

調査レポート

コモディティ・レポート <2013年5・6月>

・コモディティ市況全般：国際商品市況は一進一退

コモディティ市況は、4月中旬に大幅下落した後、5月以降は一進一退で推移している。各コモディティをみると、需要は緩やかに増加する一方で、供給余力が大きいものも多く、市況は上値・下値とも限定的である。マクロ経済環境もバランスがとれており、コモディティ市況全体は横ばい圏の推移となろう。

・エネルギー市況：ブレント原油は100ドル台前半を中心に推移

国際指標とされるブレント原油は、4月に96ドル近くまで下落した後、5～6月は100ドル台前半を中心に推移している。中国や欧州の景気は再加速感が出ず、景気が相対的に堅調な米国では燃費向上により石油需要は伸びていない。ブレント原油は、当面、100ドル前後を中心とした推移が続くと見込まれる。

・ベースメタル市況：銅市況は7,100ドル前後で推移

銅市況は大幅に下落した。4月中旬には一時6,800ドルまで下落し、足元は7,100ドル前後で推移している。供給障害への懸念も生じたが、需要の下振れ観測もあり、市況の上値は抑えられた。今後、中国など各国の製造業活動が拡大してくると、市況は上昇しやすくなる。

・貴金属市況：金は1,400ドル前後で一進一退

金市況は、4月中旬には一時1,320ドル近くまで下げた後、1,400ドル前後で推移している。米国の量的金融緩和から出口に向かうとの観測が根強い一方で、短期間に米国金利が大幅に上昇する事態も考えにくく、市況の上値・下値は限定的と思われる。当面、金市況は1,400ドル前後で一進一退が見込まれる。

・トピック：原油価格の見通し

2013年後半以降には、アジアを中心に原油需要の増加ペースがやや速まるものの、供給力の増加により、原油市況の上値は限定的とみられる。ブレント原油は、100ドル前後を中心とした推移が続くと見込まれる。シェール革命の影響については様々な見解が交錯している。現時点では、北米において欧州やアジアよりも割安な価格でエネルギーや原材料を調達できるようになっている。

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 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：国際商品市況は一進一退

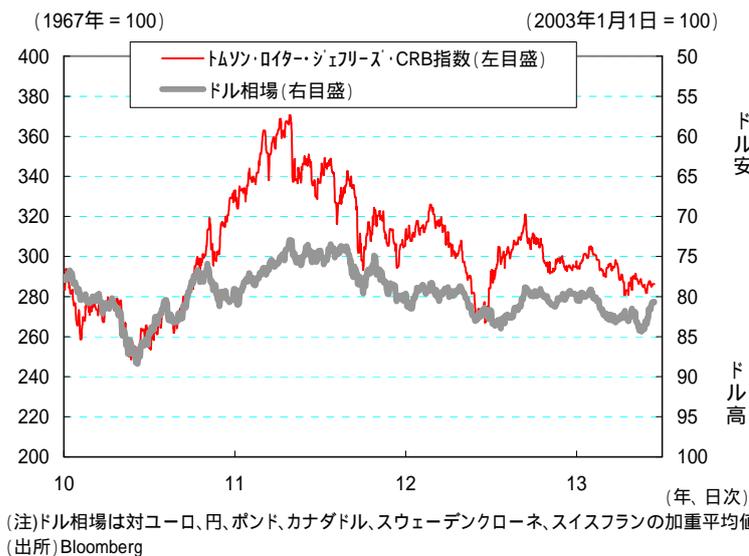
ドル建て国際商品市況全般の動向を示すロイター・ジェフリーズCRB指数は、4月中旬に大幅に下落した後、やや持ち直し、5月以降は一進一退が続いている（図表1～2）。

コモディティ全般に、4月中旬に金相場の急落に連動して下落した反動から、いったん持ち直しの動きが広がったが、その後、横ばい圏となっている。各コモディティをみると、需要は緩やかに増加する一方で、供給余力が大きいものも多く、上値・下値とも限定的になっている。

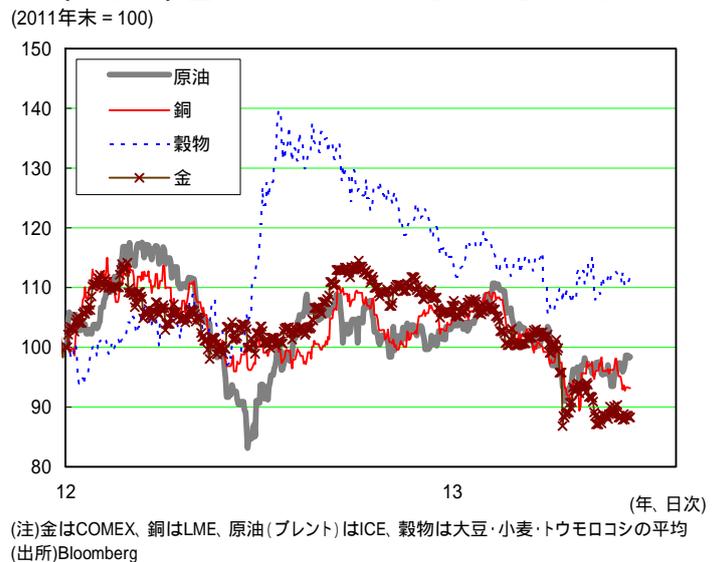
また、マクロ経済環境としても、適度な世界景気の拡大ペースや資源開発の進展などのバランスが取れており、当面、資源の大幅な過不足は見込みにくくなっている。

もともと、今後、世界景気の回復基調が強まれば、資源需要の増加基調に目が向けられる局面も出てくるとみられ、原油のように供給増が顕著な品目を除けば、どちらかといえば市況が上向きに推移するコモディティが多くなると思われる。

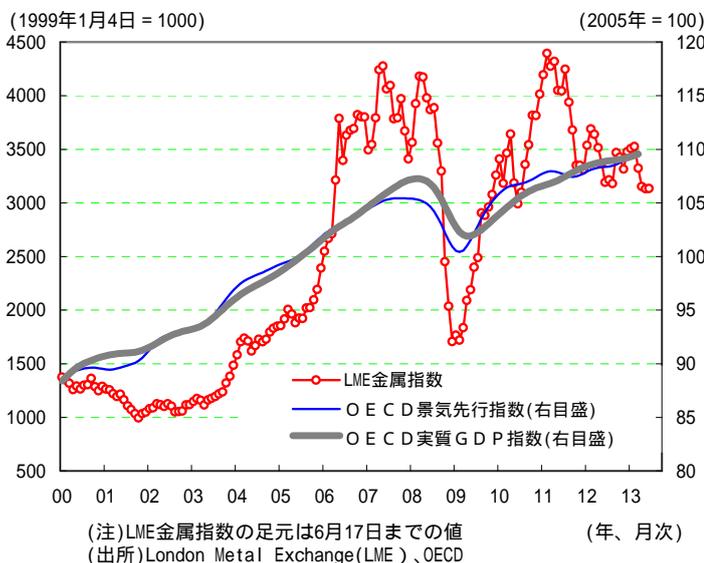
（図表1）ロイター・ジェフリーズ・CRB指数の推移



（図表2）金・銅・原油・穀物の市況の推移



（図表3）LME金属指数と世界景気



（図表4）LME金属指数(日次データ)



．エネルギー

1．原油市況：ブレント原油は 100 ドル台前半を中心に推移

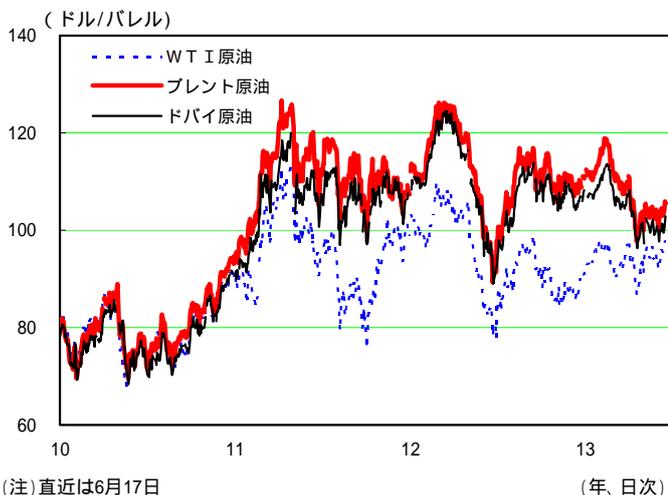
原油市況は、4 月半ばにかけて急落した後、5 月にかけて持ち直していたが、月末の O P E C 総会後に下落した。国際指標となるブレント原油は 1 バレル=96 ドル台に下落した後、6 月にかけて 100 ドル台前半を中心に推移している。一方で、W T I 原油は 85 ドル台まで下落した後、90 ドル台前半を中心に推移している。

