

経済レポート

コモディティ・レポート(2016年10~12月)

調査部 主任研究員 芥田 知至

I. コモディティ市況全般： 2017年初にかけて持ち直し

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、2016年1月20日に一時2002年4月以来の低水準となった後、6月上旬にかけて上昇傾向で推移した。その後、8月上旬にかけて下落した後、2017年初にかけて持ち直す動きとなっている。先行き、米新政権の政策、英国のEU離脱問題、欧州各国で実施される選挙、中国景気の行方など不透明要因が多いものの、世界景気の持ち直し観測が継続する中、コモディティ相場は、基調としては、緩やかに上昇するだろう。

II. エネルギー市況：産油国の減産合意を受けて、ブレントは一時58ドル超

国際指標とされるブレント原油は、2016年1月20日に27.10ドルの安値をつけた後、上昇傾向で推移しており、2017年1月3日には58.37ドルと2015年7月以来の高値をつけた。もっとも、その後、ブレント原油は下落している。目先は、産油国による生産量抑制策の順守に対して懐疑的な見方が強まると思われ、相場は上値が重い展開が見込まれる。

III. ベースメタル市況： 6,000ドル超まで上昇後、足元は5,600ドル前後

銅市況は、2016年3月18日に一時5,131ドルまで上昇した後、4,500~5,000ドルを中心に狭いレンジで一進一退となっていたが、10月終盤以降、急騰して11月28日には一時6045.50ドルをつけた後、5,600ドル前後に下落した。先行き、基調としては、世界景気の緩やかな拡大を背景に徐々に相場が上昇する展開を予想する。

IV. 貴金属市況：10~12月の金相場は大幅下落

金市況は、2016年7月6日には1トロイオンスあたり1,374.91ドルまで上昇し、9月頃にかけて1,300ドル台での推移が続いたが、10~12月は大幅に下落した。米中の景気回復観測やFRBによる利上げ観測が金売りにつながった。売り圧力は一服したものの、積極的な買い材料は乏しく、一進一退の推移が見込まれる。

V. トピック：2017年の原油相場見通し

2017年序盤は、産油国による減産の効果への疑念などから原油相場の上値が重くなるが、年末にかけて原油需要の増加を背景に相場は緩やかに上昇すると見込まれる。2017年の原油相場のレンジは、欧州北海産のブレントで1バレルあたり42~67ドル、米国産のWTIで40~65ドルと予想する。なお、2017年の平均価格の予想値は、ブレント原油で56.0ドル、WTI原油で53.5ドルである。

I. コモディティ市況全般の概況：2017年初にかけて持ち直し

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、2016年1月20日には一時2002年4月以来の低水準となったが（終値ベースでは2月11日がボトム）、6月上旬にかけて上昇傾向で推移した（図表1）。その後、8月上旬にかけて小幅下落した後、2017年初にかけて持ち直している。

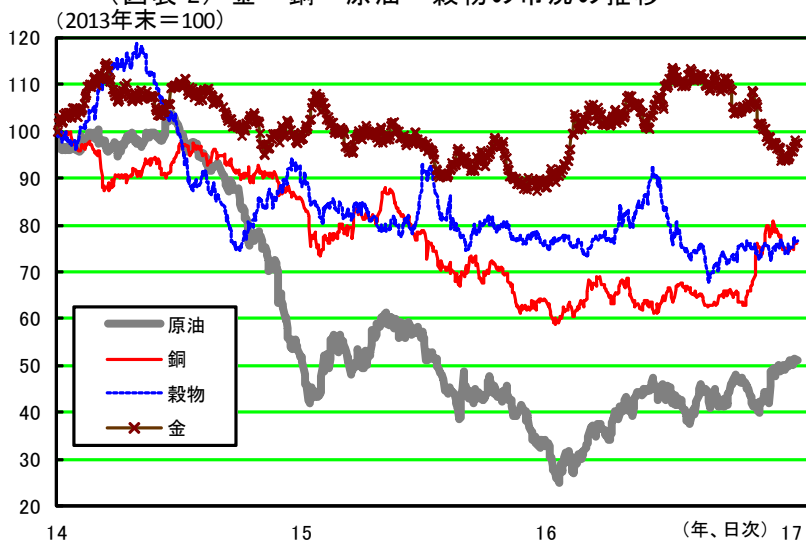
マクロ経済環境をみると、2016年前半に懸念された世界景気の減速懸念は後退し、力強さは欠くものの、米国や中国を中心に世界景気は回復傾向で推移するようになってきている。足元では、ドル高がコモディティ相場の押し下げ圧力になっているとみられるものの、米中の景気回復観測などにより、コモディティ相場は底堅く推移している。先行き、米新政権の政策、英国のEU離脱問題、欧州各国で実施される選挙、中国景気の方など不透明要因が多いものの、世界景気の持ち直し観測が継続する中、コモディティ相場は、基調としては、緩やかに上昇するだろう。

（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）原油はBrent、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

II. エネルギー

1. 原油市況：産油国の減産合意を受けて、ブレントは一時 58 ドル超

国際指標とされるブレント原油は、2016年1月20日に一時1バレルあたり27.10ドルと2003年11月以来の安値をつけた後、上昇傾向で推移している。8月上旬には41.51ドルまで下落する局面があったものの、その後は再び上昇基調となり、2017年1月3日には58.37ドルと2015年7月以来の高値をつけた。米国産のWTI原油も同様に2月11日につけた2003年5月以来の安値（26.05ドル）から、2017年1月3日には55.24ドルと2015年7月以来の高値まで上昇した。

【10月の動向】～上昇後、下落

前半は産油国の減産への期待感などから上昇

10月の原油相場は、前半に上昇後、後半は下落した。3日には、イランのロウハニ大統領が石油輸出国機構（OPEC）加盟国と非OPEC産油国との協調の必要性などを述べたことが相場の押し上げ材料になった。4日は小反落したものの、5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原油在庫の減少が続いたことから、原油相場は上昇した。

6日には、アルジェリアのポータルファ・エネルギー相が8～13日にトルコのイスタンブールでOPEC加盟国と非OPEC産油国が非公式協議を開くと述べたことや、大型ハリケーン「マシュー」が米南東部に接近し、石油流通の混乱などが懸念されたことが相場上昇の材料になった。

7日には、米国の石油掘削リグの稼働数が増加したこともあり、利益確定の売りが出やすくなったものの、10日には、サウジのファリハ・エネルギー相が国別の産油量制限などを協議する11月30日のOPEC総会での合意を楽観していると述べたことや、ロシアのプーチン大統領による「ロシアは生産抑制の協調行動に加わる用意があり、他国にも同調を呼びかける」との発言を受けて、原油相場は上昇した。

もっとも、その後、国際エネルギー機関（IEA）の月報で、9月28日のOPECの減産合意を考慮しても原油市場の供給過剰は来年前半まで続くとされたこと（11日）、ロシアの石油最大手のロスネフチのセチン会長が同社が減産や増産凍結を行うことはないことを述べたこと（11日）、OPECの月報で、9月のOPECの産油量が3339万バレルと前月に比べ22万バレル増加したこと（12日）、イスタンブールで行われた産油国の非公式会合で産油量の制限に関する合意が見送られたこと（12日）などから、相場の上値は重くなった。

後半は減産協議の難航が意識されて下落

後半には、EIAの週次統計で原油在庫が大幅減少したこと（19日）、ロシアのノバク・エネルギー相が2017年の産油量についてソ連崩壊後で最高となる日量1100万バレルを目標とすることを明らかにした一方で、原油の増産凍結は引き続き必要だとの認識を示したこと（21日）などが相場の押し上げ材料になったものの、欧州中央銀行（ECB）理事会後の総裁会見が追加緩和期待につながり、ドル高が進んだこと（20日）、イラクのルアイビ石油相が同国をOPECが実施する減産の対象国から除外すべきだと主張したこと（23日）などが相場の押し下げ材料になった。特にイラクが減産に消極的な姿勢を示し

たことで、OPEC内での生産量の調整が難航するとの見方が改めて強まった。

その後、27日には、サウジアラビアなどペルシャ湾岸諸国がロシアに対して、ピーク時の産油量を基準に4%の減産を行う用意があると伝えたと報じられたことで、原油相場は上昇した。しかし、28日には、OPECがウィーンで専門家会合を開催し、減産の詳細を巡って協議したが、イランが合意事項からの除外を要請したことなどから、意見の一致は得られなかった。また、29日には、非OPECのロシア、アゼルバイジャン、ブラジル、メキシコ、カザフスタン、オマーンも会合に加わったが、具体的な成果は乏しかった。産油国の生産協調に向けた協議は難航しているとの見方が強まり、31日の原油相場は大幅下落した。

【11月の動向】～一進一退後、月末に上昇

月初は供給増加懸念などから下落

11月の原油相場は、一進一退で推移した後、月末に上昇した。1日は、米パイプライン大手のコロニアル・パイプラインがアラバマ州での事故に伴いガソリンなどの主要送油管の稼働を停止したとの報を受けて、ガソリン相場が急騰し、原油も連れ高する局面があった。しかし、パイプラインは5日までに再開されると発表されたため、ガソリン相場は落ち着きを取り戻し、ロイターが集計した10月のOPEC加盟国の産油量の推計値が過去最高を更新したことなどもあり、原油は下落に転じた。その後も、EIAの週次統計で原油在庫が統計開始以来最大の増加を記録したこと（2日）、米石油サービス会社ベーカー・ヒューズが発表した米国の石油掘削リグの稼働数が増加したこと（4日）、10月28日に開催されたOPECの専門家会合においてサウジとイランの対立が再燃していたと報道されたこと（4日）などを受けて、原油相場は下落傾向で推移した。

