

## 調査レポート

# コモディティ・レポート <2013年9・10月>

### ・コモディティ市況全般：国際商品市況は一進一退ながら下値を切り上げ

コモディティ市況は、一進一退ながら下値を切り上げる動きになっている。シリア内戦への軍事介入の回避やイランと米国との対話など地政学的な緊張が緩和する動きがあり、原油や金の価格を抑制したとみられるが、欧州や中国の景気持ち直しの動きが市況の持ち直しにつながった。当面、原油は地政学的な緊張緩和の流れから下落しやすく、銅などベースメタルは世界景気の持ち直しの動きから上昇しやすいだろう。

### ・エネルギー市況：ブレント原油は高値から下落して110ドル前後で推移

ブレント原油の市況は、8月下旬にかけて上昇した後、しばらく高止まりしていたが、10月にかけてやや下落して110ドル前後で推移している。米国発の景気下振れリスクが後退したものの、供給増加や地政学リスクの緩和を背景に上値を抑えられ、当面、105～110ドルを中心とした推移が見込まれる。

### ・ベースメタル市況：銅市況は7,100～7,300ドル前後を中心に一進一退

銅市況は、8月中旬に7,400ドル超まで回復した後、やや値を下げて、足元では7,100～7,300ドルを中心に推移している。中国や欧州の景気持ち直しの動きがある一方で、米国の財政協議の難航が懸念材料となった。もっとも、6月をボトムとした緩やかな相場上昇は今後も続くだろう。

### ・貴金属市況：金は1,300ドル前後を中心に一進一退

金市況は、8月下旬に1,400ドル台を回復した後、下落傾向となり、10月に入って1,300ドル前後で推移している。足元の金相場は、テーマが絞りづらく、投機的な買いが集まりにくい状況とみられる。当面、1,300ドル前後を中心とした推移が続くと思われる。

### ・トピック

ベースメタル市況の見通し・・・米国の財政協議では、ひとまず、妥協が成立し、不透明感の後退から、各国景気の回復に伴った金属需要の増加観測がベースメタル市況の上昇につながりやすくなっている。もっとも、市況の持ち直しペースは緩やかであり、品目によって異なった状況が予想される。

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

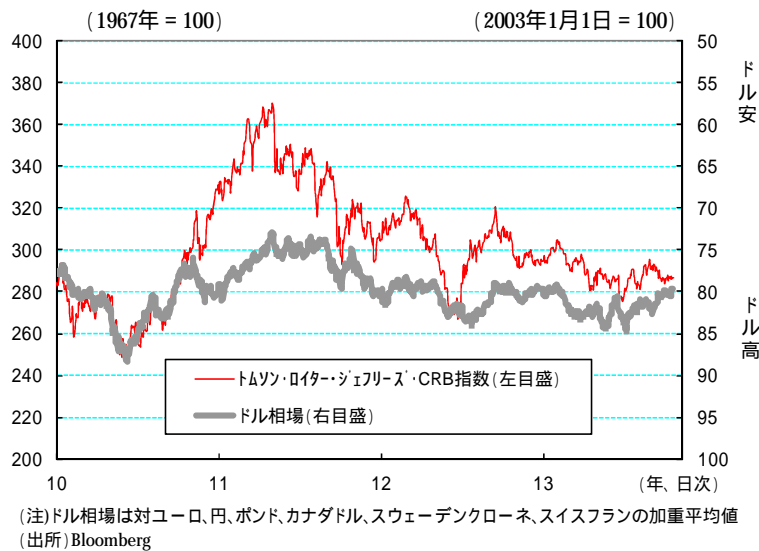
TEL:03-6733-1070

・コモディティ市況全般の概況：国際商品市況は一進一退ながら下値を切り上げ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、2013年に入って下落傾向で推移していたが、6月下旬をボトムにやや下値を切り上げる動きとなっている(図表1~2)。

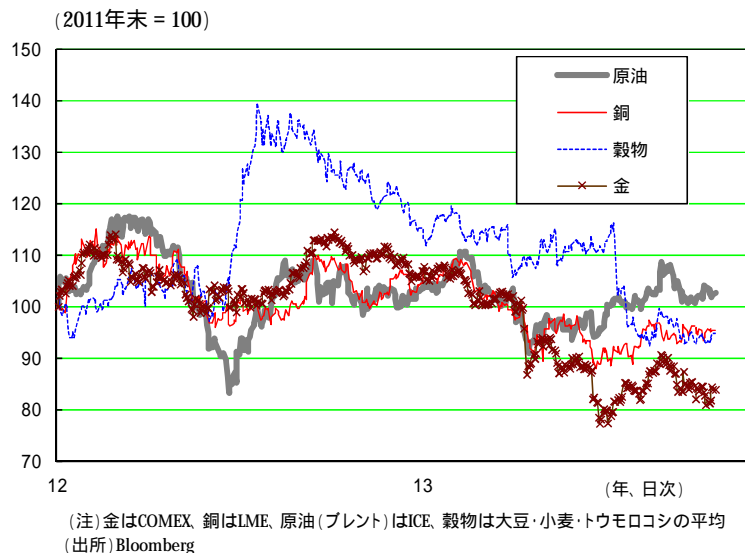
8月は、米欧によるシリア内戦への軍事介入の可能性が高まったことから原油や金を中心に買われた。逆に、9月は、対シリア軍事介入の可能性が低下したことから、原油や金を中心に売られた。なお、9月19日のFOMCでは、大方の予想に反して量的緩和の縮小が見送られたものの、商品相場への押し上げ圧力は一時的にとどまった。また、10月16日に妥協が成立したものの、それまでの間は、米国の財政協議の難航が景気動向や金融情勢の不安定化要因とみなされ、原油やベースメタルなど景気に敏感なコモディティの市況下押し要因になっていた。

当面、地政学的な緊張の緩和や供給の増加を背景に原油は下落しやすい一方で、世界景気の持ち直し基調を受けて銅などベースメタルは徐々に上昇しやすいだろう。

(図表1) トムソン・ロイター・ジェフリーズ・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：ブレント原油は高値から下落して110ドル前後で推移

