

## 調査レポート

# コモディティ・レポート <2014年9・10月>

### I. コモディティ市況全般：9～10月は原油を中心に総じて下落傾向

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月下旬にかけて上昇していたが、その後、下落傾向が続いた。マクロ経済環境をみると、欧州や中国を中心に景気の下振れ圧力が意識される中、10月に入ると、米国景気の減速も懸念されるようになり、コモディティ市況の下押し要因となった。コモディティ市況の下落は一巡したとみられるものの、当面、反発力は弱いであろう。

### II. エネルギー市況：原油は大幅下落

ブレント原油は、6月にイラク情勢の緊迫化を受けて上昇したものの、その後は、需要鈍化懸念などを背景に下落傾向で推移し、10月16日には一時82.60ドルの安値をつけた。北半球が冬場になり、原油の需要期に入ってくるものの、当面、原油需要の下振れ懸念は残るとみられ、上値が重い展開が予想される。

### III. ベースメタル市況：銅は下落後、6,600ドル前後で推移

銅市況は、世界景気の減速懸念やドル高を材料に下落傾向で推移し、10月中旬には一時6,600ドル割れに下落した。世界景気の減速懸念は一巡しつつあるが、銅は、鉱山からの銅鉱石の供給増が意識されやすいこともあり、銅相場は、一進一退が続きやすい状況とみられる。

### IV. 貴金属市況：金は1,200ドル割れに下落

金市況は、7月中旬に1トロイオンスあたり1,340ドルに迫ったものの、その後は、下落傾向で推移し、10月末には一時1,160ドル近くの安値をつけた。今後も、米国と日欧の金融政策の方向性の違いからドル高が進みやすいとみられる中、金相場は上値の重い展開が予想される。

### V. トピック

注目される11月27日のOPEC総会…原油価格の下落が進む中、OPEC(石油輸出国機構)の動向に注目が集まっている。従来、サウジアラビアを中心にブレント原油で100ドルが適正な水準との見方を示してきたが、その水準を下回ってきたため、原油の減産を決定する可能性があるからだ。しかし、サウジアラビアなどOPEC諸国の多くは、原油価格下落への対応を急がない様子である。11月24日に交渉期限を迎えるイラン核開発協議の行方も、今回のOPEC総会を読みにくくする要因である。

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 主任研究員 芥田 知至  
〒105-8501 東京都港区虎ノ門 5-11-2  
TEL: 03-6733-1070

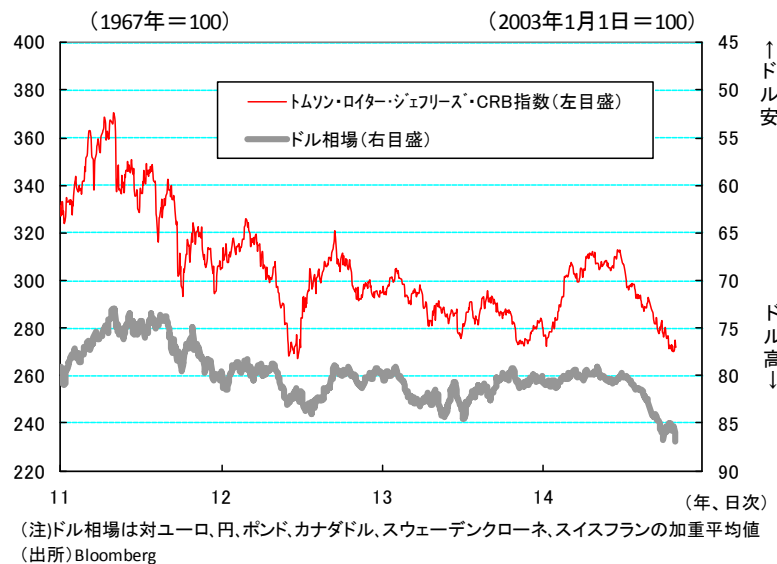
## I. コモディティ市況全般の概況：9～10月は原油を中心に総じて下落傾向

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月下旬にかけて上昇していたが、その後は下落傾向が続いた（図表1）。

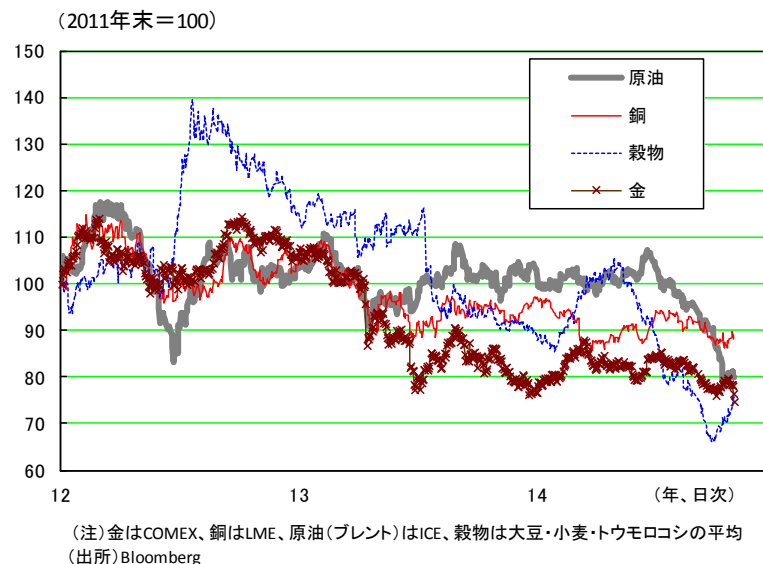
9～10月は、総じて、多くのコモディティが下落傾向で推移した（図表2）。9月は、原油や穀物の下落幅が大きくなった。10月は、穀物が反発したものの、原油は前半に下げが加速し、金は月末に再び下げ、銅は反発力が弱かった。

マクロ経済環境をみると、欧州の景気が大幅に減速し、中国でも景気の下振れ圧力が意識される中、10月に入ると、米国を含めた世界景気全体の減速が懸念されるようになり、コモディティ市況の下押し要因となった。世界景気の減速懸念によるコモディティ市況の下落は一巡したとみられるものの、欧州や中国を中心にさらなる景気下振れの懸念も残り、コモディティ市況の反発力は弱いであろう。

（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



## Ⅱ. エネルギー

### 1. 原油市況：大幅下落

国際指標とされるブレント原油は、6月19日にイラク情勢の緊迫化を受けて昨年9月以来の高値である1バレルあたり115.71ドルまで上昇したものの、その後は、下落傾向で推移し、10月16日には一時82.60ドルの安値をつけた。

9月は、2日に欧州や中国の景気減速懸念が続いたことや為替市場におけるドル高を背景に原油相場は下落した。3日にはウクライナ東部を巡る停戦協議が進展する可能性が示されたことや米国の製造業受注が大幅増を記録したことが景気拡大観測につながり、原油需要の減退観測が後退したことで原油高が進んだものの、5日には米国雇用統計が市場予想を下回り、原油売りの材料となった。その後も、中国の輸入統計の下振れ（8日）、OPEC月報における原油需要見通しの下方修正（10日）などを材料に、下落傾向が続いた。16日には、バドリOPEC事務局長が11月の総会で生産目標を日量50万バレル引き下げるとの見通しを示したことや、リビア国営石油会社がロケット弾による攻撃の影響でエル・シャララ油田の生産量が若干減少したと明らかにしたことから原油相場は上昇した。しかしその後も、ドル高や欧州・中国の景気減速観測が下押し材料となり、原油相場は下落気味に推移した。

