

## 経済レポート

## コモディティ・レポート(2016年7～9月)

調査部 主任研究員 芥田 知至

・コモディティ市況全般： 8月上旬にかけて下落、10月にかけて持ち直し

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、1月20日に一時2002年4月以来の低水準となった後、6月上旬にかけて上昇傾向で推移した。その後は、上値が重くなり、8月上旬にかけて下落した後、10月にかけて持ち直す動きとなっている。先行き、米金融政策、米大統領選、イタリア国民投票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、基調としては、緩やかに上昇するだろう。

・エネルギー市況：O P E Cの減産合意を受けて、ブレントは一時53ドル超

国際指標とされるブレント原油は、1月20日に27.10ドルの安値をつけた後、上昇傾向で推移している。8月上旬には41.51ドルまで下落したものの、その後は再び上昇基調となり、10月10日には53.73ドルと2015年10月以来の高値をつけた。原油相場は、目先、一進一退が続いた後、O P E Cの減産の詳細やロシアなど非O P E C産油国との協調が明らかになれば、さらに上昇する可能性がある。もっとも、その後は、産油国による生産量抑制策の順守に対して懐疑的な見方が強まると思われ、相場は一時的に反落する可能性がある。

・ベースメタル市況： 一進一退で推移し、足元は4,700ドル前後

銅市況は、1月15日に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ドルまで上昇したが、その後は、4,500～5,000ドルを中心に比較的狭いレンジでの一進一退となっている。当面の銅相場は、引き続き、一進一退での推移が見込まれる。その後は、世界景気は緩やかな拡大傾向が続くと見込まれる中、銅相場は緩やかな上昇傾向で推移するとみられる。

・貴金属市況：金は1,300ドル台の推移が続いた後、10月に入り急落

金市況は、昨年12月上旬に1,045.85ドルと2010年2月以来の安値をつけた後、上昇に転じ、7月6日には1,374.91ドルまで上昇した。その後、1,300ドル台での推移が続いたが、10月に入ると、1,300ドルを割り込んだ。投資家のリスク志向が持ち直し、安全資産である金への需要が減退するとの思惑が生じたためとみられる。F R Bによる年内の利上げが見送られれば、金は再び買い戻されるとみられるものの、上値は重いだろう。

・コモディティ市況全般の概況：8月上旬にかけて下落、10月にかけて持ち直し

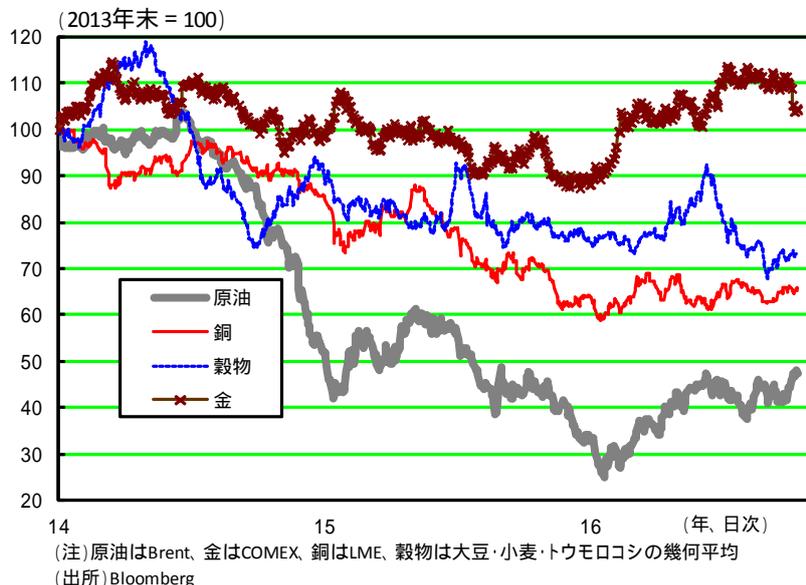
ドル建て国際商品市況全般の動向を示すロイター・コアコモディティ・CRB指数は、1月20日には一時2002年4月以来の低水準となったが（終値ベースでは2月11日がボトム）、その後、6月上旬にかけて上昇傾向で推移した（図表1）。その後は、上値が重くなり、8月上旬にかけて下落した後、10月にかけて持ち直す動きとなっている。

マクロ経済環境をみると、年前半に懸念された世界景気の減速懸念は後退しているが、主要国の景気指標は強弱入り混じり、世界景気は力強さを欠いた状況が続いている。英国では当初予定よりも早くメイ首相の就任が決まり、年内は離脱手続きを行わないと表明したことなどにより、金融市場やコモディティ市場の英国のEU離脱問題への懸念は和らいだ。先行き、米金融政策、米大統領選、イタリア国民投票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、基調としては、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：OPECの減産合意を受けて、ブレントは一時53ドル超

国際指標とされるブレント原油は、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、上昇傾向で推移している。8月上旬には41.51ドルまで下落する局面があったものの、その後は再び上昇基調となり、10月10日には53.73ドルと2015年10月以来の高値をつけた。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6月9日に51.67ドルまで上昇した後、やや下落していたが、10月にかけて上昇傾向にある。

#### 【7月の動向】

7月の原油相場は下落した。1日は、米国の石油掘削リグの稼働数が増加したことが供給過剰懸念につながる場面もあったものの、為替市場においてドル安が進んだことが原油相場を押し上げた。4日は米国の独立記念日で薄商いの中、米国でのガソリンの荷余りなどが懸念され、やや売りが優勢となった。

5日は下落幅が大きくなった。英国では通貨ポンドが31年ぶりの安値に下落し、不動産市場の動揺が懸念される中、英国のEU離脱が世界経済に悪影響を及ぼすとの見方が強まり、原油需要の鈍化観測につながった。

その後、6月の米ISM非製造業指数が改善し、需要増加観測につながったこと(6日)、6月の米雇用統計において雇用増加数が市場予想を上回ったこと(8日)、ナイジェリアの石油施設が武装勢力の攻撃を受けたこと(8日)などが原油相場の押し上げ材料になったものの、EIA統計で原油在庫の減少幅がやや小幅にとどまったこと(7日)、米石油掘削リグの稼働数が増加を続けたこと(8日)などが押し下げ要因となり、原油相場は下落気味に推移した。

12日には、日本の参院選での与党圧勝を受けて景気対策への期待が高まったことや、英国でメイ内相が13日に新首相に就任する運びとなったことで先行き不透明感がやや後退し、投資家のリスク回避姿勢が和らぎ、世界的に株高が進む中で、原油買いにつながった。しかし、13日には、米エネルギー情報局(EIA)が発表した週次石油統計において、原油在庫の減少幅が市場予想を下回り、中間留分やガソリンの在庫が増加したことや、国際エネルギー機関(IEA)が世界的な原油の供給過剰が原油相場の圧迫要因だと指摘したことが相場の押し下げ材料となった。

その後も、英中央銀行による政策金利据え置き発表をきっかけとしてドル相場が急落したこと(14日)、中国の4~6月期のGDPが前年比6.7%成長と底堅さを示したこと(15日)、米国の6月の小売売上高が市場予想を上回ったこと(15日)、EIA統計において米国の原油在庫の減少が続いたこと(20日)などが相場の押し上げ材料となったものの、米エネルギー情報会社ジェンスケープが原油の集積地であるクッシングの在庫が15日に終わる週に増加したと発表したこと(18日)、EIA統計においてガソリン在庫が増加したこと(20日)などが相場の押し下げ材料になり、一進一退の推移となった。

しかし、22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リグの稼働数が増加を続けたこと、25日にはジェンスケープ社がクッシングの原油在庫が22日に終わる週も増加したと発表したこと、27日には、EIA統計において、原油在庫が市場予想に反して増加し、ガソリン在庫

も予想を上回る増加となったことなどを材料に、原油相場は下落した。

### 【8月の動向】

8月の原油相場は大幅上昇後、やや下落した。1日には、米製油大手マラトン・ペトロリアムのイリノイ州の生産施設が停止したことや、ロイターが集計した石油輸出国機構（OPEC）の原油生産量が過去最高を更新していたこと（29日）、米国の石油掘削リグの稼働数が増加を続けていたこと（29日）もあって、原油の供給過剰懸念が強まり、下落幅が大きくなった。2日も、原油相場は続落した。ブレント原油は2日に41.51ドル、WTI原油は3日に39.13ドルの安値をつけた。

3日は、EIAの週次統計でガソリン在庫が大幅減少となったことを受けて反発し、4日も、ショートカバーの動きが続いたことなどから続伸した。8日には、OPEC議長国であるカタールのサド・エネルギー相が9月26～28日にアルジェリアで予定されている産油国と消費国が集まる国際エネルギー・フォーラム（IEF）に合わせて、OPEC加盟国の非公式会合を開催すると発表したことを受けて、OPECが原油生産の抑制のために協調するとの観測が強まり、原油相場は上昇した。

