

調査レポート

コモディティ・レポート <2013年4月>

・コモディティ市況全般：4月中旬に下落傾向強まる

コモディティ市況は4月に入って下落傾向となった。特に4月中旬は、金相場が急落し、他のコモディティも連動して下落傾向となった。各資源の供給増により、市況は下落材料に反応しやすくなっているが、今後とも世界景気の回復や資源需要の増加は続くと思われ、コモディティ市況全体は横ばい圏の推移となる。

・エネルギー市況：ブレント原油は下落して100ドル前後

2013年に入って、原油需要の増加観測が強まる局面があったが、足元では、世界景気が想定よりもやや下振れし、原油需要が伸び悩むとの懸念が生じており、原油市況に下落圧力がかけやすくなった。国際指標とされるブレント原油は、当面、100ドル前後を中心とした推移が続くと思われる。

・ベースメタル市況：銅市況は7,000ドル前後に下落

銅市況は大幅に下落した。4月中旬には一時6,800ドルまで下落し、足元は7,000ドル前後で推移している。需給が均衡状態に近いこと、米中の減速懸念が影響しやすかったとみられる。今後は、中国など各国の製造業活動の拡大に伴って銅市況は上昇しやすくなるだろう。

・貴金属市況：金は1,400ドル前後に下落

金市況は、4月に入って下落傾向が強まり、中旬には一時1,400ドルを下回った。ファンドや中央銀行による金売却による需給悪化への懸念が強まった。もっとも、先進国の財政問題や通貨安懸念など金買いを促す要因は継続しており、当面、金市況は1,400ドル前後で一進一退が見込まれる。

・トピック：国際商品市況の急落の意味するところ

国際商品市況の下落は、世界景気減速を示唆しているのではないかと懸念が出ている。しかし、金や原油や銅の市況下落は、それぞれに固有の背景によるところが大きく、必ずしも世界景気の大減速を示唆するものではないと思われる。基調として景気の回復や資源需要の増加が続いていることが確認されるに伴って、銅など工業原材料の市況は持ち直していくと思われる。

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：4月中旬に下落傾向強まる

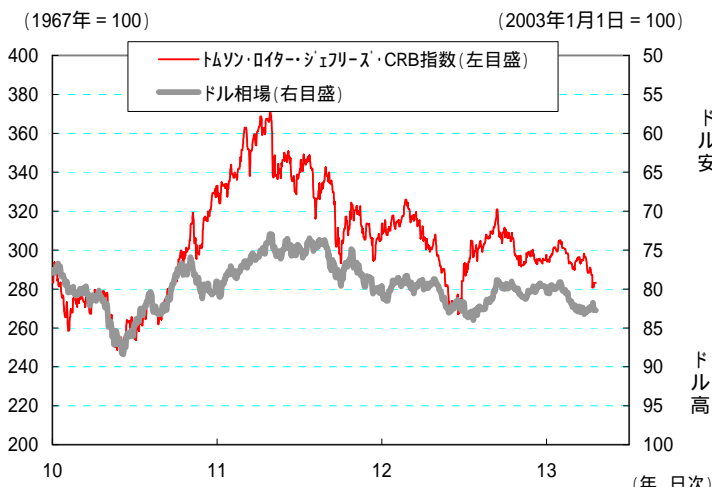
ドル建て国際商品市況全般の動向を示すロイター・ジェフリーズCRB指数は、2月後半から3月にかけて一進一退で推移していたが、4月に入って下落傾向が強まった（図表1～2）。

特に4月中旬には金相場が急落し、他のコモディティも連動して下落傾向となった。結果的に、米景気の回復ペースが緩やかであっても金融政策は量的緩和の出口に向かっているとの思惑や、中国景気の減速により資源需要が伸び悩むといった観測が、かなりの程度、織り込まれたものと思われる。

原油に関しては、米国や中国の景気が期待していたよりも下振れしているとの見方から、需要見通しが下方修正され、需給緩和観測につながっている。また、イラン核開発動向は、依然として、大きな地政学的問題であるが、6月14日にイランの大統領選挙を控えており、当面は小康状態が続くとみられる。また、原油や各金属について、供給力が増していることも意識されている。

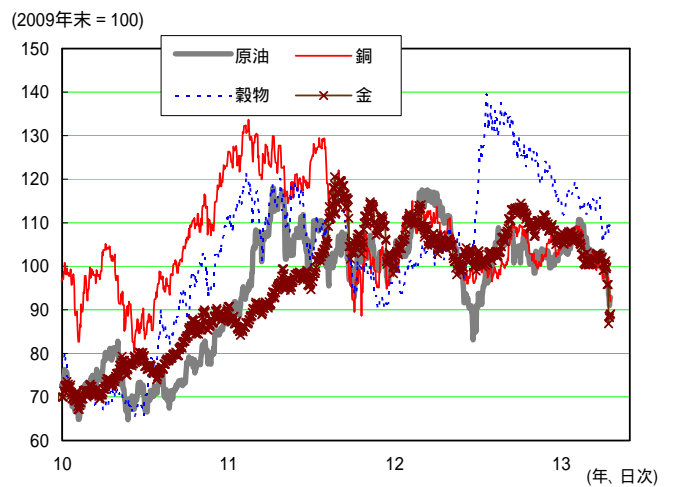
足元では、各資源の供給が増加する中で、市況安材料に反応しやすくなっているが、今後、世界景気の回復を背景とした資源需要の増加基調に目が向けられる局面も出てくるとみられ、コモディティ市況全体としては、しばらく横ばい圏での推移が見込まれる。

（図表1）ロイター・ジェフリーズ・CRB 指数の推移



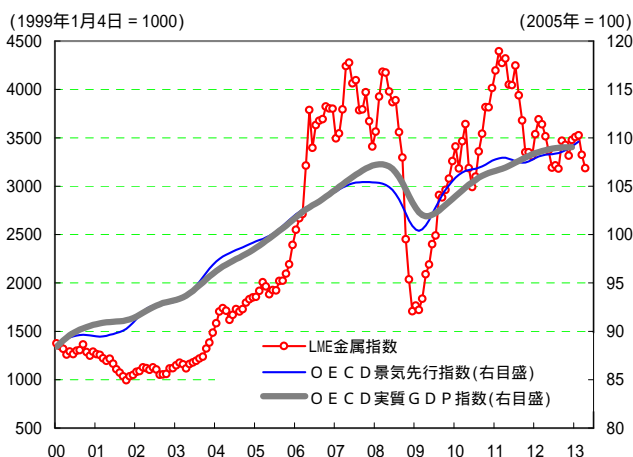
（注）ドル相場は対ユーロ、円、ポンド、カナダドル、スウェーデンクローネ、スイスフランの加重平均値（出所）Bloomberg

（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



（注）LME金属指数の足元は4月19日までの値（出所）London Metal Exchange (LME)、OECD

（図表4）LME 金属指数(日次データ)



（注）アルミ、銅、鉛、ニッケル、スズ、亜鉛の市況の加重平均（出所）London Metal Exchange (LME)

．エネルギー

1．原油市況：ブレント原油が 100 ドル前後に下落

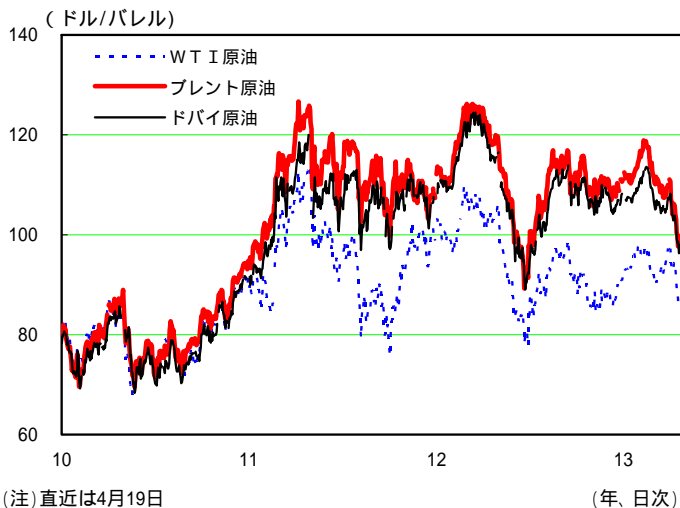
原油市況は下落傾向で推移している。国際指標となるブレント原油は 2 月上旬に 1 バレルあたり 120 ドル近くまで上昇していたが、3 月下旬には 107 ドルを下回った。4 月上旬にかけて 110 ドル台を回復したものの、中旬には 100 ドルを下回った。一方で、WT I 原油は、1 月以降、89 ～99 ドルのボックス圏で推移していたが、一時 85 ドル台まで下落した。

