

調査レポート

コモディティ・レポート <2015年7・8月>

・コモディティ市況全般：7～8月は下落傾向

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、5月上旬をピークに頭打ちとなり、7月は下落幅が拡大し、8月に入ってリーマン・ショック後の安値を下回った。コモディティ市況は、当面、世界景気の不透明感を背景に、低調な推移が見込まれるが、その後は、世界景気の回復に合わせて、緩やかに上昇するだろう。

・エネルギー市況：供給過剰や中国経済に対する懸念から下落

国際指標とされるブレント原油は5月上旬をピークに下落傾向で推移し、8月24日には42.23ドルと2009年3月以来の安値となった。原油市場における供給過剰の状態は変わらないとする見方が続き、当面、原油相場は低迷が続くと思われる。

・ベースメタル市況：銅は下落して一時4,900ドル割れ

銅市況は、5月には6,400ドル台まで持ち直したが、その後は下落傾向で推移し、8月下旬には一時4,855ドルと2009年7月以来の安値となった。供給削減の動きが出てきたことや米国経済が底堅いことから、銅市況は緩やかな持ち直し傾向で推移するとみられる。

・貴金属市況：金は一進一退の推移

金市況は、7月に大幅下落を記録し、1,080ドルを下回った。8月に1,170ドル近くまで上昇したものの、上値は重くなり、その後一進一退で推移している。引き続き、中国景気の不透明感が相場を支えるものの、米国の利上げ観測がくすぶる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

最近の国際商品市況の下落について…国際商品市況は「スーパーサイクル」と呼ばれた上昇期を終えて、下落相場が続いている。商品市況が90年代のような低水準に戻ってしまう可能性は低いが、再びスーパーサイクル期のように市況が上昇する可能性も小さいとみられる。商品市況の下落は、資源輸出に依存する新興国経済にとっては、中国向けの輸出数量が伸び悩んでいるところに市況も下落すると、ダブルパンチになるという懸念がある。そうした中、為替市場では、新興国通貨への売り圧力が強まっている。

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 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

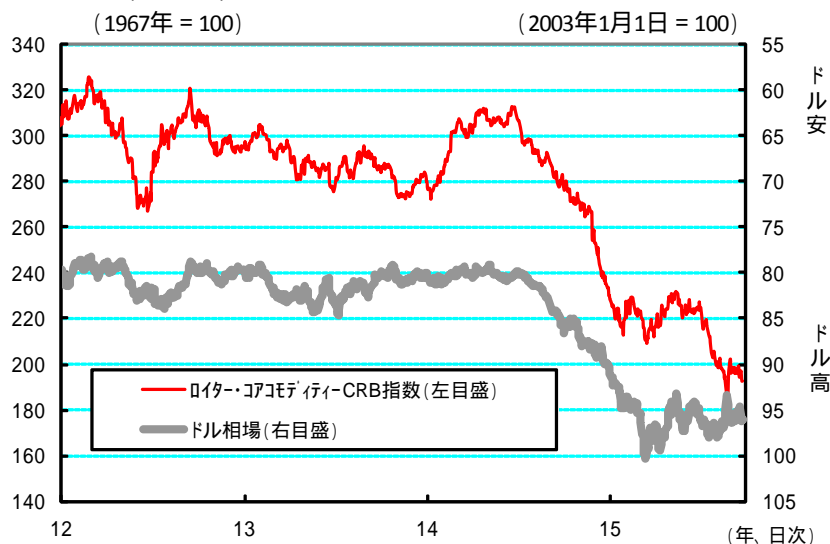
・コモディティ市況全般の概況：7～8月は下落傾向

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、3月中旬をボトムに反発していたが、5月上旬をピークに頭打ちとなり、7月は下落幅が拡大し、8月に入ってリーマン・ショック後の安値（2009年2月）を下回った（図表1）。

7月は、金・銅・原油・穀物ともに下落した。月半ばにはいったん下落に歯止めがかかる動きとなったが、後半には再び下落した。8月は、金が持ち直した一方で、銅や穀物や原油は軟調に推移し、下旬にかけて下げが加速した。もっとも、月末頃に原油が急反発すると、銅なども連動して値を戻した（図表2）。

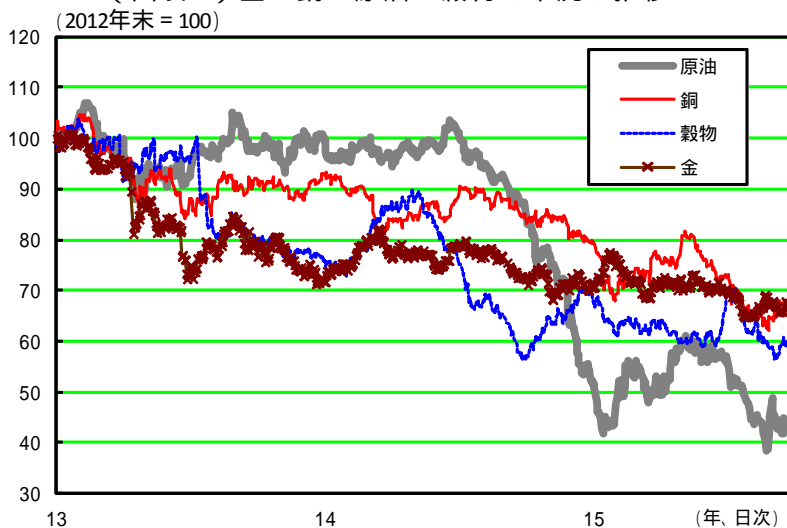
マクロ経済環境をみると、8月下旬にかけて中国経済の先行きに対する不安心理が強まり、株価の下落が進んだ。その後、中国の株価は下げ止まっているものの、反発力は弱く、中国経済に対する懸念も根強く残っている。当面、世界景気の不透明感を背景に、コモディティ市況は低調な推移が見込まれるが、その後は、世界景気の回復に合わせて、緩やかに上昇するだろう。

（図表1）ロイター・コアコモディティ・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、穀物は大豆・小麦・トウモロコシの幾何平均
(出所) Bloomberg

．エネルギー

1．原油市況：供給過剰や中国経済に対する懸念から下落

原油相場は5月上旬をピークに下落傾向で推移し、8月24日には、国際指標とされるブレント原油は1バレルあたり42.23ドルと2009年3月以来の安値となった（同日の米国産のWTI原油は37.75ドルと2009年2月以来の安値）。

原油相場は7月上旬に大幅に下落した。1日には、米エネルギー情報局（EIA）が発表した週次石油統計において市場予想に反して原油在庫が増加したことに加えて、ギリシャのデフォルト懸念を受けてドル高が進み、ドル建てのコモディティ相場の割高感につながったことや、イラン核開発協議が合意に向けて動き出したことなどをを受けて原油相場が下落した。その後、5日に行われたギリシャの国民投票でEU（欧州連合）が求める財政緊縮策の受け入れが否決されたことや、中国の株価が下落傾向を続けていることをを受けて、投資家のリスク回避志向が強まる中で、リスク資産の一角である原油は売られ、6日にはブレント原油が6.3%、WTI原油が7.7%の大幅下落を記録した。米国の原油生産の先行きをみるうえで注目される石油掘削設備（リグ）の稼働数が増加を記録したことも、原油価格の押し下げ要因になった。

もっとも、この急速な原油相場の下落には歯止めがかかった。13日にはギリシャと欧州連合（EU）が第3次支援協議の開始で原則合意したことでギリシャ問題への当面の懸念は後退し、また、中国の株価下落についても、当局による各種対策もあって下落に歯止めがかかったためだ。

しかし、原油相場の反発の動きは限定的だった。この理由としては、イラン核開発を巡る同国と6カ国（米英仏中露独）との協議が進展し、14日には合意に達したことがあった。同日の原油市場では、イラン産原油の輸出再開には時間がかかるとの見方から原油相場が一時的に上昇する動きがあったものの、対イラン制裁の解除に伴ってイラン産原油が国際市場に供給されるとの見方は根強く、15日に下落幅が大きくなったのをはじめ、原油相場の抑制要因として意識される状態が続いた。

7月下旬になると、EIAが発表した米国の原油在庫が増加したこと（22日）、米国の失業保険申請件数が1973年以来の低水準となりドル相場を押し上げたこと（23日）、米石油サービス会社ベーカー・ヒューズが発表した原油掘削設備（リグ）の稼働数が増加したこと（24日、31日）、財新・マークイットによる中国の製造業購買担当者景況指数が低下したこと（24日）、中国の株価が急落したこと（27日）、などを材料に、原油相場の下落が続いた。