4 月中旬に、米中の景気減速懸念や金市況の暴落などを材料に原油市況は急落したが、その後は、シリアの化学兵器に関する報道(4/25)、E C B の利下げや一部政策金利をマイナスにする可能性への言及(5/2)、米国の雇用増加数が予想を上回ったこと(5/3)、イスラエル軍によるシリア領内への空爆(5/6)等が市況を押し上げた。しかし 5 月下旬には、F R B 議長の議会証言(5/22)や、O P E C の生産目標据え置き(5/31)を受けて、再び下落した。F R B 議長証言は、量的金融緩和の出口を意識させるものとされ、ドル高や金利高が原油価格を抑制するとの思惑が強まった。また O P E C 総会については、事前に、増産の可能性を想定する市場参加者はほぼ皆無だったが、減産方向への動きが決定される可能性をある程度の確率で想定する市場参加者はいたために、据え置き決定が原油価格の下落材料になったと考えられる。

ブレント-W T I のスプレッド(価格差)は、2 月中旬に 23 ドル程度に再拡大していたが、その後縮小傾向で推移し、5 月には一時 8 ドル前後となり、6 月に入っても 10 ドル割れで推移している(図表 7)。先物市場(W T I)における投機筋の買い超幅をみると、2 月中旬をピークに縮小していたが、足元では再び拡大している(図表 11)。一方、商業筋を含めた先物の全建て玉残高は、昨年 12 月末頃をボトムに増加し、足元は過去最高近くで推移している(図表 12)。

中国や欧州の景気は再加速感が出てこない状況である。また、米国や日本では景気が相対的に堅調だが、燃費向上等により石油需要は伸びていない。一方で、北米やイラクでは原油生産量が増加し、サウジアラビアの供給余力も潤沢である。来年にかけて、アジアを中心に原油需要の増勢が強まるとみられるが、需給のタイト感が生じないだろう。総合判断すると、ブレント原油は 100 ドル前後を中心とした推移となり、ブレント-W T I の価格差は緩やかに縮小するだろう。