その後、EIAの週次統計において、原油在庫が予想に反して増加したこと（10日）などから相場はいったんやや下落したものの、11日には、サウジアラビアのファリハ・エネルギー相が、9月26～28日に開催されるOPECの加盟国と非加盟国の非公式会合において、原油市場安定化に向けた対応策などについて協議すると明らかにし、必要とあらば加盟国・非加盟国と協力すると述べたことを受けて、原油相場は大幅に上昇した。その後も、ロシアのノバク・エネルギー相が、原油市場安定化に向けてロシアがサウジなど産油国と協議していると述べたこと（15日）、OPEC関係者が、サウジが原油相場の上昇を望んでいると発言したと報じられたこと（16日）、EIAの週次統計において原油在庫が減少したこと（17日）などが材料となり、原油相場は続伸した。

しかし、22日以降の原油相場は、下落傾向となった。米石油掘削リグの稼働数の増加が続いたこと（19日）、イラクが北部油田からの原油輸出を増加させると発表したこと（19日）、ナイジェリアで石油施設への攻撃を繰り返していた武装勢力が停戦の用意があると表明したこと（22日）、7月の中国の石油製品輸出が大幅増加を記録したこと（22日）などが材料視され、22日の原油相場はやや大幅に下落した。23日には、イランが9月下旬の産油国会合で増産抑制策など原油相場下支えのための協調行動を支持する姿勢だと報じられたことで原油相場は上昇したものの、24日にはEIAの週次統計で原油在庫が増加したことを受けて、下落した。

25日には、ペルシャ湾で米駆逐艦が接近してきたイラン艦船に対して警告射撃を行ったと報じられたこと、26日には、米国の石油掘削リグの稼働数の増加に歯止めがかかったことや、イエメンから発射されたミサイルがサウジ南部の電力施設に着弾したと報じられたことが相場の押し上げ材料になった。しかしその後は、再び原油の供給過剰が懸念され、ドル高による原油価格の抑制が意識される中、再びナイジェリアの反政府武装勢力が戦闘行為を停止したと報道されたこと（29日）、EIAの週次石油統計において原油在庫が予想を上回って増加したこと（31日）などを材料に大幅下落した。

### 【9月の動向】

9月の原油相場は一進一退後、やや上昇した。1日は、米国のISM製造業景況指数が低下したことなどから下落したものの、2日以降は、8月の米国雇用統計が予想を下回る雇用増加数にとどまったことを受けてドル安が進んだこと(2日)、ロシアとサウジが原油市場の安定化に向けて協力することで合意したと発表されたこと(5日)、EIAの週次統計で原油在庫が1999年1月以来の大幅減少を記録したこと(8日)などから上昇した。

しかし、9日には、EIA統計の原油在庫の大幅減少は、ハリケーンの影響でメキシコ湾岸における原油の荷降ろし作業が停滞したという一時的な要因によるものとみなされ、原油相場は反落した。12日は小反発したものの、13日にはIEAの月報において、供給過剰が従来予想よりも長期化するとされたことが嫌気され、14日にはEIAの週次統計において中間留分など石油製品の在庫が増加したことが下落材料になった。15日には、9日に発生した米メキシコ湾岸から東部に伸びるパイプラインでのガソリン漏れの事故からの復旧が遅れるとの報道を受けて、ガソリン価格が上昇したため、原油も連れ高したものの、16日には、イラン産原油の輸出が増加していると報道されたことや、リビアやナイジェリアの産油量が持ち直すと観測が強まったことを受けて、再び下落した。20日には、一時的にブレント原油が45.09ドル、WTI原油が42.55ドルの安値をつけた。

その後、EIAの週次統計で原油在庫が市場予想に反して大幅減少となったこと(21日)、米連邦公開市場委員会(FOMC)において政策金利の据え置きが決定され、ドル相場がやや下落したこと(21日)などが相場の押し上げ材料になった。しかし、23日には、サウジが、イランが年内の産油量を現状のまま据え置くことを条件に、自国の産油量を年初の水準にまで削減する提案を行ったとの報道を受けて、一時、相場は上昇していたが、その後、イランの当局者がこの提案を拒否する方針を示したと報道され、原油相場は約4%下落した。26日は、前日にアルジェリアのポータルファ・エネルギー相が、同国での産油国会合について「成果なく終わるつもりはない」と述べたことなどから約3%上昇したが、27日には、サウジのファリハ・エネルギー産業鉱物資源相が28日の産油国会合について合意を予想していないと発言したことから約3%の下落となった。

28日には、アルジェリアでOPECの臨時総会が開催され、2008年以来となる減産で合意した。原油生産量を、日量3250~3300万バレルとする決定がなされた。8月の生産量実績は3324万バレルであり、合意は日量24万~74万バレルの減産になる。この会合は、OPECの非公式会合として開催されたが、合意の見込みが立ったことで、臨時会合に格上げされた。この日のブレント原油は前日比2.72ドル(5.9%)高、WTI原油は同2.38ドル(5.3%)高となった。

### 【10月の動向】

10月に入っても、原油相場は上昇傾向で推移している。3日には、イランのロウハニ大統領がOPEC加盟国と非OPECの産油国との協調の必要性などを述べたことが相場の押し上げ材料になった。4日は小反落したものの、5日には米エネルギー情報局(EIA)が発表した週次石油統計において原油在庫の減少が続いたことから、原油相場は上昇した。

6日には、アルジェリアのポータルファ・エネルギー相が8~13日にトルコのイスタンブールでOPEC加盟国と非OPEC産油国が非公式協議を開くと述べたことや、大型ハリケーン「マシュー」が米南東部に接近し、石油流通の混乱などが懸念されたことが相場上昇の材料になった。

7日には、米国の石油掘削リグの稼働数が増加したこともあり、利益確定の売りが出やすくなったものの、10日には、サウジのファリハ・エネルギー相が国別の産油量制限などを協議する11月30日のOPEC総会での合意を楽観していると述べたことや、ロシアのプーチン大統領による「ロシアは生産抑制の協調行動に加わる用意があり、他国にも同調を呼びかける」との発言を受けて、原油相場は上昇した。その後、IEAの月報で、9月28日のOPECの減産合意を考慮しても原油市場の供給過剰は来年前半まで続くとされたこと(11日)、ロシアの石油最大手のロスネフチのセチン会長が同社が減産や増産凍結を行うことはないことを述べたこと(11日)、OPECの月報で、9月のOPECの産油量が3339万バレルと前月に比べ22万バレル増加したこと(12日)などが、相場の下押し材料となり、上値が重くなっている。

ブレント-WTIの спреッド(価格差)は、2015年までに比べると、縮小している。5月末頃にゼロ前後に縮小した後、やや拡大し、足元では2ドル前後で推移している(図表5)。先物市場(WTI)における投機筋の買い超幅をみると、5月中旬をピークに頭打ちとなった後、8月上旬にかけて縮小していたが、その後は拡大傾向で推移している(図表9)。一方、商業筋を含めた先物の全建て玉残高は、5月下旬にかけて減少したが、その後は増加傾向で推移している(図表10)。

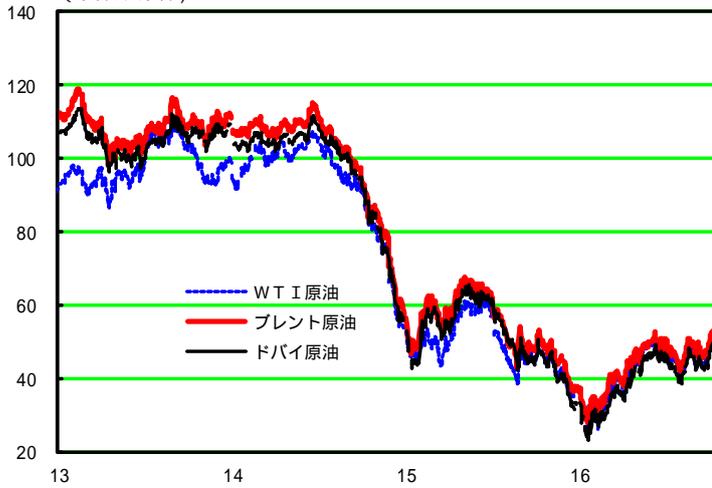
原油相場は、産油国による原油の生産調整に向けた動きを好感して、上昇傾向を続けている。しかし、依然として、産油国による生産調整は多難であるとし、仮に各国の産油量の割り当てが決定されても、それが順守されるかを疑問視する見方も多い。また、原油相場が上昇すれば、米国のシェールオイルの増産が進み、OPECなどが減産しても、原油需給は引き締まらない可能性もある。原油相場の上値は重くなるだろう。

目先は、11月30日に予定されるOPEC定例総会において、国別の生産割り当てなど減産の詳細が決定されるかが焦点になる。それまで、産油国動向が、原油相場を動かす材料になる局面が続くと思われる。総会後は、産油国が減産を順守しているかが注視されることになるだろう。

ブレントやWTIの相場は、目先、一進一退が続いた後、OPECの減産の詳細やロシアなど非OPEC産油国との協調が明らかになれば、さらに上昇する可能性がある。もっとも、その後は、産油国の生産量抑制策が順守されることに対して懐疑的な見方が強まると思われ、相場は一時的に反落する可能性がある。2017年は、不透明要因が多いながらも世界景気の拡大に合わせて原油需要は増加し、原油価格は緩やかに上昇するだろう。