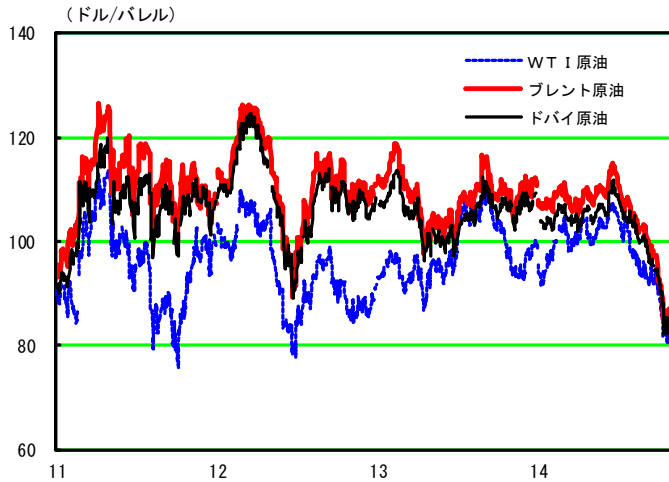
10月に入っても、サウジアラビアの国営石油会社であるサウジアラムコ社がアジア向けの原油販売価格を引き下げたと報道されたこと（1日）、米国雇用統計が景気の堅調さを示したことを受けてドル高が進んだこと（3日）、国際通貨基金（IMF）が世界経済の成長率見通しを引き下げたこと（7日）、ドイツの8月の鉱工業生産が2009年1月以来の大幅な落ち込みとなったこと（7日）、米エネルギー情報局（EIA）が原油需要見通しを引き下げたこと（7日）、国際エネルギー機関（IEA）が原油需要見通しを引き下げたこと（14日）などが相場の下落材料となった。その後、原油価格の下落には、いったん歯止めがかかったものの、反発力を欠いた状態が続いた。

ブレント-WTIの спреッド（価格差）は、昨年11月下旬には1バレルあたり20ドル近くまで再拡大していたが、その後、徐々に縮小し、足元は2~5ドル程度で推移している（図表5）。

先物市場（WTI）における投機筋の買い超幅をみると、6月下旬をピークに縮小傾向にある（図表9）。一方、商業筋を含めた先物の全建て玉残高は、7月上旬をピークに減少傾向にある（図表10）。

イラク情勢やウクライナ情勢など地政学的な懸念材料は解消されていないものの、実際の原油供給に障害は発生しておらず、地政学的リスク要因が原油相場を押し上げる圧力は弱まっている。また、米国のシェールオイルの増産傾向が続く中、リビアの原油生産は回復傾向で推移し、イラク南部からの原油輸出も堅調である。こうした中、欧州や中国を中心とした世界景気の下振れ懸念により、原油需要の鈍化観測が生じ、原油価格の下落が加速した。北半球が冬場となり、原油の需要期に入ってくるものの、当面、原油需要の下振れ懸念は残るとみられ、原油相場は、上値が重い展開が予想される。

(図表 3) 原油市況の推移

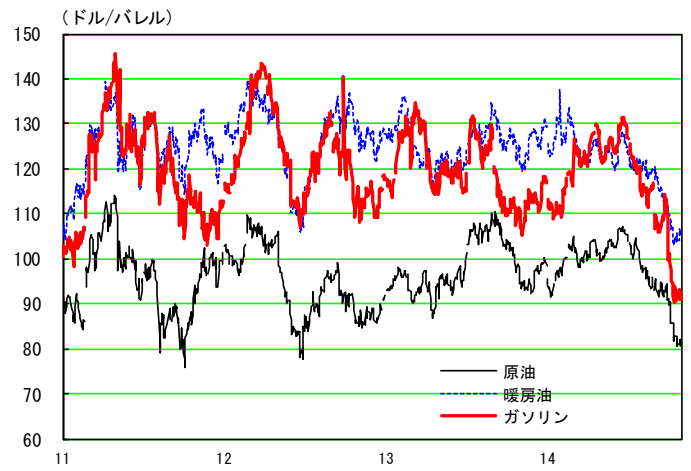


(注)直近は10月31日

(出所)Bloomberg、日本経済新聞

(年、日次)

(図表 4) 石油製品市況の推移

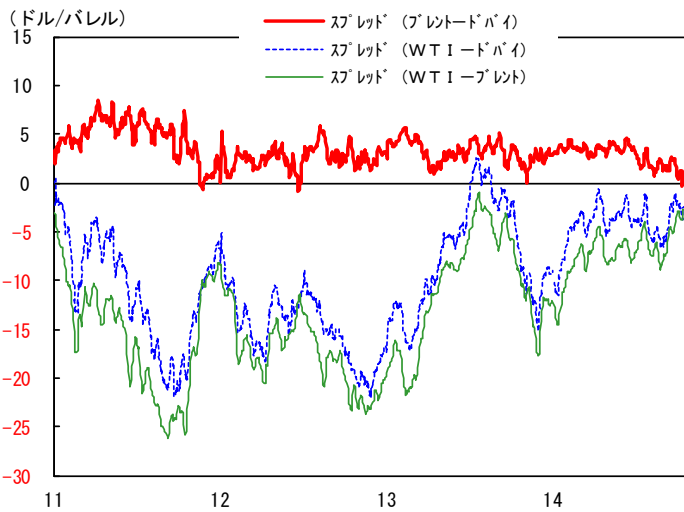


(注)直近は10月31日。すべてNYMEXの期近物

(出所)Bloomberg

(年、日次)

(図表 5) 油種間スプレッドの推移



(図表 7) 原油先物価格と先物カーブ

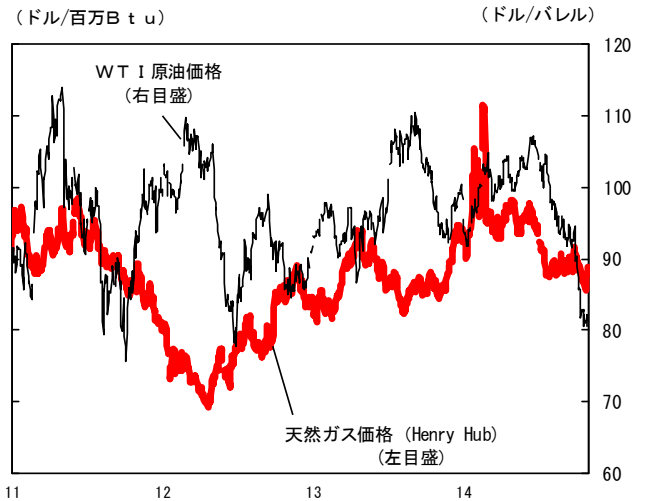


(注) 限月は28ヵ月先まで、2014年10月31日時点

(出所) ニューヨーク商業取引所 (NYMEX)

(年、月次)

