

## 調査レポート

# コモディティ・レポート <2012年11月>

### ・コモディティ市況全般：一進一退

コモディティ市況は一進一退である。先行きも、米中の政策動向や中東情勢をはじめ不透明要因が多い中で、各国の景気回復によって資源需要が増加する一方で、開発進展によって資源供給も増加すると考えられる。多くの品目の価格が同方向に大幅に変動する状況は生じにくくなっている。

### ・エネルギー市況：緩やかな下落傾向

原油市況は12月半ばにかけて緩やかな下落傾向が続いた。中東における地政学リスクが下支え要因だが、目先は、原油需要の下振れにより、ブレント原油を中心に下落しやすい状況と思われる。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：需要底割れの懸念後退により市況はボトムアウト

銅市況は、12月中旬には8,100ドル前後まで上昇した。当面は、米国の財政の崖への懸念もあり、各国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。しかし来年春頃には、中国を中心に製造業活動が現状よりも持ち直すと思われ、市況は上昇しやすくなるだろう。

### ・貴金属市況：金は再び1,700ドル割れ

金市況は、11月中旬以降、1,700ドル台を回復していたが、12月上旬には再び1,700ドル割れとなり、足元では1,700ドル前後の推移が続いている。欧州の財政金融問題が蒸し返されたり、米国の財政の崖が懸念されたりしつつも、世界景気の回復基調は維持される中で、金市況は一進一退が見込まれる。

### ・トピック：原油・ベースメタル市況の見通し

2008年までの資源価格の上昇をうけて、多くの品目では資源開発が進展している。また、中国の経済成長率の低下や欧州景気の低迷によって資源需要は鈍化している。近年、資源需給の逼迫が懸念される状況が続いていたが、資源需給のバランスは安定感を取り戻しつつあるようだ。特に原油価格については、今後数年程度において、横ばい圏での推移をベースに考えた方が妥当なように思われる。

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：一進一退

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となった後、9月中旬～11月上旬は下落傾向となったが、その後、12月にかけて一進一退となっている（図表1～2）。

9月前半には、中国の公共投資計画、ECBによる南欧国債購入策、FRBによる量的緩和第3弾（QE3）などが、市況全般を押し上げたが、その後、欧州景気の低迷や中国経済の減速が日本やアジア各国にも波及し、米国の財政の崖への懸念もあって、資源需要の鈍化観測が強まった。足元では、12月13日に491億ユーロの対ギリシャ向け融資が承認されたこと、米国の財政の崖は回避されるとの観測、中国の経済政策への期待感などがコモディティ市況の下支え要因になっている一方で、足元の実需の弱さが上値を抑制する要因になっている。

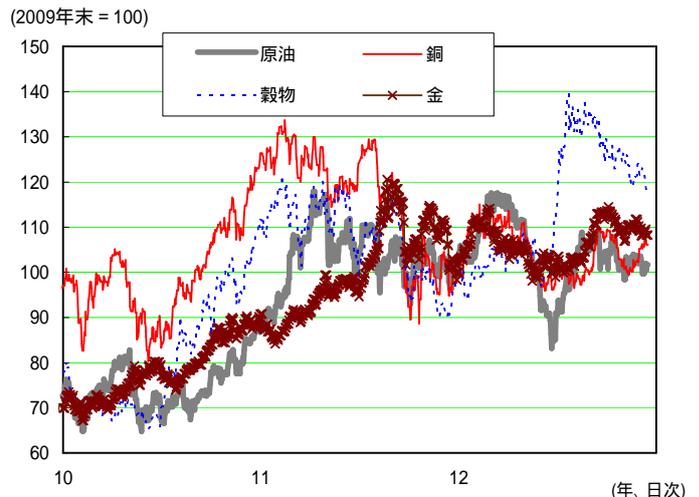
先行きについては、米中の政策動向や中東情勢をはじめ不透明要因が多い中で、各国の景気回復によって資源需要が増加する一方で、開発進展によって資源供給も増加すると考えられる。コモディティ価格全般が同方向に大幅に変動する状況は生じにくくなっている。

（図表1）ロイター・ジェフリーズ・CRB指数の推移



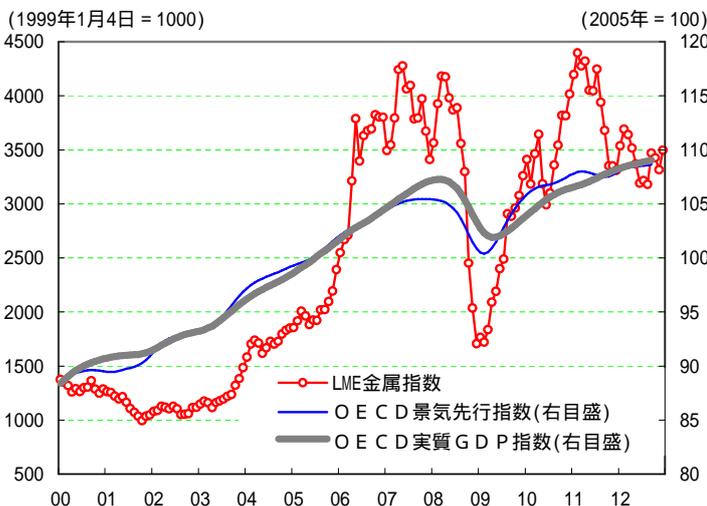
（注）ドル相場は対ユーロ、円、ポンド、カナダドル、スウェーデンクローネ、スイスフランの加重平均値（出所）Bloomberg

（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12月14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：緩やかな下落傾向

原油市況は、12月半ばにかけて緩やかな下落傾向が続いた。米国の量的緩和第3弾（QE3）が決定された9月14日にはブレント原油が118ドル近く、WTI原油が100ドル超に上昇したが、足元ではブレントが108ドル台、WTIが86ドル台を中心に推移している。

2012年の原油市況は、主要国での需要鈍化や油田開発に伴う供給増加といった市況押し下げ材料があったものの、シリア内戦・イラン核開発など中東の地政学問題の悪化や北海油田の生産低迷が市況の押し上げ材料となって一進一退が続いた。しかし、足元では、1月22日に予定されるイスラエルの選挙、シリア内戦での反体制派の攻勢、イラン核問題での協議などについて、しばらく状況把握が必要な時期であり、地政学問題に大きな状況変化は生じていない。結果として、原油需給に目が向きやすくなっているため、原油市況は緩やかに下落しているといえる。

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、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たが、11月上旬をボトムにやや拡大している（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り、11月後半にかけて減少した（図表12）。

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、ブレント原油を中心にやや下落しやすい状況と思われる。当面、市況の落ち着いたところとして、ブレント原油や中東原油で100ドル程度が意識されるだろう。また、中長期的にみても、新興国を中心に緩やかに原油の世界需要が増加する一方で、北米・南米や中東での油田開発の進展が見込まれる。原油需給が比較的安定した状況で推移することを背景に、原油市況は総じて横ばい圏での推移が予想される。