米大統領選を受けて小幅高

しかし、7日は、米大統領候補のクリントン前国務長官がメール問題で訴追されない見通しになったことを受けて、金融市場・コモディティ市場全般に投資家のリスク志向が回復し、原油相場は反発していた。8日は、米大統領選の行方が焦点となる中、相場は小動きにとどまった。

11月9日には、米大統領選でトランプ氏が勝利したことを受けて上昇した。開票当初は、クリントン氏優勢との報道を背景に政策等の不透明感が後退するとの見方から底堅く推移していたものの、開票が進み、トランプ氏が優勢との見方が強まると、先行き不透明感が強まり、他のリスク資産と同様に原油も売られた。しかし、その後は、トランプ氏の減税やインフラ投資促進といった政策に対する期待感が強まり、株式など他のリスク資産が買われる流れとなり、原油も連れ高した。もともと、為替市場におけるドル高の進展がドル建てで取引される原油の割高感を強める要因とみなされたこと、OPEC総会という重要イベントを控えていることなどが、上値抑制要因として意識され、原油は株式や他のコモディティ等に比べて小幅高にとどまった。

需給動向に焦点が移り下落

その後、原油市場参加者の関心が米大統領選挙から原油市場の需給やOPECが減産の割り当てで合意できるかどうかに移る中、IEAの月報でOPECの産油量が記録的水準に達したとされたこと（10日）、OPECが月報で産油量が増加したと発表したこと（11日）、米石油サービス会社ベーカー・ヒューズが発表した米国の石油掘削リグの稼働数が増加したこと（11日）などから、原油の供給過剰懸念が続き、14日にかけて続落した。14日にはWTI原油が42.20ドル、ブレント原油が43.57ドルまで下落した。

産油国の協調に向けた動きを好感

しかし、こうした中で、産油国による生産協調に向けた動きが出た。15日には、サウジアラビアのファリハ・エネルギー産業鉱物資源相がガス輸出国フォーラム（GECF）出席のために訪れるカタールの首都ドーハで、ロシアを含む石油生産国の当局者と協議すると報じられたことや、OPECのバルキンド事務局長が今後数日間でイランやベネズエラを含む加盟国を訪問すると報じられたことなどから、原油相場は大幅反発した。その後も、ロシアのノバク・エネルギー相が「OPECが増産凍結の条件で合意できる可能性は高く、同国政府はOPECの増産凍結を支持する用意がある」と述べたこと（16日）、サウジのファリハ・エネルギー産業鉱物資源相がOPEC総会での減産の最終合意について「楽観している」と述べたこと（17日）などから、産油国の減産や増産凍結に対する期待感が強まり、原油相場は底堅い推移となった。

21～22日には、ウィーンでOPEC定例総会に向けた調整のための専門家会合が開催された。21日時点でその協議は「成功だ」（リビアのオウン・OPEC理事）との声が報じられたため、原油相場は上昇した。しかし、22日にかけては、減産に消極的な姿勢を続けているイランやイラクの動向が懸念された。また、25日には、サウジアラビアが28日に予定されていた石油輸出国機構（OPEC）と非OPEC産油国との会合に出席しない意向を示したとの報道から、減産に向けた産油国の協議が難航しているとの見方が強まった。その後、OPEC総会を控えて思惑が交錯する中、28日は上昇、29日は下落となった。

OPECが約120万バレルの減産で合意

30日には、OPECの減産合意を受けて、原油相場は急伸した。OPECは日量約120万バレルの減産で最終合意し、ロシアなど非OPEC産油国も60万バレルの減産で協力する方針だとされ、原油の供給過剰への懸念が大きく後退した。OPECは、調整が難航するとみられていた加盟国内での生産枠の割り当てを成し遂げ、OPEC以外の産油国から協調減産を取り付けることも出来た。

【12月の動向】～ジリ高傾向で推移

非OPECも減産で合意

12月の原油相場は、一進一退を繰り返しながら、ジリ高傾向で推移した。1～2日は、OPECの減産合意を受けた原油高の動きが続き、5日も続伸した。ロシアの産油量が11月に旧ソ連時代以来の約30

年ぶりとなる高水準に達したこと（2日）や、米国の石油掘削リグの稼働件数が増加したこと（2日）は弱材料になったとみられるものの、騰勢が続いた。

その後、ロイターやブルームバーグの調査において、11月のOPECの産油量が増加して過去最高を記録したこと（6日）や、EIAの週次石油統計においてガソリンや中間留分の在庫が増加したこと（7日）が弱材料になった。

しかし、8～9日には、10日に開催されるOPECと非OPEC産油国との会合において、非OPEC産油国も協調減産で合意するとの楽観的な見方が優勢となり、相場は底堅い推移となった。そして10日のOPECと非OPECとの会合では、ロシアなど非OPECが合計で日量55.8万バレル減産することで合意した。これを受けて、12日の原油相場は上昇し、ブレント原油は57.89ドル、WTI原油は54.51ドルの高値をつけた。減産幅は、目標としていた60万バレルにはやや届かなかったものの、ロシアをはじめとした非OPEC産油国がOPECに協調して減産を行う決定をしたことが好感された。

年末にかけて狭いレンジで変動

その後、12日につけた高値を越えられない状況が続いたものの、下値は堅かった。14日には、米連邦公開市場委員会（FOMC）での利上げ決定を受けてドル高が進んだことを背景に、ドル建てで取引される原油の割高感が意識され、原油相場は3%超下落した。

しかし、16日には、米金融大手のゴールドマン・サックスが原油価格の見通しを引き上げたことや、ロシア政府がOPECと合意した減産について同国の石油会社が参加することで合意したと報じられたことなどから反発した。

その後は、クリスマス休暇が近付き、取引が少なくなる中、相場は一進一退の推移となった。米エネルギー情報局（EIA）の週次石油統計において原油在庫が増加したこと（21日）、長らく停止していたリビアのシャララ、エルフィール両油田からのパイプラインが再開したこと（21日）などが相場の押し下げ材料となる一方で、米国GDPが上方改定されたこと（22日）、米国の設備投資の先行指標となる資本財受注が増加したこと（22日）、ドル高が一服したことなどが相場の押し上げ材料となっていた。

クリスマス休暇明けは、薄商いの中、ベネズエラやイラクが1月から開始される減産を順守する姿勢を示したことなどを材料に、27～28日の原油相場は上昇した。29日には、米エネルギー情報局（EIA）の週次石油統計で原油在庫の増加が示されたことなどから下落し、30日には、米石油掘削リグ稼働数が増加を続けたことなどから続落したものの、下値は限定的であった。

年明け1月3日の取引では、序盤にブレント原油で58.37ドル、WTI原油で55.24ドルと1年半ぶりの高値をつけたものの、ドル高が嫌気されたことなどから上値は限定的であった。その後、高値圏で推移していたが、9～10日にはやや下落幅が大きくなった。

【先行き】～緩やかな上昇を予想

11月30日にOPECが120万バレルの減産で合意し、12月10日に非OPEC11カ国が55.8万バレルの減産で合意した。1月からは合意された減産が開始されるが、実際に減産がどれほどの効果をあげる

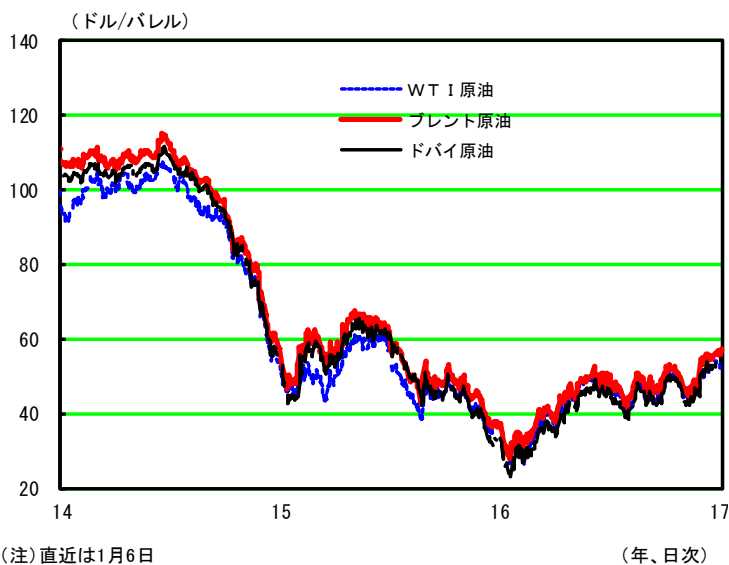
かは、蓋を開けてみなければ分からない状況だ。

OPECの盟主であるサウジアラビアやサウジと緊密な関係にあるクウェートに加えて、アンゴラも、すでに1月から合意された減産を履行している旨を述べている。イラクも減産を開始したと報じられ、アラブ首長国連邦、ベネズエラ、非OPECのオマーンなども減産の履行を宣言している。

しかし、ロシアの減産は緩やかに進められるとされる。OPECの減産対象外となったナイジェリアやリビアの産油量は増産する方針とみられる。石油掘削リグの稼働数の増加から判断すると、米シェールオイルの生産も下げ止まりが見込まれる。また、過去の減産局面での実績を勘案すると、サウジ、クウェート、アラブ首長国連邦などを除けば、他の産油国がどれほど減産を順守するのか疑念も残る。

産油国による減産が開始されても、原油の需給はそれほど引き締まらない可能性がある。トランプ次期政権の下で、米エネルギー開発の促進策が採られ、将来の需給緩和を連想させる可能性もある。産油国の原油生産状況などを注視しつつ、当面の原油価格は上値が重いだろう。その後は、世界景気の拡大に合わせて原油需要は増加し、原油価格は緩やかに上昇するだろう。

