

調査レポート

国際商品市況の現状と見通し

～原油、ベースメタル、貴金属、農産物～

国際商品市況は上昇傾向で推移している。その背景として、まず、リーマンショック後の景気持ち直しに伴って各コモディティの需給が改善していることが挙げられる。また、昨年は、米国の金融緩和政策や天候不順等による供給障害がコモディティ価格の変動要因になり、今年に入ると、中東における地政学的要因や日本の大震災・原発事故が各コモディティの価格に様々な影響を及ぼした。

地政学リスク、資産バブル崩壊、天災、事故などによって、経済の先行きが不透明になると、安全資産とされる金の価格上昇につながりやすい。また、それらが産油国における地政学リスク、エネルギー供給源の破壊などであれば、原油価格を上昇させる要因でもある場合がある。急な原油高は、経済の先行き不透明感を強める要因になることが多く、金高・原油高が続くような状況は、あまり良い経済環境とはいえない。しかし、2011年3月にかけて、原油や金の価格は高止まりしている。また、他のコモディティも総じて、高止まりしている。

先行きについてみると、エネルギー分野では、日本の大震災・原発事故を受けて、天然ガスや石炭がエネルギー源として見直されるとの思惑が、当面、続くであろう。ベースメタルについては、銅や錫など供給制約が意識されやすい品目を中心に、価格が上昇しやすい状況が続いている。貴金属については、金や銀は経済の先行き不透明感などから安全資産として注目される状況が今しばらく続くと考えられる。一方で、プラチナやパラジウムは日本の大震災によるサプライチェーンの混乱が自動車生産に及ぼす影響が意識されるだろう。農産物は、生産国の天候しだいであるが、高値圏では中国からの輸入注文が弱まるなど、価格上昇にはいったん歯止めがかかってきている。

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)

〒108-8248 東京都港区港南 2-16-4

TEL: 03-6711-1250

．コモディティ概況

1．国際商品市況全般：上昇傾向が続く

足元の国際商品市況は上昇傾向で推移している。ドル建ての国際商品相場全般の動向を表す代表的な指標であるロイター・ジェフリーズC R B指数の動向をみると、2009 年はじめ頃をボトムに上昇に転じ、2011 年に入っても基調としては上昇が続いている。

その基本的な背景としては、リーマンショック後の景気持ち直しに伴い各コモディティの需給が改善してきていることが挙げられる。また、最近では、米国の金融緩和政策、天候不順による供給障害、中東における地政学的要因などがコモディティ市況に大きな影響を及ぼした。

すなわち、2010 年 8 月 27 日の F R B 議長講演で示唆された量的金融緩和策の実施を徐々に織り込む形でコモディティ市況は上昇が続き、実際に 11 月 4 日の F O M C（米連邦公開市場委員会）において緩和策（いわゆる Q E 2）が決定されると、いっそうの追加緩和期待も加わってコモディティ市況は全面高になった。また、2011 年初にかけて、中南米の天候不順やオーストラリアの大洪水による供給障害が懸念されて、農産物、石炭、鉄鉱石などの相場が押し上げられた。2 月にかけて、チュニジアやエジプトなどの政情不安への懸念が強まり、貴金属や原油が上昇した。3 月には、日本の大震災や原発事故が世界的な景気下押し要因として懸念され、コモディティ市況全般が急落する場面もあったが、仏英米軍がリビア政府軍に攻撃する事態に至り、地政学リスク懸念から原油や金を中心に再び商品市況に上昇圧力が生じている。

2．各コモディティの傾向：中東情勢不安定化で原油高・金高

昨年終わり頃から今年 1 月にかけて、先進国や新興国の景気の底堅さを背景に、株価は堅調に推移し、長期金利は上昇する傾向が続いた。そうした中で、リーマンショックによる大不況や欧州財政危機時に安全資産として人気が高まった金への関心は一巡し、コモディティの中では、景気敏感な工業原材料が上値を追いやすくなっていた。

一方で、昨年末から今春にかけてラニーニャ型の天候不順が南半球で目立ったこともあり、農産物市況への関心も高まっていた。チュニジアでのジャスミン革命に続き、中東各地において政情悪化が顕著になった一因として、主食である小麦の高騰が、所得格差や硬直的な社会への不満を助長した面もあるかもしれない。

2 月に中東各国に反政府的な政治行動が広がり、特にリビア情勢が深刻化すると原油価格が押し上げられ、金融・コモディティ市場では、地政学リスクの高まりや原油高騰による景気悪化への懸念から、リスク回避的な投資行動が再び強まった。具体的には、景気先行き懸念から株価は下落し、銅などベースメタルや農産物も需要鈍化懸念から下落する一方で、先進国の国債や金が買われた。