(図表 6) 米国天然ガス市況の推移

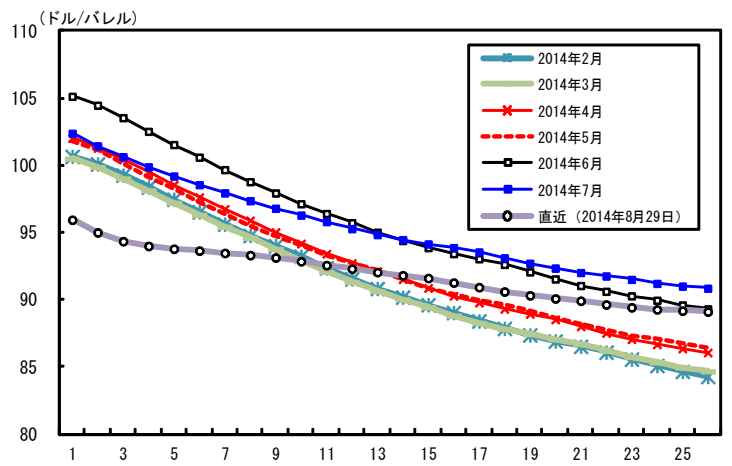


(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略

(注2) 直近は10月31日

(年、日次)

(図表 8) W T I 原油の先物カーブの変化

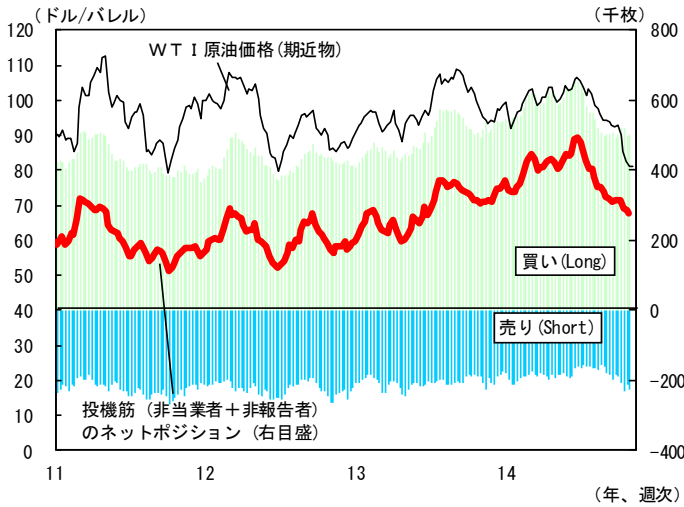


(注) 各時点における各限月 (28ヵ月先まで) のWTI原油先物価格

(出所) ニューヨーク商業取引所 (NYMEX)

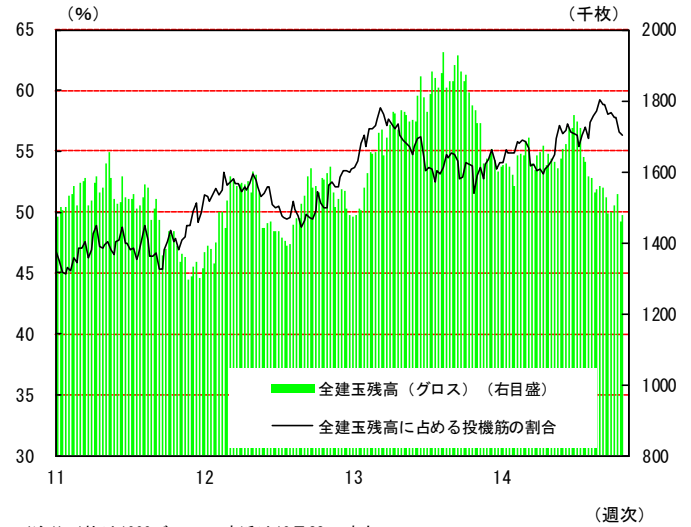
(限月)

(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28日時点、WT I 原油は10月29~31日の平均値  
 (注2) 旧分類に基づいた統計により作成  
 (出所) C F T C

(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28日時点  
 (出所) 米国先物取引委員会 (C F T C)

(図表 11) O P E C の原油生産量 (Bloomberg 集計の推計値)

国名	生産量 <10月>	(前月差)	生産量 <9月>	(前月差)	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	110.0	(0.0)	110.0	(-2.5)		120.2	120.0	91.7%	10.0
アンゴラ	170.0	(-17.0)	187.0	(12.0)		151.7	187.0	90.9%	17.0
エクアドル	55.5	(0.5)	55.0	(-0.9)		43.4	55.5	100.0%	0.0
イラン	277.0	(-1.0)	278.0	(-2.0)		333.6	350.0	79.1%	73.0
イラク	330.0	(15.0)	315.0	(5.0)		-	365.0	90.4%	35.0
クウェート	285.0	(-5.0)	290.0	(1.0)		222.2	325.0	87.7%	40.0
リビア	85.0	(7.0)	78.0	(28.0)		146.9	155.0	54.8%	70.0
ナイジェリア	209.0	(-4.0)	213.0	(-7.0)		167.3	240.0	87.1%	31.0
カタール	69.0	(0.0)	69.0	(-3.7)		73.1	78.0	88.5%	9.0
サウジアラビア	975.0	(10.0)	965.0	(5.0)		805.1	1,250.0	78.0%	275.0
U A E	285.0	(0.0)	285.0	(5.0)		222.3	300.0	95.0%	15.0
ベネズエラ	246.9	(-0.2)	247.1	(0.0)		198.6	300.0	82.3%	53.1
O P E C 12カ国	3,097.4	(5.3)	3,092.1	(39.9)	3,000.0	-	3,725.5	83.1%	628.1
O P E C 11カ国	2,767.4	(-9.7)	2,777.1	(34.9)		2,484.5	3,360.5	82.4%	593.1

(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) O P E C 11カ国はイラクを除く  
 (出所) Bloomberg

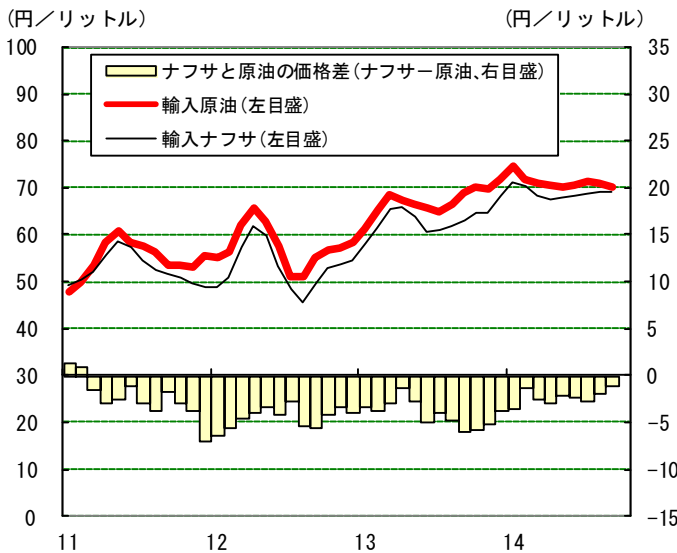
## 2. ナフサ市況：9～10月は原油安や需要鈍化懸念から大幅下落

日本の輸入ナフサ価格（通関）は、1月に1リットルあたり71.1円と2008年8月（82.7円）以来の高水準に達した後、4月に67.5円まで下落していたが、その後、下げ止まり、9月は69.0円であった。一方、輸入原油価格は、1月の74.6円から9月は70.0円まで下落した（図表12）。

