

## 調査レポート

# コモディティ・レポート <2015年5・6月>

### ・コモディティ市況全般：5～6月は原油やベースメタルが下落

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、今年3月中旬をボトムに反発していたが、5月中旬以降、頭打ちとなり、7月に入って下落幅が拡大した。コモディティ市況は、当面、世界景気の先行きに不透明感がある状況の中で一進一退が見込まれるが、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：ギリシャ問題や中国株安を受けてブレント原油は60ドル割れ

国際指標とされるブレント原油は1月13日に45.19ドルの安値をつけた後、5月6日には69.63ドルに上昇したが、その後は、上値が重くなり、7月に入ると、60ドルを下回った。今後、世界景気の回復とともに、原油需給は緩やかに引き締まり、原油相場は上昇すると予想されるが、上昇ペースは緩やかだろう。

### ・ベースメタル市況：銅は下落して5,200ドル台

銅市況は、5月中旬にかけて6,400ドル台まで持ち直していたが、その後は、下落傾向で推移し、7月に入って一時5,200ドル台まで下落した。当面、ギリシャ情勢や中国株安への不安が続く中で、上値は抑えられようが、世界景気の腰折れは回避され、先行き、銅市況は緩やかに持ち直そう。

### ・貴金属市況：金は下落して一時1,150ドルを下回る

金市況は、5月中旬に一時1,230ドル台まで上昇した後、下落傾向となり、7月に入って一時1,150ドルを下回った。引き続き、ギリシャ問題や中国景気の不透明感が相場を支えるものの、米国の金融政策が利上げに向かう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

最近の原油相場下落について・・・ギリシャ情勢の混迷や中国の株安により、原油相場は下落幅を拡大した。もっとも、銅や鉄鉱石が年初来の安値を更新して下落したのに対して、原油(ブレント)は1月の安値に比べて、2割程度高い水準にとどまった。しかし、原油についても、決済期日が先の期先物(例えば、3年物)の価格をみると、7月に入ってからの下落局面で、年初来の安値を更新している。これは、先行き、原油価格が低迷を続けるという観測が強まっていることを意味する。

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

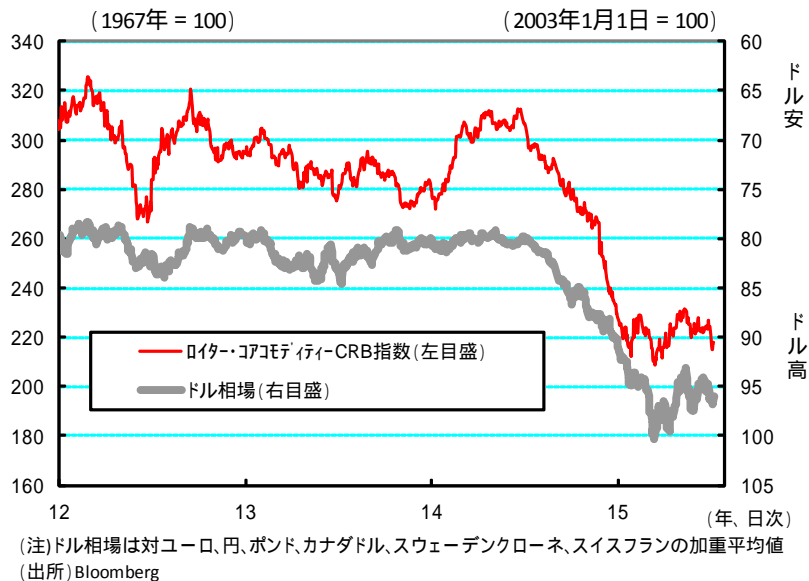
・コモディティ市況全般の概況：5～6月は原油やベースメタルが下落

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、今年3月中旬をボトムに反発していたが、5月中旬以降、頭打ちとなり、7月に入って下落幅が拡大した（図表1）。

5月は、原油や銅が、上旬は前月までの流れを引き継ぎ、上昇したが、中旬以降は下落傾向で推移した。穀物は下落傾向が続き、金は一進一退が続いた。6月は、銅が下落を続け、原油も小幅下落傾向で推移した一方で、金は一進一退を続け、穀物は月末にかけて買われた（図表2）。

マクロ経済環境をみると、7月にかけて、ギリシャ問題や中国の株安を受けて、景気の先行きに対する不安心理が高まった。為替市場では、6月中旬にかけてドル安が進み、コモディティ市況の下支え要因になっていたが、6月下旬以降は、ギリシャ問題を受けてドル高が進み、コモディティ市況を押し下げた。世界景気の先行きに不透明感がある状況の中で、コモディティ市況は一進一退が見込まれるが、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



（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：ギリシャ問題や中国株安を受けて 60 ドル割れ

原油相場は 5 月上旬にかけて上昇していたが、その後は下落傾向で推移した。国際指標とされるブレント原油は、1 月 13 日には一時 45.19 ドルと 2009 年 3 月以来の安値をつけた後、反発し、5 月 6 日には一時 69.63 ドルとなった。しかし、その後は、上値が重くなり、7 月に入ると、60 ドルを下回った。ブレントに比べて底堅く推移していた米国産の W T I 原油も、7 月に入って下落し、6 日には 53 ドル割れと、4 月半ば以来の安値となった。

5 月は、上旬に、リビアで反政府活動により原油出荷港への原油輸送が停止したと報道されたこと(5 日)、サウジアラビアが米国向けおよび北西欧州向けの原油販売価格を引き上げたこと(5 日)、米国の原油在庫が 17 週ぶりに減少に転じたこと(6 日)などを材料に相場は上昇した。もっとも、その後は、原油の過剰供給に対する懸念が再燃し、上値が重くなった。O P E C が世界の原油需要見通しを上方修正したこと(12 日)、サウジアラビアが主導する連合軍が 5 日間の人道停戦を前に武装勢力「フーシ派」の武器庫への空爆を行い、やや大きな被害が出たこと(12 日)、などが原油相場の押し上げ材料になったものの、4 月の米国の住宅着工件数(19 日)や、4 月の耐久財受注(26 日)など経済指標が予想を上回ったことや、イエレン F R B 議長が年内の利上げが適切と述べたこと(22 日)を背景に、ドル高が進展し、ドル建ての原油価格を抑制する要因となった。また、27 日には、米石油協会(A P I)が発表した原油在庫が増加したことなどから米国の原油需給の緩和も懸念され、原油相場は下落した。しかし、29 日には、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機(リグ)の稼働件数が市場の増加予想に反して減少したことや、米国の 1~3 月期の G D P 成長率のマイナスへの修正などを材料にドル高が一服したこと、などを受けてやや大幅な原油高となった。

6 月は、5 日に O P E C (石油輸出国機構)の定例総会が開催された。総会前には、原油の過剰供給は続くとの見方から原油相場は下落傾向で推移し、月初からドイツなど欧州債の利回りが上昇し、投機資金の流入減を連想させたことも原油の弱材料となっていた。また、5 日には、米国の雇用統計が発表になり、雇用増加数が予想を上回ったことを受けて、ドル高が進行し、ドル建てで取引される原油の価格押し下げ要因となっていた。しかし、O P E C が生産目標を 3,000 万バレルに据え置く決定を行った後は、原油相場は上昇した。「噂で売って、事実で買い戻す」動きになったと思われる。

また、9 日の原油相場は大幅に上昇した。この上昇の背景には、8 日に米エネルギー情報局が発表した "Drilling Productivity Report" において、シェールオイルの減産傾向が示されたことが指摘された。また、10 日には、米エネルギー情報局が発表した原油在庫が大幅減少となり、原油相場は続伸した。

もっとも、その後は、ギリシャ債務問題を巡る懸念を背景にドル高圧力があつたことや、国連仲介によるイエメンの和平協議が開始され、地政学的な緊張緩和への期待が生じたことなどを背景に、原油相場の上値は抑えられた。しかし、イエメン和平協議は停戦で合意できず、イラン核

