

調査レポート

コモディティ・レポート <2014年11・12月>

I. コモディティ市況全般：11～12月は原油を中心に下落傾向が続く

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、6月下旬にかけて上昇した後、下落傾向で推移している。マクロ経済環境をみると、足元では、ギリシャ情勢の混乱や原油安に伴う産油国経済などへの悪影響が懸念されている。今後、米国を中心に世界経済の底堅さが確認されるとともにコモディティ市況は上昇に転じようが、原油を中心にコモディティ市況の反発力は弱いであろう。

II. エネルギー市況：OPEC総会を挟んで大幅下落

国際指標とされるブレント原油は下落傾向が続き、12月31日の終値は57.33ドルであった。1月に入っても、下落傾向は続き、13日には一時45.19ドルの安値をつけた。原油相場は、徐々に下値を固めつつあると思われるものの、上昇基調に転じさせる材料は見つけにくく、底ばい圏の動きが予想される。

III. ベースメタル市況：銅は急落して、一時5,300ドル台

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、下落傾向で推移しており、1月中旬には大幅下落して一時5,300ドル台をつけた。足元の急落は、一部のオプション取引などに伴って売りが急増したことによる面もあるとされる。今後の銅相場は、一進一退が見込まれる。

IV. 貴金属市況：金は一進一退後に、一時1,240ドル台を回復

金市況は、11月上旬に一時1,130ドル台まで下落したものの、その後は変動を繰り返しながら持ち直し、1月に入って一時1,240ドル台を回復する動きとなった。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く、金相場の上値を押さえようが、世界景気の不透明感から下値は限定されよう。

V. トピック

原油価格は年央から持ち直しへ・・・当面の原油相場は、反転上昇する明確な材料は出てこず、底這い状態が続く可能性がある。こうした状況の中、いずれ原油相場を反転させる材料となってくるのは、米国のシェールオイルの減産であろう。年央あたりから、米国の原油生産量の減少が確認されるとともに、緩やかに原油相場は持ち直す動きが予想される。

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

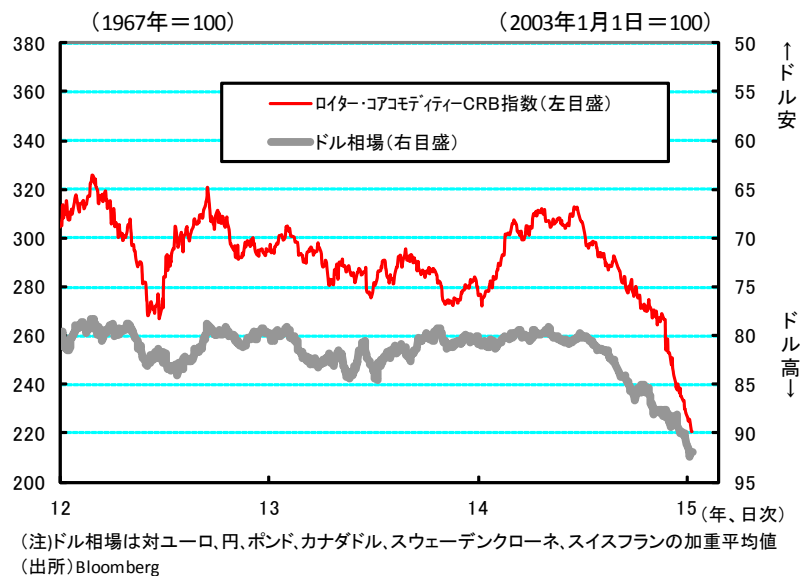
I. コモディティ市況全般の概況：11～12月は原油を中心に下落傾向が続く

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、昨年は6月下旬にかけて上昇した後、下落傾向で推移している（図表1）。

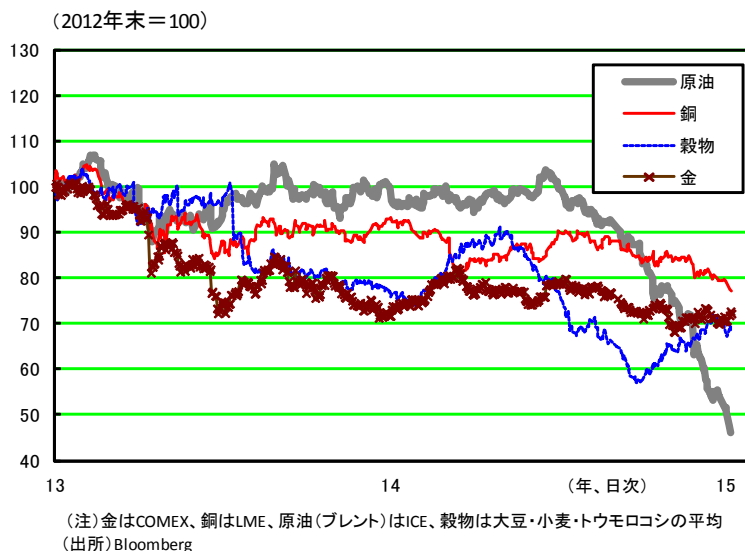
11～12月は、原油を中心に多くのコモディティが下落傾向で推移した（図表2）。トウモロコシや大豆が上昇傾向で推移したものの、原油が下落傾向で推移した。12月は銅やアルミニウムや天然ガスなどの下落幅も拡大した。

マクロ経済環境をみると、米国景気は総じて堅調を保っているものの、欧州では景気の低迷が続き、中国でも景気減速が懸念されている。世界景気全体の減速懸念は、昨年10月頃には比べると緩和されているようだが、足元では、ギリシャ情勢の混乱や原油安に伴う産油国経済などへの悪影響が懸念されるようになっている。今後、米国を中心に世界経済の底堅さが確認されるとともに、コモディティ市況は上昇に転じるとみられるものの、原油を中心に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・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



Ⅱ. エネルギー

1. 原油市況：OPEC総会を挟んで大幅下落

国際指標とされるブレント原油は、昨年6月19日にイラク情勢の緊迫化を受けて13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、下落傾向が続き、12月31日の終値は57.33ドルであった。1月に入っても、下落傾向は続き、13日には一時45.19ドルの安値をつけた。米国産のWTI原油は44.20ドルまで下落した。

