

調査レポート

コモディティ・レポート <2012年8月>

・コモディティ市況全般：金融緩和などを材料に上昇

コモディティ市況は、6月29日のEU首脳会議の結果を受けて反発した後、8月には上値が重くなっていたが、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。特に米国のQE3によって、コモディティ市況の上値余地は広がったと思われる。

・エネルギー市況：地政学リスク懸念を材料に高止まり続く

原油市況は、8月後半以降はブレントが110ドル台半ば、WTIが90ドル台半ばで頭打ちとなっていたが、9月中旬にはQE3発表後にWTIが100ドルをつけるなど再び上昇した。地政学リスク要因が市況の押し上げ材料視されやすいが、備蓄放出への警戒感など上値を抑える要因もあり、一進一退が見込まれる。

・ベースメタル市況：欧中米の政策を背景に上昇

銅市況は、7月下旬以降、7,300~7,600ドルを中心に推移したが、8月下旬から上昇傾向となり、9月中旬には一時8,400ドル台まで急伸した。米国のQE3や中国の公共投資計画が市況の押し上げ要因になった。もっとも、金属需要の回復が実感できるのは、中国の輸出や消費が回復する来春頃になる。

・貴金属市況：金は1,800ドルに近づく

金市況は、6月から8月前半に1,600ドルをはさんで推移した後、8月後半以降は上昇傾向となり、9月中旬には1,770ドル超に達した。先行き、米国でのさらなる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、引き続き、金市況は上昇しやすいと思われる。

・トピック：コモディティ市況の見通しについて

(1)個別要因による変動が大きかったこと、(2)マクロ経済的な要因の影響が見通しにくくなったことなどを背景に、コモディティ市況の先行きが一段と見通しにくくなっている。状況を整理すると、コモディティ市況は、QE3によって押し上げられるが、中国経済の減速しており、持続的な市況上昇は起こりにくく、横ばい状態での推移に移行するというシナリオがベースラインとして想定される。

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：金融緩和などを材料に上昇

コモディティ市況は、金融緩和などを材料に全般に上昇傾向で推移している。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月下旬頃をボトムに上昇傾向で推移し（図表1～2）、世界景気の回復観測が高まっていた3月頃の水準に近づいている。

6月下旬のEU首脳会議後に欧州債務問題へのやや楽観的な見方が広がり、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の下押し要因になったが、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、イランやシリアなどの地政学問題が意識されたため、原油市況の上昇につながった。

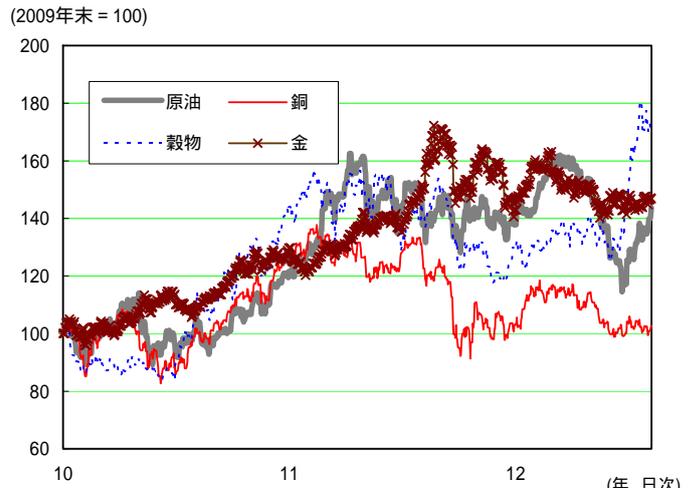
9月にかけて、米欧中の金融緩和観測を背景に、金を中心にコモディティ市況が上昇した。また中東各地で反米抗議デモが広がり、IAEA（国際原子力機関）理事会がイラン非難の決議を採択したことが、原油供給の不安定化を連想させた。13日に発表された米国の追加金融緩和（QE3）は、市場の想定よりも積極的な内容となった。中国の公共投資計画を受けた資源需要の回復期待も生じた。特に米国のQE3によってドルの通貨価値下落が連想されやすく、ドル建てコモディティ市況の上値余地は広がったと思われる。

（図表1）ロイター・ジェフリーズ・CRB指数の推移



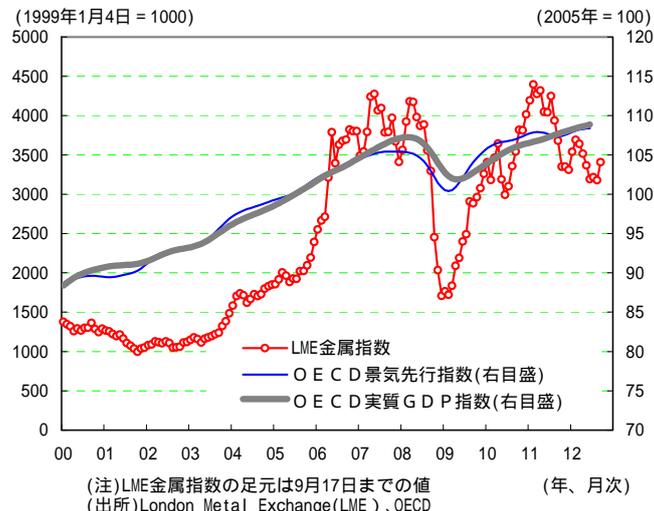
(注)ドル相場は対ユーロ、円、ポンド、カナダドル、スウェーデンクローネ、スイスフランの加重平均値 (出所)Bloomberg

（図表2）金・銅・原油・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



（図表4）LME金属指数(日次データ)



．エネルギー

1．原油市況：地政学リスク懸念を材料に高止まり続く

原油市況は、6月下旬をボトムに上昇した後、8月後半以降はブレントが110ドル台半ば、WTIが90ドル台半ばで頭打ちとなっていたが、9月中旬には、WTIで一時100ドルをつけるなど再び高値を窺う動きとなった。

7月は、欧州景気の先行きについての過度な楽観が後退する流れにあったが、シリアの内戦やイランの核開発を巡る地政学リスクや主要国による追加金融緩和の観測が市況の押し上げ要因になった。しかし8月下旬には、米国等が石油備蓄放出を検討しているとの報道や、28日のG7財務相会合でIEA（国際エネルギー機関）に石油備蓄放出を要請する用意があるとされたことを受けて、上値が抑えられた。8月末にかけて、カテゴリー1のハリケーン「アイザック」が米国メキシコ湾岸の石油地帯に接近したが、2005年のハリケーン被害を受けて対策が採られていたこともあり、石油市場等への影響は限定的であった。米国では、金融緩和観測やハリケーンの接近を材料に投機的な原油買いが行われやすい状況といえたが、上値は限定的であった。もっとも9月に入って、中東の地政学リスクや米国のQE3を材料に再び上昇した。

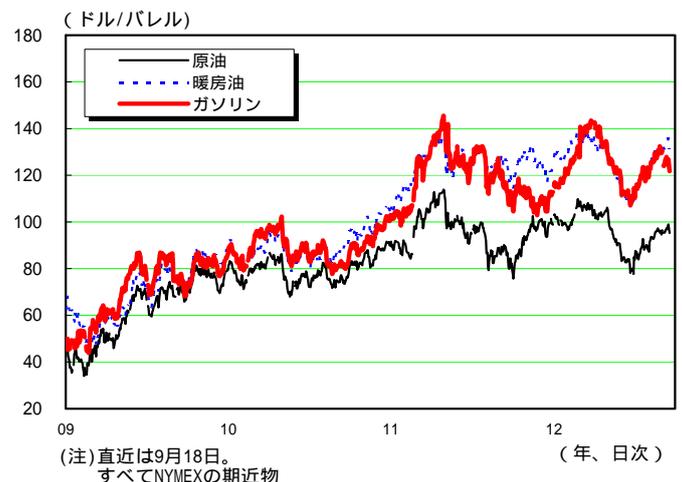
ブレント-WTIのスプレッド（価格差）は、8月中旬に20ドル超まで拡大した後、やや縮小したが、高止まりしている（図表7）。先物市場における投機筋の買い超幅をみると、6月下旬をボトムに拡大に転じている（図表11）。一方、商業筋を含めた先物の全建て玉残高は、7月下旬をボトムに増加している（図表12）。

欧米の制裁強化によってイランからの原油輸出は減少しているものの、他国の増産やガソリン需要の伸び悩みにより原油需給に引き締め感はない。しかし、中国政府による景気対策や米国での追加金融緩和により、コモディティ全般に先行きの需給引き締めや価格上昇の見通しが強まりやすくなった。9月にかけて金など金属に対する投機的な関心が高まったようだが、地政学リスク要因等を背景にして原油への関心が強まる場合も考えられる。一方で、原油や石油製品の市況に関しては、すでに高値による景気への悪影響が懸念されており、一段と上昇する場合には、各国政府による備蓄放出の検討などの動きにつながりやすいと思われる。

