

調査レポート

コモディティ・レポート <2012年10月>

・コモディティ市況全般：下落傾向が続く

コモディティ市況は、9月後半以降、下落傾向が続いている。欧州景気の低迷、中国景気の再加速の後ずれ、日本やアジアでの輸出を中心とした景気減速、米国の「財政の崖」などによる資源需要の鈍化が懸念された。対ユーロを中心にドル高が進み、ドル建てのコモディティ市況の下押し要因として意識された。

・エネルギー市況：緩やかな下落傾向

原油市況は、11月に入ってブレントが105～112ドル、WTIが84～89ドルで推移している。当面、中東における地政学リスクが下支え要因となるものの、世界的な景気減速に伴って原油需要の下振れが続くため、やや下落しやすい。ブレント原油の落ち着きどころとして、100ドル程度が意識されてくるだろう。

・ベースメタル市況：需要抑制から市況は低迷気味

銅市況は、9月後半以降は下落傾向となり、11月中旬は7,500ドル台～7,600ドル台を中心に推移している。欧州や中国を起点にした景気減速圧力が、米国や日本の製造業部門などにも悪影響を及ぼしており、世界的に製造業活動は勢いを欠いている。当面、銅市況は上値が重い展開が続くと思われる。

・貴金属市況：金は一時1,700ドル割れ

金市況は、11月上旬に一時1,672ドルまで下落したものの、中旬には1,700ドル台に戻して推移している。今後も、欧州の財政金融危機、米国の「財政の崖」など材料に、リスク回避・リスク志向、ドル安・ドル高が繰り返される中で、金市況は一進一退が見込まれる。

・トピック：石炭、鉄鉱石、海運の市況がボトムアウトの動き

石炭、鉄鉱石、海運の市況は、中国需要の鈍化による供給過剰から大幅下落していたが、足元ではボトムアウトする動きになってきている。夏場頃に企業マインドが極度に慎重になって在庫削減が進んでいた反動から、一部では在庫の復元の動きも生じている。もっとも、景気の先行指標とされる銅市況は横ばい圏で推移しており、世界全体でみると製造業等の活動が、当面、低調なことを示唆している。

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：下落傾向が続く

コモディティ市況の上昇は一服している。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、6月下旬をボトムに上昇傾向で推移していたが、9月中旬以降は下落傾向で推移している（図表1～2）。

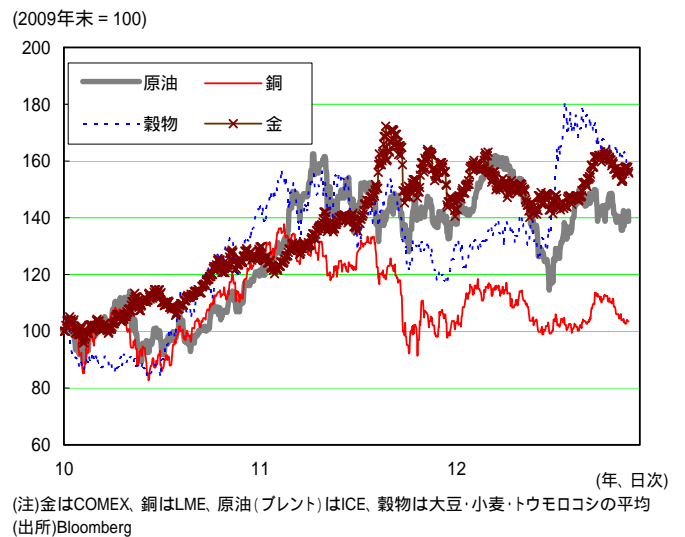
9月前半には、中国政府による公共投資計画の承認、ECBによる南欧国債の買い取り表明、FRBによる量的緩和第3弾（QE3）など、市況全般を押し上げる材料が続いた。また、リビアの米国領事館襲撃などによって地政学リスク懸念が高まり、原油市況の押し上げ材料になった。

しかし上記のような押し上げ材料が相次ぐ中でも、コモディティ市況の上値は限られ、9月後半以降は下落傾向となった。欧州景気の低迷に加えて、中国景気が再加速に転じるタイミングの後ずれや、日本等への景気減速の波及、米国の「財政の崖」問題などにより、資源需要の減速懸念が強まった。また、対ユーロを中心にドル高が進み、ドル建てのコモディティ市況の下押し要因として意識された。

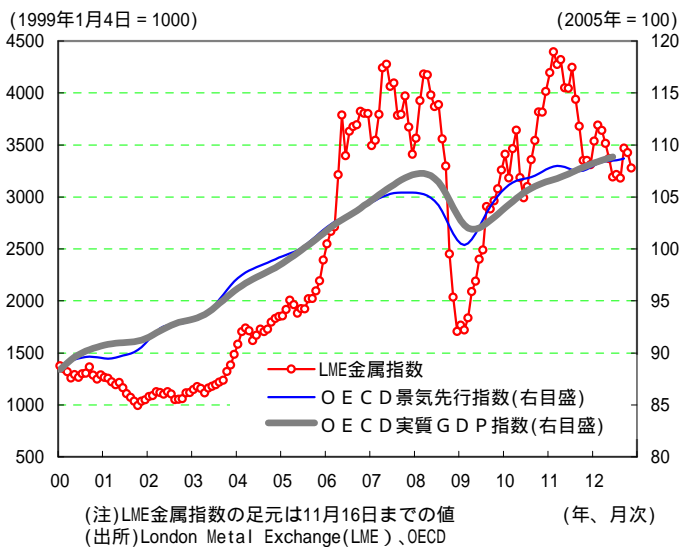
（図表1）ロイター・ジェフリーズ・CRB指数の推移



（図表2）金・銅・原油・穀物の市況の推移



（図表3）LME金属指数と世界景気



（図表4）LME金属指数(日次データ)



．エネルギー

1．原油市況：緩やかな下落傾向

原油市況は、10月～11月半ばにかけて緩やかな下落傾向になった。米国の追加金融緩和（QE3）が決定された9月14日にはブレントが118ドル近く、WTIが100ドル超に上昇していたが、11月に入ってブレントが105～112ドル、WTIが84～89ドルで推移している。

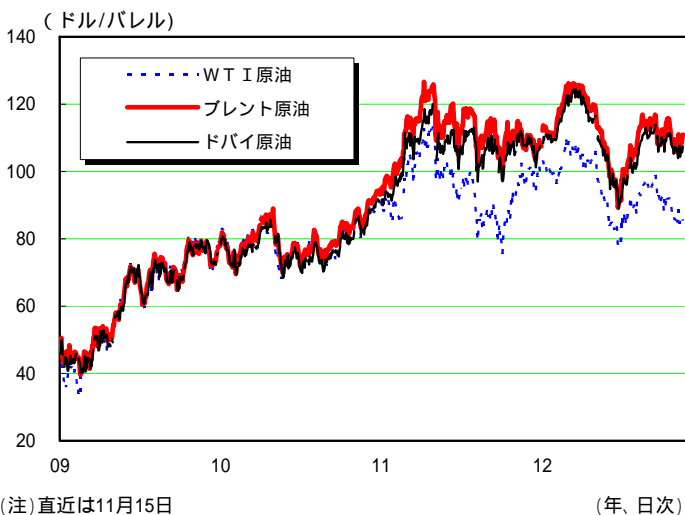
中東の地政学問題や北海油田の生産低迷などの押し上げ材料と、主要国での需要鈍化やドル高といった押し下げ材料との綱引きという大枠の構図は変わっていない。しかし、10月中旬にトルコ・シリア間の地政学的緊張により上昇した後は、原油需要の鈍化観測の影響が強まって市況は下落傾向になった。11月に入って、IEA（国際エネルギー機関）やOPEC（石油輸出国機構）が原油需要の見通しを下方修正する動きが相次いだ。

11月14日には、イスラエル軍がパレスチナ自治区ガザで大規模な空爆を行い、イスラム原理主義組織ハマスの軍事部門幹部を殺害した。空爆の報道を受けて中東全域の地政学リスクが意識され、ブレント原油は2ドルほど急伸して、一時110ドル台まで上昇した。相対的に中東情勢の影響が及びにくいWTI原油についても、1ドルほど急伸して86ドル台となった。