原油市況は、8月下旬にかけて上昇した後、しばらく高止まりしていたが、10月中旬にかけて下落傾向で推移した。

国際指標とされるブレント原油は、エジプトの政治情勢の混乱やリビアでのストライキの拡大により、7月に入って1バレル＝105～110ドルを中心とした推移に上方シフトし、米欧によるシリア内戦への軍事介入の可能性が高まった8月下旬には一時117ドル超まで上昇した。9月はシリアへの軍事介入の回避やリビアの原油生産・出荷の持ち直しを受けて下落し、10月初めには一時107ドル前後となった。その後、持ち直して中旬は110ドル前後で推移している。

一方、米国産のWTI原油は、大型製油所の再稼働などによる需要増加観測もあって7月上旬に大幅上昇して中旬以降は104～108ドルを中心に推移し、8月下旬には一時112ドル超まで上昇した後、9月は下落傾向で推移し、10月に入って100～104ドル程度で推移している。

なお、ブレント-WTIのスプレッド（価格差）は、7月下旬から8月上旬に1～3ドル程度を中心に推移した後、10月中旬には9ドル前後に拡大している（図表5）。

先物市場(WTI)における投機筋の買い超幅をみると、4月下旬をボトムに拡大していたが、7月下旬をピークに頭打ちとなっている（図表9）。一方、商業筋を含めた先物の全建て玉残高は、4月下旬をボトムに増加した後、8月中旬をピークに頭打ちとなっている（図表10）。

10月16日に米国の財政協議で妥協が成立し、米国債のデフォルトや米国景気の失速に対する懸念が後退したことを受けて、原油相場も上昇した。もっとも、米国景気の影響を受けやすいWTI原油も、ブレント原油と同程度の1～2ドルの上昇にとどまった。イランの核開発問題を巡る同国と6カ国（米英仏中露独）との協議で歩み寄りがみられたことが市況の押し下げ要因になったことに加えて、特にWTI原油は米国のシェールオイルやカナダのオイルサンドの増産による需給緩和圧力があつたことも影響した。

（図表3）原油市況の推移



（注）直近は10月18日  
（出所）Bloomberg、日本経済新聞

（年、日次）

（図表4）石油製品市況の推移



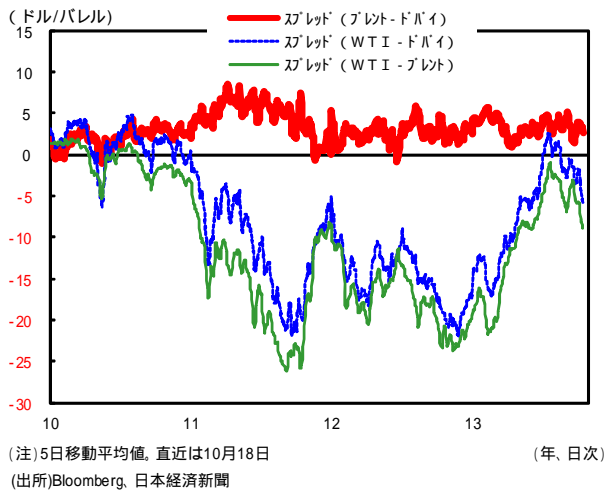
（注）直近は10月18日。  
すべてNYMEXの期近物

（年、日次）

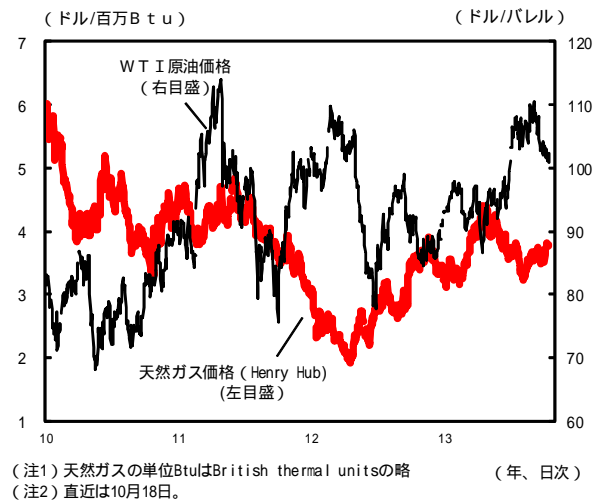
中東情勢の地政学的問題では、徐々に緊張が緩和に向かう流れがある。イラン核開発問題についての同国と6カ国との協議は11月7~8日に予定されている。シリアでは、10月18日までに化学兵器禁止機関(OPCW)による査察が14カ所の施設で行われたとされ、20日にはアラブ連盟事務局長の会見で、シリア内戦終結に向けた和平会議を11月23日に開催する予定で調整中であることが明らかにされた。また、リビアの産油量は、全国的に広がったストライキの影響で、9月に一時日量20万バレルまで低下していたが、10月13日には60~70万バレルに回復したとされ、先行きさらに回復が進む可能性がある。

財政協議でひとまず妥協がみられて米国発の景気下振れリスクが後退したものの、地政学的な緊張の緩和や供給増加が徐々に進むことが見込まれ、原油市況はやや下落気味の推移が見込まれる。ブレント原油は、105~110ドルを中心とした推移が見込まれ、WTI原油は100ドル前後の推移が見込まれる。

