

調査レポート

コモディティ・レポート <2010年8月>

・原油市況 ~ 買い戻しが続き 80ドル台

原油相場(WTI、期近物)は、欧州危機による金融市場の動揺から5月20日に一時65ドル割れの安値をつけた後に、徐々に上値を切り上げ、8月に入ると80ドル台前半で推移している。今後も、世界的に実体経済面での回復が続き、石油需要も緩やかな増加傾向が続くとみられる。もっとも、一時に比べ緩和したとはいえ、米国、欧州、中国とも、先行きの不透明要因は強い。そうした中で、原油相場は、ドル相場や株式相場の動きに連動しながら70~80ドル台を中心にボックス圏での推移が続く見通しである。

・非鉄金属市況 ~ 買い戻しの動きが優勢

非鉄金属相場動向を示すLME金属指数は、欧米企業の好決算や欧州ストレステストをきっかけに、7月後半から買い戻しの動きが優勢となった。中国需要に加えて、欧米需要の戻りも確認されるようになり、銅などの在庫減少が市場で注目されるなどマクロとミクロが乖離した状況にある。世界経済の回復ペースをめぐる強弱材料が交錯し、不透明要因が強い状況が続くことから、金属相場は一進一退の動きが続くとみられるが、世界経済回復にともなう金属需要の拡大が続いており、不透明要因が後退するにつれ、金属相場は徐々に上値を切り上げる見通しである。

・トピック ~ 金融政策と原油相場

まず、金融政策が、企業や投資家の景気見通しに対して直接的に影響を及ぼす場合を考えると、追加金融緩和策によって景気見通しが改善するのであれば、株価と原油価格がともに上昇する理由になる。一方で、金融政策は、金利を変化させることを通じて、様々な資産の相対的な魅力を変化させる効果を生む。例えば、金融政策によって、相対的にドルの金利が低くなるような場合には、ドル安圧力を背景として、原油高圧力が働きやすい。しかし現状では、各国で金利の引き下げを中心とした通常の金融政策の余地が小さくなっており、金融政策が、金融市場や原油相場に及ぼす影響も限定的になってきている。

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：買い戻しが続き 80 ドル台

原油相場（WTI、期近物）は、欧州危機による金融市場の動揺から 5 月 20 日に一時 65 ドル割れの安値をつけた後に、徐々に上値を切り上げ、8 月に入ると 80 ドル台前半で推移している。

欧州の財政・金融危機に対する警戒感が一巡する流れが続いたことや、米国の追加金融緩和観測が出たことを背景に、ドル相場が対ユーロを中心に下落し、ドル建てで取引される原油の押し上げ材料とされた。また、金融市場全般にリスク回避傾向が一巡する中で、株式や金属などと同様に原油も、リスク資産の一角として買われた。

もっとも、石油製品の需要が伸び悩み、各地の石油製品在庫が増加する中で、主な石油製品は原油に対して弱含んでいる。また、OPEC の減産遵守率が低下する中で、ロシアや米国など非 OPEC における原油生産も高水準であり、供給圧力から原油在庫も高止まりしている。原油需給に引き締め感はなく、上値を抑える要因になっている。

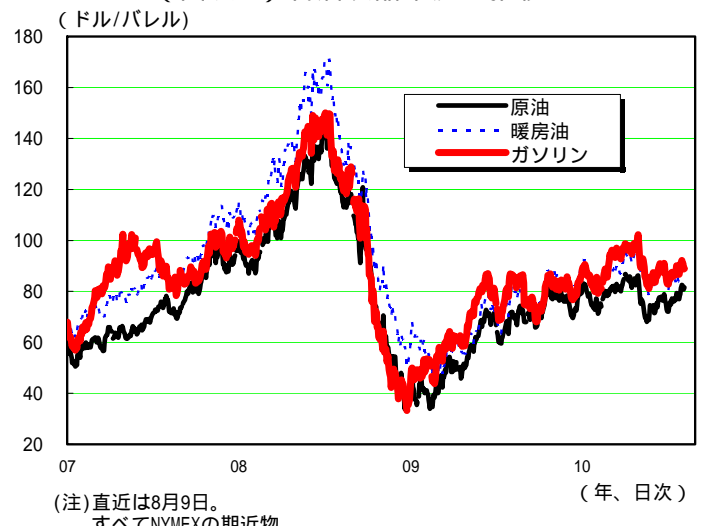
WTI・ブレント・ドバイの油種間スプレッド（価格差）をみると、原油相場が持ち直す局面で WTI のドバイに対するプレミアムが拡大した。ブレントは、保守作業に伴う減産などにより WTI に対して割高化して推移する局面がみられた（図表 3）。また、原油価格の先物カーブをみると、引き続き先高観測が根強い（図表 6）。BP の原油流出事故は収束したが、将来の供給への懸念は残っていることや、原油在庫の増加に伴って相対的に期近物安の圧力が強まっていることなどが背景にもあると考えられる。なお、先物市場の投機筋ポジションは、6 月以降、大きな変動はみられない（図表 7）。商業筋も含めた先物の全建玉残高は、5 月半ば以降、縮小気味に推移している（図表 8）。

世界的に実体経済面での回復が続き、石油需要も緩やかな増加傾向が続くとみられる。もっとも、一時に比べ緩和したとはいえ、米国、欧州、中国とも、先行きの不透明要因は強い。そうした中で、原油相場は、ドル相場や株式相場の動きに連動しながら 70～80 ドル台を中心にボックス圏での推移が続く見通しである。

