

経済レポート

コモディティ・レポート(2017年4~6月)

調査部 主任研究員 芥田 知至

・コモディティ市況全般： 頭打ちで推移

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・C R B指数は、2016年1月20日に2002年4月以来の低水準となった後、上昇傾向で推移していたが、2017年に入って頭打ちとなっている。先行き、米欧の政治情勢、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緩やかな上昇に転じるだろう。

・エネルギー市況： 協調減産の延長決定もブレント原油は下落

国際指標とされるブレント原油は、2017年1月3日に58.37ドルと2015年7月以来の高値をつけた後、一進一退を経て下落傾向となり、6月21日には44.35ドルと2016年11月以来の安値をつけた。上値・下値ともシェールオイルの動向によって抑制され、原油価格はボックス圏での推移になりやすいと思われる。

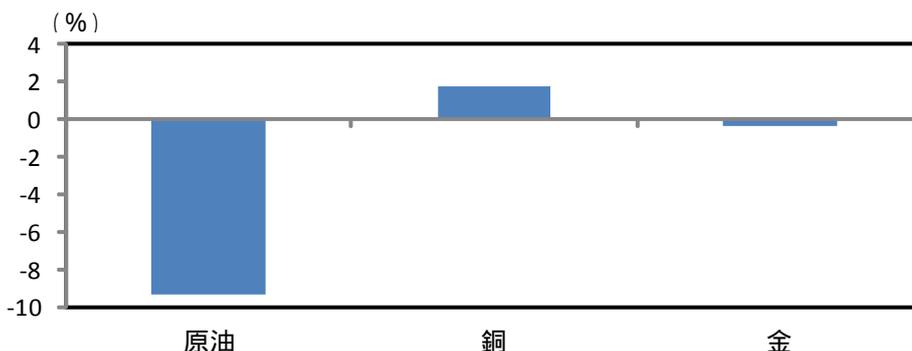
・ベースメタル市況： 5月上旬に5,500ドル割れの後、6月末に6,000ドルに迫る

銅相場は、2016年10月終盤以降に急騰して、2017年2月13日には一時6,204ドルをつけた。その後、5月8日には5,462.50ドルまで下落したが、6月末には6,000ドルに迫った。先行き、鉱山ストなどが懸念される一方で、世界景気は銅相場の一段高を支援するほどの力強さは欠いており、一進一退が見込まれる。

・貴金属市況： 4~6月の金相場は一進一退

金相場は、2017年6月6日には1,295.97ドルをつけたが、7月上旬には1,220ドル前後に下落した。先行きは、複数の地政学的・政治的リスクが相場の支援材料になるが、F R Bによる利上げやバランスシートの縮小などが相場抑制要因となり、横ばい圏の推移が見込まれる。

原油・銅・金相場の騰落率(2017年6月末と3月末の比較)

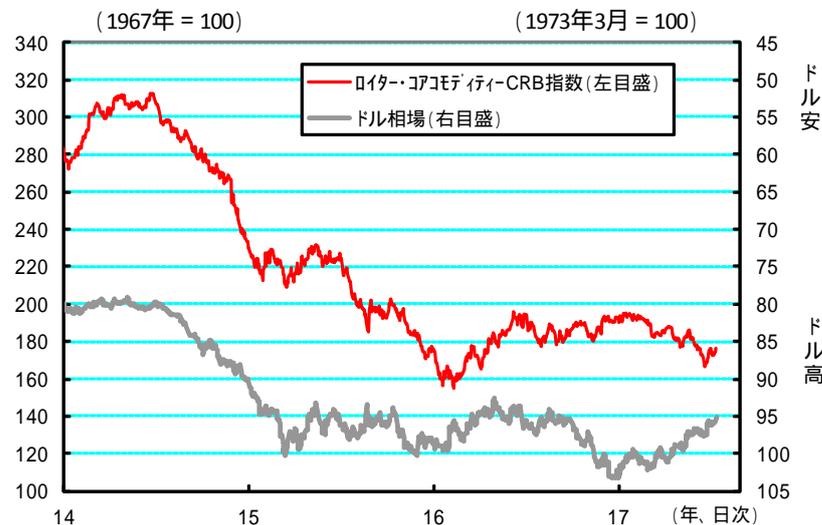


．コモディティ市況全般の概況：頭打ちで推移

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2002年4月以来の低水準（終値ベースでは2月11日がボトム）となった後、上昇傾向で推移していたが、2017年に入って頭打ちとなっている（図表1）。

マクロ経済環境をみると、米国や中国を中心に世界景気は底堅く推移している。一方で、フランス大統領選に絡んだ不透明感は大きく後退したものの、トランプ米政権の政策実行力に対する疑念は根強いままである。また、産油国は協調減産の延長を決定したが、世界の石油在庫は高水準で推移している。足元のコモディティ相場は、ドル安が支援材料になっているものの、需給引き締め期待の後退などから、下落気味に推移している。先行きは、米欧の政治情勢、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緩やかな上昇に転じるだろう。

（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

．エネルギー

1．原油市況：協調減産の延長決定もブレント原油は下落

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、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。その後、上下に変動したが、6月下旬にかけて下落傾向となり、21日には44.35ドルと2016年11月以来の安値をつけた。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後、6月21日には42.05ドルと2016年8月以来の安値に下落した。

【4月の動向】～前半に上昇後、後半は下落

米軍によるシリア攻撃やリビアの生産障害などが押し上げ材料

4月3日は、前日にリビアのシャララ油田の生産が再開されたとの報が相場押し下げ材料になった。4日は、北海のバザード油田（日量18万バレル）の生産が一時停止されたことなどが押し上げ材料となった。5日は、米エネルギー情報局（EIA）が発表した週次石油統計では原油在庫が市場予想に反して増加したため上値が抑制されたが、前日に続き、北海油田の生産停止が支援材料となり、小幅続伸となった。6日の原油相場も続伸した。

7日は、米国時間の前日夜に米軍がシリアのアサド政権を標的にした軍事攻撃を行ったことを受けて、中東地域の原油供給の混乱が生じることへの懸念が強まり、相場は上昇した。10日は、リビアのシャララ油田が、武装勢力によるパイプライン封鎖によって再び操業停止に追い込まれたことを受けて続伸した。11日は、米紙ウォール・ストリート・ジャーナルが、5月25日のOPEC総会で、協調減産の延長を決めることをサウジアラビアが望んでいると報じ、さらに上昇し、6営業日続伸となった。

12日は、EIAの週次石油統計で原油在庫が市場予想に反して減少に転じ、ガソリンや中間留分の在庫も大幅減少となったことを受けて、いったんは相場が上昇し、ブレント原油は56.65ドルをつけたものの、米国の原油集積地であるクッシングの在庫が増加していたため、米国内での原油の供給過剰が改めて意識され、下落に転じた。

シェール増産、ガソリン在庫増、減産延長の不透明感などが下落材料

13日は、国際エネルギー機関（IEA）の月報で、石油市場が均衡に近付いているとの見方が示されたことなどが支援材料となった一方で、米石油サービス会社のベーカー・ヒューズが発表した米石油掘削リグの稼働数が13週連続で増加したことなどが上値を抑制し、小動きであった。

17日には、中国の1～3月期のGDPが市場予想を上回ったことが押し上げ材料になったものの、EIAが発表した統計において、5月のシェールオイル生産量が2年超ぶりの高水準になると見込まれたことが弱材料となった。18日も続落した。

19日には、EIAの週次石油統計で市場予想に反してガソリン在庫が増加したことで、原油相場の下落率は3%超と大きくなった。

20日には、サウジアラビアとクウェートが、石油輸出国機構（OPEC）と非OPEC産油国とによる協調減産を6月以降も延長する可能性を示唆したものの、米シェールオイルの増産などを背景に需給改善は遅れるとの見方は根強く、相場は小動きにとどまった。

21日には、OPECと非OPEC産油国との協調減産の実施状況を点検する専門家レベルの実務委員会を開催し、減産期間を6カ月延長することを勧告した。しかし、ロシアのノバク・エネルギー相が、「石油の余剰分は削減され、石油市場は安定してきている」と述べたことなどから減産延長の行方は不透明との見方が強まった。米石油掘削リグの稼働数が増加を続けたこともあり、この日の原油相場は2%程度の下落となった。

24日は、ロシア当局者が「協調減産の期限が切れれば、ロシアの石油会社は増産する用意がある」と述べたと報じられたことが嫌気され、続落した。25日は、26日にEIAが発表する週次石油統計において、原油在庫が減少するとの観測などが支援材料になったとみられる。

26日は、EIAが発表した週次石油統計において、原油在庫が市場予想を上回って減少した。前日の清算値決定後に発表された米石油協会（API）の統計では市場予想に反して原油在庫が増加し、その後、原油相場は軟調に推移していたが、EIAの発表を受けて値を戻し、WTIは小幅高、ブレントは小幅安となった。