最近の相場の変動材料を振り返ると、4 月 3 日に①米国の週次石油統計において原油在庫が大幅増加した、②ADP 社発表の雇用増加数が勢いを欠いた、4 日に③失業保険申請件数が増加した、5 日に④米国労働省発表の雇用増加数が小幅にとどまった、などがそれぞれ下落材料になった。また、12 日に⑤米國小売売上高が減少した、15 日に⑥中国の 1～3 月期の実質 GDP が前年比 7.7%にとどまった、⑦ボストンで爆発事件があった、⑧金価格の急落がコモディティ全般に下落圧力になった、などにより、さらに原油相場は下落した。

ブレント-WT I のスプレッド（価格差）は、2 月中旬に 23 ドル程度に再拡大していたが、その後、縮小傾向が続き、4 月中旬には 11 ドル前後となった（図表 7）。先物市場（WT I）における投机筋の買い超幅をみると、2 月中旬をピークにやや縮小した後、一進一退となっている（図表 11）。一方、商業筋を含めた先物の全建て玉残高は、昨年 12 月末頃をボトムに増加しており、足元では過去最高水準にある（図表 12）。

2013 年に入って、世界景気の回復や原油需要の増加が意識されやすくなっていたが、足元では、米国景気は回復基調にあるものの力強さを欠き、中国や欧州では期待されたような景気の再加速がみられない状況であり、世界全体では景気や原油需要が想定よりもやや下振れするとの懸念が生じている。もっとも、世界景気の回復基調が腰折れするようなことはなく、年後半には、やや原油需要の増加ペースも速まるとみられる。こうした状況を総合判断すると、国際指標とされるブレント原油は、当面、100 ドル前後を中心とした推移が続くと見込まれる。

