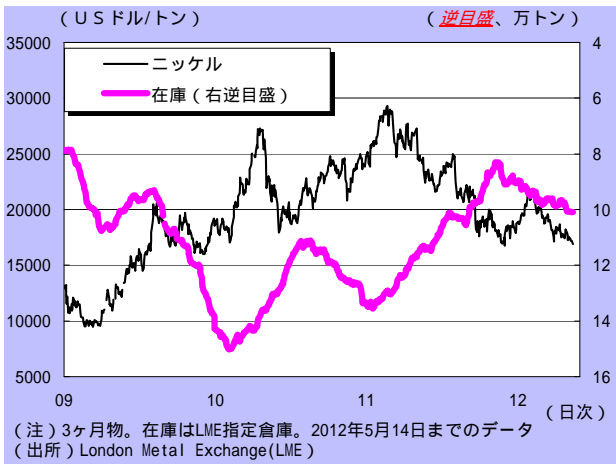


現先スプレッド(現物 - 3ヶ月物)の推移

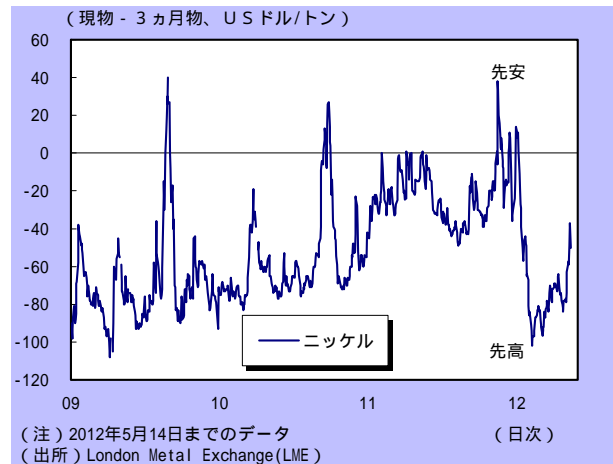


(図表 22) ニッケル

ニッケル相場とLME 指定倉庫在庫の推移

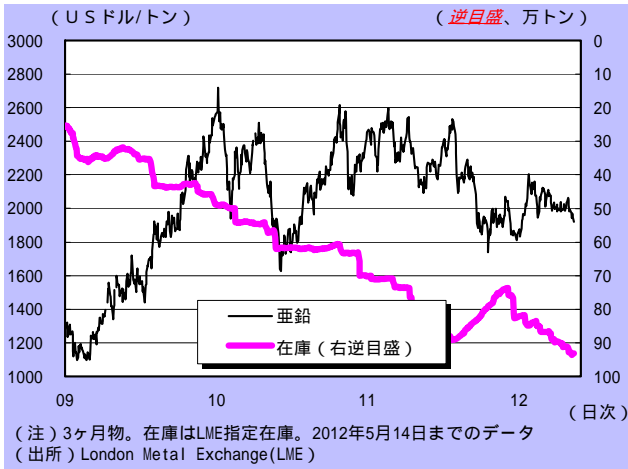


現先スプレッド(現物 - 3ヶ月物)の推移

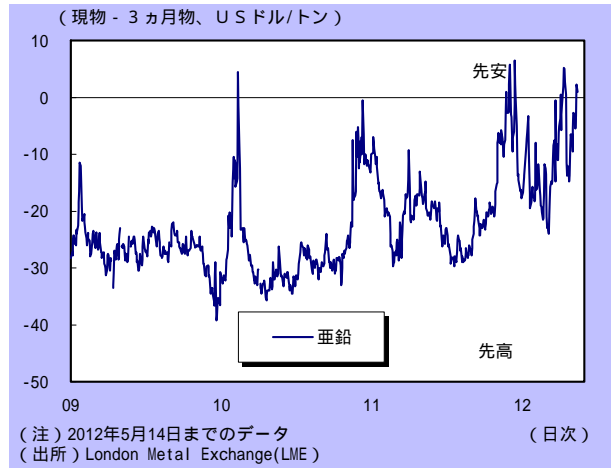


(図表 23) 亜鉛

亜鉛相場と L M E 指定倉庫在庫の推移

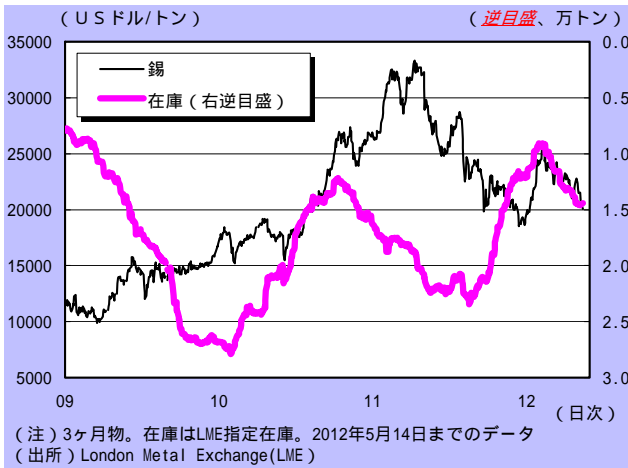


現先スプレッド(現物 - 3ヶ月物)の推移

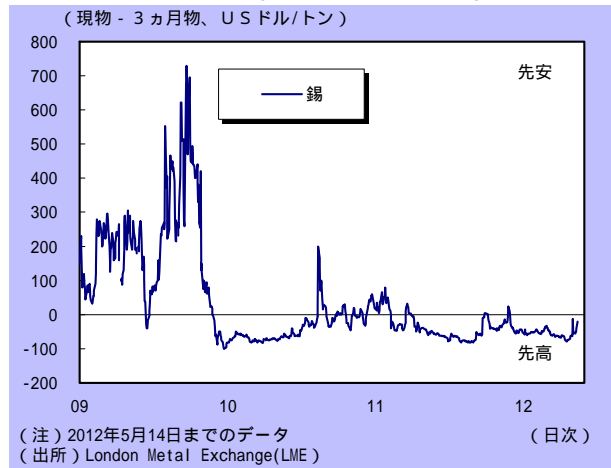


(図表 24) 錫

錫相場と L M E 指定倉庫在庫の推移

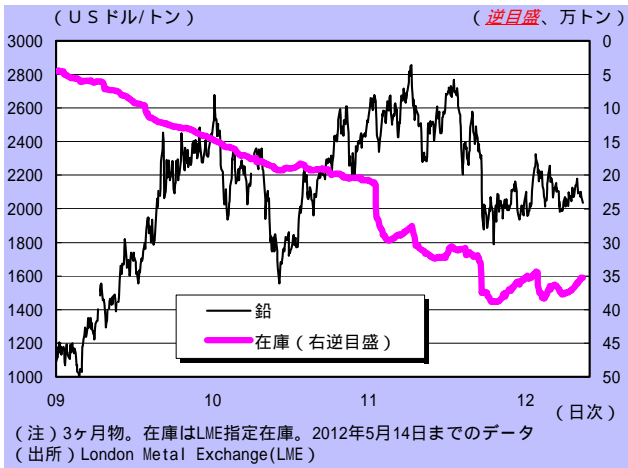


現先スプレッド(現物 - 3ヶ月物)の推移

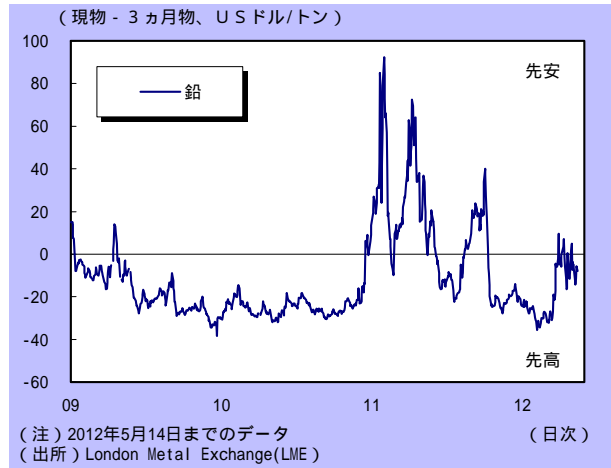


(図表 25) 鉛

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





・貴金属：金は1,600ドルを下回る