アジアのナフサ市況の推移をみると、原油に連動して、6月後半にかけて上昇した後、下落傾向で推移し、9～10月は下落傾向がさらに強まった（図表13）。原油との相対価格をみると、9月までは一進一退が続いていたが、10月に入って、世界景気の減速懸念が強まったのに伴って、ナフサ安が進んだ。オランダにあるナフサ・クラッカーがトラブルから操業停止を余儀なくされ、復旧が遅れる見込みと伝えられたことも、ナフサ安の要因となった。

もっとも、その後は、安値とみた買い注文もみられ、ややナフサ高方向の動きがみられる。ナフサ市況は一進一退が見込まれる。

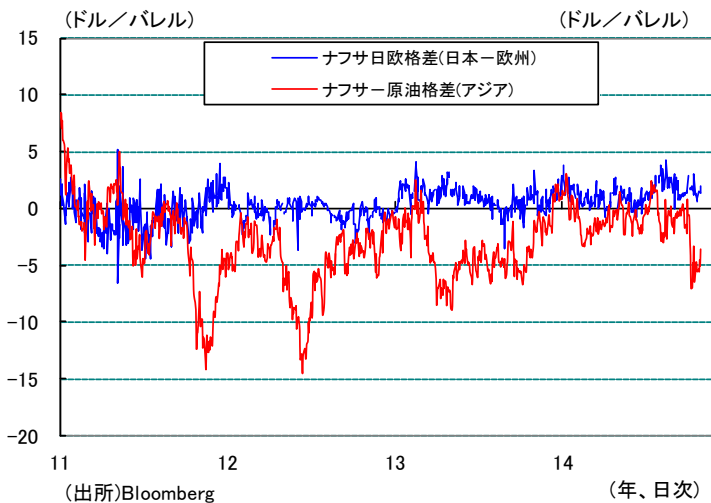
（図表12）日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



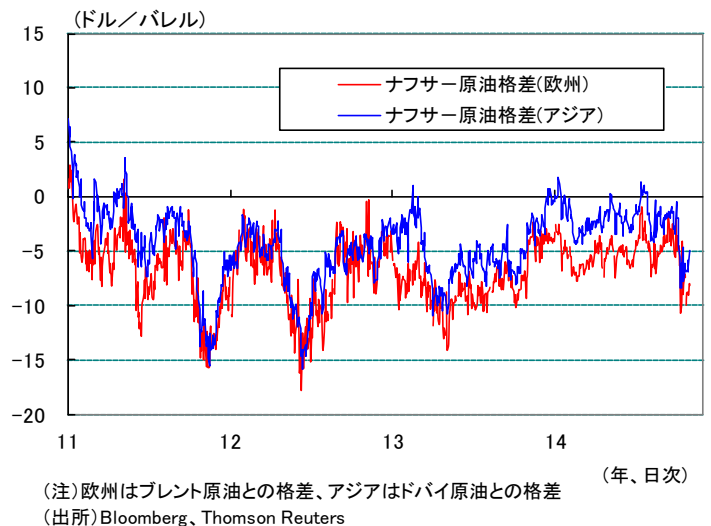
（図表13）アジアの原油・ナフサの市況



（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





### Ⅲ. ベースメタル

#### 1. 銅を中心とした概況：下落後、6,600ドル前後で推移

非鉄ベースメタル市況の中心となる銅市況は、7月上旬に一時1トンあたり7,200ドル台まで上昇した後、下落傾向で推移し、10月中旬には一時6,600ドル割れに下落した。

9月は、1日に中国の製造業活動の鈍化を示す指標が発表され、銅市況の下落材料になったものの、その後、欧州中央銀行（ECB）が市場予想に反して追加金融緩和策を決定して欧州経済の減速懸念が和らいだこと（5日）、米国雇用統計が予想を下回り、米国の利上げ時期が遅れるとの見方が強まったこと（5日）、8月の中国の輸入の低調さが内需不振を連想させ、人民銀行による金融緩和観測につながったこと（8日）などが相場を押し上げた。しかし、9日にはドル高を背景にコモディティ全般が売られる中で、銅市況も下げが大きくなった。その後も、予想を下回る中国の消費者物価を受けて景気減速が連想されたこと（11日）、8月の中国の鉱工業生産が2008年12月以来の低い伸びにとどまったこと（13日）などが相場下落材料になった。

16～17日には、米国金融政策に関する観測報道を背景に一時的にドル安が進んだことや、中国人民銀行が五大国有銀行に対して計5,000億元を供給すると報道されたことを受けて銅は上昇した。しかし、18日には米連邦公開市場委員会（FOMC）の結果が利上げ開始後の金利上昇ペースが速いと受けとめられたためドル高が進み、コモディティ全般が売られる中で、銅も下落した。その後も、中国景気の減速観測などを背景に下落気味の推移となった。

10月に入っても中国や欧州の景気減速観測が市況の下押し材料となる状況が続いたが、為替市場ではドル高が一服しややドル安に戻す動きとなったことが銅を含めたコモディティ市況全般の押し上げ要因となった。14日には9月の中国の銅輸入が堅調であったことや中国人民銀行がレポ金利を引き下げたことが相場を押し上げたが、15日には中国の物価指標が下振れしたことや、米国の小売売上高が減少したことを材料に、売り圧力が強まった。16日には、世界景気の先行き懸念が強まり、各国の株価が下落する中で、銅市況の下落も続いた。その後、月末にかけては、世界景気の減速懸念が幾分後退する中で、銅市況もやや持ち直す動きになったが、上値は限定された。

なお、米ニューモント・マイニング社のインドネシア法人は今年1月に導入された鉱物の輸出規制により出荷ができなくなっており、同社のバドゥヒジャウ鉱山では6月から生産活動を停止し、7月1日には国際仲裁機関に仲裁を申し立てていた。しかし、9月4日には、インドネシア政府との間で、鉱業契約の見直しで覚書を締結し、銅精鉱の輸出再開が許可されることになった（インドネシア最大の産銅会社である米フリーポート社は、同様の問題を抱えていたが、国際仲裁を請求せずに政府との交渉が先行していたため、8月から輸出の再開を許可されていた）。