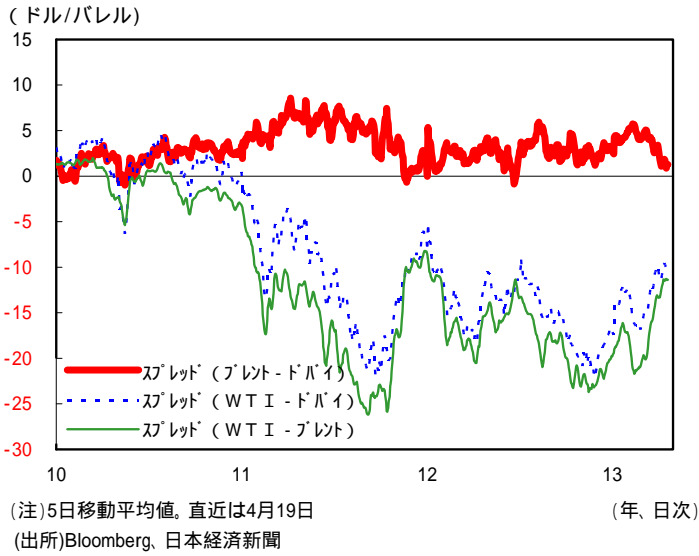
（図表 5）原油市況の推移



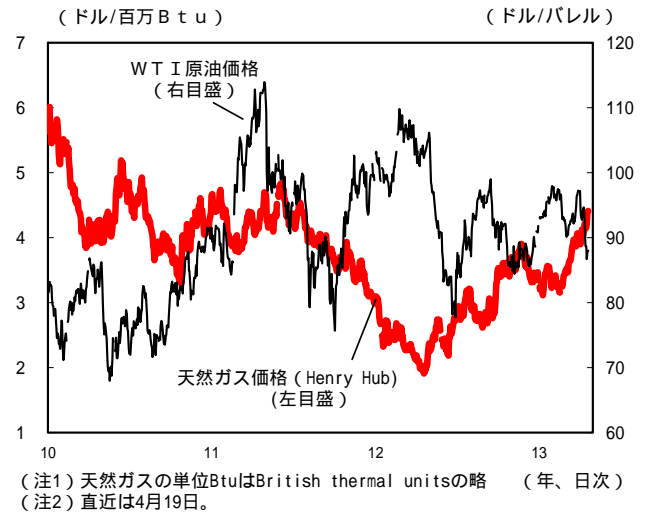
（図表 6）石油製品市況の推移



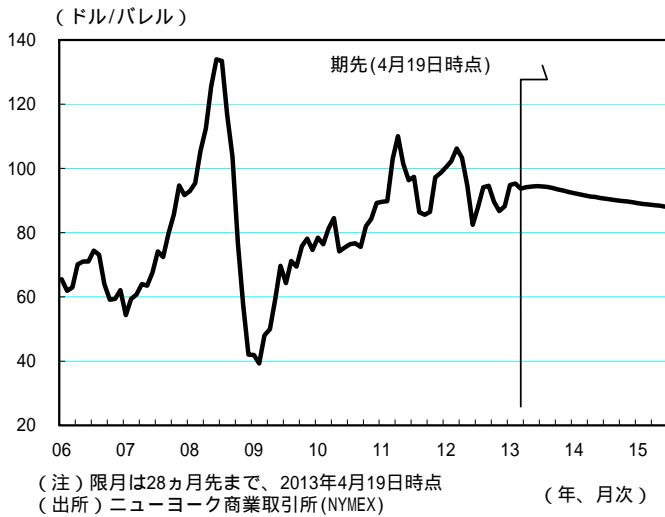
(図表7) 油種間スプレッドの推移



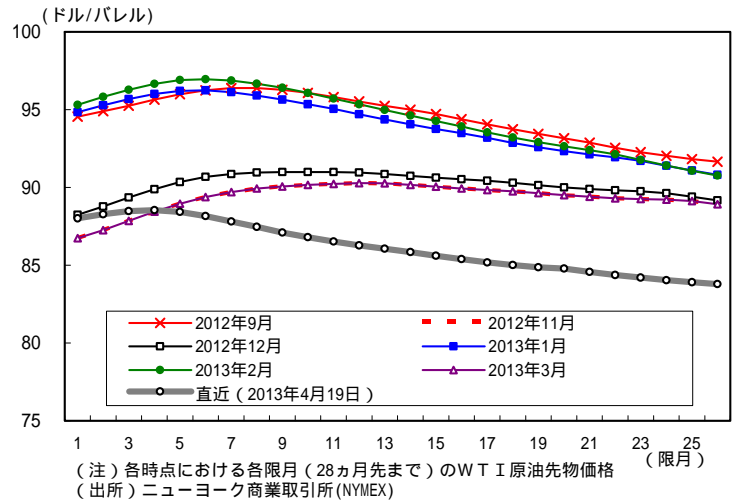
(図表8) 米国天然ガス市況の推移



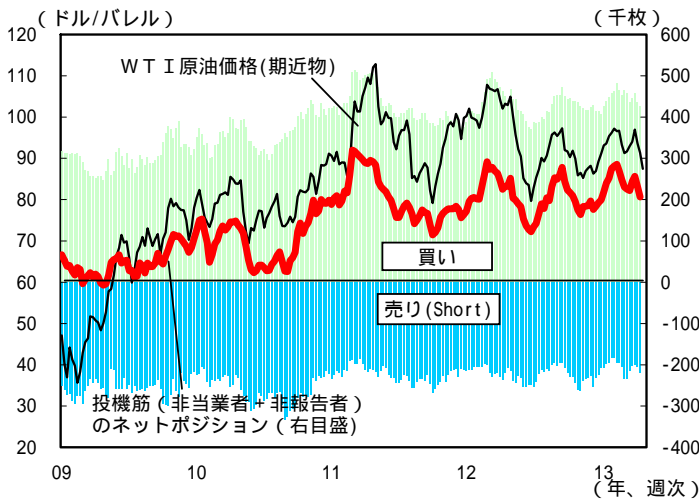
(図表9) 原油先物価格と先物カーブ



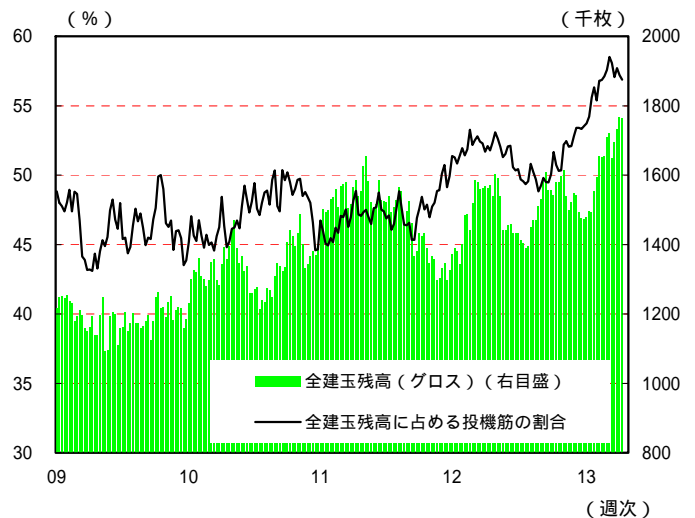
(図表10) W T I 原油の先物カーブの変化



(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

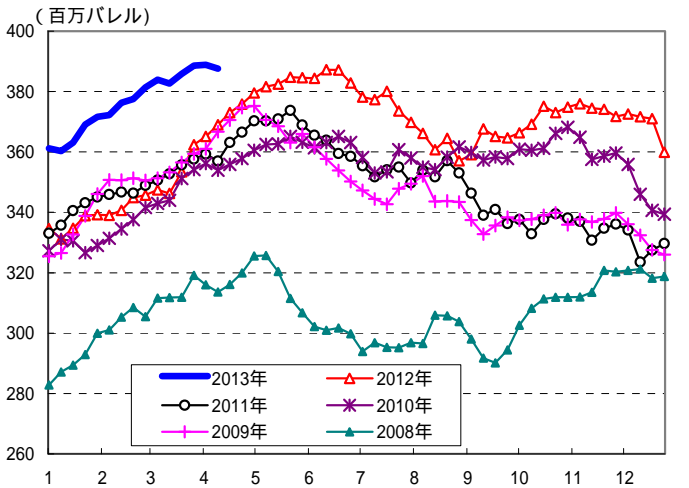
(1) 米国需給：原油生産が増加を続ける

米国の原油在庫（戦略石油備蓄を除く）は高水準で推移している。4月5日には3.89億バレルと過去最高水準（1990年7月の3.92億バレル）に近づいた（図表13）。原油需要（＝投入量）は、この時期としては多いものの（図表14）、原油生産が前年同期を日量100万バレル超の規模で上回る状況が続いており（図表15）、原油在庫が増えやすい。

一方、米国の原油輸入は、前年同期比100万バレル兆の減少が続いている（図表16）。米国からの石油製品輸出は2012年に大幅に増加し、2013年に入ってから前年をやや上回って推移している（図表17）。

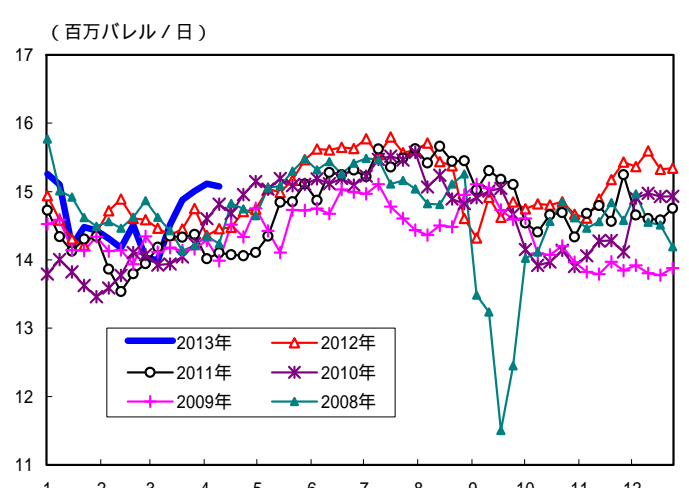
ガソリン小売価格（全米全種平均）は、2月下旬にかけて上昇した後、頭打ちとなり、4月は3ドル台後半となっている。一方、ディーゼル小売価格は、2月に再び4ドル台に上昇した後、頭打ちとなり、4月に入って4ドルを下回った（図表18）。

（図表13）米国の各年の原油在庫



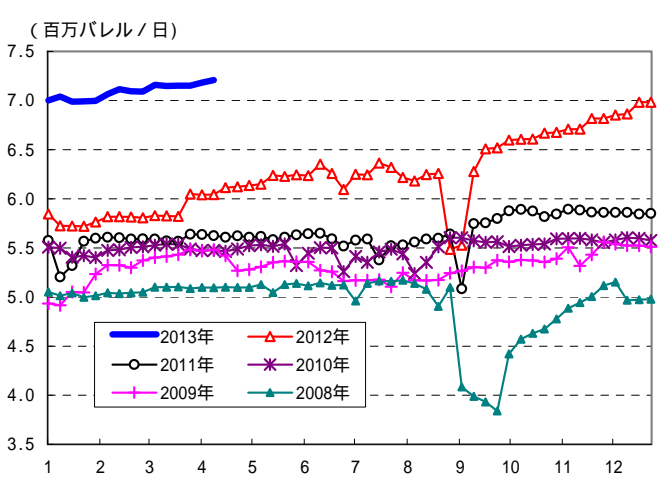
(注)SPR(戦略石油備蓄)を除く原油在庫、直近値は4月12日 (月、週次)
(出所)米国エネルギー情報局(EIA)

（図表14）米国の製油所の原油投入量



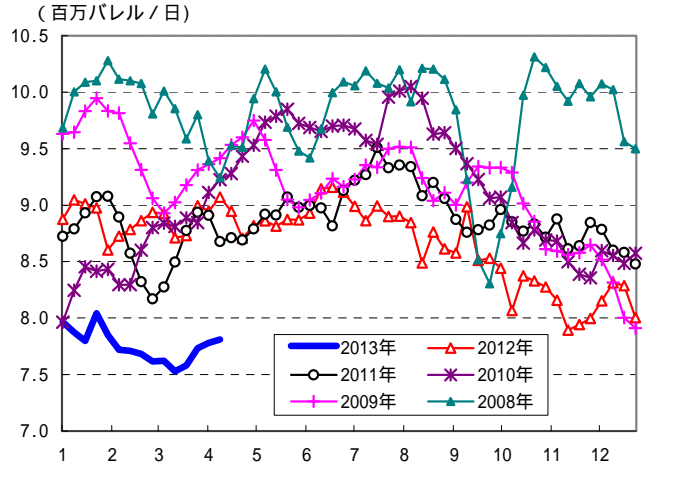
(注)直近値は4月12日 (月、週次)
(出所)米国エネルギー情報局(EIA)

（図表15）米国の原油生産量の推移



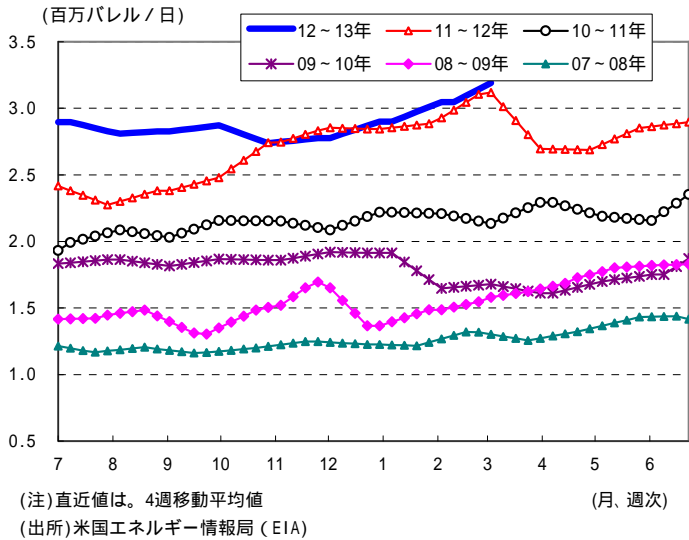
(注)直近値は4月12日 (月、週次)
(出所)米国エネルギー情報局(EIA)

（図表16）米国の原油輸入の推移

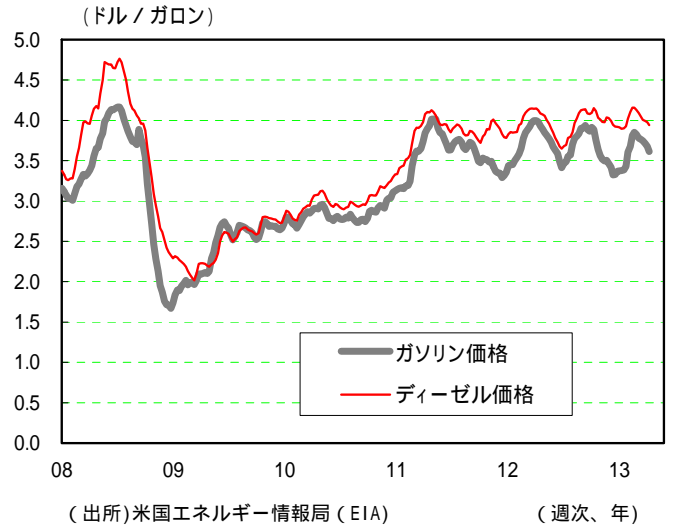


(注)直近値は4月12日。4週移動平均値 (月、週次)
(出所)米国エネルギー情報局(EIA)