27日は、武装勢力によるパイプライン封鎖の影響で、操業が停止していたリビアの油田が操業を再開したと報道されたことにより、小幅安となった。リビア国営石油会社のサナラ会長は、同国の原油生産が足元の日量49.1万バレルから早期に80万バレルになるとし、8月には100~110万バレルに達するとの目標を維持していると述べた。

28日は、OPECのバルキンド事務局長が協調減産延長の合意に向けて調整を続けていると述べたことが押し上げ材料となる一方で、米石油サービス会社のベーカー・ヒューズが発表した米石油掘削リグの稼働数が増加を続けたことが押し下げ材料となる中、小動きとなった。

【5月の動向】～一進一退

減産幅拡大に慎重なOPECの姿勢などを嫌気

5月序盤の原油相場は軟調に推移した。1日は、米中の製造業景況指数が低下したことなどが弱材料となり、2日には、リビアの産油量が回復していることや、ロイター調査において協調減産に参加するOPEC 11カ国の4月の産油量が小幅増加に転じたことを背景に、2%超の下落率となった。

3日は、EIAの週次統計でガソリン在庫が小幅増にとどまったことなどから小幅高となった。しかし、4日には、OPEC関係筋の話として、6月に期限を迎える協調減産を延長することで合意する見通しながら、一段と減産幅を拡大する可能性は小さいとされたことから、原油相場は5%弱の急落となった。

5日には、一時、WTI原油で43.76ドルと昨年11月15日以来、ブレント原油で46.64ドルと昨年11月30日以来の安値をつけた。もっとも、その後、ロシアが減産延長に参加する用意があるとの認識をサウジアラビアが示したことから持ち直し、この日は前日比上昇した。

協調減産の期間延長の動きを好感

8日は、産油国が現行の協調減産の9カ月もしくはそれ以上の延長を検討していると報じられ、続伸した。

9日には、E I Aが月次で発表する短期エネルギー見通しの中で米国産原油の増産見通しを示したことを受けて、O P E Cやロシアが減産を延長しても減産効果は相殺されるとの懸念が強まったことなどから、原油相場は反落した。しかし、10日には、E I Aの週次統計で原油在庫が大幅減少したことや、イラクとアルジェリアが減産延長に支持を表明したことなどから、原油相場は3%超の大幅上昇となった。

11日には、非O P E C産油国のトルクメニスタンや赤道ギニアも協調減産の延長に賛同する意向を示すなど、減産延長への支持が広がりを見せたことを受けて、相場は続伸した。12日は、ベーカー・ヒューズ社が発表した米国の石油掘削リグの稼働数が増加を続けたことなどから、上値は限定され、前日比ほぼ横ばいにとどまった。

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とロシアのノバク・エネルギー相が1月から実施している協調減産を、期限切れとなる7月以降も9カ月延長する必要があるとの認識で一致したと報道され、原油相場は2%程度上昇した。16日は、クウェートやベネズエラが、サウジアラビアとロシアが示した協調減産の9カ月延長の提案を支持する意向を示したものの、相場の反応は限定的であった。

17日は、E I Aの週次統計で、原油在庫の減少が示されたことが好感され、相場は上昇した。

18日には、アルジェリアのポータルファ・エネルギー相がO P E C加盟国の大半が15日にサウジアラビアとロシアが示した減産の9カ月延長案に賛同していると述べ、相場は続伸した。

19日も、協調減産延長への期待から続伸した。もっとも、ベーカー・ヒューズ社が発表した米石油掘削リグの稼働数が増加を続けたことから、上値は限定された。また、O P E C加盟国の代表で構成する経済委員会が、減産の延長のほか、一段と大きな供給削減、6月末での減産終了など様々なシナリオの影響を考察しているとの報道もあった。

22日も、協調減産への期待を背景に続伸した。サウジアラビアとイラクの石油相が会談し、減産を9カ月延長する必要性で合意したと報道された。イラクは、長期の減産には、消極的とみられていた。

23日は、トランプ米政権が予算教書の概要を示し、その中で、戦略石油備蓄(S P R)を2億7000万バレル分売却するとの方針が示されたことで原油相場には売り圧力になったものの、減産延長への期待が上回り、小幅続伸した。

24日は、E I Aの週次統計において、ガソリン在庫の減少幅が市場予想を下回ったことを受けて、小幅安となった。O P E Cと非O P E C産油国による協調減産の実施状況を点検する閣僚級監視委員会では、4月の減産の順守率は102%と目標を上回ったと発表された。なお、同委員会では、6月末に期限を迎える協調減産を9カ月延長することが勧告された。

協調減産の9カ月延長決定後は、相場は下落へ

25日は、O P E C加盟国と非O P E C産油国が合同閣僚会合において、協調減産の9カ月延長を決定

したが、市場の一部には、減産期間のさらなる延長や減産幅の拡大に対する期待もあったため、原油相場は約5%の大幅下落となった。

26日は、安値拾いの買いなどで上昇に転じたが、上値は限定的であった。ベーカー・ヒューズ社が発表した米石油掘削リグの稼働数は増加が続き、シェールオイルの増産観測につながったとみられる。30日は、前の週に、合意された産油国の協調減産の延長策では、原油の供給過剰の削減には不十分との懸念が残る中、売りが先行したが、ドル安などを背景に下値は限定された。31日は、ロイター調査において、ナイジェリアやリビアを中心に5月の石油輸出国機構(OPEC)の産油量が増加したとされたことなどから続落した。

【6月の動向】～下落後、やや反発

米国のパリ協定離脱、カタル断交、米原油在庫増などを嫌気

6月1日は、EIAの週次統計で、原油在庫の減少が示されたことを好感して、いったんは原油相場が上昇した。しかし、ガソリン在庫の減少が小幅にとどまり、中間留分の在庫が予想に反して増加したことなどから、売り戻された。結局、この日の原油相場は前日比小動きとなった。

2日は、前日にトランプ米大統領が地球温暖化対策の国際枠組みである「パリ協定」から離脱すると表明したことを受けて、規制緩和などを通じて米国からの原油供給が増加するとの連想から原油相場は下落した。

5日は、サウジアラビア、アラブ首長国連邦、エジプト、バーレーンなどがカタルとの外交関係を断絶すると発表したことを受けて、OPEC主導による協調減産の取り組みに悪影響が及ぶ可能性が懸念され、続落した。

6日も、前半は前日までの軟調な流れが続いていたが、後半には為替市場におけるドル安がドル建てで取引される原油の下支え要因となり、原油相場は反発した。

米国の原油在庫の高止まりなどが下落材料

しかし、7日は約5%の急落となった。EIAの週次統計において、原油とガソリンの在庫が市場予想に反して増加したため、産油国の協調減産にも関わらず、供給過剰は解消していないとの懸念が強まった。8日は、前日に英蘭系ロイヤル・ダッチ・シェルの現地子会社がナイジェリア産のフォルカドス原油について不可抗力条項の適用を解除したと報道されたことなどを受けて、小幅続落した。

9日は、ロイヤル・ダッチ・シェルの現地子会社がナイジェリア産のボニー・ライト原油について、何者かがパイプラインに穴をあけたとして、不可抗力条項の適用を宣言した。これを受けて、原油相場は小幅高となった。12日は、サウジの国営石油会社サウジアラムコがインド、中国、韓国などアジアの複数の顧客に対して7月の輸出量を制限する方針だと報道されたことを材料に、続伸していた。13日は、14日にEIAが発表する週次統計において原油在庫が減少するとの見方などを背景に続伸した。

しかし、14日は、EIAが公表した週次統計では、原油在庫の減少が小幅にとどまったことや、ガソリン在庫が市場予想に反して増加したことが嫌気され、原油相場は大幅に下落した。国際エネルギー機

関（IEA）の月報で、2018年は供給増により原油需給が緩和すると指摘されたことも売り材料になった。また、この日は、米連邦公開市場委員会（FOMC）が追加利上げの決定と保有資産の圧縮計画などを発表した。原油相場の反応は限定的であった。

15日も米ガソリン在庫増や世界的な原油需給の緩和に対する懸念を背景に、続落した。

16日は、安値拾いの買いがみられたことや、それまで減産を十分に実施してこなかったカザフスタンのエネルギー相が6~7月に協調減産合意を順守する意向を示したことが好感され、相場は反発した。

しかし、19日には、米国、リビア、ナイジェリアなどからの供給増により、石油輸出国機構（OPEC）が主導する減産の効果が相殺されるとの見方が強まり、反落した。

20日には、OPEC加盟国と非OPEC産油国による協調減産の5月の順守率は106%と超過達成したと報じられたものの、協調減産に加わっていないリビアやナイジェリアでは増産の動きがあることを背景に続落となった。

21日には、EIAの週次統計で、原油在庫が市場予想をやや上回る減少となり、ガソリン在庫は市場予想に反して減少を記録したことを受けて、いったん原油相場は上昇した。しかし、世界的な原油の供給過剰に対する懸念は根強く、その後、相場は急落した。中国の製油所が夏場の需要期に操業を縮小する見込みと報道されたことも、需給緩和懸念を強めた。