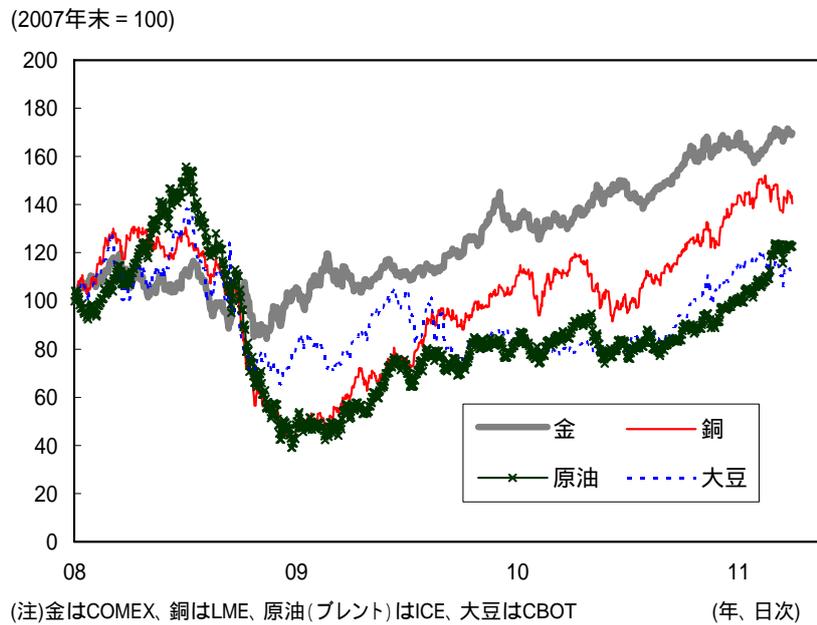
3 月も、基本的には、金と原油が高止まりする傾向が続いている。一方で、ベースメタルや農産物の多くは、日本の大震災・原発事故を受けて大幅下落した頃に比べ持ち直しているものの、2011 年初よりもやや低い水準にとどまっている。

(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・大豆の市況の推移



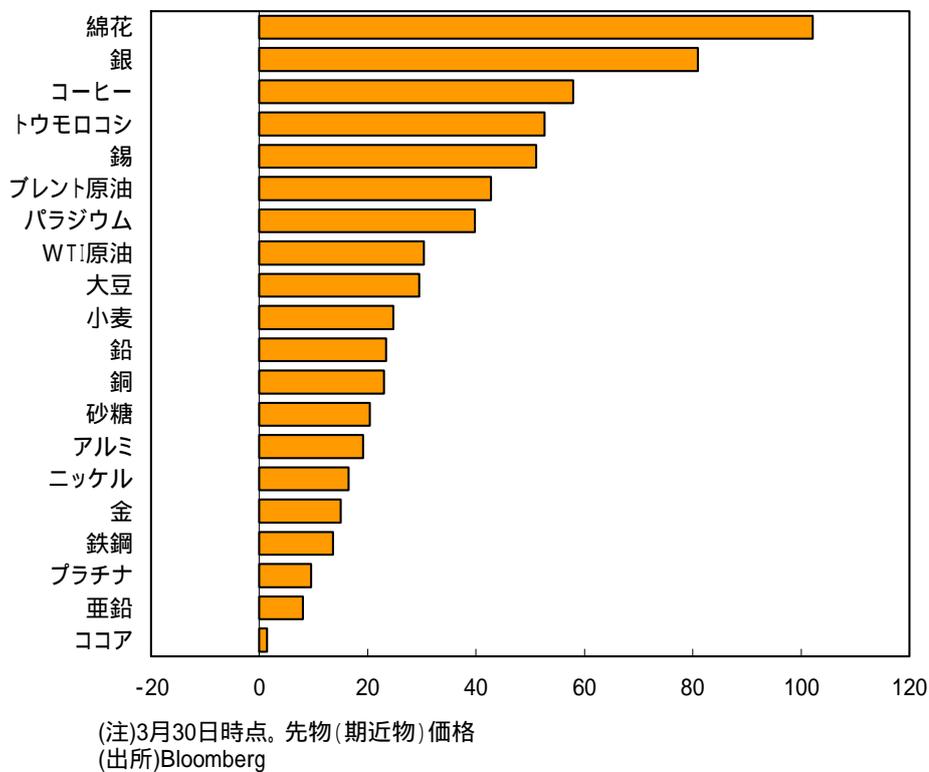
(注)金はCOMEX、銅はLME、原油(ブレント)はICE、大豆はCBOT
(出所)Bloomberg

3. 価格変動要因についての考え方～景気・物価・地政学リスク

先に述べたとおり、国際商市況が全体的に上昇している中でも、各コモディティによって動向は異なっている。

綿花、銀、コーヒー、トウモロコシ、ブレント原油などは大幅な上昇を記録しているものもあるが、ココア、ニッケルなど高値圏から急反落して昨年並みの価格に落ち着いてきているものもあるなど、足元の経済情勢の多面的な状況を示している。

(図表3) 各コモディティの2010年平均値からの上昇率(%)



こうした現在のコモディティ市場の状況を、概念的に整理すると、次のようにみることができるだろう。

まず、基調的な流れとして、各国における景気回復の持続に伴って、株式や預金・債券の魅力が向上し、コモディティの投資先としての魅力を相対的に低下させる圧力になっている。これは、特に、1月に入って中旬までの時期(=中東情勢の深刻化が明らかになる前の時期)の市場動向に現れた。具体的には、それまで安全資産であるとして注目されてきた金や銀の価格下落が大きくなった一方で、ベースメタルなど工業原材料になるコモディティについては、景気回復によって需給が引き締まるとの見方から、価格上昇圧力が生じた。