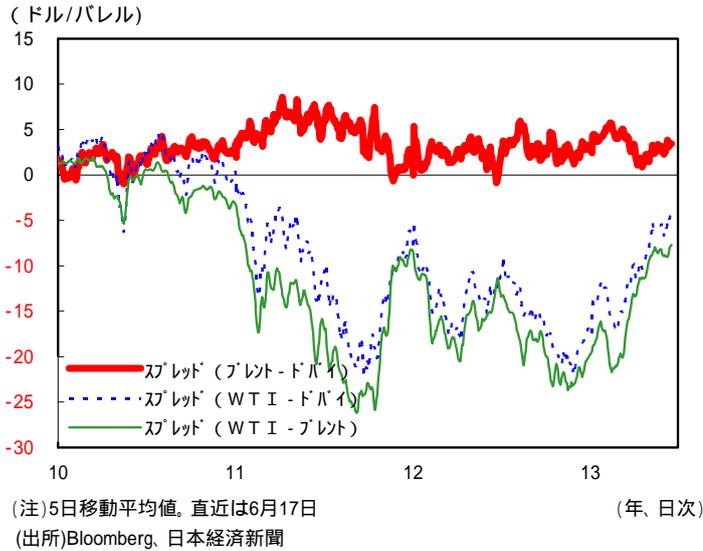
(図表 5) 原油市況の推移



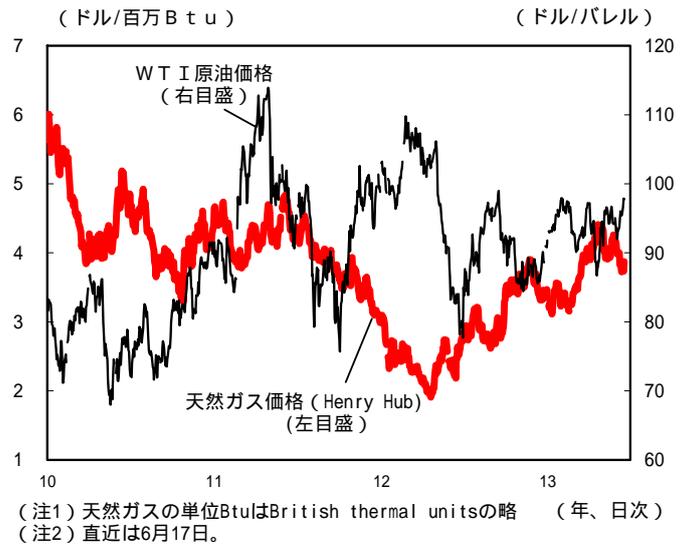
(図表 6) 石油製品市況の推移



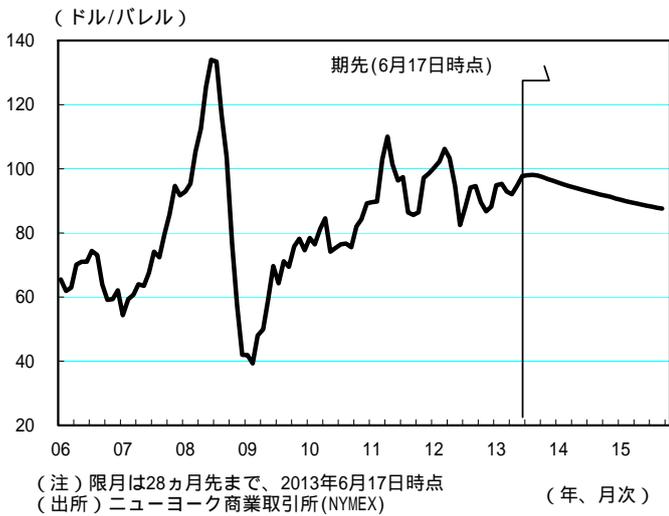
(図表7) 油種間スプレッドの推移



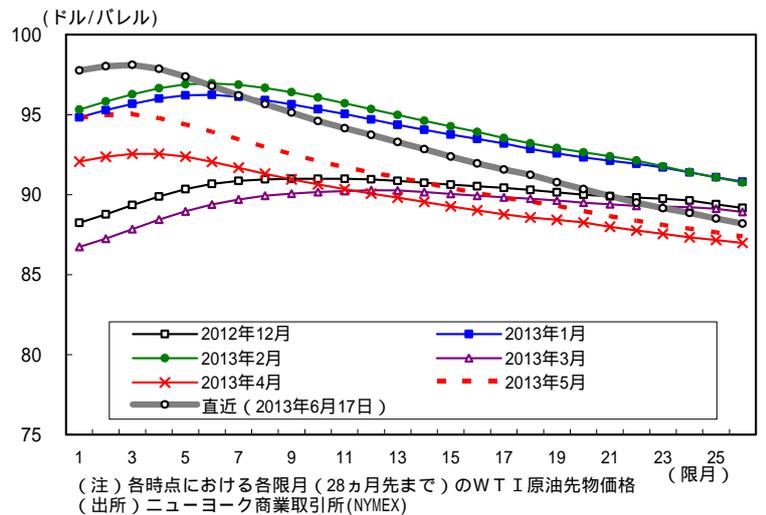
(図表8) 米国天然ガス市況の推移



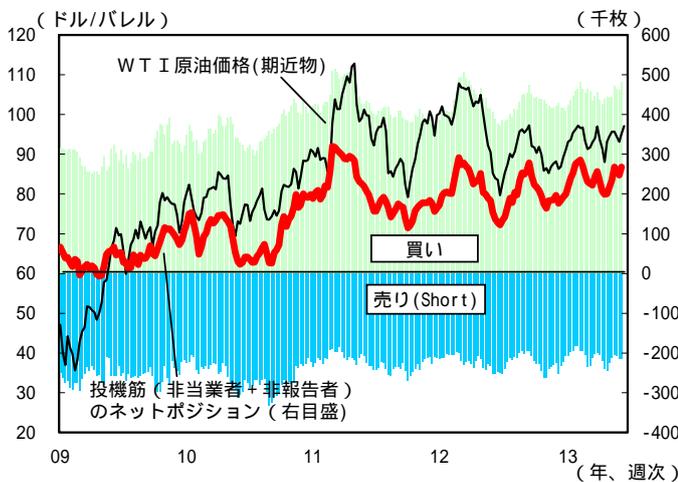
(図表9) 原油先物価格と先物カーブ



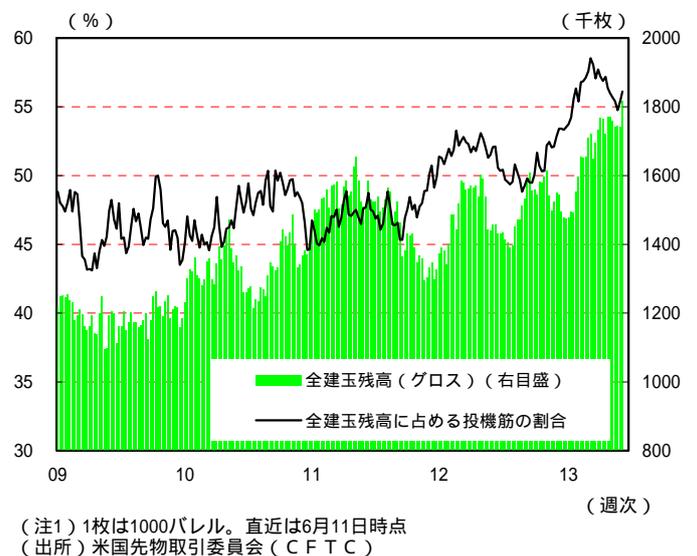
(図表10) WTI原油の先物カーブの変化



(図表11) 投機筋のポジション(原油)



(図表12) 原油先物の建て玉(NYMEX)



2. 原油需給・石油製品市況

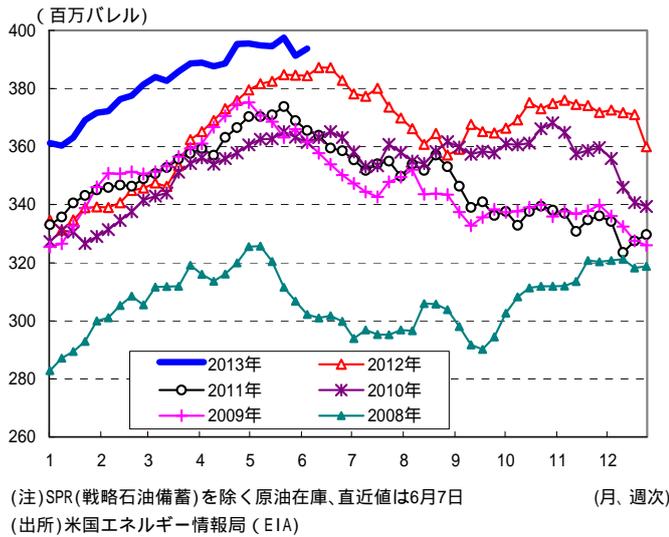
(1) 米国需給：原油生産が増加を続ける

米国の原油在庫（戦略石油備蓄を除く）は、5月に過去最高水準を更新した（5月24日に3.976億バレル、図表13）。原油需要（＝投入量）は、この時期としては多いものの（図表14）、原油生産が前年同期を日量100万バレル超の規模で上回る状況が続いており（図表15）、原油在庫が増えやすい。

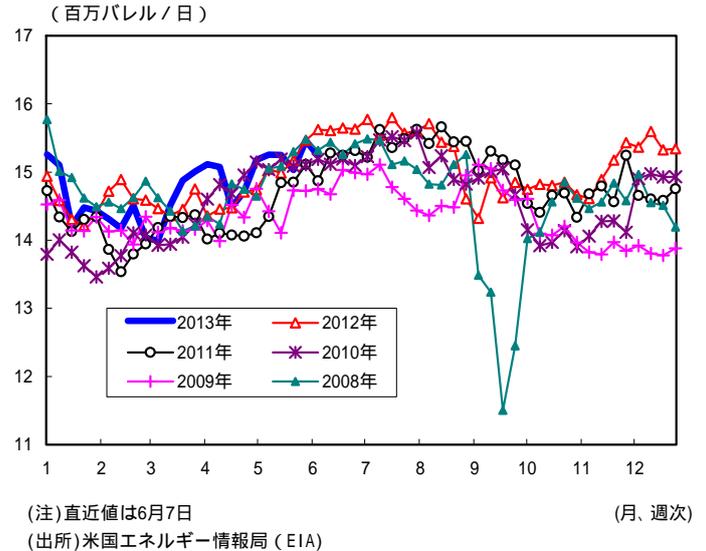
一方、米国の原油輸入は、前年同期比100万バレル超の減少が続いている（図表16）。米国からの石油製品輸出は2012年に大幅に増加し、2013年に入ってから前年をやや上回って推移していたが、足元では前年水準を下回ってきている（図表17）。

ガソリン小売価格（全米全種平均）は、2月下旬にかけて上昇した後、頭打ちとなり、3～5月は3ドル台後半で一進一退となっている。一方、ディーゼル小売価格は、2月に再び4ドル台に上昇した後、頭打ちとなり、6月にかけて4ドルを下回っている（図表18）。