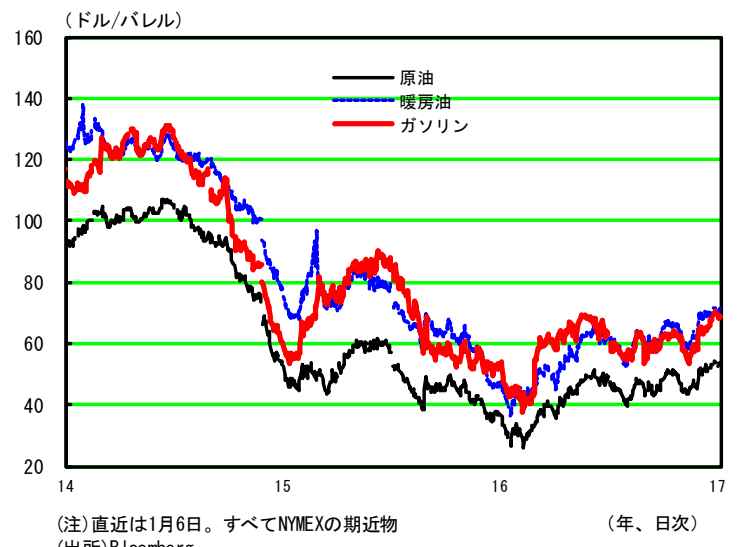
(図表3) 原油市況の推移



(注)直近は1月6日

(出所)Bloomberg、日本経済新聞

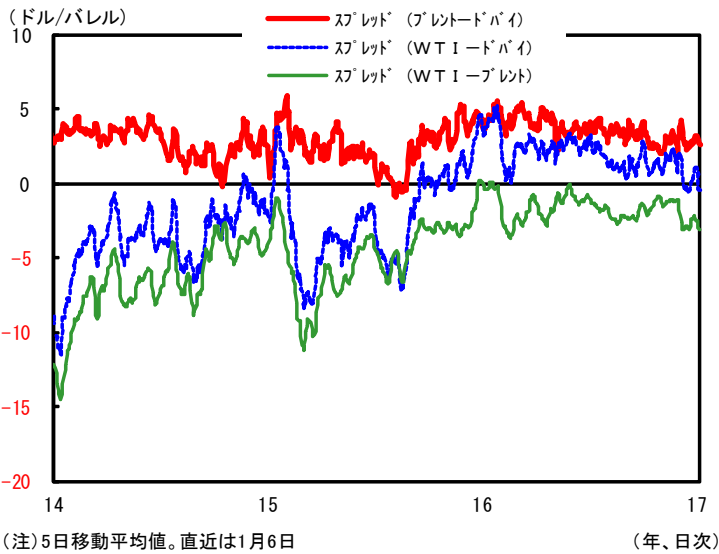
(図表4) 石油製品市況の推移



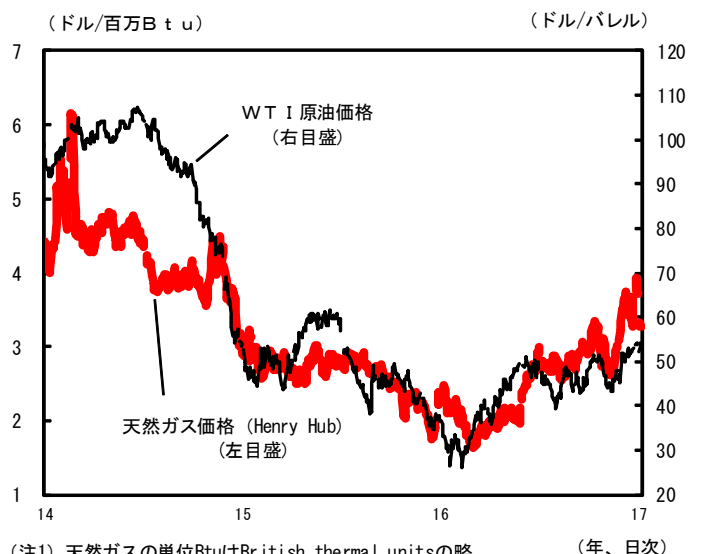
(注)直近は1月6日。すべてNYMEXの期近物

(出所)Bloomberg

(図表 5) 油種間スプレッドの推移



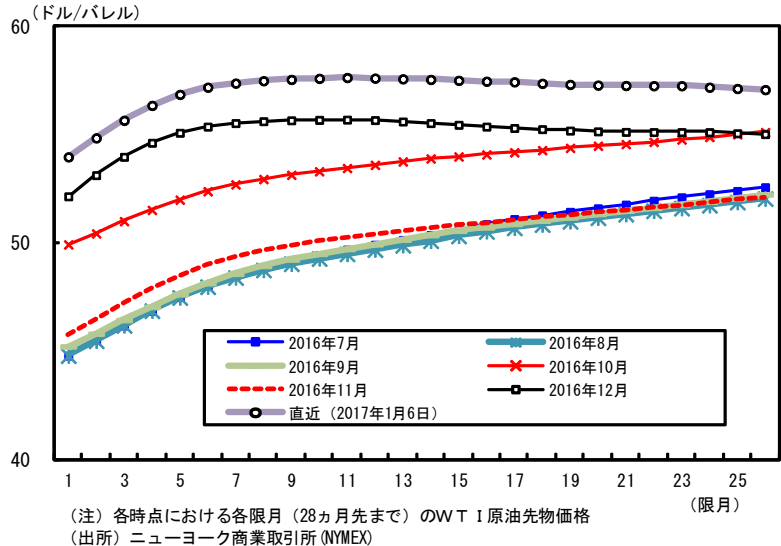
(図表 6) 米国天然ガス市況の推移



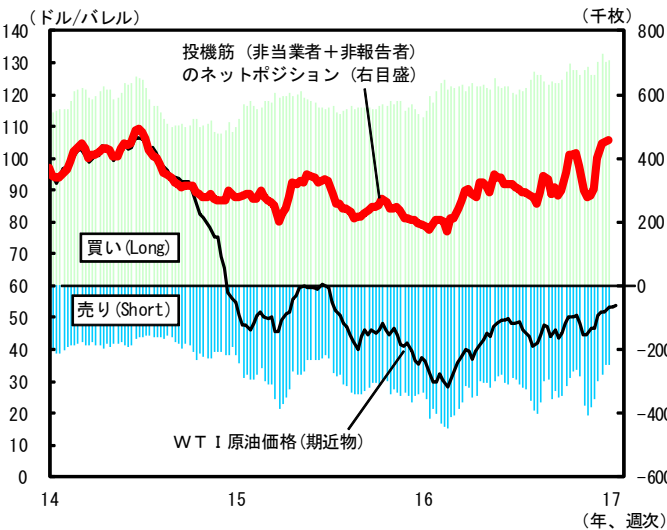
(図表 7) 原油先物価格と先物カーブ



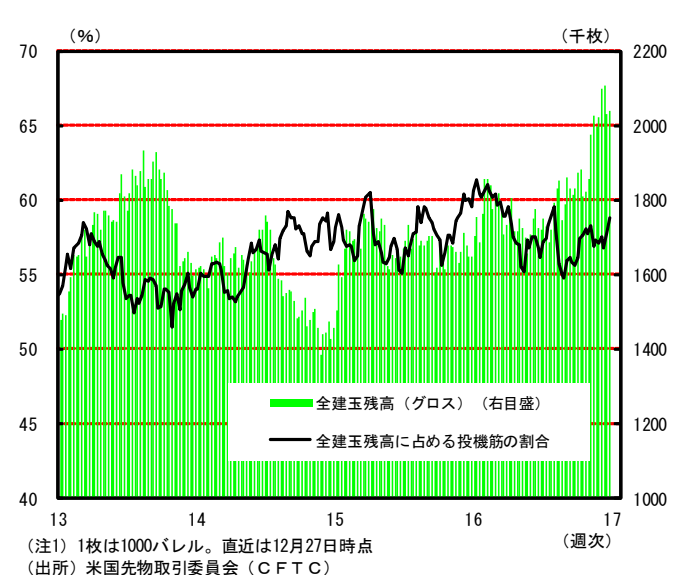
(図表 8) WTI原油の先物カーブの変化



(図表 9) 投機筋のポジション (原油)



(図表 10) 原油先物の建て玉 (NYMEX)



(図表 11) OPECの原油生産量 (Bloomberg 集計の推計値)

(万バレル/日)

国名	生産量 <12月>	(前月差)	生産量 <11月>	(前月差)	産油能力	稼働率	生産余力 <12月>
アルジェリア	111.0	(-1.0)	112.0	(-1.0)	115.0	96.5%	4.0
アンゴラ	167.0	(-2.0)	169.0	(17.0)	187.0	89.3%	20.0
エクアドル	55.0	(0.0)	55.0	(-1.0)	55.5	99.1%	0.5
ガボン	21.0	(0.0)	21.0	(1.0)	22.0	95.5%	1.0
イラン	373.0	(-2.0)	375.0	(7.0)	400.0	93.3%	27.0
イラク	461.0	(-1.0)	462.0	(3.0)	470.0	98.1%	9.0
クウェート	289.0	(-2.0)	291.0	(-5.0)	300.0	96.3%	11.0
リビア	63.0	(5.0)	58.0	(6.0)	78.0	80.8%	15.0
ナイジェリア	145.0	(-20.0)	165.0	(5.0)	220.0	65.9%	75.0
カタール	62.0	(0.0)	62.0	(0.0)	78.0	79.5%	16.0
サウジアラビア	1,048.0	(-5.0)	1,053.0	(-5.0)	1,150.0	91.1%	102.0
UAE	307.0	(1.0)	306.0	(-7.0)	315.0	97.5%	8.0
ベネズエラ	208.0	(-4.0)	212.0	(-2.0)	250.0	83.2%	42.0
OPEC13カ国	3,310.0	(-31.0)	3,341.0	(-55.0)	3,640.5	90.9%	330.5

