

調査レポート

コモディティ・レポート <2015年3・4月>

・コモディティ市況全般：3～4月は下落後、反発

ドル建て国際商品市況全般の動向を示すロイター・コアコモディティCRB指数は、昨年6月下旬をピークに今年3月中旬にかけて下落傾向で推移した後、反発している。マクロ経済環境をみると、欧州景気が持ち直す動きをみせる一方で、米国景気にもたつきがみられ、中国景気は減速した状態が続いている。今後、世界景気の回復に伴って、コモディティ市況は上昇するだろうが、その上昇ペースは緩やかだろう。

・エネルギー市況：原油は反発後、上値が重くなる

国際指標とされるブレント原油は1月13日に45.19ドルの安値をつけた後、反発に転じ、5月6日には69.63ドルに上昇したが、その後、やや上値が重くなっている。今後、米国の原油需給の緩和状態は緩やかに引き締まりに向かい、原油相場は上昇すると予想されるが、上昇ペースは緩やかだろう。

・ベースメタル市況：銅は上昇し、6,400ドル台

銅市況は、1月中旬に5,300ドル台の安値をつけた後、5月中旬にかけて6,400ドル台まで持ち直してきている。ギリシャ問題など不透明要因もあるものの、銅需給に大きな変動はなく、今後の銅相場は、世界景気の持ち直しに合わせて緩やかな上昇傾向を辿るものと思われる。

・貴金属市況：金は下落後、上昇に転じて一時1,230ドル台

金市況は、3月中旬には1,150ドルを下回った後、上昇傾向で推移し、5月中旬には一時1,230ドル台まで上昇した。ギリシャ問題や中国景気の不透明感が相場を支えるものの、米国の金融政策が利上げに向かう中で上値も限定的であろう。金市況はボックス圏の推移が見込まれる。

・トピック

原油相場の先行きについて…5月上旬にかけて、原油相場は早いペースで上昇したが、その後、改めて、原油供給の潤沢さが意識されている面もあり、上値が重くなっている。シェールオイルを中心とした米国の原油生産は高止まりが続き、原油在庫の削減にも時間がかかりそうだ。今後、米国の原油需給の緩和状態は緩やかに引き締まりに向かうと予想される。しかし、ドル高圧力が見込まれること、OPECが減産に慎重なこと、世界景気の拡大テンポは緩やかなことなどから原油価格の上昇ペースは緩やかになるだろう。

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 主任研究員 芥田 知至

〒105-8501 東京都港区虎ノ門5-11-2

TEL:03-6733-1070

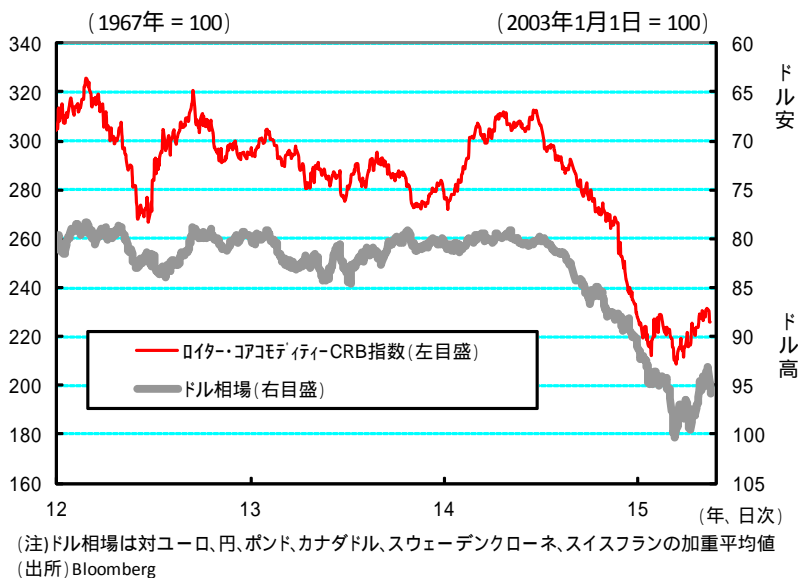
・コモディティ市況全般の概況：3～4月は下落後、反発

ドル建て国際商品市況全般の動向を示すロイター・コアコモディティ-CRB指数は、昨年6月下旬をピークに今年3月中旬にかけて下落傾向で推移した後、反発している（図表1）。

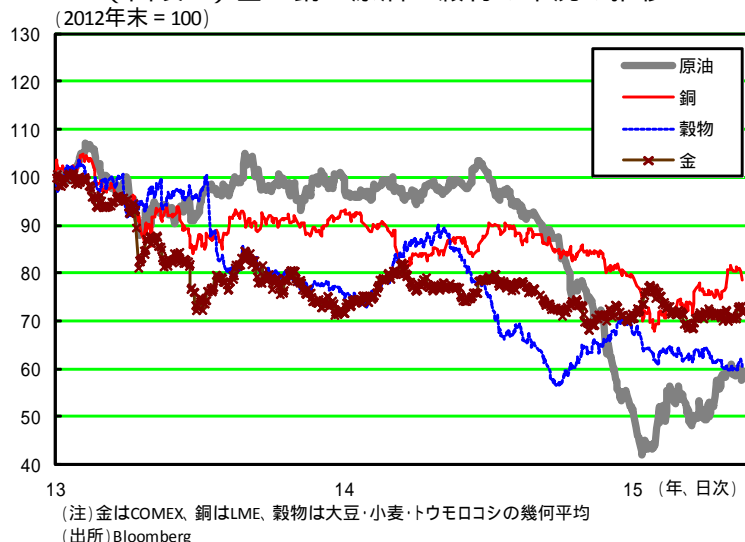
3月は、穀物や銅が横ばい圏で推移した。一方で、中旬にかけて、米国の利上げ観測が強まり、為替市場でドル高が進む中、金や原油は下落圧力が強まった。もっともその後は、3月17～18日の米連邦公開市場委員会（FOMC）を経て、米国の早期利上げ観測が後退した。4月は、穀物が下落気味となったものの、原油、銅、金などが買われる流れになった。（図表2）。

マクロ経済環境をみると、低迷が続いていた欧州景気が持ち直す動きをみせる一方で、堅調さを保ってきた米国景気にもたつきがみられ、中国景気は減速した状態が続いている。こうした中、為替市場では米国の早期利上げ観測が後退するとともにドル安が進み、コモディティ市況を下支えする要因になっている。もっとも、コモディティ市況は5月上旬までの上昇基調が一服しており、足元はやや調整気味に推移している。今後、世界景気の回復に伴って、コモディティ市況は上昇するだろうが、その上昇ペースは緩やかだろう。

（図表1）ロイター・コアコモディティ-CRB 指数の推移



（図表2）金・銅・原油・穀物の市況の推移



．エネルギー

1．原油市況：反発後、上値が重くなる

原油相場は上昇後、上値がやや重くなっている。国際指標とされるブレント原油は、1月13日には一時45.19ドルと2009年3月以来の安値をつけた後、反発に転じ、2月17日には63.00ドルまで回復した。3月16日には52.50ドルまで下落したものの、5月6日には69.63ドルに上昇し、その後、やや上値が重くなっている。米国産のWTI原油は3月18日に一時42.03ドルと、2009年3月以来の安値まで下落したものの、5月6日には62.58ドルまで上昇した。

3月前半は、2月の米国雇用統計が雇用の堅調さを示したこと（6日）を受けて、米利上げ観測が強まり、ドル高が進んだため、ドル建ての原油価格の割高感が強まり、原油が売られる流れになった。米国の原油在庫が増加傾向を続ける中で、米エネルギー情報局（EIA）、米石油協会（API）、民間エネルギー情報会社のジェンスコープなどが発表する統計も、原油相場の下げ材料になるものが多かった。国際エネルギー機関（IEA）が、米国の原油在庫の増加が続く中で貯蔵能力が不足する可能性を指摘し、世界的な原油の供給過剰感が強まったこと（13日）も相場の下押し材料になった。また、イラン核開発問題に関する同国と6カ国（米英仏中露独）との協議が活発化しており、対イラン経済制裁が解除され、同国からの原油輸出が増加するとの思惑が原油売りにつながった面もあった。ブレントは16日、WTIは18日にボトムをつけた。

しかし、その後、原油相場は上昇に転じた。18日には、当初、EIAの週次統計で米国の原油在庫の増加が示されたことを受けて、相場は軟調に推移していた。しかし、その後に発表になった米連邦公開市場委員会（FOMC）の声明や米連邦準備制度理事会（FRB）当局者の経済見通しを受けて、米国の利上げがゆっくりと慎重なペースで行われるとの観測が強まったため、ドル相場が下落し、ドル建ての原油相場の割安感が強まり、原油相場が押し上げられた。また、ドイツのIFO景況感指数が5カ月連続で上昇したことや米国の耐久財受注が予想を下回ったことを受けてドル安が進んだこと（25日）、イエメンにおいてイスラム教シーア派系の武装組織「フーシ派」が攻勢を強める状況に対して、サウジアラビアなど周辺諸国が共同で軍事介入に踏み切ったこと（26日）なども、原油相場の押し上げ材料になった。もっとも、サウジアラビアなど連合軍によるイエメンでの軍事作戦で原油供給に悪影響が出る可能性は小さいとの見方や、イラン核開発を巡る協議を受けて同国産原油の国際市場への供給量が増えるとの観測から、原油相場は上値を抑えられた。