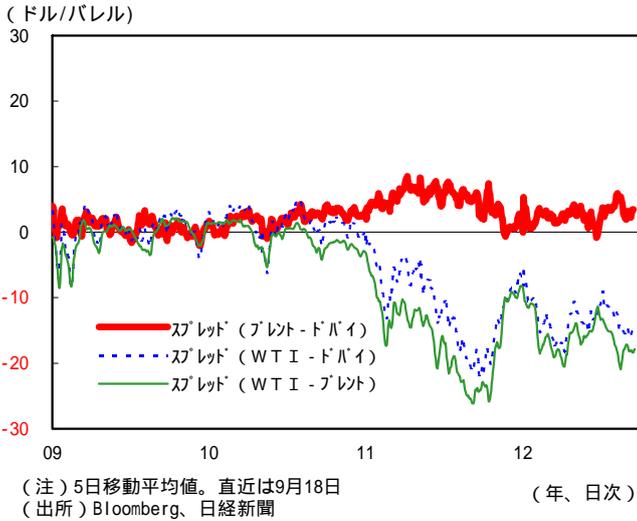
（図表5）原油市況の推移



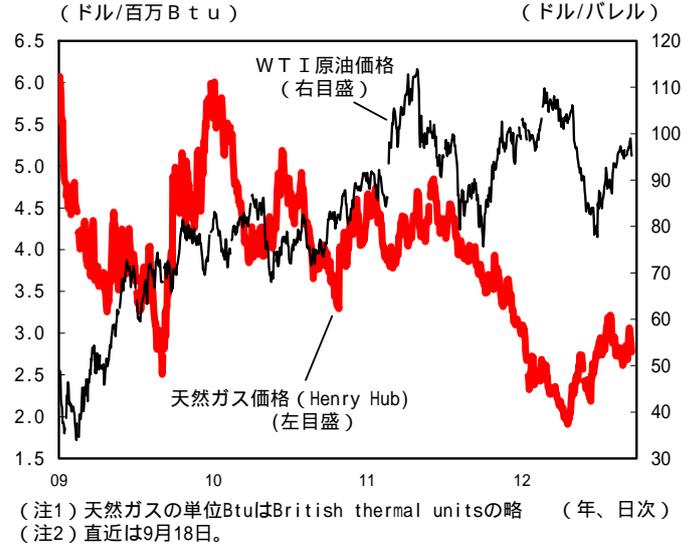
（図表6）石油製品市況の推移



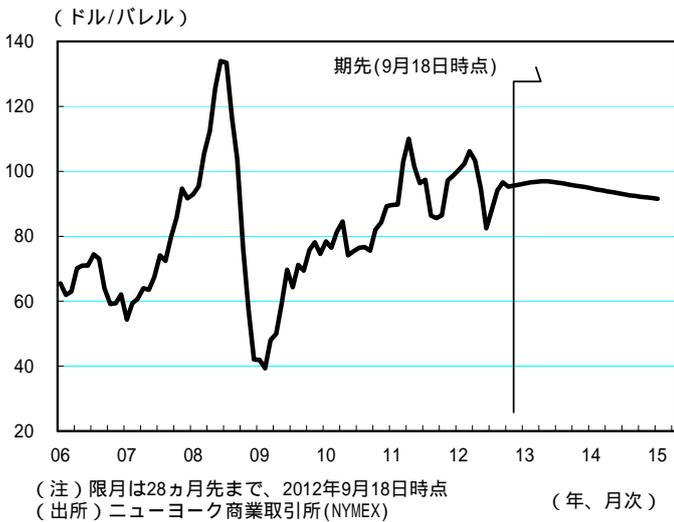
(図表7) 油種間スプレッドの推移



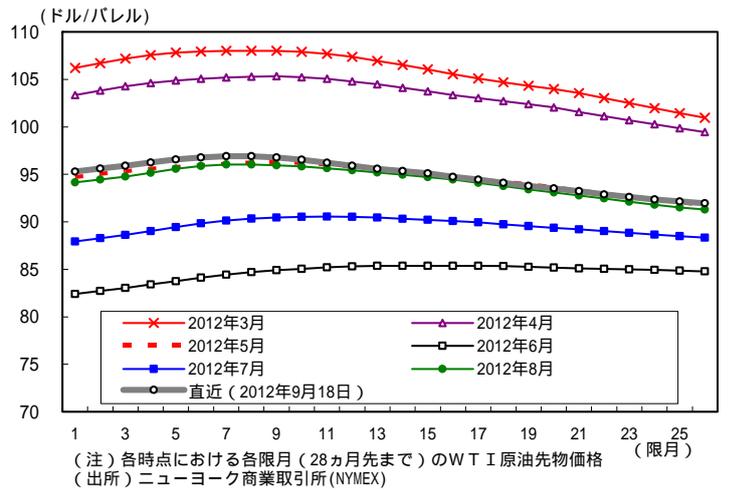
(図表8) 米国天然ガス市況の推移



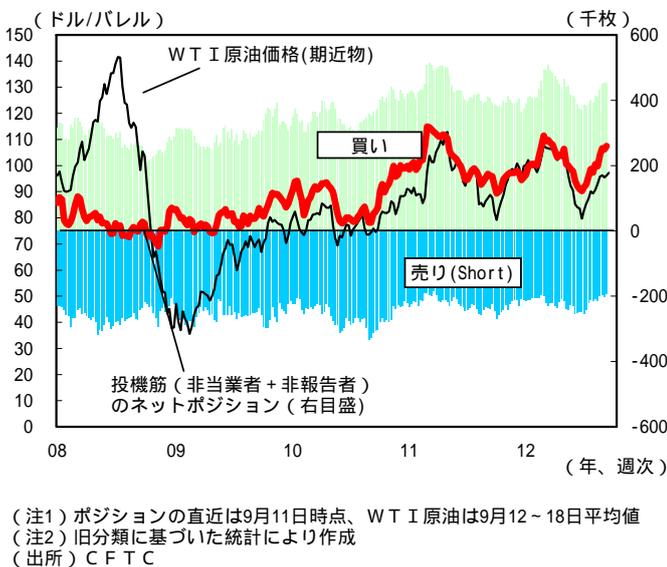
(図表9) 原油先物価格と先物カーブ



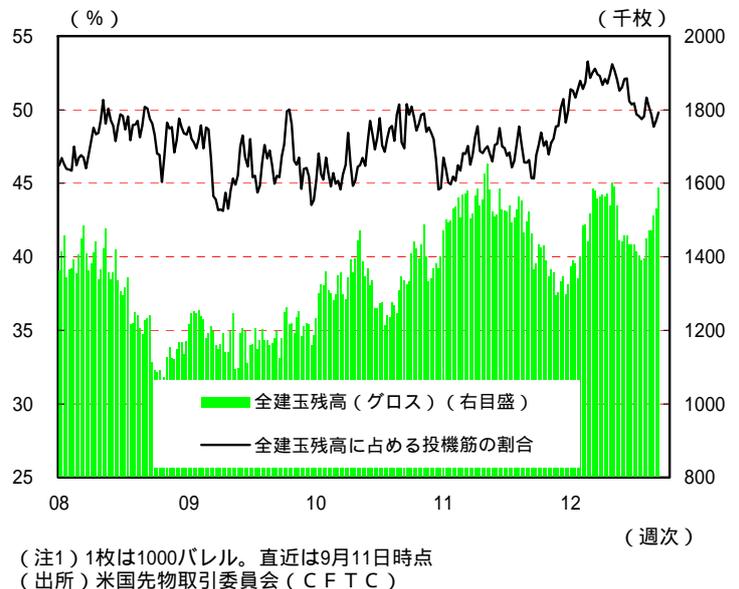
(図表10) WTI原油の先物カーブの変化



(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)



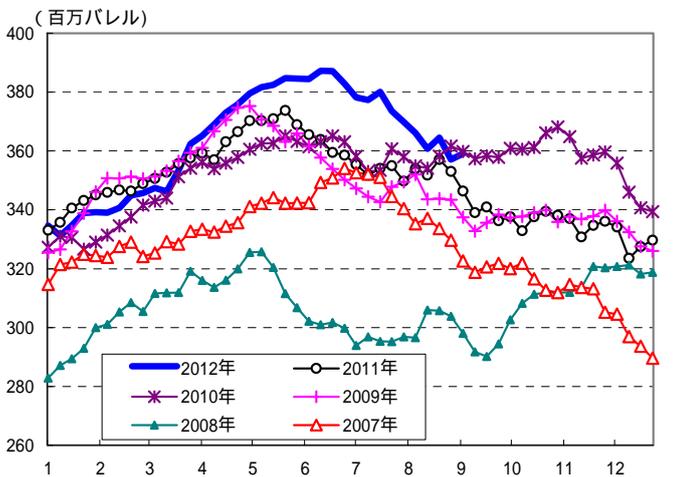
2. 原油需給・石油製品市況

(1) 米国需給：原油在庫は平年パターン通りに減少傾向、ハリケーンの影響は限定的

米国の原油在庫（戦略石油備蓄を除く）は、6月をピークに減少している（図表13）。夏場の需要期には原油在庫は減少傾向で推移しやすい、という平年パターン沿った動きである。なお、8月末にハリケーンが上陸して、稼動を停止した製油所があるため、原油投入量が減少し、9月上旬の原油在庫がやや押し上げられた。（図表13～14）。