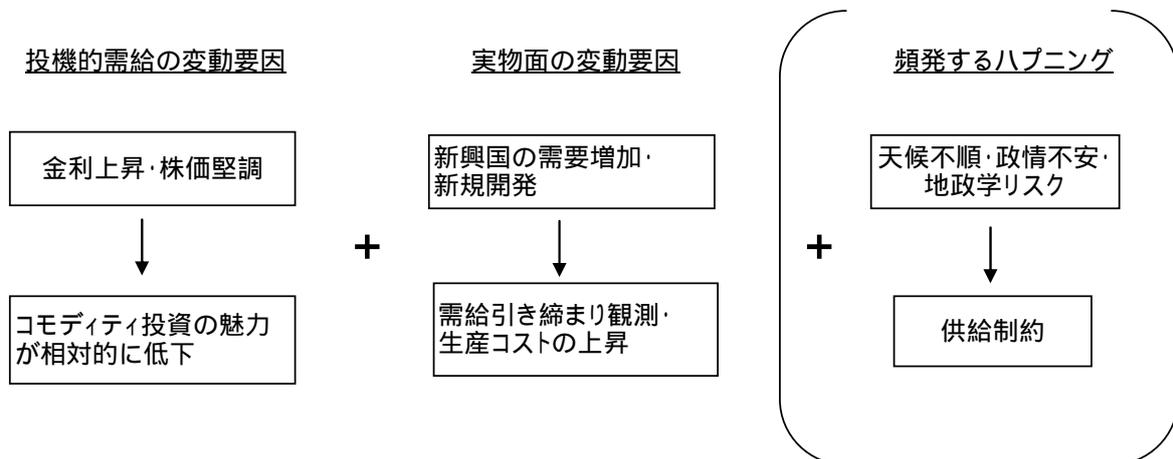
しかし、コモディティ市況は、景気以外の要因にも大きく左右される。この半年余りは、天候、

鉱石品位、政策、政治情勢、地政学リスクなどの経済外部要因の変化が、コモディティの供給を抑制して、価格上昇につながる例が目立った。小麦、トウモロコシ、砂糖をはじめ各種農産物の市況は生産国の天候不順により押し上げられた。また、基調として新興国需要の増加が意識される中で、銅、錫、パラジウムなどは既存鉱山の生産力の低下などにより、恒常的な供給余力の低下が懸念されて価格上昇を招いた。特に今年2月以降は、中東・北アフリカ地域の各国において政治情勢が不安定化したことが、一方では原油供給への不安から原油価格を押し上げることになり、他方では投資家等のリスク回避傾向を強め、安全資産とされる金や銀の価格上昇につながった。

なお、原油は、経済全体への波及効果が大きいコモディティであり、他のコモディティ市況は、原油高の影響を直接・間接に受けることになる。リビア情勢の緊迫化によって、原油高や供給途絶への懸念が景気失速観測につながる場合には、多くの金属や農産物の価格は下落した。一方で、石油と代替性のあるエタノール生産向けの需要が伸びているトウモロコシや、精錬にかかるエネルギーコストの比重が大きいアルミニウムの価格は押し上げられた。

以上述べたように、それぞれのコモディティに価格が上昇する理由があるのだが、そうした理由が注目される背景には、コモディティが有力な資金の運用手段になっていることがある。ETF（上場型投資信託）のように投資家が購入しやすい金融商品が普及していることや、低金利環境の中で相対的に有利な運用先と見えやすいことなどがあると考えられる。

（図表4）コモディティ市況の変動要因のイメージ



．各論

(1) エネルギー価格の動向

a) 現状

エネルギー市況の中心となる原油価格の動向をみると、昨年後半以来、北海油田の減産、寒波などの要因を背景に上昇し、1月後半以降にチュニジアやエジプトなど中東の政情悪化が目立ち始めると一段と押し上げられた。

さらに、2月後半にはリビア情勢が悪化したため、指標となる北海産のブレント原油は一時1バレルあたり120ドルに迫った。2月24日以降、サウジアラビアが増産の意向を示し価格上昇に歯止めがかかったが、ブレント原油は110ドルを上回って高止まりが続いた。その後も、3月14日に、バーレーンにサウジアラビアをはじめとした湾岸諸国が治安部隊を派遣する事態に陥るなど中東各国で政情の不安定化が続いている。

一方で、15日には、日本の原発事故の深刻化や震災復旧の遅れへの懸念を背景に、世界景気の不透明要因が強まり、需要減退懸念から原油は下落した。しかし、19日に仏英米軍がリビア政府軍への攻撃を行ったことを材料に、地政学リスク懸念から原油相場は再び上昇に転じた。