(図表3) 原油市況の推移

(ドル/バレル)



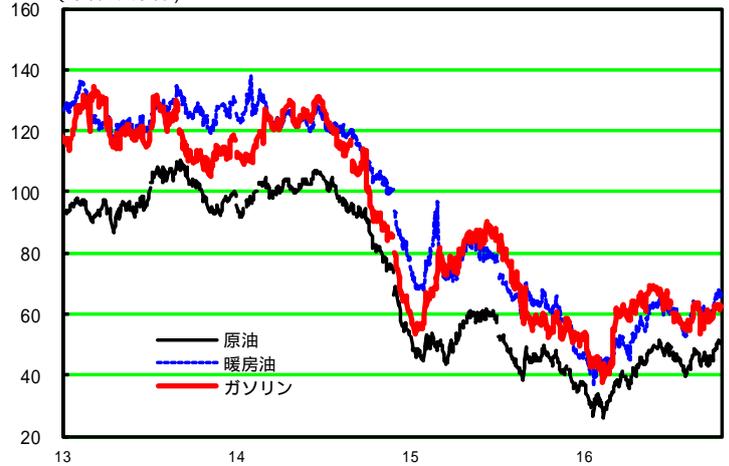
(注)直近は10月14日

(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)



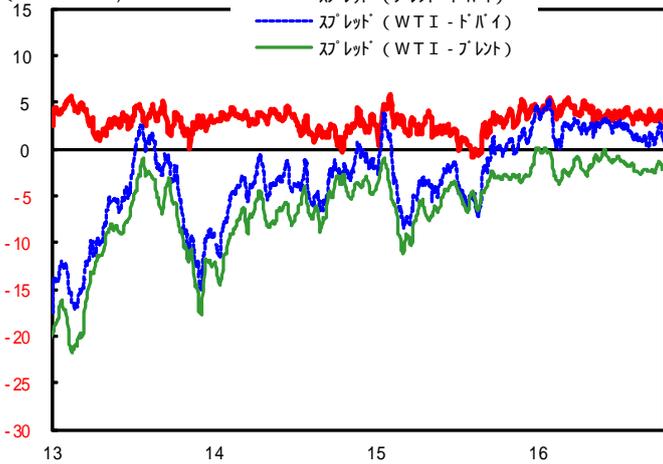
(注)直近は10月14日。すべてNYMEXの期近物

(年、日次)

(出所)Bloomberg

(図表5) 油種間スプレッドの推移

(ドル/バレル)



(注)5日移動平均値。直近は10月14日

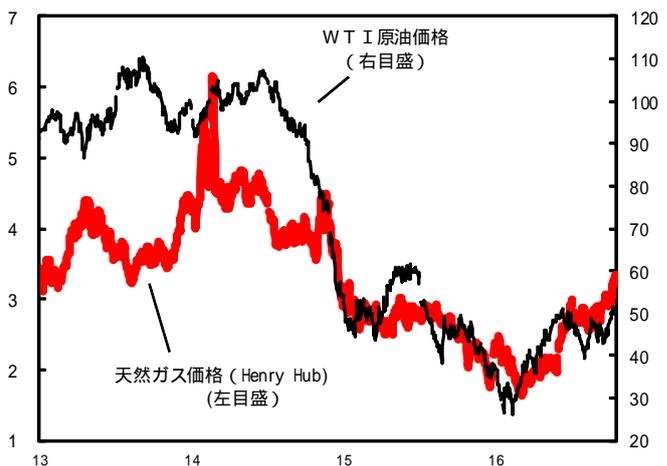
(年、日次)

(出所)Bloomberg、日本経済新聞

(図表6) 米国天然ガス市況の推移

(ドル/百万Btu)

(ドル/バレル)



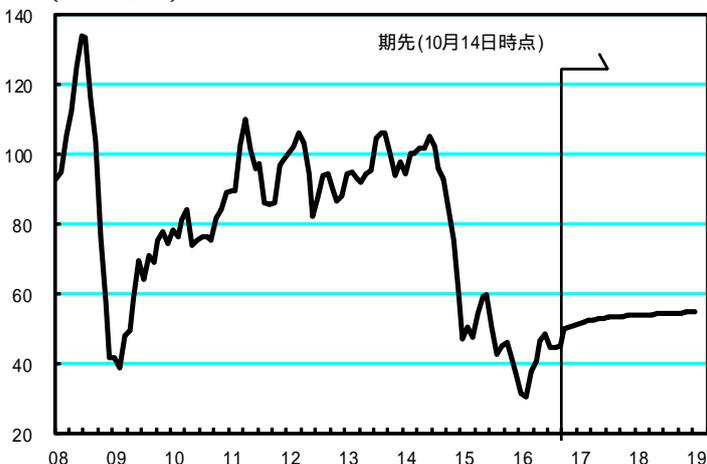
(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略

(年、日次)

(注2) 直近は10月14日

(図表7) 原油先物価格と先物カーブ

(ドル/バレル)



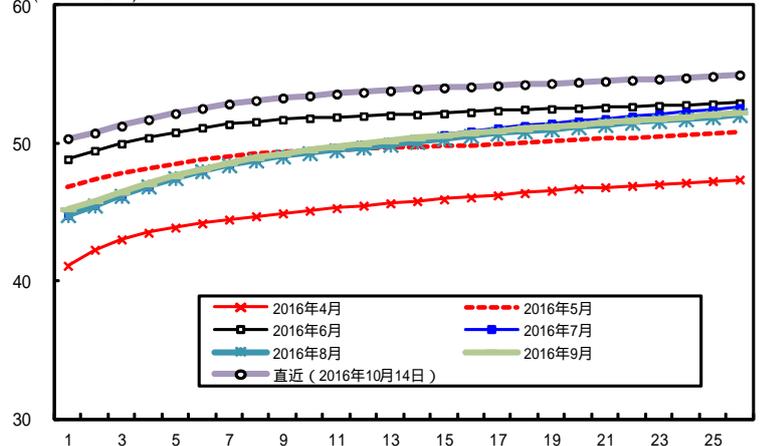
(注) 限月は28ヵ月先まで、2016年10月14日時点

(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(年、月次)

(図表8) WTI原油の先物カーブの変化

(ドル/バレル)

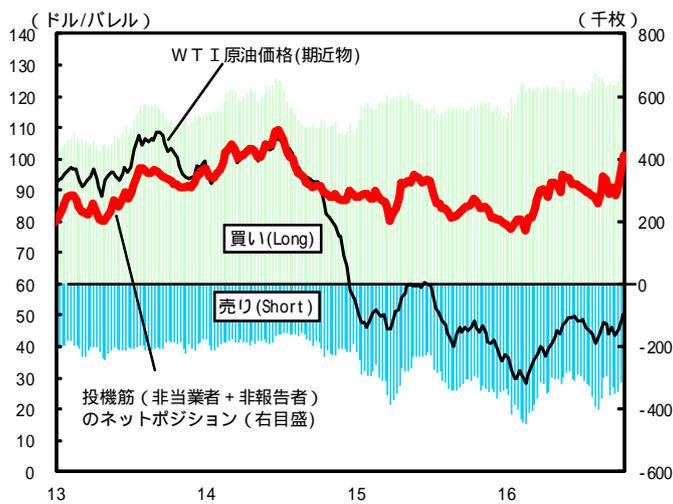


(注) 各時点における各限月(28ヵ月先まで)のWTI原油先物価格

(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

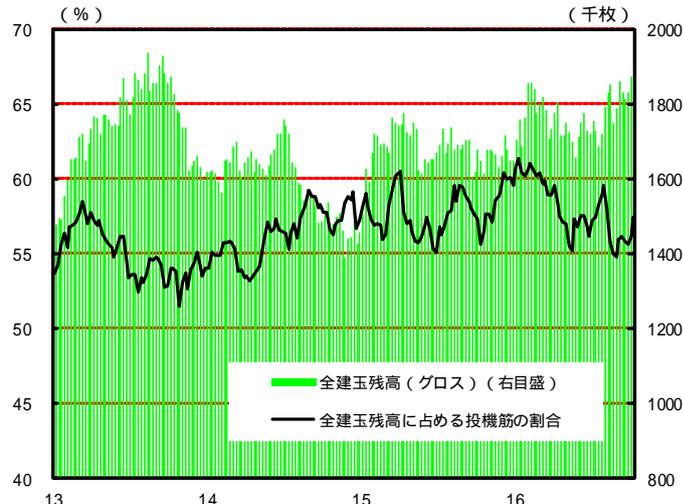
(限月)

(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10月11日時点、WTI原油は10月12~14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10月11日時点  
 (出所) 米国先物取引委員会 (CFTC)