(図表 17) 米国の石油製品輸出の推移



(図表 18) 米国のガソリン価格とディーゼル価格



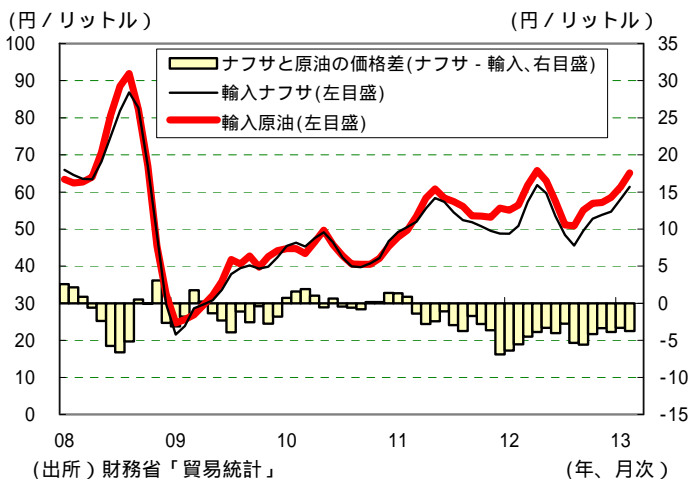
(2) ナフサ：原油以上に下落

日本の2月の輸入ナフサ価格(通関)は、1リットルあたり61.4円と前月比3.4円上昇した。一方、2月の輸入原油価格は65.1円と同3.8円上昇した(図表19)。ナフサ、原油ともに円安が輸入価格の上昇要因となっている

ナフサ市況は原油市況との連動が続いており、2月半ばにかけて上昇した後、4月中旬にかけて下落傾向が続いている(図表20)。原油市況の下落ペースよりも、ナフサ市況の下落ペースの方が速い。足元では、平年の季節パターンに比べて中国向けの石油化学製品の輸出が伸び悩んでいることが、日本・韓国・台湾の石油化学メーカーの生産活動への下振れ圧力になっていると思われる。日本・韓国・台湾の石油化学工業の生産動向をみると、昨年秋頃をボトムに2013年にかけて持ち直したが、その後、横ばい圏の推移にとどまっている。

目先は、中国経済に対する慎重な見方が続き、ナフサ市況の持ち直しは遅れる可能性がある。

(図表 19) 日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



(図表 20) ナフサと原油の価格の推移



3. 産油国動向等：OPECの生産量は横ばい圏

(1) OPECの生産動向

3月のOPECの産油量は日量3,055万バレルと前月比7万バレル減であった（Bloombergによるアナリスト等へのアンケート結果、図表21）。ナイジェリアの生産減少の影響により、全体としてもやや減産となった。ロイヤル・ダッチ・シェル社は、3月5日～18日に不可抗力（force majeure）条項を適用してナイジェリアの主力油種であるボニー・ライトの出荷を停止していた。

このところ、OPECの生産量は横ばい圏で推移している。3月18日に、サウジアラビアのヌアイミ石油相は「100ドル前後の価格は消費者にも生産者にも理想的」と述べ、4月10日に他のサウジアラビア高官も同様の発言を行った。次回のOPEC総会は、5月31日に予定されている。

（図表21）OPECの生産動向

国名	生産量 (3月)	生産量 (2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	（万バレル/日）	
							生産余力 (3月)	
アルジェリア	120.0	120.0		120.2	138.0	87.0%	18.0	
アンゴラ	178.0	173.0		151.7	182.0	97.8%	4.0	
エクアドル	50.4	50.9		43.4	50.6	99.6%	0.2	
イラン	270.0	263.0		333.6	350.0	77.1%	80.0	
イラク	320.0	310.0		-	300.0	106.7%	-20.0	
クウェート	282.0	285.0		222.2	320.0	88.1%	38.0	
リビア	130.0	130.0		146.9	160.0	81.3%	30.0	
ナイジェリア	181.0	208.0		167.3	250.0	72.4%	69.0	
カタール	72.0	71.5		73.1	75.0	96.0%	3.0	
サウジアラビア	900.0	900.0		805.1	1,250.0	72.0%	350.0	
UAE	267.0	265.0		222.3	280.0	95.4%	13.0	
ベネズエラ	285.0	286.0		198.6	290.0	98.3%	5.0	
OPEC 12カ国	3,055.4	3,062.4	3,000.0	-	3,645.6	83.8%	590.2	
OPEC 11カ国	2,735.4	2,752.4		2,484.5	3,345.6	81.8%	610.2	

（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）OPEC 11カ国はイラクを除く

（出所）Bloomberg

(2) イラン核開発問題

核開発を巡るイランと6カ国（米露中仏英独）との協議が、4月4～5日にカザフスタンのアルトマイで開催された。この協議は2月26～27日に再開され、それに続くものであるが、前回同様に、具体的な進捗は見られなかったようだ。

イランでは、6月14日に大統領選挙が予定されており、それまでは膠着状態が続くとの観測がある。4月7日にケリー米国務長官は「協議は無限に続くものではないが、米国大統領はイランの選挙という不確定要素があっても外交努力は続ける意向を示している」との主旨を述べた。

(3)南スーダン

4月6日に、南スーダンが原油生産を再開したと報道された。2012年1月から停止されていた原油輸出は、5月から再開される見込みである。南スーダンは、スーダンから分離独立した後、両国間の関係が悪化し、度重なる軍事衝突が起こっていたが、3月に関係正常化で合意がなされていた。

(4)ナイジェリア

イラン核開発問題などが膠着している中、相対的にナイジェリア情勢への注目度が上がっているように思われる。4月3日に、ロイヤル・ダッチ・シェル社は、窃取の対象になっていた原油パイプラインのネムベ・クリーク・トランクラインを修理のため、月内に停止すると発表した。また、7日には、武装組織に12名の警官が殺害される事件が発生した。2009年に政府と反政府組織のニジェール・デルタ解放運動が休戦で合意して以降は、誘拐、殺人、石油施設の大規模な破壊等が減少していたが、再び治安が悪化に向かう懸念がある。

(4)韓国の原油輸入税制の不備の修正は7月1日に延期

韓国では非FTA締結国からの原油輸入を想定した輸入税(3%)の還付が、FTA締結先であるEUからの原油にも適用されるという制度の不備が指摘されていた。この不備の修正は、3月12日に、4月1日実施と報じられていたが、3月27日に、7月1日実施へと延期されたようだ。

(5)マニファ油田の生産前倒し

サウジアラビア国営のサウジアラムコ社は、4月10日に、マニアファ油田からの生産を開始したと発表した。計画よりも3カ月前倒しの生産開始となった。1日あたりの生産量は、7月までに50万バレル、2014年末までに90万バレルとする計画とされる。

．ベースメタル

1．銅を中心とした概況：銅市況は7,000ドル前後に下落

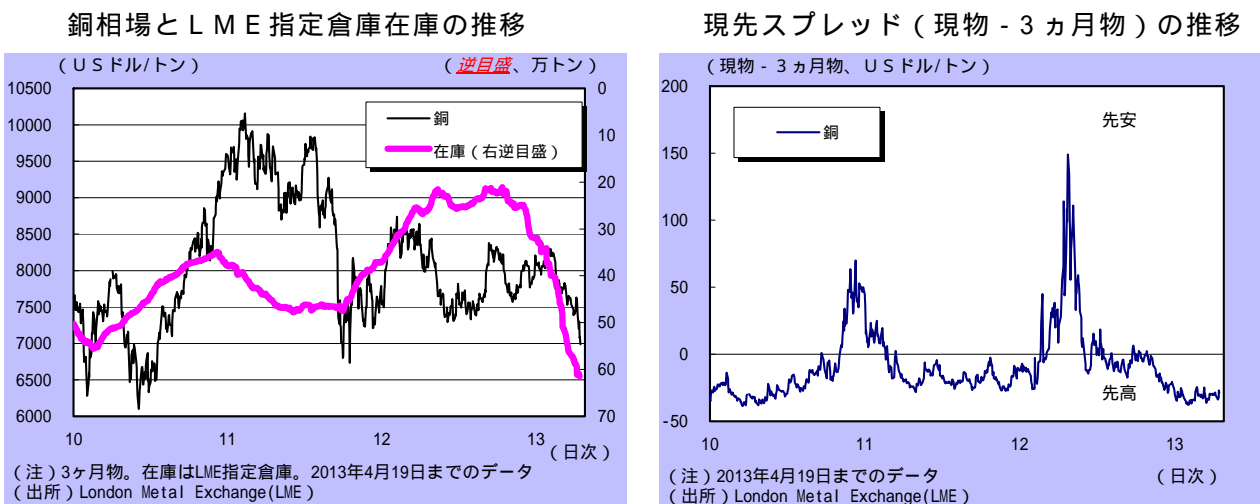
非鉄ベースメタル市況の中心となる銅市況は、2013年に入って上昇し、2月上旬には1トンあたり8,300ドル台となったが、その後は下落基調で推移した。4月中旬には一時6,800ドルまで下落し、足元は7,000ドル前後で推移している。