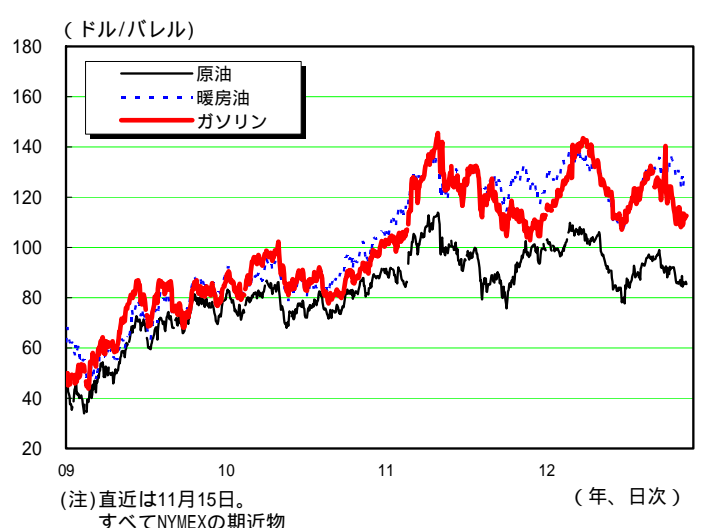
ブレント－WTIのスプレッド（価格差）は、8月後半に16ドル程度まで縮小していたが、再び拡大が進んで10月中旬以降は23ドル程度で推移している（図表7）。先物市場における投機筋の買い超幅をみると、9月中旬以降は縮小傾向で推移している（図表11）。一方、商業筋を含めた先物の全建て玉残高は、9月中旬以降は一進一退となっている（図表12）。

9月半ばには、QE3による景気押し上げ効果への期待や投機的な原油買い観測によって原油市況は上昇したが、結局、世界景気の減速懸念は払拭されず、投機的な原油買いも限られるとの見方に落ち着き、11月にかけて原油市況はやや下落している。当面の原油市況は、中東における地政学リスクが下支え要因となるものの、世界的な景気減速に伴って原油需要の下振れが続くため、やや下落しやすい。ブレント原油の市況の落ち着きどころとして、100ドル程度が意識されてくると予想される。

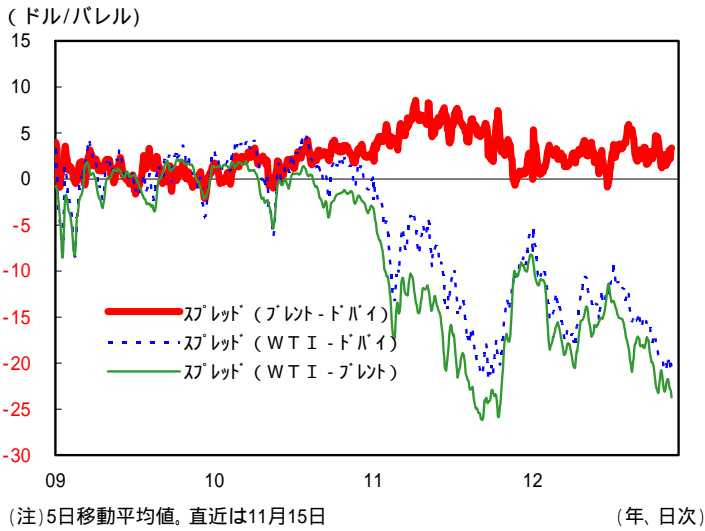
（図表5）原油市況の推移



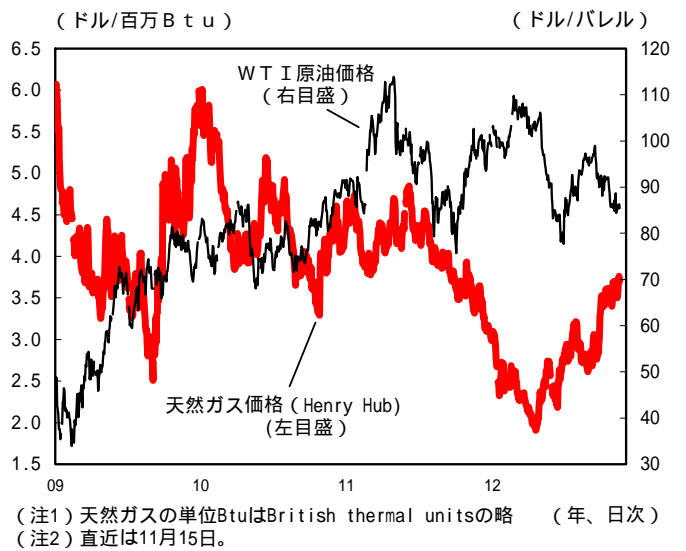
（図表6）石油製品市況の推移



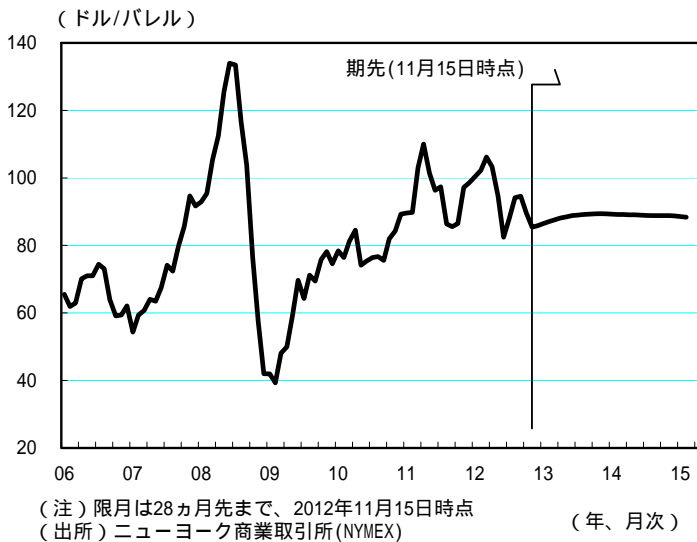
(図表7) 油種間スプレッドの推移



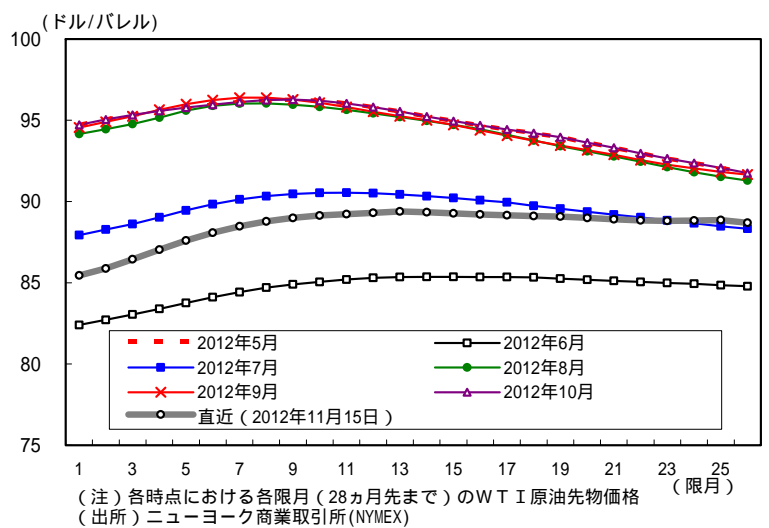
(図表8) 米国天然ガス市況の推移



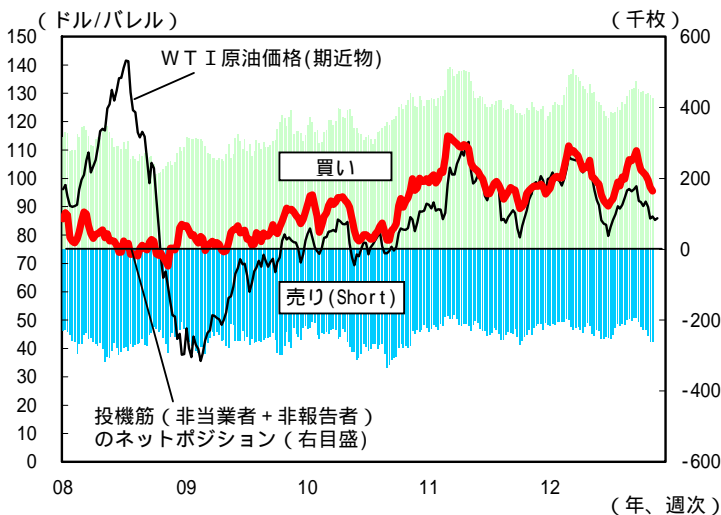
(図表9) 原油先物価格と先物カーブ



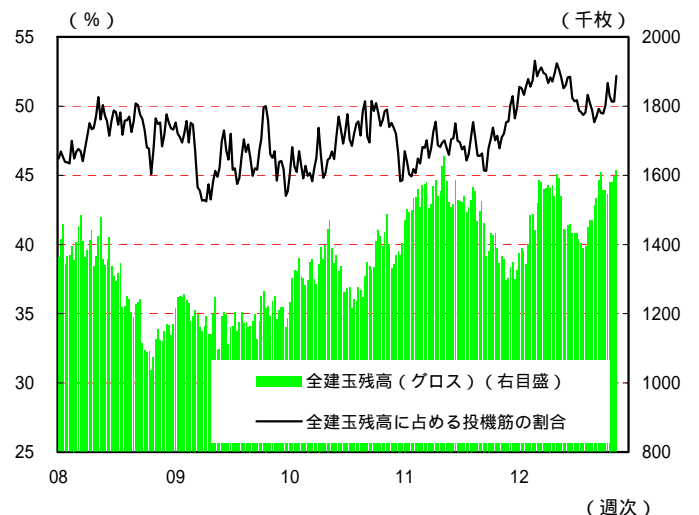
(図表10) WTI原油の先物カーブの変化



(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)