(図表 11) OPEC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>		産油能力	稼働率	生産余力 <9月>
		(前月差)		(前月差)			
アルジェリア	111.0	(0.0)	111.0	(3.0)	115.0	96.5%	4.0
アンゴラ	173.0	(-4.0)	177.0	(1.0)	187.0	92.5%	14.0
エクアドル	56.0	(1.0)	55.0	(0.0)	55.5	100.9%	-0.5
ガボン	21.0	(0.0)	21.0	(-1.0)	22.0	95.5%	1.0
インドネシア	74.0	(0.0)	74.0	(0.0)	74.0	100.0%	0.0
イラン	363.0	(1.0)	362.0	(6.0)	400.0	90.8%	37.0
イラク	454.0	(6.0)	448.0	(7.0)	470.0	96.6%	16.0
クウェート	294.0	(1.0)	293.0	(7.0)	300.0	98.0%	6.0
リビア	34.0	(8.0)	26.0	(-4.0)	155.0	21.9%	121.0
ナイジェリア	150.0	(11.0)	139.0	(-18.0)	220.0	68.2%	70.0
カタール	65.0	(-1.0)	66.0	(0.0)	78.0	83.3%	13.0
サウジアラビア	1,058.0	(-6.0)	1,064.0	(-2.0)	1,150.0	92.0%	92.0
UAE	302.0	(-1.0)	303.0	(3.0)	315.0	95.9%	13.0
ベネズエラ	220.0	(1.0)	219.0	(-1.0)	250.0	88.0%	30.0
<b>OPEC 14カ国</b>	<b>3,375.0</b>	<b>(17.0)</b>	<b>3,358.0</b>	<b>(1.0)</b>	<b>3,791.5</b>	<b>89.0%</b>	<b>416.5</b>

(注1) 2016年9月のOPEC総会において、産油量を3,250~3,300万バレルとする決定がなされたが、国別の生産割り当てなど詳細は、2016年11月の総会で決定されることとされた。

(注2) インドネシアは2016年1月よりOPECに再加盟。ガボンは2016年7月よりOPECに再加盟。

(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

(注6) OPEC 12カ国はイラクを除く

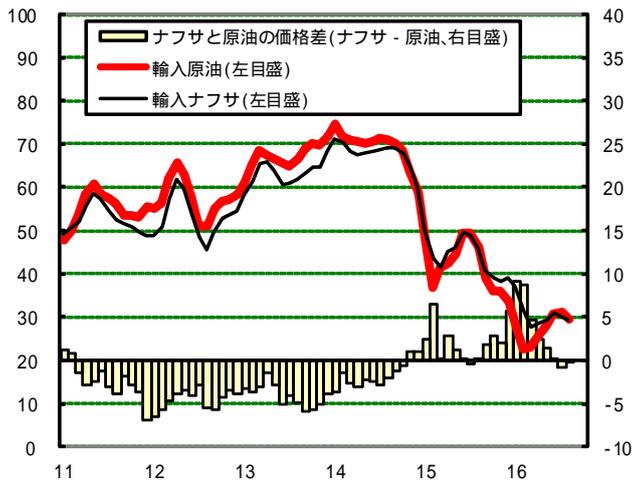
(出所) Bloomberg

## 2. ナフサ市況：原油とともに一進一退

日本の輸入ナフサ価格（通関）は、今年3月に1リットルあたり27.7円まで下落した後、6月は31.0円まで上昇したが、その後は頭打ちとなり、8月は29.4円であった。一方、輸入原油価格は、2月に22.5円に下落した後、7月に31.0円まで上昇したが、8月は29.5円であった（図表12）。ナフサと原油の価格差は、1月にかけて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・原油高が進み、7～8月は小幅ながらナフサが原油に対し、割安になった。

アジアのナフサ市況の推移をみると、原油に連動して下落し、2月10日にボトムをつけた後、上昇傾向に転じていたが、夏場にかけて上値が重くなり、足元は一進一退で推移している。原油との相対価格をみると、1月上旬にかけてナフサが相対的に上昇したものの、その後は、石油化学プラントの定期修理が増加したことや割安な液化石油ガス(LPG)との競合が強まったことを背景に需要が押し下げられ、夏場にかけて相対的にナフサ安が進んだ。

（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）



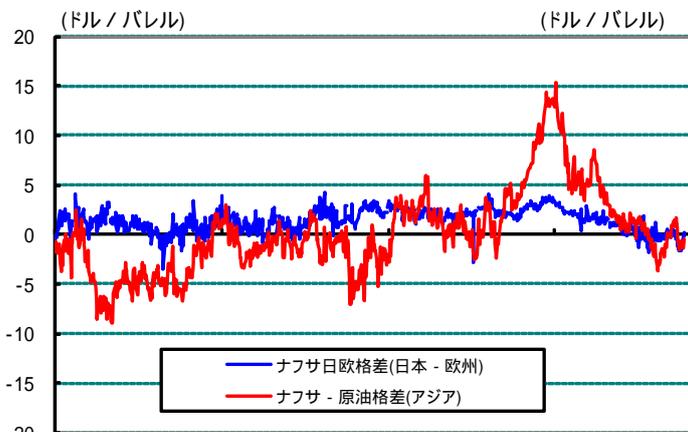
（出所）財務省「貿易統計」（年、月次）

（図表13）アジアの原油・ナフサの市況  
（ドル/バレル）



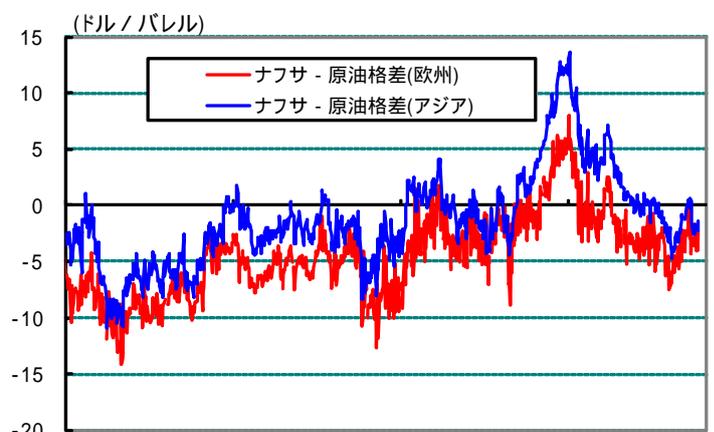
（出所）Bloomberg（年、日次）

（図表14）ナフサの日欧格差とナフサ・原油価格差



（出所）Bloomberg（年、日次）

（図表15）日欧でのナフサ・原油の価格差



（注）欧州はブレント原油との格差、アジアはドバイ原油との格差  
（出所）Bloomberg, Thomson Reuters

## ．ベースメタル

### 1．銅を中心とした概況：一進一退で推移し、足元は4,700ドル前後

非鉄ベースメタル相場の中心となる銅相場は、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ドルまで上昇した。その後は、4,500～5,000ドルを中心に比較的狭いレンジでの一進一退となっている。

#### 【7月の動向】

7月は、上旬に下落した後、上昇に転じたが、月末にかけて頭打ちとなった。1日に中国の国家統計局や財新/マークイットが発表した製造業購買担当者景況指数(PMI)が悪化したことを受けて、中国当局の財政・金融政策による景気刺激への期待が高まったことから銅相場は上昇したものの、その後は、投資家の利益確定の売りや銅生産者のヘッジ売りに押され、LME指定倉庫の在庫の増加が嫌気され、原油安に連動する面もあった。しかし、12日には、英国の新首相が早々に決定したことや、中国政府による景気刺激策への期待が高まったことを受けて、銅相場の上昇幅は大きくなった。その後も、6月の中国の銅輸入が堅調であったこと(13日)、4～6月期の中国のGDPが市場予想をわずかながら上回ったこと(15日)、6月の米国の住宅着工件数が好調であったこと(19日)などから、銅相場は堅調に推移した。もっとも、その後は、原油相場の下落に連れ安したこと(22日、25日)や、メキシコの鉱山会社グルポ・メヒコの銅生産が増加したこと(25日)、ペルーの銅生産が増加したこと(27日)などが下押し材料となった。

#### 【8月の動向】

8月は、下落傾向で推移した。1日には、中国の国家統計局が発表した7月のPMIが判断基準である50を下回ったことや、米国のISM製造業景況指数が大幅に低下したことを受けて、米中の製造業活動の鈍化観測が強まり、銅相場は下落した。その後も、7月の米国雇用統計が予想を上回る雇用増加数となり、米利上げ観測が強まってドル高が進んだこと(5日)などから、銅相場の下落が続いた。8日には、株高などを背景に、銅相場は上昇したが、7月の中国の貿易統計において、銅輸入の低調さが示されたことなどから、銅の上値は限られた。ドル相場の下落などに伴って銅相場が上昇する局面もあったが、長続きせず、12日には、中国の固定資産投資の減速が続いたことなどを材料に下落幅が大きくなった。

その後、一進一退の推移が続いたが、8月下旬には、大幅に下落した。23日にフィッシャーFRB副議長がタカ派的な発言を行ったこと、26日のイエレンFRB議長の講演を控えて先行き不透明感が強まったこと、LME指定倉庫の在庫が急増したことなどが下落材料であった。