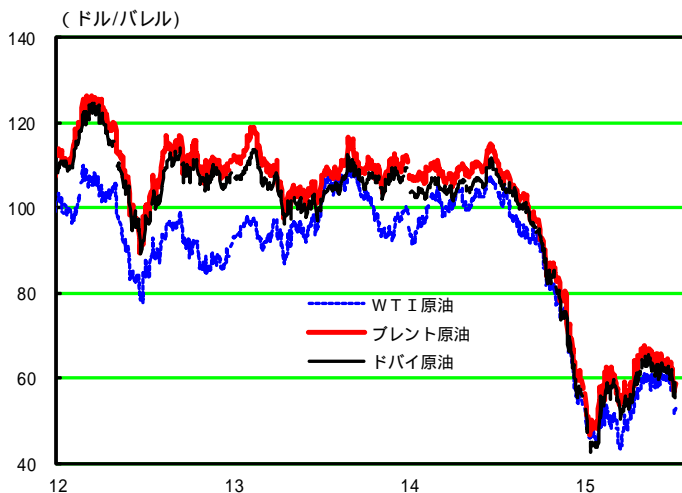
協議は合意の困難さが再認識され、地政学的な緊張緩和への期待は続かず、原油相場の下支え要因になった。

7月に入ると、原油相場は下落した。ギリシャ国民投票で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も売られた。ギリシャ問題を受けてユーロが対ドルで下落し、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、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。7月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。

ブレント - WTIのスプレッド（価格差）は、2月下旬に10ドル強に拡大していたが、その後は縮小し、6月後半は3~4ドルを中心に推移した後、7月に入り4~5ドルにやや拡大している（図表5）。先物市場（WTI）における投機筋の買い超幅をみると、3月下旬にボトムをつけた後、拡大に転じていたが、6月以降は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月中旬をピークに減少していたが、5月下旬をボトムに下げ止まっている（図表10）。

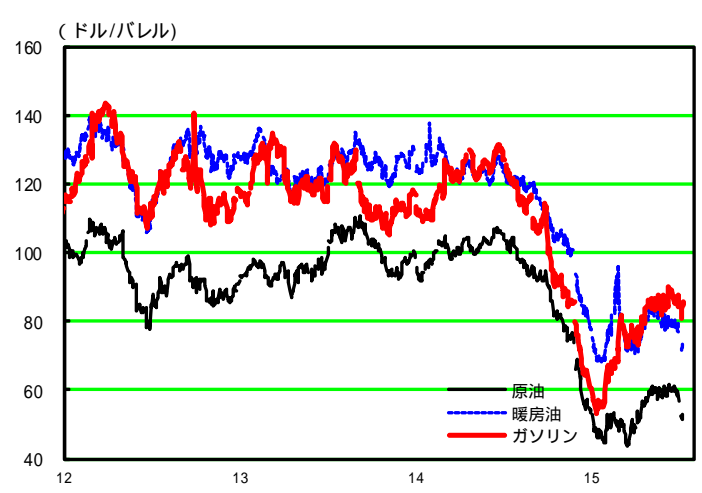
原油市況は、5月上旬にかけてかなり速いペースで上昇してきたが、その後、相場は頭打ちとなり、7月に入って下落幅が大きくなった。OPECや米国の原油生産が高水準を続ける中で、ギリシャ情勢や中国の株安の影響が原油需要を鈍化させるとの懸念が強まりやすい状況になってきている。足元は、ギリシャや中国への懸念が続くと、原油相場はさらに下落しそうな状況である。先行き、世界景気の回復とともに、原油需給は緩やかに引き締まりに向かい、原油相場は上昇すると予想される。しかし、ドル高圧力が見込まれること、OPECや米国の原油供給は高水準を続けること、世界景気の拡大テンポは緩やかにとどまることなどが原油価格を抑制し、上昇ペースは緩やかになるだろう。

（図表3）原油市況の推移



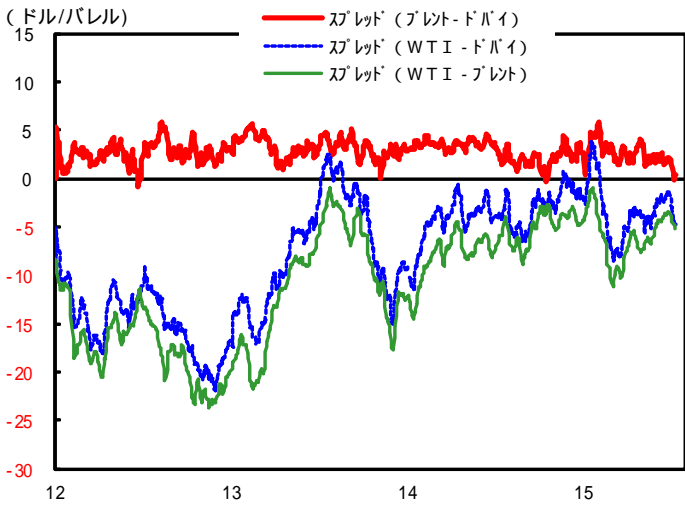
（注）直近は7月10日  
（出所）Bloomberg、日本経済新聞

（図表4）石油製品市況の推移



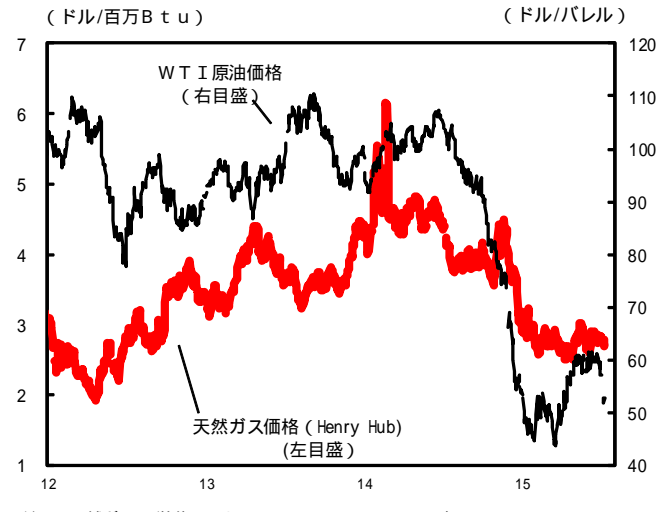
（注）直近は7月10日。すべてNYMEXの期近物  
（出所）Bloomberg

(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7月10日  
(出所) Bloomberg、日本経済新聞

(図表6) 米国天然ガス市況の推移



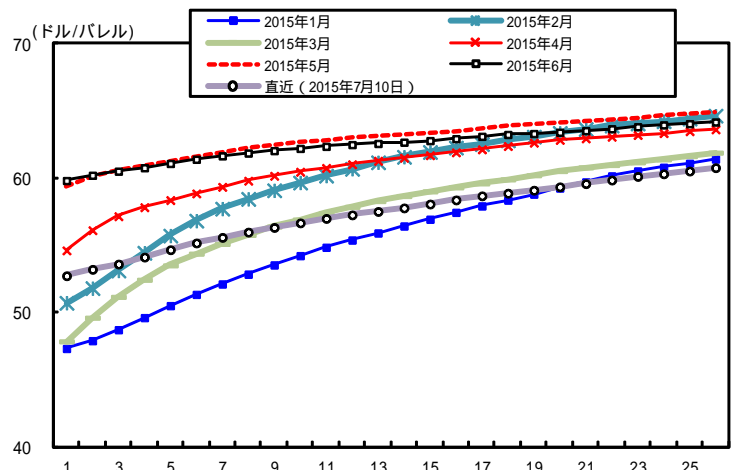
(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略  
(注2) 直近は7月10日

(図表7) 原油先物価格と先物カーブ



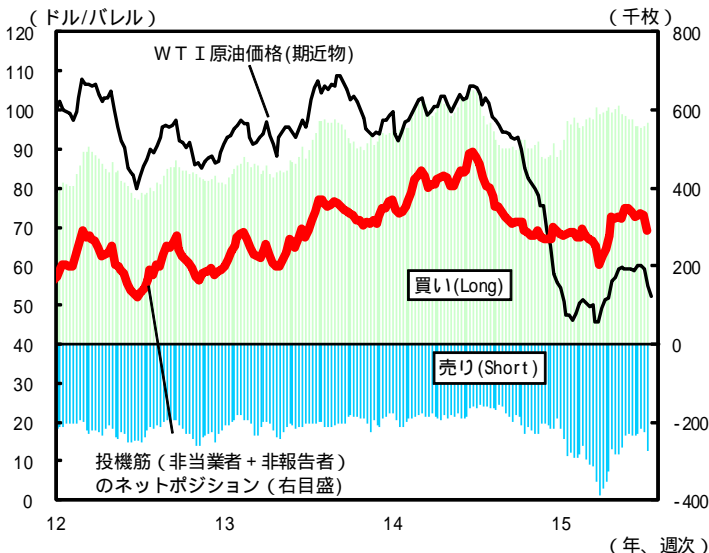
(注) 限月は28ヵ月先まで、2015年7月10日時点  
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(図表8) WTI原油の先物カーブの変化



