

## 調査レポート

# コモディティ・レポート <2012年9月>

### ・コモディティ市況全般：QE3後に上昇が一服

コモディティ市況は、9月に入って、欧米の金融政策や中国の公共投資計画を材料に大幅に上昇した。しかし、QE3決定後に、ドル安やインフレ(通貨価値下落)を背景としたコモディティ買いの思惑が一巡すると、中国や欧州の景気減速観測などにより、上値が抑えられた。

### ・エネルギー市況：地政学リスク懸念と需要鈍化観測の綱引き

原油市況は、QE3を材料に9月14日にブレントが118ドル近く、WTIが100ドル超に上昇した後、頭打ちとなった。中東情勢の悪化が市況の押し上げ圧力だが、世界景気減速による原油需要の下振れが押し下げ圧力になっている。当面、需要の下振れ観測が続き、ブレントを中心に市況は下落が見込まれる。

### ・ベースメタル市況：米欧中の政策効果への行き過ぎた楽観が修正

銅市況は、9月中旬に8,400ドル台まで上昇したが、10月中旬には8,000ドル割れとなった。米欧中の政策による景気押し上げ効果に対する楽観的な見方が修正され、市況が下落した。欧州の債務問題や中国の景気減速に加えて、米国の「財政の崖」も先行きが不透明であり、銅市況は一進一退が見込まれる。

### ・貴金属市況：金は1,800ドル近くから下落

金市況は、10月上旬には1,800ドルに迫ったが、19日には株価下落を受けて1,715ドル程度まで下落した。今後も、米国で「財政の崖」による景気失速懸念から追加金融緩和観測が強まる場合や、欧州債務問題への懸念が後退してドル安が進む場合には、金市況が上昇しやすい状況が続くと思われる。

### ・トピック：中国の景気情勢を反映するコモディティ市況

石炭や鉄鋼に比べて、非鉄金属の市況は堅調だ。こうした市況動向から判断すると、中国経済が減速しているといっても、一様な減速ではなく、減速圧力が強い部門と、引き続き成長圧力が強い部門とが混在しているようだ。高度成長から中成長へのシフトダウンや、投資主導から消費主導への転換といった構造調整が想定される状況では、産業分野ごとに異なる調整圧力が生じているものと考えられる。

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：QE3後に上昇が一服

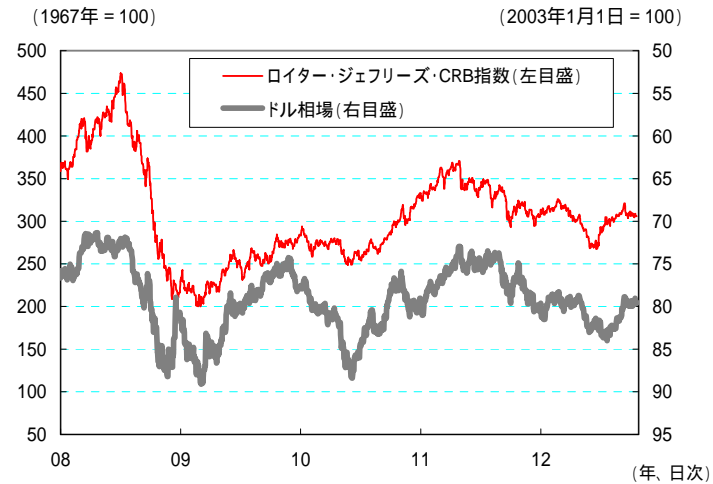
コモディティ市況の上昇は一服している。ドル建て国際商品市況全般の動向を示すロイター・ジェフリーズCRB指数は、6月下旬をボトムに上昇傾向で推移していたが、9月中旬以降はやや下落している（図表1～2）。

6月下旬のEU首脳会議を受けて欧州債務問題への懸念が後退し、投資家のリスク選好が強まってコモディティ市況の反転を促した。7月に入ると、欧州問題について警戒感が強まって市況を下押ししたが、一方で米国の干ばつを背景に農産物市況が高騰した。また、イラン核問題での行き詰まりやシリア内戦の激化により中東情勢への懸念が強まり、原油市況を押し上げた。

9月前半には、中国政府による公共投資計画の承認、ECBによる南欧国債の買い取り表明、FRBによる量的緩和第3弾（QE3）など、市況全般を押し上げる材料が続いた。また、リビアの米国領事館襲撃などによって地政学リスク懸念が高まり、原油市況の押し上げ材料になった。

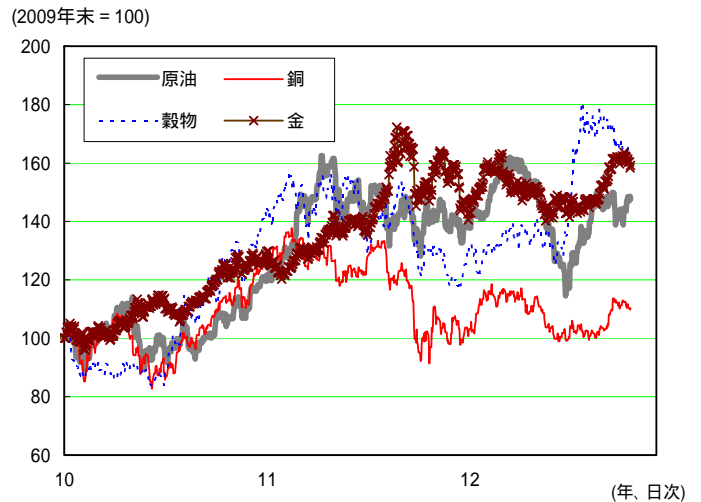
しかし、QE3による(1)ドル安→ドル建てコモディティ市況の上昇、(2)インフレ（通貨価値下落）→インフレヘッジのコモディティ買い、といった思惑が一巡すると、中国や欧州の景気減速観測などにより、上値が抑えられた。

（図表1）ロイター・ジェフリーズ・CRB指数の推移



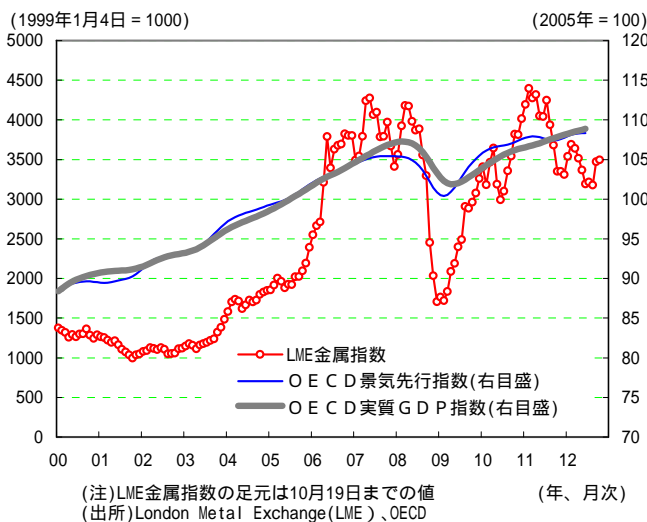
（注）ドル相場は対ユーロ、円、ポンド、カナダドル、スウェーデンクローネ、スイスフランの加重平均値（出所）Bloomberg

（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10月19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：地政学リスク懸念と需要鈍化観測の綱引き

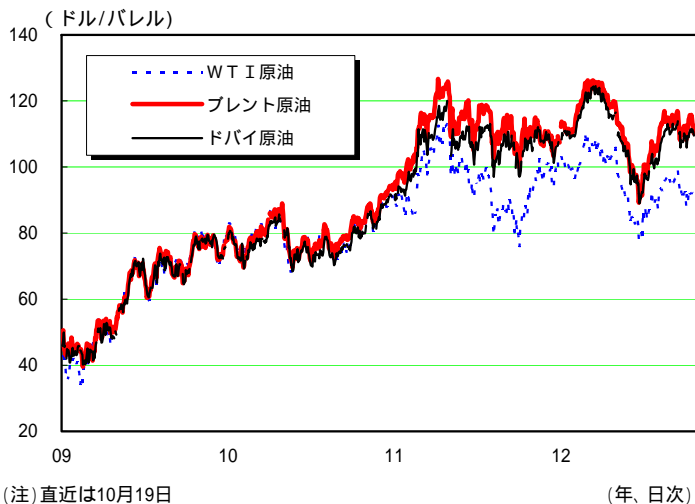
原油市況は、各国の政策動向や地政学リスクを材料に、一進一退の推移になっている。6月後半に欧州北海産のブレント原油は90ドル割れ、米国産のWTI原油は80ドル割れとなった後、市況は上昇に転じ、9月14日にはブレントが118ドル近く、WTIが100ドル超に上昇した。シリア内戦やイラン核開発問題など地政学リスク要因による市況押し上げ圧力が続く中で、中国政府の公共投資計画の承認、ECB（欧州中央銀行）による南欧国債の買い取り表明、FOMC（米連邦公開市場委員会）による追加金融緩和（QE3）決定など主要国による政策発表が需要増加観測やドル安観測につながり、原油市況を押し上げた。

9月後半以降は、市況押し上げ材料の一巡感が強まる中で、米欧中国景気の減速懸念が再び強まったこと、週次統計における原油在庫の増加が示されたことなどから上値が重くなった。しかし10月中旬には、トルコ・シリア間の地政学的緊張により再び上昇している。