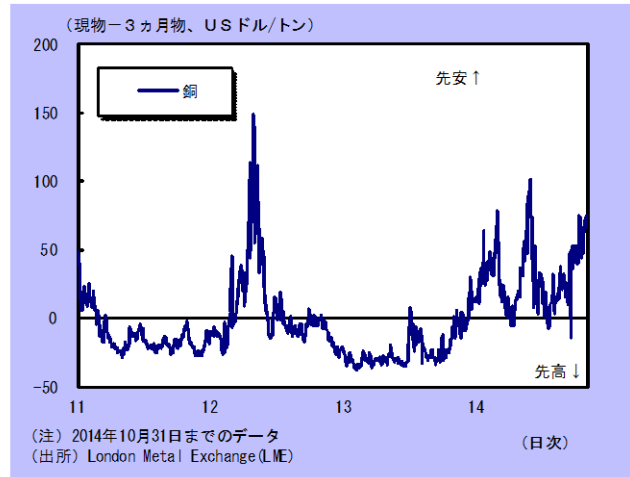
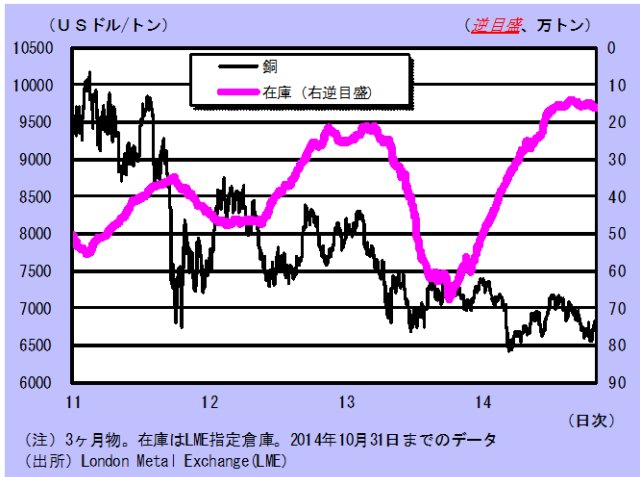
マクロ経済環境をみると、9月は、欧州や中国を中心に景気減速が懸念されたことや、為替市場でドル高が進んだことが銅市況の下落材料になった。10月は、ドル高が一服する流れとなったものの、欧州や中国の景気減速観測が強まる中、米国にも景気減速懸念が及び、銅市況の下落は続いた。世界景気の減速懸念は一巡しつつあるが、銅は、鉱山からの銅鉱石の供給増が意識さ

れやすいこともあり、銅相場は、一進一退が続きやすい状況とみられる。

(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. 各他品目の概況および主な注目材料

### (1) アルミニウム市況：下落後、持ち直して 2,000 ドル前後

アルミニウムは、8月下旬に一時1トンあたり2,100ドル台まで上昇していたが、その後は下落に転じ、9月下旬には一時1,900ドルを下回った。10月に入って持ち直し、下旬には一時2,000ドル台を回復した。

9月上旬は、2,100ドル前後で高止まっていたものの、その後は下落傾向が続いた。世界的に需給は引き締まっており、LME価格に上乘せして支払うプレミアムは、各地域で上昇しているとされるが、LME価格については、他の金属と同様に、ドル高などを背景に下落する動きとなった。それでも、1~2月に一時1,700ドル割れとなっていた頃と比べると、市況は大幅に回復しており、アルミニウム生産各社の決算も好調なようだ。中国国内に限れば、供給超過の状態が続いているものの、中国を除く世界では供給不足の状態になっているとみられている。

中国の不動産部門の減速がアルミニウム需給の緩和要因になっているとみられるものの、自動車向けを中心にアルミニウム需要は堅調であり、アルミニウム市況は、底堅い推移が見込まれる。

### (2) ニッケル市況：下落して一時 15,000 ドル割れ

ニッケル市況は、5月に1トンあたり21,625ドルの高値をつけた後、やや値を下げて、8月は18,000ドル台を中心に一進一退していたが、9月上旬には再び20,000ドル近くまで上昇した。しかし、その後は下落傾向で推移し、10月下旬には15,000ドル割れとなった。

ニッケル価格は、インドネシアによる鉱石禁輸措置を受けて、年初から5月にかけて上昇し、その後も高止まりが続いていた。9月上旬には、フィリピンにおいても同様の鉱石禁輸措置を定



める法案が検討されるとの報道を受けて、一時上昇した。もっとも、その後は、法案の審議に、かなりの年数を要するとの見方が広がり、売り戻された。なお、これまでのところ、中国のニッケル銑鉄（NPI）を用いたステンレス業者は、インドネシア産の鉱石に代えて、フィリピン産の鉱石を使うことで、十分にステンレス鋼を生産できている模様である。

10月に入っても、LME指定倉庫の在庫が増加を続けたことで、需給緩和感が強まり、相場には下落圧力がかかった。また、中国の青島港における金属の不正取引の捜査が行われたことに伴って、それまで金融取引に利用されていたニッケル地金が中国から輸出され、ニッケルの国際需給を緩和する要因になっているとの指摘もある。

インドネシアの禁輸措置継続の影響から、いずれニッケル在庫は減少に向かい始めるとみられていたが、これまでのところ、在庫は増加を続けており、ニッケル需給の緩和感が強まっている。不動産部門を中心とした中国経済の減速から、足元の中国のステンレス鋼やニッケルの需要は弱いとみられ、当面、ニッケル相場は上値が重い展開が見込まれる。

### (3) 亜鉛市況：やや下落傾向で推移し、足元は2,200ドル台

亜鉛市況は、7月下旬に1トンあたり2,400ドル台と約3年ぶりの高値をつけた後、8月はやや下落していたが、9月上旬には再び2,400ドル台に上昇した。しかし、9月9日に大幅に下落し、その後は、2,200ドル台を中心に推移した。10月に入ると、上昇して2,350ドル超となったが、中旬には再び下落し、下旬にかけて2,200ドル台前半を中心に推移した。

9月上旬は、銅やニッケルなどとともに上昇した。亜鉛は鉱山の閉山の影響から需給が引き締めやすいためとの見方から、引き続き、投機対象として亜鉛に注目する動きもあったとみられる。しかし、ドル高を背景にコモディティ全般が下落した9日には、ニッケルとともに他の金属よりも下落幅が大きくなった。

10月に入って、ドル高が一巡する中で、亜鉛は買われる流れとなった。しかし、15日には景気減速懸念が米国にも及び、銅など他の金属がいっせいに売られる中で亜鉛も売られた。なお、20日に発表された国際鉛・亜鉛研究会（ILZSG）の見通しによると、2014年は40.3万トンの供給不足（需要超過）、2015年は36.6万トンの供給不足になる見込みである。

亜鉛市況は、鉱山の閉山などに伴って供給不足の見通しが強まる中で投機的に押し上げられていた状況は一服し、今後は、世界景気の減速懸念が一巡するに伴って、緩やかな上昇が見込まれる。

### (4) 錫市況：下落傾向で推移し、足元は20,000ドル前後

電子部品のはんだ付けなどに使われる錫の市況は、4月下旬に一時1トンあたり23,800ドルを上回ったが、その後は、下落傾向で推移した。9月に入ってから下落ペースが加速し、10月17日には一時19,000ドルまで下げた。足元は、20,000ドル前後で推移している。