b) 見通し

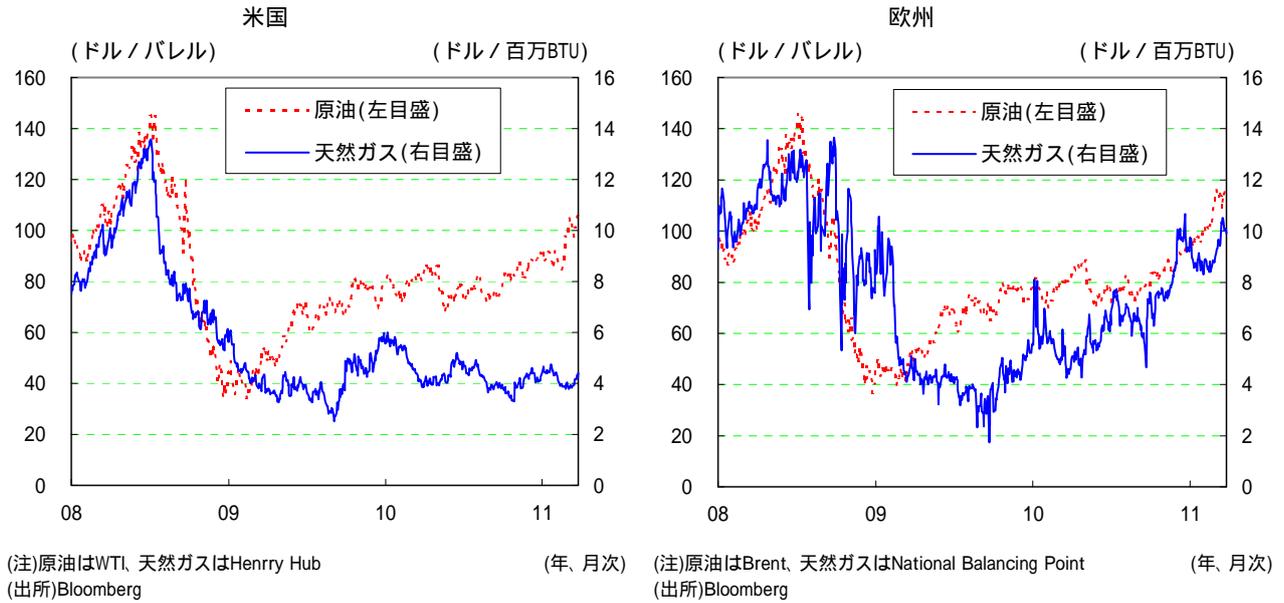
3月に入って、原油高の世界景気への悪影響が懸念される中で、日本の大災害によって景気の先行きがさらに不透明になり、原油需給が緩和した。日本経済が復興に向かうにつれて、増加する電力需要を賄うために燃料需要が高まり、原油高要因になるとの見方も出ている。しかし、すでに原油価格は景気を悪化させたり、石油需要を抑制したりする水準にあるとみられる。ガソリン価格は、日本では1リットルあたり150円を上回り、米国では1ガロンあたり3.5ドルを上回ってきており、消費者心理に悪影響が及び始めている。

また、リビアにおいて軍事衝突が起こっているものの、軍事行動のいっそうの拡大には消極的な国が多いと見られることや、世界的にみれば石油在庫や産油国の生産余力が潤沢なことから、軍需品として石油への需要が急増することにもならないだろう。リビア原油の多くはすでに出荷されており、追加的な需給引き締め材料になる状況でもない。

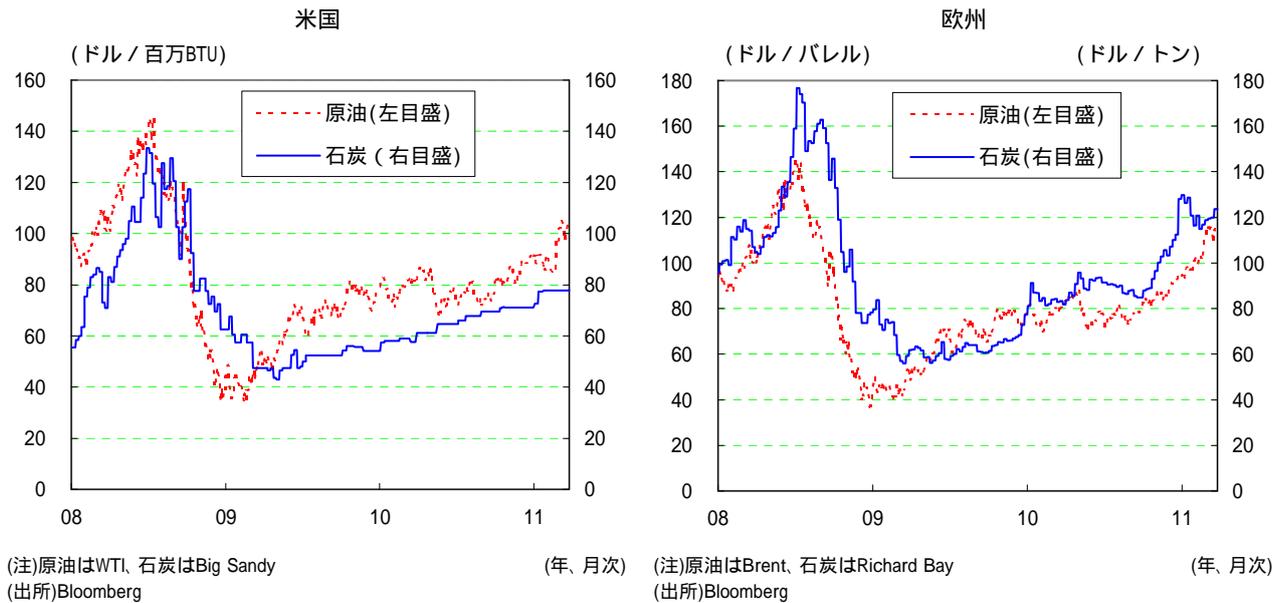
インフレ圧力が懸念される中で、各国がインフレ警戒的な政策を模索すると思われ、いずれブレント原油で100ドル割れ、WTI原油で90ドル割れまで下落が進むと思われる。

一方で、世界的に原子力発電の建設や稼働が停止されるとの思惑が強まったため、石炭や天然ガスを代替的な発電燃料とみる動きが生じている。特に、天然ガスや石炭が国際取引される傾向が強い欧州の市況でそうした傾向が現れている。米国の国内市況などでも、今後、国際市況と連動する動きがみられる可能性がある。特に非在来型の天然ガス資源(シェールガス)の開発が急進展したことを背景に、天然ガス価格は低位で安定していたが、米国においてもやや価格上昇圧力が出てくる可能性がある。