（図表5）原油市況の推移



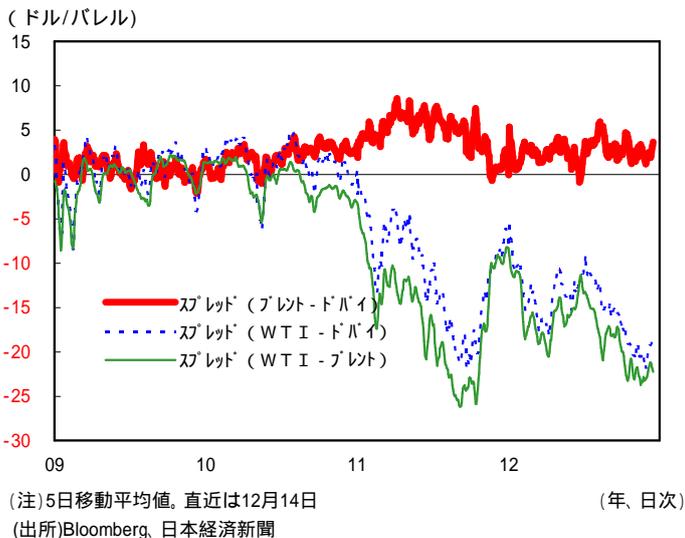
(注)直近は12月14日  
(出所)Bloomberg、日本経済新聞

（図表6）石油製品市況の推移

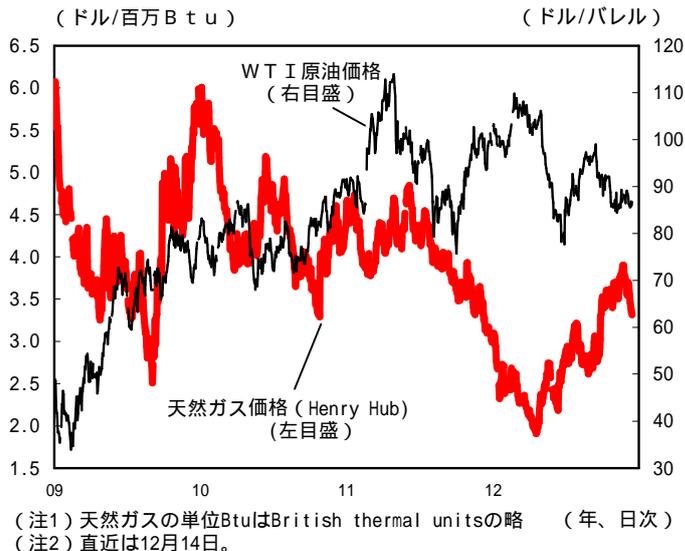


(注)直近は12月14日。  
すべてNYMEXの期近物

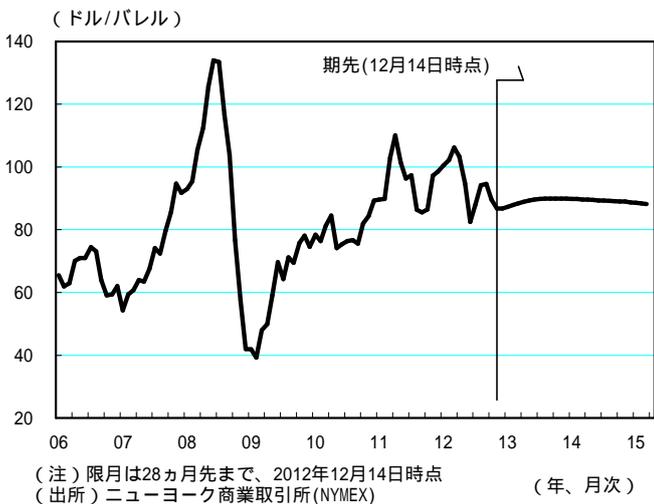
(図表7) 油種間スプレッドの推移



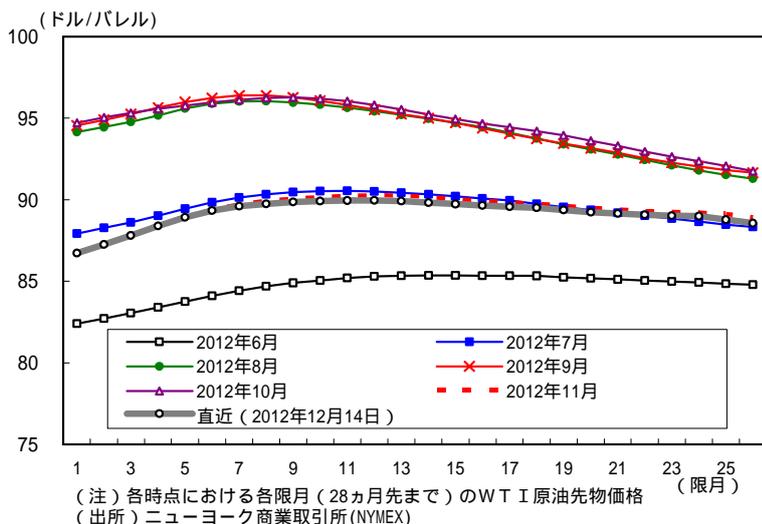
(図表8) 米国天然ガス市況の推移



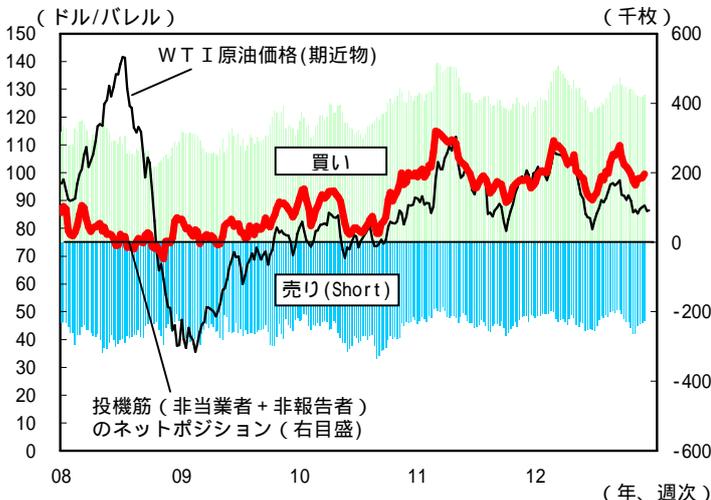
(図表9) 原油先物価格と先物カーブ



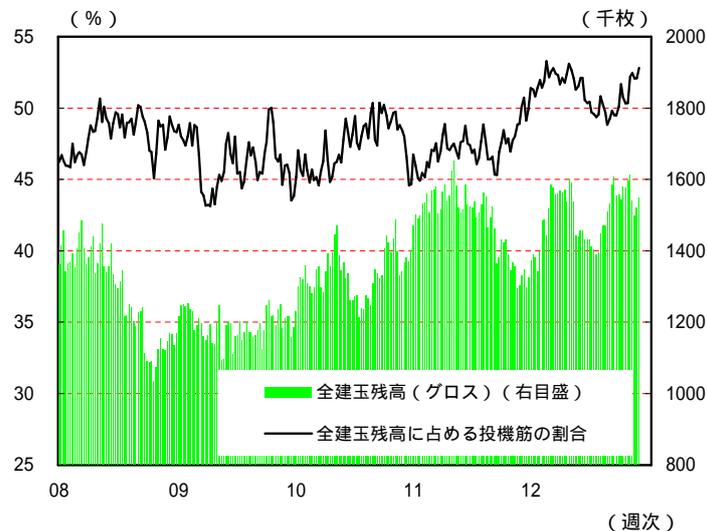
(図表10) WTI原油の先物カーブの変化



(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)



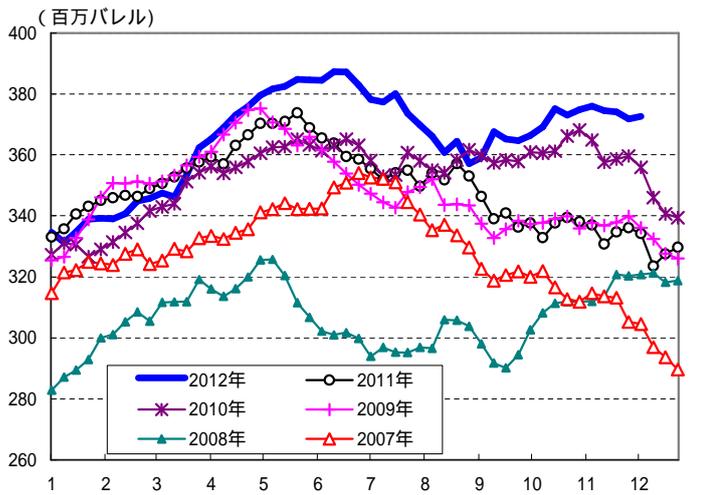
## 2. 原油需給・石油製品市況

### (1) 米国需給：原油在庫は高水準が続く

米国の原油在庫（戦略石油備蓄を除く）は、9月以降は増加傾向で推移し、平年では減少する11～12月に入っても高止まりしている（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大幅に上回っており（図表15）、原油在庫の増加につながっている。米国の原油生産量は、1年間で日量100万バレル程度も増加している（図表15）。

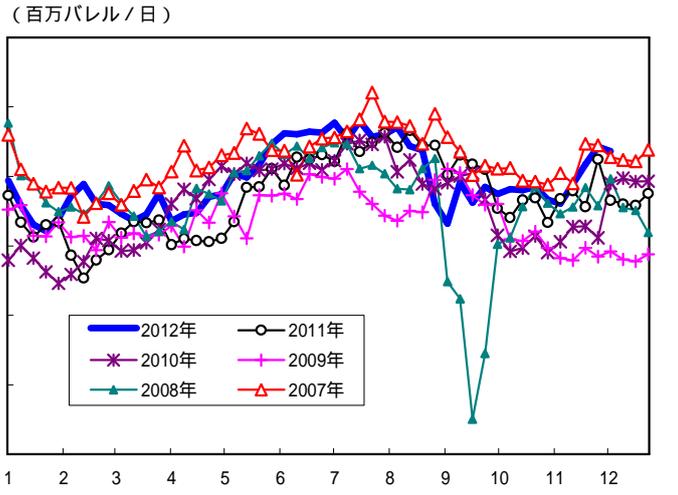
ガソリン小売価格（全米全種平均）は、9月後半～10月前半は3.9ドル前後で推移していたが、12月に入って3ドル台前半まで下落してきた。一方、ディーゼル小売価格は、4ドル前後に高止まりしている（図表16）。産業活動と関連が深いとみられる中間留分の需要は、11月は北東部へのハリケーン被災による経済活動の停滞が解消されるにつれて増加していたが、12月にかけて再び鈍化している（図表17）。暖房油在庫は低水準が続いている（図表18）。