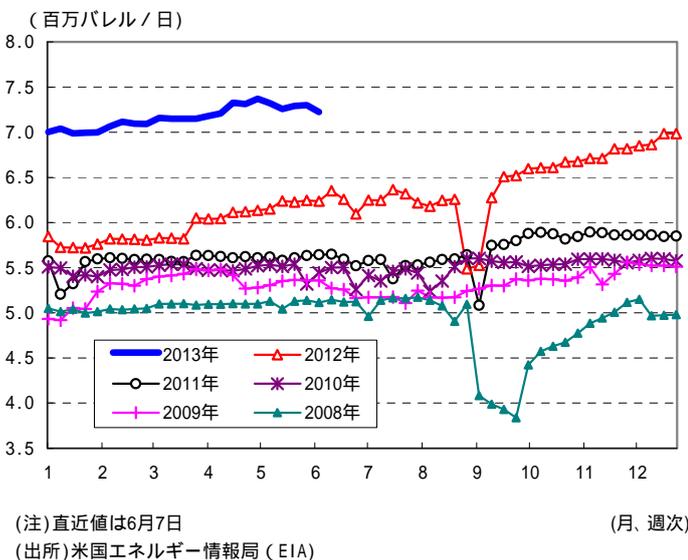
（図表13）米国の各年の原油在庫



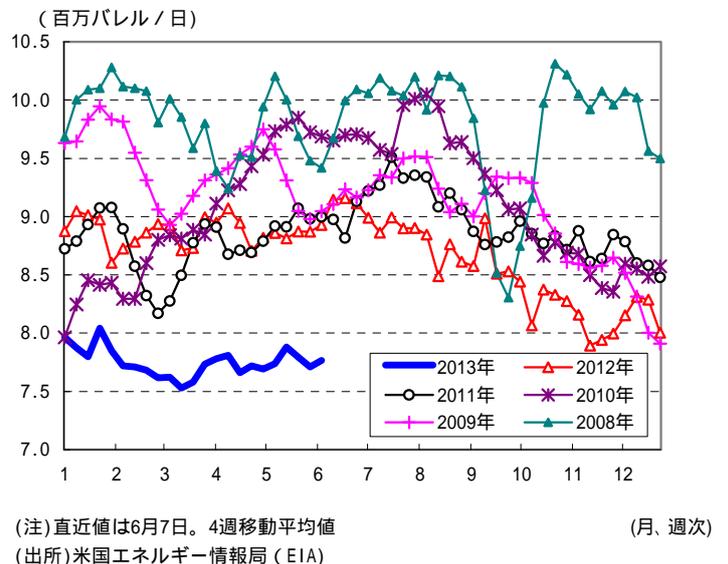
（図表14）米国の製油所の原油投入量



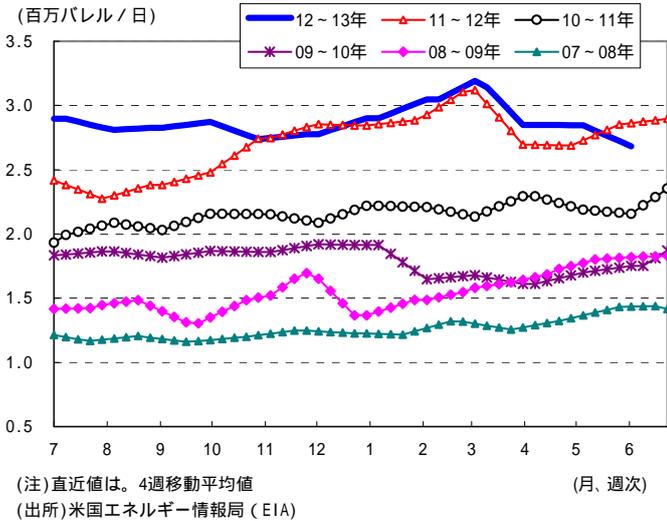
（図表15）米国の原油生産量の推移



（図表16）米国の原油輸入の推移



(図表 17) 米国の石油製品輸出の推移



(図表 18) 米国のガソリン価格とディーゼル価格

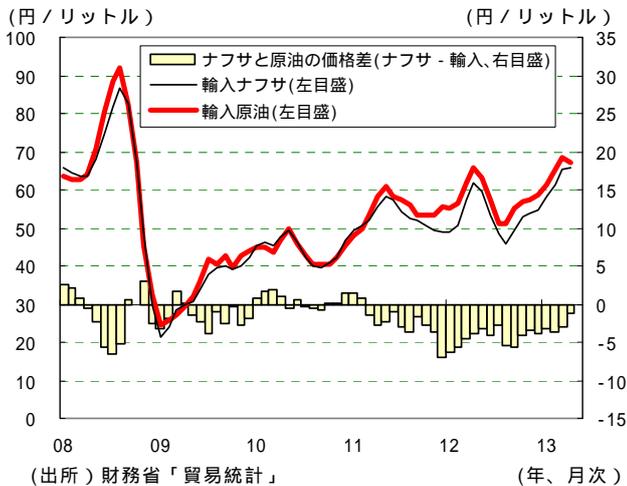


(2)ナフサ：原油以上に下落

日本の4月の輸入ナフサ価格(通関)は、1リットルあたり65.9円と前月比0.4円上昇した。一方、4月の輸入原油価格は67.1円と同1.3円下落した(図表19)。原油価格の下落が続く一方で、ナフサ価格は上昇した。

原油市況は、4月中旬にボトムアウトしたが、ナフサ市況の底入れは5月上旬にずれ込んだ。これは、欧州では景気低迷もあってナフサ余剰が続いていることに加えて、米中の景気指標の下振れなどを受けて、需要が景気変動に敏感に反応する石油化学製品の需要鈍化観測が強まったためである。その後は、原料である原油市況の上昇や、各地での減産や製油所トラブルなどにより、ナフサ市況も上昇傾向となった(図表20)。

(図表 19) 日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



(図表 20) ナフサと原油の価格の推移



3. 産油国動向等：5月末のOPEC総会では生産目標を据え置き

(1) OPECの生産動向

5月のOPECの産油量は日量3,103万バレルと前月比10万バレル減であった(Bloombergによるアナリスト等へのアンケート結果、図表21)。イランやイラクが減産となったものの、サウジアラビアの増産により、全体として増産となった。

5月31日に開催されたOPEC(石油輸出国機構)の第163回総会では、生産目標の据え置きが決定された。これを受けて原油先物価格は下落した。据え置き決定は「ほぼ」予想どおりであったが、OPEC内での意見の対立があることが知られており、この点が原油価格の下落につながった。

すなわち、1バレルあたり100ドル前後の原油価格は、消費国・産油国の双方に受け入れやすい水準とされるものの、OPECの中で、高価格を志向する強硬派と、需要の安定を志向する穏健派とでは、立場がやや異なっている。

例えば、総会前に、イランは生産目標の削減を求めると表明していた。また、4月にブレント原油が100ドルを下回って下落した際には、ベネズエラやアルジェリアの当局者も原油価格の押し上げを志向する主旨の発言を行っていた。こうした状況は、2011年夏場にイラン、ベネズエラ、アルジェリアなど強硬派の意見が過半を制した時との類似性がみられていた。

しかし、今回は、5月に入って、国際指標とされるブレント原油が100ドル台を回復する中で、生産枠の据え置きでまとまったようだ。

(図表21) OPECの生産動向

国名	生産量 (5月)	生産量 (4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 (5月)
アルジェリア	115.0	117.0		120.2	120.0	95.8%	5.0
アンゴラ	187.0	180.0		151.7	187.0	100.0%	0.0
エクアドル	51.4	51.6		43.4	51.1	100.6%	-0.3
イラン	250.0	255.0		333.6	350.0	71.4%	100.0
イラク	315.0	320.0		-	330.0	95.5%	15.0
クウェート	293.0	293.0		222.2	330.0	88.8%	37.0
リビア	135.0	138.0		146.9	155.0	87.1%	20.0
ナイジェリア	187.0	188.0		167.3	240.0	77.9%	53.0
カタール	72.0	72.0		73.1	75.0	96.0%	3.0
サウジアラビア	935.0	918.0		805.1	1,250.0	74.8%	315.0
UAE	277.0	275.0		222.3	280.0	98.9%	3.0
ベネズエラ	286.0	286.0		198.6	290.0	98.6%	4.0
OPEC12カ国	3,103.4	3,093.6	3,000.0	-	3,658.1	84.8%	554.7
OPEC11カ国	2,788.4	2,773.6		2,484.5	3,328.1	83.8%	539.7

(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

なお、バドリOPEC事務局長は、シェールオイルやシェールガスに関して、議論の対象だったことを明らかにした。ただし、その影響は他のエネルギー源の動向と同様に重要だとしており、必ずしも脅威だと受け止めている訳ではないようだ。また、アフリカ産原油はシェールオイルと競合性が強いが、中東産原油は競合性が弱いといった具合に、各国による事情の違いもあり、OPEC全体で対応する問題にはなりにくいようだ。

(2)イラン核開発問題

5月16日に、イランでは、次期大統領として有力視されていたジャリリ安全保障委員会事務局長が、EUのアシュトン上級代表との会談後に、核開発について6カ国（米露中仏英独）との協議を行う用意があると述べていた。

もともと、6月14日に実施されたイラン大統領選挙では、上記ジャリリ氏やガリバフ・イラン市長など保守強硬派の候補を抑えて、保守穏健派のロウハニ師が改革派の支持も集めて大勝した。米政府は核開発問題の解決などについて「希望を持てる兆候」として期待感を表している。

(3)エンブリッジ社のパイプラインの亜硫酸ガス

FERC（米連邦エネルギー規制委員会）は、6月6日に、エンブリッジ・エナジー・パートナーズが運営するノースダコタ州バッケン鉄道の鉄道ターミナルに輸送される原油の硫化水素濃度を制限する規制を承認すると発表した。

5月5日に、エンブリッジ・エナジー・パートナーズ社がノースダコタ州で扱っている原油に高濃度の硫化水素ガスが含まれていることが判明し、その危険性から同社は、8日にFERC（米連邦エネルギー規制委員会）に対して受け取る原油に含まれる硫化水素濃度を制限するように規制を強化することを提言していた。

(4)LNG輸出解禁

米エネルギー省は、17日に、テキサス州にあるフリーポート社の液化天然ガス（LNG）施設から輸出する計画を許可すると発表した。非FTA（自由貿易協定）締結国向けの案件で、日本の中部電力や大阪ガスが参画している。同計画は、1日当たり14億立方フィートの天然ガスを20年間に渡って輸出することができる。