最大の消費国である中国の銅需要が想定よりも弱いとの見方が根強く、銅市況の下落につながってきた。4月15日には、中国の1～3月期の実質GDPが前年比7.7%増にとどまるなど景気の足取りの重さが示されたこと、ボストンで爆発事件があったこと、金市況の約1割もの暴落によってコモディティ全般に売り圧力が強まったことなどから、銅市況も約3%の下落となった。

これまで、他のコモディティに比べると、銅には市況の押し上げ要因が多かった。例えば、チリでは、3月中旬にアンガマス港の港湾労働者が昼食時の30分休憩などを要求して起こしたストライキに合流する労組が増えて、4月4日時点では、一日あたり約9,000トンの銅の出荷が滞る事態になった。6日に労使が妥協に近づき、大半の港湾でストライキは解除されたようだが、再度、港湾労働者のストライキが広がる懸念が残った。また、4月9日に、チリでは国営のコデルコ社や資源大手のBHPビリトン社の鉱山労働者が24時間ストライキを行った。このストライキ自体は、安全性の向上や雇用関係の安定を要求した秩序立ったものであり、鉱石や地金の供給への影響は軽微だとみられているが、今後のストライキの増加や鉱山での労務費の負担増などが連想されやすい。チリでは、11月17日に大統領選挙が行われるのを前に、待遇改善を訴える労組の活動が活発化しやすくなっているようだ。

また、4月中旬にLME市況が大きく落ち込んだ際には、中国の港湾保税区の倉庫で保管されていた銅地金が国内向けに出荷される動きが強まったとされる。経済成長率が7%台であっても、自動車、家電、建築などに幅広く利用される銅の最終需要は底堅いため、LME市況に割安感が強まった際には、海外からの銅輸入が増えると思われる。今後は、中国など各国の製造業活動の拡大傾向が明らかになるに伴って、銅市況は持ち直すだろう。

(図表22) 銅



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 1,800 ドル近くまで下落

アルミニウムは、2月中旬に1トンあたり2,150ドルを上回っていたが、その後は下落傾向で推移して、4月中旬には一時1,800ドル近くまで下落した。

中国政府は、環境基準を十分満たしている優良なアルミニウム精錬所のリストを作成して、優良な精錬所には電力料金や融資条件で優遇する方針だと報道された。すでに、鉄鋼業界で同様の政策が実施されており、4月2日に45の製鉄所を掲載したリストの第一部が公開されている。中国では、大手企業が決算で赤字を計上するなど、供給過剰や高コストのため、アルミニウム事業の採算性が大幅に悪化していた。

世界的にもアルミニウム精錬は鉄鋼とともに供給力の過剰さが目立つ分野だとされる。アルミニウムの需要は、新興国では食料包装や電力関連設備などを含めて増加テンポが速く、先進国でも自動車の軽量化などを背景に増加傾向にあるものの、需給は引き締まらず、市況は横ばい圏の推移が見込まれる。

(2) ニッケル市況：15,000 ドル近くまで下落

ニッケル市況は、2月上旬に1トンあたり18,700ドル台まで上昇した後、下落傾向となり、4月中旬にかけて一時15,160ドルまで下落した。

平年のパターンでは年前半にニッケルの主用途であるステンレス鋼向けの需要が増えるが、足元のニッケル需要は低調とみられる。ニッケル市況の下落が続いているため、ステンレス鋼の価格に先安観測が生じて、注文が手控えられているところもあるようだ。4月に入って、ステンレス・メーカーの一部は値下げを打ち出している。

足元のニッケル需要は、値下げ待ちの購買行動などによって経済実勢よりも下振れしている可能性があり、今後、需要は持ち直してくるものと思われる。もっとも、従来、不採算企業が増えるとされていた20,000ドルの水準を大幅に下回っても、鉱山の閉鎖などの動きはそれほど広がっていない。当面、20,000ドルを下回る水準での推移が続くと見込まれる。

(3) 亜鉛市況：下落して1,900ドル前後

亜鉛市況は、2月中旬に1トンあたり2,200ドル超にまで上昇したものの、その後は下落し、4月中旬にかけて1,900ドル前後で推移している。

亜鉛は鉛と比較されることが多い。国際鉛亜鉛研究会（ILZSG）によると、1～2月期の亜鉛地金の消費量は6.5%増と、生産量の2.6%増を上回っており、鉛（後述）よりも消費が伸びている。しかし現状では、亜鉛は、足元にかけての在庫の増加傾向が目立っており、亜鉛市況は相対的に軟調であった。

中国五鉱（ミンメタル）がオーストラリアに保有する世界第2位のセンチュリー鉱山は、2016年に閉山が予定される中、鉱石の品位の低下から供給量が減る見込みである。しかし、中国を中

心に、鋼材メッキ向けの需要が低調に推移し、在庫が増加傾向にある中、需給緩和感が懸念されている。目先は、上値が2,000ドル前後にとどまると思われる。しかし、年後半には需要増により在庫が減少し、市況上昇につながる可能性がある。

(4) 錫市況：下落して20,000～21,000ドルを中心に推移

錫市況は、1月半ばから2月半ばまで1トンあたり24,500～25,000ドルを中心に推移した後、2月下旬に23,000ドル前後まで下落し、3月中旬には24,000ドル前後に持ち直したが、4月中旬には一時20,000ドルを下回った。足元は、20,000～21,000ドルを中心に推移している。

最大輸出国のインドネシアでは、3月の輸出量が9.3万トン、前年比8.0%増と堅調に推移している。7月1日より、貿易省は輸出向けの錫の純度を99.85%から99.90%に厳格化する方針を示しており、生産量や輸出量をやや抑制する要因になるとする見方もある。なお、マレーシア系のコバ社とインドネシア政府との鉱業契約が3月末で終了し、新契約は交渉中だとされる。インドネシアのエネルギー・鉱物省は、混乱を回避するため、6月までの3カ月の生産等を認める方針を示した。

米国を中心に景気回復の観測が継続しているが、エレクトロニクス製品の需要の上振れには、つながっていない。今後、実体経済の回復に伴って、エレクトロニクス製品の需要は増加するとみられ、錫市況は緩やかに上昇すると見込まれる。

(5) 鉛市況：下落して2,000ドル前後

鉛市況は、1月上旬や2月上旬に一時1トンあたり2,500ドル近くまで上昇したものの、その後、4月中旬にかけて、2,000ドル前後まで下落してきた。

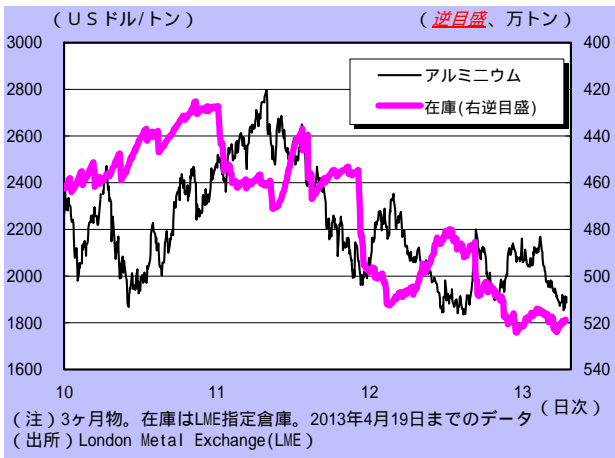
3月28日に、カナダのアイバーニア社は、環境汚染対策を講じるために2011年4月に停止していたオーストラリアのパルー・ステーション鉱山（旧名マゼラン鉱山）の操業について、4月にも在庫の鉱石の出荷を再開し、2013年内にフル稼働を達成する計画だと発表した。