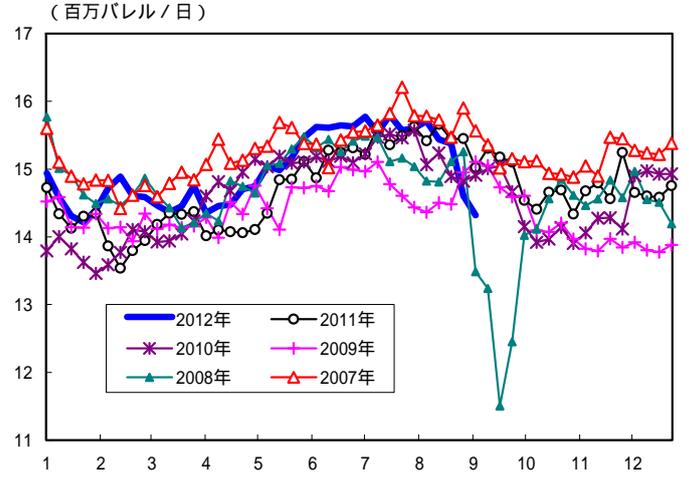
ガソリン小売価格（全米全種平均）は、7月上旬には1ガロンあたり3.3ドル前後に下落していたが、その後は上昇し、足元では4ドルに近づいている。ディーゼル小売価格も上昇しており、8月後半から1ガロンあたり4ドルを上回っている（図表15）。産業活動と関連が深いとみられる中間留分の需要は、7月は前年並みで推移していたが、足元では前年を下回っている（図表16）。

（図表13）米国の各年の原油在庫



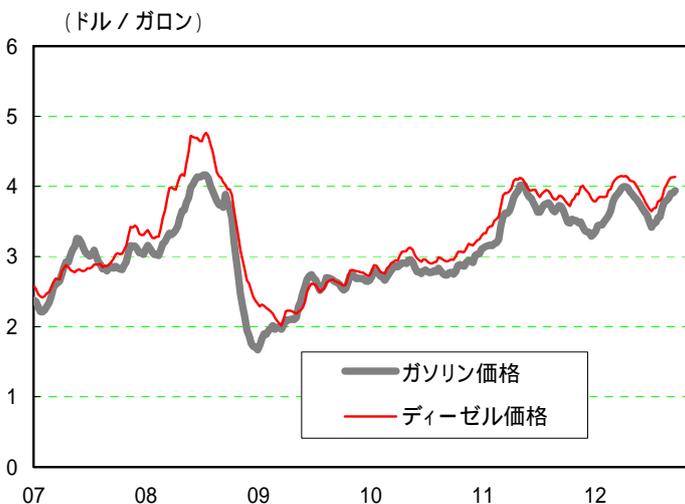
（注）SPR（戦略石油備蓄）を除く原油在庫、直近値は9月7日（月、週次）
（出所）米国エネルギー情報局（EIA）

（図表14）米国の製油所の原油投入量



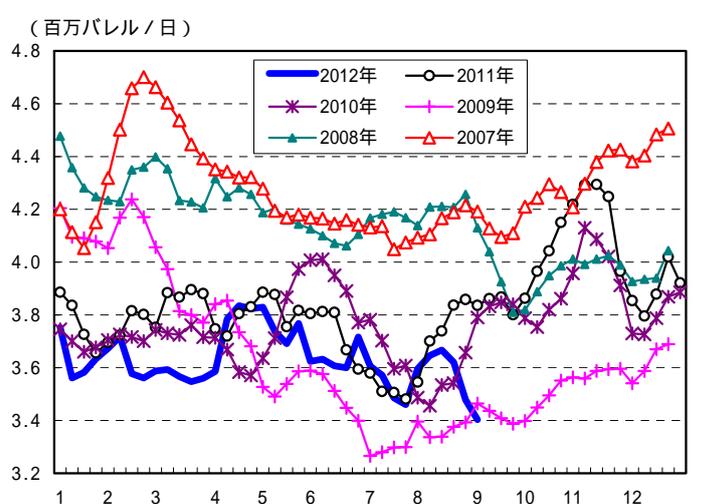
（注）直近値は9月7日（月、週次）
（出所）米国エネルギー情報局（EIA）

（図表15）米国のガソリンの消費量の推移



（出所）米国エネルギー情報局（EIA）（週次、年）

（図表16）米国の中間留分の消費量の推移



（注）速報系列の4週後方移動平均、直近値は9月7日（月、週次）
（出所）米国エネルギー情報局（EIA）

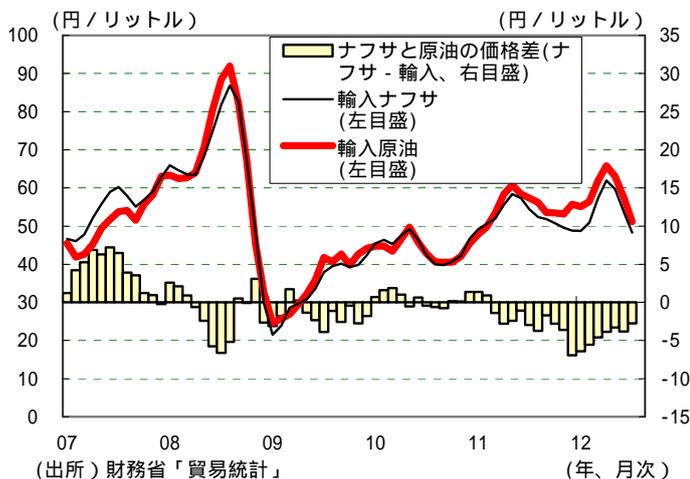
(2)ナフサ：原油市況とともに上昇傾向

日本の7月の輸入ナフサ価格（通関）は、1リットルあたり48.3円と前月比5.4円下落した。一方、7月の輸入原油価格は51.1円と同6.4円下落した。欧州債務危機への警戒感などから原油やナフサの国際市況が下落していた時点での購入分が輸入されたため、価格下落が大きくなったとみられる（図表17）。

8月以降のナフサ市況をみると（図表18）、原油市況とともに、上昇傾向で推移している。製油所のメンテナンスや国内のガソリン需要増加を背景に、インドからのナフサ輸出が少なくなり、アジア市場でやや需給に引き締め感が生じたとされる。また、欧州のナフサとの価格差が縮小し、欧州からのナフサ輸入が生じなくなった。ベネズエラの製油所での生産障害も北米を中心に石油製品の需給引き締め要因とされ、間接的にアジアのナフサ市況を押し上げるとされた。サウジアラビアが9月積みの液化石油ガス（LPG）価格を引き上げたことも、一部原料需要をLPGからナフサにシフトさせる効果があるため、ナフサ高要因になった。

9月13日に、台湾の大手化学メーカーのメンテナンスが終了したものの、今のところ、石油化学工業の生産活動が活発化してナフサ需要全般が盛り上がる状況にはなっていない。世界経済の先行き不透明感を背景に、秋に入っても、製造業活動全般や石化製品の需要に明確な力強さはないようだ。世界景気の回復テンポが緩やかな状況下で、石化製品やナフサの需要の増加ペースも緩やかにとどまりそうだとと思われる。

（図表17）日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



（図表18）ナフサと原油の価格の推移



3. 産油国動向等：イランの生産量が減少

(1) OPECの増産傾向に歯止めも、高水準

8月のOPECの産油量は日量3,199万バレルと前月比7.5万バレル減少したが、昨年12月のOPEC総会で決定された生産目標である3,000万バレルを上回っている（Bloombergによる推計、図表19）。

米欧による経済制裁の強化を受けて、イランの生産量が前月比35万バレルの大幅減少になったとみられている。アンゴラは、油田の補修が終了して、前月比29万バレルの大幅増になった。ナイジェリアの生産量は引き続きやや不安定であり、8月は前月に比べて増加した。

足元では、原油市況が高水準で推移しており、産油国側から市況の押し上げを望む声はそれほど強くないようだ。次回の定例総会は、12月12日が予定されている。

（図表19）OPECの生産動向

国名	生産量 (8月)	生産量 (7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 (8月)	
アルジェリア	123.0	125.0		120.2	140.0	87.9%	17.0	
アンゴラ	187.0	158.0		151.7	205.0	91.2%	18.0	
エクアドル	50.8	50.8		43.4	50.8	100.0%	0.0	
イラン	275.0	310.0		333.6	355.0	77.5%	80.0	
イラク	298.0	296.5	国別の 生産割 り当て は発表 せず	-	327.3	91.0%	29.3	
クウェート	285.0	285.0		222.2	320.0	89.1%	35.0	
リビア	156.0	160.0		146.9	180.0	86.7%	24.0	
ナイジェリア	215.0	212.0		167.3	250.0	86.0%	35.0	
カタール	74.0	74.0		73.1	100.0	74.0%	26.0	
サウジアラビア	990.0	990.0		805.1	1,250.0	79.2%	260.0	
UAE	265.0	265.0		222.3	280.0	94.6%	15.0	
ベネズエラ	280.0	280.0		198.6	285.0	98.2%	5.0	
OPEC12カ国	3,198.8	3,206.3		3,000.0	-	3,743.1	85.5%	544.3
OPEC11カ国	2,900.8	2,909.8			2,484.5	3,415.8	84.9%	515.0