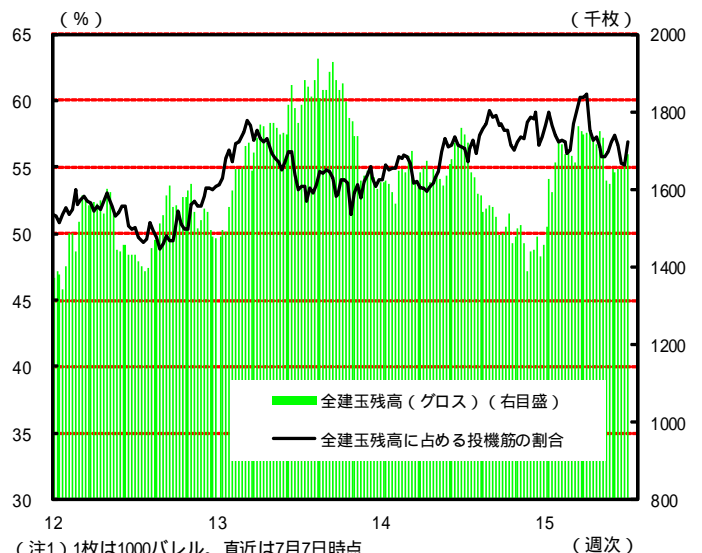
(注) 各時点における各限月(28ヵ月先まで)のWTI原油先物価格  
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(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7月7日時点、WTI原油は7月8~10日の平均値  
(注2) 旧分類に基づいた統計により作成  
(出所) CFTC

(図表10) 原油先物の建て玉(NYMEX)



(注1) 1枚は1000バレル。直近は7月7日時点  
(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 )

国名	生産量 <6月> (前月差)		生産量 <5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 <6月>
	生産量	(前月差)	生産量	(前月差)					
アルジェリア	110.0	(0.0)	110.0	(-5.0)		120.2	120.0	91.7%	10.0
アンゴラ	177.0	(4.0)	173.0	(5.0)		151.7	187.0	94.7%	10.0
エクアドル	54.0	(-0.2)	54.2	(-0.5)		43.4	54.7	98.7%	0.7
イラン	285.0	(5.0)	280.0	(2.0)		333.6	385.0	74.0%	100.0
イラク	438.8	(56.7)	382.1	(14.8)		-	365.0	120.2%	-73.8
クウェート	275.0	(-8.0)	283.0	(-2.0)		222.2	320.0	85.9%	45.0
リビア	40.0	(-1.5)	41.5	(-10.5)		146.9	155.0	25.8%	115.0
ナイジェリア	185.0	(3.0)	182.0	(-16.0)		167.3	240.0	77.1%	55.0
カタール	65.0	(0.0)	65.0	(-5.0)		73.1	78.0	83.3%	13.0
サウジアラビア	1,045.0	(15.0)	1,030.0	(5.0)		805.1	1,250.0	83.6%	205.0
U A E	290.0	(0.0)	290.0	(0.0)		222.3	300.0	96.7%	10.0
ベネズエラ	248.6	(0.4)	248.2	(0.0)		198.6	300.0	82.9%	51.4
O P E C 12カ国	3,213.4	(74.4)	3,139.0	(-12.2)	3,000.0	-	3,754.7	85.6%	541.3
O P E C 11カ国	2,774.6	(17.7)	2,756.9	(-27.0)		2,484.5	3,389.7	81.9%	615.1

(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 : 5 ~ 6 月は一進一退

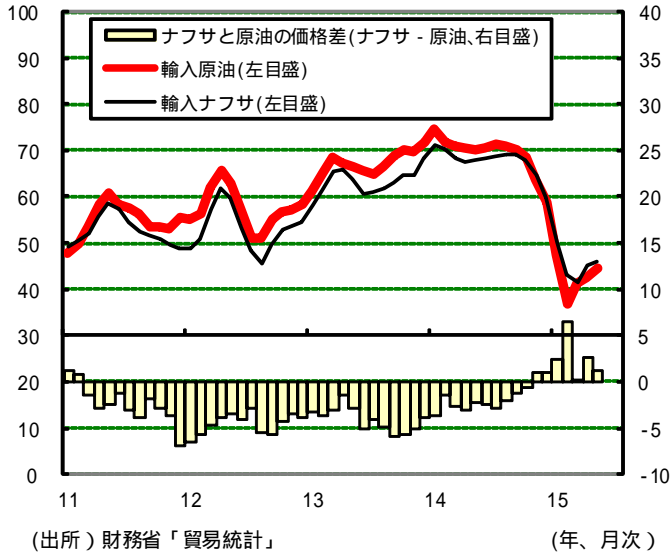
日本の輸入ナフサ価格(通関)は、昨年後半以降に下落し、今年3月には1リットルあたり41.4円にまで下落していたが、5月には45.8円とやや持ち直した。一方、輸入原油価格は、今年2月に36.8円まで下落した後、5月は44.5円に持ち直した(図表12)。ナフサと原油の価格差は、2月にかけてナフサ高幅が拡大していた後、3月以降は小幅になっているが、ナフサ価格が原油価格を上回る状態が続いている。

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、6月にかけては上値が抑えられた(図表13)。原油との相対価格をみると、5月は一進一退で推移した後、6月中旬にかけて、夏場のドライブシーズン入りに伴ってガソリンに混入するナフサの需要が高まったことや、化学工業原材料としての需要が堅調だったことから、ナフサ高が進んだ。もっとも、その後は、台湾のナフサ・クラッカーがメンテナンスに入っている中で、欧州などからのナフサの供給は潤沢であり、ナフサ安が進んだ。

当面、欧州で余剰となったナフサがアジアに流入する動きが続き、アジアのナフサ市況の抑制要因となろう。ギリシャ問題や中国の株安などの懸念材料がある中で、目先のナフサ購入を見合わせる動きも出ていとみられる。今後のナフサ市況は、原油市況に連動して、下げ止まるだろ

うが、その後の上昇ペースは緩慢だろう。

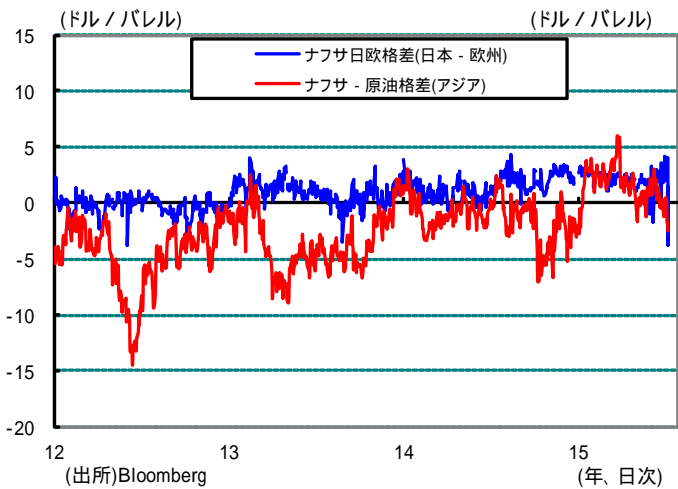
(図表 12) 日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格  
(円/リットル)