需要が鈍化している中で、投機的な売りも増えたとみられている。一方、20,000ドル割れの

水準では、鉱石の出荷が見送られているとされる。

需要は一時に比べて鈍化しているがそれほど弱くないとされ、錫市況は、世界景気の減速懸念が一巡するのに伴って、持ち直すと見込まれる。

(5) 鉛市況：下落傾向で推移し、一時 2,000 ドル割れ

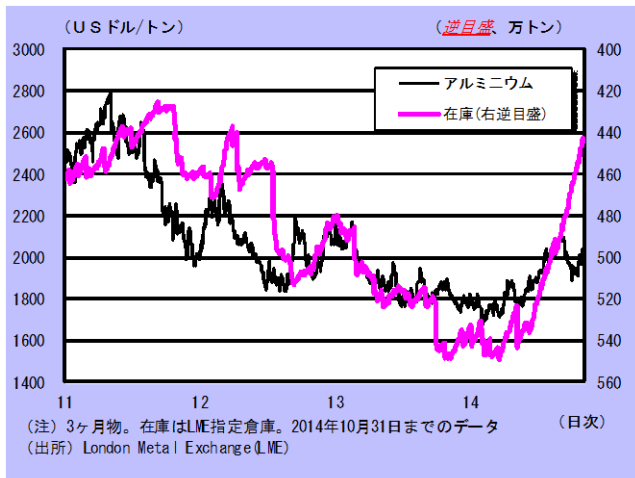
鉛市況は、8月上旬に一時 2,300 ドルを上回り、その後も 2,200 ドル台半ばで推移していたが、9月以降は下落傾向で推移し、10月中旬～下旬には 2,000 ドルを下回った。

鉛の需給バランスは、しばらく供給超過が続いていたものが、ここきてはほぼ需給均衡の状態となっており、数年後には供給不足の傾向が強まるとみられている。10月20日に、国際鉛・亜鉛研究会（ILZSG）が発表した見通しによると、2014年は3.8万トン、2015年は2.3万トンと小幅の供給不足が続くと見込まれている。

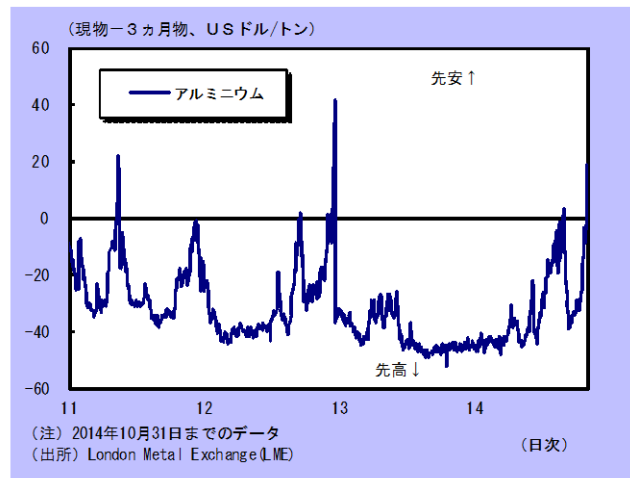
米国や中国を中心とした自動車販売の増加などを背景に、鉛相場は、底堅い推移が見込まれる。