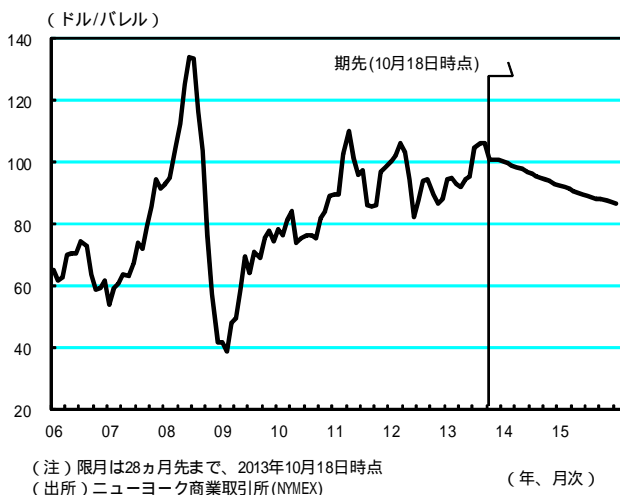
(図表5) 油種間スプレッドの推移



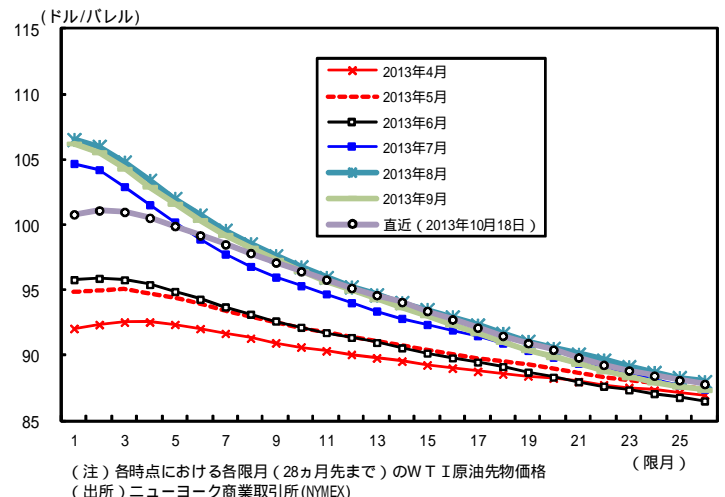
(図表6) 米国天然ガス市況の推移



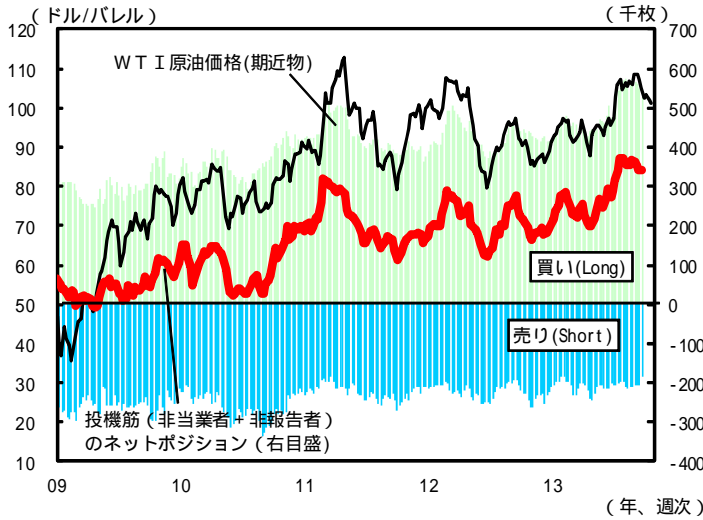
(図表7) 原油先物価格と先物カーブ



(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)



(注1) ポジションの直近は9月24日時点、WT I原油は10月16～18日平均値  
 (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24日時点  
 (出所) 米国先物取引委員会 (C F T C)

(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 (9月)	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 (9月)
アルジェリア	115.0	112.0	112.0		120.2	120.0	95.8%	5.0
アンゴラ	174.0	174.0	178.0		151.7	187.0	93.0%	13.0
エクアドル	53.2	53.4	52.9		43.4	52.9	100.6%	-0.3
イラン	260.0	257.0	256.0		333.6	350.0	74.3%	90.0
イラク	330.0	320.0	320.0		-	330.0	100.0%	0.0
クウェート	300.0	300.0	300.0		222.2	330.0	90.9%	30.0
リビア	30.0	57.5	80.0		146.9	155.0	19.4%	125.0
ナイジェリア	215.0	202.0	192.0		167.3	240.0	89.6%	25.0
カタール	72.0	72.0	72.0		73.1	78.0	92.3%	6.0
サウジアラビア	1,000.0	995.0	980.0		805.1	1,250.0	80.0%	250.0
U A E	290.0	292.0	280.0		222.3	280.0	103.6%	-10.0
ベネズエラ	269.0	269.0	269.5		198.6	290.0	92.8%	21.0
O P E C 12カ国	3,108.2	3,103.9	3,092.4	3,000.0	-	3,662.9	84.9%	554.7
O P E C 11カ国	2,778.2	2,783.9	2,772.4		2,484.5	3,332.9	83.4%	554.7

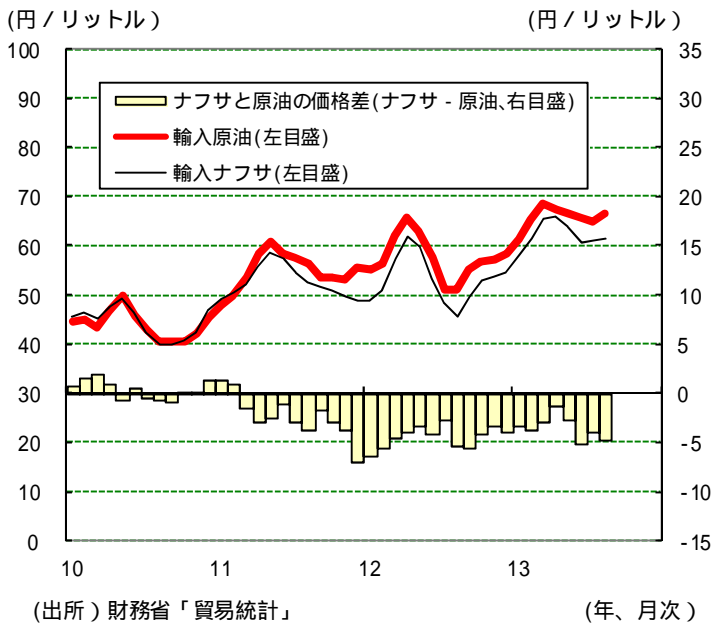
(注1) 2011年12月14日のOPEC総会において、加盟国の総生産量を現状維持の3,000万バレルとする決定がなされた。  
 (注2) 旧国別目標は一時的にOPEC事務局が公表していたもの(その後、撤回された)等による。  
 (注3) 産油能力は、30日以内に生産可能で、かつ90日以上持続可能であることが条件。  
 (注4) サウジアラビアとクウェートの生産量には中立地帯の生産量が1/2ずつ含まれる。  
 (注5) 稼働率(%) = 生産量 / 産油能力 \* 100。生産余力 = 産油能力 - 生産量  
 (注6) O P E C 11カ国はイラクを除く  
 (出所) Bloomberg