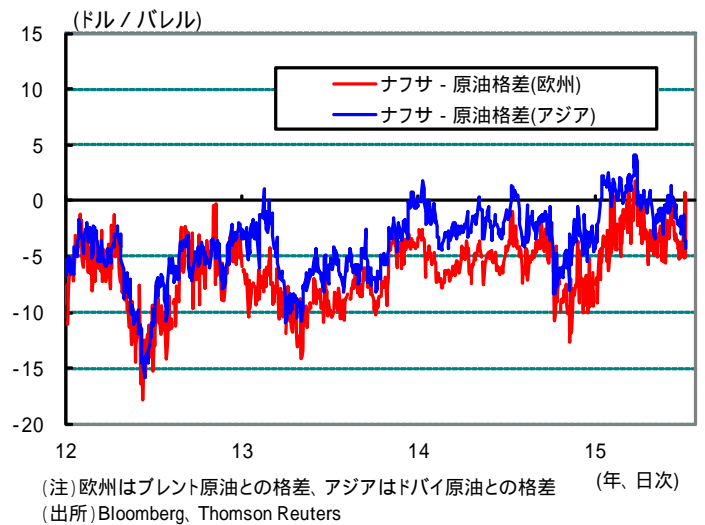
(図表 13) アジアの原油・ナフサの市況  
(ドル/バレル)



(図表 14) ナフサの日欧格差とナフサ・原油価格差  
(ドル/バレル)



(図表 15) 日欧でのナフサ・原油の価格差  
(ドル/バレル)



## ．ベースメタル

### 1．銅を中心とした概況：下落して、5,200ドル台

非鉄ベースメタル市況の中心となる銅市況は、昨年7月上旬に一時1トンあたり7,200ドル台まで上昇した後、下落傾向で推移し、今年1月には一時5,300ドル台をつけた。その後、5月に入って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、7月に入って、一時5,200ドル台と2009年7月以来の安値まで下落した。

5月は、月初は、季節的な需要の盛り上がりや中国政府による追加景気刺激策への期待感から、騰勢が続き、5日には一時6,481ドルまで上昇した。1日に中国政府が発表した4月の製造業購買担当者指数（PMI）は50.1と3月から横ばいとどまり、景気の足取りの重さを示し、政府によるさらなる景気対策がとられるであろうとの見方を強めた。また、米国の製造業受注やサービス業部門のISM指数などの経済指標が景気の底堅さを示したことも、銅相場を後押しした。

その後、中旬にかけて、狭いレンジでの推移が続いた。それまでの上昇ペースが速かったため、ベースメタル相場全般に高値警戒感が生じて、上値追いには慎重になったとみられる。5月8日に発表された4月の中国の貿易統計は、輸入の大幅減少などから景気減速懸念を強める内容だったが、銅の輸入に関しては、前年比で減少したものの、輸入量自体は2014年4月以来の高水準であり、中国の銅需要の底堅さを示すものとされた。また、中国の追加景気対策に対する期待感が根強い中、5月10日には中国人民銀行が0.25%の追加利下げを発表した（1年物貸出基準金利は5.1%、1年物預金基準金利は2.25%に引き下げ、11日から実施）。もっとも、中国の小幅利下げは市場に織り込まれていたことや、改めて中国の景気減速の程度が懸念されたことから、11日の銅相場は小幅下落した。

19日には、ドル相場の上昇が大きくなったこと、原油相場が下落したこと、ニッケルが在庫の大幅増を背景に下げ幅が大きくなり、ベースメタル全般に売り圧力が強まったこと、などを材料に、銅相場の下落幅が大きくなった。25日には、中国の国家発展改革委員会が1,043件、総額1.97兆元規模のPPP（公民連携）インフラ投資プロジェクトのリストをホームページ上で発表したが、26日の銅相場は米景気指標の堅調さを受けてドル高が進む中、下落した。

6月に入っても、銅相場は下落基調が続いた。前半は、為替がドル安傾向で推移し、銅相場の下支え要因となったものの、中国需要の停滞観測が相場の下落要因となった。11日には、1～5月期の中国の固定資産投資が前年比11.4%増にとどまったことなどを受けて、中国の金属需要の鈍化が連想され、銅相場はやや大幅な下落となった。また、15日には、ギリシャ債務を巡る支援協議の難航を受けてドル高が進んだことによって銅相場は下落し、その後も、ドル高が銅相場を抑制する流れとなった。6月27日には、中国人民銀行が0.25%の追加利下げを決定した（1年物貸出基準金利は4.85%、1年物預金基準金利は2.00%に引き下げ、28日から実施）。これを受けて29日の銅相場は、やや上昇して始まったが、ギリシャ支援協議の決裂を受けて、ギリシャのデフォルトの現実味が増す中、上値は限定された。

7月に入り、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



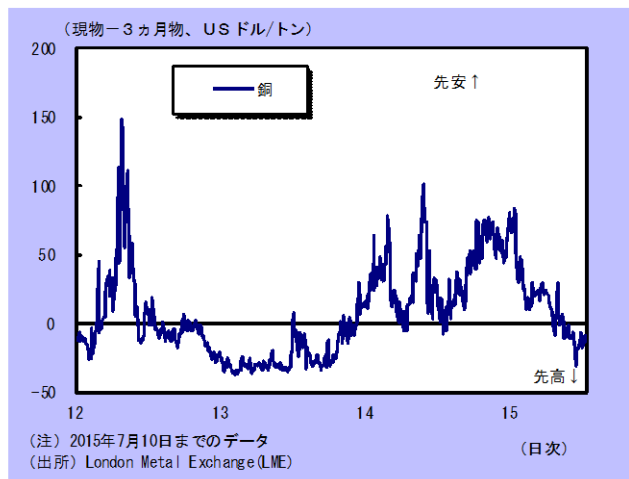
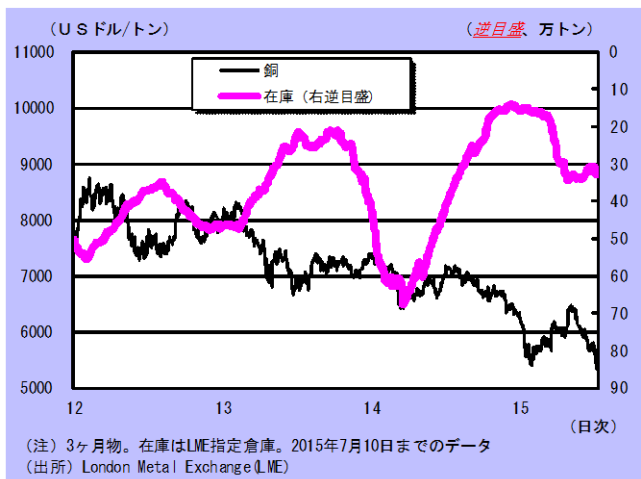
で債権団が求める財政緊縮策の受け入れが否決されたことや、中国で株安が続いていることを受けて、世界景気や銅需要の先行きへの不安が強まり、銅相場は下落した。7日には、ギリシャ情勢や中国株安への不安が続く中で、為替市場でドル高が進んだこともあって、銅の下落幅は大きくなった。

銅の需給はほぼバランスしているとみられ、銅のLME指定倉庫の在庫は、3月下旬をピークにやや減少傾向で推移するようになっている。しかし、ギリシャ情勢の混迷が続き、中国の株安が進んだことで、銅需要の鈍化観測が強まった。ギリシャ問題の解決には時間がかかり、中国の景気減速懸念も続くともみられ、当面、銅相場の上値は抑えられるとみられる。もっとも、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、先行き、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ヵ月物)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：下落して1,700ドル前後

アルミニウムは、昨年8月下旬には一時1トンあたり2,100ドルを上回っていたが、その後は下落傾向で推移し、今年3月中旬には1,750ドルを下回った。その後は上昇に転じ、5月上旬には1,900ドル台を回復していたが、7月に入って一時1,650ドル割れまで下落し、その後は1,700ドル前後で推移している。

5月のアルミニウム相場は、2年半ぶりの大幅下落となった。月初は、4月までの上昇基調を継続する動きとなっていたが、その後は、下落に転じ、他の金属よりも下落幅が大きくなった。目新しい材料があったわけではないが、アルミニウムは供給過剰にあることなどから売り圧力が続いた。

6月前半は一進一退の動きが続いた後、後半は下落した。米利上げ観測を背景としたドル高、最大消費国である中国での需要鈍化懸念、ギリシャ債務問題を巡る不透明感などが、アルミニウ

ム相場の抑制要因となった。6月30日には、米アルミニウム大手のアルコアが、2014年5月から操業を停止しているブラジルのポソス・デ・カルタスのアルミニウム製錬所の閉鎖を決定した。