8月に入ると、3日は、中国国家统计局が発表した7月の中国製造業購買担当者景況指数（PMI）が市場予想を下回ったことや、米国でも製造業景況感を表すISM指数が予想を下回ったことなどをを受けて、原油相場は下落した。各機関が集計した7月のOPECの原油生産量が高水準となる中、2日にはイランのザンガネ石油相が米欧による対イラン制裁が解除された場合、1日以内に50万バレル、数カ月以内に100万バレル増産するとの見通しを明らかにし、原油の供給過剰懸念を強めたことも相場下落に寄与した。その後も、EIAの週次統計においてガソリン在庫が増加したこと（6日）、ベーカー・ヒューズ社が発表した原油掘削設備（リグ）の稼働数

が増加したこと（7日）などが原油相場の下落要因になった。

10日には、米インディアナ州ホワイティングにあるBPの製油所のトラブルを受けて、ガソリンなど石油製品の需給ひっ迫観測につながり、局所的には原油需給を引き締める可能性もあることから、原油はつれ高となった。しかし、11日には、BPの製油所の操業停止が少なくとも1カ月と長期に及ぶ可能性がある中、原油需要の減少につながるの見方が優勢になったことや、中国人民銀行による人民元の対ドルレートの基準値の引き下げを受けて中国の購買力が低下し、原油需要が抑制されるとの見方が強まったことから、原油相場は下落に転じた。

その後、一進一退で推移し、18日には、中国の株価が6%急落したものの、7月の米国住宅着工件数が約8年ぶりの高水準を記録したことなどから、原油相場は底堅く推移した。しかし、その後は、中国株価の大幅下落によって世界経済の先行き不安が強まる中で、EIA（米エネルギー情報局）が発表した米国の原油在庫が市場予想に反して増加したこと（19日）や、財新・マークイットによる8月の中国製造業PMIが6年半ぶりの低水準になったこと（21日）もあって、原油安が進んだ。24日には、中国を中心に世界的に株価が急落する中で、投資家のリスク回避姿勢が強まり、WTIが2.21ドル安（5.5%安）、ブレントが2.77ドル安（6.1%安）の大幅安を記録した。

しかし、25日には、それまでの価格下落を受けて、売られ過ぎとみた買いが入り、原油相場は反発した。26日は、EIAの週次石油統計でガソリン在庫が増加したことから反発したものの、27日には中国の景気対策への期待感などから株価が反発に転じる中で、原油は、売り建て玉の買い戻しが膨らみ、大幅に反発した。英蘭系石油大手のロイヤル・ダッチ・シェルがナイジェリア産原油の輸出に関して不可抗力条項（force majeure）を発動したことや、米オクラホマ州クッシングの原油在庫が減少したとする民間統計も原油相場の押し上げ材料になった。28日には、米ニュージャージー州にある製油所が油漏れ事故から製油所を停止させ、ガソリン等の値上がりにつながったことや、サウジアラビア主導の連合軍がイエメン空爆を行ったことなどを背景に原油相場は大幅続伸した。また、31日には、石油輸出国機構（OPEC）が他の産油国との対話の用意があるとレポート（OPEC Bulletin）で明らかにしたことが材料視され、原油相場はさらに大幅続伸した。

もっとも、9月に入ると、原油相場は頭打ちとなった。1日には、8月の中国の製造業PMIや米国の製造業ISM指数が低下したことを受けて、世界景気の減速や原油需要の鈍化への懸念が再び強まったことなどが、原油相場を押し下げた。

2日以降は、株価の動向などに左右されながら、やや下落気味の推移となった。原油相場の押し上げ材料としては、米石油サービス会社のベーカー・ヒューズが発表した石油掘削リグの稼働件数が減少したこと（4日、11日、18日）、EIAの週次石油統計でガソリン需要の堅調さが示されたこと（10日）などがあったが、8月の米国雇用統計が発表された後も米金融政策の先行きに対する不透明感が続く中で株価が下落したこと（4日）、連休明けの中国市場で株価が下落したこと（7日）などが、世界景気の先行き不安を強め、原油相場を押し下げた。16～17日に開催

された米連邦公開市場委員会（FOMC）において利上げが見送られたことを受けて、一時、原油相場は小幅上昇したが、影響は限定的にとどまった。

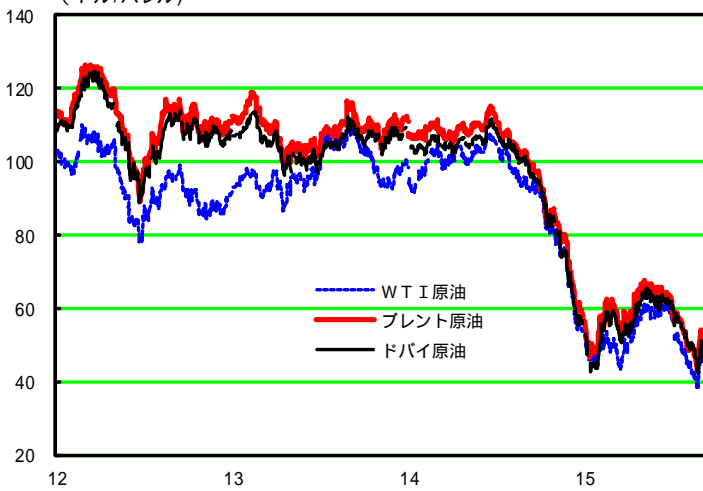
ブレント - WTI のスプレッド（価格差）は、6 月後半は 3～4 ドル程度に縮小した後、7 月下旬や 8 月中旬には 6～7 ドルに拡大していたが、9 月後半には 2～3 ドル程度に縮小している（図表 5）。先物市場（WTI）における投機筋の買い超幅をみると、3 月下旬にボトムをつけた後、拡大していたが、5 月中旬をピークに縮小に転じている（図表 9）。一方、商業筋を含めた先物の全建て玉残高は、5 月下旬をボトムに下げ止まり、6 月以降は一進一退で推移している（図表 10）。

原油相場を変動させる材料は、下落要因だけではなく、上昇要因もあるが、統計発表などをきっかけに上昇した原油相場は、その後、軟調な株価や中国などマクロ経済への懸念などからやや下落気味の推移になることが多いように思われる。

シェールオイルを中心とする米国の原油生産量は頭打ちになっているものの、サウジアラビアやイラクを中心に OPEC の原油生産量は増加しており、今後、対イランの経済制裁が解除されれば、同国からの原油供給の増加も見込まれる。一方で、中国や他の新興国など世界の景気は力強さを欠いており、原油需要の下振れへの懸念が残る状況が続くだろう。こうした中、原油市場における供給過剰の状態は変わらないとする見方が続くと思われ、当面、原油相場は低迷が続くと思われる。

（図表 3）原油市況の推移

（ドル/バレル）



（注）直近は9月23日
（出所）Bloomberg、日本経済新聞

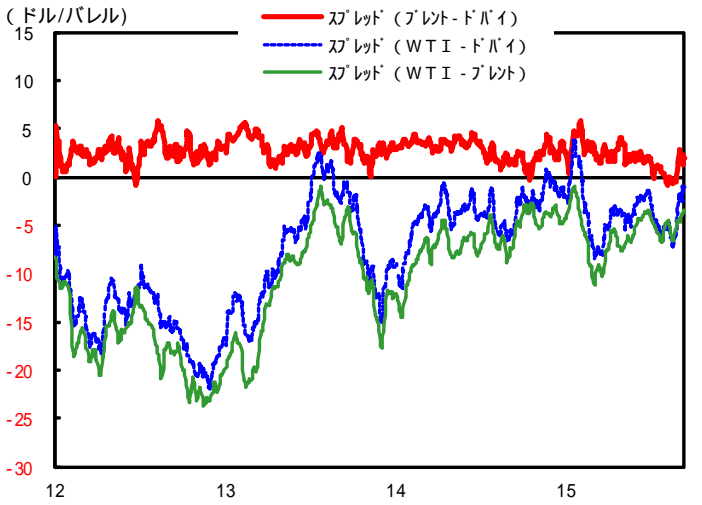
（図表 4）石油製品市況の推移

（ドル/バレル）



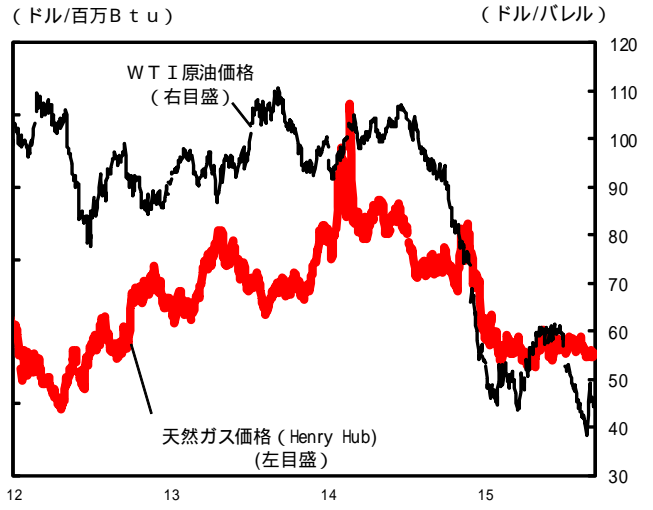
（注）直近は9月23日。すべてNYMEXの期近物
（出所）Bloomberg

(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9月23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