(注1) 2016年11月のOPEC総会において、産油量を日量約120万バレル減産し、3,250万バレルとする決定がなされた。

(注2) インドネシアは2016年1月よりOPECに再加盟していたが、2016年11月の総会で加盟資格が停止された。ガボンは2016年7月よりOPECに再加盟。

(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

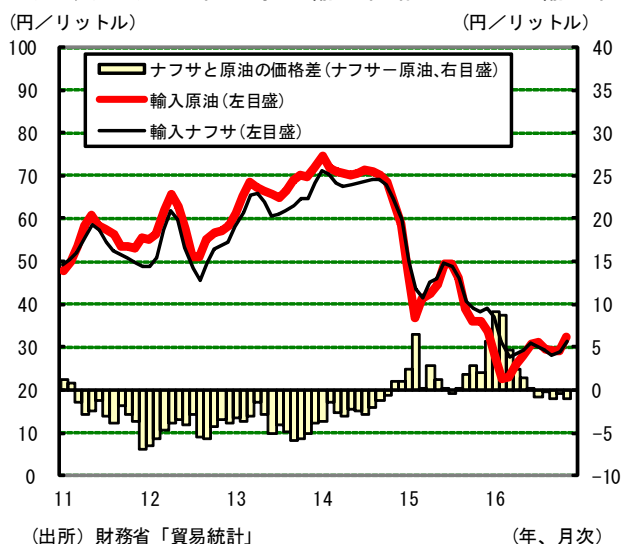
(出所) Bloomberg

2. ナフサ市況：原油とともに上昇傾向

日本の輸入ナフサ価格（通関）は、2016年3月に1リットルあたり27.7円まで下落した後、一進一退で推移していたが、11月は31.4円に上昇した。一方、輸入原油価格は、2月に22.5円に下落した後、一進一退を経て、11月は31.4円であった（図表12）。ナフサと原油の価格差は、2016年初は9.2円までナフサ高幅が拡大していたが、その後は、ナフサ安・原油高が進み、11月にかけてナフサが原油に対して割安な状態が続いた。

アジアのナフサ市況の推移をみると、原油に連動して下落して2月10日にボトムをつけた後、上昇傾向に転じた。夏場から秋にかけて原油相場の軟化に伴ってやや下落する局面もあったものの、その後、2017年初にかけて上昇傾向となった。原油との相対価格をみると、石油化学プラントの定期修理が増加したことや割安な液化石油ガス（LPG）との競合が強まったことを背景に夏場にかけてナフサ安が進んだ後、ナフサ高に戻っていたが、11月末にOPECが減産合意して原油が急騰すると、ナフサの供給が潤沢なこともあってややナフサ安が進み、その後は一進一退で推移している。

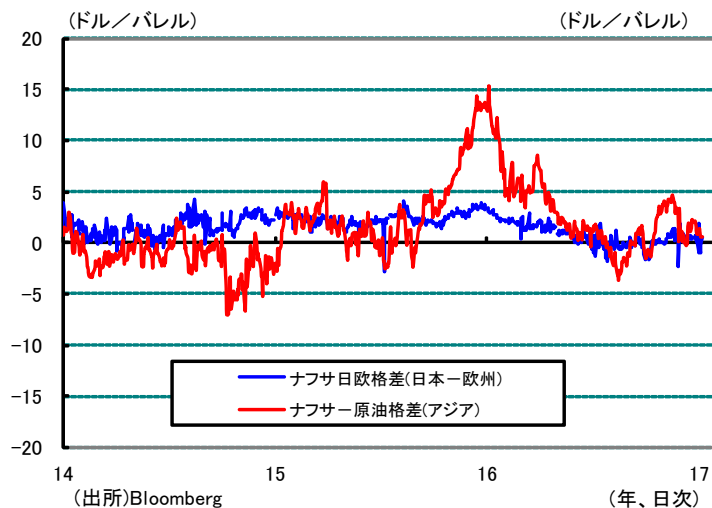
（図表12）日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



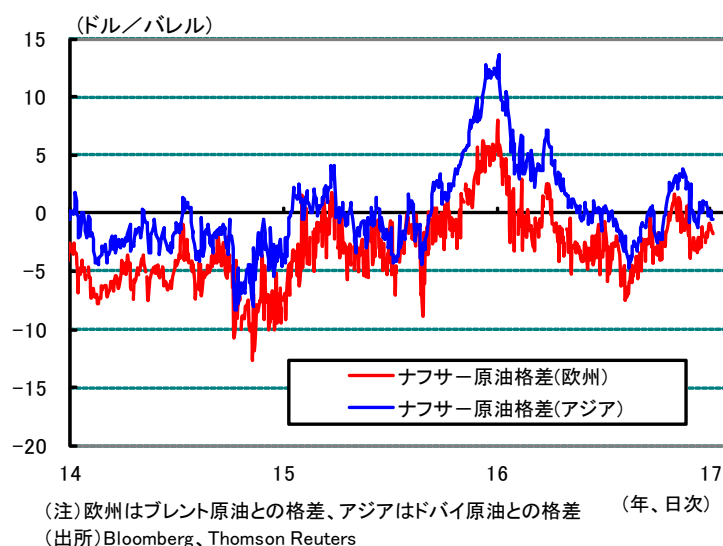
（図表13）アジアの原油・ナフサの市況



（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



Ⅲ. ベースメタル

1. 銅を中心とした概況 : 6,000 ドル超まで上昇後、足元は 5,600 ドル前後

非鉄ベースメタル相場の中心となる銅相場は、1月15日に1トンあたり4,318ドルと2009年5月以来の安値をつけた後、3月18日には一時5,131ドルまで上昇した。その後は、4,500～5,000ドルを中心に比較的狭いレンジで一進一退が続いたが、10月終盤以降、急騰して11月28日には一時6045.50ドルをつけた。12月はやや下落し、足元は5,600ドル前後で推移している。

【10月の動向】～上中旬に下落後、下旬に反発

上旬～中旬は、中国の輸入減などが下げ材料

10月は、銅相場は下落傾向で推移した後、下旬にやや反発した。月初は、前月末に4,900ドルを超えられなかったことなどからファンドによる売り圧力が強まった。その後も、9月の米ISM非製造業景況指数が大幅上昇したこと(5日)などから、米国の年内利上げ観測が強まる中、ドル相場が上昇したこともあって、銅相場は下落傾向で推移した。その後、9月の米国雇用統計で雇用増加数が予想を下回ったこと(7日)や、米大統領選のテレビ討論会でクリントン候補が優勢とされたこと(9日)を受けて投資家のリスク志向が高まったことなどが銅相場の押し上げ要因になった。しかし、その後は、ドル高が進んだことや、9月の中国貿易統計において銅輸入が前年比26%減となったこと(13日)、欧州最大の銅精錬会社、独アウルビスによる2017年の銅地金のプレミアム(LME相場に対する割増金)を前年比6.5%安の86ドルに設定するとの発表が銅の供給過剰を意識させたこと(14日)、中国の7～9月期のGDPは市場予想通りであったものの、9月の鉱工業生産が予想を下回ったこと(19日)などが相場の押し下げ材料になり、下旬にかけて4,600ドル台で軟調な推移となった。

下旬は、中国需要の堅調見通しなどから反発

しかし、25日以降、相場は上昇基調に転じた。中国では不動産投機の過熱を抑制するため、住宅ローンの頭金の引き上げなど当局による不動産投資の抑制策が打ち出されているものの、不動産投資の増加傾向には歯止めがかかっていない。中国の銅需要は底堅く推移していると推察され、8～9月に低調だった銅輸入も先行き増加に転じるとの見方を背景に、銅の国際相場も堅調に転じたとみられる。

【11月の動向】～大幅上昇

トランプ氏勝利前にも銅相場は上昇

11月は大幅上昇した。月初は、中国需要が増加するとの期待感が続く中、相場は上昇傾向で推移した。米大統領選を控える中、トランプ氏がクリントン氏をリードしているとの一部世論調査結果が先行き不透明感を強める材料と受け止められ、金融市場やコモディティ市場でリスク回避的な動きがみられたものの、中国の国家統計局が発表した10月の製造業購買担当者景況指数(PMI)が大幅上昇したこと(1日)、クリントン氏の使用メール問題での米連邦捜査局(FBI)による捜査再開(10月28日に発表)を嫌気してドル安が進んだこと、などが銅相場の押し上げ要因となった。コンピュータを使ったアルゴ

リズム売買が相場上昇に寄与したとの指摘もみられた。また、中国需要の増加観測が続く中で、6日にFBIがクリントン氏のメール問題で訴追を求めないとしたことで投資家のリスク志向が回復し、7日の銅相場は2.1%上昇し、大統領選当日の8日もクリントン氏が優位との見方を背景に2.7%上昇した。

トランプ氏勝利後に急騰

9日には、多くの世論調査結果などに反して、トランプ氏が米大統領選で勝利した。トランプ氏の勝利を受けて、先行き不透明感が強まったとの見方から一時的に株式など他のリスク資産とともに銅も下落する局面があったが、その後は、トランプ氏の掲げるインフラ投資計画や減税策が景気や銅需要を押し上げるとの期待感から銅は大幅に買われ、前日比3.4%高となった。10日もトランプ氏の勝利や中国の金属需要見通しの改善を背景として、銅が買われる流れとなり、3.5%高と大幅上昇が続いた。11日は序盤に上昇し、一時6,025.50ドルの高値をつけたが、その後、利食い売りに押されて下落した。