11月27日のOPEC総会までに、原油相場が下げた背景には、①イラク情勢の悪化が原油の供給障害につながるとの懸念が後退したこと、②大幅に落ち込んでいたリビアにおける原油生産が持ち直し傾向で推移したこと、③中国や欧州を中心とする世界景気の減速が原油需要を押し下げるとの観測が強まったこと、④サウジアラビアが11月積みのアジア向けや12月積みの米国向けの販売価格を引き下げて需給緩和観測が強まったこと、⑤各種報道等から原油需給が緩和する中でもOPECは減産に踏み切らないとの観測が徐々に強まったこと、などがある。

注目されたOPEC総会では、ベネズエラなどが減産によって原油価格の下落に歯止めをかけたい意向を示したものの、サウジアラビアなどは原油市場におけるシェアの維持を重視し、減産に対して強硬に反対したとされる。OPEC総会での減産の有無に対する事前の見方は分かっていたため、実際に減産の見送りが決定されると、原油相場は大幅に下落した。

OPEC総会後の急落を経た後も、原油相場の下落には歯止めがかからなかった。12月2日には、イラク政府とクルド自治政府による原油輸出での合意が原油需給の緩和要因と目され、原油相場の下落材料となった。3日には、米紙ウォール・ストリート・ジャーナルが「サウジアラビアが1バレル=60ドル前後まで下落する可能性がある」と報じ、売り材料とされた。4日には、サウジアラビアが1月積みのアジア向け、米国向けの原油販売価格の引き下げを発表したことが押し下げ要因となった。8日には、イラクが原油販売価格を引き下げたことや、クウェート国営石油会社が「原油相場は今後6~7カ月65ドル前後にとどまる」と述べたことが下げ材料になり、やや大幅な下げを記録した。

その後も、「減産の計画はない」とサウジアラビア石油相が発言したこと（10日）、国際エネルギー機関（IEA）が原油需要見通しを下方修正したこと（12日）、OPECが原油価格支持のために緊急総会を開催する必要はないとアラブ首長国連邦（UAE）石油相が発言したこと（15日）を材料に相場は下落が続いた。すなわち、16日頃までは、産油国の要人発言などが「OPECが減産しない」との観測を強める結果となり、原油相場の下落を促すという流れが続いてきた。

その後は、下落が一服する兆しが出始めたように思われる。17日には、米エネルギー情報局（EIA）が発表する週次石油統計で原油在庫の増加が示されたものの、原油相場は反発に転じた。18日には原油相場は大幅に売られたものの、19日には急反発した。また、22~23日には、サウジアラビア石油相が「20ドルに下がっても、40ドル、50ドル、60ドルであっても、（減産に踏み切るかどうかとは）無関係だ」と述べたと報道され、原油相場の下落材料だと受け止められたものの、相場下落の反応はそれほど大きくなり、相場には、ある程度、底堅さがみられる

ようになっていた。しかし、原油相場は反発するまでには至らず、年末にかけて安値を更新する動きとなり、1月に入ると、さらに下落した。

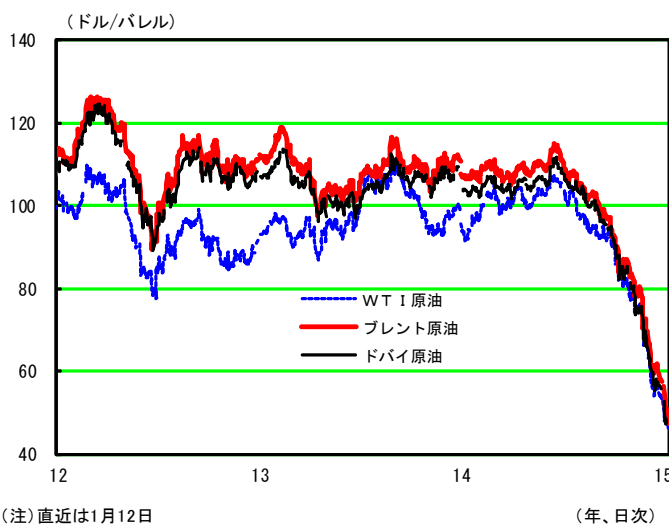
年末以降、原油相場が再び大きく下げた背景としては、ギリシャでの不安の高まりから金融・コモディティ市場全般にリスク回避的な投資家行動が強まったことが指摘できる。同国では次期大統領の選出を巡る混乱が拡大し、金融支援の条件である緊縮財政政策が放棄されてしまうことや、ユーロ圏離脱問題に発展することへの懸念が強まった。このため、世界的に株価が急落し、原油相場も追随して下げた面がある。また、原油安が金融市場の不安心理を強めて株安を招いた面もあり、原油と株式で負の相乗効果があったと思われる。そうした中で、各国の景気指標が冴えないことや、産油国の原油供給の勢いが弱まらないことを材料に、原油相場の下落が続いた。

ブレント-WTIの спреッド（価格差）は、縮小傾向で推移し、足元では一時的にゼロになっている（図表5）。

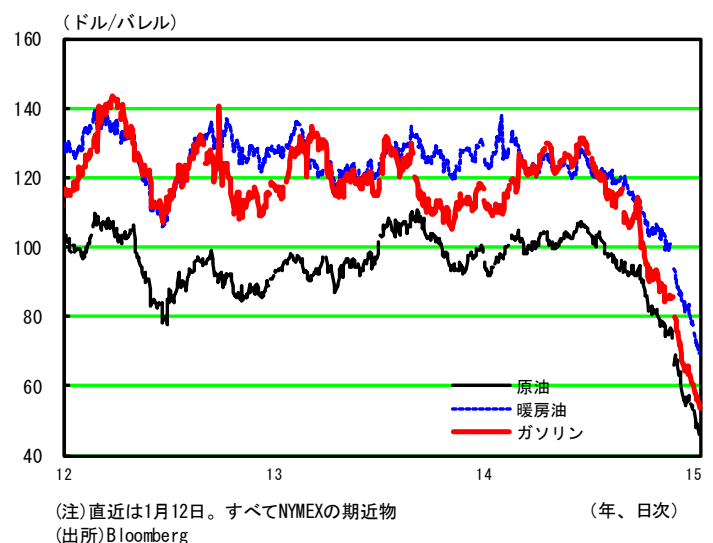
先物市場（WTI）における投機筋の買い超幅をみると、6月下旬をピークに縮小傾向を辿った後、足元にかけて一進一退で推移している（図表9）。一方、商業筋を含めた先物の全建て玉残高は、7月上旬をピークに減少傾向にあったが、足元は一進一退となっている（図表10）。