(図表5) 米欧における原油価格と天然ガス価格の推移



(図表6) 米欧における原油価格と石炭価格の推移



(2) ベースメタル価格の動向

a) 現状

非鉄ベースメタル相場全体の動向を示すLME（ロンドン金属取引所）金属指数は、2月14日に4,478ポイントと、2007年5月以来およそ4年ぶりの高値を更新した。しかしその後、原油価格の急騰をきっかけに世界経済の減速懸念が広がったことに加え、3月11日に発生した東北太平洋沖大震災の影響による原子力発電所の事故への懸念も強まり、3月15日には4,085ポイントと、昨年12月24日以来およそ3ヶ月ぶりの安値をつけた。

個別の動きをみると、アルミニウムは、エネルギー高による精錬コスト上昇が意識されて、むしろ上昇している。銅や錫は、上昇ピッチが早かった反動が大きくなりそうな印象があるものの、依然として需給ひっ迫懸念が強く、株式などと同程度の下落率にとどまった。一方、ニッケルや亜鉛など、もともと特段の買い材料がなかった中で、銅に連れ高していた金属では下落率が大きくなっている。

外部環境として、各国の景気回復傾向が持続しているものの、日本における大地震や原発事故の発生、リビアでの軍事衝突、米国の金融政策や中国の引締めなど、不透明要因が増してきている状況だ。

b) 見通し

当面は、日本の原発事故や震災の打撃を見守る状況が続くだろう。日本と経済関係の深い中国への影響も懸念されている。自動車やエレクトロニクス製品などの生産停滞は、ベースメタル全般で一時的な需要の押し下げ要因となる。

その後は復興需要の動向も注目されるだろう。インフラ施設の復興が本格化すれば銅などの需要拡大が見込まれる。震災以外の要因では、各国での相次ぐ金融引締めの影響も無視できない。商品市場は過去2年間、グローバルな景気回復と金融緩和の組み合わせが相場を押し上げる構図が続いたが、先進国の景気回復や新興国の景気過熱（加えて政治・地政学リスクの高まり）により、金融政策の方向性が変化する局面に差し掛かった。

新興国では、インフレ率が高止まりする場合、引締め局面が長期化して経済成長が一時的に減速するおそれがある。これまで一次産品需要の拡大をけん引してきた新興国での景気が一時的にせよ減速すると、市場は需要が思ったほど強くない状況を嫌気する可能性がある。米国や欧州の金融政策スタンスも引き続き市場の大きなテーマであり、経済指標や高官発言などを材料に思惑が交差し、ボラティリティの高い（値動きの激しい）展開が予想される。

震災被害にともなうサプライチェーンへの影響により、銅、アルミニウム、亜鉛などの主用途であるハイテク関連財や自動車の生産動向に注目が集まっている。各金属の今後の上昇幅について見方が分かるとはいえ、グローバルな景気回復にともなう相場の上昇トレンド自体は変わらず、足元の高値水準は定着する見通しである。

個別にみると、以下のとおりである。

銅価格（LME、3ヶ月物、終値）は、2月15日に1トンあたり10,190ドルの最高値をつけた後に下落していたが、当面、9,000～10,000ドルでもみ合う推移が予想される。各国における発電所の建設計画の見直しなどが銅需要の見通しを変動させる可能性もあるが、基本的には、グローバルな景気回復にともなう需要拡大を背景に、緩やかに上昇するだろう。

アルミニウム価格は、原油高に連動して3月3日に2,612ドルと2008年9月以来の高値をつけたが、その後2,500ドルを下回ってきている。短期的には、震災による自動車生産の停滞が下押し要因になるが、中長期的には、自動車向け、航空機向け、日用品関連の需要の拡大や、エネルギー価格の上昇により、アルミニウム価格は緩やかな上昇トレンドが続くとみられる。