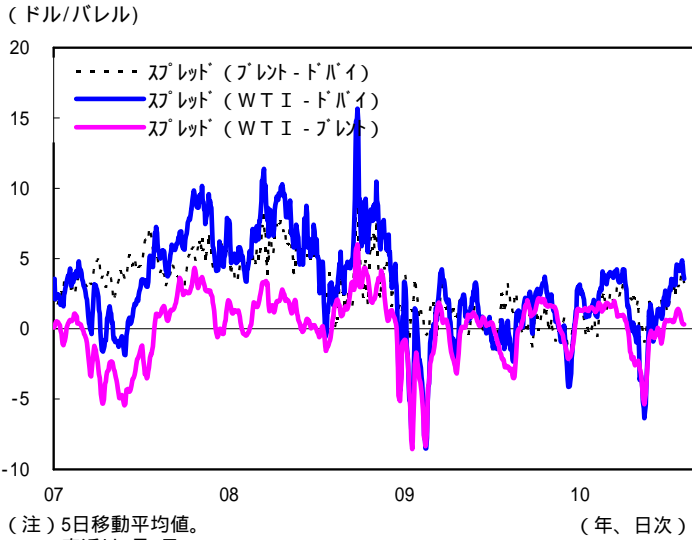
（図表 1）原油市況の推移



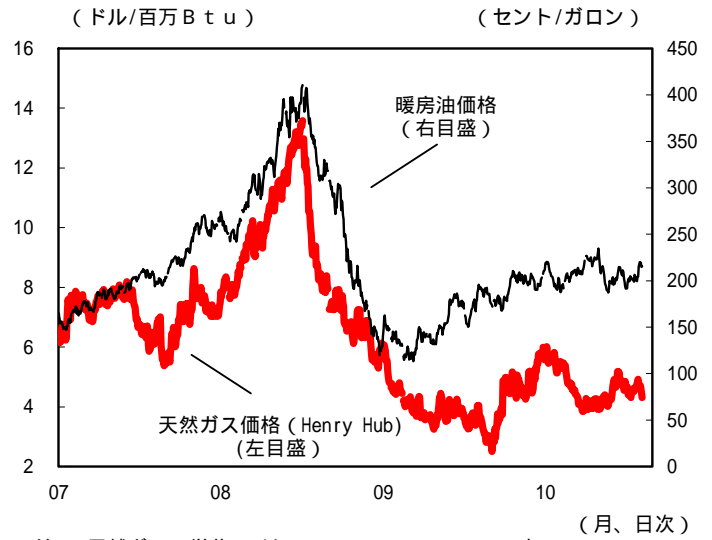
（図表 2）石油製品市況の推移



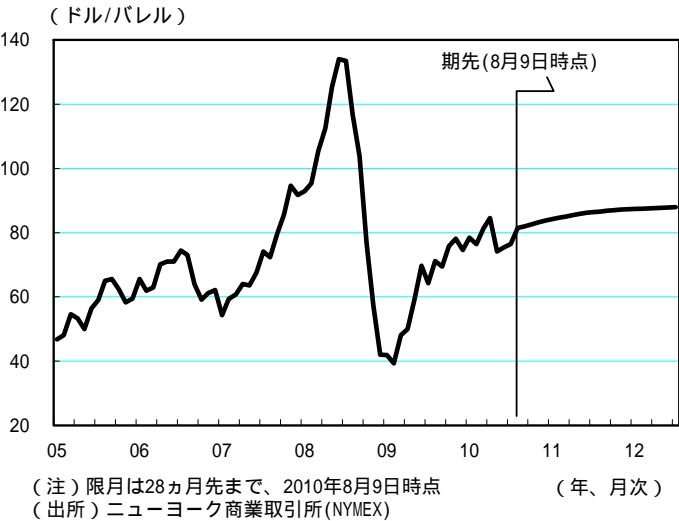
(図表3) 油種間スプレッドの推移



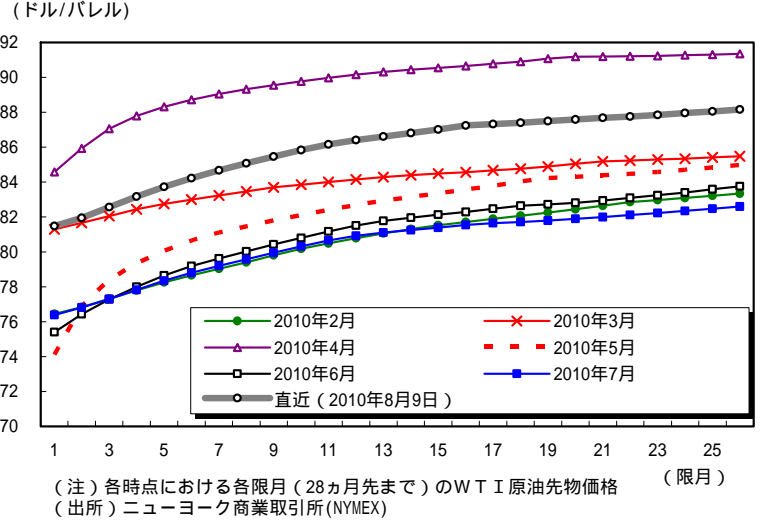
(図表4) 米国天然ガス市況の推移



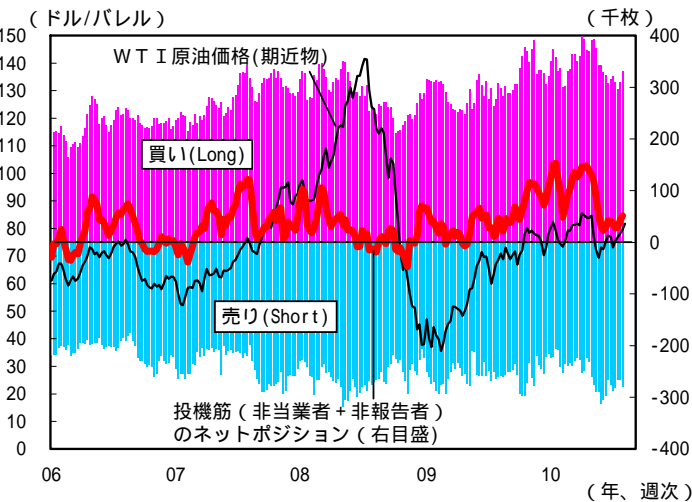
(図表5) 原油先物価格と先物カーブ



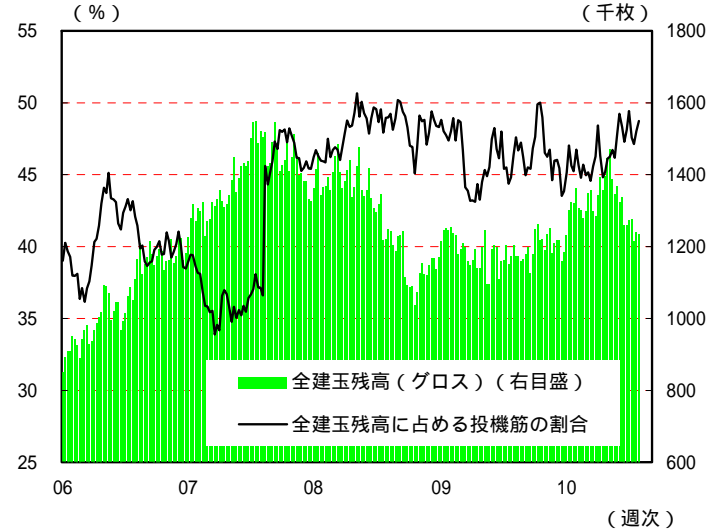
(図表6) WTI原油の先物カーブの変化



(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)

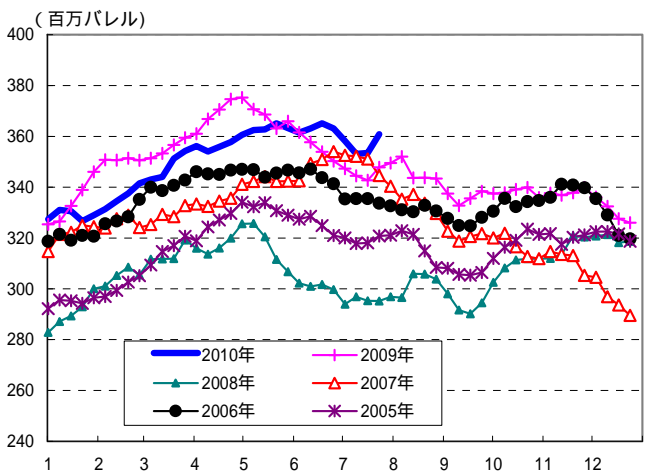


2. 品目別需給動向

(1) 米国原油需給；原油在庫が高止まり

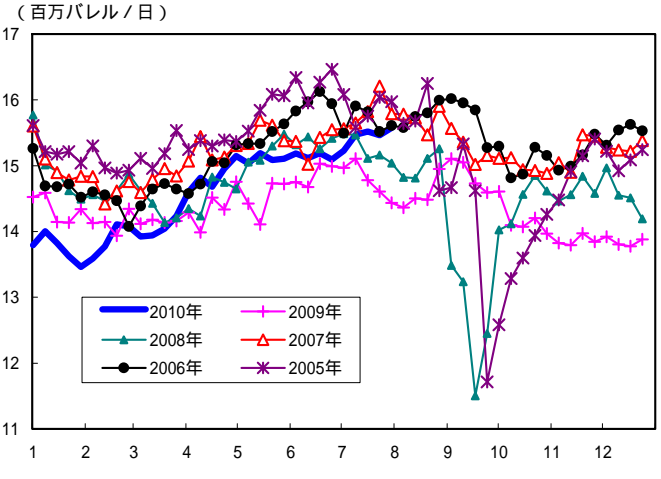
米国の原油在庫は約 3.8 億バレル程度で高止まりしており、高水準にあった前年を上回って推移している（図表 9）。国内での原油生産が高水準を続け、原油の輸入も増加傾向で推移している。このため、製油所における原油処理量が緩やかに持ち直しているものの（図表 10）、原油在庫の減少につながっていない。

(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7月30日 (月、週次)
(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処理量

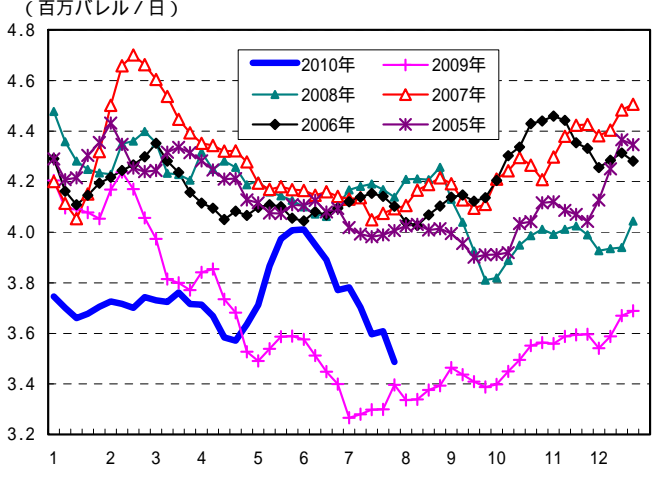


(注) 直近値は7月30日 (月、週次)
(出所) 米国エネルギー情報局 (EIA)