天然ガスの輸出に慎重な姿勢で知られるダウ・ケミカル社も、「生産者と消費者に恩恵を与える慎重かつ均衡の取れたアプローチ」と、本件を支持する意向を示した。また、6月13日に、モニツ・米エネルギー省長官は、残る非FTA締結国向けの申請についても迅速に審査すると述べた。

・ベースメタル

1. 銅を中心とした概況：銅市況は 7,100 ドル前後で推移

非鉄ベースメタル市況の中心となる銅市況は、2013 年に入って上昇し、2 月上旬には 1 トンあたり 8,300 ドル台となったが、その後は下落基調で推移した。4 月中旬には一時 6,800 ドルまで下落し、足元は 7,100 ドル前後で推移している。

複数の供給障害への懸念があったものの、中国需要の下振れもあって、需給のタイト感は生じていない。一方で、中国経済の成長率が 7% 台であっても、自動車、家電、建築などに幅広く利用される銅の最終需要は底堅いと思われる。先行き、中国など各国の製造業活動の拡大傾向が明らかになると、銅市況は持ち直すだろう。

なお、銅の供給障害への懸念には、以下のようなものがあった。

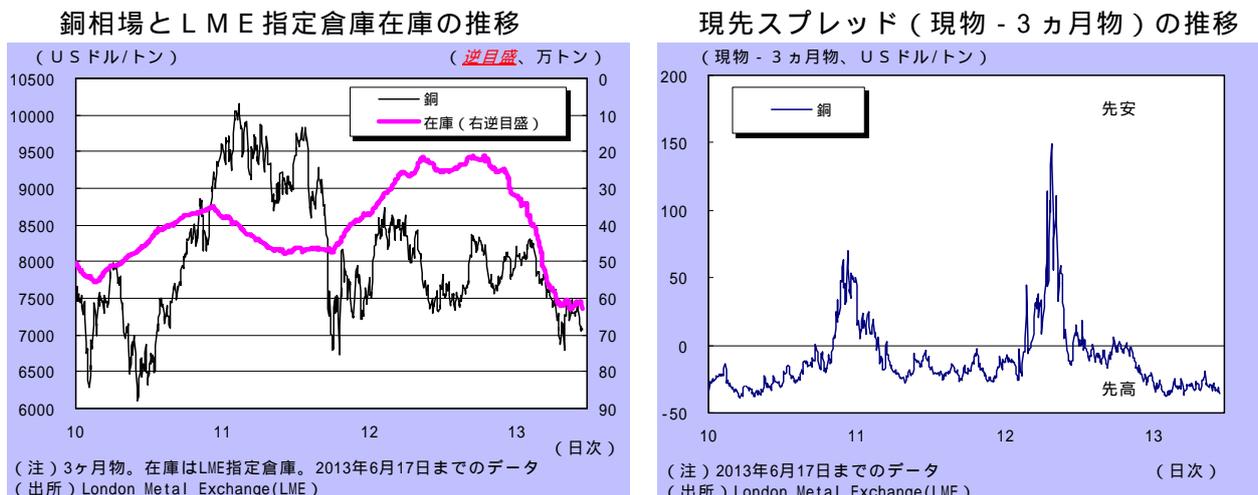
(a) インド南部タミル・ナードゥ州のスターライト・インダストリーズ社の精錬所（年産 30 万トン以上）では、亜硫酸ガス漏出の嫌疑があるとされ、3 月 30 日から操業を停止していた。しかし 6 月 10 日に、最高裁判所は専門家委員会の監視下での再稼働を認め、16 日から再開された。

(b) チリで第 3 位のコジャワシ鉱山で、5 月 9 日より労使協約の改定交渉が行われ、一部ではストライキへの懸念があった。しかし、他鉱山での労使交渉が決着している中、スムーズに交渉はまとまり、6 月 14 日に決着した（条件は、3.5% の賃上げ、3.19 万ドルのボーナスなど）。もっとも、大規模なストライキに至らないものの、人件費を中心にコストは上昇しつつある。

(c) 6 月 11 日に、リオ・ティントは、14 日からモンゴルのオユ・トルゴイ鉱山から輸出を開始するとして、その式典への招待状をメディア等に送付したとされた。しかし、13 日には、その中止が伝えられた。

(d) 6 月 12 日に、フリーポート・マクモラン・カッパー・アンド・ゴールド社は、5 月 14 日に発生した落盤事故で操業を停止しているインドネシアのグラスバーク鉱山について、出荷が困難になったとして、不可抗力条項 (force majeure) の適用を顧客に通知した。なお、同鉱山では、5 月に発生した落盤事故の責任を問われている幹部の停職を求めて、6 月 14 日から無期限ストライキが計画されていたが、これは土壇場の交渉で回避された。

(図表 22) 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：1,850 ドル前後で推移

アルミニウムは、2月中旬に1トンあたり2,150ドルを上回っていたが、その後は下落傾向で推移して、5月上旬には1,800ドル近くまで下落した。足元は、1,850ドル前後で推移している。

アルミニウム地金は、高級品である延べ板の定型に整形されたもの（ingot）と、品質の劣る雑多な形状（Tバー型や塊状など）のもので、需給バランスがかなり異なると指摘される。供給余剰に対応して、米欧系のアルミニウム精錬会社が減産を進めており、高級品の供給が減っている。特に、昨年、アルコアが精錬所を閉鎖したイタリアでは需給が引き締まっているとされる。しかし、ロシアや中国での供給削減が遅れているようだ。一方で、多様な地金を扱うことができる設備を持つアルミ加工業者では、割安なTバー型や塊状地金へ原料をシフトさせているようだ。なお、高級品の一次地金の売買は長期契約に基づいて行われている一方で、徐々に安価なりサイクル品（二次地金）へ需要がシフトし、その原料となるスクラップの価格が上昇しているようだ。

こうした結果、アルミニウムの需要は、新興国では食料包装や電力関連設備などを含めて増加テンポが速く、先進国でも自動車の軽量化などを背景に増加傾向にあるものの、アルミニウム地金の需給は引き締まらず、市況は横ばい圏の推移が見込まれる。

(2) ニッケル市況：14,000 ドル近くまで下落

ニッケル市況は、2月上旬に1トンあたり18,700ドル台まで上昇した後、下落傾向となり、6月中旬には、14,000ドル近くまで下落した。

ニッケルは需要回復が後ズレする中で、供給が増えている。需要増加や市況高騰が顕著な好景気時に、楽観的な見通しに基づいて、各社がこぞって新規の鉱山開発を進め、結果的に著しい供給超過を招くという、過去から幾度も繰り返されたパターンに陥っているとされる。

実際、ニューカレドニアではバーレ社のゴローやエクストラータ社のコニャンボ、マダガスカルではアンバトビー（シェリット・インターナショナル社、住友商事等の合弁事業）、オーストラリアではファースト・クォンタム社のラベンズソープ、パプアニューギニアではハイランド・パシフィック社のラム、ブラジルではバーレ社のオンサ・プーマなどで鉱山開発が進んでいる。

また、中国におけるニッケル銑鉄を用いたステンレス製造（NPI）法の拡大は、ニッケル地金の需要を抑制し、ニッケル市況が低迷する一因になっている。かつて、NPI法のコストは割高だとされてきたが、技術改良によって低水準のニッケル市況でも競争力を維持している。

なお、インドネシア政府は未加工の鉱石等の輸出を禁止する方針を示しており、ニッケル銑鉄の原料も輸出禁止となる可能性が大きいとされるが、これに対して、インドネシア内でニッケル銑鉄を製造したうえで中国に輸出する動きが出ている。これらの動きがどのように落ち着くかは流動的であり、引き続き、中国におけるニッケル銑鉄が、需給の不透明要因になっている。

世界景気の持ち直しとともに、ステンレスの在庫・生産調整は一巡して、ニッケル需要は持ち直すものと思われるが、供給は潤沢であり、ニッケル市況は、当面、横ばい圏での推移が続くと