月末にかけてやや反発

しかし、22日は、上値は重かったものの、前日の安値からは反発した。23日は、ドル安などが支援材料となり、小幅続伸した。26日は、安値拾いの買いなどがみられ、続伸した。27日は、ドラギECB（欧州中央銀行）総裁の発言を受けて、ECBの金融緩和策の縮小観測が強まったことから、ドル安が進み、ドル建てで取引される原油の支援材料になった。

28日は、EIAが公表した週次統計において、原油在庫が市場予想に反して増加したものの、原油生産量が大幅減少となったことを受けて、原油相場は続伸した。29日も、米原油生産量の減少を好感した買いが続いた。もっとも、米産油量の減少に関しては、熱帯低気圧「シンディ」の接近やアラスカにおける保守点検など一時的な要因によるものとの見方もなされ、上値は重くなった。

30日は、ベーカー・ヒューズ社が発表した米石油掘削リグの稼働件数が24週間ぶりに減少に転じたことや、6月の中国の製造業購買担当者景況指数（PMI）が市場予想を上回ったことなどが押し上げ材料となり、続伸した。

【先行き】～ボックス圏での推移を予想

OPEC主導で協調減産の延長が決定される中でも、原油相場が弱含みで推移している背景には、米国のシェールオイルの増産がある。WTIが2016年序盤に大底をつけた後に50ドル前後に持ち直したことを受けて、シェールオイルの生産量は増加してきている。

しかし、6月下旬にかけては、WTIは40ドル台前半に下落するなど低調な動きになっており、今度はシェールオイルの生産の鈍化が意識されてきている。

過去の例では、WTIの相場動向に4~5カ月遅れて、油田開発の先行指標である石油掘削リグの稼働数が増加する傾向がある。WTIの月中平均値は、2月をピークに下落しており、石油リグの稼働数は6~7月頃がいったんピークになる可能性がある。

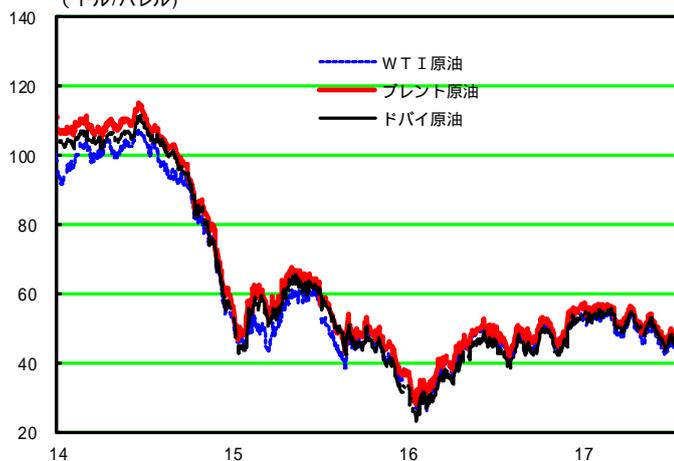
実際、石油掘削リグの統計では、ようやく減少する週もみられるようになってきている。また、米国の産油量は高止まりしているが、減少を記録する週も出始めている。原油やガソリンの在庫も依然、高水準だが、ようやく前年水準を下回るようになってきた。全体として、原油市場のリバランスに向けた動きが、多少、進み始めたといったところだとみられる。

当面、シェールオイルの生産量は高止まりするだろうが、先行指標の石油リグ稼働数が減少に転じれば、需給緩和観測に歯止めがかかりやすくなるだろう。結局、上値・下値ともシェールオイルの動向によって抑制され、原油価格はボックス圏での推移になりやすいと思われる。

なお、足元では、リビアとナイジェリアでの生産障害からの復旧が需給緩和観測を強める材料になっている。両国は内戦などに陥っていた事情から、2017年1月から実施された協調減産の適用を免除されていたが、今後、両国にも生産量の上限を設ける動きが出るものと思われる。

(図表3) 原油市況の推移

(ドル/バレル)



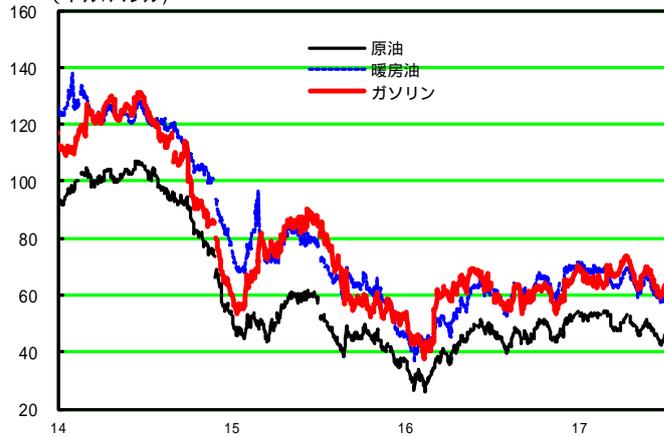
(注)直近は7月14日

(年、日次)

(出所)Bloomberg, 日本経済新聞

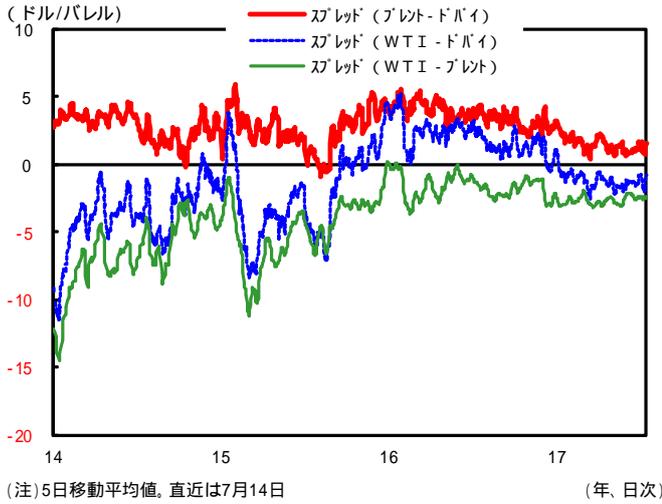
(図表4) 石油製品市況の推移

(ドル/バレル)

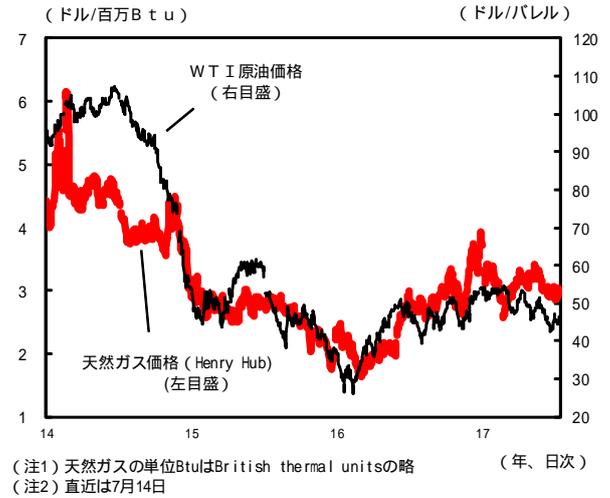

 (注)直近は7月14日。すべてNYMEXの期近物
(出所)Bloomberg

(年、日次)