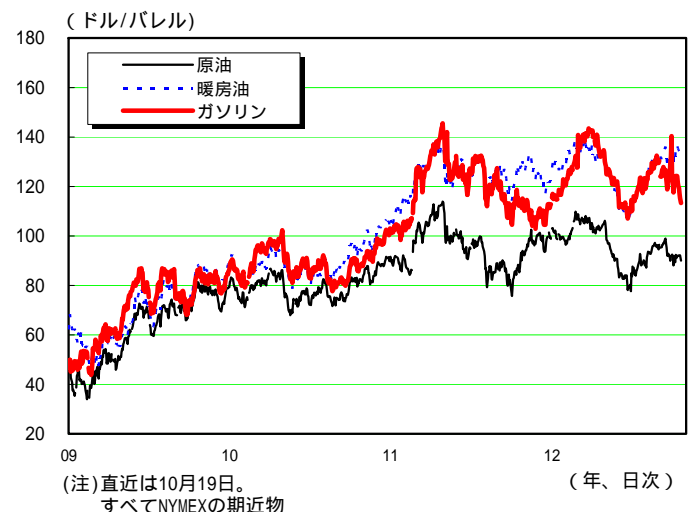
ブレント-WTIのスプレッド（価格差）は、8月に22ドル程度に拡大した後、16ドル程度まで縮小していたが、10月中旬には23ドル超まで拡大している（図表7）。先物市場における投機筋の買い超幅をみると、6月下旬をボトムに拡大傾向で推移していたが、9月中旬以降は頭打ちになっている（図表11）。一方、商業筋を含めた先物の全建て玉残高は、7月下旬をボトムに増加していたが、9月中旬以降は頭打ちになっている（図表12）。

QE3などを材料とした原油市況の変動は一服し、足元では、中国や欧州など世界景気の減速を受けた原油需要の下振れが市況の押し下げ材料、シリア内戦の拡大、パレスチナ情勢の悪化、イラン制裁の動きなど地政学要因が押し上げ材料となり、両者のバランスとして、原油市況は横ばい圏で推移している。先行きについて、需要の下振れ観測が、当面、続くとみられ、ブレントを中心に原油市況は下落傾向で推移すると考えられる。なお、北海油田全体の生産力が減退傾向にある中で、主力油田のメンテナンスが予定よりも延長されたため、供給制約から10月のブレント原油市況は押し上げられたという特殊要因は剥落するとみられる。一方、WTI原油は、北米内陸部での増産と需要の伸び悩みによる市況押し下げ圧力が強まっているとみられる。

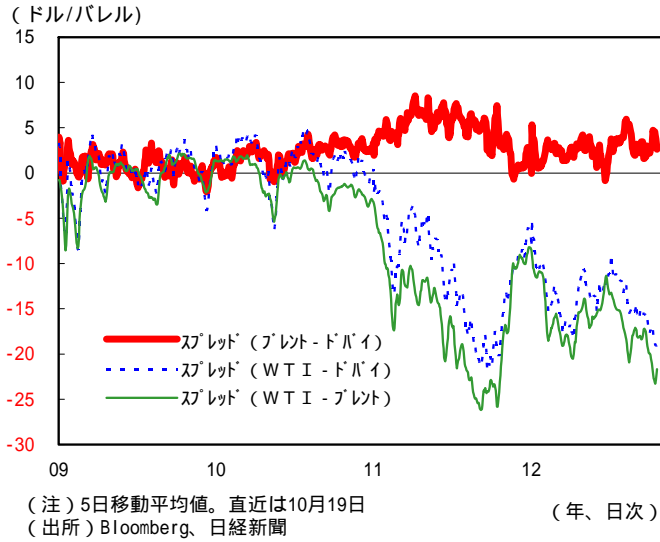
（図表5）原油市況の推移



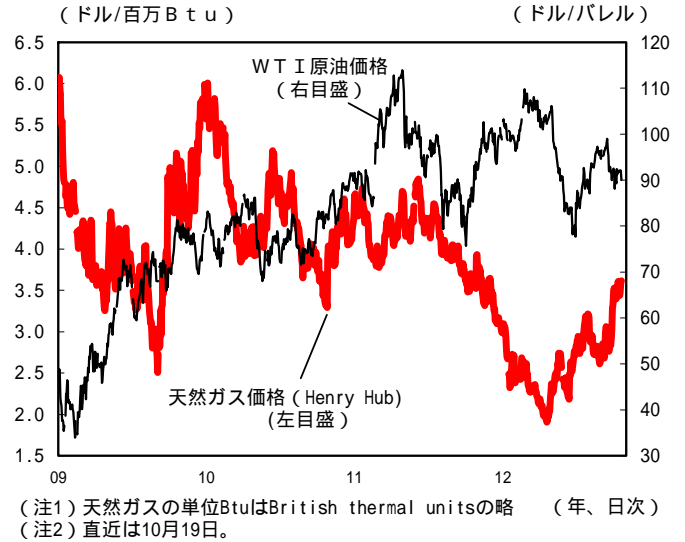
（図表6）石油製品市況の推移



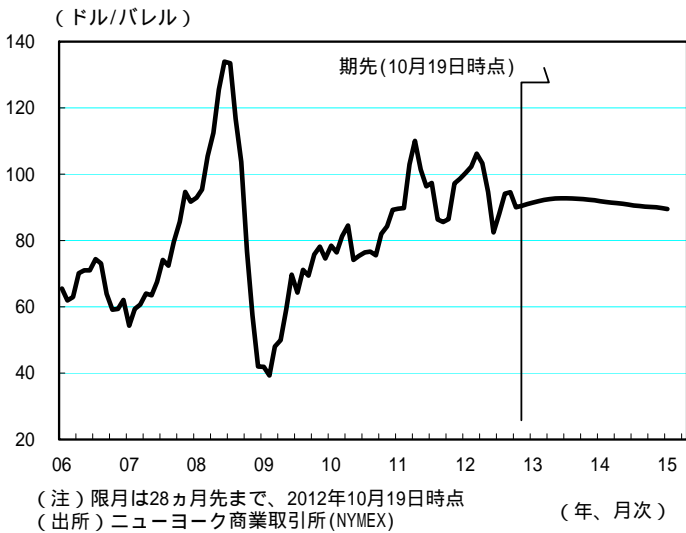
(図表7) 油種間スプレッドの推移



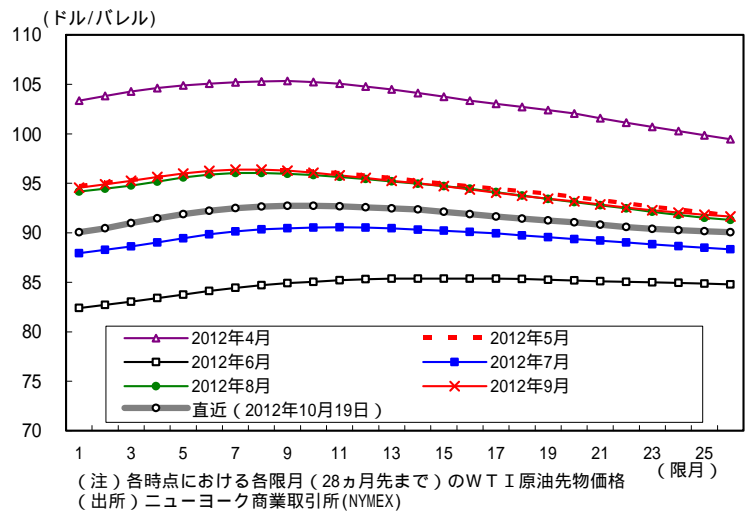
(図表8) 米国天然ガス市況の推移



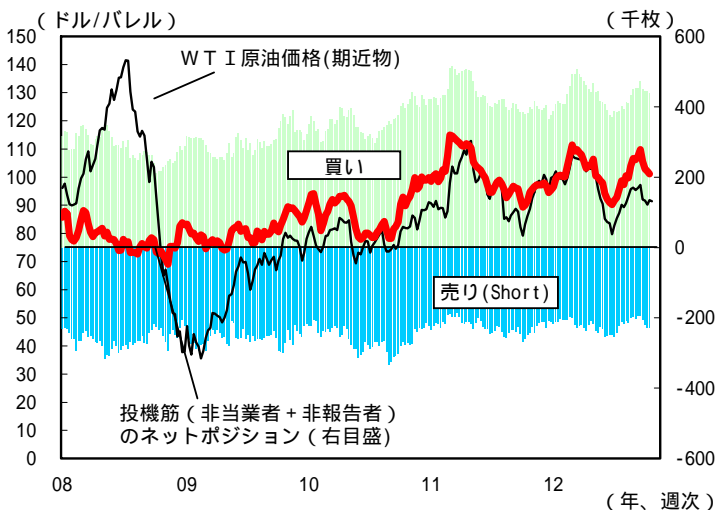
(図表9) 原油先物価格と先物カーブ



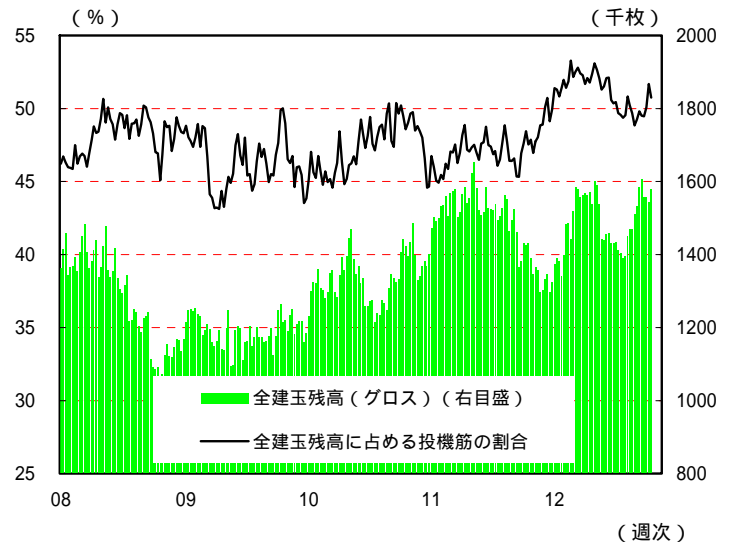
(図表10) WTI原油の先物カーブの変化



(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)