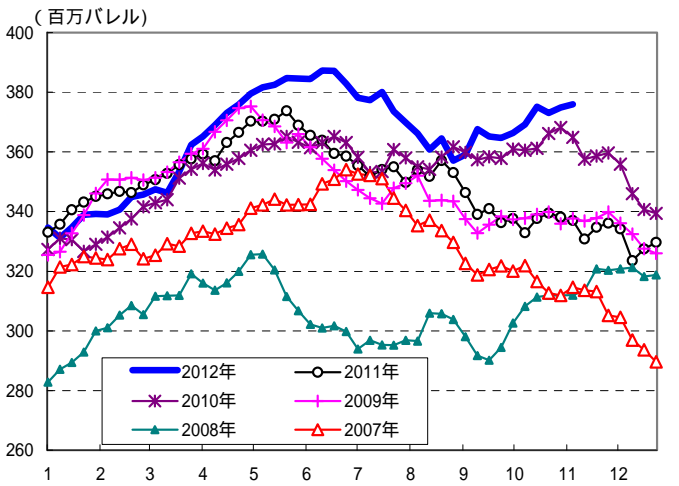
2. 原油需給・石油製品市況

(1) 米国需給：原油在庫は増加が続く

米国の原油在庫（戦略石油備蓄を除く）は、6月から8月まで減少傾向であったが、9月以降は増加し、平年では減少する11月に入っても増加傾向が続いている（図表13）。原油需要（＝投入量）は前年水準をやや上回っているが（図表14）、原油生産が前年水準を80万バレル前後上回っており（図表15）、原油在庫の増加につながっている。

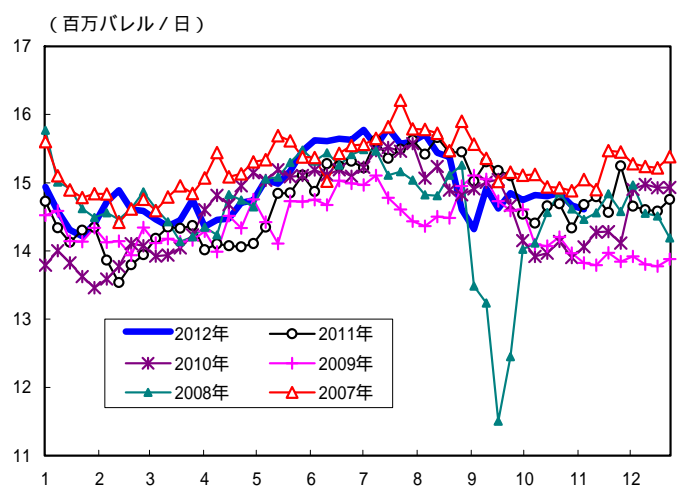
ガソリン小売価格は（全米全種平均）は、7月上旬の1ガロンあたり3.3ドル前後をボトムに上昇に転じ、9月後半～10月前半は3.9ドル前後で推移していたが、11月半ばにかけて3.5ドルまで下落してきた。ディーゼル小売価格は、8月後半から1ガロンあたり4ドルを上回った状態が続いていたが、11月半ばには4ドルを下回った（図表16）。産業活動と関連が深いとみられる中間留分の需要は、9月後半以降、持ち直し傾向であったが、11月は北東部へのハリケーンの襲来による経済活動の停滞もあって低調になったとみられる（図表17）。暖房油在庫は低水準が続いている（図表18）。

（図表13）米国の各年の原油在庫



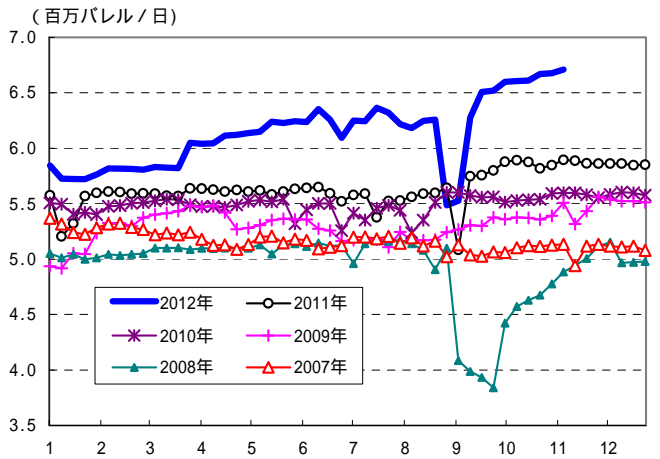
（注）SPR（戦略石油備蓄）を除く原油在庫、直近値は11月9日
（出所）米国エネルギー情報局（EIA）

（図表14）米国の製油所の原油投入量



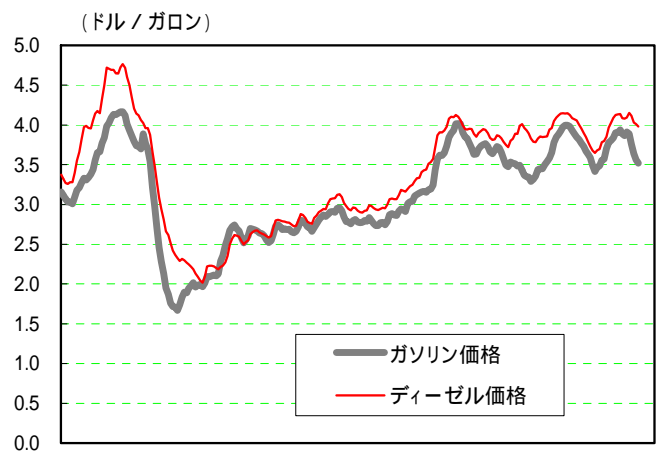
（注）直近値は11月9日
（出所）米国エネルギー情報局（EIA）

（図表15）米国の原油生産量の推移



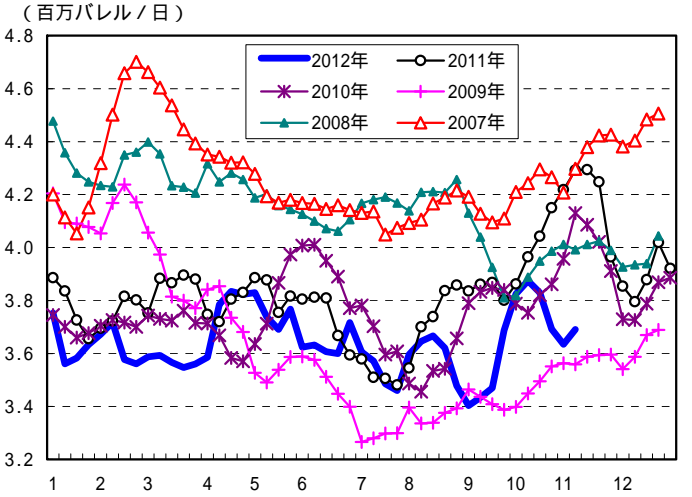
（注）直近値は11月9日
（出所）米国エネルギー情報局（EIA）

（図表16）米国の中間留分の消費量の推移



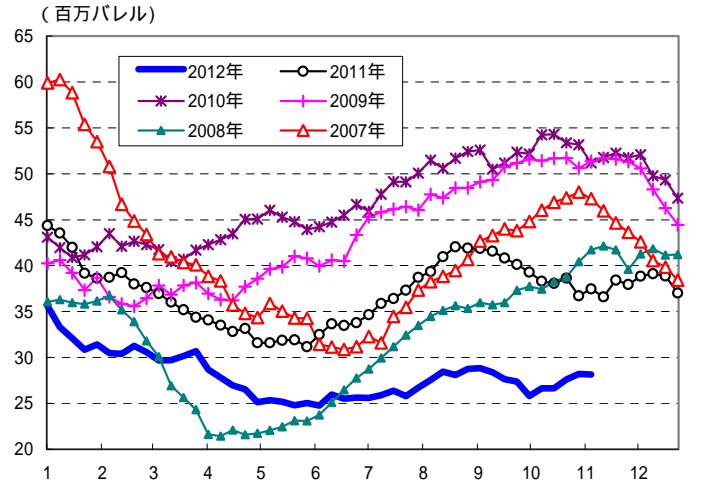
（出所）米国エネルギー情報局（EIA）

(図表 17) 米国の中間留分の消費量の推移



(注)速報系列の4週後方移動平均、直近値は11月9日 (月、週次)
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