金は、リスク回避的な運用先として人気が強まり、2011年9月6日に1トロイオンス=1,920ドルの最高値を記録した。しかし、それ以降、欧州を中心とした金融情勢の悪化からドルなど決済用通貨への需要が強まる中で金も売られ、2011年12月29日には1,522ドル前後まで下げた。

2012年に入って、米国景気が回復傾向を示し、欧州ではギリシャ支援策が進展する中で投資家のリスク許容度が回復するのに伴って、金市況は上昇した。しかし、その後は、米国の追加金融緩和期待の後退、欧州財政金融危機の再燃などが金市況の下落材料になり、5月に入って年初の水準を下回るところまで下落してきた。

足元では、新興国の金実需の伸び悩みも指摘される。インドでは、例年アクシャヤ・トゥリティヤ祭 (Akshaya Tritiya、今年は4月24日) の前後は、金の需要期のひとつとされるが、今期は盛り上がりや欠いたようだ。政府が予算案の中で金やプラチナを対象とした増税案を提示したことに対して、宝飾業者が反対のストライキを行った(4月8日～5月10日はスト中止となった) ことに加えて、高値による買い控えがあったとみられる。

一方、第2位の需要国である中国では、国内鉱山からの生産では不足する金を輸入するという従来の傾向が続いている。香港から中国本土への金輸入が高水準ながら頭打ちとなるなど、景気減速感が出る中で、足元の金需要はやや伸び悩んでいるようだ。

5月上旬には、米国や中国で弱めの景気指標が発表されたことや、ギリシャやフランスやドイツでの選挙結果を受けて欧州の財政金融問題への懸念が再び強まったことを背景に、金価格は1,600ドル割れまで下落した。ドル相場が対ユーロを中心に上昇したことも、ドル建てで取引される金の価格抑制要因とされた。今後、夏場にかけて、インドや中国の実需が弱まると下値を試しやすくなる可能性がある。