(2) 米国石油製品；製品在庫が高水準

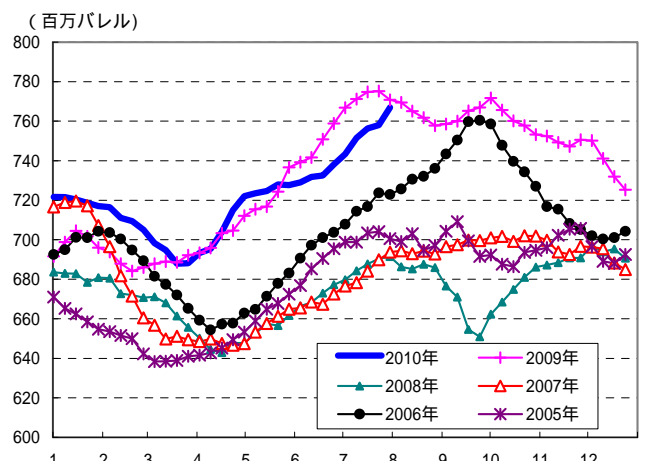
ガソリン小売価格(全米平均)は1ガロン=2.8ドル前後での推移が続いている。こうした中、ガソリン消費量の回復は緩やかにとどまっている。一方、このところ中間留分の需要の落ち込みが大きくなってきている（図表 11）。背景には、欧州の財政問題などをきっかけに景気の先行き不透明感が生じて、米国の製造業活動や輸送活動などにやや減速感が出ていることがあると思わ

(図表 11) 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7月30日 (月、週次)
(出所) 米国エネルギー情報局 (EIA)

(図表 12) 石油製品在庫の推移



(注) 直近値は7月30日 (月、週次)
(出所) 米国エネルギー情報局 (EIA)

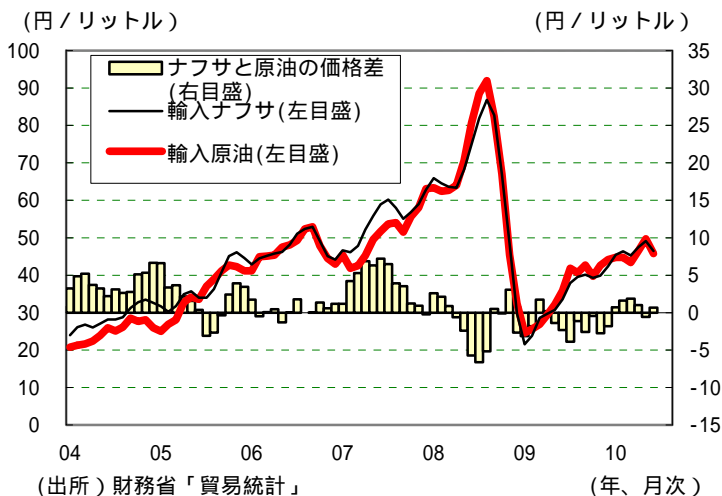
れる。米国の石油製品在庫は、昨年に匹敵する高水準になっており、今後、在庫調整の動きが出てくる可能性がある（図表 12）。一時的に、原油需要を抑制することにつながる可能性もある。

（ 3 ）ナフサ；ナフサは生産調整含み

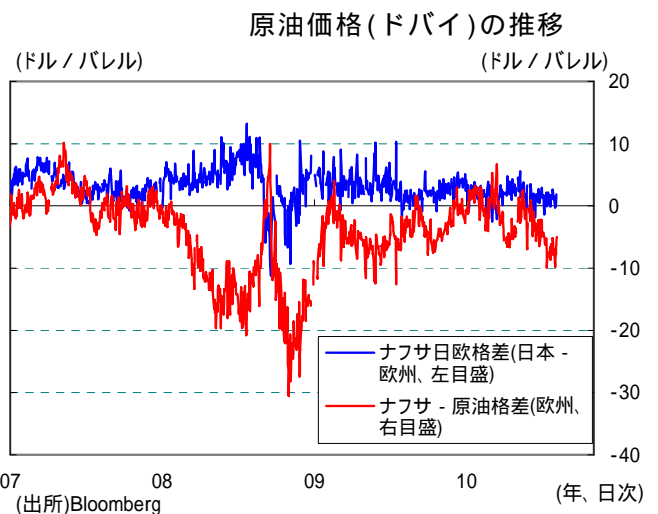
日本の 6 月の輸入ナフサ価格（通関）は、1 リットルあたり 46.4 円と前月に比べ 2.7 円下落した。一方、6 月の輸入原油価格は 45.7 円と前月に比べ 4 円下落したため、ナフサと原油との価格差はプラスに戻った（図表 13）。原油や石油製品の市況が 5 月にかけて下落した影響が、6 月の原油やナフサの輸入価格に現れている。

7 月以降のナフサ市況をみると、原油相場が総じて一進一退で推移する中で、ナフサが原油に対して割安化する動きがみられた（図表 14）。供給制約が強まったブレント原油を中心に原油価格が押し上げられた面もあるが、ナフサの供給が過剰気味になる中で、市況安の見込みなどから中国からのナフサの引き合いが弱まっているとみられる。ナフサを含めた石油製品の在庫調整・生産調整が起こるとの観測も出ている。もっとも基調としては、アジアにおける石油化学工業製品への需要は堅調であり、生産調整が大幅化、長期化する可能性は小さいとみられる。

（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(シンガポール)と



3. 産油国の生産動向等

7月のOPEC12ヶ国の原油生産(日量)は、前月比8万バレル増加した(図表15、Bloombergによる推計値、以下同じ)。イラクが5万バレルの増産となった影響が大きい。ナイジェリア、サウジアラビア、クウェート、UAEも小幅増産となり、イラク以外の生産枠が適用される11カ国の生産量は3万バレル増加であった。2009年1月より実施された減産に対する遵守率は、5割台にとどまっている。

ロシアなど非OPECの産油量が高水準で推移していることもあって、国際的に原油需給は緩和した状態が続いている。10月14日に予定されている次回総会では、再度、減産が検討されるとの見方が出始めている。サウジアラビアは、9月のアジア向け原油輸出価格を、基準となるオマーン原油やドバイ原油に対して引き下げる方針であると報道された。アジアの製油所の精製マージンの悪化に対応したものとされる。

イランの核開発問題では、6月に国連安全保障理事会が追加制裁決議を採択した後、米欧が制裁強化の姿勢を続けている。7月26日に、EU(欧州連合)はイラン系金融機関に対して4万ユーロ以上の資金移動に制限を設けるなど独自制裁策を発表した。また、8月3日には米国がイラン政府の影響下にある企業として新たに21社のリストを公表した。一方で、ロシアはイランに対してガソリンの供給を続けているとみられ、中国は4日からイラン石油相の訪問を受け入れていると報道され、ともに制裁強化には消極的とみられている。イラン側からは、7月26日に、無条件でIAEA(国際原子力機関)における核燃料交渉に復帰する意思があると述べている。

パレスチナとイスラエルの和平交渉では、米国が求めてきた直接交渉について、29日にアラブ連盟が支持を表明し、パレスチナのアッバス議長に対する直接交渉受け入れ圧力が強まった。一方8月3日には、レバノン軍とイスラエル軍が衝突するなど、引き続き不安定な情勢である。

(図表15) OPECの生産動向

国名	(万バレル/日)						生産余力 (7月)
	生産量 (7月)	生産量 (6月)	超過量 (7月)	生産枠 (09年1月~)	産油能力	稼働率	
アルジェリア	126.0	126.0	5.8	120.2	140.0	90.7%	13.0
アンゴラ	184.0	185.5	32.3	151.7	205.0	92.7%	15.0
エクアドル	47.5	47.5	4.1	43.4	50.0	95.4%	2.3
イラン	373.0	374.0	39.4	333.6	400.0	93.8%	25.0
イラク	241.5	236.5	-	-	250.0	96.0%	10.0
クウェート	231.0	230.0	8.8	222.2	265.0	88.7%	30.0
リビア	155.0	155.0	8.1	146.9	178.5	86.8%	23.5
ナイジェリア	203.0	201.0	35.7	167.3	250.0	83.4%	41.5
カタール	82.5	81.5	9.4	73.1	90.0	90.6%	8.5
サウジアラビア	830.0	829.0	24.9	805.1	1,150.0	72.1%	321.0
UAE	231.0	232.0	8.7	222.3	265.0	87.5%	33.0
ベネズエラ	219.5	218.0	20.9	198.6	240.0	90.8%	22.0
OPEC12カ国	2,924.0	2,916.0	-	-	3,483.5	84.4%	544.8
OPEC11カ国	2,682.5	2,679.5	198.0	2,484.5	3,233.5	83.5%	534.8

(注1) 超過量 = 生産量 - 生産枠。

(注2) 国別生産枠は一時的に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：買い戻しの動きが優勢

非鉄金属相場の動向を表すLME金属指数は、欧州の財政危機を背景に6月7日に2,789ポイントと昨年10月以来の安値をつけたが、その後は一本調子下落に歯止めがかかり横ばい推移となった。また、欧米企業の好決算や欧州金融機関のストレステストをきっかけに、金融市場の緊張が緩和された7月下旬以降は、買い戻しの動きが優勢となり、8月4日には3,455ポイントと、4月29日以来3ヶ月ぶりの戻り高値をつけた。

景気の先行き懸念を背景に、米ドル相場が下落基調を強めたため、原油をはじめドル建てで取引される商品市場全般の割安感が強まったことや、米国で追加の金融緩和期待が高まり、株式相場が堅調に推移したことも金属相場を押し上げる要因となった。