(図表 18) 米国の暖房油の在庫の推移



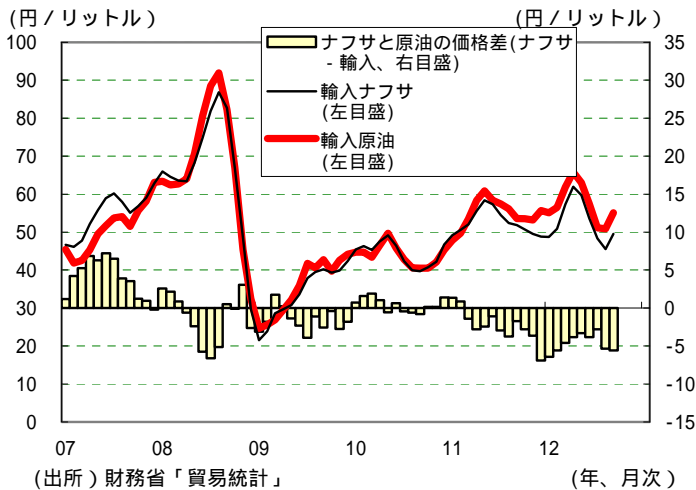
(注)直近値は11月9日 (月、週次)
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

(2)ナフサ：原油と連動して一進一退

日本の9月の輸入ナフサ価格(通関)は、1リットルあたり49.5円と前月比4.0円上昇した。一方、9月の輸入原油価格は55.1円と同4.2円上昇した。原油価格がナフサ価格よりも5円超高い状態が続いている(図表19)。

ナフサ市況をみると(図表20)、9月半ばにかけて上昇傾向で推移し、その後は、やや下落気味になっている。9月半ばにかけて、ナフサは原油よりも速いペースで値上がりしたが、9月後半から11月にかけて、原油とほぼ連動する動きが続いた。

(図表 19) 日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



(出所)財務省「貿易統計」

(図表 20) ナフサと原油の価格の推移



(出所)Bloomberg

3. 産油国動向等：OPECの原油生産は横ばい圏で推移

(1) OPECの生産動向

10月のOPECの産油量は日量3,209万バレルと前月比8万バレル減であった(Bloombergによるアナリスト等へのアンケート結果、図表21)。OPECの産油量は、9月に減少した後、横ばい圏の推移となっている。

ナイジェリアでは、大洪水の発生や、パイプラインからの不正な原油の抜き取りが続いており、原油生産量は低迷が続いている。また、イランでは、韓国や中国からの需要はあるとされるが、米欧の経済制裁の影響で全般としては低迷が続いている。一方で、アンゴラやリビアの生産量は増加し、サウジアラビアの生産量は高止まりした。

11月11日にサウジアラビア石油相は、現在の原油価格の水準について「望ましい」と述べたと報道された。また、原油需給についても良い状態だとした。仮に、ブレント原油が100ドルを下回るような動きになれば、減産方針を示すようになると思われる。

(図表21) OPECの生産動向

国名	生産量 (10月)	生産量 (9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 (10月)
アルジェリア	120.0	118.0		120.2	140.0	85.7%	20.0
アンゴラ	178.0	167.0		151.7	205.0	86.8%	27.0
エクアドル	50.2	50.4		43.4	51.0	98.4%	0.8
イラン	265.0	285.0		333.6	350.0	75.7%	85.0
イラク	335.0	335.0		-	340.0	98.5%	5.0
クウェート	300.0	300.0		222.2	320.0	93.8%	20.0
リビア	149.0	147.5		146.9	180.0	82.8%	31.0
ナイジェリア	209.0	196.0		167.3	250.0	83.6%	41.0
カタール	75.0	75.0		73.1	100.0	75.0%	25.0
サウジアラビア	980.0	980.0		805.1	1,250.0	78.4%	270.0
UAE	263.0	282.0		222.3	280.0	93.9%	17.0
ベネズエラ	285.0	282.0		198.6	290.0	98.3%	5.0
OPEC 12カ国	3,209.2	3,217.9	3,000.0	-	3,756.0	85.4%	546.8
OPEC 11カ国	2,874.2	2,882.9		2,484.5	3,416.0	84.1%	541.8

(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) リビア・イラク・クウェート

リビアの原油生産量は、大方の見方を上回る速さで回復し、夏場には日量160万バレル程度に達していたが、その後は横ばい圏で推移している。治安の回復が遅れている地域での操業や探査の再開は遅れていた。そうした中で、英蘭系ロイヤル・ダッチ・シェル社は、11月5日に試掘の結果が良くなかったとして、一部鉱区での探査から撤退するとしたが、7日には、リビアの他

鉦区での探査事業には依然として関心があると述べた。10日に、スペインの石油大手のレプソル社は、リビアでの掘削を再開すると報道された。

11月7日に、米国系エクソン・モービル社は、イラク南部の西クルナ1油田から撤退する意向を正式にイラク政府に申し入れた。同社は、2011年11月にイラクのクルド自治政府と鉦区の開発契約を行った鉦区の利益率の方が高いと判断したとされる。イラク政府は、自治政府との開発契約を違法とする方針を示している。売却先の候補としては、ロシアのルクオイル社、ロイヤル・ダッチ・シェル社、イタリアのエニ社、中国石油（CNPIC）などが挙げられているようだ。

クウェートでは、11月4日に、選挙制度に反対する野党勢力による数千人規模のデモが発生し、警官隊が催涙ガスを発射する事態に陥った。クウェートでは2月の議会選挙で宗教系の野党勢力が勝利したが、憲法裁判所が違憲との判断を示して、選挙前の議会の回復を命じるなど、政府と野党とが対立する中で、政治が混乱している。サバハ首長は、10月に国会を解散し、12月1日に選挙が予定されている。しかし、サバハ首長による選挙制度の変更反対して、野党勢力が再三、抗議のデモや集会を行っている。

(3)イラン核開発問題

11月10日に、IAEA（国際原子力機関）とイランとの核開発を巡る対話が12月に再開される見通しだと報道された。

(4)シリア内戦

シリア内戦が収束する兆しはない。10月26～28日はイスラム教の祝日（「犠牲祭」）であり、国連とアラブ連盟から派遣されたブラヒミ特別代表が、同期間の一時停戦を提唱した。これに対して、アサド政権と反体制派の双方とも同意していたものの、実際には、戦闘が継続され、日々の死者数もあまり減らなかった。停戦が実現すれば、国連による平和維持部隊の派遣も検討するとされていたが、戦闘が収束する兆しはなかった。なお、国連安保理によるシリア政府への非難決議には、ロシアと中国は反対の姿勢である。

(5)北海油田の生産動向

石油取引の基準値となっている北海産のブレント（BF0）原油は、生産量が減退している。足元では、主力になっているブザード油田のメンテナンスが予定よりも長引いた。当初は、9月4日から開始され、10月半ばに終了するとされていたが、数度にわたって延期されて11月にずれ込み、その後も、トラブルなどが相次いでいるようだ。北海油田は、製油所のメンテナンスが終了する時期になっても生産が低迷しており、ブレント原油の押し上げ要因になっている。

(6)各機関の見通し等

11月13日にIEA（国際エネルギー機関）は、“World Energy Outlook 2012”を発表し、その中で2020年頃に米国が世界最大の産油国に返り咲くという予測を示した。もっとも、2030年頃には、再びサウジアラビアが最大の産油国になるとしている。また、月報において2012年と2013年の原油需要の見通しを下方修正した。

・ベースメタル

1. 銅を中心とした概況：需要抑制から市況は低迷気味

非鉄ベースメタル市況の中心となる銅市況は、7月下旬～8月中旬に1トンあたり7,300～7,600ドルを中心に推移した後、上昇傾向が強まり、9月中旬には一時8,400ドル台をつけた。しかし、その後は、下落傾向となり、11月中旬は7,500ドル台～7,600ドル台を中心に推移している。

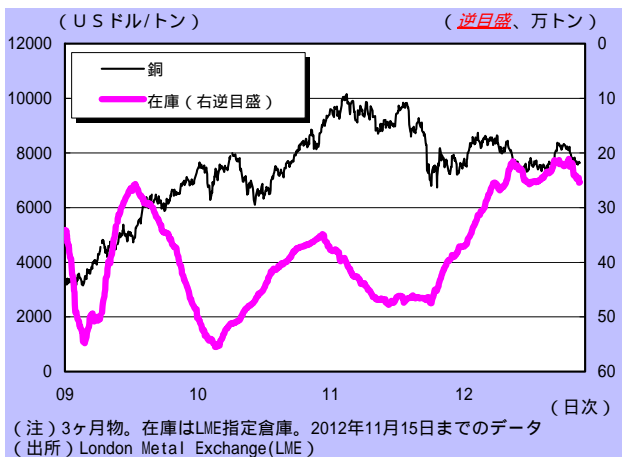
10月後半以降、米国企業の7～9月期の業績がやや低調だったこと、ユーロ圏における対ギリシャ支援の具体的条件についての協議の難航、中国経済の先行き不透明感などから、株式やコモディティの市況は、QE3決定を材料に上昇する以前の市況水準に戻ってしまう動きになった。