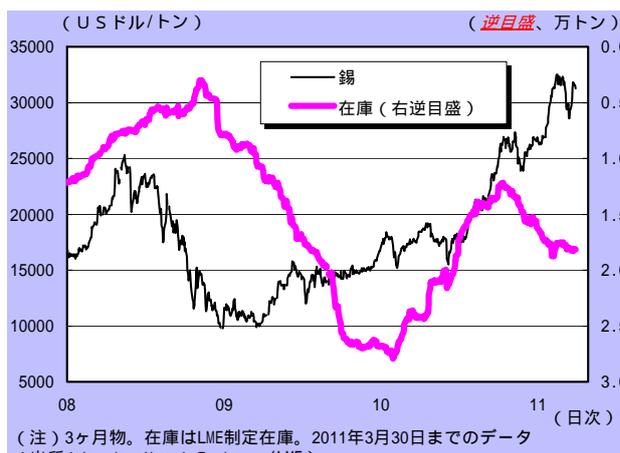
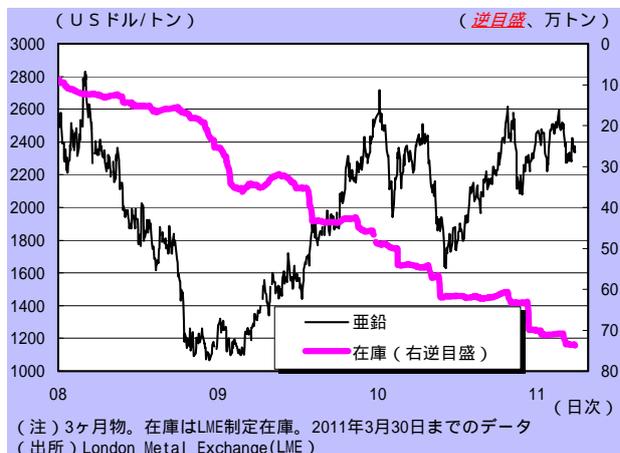
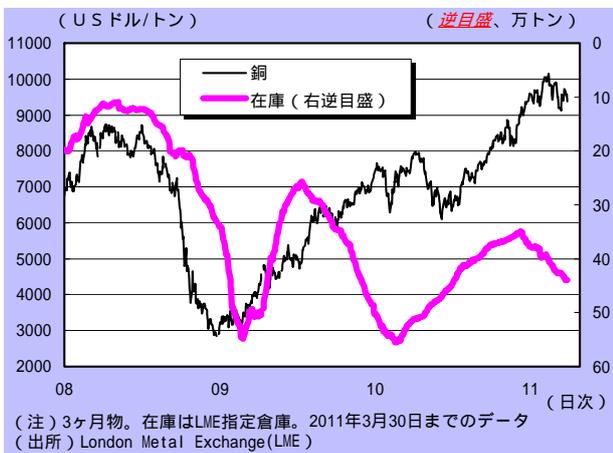
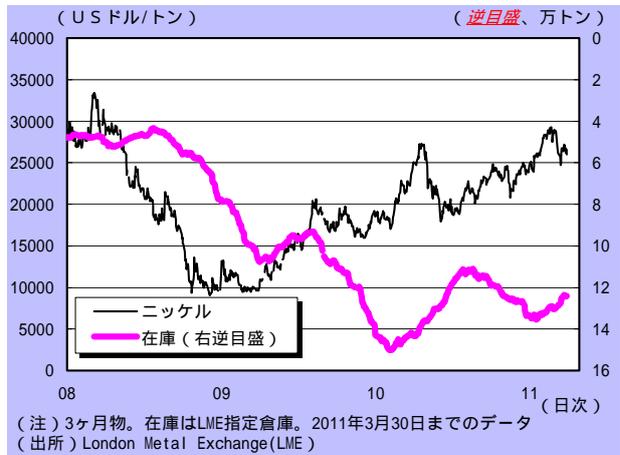
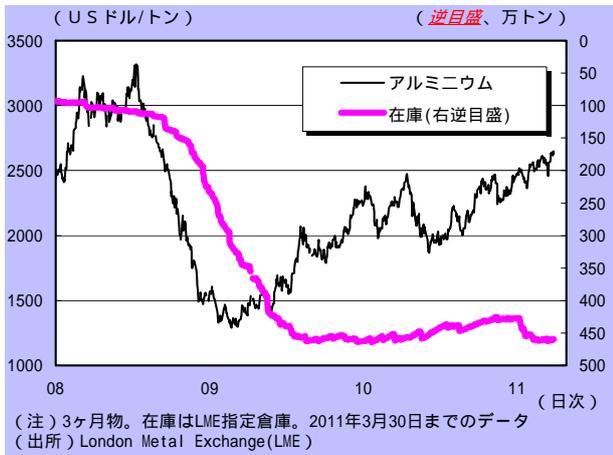
ニッケル価格は、2月21日に29,300ドルと2008年4月以来の高値をつけたが、その後3月15日には25,000ドルを割り込んだ。主用途であるステンレス需要の動向をみると、中国や欧州で回復が本格化している。今後、日米でも設備投資の持ち直しによりステンレス需要が増加して、ニッケル価格を下支えするだろう。新規鉱山からの出荷状況が価格動向を占うポイントとなる。

亜鉛価格は、2月14日に2,596ドルと昨年10月以来の高値をつけたが、3月9日に2,200ドル台まで下落した。新興国の建設や自動車向けに鋼板メッキ需要が予想以上に拡大しているが、最大生産国の中国では過剰生産に歯止めがかかっておらず、LME指定倉庫の在庫は増加が続いている。銅など他の金属に連れ高して、基調でみれば緩やかな価格上昇が見込まれる。

錫価格は、1月下旬に昨秋に記録した最高値を更新した後も続伸し、2月16日には32,799ドルまで上昇していたが、3月16日には28,600ドルまで下落した。最大輸出国のインドネシアは、2006年以降、資源ナショナリズムを鮮明にしており、違法採掘の摘発や製錬所の閉鎖が続いている。また最近ではラニーニャ現象にともなう大雨被害もあった。足元のエレクトロニクス需要の先行き懸念が一服すると、再び30,000ドルの大台をめざす展開が予想される。

鉛価格は、上昇基調で推移し、2月21日には2,675ドルと2008年4月以来の高値をつけ、その後も他の金属が下落傾向で推移する中、鉛は高値圏で横ばい推移を続けている。3月24日から中国で先物取引が開始されることで鉛の引き合いが強まるとの観測があった。もっとも、震災の影響により、内外の自動車メーカーが相次ぎ生産停止に追い込まれる事態となったため、先進国の需要減少が懸念されており、きっかけ次第で乱高下する可能性がある。