11月～12月前半は、原油相場の下落基調の中で「OPECが減産しない」との意向が確認されるごとに、原油相場はさらなる下値を試す動きを繰り返してきた。しかし、12月後半には原油価格が下落しても「OPECが減産しない」だろうことが相場に織り込まれた状態になったように思われる。もっとも、その後も、各国の景気指標が弱いことや各産油国の供給増加が続くことを材料に、原油相場の下落は続いた。原油相場は徐々に下値を固めつつあると思われるものの、上昇基調に転じさせる材料は見つけにくい状況である。原油相場は底ばい圏の動きが予想される。

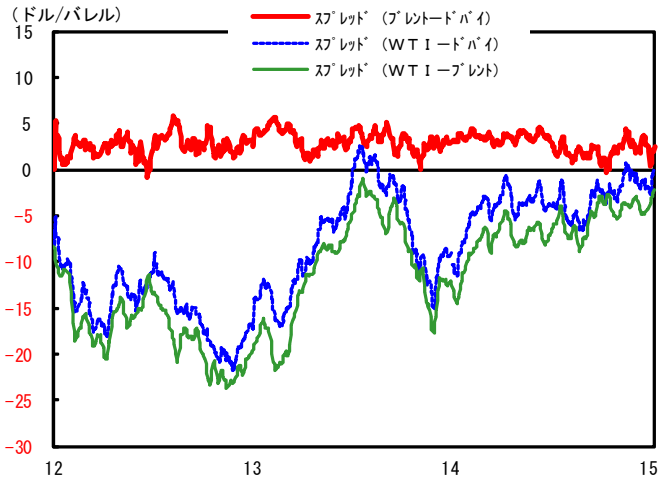
（図表3）原油市況の推移



（図表4）石油製品市況の推移

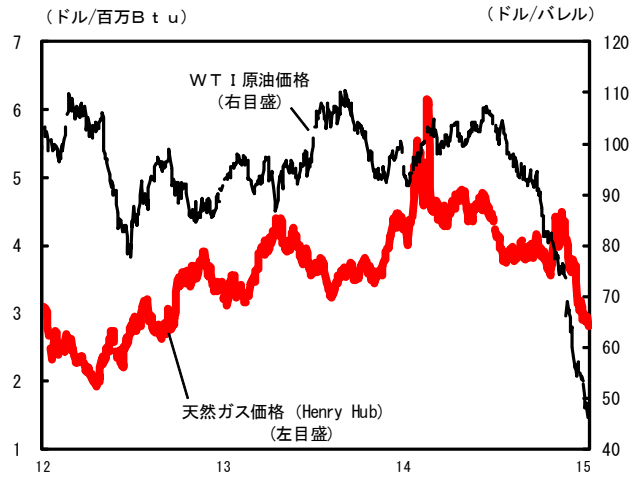


(図表 5) 油種間スプレッドの推移



(注) 5日移動平均値。直近は1月12日
(出所) Bloomberg、日本経済新聞

(図表 6) 米国天然ガス市況の推移



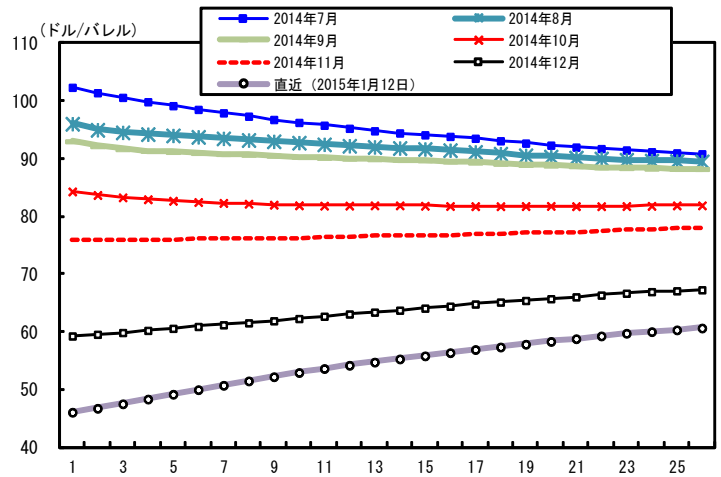
(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略
(注2) 直近は1月12日

(図表 7) 原油先物価格と先物カーブ



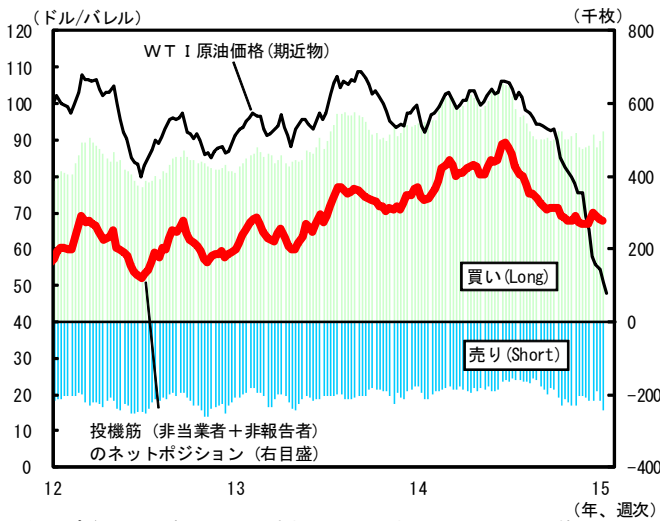
(注) 限月は28ヵ月先まで、2015年1月12日時点
(出所) ニューヨーク商業取引所 (NYMEX)

(図表 8) W T I 原油の先物カーブの変化



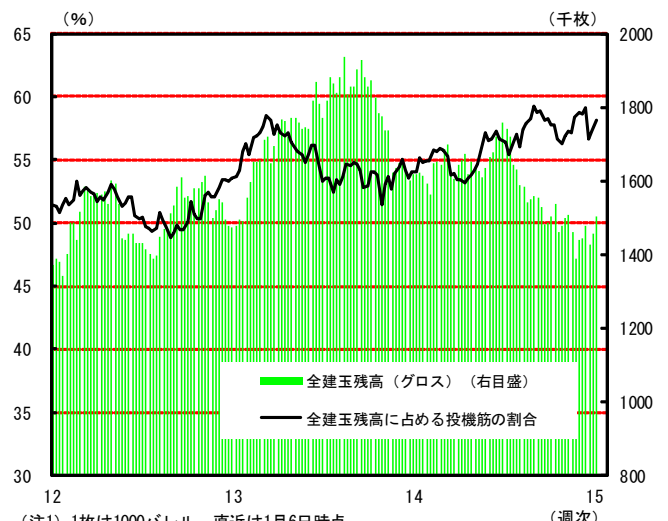
(注) 各時点における各限月 (28ヵ月先まで) の W T I 原油先物価格
(出所) ニューヨーク商業取引所 (NYMEX)