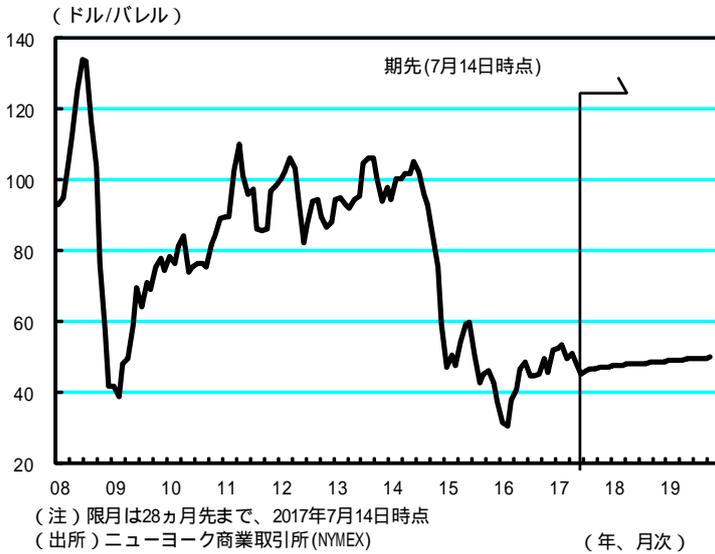
(図表5) 油種間スプレッドの推移



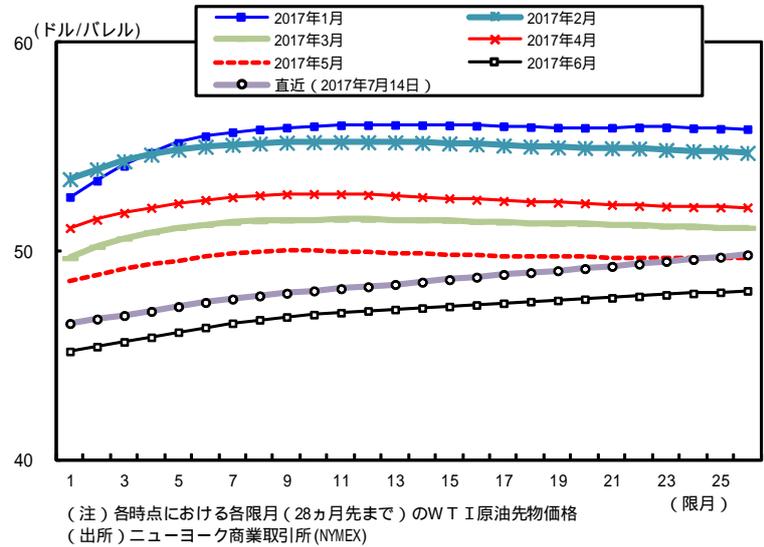
(図表6) 米国天然ガス市況の推移



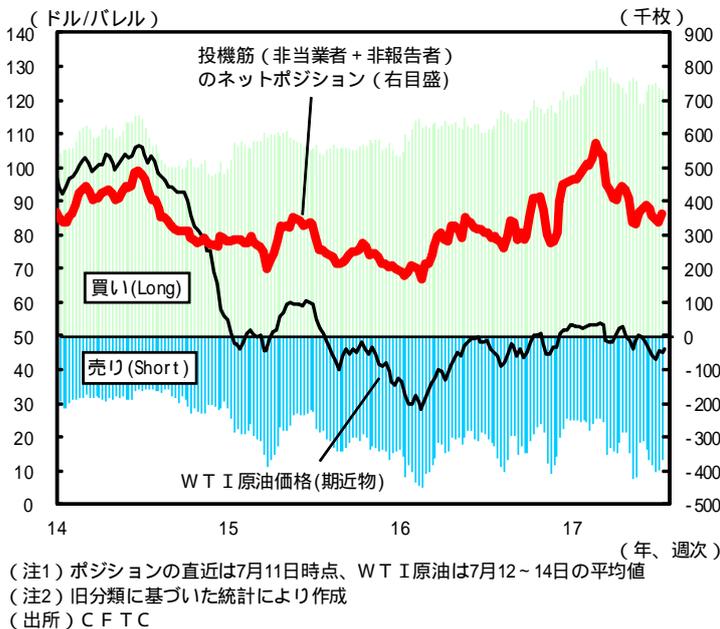
(図表7) 原油先物価格と先物カーブ



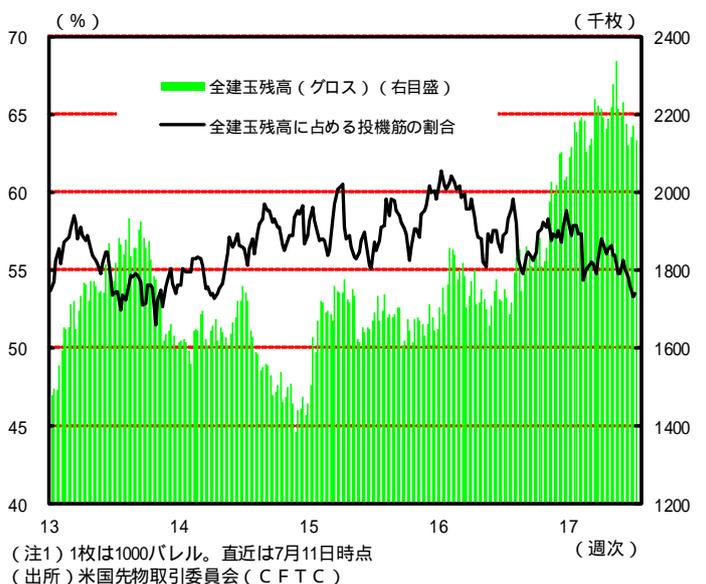
(図表8) WTI原油の先物カーブの変化



(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) O P E C の原油生産量 (Bloomberg 集計の推計値)

(万バレル/日)

国名	生産量 <6月> (前月差)	生産量 <5月> (前月差)	産油能力	稼働率	生産余力 <6月>
アルジェリア	104.0 (0.0)	104.0 (0.0)	115.0	90.4%	11.0
アンゴラ	167.0 (4.0)	163.0 (-3.0)	187.0	89.3%	20.0
エクアドル	53.0 (0.0)	53.0 (0.0)	55.5	95.5%	2.5
赤道ギニア	15.0 (0.0)	15.0 (-)	25.0	60.0%	10.0
ガボン	20.0 (0.0)	20.0 (0.0)	22.0	90.9%	2.0
イラン	376.0 (0.0)	376.0 (0.0)	400.0	94.0%	24.0
イラク	439.0 (-3.0)	442.0 (1.0)	470.0	93.4%	31.0
クウェート	271.0 (0.0)	271.0 (1.0)	300.0	90.3%	29.0
リビア	84.0 (8.0)	76.0 (21.0)	78.0	107.7%	-6.0
ナイジェリア	175.0 (5.0)	170.0 (10.0)	220.0	79.5%	45.0
カタール	62.0 (0.0)	62.0 (0.5)	78.0	79.5%	16.0
サウジアラビア	1,002.0 (9.0)	993.0 (-2.0)	1,150.0	87.1%	148.0
U A E	290.0 (4.0)	286.0 (-4.0)	315.0	92.1%	25.0
ベネズエラ	197.0 (-1.0)	198.0 (0.0)	250.0	78.8%	53.0
O P E C 14カ国	3,255.0 (26.0)	3,229.0 (-33.5)	3,665.5	88.8%	410.5

(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。赤道ギニアは2017年5月に加盟。

(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

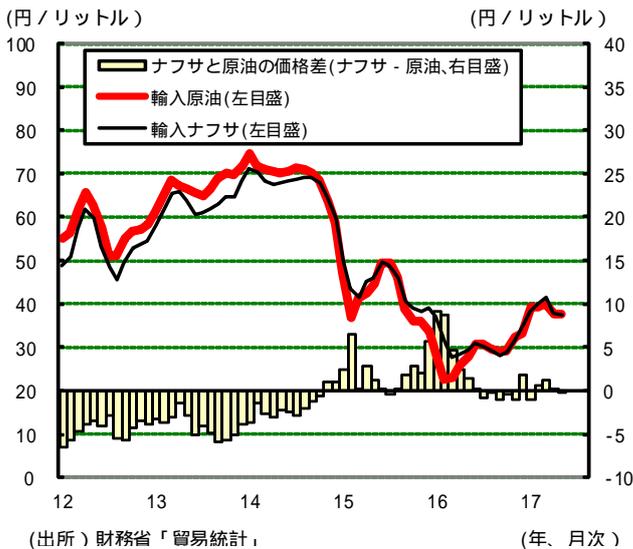
(出所) Bloomberg

2. ナフサ市況：原油とともに下落傾向

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、2017年3月には41.4円に上昇したが、その後は頭打ちとなり、5月は37.6円となった。一方、輸入原油価格も、2016年2月に22.5円にまで下落した後、2017年3月には40.2円まで上昇したが、5月は37.8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、ナフサ安方向に戻し、2016年夏場以降は、ゼロ近傍で推移している。

アジアのナフサ市況の推移をみると、2016年2月10日をボトムに上昇傾向で推移していたが、2017年2月14日をピークに下落傾向に転じている。原油との相対価格をみると、4月にはカタールやアブダビの生産トラブルからナフサ市況が押し上げられる局面もあったが、その後は、代替性のある液化石油ガス（LPG）の価格が下落したことや、インドからの供給が潤沢なことを背景に、ナフサ安傾向となった。原材料である原油の価格が軟調に推移しており、ナフサ価格も軟調が見込まれる。

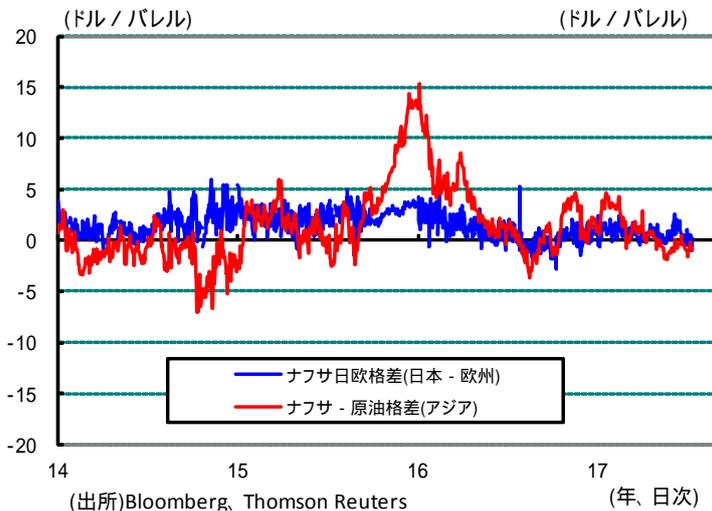
（図表12）日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