11月15日には、中国の国家備蓄局（SRB）がアルミニウム地金の買い取り入札を行った。11月上旬から観測報道があり、中旬には、アルミニウムを中心にベースメタル市況が下支えされるとの期待感が広がっていた。銅、亜鉛なども含めて、それまでの需要減退や市況下落により事業環境が悪化した金属事業者などからの要望に中央政府が応えて、市況の下支えや在庫（＝金属地金）の現金化を手助けする狙いだと思われる。11月に入っても、景気持ち直しの動きがそれほど力強くないことがうかがえる。

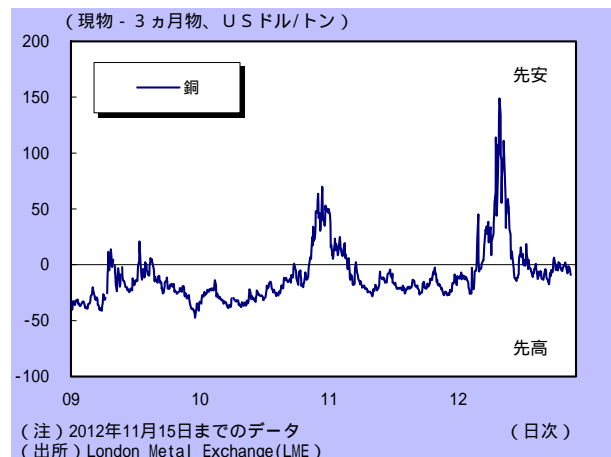
欧州や中国を起点にした減速圧力の強まりが、米国や日本の企業の業績にも悪影響を及ぼしており、それに対応する減産・雇用削減・経費圧縮などの動きが今しばらく続きそうな状況だ。想定外の悪材料が生じているわけではないが、先行き不透明感が強い中で、企業や投資家のコンフィデンスが慎重化した状態である。米国の「財政の崖」への懸念も今後、さらに強まる可能性がある。エレクトロニクス製品の作りこみ時期に入っているものの、企業は生産や購買を慎重に行うため、銅などベースメタル需要は盛り上がりを欠くだろう。こうした中、銅市況は上値が重い展開が続くと思われる。来年春頃に中国を中心に製造業活動が活発化してくると、銅市況は上昇しやすくなるだろう。

（図表 22）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：足元で反発も 2,000 ドル以下

アルミニウムは、6月以降、1トンあたり 1,900 ドル前後で一進一退を続けた後、9月中旬にかけて 2,200 ドル台まで上昇した。しかしその後は、下落傾向となり、10月下旬～11月上旬は 1,900 ドル前後で推移していた。11月中旬には、中国の国家備蓄局（SRB）の購入計画が報道されて、市況は上昇したが、依然として 2,000 ドル以下にとどまっている。

11月15日に、SRBによるアルミニウム購入の入札が行われ、1トンあたり 15,730～15,760 円で 10万トンの地金の購入が決まったと報道された。入札時における中国でのスポット市況を上回る価格だが、国内での輸送費を勘案すると、やや価格が低い、購入量はやや少なかったとの指摘があるようだ。SRBは入札を今後も行い、合計で 40万トンを購入する計画だとされる。

中国や日本の需要が下振れる中で、アルミニウム市況の低迷が長期化していたが、足元では中国当局による備蓄購入が行われ、市況の下落に歯止めがかかった。しかし、アルミニウムは中長期的に需要の増加が見込めるために、余剰な設備の淘汰が進みにくい状況にある。当面、需給緩和感が残り、アルミニウム市況の低迷が続くと思われる。もっとも、中国を中心に景気が持ち直すとみられる来春頃には、他の金属と連動して上昇傾向となるだろう。

(2) ニッケル市況：16,000 ドル前後で低迷

ニッケル市況は、8月に 1トンあたり 15,200 ドル台と 2009年7月以来の低水準をつけた後、10月上旬には 19,000 ドルに迫るまで上昇した。しかしその後は下落傾向で推移し、足元は 16,000 ドル前後の推移となっている。

ニッケル市況の低迷の主因は、主用途であるステンレス鋼向けの需要が低調なことである。また、中国の中小企業等によるニッケル銑鉄（NPI）を用いたステンレス鋼の代替的な生産方式が、当初、想定されていたよりも、コスト競争力が強いことが判明してきている。すなわち、ニッケル地金が安価になっても、技術的な調整などによって価格競争力を失わずに、NPIによるステンレス生産が継続しているようだ。このため、ニッケル地金の需要は抑制されている。

来春頃に中国景気の回復などにもなってステンレス鋼の需要増加観測が強まれば、市況は上昇傾向になると思われるが、目先は、一進一退が続きそうである。

(3) 亜鉛市況：1,900 ドル強への上昇にとどまる

亜鉛市況は、8月に 1トンあたり 1,800 ドル台を中心に推移した後、9月に入って大幅に上昇して 2,100 ドル台をつけていた。しかし、10月下旬には一時 1,812 ドル程度まで下落し、11月に入って上昇しているものの、1,900 ドル強を中心とした推移にとどまっている。

亜鉛の最大消費国であり、最大生産国である中国では、亜鉛鉱石の生産増加や亜鉛のリサイクルの増加が進む中で、景気減速により鉱石需要が伸び悩んでおり、亜鉛鉱石の輸入量が減少している。亜鉛鉱石の需給緩和が進むとの見方が出ている。

亜鉛についても、15日に中国の国家備蓄局（SRB）による入札が行われたとされる。アルミニウムと同様に、SRBの購入価格はやや低く、購入量はやや少なかったとされる。

当面、欧州や中国を中心に景気の下振れ懸念が残り、亜鉛需要も力強さを欠くため、市況は横ばい圏で推移するだろう。その後、来春頃から中国需要の回復などを材料に上昇するだろう。

(4) 錫市況：一時20,000ドル割れに下落

錫市況は、8月上旬～中旬に1トンあたり18,000ドル前後の推移が続いた後、上昇傾向で推移して、10月上旬には一時22,600ドル超まで上昇した。しかし、その後は下落傾向となり、10月下旬～11月上旬には20,000ドルを下回った。

最大輸出国のインドネシアでは、8月に低価格による不採算等を背景に錫業者による出荷停止の動きが広がっていた反動で、9月の輸出は前年比+89%、10月の輸出は同+103%の大幅増を記録している。

米国等の年末商戦では、スマートフォンやタブレット端末が牽引役になると見込まれているが、エレクトロニクス製品全体としては需要見通しが不透明である。エレクトロニクス関連メーカーの生産活動は慎重なスタンスが続き、錫の需要は力強さを欠くと思われ、当面、錫市況は、一進一退が続くと見込まれる。

(5) 鉛市況：再び上昇して2,200ドル前後

鉛市況は、7月から1トンあたり1,900ドル前後での推移が続いた後、8月下旬頃から上昇傾向となり、9月下旬～10月上旬には2,300ドル前後で推移した。10月下旬にかけて、2,000ドル割れまで下落したものの、11月に入って再び2,200ドル台まで上昇した。

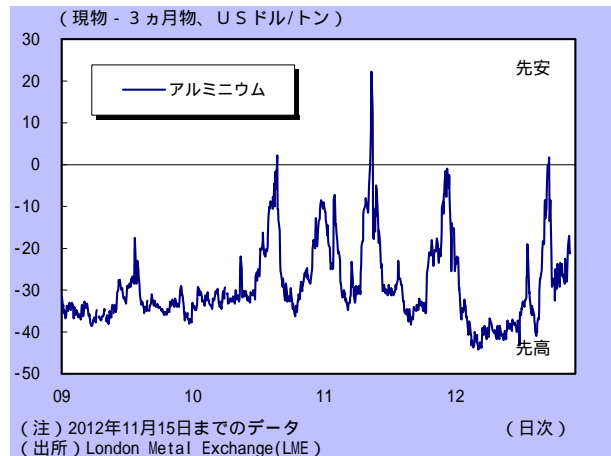
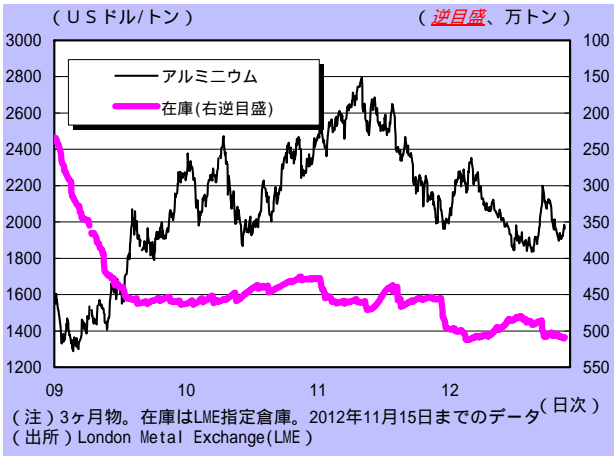
下落傾向で推移する金属が多い中で、鉛は底堅い値動きになっている。足元では、①昨冬が温暖であったため廃棄バッテリーの量が少なく、スクラップが不足していること、②スマホ向け等の通信基地の増設に伴ってバックアップ用の電池需要が増加していること、③ハリケーンに被災したニューヨークなどで水没したバッテリーの交換需要が発生していることなどにより、鉛需給が引き締まってきていると指摘されている。