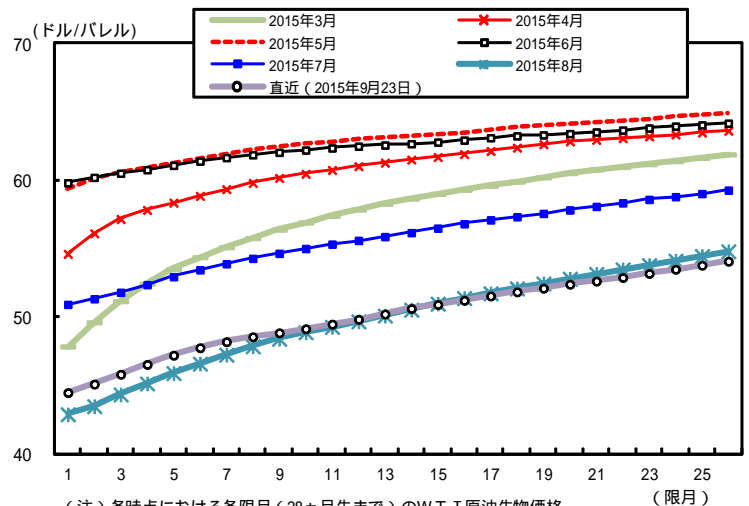
(注1) 天然ガスの単位BtulはBritish thermal unitsの略 (年、日次)
(注2) 直近は9月23日

(図表7) 原油先物価格と先物カーブ



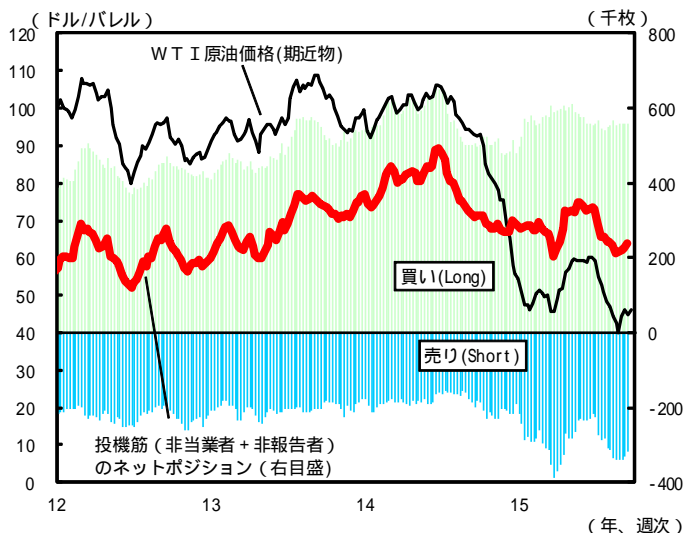
(注) 限月は28ヵ月先まで、2015年9月23日時点 (年、月次)
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(図表8) W T I 原油の先物カーブの変化



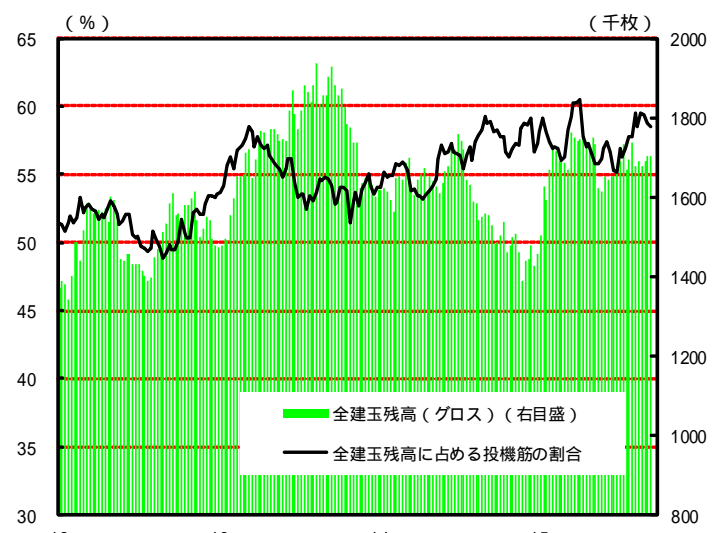
(注) 各時点における各限月(28ヵ月先まで)のWTI原油先物価格 (限月)
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(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9月15日時点、WTI原油は9月16~22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) C F T C

(図表10) 原油先物の建て玉(NYMEX)



(注1) 1枚は1000バレル。直近は9月15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)

(万バレル/日)

国名	生産量 <8月>	(前月差)	生産量 <7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 <8月>
アルジェリア	110.5	(0.5)	110.0	(0.0)		120.2	115.0	96.1%	4.5
アンゴラ	175.0	(-6.0)	181.0	(-6.0)		151.7	187.0	93.6%	12.0
エクアドル	53.6	(-0.2)	53.8	(-0.2)		43.4	54.1	99.1%	0.5
イラン	290.0	(5.0)	285.0	(0.0)		333.6	290.0	100.0%	0.0
イラク	430.0	(0.5)	429.5	(-9.3)		-	440.0	97.7%	10.0
クウェート	285.0	(2.5)	282.5	(-1.0)		222.2	290.0	98.3%	5.0
リビア	35.5	(-2.5)	38.0	(-2.0)		146.9	155.0	22.9%	119.5
ナイジェリア	194.0	(6.0)	188.0	(-7.0)		167.3	220.0	88.2%	26.0
カタール	64.0	(-3.0)	67.0	(2.0)		73.1	70.0	91.4%	6.0
サウジアラビア	1,050.0	(-7.0)	1,057.0	(7.0)		805.1	1,250.0	84.0%	200.0
U A E	295.0	(15.0)	280.0	(-10.0)		222.3	315.0	93.7%	20.0
ベネズエラ	249.0	(0.0)	249.0	(0.4)		198.6	250.0	99.6%	1.0
O P E C 12カ国	3,231.6	(10.8)	3,220.8	(-26.1)	3,000.0	-	3,636.1	88.9%	404.5
O P E C 11カ国	2,801.6	(10.3)	2,791.3	(-16.8)		2,484.5	3,196.1	87.7%	394.5

(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) O P E C 11カ国はイラクを除く

(出所) Bloomberg

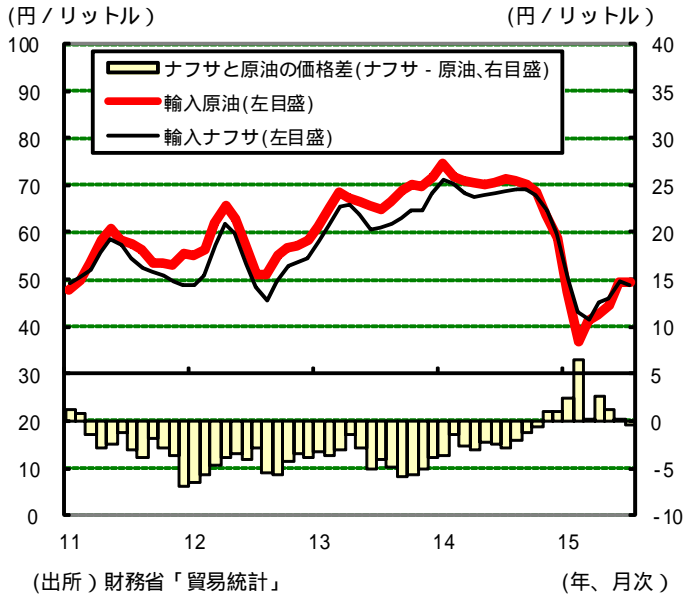
2. ナフサ市況：7～8月は下落傾向

日本の輸入ナフサ価格(通関)は、昨年後半以降に下落し、今年3月には1リットルあたり41.4円にまで下落していたが、6月は49.8円と持ち直した(7月は49.0円)。一方、輸入原油価格は、今年2月に36.8円まで下落した後、6月は49.6円に持ち直した(7月は49.4円、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後、3月以降は小幅になり、7月はナフサ価格が原油価格を下回った。

アジアのナフサ市況の推移をみると、原油に連動して、1月後半からは反発に転じ、5月上旬に高値をつけたが、その後は下落傾向となり、8月下旬には1月につけた安値を下回った(図表13)。原油との相対価格をみると、7月中旬にかけてナフサ安が進んだ後、8月上旬にかけてナフサ高に転じていた。しかし、8月下旬にかけては、中国景気の不透明感が強まる中で化学メーカーからのナフサのスポット購入が減り、再びナフサ安が進んだ。もっとも、8月末頃には、原油が急反発する中で、ナフサも急反発し、ナフサの対原油の相対価格も持ち直した。

8月末頃のナフサや原油の市況の乱高下により、ナフサ需要は抑制されたが、9月に入り、ナフサ需要は持ち直しているようだ。もっとも、中国景気の先行き不透明感は根強く、ナフサ市況を抑制する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一進一退となろう。