## 2. ナフサ市況：8月終わりをピークに下落

日本の8月の輸入ナフサ価格（通関）は、1リットルあたり61.6円と4月（65.9円）をピークにやや下落した水準で推移している。一方、8月の輸入原油価格は66.3円と3月（68.4円）に比べて下落した水準で推移している（図表12）。6～8月は原油よりもナフサが1リットルあたり4～5円安い状態が続いている。

日次のナフサ市況の推移をみると、原油とともに8月終わり近くにピークをつけて、その後は下落傾向で推移している（図表13）。欧州のナフサは、低調な欧州景気を受けて、原油（ブレント）やアジアのナフサに比べて、市況が抑制される傾向になっている（図表14～15）。

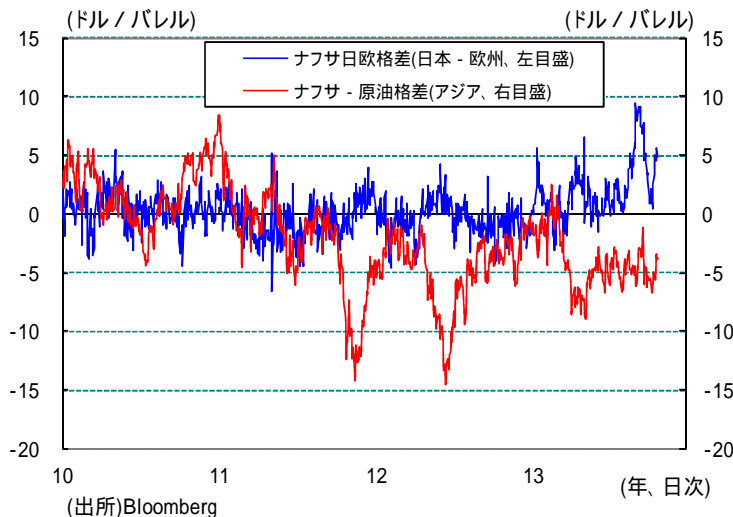
（図表12）日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



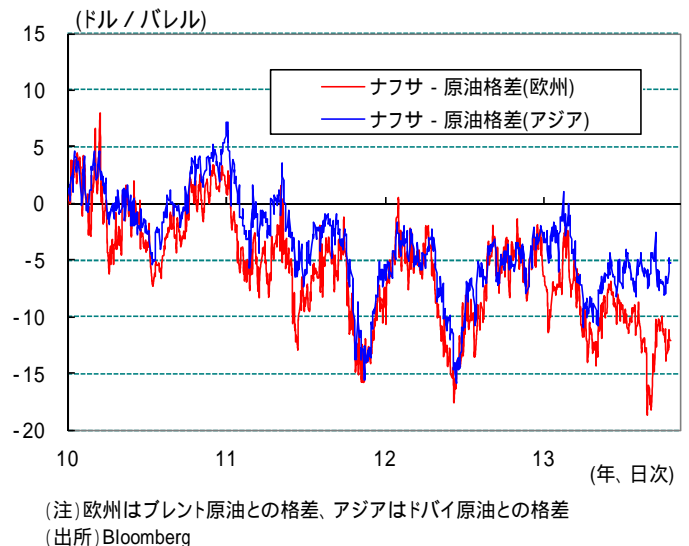
（図表13）アジアの原油・ナフサの市況



（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 : 銅市況は 7,100~7,300 ドルを中心に一進一退

非鉄ベースメタル市況の中心となる銅市況は、6月中旬には一時1トンあたり6,600ドル近くまで下落した後、8月中旬には7,400ドル超まで回復した。その後やや値を下げて、足元では7,100~7,300ドルを中心に推移している。

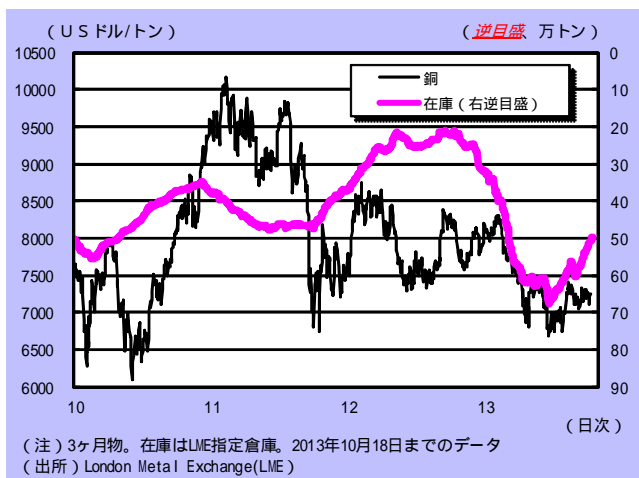
8月上旬には、中国の貿易統計や生産統計が景気回復を示唆するものと受け止められ、銅需要の回復観測が強まった。その後、景気後退局面が続いていた欧州で景気持ち直しを示す経済指標が発表されたことも銅市況の上昇につながり、8月16日には一時7,400ドルを上回った。もっとも、下旬には、米欧によるシリア内戦への軍事介入の可能性が懸念される中で、リスク回避傾向が強まり、銅市況は下落した。

9月に入ると、シリア情勢や米国の量的緩和縮小を巡る思惑によって、銅市況は一進一退が続いた。量的緩和の縮小が見送られたことを受けて、7,300ドル超まで買われたものの、その後は、米国の財政協議の難航による景気への影響が懸念され、やや下落傾向となった。10月に入って、7,100~7,300ドルを中心に推移している。