その後は、為替市場においてドル高が進行したことや、トランプ氏の経済政策に対する期待から上昇した相場は行き過ぎているとの見方が強まったことから、やや下落気味に推移した。イエレン米連邦準備制度理事会（FRB）議長が「比較的早期に」と12月の米連邦公開市場委員会（FOMC）での利上げを示唆したこと（17日）や、10月の中国主要70都市の新築住宅価格の前月比上昇率が鈍化し、不動産投資ブームが減速する兆しと受け止められたこと（18日）、なども相場の下押し材料になった。もっとも、下値は5,400ドル前後で支えられた。

下旬に入ると、米中のインフラ投資に対する期待が続いたこと、中国投資家が人民元安に対するヘッジとして銅などを購入するとの思惑が強まったこと、11月のユーロ圏の購買担当者景気指数（PMI）や10月の米国耐久財受注などが堅調さを示し、世界的な製造業活動の持ち直しが意識されたこと（23日）などから銅相場は再び上昇し、28日には一時6,045.50ドルと2015年6月以来の高値をつけた。もっとも、29日には、トランプ氏勝利後の相場上昇は行き過ぎとの見方から、7%超の下落となった亜鉛や鉛をはじめ、多くのコモディティが値を下げの中で、銅も3.0%の下落となった。30日には、石油輸出国機構（OPEC）の減産最終合意を受けて原油が大幅高となる中、銅はやや連れ高した。

【12月の動向】～上旬は高値圏で推移後、緩やかに下落

上旬は、ドル安などを背景に銅は高値圏で推移

月初は、投資家の銅に対する投機的な関心が後退する中、上値が重い展開となっていたが、5日には、前日のイタリア国民投票の結果を受けたユーロ安・ドル高が一時的にとどまり、ドル安傾向となったことで、銅などコモディティが買われやすくなった。コンピュータによるプログラム売買を行っているファンドの買いが目立ったとの指摘もあった。9日には、中国の生産者物価が約5年ぶりの高い伸びとなつて、企業活動の活発化が需給を引き締めているとの見方につながり、コモディティ相場の下支え要因として意識された。上旬の銅相場は5,800ドル台を中心に推移した。

中旬以降は緩やかな下落傾向

しかし、その後は、9日に中国の保険規制当局が不動産開発大手の中国恒大集団傘下の保険会社に対して株式投資を停止するように命じたことなどから中国の保険会社からの株式投資が減ると警戒され、株価が大幅下落したこと（12日）、LME指定倉庫の在庫が大幅に増加したこと（12月中旬）、米連邦公開市場委員会（FOMC）で利上げが決定され、メンバーの金利見通しが引き上げられたことからドル高が進んだこと（14日）などから、銅相場は下落した。下旬は、5,500ドル前後を中心に一進一退で推移した。

【先行き】～緩やかな上昇を予想

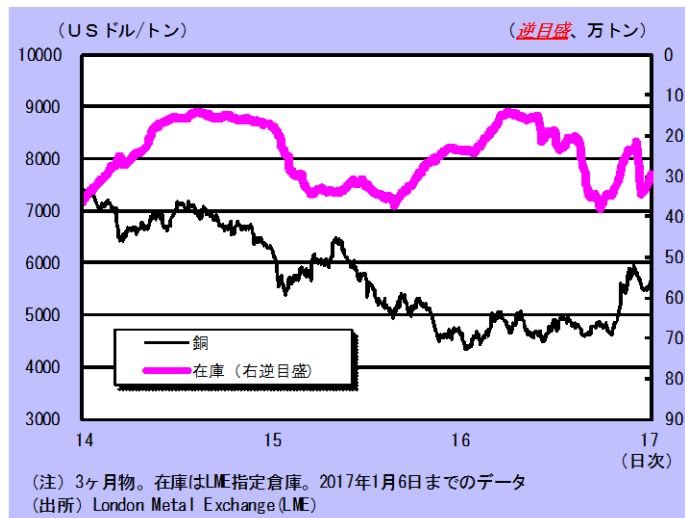
銅相場は、11月28日に高値をつけた後、やや下落気味に推移しているが、以前に比べると、先行き、銅相場が上昇するとの見方が増えているように思われる。2017年以降は、供給の伸びが鈍化すると見込まれている一方で、足元では、中国景気が回復する兆しを見せているためだ。世界経済の中心である米国でインフレ促進的な政策が採られると、世界的にインフレ率が上がりやすくなるといった期待も生じたようだ。これまでの相場上昇は、中国の個人投資家などが主導したものであり、2017年は、欧米のファンドなどが買いに回るといった見方も出ている。

もともと、2017～18年も、需給バランスは供給過剰が続く、との慎重な見方も多い。急な相場上昇は需給の実勢を反映していないとして、反落を懸念する向きもある。

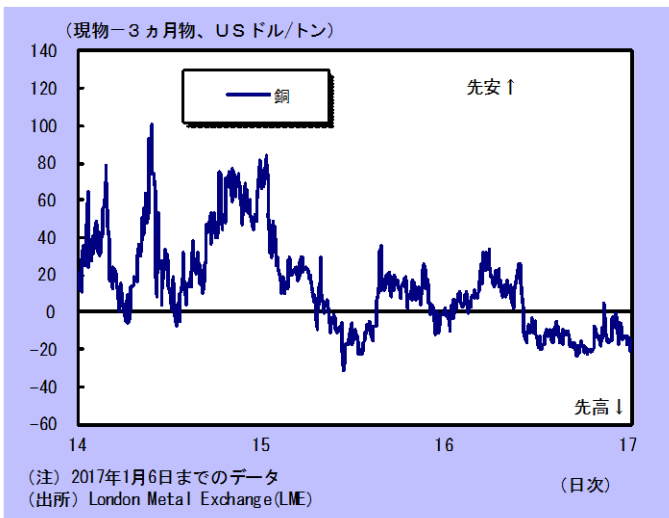
銅相場は、米中の景気や政策の動向を材料に変動しつつ、基調としては、世界景気の緩やかな拡大を背景に徐々に相場が上昇する展開を予想する。

（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ヵ月物）の推移



2. 各他品目の概況

(1) アルミニウム市況：1,800ドル近くまで上昇後、頭打ちで1,700ドル前後

輸送機械の軽量化や高圧電線などに使われるアルミニウムの相場は、2015年11月23日には1トンあたり1,432.5ドルと2009年6月以来の安値をつけた後、上下に振れながらも、上昇傾向で推移し、2016年11月11日には一時1,794.5ドルと2015年5月以来の高値をつけた。その後、頭打ち傾向となり、1月初めは1,700ドル前後で推移している。

(2) ニッケル市況：12,000ドル超まで上昇後、足元は10,000ドル割れ

ステンレスの原材料になるニッケルの相場は、2016年2月11日に1トンあたり7,550ドルと2003年以来の安値まで下落した後、上下に変動しながらも上昇傾向で推移し、11月11日には12,145ドルと2015年7月以来の高値まで上昇した。その後、頭打ち傾向となり、2017年初めにかけて10,000ドル割れとなっている。

(3) 亜鉛市況：3,000ドル近くまで上昇後、やや下落して足元は2,600ドル前後

鋼材のメッキ向けが主用途の亜鉛の相場は、1月12日に1トンあたり1,444.5ドルと2009年7月以来の安値をつけた後、上昇傾向で推移し、11月28日には2,985ドルと2007年10月以来の高値をつけた。その後は、頭打ち傾向となり、足元は2,600ドル前後で推移している。

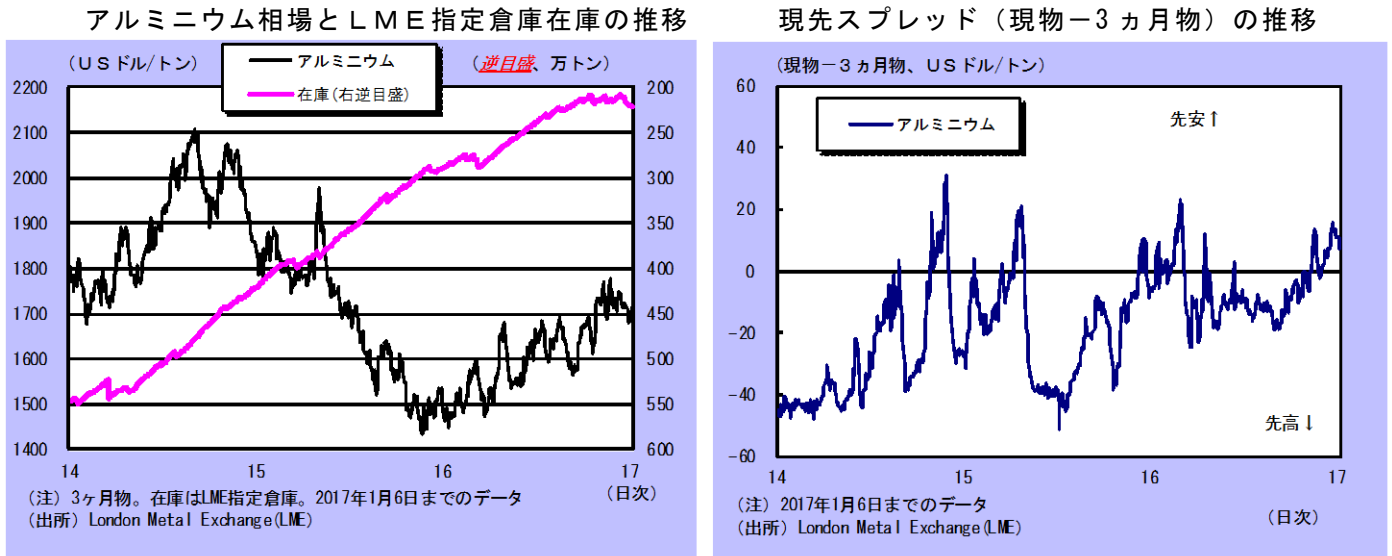
(4) 錫市況：一時22,000ドルに上昇後、やや下落して小動き

電子部品のはんだ付けなどに使われる錫の相場は、2016年1月中旬に1トンあたり13,085ドルと2009年7月以来の安値を記録した後、上昇傾向で推移し、11月7日と11月8日には一時22,000ドルと2014年8月以来の高値をつけた。その後、頭打ち傾向となり、12月は21,000ドル前後で小動きとなった。