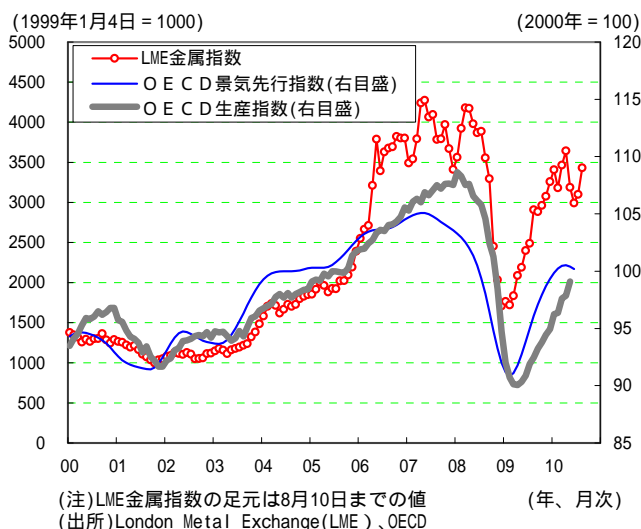
この間のグローバルな景気指標の動向をみると、中国では全般的に減速傾向が強まり、米国でも雇用、消費、住宅関連がさえない内容であったが、欧米の製造業関連は底堅い動きがみられた。金融市場では株式や原油などのリスク資産を買い戻す動きが続いた。上海株が7月に入り反発に転じたことは、ベース・メタルを含むリスク資産市場全般で安心材料として受け止められた。

非鉄金属市場の独自要因では、中国需要の強さに加え、景気回復テンポの弱さが指摘される欧米でも、製造業を中心に予想以上の需要の底堅さが確認されるようになり、マクロとミクロが乖離した状況がみられる。そうした中、銅や錫などの供給拡大が遅れている金属で在庫減少が鮮明となり相場の押し上げ要因となった。

世界経済は、米国の景気回復ペースや中国の景気減速の度合いなどで、強弱材料が交錯する状況が続くと思われる。また、先進国を中心に景気対策の効果がはく落した後の自律的な回復ペースなど、様々な不透明要因が解消されるまでにはしばらく時間がかかる。このため金属相場は一進一退の動きが繰り返されるだろう。もっとも、世界経済回復にともなう金属需要の拡大が続いており、不透明要因が後退するにつれて、金属相場は徐々に上値を切り上げる見通しである。

(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 ~ 在庫減少を好感し3ヶ月ぶり高値

銅相場(3ヶ月物、終値)は、6月7日に6,037ドルと昨夏以来の安値をつけた後は横ばいで推移したが、7月下旬から反発に転じ、8月4日には7,527ドルと3ヶ月ぶりの高値をつけた。

代表的なベースメタルである銅相場は、リスク資産の一角として、株式など他の金融市場に連動する。6月初めまでの調整局面では、欧州経済への懸念が嫌気されたものの、その後は一本調子下落に歯止めがかかった中で、欧米企業の好決算や、欧州金融機関のストレステストなどが、金融市場の緊張を緩和する契機となり銅相場の押し上げ要因となった。また、景気先行き不安を背景に米ドル相場が下落基調を強め、原油などドル建てで取引される商品市場の割安感が強まったこと、さらに、景気先行き不安が米国の追加金融緩和期待を高め、株式相場が堅調に推移したことも銅相場を押し上げる要因となった。

銅相場の独自の材料を整理すると、まずLME在庫の減少が続いたことが、銅需要の強さを示す動きとして、市場で最も好感された材料となった。具体的には、釜山などのアジアの指定倉庫からの出荷が増加し、中国需要の底堅さを連想させたことに加え、米国や欧州の倉庫からの出荷も増加した。後者は景気回復テンポの鈍さが指摘されながらも、米国、ドイツの製造業関連指標の好調が示すとおり足元の景気は底堅く、それにとまなう銅需要の広がりが確認できる動きとして好感された。

中国需要については、上述のアジアの指定倉庫からの出荷増加に加え、上海先物取引所の銅在庫が10万トンと今年初めの水準まで減少したことも、堅調な銅需要を示す動きとして注目された。また、LMEの国際価格と上海先物取引所の銅相場との内外価格差が、今年最大の水準に拡大し、7月以降は裁定目的による中国の銅輸入が増加していると指摘されるようになった。このため、7月12日に発表された中国の6月の銅輸入が、前の月と比べ3ヶ月連続で減少したことは、発表当初こそ市場で嫌気されたものの、その後は堅調な中国需要を示唆する情報が相次ぐにつれ材料視されなくなった。

このほか、中国景気のソフトランディング期待を背景に、7月に入り上海株式相場が反発に転じたことが金融市場全体の安心材料となったことに加え、温家宝首相や中国人民銀行(中央銀行)などから景気の軟着陸に自信を示す発言が相次いだことも、中国景気の失速懸念を和らげ買い材料視された。

一方、こうした需要に供給が追いつかない需給環境をあらためて示す動きも相次いだ。英豪系BHPビリトンは7月21日、主力のチリ・エスコンディータ鉱山の生産量が前年比減少するとの見通しを示した。同じ日、世界第2位の産銅会社である米フリーポート・マクモランは、4~6月期の銅の生産量が9.14億ポンドと、前年の11億ポンドから減少したと発表した。ちなみにその席で同社のアドカーソンCEOは、銅の現物市場は米経済指標が示すよりも強いと述べていた。また、スイスの資源大手エクストラータは27日、今年上半期の銅生産が前年比3%減少したと発表した。

国際銅研究会の集計によると、今年1~4月の世界の銅の需給バランスは、67,000トンの需要

超過となったもようである。需要が低迷していた前年同期は 74,000 トンの供給超過であった。

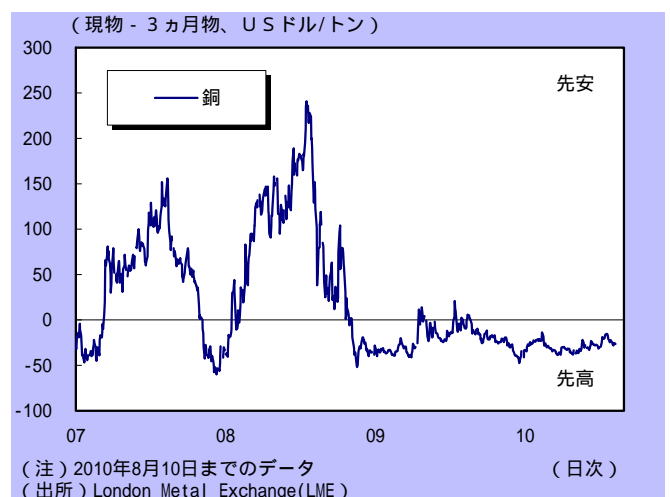
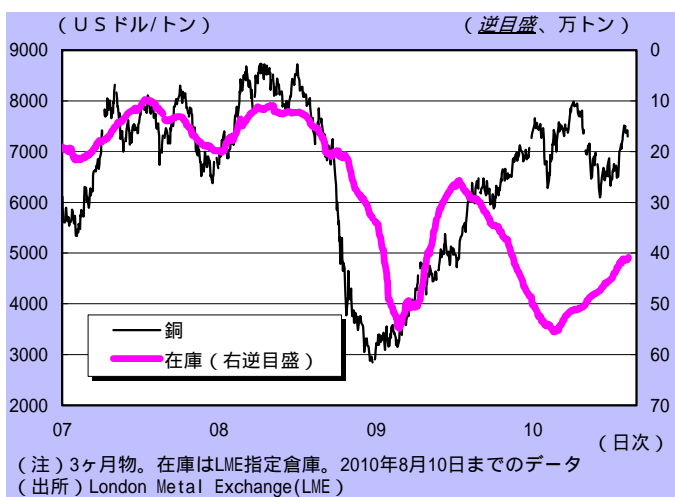
なお、豪州資源税を巡っては、ギラード新政権が課税対象を鉄鉱石と石炭に限定する妥協案を提示し、7月2日に業界と合意した。当初案の撤回を受けて、早速エクストラータが5億ドルの銅投資計画実施を表明するなど相場にとっては弱材料とする受け止め方が目立った。

世界景気の先行き懸念は続いているものの、銅需要については、景気が弱いとされる欧米、足元の減速が指摘されている中国のいずれでも好調な動きが続いており、「マクロとミクロの乖離」がみられる。当面は、世界的なハイテク関連需要の拡大が続く公算が大きく、建設需要にも下げ止まりの兆しがみられるようになった。また、北半球では夏季休暇を過ぎると産業活動が徐々に活発化してくる見通しである。このため、銅相場は一進一退はあるものの、年末までには4月6日につけた8,010ドルの年初来高値を試す展開が予想されよう。