#### 【9月の動向】

9月は、前半は小動きで推移した後、やや上昇した。1日には、中国国家統計局が発表した8月のPMIが予想を上回ったことを受けて、亜鉛、鉛、錫が年初来高値をつけるなど他金属が上昇する中、銅も上昇したが、8月下旬以降の在庫増などが意識され、上昇幅は小幅にとどまった。その後も、小動きが続

いたが、14日には上昇幅が大きくなった。13日に発表された中国の鉱工業生産や小売売上高が市場予想を上回り、中国景気の減速懸念が後退し、金属需要の先行きがやや楽観視されたことが背景となった。また、21日の米連邦公開市場委員会（FOMC）において利上げの見送りが決定されたこともドル安を促し、ドル建てで取引される銅の相場の押し上げ要因となった。月末にかけては、供給過剰が続くとの見方が下押し材料になる一方で、他の金属に比べて出遅れ感があるとの見方が支援材料になり、一進一退の推移となった。

#### 【10月の動向】

10月に入ると、銅相場は下落傾向で推移している。月初は、前月末に4,900ドルを超えられなかったことなどからファンドによる売り圧力が強まった。その後も、9月のISM非製造業景況指数が大幅上昇したこと(5日)などから、米国の年内利上げ観測が強まる中、ドル相場が上昇したこともあって、銅相場は下落傾向で推移した。その後、9月の米国雇用統計で雇用増加数が予想を下回ったこと(7日)や、米大統領選のテレビ討論会でクリントン氏がトランプ氏よりも優勢とされたこと(9日)を受けて投資家のリスク志向が高まったことなどが銅相場の押し上げ要因になった。しかし、その後は、ドル高が進んだことや、9月の中国貿易統計において銅輸入が前年比26%減となったこと(13日)が相場の押し下げ材料になった。

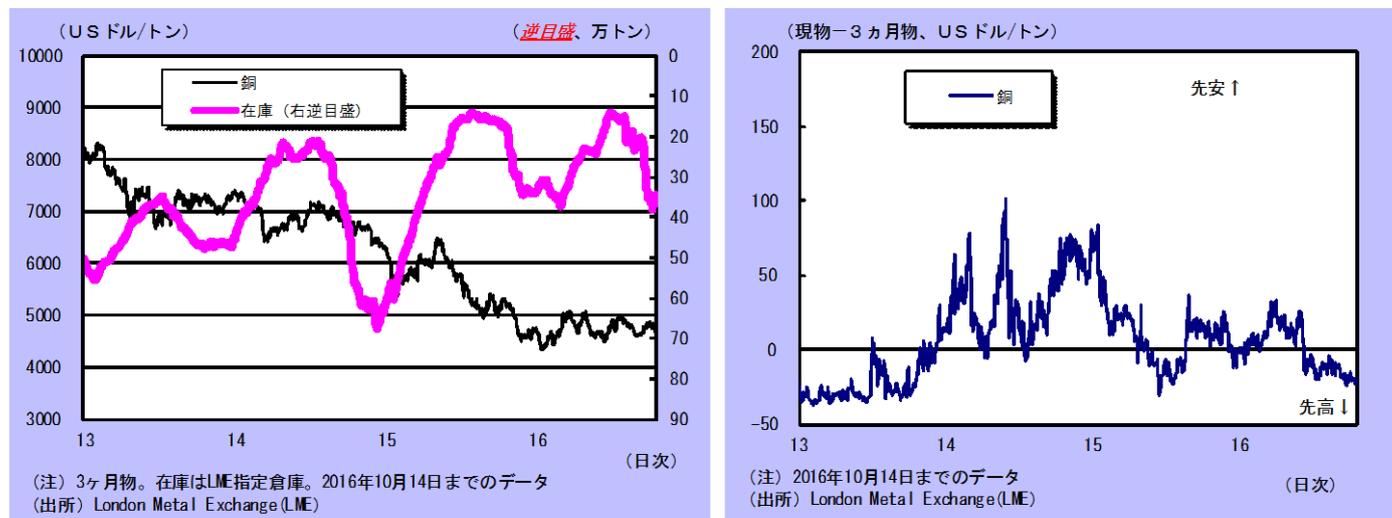
先行き、銅の需給が緩和するとの見方が出ている。最大消費国の中国では、年初に懸念されたほど銅需要が低調ではないものの、電力関連や建築関連の銅需要が鈍化方向にあるとされる。一方で、銅鉱石の供給は、ペルー、インドネシア、ザンビアなどで徐々に増加する方向にある。こうした中、米金融大手のゴールドマン・サックスなど一部では、銅価格が一段と下落するとの見方も出るようになっている。

もっとも、世界景気は緩やかながらも拡大傾向を維持しており、他金属の相場が上昇傾向で推移する中、銅には出遅れ感も出るようになっている。当面の銅相場は、引き続き、一進一退での推移が見込まれる。その後は、世界景気は緩やかな拡大傾向が続けると見込まれる中、銅相場は緩やかな上昇傾向で推移するとみられる。

(図表 16) 銅

銅相場と 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



## 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：一進一退後、足元は 1,700 ドル近くまで戻す

アルミニウム相場は、上下に変動しながらも、上昇傾向を維持している。昨年 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、8 月 19 日には一時 1,709 ドルをつけた。その後、下落傾向となり、9 月中旬に 1,500 ドル台半ばまで下げた後、10 月に入って 1,700 ドル近くまで持ち直す動きとなっている。

7 月は、前半に上昇した後、後半は下落した。前半は、L M E 指定倉庫の在庫が減少傾向を辿る中、相場は上昇しやすくなった。中国では、精錬業者がアルミニウムを地金にする前の溶融した状態で、加工業者に販売する取引が増えたため、地金の取引が減る傾向にあり、それに伴って地金の在庫が減少しやすくなっているとの指摘があった。また、中国では、アルミニウムの地金の在庫は減っているものの、製品や半製品の在庫が増えているのではないかという観測も出ているようだ。15 日には、中国の 4~6 月期の GDP が予想を上回ったことなどをを受けて一時 1,700 ドルを上回ったが、その後、需給のファンダメンタルズが冴えないといひして、売り戻される流れとなった。下旬にかけて、L M E 在庫の減少傾向が続く中でも、アルミニウム相場は下落が続いた。

8 月は、上旬~中旬に上昇した後、下旬は下落した。相場の上げ材料としては、L M E 在庫が減少を続けていることに加えて、中国では、先物に比べて現物の価格が高い傾向が続くなど、地金の現物需給の引き締まりを示す兆候が現れていることが指摘された。また、18 日には、世界金属統計局 (W B M S) が発表した統計で 1~6 月期のアルミニウム需給が 47.9 万トンの需要超過になったことなどをを受けて、相場は 1,709 ドルまで上昇した。しかし、下旬以降は、世界的なアルミニウムの供給圧力は変わっていないとの見方などにより、再び下落した。米州や欧州では減産が続いているものの、中国、中東、インドにおける増産圧力が上回っているとの見方である。また、中国では、見掛け上、地金の需給が引き締まって見えるが、半製品の生産・在庫が増えており、実態は需給緩和状態が続いているといった見方も

なされた。

9月は、前半は下落傾向が続いたものの、後半は反発した。前半は、前月下旬からの下落基調が続き、13日には、6月以来の安値となる1,559ドルまで下落した。後半は、安値圏でもみ合っていたが、21日の米公開市場委員会（FOMC）での利上げ見送りの決定を受けて22日には3%の大幅上昇となり、その後も上昇基調が続いた。10月中旬には、1,700ドル近くにまで上昇してきている。

アルミニウム相場は、年初の1,500ドル割れから上昇傾向で推移し、7月と8月には一時1,700ドル超まで上昇したが、その後、上値が重くなっている。2008年の金融危機後に急増し、長年、高止まっていたLME在庫は、2014年以降、減少傾向を辿っているものの、アルミニウムの製品や半製品も含めると、需給の改善は緩やかにとどまっているとの見方が多いようだ。欧州や米州ではアルミニウムの生産能力は削減されているが、中国、中東、インドでは生産能力が増えており、世界全体では需給はさほど引き締まっていない。今後も、アルミニウムの需要は、輸送機械向けを中心に世界経済の成長率よりも速いペースで増加を続けると見込まれるが、供給も増加するため、相場の上昇は緩やかなものにとどまるだろう。

#### (2) ニッケル市況：一進一退後、足元は10,500ドル前後に持ち直し

ニッケル相場は、2月11日に1トンあたり7,550ドルまで下落した後、5月3日には9,700ドルまで上昇した。その後、5月23日には8,329ドルまで下落した後、上昇に転じ、8月10日には11,030ドルを付けた。その後、再び下落に転じ、9月中旬には9,600ドル近くに下げたが、足元では10,500ドル前後に持ち直して推移している。

7月は大幅に上昇した。米国の利上げ観測が後退したことが金利のつかないコモディティ全般の買い材料となったことに加えて、ニッケルはフィリピンからの鉱石供給に対する不安が広がったことが相場の押し上げ材料となった。