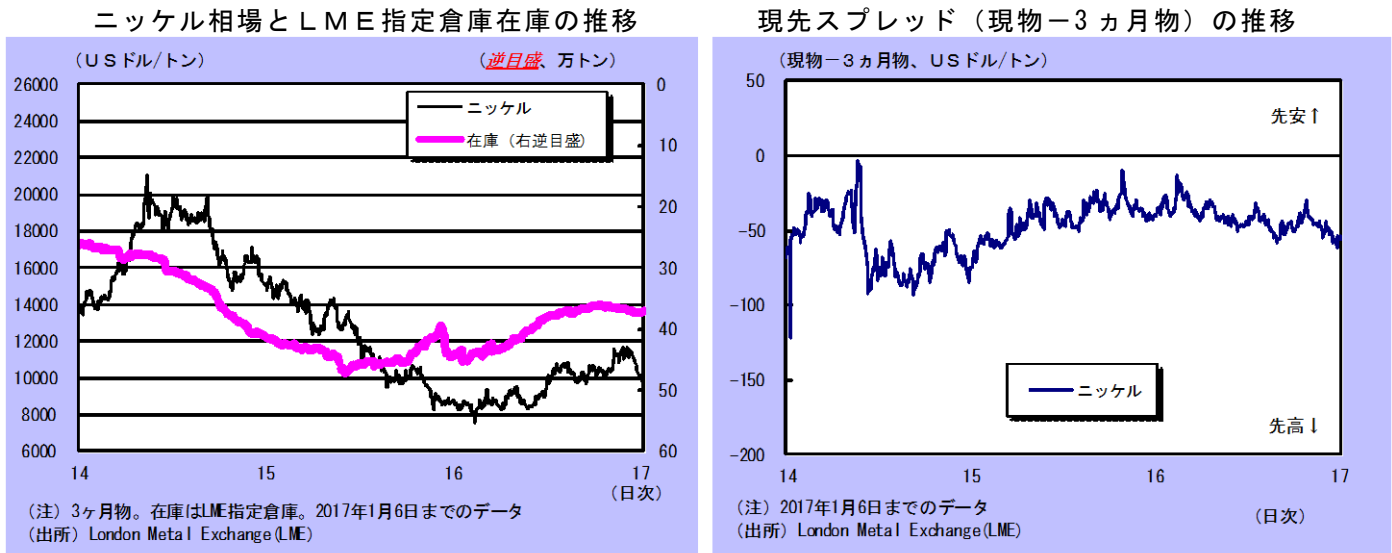
(5) 鉛市況：2,500ドル超まで上昇後、2,000ドル前後に下落

バッテリー向けなどに使われる鉛の相場は、2015年11月中旬に1トンあたり1,566ドルと2010年6月以来の低水準となった後、やや持ち直して一進一退の推移が続いていたが、7月以降は上昇傾向が強まり、11月28日には2,576.5ドルと2011年8月以来の高値をつけた。その後は下落し、足元は2,000ドル台で推移している。