(図表 18) 銅

銅相場と 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



3 . アルミニウム ~ 3 ヶ月ぶりの高値

アルミニウム相場 (3 ヶ月物、終値) は、6月7日に 1,828 ドルと昨夏以来の安値をつけた後は横ばいで推移したが、7月下旬から反発し、8月4日には 2,249 ドルと3ヶ月ぶりの高値をつけた。

国際アルミ協会の集計によると、6月の中国以外のアルミニウムの地金生産は前年比 6%増加し、中国では同 38%増加した。中国では産業用の電力料金の引き上げを進めており、精錬コストの上昇により事業から撤退する中小精錬業者が増えることが見込まれる。また、中国の精錬所の採算ラインは 2,000 ドル程度とされ、5、6月に相場が低迷した局面では採算割れの状態にあったとみられる。精錬所が集積する河南省で、6月末に合計 70 万トン規模の中小の精錬所が閉

鎖されるとすでに報道されていたが、実際に 50 万トンの生産が減少したようだ。それでも 6 月のアルミ輸出は、税還付が適用される半製品を含むアルミニウム製品で前年比 66% 増加しており、アルミの過剰生産を示すとの懸念が残る。

需要面をみると、中国では力強い動きが続いているものの、在庫増加が指摘されるようになってきている。その反面、欧米では自動車、航空機、建設向け型材を中心に引き合いが強まっている。過去最高水準の L M E 在庫についても、先高期待による投機的な順ザヤ取引にともなうものが 7 割を占めるとされ、アルミ需給の緩和を示すものではないとの見方が支配的となっている。

需要の回復を背景に、アルミ世界最大手のロシア・U C ルサルは 7 月 23 日、金融危機にともない操業を停止していたジャマイカの精錬所再開を発表した。それに先立つ 6 日には、来年 2011 年のアルミ相場見通しについて、2,400 ~ 2,700 ドルとの予測を示していた。

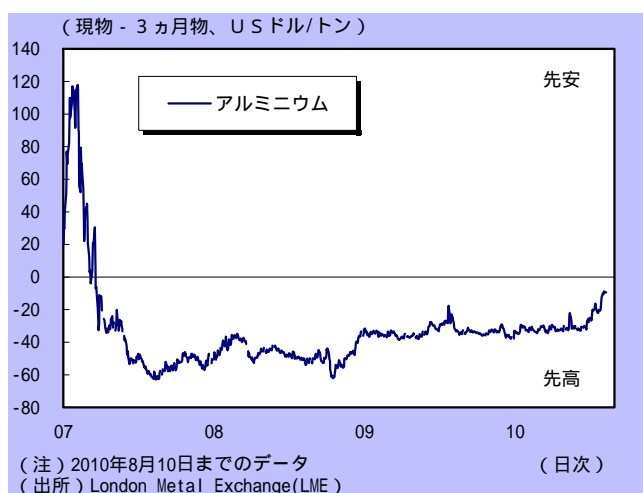
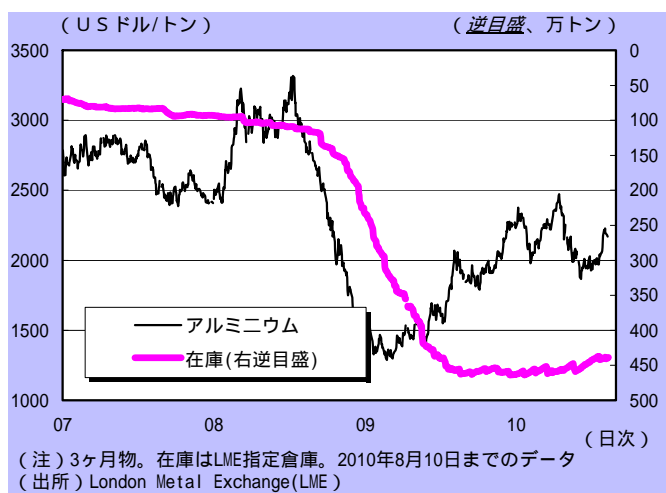
金融取引については、金や原油で先行した E T F (上場投資信託) 取引がアルミについても注目され、U C ルサルが今秋 100 万トン規模の E T F 設定を予定している。

今後も、需要の拡大が続くとみられるほか、原油価格上昇や中国の電力料金引上げにともなうコスト上昇などが相場の押し上げ要因になるとみられるが、当面は供給余力も大きい状況が続くことになる。そうした中、ドル安などを背景に銅など他の金属に連動し、2,000 ドル台半ばをめざし緩やかに上昇すると予想される。

(図表 19) アルミニウム

アルミニウム相場と 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



4 . ニッケル ~ 在庫減少に一服の兆し

ニッケル相場 (3 ヶ月物、終値) は、6 月 7 日の 1 トン = 17,375 ドルを直近の安値に横ばいで推移したが、7 月下旬から反発し 8 月 9 日には同 22,898 ドルと 3 ヶ月ぶり高値をつけた。欧州金融機関のストレステストを契機に、金融市場全般で買い戻しの動きが優勢となったことによる。

ニッケル相場は、今年に入り、主用途のステンレス需要が回復したことを背景に上昇トレンド

が続いた。ブラジルの資源大手バーレがカナダに保有する2つの大鉱山でストライキが続いたことによる供給懸念も相場を押し上げた。

もっとも、ニッケル需給の引き締まりを示していたLME指定倉庫の在庫減少の動きが、ここにきて一服する兆しが見られている。在庫減少に足踏みがみられる背景には、ステンレスの不需用期による季節要因に加え、ロシアのニッケル大手ノリリスクニッケルの主要積み出し港が、例年5~7月に洪水により閉鎖され出荷が停止される影響が指摘されている。今年は7月20日から積み出しが再開されたが、7月最終週のLME在庫の増加分の9割が、蘭ロッテルダム港経由であったため、ノリリスクニッケルの出荷再開にともなう動きとみられている。同港の8、9月の到着量は、2008年は15,600トン、2009年は21,930トンと急増しており、今年も同様の季節パターンをたどる公算が大きく、ニッケル在庫の上昇要因となる。なお、ロシア財務省は7月21日、財政強化を目的に、リーマンショックの後に生産者支援を目的に一時撤廃していた銅やニッケルの輸出税を2011年から再開することを決定した。

ブラジル・バーレの鉱山のうち、サドベリー鉱山のストは7月に終結した。同社発表によれば、9月末から完全操業に戻る見通しである。同鉱山の生産量は年間8万トン規模であり、年内に新たに2万トン程度の供給増加要因になる見通しである。

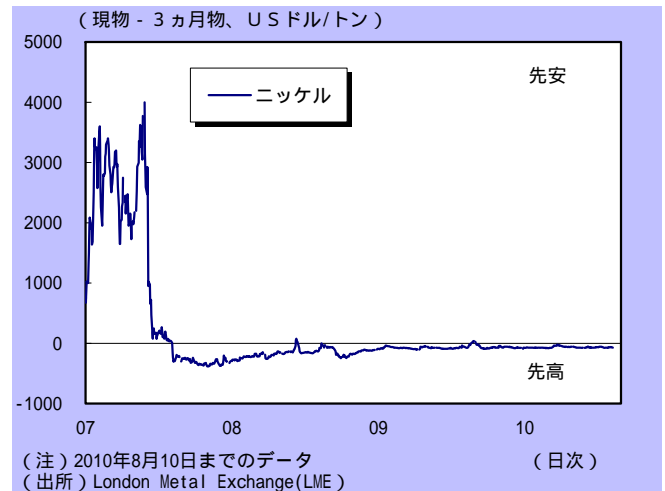
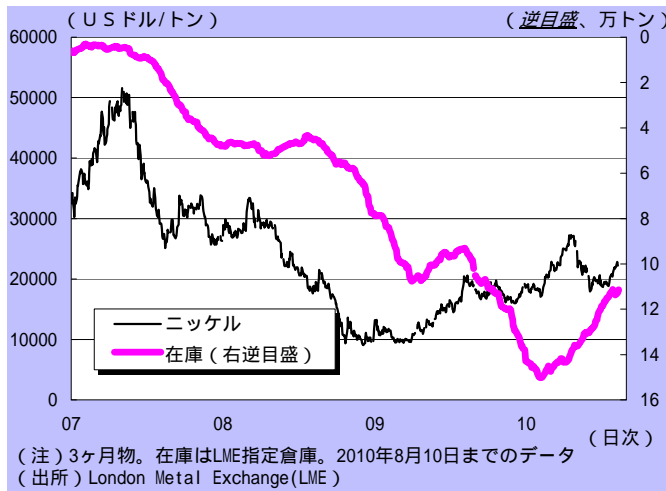
一方、需要面では、主用途であるステンレス鋼の引き合いが、景気の不透明感を背景にやや鈍化している。最大消費国である中国では、ステンレスメーカーによる在庫積み増しが一服し、足元ではステンレス価格を引き下げる動きが出ているほか、余剰ニッケルの処分売りも広がっている。貿易統計によると、7月のニッケル輸入は前年比69%減少し、1~6月の同27%減から減少ペースが加速した。また国内の供給過剰を背景に、1~6月のニッケル地金の輸出は前年比13倍にのぼった。中国政府は6月22日、ニッケル製品等の輸出税還付(従来、5%相当が還付されていた)を廃止する方針を発表したほか、供給過剰の要因となってきたニッケル銑鉄に対し、政府は生産抑制方針を強めており生産量が鈍化する見通しとなっている。それでも下半期のニッケル輸出は上期なみの水準が続くとの見方が多く、国際相場の下押し要因となる可能性がある。