フィリピンは、インドネシアが2014年1月にニッケル鉱石の禁輸を発表した後、代替供給元となっていた。2015年の同国のニッケル鉱石の生産量は46.5万トンと世界1位で、世界生産量の22%を占めている。そのフィリピンで、6月4日にドゥテルテ次期大統領（当時）が、外資系鉱山会社を「国土を破壊し、資源を搾取している」と批判した。また、同国の環境天然資源相には環境活動家のロペス氏が新たに就任し、7月1日に「フィリピン国内で操業するすべての鉱山について再調査する」と発言し、8日には全ての鉱山を対象に監査命令を発令した。20日には、ニッケル採掘大手のニッケル・アジアのマニカニ島にある子会社に対して鉱石輸出許可を無効にするとのロペス環境相の方針が報道された。

その後、8月11日までには10鉱山の操業停止が順次発表され、そのうち8つがニッケル鉱山であった。ニッケル相場は、フィリピンからの鉱石の供給懸念を背景に8月10日には11,030ドルまで上昇した。

もっとも、その後は、フィリピンでの鉱山の取り締まりが小規模な8つのニッケル鉱山の閉鎖にとどまるのであれば、ニッケル需給に及ぼす影響は限定的にとどまるとの見方が優勢となり、8月中旬～下旬のニッケル相場は下落傾向で推移した。また、フィリピンからのニッケル鉱石の供給が減少しても、減少分は、インドネシアからのフェロ・ニッケル（鉄とニッケルの合金でステンレス鋼の原材料となる）

の供給の増加によって代替されるとの見方も出た。

しかし、9月5日には、フィリピン政府が7週間にわたる鉱山の環境実態調査を終え、新たに規則に違反した鉱山の閉鎖を発表すると報道され、ニッケル鉱石の供給懸念が再び強まる流れとなった。27日には、環境基準に違反しているとして、新たに20の鉱山に対する操業停止の勧告が発表された。これらの鉱山が停止された場合、先に停止されている鉱山と合わせて、2015年のフィリピンのニッケル鉱石の生産量の55.5%に相当する影響があるとされる（ただし、30日には新たに勧告された20鉱山のすべてが停止されるわけではなく、改善の時間を与える可能性があると考えられた）。また、10月14日には、フィリピンのロベス環境相が、新規の鉱山開発の停止や国内鉱山に過去に交付した環境許可証をすべて見直す方針を表明した。

2016年のニッケル地金の需給バランスは、小幅の供給不足（＝需要超過）になると見込まれている。主用途であるステンレス向けの需要が緩やかに増加し、航空宇宙産業向けやバッテリー産業向けの需要も伸びると見込まれている。一方で、価格低迷を受けた減産などから、ニッケル生産は減少する見通しとなっている。

インドネシアが鉱石の禁輸を実施して以来、ニッケル地金の需給は引き締まるとの見方が増えていたが、実際にはフィリピンからの鉱石の供給増などにより、需給はさほど引き締まらずにきた。しかし、そのフィリピンからの鉱石輸出も滞る懸念が出てきたため、ニッケル相場は上昇幅がやや大きくなっている。もっとも、ニッケルは地金の在庫が高水準であり、当面、需給の引き締め感はそれほど強まらないと思われる。すでに、フィリピンからの鉱石の輸出減少が、インドネシアからの鉄とニッケルの合金であるフェロ・ニッケルの輸出増加によって代替される動きが出ているとの見方もある。

大規模鉱山の閉山により鉱石の供給が減り、地金在庫も減少傾向にある亜鉛と異なって、ニッケルの場合は、需給面からの相場の押し上げ圧力がそれほど強いわけではない。しかし、低金利環境の中で、投資先を選別する投資家の目には、ニッケルは有望な投資対象と映りやすいのが現状とみられる。ニッケル相場は、他金属よりも速いペースでの上昇が続く可能性がある。

### (3) 亜鉛市況：上昇後やや下落し、足元は2,200ドル台

亜鉛相場は、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、上昇傾向で推移している。9月前半には2,200ドル近くまで下落したものの、10月4日には2,418ドルまで上昇した。その後は、再び下落し、足元は2,200ドル台で推移している。

オーストラリアやアイルランドの大鉱山が閉山したことや、スイス系資源大手のグレンコアが昨年10月に50万トンの大幅減産を発表したことを受けて、需給引き締め観測が強まった状態が続いており、他の金属に比べて相場は上昇しやすくなった。

7月26～27日や9月20～21日の米連邦公開市場委員会（FOMC）を控えて利上げ懸念が強まった際には、下落する局面がみられたものの、需給引き締め観測が根強く、上昇基調で推移した。

しかし、10月10日にペルーのアンタミナ鉱山が2017年の亜鉛の生産量を34～36万トンに倍増させる計画だと報じられ、11日の亜鉛相場は3.4%下落した。ロイターのアンケート調査（7月26日実施）で

は、2017年の亜鉛需給は26.9万トンの供給不足が見込まれており、これが10万トン前後の供給不足へと小幅化するインパクトがある。もっとも、上述の閉山した大鉱山に取って代わるような大型の鉱山開発は見込めないとされ、供給不足の状態がしばらく続くとの見方は根強いと思われる。

亜鉛相場は、世界景気が緩やかな拡大傾向を続けるとみられる中、上昇傾向で推移すると思われる。

#### (4)錫市況：上昇傾向で推移し、一時20,000ドル超え

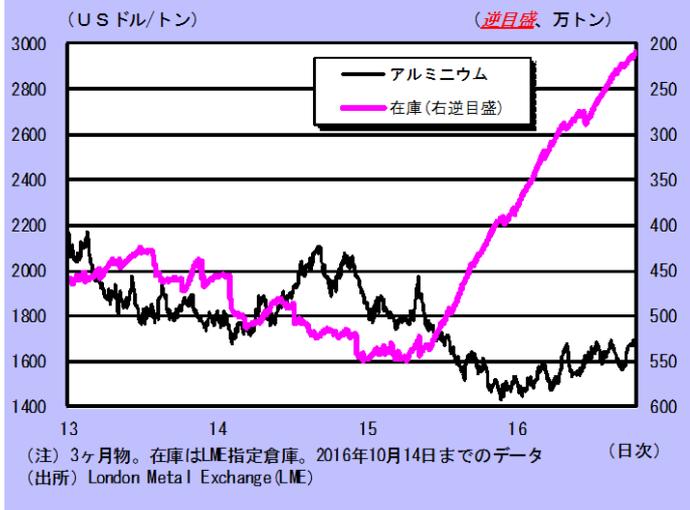
電子部品のはんだ付けなどに使われる錫の相場は、今年1月中旬に13,085ドルと2009年7月以来の安値を記録した後、上昇傾向で推移し、9月30日と10月3日には一時20,150ドルと2014年12月以来の高値をつけた。その後、小幅下落し、足元は19,000台半ばで推移している。

#### (5)鉛市況：上昇傾向で推移し、一時2,100ドル超え

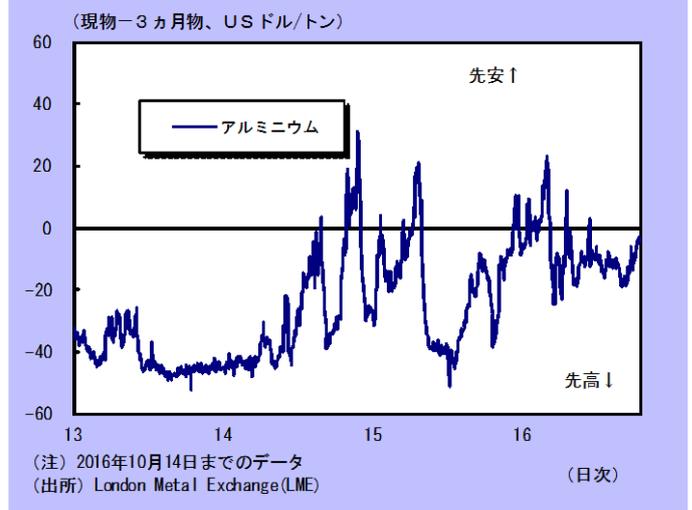
鉛市況は、昨年11月中旬には一時1トンあたり1,566ドルと2010年6月以来の低水準となった後、やや持ち直して一進一退の推移が続いていたが、7月以降は上昇傾向が強まり、9月30日には2,157ドルと2015年5月以来の高値をつけた。その後はやや下落し、足元は2,000ドル前後で推移している。