(注1) ポジションの直近は10月16日時点、WTI原油は10月17~19日平均値  
 (注2) 旧分類に基づいた統計により作成  
 (出所) CFTC

(注1) 1枚は1000バレル。直近は10月16日時点  
 (出所) 米国先物取引委員会(CFTC)

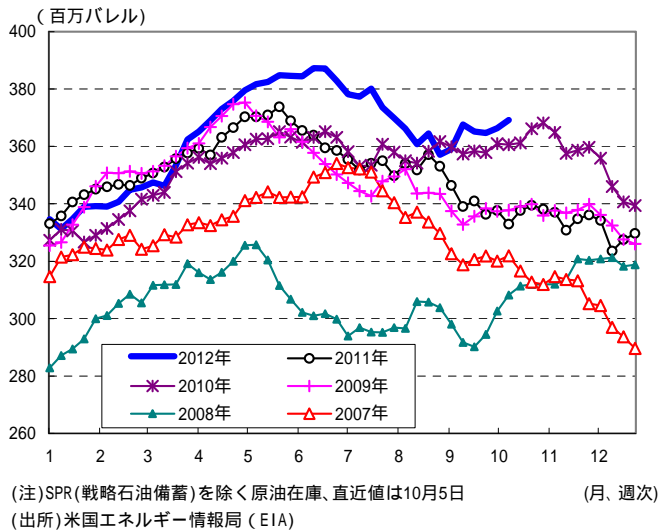
## 2. 原油需給・石油製品市況

### (1) 米国需給：原油在庫は再び増加

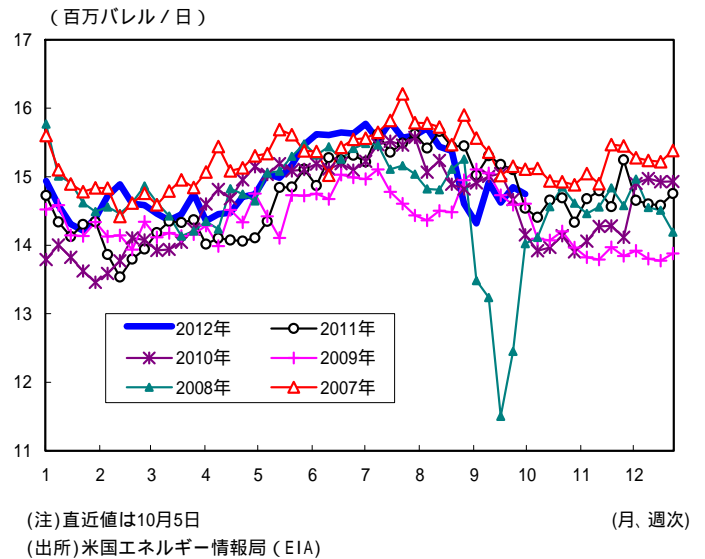
米国の原油在庫（戦略石油備蓄を除く）は、6月から9月まで減少傾向で推移していたが、9月以降は増加しており、また過去の同時期よりも高い水準となっている（図表13）。原油需要は、夏場には前年水準を下回っていたが、10月に入ってほぼ前年並みになっている（図表14）。一方、原油生産は、8月末前後にハリケーンの影響により一時的に落ち込んだものの、10月にかけて再び増加傾向が顕著になっている。（図表15）。

ガソリン小売価格（全米全種平均）は、7月上旬の1ガロンあたり3.3ドル前後をボトムに上昇に転じた後、足元では3.9ドル前後で推移している。ディーゼル小売価格は、8月後半から1ガロンあたり4ドルを上回った状態が続いている（図表16）。産業活動と関連が深いとみられる中間留分の需要は、8月後半から9月前半の低迷ぶりにくらべると、9月後半以降は、持ち直してきているが、依然として前年水準を下回っている（図表17）。

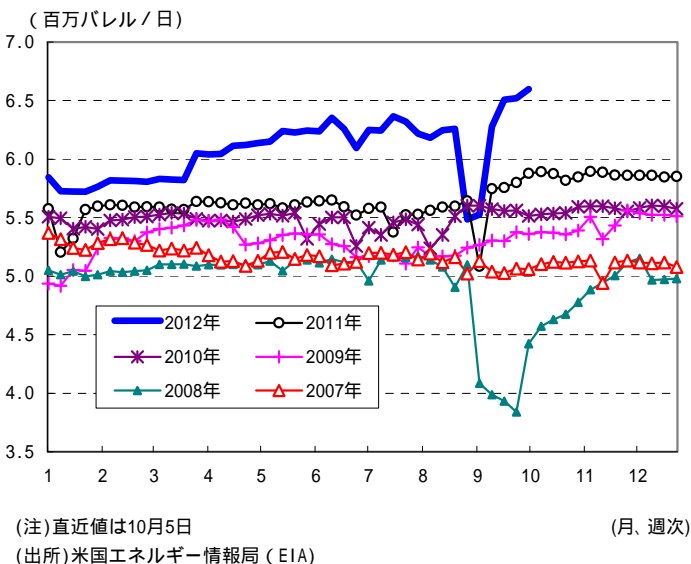
（図表13）米国の各年の原油在庫



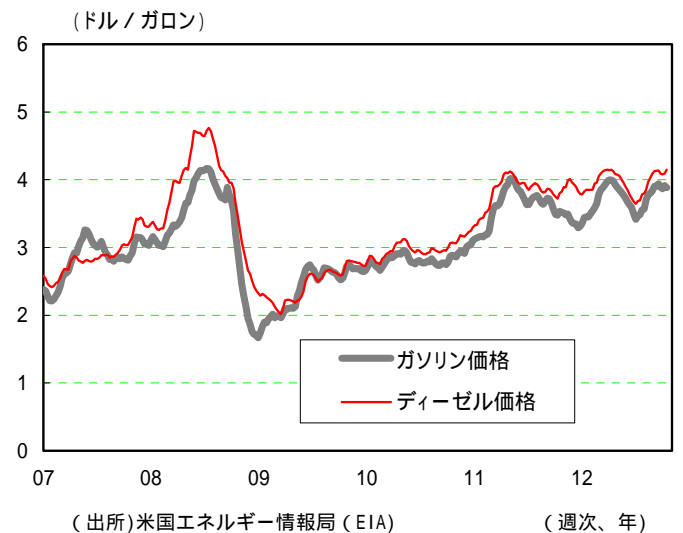
（図表14）米国の製油所の原油投入量



（図表15）米国の原油生産量の推移

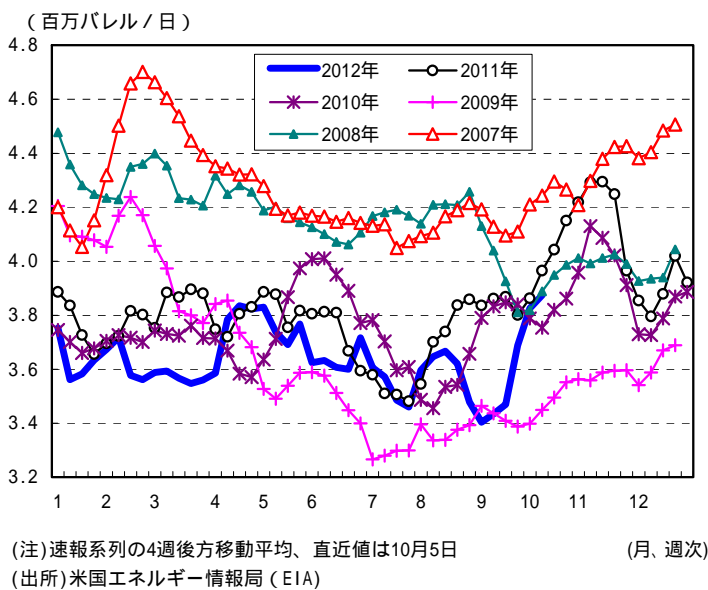


（図表16）米国の中間留分の消費量の推移

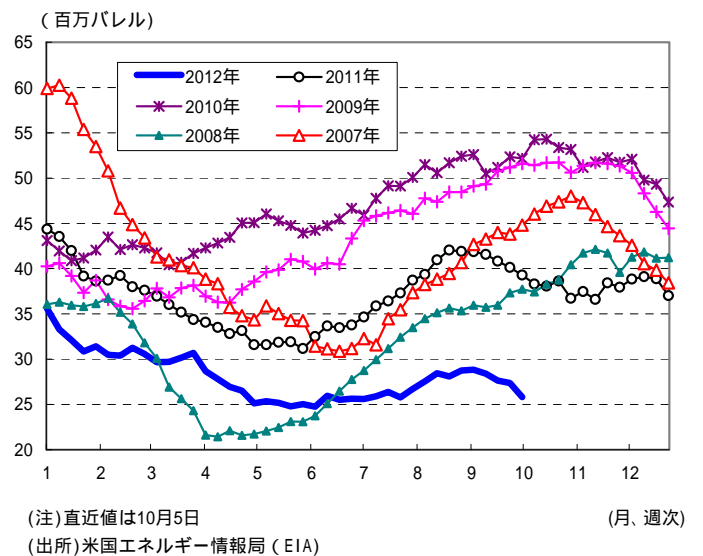


なお、一部では、暖房油在庫の水準が低いことが注目されている（図表 18）。暖房油在庫の水準が低い理由としては、相対的に新興国などの需要が強い製品分野であったこと、ベネズエラ、オランダ、カナダなどの製油所の生産障害など供給が抑制されたこと、期先安の価格体系などから暖房油在庫を積み増すインセンティブが乏しかったこと、などが指摘されている。一方で、目先は新興国の景気減速などにより、中間留分の需要が鈍化すると思われるものの、北米などに寒波が到来した場合に価格が急騰するなど、市況が不安定になるリスクがある。