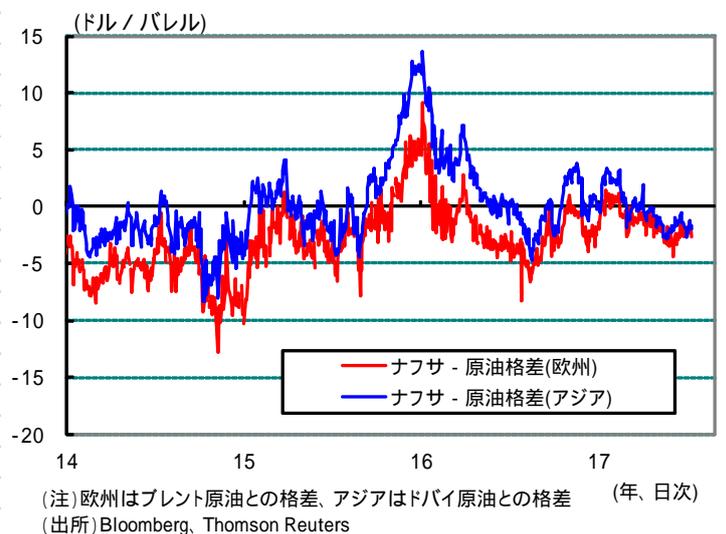
（図表13）アジアの原油・ナフサの市況



（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



．ベースメタル

1．銅を中心とした概況：5月上旬に5,500ドル割れの後、6月末に6,000ドルに迫る

非鉄ベースメタル相場の中心となる銅相場は、2016年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、その後、一進一退が続いた。10月終盤以降に急騰して、2017年2月13日には一時6,204ドルをつけた。その後、5月8日には5,462.50ドルまで下落したが、6月末には6,000ドルに迫った。

【4月の動向】～下落後、やや反発

供給障害の解消が相場下落要因に

3日は、中国の製造業購買担当者景況指数(PMI)や米国のISM製造業景況指数が市場予想を下回ったことを受けて、銅相場は下落した。

4日は、小動きであった。なお、BHPビリトンの幹部は、世界最大のエスコンディータ銅鉱山においてストライキ終結後に生産が開始されたが、フル稼働には至っていないと述べた。

5日は、給与計算代行サービス大手のオートマティック・データ・プロセッシング(ADP)社が発表した統計で米国の雇用増加が示されたことや、原油相場の上昇がコモディティ相場全般の上昇観測につながったことを受けて、銅相場が上昇した。

しかし、6日以降は、米中首脳会談を控えて貿易摩擦などにより経済活動が抑制されることが警戒されたこと(6日)、6日に行われた米国のシリアに対するミサイル攻撃が投資家のリスク回避的な行動につながったこと(7日)、上海先物取引所で鉄筋先物が大幅下落し、不安心理が非鉄金属にも波及したこと(7日)などが下落材料となった。さらに、チリのエスコンディータ鉱山やインドネシアのグラスベルグ鉱山での供給障害が解消して銅生産の回復が見込まれたこと、朝鮮半島や中東の地政学リスクが警戒されたこと、メイ英首相が6月8日に総選挙を実施する意向を示して不透明要因が増えたと受け止められたこと(18日)などが銅相場の抑制要因となり、19日には一時5,530ドルと1月以来の安値をつけた。

安値拾いや市場心理の改善で上昇

しかし、その後は、安値拾いの買いが入りやすくなったこと、建築分野を中心に需要が増えやすいシーズンに入ったとの見方が強まったこと、23日に行われたフランス大統領選の第一回目投票で中道派のマクロン氏がトップで決選投票に進み、安心感からリスク資産全般が買われたこと(24~25日)などを背景に、上昇傾向に転じ、月末にかけて5,700ドル台で推移した。

【5月の動向】～月初の高値から下落後、持ち直す

鉄鉱石や鉄鋼の相場下落が市場心理を冷やす

2日は、前日からインドネシアのグラスベルグ鉱山でストライキが開始されたことを受けて、5,820ドルと4月10日以来の高値をつけた。

しかし、3~5日にLME指定倉庫の在庫が大幅に増加したこと、3~8日に鉄鉱石や鉄鋼の相場下落が

ら中国の金属需要の弱さが連想されて銅も連れ安したこと、4月の中国の銅輸入が大幅に減少したこと(8日)などから、8日には、5,4632.50ドルと1月4日以来の安値をつけた。

中国経済への不安感の後退やドル安が支援材料

その後、ショートカバーの動きや原油相場の上昇に連動する動きなどがみられ、銅相場は上昇に転じた。4月の中国の鉱工業生産や固定資産投資が市場予想を下回ったこと(15日)、米政権のロシア疑惑への懸念から標榜するインフラ投資計画等の遂行がより不確実視されたこと(17日)などが弱材料となったものの、人民銀行による中期貸出ファシリティ(MLF)の実施を受けて金融引き締め懸念が後退したこと(12日)、フランス大統領選での反EU・反ユーロ勢力の敗退や、米政権のロシア疑惑への懸念が対ユーロを中心としたドル安につながったこと、などが強材料となった。また、4月26日に中国の習近平国家主席が金融の安全性の維持に向け、システミックなリスクを回避する取り組みの強化が必要だと述べたことを受けて、新たな金融規制の導入などへの警戒感が続いていたが、当局者による各種発言や人民銀行による資金注入で、投資家に安心感が広がり、19日にはやや大幅な上昇となった。

その後、LME指定倉庫の在庫が減少傾向で推移したこと、インドネシアのグラスベルグ鉱山の労働者がストライキを延長するとの意向を示し(20日)、4000人もの労働者が辞職することになったと報じられたこと(25日)などが、相場の押し上げ材料になった一方で、格付け会社のムーディーズが中国の格付けを引き下げたこと(24日)などが押し下げ材料になり、相場は一進一退で推移した。

【6月の動向】～月末にかけて上昇

チリの供給回復や中国の銅輸入増を背景に一進一退

月初は、米国のISM製造業景況指数が市場予想を上回ったこと(1日)などにより相場は上昇したが、その後、資源大手BHPビリトンが2月上旬に発動していたチリのエスコンディータ鉱山における不可抗力条項を解除したこと(1日)、財新/マークイットによる5月の中国の製造業購買担当者景況指数(PMI)が判断基準となる50を下回り(1日)、中小企業に当局による景気刺激策の恩恵が届いていないとの見方につながったこと、上海先物取引所の銅在庫が増加したこと(2日)、株価の堅調から投資家のコモディティに対する関心が薄れるとの見方につながったこと、などを背景に銅相場はやや下落した。

しかし、8日に発表された中国貿易統計において、チリやインドネシアでの生産障害から銅鉱石の輸入が減少し、その代替として銅地金の輸入が増える兆しが出ているとの見方がなされたことなどから、銅相場は大幅に反発した。9日も、LME指定倉庫の在庫の減少が続いたことなどから、続伸した。

その後、13～14日の米連邦公開市場委員会(FOMC)を控えて様子見ムードとなる中、12～14日の銅相場は下落した。15日は、前日のFOMCにおいて、利上げが決定され、バランスシートの縮小についての手順が示されたことを受けて、ドル高に振れたことが銅相場の下落につながった。

中国需要・ドル安・在庫減などを背景に上昇

もっとも、その後、銅相場は上昇基調に転じた。5月の中国の新築住宅価格が一部都市では頭打ちとな

ったものの、全国的には上昇基調を維持し、不動産市場の堅調さを示したこと（19日）為替市場でドル安が進み、ドル建てで取引される銅相場の押し上げ材料になったこと、6月のユーロ圏製造業購買担当者景況指数（PMI）が市場予想を上回ったこと（23日）、LME指定倉庫の銅在庫が減少傾向で推移したことなどが相場の支援材料となった。30日には、5,965ドルと、節目の6,000ドルに迫った。