4月に入ると、イラン核開発問題を巡る枠組み合意が成立し（2日）、原油相場は大幅下落したが、連休明けの6日には、イラン産原油の供給増には時間がかかるとの見方から買い戻された。その後も、7日には、EIAが月次で発表している短期エネルギー見通しにおいて、世界の原油需要の見通しを上方修正する一方で米国の原油生産の見通しを下方修正したことなどから原油相場は上昇したものの、8日には、EIAの週次石油統計において米国の原油在庫の増加が示されたことやサウジアラビアの原油生産量が1,030万バレルに達したとする同国のヌアイミ石油相の発言などが売り材料になるなど、一進一退が続いた。

4月半ば以降は、水準を切り上げて推移した。15日には、国際エネルギー機関（IEA）の月報において世界の石油需要が上方修正されたことで相場が押し上げられ、その後発表された、IEA週次石油統計において、原油在庫の増加幅が市場予想に比べて小幅にとどまったことや、ガソリン在庫が大幅減少したことを受けて、相場はさらに急伸した。また、16日には、国際テロ組織アルカイダ系の武装勢力がイエメン南部の石油ターミナルを支配下に置いたとの報道が隣国サウジアラビアや中東全域についての地政学リスクへの懸念を強め、原油相場の押し上げ材料になった。21日には、サウジアラビアが武装組織「フーシ派」に対するイエメン空爆の終了を宣言したことを受けて、中東の地政学リスクに対する懸念が後退したものの、22日には、「フーシ派」がイエメン南部タイズの軍事拠点を占拠したことを受けて、空爆を再開し、原油相場は上昇した。

5月に入ると、リビアで抗議活動により原油出荷港への原油輸送が停止したと報道されたこと（5日）、サウジアラビアが米国向けおよび北西欧州向けの原油販売価格を引き上げたこと（5日）、米国の原油在庫が17週ぶりに減少に転じたこと（6日）などを材料にさらに相場は上昇した。もっとも、その後は、原油の過剰供給に対する懸念が再燃し、上値が重くなっている。

ブレント-WTIのスプレッド（価格差）は、2月下旬に10ドル強に拡大していたが、その後は縮小し、5月に入って6~7ドルを中心に推移している（図表5）。先物市場（WTI）における投機筋の買い超幅をみると、昨年6月下旬をピークに縮小傾向を辿り、3月下旬にボトムをつけた後、再び拡大している（図表9）。一方、商業筋を含めた先物の全建て玉残高は、昨年11月下旬にかけて減少した後、3月中旬にかけて増加し、その後は頭打ちとなっている（図表10）。

原油市況は、5月上旬にかけてかなり早いペースで上昇してきたが、その後、相場の上値は重くなっている。今後、米国の原油需給の緩和状態は緩やかに引き締まりに向かい、原油相場は上昇すると予想される。しかし、ドル高圧力が見込まれること、OPECは減産に慎重な姿勢を続けること、世界景気の拡大テンポは緩やかにとどまることなどが原油価格を抑制し、上昇ペースは緩やかになるだろう。

（図表3）原油市況の推移

（ドル/バレル）

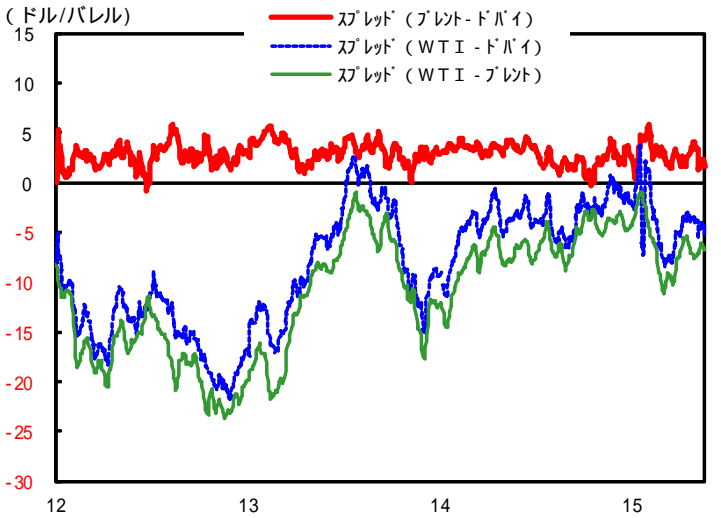


（図表4）石油製品市況の推移

（ドル/バレル）

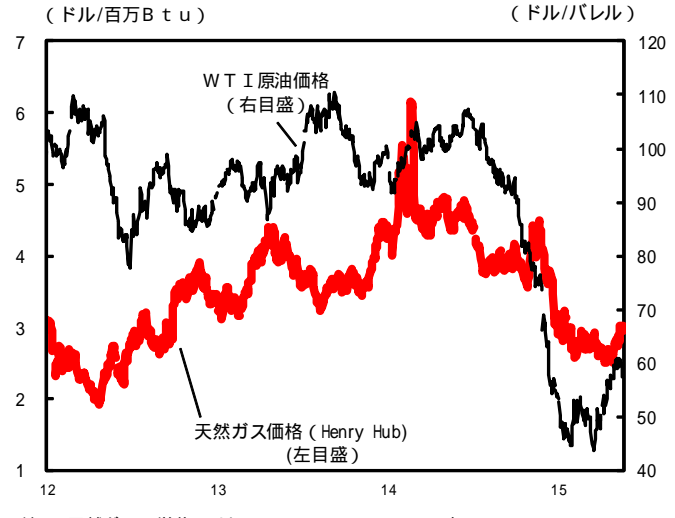


(図表5) 油種間スプレッドの推移



(注) 5日移動平均値。直近は5月19日 (年、日次)
(出所) Bloomberg、日本経済新聞

(図表6) 米国天然ガス市況の推移



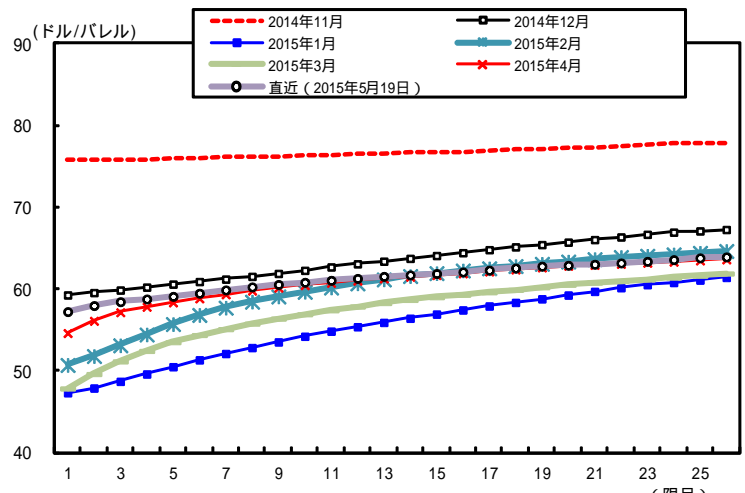
(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略 (年、日次)
(注2) 直近は5月19日

(図表7) 原油先物価格と先物カーブ



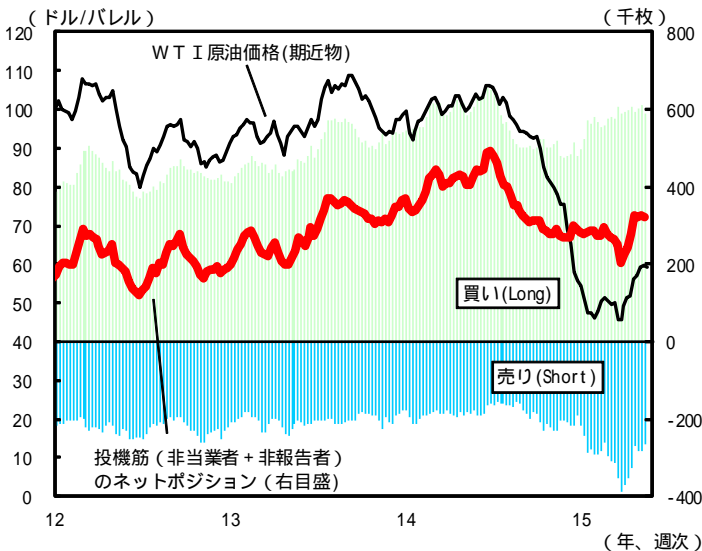
(注) 限月は28ヵ月先まで、2015年5月19日時点 (年、月次)
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(図表8) WTI原油の先物カーブの変化