もともと、鉛は、景気動向に関係なく発生する交換用バッテリー向けの需要の比重が多く、景気による需給変動が小さい商品だと考えられている。当面、景気減速懸念が強い中で、投機的な関心を集めやすいところもあり、鉛市況は底堅い値動きが続くと思われる。

(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

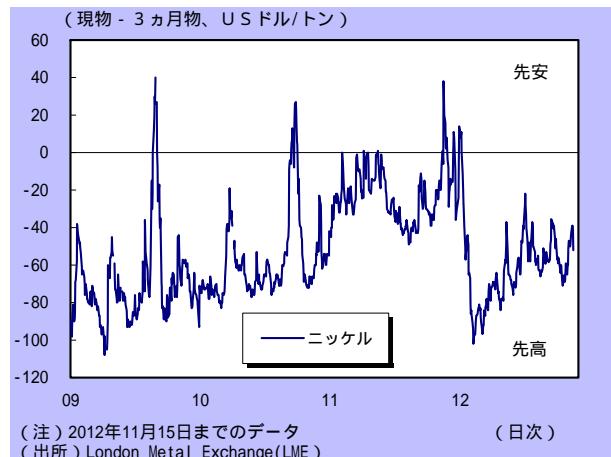
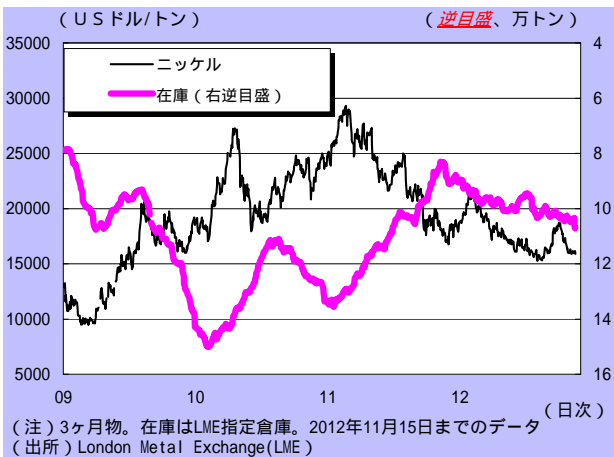
現先スプレッド (現物 - 3 ヶ月物) の推移



(図表 24) ニッケル

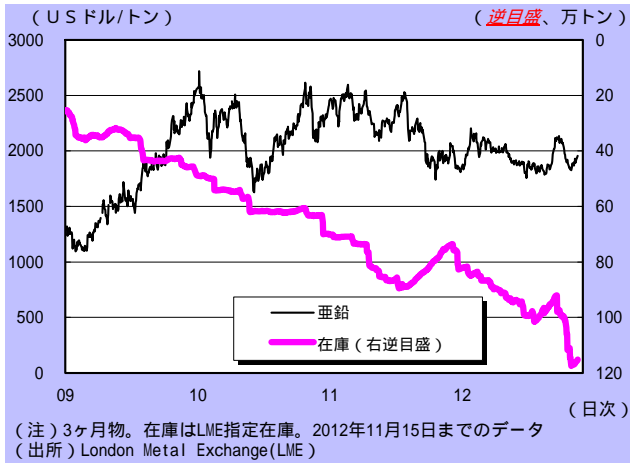
ニッケル相場と L M E 指定倉庫在庫の推移

現先スプレッド (現物 - 3 ヶ月物) の推移

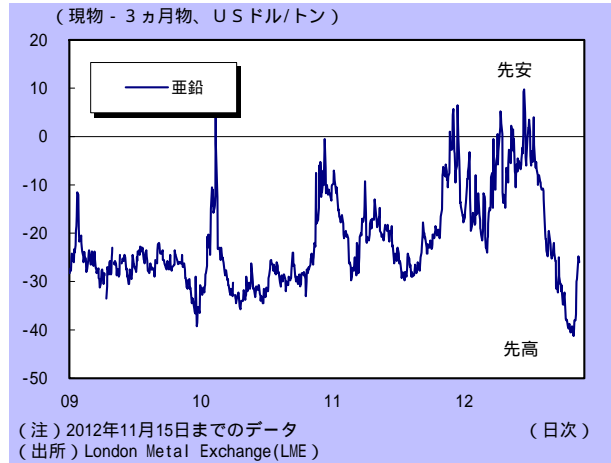


(図表 25) 亜鉛

亜鉛相場と L M E 指定倉庫在庫の推移

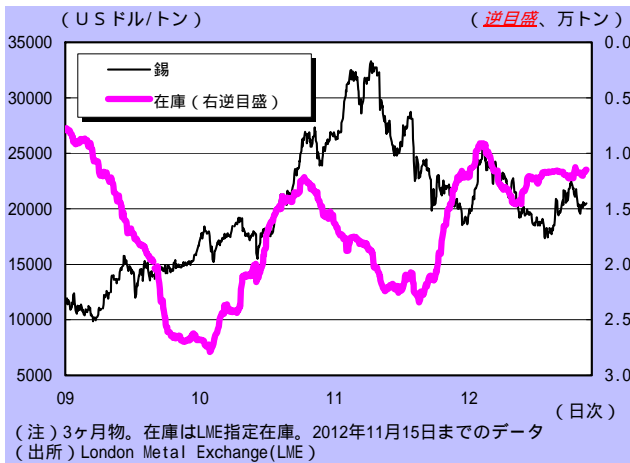


現先スプレッド(現物 - 3ヶ月物)の推移

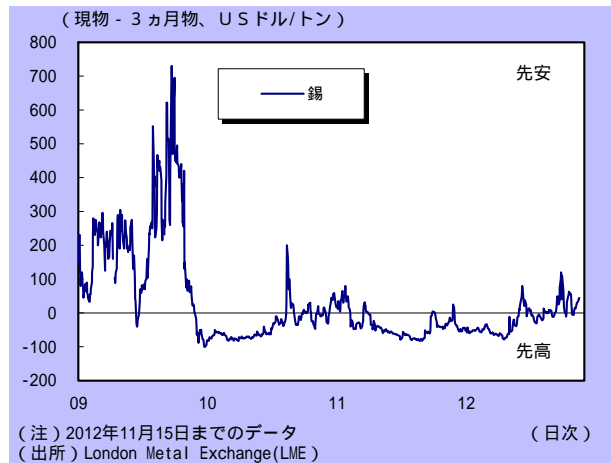


(図表 26) 錫

錫相場と L M E 指定倉庫在庫の推移

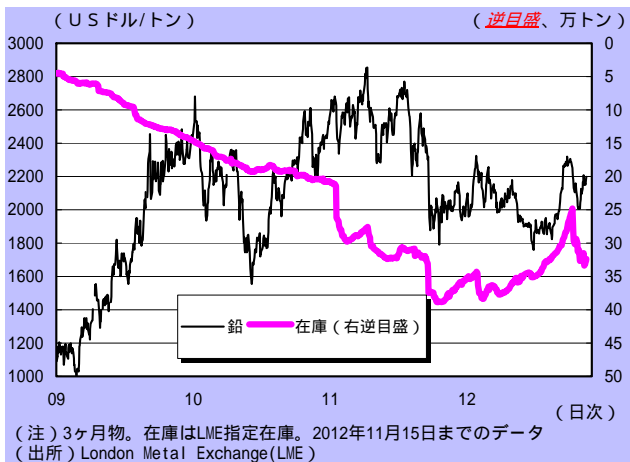


現先スプレッド(現物 - 3ヶ月物)の推移

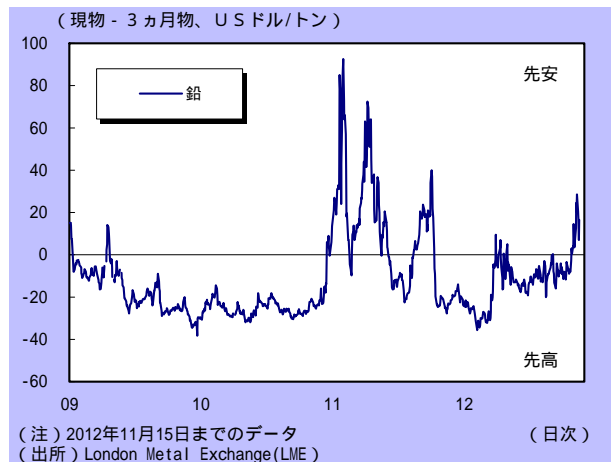


(図表 27) 鉛

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：金は一時1,700ドル割れ

金市況は、6月～8月前半に1トロイオンスあたり1,600ドル前後を中心に推移した後、8月後半以降は上昇傾向となり、10月上旬には1,800ドルに迫った。しかしその後は、株式や他のコモディティの市況と連動して下落傾向で推移した。11月上旬には、やや下落スピードが速まり、一時1,672ドルまで下落したものの、中旬には1,700ドル台を回復して推移している。