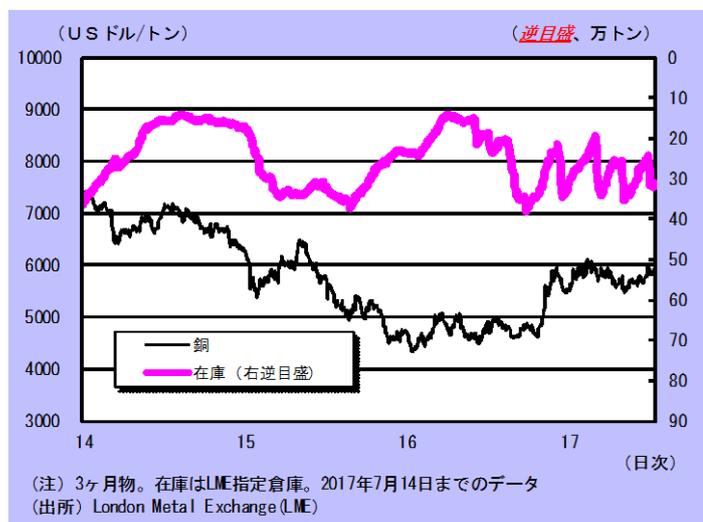
【先行き】～一進一退か

ここにきて、銅相場が節目である6,000ドル近くで底堅く推移している背景には、為替市場で対ユーロを中心にドル安が進み、ドル建てで取引される銅の相場押し上げ要因になったことに加えて、中国の銅需給の先行きについて安心感が出てきているところがあるとみられる。自動車販売は、小型車向けの自動車取得税の減税が縮小されたことを受けて、鈍化しているが、前年並み前後の台数は維持している。不動産市場は、当局が過熱抑制に向けた規制強化策を講じる一方で、市場を過度に冷え込ませることも回避できている。また、電力インフラの建設は、中長期的に継続する見通しに変わりない。

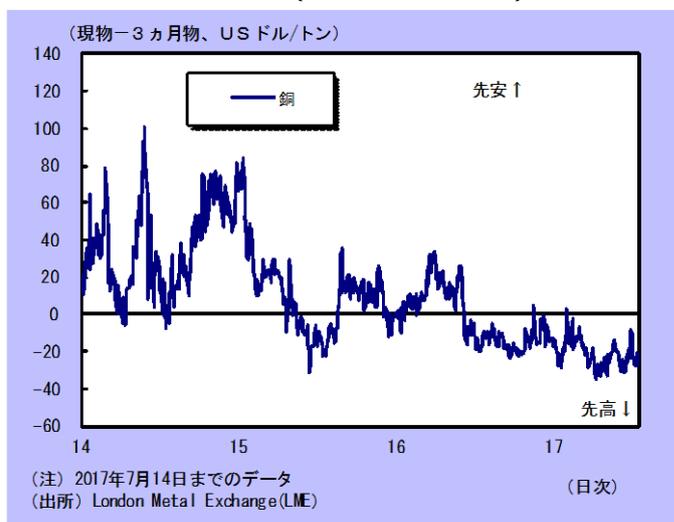
もっとも、銅相場の先行きは、一進一退が見込まれる。以前に比べて鉱山ストなどが起こりやすくなっている一方で、中国や米国の景気は、銅相場の一段高を支援するほどの力強さは欠いている。

（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ヶ月物）の推移



2. 各他品目の概況

(1) アルミニウム市況：一進一退が続き、足元は1,900ドル前半

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、2017年3月30日には一時1,981.0ドルと2014年12月以来の高値をつけた。その後、1,900ドル前後での推移が続いている。

中国でアルミニウム精錬能力の削減が行われるとの期待を背景とした相場上昇が一服していたが、6

月終盤からは上昇している。再び中国の精錬能力削減への期待が強まっているようだ。

(2) ニッケル市況：9,000 ドル割れに下落後、やや持ち直し

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。その後は、下落傾向となり、2017年6月13日には8,680ドルと2016年6月以来の安値をつけた。その後、6月末には9,400ドル近くに持ち直した。

4月27日には、フィリピンのロペス環境天然資源相が、同国内の露天掘り鉱山を禁止する意向だと述べたことで供給懸念が強まった。

しかし、5月3日には、フィリピンの閣僚の資格を審査する任命委員会が、ロペス氏を環境天然資源相として不承認とする評決を下した。後任に指名されたシマツ氏は、環境保護と鉱山開発のバランスをとるとの姿勢を示した。

5月17日には、ニッケル最大手のバーレが、ニッケル価格の低迷や鉱石の品位低下を背景に、カナダのマニトバ州の小規模な鉱山での操業を10月に停止すると発表し、やや需給引き締め観測につながった。

6月13日には、鉄鋼価格の下落に連れ安する圧力があつたことや、14日発表の中国の経済指標の悪化が見込まれたことなどから、ニッケル相場は8,680ドルと2016年6月以来の安値をつけた。

7月6日には、シマツ環境天然資源相が前任者により行われていた鉱山開発などに関わる環境許可証の発行の制限を解除した。

(3) 亜鉛市況：2,500 ドル割れに下落後、2,800 ドルに持ち直し

鋼材のメッキ向けが主用途の亜鉛の相場は、2016年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、頭打ちとなり、2017年6月7日には2,427.50ドルまで下落したが、7月上旬にかけて2,800ドル前後まで上昇した。

大鉱山の閉山を受けて鉱石や地金の供給制約が意識されやすい状態になっている。ロンドン金属取引所(LME)や上海先物取引所(SHFE)の在庫が減少しており、世界景気の回復観測が強まれば、需給引き締め観測が生じやすい状況が続いている。足元では、大幅下落していたSHFEの鉄筋先物が上昇に転じたことに、亜鉛が連れ高している面もある。

(4) 錫市況：4~6月は20,000ドル前後を中心に横ばい

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、頭打ちとなり、4~6月は20,000ドル前後を中心に横ばい圏で推移した。

LME 指定倉庫の在庫は低水準にあるものの、インドネシアからの錫地金の輸出増やミャンマーからの錫鉱石の対中輸出の増加などが上値を抑制する要因になっているとみられる。

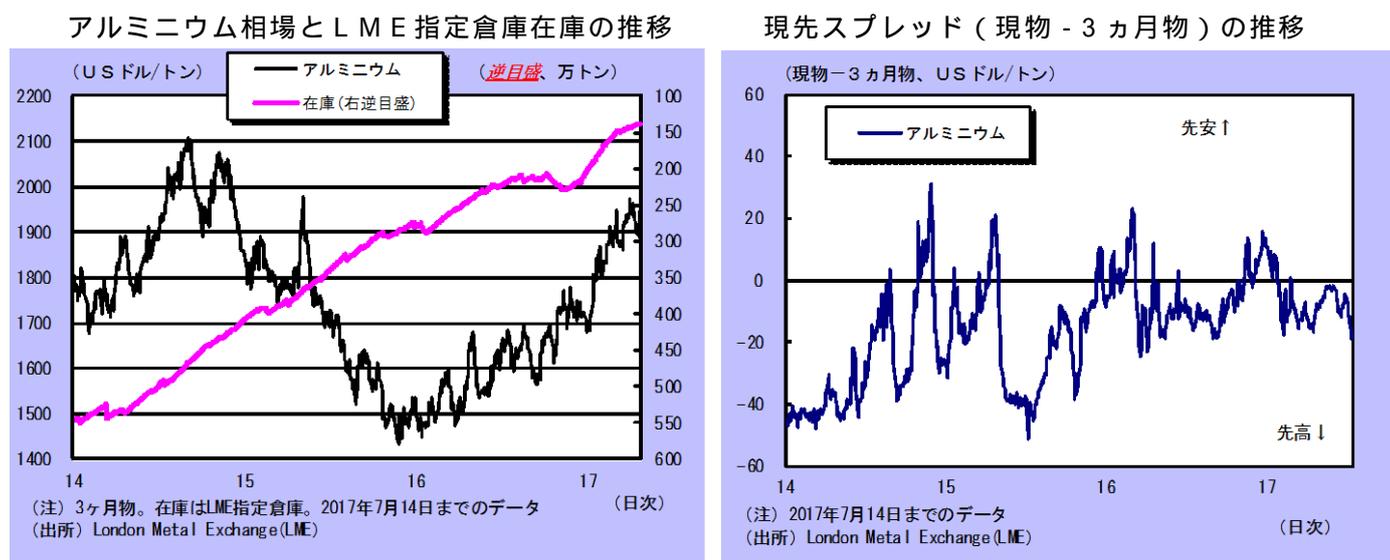
(5)鉛市況：4～6月は2,100～2,300ドルを中心とした推移

バッテリー向けなどに使われる鉛の相場は、2015年11月中旬には1トンあたり1,566ドルと2010年6月以来の低水準となっていたが、2016年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。12月終盤には2,000ドル割れまで下落したが、その後は一進一退となり、足元は2,300ドル前後で推移している。