(図表 17) 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

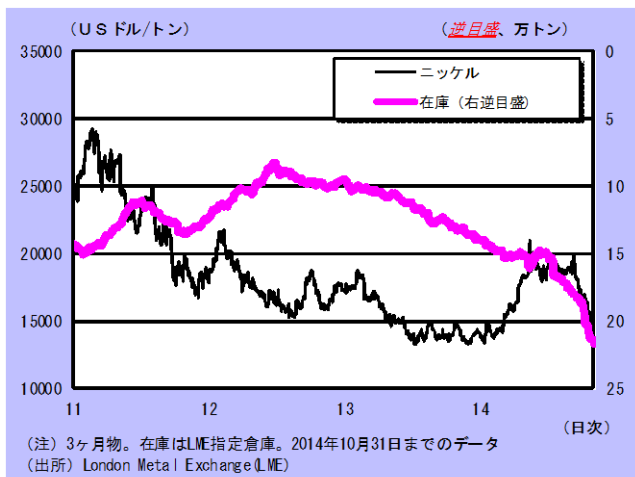


現先スプレッド（現物-3ヶ月物）の推移

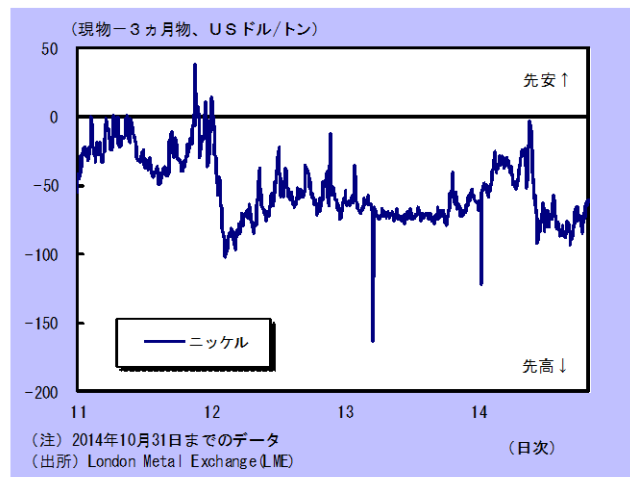


(図表 18) ニッケル

ニッケル相場と LME 指定倉庫在庫の推移

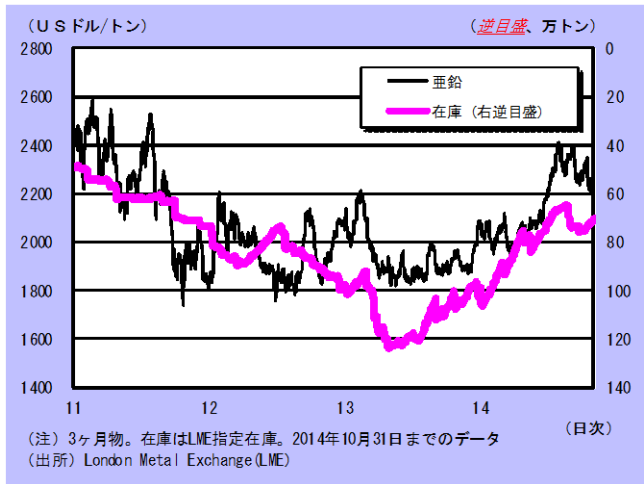


現先スプレッド（現物-3ヶ月物）の推移

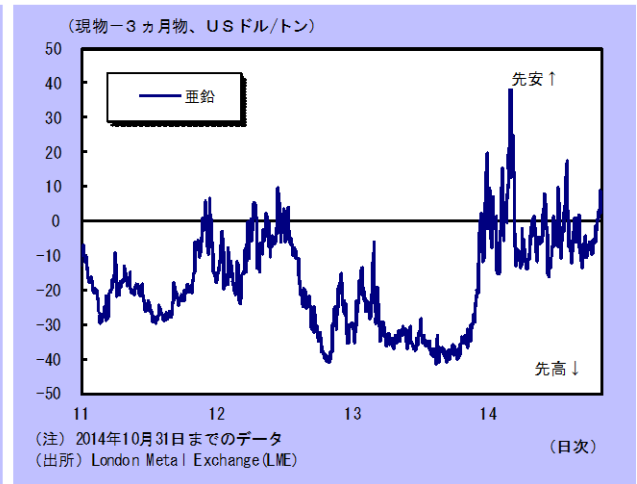


(図表 19) 亜鉛

亜鉛相場と LME 指定倉庫在庫の推移

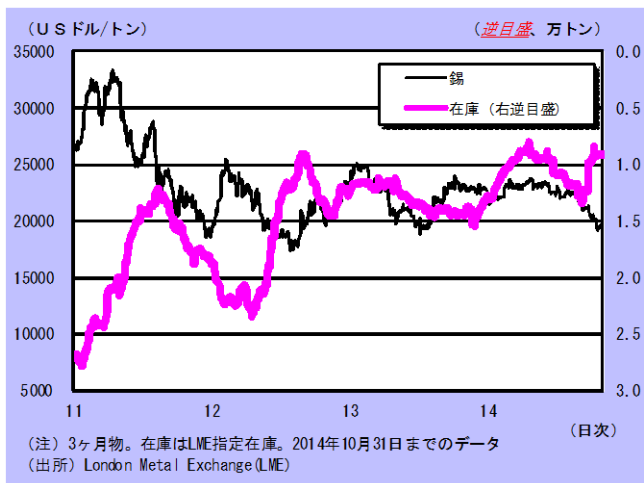


現先スプレッド (現物-3ヶ月物) の推移

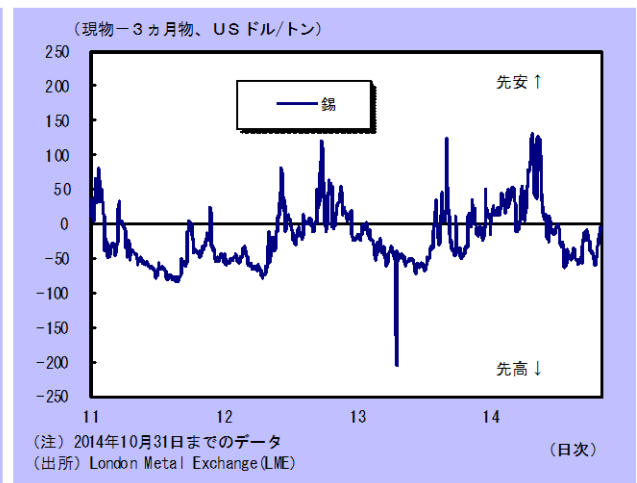


(図表 20) 錫

錫相場と LME 指定倉庫在庫の推移

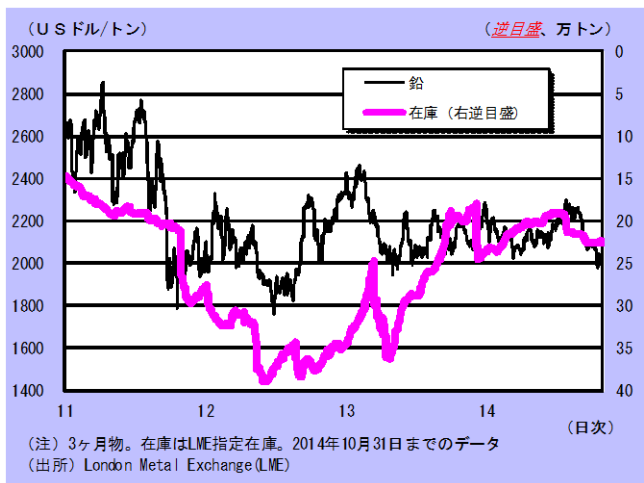


現先スプレッド (現物-3ヶ月物) の推移

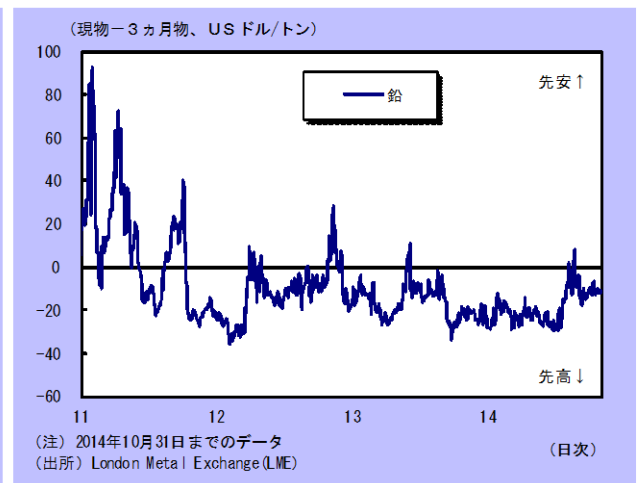


(図表 21) 鉛

鉛相場と 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



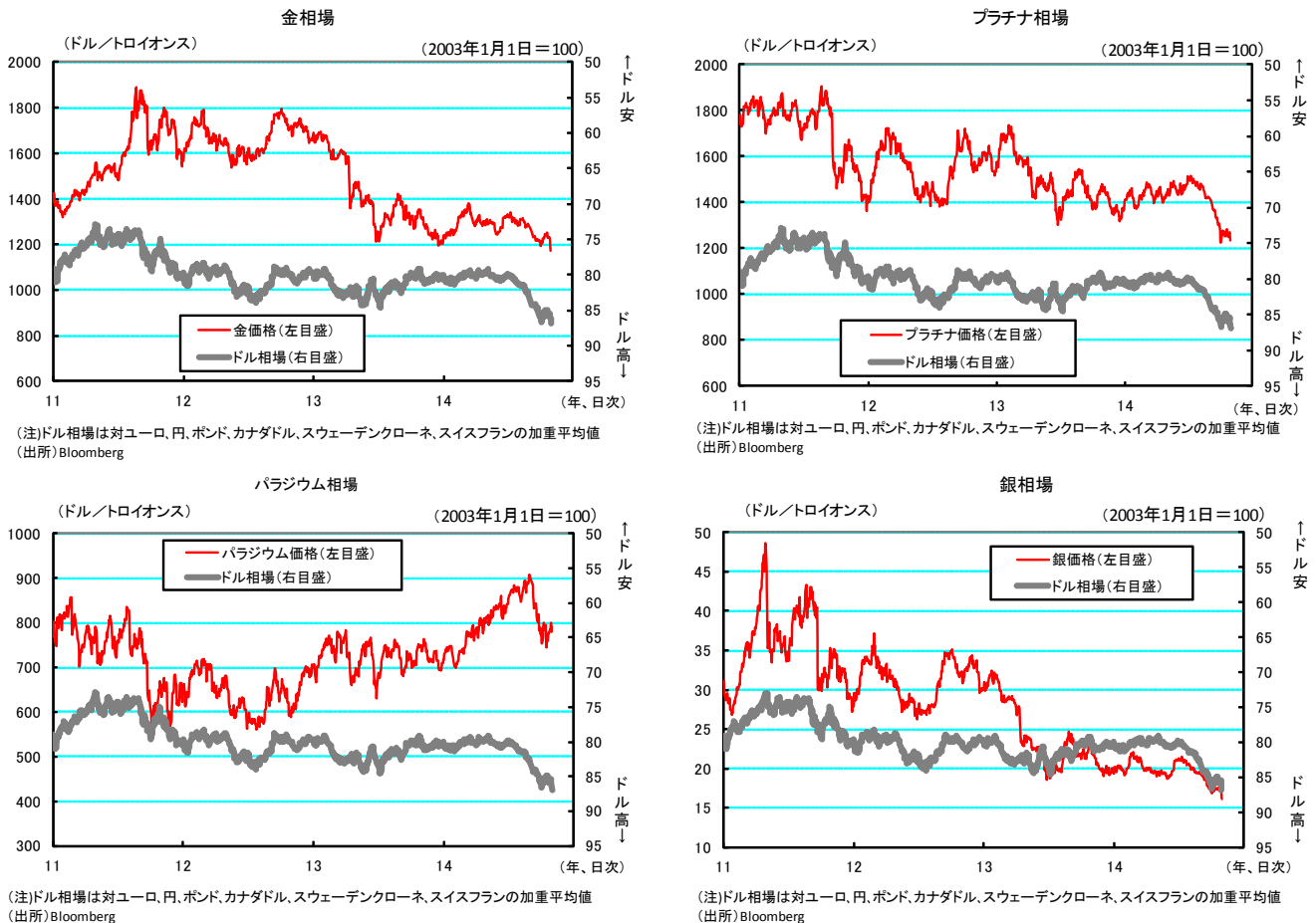
#### IV. 貴金属：金は1,200ドル割れに下落

金市況は、7月中旬に1トロイオンスあたり1,340ドルに迫ったものの、その後は、下落傾向で推移した。9月に大幅に下落した後、10月は月初に1,200ドルを下回った後、下旬にかけて1,250ドル超まで持ち直したものの、月末に売られ、一時1,160ドル近くの安値をつけた。

9月は、上旬に、米景気指標が強い内容だったことや、スコットランド独立の是非を問う住民投票への懸念から英ポンドが大幅下落したことからドル高が進展して金相場下落材料になった。また、ウクライナ政府と同国東部の親ロシア派との間で停戦合意がなされ、安全資産としての金需要が減退することにつながった。8日に発表されたサンフランシスコ連銀の調査論文を受けて、米金融政策でタカ派的な決定がなされるとの思惑が強まったことも金売り材料になった。中旬には、16～17日のFOMC（米連邦公開市場委員会）を控えて、タカ派的な金融政策の決定がなされるとの警戒感から金相場が下落する流れが続き、FOMC後も、米国株価の上昇などが金相場の圧迫材料になった。下旬は、米国株価の下落を受けて金が買われる局面もあったものの、株価が持ち直し、ドル相場が堅調さを示す中で、金は売りに押されて下落した。

10月は、3日に、米国雇用統計が景気の堅調さを示したことを受けて、米国の利上げ観測が強まり、金市況は1,200ドル割れまで下落した。もっとも、その後は、ドル高に歯止めがかかった

(図表 22) 貴金属価格の推移



ことや、8日に発表されたFOMC議事要旨が低金利の長期化観測につながったこと、15日に米国小売売上高の減少などを受けて世界的に株価が下落する中で安全資産としての金買いがみられたこと、21日に中国のGDP成長率の減速を受けて同国の景気失速懸念が強まったこと、などから1,250ドル超に上昇した。しかし、その後は、為替市場で再びドル高が進んだことなどを背景に、金は売られた。29日にFOMCの声明文で雇用情勢について明るい評価がなされたこと、30日に米国GDPが景気の堅調さを示したこと、31日に日本銀行が追加金融緩和を決定しドル高観測につながったこと、などが金売りの材料になった。

米国の金融政策が量的緩和を終了させ、徐々に利上げに向かう中で、金市況は、弱材料に反応しやすい状況が続いている。日本銀行の追加金融緩和の発表などによってドル高が進む局面や、原油価格の下落によってインフレ率の低下が意識される局面では、金相場は下げやすくなった。今後も、米国と日欧の金融政策の方向性の違いからドル高が進みやすいとみられる中、金相場は上値の重い展開が予想される。