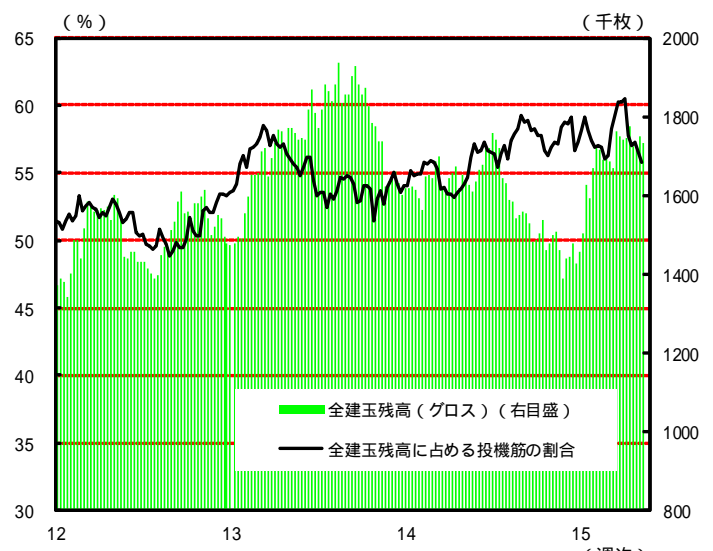
(注) 各時点における各限月(28ヵ月先まで)のWTI原油先物価格 (限月)
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(図表9) 投機筋のポジション(原油)



(注1) ポジションの直近は5月12日時点、WTI原油は5月13~19日の平均値 (年、週次)
(注2) 旧分類に基づいた統計により作成
(出所) CFTC

(図表10) 原油先物の建て玉(NYMEX)



(注1) 1枚は1000バレル。直近は5月12日時点 (週次)
(出所) 米国先物取引委員会(CFTC)

(図表 11) O P E C の原油生産量 (Bloomberg 集計の推計値)

国名	生産量 <4月> (前月差)		生産量 <3月> (前月差)		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>
	生産量	(前月差)	生産量	(前月差)					
アルジェリア	120.0	(10.0)	110.0	(0.0)		120.2	120.0	100.0%	0.0
アンゴラ	168.0	(-16.0)	184.0	(1.0)		151.7	187.0	89.8%	19.0
エクアドル	54.7	(-0.5)	55.2	(-0.2)		43.4	55.1	99.3%	0.4
イラン	278.0	(0.0)	278.0	(0.0)		333.6	380.0	73.2%	102.0
イラク	365.6	(-9.4)	375.0	(30.0)		-	365.0	100.2%	-0.6
クウェート	285.0	(0.0)	285.0	(0.0)		222.2	320.0	89.1%	35.0
リビア	52.0	(4.0)	48.0	(23.0)		146.9	155.0	33.5%	103.0
ナイジェリア	198.0	(8.0)	190.0	(-9.0)		167.3	240.0	82.5%	42.0
カタール	70.0	(2.5)	67.5	(0.0)		73.1	78.0	89.7%	8.0
サウジアラビア	1,000.0	(-10.0)	1,010.0	(30.0)		805.1	1,250.0	80.0%	250.0
U A E	290.0	(10.0)	280.0	(0.0)		222.3	300.0	96.7%	10.0
ベネズエラ	248.2	(1.3)	246.9	(0.0)		198.6	300.0	82.7%	51.8
O P E C 12カ国	3,129.5	(-0.1)	3,129.6	(74.8)	3,000.0	-	3,750.1	83.5%	620.6
O P E C 11カ国	2,763.9	(9.3)	2,754.6	(44.8)		2,484.5	3,385.1	81.6%	621.2

(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) O P E C 11カ国はイラクを除く

(出所) Bloomberg

2. ナフサ市況：3～4月は原油に連動して上昇が続く

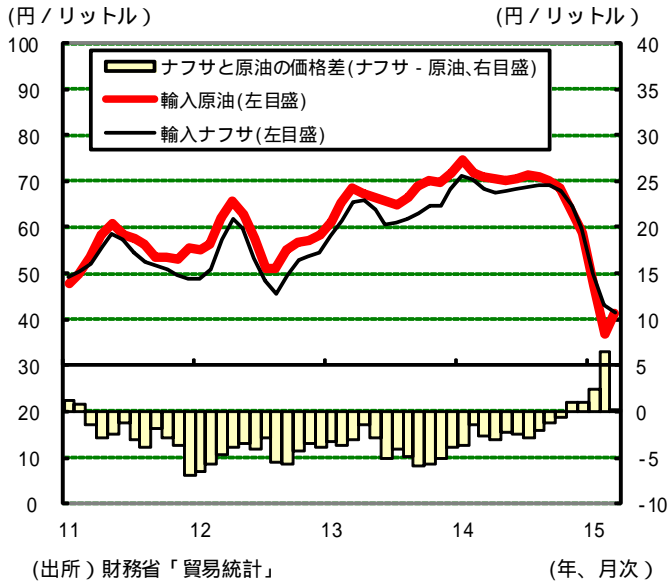
日本の輸入ナフサ価格(通関)は、昨年1月に1リットルあたり71.1円と2008年8月(82.7円)以来の高水準に達した後、一進一退となっていたが、今年3月には41.4円にまで下落した。一方、輸入原油価格は、昨年1月の74.6円から今年2月には36.8円にまで下落した後、3月は41.3円とやや反発した(図表12)。ナフサと原油の価格差は、2月にかけてナフサ高幅が拡大していたが、3月は縮小した。

アジアのナフサ市況の推移をみると、原油に連動して、昨年9月～今年1月前半に大幅に下落した後、1月後半からは反発に転じている(図表13)。原油との相対価格をみると、3月下旬にかけて、アジアや米国の製油所が定期修理に入りナフサの供給が減ったことなどから、ナフサ高が進んだ。もっとも、その後は、石油化学原料としてナフサと競合する液化石油ガス(LPG)が暖房向け需要の不需用期に入り、値下がりがしたことなどに伴ってナフサ高には歯止めがかかっている。

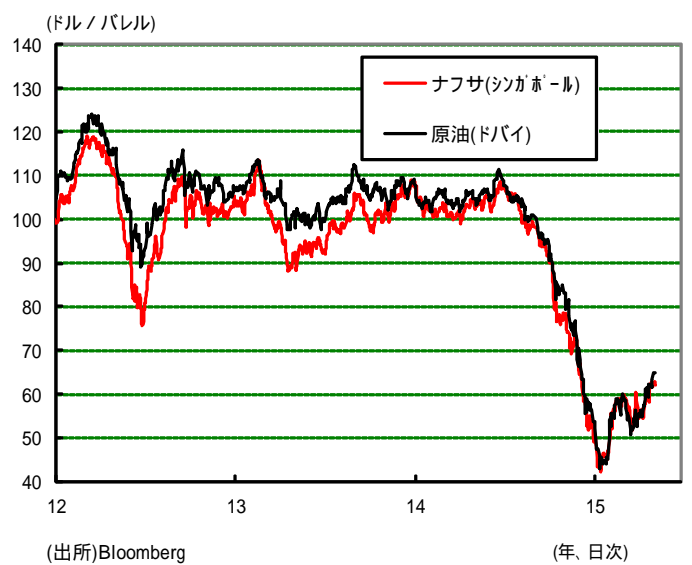
今年は、米欧では春になっても気温が低く、暖房向け需要からLPGの価格が高止まっていたため、LPGの石化向け需要が低調であったとされるが、夏場にかけて、石化向けに使われるLPGは増加し、ナフサ需給の緩和要因になるとみられる。今後のナフサ市況は、原油市況に連動

して緩やかな上昇にとどまるだろう。

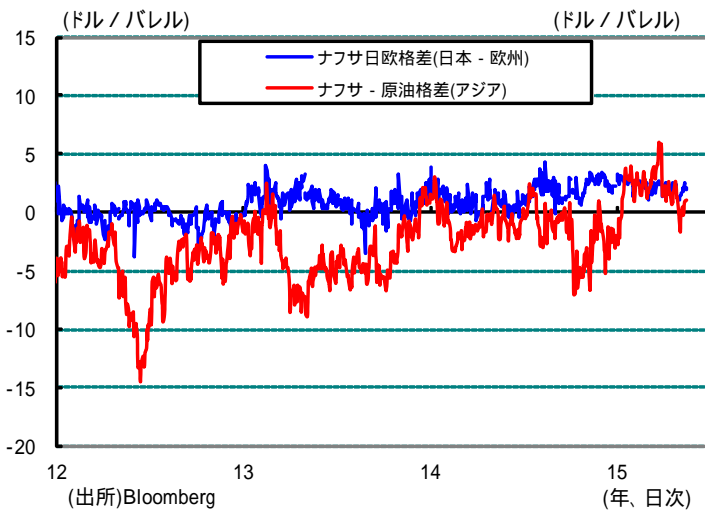
(図表 12) 日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