国際鉛亜鉛研究会（ILZSG）によると、1～2月期の鉛地金の消費量は5.8%増、生産量は4.6%増とともに堅調である。

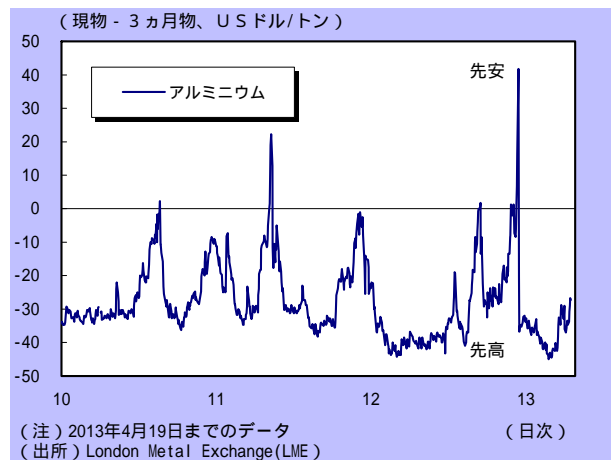
アルミニウムや亜鉛に比べると、相対的に在庫水準は低く、需要のレベルは底堅いとの受け止め方が多いと思われる。需要期である北半球の冬場が終わったものの、自動車バッテリー向けを中心に需要は底堅く、鉛市況は底堅い推移が見込まれる。

(図表 23) 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

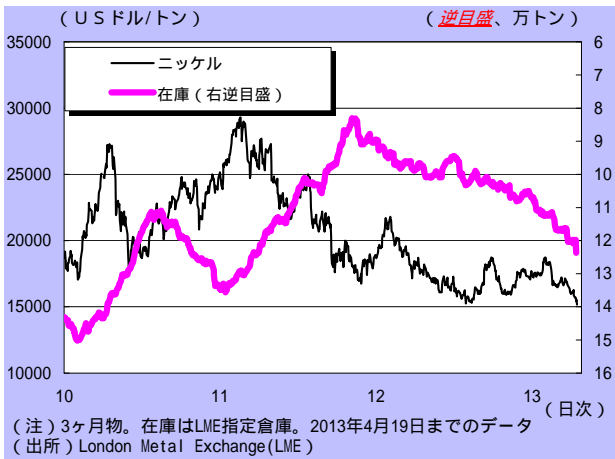


現先スプレッド (現物 - 3ヶ月物) の推移

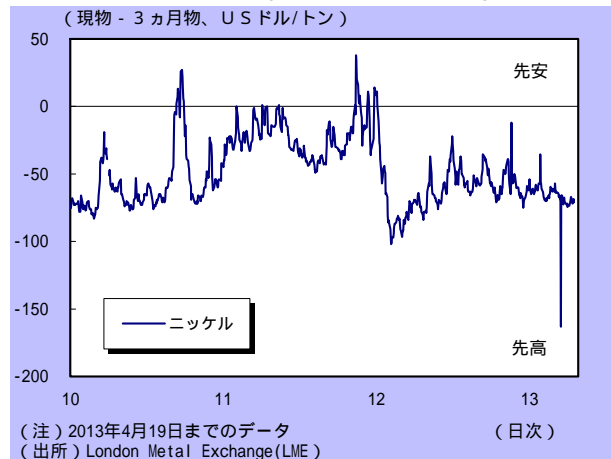


(図表 24) ニッケル

ニッケル相場と L M E 指定倉庫在庫の推移

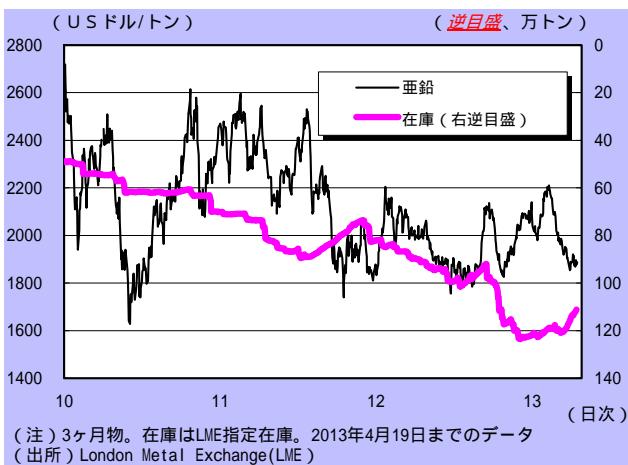


現先スプレッド (現物 - 3ヶ月物) の推移

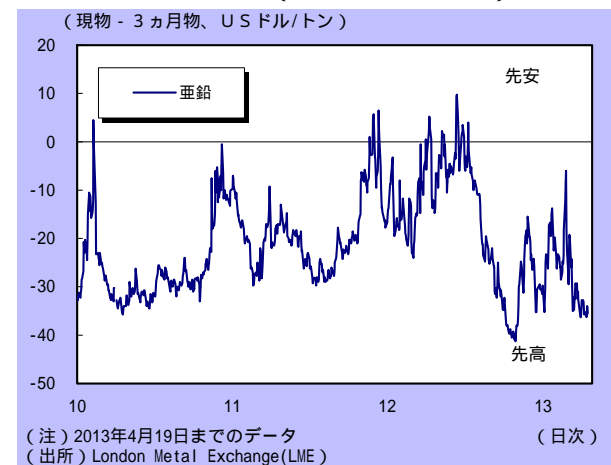


(図表 25) 亜鉛

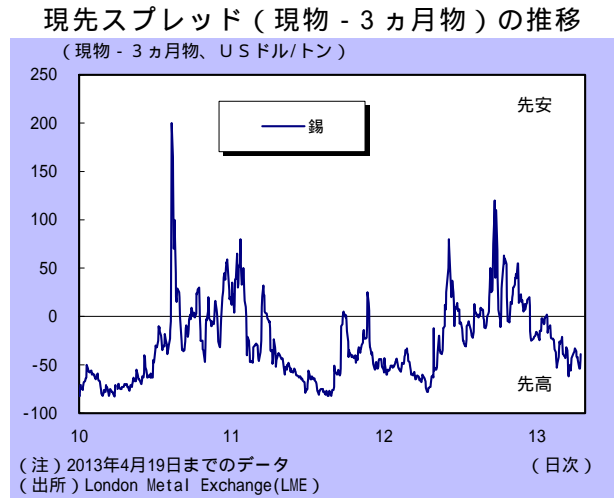
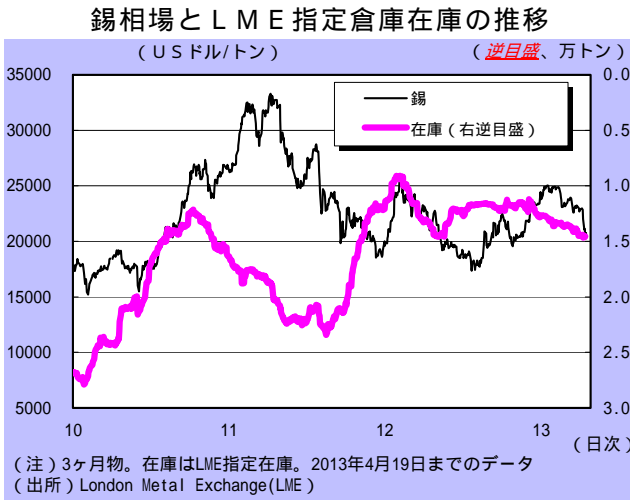
亜鉛相場と L M E 指定倉庫在庫の推移



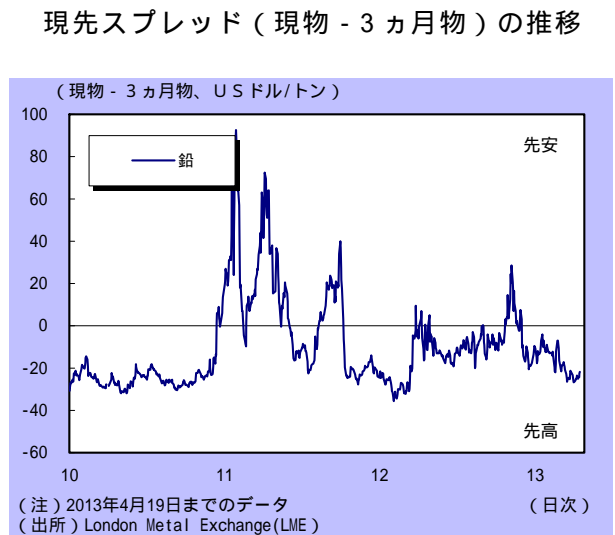
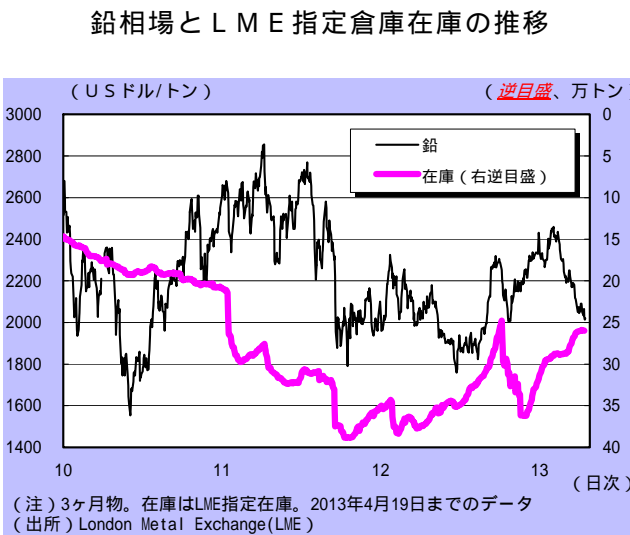
現先スプレッド (現物 - 3ヶ月物) の推移