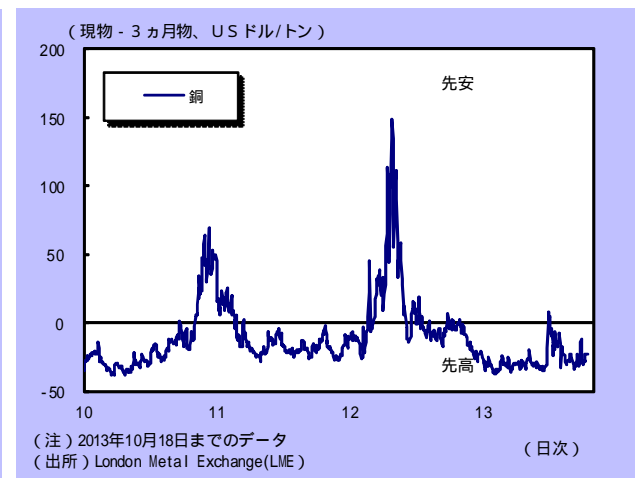
このところ、中国や欧州の景気に持ち直しの動きが出ている一方で、米国の財政協議が景気減速を招きうるリスク要因となっていた。16日に米国の財政協議で妥協が成立し、米国債のデフォルトや米国景気の失速に対する懸念が後退したことを受けて、世界的な銅需要の持ち直し観測が生じやすくなったと思われる。もっとも、米国の財政協議では根本的な解決は先送りされており、再び懸念が強まる可能性がある。また、中国や欧州の景気回復のテンポは依然として緩慢であり、銅市況の上昇は緩やかであろう。

(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：1,850 ドル前後を中心に一進一退

アルミニウムは、6月後半に1トンあたり1,750ドル近くまで下落した後、1,800ドル前後での推移が続いたが、8月中旬にかけて1,950ドル近くまで上昇した。9月に入ると、再び1,800ドルを下回ったが、足元は1,850ドル前後で推移している。

最大の消費国である中国では、低コストの電力が利用できる精錬所の稼働開始が予定されており、冬場は需要が低調なこともあって、再びアルミニウム市況の下落圧力が強まる可能性が指摘される。こうした中、ロシアや米国の大手アルミニウム精錬メーカーは追加減産の動きを見せている。アルミニウムの供給過剰感は根強く、アルミニウム市況は上値が重い展開が予想される。

### (2) ニッケル市況：ボトムからやや反発して14,000ドル台

ニッケル市況は、7月上旬の1トンあたり13,200ドル台をボトムに8月中旬には15,000ドルまで上昇していたが、その後は下落し、9月以降は13,700~14,100ドル程度を中心に推移した。9月18日に米国で量的金融緩和の縮小が見送られた後に14,400ドル超まで上昇したものの、高値は続かず、元のレンジに戻った。

ニッケルの主用途であるステンレス鋼の生産状況を見ると、4~6月期は、欧州、米州、中国以外のアジアでは前年割れにとどまっている。中国は前年比12%増加しているものの、多くはニッケル地金ではなく、ニッケル銑鉄(NPI)を原料とする生産方法によるものとみられる。米国の財政協議を巡る不透明感が後退し、欧州や中国の景気が緩やかに持ち直す中で、ニッケル市況は下げ止まっているものの、ニッケル地金への需要は力強さを欠いており、上値は重いとみられる。

### (3) 亜鉛市況：1,850~1,900ドルを中心とした推移が続く

亜鉛市況は、6月下旬に1トンあたり1,850ドルを下回った後、8月中旬に2,000ドル超まで上昇した。9月以降は、1,850~1,900ドルを中心とした推移が続いている。亜鉛地金は、中国での需要は底堅いものの、欧州を中心に余剰感があり、上値が重い展開が見込まれる。

### (4) 錫市況：上昇して一時、24,000ドル

錫市況は、7月上旬に1トンあたり19,000ドルを下回った後、上昇傾向で推移し、10月上旬には24,000ドルとなった。インドネシア政府が資源輸出に係る規制を強化したことを受けて、同国からの輸出が減少しており、他の金属よりも、市況が上昇する傾向が強まっている。もっとも、インドネシア政府は、いずれ規制の強化策を緩和するとの観測が根強く、大幅な市況の上昇は回避されている。



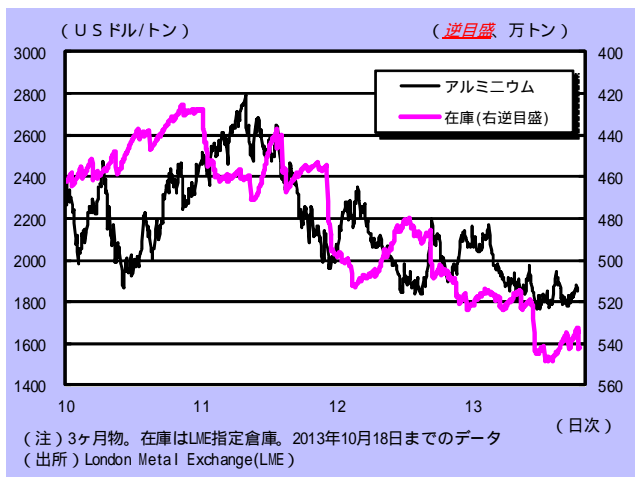
(5) 鉛市況：2,050～2,150 ドルを中心に推移

鉛市況は、一進一退で推移している。5月上旬に1トンあたり1,950ドル割れの安値をつけ、6月上旬に2,250ドル台の高値をつけた後、6月下旬に2,000ドルを割れたものの、8月中旬には再び2,250ドルを回復した。その後は、やや下落傾向となり、9月中旬以降は、2,050～2,150ドルを中心に推移している。

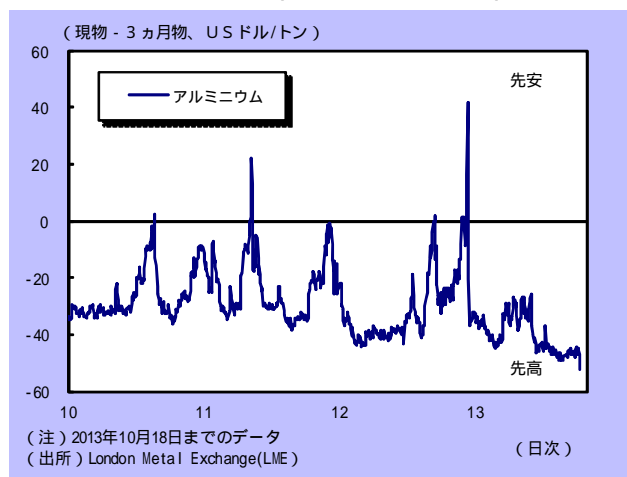
米国や中国を中心に自動車用バッテリー向けの需要は底堅さがある一方で、有害物質である鉛の開発投資は、各国での規制強化もあって敬遠されており、徐々に需給が引き締まるとの見方がある。鉛市況は底堅い推移が見込まれる。