一方、金よりも工業向け需要の割合が高いプラチナやパラジウムは、中国景気の減速観測などを背景に金よりも、足元の下落率が大きくなっている。

(図表 26) 金価格の推移



## ．トピック

### ～ 景気回復下でも伸び悩む米国の石油消費 ～

5月に入ってから、原油価格の下落率が大きくなっている。フランスやギリシャの選挙結果やその後の政治情勢を受けて、欧州の財政金融問題が再び懸念されているため、景気先行き懸念が生じてコモディティは全般的に下落している。しかし、原油の下落率はベースメタルなど他のコモディティよりも大きくなる傾向があるようだ。

## 1．足元の原油相場における注目材料

足元の原油相場における注目材料を整理しておこう。

まず、最大の注目材料は、「(1)イランの核開発問題」の動向である。一部では、原油輸送の要衝であるホルムズ海峡を巡る地政学的リスクが懸念され、また今夏には、米欧による経済制裁の強化を受けてイラン原油の取引がさらに困難になる事態が予想されていた。もっとも、4月14日にイランと6カ国（国連安保理常任理事国＋ドイツ）の協議が再開されて、幾分、緊張感が緩和してきている。

次に「(2)イラン以外の産油国での供給障害リスク」である。シリアの政情不安、スーダンと南スーダンの紛争、イエメンでの政治情勢・テロ活動、ナイジェリアの武装勢力の破壊活動、などは、当面、事態の改善は見込みにくいとみられる。