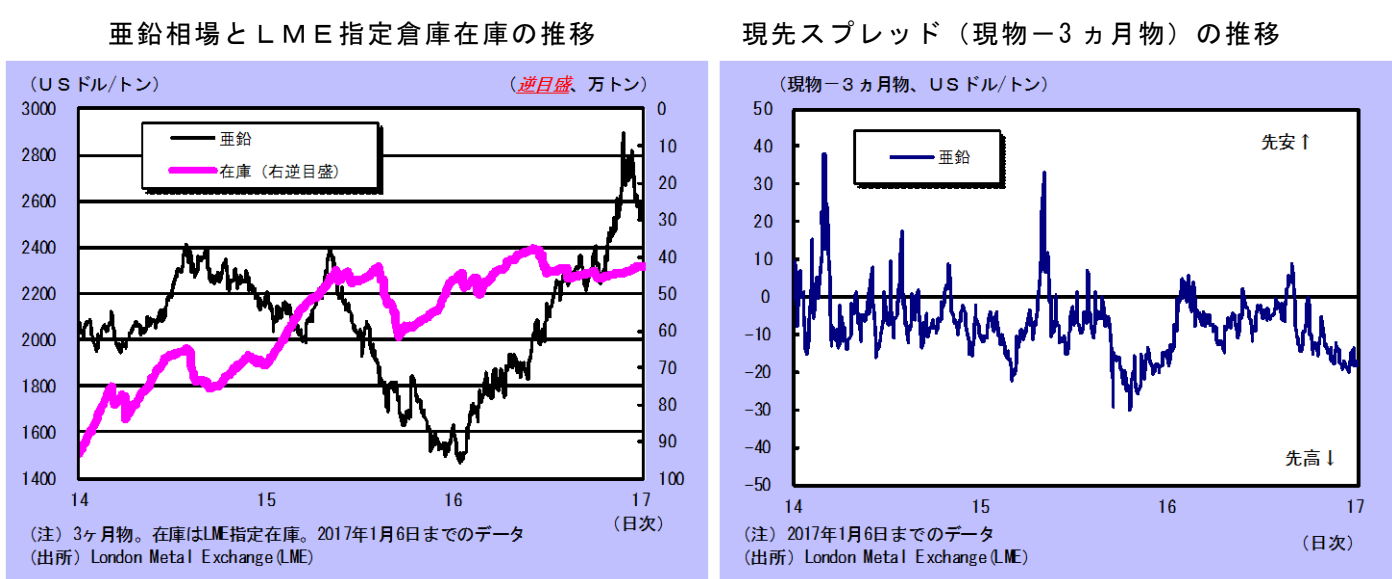
(図表 17) アルミニウム



(図表 18) ニッケル

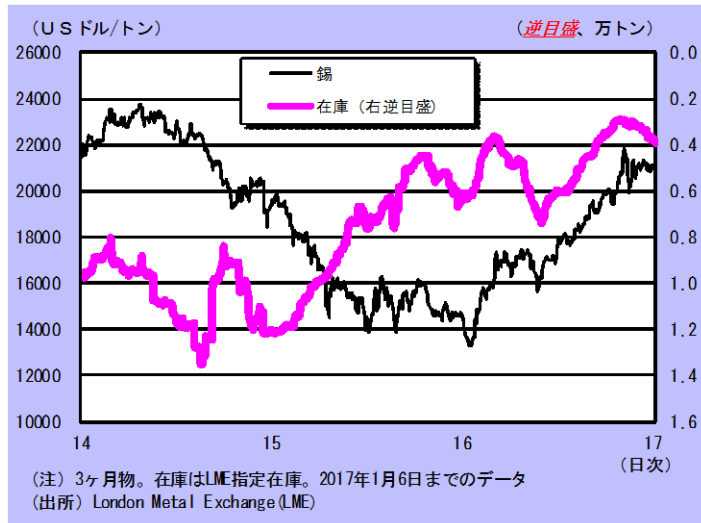


(図表 19) 亜鉛

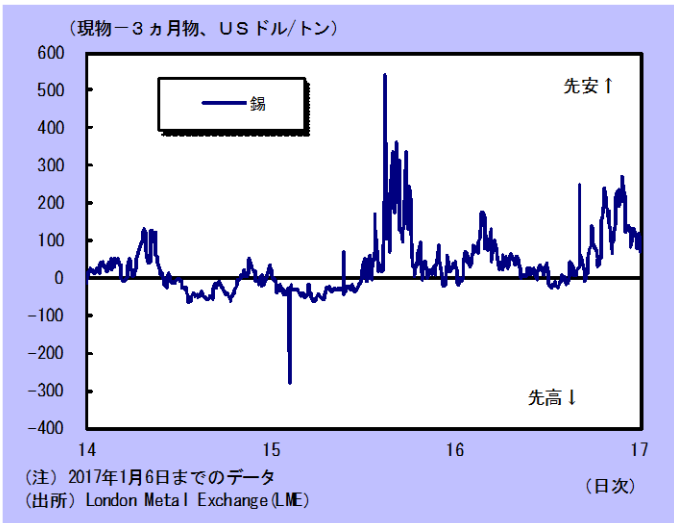


(図表 20) 錫

錫相場と L M E 指定倉庫在庫の推移

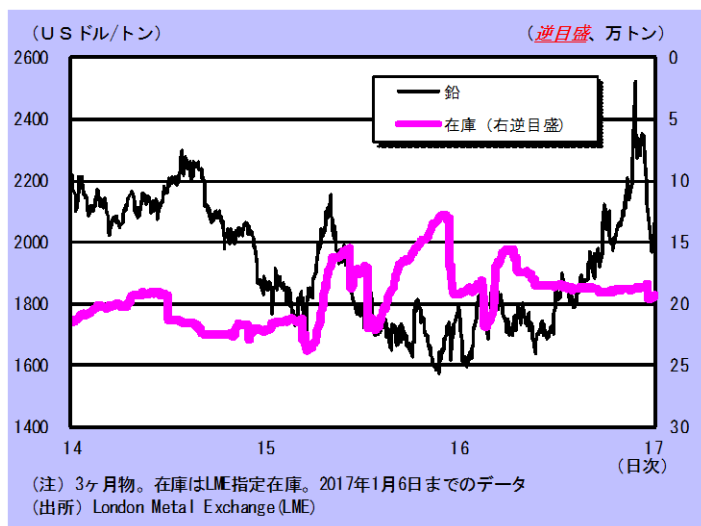


現先スプレッド (現物-3ヶ月物) の推移

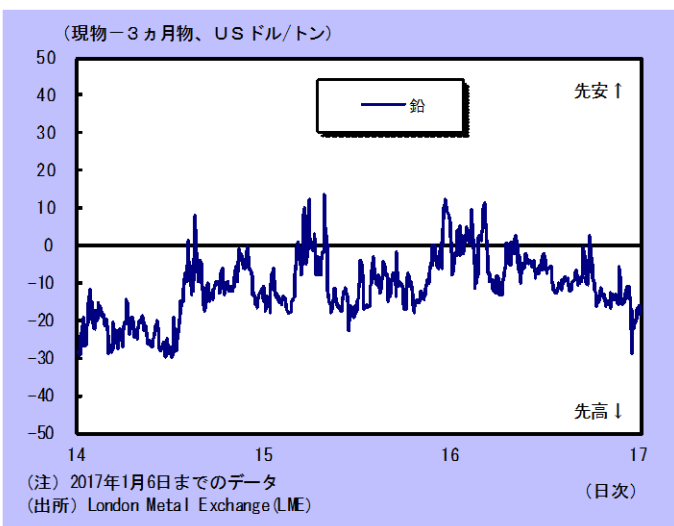


(図表 21) 鉛

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



IV. 貴金属：10～12月の金相場は大幅下落

金相場は、2016年7月6日には1トロイオンスあたり1,374.91ドルと2014年3月以来の高値まで上昇し、9月頃にかけて1,300ドル台での推移が続いたが、10月に入ると下落した。11月には、一時的に1,300ドル台に持ち直す動きもあったものの、12月15日には1,122.35ドルと10カ月ぶりの安値まで下落した。

【10月の動向】～下落後、やや持ち直し

金相場は、3日に、米ISM製造業景況指数が市場予想を上回ったことを受けて下落し、4日にはリッチモンド連銀のラッカー総裁がタカ派的な発言をしたこともあって早期利上げへの警戒感が強まり、3%超の大幅下落となって1,300ドルの大台を割り込んだ。その後も、米ISM非製造業景況指数が市場予想を上回ったこと（5日）、米新規失業保険申請件数が減少したこと（6日）、米雇用統計で賃金の上昇が示されたこと（7日）などを材料に米利上げ観測が強まる中、ドル高が進み、金相場は軟調な推移となった。

もっとも、後半には、ショートカバーや安値拾いの買いが入り、反発に転じた。為替市場でドル高が一服してややドル安方向に戻ったことや、米調査会社のコンファレンス・ボードが発表した10月の消費者信頼感指数が低下したこと（25日）などが相場の押し上げ材料になった。また、クリントン氏のメール問題を巡って米連邦捜査局（FBI）が捜査を再開したこと（28日）を受けて、同氏が優位とみられていた米大統領選の行方が不透明になったとして投資家のリスク回避志向が強まり、金相場を押し上げた。

【11月の動向】～上昇後、乱高下を経て大幅下落

月初は、前月終盤からのドル安基調が続いたこと、一部世論調査でトランプ氏の支持率がクリントン氏を上回る（1日）など、米大統領選でトランプ氏が勝利し、金融市場の混乱につながるリスクが意識されたことなどから、金相場は堅調に推移した。

しかし、6日には、FBIがクリントン氏のメール問題について訴追しない方針を表明したことを受けて、クリントン氏が米大統領選で勝利する可能性が高まったとの見方が強まり、7日の金相場は下落し、8日も続落した。

9日には、米大統領選でトランプ氏が勝利した結果が明らかになり、それまで過激な発言をしてきた同氏の政策に対する不透明感から株式などリスク資産が大幅に売られる中、金は安全資産として買われ、一時、1,337.40ドルまで上昇した。しかし、同氏の勝利演説が米国民の団結を訴える穏当なものであったことなどから、市場におけるリスク回避的なムードは後退してむしろ同氏の経済政策に対する期待感が強まる流れとなった。結局、この日の金相場は1,270ドル台と前日比ほぼ変わらずとなった。

10日以降の金相場は、ほぼ一本調子で下落となった。トランプ氏がインフラ投資や大型減税を打ち出していることを受けて、米長期金利が上昇し、為替市場ではドル高が進んだことで、ドル建てで取引される金に割高感が生じ、金は売られる流れとなった。トランプ次期政権の経済政策への期待感から米国

株式が史上最高値の更新を続けるなど金以外の資産に見直し買いが入る中、それまで安全資産として買われてきた金は、投資先としての魅力に欠けるとの見方も強まったと思われる。11日には、下落幅が3%近くに及び、その後も、月末にかけて下落基調が続いた。イエレンFRB議長が「比較的早期に利上げを行うことが適切」と述べたこと(17日)、米国耐久財受注が市場予想を上回ってドル高が進んだこと(23日)、米民間雇用サービス会社オートマチック・データ・プロセッシング(ADP)が発表した雇用増加数やシカゴ地域の景況指数が市場予想を上回ったこと(30日)なども相場の下落材料になった。

【12月の動向】～前半は続落、後半は下げ止まり

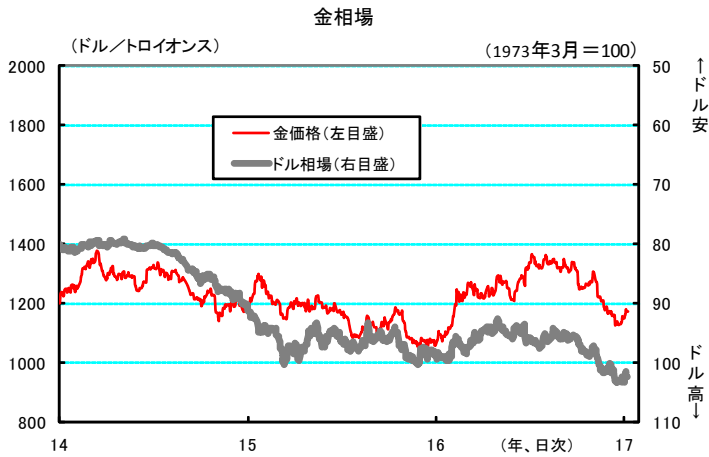
上旬は、米ISM製造業景況指数が上昇したこと(1日)、米ISM非製造業景況指数が上昇したこと(5日)、米国の株価が最高値更新を続ける中、投資家のリスク志向が強まり、安全資産である金への投資は敬遠されたこと、などから金相場は下落が続いた。13～14日に開催されたFOMCでは、0.25%の利上げは市場予想通りだったものの、FOMCメンバーによる2017年の利上げ見通しが従来の2回から3回に増えたことが金相場の重石となった。15日には、一時1,122.35ドルと2月以来の安値をつけた。

後半は、為替市場におけるドル高が一服する中、安値拾いの買いが入りやすくなったことなどから、金相場は下げ止まった。中国による米軍無人潜水機の捕獲(16日)やトルコでのロシア大使銃撃(19日)も一時的な相場の押し上げ材料になった。年末にかけては、薄商いの中、ショートカバーが入ったことなどから、小幅上昇する展開となった。イタリアの不良債権問題など欧州の銀行に対する懸念も、金相場を支える材料になったとの指摘もある。

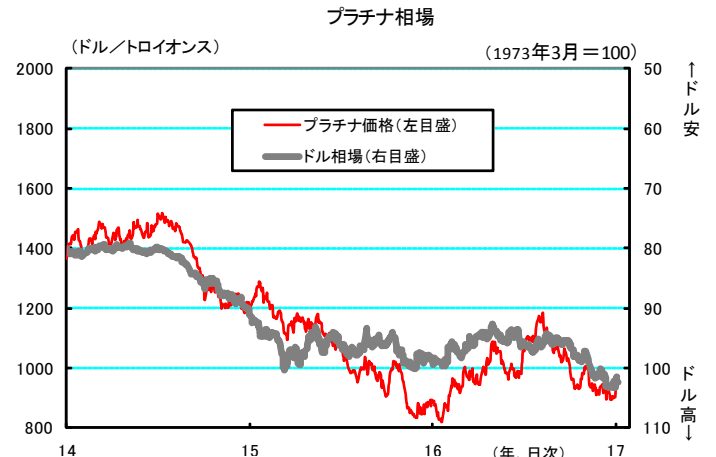
【先行き】～当面、一進一退を予想

7～9月に1,300ドル台で推移していた金相場は、10月以降、売りが優勢となり、12月には1,100ドル台前半にまで下落した。中国で公共投資などによる景気下支えへの期待が高まったことや、米大統領選でのトランプ氏の当選を受けてインフラ投資や減税による景気押し上げ観測が強まったことから、投資家がリスク資産投資を志向し、安全資産である金への投資は敬遠された。また、FRBが追加利上げを実施し、2017年の利上げ見通しも強まったことから、金利の付かない金投資は見送られる傾向となった。1月にかけて、上記の要因による金売り圧力は一服しているものの、金を積極的に買う材料には乏しく、相場は、節目である1,200ドル程度に戻した後は、一進一退の推移になっていくと見込まれる。