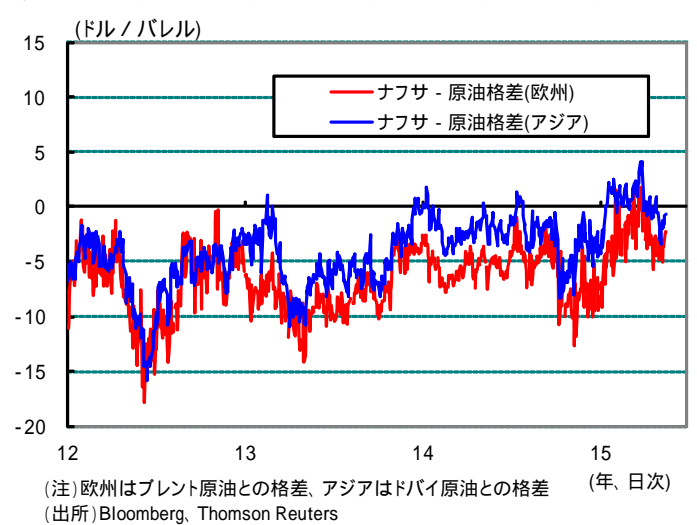
(図表 13) アジアの原油・ナフサの市況



(図表 14) ナフサの日欧格差とナフサ・原油価格差



(図表 15) 日欧でのナフサ・原油の価格差



．ベースメタル

1．銅を中心とした概況：上昇し、6,400ドル台

非鉄ベースメタル市況の中心となる銅市況は、昨年7月上旬に一時1トンあたり7,200ドル台まで上昇した後、下落傾向で推移し、今年1月には一時5,300ドル台と2009年7月以来の安値をつけた。その後、5月に入って6,400ドル台まで持ち直したが、19日には6,200ドル近くまで下落した。

3月は、中旬にかけてやや軟調な推移となった。月初は、2月28日(土曜日)に発表された中国人民銀行による利下げ(例えば、1年物預金基準金利は2.50%、1年物貸出基準金利は5.35%とそれぞれ0.25%ポイント引き下げられた)が中国景気の弱さを示すものと受け止められたことなどから、銅市況は下落した。また、6日には、米国の雇用統計が雇用の堅調さを示したことを受けて利上げ観測が強まり、ドル相場が上昇したことが銅市況の下落要因になった。9日には、銅市況には割安感があるとの見方から買い戻されたものの、10日には中国の生産者物価の下落を受けて製造業部門の活動が低調だとの見方が強まったこと、11日には中国の固定資産投資、小売売上高、鉱工業生産などが市場予想を下回ったことを受けて、銅市況は下落した。12日には、中国の金融機関による人民元建て新規融資額が市場予想を上回ったことを受けて、中国景気の先行き不安が後退し、銅市況は上昇した。しかし、17日にはWTI原油が6年ぶりの安値をつける中で、原油安への懸念が蒸し返されたこと、18日には2月の中国主要70都市の新築住宅価格が下落したことが銅市況の下落要因になった。

しかし、18日の米連邦公開市場委員会(FOMC)の声明やその後の米連邦準備制度理事会(FRB)議長の会見を受けて、FRBが利上げに慎重な姿勢であることが認識され、株式などリスク資産全般が買われる中で、19日の銅市況は上昇した。また、世界2位の銅鉱山であるインドネシアのグラスベルグ鉱山で、16日から労働者が道路を封鎖し、生産が停止していることも銅相場の押し上げ材料になった(21日に収束)。さらに20日には、上海先物取引所の銅在庫が減少したことを受けて、春節休暇後の中国の銅取引が活発化し始めたとの思惑が広がり、銅相場が上昇した。また、チリ北部では24日からの豪雨によって多くの鉱山が操業を停止したことや、サウジアラビアのイエメン空爆によって原油相場が大幅上昇したことも、銅相場の押し上げ要因となり、26日には一時6,300ドル近くまで上昇した。なお、上述のFOMC後には、為替市場でドル安が進み、ドル建ての銅相場の割安感を強めたことも銅市況を押し上げたと思われる。

もっとも、その後は、イエメン空爆による原油供給への懸念が緩和して原油相場が下落したこと(27日)や、ドル高が銅などコモディティ価格の抑制要因となったこと(31日など)からやや下落した。

4月に入ってから6,000ドル前後で一進一退の推移が続いた。中国の1~3月期の実質GDP成長率が減速したものの(15日)、中国政府による景気刺激策への期待感が高まったことから16日には銅市況は大幅高となった。20日には、中国人民銀行が預金準備率の引き下げを発表したことを受けて一時的に上昇したものの、銅の供給が潤沢な中で、最大消費国である中国の需要

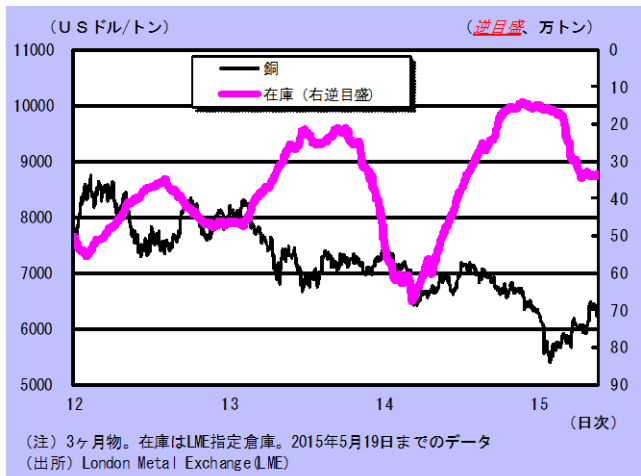
は平年のこの時期に比べて伸び悩んでいるとされ、売られた。また、中国の不動産大手の佳兆業集団がドル建て債券の利払いでデフォルトに陥ったこと（20日）を受けて、改めて中国の不動産部門への懸念が強まり、銅需要の鈍化観測につながった。もっとも、その後の銅相場は、上海先物取引所の銅在庫が減少したこと（24日）などを背景に持ち直し、30日にはドル相場下落や原油価格の上昇を背景にやや大幅な上昇となった。

5月初めは、ドル安を背景にさらに相場は上昇し、その後は、6,400ドル前後でもみ合って推移し、19日には6,200ドル近くまで下落した。

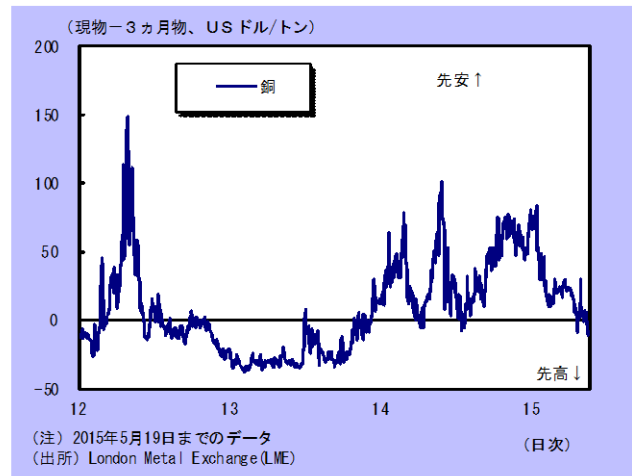
中国の不動産部門の調整圧力を背景として、鉄鋼にみられるような需要の減退が、いずれ銅においても生じるのではないかという懸念があるようだが、4～6月期は季節的な需要の盛り上がりもある中で、銅市況は上昇傾向で推移している。中国では、5月10日に0.25%の追加利下げ（1年物預金基準金利は2.25%、1年物貸出基準金利は5.10%）が行われたものの、景気を浮揚させる力が十分か懐疑的な見方がある状況だ。もっとも、さらなる追加景気刺激策への期待感が銅相場を下支えしている面もある。また、ドル相場が対ユーロを中心に下落傾向で推移していることも、ドル建ての銅市況の押し上げ要因になっている。米国では景気のもたつきを示す経済指標が増えており、ギリシャ問題など不透明要因もあるものの、銅需給に大きな変動はなく、今後の銅相場は、世界景気の持ち直しに合わせて緩やかな上昇傾向を辿るものと思われる。

（図表 16）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



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1,900ドル台を回復後、下落

アルミニウムは、昨年8月下旬には一時1トンあたり2,100ドルを上回っていたが、その後は下落傾向で推移し、今年3月中旬には一時1,750ドルを下回った。その後は上昇に転じ、5月上旬には1,900ドル台を回復していたが、中旬には1,800ドル前後に下げて推移している。

3月上旬は、各金融機関などによるアルミニウムの市況や需要を下方修正する動きが続き、ア

ルミ市況は軟調に推移した。そうした中で、米大手アルミニウム企業のアルコアは、3月6日に、今後実施する業務の見直しにより、同社の世界におけるアルミニウム精錬能力の14%（50万トン）、アルミナ精製能力の16%（280万トン）を削減する方向で検討することを明らかにした。

3月半ば以降は、米利上げ観測の後退などに伴って為替市場でドル安が進んだことが、アルミニウム相場の押し上げ材料になったとみられる。もっとも、中国のアルミニウム輸出の増加などに伴う需給緩和観測は根強く、上値は限定的であり、1,750～1,800ドル程度を中心とした狭いレンジで推移した。4月10日に発表されたアルコアの決算では、1～3月期の出荷量は前年比5.6%減となるなど市場の予想を下回る内容となったものの、2015年の世界のアルミニウム需要の見通しは6.5%増と予想し、同社会長によると、事業は好調に推移しているとされた。