(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

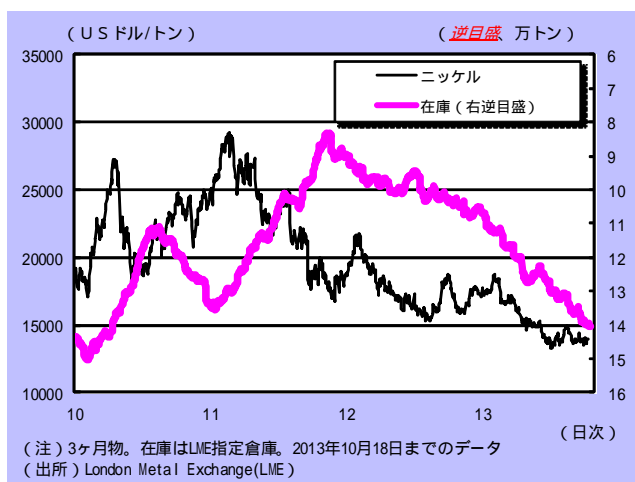


現先スプレッド(現物-3ヶ月物)の推移

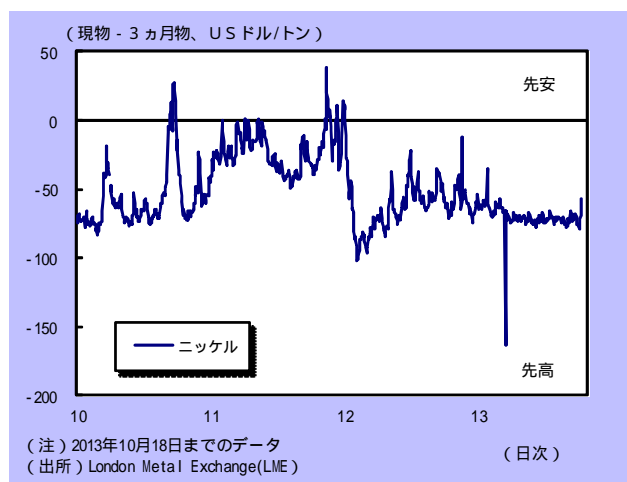


(図表 18) ニッケル

ニッケル相場とLME指定倉庫在庫の推移

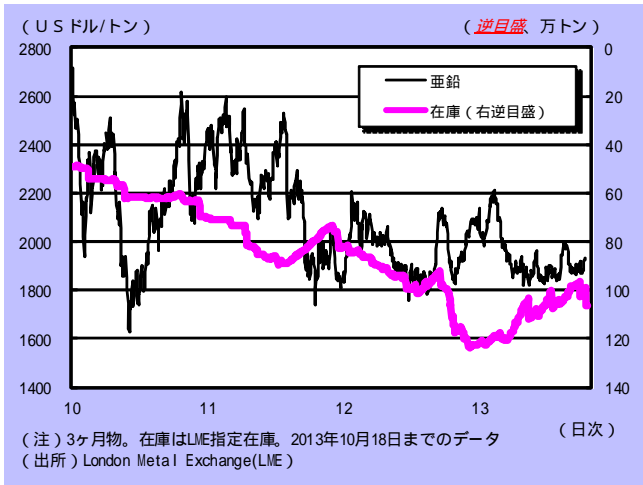


現先スプレッド(現物-3ヶ月物)の推移

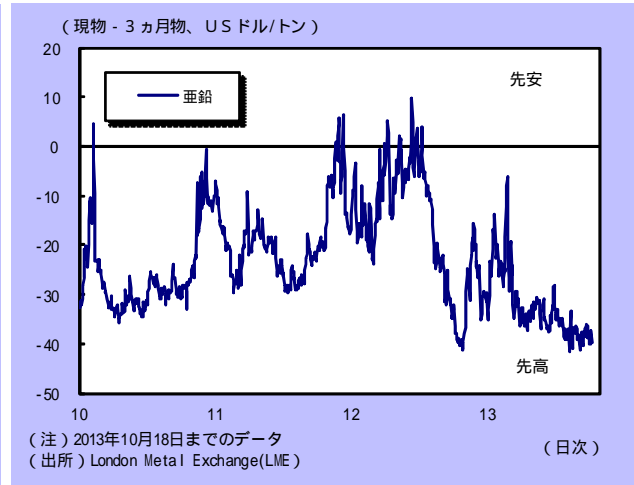


(図表 19) 亜鉛

亜鉛相場と L M E 指定倉庫在庫の推移

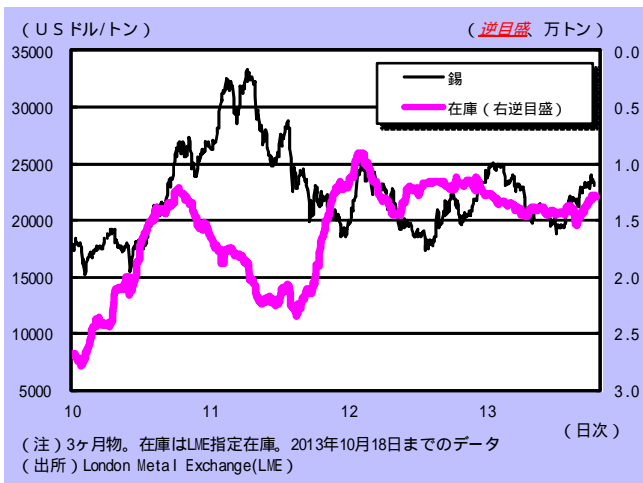


現先スプレッド (現物 - 3ヶ月物) の推移

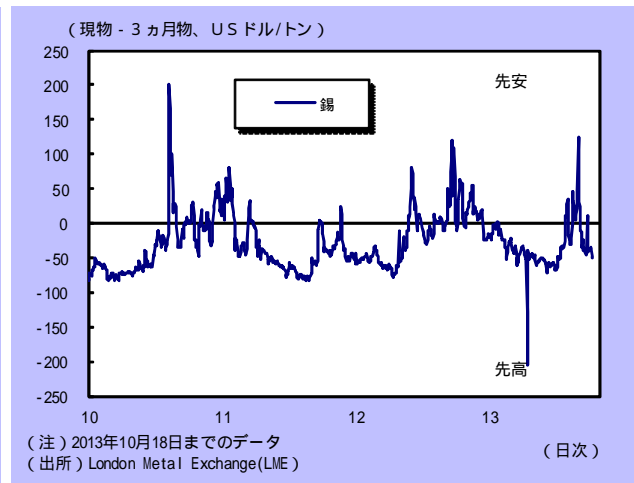


(図表 20) 錫

錫相場と L M E 指定倉庫在庫の推移

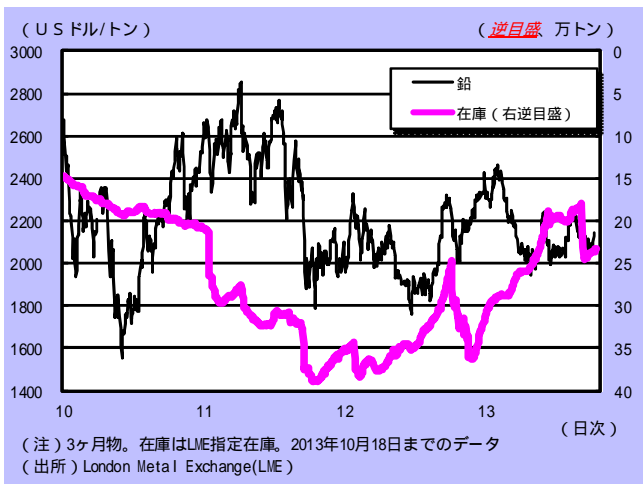