見込まれる。

(3) 亜鉛市況：下落して 1,850～1,900 ドルを中心

亜鉛市況は、2月中旬に1トンあたり2,200ドル超にまで上昇したものの、その後は下落し、6月中旬は1,850～1,900ドルを中心に推移している。

中国系のMMG社がオーストラリアに保有する大鉱山のセンチュリー鉱山は2016年には閉山することなどを材料に、今後、供給がやや引き締まるとの見方も出てきている。

足元では、LME倉庫の在庫の積み上がりに歯止めがかかっていることもあり、市況は下げとまりつつあるものと思われる。

(4) 錫市況：20,000～21,000 ドルを中心に推移

錫市況は、1月半ばから2月半ばまで1トンあたり24,500～25,000ドルを中心に推移した後、2月下旬に23,000ドル前後まで下落し、3月中旬には24,000ドル前後に持ち直したが、4～5月には一時20,000ドルを下回った。足元は、20,000～21,000ドルを中心に推移している。

エレクトロニクス製品の生産調整・在庫調整は一巡していると思われ、今後、実需の増加に伴って、錫市況は緩やかに上昇すると見込まれる。

(5) 鉛市況：2,100 ドル前後

鉛市況は、1月上旬や2月上旬に一時1トンあたり2,500ドル近くまで上昇した後、5月上旬にかけて、2,000ドル割れまで下落した。もっとも、6月上旬にかけて2,200ドル台を回復し、足元は下落気味だが、2,100ドル前後で推移している。

米国を中心に自動車販売が堅調であり、鉛の値位置は他の金属よりもやや高い水準にあると思われる。米国や中国を中心に自動車バッテリー向け需要は底堅く、鉛市況は底堅い推移が見込まれる。

(6) BHPビリトンの投資計画

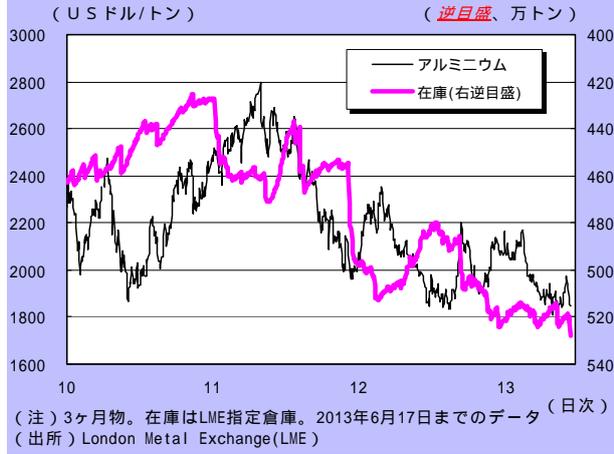
5月14日に、資源大手のBHPビリトン社は、固定資産投資を2013年の約220億ドルをピークに、2014年には約180億ドルへと18%削減する計画だと報道された。

(7) ドバイ・アルミニウムとエミレイツ・アルミニウムが合併

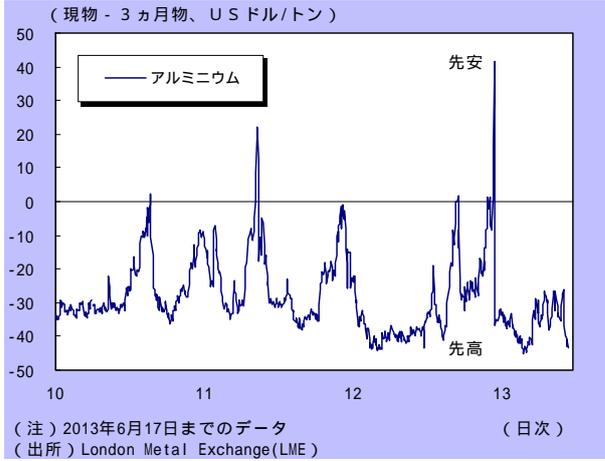
6月3日に、ドバイ・アルミニウムとエミレイツ・アルミニウムが事業統合して、アルミニウムの世界第5で生産量240万トンのエミレイツ・グローバル・アルミニウム(EMAL)を設立形成すると報道された。