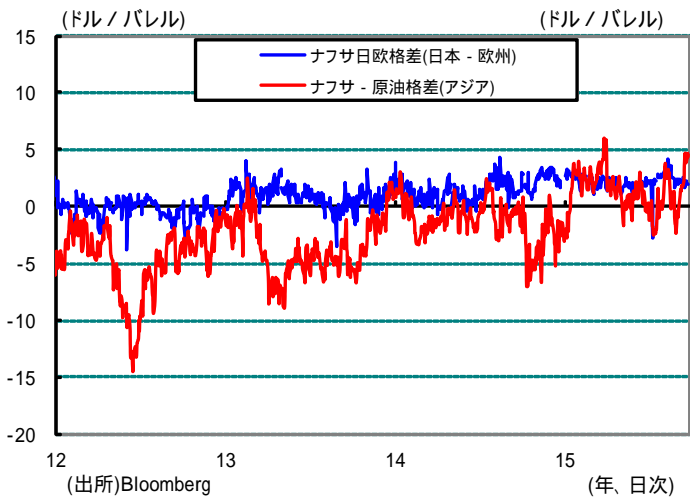
(図表 12) 日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



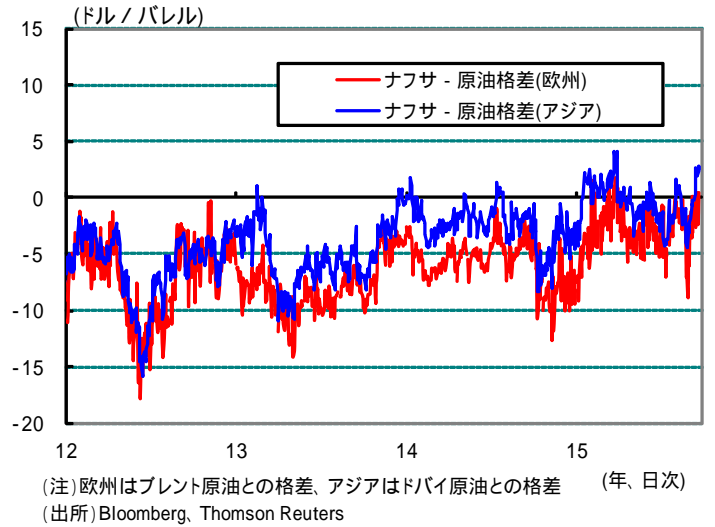
(図表 13) アジアの原油・ナフサの市況



(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：下落して、一時4,900ドル割れ

非鉄ベースメタル市況の中心となる銅市況は、5月には1トンあたり6,400ドル台まで持ち直したが、その後は下落傾向で推移している。8月下旬には、一時4,855ドルと2009年7月以来の安値まで下落した。9月前半は持ち直し傾向で推移していたが、後半には再び下落傾向となり、5,000ドル台で推移している。

7月は、当初、もみ合いが続いたものの、6日には、5日に行われたギリシャの国民投票で債権団が求める財政緊縮策の受け入れが否決されたことや、中国で株安が続いていることを受けて、世界景気や銅需要の先行きへの不安が強まり、銅相場は下落した。7日には、ギリシャ情勢や中国株安への不安が続く中で、為替市場でドル高が進んだこともあって、銅の下落幅は大きくなった。もっとも、8日には、為替市場でいったんユーロが買い戻された(=ドル安が進んだ)ことや、9日には中国株が反発に転じたこと、などから銅は買い戻された。

その後、銅相場は一進一退を続けたが、徐々に中国景気の減速懸念などから値を下げる展開となった。15日に発表された中国の4~6月期のGDPは前年比7.0%増と1~3月期から横ばいを維持したものの、減速懸念は払しょくされなかった。21日にはチリの国営会社コデルコの契約労働者がストライキを開始したが、銅相場にはさほど上昇圧力はかからなかった(ストライキは8月12日に終了。銅生産への影響は約8,000トンであったとされる)。27日には、中国の株価が大幅下落する中で、中国景気の先行き懸念が強まり、銅相場の下落につながった。その後、売り建て玉の買い戻しなどにより、やや値戻しが進んだものの、上値は重かった。

8月に入ると、再びジリ安の展開となった。月初に発表された中国の製造業PMI(中国国家統計局によるもの)は市場予想を下回ったため、中国景気の減速懸念が強める内容となった。一方、8日に発表された7月の中国の貿易統計では、銅輸入が底堅く推移していることが示され、10日の銅相場がやや大幅に反発する材料になった。しかし、11日には、中国人民銀行が人民元の対ドル基準値を切り下げたことを受けて、中国の銅需要の鈍化が懸念され、銅相場はやや大幅に下落した。18日には、中国の株価が大幅に下落したことを受けて、銅相場にも下落圧力が強まり、節目の5,000ドルを一時下回った。その後も、軟調な推移が続き、24日には、中国株価の大幅下落に連動して、銅は一時4,855ドルまで下落した。

しかし、25日には、中国人民銀行が主要政策金利と銀行の預金準備率を引き下げると発表したことが、中国景気の改善期待につながり、銅市況は上昇した。また、26日には、ニューヨーク連銀のダドリー総裁が9月の利上げ開始に関して「数週間前に比べて切実さが減っている」との見方を示したことを受けて、27日には世界的に株価が上昇する中、銅市況も上昇した。

9月前半も、銅相場の上昇傾向は続いた。3日には、欧州中央銀行(ECB)のドラギ総裁が「必要とあらば追加金融緩和を行う」というハト派的な姿勢を打ち出したことを好感して、欧州中心に株価が上昇し、銅市況も上昇した。8日には、8月の中国の銅輸入が底堅さを示したこと、連休明けの米国市場で株価が上昇したこと、前日にスイス系資源大手のグレンコアが銅の大幅減

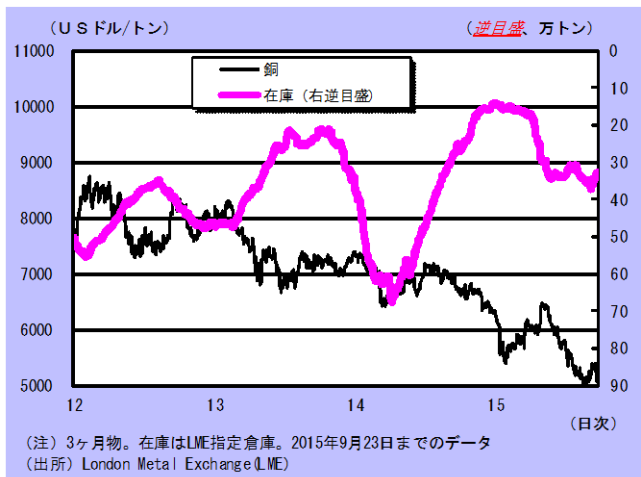
産を発表したこと（後述）などを受けて、銅相場は上昇した。しかし、後半には、中国景気の減速懸念が続いたことや、ドル高が進んだことを背景に、再び銅相場は下落している。

銅は、他金属に比べて生産コストなどに比べた市況の水準が高く、これまで減産の動きなどはあまり出ていなかった。しかし、夏場以降の価格下落を受けて、銅においても減産の動きが現れてきている。8月24日には、中国の銅精錬大手の江西銅業などが追加減産を計画していると報道された（7月の精錬銅の生産は前月比4.5%減であった）。8月28日には、米系のフリーポート・マクモランが広範なリストラ策の一環として、米国アリゾナ州にある銅鉱山を閉鎖し、その他2鉱山の生産量を削減すると発表した。また9月7日には、スイス系資源大手のグレンコアが大幅な債務削減計画の発表と合わせて、コンゴやザンビアの銅鉱山の操業を18カ月に渡って停止し、40万トンの銅地金を減産する計画を発表した。グレンコアの減産幅は、それまでに見込まれていた2016年の銅の供給超過幅などに匹敵する規模であり、銅の需給緩和観測を後退させることにつながったとみられる。

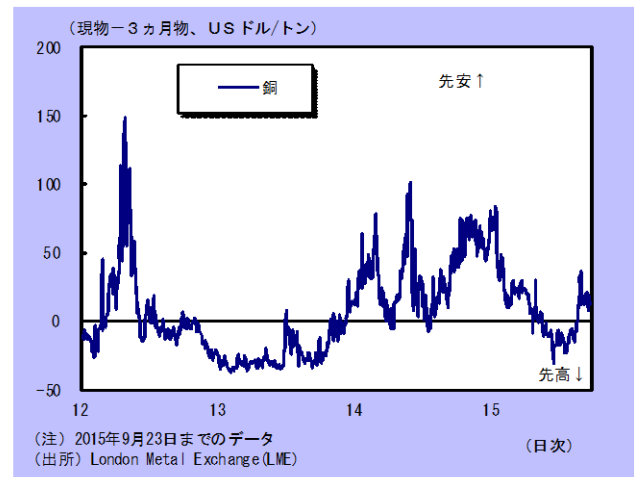
今後も、中国の景気減速への懸念は続くものの、供給削減の動きが出てきたことで、銅相場の下値は支えられやすくなっているとみられる。米国経済が底堅さを保つ中、世界景気の腰折れは回避されるとみられ、銅市況は緩やかな持ち直し傾向で推移するとみられる。