さらに「(3)OPECの生産動向」である。米欧による経済制裁を受けて、イラン原油の生産量・輸出量は減少してきている。リビアの油田の復旧による生産量の増加は、ほぼ一巡しつつあるものの、イラクでは油田開発や港湾整備が進められ、生産量・輸出量は徐々に増加している。また、サウジアラビアは、地政学リスク懸念により原油が高止まりする状況は好ましくないとして、消費国からの需要には応じる姿勢を続けており、生産量が増加している。当面、OPEC全体として、需要よりも多めに生産する状況が続きそうだ。

加えて、「(4)中国の原油需要」がこのところ伸び悩んでいる。5月10～11日に中国経済指標が複数発表され、輸出の伸び悩みや生産活動の鈍化が指摘され、中国景気の減速が懸念された。また、中国の原油精製量が前年並みにとどまっていることも明らかになった。自動車保有台数は増加しているとみられるものの、工場の原動機、トラック燃料、石油化学工業向け原料などの需要が伸び悩んでいるようだ。

こうした中で、「(5)米国の石油需要」の低迷ぶりも注目されるようになっている。景気が低調に推移している欧州と異なり、米国では緩やかな景気回復が続き、生産活動も増加している。しかし、景気が回復する中で、改めて、石油需要の低迷ぶりが認識されているところがある。

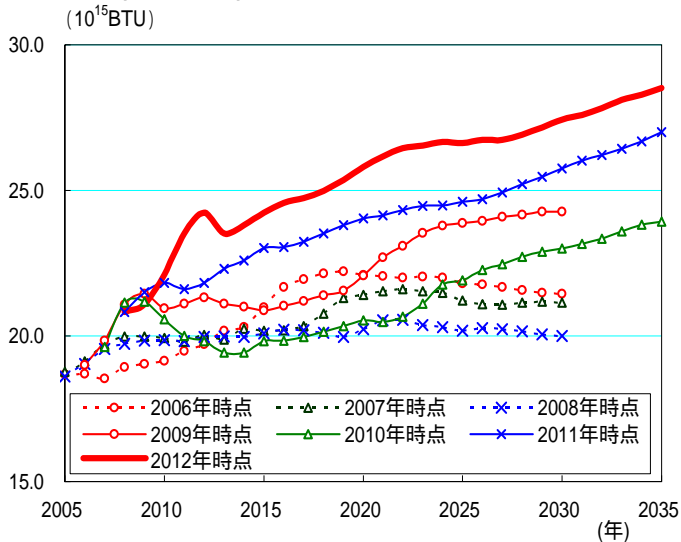
## 2. 米エネルギー省の予測

近年、米国のエネルギー生産見通しは、天然ガスや原油やNGL（Natural Gas Liquid、天然ガス液：分子量が天然ガスよりも大きい石油よりも小さい炭化水素分）を中心に大幅に上方修正されてきた。米国エネルギー省による米国のエネルギー需給見通し（"Annual Energy Outlook"）の各年データをみても、その上方修正の様子がみてとれる（図表 27～29）。

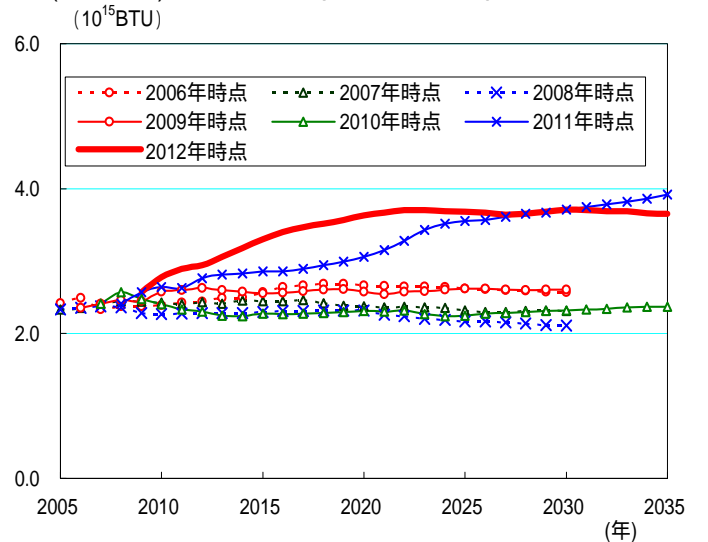
特に 2011 年時点では、2010 年時点に比べて天然ガスの生産見通しが大幅に上方修正されたことが注目された。頁岩（けつがん、シェール）層にある天然ガスを採掘する技術の向上によるものであった。