（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

イランと6カ国（国連安保理常任理事国＋ドイツ）の協議は、4月に再開され、6月に行き詰まっていた。その後、8月2日に協議の継続で合意したと発表され、8月24日に協議が行われたものの、まったく進展がなかった模様である。

8月30日に発表された四半期報告書では、イランのウラン濃縮用の遠心分離機が倍増されたと指摘した。9月7日に、カナダ政府がイランとの外交関係を凍結すると発表し、テヘランの大使館を閉鎖し、カナダ国内のイラン外交官を国外追放とするとした。なお、従来から、カナダとイランの経済関係等は薄い。

また、同日、ドイツ外務相は、対イラン追加制裁を行う必要があり、EU内で数週間以内に検討すると述べた。英仏独がEUでの追加制裁の動きを主導している。

9月10日に、IAEA（国際原子力委員会）の定例理事会において、IAEA事務局長は、イランがウラン濃縮能力の拡大させる一方で、格関連施設で証拠隠滅の動きをみせたと指摘していた。これを受けて、国連安保理常任理事国とドイツの6カ国は、9月12日に、IAEA理事会に、イランの核開発疑惑に懸念を示す決議案を提出し、13日に採択された。イランに理解を示すことが多い中国とロシアも、今回の決議には同調した。6カ国は、9月の最終週に、イランへの対応策を協議するとしている。

(3)原油指標

ECHO（Enterprise Crude Huston Oil）ターミナルにおける備蓄タンクの建設が遅れているようだ。ECHOターミナルにおける原油タンクの建設状況は、昨年終盤に、CMEグループがメキシコ湾岸で取引される油種の先物取引を開始することを検討していると発表したため、原油トレーダーなどから注目されている。

75万バレルの第一タンクは7月に完成したとされるが、それに続いて完成する予定の40万バレルのタンク2基はまだ建設が始まっていないとされる。一方、2010年に計画が発表された当初は、合計450万バレルの貯蔵能力とされたが、今年に入って600万バレルに計画が拡大された。

ECHOは、米内陸部やカナダの原油を輸送するシーウェイ・パイプラインや、シェールガス等の開発が活発な地域からのイーグル・フォード・クルード・パイプラインが接続され、原油の取引拠点になる見込みである。

(4)シーウェイ・パイプラインの現状

8月1日に、エンタープライズ社（Enterprise Products Partners）は、クッシングからヒューストンに原油を輸送するシーウェイ・パイプラインについて、輸送能力（日量）の15万バレルから40万バレルへの拡張が2013年1～3月中に予定通り完成するとの見通しを示した。

当初、米国内陸部の軽質原油であるWTI原油が輸送されるものと思われていたが、WTI原油以上に荷余り・割安が目立っているカナダ産の重質原油の輸送が増えているとされる。

(5)スーダン・南スーダンの対立

昨年、スーダンから南スーダンが独立したものの、油田地帯の帰属や、原油の利益の配分などについての取り決めがされていなかったため、その後の紛争の種になった。しかし8月に入って、紛争を解決することで双方が一致したようだ。まず、原油の生産や輸出を再開することを優先して、8月30日には、南スーダン側がスーダン領のパイプラインを利用して輸出をする際に支払う輸出料で合意できたようだ。主要2地区の生産の回復には4～6カ月、全油田については10～12カ月を要するとされる。9月6日からは、政治的・文化的に重要な土地の帰属問題などについての協議も開始されたようだ。

．ベースメタル

1．銅を中心とした概況：欧中米の政策を背景に上昇

非鉄ベースメタル市況の中心となる銅市況（LME3ヶ月物）は、2月上旬をピークに下落基調で推移し、6月には7,300ドルを下回った。6月29日以降は反発したものの、上値は7,800ドル台で抑えられ、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。しかし、8月下旬から上昇傾向となり、9月中旬には一時8,400ドル台まで急伸した。

8月下旬には、中国大手企業の一部が大量に現物を購入したとの見方から、中国国内で投機的な買いが増え、中国市況高がLME市況を押し上げる要因になったと思われる。

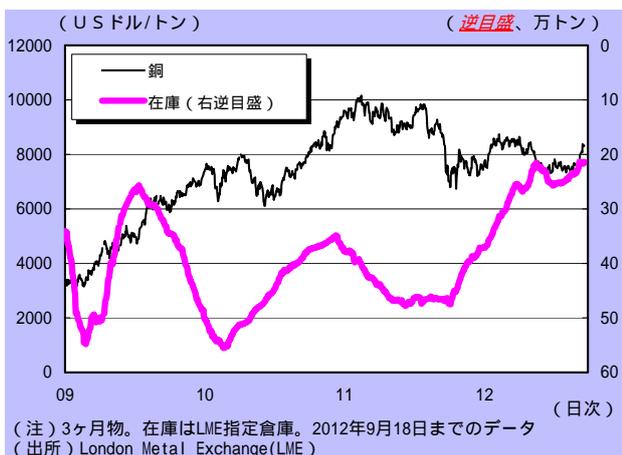
9月6日には、ECB（欧州中央銀行）が理事会を開催し、各国政府からのESM（欧州安定メカニズム）等への支援要請があった場合に、被支援国の国債のうち償還期限が1～3年のものを無制限に購入する枠組みで合意した。これを受けて欧州債務問題への警戒感が和らぎ、株式などのリスク資産が買われる流れとなり、銅などベースメタル市況も総じて上昇した。12日には、ドイツの憲法裁判所でESMの設立を合憲とする判決が下され、10月には、資金繰り難に陥った危機国を支援するためのESMが発足することが確実になった。また、中国政府が1兆元規模の公共投資計画を承認したと報道されたことも、中国の金属需要の増加観測につながった。

13日には、FOMC（米連邦公開市場委員会）において追加金融緩和（QE3：量的緩和第3弾）の実施が決定された。FRBが住宅ローン担保証券（MBS）を月400億ドルペースで購入との内容は、市場参加者の平均的な予想を上回る緩和規模であったとみられ、銅市況は8,400ドル超に急騰した。

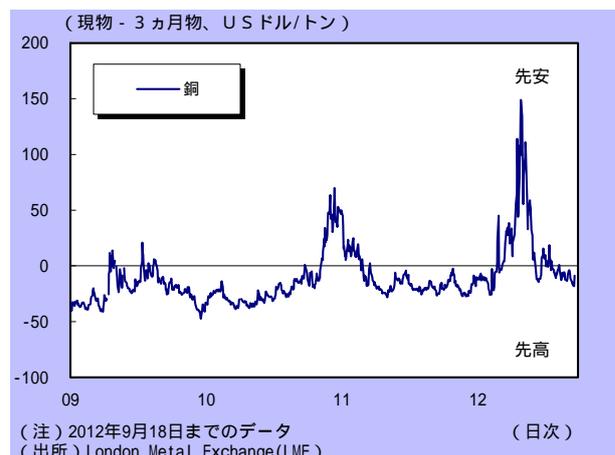
なお、銅などベースメタル市況の上昇は、中国における金属需要の回復観測によって押し上げられたところもあると思われる。しかし中国当局は、足元の雇用情勢が底堅いこと、2008年の金融危機時に行った大型景気対策の副作用が大きかったこと等を勘案して、景気浮揚策にはやや慎重だとみられる。建設事業の執行等も慎重に進められるとみられ、中国の金属需要が明確に回復するのは、輸出や国内の民間需要が回復する来春頃になるとと思われる。

（図表20）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 2,200 ドルに上昇

アルミニウムは、6月下旬には1トンあたり1,850ドルを下回ったが、7月上旬には2,000ドル近くまで上昇した。その後も、1,830ドル～1,930ドル程度を中心に推移したが、9月中旬には一時2,200ドルをつけた。

引き続き、コンタンゴ（期近安・期先高）の運用目的の取引が多いとされる。アジアでの実物取引の基準とされる大手精錬メーカーに対して、日本の需要家が支払うプレミアムが拡大傾向を続けている。10～12月期には1トンあたり254～255ドルと前期（200～210ドル）に比べて大幅上昇になったようだ。

8月までのLME市況が低迷している中でも、需要家の仕入れ価格はやや高止まりする傾向があった。9月に入っても、供給のタイト感があったとされるが、一方で需要は伸び悩んでいるとみられ、需要サイドには不満が残る値決めになったようだ。背景には、倉庫の能力によりLME倉庫からの出荷がスムーズに行えないこと、金融的取引によりLME倉庫に在庫が集中し流通していないことなどが指摘される。結果として、LME価格の指標性が低下しているともいえる。

アルミニウムについても、景気下振れによって需要が伸び悩むとの見方が強まる一方で、供給サイドにおける生産調整が遅れている。もっとも、米国や日本の需要は相対的に底堅く、当初の見込みよりも下振れしているとはいえ中国の需要も前年水準を上回って推移している。また、エネルギー価格の高止まりが製錬コスト高につながるため、市況の下支え要因として意識される。銅などと同様に、米国でのQE3実施や中国の公共投資計画を材料にして大幅上昇したものの、持続的に上昇するとは見込みにくい。当面、アルミニウム市況は、一進一退が見込まれる。