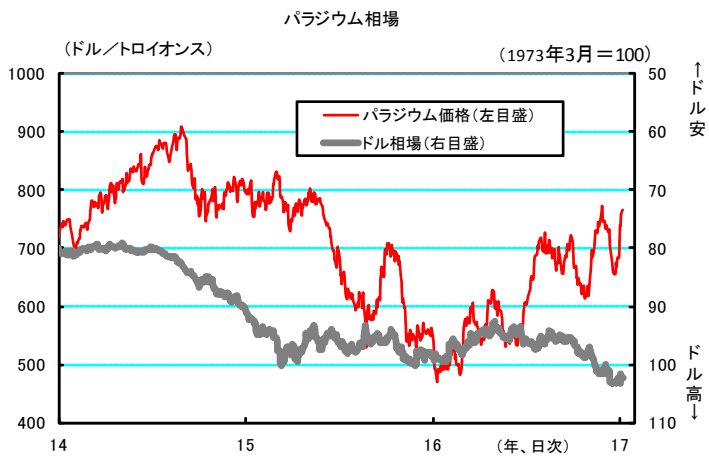
(図表 22) 貴金属価格の推移



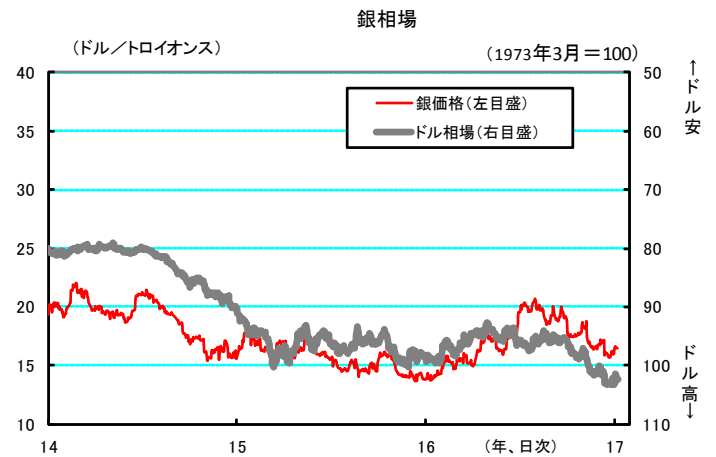
(注)ドル相場は対ユーロ、円、ポンド、カナダドル、スウェーデンクローネ、スイスフランの加重平均値 (出所) Bloomberg



(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



(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



(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

V. トピック

～2017年の原油相場の見通し～

2017年の原油相場はどのような展開となるだろうか。

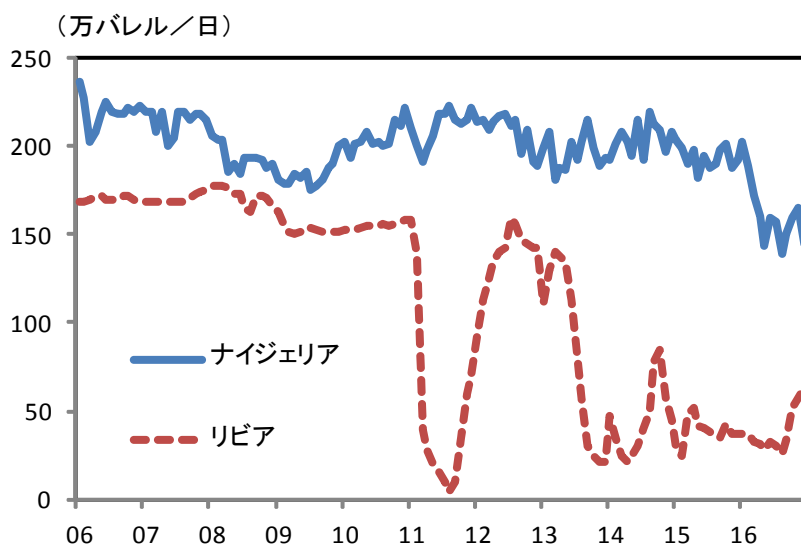
石油輸出国機構（OPEC）は、2016年11月末の総会で日量約120万バレルの減産で合意し、12月10日にはロシアなど非OPEC産油国も55.8万バレルの減産で合意した。事前にはOPEC内での国別生産割り当ての調整で難航が見込まれていたのに反して、減産で最終合意しただけでなく、非OPECからも協調減産を引き出せたため、需給引き締め観測が強まり、原油相場は上昇した。

① 減産効果への疑念が高まる可能性

1月からは合意された減産が開始される。すでに12月から、サウジアラビア、クウェート、アラブ首長国連邦、オマーンは、米欧の製油所に対して1月分から供給を削減するとの通知を行い、サウジ、クウェート、アンゴラは1月から減産の割り当て分を履行していると述べているようだ。ベネズエラも減産の履行を宣言し、イラクも減産に向けて動き始めたとされる。

しかし、実際にどれほど需給が引き締まるのかは予断を許さない。内戦などによって原油の生産障害が発生しているため、OPECの減産合意の対象外となったリビアやナイジェリアの原油生産は、増産が見込まれる。特にリビアでは、武装勢力との交渉が進展し、困難だとみられていた重要パイプラインの再開に目処が立った。同国国営石油会社は12月26日時点の産油量が日量62.8万バレルに回復し、3カ月以内にさらに27万バレルを増産できる見込みだとした。ナイジェリアでは、武装勢力による石油施設への攻撃から12月の原油生産量が落ち込んだようだが、先行きは増産に転じる可能性がある。

（図表 23）リビアとナイジェリアの産油量の推移

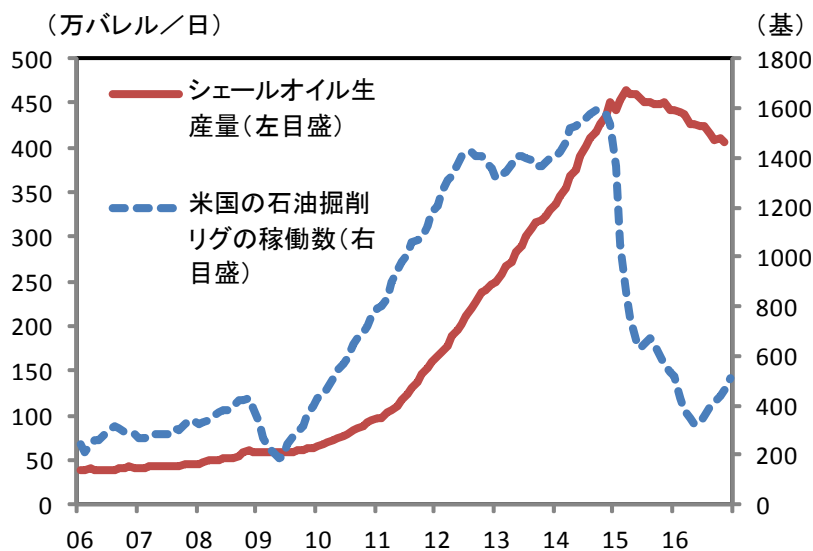


（出所）Bloomberg

一方、米国のシェールオイルについては、最近の原油高を受けて、油田開発の先行指標である石油掘削リグの稼働件数が増加していることからすると、産油量の減少傾向に歯止めがかかるとみられる。

また、米国では、トランプ政権下で、エネルギー開発の促進策が採られるとみられ、将来の需給緩和が連想されるかもしれない。新年序盤の原油相場は、上値が重い展開が予想される。

(図表 24) 米国の石油掘削リグの稼働数とシェールオイルの生産量の推移



(出所) 米エネルギー情報局、Bloomberg

② 年後半にかけて緩やかに上昇

もっとも、春以降は、夏場にかけてのガソリン需要の増加が意識されやすいだろう。また、OPECは5月25日に予定される次回総会で、価格押し上げを志向して減産目標を維持する可能性がある。年後半にかけて、中国・インドなど新興国の原油需要が増加し、原油需給は緩やかに引き締まろう。原油相場は緩やかな上昇が予想される。ただし、原油高局面では米シェールオイルの増産が意識され、相場の上値を限定するだろう。

需給を離れると、為替相場の動きにも要注意だ。ドル高が一服して、ドル安傾向に転じると、原油などコモディティへの投資が選好されるかもしれない。トランプ政権の中東政策も注目される。

2017年の原油相場のレンジは、欧州北海産のブレント原油で1バレルあたり42~67ドル、米国産のWTI(ウエスト・テキサス・インターミディエイト)で40~65ドルと予想する。なお、2017年の平均価格の予想値は、ブレント原油で56.0ドル、WTI原油で53.5ドルである。

(図表 25) 原油価格の見通し

<2017年1月時点>	→ 予測値 (ドル/バレル)												
	16年				17年				18年				19年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q
WTI 原油価格	33.5	45.6	44.9	49.3	52.2	52.9	54.0	54.7	56.1	57.0	57.6	58.2	58.8
(ブレントとの価格差)	(-1.6)	(-1.4)	(-2.0)	(-1.8)	(-2.5)	(-2.5)	(-2.5)	(-2.5)	(-2.5)	(-2.5)	(-2.5)	(-2.5)	(-2.5)
ドバイ原油価格	30.7	43.2	43.4	48.2	52.2	52.9	54.0	54.7	56.1	57.0	57.6	58.2	58.8
(ブレントとの価格差)	(-4.4)	(-3.8)	(-3.6)	(-2.9)	(-2.5)	(-2.5)	(-2.5)	(-2.5)	(-2.5)	(-2.5)	(-2.5)	(-2.5)	(-2.5)
ブレント原油価格	35.1	47.0	47.0	51.1	54.7	55.4	56.5	57.2	58.6	59.5	60.1	60.7	61.3

(注) シャドー部分は予測。期中平均値。

－ 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、当社までご連絡ください。