（図表13）米国の各年の原油在庫



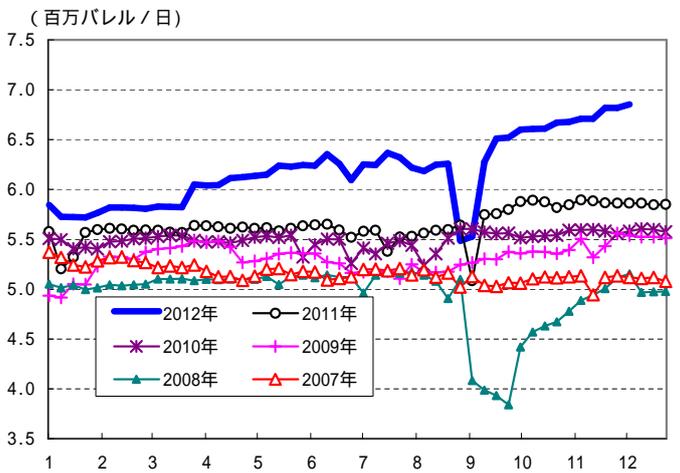
（注）SPR（戦略石油備蓄）を除く原油在庫、直近値は12月7日  
（出所）米国エネルギー情報局（EIA）

（図表14）米国の製油所の原油投入量



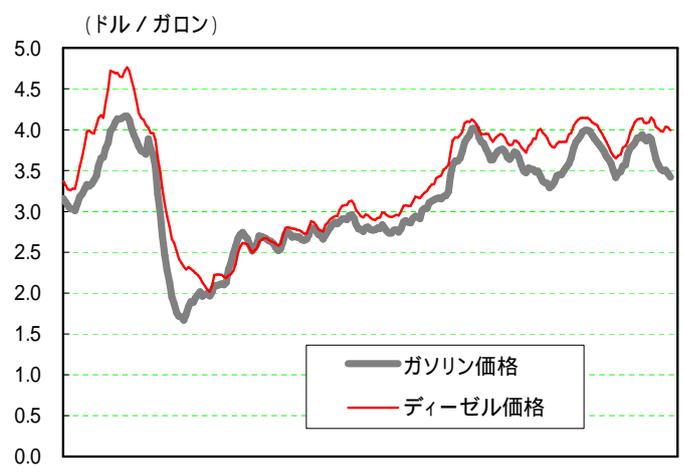
（注）直近値は12月7日  
（出所）米国エネルギー情報局（EIA）

（図表15）米国の原油生産量の推移



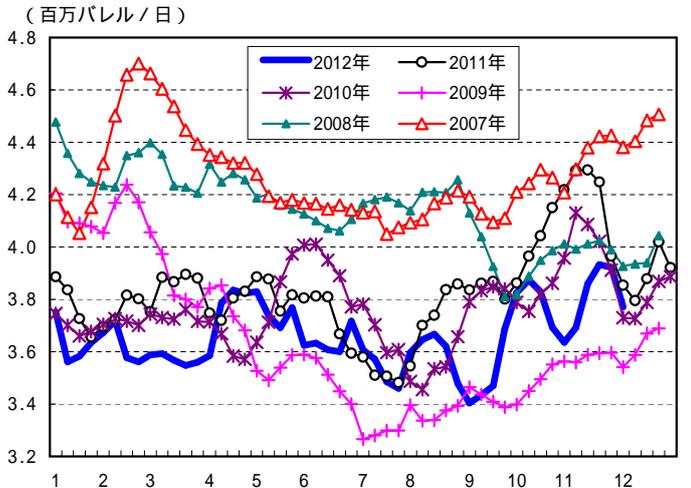
（注）直近値は12月7日  
（出所）米国エネルギー情報局（EIA）

（図表16）米国のガソリン価格とディーゼル価格



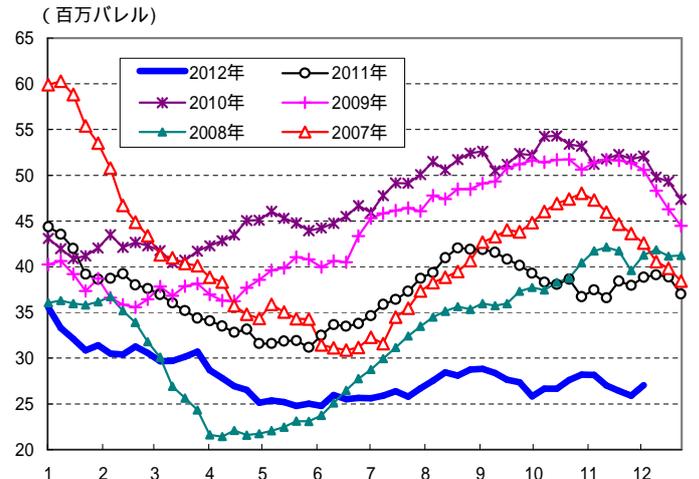
（出所）米国エネルギー情報局（EIA）

(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12月7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



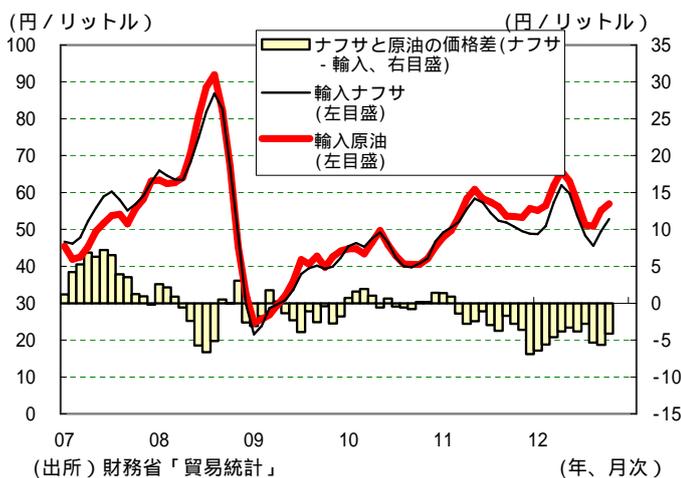
(注) 直近値は12月7日 (月、週次)  
(出所) 米国エネルギー情報局 (EIA)

(2) ナフサ：原油と連動して一進一退

日本の10月の輸入ナフサ価格(通関)は、1リットルあたり52.8円と前月比3.3円上昇した。一方、10月の輸入原油価格は56.9円と同1.8円上昇した。依然として、原油価格がナフサ価格よりも高い状態が続いている(図表19)。

11月以降のナフサ市況をみると、原油価格とともに一進一退となった(図表20)。ナフサや代替性が大きいガソリンに関連する動向をみると、ロシア、ブラジルなどのガソリン需要が伸びていること、2013年に入ってインドや東アジアの製油所のメンテナンスが見込まれること、などが需給引き締め要因として意識される。一方で、石油化学製品への需要が低調なこと、冬場が終わりに近づくとプロパンなどLPG(液化石油ガス)をナフサの代わりに使う動きが進むこと、米国でガソリン生産が増加して輸入減少や輸出増加につながっていること、などが需給緩和要因として意識される。

(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」 (年、月次)

(図表 20) ナフサと原油の価格の推移



(出所) Bloomberg (年、日次)

### 3. 産油国動向等：OPECは生産目標の据え置きを決定

#### (1) OPECの生産動向

11月のOPECの産油量は日量3,152万バレルと前月比33万バレル減であった（Bloombergによるアナリスト等へのアンケート結果、図表21）。ナイジェリアやサウジアラビアが減産となった。ナイジェリアでは、洪水の影響があったことに加えて、破壊活動や盗難被害も続いた。