4月15日には、中国のGDP統計が発表され、中国景気の減速に対する懸念と、中国政府による景気刺激策への期待が交錯する中で、各金属の市況はまちまちの動きとなった。アルミニウムについては、ファンドによる買いがあったとの噂もあり、他の金属に比べてやや大幅な上昇となった。

4月下旬以降は、銅など他の金属とともにアルミニウムの市況も上昇した。もっとも、この間、各地域での実物取引の際に、LME市況に上乘せされるプレミアムは低下しており、余剰生産力を抱える中国からのアルミニウム輸出の増加などを背景に需給は必ずしも引き締まっていないとの見方も多い。

自動車向けを中心にアルミニウム需要は増加が見込まれるものの、中国では不動産部門の減速の影響から需要が下振れする一方、供給の増加が続き、世界的な国際需給緩和要因になっている。こうした状態は、当面、変わらず、アルミニウム市況は上値が重い展開が見込まれる。

(2) ニッケル市況：一時14,500ドル超に上昇後、下落

ニッケル市況は、昨年5月中旬に1トンあたり21,625ドルまで上昇した後、下落傾向で推移し、今年4月中旬には12,205ドルと2009年5月以来の安値をつけた。その後は上昇に転じ、5月上旬には一時14,585ドルまで上昇したが、中旬には一時13,000ドルを下回った。

3月上旬～中旬は一進一退で推移した後、LME指定倉庫の在庫が増加を続けていることを受けて、3月下旬には大幅に下落した。ニッケルの主用途であるステンレス鋼の需要が低調なことも、ニッケル市況の下落要因になった。また、中国では、ステンレス鋼の生産においてニッケル地金の代替品となるニッケル銑鉄（NPI）についても、需要不足、採算の悪化、当局による公害対策の厳格化などから需要が弱いとされた。

その後、4月中旬まで、底ばい状態の相場が続いた後、4月下旬以降は、ニッケル相場が上昇に転じた。他の金属の市況が上昇する中で、ニッケルも上昇する流れとなった。なお、4月30日には、英豪系資源大手のBHPビリトンが、コロンビアの鉱山でのストライキ（4月14日～5月1日）を受けて、不可抗力条項（force majeure）の適用を宣言し、供給懸念につながった。

もっとも、その間も、LME指定倉庫の在庫は増加基調を続けており、ニッケル相場の上昇の

持続性には懐疑的な見方も多いようだ。ニッケルは中国以外の地域において生産が増加基調にある一方で、ニッケルの主用途であるステンレス鋼に低調にとどまっている。ステンレス鋼の生産の推移をみると、2014年4~6月期には1,089万トンまで増加したものの、7~9月期は1,017万トン、10~12月期は1,026万トンにとどまり、2015年に入っても低迷しているとみられている。

2014年1月から実施されたインドネシアのニッケル鉱石の禁輸措置の影響から、中国におけるステンレス生産の原料が不足し、ステンレス鋼の原料としてのニッケル地金などの需要につながるの見方が根強い。これまでのところ、フィリピンでの鉱石の増産などにより、ニッケル需給は緩和気味に推移してきたが、今後は、引き締まるとの見方がある。4月22日に発表された国際ニッケル研究会（INSG）の見通しによると、2015年のニッケル供給超過幅は2万トンと2014年の12万トンから大幅に縮小すると見込まれている。

今後のニッケル相場は、銅など他の金属と連動して、緩やかな上昇傾向を辿ると予想される。

(3) 亜鉛市況：一時2,400ドル台に上昇後、やや下落

亜鉛市況は、7月下旬に1トンあたり2,400ドル台と約3年ぶりの高値をつけた後、下落傾向で推移し、3月中旬には一時2,000ドル割れまで下げた。その後、上昇に転じ、5月上旬には2,400ドルを上回ったものの、中旬には2,300ドルを下回った。

亜鉛は、主要鉱山の閉山などによる先行きの需給引き締め観測などを背景に投機的な買いが集まり、2014年半ばにかけて上昇していたが、2014年後半以降は、実際の需給引き締めは遅れていること、ドル高の進行が価格抑制要因として意識されたこと、投機的な買いポジションが売り戻されたこと、などによって下落していた。

しかし、亜鉛のLME指定倉庫の在庫が減少傾向を続ける中で、3月中旬をボトムに相場が持ち直しに転じ、相場の動きに乗り遅れまいとして、再び先行きの需給引き締めを見込んだ投機的な買いが集まっているとみられる。

もっとも、亜鉛需給のファンダメンタルズがさらに引き締まっていくという見方は強まっていない。4月23日に国際鉛・亜鉛研究会（ILZSG）が発表した見通しによると、2015年の亜鉛の消費量は前年比3.7%増の1,414万トン、生産量は5.2%増の1,399万トンとなる。亜鉛の需要超過幅は15.1万トンと、昨年10月時点の見通し（36.6万トンの需要超過）に比べて、半分にとどまるとされた。一部では、2015年は供給超過に終わるとの見方も出ている。

亜鉛は、閉山や生産量の減退が見込まれる鉱山がある一方で、新規に生産を始めたり、能力が拡張される鉱山もあり、供給動向が読みにくい。また、中国に多数ある鉱山から、どの程度の増産が行われ、精錬された地金のどの程度が国際市場に輸出されるのか読めないことも供給の不透明要因となっている。一方、需要面では、中国の不動産部門の動向が不透明要因となっている。また、4月の米国市場での亜鉛の取引は低調であったとされる。

ギリシャ問題への懸念がひとまず和らぎ、中国経済の大幅失速も回避される中、世界景気の先行き懸念は後退し、需給の引き締めりが意識されやすかった亜鉛相場は上昇に転じた。もっとも、

5月初めまでの相場の上昇ペースは速く、目先は、軟調な相場展開が続く可能性がある。

(4) 錫市況：下落後にやや持ち直して、足元は 16,000 ドル前後

電子部品のはんだ付けなどに使われる錫の市況は、昨年 4 月下旬に一時 1 トンあたり 23,800 ドルを上回った後、今年 4 月中旬に 13,600 ドルまで下落した。その後、やや持ち直して、5 月中旬は、16,000 ドル前後で推移した。

3 月 23 日に、インドネシアの錫輸出業者と錫の主産地であるバンカ・プリトゥン州政府が、低迷する錫市況を押し上げる狙いで、4 月から 1 カ月あたりの精錬錫の輸出量を 4,500 トンに制限することで合意したと報道された。もっとも、これまでも錫価格の押し上げを狙った輸出規制などが行われてきたものの、十分な効果をあげられていない。今回の策についても、実効性を疑問視する見方が多く、錫市況の反応は限定的であった。

さらに、相場下落が続く中で、4 月 17 日には、生産削減や販売停止が行われた。インドネシア錫輸出業者協会 (AETI) によると、最大手のティマ社と他の加盟企業は 17,000 ドル以下の錫価格では販売に応じない方針だと報道された。ティマ社は 1 カ月の生産量を 2,000~3,000 トンから 1,500~2,000 トンへと減産したとされる。その後、錫価格は下げ止まったものの、上値は重く、16,000 ドル前後で低迷している。

新たな錫生産国として注目されているミャンマーの増産や、エレクトロニクス製品向けのはんだ需要の伸び悩みから、錫需給の緩和した状態は継続すると見込まれる。世界景気の回復に伴って錫市況は上昇するものの、上昇ペースは緩やかにとどまるだろう。

(5) 鉛市況：一時 2,100 ドル台に上昇後、やや下落

鉛市況は、昨年 7 月下旬につけた 1 トンあたり 2,300 ドルをピークに下落傾向で推移し、今年 3 月中旬には 1,700 ドルを下回った。その後は上昇に転じ、5 月上旬には 2,100 ドルを上回る水準にまで達した後、中旬には 2,000 ドルを下回ってきた。

鉛は、亜鉛と同様に、有力鉱山の閉山によって、需給の引き締めが見込まれるとされながらも、市況は低迷が続いてきた。しかし、3 月半ばをボトムに市況が反発に転じる中で、3 月下旬には出荷待ち数量が大幅に増加して需給引き締め観測が強まり、投機的な買いも集まったものとみられる。その後、LME 指定倉庫の在庫が減少するとともに、価格は上昇傾向を辿った。

もっとも、さらなる鉛相場の上昇を支援するほど、需給のファンダメンタルズは引き締まっていないとの指摘もある。

4 月 23 日に国際鉛・亜鉛研究会 (ILZSG) が発表した見通しによると、鉛の消費量は前年比 1.1% 増の 1,105 万トン、生産量は 1.1% 増の 1,103 万トンとなる。鉛の需要超過幅は 1.7 万トンと、昨年 10 月時点の見通し (2.3 万トンの需要超過) に比べて小幅となり、ほぼ需給が均衡した状態が見通されている。中国の鉛輸入は、2014 年と同程度にとどまるとされた。