(図表 26) 錫



(図表 27) 鉛



・貴金属：金は1,400ドル割れに下落

金市況は、2月上旬に1トロイオンスあたり1,650ドル超で推移した後に下落し、3月は1,600ドル前後の推移となった。4月は下落傾向が強まり、中旬には一時1,400ドルを下回った。

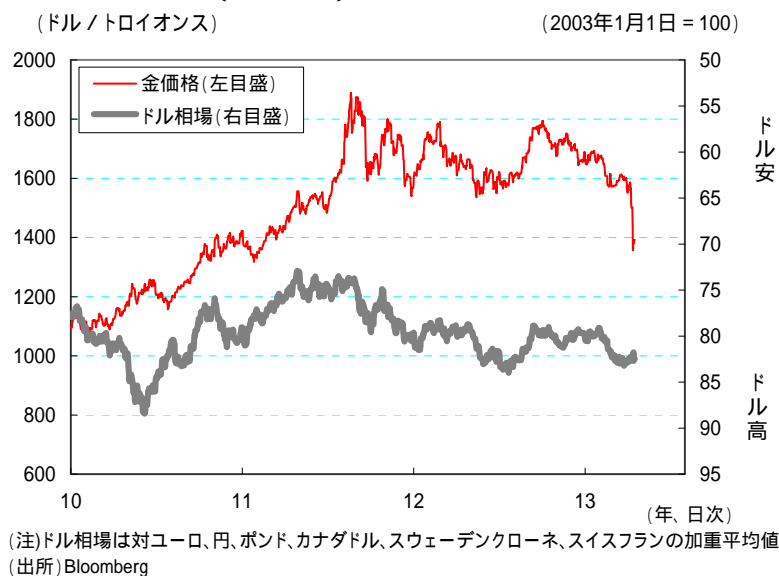
2月は、米景気回復やイタリア選挙後に財政問題が再燃するとの懸念を背景にドル高・ユーロ安が進んだこと、有名ファンドによる金保有の減少、20日発表のFOMC議事要旨における緩和策からの出口の議論などが売り材料になった。3月に入っても、世界景気回復を背景としたリスク回避先としての需要の後退や、ドル高による金価格の抑制が意識され、金は売られた。2～3月には、イタリアで選挙後に安定政権の成立が困難となる政治リスクや、キプロスの銀行問題への懸念が金買い材料になる局面もあったが、一時的な動きにとどまった。

4月3日には米国で雇用関連事業を行うADP社の発表する3月分の雇用増加数が小幅にとどまったとの評価から株式等とともに金も売られた。5日に発表された米政府の雇用統計は、さらに雇用増の鈍さを示すものとなったが、この際にはリスク回避の投資行動や為替市場でのドル安が金買いの材料とされた。その後、一進一退が続いたが、12日には米国の小売売上高の減少が金売り圧力につながった。15日には、中国の1～3月期の実質GDPが前年比7.7%にとどまり、中国の金需要の鈍化が連想されたことなどから1日で100ドル以上の記録的な大暴落となり、1,400ドルを下回った。

なお、4月中旬にかけての金の大幅下落の背景には(1)財政難の欧州諸国の中央銀行が金を売却するとの思惑が強まった、(2)欧米を中心にヘッジファンドなど投資家による金ETF（上場投資信託）の売却が進んだ、など需給要因に対する懸念があったと思われる。加えて、市場参加者が期待していたより足元の米中の景気が幾分弱めに推移している中でも、米国当局の量的緩和から出口に向かう方針や中国政府の政策的な景気刺激策に対する慎重なスタンスは変わらない、ということも、金市況に織り込んだ動きでもあったと思われる。

もっとも、先進国の財政問題、通貨安懸念、地政学リスクなどリスク回避的な金買いを促す要因の多くが継続しており、当面、金市況は現状の1,400ドル前後の水準で一進一退が見込まれる。

(図表 28) 金価格の推移



トピック

～ 国際商品市況の急落の意味するところ ～

4月15日には、一日で1割以上の下落を記録した金をはじめ、コモディティ全般がいっせいに下落した。一部では、コモディティ市況の下落は、今後、世界景気が減速することを示唆しているとの警戒感が出ている。

本稿では、なぜ、コモディティ市況は下落したのか、今後、コモディティ市況や世界景気はどのようなのかについて考えてみたい。

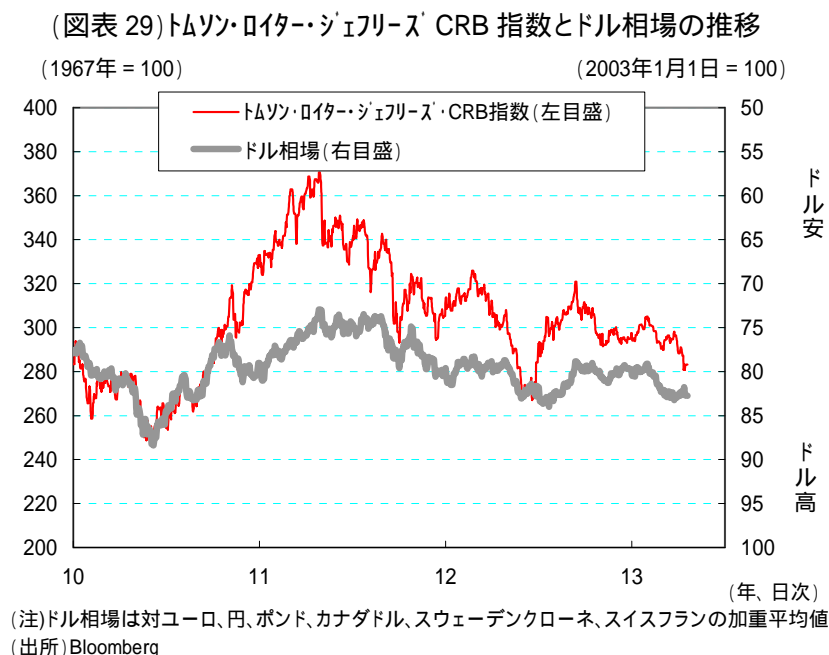
(1) なぜ懸念されるのか

4月に入って、金や原油を中心にコモディティ市況が大幅に下落した。コモディティ市況は、景気動向を敏感に反映することが多く、株式や債券を運用する投資家や、製造業企業や資源企業の購買担当者や販売担当者も、その動向を注視している。また、各種の思惑や先行きの需給の変化を織り込みながら変動するため、一般的な景気よりも先んじて変化することが多い。景気先行指標であるコモディティ市況が大幅に下落しているのであれば、先行き、景気がかなり減速してしまうのではないかという懸念が生じている。

一方で、4月に入って、米国や中国の景気に対する見方は、幾分、下方修正された感がある。経済指標をみると、雇用統計や小売売上高など米国の景気指標が事前に予想されたほどには良くないことが判明し、中国の1～3月期のGDP成長率も前年比7.7%にとどまった。