日米などの先進国でも、設備投資動向を示す経済指標は、減少に歯止めがかかり持ち直しの動きが続いているものの回復テンポは鈍く、機械類に用いられるステンレス需要の増加は緩やかなペースにとどまっている。ファンドによる投機的な売買により、当面のニッケル相場は、ドル安などを背景に代表的な金属である銅相場に連れ高する可能性がある。もっとも、来年以降、新規鉱山の生産開始が計画される中、すでに足元で需給が緩む兆しもみられ、非鉄相場全般の上昇局面でもニッケルの上昇幅は限定的となり、逆に調整局面では、下落幅が相対的に大きくなるおそれがある。

(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 ~ 3 ヶ月ぶりの高値

亜鉛相場 (3 ヶ月物、終値) は 6 月 7 日に 1 トン = 1,577 ドルと 1 年ぶりの安値をつけたものの、その後上昇基調に転じ、8 月 9 日は、同 2,175 ドルと 3 ヶ月ぶりの高値をつけた。

亜鉛は鉄鋼や自動車向けの用途が多く、中国経済減速の影響が懸念されるものの、これまでのところ需要は底堅い動きが続いているとみられる。一方、供給面では、需要拡大をけん引する中国、インドが亜鉛の生産国でもあり生産増加が著しく供給過剰の状態が続いている。

国際鉛・亜鉛研究会の調べによると、今年 1~5 月の世界の亜鉛消費量は 499 万トンと前年比 21% 増加したが、生産量も同 19% 増の 520 万トンにのぼり、亜鉛の需給バランスは 21 万トンの供給超過であった。

こうした需給バランスは、L M E 在庫の増加トレンドにあらわれているが、このところの在庫増の背景には供給過剰要因に加えて、亜鉛の現物と先物との価格差に着目した金融取引に関連する割合も増加しているようである。足元の 15 ヶ月先物相場と現物相場の価格差は 90 ドル程度と年初の 50 ドル程度から拡大しており、現物買い・先物売りの取引により 5% 程度の利回りが確保できている。とりわけ米系金融機関の取引増加により、L M E 在庫の過半が米ニューオリンズの指定倉庫に集中している。こうした金融取引にともなう現物確保の動きも亜鉛相場の押し上げ要因として注目されている。

中長期的には、新興国の建設、自動車向けを中心に鋼板メッキ需要は一段の増加が見込まれる。一方、中国では来年からスタートする第 12 次 5 カ年計画の中で、亜鉛などの非鉄金属について生産抑制方針が示される見通しであり、国内の過剰生産構造の是正が徐々にはかられる公算が大きい。また、世界的にも環境規制により大型の資源開発が進みにくい中、大型鉱山の閉鎖が予定

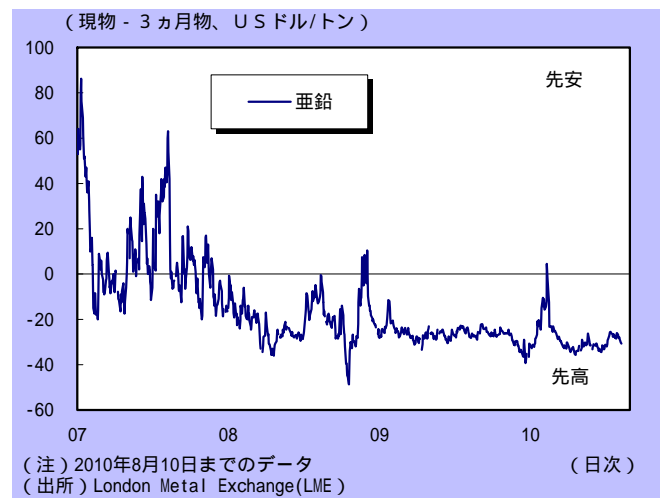
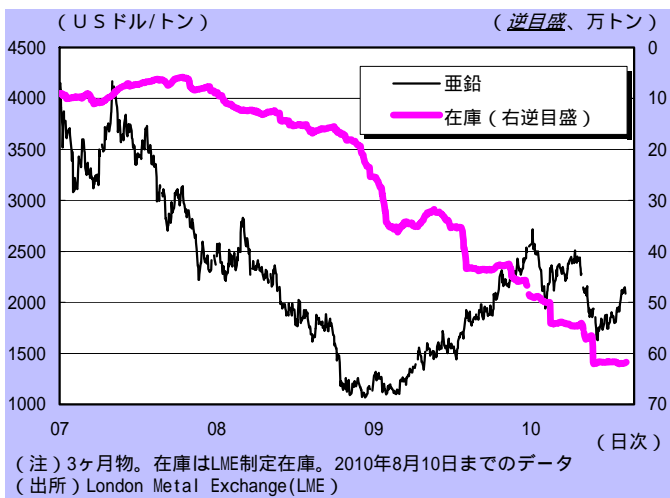
されており、需給バランスは徐々に改善する見通しである。亜鉛相場がコンタンゴと呼ばれる期先高の状態にあるのも、こうした事情を反映しているとみられる。

当面の相場動向については、上海先物取引所の亜鉛在庫が7月以降減少していることに加え、6月までの相場下落により、LMEの国際価格と上海先物取引所との価格差が拡大したことから、裁定目的による中国の輸入が再び増加するなど、中国を中心に需要面での底堅さが確認できる。このため、銅など他の金属に連動し戻り基調が続く見通しである。

(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ヵ月物)の推移



6. 錫 ~ 上昇テンポが加速し、2年ぶりの高値更新

錫相場(3ヶ月物、終値)は上昇テンポが一段と加速し、8月9日には1トン=21,500ドルと、金融危機前の2008年8月以来2年ぶりの高値をつけた。年初来上昇率は22%と、LMEで取引される金属の中で最も高くなっている。

需要面では、主用途であるエレクトロニクス製品のハンダ向けの好調が続いている。米半導体工業会が発表した世界半導体出荷額の最新6月分は、3ヶ月連続で過去最高額を更新した。新興国を中心に携帯電話やパソコン、家電製品などの最終需要が強いほか、先進国でも高機能携帯電話など個人向けに加え、企業のIT投資需要も回復している。錫は、日本やドイツなど製造業に基盤を持つ国々での引き合いが強いとされ、好調なハイテク需要の追い風を受けている。

こうした需要の強さに生産が追いつかないことが錫の供給懸念を強めており、相場を押し上げる要因になっている。最大生産国である中国は昨年からの純輸入に転じたほか、第2位の生産国で世界最大の錫輸出国であるインドネシアでは、乱獲防止や資源ナショナリズムを背景に、生産の抑制方針を打ち出し、違法採掘の取り締まりを強化している。このため、今年1~6月までのインドネシアの錫輸出は、前年比15%減少し5万トンにとどまった。

このため、需給バランスの目安となる L M E 指定倉庫在庫は減少傾向が鮮明となり、足元では 1 年 2 ヶ月ぶりに 1.5 万トンを下回った。

国際的な業界団体である英工業技術研究院は、今年の錫需要が 34 万トンにのぼる一方、錫生産は 32.5 万トンにとどまり、1.5 万トンの需要超過・供給不足が発生するとの予測を示した。民間機関からは、生産量が一段と減少するとの予測も示され、需給ひっ迫懸念を強めている。