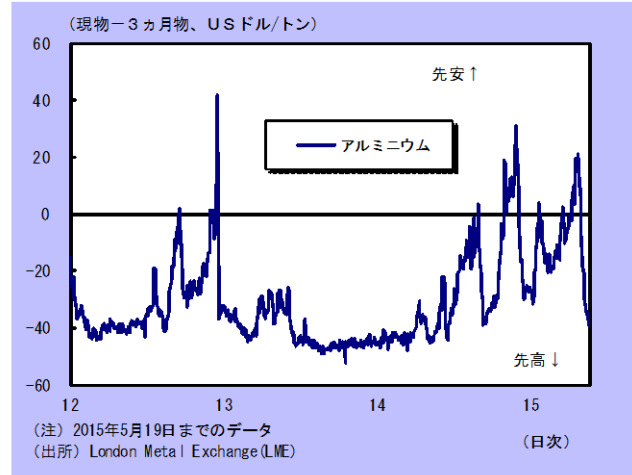
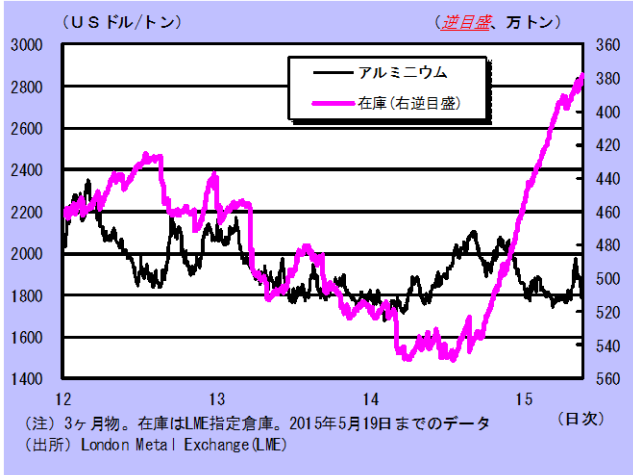
それまで売られ過ぎの感があった鉛市況であるが、3~4 月の急騰によって割安感は後退して

おり、今後は、世界景気の回復に伴って、他の金属と同程度に緩やかに上昇する展開となろう。

(図表 17) 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

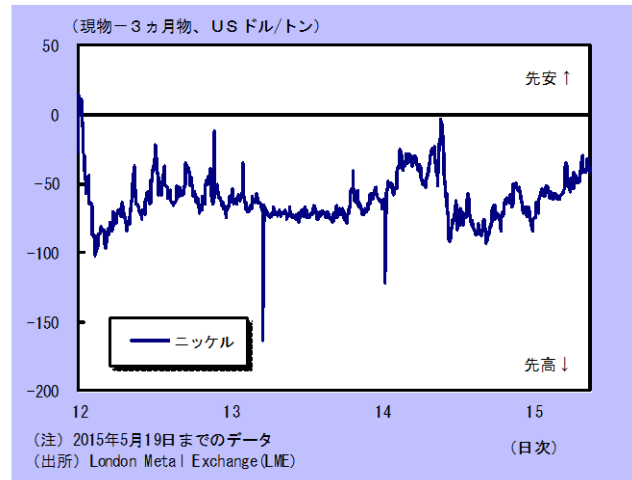
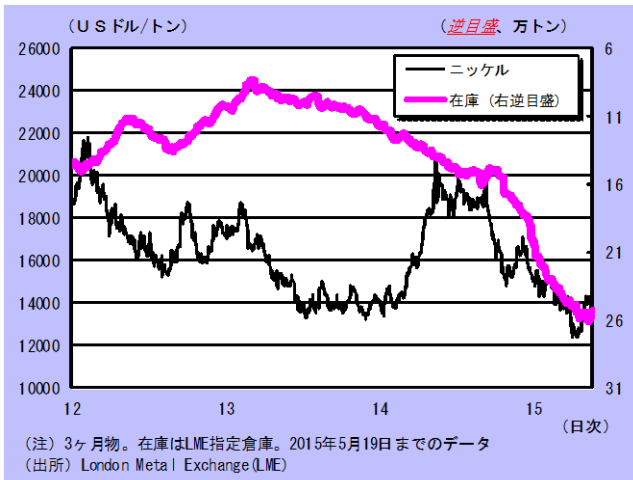
現先スプレッド (現物 - 3 ヶ月物) の推移



(図表 18) ニッケル

ニッケル相場と L M E 指定倉庫在庫の推移

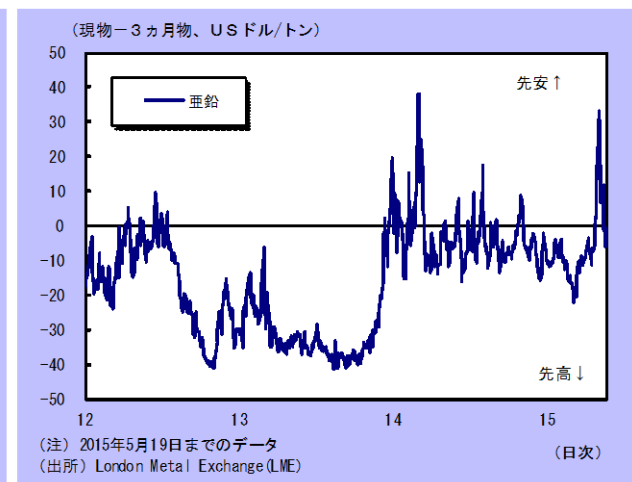
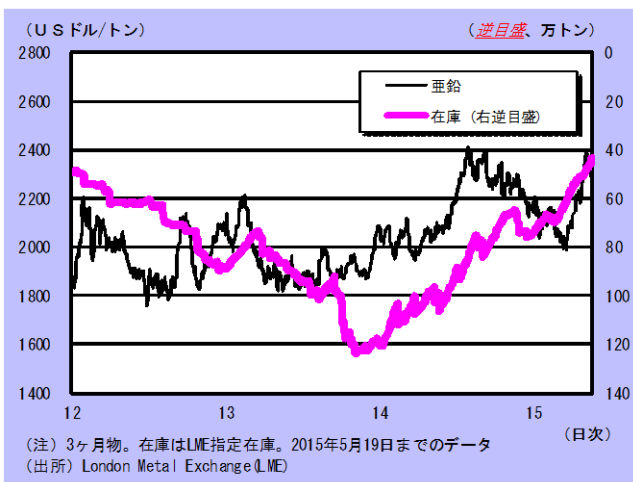
現先スプレッド (現物 - 3 ヶ月物) の推移



(図表 19) 亜鉛

亜鉛相場と L M E 指定倉庫在庫の推移

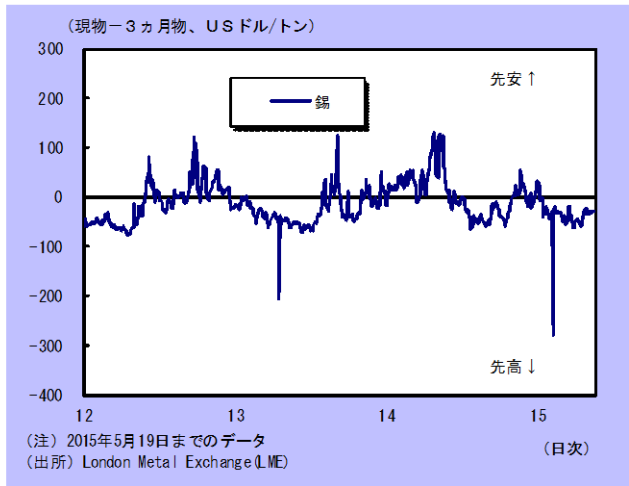
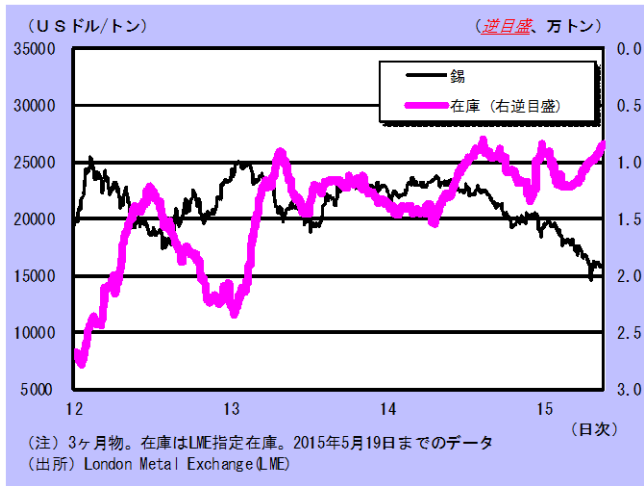
現先スプレッド (現物 - 3 ヶ月物) の推移