アルミニウム価格は、2014年初めにかけて下落した後、2014年後半にかけて持ち直していたこともあり、2015年のアルミニウム生産は増加基調で推移している。特に、中国の生産が再び増勢を強める中、中国からのアルミニウム半製品等の輸出が増加しており、アルミニウムの国際需給の緩和要因になっている。こうした状態は、当面、変わらず、アルミニウム市況は上値が重い展開が見込まれる。

### (2) ニッケル市況：下落傾向で推移し、足元は11,000ドル台

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、今年4月中旬には12,205ドルと2009年5月以来の安値をつけた。その後は上昇に転じ、5月上旬には一時14,585ドルまで上昇したが、7月に入って一時10,440ドルまで下落し、その後は11,000ドル台を中心に推移している。

5月上旬にかけてのニッケル相場は、それまでの出遅れ感などから上昇ペースが速まった。しかし、その後は、在庫増加を受けて、6月上旬にかけて下落した。5月19日には、LME指定倉庫の在庫が急増したことを受けて下落幅が大きくなった。

また、6月29日には、ギリシャ支援協議の決裂を受けて、先行き不透明感が強まる中で、ニッケルは大幅に下落した。ニッケルは、主用途であるステンレス鋼向けに需要が弱いとされることなどから、世界景気の下振れ観測などに対して脆弱であったとみられる。

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り、下値は限定的とみられるものの、足元の需給は緩和しており、上値を追う材料にも欠ける状態が続くとみられる。

### (3) 亜鉛市況：下落して2,000ドル前後

亜鉛市況は、昨年7月下旬に1トンあたり2,400ドル台と約3年ぶりの高値をつけた後、下落傾向で推移し、3月中旬には一時2,000ドル割れまで下げた。その後、上昇に転じ、5月上旬には2,400ドルを上回ったものの、7月に入って一時1,900ドル近くまで下落し、その後は2,000ドル前後を中心に推移している。

亜鉛は、主要鉱山の閉山などによる先行きの需給引き締め観測などを背景に投機的な買いが集まり、2014年半ばにかけて上昇していたが、2014年後半以降は、実際の需給引き締めは遅れていること、ドル高の進行が価格抑制要因として意識されたこと、投機的な買いポジションが売り戻されたこと、などによって下落していた。しかし、亜鉛のLME指定倉庫の在庫が減少傾向を続ける中で、今年3月中旬をボトムに相場が持ち直しに転じ、5月上旬にかけて、再び先行きの需給引き締めを見込んだ投機的な買いが集まっていたとみられる。

しかし、その後は、他の金属に連動して、亜鉛市況も下落した。また、LME指定倉庫の在庫の減少傾向に歯止めがかかり、増加に転じる動きが出る中で、年後半にかけて亜鉛需給が引き締

まるとの見方に対する疑念が強まったとされる。

なお、英印系のベダンタ・リソーシズ社がアイルランドに保有するリシーン鉱山（亜鉛精鉱の年産16.5万トン）が10月に閉山することや、今年の閉山が予定される中国系MMGがオーストラリアに保有するセンチュリー鉱山の生産量が2014年の46.6万トンから2015年は37.0万トンへと減少すると見込まれること、が亜鉛精鉱の供給を抑制する要因になるとみられる。しかし一方で、既存鉱山からの生産が堅調に推移し、需給は緩和状態が続くとの見方もある。

亜鉛の需給の先行きに対する見方は強弱両方向に振れやすく、相場の変動も大きくなりやすい。もっとも、ギリシャ情勢に不透明感が残り、中国経済の減速懸念も続く中では、亜鉛相場は、最近の相場動向と同様に、やや軟調気味に、狭いレンジでの推移が続く展開となりやすいだろう。

#### (4) 錫市況：下落して足元は14,000ドル前後

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、今年4月中旬に13,600ドルまで下落した。その後、5月上旬には16,400ドルまで持ち直したものの、その後は再び下落基調となり、6月下旬には一時13,500ドルを下回った。その後は、14,000ドル前後で推移している。

錫相場の下落が続く中で、最大輸出国であるインドネシアでは、官民による錫相場の下支え策が行われてきている。インドネシア錫輸出業者協会（AETI）は、4月に1カ月あたりの精錬錫の輸出量を4,500トンに制限したのに続き、5月は4,000トンに制限していた。

さらに5月19日には、違法採掘による環境破壊の阻止や、錫価格の下支えを狙って、錫の輸出規制を強化する方針を打ち出した。各製品カテゴリーの純度が厳格化され（8月1日より実施）、政府へのロイヤルティの支払いが完了し、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（11月1日より実施）。

6月21日には、インドネシアのジョコ・ウィドド大統領が、低迷が続く錫価格の引き上げに向け、新たな施策を打ち出す必要があるとの見解を示した。密輸や不正な売買を防止するため、流通関連の規則を是正することなどを提示した。

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、その鉱石を用いて中国で錫地金が増産されており、国際的な錫需給は緩和した状態が続いている。LME指定倉庫の在庫は、減少傾向が続いているものの、国際的な錫の需給動向を反映した動きではないとの見方がある。今後、エレクトロニクス製品の作り込みが増加する時期を迎え、世界景気は拡大傾向を維持すると見込まれるものの、錫市況の上昇ペースは緩やかにとどまるだろう。

#### (5) 鉛市況：下落傾向で推移し、1,800ドル前後

鉛市況は、昨年7月下旬につけた1トンあたり2,300ドルをピークに下落傾向で推移し、今年3月中旬には1,700ドルを下回った。その後、上昇に転じ、5月上旬には2,100ドルを上回る水

準にまで達したが、再び下落に転じ、7月に入って一時1,700ドルを下回った。その後は、1,800ドル前後で推移している。

鉛市況は、3月半ばをボトムに反発に転じる中で、3月下旬には出荷待ち数量が大幅に増加して需給引き締め観測が強まり、その後、LME指定倉庫の在庫が減少するとともに、投機的な買いも集め、市況は上昇傾向を辿った。しかし、市況は5月6日をピークに下落に転じる中、6月11日にはLME指定倉庫の在庫が1日で3万トン超の大幅増加となった。

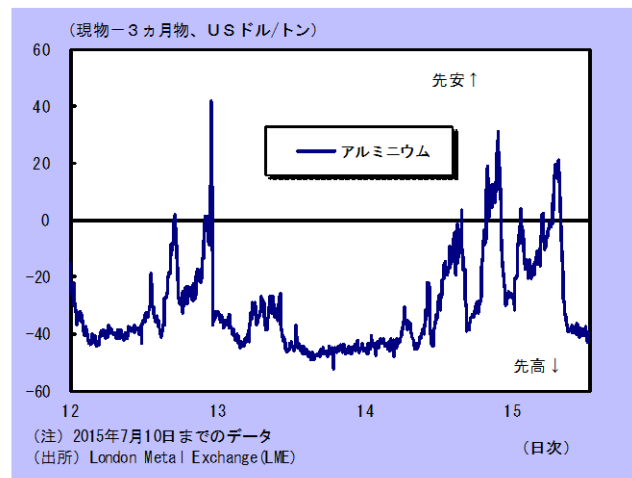
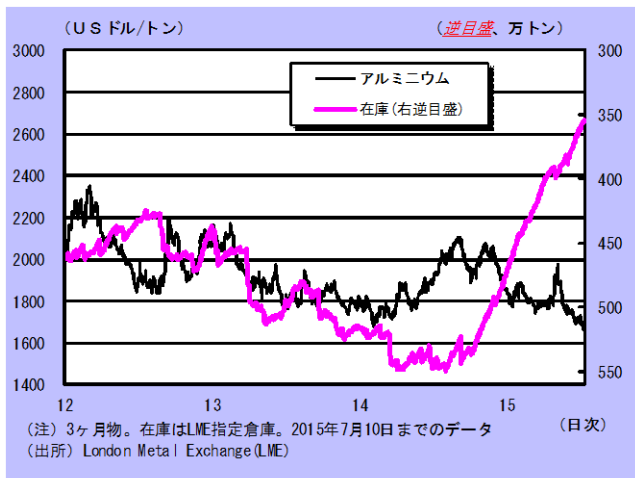
6月17日に、国際鉛・亜鉛研究会(ILZSG)は、鉛の需給バランスについて、3月の5,700トンの供給超過から一転して4月は1.7万トンの需要超過幅となったと発表した。その後、需給の引き締め感はまだ強まっていないようだ。