(図表 7) 各非鉄ベースメタルの市況と L M E 指定倉庫在庫の推移



(3) 貴金属価格の動向

a) 現状

貴金属は、リスク回避的な安全資産とされる。つまり、インフレが進んで貨幣価値が下落するような時や、地政学的なリスクや金融のシステミック・リスクが拡大して金融商品の価値の持続性が疑われるほどに経済が混乱する時に、価値の貯蔵手段として注目される。実際、2008年にリーマンショックが起これ、その後、各国で金融緩和が行われ、2010年11月には米国で追加量的緩和策(QE2)が行われる中で、貴金属価格は総じて上昇傾向を続けてきた。

もっとも、「金・銀」は代替貨幣的なニーズが中心となるのに対して、「プラチナ・パラジウム」は工業関連需要が中心であり、価格動向も異なることがある。1月は、景気回復観測が強まる中で、安全資産としてのニーズが低下したため金と銀は下落傾向で推移した一方で、景気回復による需要増が見込まれるプラチナとパラジウムは緩やかな上昇傾向を続けた。2月に入ると、プラチナとパラジウムは底堅さを保つものの上値が重くなった一方で、リスク回避的な資産として好まれる金と銀は相場の反転上昇が鮮明になった。3月に入っても、中東情勢への懸念が強く、リスク回避的に金や銀が選好される流れが続いた。日本の震災や原発事故に対する反応では、各国の株価が大幅下落した3月15日には金や銀も下落したが、その後、価格上昇が目立っている。一方で、パラジウム、プラチナは、主用途である自動車の生産が落ち込む懸念が出ているため、価格は下落した後、あまり反発はみられない。

b) 見通し

ドル高や金利上昇が金価格の抑制要因とみなされ、株式などへの資金シフトも指摘される中で、1月末にかけて金相場は下落した。今後も、景気拡大による長期金利の上昇や、主要国の政策金利の引き上げが、金や銀の価格を押し下げる圧力になるとみられる。

しかし、中東における地政学リスクの高まり、原油高騰による景気への打撃、日本の大震災と原発事故の影響が懸念され、安全資産志向が強まりやすい状況にある。また、銀については、太陽光発電パネル向けに原材料としての需要が拡大していることも指摘できる。

一方で、日本の大震災と原発事故を受けた自動車やエレクトロニクスのサプライチェーンの混乱によって、プラチナやパラジウムの需要減退が懸念されている。日本を中心に生産活動が停滞する事態は、徐々に解消に向かうとみられるものの、復旧にはやや時間を要するだろう。

目先は、景気先行き不安や地政学リスクへの懸念が強まれば金と銀が買われやすく、景気拡大観測が強まれば、プラチナ・パラジウムが買われやすいといった推移が見込まれる。日本や中東の情勢が落ち着いてくれば、新興国の引き締め策や先進国の金利上昇が価格抑制要因として意識されてくるだろう。

中長期的な視点からは、新興国における自動車の普及がプラチナやパラジウムの価格押し上げ要因となり、新興国の所得向上が金や銀の実物需要を押し上げる状況が今しばらく続きそうである。

(図表8) 各貴金属価格とドル実効相場推移



(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

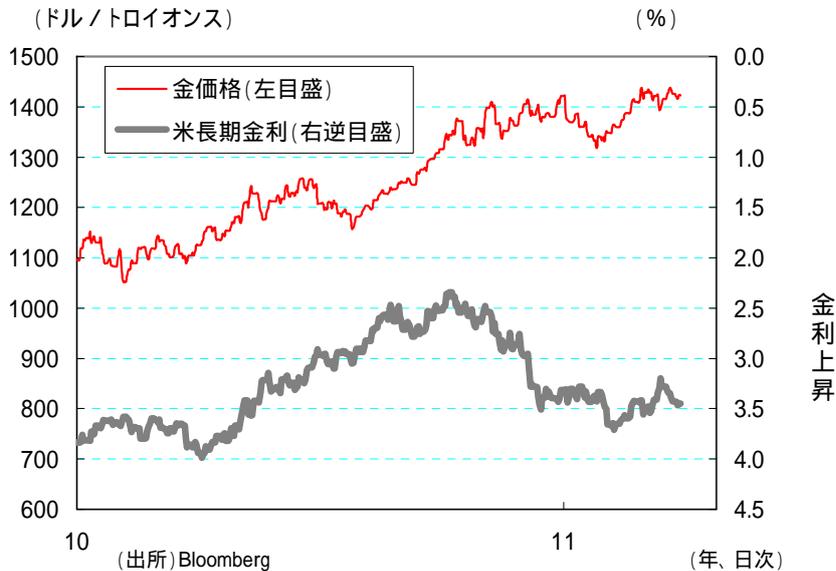


(注)ドル相場は対ユーロ、円、ポンド、カナダドル、スウェーデンクローネ、スイスフランの加重平均値 (出所) Bloomberg



(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

(図表9) 金価格と米国長期金利の推移



(4) 農産物の動向

a) 現状

2011年にかけて、主要農産物の価格は上昇してきた。その一因として、エネルギーやベースメタルと同様に、世界景気の拡大を背景に需要増加観測が強まったことも指摘できる。しかし、農産物の場合には、生産国の天候不順によるところが大きい。

昨年から生産国の天候不順などによって在庫が低位にとどまっている農産物が多い。小麦は昨夏のロシアの干ばつの影響などから生産が抑制されたこと、トウモロコシや大豆は米国の中西部で日照りの影響が出たこと、砂糖はブラジルの天候不順など減産になってしまったこと、などによる。