現先スプレッド (現物 - 3ヶ月物) の推移

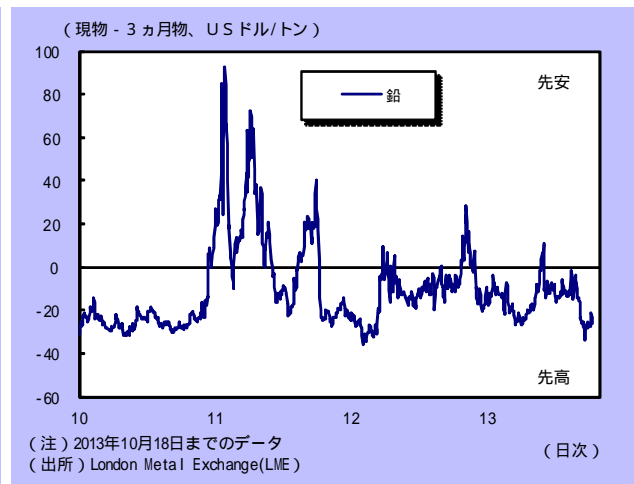


(図表 21) 鉛

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1,300ドル前後を中心に一進一退

金市況は、6月後半に1,200ドル割れまで下落した後、持ち直し傾向で推移して8月下旬には1,400ドル台を回復した。その後、下落傾向となり、10月に入って1,300ドル前後で推移している。

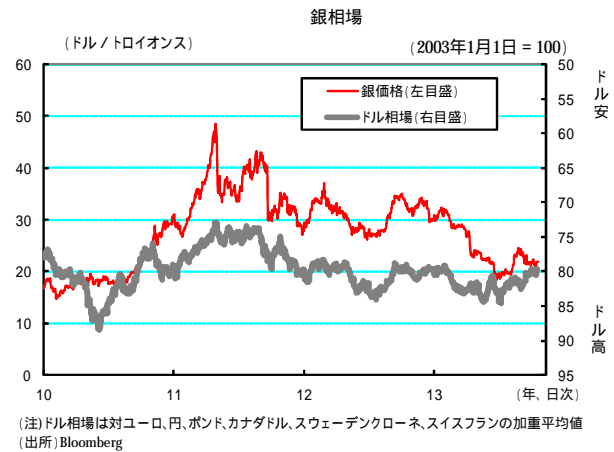
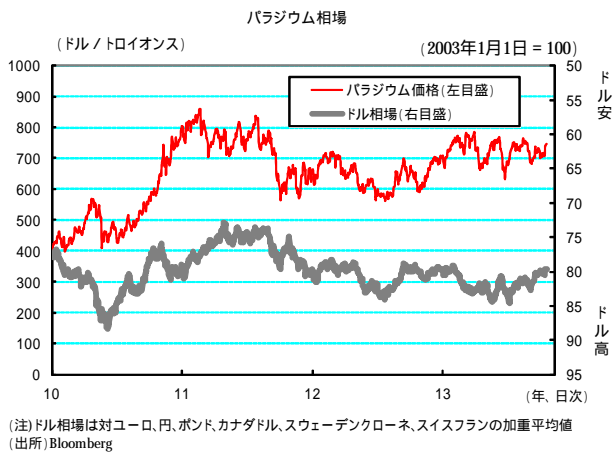
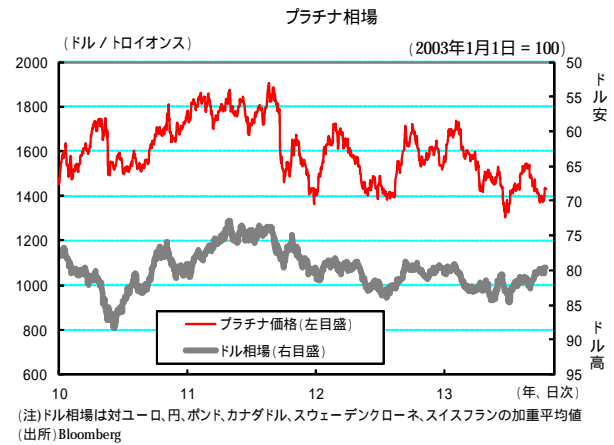
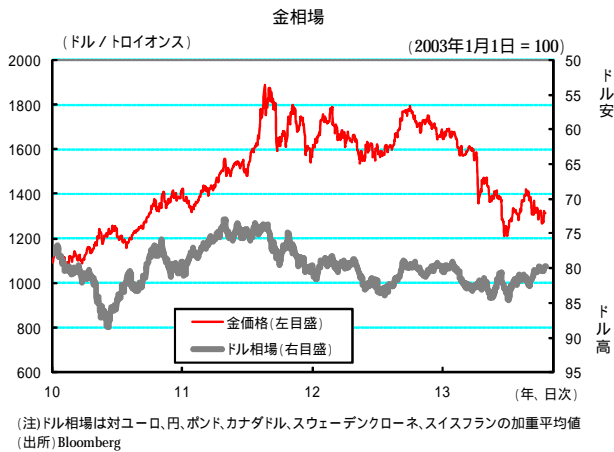
最近の相場を振り返ると、8月下旬にかけて金を買われた背景には、6月後半に比べて米国の量的緩和の縮小について慎重な見方が徐々に増えたこと、米欧によるシリア内戦への軍事介入の観測によってリスク回避的な投資行動が強まったことがある。