12月12日に開催されたOPEC総会では、生産枠を3,000万バレルに据え置く決定がなされた。事前に、アンゴラ、アラブ首長国、リビアなどは生産目標の据え置きを支持する見解を表明していた。一方、イランは「3,000万バレルとする決定も支持するが、2,800万バレルへの引き下げが望ましい」とし、アルジェリアは「現行の生産目標はやや多すぎ、需要の落ち込みや在庫の増加を懸念している」と述べていたが、高価格を志向する加盟国からも強硬な減産要求はない状況だった。一方で、リビア出身のバドリ事務総長の後任人事を巡る議論は決裂し、バドリ議長がさらに1年継続することになった。

12月9日に、リビアの石油相は、当面、150万バレルの産油量を維持しつつ、今後数カ月のうちに10万バレル増産することが目標だと述べた。13日にアンゴラ石油相は、目標である200万バレルの生産を達成するには多くのなすべきことがあると述べた。一方、12日にイラクは、減産が必要になる場合には、OPECの他国が中心となって減産すべきであるとの主張を述べていた。

（図表21）OPECの生産動向

国名	生産量 (11月)	生産量 (10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 (11月)
アルジェリア	120.0	120.0		120.2	140.0	85.7%	20.0
アンゴラ	174.0	178.0		151.7	205.0	84.9%	31.0
エクアドル	50.4	50.2		43.4	50.5	99.8%	0.1
イラン	270.0	265.0		333.6	350.0	77.1%	80.0
イラク	335.0	335.0		-	340.0	98.5%	5.0
クウェート	280.0	280.0		222.2	320.0	87.5%	40.0
リビア	143.0	145.0		146.9	180.0	79.4%	37.0
ナイジェリア	190.0	209.0		167.3	250.0	76.0%	60.0
カタール	73.5	75.0		73.1	100.0	73.5%	26.5
サウジアラビア	970.0	980.0		805.1	1,250.0	77.6%	280.0
UAE	260.0	263.0		222.3	280.0	92.9%	20.0
ベネズエラ	286.0	285.0		198.6	290.0	98.6%	4.0
OPEC 12カ国	3,151.9	3,185.2	3,000.0	-	3,755.5	83.9%	603.6
OPEC 11カ国	2,816.9	2,850.2		2,484.5	3,415.5	82.5%	598.6

（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

11月28日に、米上院が対イラン追加制裁法案を検討していると報道された。金融制裁等を強化するもので、トルコによる金を代価とする天然ガスの輸入なども制裁の対象になる、とされている。29日には上院の超党派議員が対イラン追加制裁の法案を提出した。

12月7日に米政府は、中国、インド、韓国、トルコ、南アフリカ、台湾などに対して、対イラン経済取引に対する罰則の適用免除を6カ月間延長する方針を決定した。EUや日本については9月に6カ月間の延長を認めていた。

13日に、IAEA（国際原子力機関）とイランとの核開発を巡る協議が再開された。IAEAはプルチン核施設の視察を求めている。

14日に、IAEAのナカーツ事務次長は「協議に進展があった」とし、2013年1月16日の次回会合で、核施設検証の枠組みで合意できるとの見通しを示した。もっとも、今年5月にはIAEAの天野事務局長が合意は近いと述べた後に、協議が頓挫した経緯がある。

## (3)パレスチナ問題

11月29日に、国連総会において、パレスチナの国連での地位が「オブザーバー組織」から「オブザーバー国家」に格上げされた。イスラエルや米国など9カ国が反対し、イギリスやドイツなど41カ国が棄権したが、フランス、日本、中国、インドなど138カ国が賛成した。

もっとも、パレスチナ自治区内では国家樹立への期待が高まったとする意見と、国連での取り組みは無意味だとする意見との対立があるようだ。パレスチナ自治政府のアッバス議長は、イスラエルとの武力衝突を繰り返すイスラム原理主義組織のハマスに人気面で徐々に押され、政治基盤が弱くなっているとされる。

米国は、イスラエルとパレスチナの直接交渉以外では和平はもたらされないとして、「国家」への格上げは和平の障害になり、好ましくないとの立場をとっていた。

イスラエルは、パレスチナ国家の樹立には、イスラエルをユダヤ人国家と認めることやパレスチナ紛争の終結を宣言することが必要だとしている。しかし、フランスなど欧州諸国が賛成の意向を示すようになる中で、パレスチナ自治区への経済制裁などの強行措置は見送る姿勢へと軟化したようだ。なお、イスラエルでは1月22日に総選挙が行われ、新政権の方針が注目される。

## (4)シリア内戦

12月12日に、米政府とNATO（北大西洋条約機構）は、シリアのアサド政権が反体制派に対してスカッド・ミサイルによる攻撃を行っているとした。シリア政府は、これを否定している。アサド政権の崩壊は近いとの見方が強まっており、すでに100カ国以上が反体制派をシリアの代表として承認している。

・ベースメタル

1. 銅を中心とした概況：需要底割れの懸念後退により市況はボトムアウト

非鉄ベースメタル市況の中心となる銅市況は、9月中旬には一時8,400ドル台をつけた後、下落傾向で推移し、11月上旬～中旬は7,500ドル台～7,600ドル台を中心に推移した。その後、12月中旬には8,100ドル前後まで上昇してきている。

11月中旬頃までは、欧州景気の一段の低迷や中国景気の減速の長期化への懸念が続き、米国の財政の崖への警戒感もある中で、コモディティ市場全般に下落傾向の推移となっていた。

もっとも、11月下旬には、欧州諸国によるギリシャ支援策の具体化を巡る協議は難航しつつも徐々に進展し、最終的には融資再開で合意に達し、欧州の財政金融危機に対する警戒感は後退に向かった。南欧諸国の国債利回りが低下するなど金融市場に安定感が増す中で、為替市場ではドル安（ユーロ高）が進み、銅などベースメタル市況は上昇気味に推移した。

また、12月初めにかけて、中国では過剰在庫の調整一巡による生産活動の持ち直しがみられているとの観測や、製造業関連指標の持ち直しが確認されたことを受けて、銅市況は上値を模索する動きに転じた。

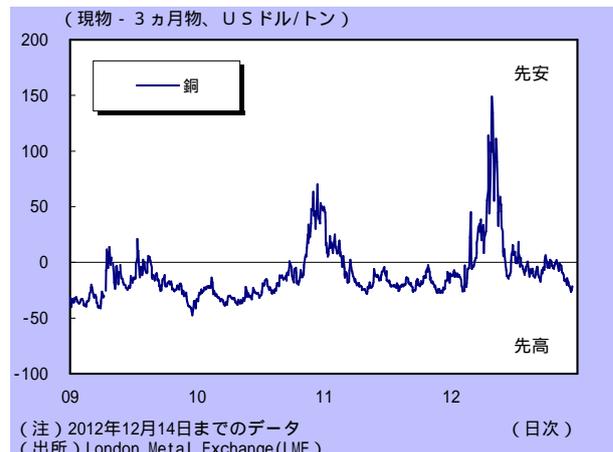
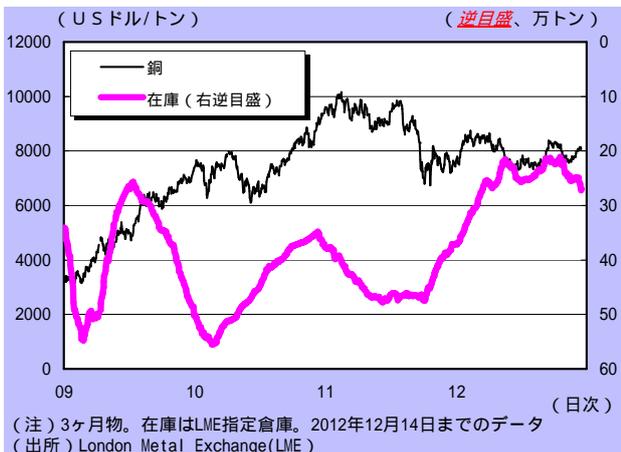
12月10日に発表された中国貿易統計では、11月の銅地金の輸入は前年比2桁増となった。もっとも、10月の大型連休（国慶節）の影響などによって、昨年よりも輸入時期が11月にずれ込みやすくなったと指摘されており、今のところ、銅需要の持ち直しを明確に牽引する材料はみえにくい。実勢として、輸入需要が力強さを増しているわけではなさそうだ。

欧州や中国を起点にした景気減速圧力が、米国や日本にも及んでいるが、欧州や中国の経済情勢の悪化には歯止めがかかっているようだ。もっとも、米国の「財政の崖」への懸念もあり、当面、各国の企業は生産や購買を慎重に行う状況が続き、銅などベースメタル需要は盛り上がりを欠くだろう。しかし来年春頃にかけて、中国を中心に製造業活動が現状よりも持ち直すと思われ、銅市況はやや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：2,100ドル台に上昇