鉛市況は、ほぼ3~4月に上昇する以前の水準にまで売り戻されており、再び割安感が生じてくる可能性がある。今後は、世界景気の回復に伴って、他の金属と同程度に緩やかに上昇する展開となろう。

(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

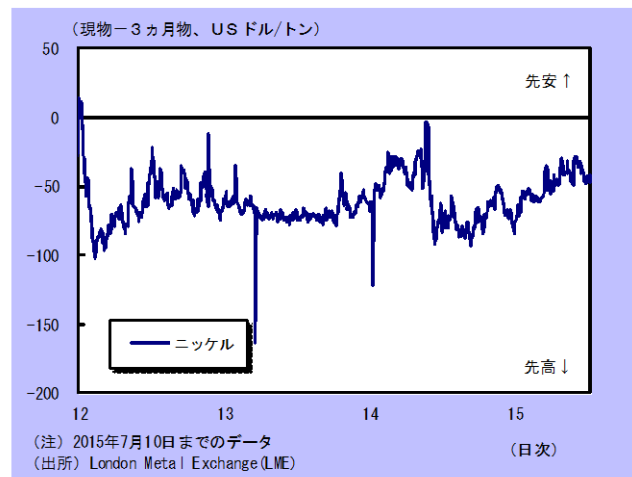
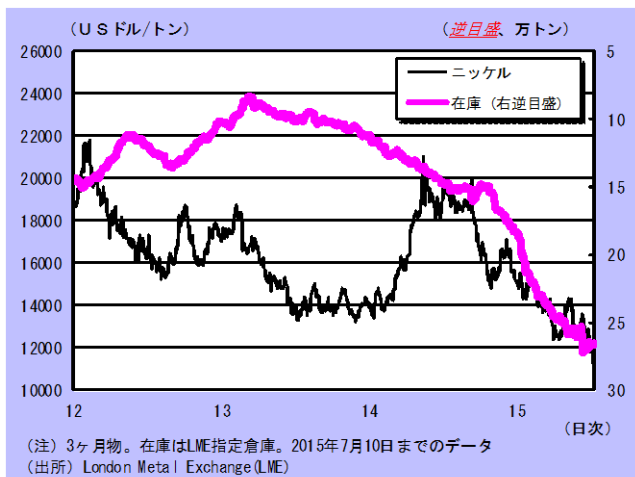
現先スプレッド(現物-3ヵ月物)の推移



(図表 18) ニッケル

ニッケル相場とLME指定倉庫在庫の推移

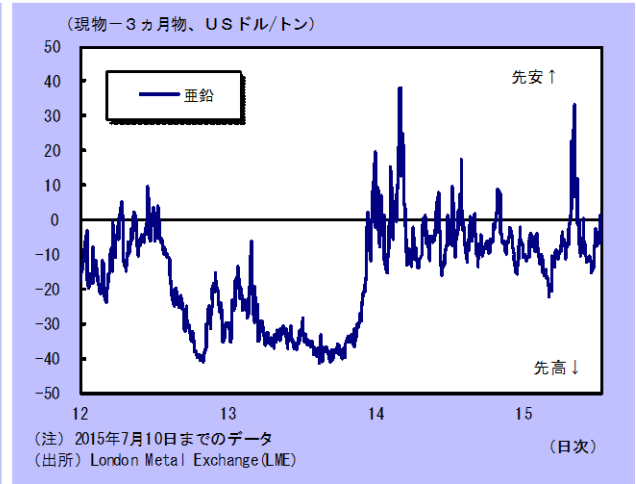
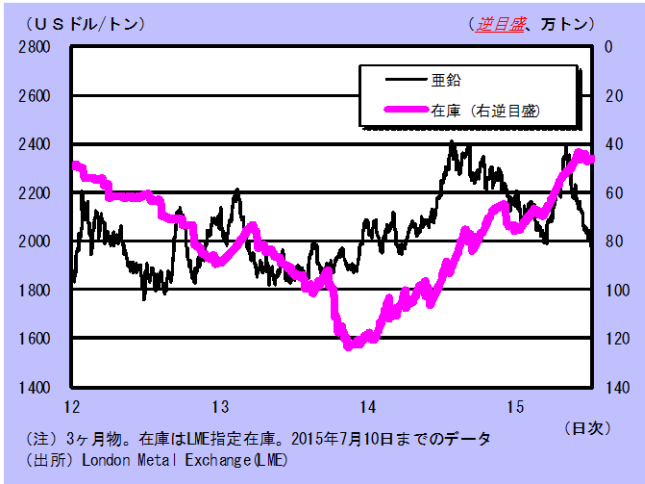
現先スプレッド(現物-3ヵ月物)の推移



(図表 19) 亜鉛

亜鉛相場と L M E 指定倉庫在庫の推移

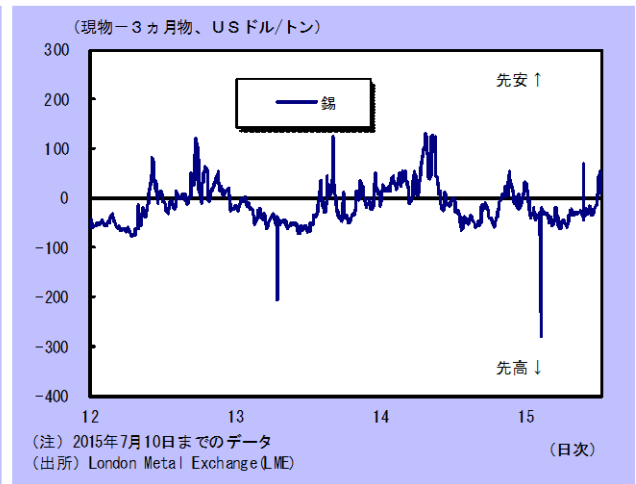
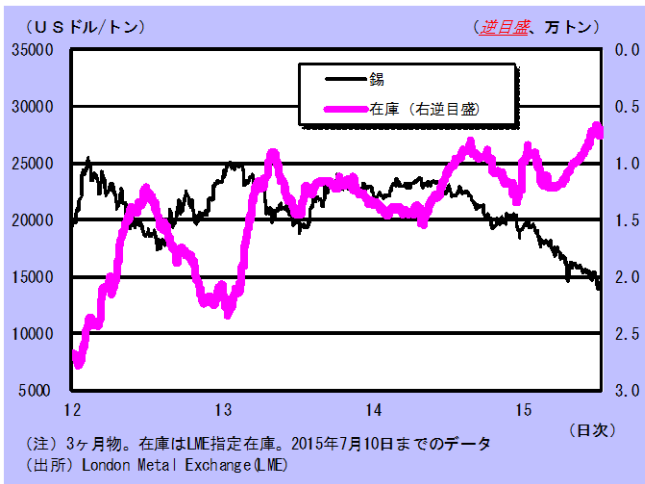
現先スプレッド (現物 - 3 カ月物) の推移



(図表 20) 錫

錫相場と L M E 指定倉庫在庫の推移

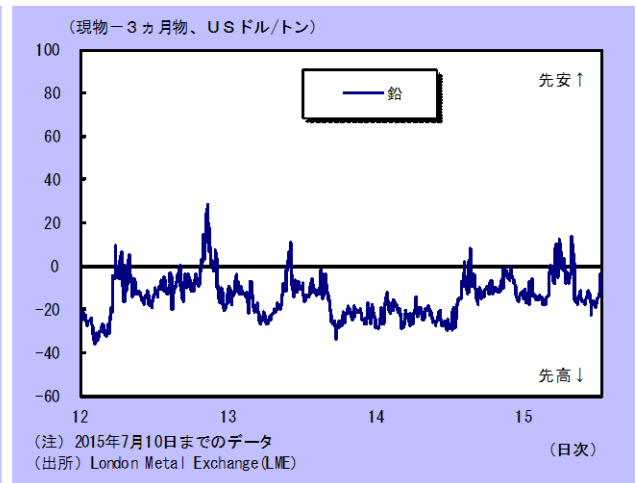
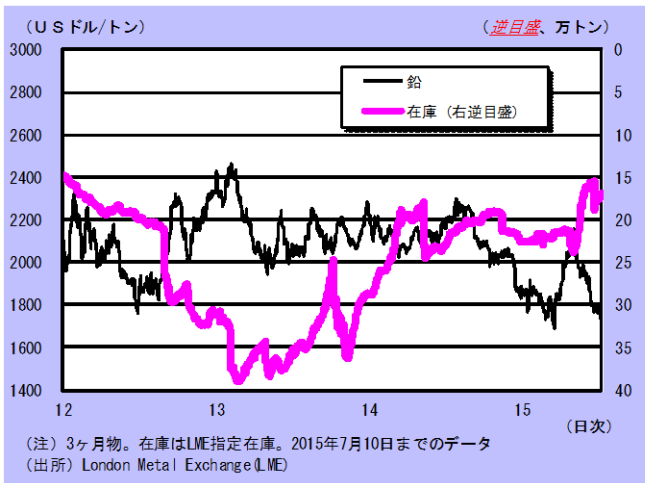
現先スプレッド (現物 - 3 カ月物) の推移