(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1月6日時点、W T I 原油は1月7~12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1月6日時点
(出所) 米国先物取引委員会 (C F T C)

(図表 11) OPECの原油生産量 (Bloomberg 集計の推計値)

国名	生産量 (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 <12月>
	<12月>	<11月>					
アルジェリア	110.0 (0.0)	110.0 (0.0)		120.2	120.0	91.7%	10.0
アンゴラ	162.0 (-2.0)	164.0 (-6.0)		151.7	187.0	86.6%	25.0
エクアドル	56.1 (0.0)	56.1 (0.6)		43.4	56.0	100.2%	-0.1
イラン	277.0 (-1.0)	278.0 (0.0)		333.6	350.0	79.1%	73.0
イラク	352.0 (15.0)	337.0 (7.0)		—	365.0	96.4%	13.0
クウェート	279.0 (0.0)	279.0 (-6.0)		222.2	325.0	85.8%	46.0
リビア	45.0 (-13.0)	58.0 (-27.0)		146.9	155.0	29.0%	110.0
ナイジェリア	208.0 (11.0)	197.0 (-12.0)		167.3	240.0	86.7%	32.0
カタール	68.0 (3.0)	65.0 (-4.0)		73.1	78.0	87.2%	10.0
サウジアラビア	950.0 (-15.0)	965.0 (-10.0)		805.1	1,250.0	76.0%	300.0
UAE	270.0 (-10.0)	280.0 (-5.0)		222.3	300.0	90.0%	30.0
ベネズエラ	246.8 (-0.2)	247.0 (0.1)		198.6	300.0	82.3%	53.2
OPEC12カ国	3,023.9 (-12.2)	3,036.1 (-62.3)	3,000.0	—	3,726.0	81.2%	702.1
OPEC11カ国	2,671.9 (-27.2)	2,699.1 (-69.3)		2,484.5	3,361.0	79.5%	689.1

(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) OPEC11カ国はイラクを除く

(出所) Bloomberg

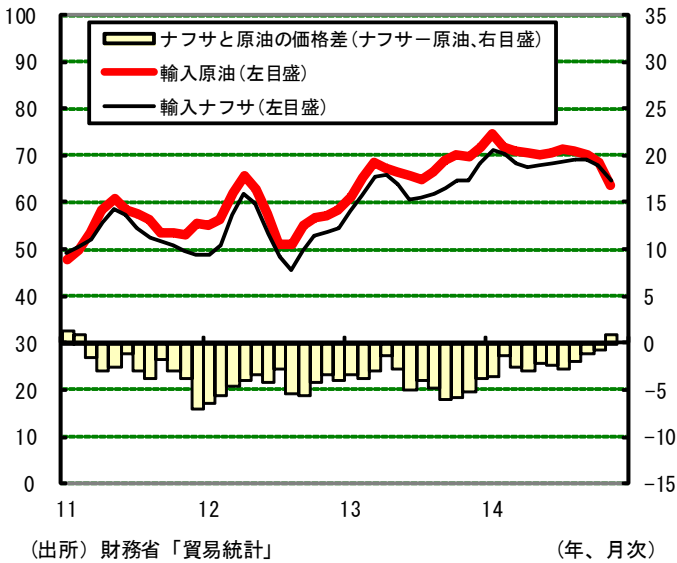
2. ナフサ市況：11～12月は原油安に連動して下落続く

日本の輸入ナフサ価格(通関)は、昨年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、一進一退となっていたが、11月は64.6円まで下落した。一方、輸入原油価格は、1月の74.6円から11月は63.6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、9～12月は下落傾向で推移し、1月に入っても下落が続いている(図表13)。原油との相対価格をみると、11月末頃にかけて、中国によるナフサ購入が活発化したことなどを受けて、ややナフサ高に進む局面もあった。しかしその後は、その動きが一服し、ナフサの代替原料である液化石油ガス(LPG)が米国から潤沢に供給される中、需給緩和が意識された。1月に入っても、供給が潤沢な中で、スポット市場においてナフサを調達しようという動きはないとされる。

原油市況では荒い値動きが続いており、ナフサ市況も不安定な推移が見込まれる。

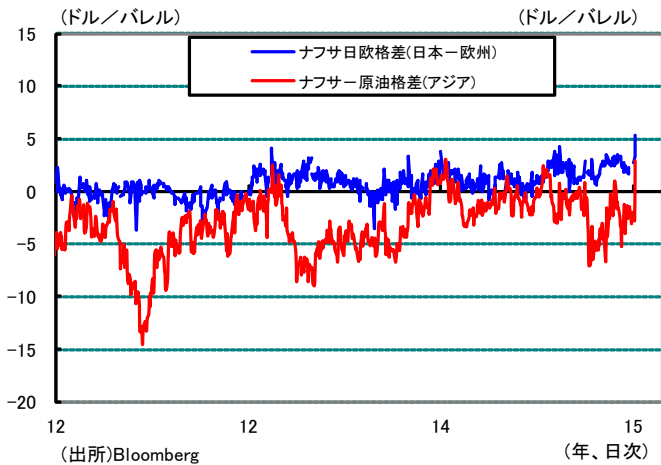
(図表 12) 日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格
(円/リットル)



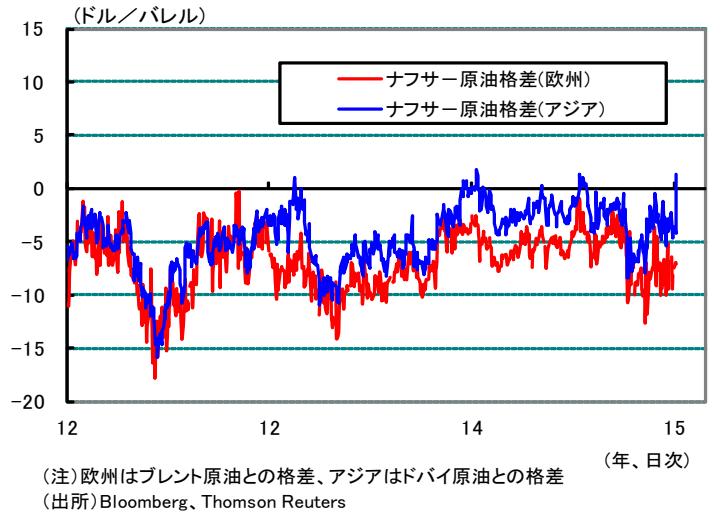
(図表 13) アジアの原油・ナフサの市況
(ドル/バレル)