アルミニウムは、9月中旬に1トンあたり2,200ドル台まで上昇した後、下落し、10月下旬～11月上旬は1,900ドル前後で推移した。12月中旬には、2,100ドルまで上昇してきている。

銅などに比べると、上昇に転じるタイミングがやや早くみえるが、これは、11月中旬に中国の国家備蓄局（SRB）による購入計画が報道されたためである。

12月13日には、中国のアルミニウム精錬業者とアルミナ生産会社との間で行われた2013年のアルミナの売買交渉において、LMEのアルミニウム地金の17%以上という高値になったと報道された。中国におけるアルミニウム精錬能力の増強が続いており、アルミナの品不足感が生じているとされる。

一方、LME市況については、倉庫からの出荷能力不足を背景に、実勢と異なる価格が付いているとの批判が広がっている。批判には2種類あるように思われる。第1に、金融取引のためにLME倉庫内の地金が使われるため、LME市況は押し上げられているという見方がある。第2に、LME倉庫内に地金が集中しており、市中で取引される地金は不足しており、市中のアルミニウム価格が押し上げられているという見方もある。

他の金属とともに市況は上昇してきており、春先にかけて中国の生産活動が活発化するとアルミニウム市況も緩やかに上昇するだろう。しかし、金融取引に利用されている在庫が多いとみられること、需要に比べて供給力が大きいとみられること、などを背景に他金属よりも上値が重くなりやすいとみられる。

### (2) ニッケル市況：17,500ドル程度に上昇

ニッケル市況は、10月上旬に1トンあたり19,000ドル近くまで上昇した後に下落し、10月下旬～11月中旬は16,000ドル前後での推移となった。12月中旬は17,500ドル程度を中心に推移している。

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、中国では、ニッケル地金を使わずにニッケル銑鉄（NPI）を用いるRKEF（Rotary Kiln Electronic Furnace）という新方式の大規模生産が普及しており、ステンレス鋼の製造のコストが低減されている。このため、ニッケル地金の需要が抑制されているようだ。

もっとも、景気変動に伴うニッケル地金の需要変動は大きいため、足元では世界景気の見通しがやや改善していることに伴ってニッケル市況は上昇している。2013年は、ニッケル地金の供給が増加する見通しであるが、ニッケル市況は緩やかな上昇基調が見込まれる。

### (3) 亜鉛市況：再び2,100ドル台に上昇

亜鉛市況は、9月に大幅に上昇して1トンあたり2,100ドル台をつけていたが、10月下旬には一時1,812ドル程度まで下落していた。その後、12月中旬には、再び2,100ドルまで上昇した。

11月15日に、アルミニウムとともに亜鉛についても、中国の国家備蓄局（SRB）による入札が行われ、ある程度は市況の下支え要因として意識されたが、市況を押し上げるほどの規模・価格ではなかったとされる。

11月22日に、スイス系の大手資源商社グレンコアによるスイス系大手鉱山会社エクストラの買収案件が、EU当局によって承認された。もっとも、亜鉛については、両者のシェアが大きく、市場支配力が高まることへの懸念が指摘されたため、グレンコアが株式の7.9%を保有するベルギー系の亜鉛鉱山会社ニルスターの全株式を売却し、グレンコアとニルスターの長期売買契約を解除する方針が示された。

今後、欧州景気の下げ止まりや中国景気の持ち直しを材料に、亜鉛市況は緩やかに上昇すると思われるが、各地で鉱山開発が進んでいることもあり、上値は抑制されるとみられる。

#### (4) 錫市況：23,000ドル台に上昇

錫市況は、10月上旬に1トンあたり22,600ドル超まで上昇したが、10月下旬～11月上旬には20,000ドルを下回っていた。その後、12月に入って、23,000ドル台にまで上昇している。

最大輸出国のインドネシアでは、11月は大雨の影響などから錫生産が低迷し、錫輸出量は10月に比べて3割近く減少したようだ。また、12月10日には、インドネシア国営のティマ社が2013年の錫生産量が2012年を下回る水準に抑えられるとの計画を発表した。

錫の供給不足が意識され始めているようだ。当面、エレクトロニクス産業向けを中心とする錫の需要動向に不透明感があるため、錫市況は、一進一退が続くと見込まれるが、エレクトロニクス関連の生産活動の拡大ペースが速まると、錫市況に上昇圧力がかけやすくなる可能性がある。

#### (5) 鉛市況：上昇して再び2,300ドル台

鉛市況は、9月下旬～10月上旬に1トンあたり2,300ドル前後まで上昇していたが、10月下旬には一時2,000ドル割れまで下落した。その後、12月中旬にかけて再び2,300ドル台まで上昇している。

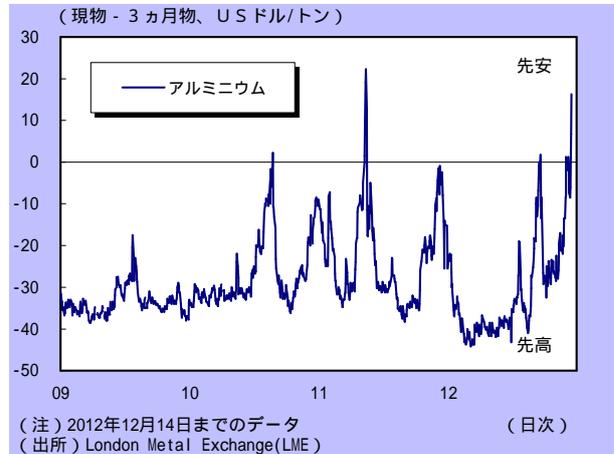
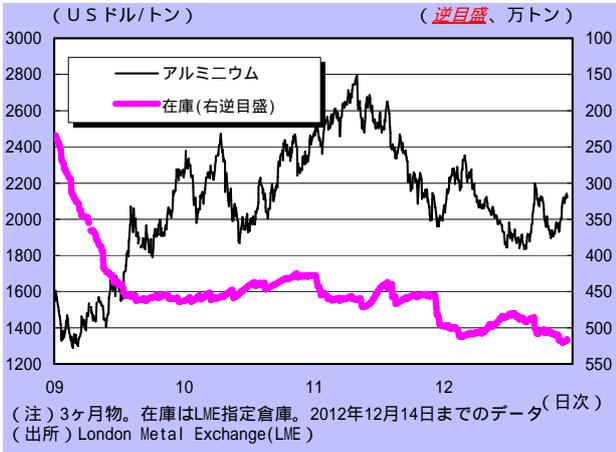
もっとも、鉛は、景気動向に関係なく発生する交換用バッテリー向けの需要の比重が多く、景気による需給変動が小さい商品だとされる。世界景気の持ち直し局面では、鉛市況の上昇テンポは、ニッケルや銅などに比べて、緩やかにとどまると思われる。

なお、中国では鉛汚染が社会問題となり、2011年には鉛を扱うバッテリー工場が閉鎖されたが、2012年には多数のバッテリー工場が立ち上がってきており、特に夏場以降は、鉛地金の需要が押し上げられていたとみられる。しかし、鉛電池の販売に勢いはなく、在庫が増加しているとされ、足元では、鉛電池の生産調整の動きがあるとされる。中国での鉛需要が大幅に鈍化するようだと、市況が軟化する可能性がある。

(図表 23) 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

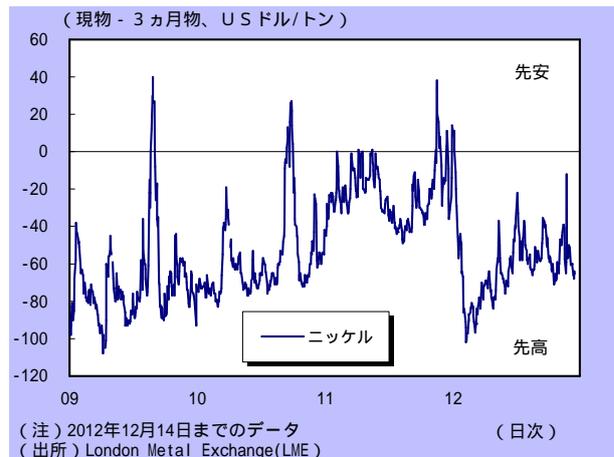
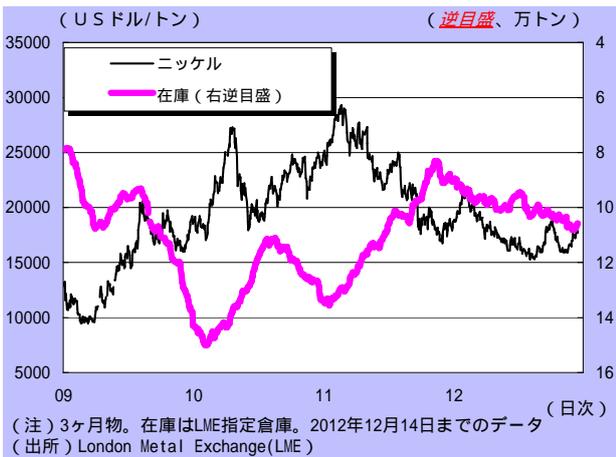
現先スプレッド(現物 - 3ヵ月物)の推移