(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 カ月物) の推移





・貴金属：金は下落後、上昇に転じて一時1,230ドル台

金市況は、1月に入って上昇し、下旬には一時1トロイオンスあたり1,300ドル台となったものの、それ以後は下落傾向で推移し、3月中旬には1,140ドル近くまで下げた。その後、上昇して5月中旬には一時1,230ドル台となった後、再び下落傾向となり、7月に入って一時1,150ドルを下回った。

5月に入ると、1,190ドル前後でのみ合いが続いた後、13日には、4月の米国の小売売上高が市場予想を下回ったことを受けて早期利上げ観測が後退し、ドル安が進む中、金はやや大幅に買われた。その後も、低調な米国の景気指標などを材料に、金を買われる流れが続き、18日には1,232.20ドルの高値をつけた。

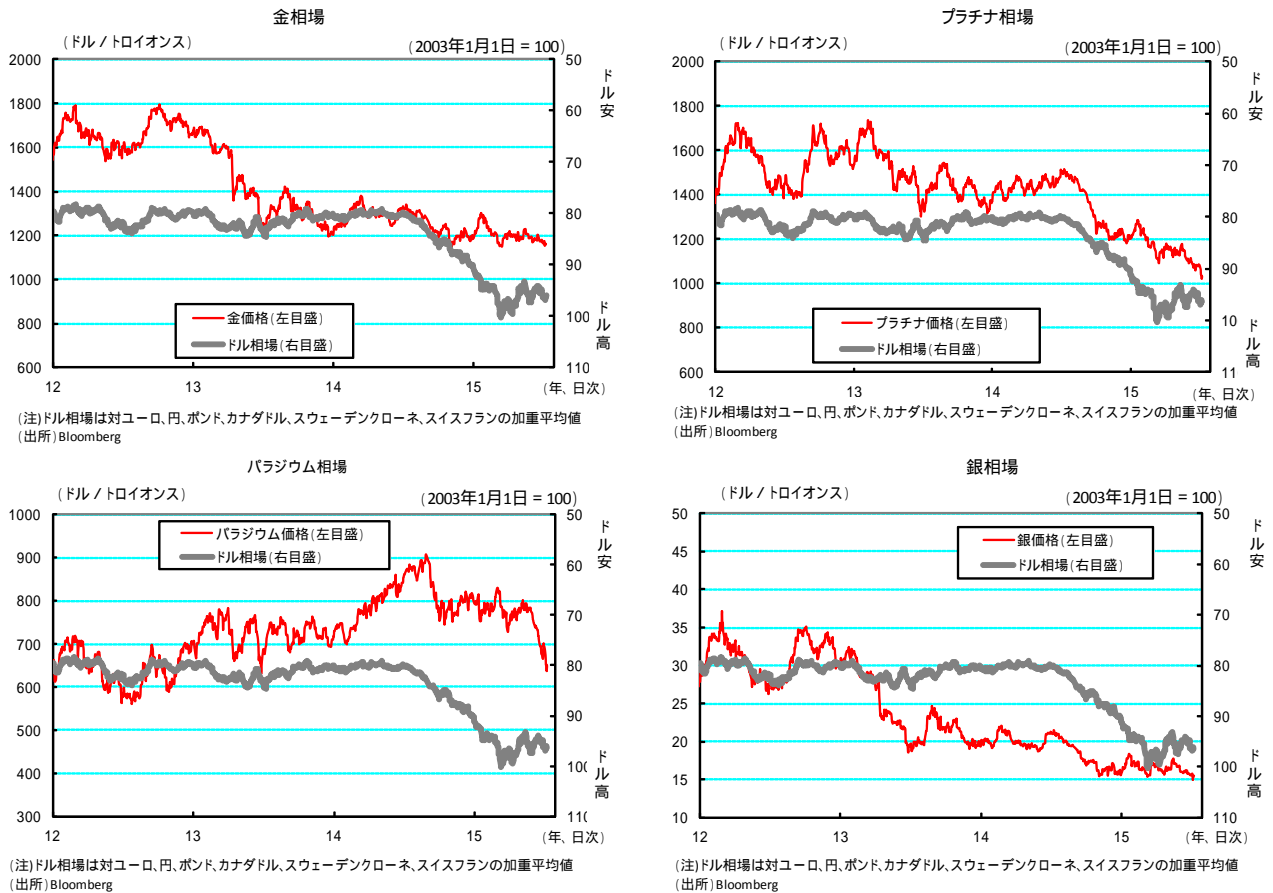
しかし、その後は、金は下落傾向で推移した。19日には、4月の米国の住宅着工件数が7年半ぶりの高水準だったことを受けて株価が上昇する中、リスク回避的な資産としての金の魅力が低下したこと、欧州中央銀行（ECB）のクレー専務理事が量的緩和に伴う国債購入を前倒しする可能性を示したことを受けてドル高が進み、ドル建ての金相場の抑制要因として意識されたこと、などからやや大幅な下落となった。また、22日のFRB議長の講演で、年内に利上げを開始する意向を示したことを受けて、その後の金相場は下落した。26日にはドル高が進む中で、金相場の下落幅がやや大きくなった。

6月は、一進一退の推移となった。上旬は、5日発表の米国雇用統計で雇用増加数が市場予想を上回ったことなどを受けて米国の年内利上げ観測が強まり、金相場は下落した。しかし、10日には、日銀の黒田総裁の発言をきっかけに円相場が急上昇したことやドイツ国債の利回り上昇を受けてドルは対ユーロでも下落したことから、ドル建てで取引される金に割安感が生じ、金相場は上昇した。また、18日には、米連邦公開市場委員会（FOMC）の声明文がハト派的だとして金買い材料になった。しかし、22日には、ギリシャ債務問題を巡る協議において、ギリシャ側が債権団に対して新たな改革案を提示したことを受けて、ギリシャと債権団との合意がまだ可能であるとの期待につながり、世界的に株価が上昇する中で、安全資産である金への需要が減退する流れになった。その後、ギリシャ問題や米国の利上げを巡る思惑が交錯する中で、市場は様子見状態となった。

7月に入ると、金相場はやや下落した。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、為替市場でドル高が進んだことなどから、金相場は売りに押された。

先行きを考えると、ギリシャ情勢の混迷はこれからも続きそうなことや、中国景気の先行き不透明感が強まっていることが、金相場の下支え要因になると見込まれる。しかし、米国の利上げ観測が根強い中で、為替市場でドル高観測が強まりやすい状況が続いていることもあって、金市況は上値も限定的されるだろう。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

### ～最近の原油相場下落について～

#### 5月上旬にピークをつけた原油相場

原油相場は、5月上旬にかけてかなり速いペースで上昇した後、頭打ちとなり、7月に入って下落幅が拡大した(図表 23)。

まず、ドル高の進行が原油相場の上値を抑えた。イエレンFRB議長が年内の利上げが適切と述べたこと(5月22日)や、米国の住宅着工件数(5/19)や耐久財受注(5/26)など景気指標が予想を上回ったことを背景に、ドル高が進展し、ドル建ての原油価格を抑制する要因となった。