（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：下落後、やや持ち直して1,600ドル前後

アルミニウムは、5月上旬に1トンあたり1,900ドル台を回復していたが、その後は下落傾向で推移し、8月下旬には一時1,506ドルと2009年6月以来の安値をつけた。9月にかけて、持ち直し1,600ドル台を回復している。

7月のアルミニウム相場は、6月に続いて下落した。上旬には、ギリシャでは国民投票で緊縮財政政策の受け入れが否決され、中国では株安が続く中、アルミニウム需要の先行きへの懸念が強

まった。その後も、中国景気の減速懸念などから、市況は下落傾向で推移した。需要が好調な北米においても、中国からのアルミニウム製品の流入によって、アルミニウム価格に下落圧力が加わったとされる。

8月も下落傾向が続いた後、月末にかけて買い戻された。月初は、中国の製造業PMIが弱めであったことから、中国景気の減速懸念が強まり、アルミニウム市況は下落した。その後は、中国以外の地域ではアルミニウム需要は堅調なものの、新規の供給能力が増えていること、中国での過剰生産が続いていること、在庫が過大であることなどが価格下押し要因として改めて意識された。また、中国人民銀行による人民元の切り下げも、中国からのアルミニウム製品の輸出の競争力を高めるとの見方から市況の抑制要因となった。

9月に入ると、中国の株安などへの懸念がやや和らぐ中、アルミニウム相場は幾分、持ち直す動きとなった。

5月上旬頃までは、アルミニウムの需給は引き締められ始めたとの見方が多く、市況も上昇に転じていたが、その後、短期間のうちに、需給緩和感が強まっていった。中国からのアルミニウム製品の輸出が大幅に増加しており、アルミニウムの国際需給の緩和要因として意識されている。中国の供給過剰は変わらず、高コストの精錬所の閉鎖には時間がかかり、中東などにおける新規の精錬能力の増強も見込まれる。アルミニウム相場は、上値の重い展開が予想される。

(2) ニッケル市況：下落傾向で推移し、足元は10,000ドルを下回る

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、足元では10,000ドルを下回っている。

7月上旬は、ギリシャ情勢や中国の株安への懸念が強まり、ニッケル相場は大幅に下落していたが、7月後半にかけては、中国のニッケル需要の持ち直し観測などを背景に値戻しが進んだ。もっとも、その後は、最大消費国である中国景気の減速観測を背景に、ニッケル相場は大幅に下落した。

なお、8月12日には誤発注によるとみられる価格の急落があり、一時9,100ドルまで下落したが、終値は10,600ドルまで戻した。

中国のニッケル地金の輸入は、5月に前年比2.3倍、6月に3.4倍、7月に2.7倍と大幅に増加しているが、LME指定倉庫の在庫は26万トン台の高水準を続けるなど、国際的なニッケル需給には引き締め感は見られない。2014年1月にインドネシアからのニッケル鉱石の輸出が停止されて以降、ニッケル鉱石やニッケル地金の需給が引き締まるとの観測がくすぶっているが依然として、需給は引き締まっていない。

ニッケルは中長期的にみて割安感があるとする見方もあるものの、下落傾向に歯止めがかかっていない。中国景気の先行き不安を背景とした需要鈍化懸念がある中、相場を反転させる材料に欠けており、目先は弱含みの状態が続くとみられる。

(3) 亜鉛市況：下落して 1,600 ドル台

亜鉛市況は、5月上旬には 1 トンあたり 2,400 ドルを上回り、昨年 7 月の高値（2,416 ドル）に近付いたものの、その後は下落傾向で推移し、9月中旬には一時 1,616 ドルと 2010 年 6 月以来の安値をつけた。

7 月半ばには、中国の GDP 成長率が市場予想をやや上回ったこと、国際鉛・亜鉛研究会（ILZSG）が 5 月の亜鉛需給は 3.45 万トンの供給不足と発表したこと、6 月の欧州の自動車販売が好調であったことなどから、亜鉛相場は堅調に推移していた。しかし、その後は、LME 指定倉庫の在庫が増加傾向を続ける中、市況は下落傾向となった。また、8 月下旬には、最大消費国である中国の景気の先行きに対する懸念が強まる中、亜鉛相場は、銅など他金属の相場とともに、大幅に下落した。

亜鉛については、LME 指定倉庫の在庫が高水準であり、同じ鉱山からの生産が多い鉛に比べて亜鉛の相場は軟調な推移となっている。もっとも、主要鉱山の閉山などによって、需給が引き締まりやすくなっているとの見方も根強く、米欧を中心に自動車生産が好調なことが亜鉛メッキ鋼板の需要を押し上げることもあって、亜鉛相場は他金属と同程度の緩やかな上昇となる。

(4) 錫市況：14,000 ドル台～15,000 ドル台で一進一退

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、下落基調となり、今年 7 月上旬に 13,365 ドルまで下落した。7 月末には一時 16,600 ドルまで持ち直したものの、その後は 14,000 ドル台～15,000 ドル台を中心に変動している。

7 月は、他金属の相場が下落傾向で推移する中で、錫相場は上昇傾向で推移した。LME 指定倉庫の錫在庫が減少傾向で推移し、需給引き締まり感が出た。現物と 3 カ月先物との価格差をみても、現物高（＝先安）の度合いが強まっており、現物需給のタイトさが現れている。8～9 月は、他の金属の市況が下落気味に推移する中で、錫市況は一進一退とやや底堅い推移となった。

インドネシア政府は従来の発表通り、8 月 1 日から錫の生産規制を強化した。同国内の全ての錫精錬メーカーは、違法鉱石を使用していない証明書の取得を義務付けられた。これはインドネシアからの鉱石の供給を抑制する要因になるとみられる。しかし一方で、ミャンマーから中国に向けた鉱石の輸出が増加して鉱石の需給を緩和する要因になっているようだ。

インドネシア錫輸出業者協会（AETI）は、2015 年の同国の錫輸出が 6.5 万トン以下になり、2016 年は 5～6 万トンになると予想した。インドネシアの錫輸出に関する規制は、11 月 1 日よりさらに強化され、政府へのロイヤルティーの支払いが完了し、法的不備などのない「クリーン・アンド・クリア」と政府に認定された鉱山からの出荷だと認められる必要がある。

インドネシアが輸出規制を強めているものの、新たなに産錫国として台頭しているミャンマーで鉱石が増産されている。LME 指定倉庫の在庫は減少傾向が続いているものの、国際的な錫需給はそれほど引き締まっていないとみられる。錫市況は、他の金属に比べれば上昇しやすくなっ

ているものの、緩やかな上昇ペースにとどまるだろう。

(5) 鉛市況：下落傾向で推移し、足元は1,700ドル前後

鉛市況は、今年3月中旬に1トンあたり1,700ドルを下回る水準に下落した後、上昇に転じ、5月上旬には2,100ドルを上回った。しかしその後、再び下落に転じ、8月下旬には一時1,618.50ドルとなった。その後は、1,700ドル前後で推移している。

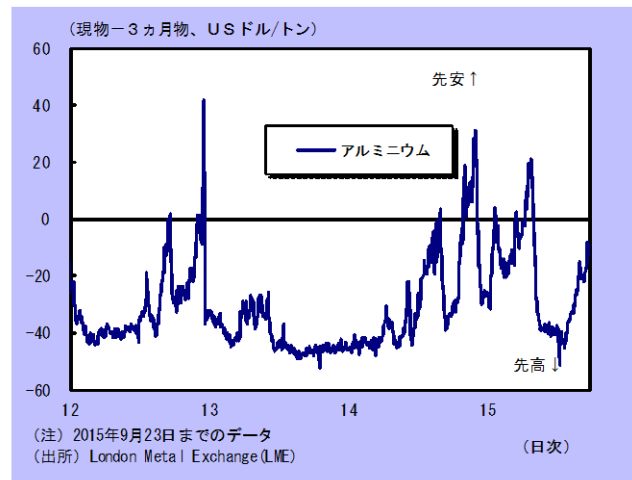
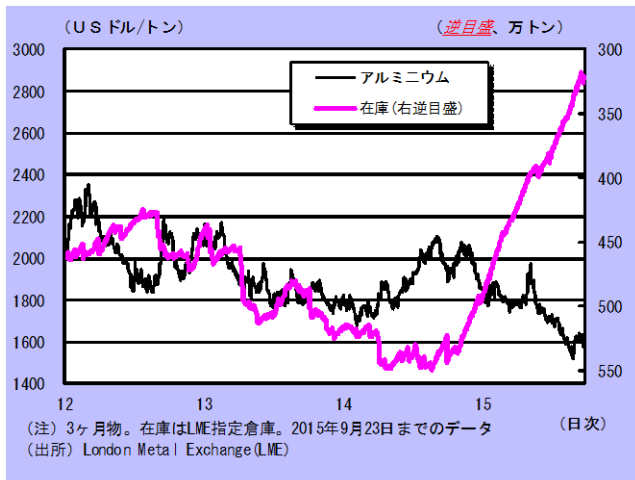
鉛も銅など他金属に連動して、8月下旬にかけて下落する流れとなった。中国景気の減速観測に伴って、電動二輪や自動車のバッテリー向けの鉛需要が鈍化するとの懸念が強まったためだ。もっとも、同じ鉱山から生産されることの多い亜鉛に比べると、鉛の需給バランスは引き締まっているとみられ、値動きも鉛に比べ底堅かった。