(図表 14) ナフサの日欧格差とナフサ・原油価格差
(ドル/バレル)



(図表 15) 日欧でのナフサ・原油の価格差
(ドル/バレル)



Ⅲ. ベースメタル

1. 銅を中心とした概況 : 大幅下落して一時 5,300 ドル台

非鉄ベースメタル市況の中心となる銅市況は、昨年 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、下落傾向で推移している。10 月～11 月中旬は横ばい圏で推移したものの、11 月下旬以降に再び下落し、12 月下旬には 6,200 ドル台となった。今年 1 月中旬には大幅下落して、一時 5,300 ドル台をつけた。

11 月上旬～中旬は一進一退で推移した。中国の製造業活動の停滞を示す指標が発表されたことを受けて同国当局による景気対策への思惑が強まったこと (3 日)、米国の 10 月の雇用統計が景気の堅調さを示したこと (7 日)、中国の 10 月の銅輸入が増加したこと (8 日)、米国の 10 月の小売売上高が好調だったこと (14 日)、ユーロ圏の 7～9 月期の成長率が予想を上回ったこと (14 日)、などが、銅市況の押し上げ要因となった。一方で、需給緩和観測が残る中で、ドル高が価

格抑制要因として意識されたほか、欧州委員会が景気見通しを下方修正したこと(4日)、中国のサービス部門の景況指数が悪化したこと(5日)、中国の固定資産投資や鉱工業生産が鈍化したこと(13日)、中国の住宅価格が2カ月連続で前年割れとなったこと(18日)、などが押し下げ要因となった。

しかし、下旬は大幅に下落した。中国人民銀行が貸出基準金利と預金基準金利の予想外の利下げを発表したこと(21日)が相場の押し上げ要因になったものの、徐々に利下げによる金属需要の押し上げ効果への懐疑的な見方が優勢になった。米国の消費者信頼感指数が低下したこと(25日)や米国の資本財受注が減少したこと(26日)が下落材料となり、為替市場におけるドル高の進行も銅市況の下押し材料になった。そして、27日のOPEC総会において減産の見送りが決定されたことを受けて、原油相場が大幅下落し、28日にかけて銅市況も連れ安となった。

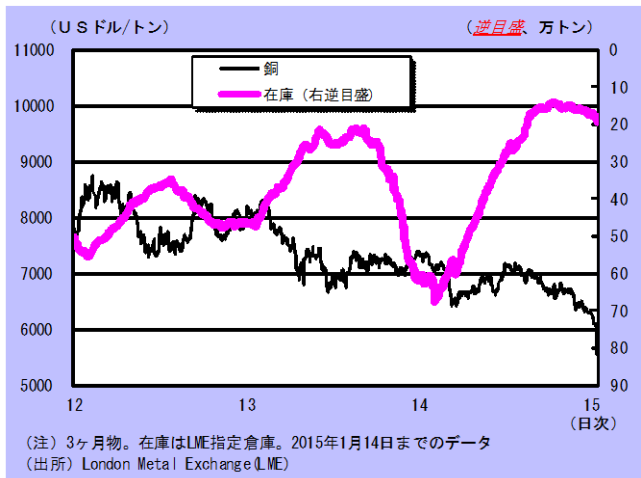
12月に入ると、それまでに大幅下落した反動からやや持ち直した。その後は、欧州中央銀行(ECB)総裁の発言が追加緩和の意向を強く示さなかったこと(4日)や、ギリシャ大統領選の前倒し決定に伴う混乱や中国での融資規制の厳格化に伴うリスク回避志向の円買いが強まったこと(9日)からドル安が進み、銅市況の上昇につながる局面がみられた。米国の小売売上高が増加したこと(11日)や中国の鉱工業生産が鈍化したことで景気対策への期待が高まったこと(12日)も、相場の押し上げ材料になった。もっとも、中国の輸入が景気減速を示唆したこと(8日)、米国の鉱工業生産が増加し利上げ懸念につながったこと(15日)、中国の製造業景況指数が低下したこと(16日)などから相場の上値は限定された。また、10日には、米鉱山大手フリーポート・マクモランが2015年の銅の精錬料について16.3%引き上げで中国の銅精錬大手と合意したことを受けて、供給増加懸念が強まった(鉱山各社は、銅鉱石の供給が潤沢な時には相対的に希少な精錬施設を使用するために、より高い精錬料を支払う)。12月末にかけて、ドル高の進行や中国景気の減速観測などを背景に、銅市況は下落気味に推移した。

1月に入っても、中国の製造業景況指数が鈍化したことや、対ユーロを中心としたドル高の進行などを材料に、銅市況は下落基調を続け、中旬には、世界銀行による世界経済見通しの下方修正などを受けて売りが膨らみ、市況が急落した。

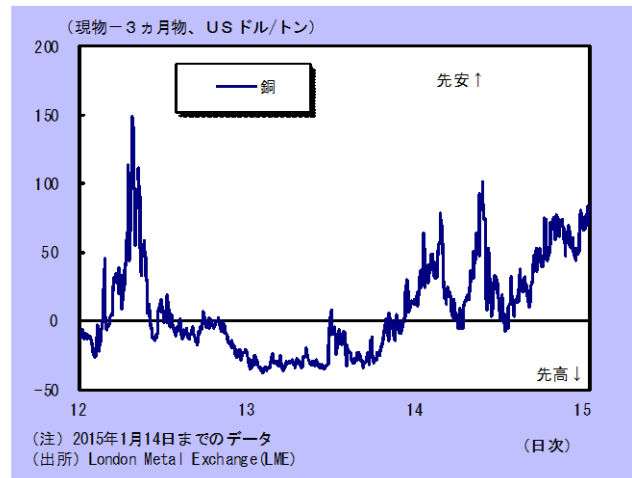
マクロ経済環境をみると、世界景気が急速に悪化するとの懸念は10月半ば頃に比べると、和らいでいるものの、中国や欧州を中心に景気の足取りの重さが意識される流れが続いている。こうした中、為替市場にドル高圧力が残っていることや原油安が進んだことが、銅市況を抑制する要因となっており、鉱山からの銅鉱石の供給増も意識されやすい。もっとも、一方で、足元の急落は、一部のオプション取引などに伴って売りが一時的に急増したことによる面もあるとされる。今後の銅相場は、世界景気が緩やかに拡大する中で、一進一退が続きやすいとみられる。