（図表 17）米国の中間留分の消費量の推移



（図表 18）米国の暖房油の在庫の推移

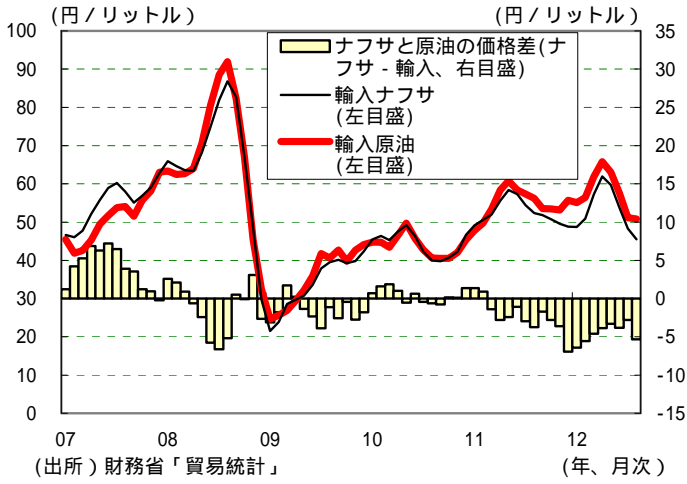


## （2）ナフサ：原油と連動して一進一退

日本の8月の輸入ナフサ価格（通関）は、1リットルあたり45.5円と前月比2.8円下落した。一方、8月の輸入原油価格は50.9円と同0.2円下落した。欧州債務危機への警戒感からナフサ市況が大幅に下落していた時点での購入分が輸入されたとみられ、ナフサの輸入価格の下落幅が大きくなった（図表 19）。

9月以降のナフサ市況をみると（図表 20）、9月半ばにかけて上昇傾向し、その後、下落した後、再び上昇してきている。総じて原油市況と連動した動きだといえる。また、9月半ばにかけて、ナフサは原油よりも速いペースで値上がりしたが、9月後半以降は、原油よりも大幅に下落した。結局、ナフサ市況は、原油市況をやや増幅した動きになっている。

(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：足元では生産量が減少

#### (1) OPECの増産傾向に歯止めも、高水準

9月のOPECの産油量は日量3,198万バレルと前月比45万バレル減少した(Bloombergによるアナリスト等へのアンケート結果、図表21)。

9月は、アンゴラとナイジェリアの減産が大きく影響した。もっとも、メンテナンスや出荷予定の都合によるところが多いとされ、10月以降に持ち直すとみられている。イランの原油生産は、急速な減少には歯止めがかかったものの、米欧による経済制裁が強化される以前に比べると、大幅に減少した状態が続いている。一方、イラクの増産傾向は続いている。

今年の生産動向全体としては、イランの原油生産の減少分の多くをイラクとサウジアラビアの増産で補う形が続いている。ただし、足元では、中国需要の減少により、OPECからの原油輸出が抑制され始めている面もありそうだ。

10月9日に、サウジアラビア石油相は「ブレント原油の112ドル前後は依然として割高であり、100ドルに下落するのを望む」、「今後の原油生産量は1,000万バレル前後を維持する」、「必要であれば1,250万バレルを生産する能力がある」といった内容を述べた。

次回の定例総会は、12月12日が予定されている。

(図表21) OPECの生産動向

国名	生産量 (9月)	生産量 (8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 (9月)
アルジェリア	118.0	123.0		120.2	140.0	84.3%	22.0
アンゴラ	167.0	187.0		151.7	205.0	81.5%	38.0
エクアドル	50.4	51.0		43.4	51.0	98.8%	0.6
イラン	285.0	275.0		333.6	355.0	80.3%	70.0
イラク	335.0	327.3	国別の 生産割 り当て は発表 せず	-	335.0	100.0%	0.0
クウェート	300.0	300.0		222.2	320.0	93.8%	20.0
リビア	147.5	156.0		146.9	180.0	81.9%	32.5
ナイジェリア	196.0	215.0		167.3	250.0	78.4%	54.0
カタール	74.0	74.0		73.1	100.0	74.0%	26.0
サウジアラビア	980.0	990.0		805.1	1,250.0	78.4%	270.0
UAE	263.0	265.0		222.3	280.0	93.9%	17.0
ベネズエラ	282.0	280.0		198.6	285.0	98.9%	3.0
OPEC12カ国	3,197.9	3,243.3	3,000.0	-	3,751.0	85.3%	553.1
OPEC11カ国	2,862.9	2,916.0		2,484.5	3,416.0	83.8%	553.1

(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



## (2)イラン核開発問題

米欧による対イラン経済制裁は強化される動きにある。イランでは、通貨リアルの下落や輸入品の不足により、生活物資の価格上昇率が高まる中で、10月3日テヘランで抗議デモが発生した。通貨暴落に対する政府の責任を認めないアハマディネジャド大統領に対する非難が強く、シリア支援よりも国内経済を重視することを求める声が多いとされる。米 국무長官は、イランが核査察など国際社会の要求に応じれば、制裁を緩和する可能性があるとして発言した。イラン政府は、過度な自国通貨安は米国等の策略によるものであり、自らの政策に非はないとしている。

15日にEUは、対イラン追加経済制裁を決定した。同国の銀行との取引が原則的に禁止されており、貿易全般が制約されると見込まれる。アシュトンEU外相は「核開発を巡る協議が前進することを期待する」と述べた。同日、イランの最高指導者であるハメネイ師は、国民に対して、米欧による経済制裁に抵抗することを呼びかけた。中国政府は、16日に、核開発問題の協議による解決を求め、EUによる追加制裁を批判した。

## (3)シリア内戦

シリア内戦の地政学的影響は拡大している。10月3日にシリア・トルコの国境付近で、シリアのアサド政権側と反体制派との戦闘があり、アサド政権側からトルコ領内への攻撃によって民間人の死者が出る事態となった。アサド政権にはトルコと軍事衝突する意図はなく、トルコではシリア内戦に巻き込まれたくないとの世論が強いとされる。しかし、アサド政権はトルコ領内の反体制派への攻撃を継続しており、その後もトルコ領内に着弾するため、それに対してトルコ軍が反撃することが続いている。

NATO（北大西洋条約機構）はトルコから要請があった場合には支援することを表明したと報道された。もっとも、NATOは、シリア内戦の政治的な解決を求める姿勢であり、トルコには軍事行動の自制を促している。

## (4)原油需要見通し

10月に入って、発表された各機関の石油需要見通しは下方修正が相次いだ。

米エネルギー省は、10日に発表した短期エネルギー見通しにおいて、2012年の世界の石油需要見通しを前年比79万バレル増（前月よりも4万バレルの下方修正）、2013年を同92万バレル増（前月よりも8万バレルの下方修正）とした。

OPEC（石油輸出国機構）は、10日に発表した月報において、2012年の石油需要見通しを前年比77万バレル増（前月よりも8万バレル下方修正）、2013年を同78万バレル増（前月よりも3万バレルの下方修正）とした。

IEA（国際エネルギー機関）は、12日に発表した月報において、2012年の石油需要見通しを前年比73万バレル増（前月よりも11万バレル下方修正）、2013年を同81万バレル増（前月よりも1万バレル上方修正）とした。

．ベースメタル

1．銅を中心とした概況：米欧中の政策効果への行き過ぎた楽観が修正

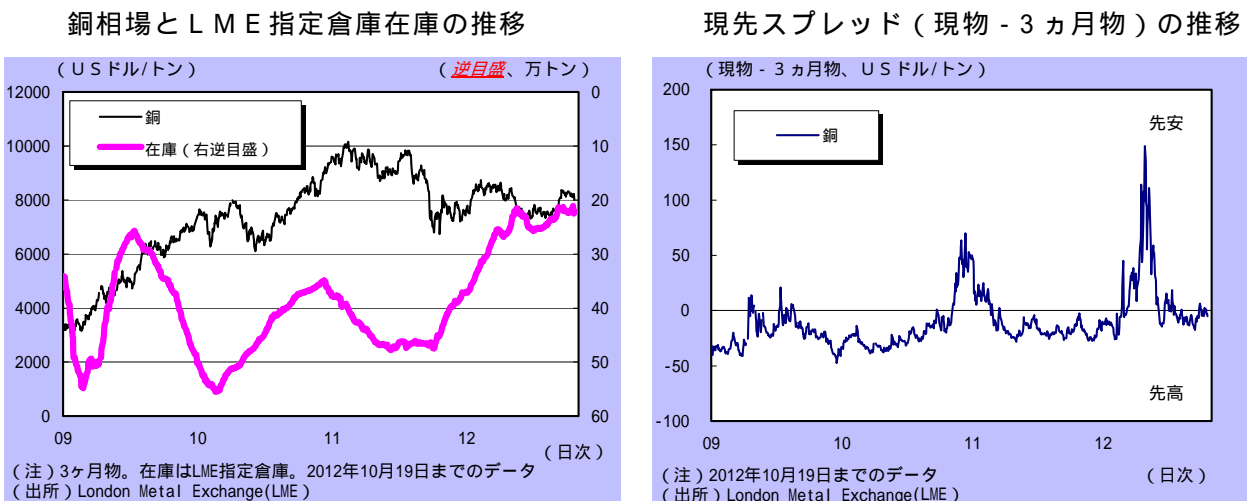
非鉄ベースメタル市況の中心となる銅市況は、7月下旬～8月中旬は7,300～7,600ドルを中心に推移していたが、8月下旬以降、上昇傾向が強まり、9月中旬には一時8,400ドル台をつけた。株価下落がやや大幅になった10月19日には、一時8,000ドル割れとなった。