今後は、冬場の需要期に向かうものの、中国景気の減速懸念は続くと思われる、鉛市況は他金属と同程度に緩やかに上昇する展開となるだろう。

(図表 17) 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

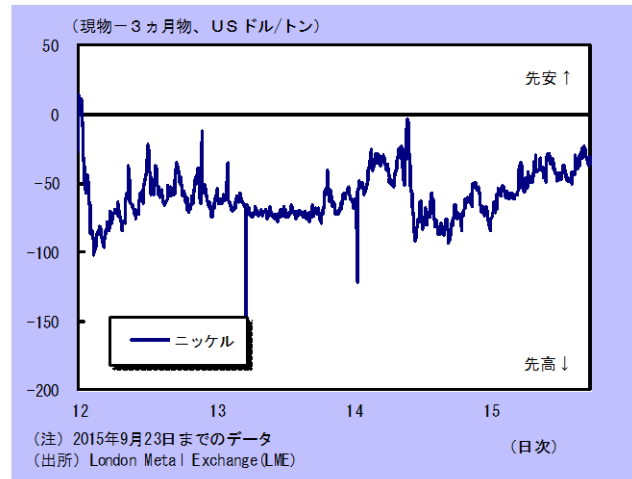
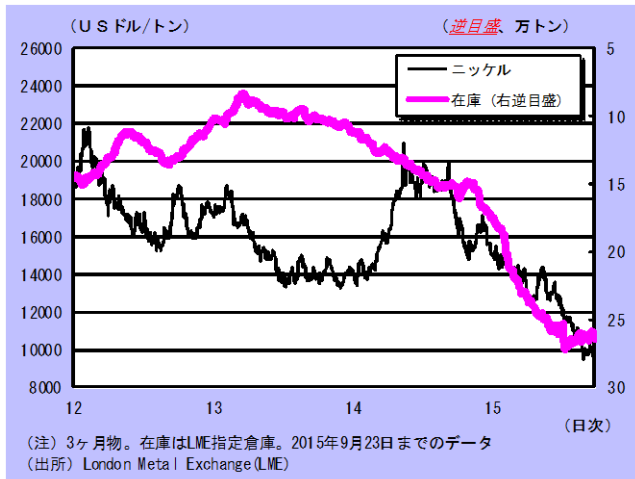
現先スプレッド(現物-3ヵ月物)の推移



(図表 18) ニッケル

ニッケル相場とLME指定倉庫在庫の推移

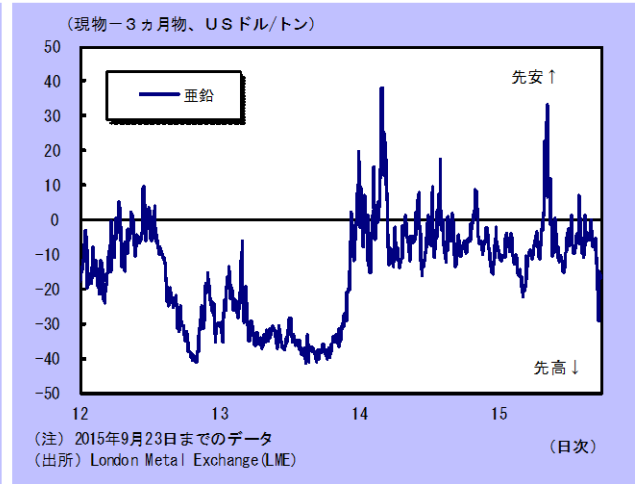
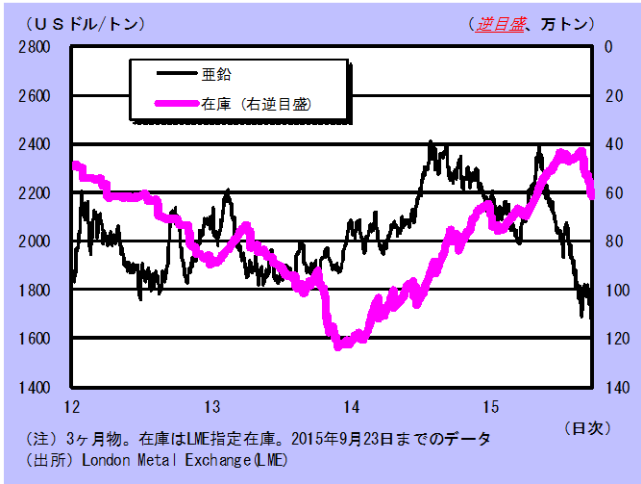
現先スプレッド(現物-3ヵ月物)の推移



(図表 19) 亜鉛

亜鉛相場と L M E 指定倉庫在庫の推移

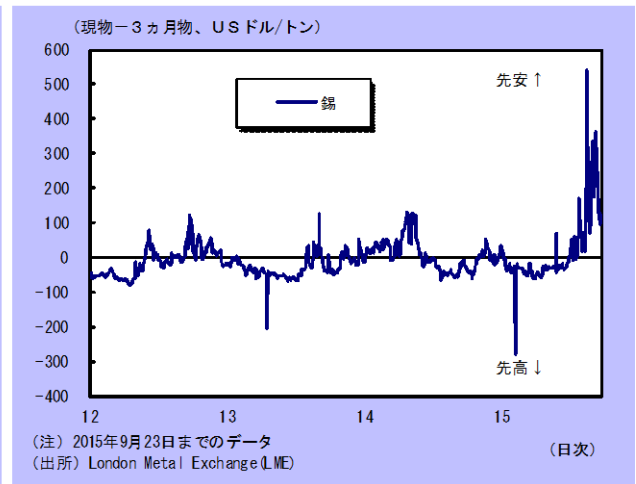
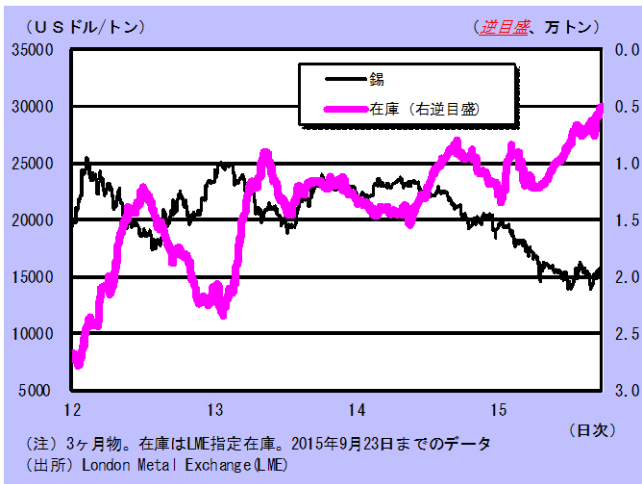
現先スプレッド (現物 - 3 ヶ月物) の推移



(図表 20) 錫

錫相場と L M E 指定倉庫在庫の推移

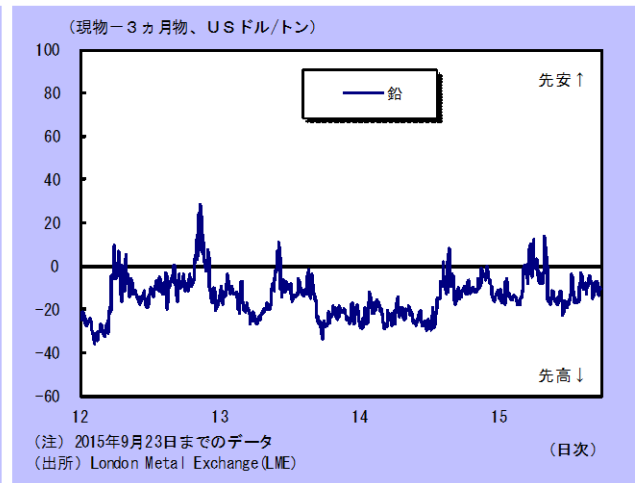
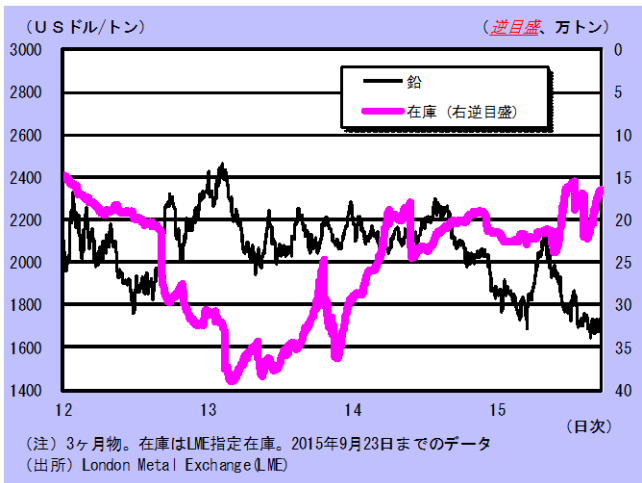
現先スプレッド (現物 - 3 ヶ月物) の推移