(図表 24) ニッケル

ニッケル相場とLME指定倉庫在庫の推移

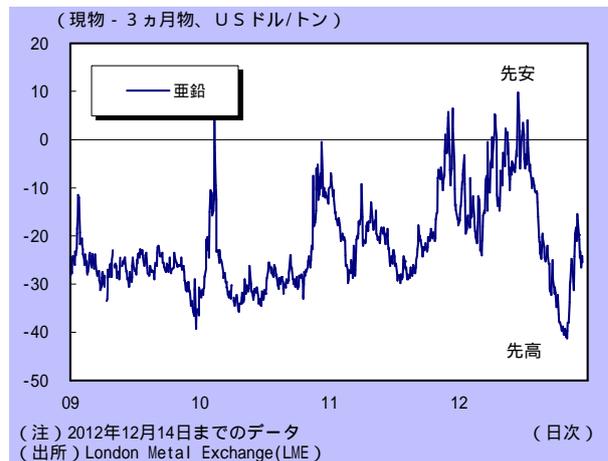
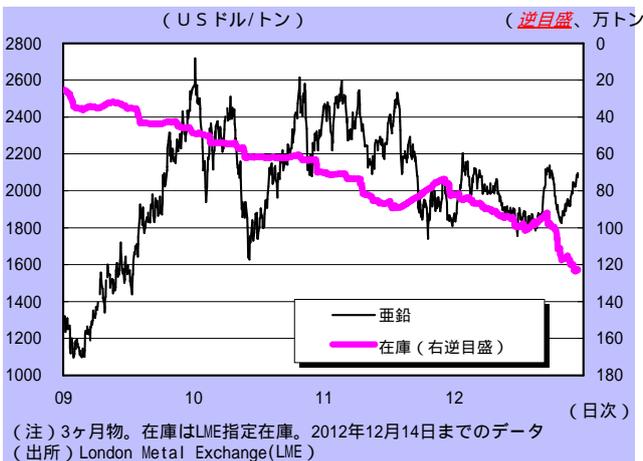
現先スプレッド(現物 - 3ヵ月物)の推移



(図表 25) 亜鉛

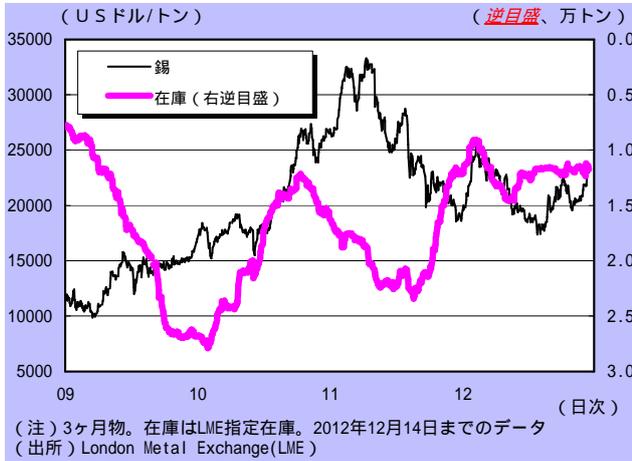
亜鉛相場とLME指定倉庫在庫の推移

現先スプレッド(現物 - 3ヵ月物)の推移

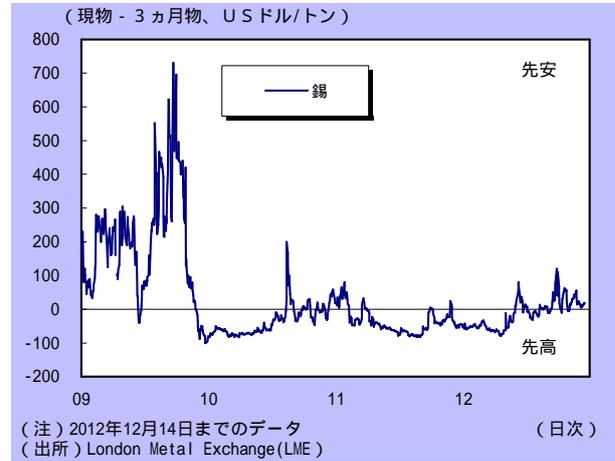


(図表 26) 錫

錫相場と L M E 指定倉庫在庫の推移

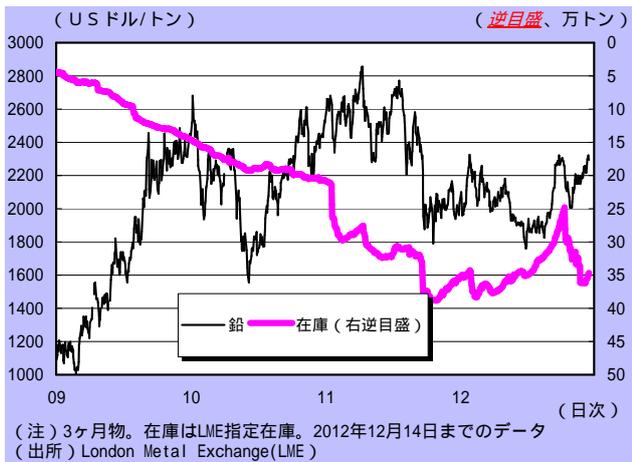


現先スプレッド ( 現物 - 3 カ月物 ) の推移

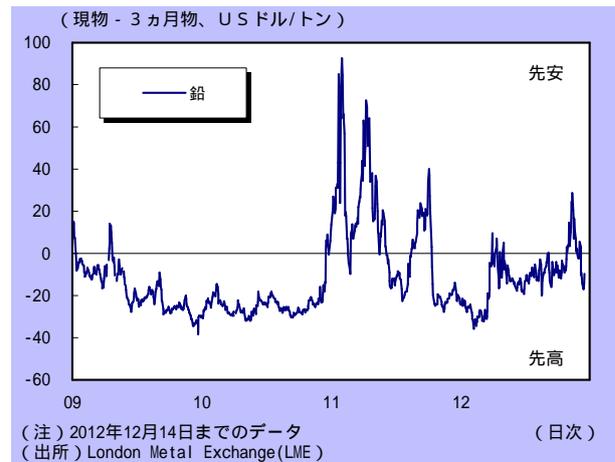


(図表 27) 鉛

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 カ月物 ) の推移



・貴金属：金は再び1,700ドル割れ

金市況は、10月上旬には1トロイオンスあたり1,795ドルまで上昇していたが、その後は下落し、11月上旬には一時1,672ドルまで下げた。11月中旬以降、1,700ドル台を回復していたが、12月上旬には再び1,700ドル割れとなり、足元とでは1,700ドル前後の推移が続いている。

少し長い推移をみると、金市況は、6月以降上昇基調で推移していたが、1,800ドルの節目を超えられず、足元では、1,700ドルの節目を下回る場面があるなど下落気味に推移しており、上値の重さが感じられる。