なお、金融的取引が多く、金融機関による倉庫業の経営への疑念、コンタンゴ（期近安・期先高）の消失など価格変化による金融的取引の魅力の低下などが起こった際に市況にどのような圧力がかかるかやや不透明なところがある。

(2) ニッケル市況：18,000 ドル台に上昇

ニッケル市況は、2月に1トンあたり22,000ドル台まで上昇したが、8月には15,200ドル台と、2009年7月以来の低水準に下落した。その後、9月中旬にかけて18,000ドル台まで上昇してきている。

ニッケルの主用途であるステンレス鋼の需要が欧州では低迷し、アジアでも発注が見送られてきた。欧州やアジアを中心に8月までステンレス鋼の価格は、総じて下落傾向で推移してきた。需要が相対的に底堅いとみられる米国では、足元でのニッケルの価格上昇を反映して、ステンレス鋼の価格を引き上げる動きが出ていた。

9月中旬にQE3の決定を受けて、他金属とともにニッケルの市況も大幅に上昇した。ステンレス・メーカー側では、ステンレス鋼の価格先高観測を背景に需要にはずみがつけば、需要とともにステンレス鋼の市況も底打ちするとの期待があるようだ。

一方、ニッケル鉱山では、価格や需要の低迷が長期化することへの懸念から、操業停止や減産の動きが広がってきている。

引き続き、欧州では景気低迷が続き、中国では景気持ち直しのタイミングがやや遅れそうである。今のところ、ステンレス需要が持続的に増加する状況ではないとみられ、ニッケル市況は、足元で大幅上昇したものの、先行きは、しばらく横ばい圏で推移すると見込まれる。

(3) 亜鉛市況：一時 2,100 ドル台まで上昇

亜鉛市況は、6月下旬に1トンあたり1,700ドル台まで下落した後、7月上旬には一時1,900ドル台を回復した。8月は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、一時2,100ドル台をつけた。

中国における大手の精錬所の稼働率は、60～70%程度だとされる。一方で、フル稼働を続けて利益を上げている精錬所もあるとされ、全体として生産調整が進みにくいようだ。

一方、依然として、現物の需給緩和を反映して先物価格がコンタンゴ（期近安・期先高）になっていることを利用した金融的な運用の取引が多いようだ。また、単に安値の地金を運用目的で買って倉庫に保管する場合もあるようだ。

そうした中で、アジア各地では、地金の取引価格がLME価格に対して割高になっているとされる。マレーシアのジョホールでは、出荷予約した地金の出荷までの待ち時間が数カ月に及んでいるようだ。大量の出荷予約の背景にあるのは、金融的な取引であり、実需が動いているわけではないとされる。また、引き続き、保有者の保有状況が偏っており、在庫水準が高いものの、需給の緩和感は小さいとされる。

実需については、中国の需要回復が今年10～12月期よりも後ズレするとの見方が強まってきている。亜鉛についても、他の金属と同様に、QE3や中国の公共投資計画を材料に市況が押し上げられ、目先は、現状レベルを中心に横ばい圏が続くと思われる。

(4) 錫市況：一時 22,000 ドル近くに上昇

錫市況は、2月上旬に1トンあたり25,000ドル台をつけた後、下落傾向で推移し、7月下旬には一時17,100ドル台に下落した。8月に入って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、中旬には一時21,900ドル超まで上昇した。

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た。8月下旬には、政府に認められている28社の精錬所のほとんどが操業を停止しており、出荷量は半減しているとされた。そうした中で、供給懸念から錫市況は、20,000ドル超に上昇した。

錫市況の上昇を受けて、8月29日にティマ社は、スポット市場における錫地金の売却を再開

すると発表した。これを受けて錫市況の上昇は一服し、9月上旬に19,000ドル台での推移が続いた。しかし中旬には、QE3を受けて、市況は22,000ドル近くまで急伸した。

もっとも、世界景気の先行き不透明感から、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慎重化しつつあるように見受けられる。エレクトロニクス分野における新商品投入の成否や年末商戦の行方についての思惑等を背景に、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、6月下旬に1トンあたり1,700ドル台まで下落したが、7月以降は1,900ドル前後を中心に推移していた。その後、8月下旬以降、上昇傾向が強まり、9月に入って2,000ドルを上回り、中旬には2,200ドル台に乗せた。

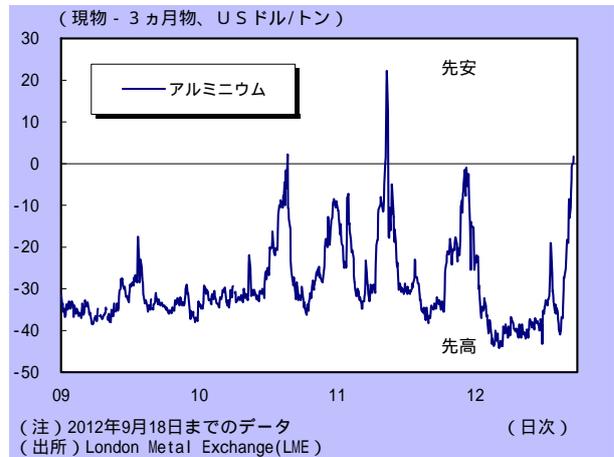
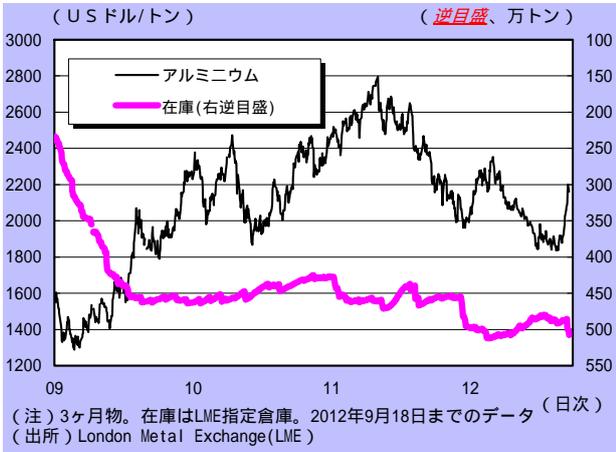
QE3をきっかけとした市況上昇が大幅になった背景には、LME倉庫における在庫の減少が市況の押し上げ材料として意識されたことがあるとみられる。LME市況が下落したタイミングで、中国からの買い付けが増え、LME倉庫の在庫の減少につながったようだ。中国の鉛蓄電池需要は、自動車向けに加えて、自動二輪向けも多く、ともに堅調が見込まれる。また、中国では鉛精錬所の閉鎖が多く、足元では需給の引き締め効果が出ているとみられる。

もっとも、中国での需給の引き締めは、かなり織り込まれたと見られ、今後の鉛市況は、亜鉛など他の金属と連動する形で、一進一退が見込まれる。

(図表 21) 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

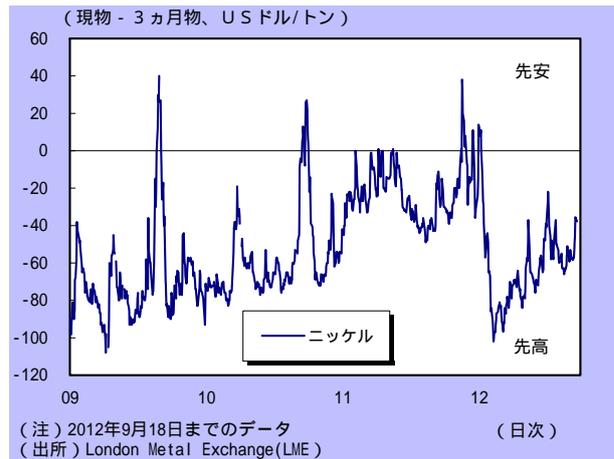
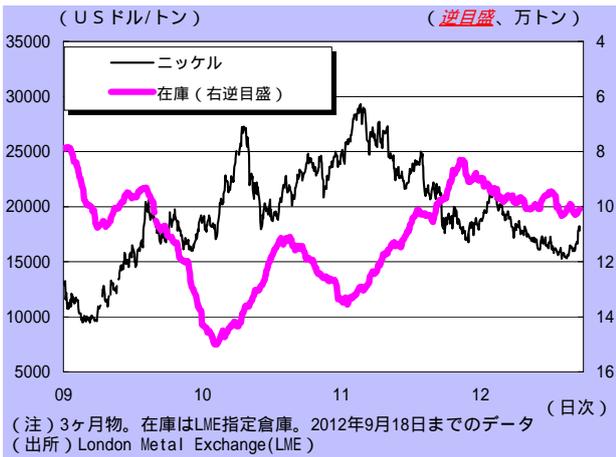
現先スプレッド (現物 - 3 ヶ月物) の推移