他のコモディティと同様に、ECB（欧州中央銀行）による国債買い取り策（OMT：Outright Monetary Transaction）の発表、FOMC（米連邦公開市場委員会）でのQE3決定、中国政府による公共投資計画の発表などコモディティ全般に共通する押し上げ要因があった。9月前半には米欧中の政策対応にともなって、世界景気の先行きや各コモディティの需要見通しに対する楽観が広がった。特に、銅やアルミニウムなどベースメタルについては、世界需要に占める中国の比重が圧倒的に大きいため、中国でのインフラ投資関連での金属需要の増加などが連想されて、市況上昇が大きくなった。

しかしその後は、景気見通しに対する行き過ぎた楽観が修正されるとともに、銅などベースメタル市況も下落気味になった。9月26日には、ギリシャで財政緊縮策に対する大規模な抗議デモが行われたことなどから、欧州債務問題への懸念が再び強まり、銅市況は一時8,100ドル割れとなった。10月に入って米国の製造業関連指標が好転したことや、ユーロ高・ドル安によりドル建てコモディティの買いやすさが意識されたことにより、8,300ドル台に上昇した。しかし、5日に発表された米国の失業率が大幅改善を示したことを受けて、金融緩和の長期化観測がやや後退してドル高が進むと、銅などコモディティの市況下落圧力になった。10月19日には、米国企業の7～9月期の業績が事前予測を下回ったため株価が下落し、景気先行き懸念から銅などコモディティ市況全般も下落した。

引き続き、欧州債務問題や中国景気の成り行きが見通しにくい中で、米国の「財政の崖」という不透明要因も加わるため、銅市況は、当面、一進一退が続くと思われる。来年春頃に中国を中心に製造業活動が活発化してくると、銅市況は上昇しやすくなると思われる。

（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：一時 2,200 ドルに上昇

アルミニウムは、6月以降、1トンあたり 1,900 ドル前後で一進一退を続けていたが、9月中旬にかけて 2,200 ドル台まで上昇した。その後は、下落傾向となり、足元では再び 2,000 ドル割れとなっている。

銅に比べて、やや下落傾向が目立つ推移となっている背景には、過剰な供給力の調整が進んでいないことがある。情報提供機関の安泰科によると、中国アルミニウム需要は、2012年に 8.2%増となる見込みとされる。需要は底堅く伸びているが、2010年の前年比 26.7%増、2011年の 14.6%増に比べると、伸び率が鈍化しており、精錬所等の設備の余剰感は強いと考えられる。

なお、10月10日のアルコアの決算発表を受けて、アルミニウム市況の下落が進んだ。7～9月期のアルコアの業績自体は事前予想よりも良い内容であったが、中国を中心に世界のアルミニウム需要の見通しを下方修正したため、アルミニウム市況の下落につながった。

先行き需要の増加が見込める中で、余剰な設備の淘汰が進みにくいとみられ、当面、アルミニウム市況は低迷が続くと思われる。もっとも、中国を中心に景気が持ち直すとみられる来春頃には、他の金属と連動して上昇傾向となるだろう。

### (2) ニッケル市況：19,000 ドルに迫った後、17,000 ドル割れ

ニッケル市況は、8月に 15,200 ドル台と、2009年7月以来の低水準に下落した後、上昇に転じて10月上旬には 19,000 ドルに迫った。しかし、足元は 17,000 ドル割れまで下落している。

他の金属と同様に、ニッケルの市況も、米欧中の政策によって押し上げられた。ステンレス鋼の需要が低迷しており、その原材料であるニッケルの余剰感が強まっている。今後、ニッケル鉱山の操業停止など供給抑制の動きが、さらに広がるとの見方がある。

来春頃に中国景気の回復などにもなってステンレス鋼の需要増加観測が強まれば、市況は上昇傾向になると思われるが、目先は、一進一退が続くそうである。

### (3) 亜鉛市況：一時 2,100 ドル台まで上昇

亜鉛市況は、8月に 1トンあたり 1,800 ドル台を中心に推移した後、9月に入って大幅に上昇して 2,100 ドル台をつけていた。しかし、10月に入って下落基調となり、足元では 1,900 ドル前後で推移している。

他のベースメタルと同様に、中国の公共投資計画、ECBの国債買い取り策、米国のQE3などを材料に、需要増加観測が高まって上昇していたが、それらが一巡すると、足元の需要の弱さが懸念され、市況は下落した。当面、欧州や中国を中心に景気の下振れ懸念が残り、亜鉛需要も力強さを欠くため、市況は横ばい圏で推移するだろう。その後、来春頃から中国需要の回復などを材料に上昇しやすくなるとみられる。

#### (4) 錫市況：一時 22,000 ドル超に上昇

錫市況は、8月上旬～中旬に1トンあたり18,000ドル前後の推移が続いた後、下旬に20,000ドル台まで上昇した。9月上旬は19,000ドル台を中心に推移したが、その後、上昇傾向で推移して、10月上旬には一時22,600ドル超まで上昇した。足元は21,000ドル前後となっている。

最大輸出国のインドネシアでは、8月7日に、錫最大手のティマ社が低価格による不採算等を理由に、スポット市場における錫地金の売却を停止すると発表し、その後、同国内の錫業者に出荷停止の動きが広がっていた。8月終盤から出荷は再開され、9月の輸出は一時的に前年比89%の大幅増を記録した。

先行きについては、錫の需要と関連が深い世界のエレクトロニクス製品の需要見通しが不透明であり、当面、錫市況は、一進一退が続くと見込まれる。

#### (5) 鉛市況：2,200ドル台に上昇

鉛市況は、7月から1トンあたり1,900ドル前後での推移が続いた後、8月下旬から上昇傾向を辿り、9月下旬～10月上旬は2,300ドル前後で推移した。足元は、2,100ドル台となっている。

LME在庫が減少傾向で推移し、需給の引き締め感が出やすくなっていたと思われる。しかし、10月中旬には在庫が急増して市況が下落した。もっとも、他の金属と同様に鉛についても、金融的な取引に用いられる在庫が多く、在庫が需給実勢の変化をみる指標として必ずしも適切ではないとされる。

最大需要国・生産国の中国では、夏場まで自動車販売が好調に推移しており、バッテリー需要の増加につながったと考えられる。9月以降は日本車を中心に自動車販売が鈍化したとみられ、バッテリー向けの鉛需要が鈍化した可能性がある。目先は、やや弱含みの動きとなる可能性もあるが、冬場に入って交換用バッテリー需要が見込まれる中、下値は限定的とみられる。

#### (6) 日中の銅価格交渉

9月27日に、中国の需要家と、日本の製錬メーカーとの2013年分の銅価格交渉が先送りされたと報道された。尖閣諸島問題により、中国企業が、日本の製錬所からの銅地金の購入を見合わせているようだ。日本から購入したと報道された場合に、世論により自社が批判されるのを警戒しているとされる。

#### (7) 金融機関のコモディティ部門売却の動き

10月19日に、モルガン・スタンレーが石油や金などのコモディティ関連事業の売却を検討していると報道された。

#### (8) 建て玉規制の動向

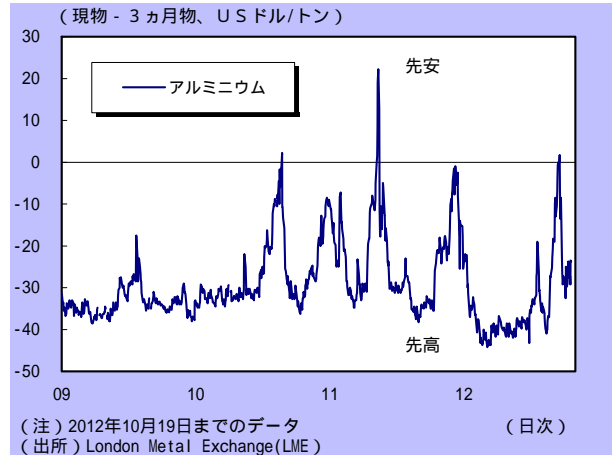
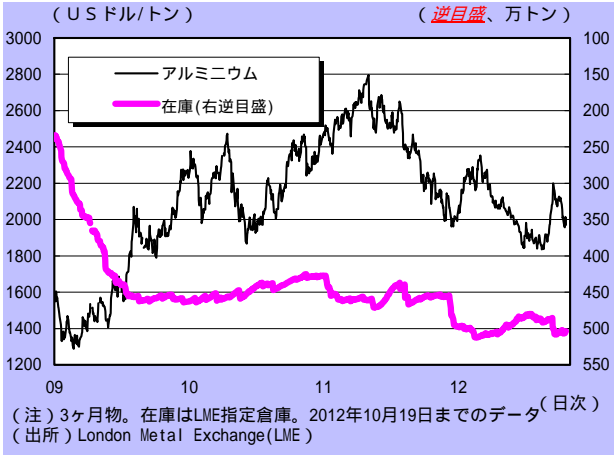
9月28日に、ワシントンDCの地方裁判所は、CFTC（米商品先物取引委員会）に対して、