(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：下落して1,800ドル前後

アルミニウムは、9月下旬には一時1トンあたり1,900ドルを下回っていたが、10月は持ち直し傾向で推移し、11月は2,000ドル台でもみ合った。しかし、12月は下落基調となった後、1月に入ってもやや弱含みの推移となり、足元は1,800ドル前後となっている。

11月にアルミニウム相場が高値圏で推移した背景には、景気が堅調な米国を中心に自動車販売が好調なことがあった。また、中国以外の地域では、アルミニウム・メーカーの減産の効果によって、需給が引き締まっていたことも相場を支えた。フォード社は、ピックアップ・トラックの主力F-150について、車体がアルミニウム製の新モデルが投入されることもアルミニウム需要の押し上げ要因として意識された。

こうした中、アルミニウム需要家がアルミニウム生産者に対して、LME相場に上乗せして支払うプレミアムは、各地で上昇傾向を続けた。12月26日には、日本のアルミニウム地金の輸入業者が海外のアルミニウム生産者に対して支払うプレミアムの2015年1~3月分が1トンあたり425ドルと5四半期連続で過去最高を更新して決着したと報道された。

12月のLME相場は、原油安などに連動して下落傾向で推移したものの、足元のアルミニウム需給は引き締まっているとの受け止め方が多いようだ。

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：上昇後、下落して14,000ドル前後

ニッケル市況は、9月上旬に1トンあたり20,000ドル近くまで上昇した後、下落傾向で推移し、10月下旬には15,000ドル割れとなった。その後、12月上旬にかけて17,000ドル台まで上昇したものの、12月下旬には15,000ドル前後まで下落した。1月上旬はやや持ち直していたが、

中旬には銅に連動して下落し、一時 14,000 ドル台を下回った。

12 月上旬にかけてニッケル相場が上昇した背景には、供給懸念が強まったことがあった。まず、11 月 11 日には、大手鉱山会社 BHP ビリトンのコロンビアの鉱山でストライキの可能性が高まっていると報道されたことが相場の押し上げ材料になった（もともと、25 日には年内のストライキの可能性が排除され、相場の下げ材料となった）。19 日にはインドネシア政府が鉱石の輸出規制を引き続き実施していると改めて述べたことで、供給懸念が強まる材料になった。また、悪天候の影響もあって中国がフィリピンから輸入する鉱石が不足し始めているとの懸念が強まったことや、一時的なドル安によりコモディティ市況全般が押し上げられたこともあり、12 月上旬にかけて相場は上昇した。

しかし、その後、ニッケル相場は下落した。中旬には、16 日に発表された中国の製造業景況指数が悪化したことを受けて、相場下落が大きくなった。

2014 年 1 月から実施されたインドネシアの禁輸措置の影響から、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、ニッケル需給には緩和感がある。不動産部門を中心とした中国経済の減速から、ステンレス鋼やニッケルの最大消費国である中国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：下落傾向で推移し、足元は 2,000 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、下落傾向で推移し、12 月中旬には一時 2,100 ドル近くまで下げた。その後、やや持ち直したものの、1 月に入って、銅などに連動して下落し、2,000 ドル近くまで下げた。

11 月は、上旬に欧州や中国の景気減速懸念が強まる中、それまで相対的に値動きが堅調であった亜鉛が売られる流れになった。しかし、その後は、米国の雇用関連の統計が景気の堅調さを示したことや、LME 指定倉庫の亜鉛在庫が減少したことを背景に亜鉛市況は上昇に転じ、10 日にはペルーのアンタミナ鉱山（銅と亜鉛の鉱山）でストライキが開始されたことも市況の押し上げ材料になった（アンタミナ鉱山におけるストライキは 11 月中にいったん打ち切られることになった）。また、21 日には、中国人民銀行が利下げを発表し、銅などとともに亜鉛も上昇した。

もともと、その後、12 月後半にかけて、亜鉛市況は下落傾向で推移した。ドル安に伴って買い戻される局面もあったものの、中国経済の減速や原油安が亜鉛市況の下落を促した。

また、中国では、相対的に国内市況が国際市況よりも低迷し、亜鉛地金の輸入が減って輸出が増える状況になっており、国際需給をやや緩和する要因になっているとみられる。

1 月に入って、ギリシャ問題など世界景気の先行き懸念によって相場が下げているものの、こうした下げが一服すれば、鉱山の閉山などに伴って供給不足の見通しが強まるとみられ、亜鉛市況は上昇に転じると見込まれる。

(4) 錫市況：下落傾向で推移し、19,000 ドル台

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、10月17日には一時19,000ドルまで下げた。その後、持ち直して、11月下旬～12月上旬は20,000ドル台を中心に推移したものの、12月中旬以降に再び下げて、下旬には18,400ドルを割り込んだ。その後、1月にかけて19,000ドル台に持ち直している。

最大輸出国のインドネシアは11月から輸出規制を強化し、11月の錫輸出は前年比50%減に落ち込んだようである。もっとも、輸出の大幅な落ち込みは制度変更に伴う一時的なものともみられており、錫需給を引き締める効果は限定的とみられている。

当面、新たな錫生産国として注目されているミャンマーの増産や、エレクトロニクス製品向けのはんだ需要の伸び悩みから、錫需給の緩和した状態は継続すると見込まれる。もっとも、錫市況は、世界景気の減速懸念が一巡するのに伴って、緩やかに持ち直すと見込まれる。

(5) 鉛市況：下落傾向で推移し、1,800 ドル割れ

鉛市況は、8月上旬に一時1トンあたり2,300ドルを上回ったが、その後は下落傾向で推移している。11月～12月上旬は、ほぼ2,000ドル台で安定した推移が続いたが、12月中旬に下落が進み、それ以降は、1,800ドル台で推移した。1月中旬には、銅に連動して下落し、1,800ドルを下回った。