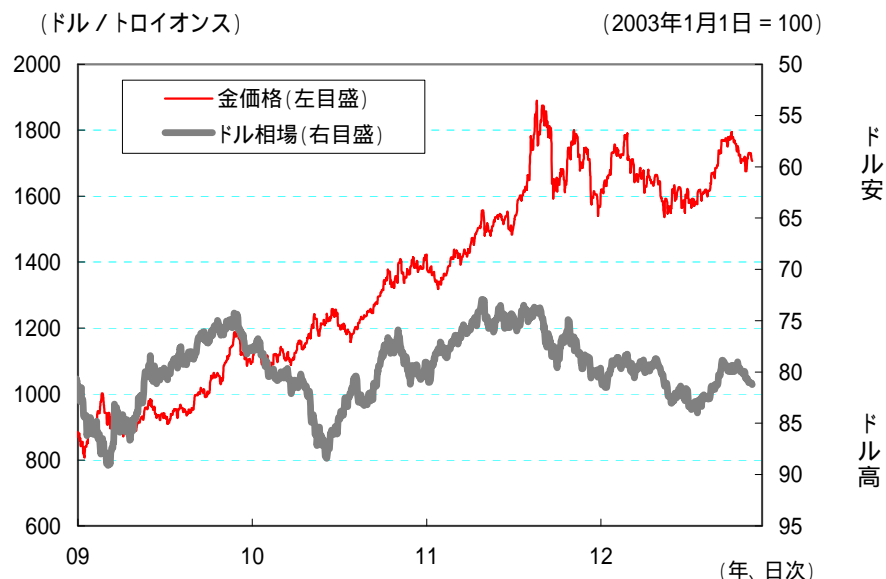
10月19日に米国企業の7～9月期の業績が事前予測を下回ったことを受けて、景気先行き懸念から株価やコモディティ市況全般が下落した局面では、金市況も下落した。10月後半は、米欧の財政問題や世界景気の不透明感を材料に、リスク回避的な動きが続く中で、株式や他のコモディティとともに金も投資対象の一角として下落傾向で推移した。

そうした中で、11月3日に発表された米国の雇用統計は、市場参加者の想定よりも雇用情勢が改善していることを示す内容であった。為替市場ではドル高が進む流れとなり、コモディティ市況全般が売られやすくなり、特に金は節目である1,700ドルを下回る中で、売りが加速されたようだ。もっとも、6日には、オバマ大統領の再選観測とともに、FRBによる超緩和政策が継続されるとの見方が強まり、1,700ドル台を回復した。その後は、米国の「財政の崖」というリスク要因に対して、金はリスク回避的な資産として買われる傾向になっているようだ。

一方で、ユーロ圏諸国によるギリシャ支援の具体策を巡って協議が難航し、スペインでは財政再建の遅れが見込まれる中、ドイツを含めてユーロ圏経済が減速している。こうした状況は、為替市場におけるユーロ安・ドル高を通じて、金市況の下押し要因になっている。

以上のように強弱の材料が交錯する状況は、当面、変わらず、金市況は一進一退が見込まれる。米国で「財政の崖」による景気失速懸念から追加金融緩和観測が強まる場合や、欧州財政金融危機への対応の進捗を受けてユーロ高・ドル安が進む場合には、金市況の上昇につながりやすいと思われる。

(図表 28) 金価格の推移



(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

トピック

～ 石炭、鉄鉱石、海運の市況がボトムアウトの動き ～

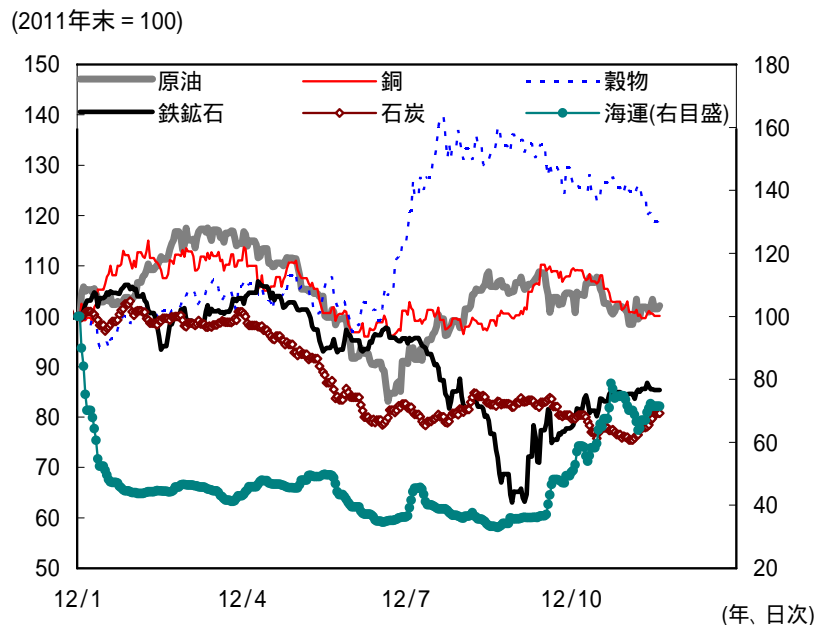
今後、米国のクリスマスや中国の春節といった商戦期を迎えるため、製造業活動が活発になる時期に入っている。こうした季節的な要因から、ある程度、製造業活動は活発化し、荷動きも回復しているようだ。今年夏場頃に企業マインドが極度に慎重化して在庫削減が進んでいた反動から、一部では在庫の復元の動きも生じているようだ。しかし、まだ本格回復といえる状況ではない。脆弱な景気情勢の下で、目先は米国の「財政の崖」が不透明要因としてクローズアップされてきており、再び企業マインドが悪化して景気がさらに下押しされるリスクが広く認識されている。企業の購買行動は引き続き、慎重にとどまり、景気回復の動きに伴う需給引き締め観測がコモディティ市況を押し上げるようになるまでにはまだ時間がかかるだろう。

(1) 中国景気に敏感な指標として注目される石炭、鉄鉱石、海運の市況

先月号で述べたように、供給過剰の傾向がある石炭、鉄鉱石は、中国経済の減速が色濃く反映されやすい。海運市況についても、中国の貿易の停滞を反映して低迷していたといえる。中国の貿易量が増加することを見込んで船舶の建造競争が起こっていたため、想定外に中国の貿易量が伸び悩むと、船舶の余剰感が一気に強まり、9月頃まで市況下落が止まらなかった(図表29)。

しかし、中国の景気減速を敏感に反映して、大幅に下落していたこれらの市況は、10月～11月にかけてボトムアウトする動きになってきている(図表29)。すでに中国景気は回復に転じたとの見方も多く、実際、製造業関連の景気指標等も上向く兆候がある。

(図表29) 銅・原油・穀物・鉄鉱石・石炭・海運の市況の推移



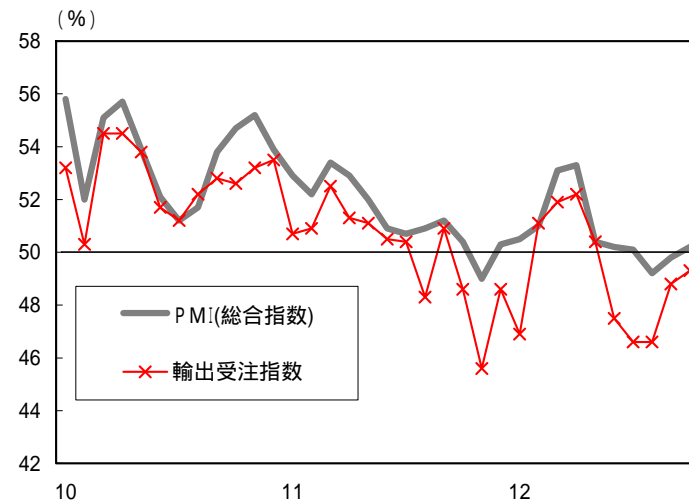
(注)銅はLME、原油(ブレント)はICE、鉄鋼は上海、海運はケープサイズ、穀物は大豆・小麦・トウモロコシ(CBOT)の平均、石炭は豪州産。(出所)Bloomberg