建て玉規制が必要な措置であることを明らかにするように求め、予定されていた10月12日からの制限の適用は、ひとまず見送られた。

(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

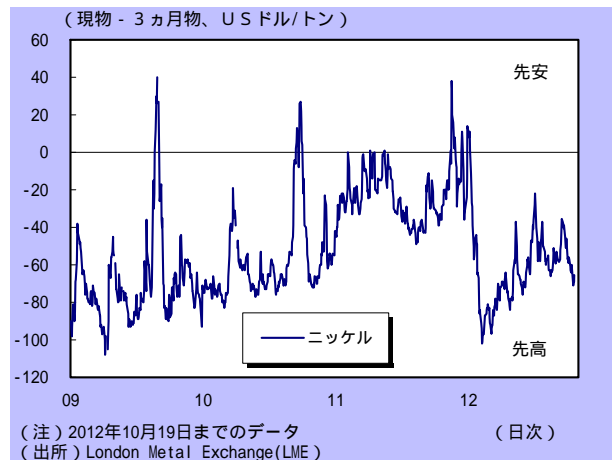
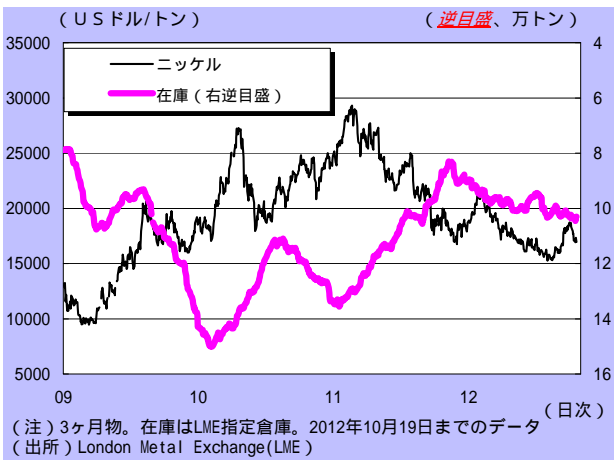
現先スプレッド(現物 - 3ヵ月物)の推移



(図表 24) ニッケル

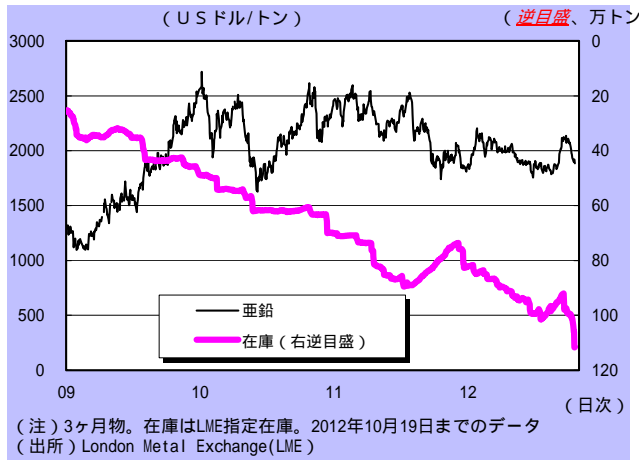
ニッケル相場とLME指定倉庫在庫の推移

現先スプレッド(現物 - 3ヵ月物)の推移

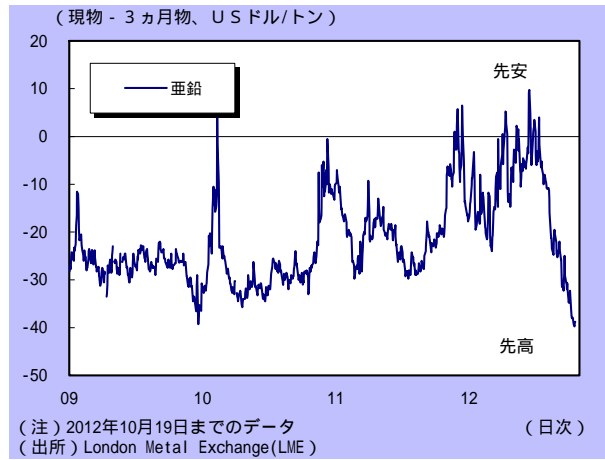


(図表 25) 亜鉛

亜鉛相場と L M E 指定倉庫在庫の推移

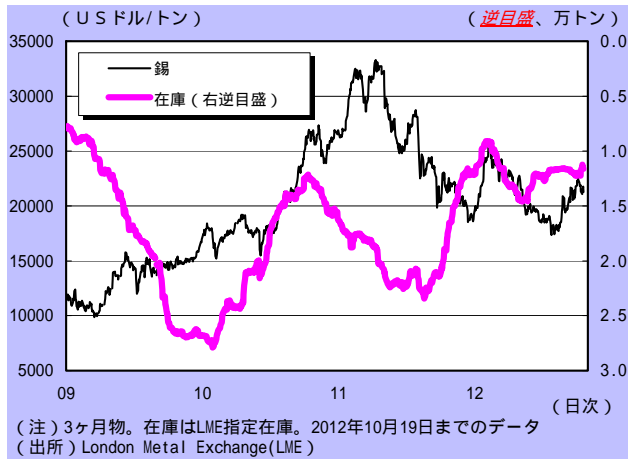


現先スプレッド(現物 - 3ヶ月物)の推移

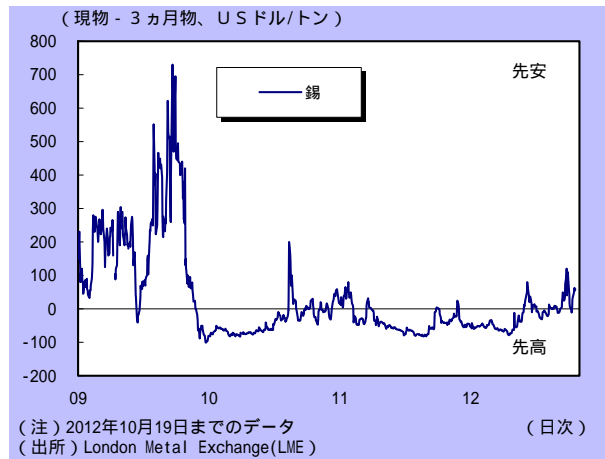


(図表 26) 錫

錫相場と L M E 指定倉庫在庫の推移

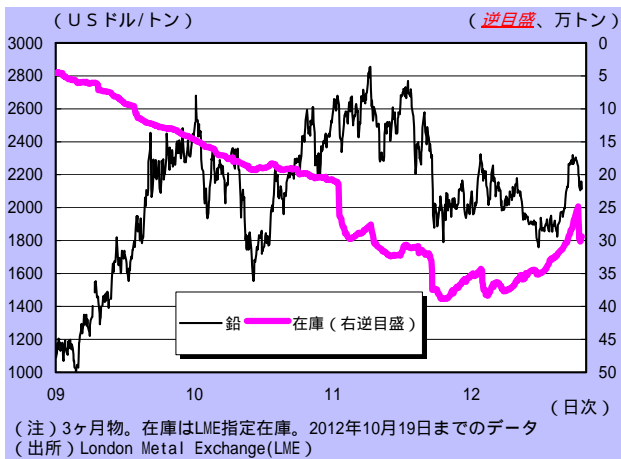


現先スプレッド(現物 - 3ヶ月物)の推移

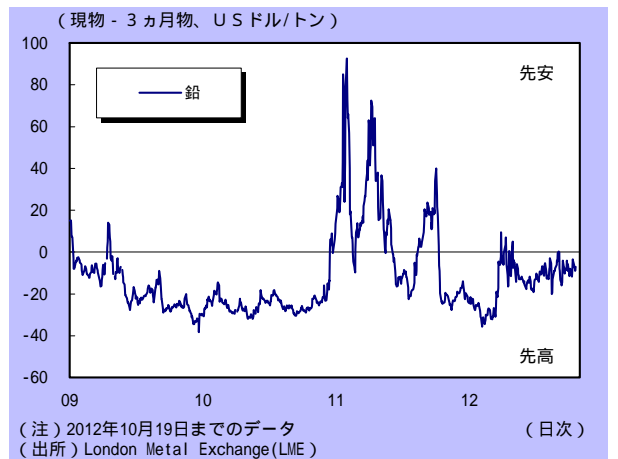


(図表 27) 鉛

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1,800ドルに近づく

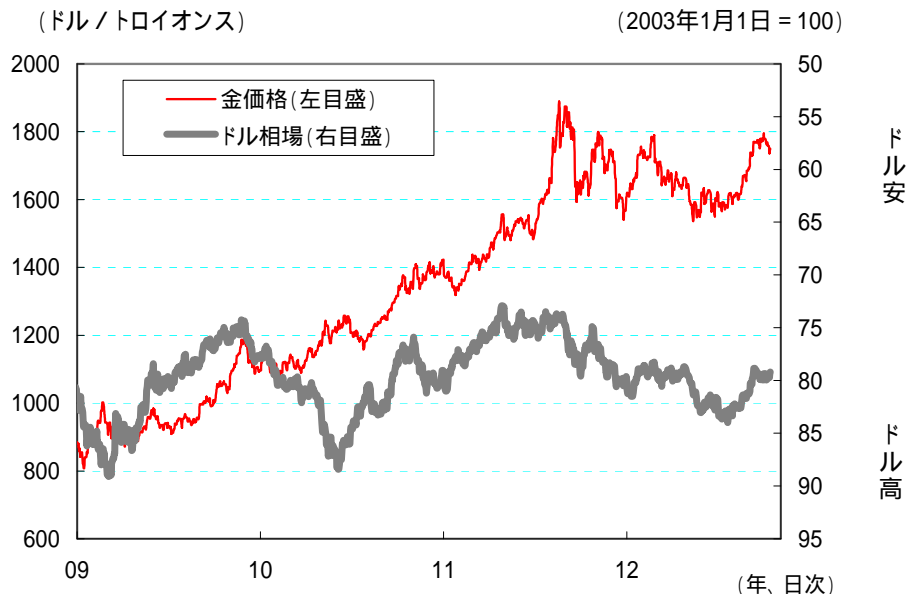
金市況は、5月半ばに1トロイオンスあたり1,527ドルまで下げた後、6月から8月前半は1,600ドルをはさんでほぼ横ばい圏の推移が続いていた。しかし、8月後半以降は上昇し、10月上旬には1,800ドルに迫った。10月19日には株価下落を受けて、金市況は一時1,715ドル程度まで下落した。