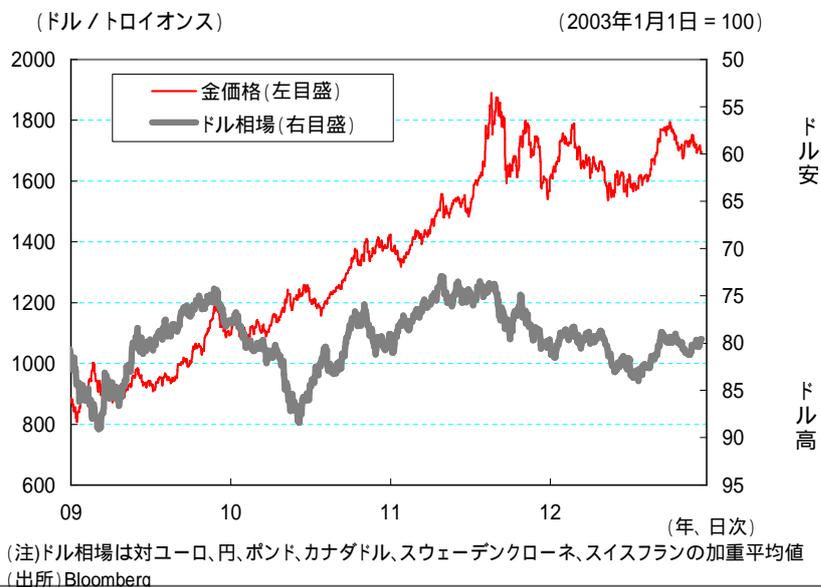
12月12日には、FOMC（米国公開市場委員会）が、9月から開始した毎月400億ドルの住宅ローン担保債（MBS）の購入を継続することに加えて、2012年末に期限を迎えるツイスト・オペ（＝保有国債の内訳を長期債にシフトする方策）に替わって毎月450億ドルの長期国債を購入するとの政策を発表した。これらは、事前の想定どおりの内容であったと思われる。

しかし、ゼロ金利（0～0.25%）を維持することが適当な期間として、失業率が6.5%以上にとどまる、インフレ率が長期的な目標値である2%よりも0.5%以上上振れしない、といった条件に言及したことは、想定よりもインフレに寛容なスタンスだと受け止められたようだ。中長期的なインフレ率の高まりを警戒して、長期金利がやや押し上げられた。長期金利が上昇するのに伴って、株価は上値を抑えられる動きになり、FOMC直後はやや上昇していた金市況も、売りに押されるようになった。

13日にユーロ圏財務相会合（ユーログループ）とIMF（国際通貨基金）は、来年3月までに491億ユーロの対ギリシャ融資を行うことで合意したと発表した。ギリシャ首相は、ユーロ離脱の可能性は消滅したと述べた。この間、ギリシャ政府による国債買戻し策（元本の33.4%とされる）の進捗などを受けて、ユーロ高・ドル安となった。ドル安による金市況の押し上げという見方は広がらず、ユーロ崩壊リスクの後退が金買い要因の剥落とみなされたようだ。

欧州の財政金融問題が蒸し返されたり、米国の財政の崖が懸念されたりしつつも、世界景気の回復基調は維持される中で、金市況は一進一退が見込まれる。

（図表 28）金価格の推移



## トピック

### ～ 原油・ベースメタル市況の見通し ～

本稿では、2014年度にかけての原油市況およびベースメタル市況の見通しについての考え方を述べてみたい。

2008年までの資源価格の上昇をうけて、多くの品目では資源開発が進展している。中国の経済成長率の低下や欧州景気の低迷によって資源需要の勢いはやや鈍化している。一方、米国景気は底堅く推移しており、世界的に資源需要が大幅に減少することも考えにくい。近年、資源需給の逼迫が懸念される状況が続いていたが、資源需給のバランスは安定感を取り戻しつつあるように思われる。

#### (1) 2012年の原油市況

まず、2012年の原油市況の動向を振り返っておこう。

1～2月は、米欧の金融緩和策などを受けて、世界景気の減速懸念が後退して、コモディティ市況全般が上昇につながる中で、原油については、イラン核開発問題の緊迫化が市況押し上げ要因となった。しかし、3月以降は、FRBによる追加緩和観測の後退、中国経済の減速観測、ギリシャ政局の混迷、米国景気の減速、スペイン銀行救済の難航などが相次いで市況の下落要因になった。6月後半には、ブレント原油が90ドル割れ、WTI原油が70ドル台半ばまで下落した。

6月終盤には、欧州安定メカニズム(ESM)による銀行救済などの方針が発表され、国際金融市場の混乱が回避されたとの見方から原油も買われた。7月以降は、欧州問題への懸念は再び警戒感が徐々に強まったが、原油市況は、イラン核開発問題での交渉の行き詰まりやシリア内戦の激化を受けて高止まりした。

9月前半には、中国政府による公共投資計画の承認やECBによる南欧国債の買い取り表明によって世界景気の減速懸念が和らぐ中で、リビアの米国領事館襲撃やIAEA理事会における対イラン非難決議によって、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。FRBによる量的緩和第3弾(QE3)が決定された9月14日には、ブレント原油が118ドル近く、WTI原油が100ドル超に上昇した。

しかし、9月後半以降は、他のコモディティと同様に原油市況も下落傾向で推移した。原油については、パレスチナ情勢の悪化が市況押し上げ要因となったが、欧州景気の一段の低迷、中国の景気減速の長期化、欧州や中国の景気下振れによる日本等への悪影響、米国の財政の崖への懸念など、市況下押し材料が相次いだ。

12月にかけてイラン核開発・シリア内戦・パレスチナ情勢などの地政学問題の一段の悪化には歯止めがなかった状態になると、原油需要の鈍化や原油供給力の増加を材料に、原油市況はやや下落している。

(2) 原油価格の見通し

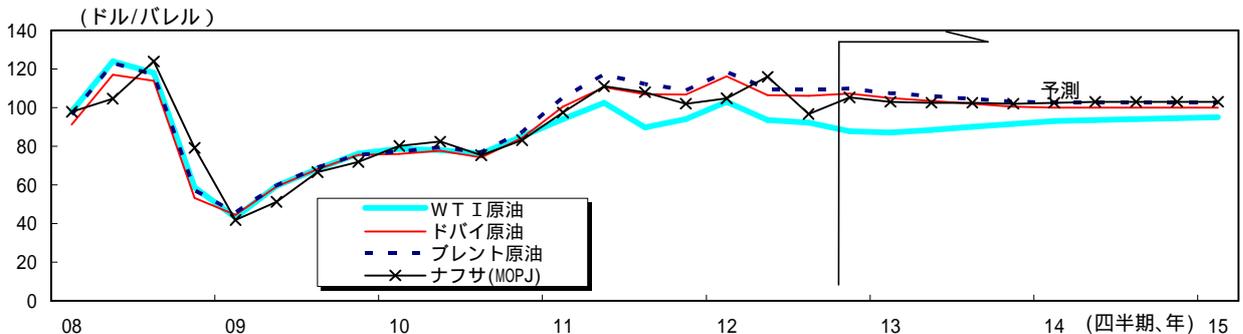
当面、地政学問題で新たな緊迫化材料が出てくること、米国北東部などの気温低下によって暖房油需要が高まることなど原油市況の押し上げ要因への警戒感も残る。しかし、そうしたことがなければ、足元の原油需給の緩和状況を反映して原油市況に下落圧力がかけやすと思われる。春頃には、北半球の気温が上昇するのにもなって、原油需要が鈍化することもあり、需給が緩みやすくなる可能性もある。

もっとも、新興国を中心に世界の原油需要の増加基調が続くと見込まれる中で、原油市況が大幅下落することも考えにくい。原油市況の落ち着きどころとして、サウジアラビア石油相がかねてから言及していたブレント原油で100ドル程度が意識されるだろう。また、ブレント原油が100ドルを大幅に下回って推移するようだと、サウジアラビアなどが減産に動くことにもなる。

中長期的には、新興国を中心に緩やかに原油需要が増加する一方で、北米・南米や中東での油田開発の進展が見込まれるようになっている。このため、今後数年程度について、原油市況は上昇トレンドを続けるというよりも、横ばい圏での推移をベースに考えるのが妥当なように思われる。

先進国の超金融緩和を背景に、資金運用先として各コモディティと同様に原油が選択肢とされやすい状況は続くだろうが、上記のような動向を反映して、実際に原油を投資先として選択する動きは限定的だろう。

(図表 31) 原油市況の見通し (2012年12月14日時点)



	予測値 (ドル/バレル)												
	<12月時点>				13年				14年				15年
	12年 1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q
WTI原油価格	102.9	93.5	92.2	87.8	87.2	88.5	90.0	91.5	93.0	93.5	94.0	94.5	95.0
(ブレントとの価格差)	(-15.4)	(-16.1)	(-17.3)	(-22.1)	(-20.3)	(-17.5)	(-14.5)	(-11.5)	(-9.5)	(-9.0)	(-8.5)	(-8.0)	(-7.5)
ドバイ原油価格	116.2	106.5	106.1	107.3	105.0	103.5	102.0	100.5	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
(ブレントとの価格差)	(-2.1)	(-3.0)	(-3.4)	(-2.6)	(-2.5)	(-2.5)	(-2.5)	(-2.5)	(-2.5)	(-2.5)	(-2.5)	(-2.5)	(-2.5)
ブレント原油価格	118.4	109.6	109.5	109.8	107.5	106.0	104.5	103.0	102.5	102.5	102.5	102.5	102.5
ナフサ価格(MOPJ)	104.7	115.9	96.6	105.3	103.0	102.5	102.5	102.0	102.5	103.0	103.0	103.0	103.0
(ブレントとの価格差)	(-13.6)	(6.3)	(-12.8)	(-4.6)	(-4.5)	(-3.5)	(-2.0)	(-1.0)	(0.0)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)