(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：金は一進一退の推移

金市況は、4～6月は1トロイオンスあたり1,200ドルを挟んだ推移となっていたが、7月は中旬に大幅下落を記録し、下旬には1,080ドルを下回った。8月に入って反発し、下旬には1,170ドル近くまで上昇したものの、上値は重くなり、その後、一進一退で推移している。

7月は、前半に下落気味に推移した後、後半には急落した。5日に行われたギリシャの国民投票の結果を受けて同国と債権団との交渉が難航するとの思惑が強まったことや、中国の株安が続く中で同国の景気の先行きに対する不安が高まったことが、金買いにつながったものの、為替市場ではギリシャ債務危機を背景としたドル高が進んだこと、6日に大幅な原油安を記録したことを受けてインフレヘッジとしての金需要が後退したことなどから、金相場は売りに押された。また、13日には、ギリシャ金融支援交渉の再開で合意がなされ、リスク警戒感が後退したこと、15日には、FRB議長が議会証言において、年内の利上げ方針を改めて示したこと、などが金相場の押し下げ要因になった。

後半に入ると、下落ペースが加速した。17日には、中国人民銀行が発表した6月末時点の金保有残高が1658トンと、2009年比で57%増加したが、市場の想定を大幅に下回る増加テンポだったため、手じまい売りにつながるとみられる。20日には、売りが加速し、3%超の急落となった。その後は、株価や為替の変動に連動して、金相場は一進一退となった。米連邦公開市場委員会(FOMC)の声明を受けて利上げ時期の不透明感が高まったこと(29日)、米雇用コスト指数が低調で低インフレの継続が示唆されたこと(31日)などが金相場を押し上げたものの、金上場投資信託の金保有量が減少したこと(22日)、米国のGDP統計が景気の堅調さを示したこと(30日)などが金の上値を抑えた。

8月は、下旬にかけて反発した。月初は、雇用統計を控える中、為替市場でドル高が進み、原油など他の商品市況も軟調であり、金相場には下押し圧力がかった。しかし、雇用統計発表日の7日前後から、ショートカバーや安値拾いの買いがみられ、金相場は反発した。その後は、アトランタ連銀のロックハート総裁の発言を受けて利上げ観測がやや後退したこと(10日)、中国当局による人民元切り下げの発表を受けて、先行き不透明感から投資家にリスク回避的な動きが広がったこと(11日)、人民元のさらなる切り下げを受けて安全資産としての金需要につながったこと(12日)などから、金相場は早いペースで上昇した。さらに、8月18日以降は、中国の株価が大幅に下落する中、投資家のリスク回避志向が強まったことが金相場を押し上げた。また、7月のFOMC議事要旨がハト派的で9月の利上げ観測を後退させたこと(19日)や、8月の中国の製造業PMI(財新・マークイットによる)が6年半ぶりの低水準となったこと(21日)も金相場の押し上げ要因となった。

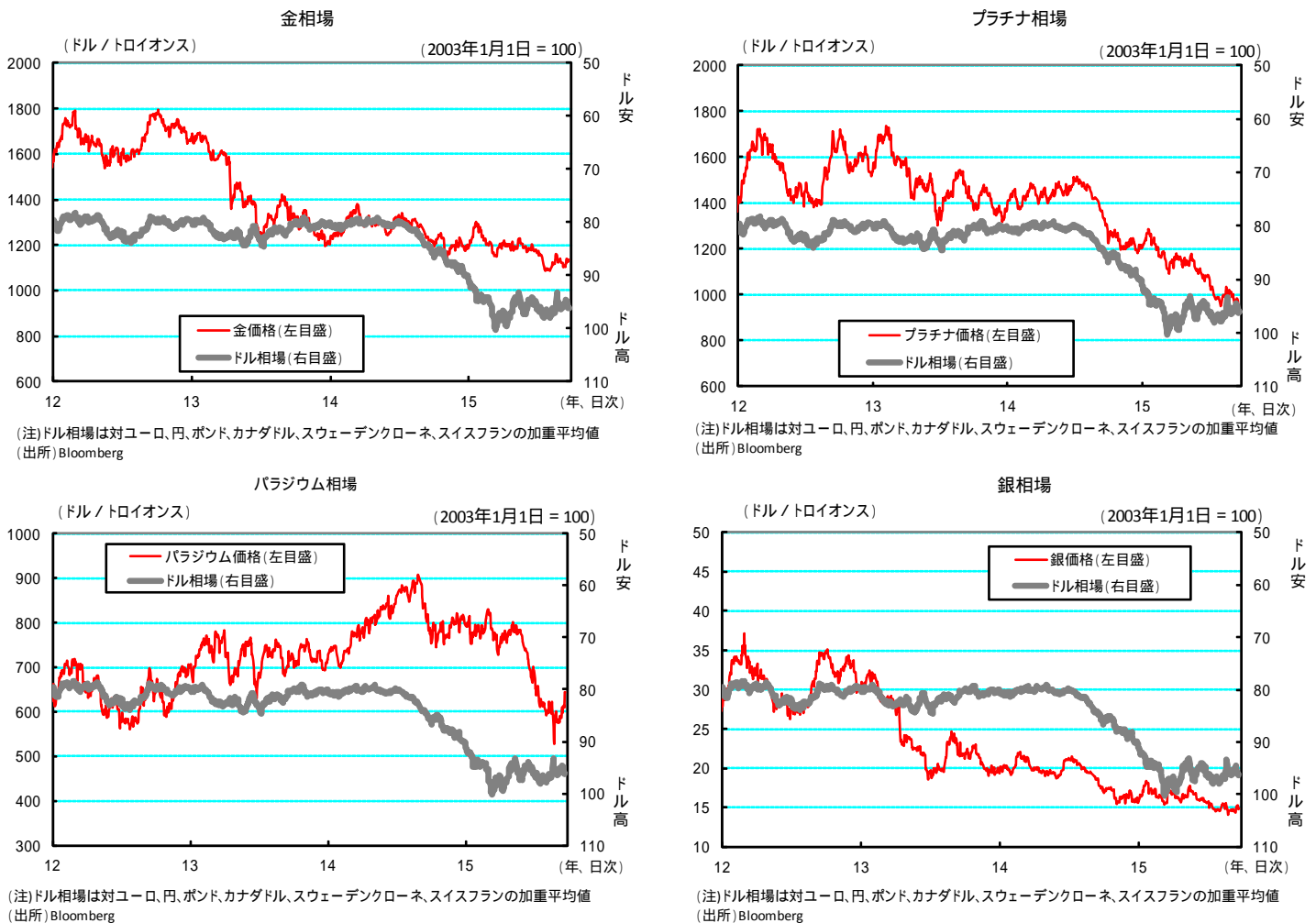
その後は、中国経済の先行き不安を背景とした世界的な株安の連鎖が一服する中で、投資家のリスク回避姿勢が緩和し、金は売り戻された。中国人民銀行が追加金融緩和策を発表したこと(1年物の貸出基準金利と預金基準金利をそれぞれ0.25%引き下げた、25日)や、7月の米国耐久財受注が予想に反して増加したこと(26日)もリスク回避志向を弱め、金相場の押し下げ材料

になった。

9月に入ると、欧州中央銀行（ECB）のドラギ総裁が定例理事会後の会見で必要となれば量的緩和策を2016年9月以降も続ける用意があると述べてドル高が進んだこと（3日）、8月の米国雇用統計が早期利上げ観測を後退させるほど弱い内容ではなかったこと（4日）などが、金相場下落材料となった。その後は、中国の株価が横ばい圏で推移し、欧米の株価は持ち直し傾向で推移する中、投資家のリスク回避姿勢は後退し、安全資産としての金需要は減退する流れとなった。しかし、月後半には、8月の米国消費者物価が前月比低下し、米利上げ観測を後退させたこと（16日）注目されたFOMCでは利上げの見送りが決定されたこと（17日）などを受けて、金相場は反発している。