(図表 20) 錫

錫相場と L M E 指定倉庫在庫の推移

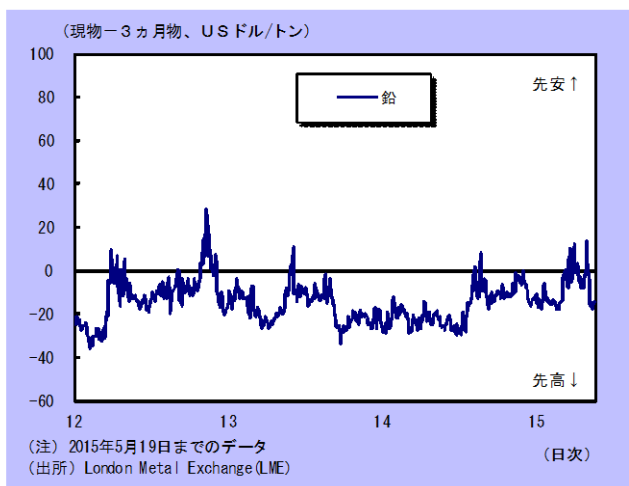
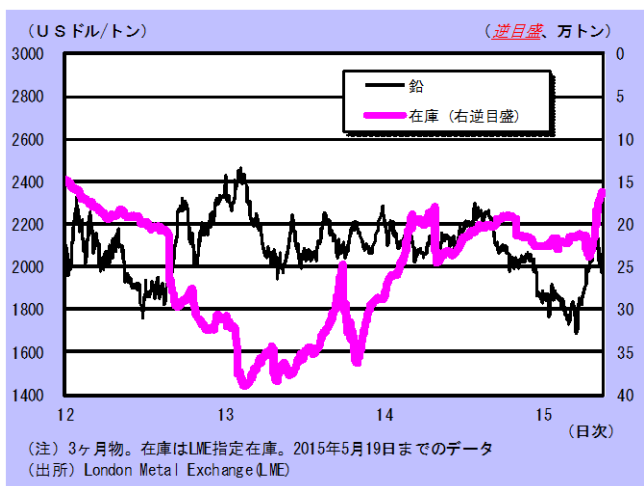
現先スプレッド (現物 - 3 ヶ月物) の推移



(図表 21) 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：金は下落後、上昇に転じて一時 1,230 ドル台

金市況は、1月に入って上昇し、下旬には一時 1 トロイオンスあたり 1,300 ドル台となったものの、それ以後は下落傾向で推移し、3月中旬には 1,150 ドルを下回った。その後は上昇傾向で推移し、5月中旬には一時 1,230 ドル台まで上昇した。

3月は、上旬に米国の雇用統計が雇用者数の大幅増加を示したことを受けて早期利上げ観測が高まり、金相場は下落した。その後も、米利上げ観測を材料に、金相場は下落傾向を続け、3月17日には 4 カ月ぶりの安値となる 1,142.20 ドルまで下落した。

しかし、18日には、米連邦公開市場委員会 (F O M C) の声明文や米連邦準備制度理事会 (F R B) 議長の会見を受けて、 F R B が利上げに慎重であるとの見方が強まり、金は急反発した。

その後も、米利上げ時期が9月以降にずれ込むとの観測や、それに伴うドル安を材料に、金は上昇傾向で推移した。3月26日には、サウジアラビアなどがイエメンのイスラム教シーア派の武装組織「フーシ派」への空爆を開始したことを受けて、投資家のリスク回避姿勢が強まる中、金は買われ、一時1,220ドル近くまで上昇した。もっとも、その後は、年内にFRBによる利上げがあるとの見方は根強く、ドル高が進んだことから、金はやや売り戻された。

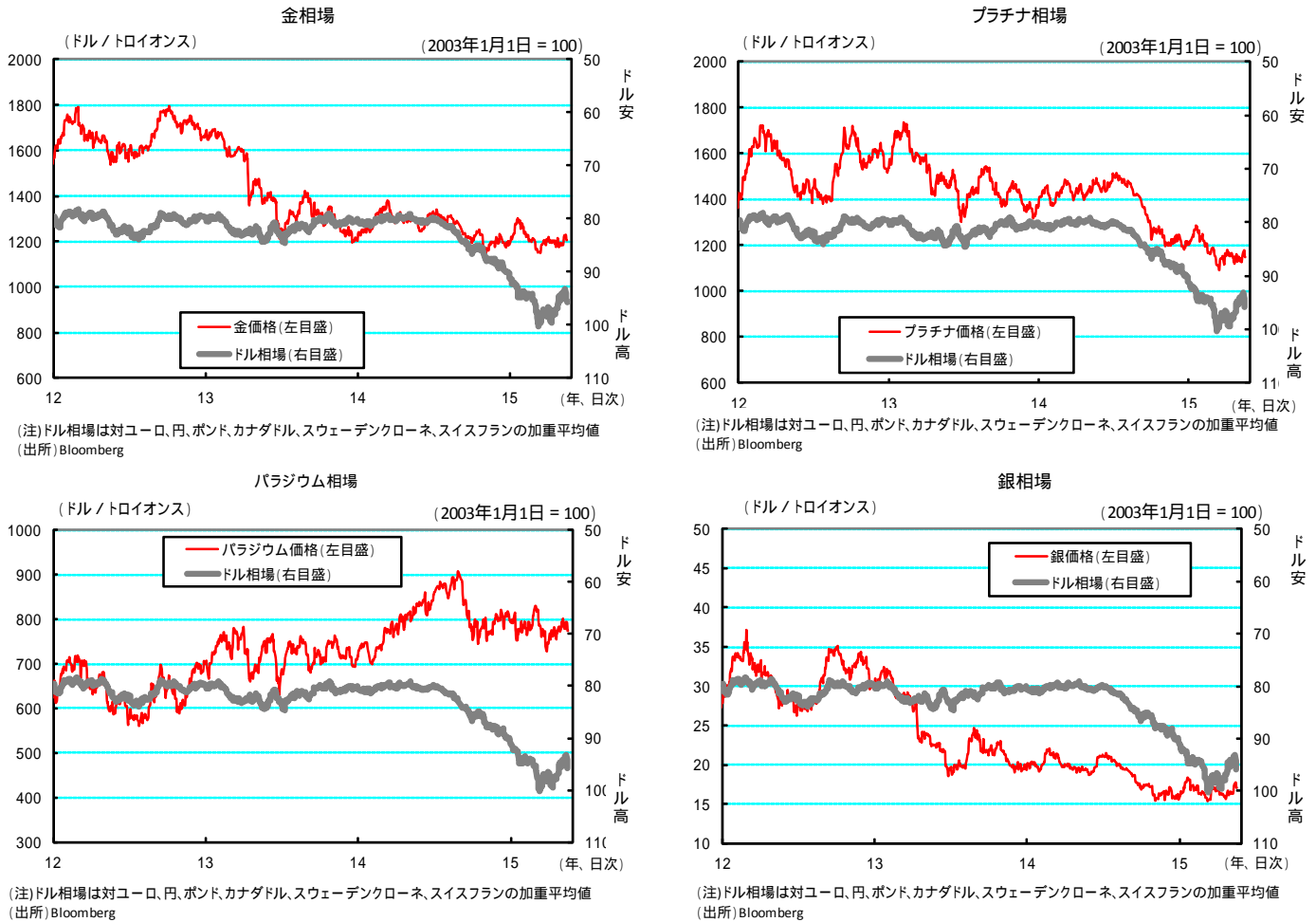
4月は、月初は、1日に米民間雇用サービス会社のADPが発表した民間部門雇用者数や米供給管理協会(ISM)が発表した製造業景況指数が弱めの内容だったことや、3日発表された米雇用統計も予想を下回る雇用増加ペースにとどまったこと、などから、FRBが利上げに一段と慎重になるとの見方が広がり、ドル安が進む中、金は買われた。

その後は、3月の米国の鉱工業生産が前月比0.6%の落ち込みとなったこと(15日)、ショートカバーやオプション絡みの買いが相場を押し上げたこと(27日)、4月の米国の消費者信頼感指数が悪化したこと(28日)などが金買いの材料となった一方で、3月のFOMC議事要旨が早期利上げの可能性を示唆したこと(8日)、米国の中古住宅販売件数が1年半ぶりの高水準となったこと(22日)、世界的な株高が安全資産としての金への需要を減退させたこと(24日)、米失業保険申請件数が2000年4月以来の低水準となり、利上げ観測つながったこと(30日)などが金売り材料となり、一進一退で推移した。

5月に入ると、1,190ドル前後でもみ合いが続いた後、13日には、4月の米国の小売売上高が市場予想を下回ったことを受けて早期利上げ観測が後退し、ドル安が進む中、金は買われた。その後も、低調な景気指標などを材料に、米国の早期利上げ観測が後退する中で、金が買われる流れが続いた。

米国の利上げ観測の強まりを背景とした金相場の下落は、3月中旬までに一服し、その後は、米国の早期利上げ観測の後退を材料として金相場は買い戻されてきた。先行きを考えると、ギリシャ問題では、なお、紆余曲折が予想されることや、中国景気の先行き不透明感が残ることが、金相場の下支え要因になると見込まれるものの、米国の金融政策が利上げに向かう中で、為替市場でドル高観測が強まりやすい状況が続いていることもあって、金市況は上値も限定的であろう。金市況は、ボックス圏での推移が見込まれる。