金市況は、9月半ばにかけて、QE3実施観測を背景に上昇を続け、QE3決定後も10月上旬まで上値を試す動きが続いた。この間、南アフリカでのストライキの拡大によってプラチナやパラジウムなど他の貴金属市況が大幅に上昇したことも、金市況の押し上げ要因になったとみられる。南アフリカはプラチナの最大生産国、パラジウムの第2位の生産国であり、ロンミン社の一つの鉱山で始まったストライキに対して警官が発砲し34人が死亡する事件をきっかけに、他地域や他産業も巻き込んでストライキが拡大していた。

しかし、10月5日に発表された米国失業率の低下を材料に、金融緩和の長期化観測が後退してドル高が進んだことを受けて、金市況は下落した。また、10月19日には、米国企業の7~9月期の業績が事前予測を下回ったことを受けて、株価が下落し、景気先行き懸念からコモディティ市況全般が下落した局面では金市況も下落した。QE3が事前想定以上に大胆な内容になったこともあり、米国の追加緩和観測が生じにくく、金市況をさらに押し上げる追加材料を欠いている状況だ。

一方で、「財政の崖」という不透明要因があり、しばらく金市況を下支えする要因になると思われる。米国で「財政の崖」による景気失速懸念から追加金融緩和観測が強まる場合や、欧州債務問題への対応の進捗を受けてユーロ高・ドル安が進む場合には、金市況の上昇につながりやすいと思われる。

(図表 28) 金価格の推移



(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

トピック

～ 中国の景気情勢を反映するコモディティ市況 ～

先月号では「コモディティ市況の先行きが見通しにくい」ことを述べ、その一因として「中国の減速」があることを述べた。今回は、不透明な「中国の景気情勢」について、コモディティ市況の情報を活用して分析してみたい。

多くのコモディティについて中国は最大の需要先であり、中国景気に変化があれば、中国のコモディティ需要に反映されると考えられるからだ。

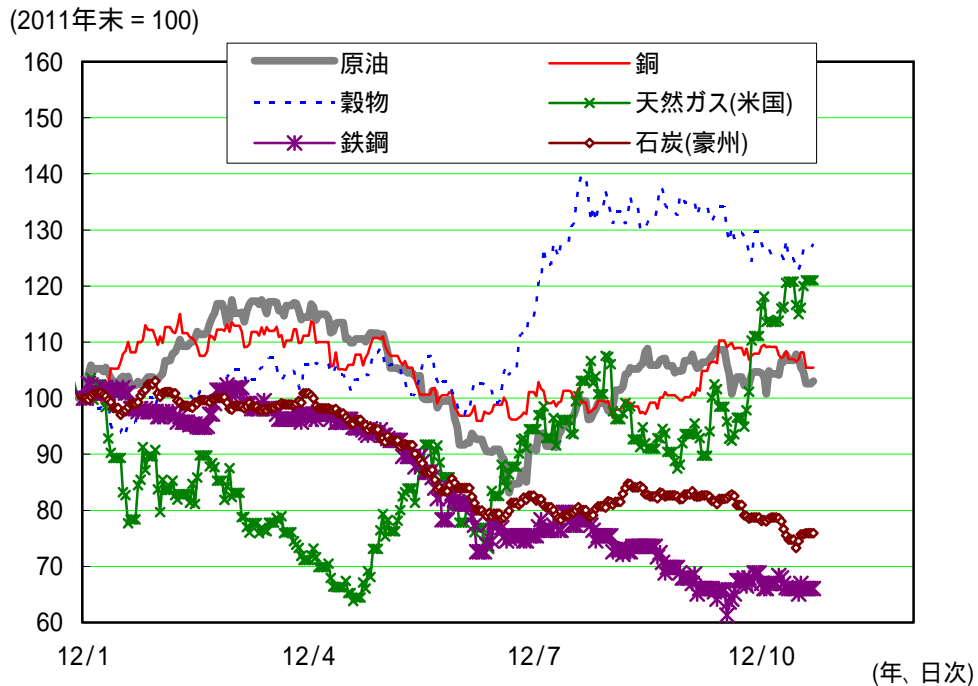
(1) 大幅下落した鉄鋼、石炭の市況

まず、2012年に入ってからのコモディティ市況の推移をみておこう。ドル建てで取引されるコモディティ市況全体の傾向は、ドル相場の動きに連動した推移になっている。しかし、個別の品目は、かなり異なった動きになっている。

先月の本欄では、穀物は北米の干ばつなど天候、原油はシリア内戦・イラン核開発など地政学リスクといった供給サイドの要因が影響したことを述べた。しかし、穀物や原油以外の品目の市況もかなり異なる変動になっており、品目による需要面の違いも反映されているように思われる。

特に石炭や鉄鋼の市況をみると、中国景気の下振れによる下落圧力が強かったようだ(図表29)。

(図表29) 金・銅・原油・穀物・鉄鋼・石炭の市況の推移



(注)金はCOMEX、銅はLME、原油(ブレント)はICE、天然ガスはNYMEX。  
穀物は大豆・小麦・トウモロコシ(CBOT)の平均。鉄鋼は上海、石炭は豪州産。  
(出所)Bloomberg

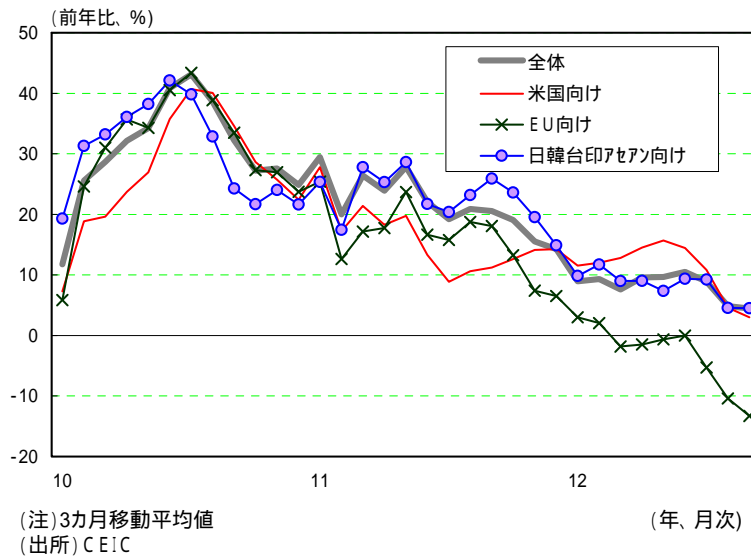


## (2) 中国経済の減速の影響が大きい石炭と鉄鋼

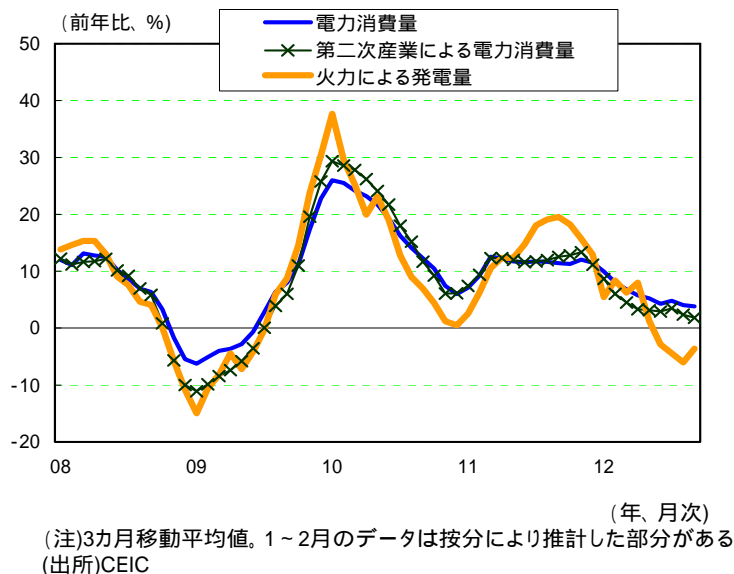
中国経済の減速には、欧州債務問題によって輸出が停滞して足元の景気が悪化しているという短期的側面と、経済が徐々に成熟するのに伴って構造的に高度成長から中成長へと移行する時期が訪れているという構造的側面があると思われる。

欧州向けを中心に輸出が大幅に鈍化したため、工場の稼働率が低下して、電力需要が減少し、石炭需要が下振れするということが起こっている（図表 30～31）。また、過剰設備が恒常化していた鉄鋼業においても、市況低下で採算が悪化する中で生産抑制の圧力が強まり、需要不振を受けて鉄鋼の製品在庫や鉄鉱石やコークスの原材料在庫を削減する動きが出始めているようだ。この背景には、工場建設や住宅建築など固定資産への投資が減速していることがあると思われる。このように、マクロ経済において、輸出と設備投資が鈍化している影響が石炭や鉄鋼の需要鈍化として現れていると考えられる。