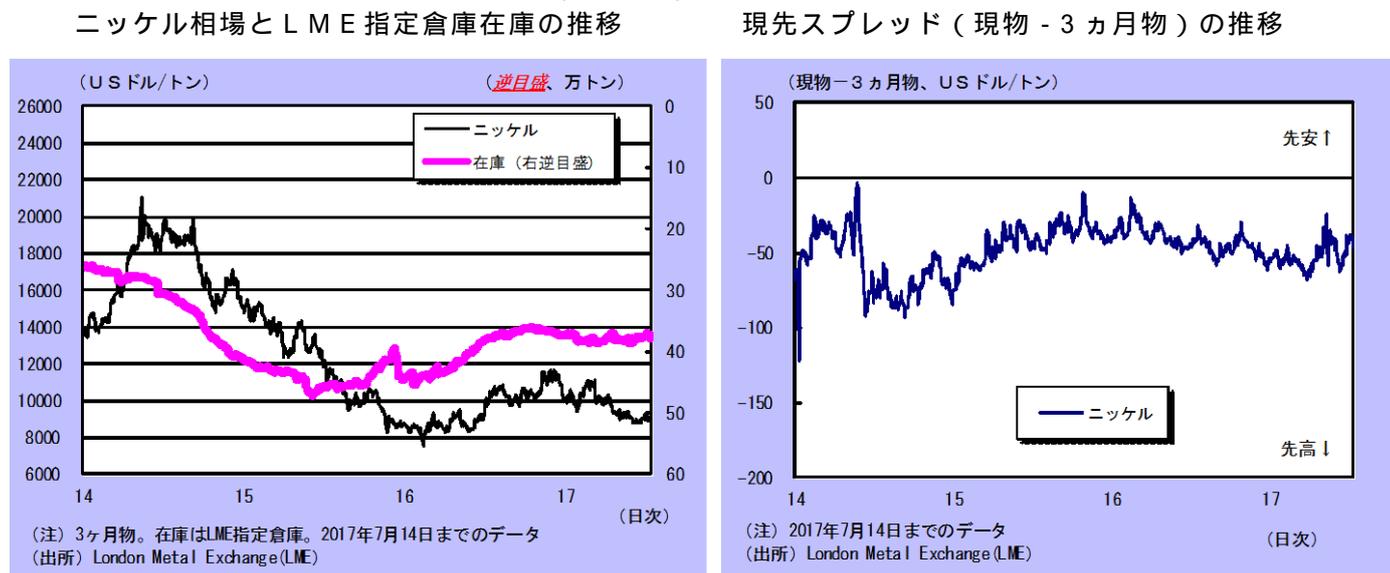
鉛は、4月末や6月末にかけてLME 指定倉庫の在庫が減少傾向で推移する局面では、需給タイト化への期待から相場が押し上げられた。

鉛も、他金属と同様に、中国市場における鉄鉱石や鉄鋼の相場下落に、連動して下落した面があった。

(図表 17) アルミニウム

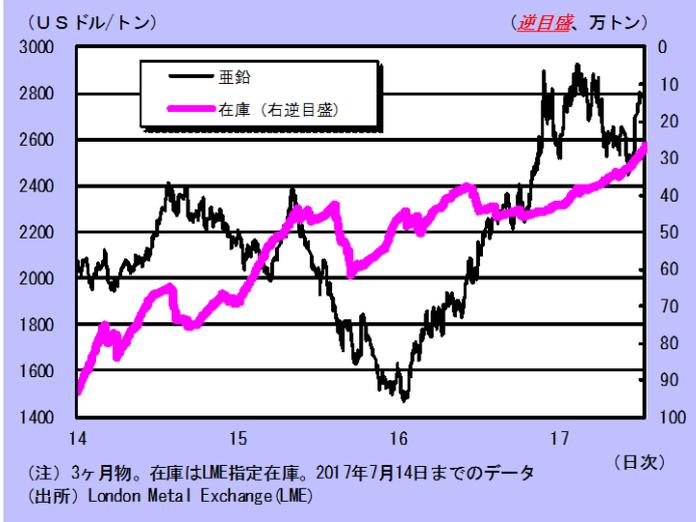


(図表 18) ニッケル

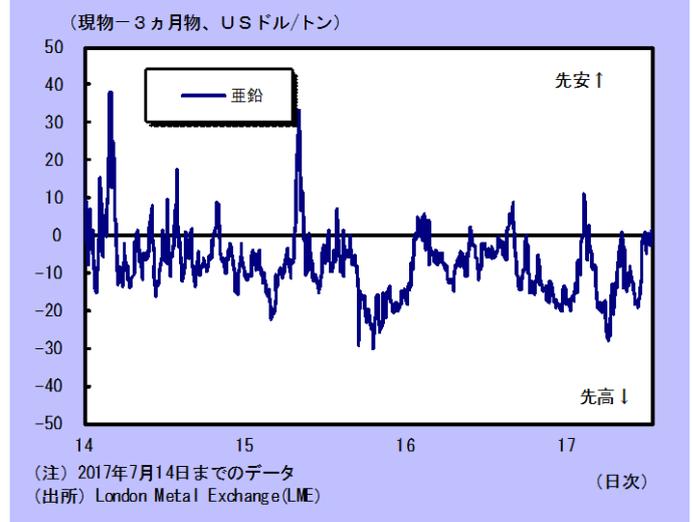


(図表 19) 亜鉛

亜鉛相場と L M E 指定倉庫在庫の推移

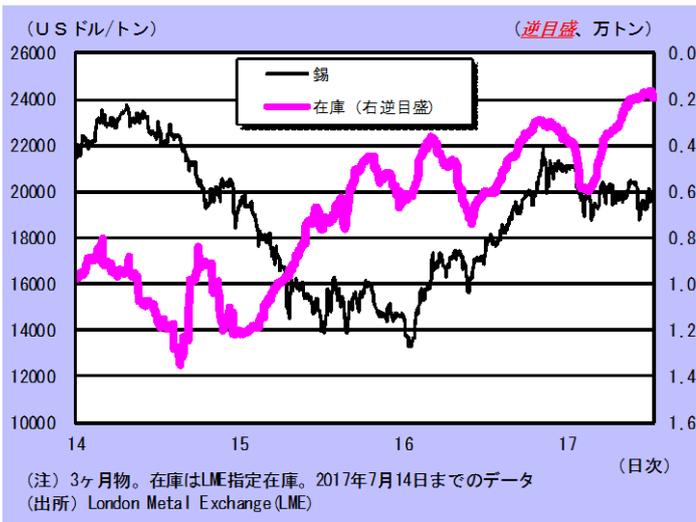


現先スプレッド (現物 - 3ヶ月物) の推移

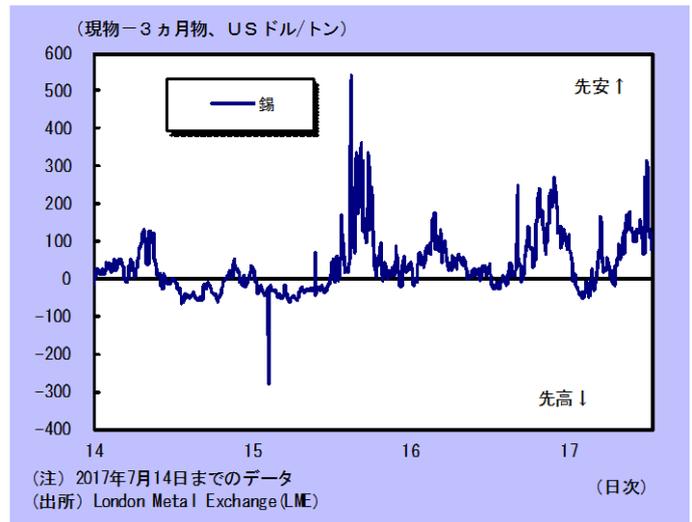


(図表 20) 錫

錫相場と L M E 指定倉庫在庫の推移

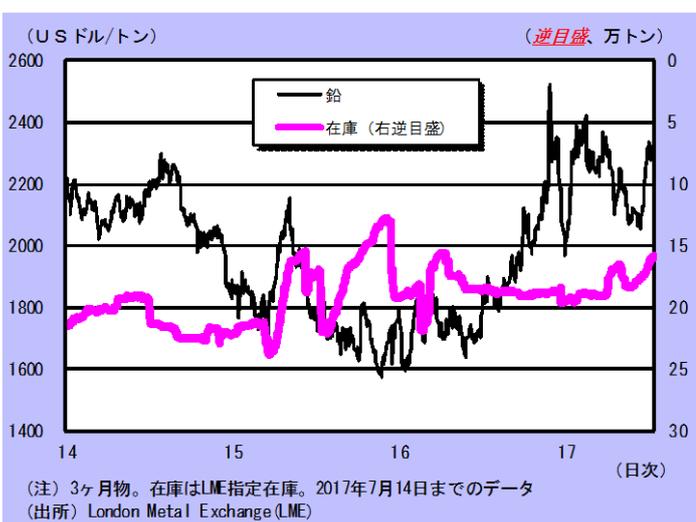


現先スプレッド (現物 - 3ヶ月物) の推移

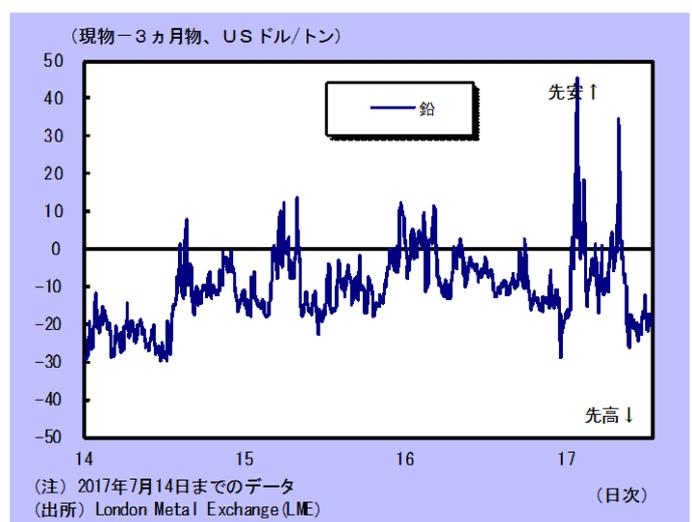


(図表 21) 鉛

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： 4～6月の金相場は一進一退

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た後、下落傾向で推移し、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。その後は再び上昇し、2017年6月6日には1,295.97ドルをつけたが、7月上旬には1,220ドル前後に下落した。