(2) 中国の製造業活動の回復は緩やか

世界の工場である中国での製造業活動については、先行き懸念が過度に強まった夏場に比べると回復している（図表 30）。中国経済減速の象徴的な動きになっていた鉄鋼部門についても、生産調整・在庫調整が進み始めているようだ。鉄鋼石の港湾在庫の水準は、8 月にかけて増加し、その後も高止まりが続いていたが、10 月以降は減少傾向で推移し、11 月に入って前年同期の水準を下回るようになってきている（図表 31）。

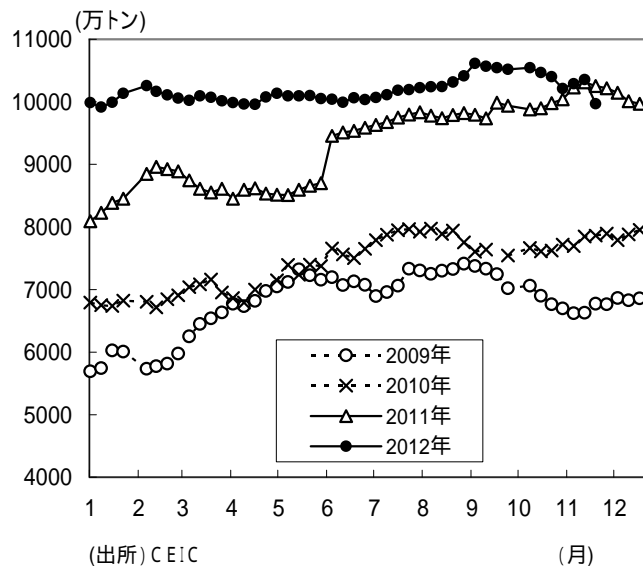
もともと、各企業が不足気味の製品在庫や原材料在庫を回復する動きがようやく出てきたという段階であり、製造業全般に積極的に在庫を積み増してシェア拡大を狙うような状況にはなっていないようだ（図表 32）。従って、世界景気や製品需要の先行き見通しが大きく変わらない中では、今後の生産活動の拡大ペースは緩やかなものになると思われる。

(図表 30) 中国の製造業景況指数 (P M I) の推移

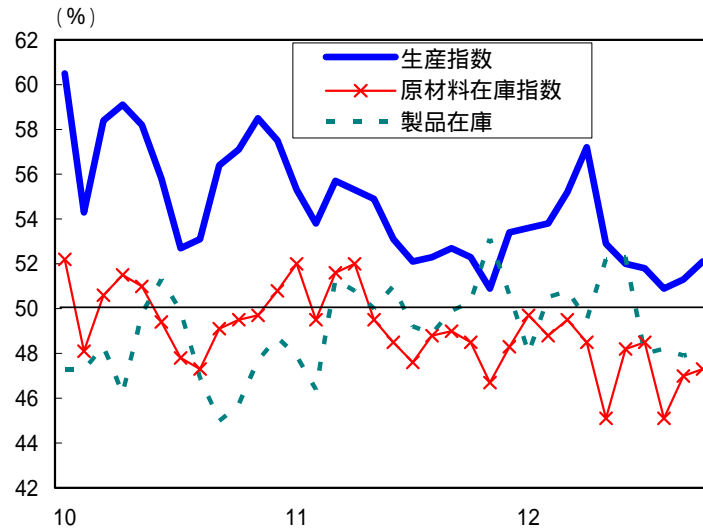


(注)50%超が「拡大」、50%未満が「縮小」を示す (出所)CEIC (年、月次)

(図表 31) 中国の鉄鉱石の港湾在庫の推移



(図表 32) PMIの生産指数・原材料在庫指数・製品在庫指数の推移



(注)50%超が「拡大」、50%未満が「縮小」を示す (年、月次)
(出所)CEIC

(3) 軟調に推移した銅市況

一方で、石炭、鉄鋼、海運市況などに比べて底堅く推移してきた銅などベースメタルの市況について、このところは、上値の重さが目立つ(図表 29)。

銅の需給は、変動が大きいエレクトロニクス関連向けの需要動向に左右されることが多い。注目される米国のクリスマス商戦については、スマートフォンやタブレット端末などがけん引役となって、ある程度の底堅さが見込まれていた。しかし、欧州財政金融危機や中国経済減速の悪影響が米国でも製造業部門の業績に現れるようになり、10月下旬に米国北東部がハリケーン「サンディ」に被災したこともあって、米国の消費動向についてもやや慎重な見方が増えているようだ。また、スマートフォンやタブレットの一部に人気集中する半面で、他の商品の需要が奪われ、業績不振のエレクトロニクス・メーカーもある中で、産業全体としてはあまり盛り上がっていない。こうしたエレクトロニクス産業の動向を背景として、足元の銅需要は力強さを欠いているようだ。

中国におけるベースメタルの需給については、アルミニウムを中心に当局に対して市中の金属在庫の買い上げを求める声が強まるほど(8~9ページに記述)、需給の改善の見込みが立ちにくい状況だとみた方がよさそうだ。また、当局の介入で市況が押し上げられたとしても、先行きの市況は抑制されやすいだろう。政府によって買い支えられた相場は、結局、その後、下落傾向を辿る、というのはよくあることだ。実勢よりも押し上げられた価格は、いずれ下がると考える人が多くなってしまふ。当局による備蓄購入が拡大するようだと、むしろ先行きの下落リスクに注意を要する。

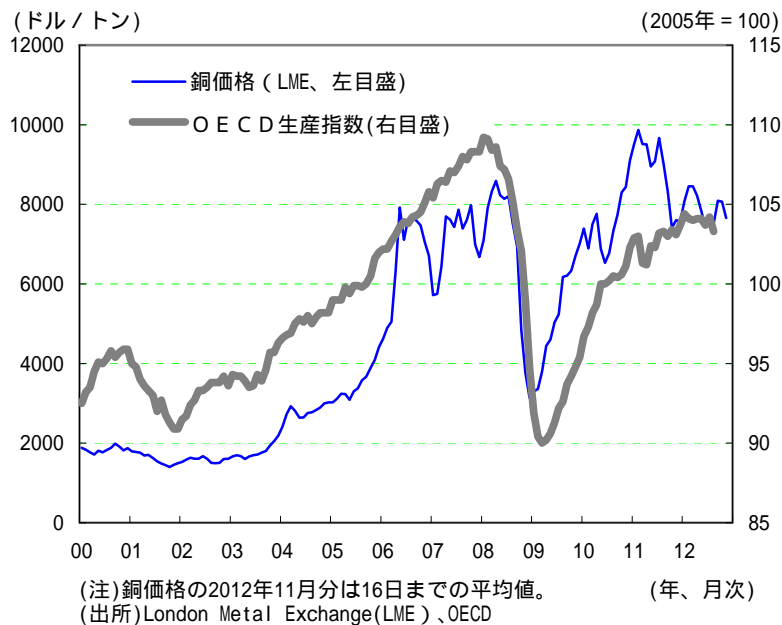
(4) 景気や製造業活動の先行指標としての銅

銅市況は、景気全般や製造業活動の先行指標として注目されることが多い。その背景には、エレクトロニクス製品、自動車、住宅など、景気全般の動向に大きな影響を及ぼす産業分野が需要先であること、また、それらの生産活動・販売活動・建設活動などに先立って部材が調達される動きが銅の需給に反映されやすいこと、貯蔵しやすい金属であるために価格において実需家や投資家の先行きへの観測が反映されやすいこと、などがある。

銅市況は横ばい圏での推移が続いており、「当面の銅需給は現状から大きく変わらない」という市場参加者の平均的な見方が反映されている。また、これは銅を消費する製造業等の活動が、世界全体でみて、当面、低調なことを示唆している。

もともと、アルミニウムや亜鉛とともに、銅についても、中国当局が買い支える可能性が指摘され、実際に大規模な買い支えが行われる可能性があり、その場合には、しばらく、価格の適正水準が見失われた状態が続くかもしれない。また、他のコモディティと同様に、銅についても、超低金利の下では投機的な動きが加速しやすく、需給の実体と乖離した市況変動が起りやすいと思われる。これらの影響によって、銅市況が、従来のように景気先行的な動きを示さなくなるかもしれない。

(図表 33) 銅市況とOECD生産指数の推移



- 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、当社までご連絡下さい。