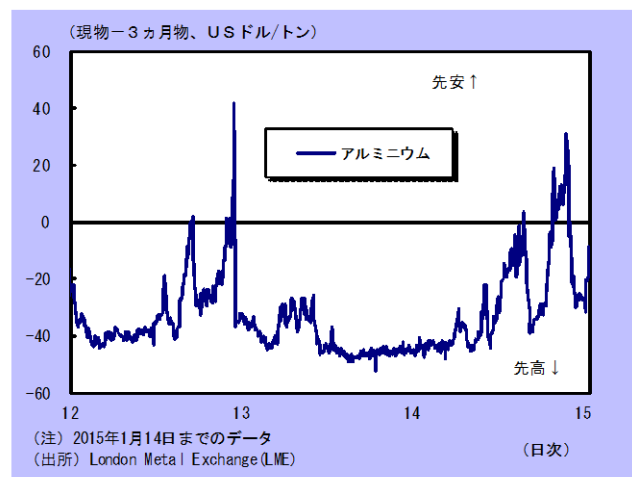
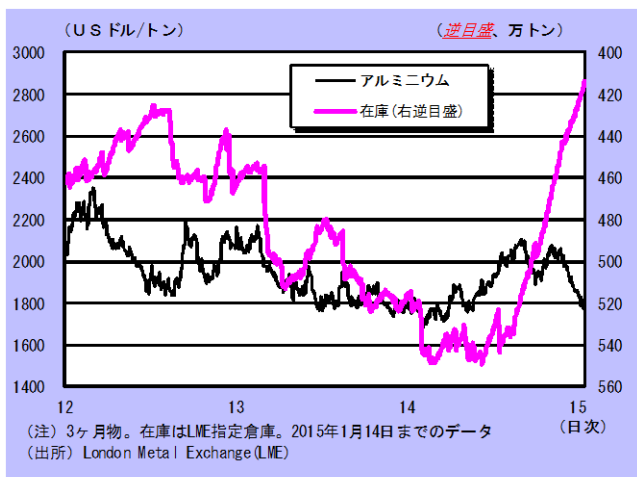
2014年の鉛相場は、積極的に売買する材料に欠けるとされる中で、LMEで取引される金属の中では最も下落率が大きかった。投資家の関心が離れたことが鉛の値動きが弱かった一因とされる。

このように投資先としての妙味を欠く状態が続くと思われるものの、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需要は底堅いとみられ、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

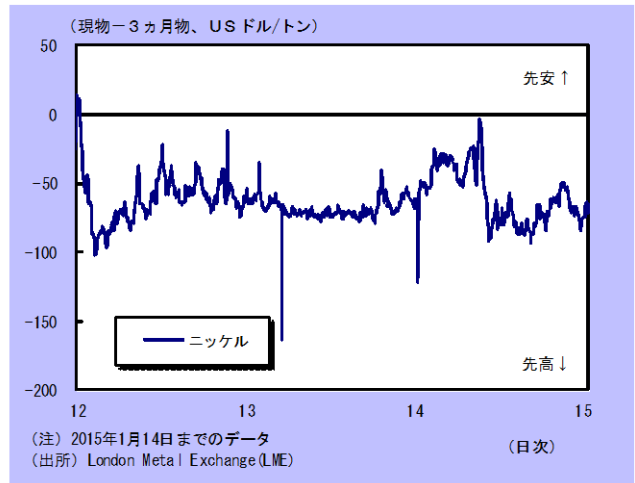
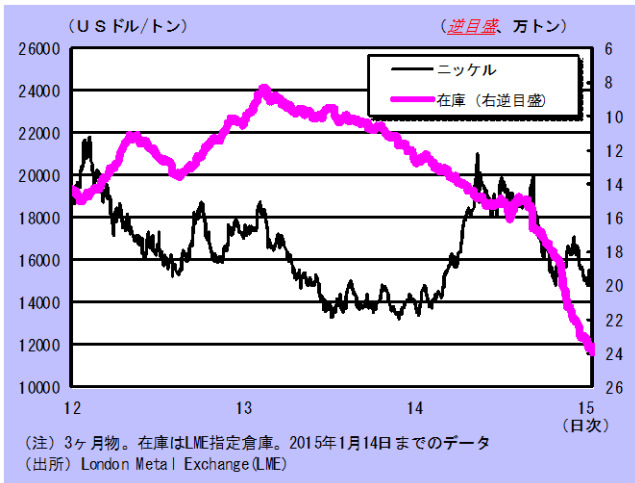
現先スプレッド（現物-3ヵ月物）の推移



(図表 18) ニッケル

ニッケル相場とLME指定倉庫在庫の推移

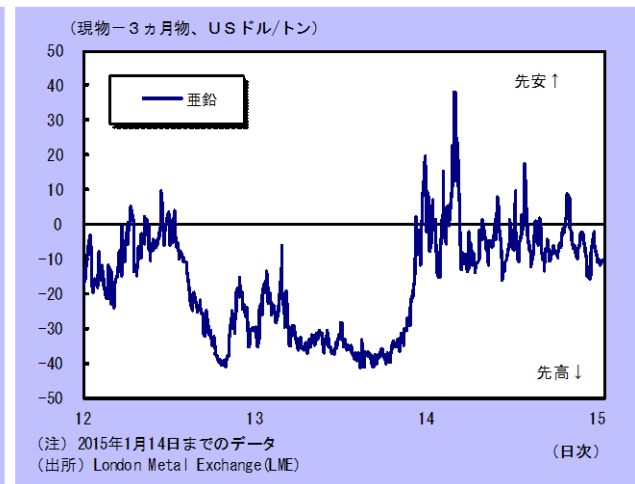
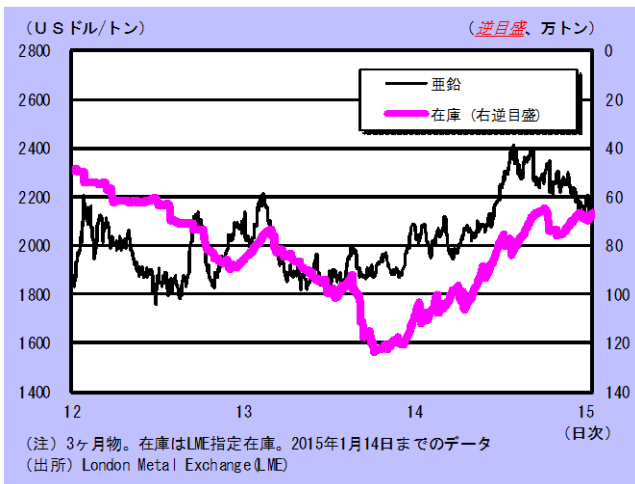
現先スプレッド(現物-3ヵ月物)の推移