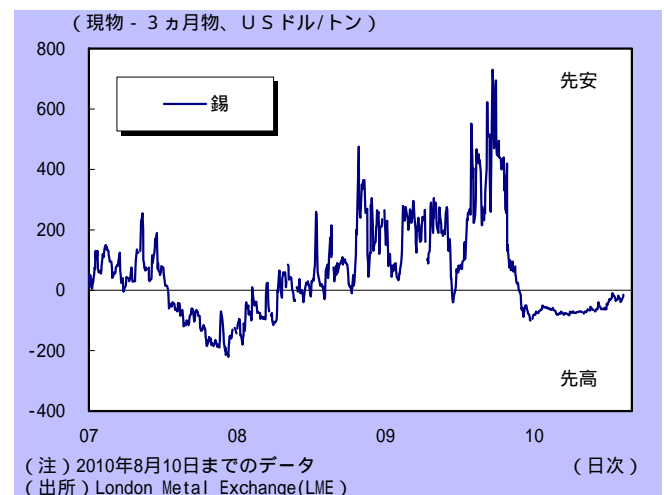
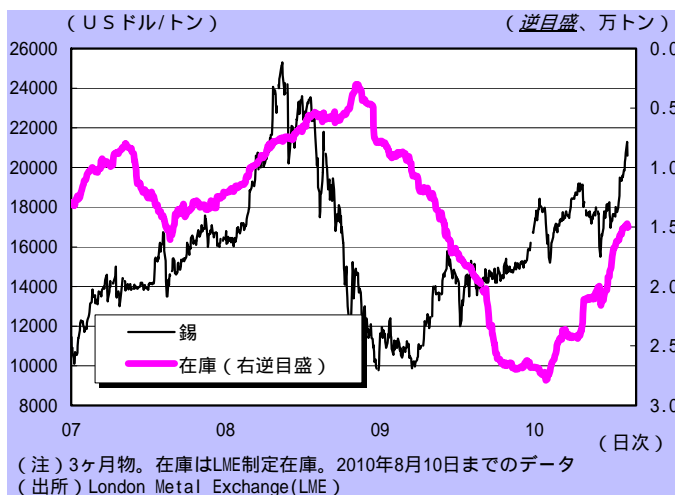
錫は鉱山開発が遅れ、向こう数年にわたり大型鉱山の生産開始は予定されていない。海上採掘の採算ラインが 20,000 ドルとされており、相場上昇を背景に新規開発への期待も出ているが、生産に至るまでには数年かかるとみられる。このため、世界的なエレクトロニクス需要の拡大が続く場合には、少なくとも 2012 年頃までは錫の供給不足が続くと指摘されている。

当面の錫相場は、これまでの急激な上昇ピッチが一服する可能性もあるものの、需給ひっ迫懸念を背景に上昇基調で推移する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 ~ 3 ヶ月ぶりの戻り高値

鉛相場 (3 ヶ月物、終値) は、6 月 7 日に 1 トン = 1,535 ドルと 1 年ぶりの安値をつけたが、その後は上昇に転じ、8 月 4 日に 1 トン = 2,250 ドルと 3 ヶ月ぶりの戻り高値をつけた。

需要面では、中国、インド、ブラジルなどの新興国を中心に自動車販売の拡大が続いており、バッテリー用の鉛需要が増加を続けている。もっとも、中国を中心に過剰生産傾向は解消されていない。このため、国際鉛・亜鉛研究会によると、今年 1 ~ 5 月の世界の鉛消費量は前年比 3% 増の 349.5 万トンであったが、生産量も同 1% 増加し 352.9 万トンとなり、全体では 3.4 万トンの供給超過となった。

L M E の取引金属について年初からの騰落率をみると、ニッケル (ステンレス需要の回復) や

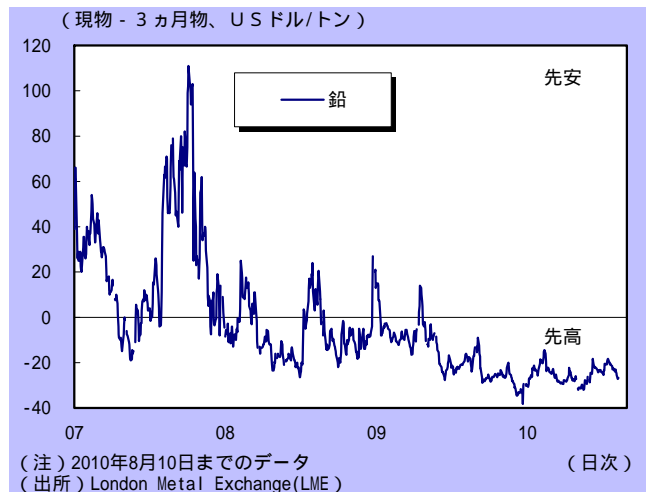
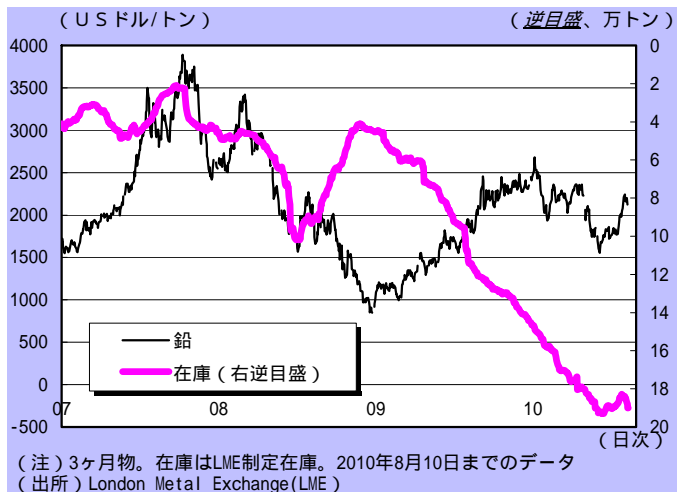
錫(エレクトロニクス需要の拡大)が2割程度上昇、銅、アルミニウムが横ばい水準なのに対し、鉛と亜鉛は1割強低い水準にとどまっており、過剰生産傾向が相場の抑制要因となっている。

もっとも、目先は堅調な需要やドル安を背景に、銅など他の金属に連動して戻りを試す展開が予想されよう。

(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

～ 金融政策と原油相場 ～

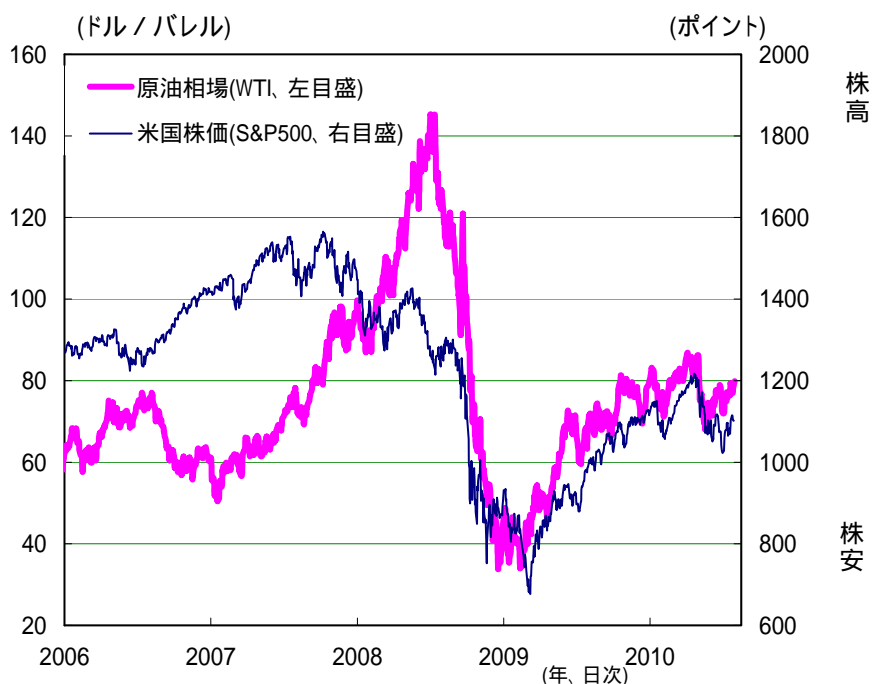
8月10日には、日米で当面の金融政策の方針を決定する会合があり、米国では金融緩和を継続する追加策が発表された。先進国では、政策金利がゼロに近づいており、金利政策の有効性が低下しているとの見方もある。一方で、原油などコモディティ市場は、数年前に比べて金融市場化しており、金融政策の影響を受けやすくなっている面もあるかもしれない。そこで今回は、金融政策と原油相場の関係について考えてみたい。

(1) 景気見通しの変化を通じた影響

まず、金融政策が、企業や投資家の景気見通しに対して、意図したような影響を及ぼす場合を考えてみよう。つまり、首尾よくいけば、不況時には金融緩和によって景気回復の見込みが高まると受け止められるだろう。また、景気過熱が心配されるときには、金融引き締めによって景気減速の可能性が高まったと受け止められることもあるだろう。そして、金融政策によって景気見通しが影響を受ければ、原油需給の見通しも影響を受けることになるだろう。