(図表 22) ニッケル

ニッケル相場と L M E 指定倉庫在庫の推移

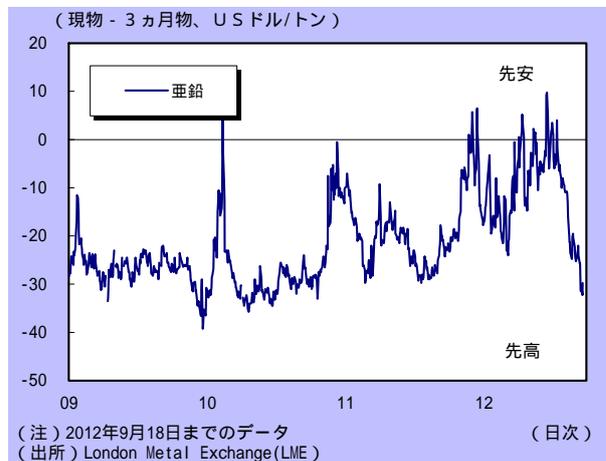
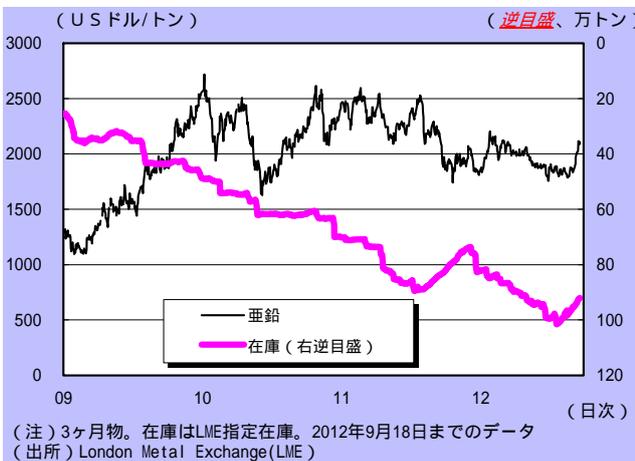
現先スプレッド (現物 - 3 ヶ月物) の推移



(図表 23) 亜鉛

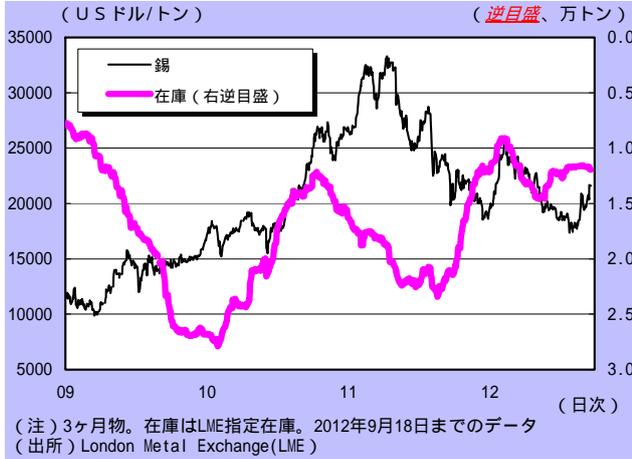
亜鉛相場と L M E 指定倉庫在庫の推移

現先スプレッド (現物 - 3 ヶ月物) の推移

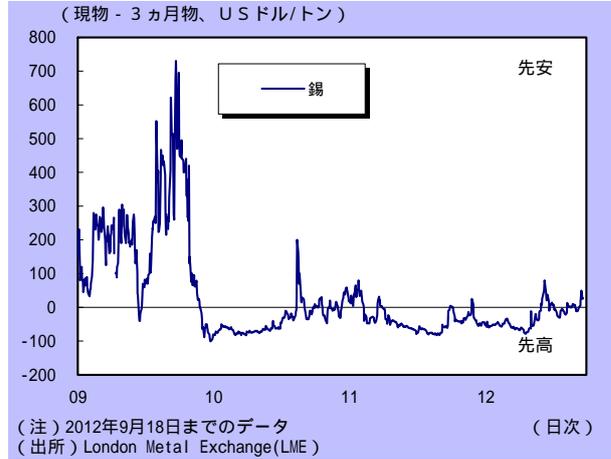


(図表 24) 錫

錫相場と L M E 指定倉庫在庫の推移

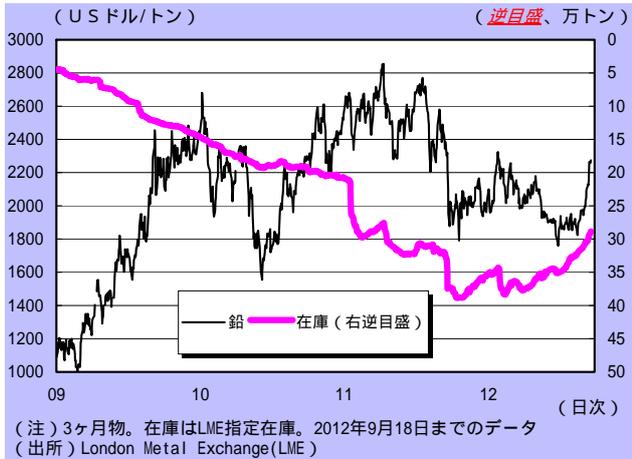


現先スプレッド (現物 - 3 カ月物) の推移

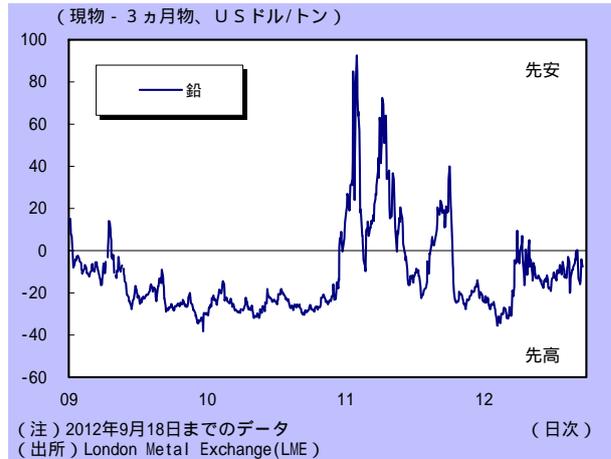


(図表 25) 鉛

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 カ月物) 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月後半以降は大幅に上昇し、9月中旬には1,770ドル超に上昇した。

以下、金市況が大幅に上昇した際の背景をみると、まず、8月22日には、7月31日～8月1日に開催されたFOMC（米公開市場委員会）の議事録が公表され、その中で、追加量的緩和（QE3）の方法について広範な議論が行われたことが明らかになった。FOMCの当日には、声明文等からQE3に前向きなトーンは感じられないとされていたが、一気に「QE3→ドル安→金買い」の連想が強まった。これ以降、1,650ドル超の推移になった。

8月31日には、FRB議長が米ジャクソン・ホールにおける講演で、これまでの量的緩和による景気や雇用の押し上げ効果を大きなものだったと評価した一方で、米国の雇用情勢の改善はまだ不十分だとした。このため、QE3実施への期待が高まり、その後、金市況は1,680ドル超の推移になった。

9月6日には、ECB（欧州中央銀行）が国債買い取り策を発表したことを受けて、リスク資産全般とともに金も買われて1,700ドルの大台を回復していたが、同日発表された民間会社ADPの雇用統計が米国景気の堅調さを示したことを受けてQE3実施の観測が後退したため、金市況の上値が抑えられた。しかし9月7日には、8月の米国労働省の雇用統計が発表され、雇用増加数が予想を下回ったことを受けて、QE3実施観測が強まった。金市況は、一時1,740ドル超に上昇した。

そして13日には、FOMCにおいて月間400億ドルペースで住宅ローン担保証券（MBS）を購入するQE3が決定され、金市況は1,770ドル超まで上昇した。

今後、世界景気の減速観測を背景などから米国での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、金市況の上昇傾向が続きやすくなると思われる。

（図表 26）金価格の推移



トピック

～ コモディティ市況の見通しについて ～

コモディティ市況の先行きが一段と見通しにくくなっている。これは(1)個別要因による変動が大きかったこと、(2)マクロ経済的な要因の影響が見通しにくくなったこと、による。

本稿では、コモディティ市況の見通しを考えるうえで、重要だと思われる事項について、現時点での大まかな考え方を述べてみたい。

(1) 見えにくいコモディティ市況のトレンド

まず、6月以降のコモディティ市況の変動要因をみておこう。各コモディティの市況は、全体的なトレンドに従って、同方向に動くことが多いが、最近では個別要因の影響が大きかった。

第1に、北米で歴史的な干ばつが起こり、トウモロコシ、大豆、小麦を中心に穀物市況が大幅に上昇した。小麦については、ロシアでも干ばつの被害があった。なお、今期の北半球における穀物収穫の不振は市況に織り込まれているが、品薄なため価格変動が生じやすい状況といえる。