(図表 23) 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

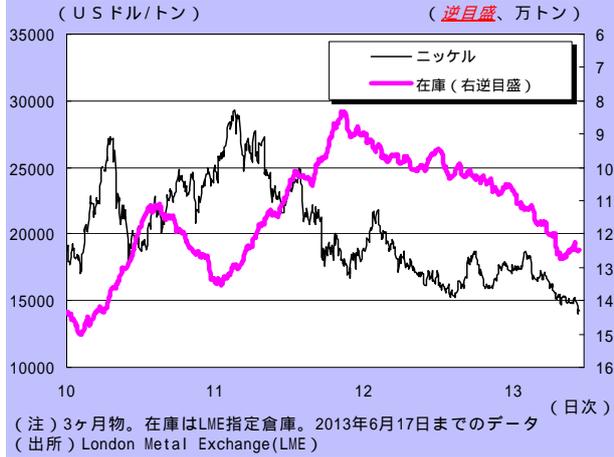


現先スプレッド(現物 - 3ヶ月物)の推移

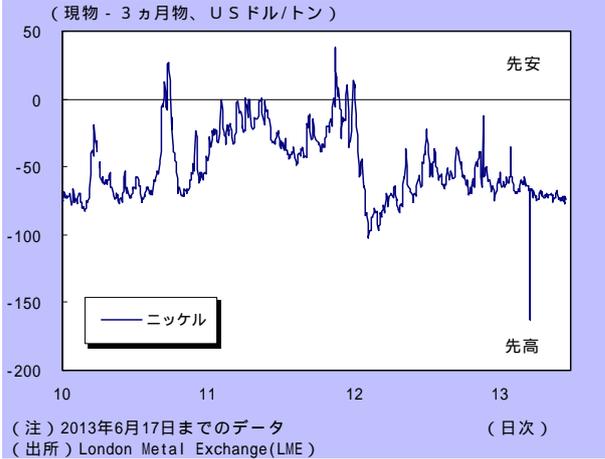


(図表 24) ニッケル

ニッケル相場とLME指定倉庫在庫の推移

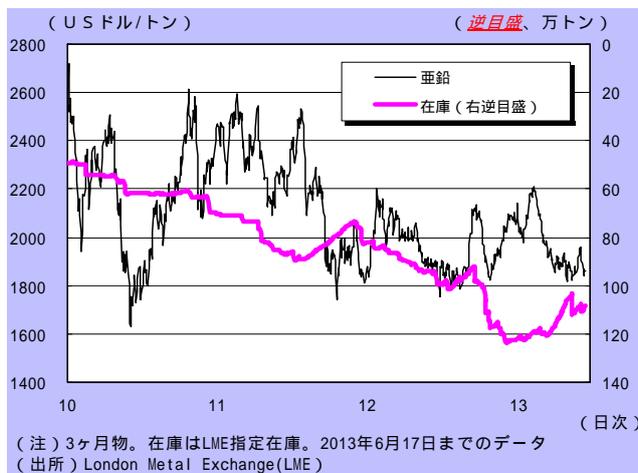


現先スプレッド(現物 - 3ヶ月物)の推移

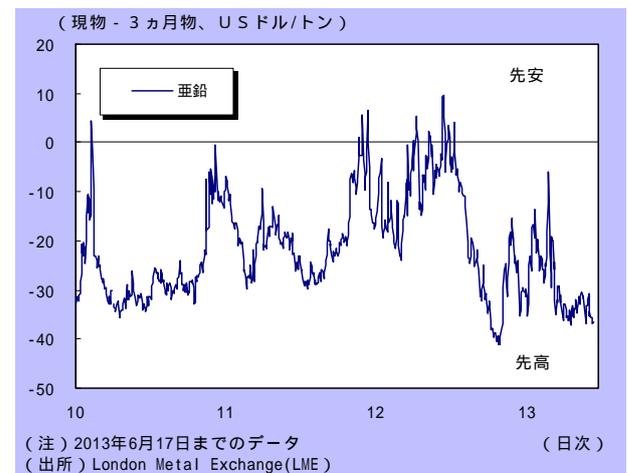


(図表 25) 亜鉛

亜鉛相場とLME指定倉庫在庫の推移

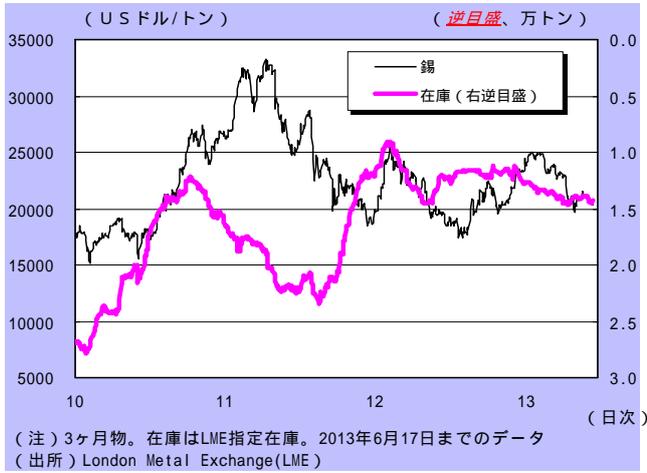


現先スプレッド(現物 - 3ヶ月物)の推移

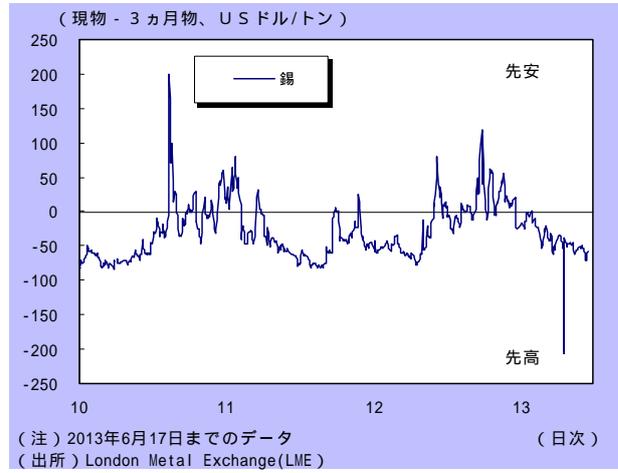


(図表 26) 錫

錫相場と L M E 指定倉庫在庫の推移

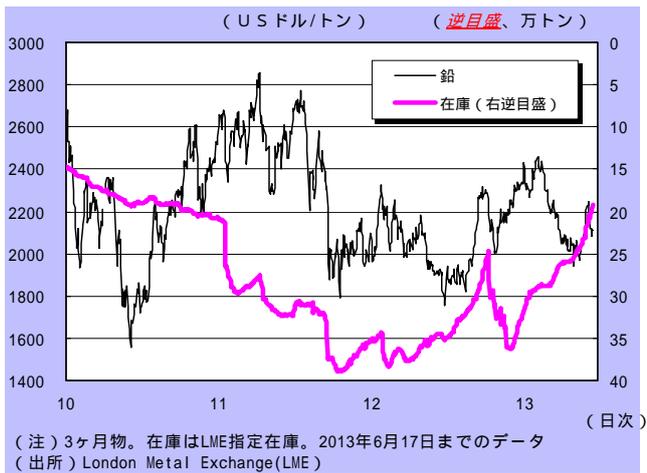


現先スプレッド (現物 - 3 ヶ月物) の推移

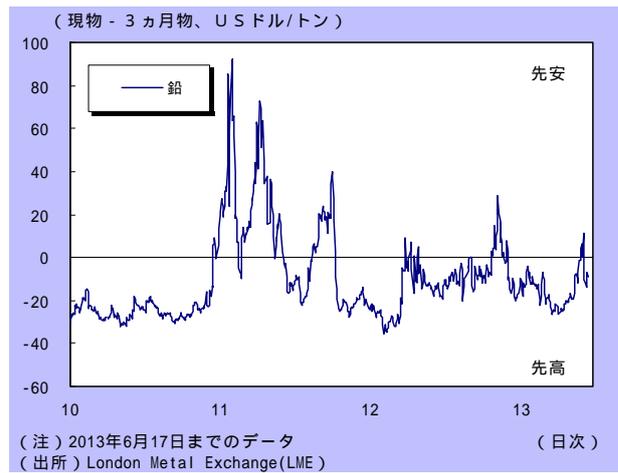


(図表 27) 鉛

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1,400ドル前後で一進一退

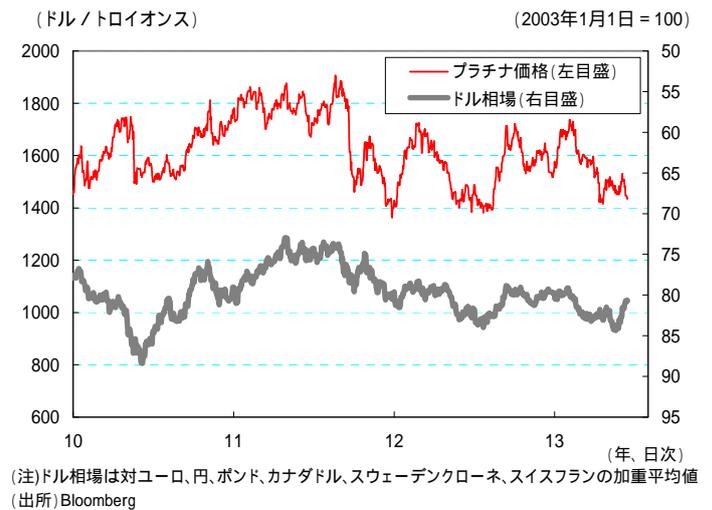
金市況は、2月上旬に1トロイオンスあたり1,650ドル超で推移した後に下落し、4月中旬には一時1,320ドル近くまで下げた。その後は、1,400ドル前後で推移している。

米国の金融政策を巡る思惑に敏感に反応して、金市況が変動する状況が続いている。すなわち、強めの景気指標やFRB高官発言などによって、量的緩和からの出口が近づいたとの観測が高まる際には金市況は下落し、逆に量的緩和からの出口が遠ざかったとの観測が高まると、金市況は持ち直している。

もっとも、その時間軸はともかく、米国の金融政策は出口に向かいつつあるとの見方は広く共有されつつある状況にあり、金市況は上値の重い推移が続くと思われる。一方で、出口の時期が近づいても、短期間に、金利が大幅に上昇する事態も考えにくく、出口観測による金市況の押し下げ圧力も限定的と思われる。金市況は、当面、1,400ドル前後の推移が続くと思われる。

なお、金に比べると工業原材料としての位置づけが重いプラチナやパラジウムは、自動車向け触媒需要の堅調などを反映して、金よりも底堅い市況の推移になっている。

(図表 28) 貴金属価格の推移



．トピック

～ 原油価格の見通し ～

本稿では、原油価格の見通しについての考え方を述べる。

(1) 一進一退が続く原油市況の現状

原油市況は下落傾向で推移している。国際指標となるブレント原油をみると、アルジェリアでのテロ、イラン核開発、パレスチナ問題、シリア内戦など中東情勢全般が緊迫感を増した2月上旬に1バレル=120ドル近くまで上昇していた。

しかし、中東の地政学問題が一段と緊迫化する可能性は低下したとみられたこと、中国経済の再加速がみられないこと、米国の金融政策が量的緩和の出口に向かうとの観測が出始めたこと、金市況の急落による不安心理が原油を含めたコモディティ市況全般に広がったこと、などを背景に、4月中旬に96ドル台まで下落した。その後、日米など世界景気の見通し改善などを反映して、原油市況はやや持ち直し、5～6月は100ドル台前半を中心に推移した。

(2) 生産目標据え置きで価格下落した市場心理

なお、5月末のOPEC総会での、生産目標の据え置き決定が原油相場の下げ要因になった。

総会前に、イランは生産目標の削減を求めると表明し、4月にブレント原油が100ドルを下回って下落した際には、ベネズエラやアルジェリアの当局者も原油価格の押し上げを志向する主旨の発言を行っていた。こうした状況は、2011年夏場にイラン、ベネズエラ、アルジェリアなど強硬派の意見が過半を制した時と似ていた。しかし、5月に入って、国際指標とされるブレント原油が100ドル台を回復しており、生産枠の据え置きでまとまりやすいと考えられていた。