2012 年時点の見通しでも、天然ガスの生産見通しはさらに上方修正された。また、価格低迷が続く天然ガスよりも、原油やNGL（天然ガス液）を開発する動きが強まっていることを受けて、原油とNGLの生産見通しが上方修正された。

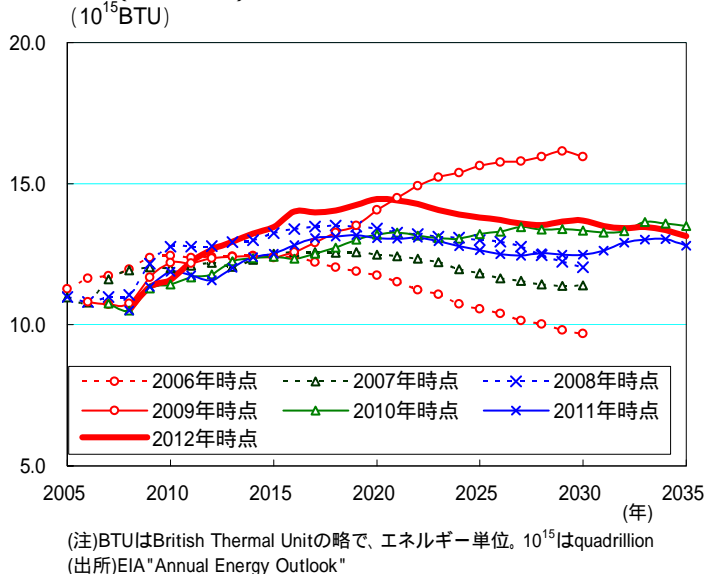
（図表 27）米国の天然ガス生産量



（図表 28）米国の NGL（天然ガス液）生産量



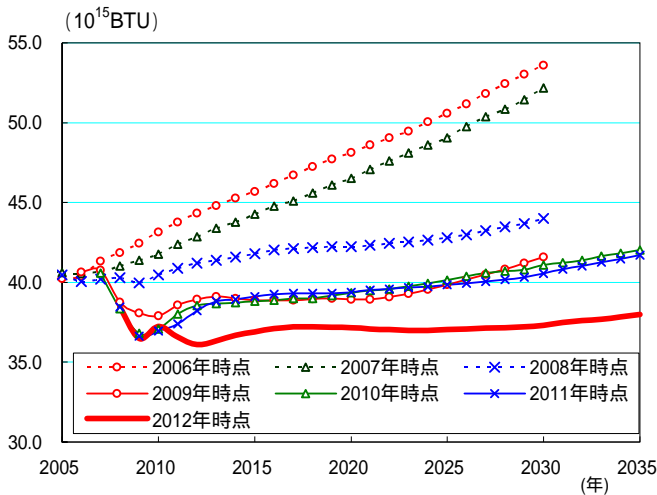
（図表 29）米国の原油生産量



しかし、2012年時点の見通しにおいて、もっとも目立つ点は、原油消費量の下方修正が大幅になったことだった（図表30）。その結果、原油が大半を占めるエネルギー輸入量も下方修正された（図表31）。