(図表 30) 中国の輸出額（ドル建て、3カ月移動平均値の前年比）の推移



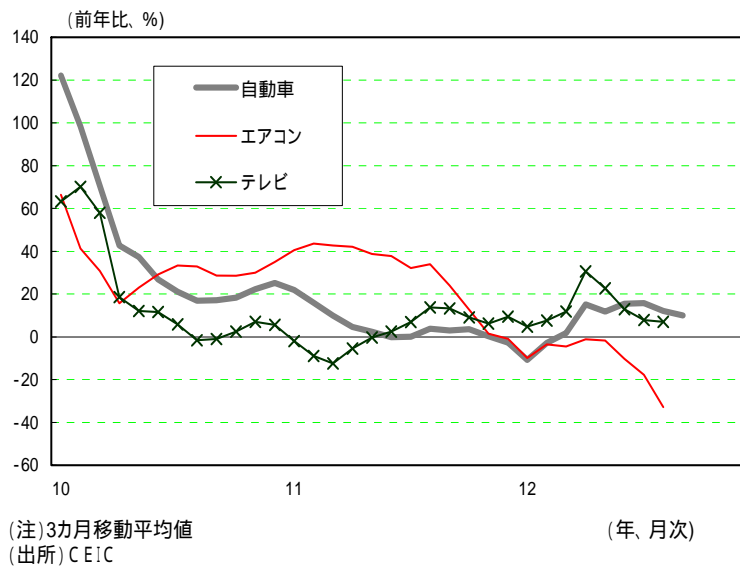
(図表 31) 中国における電力消費量・火力による発電量等の推移



### (3) 底堅い非鉄ベースメタル

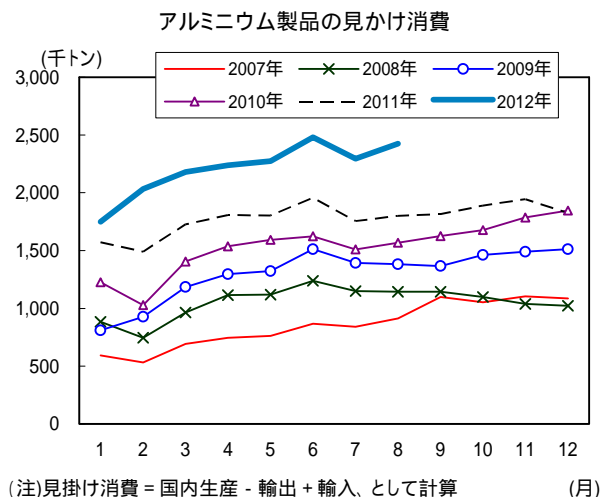
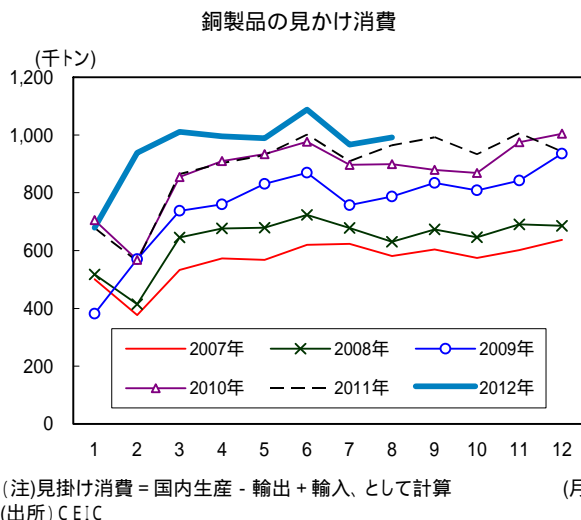
これらに対して、非鉄ベースメタルの需要は底堅く推移しているようだ。今のところ、成長率が鈍化しても、雇用への面で悪影響は限定的であり、所得増加を背景に消費は堅調だとみられる。エアコンや冷蔵庫については、2010年頃まで政策的な販売促進策により需要を先食いした反動が続いているが、自動車やテレビの販売は堅調であり、生産台数も増えている（図表32）。

(図表32) 中国における自動車・エアコン・テレビの生産台数の動向

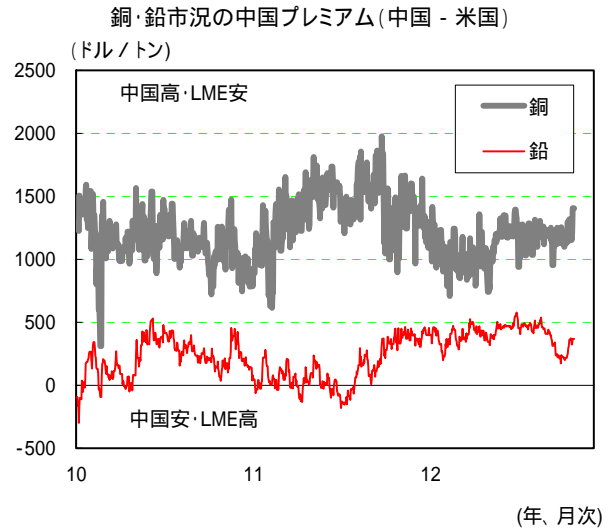
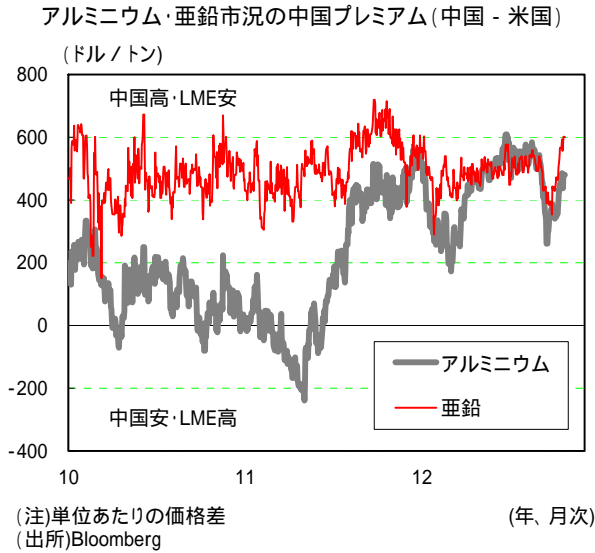


こうした状況下、銅やアルミニウムなどの中国需要は増加傾向を続けている（図表33）。また、中国（上海）の市況が国際市況（LME）よりも割高な状況が続いており、中国では他地域よりも需給が引き締まっていることが示唆される（図表34）。鉄鋼や石炭では、足元ではむしろ中国需給の緩和を示唆するような動きになっていたのと対照的である（図表35）。

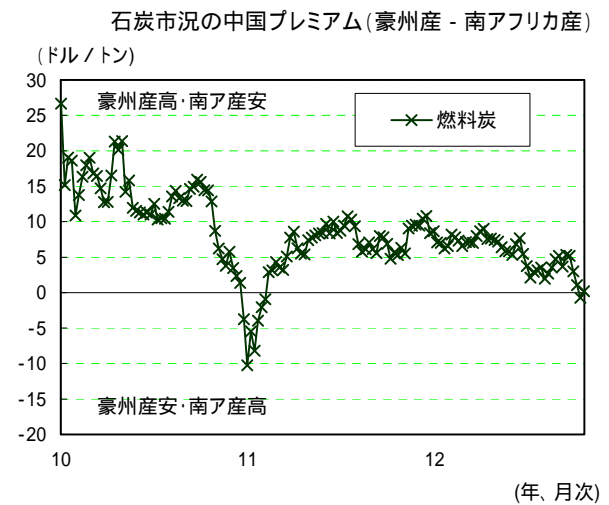
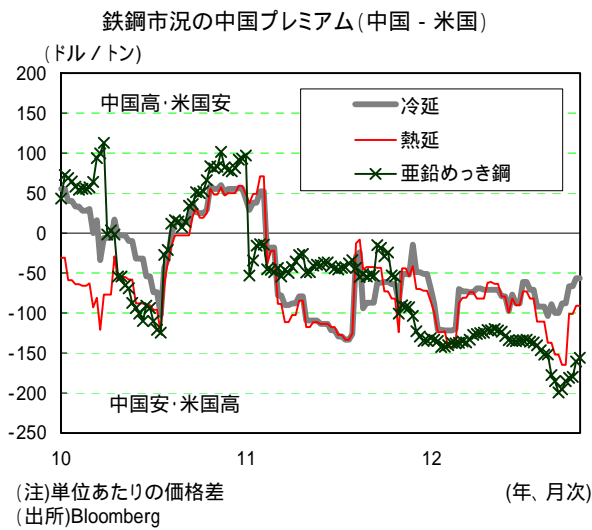
(図表33) 中国における銅製品・アルミニウム製品の消費量



(図表 34) 非鉄ベースメタル市況の中国プレミアム



(図表 35) 鉄鋼・石炭市況の中国プレミアム



また、9月上旬に、中国政府が1兆元規模の公共投資計画を承認したと報道されたが、従来のように橋梁や道路など鉄鋼が材料の中心であるものから、発電所など銅やアルミニウムを多く使うものへとインフラ投資の重点はシフトしていると思われる。

#### (4) 一様ではない中国減速の影響

以上のようなコモディティ市況の動向から判断すると、中国経済が減速しているといっても、一様な減速ではなくて、減速圧力が強い部門と、引き続き成長圧力が強い部門とが混在している

状況だと思われる。また、高度成長から中成長へのシフトダウンや、投資主導から消費主導への転換といった構造調整が想定される状況では、産業分野ごとに異なる調整圧力が生じているものと考えられる。

中長期的には、中国経済の成長率が7%台であっても、どのコモディティに対する需要も、増加を続けると思われるが、足元では、消費財と関連が深い非鉄ベースメタルの需要が堅調であり、マクロ経済において消費がある程度、底堅いことを示唆しているとみられる。

- 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。