2008年に農産物価格が高騰した時に比べて、足元の価格上昇は、天候不順など農産物独自の上昇要因の影響が大きかったのがわかる。つまり、2008年は、原油高・ガソリン高に主導され、バイオ燃料の原材料となるトウモロコシや砂糖の価格上昇が進む展開だったのに対して、今回は砂糖高やトウモロコシ高が先行して、後から原油価格の上昇が追いついてくる動きだった。

もっとも、2月以降は、リビア情勢の悪化などから原油価格の上昇が続いたことを受けて、小麦や大豆などは、原油高や日本の震災による景気減速や需要鈍化を懸念して頭打ち傾向で推移するようになっている。トウモロコシは、石油と代替的なバイオ・エタノール向け需要の増加が価格上昇要因として意識されている。また、コートジボワールの内戦を受けて、高騰していたココアは、2月以降、同国からの輸出の回復、ブラジルの増産、日本の需要の鈍化への懸念などから下落に転じている。

b) 見通し

各農産物は、引き続き、追加的な供給抑制要因に脆弱な状況にある。そうした中で、生産地の天候状況などを材料に相場が変動しやすくなっている。穀物については中南米など南半球の収穫期が一巡し、北半球の天候状況などに市場の関心は移ってきており、足元では北米の乾燥が穀物市況を押し上げる要因として意識されている。

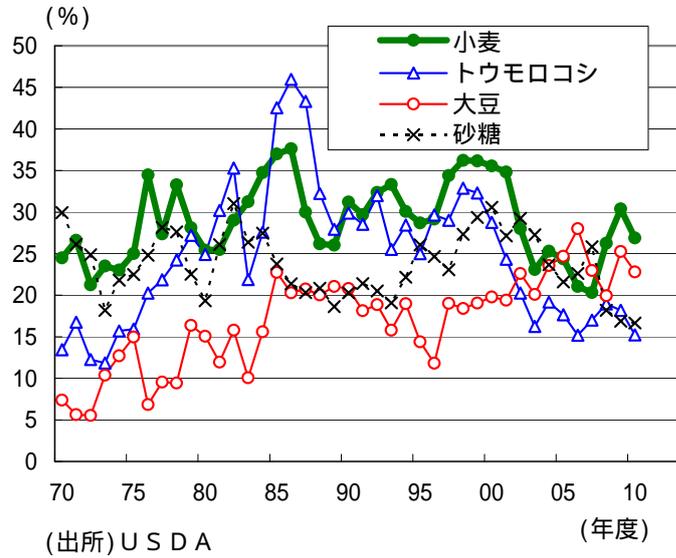
もっとも、中南米での大豆や小麦や砂糖の収穫は無事に進み、需給逼迫懸念はやや和らいできた。これまでの農産物の高騰は、基本的には天候不順など供給要因によるものであり、今後、収穫が順調であれば、農産物価格は下落するものと思われる。農産物は、平年並みの天候のときに最も収穫が多くなり、基本的に高温・低温や乾燥・多雨など天候の変動幅が大きいと減産要因となる。

また、油種植物や砂糖、コーヒー、ココアなど嗜好品の性格が強いものは、新興国や先進国の景気動向も需要変動要因として意識されやすい。ただし、当面は、新興国の引き締め策や先進国の超緩和政策の転換、および、日本の大震災が、景気にどの程度の影響を及ぼすかは不明であり、嗜好品的な農産物の価格を一定方向に動かす要因にはなりにくいだろう。

アジアの生産国等における不作を受けて高騰していた綿花については、米国の増産などにより

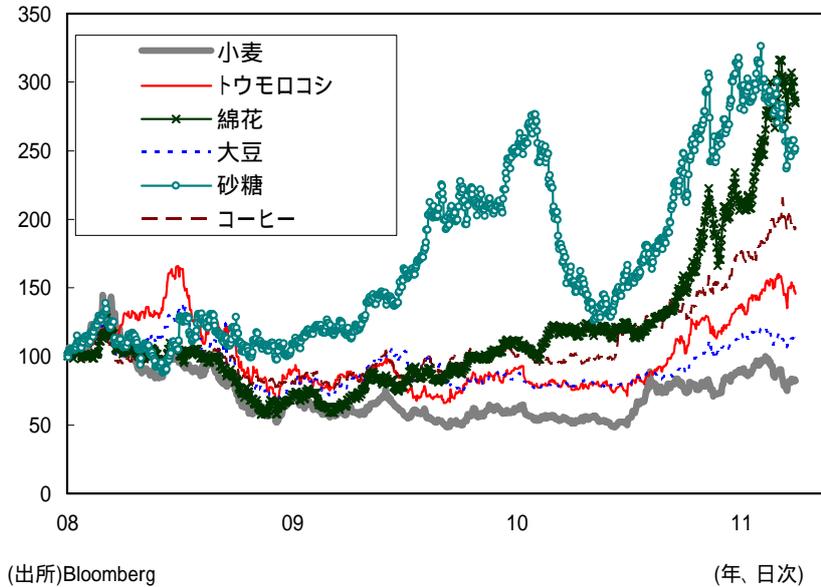
需給逼迫が緩和する兆しが出始めている。

(図表 10) 世界の農産物の在庫率 (= 期末在庫 ÷ 年間消費量)



(図表 11) 主な農産物市況の推移

(2007年末 = 100)



- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できると思わ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。