過去2年間ほどのデータをみると、景気見通しを敏感に反映すると考えられる株価と原油は、非常に高い連動性を示している(図表24)。そうした状況下、金融市場やコモディティ市場では、投資家のリスク選好が強まる(あるいは、弱まる)ことを理由に、株式と同様に原油も買われる(売られる)といった解説が増えている。確かに、追加金融緩和策によって景気見通しが改善するのであれば、株価と原油価格がともに上昇する理由になると言えるだろう。

(図表24) 原油相場と株価の推移



(出所)Bloomberg

(2) 資産としての相対的な魅力が変化する効果

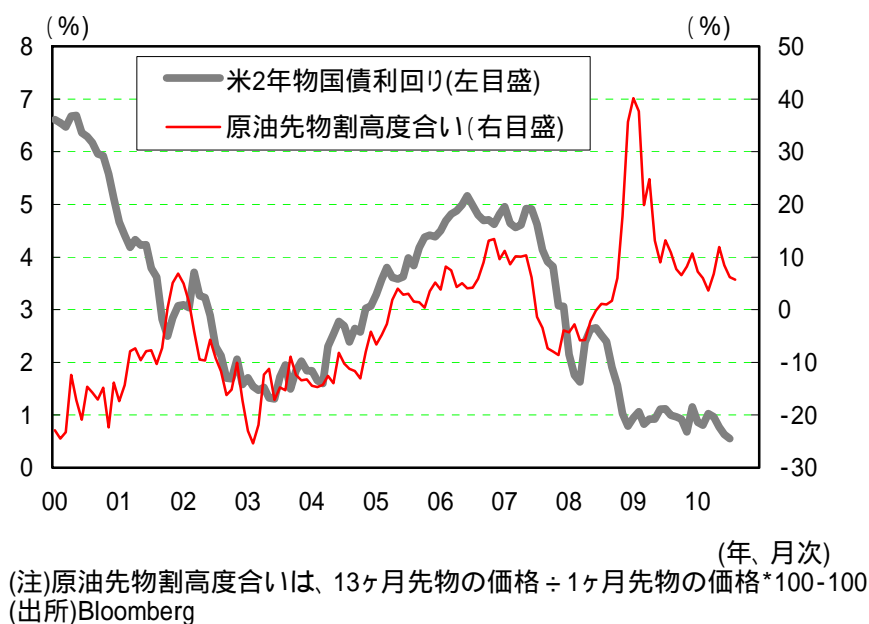
先に述べたのは、金融政策によって原油需給に関する思惑が直接的に変化する場合であった。一方で、金融政策は、金利を変化させることを通じて、様々な資産の相対的な魅力を変化させる効果を生む。この効果は、原油相場にも影響する。

金利の変化と先物カーブ

まず、一つのルートは、先物カーブの形状に影響する圧力、いわば時間的な効果である。1年物金利は、今の現金と1年先の現金を交換する際の交換比率を表し、1年先の現金の価値が高まれば(=金利が低下すれば)、1年先の原油先物の価格を買うのに必要なお金は抑制されるという圧力が働く可能性がある。金利が高い時には、好況などを背景に商品価格の先高が見込まれているという関係だと言い換えることができるかもしれない。

こうした関係は、2002~2006年頃にみられたものの、それほど安定的なわけではなく、足元では異なる動きになっている(図表25)。

(図表25) 米国金利と原油先物割高度合い

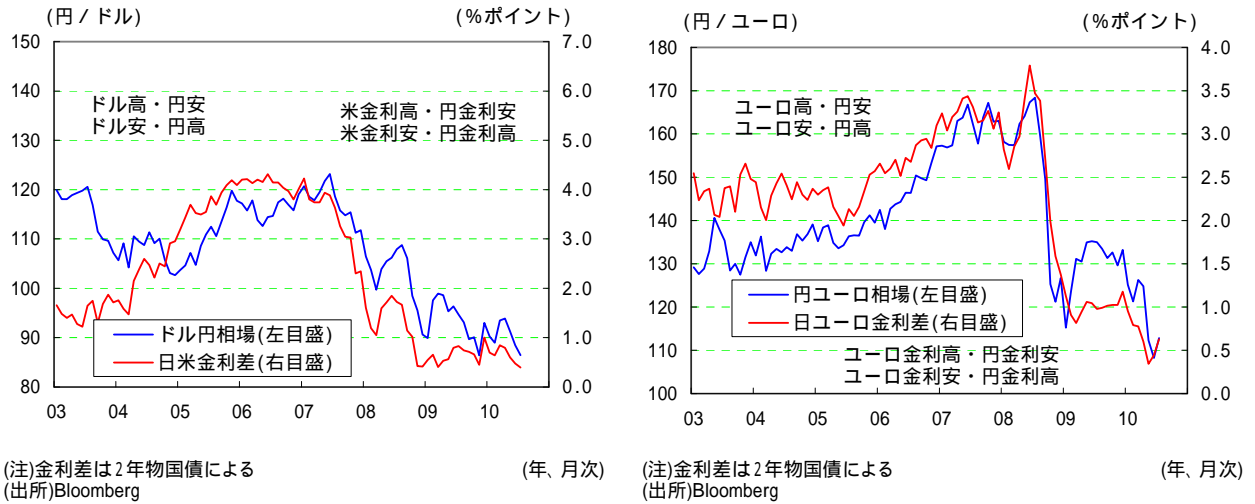


為替相場を通じた影響

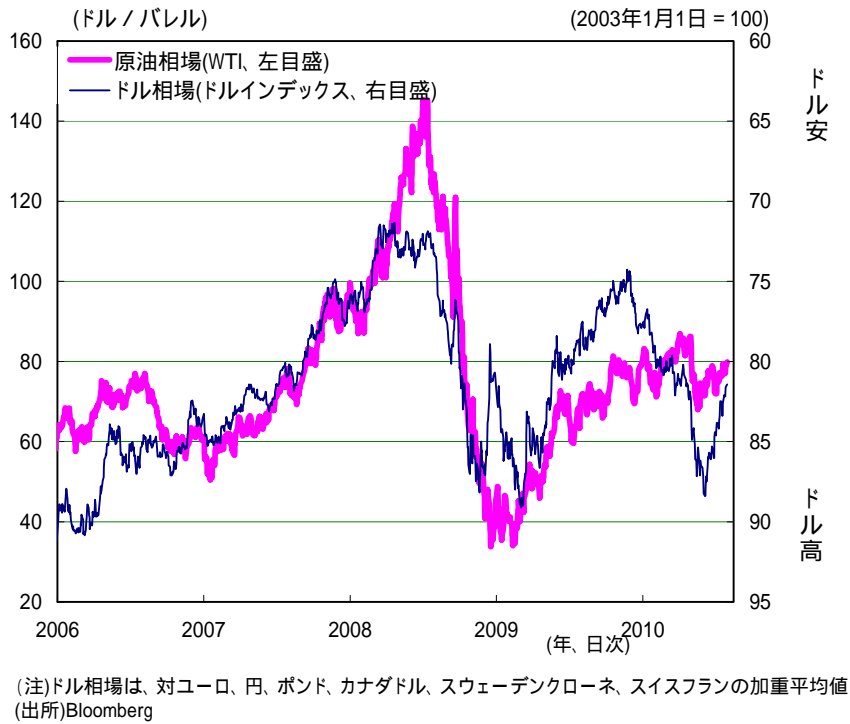
ある国の金融政策の変更は、他国との相対関係な金利差に影響し、いわば国際的な効果を及ぼす面もある。言い換えると、原油などコモディティは、ドル建てで表示されているので、金融政策の変更によって、為替市場においてドル相場が変動すると、原油相場にも影響が及ぶというルートになる。

図表 26 にみられるように、2003 年頃から先進国同士の為替相場は、その金利差とよく連動している。また、図表 27 の通り、原油相場とドル相場はよく連動している。金融政策によって、相対的にドルの金利が低くなるような場合には、ドル安圧力を背景として、原油高圧力が働きやすいといえる。

(図表 26) 金利差と為替相場の推移



(図表 27) ドル相場と原油相場の推移



(3) 仮に量的緩和策が進められた場合

しかし現状に即していえば、日本はもとより米国についても、金利の引き下げを中心とした通常の金融政策の余地が小さくなっており、量的緩和策など非伝統的な金融政策の是非が議論されるような状況になっている。

今のところ、FRBがそうした政策をさらに推し進める可能性はそれほど高くないと考えられるものの、予断を持つべきではないだろう。ただし、そうした政策の有効性について懐疑的な見方が出ている現状からすると、実行した場合に生じる景気や原油需給に関する思惑の変化は大きなものにならず、金融市場や原油相場への影響は限定的だろう。

一方で、大胆に非伝統的な金融緩和策が行われた場合の弊害と考えられているのは、ドル建ての資産全体が敬遠されるような大幅なドル安であったり、不況下でのインフレの進行だったりする。そうした状況では、需要が景気に敏感に変動する原油は、それほど良い投資先だとみなされないと思われる。

- 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。