そうした中で、増産決定の可能性を想定する原油市場参加者は皆無に近かった。一方で、減産方向への動きが決定される可能性をある程度の確率で想定する市場参加者は、ある程度存在したと考えられる。このため、据え置き決定によって、減産により需給が引き締まる可能性が幾分後退して、原油価格の下落材料になったと考えられる。

OPECとしても、この決定が一定程度原油相場を押し下げることが、想定範囲内だったと思われる。OPECは原油市場の情勢に応じて、随時、生産姿勢を変更するとしているが、基本的には、12月4日に予定される総会までに生産目標が変更される可能性は小さいだろう。

(3) 目先の需給緩和要因

もっとも目先は、原油価格がやや下振れするリスクが残る。北米でのシェールオイルの増産等が続く一方で、欧州や中国の景気が想定よりも下振れする状況が続き、需給緩和観測が強まりやすいからだ。

また夏場に石油需要の中心となるガソリンの需要が、過去数年と同様に今年も伸び悩みそうだ。乗用車の燃費向上などを背景に、最大消費国の米国を中心にガソリン需要が抑制される傾向が続

いているためだ。また、シェールオイルは、WT I 原油などと同様に、ガソリン等を生産しやすい成分（軽質分）が多いことも、2008 年までのように、ガソリン需給の逼迫懸念を背景とした原油市況の高騰を起こりにくくしている。

O P E C 内においても、シェール革命の動向に関心が高まっているようだ。バドリ事務局長は、シェールオイルやシェールガスに関して、O P E C 総会での議論の対象だったことを明らかにした。ただし、その影響は他のエネルギー源の動向と同様に重要だとしており、必ずしも脅威だと受け止めている訳ではないようだ。また、アフリカ産原油はシェールオイルと競合性が強いが、中東産原油は競合性が弱いといった具合に、各国による事情の違いもあり、O P E C 全体で対応する問題にはなりにくい面もあるようだ。

こうした状況の下では、当面は、需要増や供給減によって需給が引き締まる可能性よりも、景気減速観測によって需給が緩和する可能性の方が大きいと思われる。

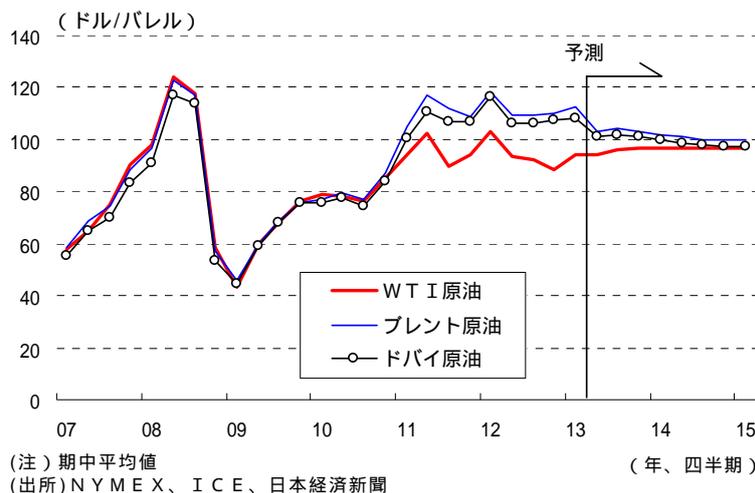
(4) 中期的な需給動向

アジアを中心に世界の原油需要は緩やかな増加基調を続けるとみられる。しかし、2008 年までの原油価格高騰を受けて計画された開発案件が各地で進展している。サウジアラビアは供給余力を拡大し、イラクでも治安回復を背景に開発が広がり始めた。ブラジルの深海油田やカナダのオイルサンド開発も進展し、最近では米国のシェールオイルの増産も、世界的な原油需給に影響する要因として捉えられるようになってきた。

また、イランでは 6 月 14 日の大統領選挙において、改革派の支持も得た穏健保守派のロウハニ師が大勝した。予断は許さないものの、今後、懸案の核開発問題などにおいて米欧との融和が進む可能性が出てきている。いずれ、イラン原油の輸出が日本を含めた各消費国向けに回復したり、イラン国内での油田開発が進み始めたりするようになる展開がありうる。

2013 年後半以降には、アジアを中心に原油需要の増加ペースがやや速まるものの、供給力の増加により、原油市況の上値は限定的とみられる。これらを総合判断すると、ブレント原油は、当面、100 ドル前後を中心とした推移が続くと見込まれる。

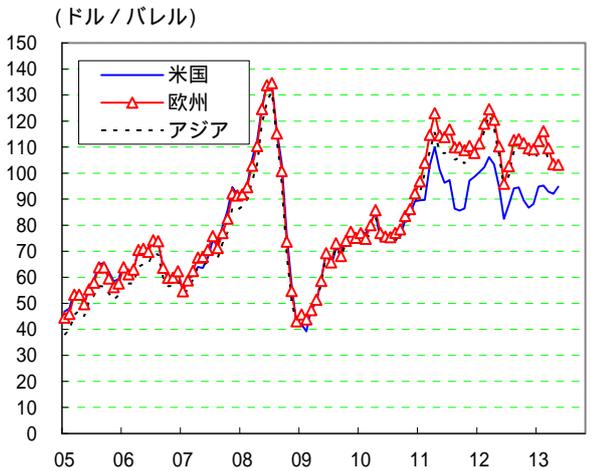
(図表 29) 原油価格の見通し



(5) 長期的なシェール革命の影響

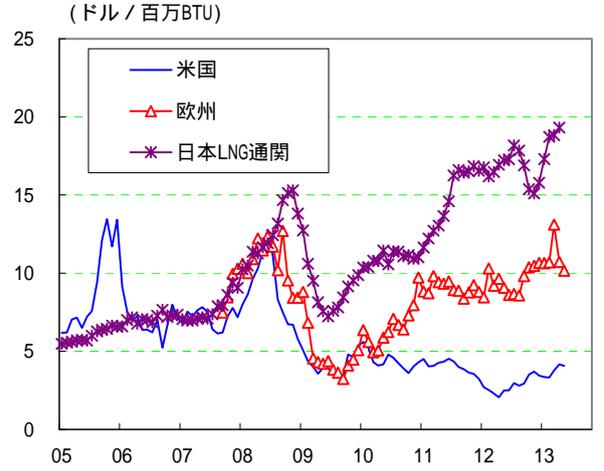
シェール革命の影響については、様々な見解が交錯している。現時点では、北米において天然ガスや原油は荷余り気味の状態が続き、欧州やアジアよりも割安な価格でエネルギーや原材料を調達できるようになっている（図表 30～31）。石油精製や石油化学に加えて、他のエネルギー消費型素材産業についても、メキシコ湾岸を中心に、米国は有利な立地にみえるようになっている。エレクトロニクスや自動車などセット・メーカーの立地にまで、どの程度の影響を及ぼすかは不透明であるが、一部では、製造業のアジアシフトに歯止めをかけ、米国の製造業企業の復活や、製造拠点としての米国を見直す動きが出ているようだ。もっとも、他方では、既存の製造設備が競争力を失ったり、石炭を燃料とする旧式の発電が割高になったり、といった負の影響が及ぶ分野も生じている。

(図表 30) 米国・欧州・アジアの原油価格の推移



(注)米国はWTI、欧州はBrent、アジアはDubai
(出所)Bloomberg (年、月次)

(図表 31) 米国・欧州の天然ガスと日本のLNG (通関)の価格の推移



(注)米国はHenry Hub、欧州は英国のNational Balancing Point
(出所)Bloomberg、CEIC (年、月次)

シェール革命が、本当に「革命」といえるほどのインパクトを持つものなのか、いまだ全容は捉えにくいですが、さらにインパクトが大きなエネルギー革命につながる可能性もないとはいえない。その場合のイメージは、①北米以外の世界各地でもシェール層の開発が進む、②天然ガスの価格は現在の米国並みとなり、原油や石炭に比べて割安感が生じる、③天然ガス自動車、LNG（液化天然ガス）の取り扱い設備など天然ガスを利用する方法が普及してエネルギー源の主流になる、④天然ガス利用が高度化して天然ガスの利用価値が上がる、などが全般的に進行していく、といったものであろう。

- 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、当社の統一的な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。