(図表 17) 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

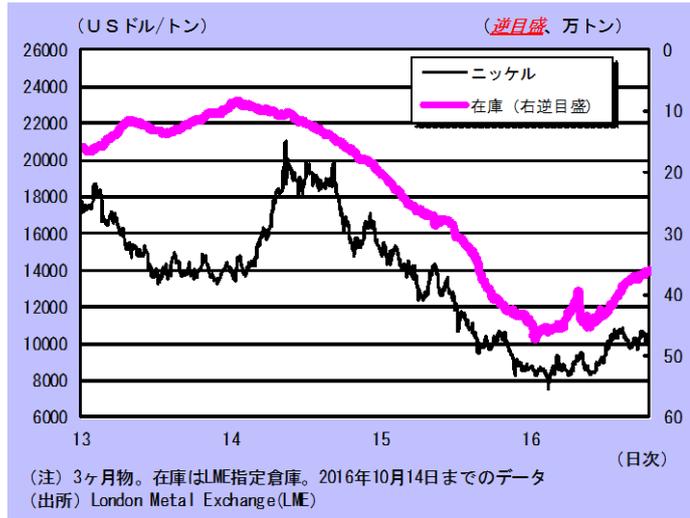


現先スプレッド (現物 - 3ヶ月物) の推移

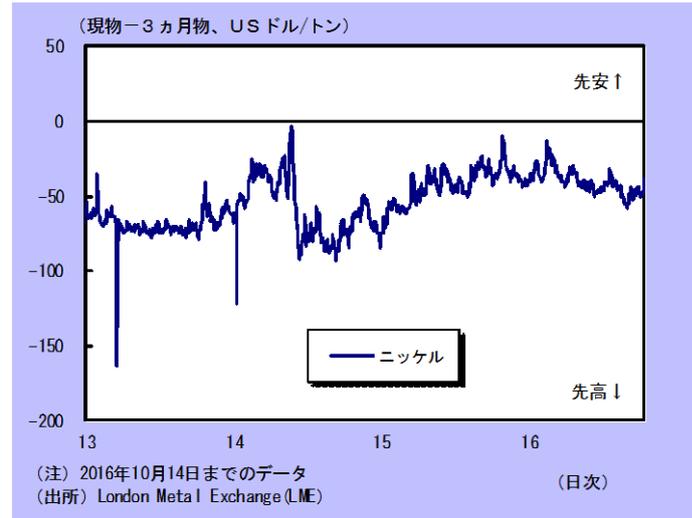


(図表 18) ニッケル

ニッケル相場と L M E 指定倉庫在庫の推移

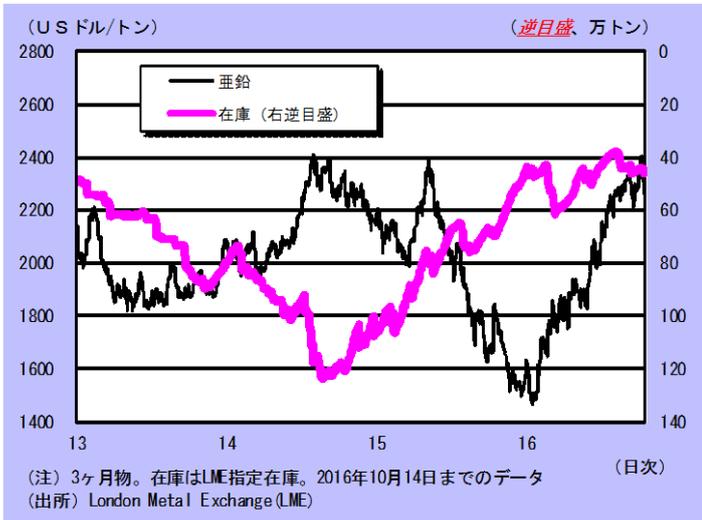


現先スプレッド (現物 - 3ヶ月物) の推移

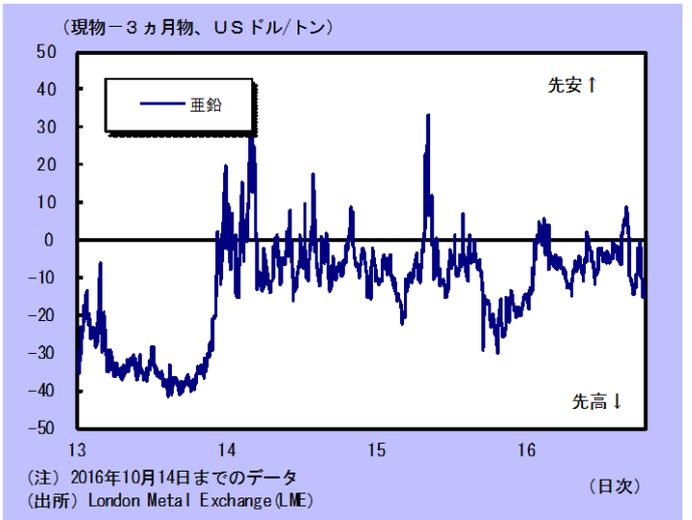


(図表 19) 亜鉛

亜鉛相場と L M E 指定倉庫在庫の推移

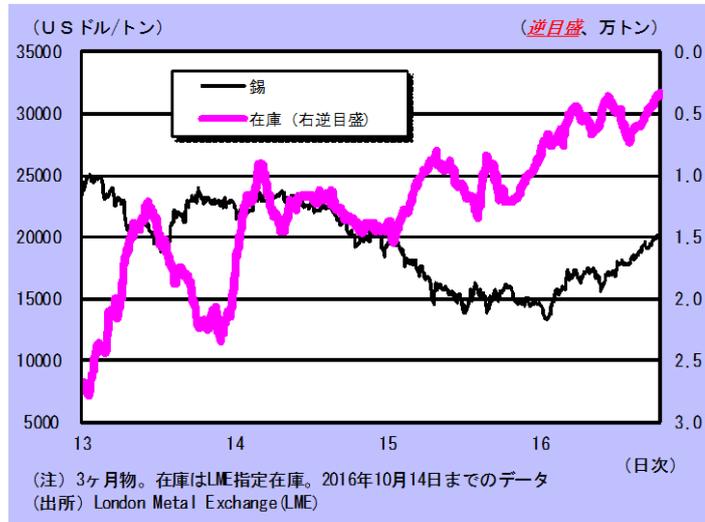


現先スプレッド (現物 - 3ヶ月物) の推移

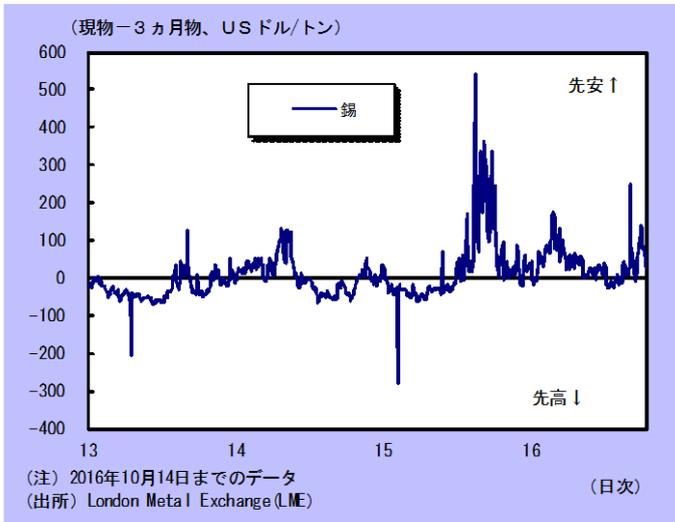


(図表 20) 錫

錫相場と L M E 指定倉庫在庫の推移

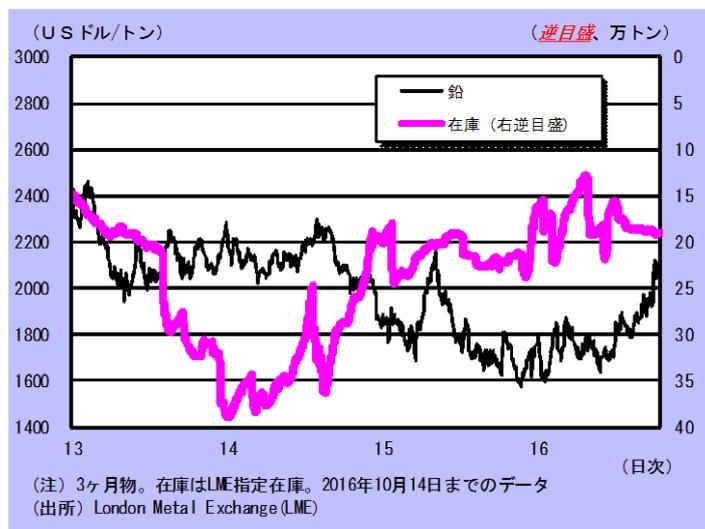


現先スプレッド (現物 - 3ヵ月物) の推移

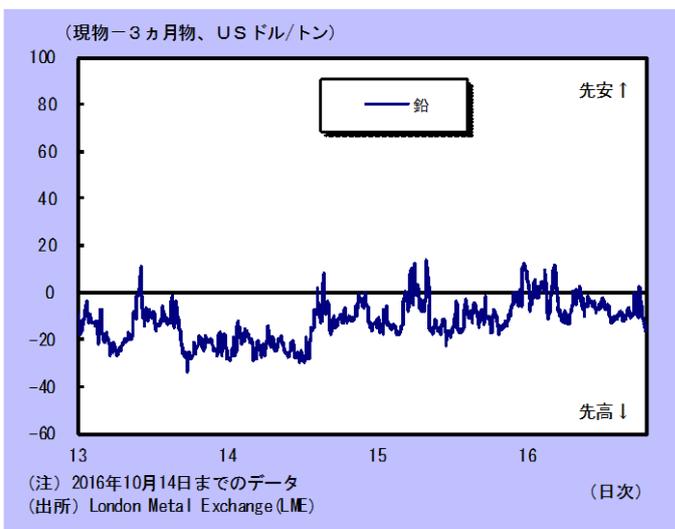


(図表 21) 鉛

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ヵ月物) の推移



・貴金属：金は1,300ドル台の推移が続いた後、10月に入り急落

金相場は、昨年12月上旬には1トロイオンスあたり1,045.85ドルと2010年2月以来の安値をつけた後、上昇に転じ、7月6日には1,374.91ドルまで上昇した。その後、1,300ドル台での推移が続いたが、10月に入ると、1,300ドルを割り込んだ。