9月上旬から中旬は、シリアへの軍事介入の見送りや量的緩和の縮小観測が金の売り材料になった。18日のFOMC（米連邦公開市場委員会）では量的緩和の縮小が見送られ、金相場は一時的に急騰したものの、20日にはFRB高官発言を受けて再び量的緩和の縮小観測が強まって、金は売り戻された。

10月に入って、米国で財政協議が難航し、政府債務上限引き上げの期限が近付く中で、金の安全資産としての需要を強めるとの見方もあったが、投機的な金買いに弾みはつかず、その後、財政協議でも妥協が成立し、金市況の上値は重くなっている。

足元の金相場は、テーマが絞りづらく、投機的な買いが集まりにくい状況とみられる。当面、1,300ドル前後を中心とした推移が続くと思われる。

(図表 22) 貴金属価格の推移



トピック

ベースメタル市況の見通し

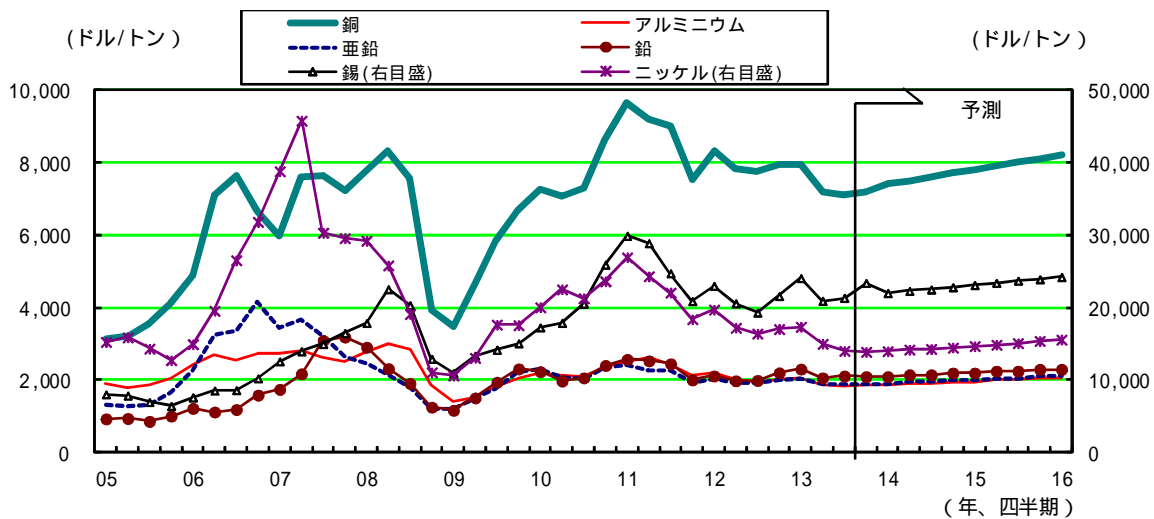
ベースメタル市況は、総じていえば、夏場以降、上値が重いながらも、下値をやや切り上げてきている。背景には、米国景気が堅調さを保っていることに加えて、前半は不振であった欧州や中国の景気が持ち直す動きを見せていることがある。

また、米国の財政協議では、ひとまず、妥協が成立し、米国債のデフォルトなどの当面の危機は回避され、米国景気の先行き懸念は後退した。この点では、各国景気の回復に伴って金属需要の増加観測が生じて、ベースメタル市況の上昇につながりやすくなっている。

もっとも、米国の財政問題の根本的解決は先送りされており、再び懸念が強まる可能性があるうえ、欧州や中国の景気回復にもさほど勢いはない。ベースメタル市況の持ち直しテンポは緩やかにとどまるだろう。

なお、品目によって市況の推移はやや異なったものになると見込まれる。アルミニウムやニッケルについては、さらなる減産等が検討されるほど需給緩和感が残っており、目先は、市況の低迷状態が続くだろう。亜鉛、鉛、銅の市況については、中国や欧州の景気持ち直しを受けて下値は緩やかに切り上がっており、先行きは世界景気に連動した緩やかな上昇傾向が予想される。錫については、主要輸出国であるインドネシアの規制動向によって市況が左右される状況が続くだろう。

(図表 23) ベースメタル市況の見通し



	< 2013年10月時点 >				予測値				(ドル/トン)			
	13年 1Q	2Q	3Q	4Q	14年 1Q	2Q	3Q	4Q	15年 1Q	2Q	3Q	4Q
銅	7,954	7,187	7,104	7,200	7,400	7,500	7,600	7,700	7,800	7,900	8,000	8,100
アルミニウム	2,039	1,871	1,828	1,850	1,850	1,900	1,900	1,950	1,950	2,000	2,000	2,050
ニッケル	17,370	15,024	14,025	13,900	14,000	14,200	14,300	14,500	14,700	14,900	15,100	15,400
亜鉛	2,054	1,876	1,897	1,900	1,900	1,950	1,950	2,000	2,000	2,050	2,050	2,100
鉛	2,306	2,066	2,117	2,100	2,100	2,150	2,150	2,200	2,200	2,250	2,250	2,300
錫	24,065	20,936	21,327	23,400	22,000	22,300	22,500	22,800	23,100	23,400	23,700	23,900

- 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。