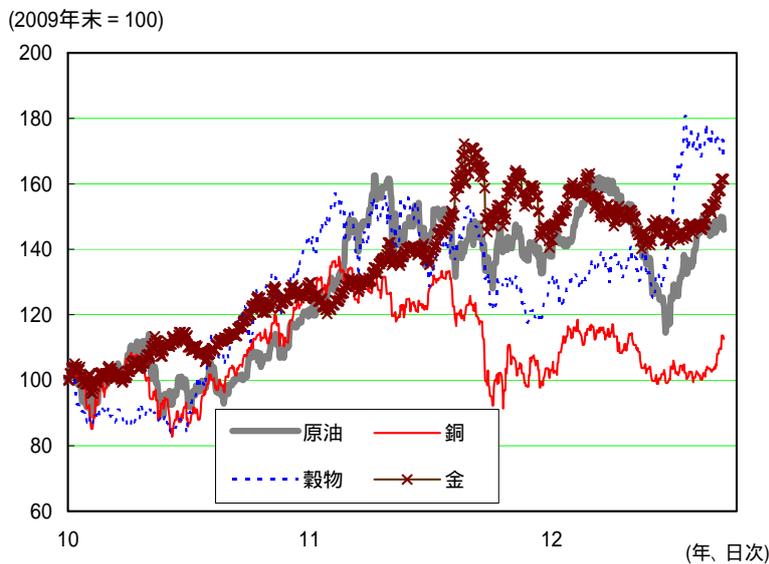
第2に、シリアの内戦、イランの核開発問題、反米デモなど中東における地政学リスク要因が原油市況の押し上げ要因になった。また、北海油田のメンテナンスなども、ブレント原油の押し上げ要因になったとみられる。

第3に、米国などの金融緩和を材料とした貴金属市況の上昇である。QE3への期待が高まった8月下旬以降に、金市況は1割ほど上昇し、プラチナ、パラジウム、銀は金よりも上昇率が大きくなった。

第4に、中国需要を期待したベースメタル市況の上昇である。9月上旬に中国の公共投資計画(1兆元規模)の報道があり、中国の金属需要の増加観測が強まった。

以上のような要因が相次いで、各コモディティの市況に大きな影響を及ぼしたため、コモディティ市況のトレンドがわかりにくくなっている。

(図表 27) 金・銅・原油・穀物の市況の推移



(2) 中国経済の減速と景気対策について

コモディティ市況全般に影響を及ぼすと考えられるマクロ経済的な要因も見通しが悪くなっている。

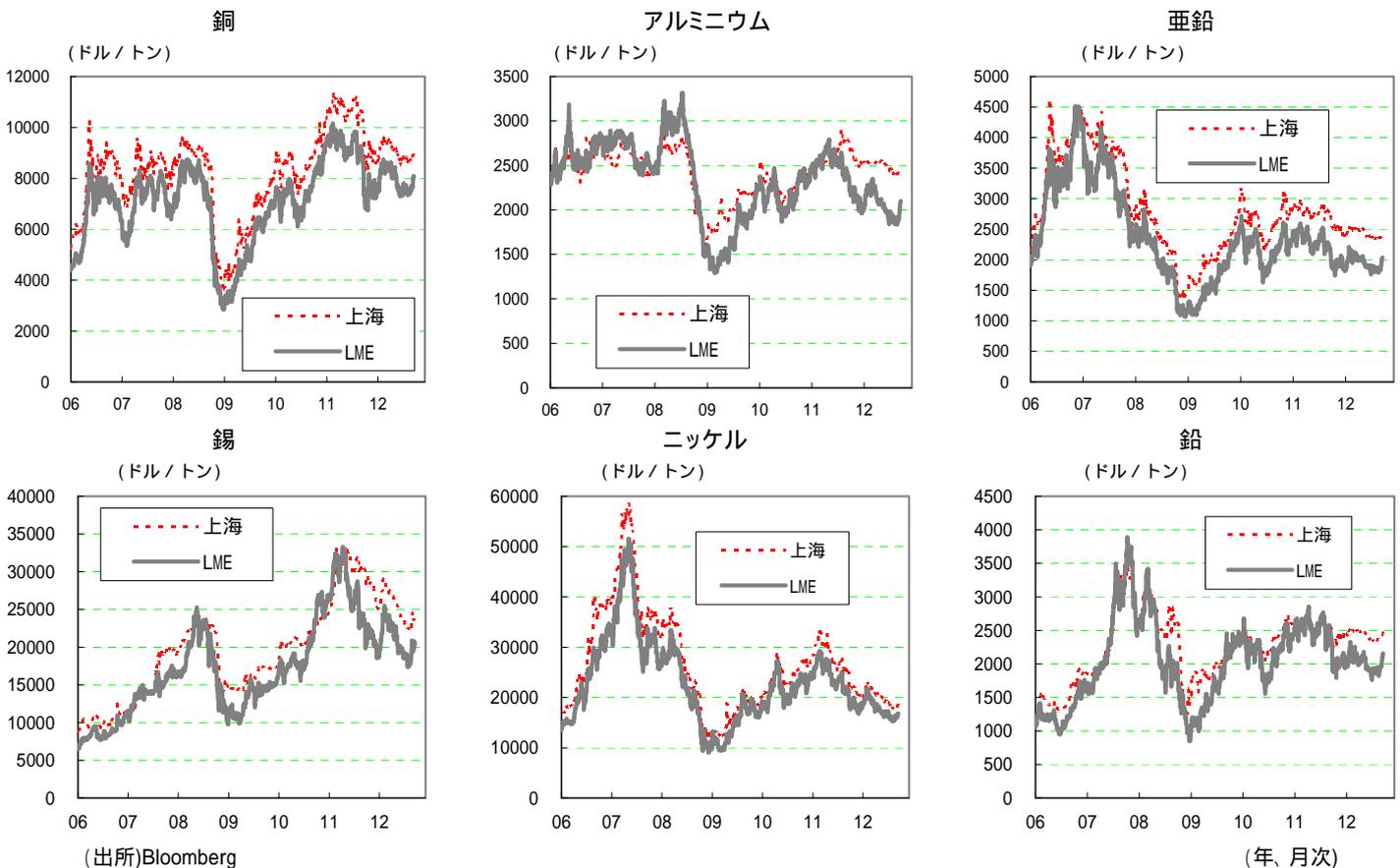
金融・コモディティ市場における最大の懸念材料となっている欧州債務問題については、欧州諸国による対応が徐々に前進している一方で、問題解決には相当な時間がかかりそうだという状況はあまり変わっていない。

一方で、中国経済の減速は大きな変化だといえそうだ。中国経済は、想定以上に減速してきたという受け止め方が多く、鉄鋼、石炭などの産業分野で供給過剰が目立つ状況につながっている。中国経済の高度成長期から中成長期への移行は、中国の経済・社会全般のソフトランディングのために必要だろうが、欧米を含めて他国経済にとっては、中国向けや資源開発関連の輸出が想定よりも下振れして、目先の景気減速リスクにつながっている。

中国では、景気の下振れリスクが警戒される中で、金融緩和や地方政府等による景気対策の発表が行われてきた。そうした中で、9月上旬には、国家発展改革委員会が1兆元規模の公共投資計画を承認したと報道された。こうした政策対応の景気全般やコモディティ需給への影響については、評価が分かれており、先行きを見通しにくくする要因になっている。

中長期的には、中国経済の成長率が7%台であっても、資源需要は増加を続けると思われる。中国需要に敏感なベースメタル市況をみても、中国（上海）の市況が割高な状況が続いている。

(図表 28) ベースメタル市況 (LME・上海) の市況の推移



(3) Q E 3 の効果について

Q E 3 実施に伴うコモディティ市況への押し上げ圧力も、コモディティ市況の実勢を捉えにくくする要因になっている。

2010 年の Q E 2 と今回の Q E 3 を比較してみると、まず、市場参加者に Q E 実施観測やその効果への思惑が広がって、市況に織り込まれるタイミングがやや異なったように思われる。

2010 年の Q E 2 実施時には、8 月 27 日にジャクソン・ホールで行われた F R B 議長の講演がきっかけとなって、Q E 2 を織り込む動きが金融・コモディティ市場に広がった。実際に Q E 2 の実施が決定したのは 11 月 3 日であり、その後も、コモディティ市況の上昇が続いた。

今回の Q E 3 については、2012 年 8 月 22 日に発表された前回の F O M C (米連邦公開市場委員会) 議事録の内容などをきっかけに早期実施観測が強まり、6 日に発表された雇用統計において雇用の改善ペースが緩慢であったことから、Q E 3 実施観測がさらに強まった。F R B による金融緩和を織り込むリードタイムは、前回 (Q E 2) の方が長く、今回 (Q E 3) は短かったように思われる。

なお、Q E 3 (月間 400 億ドルのペースで住宅ローン担保証券を購入し、総枠や期限は設けない) と、Q E 2 (2011 年 6 月末まで、月間 750 億ドルのペースで合計 6,000 億ドルの国債を購入) による金融緩和の程度は、購入資産が異なることなどから直接の比較はできないが、比肩しうる規模だとはえているだろう。

今後については、Q E 2 の時を参考にすると、今しばらく、コモディティ市況に上昇圧力がかかるとの見方がなされやすいと思われる (図表 28)。

しかし、「Q E 3 は更なる追加緩和であるという意味で、Q E 3 よりも通貨価値の下落やコモディティ市況の押し上げにつながりやすい」とか、逆に「Q E 2 の時の経験を生かせるため、その時よりも、今回 (Q E 3) の方が市況に織り込みやすく、今後の上昇圧力は小さい」といった見方もあると思われる。先行きを展望するために考えるべき要素は、より複雑化した面がありそうだ。

(4) Q E 3 前後の市況変動の特徴

Q E 3 後、現時点までの市況変動を、Q E 2 後と比較して、目立つ点を述べておこう。

銅市況は、Q E 3 実施前後の市況上昇が急になっている。これは、前述の通り、景気回復を背景とした金属需要の回復を見込んだ動きと、Q E 3 による市況押し上げが重なった結果だと思われる。