### 【7月の動向】

7月は、上旬に高値を付けた後、下落したが、終盤は持ち直す動きとなった。上旬は、英国の欧州連合(EU)離脱を巡る懸念を背景に資金の逃避先として金が選好される流れが続き、6日には1,374.91ドルと、2014年3月以来の高値をつけた。1日に中国で国家统计局や財新/マークイットが発表した6

月の製造業購買担当者景況指数（PMI）が悪化し、中国景気への懸念が高まったことも押し上げ材料となった。

しかし、その後は、6月の米国雇用統計で雇用増加数が予想を上回り、米国の利上げ観測につながったこと（8日）、英保守党の党首選でレッドソム氏が辞退し、決選投票を待たずにメイ氏が英新首相に決定し、英政局の不透明感の後退につながったこと（11日）、イングランド銀行が市場予想に反して利下げを見送ったこと（14日）などが金相場の下落材料になった。また、為替市場でドル高が進み、リスク警戒感の弱まりから株価が上昇したことが、金相場を押し下げた。

月末にかけては、26～27日に開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）において予想通り利上げは見送られ、声明文も9月のFOMCでの利上げを示唆するようなものではなかったことや、4～6月期の米国GDPが低い伸びにとどまり、ドル相場が下落したこと（29日）を受けて、金は買い戻された。

### 【8月の動向】

8月の金相場はやや下落傾向で推移した。月初は、前月末からの流れを引き継ぎ、株安や原油安でリスク警戒感が強まったこともあって、金は高値圏で推移した。しかし、7月の米国雇用統計で雇用増加数が予想を上回ったこと（5日）を受けて、金は大幅に下落した。その後、ドル相場や株価の動向をにらんで一進一退で推移していたが、下旬にかけて、複数のFRB高官が利上げに対して前向きな発言をする中、金相場はやや下落傾向で推移した。注目されたイエレンFRB議長による26日のジャクソンホールでの講演では、「利上げの根拠が強まっている」としながらも、具体的な利上げ時期に言及しなかったことから、金は一時的に買われたものの、その後、フィッシャーFRB副議長が早期利上げに前向きな姿勢を示したことから売り戻された。30日には、フィッシャーFRB副議長が、「米労働市場は完全雇用に近い」と発言したことが嫌気された。

### 【9月の動向】

9月は、一進一退で推移した。前半は、8月の米国雇用統計で雇用増加数が市場予想を下回ったこと（2日）、8月の米ISM非製造業景況指数が大幅に低下したこと（6日）を受けて米利上げ観測が一段と後退したことが金相場を押し上げた一方で、ECB理事会での政策金利の据え置きは予想通りだったものの、資産購入プログラムの期限延長が見送られ、やや失望感が広がったこと（8日）、米ボストン連銀総裁がややタカ派的な発言を行ったこと（9日）、米国債の入札がやや低調であったことなどから米債の利回りが上昇したこと（13日）などが金相場の下落材料になった。

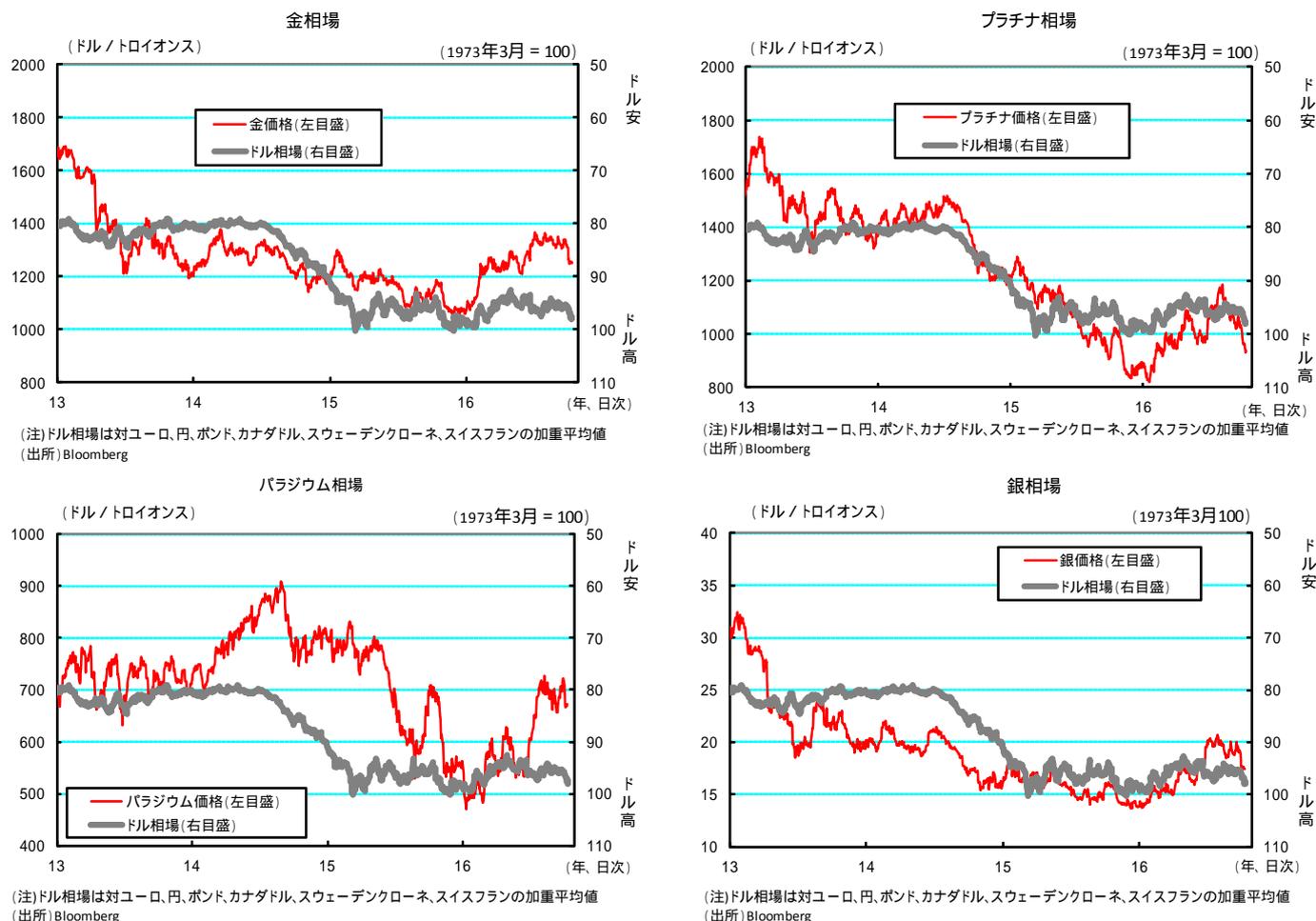
後半は、日銀が金融政策決定会合において長短金利を操作する金融政策の新たな枠組みを導入し、そのうえで消費者物価が安定的に2%を超えるまで金融緩和を継続する方針を表明したこと（21日）や、FOMCにおいて政策金利の据え置きが決定され、メンバーによる政策金利の予想が引き下げられたこと（21日）などを受けて、金相場は大幅に上昇したものの、米大統領選候補者による第1回のTV討論会が開かれ、クリントン氏が優勢だったとの見方から投資家のリスク志向が強まったこと（26日）などが相場の押し下げ材料になった。

**【10月の動向】**

10月に入ると、米ISM製造業景況指数が市場予想を上回ったこと（3日）や米リッチモンド連銀総裁が早期利上げに前向きな発言を行ったこと（4日）などを材料に、4日には、一気に1,300ドル割れまで急落した。石油輸出国機構（OPEC）が減産で合意したことなどが投資家のリスク志向の回復につながり、安全資産である金への需要減を連想させた面もあるとみられる。その後、9月の米国雇用統計で雇用増加数が予想を下回ったことを受けて、金を買戻す動きが出たものの、上値は限定的であり、1,200ドル台半ばを中心に推移している。

7~9月に1,300ドル台で推移していた金相場は、10月に入って1,200ドル台に下落している。FRBによる追加利上げ観測が再び強まっていることや、ドイツの銀行の経営不安への懸念の後退、株高、OPECの減産合意などを受けて投資家のリスク志向が持ち直し、安全資産である金への需要が減退するとの思惑が生じたためとみられる。FRBによる年内の利上げが見送られれば、金は再び買戻されるとみられるものの、上値は重いだろう。

(図表 22) 貴金属価格の推移



- 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。