(図表 22) 貴金属価格の推移



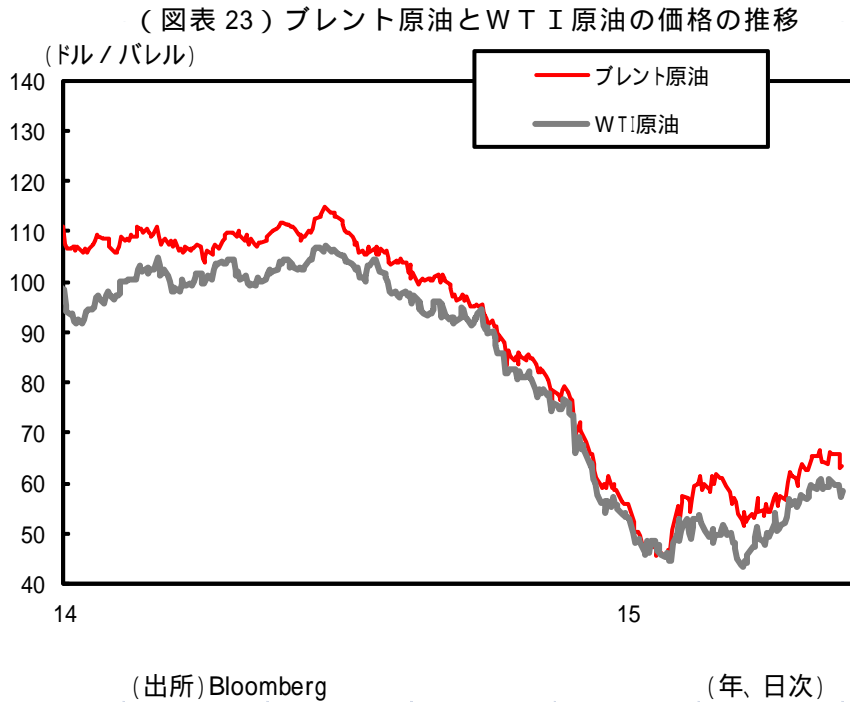
トピック

～原油相場の先行きについて～

速いペースで上昇した原油価格

5月上旬にかけて、原油相場はかなり速いペースで上昇してきた。3月末に比べると、5月6日の終値は、米国産のWTIで28%高、欧州北海産のブレントで23%高となっている(図表23)。昨年夏場の高値に比べると、それでも4割程度安い水準にとどまっているが、相場の持ち直しのペースは速くなっていた。

こうした上昇の背景には、それまで原油需給緩和の主因となっていた米国のシェールオイルの増産に歯止めがかかってくる中で、原油需給の引き締め観測が徐々に強まってきたことがあった。そして、これまで増加を続けてきた原油在庫も、いよいよ減少に転じ、今後、季節的にガソリンを中心とした需要期に向かうこともあって、需給引き締め観測がさらに強まりやすい状況になってきたといえる。



原油供給の潤沢さが意識され、再び上値が重くなる原油価格

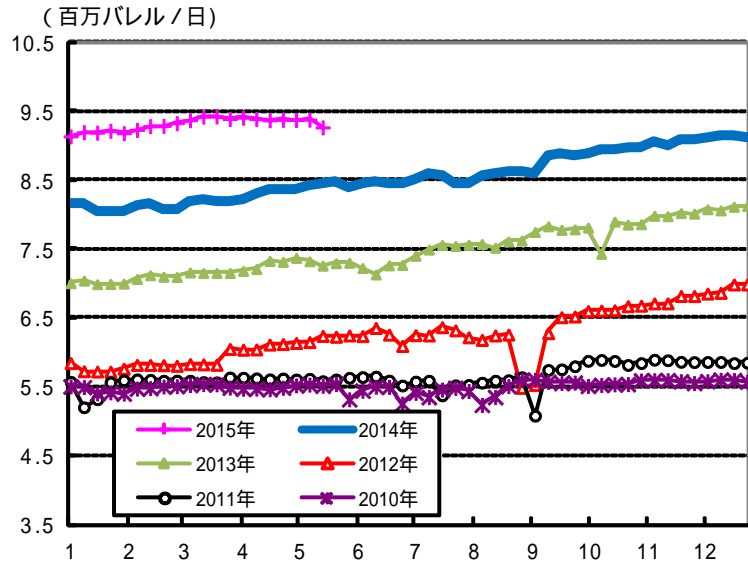
もっとも、原油相場は、こうした状況を先読みしてきた面もあり、その後、上値が重くなっている。改めて、原油供給の潤沢さが意識されている面もある。シェールオイルを中心とした米国の原油生産は、3月20日に終わる週をピークに減少に転じているといっても、その水準はなお高く、5月15日に終わる週は前年同期に比べ日量83万バレルも多い(図表24)。採算割れから減産の動きが見え始めた米国のシェールオイルだが、原油相場が上昇に転じたことを受けて、再び増産に転じるとの見方も出ている。

また、米国の原油在庫についても、減少に転じたといっても、5月15日に終わる週の原油在庫は前年比9,087万バレルも多く(図表25)、原油在庫の過剰感が後退するには、かなりの時間を要すると思われる。

米国外に目を転じて、最大輸出国であるサウジアラビアからの供給が増加傾向で推移している。5月12日にはサウジアラビアの4月の原油生産量が1,030.8万バレルと3月の1,029.0万バレルから増加したと報道され、輸出货量についても3月に790万バレルと2月の735万バレルから増加し、2005年11月以来の高水準になったと発表された。

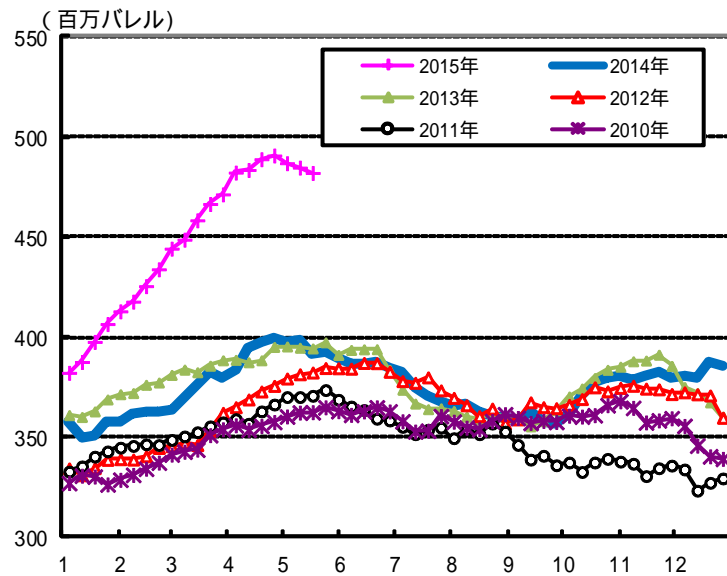
こうした中、原油需給の緩和感が再び強まり、原油価格は再び下値を試すといった見方も出ている。

(図表 24) 米国の原油生産量の推移



(注) 直近値は5月15日 (月、週次)
(出所) 米国エネルギー情報局 (EIA)

(図表 25) 米国の原油在庫の推移



(注) SPR(戦略石油備蓄)を除く原油在庫、直近値は5月15日 (月、週次)
(出所) 米国エネルギー情報局 (EIA)

原油価格に影響を及ぼす諸要因の動向

原油相場の先行きを見通すうえで、原油需要の動向、ドル相場の行方、OPECの動向なども重要である。

原油需要の動向については、欧州景気に改善の動きがみられるなど、世界景気の下振れ懸念は後退し、原油需要の見通しもやや上方修正される動きが出ている。もっとも、中国経済は不動産

部門の停滞が続くなど減速感が残っており、景気が底堅さを保つ米国でも足元の経済指標はやや弱めのものがみられる。当面、世界景気の拡大テンポや世界の原油需要の増加ペースは、緩やかにとどまると考えられる。

ドル相場については、米連邦準備制度理事会（F R B）による利上げが後ずれするとの観測やユーロ圏経済の持ち直し観測を背景に、4月半ば以降は、ドル安・ユーロ高が進んでおり、原油相場を押し上げる材料になったと思われる。もっとも、欧州中央銀行（E C B）が量的緩和を導入したのをはじめ、F R B以外の中央銀行は金融緩和に向かう傾向がある一方で、F R Bは利上げを志向している。金融政策の方向感の違いからドル高が進みやすい環境は続いており、原油相場の抑制要因になるとと思われる。

O P E Cについては、原油相場が変動しても、原油生産量を維持する姿勢は変わらないとみられる。非O P E Cとの協調減産を模索する動きがあるが、容易には進まないだろう。なお、イラン核開発協議で最終合意が成立し、イラン産原油の輸出が増加する見通しとなった場合は、サウジアラビアなどが需給の調整を行うことになるとみられる。

こうした中、現時点での原油相場の見通しは、以下のようなものである。米国の原油需給の緩和状態は緩やかに引き締めりに向かい、原油相場は上昇すると予想される。しかし、為替市場ではドル高圧力が続き、O P E Cは減産に慎重な姿勢をとり、世界景気の拡大テンポは緩やかにとどまることなどが原油価格を抑制し、上昇ペースは緩やかになると予測される。

- 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。