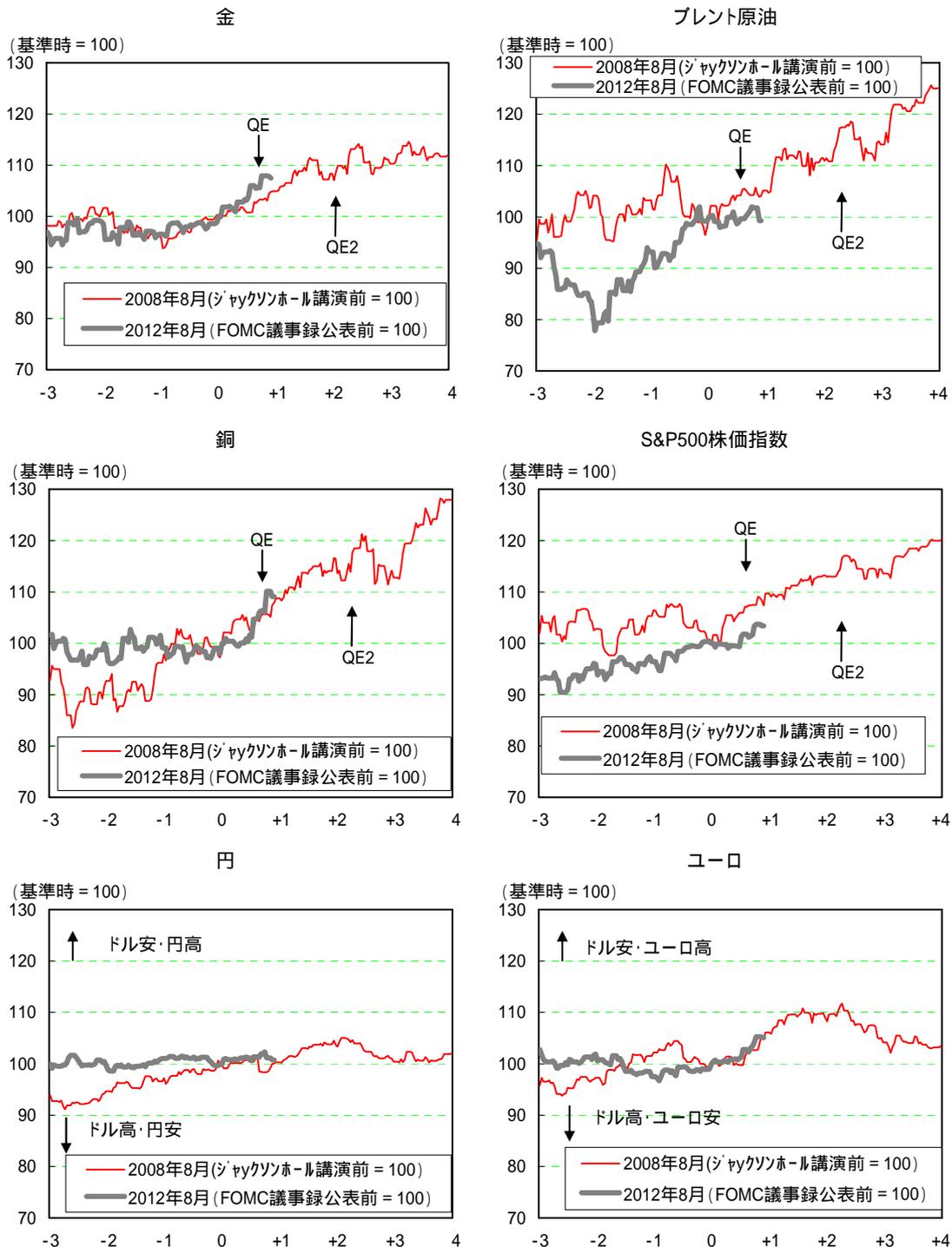
金市況の上昇も、やや速いようだ。Q E 2 後の変遷 (= 金価格の上昇) を知っているという経験によって、市況の変化スピードが速まった可能性がある。

一方、原油市況は横ばい圏の推移にとどまっている。地政学リスク要因により原油価格が高止まりし、ガソリンなど石油製品の市況も高値圏にあり、米欧各国の政府が石油備蓄放出を検討するといった報道がある状況下で、他のコモディティに比べて買いにくくなっている。

7～8月に急騰した穀物の市況は下落気味に推移している。北米の干ばつ等による需給逼迫懸念が一巡し、高値圏でやや下落する動きになっている。

QE3によって、(1)景気拡大を通じてコモディティの需給が引き締まる、(2)インフレ(通貨安)のリスクヘッジが増える、(3)投資対象となる資産全般に投機的が増える、などの思惑が強まりやすい。しかし、すでに高値圏にある原油や穀物は、相対的に魅力が劣るといのが現状であろう。

(図表 29) 金・銅・原油・穀物の市況の推移



(注)基準時点(2008年8月26日、2012年8月21日)を100として、3カ月前(-3)から4カ月後(+4)の市況を图示
(出所)Bloomberg

(5) Q E 3 を受けて上方修正

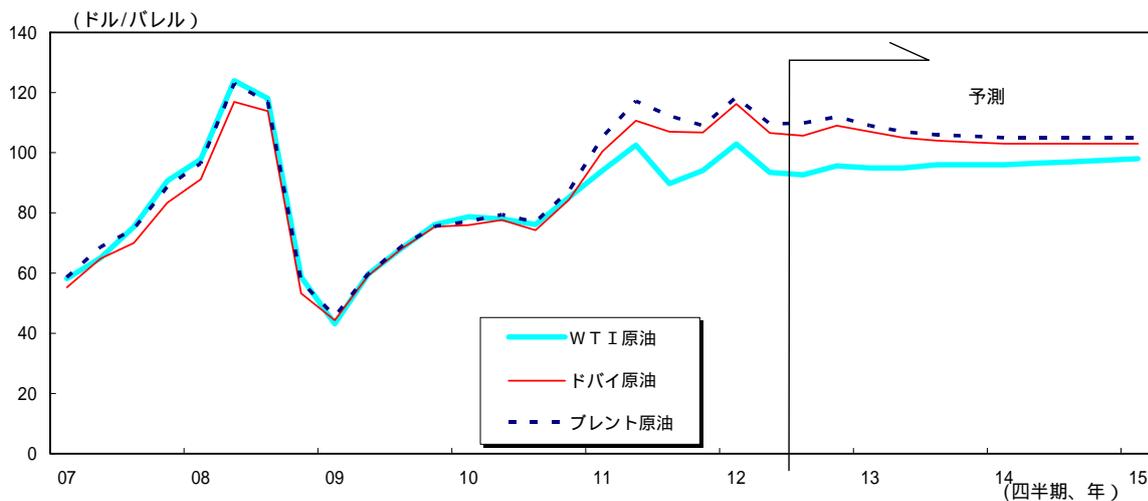
以上のような状況を受けて、コモディティ市況の見通しをやや変更している。

まず、中国経済の減速が想定よりも大幅になってきたことを受けて、8月頃から「この先、数年のコモディティ市況の見通しは横ばい」といった見方が無難だと思われた。シェールガス開発や省エネルギーも大きな要素だが、これらはある程度、計画的に進展するものなのに対して、中国の減速を反映した各企業の売上計画や各コモディティの需要見込みは、短期間で修正することになりそうであり、市況の変動要因としてはインパクトが大きいと考えた。

しかし、コモディティ市況に影響が大きいFRBの金融政策として、9月13日にQE3が実施されることが発表された。市場参加者の平均的な想定よりも、大胆な金融緩和になったと考えられ、その分だけ、コモディティ市況の見通しは上振れしたと考えている（例えば、原油市況で1バレルあたり5ドル程度上方修正したと考えている）。

QE3によって、コモディティ市況は押し上げられるが、中国経済の減速を考慮すると、需給の引き締まりを伴ってコモディティ市況が持続的に上昇する状況にはなりにくく、横ばい状態での推移に移行するというシナリオがベースラインとして想定される。

(図表 30) 原油市況の見通し



	予測値 (ドル/バレル)												
	12年				13年				14年				15年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q
WTI原油価格	102.9	93.5	92.7	95.7	95.0	95.0	96.0	96.0	96.0	96.5	97.0	97.5	98.0
(ブレントとの価格差)	(-15.4)	(-16.1)	(-17.1)	(-16.3)	(-14.0)	(-12.0)	(-10.0)	(-9.5)	(-9.0)	(-8.5)	(-8.0)	(-7.5)	(-7.0)
ドバイ原油価格	116.2	106.5	105.7	109.0	107.0	105.0	104.0	103.5	103.0	105.0	104.0	103.5	103.0
(ブレントとの価格差)	(-2.1)	(-3.0)	(-4.1)	(-3.0)	(-2.0)	(-2.0)	(-2.0)	(-2.0)	(-2.0)	(0.0)	(-1.0)	(-1.5)	(-2.0)
ブレント原油価格	118.4	109.6	109.8	112.0	109.0	107.0	106.0	105.5	105.0	105.0	105.0	105.0	105.0

- 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。