また、原油の供給過剰に対する懸念が続いた。OPEC総会では、市場予想の通り、生産目標を日量3,000万バレルに据え置く決定がなされたが、総会前には、供給過剰が継続するとの観測から原油相場はやや下落する動きとなっていた。

6月後半以降は、ギリシャ債務問題を巡る懸念を背景にドル高が進んだことが、原油相場の下

落材料になった。そして、7月に入ると、原油相場の下落幅は大きくなった。

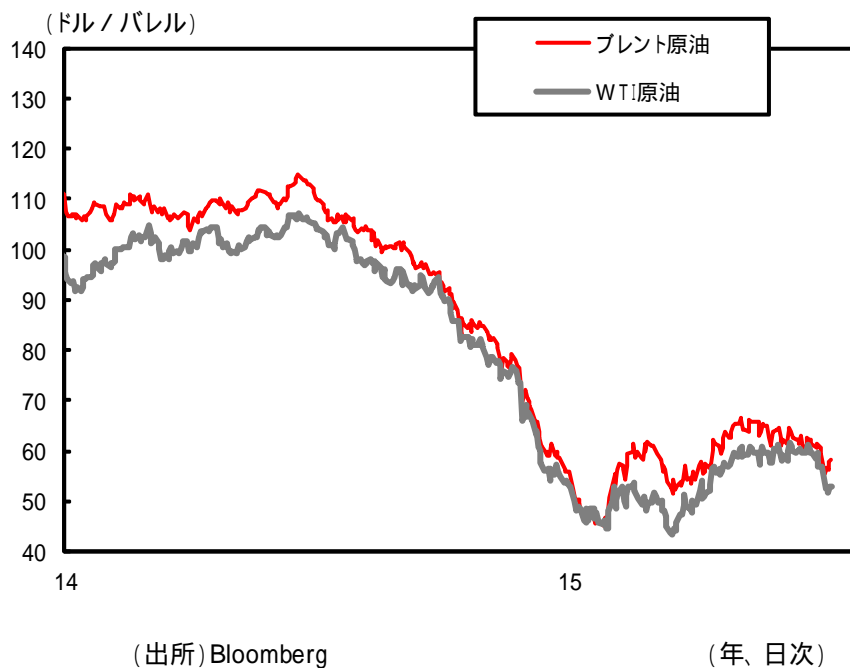
7月1日には、米エネルギー情報局（E I A）が発表した原油在庫が増加に転じたこと、ギリシャのデフォルト懸念を受けてドル高が進んだこと、石油輸出国機構（O P E C）の原油生産量が一段と増加したとみられたこと、などを背景に米国産のW T Iを中心に原油価格は下落した。

2日には、米国雇用統計が発表になり、市場予想よりも雇用増加数が低調であったため、米連邦準備制度理事会（F R B）が利上げに慎重になるとの見方につながり、原油相場は上昇していた。しかし、その後、米石油サービス会社のベーカー・ヒューズ社が発表した統計で、米石油掘削設備（リグ）の稼働数が今年初めて増加に転じ、高水準の原油供給が続くとの観測につながり、相場の上値を抑える要因になった。

3日は、米国の独立記念日の振り替え休日でN Y市場が休場であったが、時間外取引でW T Iが下げ、欧州北海産のブレントも下落した。前日に石油掘削リグが増加に転じたことを受けて、原油の供給過剰への懸念が強まった状態が続いた。

6日の原油相場は、大幅下落した。W T Iが4.40ドル（7.7%）安、ブレントが3.78ドル安（6.3%安）となった。5日に行われたギリシャの国民投票で、財政緊縮策の受け入れが否決されたことを受けて、同国のユーロ離脱の可能性など先行き不透明感が一段と強まったことに加えて、中国で株安が続いていることも国際金融市場の不安定化要因として注目された。

（図表 23）ブレント原油とW T I原油の価格の推移



### 目立つ期先物の価格下落

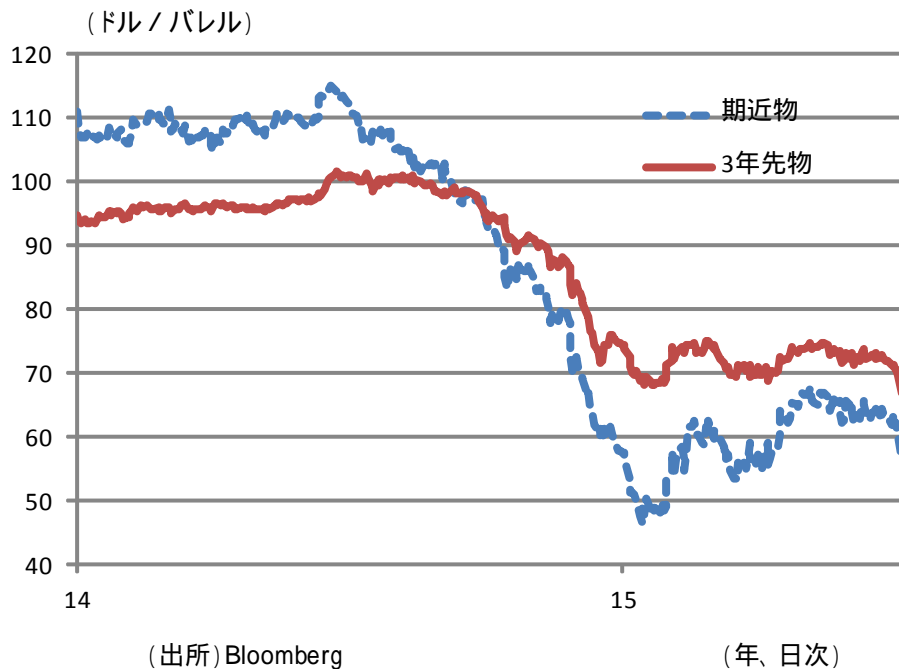
このように、ギリシャ情勢の混迷や中国の株安により、原油相場は下落幅を拡大した。もっとも、銅や鉄鉱石が年初来の安値を更新して下落したのに対して、原油（ブレント）は1月の安値

(1バレルあたり45.19ドル)に比べて、2割程度高い水準にとどまった。

この背景には、銅や鉄鉱石が最大消費国である中国の景気減速に伴う需要鈍化を懸念して下落幅が大きくなったのに対して、原油は、最大消費国の米国の景気が底堅さを保っていることや、中国が石油備蓄を積み増していることなどがあるとみられる。

しかし、原油についても、通常、言及される期近物ではなく、決済期日をもっと先の期先物の価格をみれば、様相が異なる。例えば、3年物の先物価格をみると、7月に入ってからの下落局面で、年初来の安値を更新している(図表24)。先行き、原油価格が低迷を続けるという観測が強まっていることを意味する。

(図表24) プレント原油の期近物と期先物(3年物)の価格の推移



ここにきて、原油相場の先行きに慎重な見方が増えている理由としては、いくつか考えられる。第1に、ギリシャ問題や中国の株安を受けて、世界の原油需要に対する見方が慎重になっている可能性がある。特に、大幅な株安を受けて、世界2位の原油の消費国である中国景気の先行きに対する見方が、下振れしやすい状況にある。

第2に、米国のシェールオイルの生産が一時、想定されていたよりも高止まりしそうな気配がある。昨年後半からの原油価格の下落を受けて、採算割れから減産の動きが見え始めた米国のシェールオイルだが、原油相場が、ある程度、持ち直したことを受けて、減産はそれほど進まないとの見方も出ている。油田開発の先行指標となる石油掘削設備(リグ)の稼働数の週次統計は、6月26日をボトムに増加に転じており、米国の原油生産量も5月15日に終わる週をボトムにやや持ち直している。

第3に、イラン核開発協議で合意が成立し、イラン産原油の供給が増えるとの観測があった可能性もある。交渉は6月末が期限とされていたが、2度延長されて7月10日となった後、さらに延長されて13日となった。イランの軍事施設に対する査察や、欧米による制裁解除の手順を巡って協議が難航しているとされるが、いずれ合意が成立し、イラン産原油が市場に供給される可能性を視野に入れ始めている可能性がある。

ギリシャ情勢や中国の株安への懸念から、コモディティ市況全般に売り圧力がかかっている状態だが、そうした中で、原油市場では、目先の需給緩和というよりも、やや長い目で見た需給緩和が意識されつつある状況とみられる。

- 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。