今後も、株価が不安定な動きを続ける中国経済や、利上げ見送り後の米国の金融政策の行方に対する不透明感が強く、投資家のリスク回避姿勢を強めて、安全資産としての金需要を押し上げる要因となる状態は続くだろう。もっとも、一時に比べて中国の株価は安定した推移をするようになっており、国際金融市場が落ち着いた推移を続ければ、再び米国の利上げ観測も高まるものとみられ、金相場の上値は限定的であろう。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

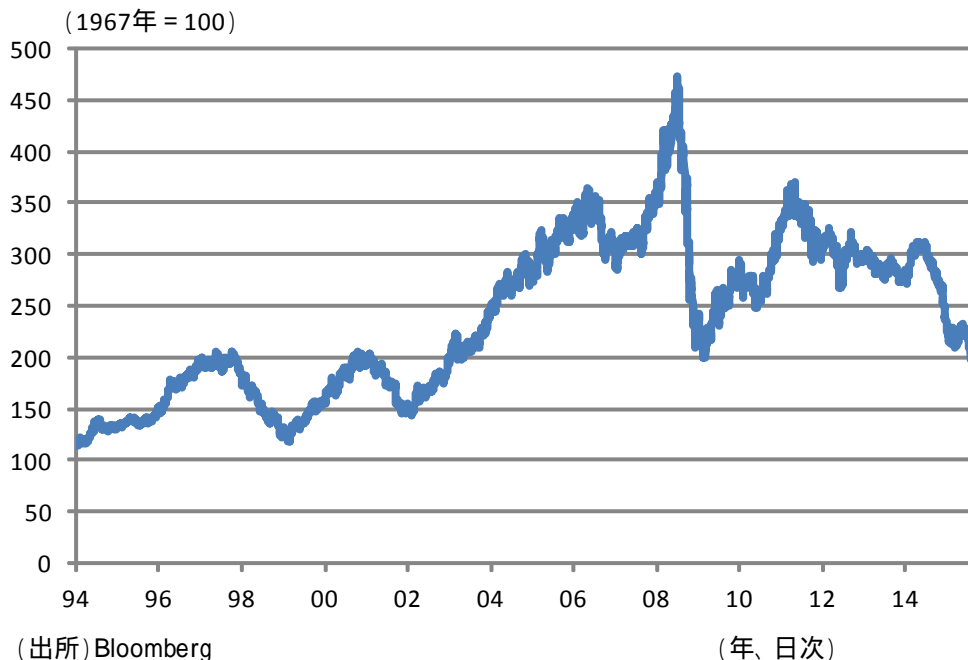
～最近の国際商品市況の下落について～

スーパーサイクルは終焉

8月後半に中国の株価が急落したことを受けて、国際金融市場にショックが走り、国際商品市況も大幅に下落した。

ドル建て国際商品市況全般の動向を表すロイター・コアコモディティ-CRB指数はリーマン・ショック後につけた安値を下回る水準にまで下落している。「スーパーサイクル」と呼ばれた商品市況の上昇期は終わって、下落相場がしばらく続いているのが現状だ。

(図表 23) ロイター・コアコモディティ-CRB指数の推移



国際商品市況は、世界景気の変動などを映して、変動を繰り返す。しかし、03年頃から当時起こっていた国際商品市況の変動は、いつもとは違うとの見方が広がり、スーパーサイクルと呼ばれた。90年代の国際商品市況の低迷期に、資源開発投資が停滞していた影響で、供給力が乏しくなっていたところに、中国、ロシア、ブラジル、インドなど新興国の経済が高成長して資源需要が急増し、市況の上昇観測が強まったのだった。

リーマン・ショック後には、国際商品市況は大暴落したが、中国が4兆元の景気刺激策を打ち出す中、新興国の資源需要は再び増加して、資源需給は引き締まり、10年～14年前半の国際商品市況は高止まりしていた。

ところが、14年後半から国際商品市況は下落基調を強め、15年夏場には、02年12月以来の低水準にまで下落してしまった。背景には、輸出や固定資産投資に主導されてきた中国の高成長

が行き詰まりを見せ始めたことがある。中国当局は、消費が主導する経済へと誘導しようとするものの、その実現は容易ではなく、中国経済の下振れ懸念が強まった。各商品の動向をみると、原油が08年、アルミニウムが08年、銅が11年、金が11年にそれぞれピークをつけて、下落に向かっている。

もっとも、世界経済は減速しても成長を続けており、資源の採掘コストも上昇してきている。このため、国際商品市況が90年代のような低水準に戻ってしまう可能性は低いとみられる。しかし、資源需要をけん引していた中国経済が減速する中で、再びスーパーサイクル期のように市況が上昇する可能性も小さいとみられる。

懸念される新興国通貨への売り圧力

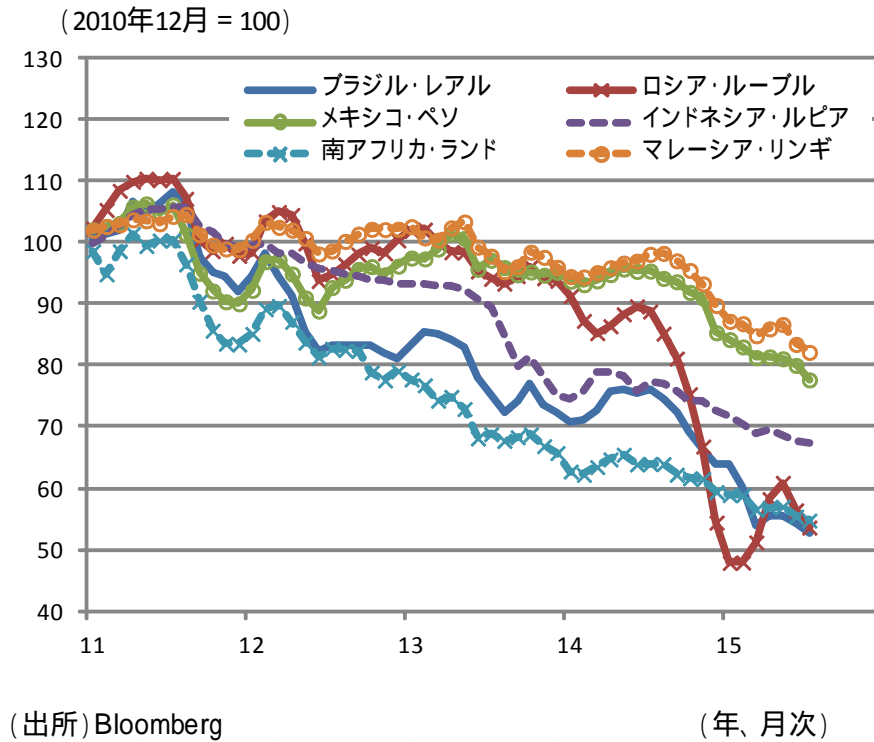
国際商品市況の下落は、資源輸入国にとっては、輸入コストの軽減を通じて景気を押し上げる効果がある。しかし一方で、市況下落は資源輸出国にとっては、輸出代金の目減りを通じて政府財政や経済にマイナスの影響を及ぼす。資源輸出に依存する新興国経済にとっては、中国向けの輸出数量が伸び悩んでいるところに市況も下落すると、ダブルパンチになるという懸念がある。そうした中、為替市場では、新興国通貨への売り圧力が強まっている。

新興国通貨への売り圧力という点で90年代に多発した新興国の通貨危機が想起される。当時、中南米やアジア諸国には、経済発展や金融自由化を背景に海外から大量の資金が流れ込んでいたが、米国の利上げやドル高政策への変化を受けて急激な資本流出と通貨安の圧力に直面し、通貨危機に至った。94年にはメキシコ通貨危機が発生し、アルゼンチンなどにも波及した。97年にはアジア通貨危機が発生し、タイから始まってインドネシアや韓国に及び、その後、ロシア、ブラジルなどアジア以外にも広がった。

もっとも、90年代の通貨危機は、固定相場制の下で、通貨の割高感や対外収支の脆弱性が問題になった新興国で発生したのに対して、現在では、多くの新興国が変動相場制に移行しており、通貨危機につながるような不均衡が蓄積されにくい。しかし、急な通貨の大幅切り下げを迫られるといった通貨危機ではないにせよ、変動相場制の下で進む通貨の下落を放置すれば、経済運営を困難にする要因が生じてくる。すなわち、通貨安は、輸出競争力を高め国内景気を押し上げる側面があるものの、一方で、輸入物価の上昇、外貨建て債務負担の増大、資本逃避の加速といった問題をもたらす可能性がある。

実際、13年にバーナンキFRB議長（当時）が米国の量的金融緩和策を縮小する方針を明らかにして以降、ドル高の反面で新興国通貨には売り圧力がかかりやすくなっている。16年は、米国で利上げが進められるとみられ、新興国の通貨への売り圧力は継続すると見込まれる。もっとも、今回米国で進められるであろう利上げは、過去の例に比べても、緩やかなにとどまり、国際金融市場が大混乱するような事態は避けられると思われる。

(図表 24) 新興国通貨の対ドルレートの推移



- 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。