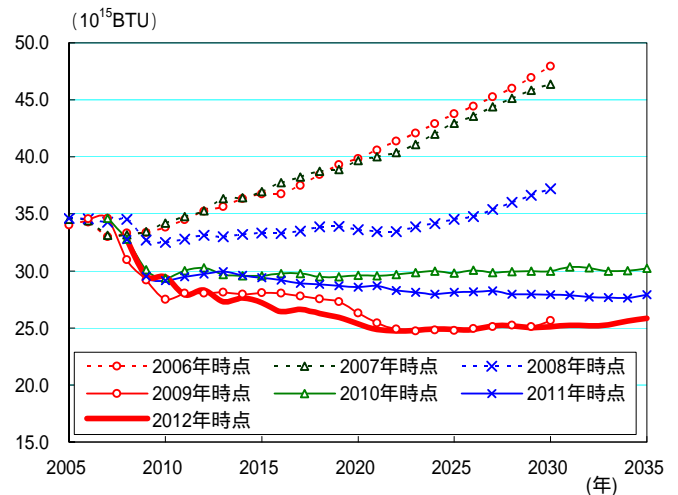
原油消費量の下方修正自体は、経済成長率の見通しが若干、下方修正されたこと、原油消費量の実績値が低迷していたことを受けた機械的なものであって、何か特別な意図があったり、大胆な想定がなされたりしたものではない。

（図表30）米国の原油消費量



(注)BTUはBritish Thermal Unitの略でエネルギー単位。10<sup>15</sup>はquadrillion (出所)EIA "Annual Energy Outlook"

（図表31）米国のエネルギー輸入量

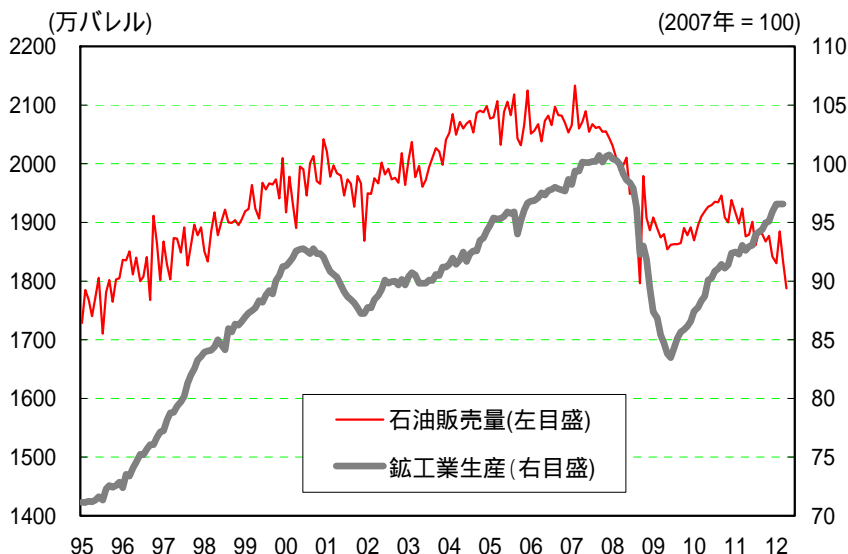


(注)BTUはBritish Thermal Unitの略で、エネルギー単位。10<sup>15</sup>はquadrillion (出所)EIA "Annual Energy Outlook"

### 3．2012年に入っても下振れ傾向が続く米国の石油消費

もっとも、景気が上向き、生産活動が活発化する局面では、石油販売量は増加するのが従来のパターンであった。2011年まで景気が回復傾向で推移していた中で、石油販売量が減少を続けたことは、ややサプライズだったといえる（図表32）。

（図表32）米国の原油消費量



(注)季節調整値。石油販売量の3～4月は推計値。(出所)米エネルギー省、米連邦準備制度

その後、2012年に入っても、石油販売量（≒石油消費量）の減少傾向は続いており、過去のパターンとはかなり異なる動きが続いている。

米エネルギー省の2012年時点の見通しよりも、米国の石油消費量は、さらに下振れしそうな状況だといえる。

最近の原油市況の下落率が大きくなっているのは、低燃費の乗用車や航空機の普及などの省エネルギーや、高いガソリン価格を受けて乗用車の利用を控えるなどの節約を背景とした石油需要の下振れが一因になっていると考えられる。

- 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ので、当社までご連絡下さい。