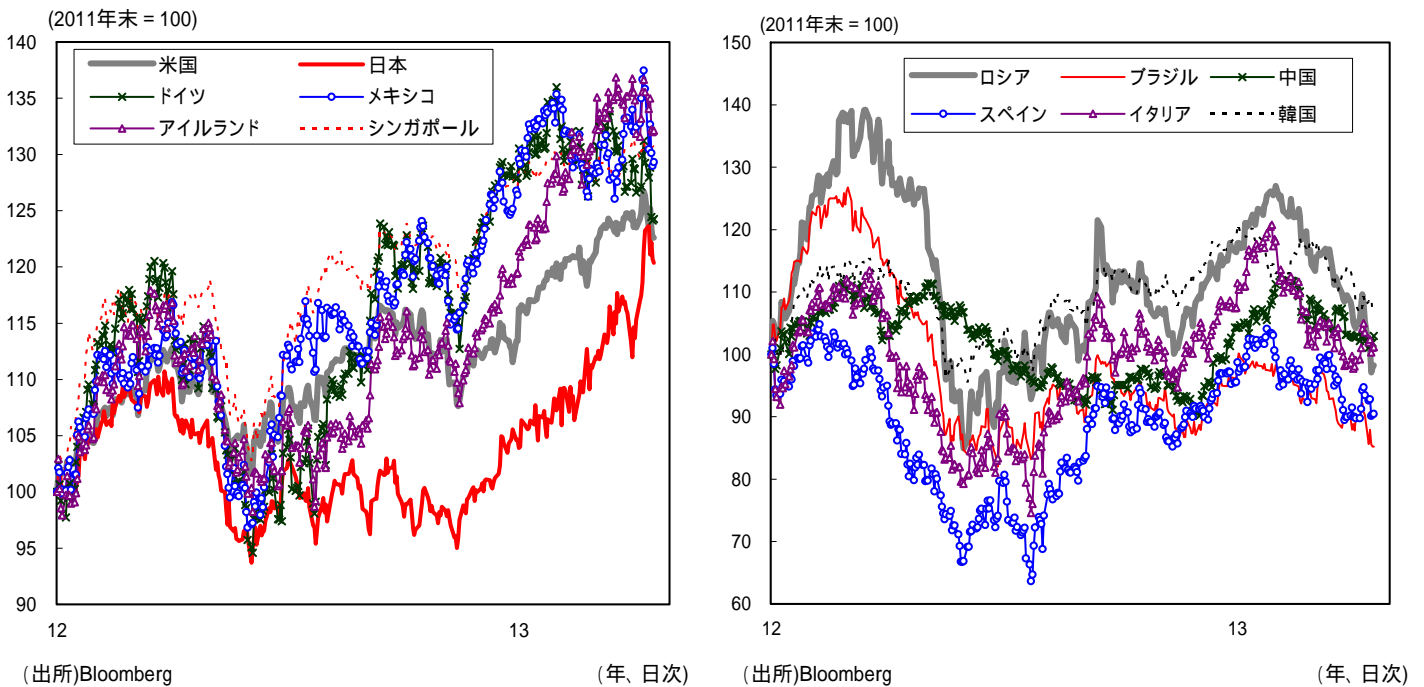
まるで、米中の景気減速がかなり深刻になりそうであるから、コモディティ市況が急落している、というように見えるのである。

他方、ドル建てのコモディティ市況をみるうえで、重要な変動要因のひとつであるドル相場は、足元では緩やかながらドル安気味に推移しており、むしろコモディティ市況を下支えする動きになっている(図表29)。



もともと、米中の景気減速はすでに金融市場やコモディティ市場に織り込まれていると考えれば、今さら、さらに懸念することでもないはずだ。しかし、これまでのところ、米国や日本などでは株式市況は堅調を続けており（図表 30 の左側）、「米中の景気減速」による株価への下押し圧力は限定的な状況であるだけに、今後、「米中の景気減速」が株式市況にも影響してくるのではないか、という懸念が生じているのだと思われる。

(図表 30) 主な国の株価(ドル建て換算)の推移



(2) 金価格の急落

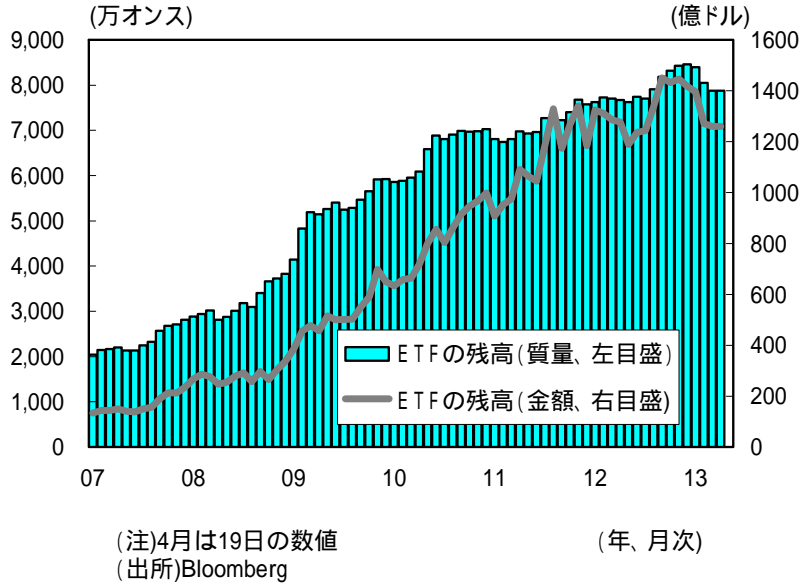
だが、実際には、金、原油、銅のそれぞれについて、固有の状況が背景にあって、わずかな景気見通しの下方修正などに対して下落しやすくなっていたと思われる。また、この度は、金市況の急落によって広がった不安心理が影響したところも大きいと思われる。

まず、金市況をみると、4月15日には、1日で1トロイオンスあたり100ドル以上もの記録的な下落となった。この金の急落の背景には(1)キプロスなど財政難の欧州諸国の中央銀行が金を売却するとの思惑が強まった、(2)昨年終盤から欧米を中心にヘッジファンドなど投資家による金ETF(上場投資信託)の売却が進んだ(図表31)、という需給要因に対する懸念があったと思われる。また、米中の景気が幾分もたつてみえる中でも、(3)米国の金融政策が量的緩和から出口に向かう方向性が変わらず、ドル安による市況押上げが見込みにくい、(4)中国政府の景気刺激策に慎重な政策スタンスは変わらず、中国の金需要が鈍化する懸念がある、ということも金市況が織り込んだこともあったと思われる。金は、コモディティ全体の中で、原油と並ぶ主力商品であると考えられており、他のコモディティにも下落圧力が及ぶと連想されやすくなった。

また、もう一方の主力である原油について、北米やイラクでの生産増などを背景とした需給緩和見通しから市況が軟化しやすい流れになっていたことも、コモディティ全般に弱気な見方が強まる背景にあ

ったと思われる (図表 32)。

(図表 31) 金 ETF(上場投資信託)の残高の推移



(図表 32) 4月に入ってから原油市況・金市況の推移(1時間刻みで図示)

原油市況の推移

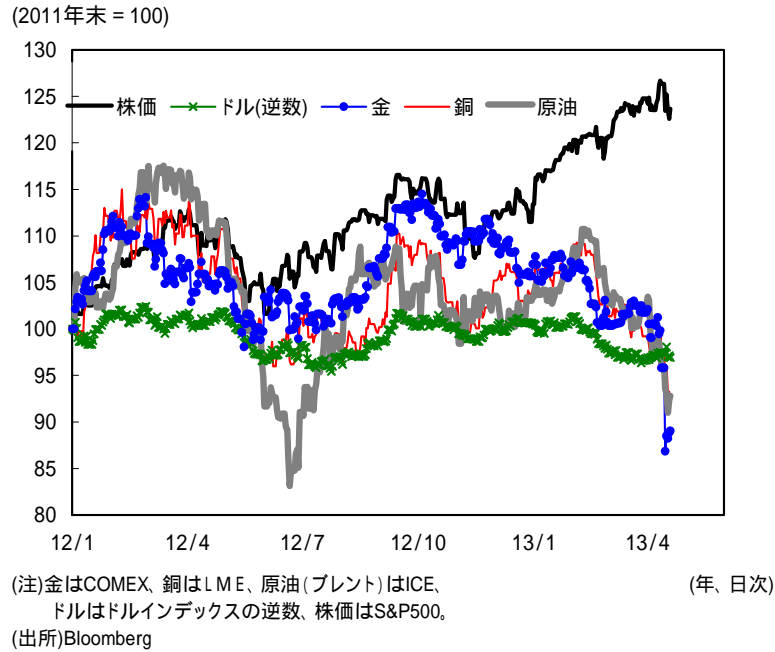


金市況の推移



幅広い産業分野に利用されて景気動向に敏感な銅の市況も大幅に下落している(図表 33)。しかし、銅については、遅れていた鉱山の開発がようやく進展して、これまでの供給不足が解消され、わずかながらも供給超過に転じてきそうだというタイミングであったため、漠然とした景気の先行き懸念によって下落しやすくなっていたと思われる。

(図表 33) 銅市況および金・原油市況、株価、為替の推移



(3) 世界景気の再減速を示唆するものなのか

以上で述べてきたように、金や原油や銅の市況下落は、それぞれに固有の要因によるところが大きく、米国や中国の景気が大幅に減速することを示唆するものではないと思われる。世界の資源需要の見通しが大幅に下方修正されたわけではなく、今後、基調として景気の回復や資源需要の増加が続いていることが確認されるに伴って、銅など工業原材料の市況は持ち直していくと思われる。

- 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。