【4月の動向】～上昇後、下落

3日は、前日にトランプ米大統領が、北朝鮮の核・ミサイル開発を巡って中国の協力を得るために通商政策を利用する可能性を示唆し、必要があれば米政府単独で北朝鮮問題に対応する用意があるとの立場を示したことを受けて、地政学リスク懸念が強まり、金相場は上昇した。また、ロシアのサンクトペテルブルグで地下鉄爆破テロ事件が発生したことも、リスク回避の金買い材料になった。

その後、米大統領がインフラ投資計画の規模が1兆ドルを超える可能性を示したこと(4日)、米民間雇用サービス会社のオートマティック・データ・プロセッシング(ADP)が発表した統計で雇用増加数が市場予想を上回ったこと(5日)などが金相場の押し下げ材料となる一方、3月の米雇用統計で雇用増加数が市場予想を下回ったこと(7日)、米軍がシリアの空軍基地へミサイル攻撃を行ったこと(7日)などが金相場の押し上げ材料になり、一进一退の推移となった。

11日以降の金相場は上昇傾向となり、17日には一時1,295.42ドルと節目の1,300ドルに迫った。シリアや北朝鮮を巡る地政学リスクやフランス大統領選の行方に対する警戒感が金相場の押し上げ材料になった。

しかし、その後の金相場は、利益確定の売りや米欧の債券利回りの上昇などを背景に、下落に転じた。23日には注目された仏大統領選の第一回目投票が実施され、中道派のマクロン氏がトップで決選投票に進んだことから、24日の金相場はリスク回避的な金買いが後退した。25日も、株式などリスク資産全般が買われる一方で、安全資産である金は売られる流れが続いた。26日には、注目された米政権による税制改革案が発表されたものの、新味を欠く内容であったことなどから、ドル相場はむしろ下落する動きとなり、金相場は底堅い動きとなった。27日は、ドラギ欧州中央銀行(ECB)総裁の発言を受けて、ECBによる金融緩和策の正常化に向けた観測が後退し、ユーロ安・ドル高となったことで、金相場にはやや下落圧力となった。逆に、28日は、ユーロ圏の消費者物価上昇率が市場予想を上回ったことを受けて、ユーロ高・ドル安となり、金相場はやや押し上げられた。

【5月の動向】～下落後、上昇

1日は、前日に米議会与野党幹部が9月末までの予算案をまとめることで合意し、米政府機関の閉鎖が回避される見通しとなったことで、投資家のリスク回避姿勢が後退し、安全資産である金には売り材料になった。3日は、米連邦公開市場委員会(FOMC)の声明文で景気について強気の認識が示されたことを受けて、ドル買い・金売りが優勢となった。4日も、北朝鮮問題や仏大統領選への懸念が後退する中で、ドル高が金相場の下落要因となった。5日は、米雇用統計の雇用増加数が市場予想を上回ったものの、金相場の反応は限定的にとどまり、7日の仏大統領選決選投票では予想通りにマクロン氏が勝利したのを

受けて、8日の金相場も小動きだった。金融市場全般的にリスク回避的な投資家行動が後退する中で、金相場はやや軟調な動きとなり、9日には1,213.81ドルと約2カ月ぶりの安値となった。

しかし、その後の金相場は上昇基調に転じた。10日には、トランプ米大統領がコミー連邦捜査局（FBI）長官を突然解任したことで、先行き不透明感が強まり、株安が進む一方で、金が買い戻された。11～12日も、米政治情勢への懸念などを背景にドル安や株安がやや進む中で、金は続伸した。

その後も、北朝鮮がミサイルを発射したこと（14日）、「ランサムウェア」を使ったサイバー攻撃が世界規模で拡大したこと（12日頃～）、トランプ大統領がロシアのラブロフ外相らに過激派組織「イスラム国」に関する機密情報を漏えいしたと報道されたこと（15日）、4月の米国住宅着工件数が市場予想に反して減少したこと（16日）、トランプ大統領がフリン前大統領補佐官（安全保障担当）への捜査をやめるようにFBIに圧力をかけた疑いが浮上したこと（16日）などを材料に金相場は上昇し、米政治情勢への懸念が深まる中、17日には米国株価が大幅下落となる一方で、金相場は大幅上昇を記録した。

その後、利益確定売りにより上値が抑えられたものの、トランプ政権に対する先行き不安が続いたこと、ドイツのメルケル首相がユーロ相場はドイツにとって弱すぎると発言してドル安が進んだこと（22日）、5月のFOMC議事要旨で追加利上げにやや慎重な姿勢が示されたこと（24日）などが金相場の支援材料となり、月末にかけてジリ高となった。

【6月の動向】～上旬に高値も、その後は下落

1日は、米雇用サービス会社ADPが発表した雇用増加数が市場予想を上回ったことを受けて、ドル高が進んだことなどから、金相場は下落した。しかし、5月の米国雇用統計では、雇用増加数が市場予想を下回ったこと（2日）、サウジアラビア・エジプト・バーレーン・アラブ首長国連邦（UAE）などがカタールとの断交を発表して中東における地政学リスクが意識されたこと（5日）、8日に予定されるコミー前FBI長官に対する議会公聴会を控えてリスク回避ムードが広がったことなどから、金は買われ、6日には1,295.97ドルと再び1,300ドルに迫り、2016年11月以来の高値をつけた。

しかし、その後の金相場は、下落基調となった。まず、コミー前FBI長官の証言内容の事前テキストが公表され、米政権にとってさらなる悪材料にはならないとみなされたこと（7日）、コミー前FBI長官の公聴会での証言にサプライズがなかったこと（8日）、英総選挙で保守党が過半数割れとなったことを背景にボンド相場が急落してドル高要因になったこと（9日）などが金相場の下落材料になった。

13～14日に開催されたFOMCでは、市場予想通りに政策金利の0.25%の引き上げが決定された。ただ、市場の見方よりも早く、FRBのバランスシート縮小に関する工程を明らかにしたことで、FRBが予想よりもタカ派であるとの見方につながり、金相場の下落材料になった。15日には、米国の失業保険申請件数が減少して労働需給のタイトさを示唆したことも、金相場を押し下げた。

16日には、米金融政策決定を受けた売りが一巡したとの見方などから横ばい圏で推移した。その後は、ダドリー・ニューヨーク連銀総裁のタカ派的発言（19日）、ヘッジファンドによる大量の先物売り（26日）などが相場の下落材料となる一方で、原油安を受けた株安によるリスク回避の動き（21日）、世界各地でのサイバー攻撃（27日など）、米上院共和党がオバマケアの代替法案の採決延期を決定してトランプ

政権の掲げる税制改革の行方に不透明感が強まったこと（28日）などが相場の押し上げ材料となり、一進一退で推移した。6月末は、1,240ドル前後であった。

【先行き】～横ばい圏の推移を予想

金相場は、一進一退の推移を続けるとみられる。米連邦準備制度理事会（FRB）が市場予想よりも早期に、バランスシート縮小の手順を示したことなどから米国の市場金利が上昇し、金利のつかない金には売り材料になった。

しかし、7月に入って、米国の景気指標が力強さを欠き、インフレ指標も低調な中で、FRB議長が大幅利上げに慎重な姿勢を示したこともあり、米追加利上げ観測が後退し、金相場は支えられている。また、朝鮮半島や中東を巡る地政学リスク懸念は依然として解消されていない。仏大統領選でのマクロン氏の勝利により欧州の政治リスクは一服したものの、米国ではロシア疑惑などによりトランプ政権の求心力が低下する状態が続いている。

米中を中心に世界景気は底堅く推移しており、米国では、緩やかとはいえ、今後、利上げが実施され、金相場の上値抑制要因になるとみられる。しかし、一方で、数多くの地政学的・政治的リスクが存在し、金相場の支援材料になる。強弱の材料をにらみながら、金相場は横ばい圏の推移が見込まれる。

(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

- 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。