## V. トピック

### ～注目される11月27日のOPEC総会～

#### ① 原油相場を取り巻く環境

原油価格が大幅に下げている。10月16日には国際指標である北海ブレント原油は、一時4年ぶり安値となる82.60ドルに下落した。6月19日に付けた高値（1バレルあたり115.71ドル）に比べると、3割近い下落になっている。米国産のWTI原油も、節目となる80ドルを数度にわたって（10月16日、27日、31日）下回った。

原油需給を取り巻く環境をみると、2008年までの原油価格高騰を受けて、需要抑制・供給増加という市場メカニズムが働いて、原油価格に下落圧力が働きやすくなっているという構図がある。需要面では、自動車の燃費向上など省エネルギーの効果から、石油需要が抑制されるようになっている。供給面では、米国のシェールオイルの増産傾向が続いている。

そうした需給緩和の大きな流れがある中で、欧州や中国の景気下振れ観測が強まり、原油需要の鈍化観測に拍車をかけている。また、武装勢力と政府との紛争から低迷していたリビアの原油生産が回復しており、イスラム国との戦闘が続くイラクからの原油輸出も順調であり、供給面からの需給緩和要因も加わっている。

こうした中、OPEC（石油輸出国機構）の動向に注目が集まっている。従来、サウジアラビアを中心にブレント原油で100ドルが適正な水準との見方を示してきたが、その水準を下回ってきたため、原油の減産を決定する可能性があるからだ。



## ② 減産に慎重なOPEC諸国

もともと、OPEC諸国は減産に向けて、足並みが揃っているわけではない。

10日にヴェネズエラの外相が原油価格の下落を阻止するために、11月27日の定例総会を前に、緊急総会の開催を求める発言を行った。リビアも減産決定が望ましいとの立場を述べている。

しかし一方で、サウジアラビアなど他のOPEC諸国の多くは、原油価格下落への対応を急がない様子である。12日に、クウェートの石油相は「減産によって価格を押し上げようとする試みは有効ではない」とし、「米国やロシアの生産コストである76~77ドルあたりで原油価格は下げ止まるだろう」と述べた。

サウジアラビアも、100ドルが適正な価格とする立場から離れて、低い価格を受け入れる立場へとシフトしつつあるようだ。サウジアラビアからの公式な発言はないが、一部報道によると、現時点で減産には消極的な様子が伝わってくる。

サウジアラビアには、逆オイルショックと呼ばれた1980年代半ばの価格低迷期に、大幅減産を行っても価格下落に歯止めをかけられなかった苦い経験がある。当時は、サウジアラビアが減産しても、旧ソ連や北海油田の増産の勢いが勝り、また他のOPEC諸国も減産に非協力的だった。

今回も、OPECが減産しても、米国のシェールオイルの増産が進みそうである。サウジアラビアなどには、無理な大幅減産を行ってシェアの低下と価格下落という二重苦に陥るよりは、ある程度、市場原理に従った価格下落を許容して、シェールオイルなど高コストな原油の生産が減退するのを待った方が良いとの判断があるとみられる。また、実際には減産を行うにしても、事前に減産報道がなされている状態よりも、事前には減産を否定しておいて、減産決定がサプライズとして受け止められる状態を作った方が良いとの考えがあるのかもしれない。

## ③ イランの核開発協議

OPEC総会の行方を読みにくくする要因として、イラン核開発問題を巡る同国と6カ国（米英仏中露独）との協議がある。同協議は、11月24日に交渉期限を迎えるものの、交渉の成否は予断を許さない状況が続いているようだ。合意が成立する場合には、対イランの制裁措置が解除されてイラン産原油の輸出が増加に向かうため、OPEC全体の産油量の押し上げ圧力になるとみられる。合意が成立した場合には、原油市場で需給緩和観測が広がるのを回避するため、OPECとして減産を決定する可能性が高まるように思われる。

－ 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。