(注) シャドー部分は予測。期中平均値。

### ( 3 ) ベースメタル市況の現状

マクロ経済環境をみると、2012年初は、前年12月に打ち出された欧州中央銀行（ECB）による長期資金供給オペ（LTRO）、欧州諸国による対ギリシャ第2次支援策の進捗、中国の資源需要の増加観測、FRBの追加緩和への期待などが株式やコモディティなどの市況全般を押し上げていた。しかし、春以降、中国経済の成長力への期待値が下方修正される一方で、米国の景気回復力が見直される傾向となり、総じて世界需要に占める中国のシェアが大きいベースメタルの市況には、中国の景気動向が反映されやすく、他のコモディティよりも上値が抑制されやすくなった。銅市況（LME）は、2月9日につけた1トンあたり8,765ドルが2012年の高値となっている。

夏場以降も、原油市況が地政学リスク要因によって高止まりしたのに対して、銅など非鉄ベースメタル市況は低迷気味に推移した。7月下旬～8月中旬は7,300～7,600ドルを中心に横ばい圏で推移した。もっとも、構造的な供給過剰にある中国の鉄鋼部門の調整圧力が顕著に現れた鉄鉱石や、中国での想定外の電力需要の落ち込みや米国からの供給圧力の影響を受けた石炭に比べると、非鉄ベースメタル市況の落ち込みは限定的であり、むしろ底堅いともいえる推移であった。

秋に入って、欧州や中国を起点にした景気減速圧力が、米国や日本にも及び、エレクトロニクス産業の生産見通しなどに悪影響を及ぼしたように思われる。年末商戦などに向けた製造業活動は、一部のスマートフォンやタブレット端末を除けば、期待はずれに終わったと思われる。

しかし、そうした中でも、2012年に世界経済の成長率が下振する震源となった欧州や中国の経済情勢の悪化には歯止めがかかっているようだ。先行きを考えると、米国の財政の崖への懸念もあって、当面、各国の企業は生産や購買を慎重に行う状況が続き、銅などベースメタル需要は盛り上がりを見込められそうだが、来年春頃にかけて、中国を中心に製造業活動が現状よりも持ち直す、といった見通しは描ける。

### ( 4 ) ベースメタル市況の見通し

銅については、開発計画が出てきているものの、他の金属や原油に比べると、出遅れている状況だ。例えば、チリの国営会社であるコデルコの2012年の鉱山生産量は目標量である170万トンに達しないようだ。コデルコは、3つの鉱山の開発（新鉱山であるミニストロ・ハレス、チュキカマタの地下鉱床の開発、エル・テニエントの新鉱床）に着手しているとされ、2013年はミニストロ・ハレスの生産が生産開始されるため、生産量はようやく170万トンを超えるとしているが、需要の伸びに比べて開発の進捗が遅い感がある。中長期的には、アフリカの大型の鉱床（カッパーベルト）の開発が期待されており、コンゴなどで開発が進められつつあるが、現状では政情不安などの問題もあり、開発に参入する動きは限定的である。一方、最大需要国である中国の銅については、電力関連等の需要は増加基調を続けており、足元で減速感が出ているとみられる建築向けやエレクトロニクス関連も回復が見込まれる。銅は、供給の伸びが限定的なため、景気回復期には、他品目よりもやや市況上昇圧力がかけやすいと思われる。

アルミニウムについては、中国需要は増加を続けている。建築向けは鈍化したものの、自動車向けは堅調に推移し、食品包装向けや電力関連でも増加し、全体では前年水準を上回っている。しかし、需要の増加ペースはアルミニウム生産者が想定したよりも弱いというのが実態であり、

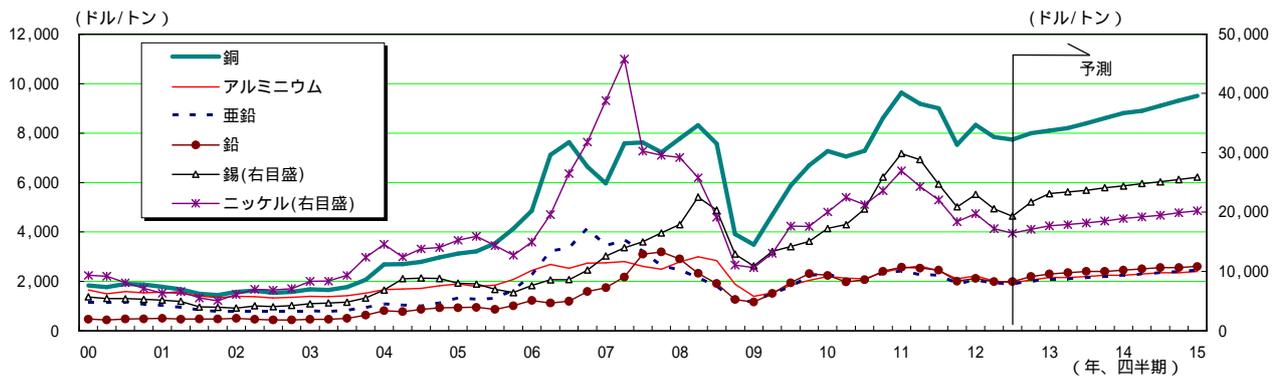
やや供給過剰感が残るようだ。

ニッケル、亜鉛についても、鉱山開発や新精錬法の開発によって供給力が拡大しつつあり、需給逼迫懸念は和らいできていると思われる。中国における建築部門向けの需要鈍化が懸念されたが、中国経済の減速に、製錬メーカーの目線がなれてくるとと思われる。

鉛については、足元では新規のバッテリー工場の稼動に伴う一時的な需要の増加とその反動減によって需給の変動がみられそうな局面である。錫については、最大輸出国であるインドネシアの動向に需給が左右される状況が続きそうだ。

ベースメタル市況は、総じてみれば、各品目とも、世界景気の拡大に伴う需要の増加によって需給は、引き締まり傾向となるだろうが、供給力が増加していることにより、上値は抑制されるであろう。

(図表 32) ベースメタル市況の見通し (2012年12月14日時点)



< 12月時点 >	予測値																
	11年				12年				13年				14年				14年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q												
銅	9,634	9,178	9,003	7,529	8,327	7,829	7,732	8,000	8,100	8,200	8,400	8,600	8,800	8,900	9,100	9,300	9,500
アルミニウム	2,528	2,622	2,432	2,114	2,219	2,018	1,954	2,050	2,150	2,150	2,200	2,250	2,250	2,300	2,350	2,350	2,400
ニッケル	26,938	24,321	22,065	18,402	19,724	17,220	16,424	17,100	17,700	17,900	18,200	18,500	18,900	19,200	19,500	19,900	20,200
亜鉛	2,417	2,275	2,250	1,917	2,042	1,932	1,909	2,000	2,100	2,100	2,150	2,200	2,250	2,300	2,350	2,400	2,450
鉛	2,573	2,536	2,453	2,010	2,118	1,985	1,995	2,200	2,300	2,350	2,400	2,400	2,450	2,500	2,550	2,550	2,600
錫	29,882	28,862	24,724	20,882	22,995	20,580	19,324	21,700	23,100	23,400	23,700	24,100	24,400	24,800	25,100	25,500	25,900

### (5) まとめ

現状は、「新興国経済の膨張、資源の枯渇化、通貨価値の下落などを背景とした資源価格高騰が続く」という資源価格上昇派の見解と、「中国経済の減速やシェール革命により、資源価格上昇のスーパーサイクルは終わった」という資源価格下落派の見解とが依存している。

論点は、エネルギー関連の技術、新興国経済、資源開発、欧州経済、米国経済、金融財政問題と非常に多岐にわたっていて、議論の出発点とすべき現在の経済状況についても、米国・欧州・中国ともに非常に不透明感が強い。

数年前のように、「資源の枯渇」、「新興国の高成長」、「温室効果ガス抑制」といった多くの人の共通認識になるような見解が形成されにくくなっている。すなわち、原油やベースメタルなどコモディティ

商品市況全般の大きなトレンドをつくるようなシナリオが生じ難くなっていると思われる。

- 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。