(図表 19) 亜鉛

亜鉛相場とLME指定倉庫在庫の推移

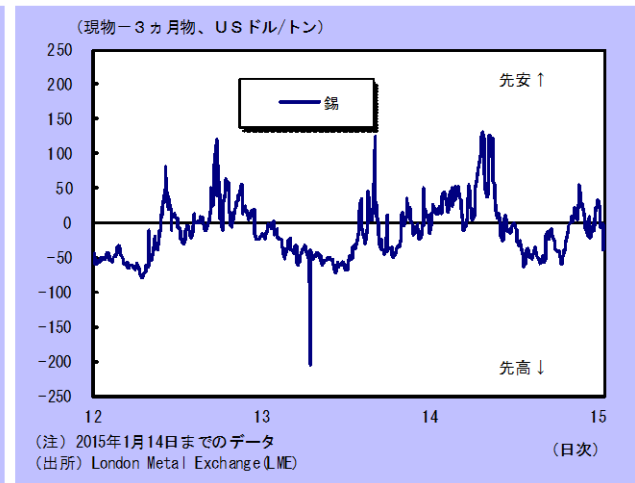
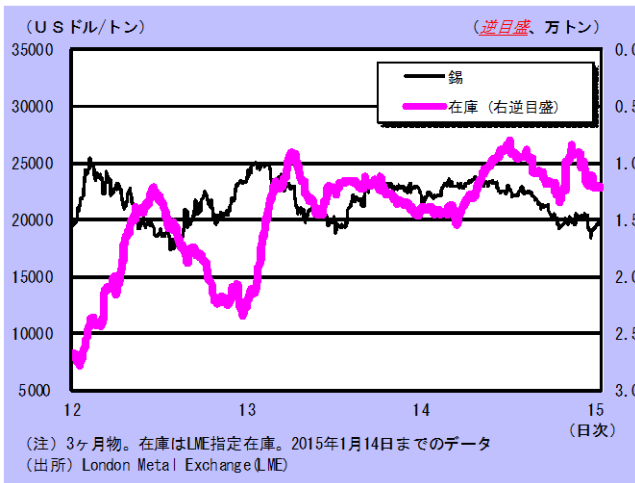
現先スプレッド(現物-3ヵ月物)の推移



(図表 20) 錫

錫相場とLME指定倉庫在庫の推移

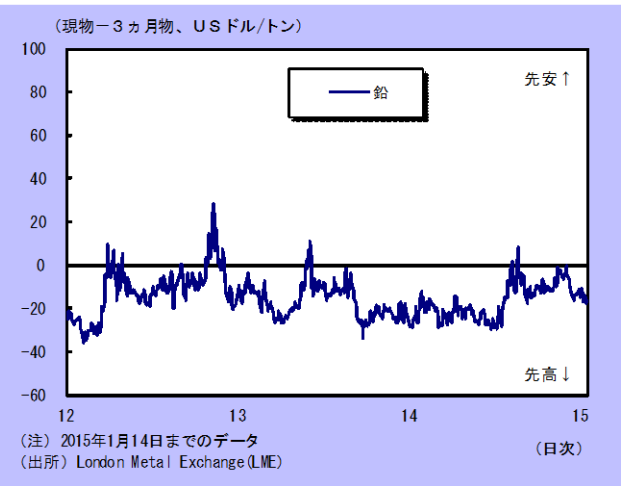
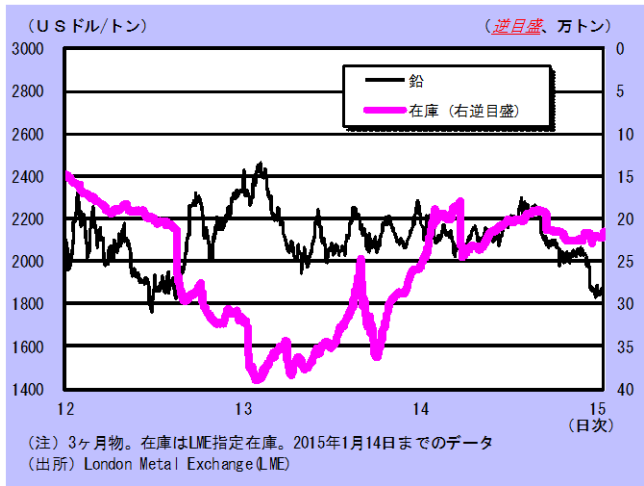
現先スプレッド(現物-3ヵ月物)の推移



(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ヵ月物）の推移



IV. 貴金属：金は一進一退後に一時1,240ドル台を回復

金市況は、10月下旬に1トロイオンスあたり1,250ドル超まで買われたものの、11月上旬にかけて売られ、一時1,130ドル台となった。その後、12月上旬にかけて1,230ドル台まで持ち直したものの、12月下旬は1,170ドル台を中心に推移した。もっとも、1月に入って、一時1,240ドル台まで回復する動きとなっている。

11月は、上旬に、4日に実施された米国中間選挙で共和党が過半数を獲得したことを好感して株価が上昇し、安全資産とされる金への売り圧力が強まったことや、為替市場で対ユーロを中心にドル高が進行してドル建ての金の相対的な割高感が強まったことから、金は売られた。もっとも、その後は、金相場は緩やかな上昇傾向を辿った。7日には、米国の雇用統計が市場の予想を下回ったため、為替市場で利益確定のドル売りが出たことが金相場を押し上げた。10日にはドル高の進行を受けてやや大幅な下落となったが、その後、金相場が安値圏にある中で、現物の需要が堅調に推移したことやファンドによる買いが入ったことなどから下値を切り上げた。もっとも、27日のOPEC総会において原油の減産が見送られたことを受けて、月末にかけて金は原油に連れ安した。

12月は、月初に、原油が反発したことや、ユーロ圏および中国の製造業景況指数が低調であったことを受けて世界景気の先行き不安から投資家のリスク回避姿勢が強まったことを受けて、金は大幅に買われた。5日には米国の雇用統計が予想を上回ったことで利上げ観測が強まり金相場を押し下げたものの、9日には米連邦準備制度理事会（FRB）高官がゼロ金利政策を「相当の間」維持するとの方針の削除について慎重な発言を行ったことでドル相場が下落し、金相場は大幅に上昇した。また、9日は、中国の貿易統計などを材料に世界景気の減速懸念が強まり、各国の株価が下落する中で、逃避先として金を買われた面もある。

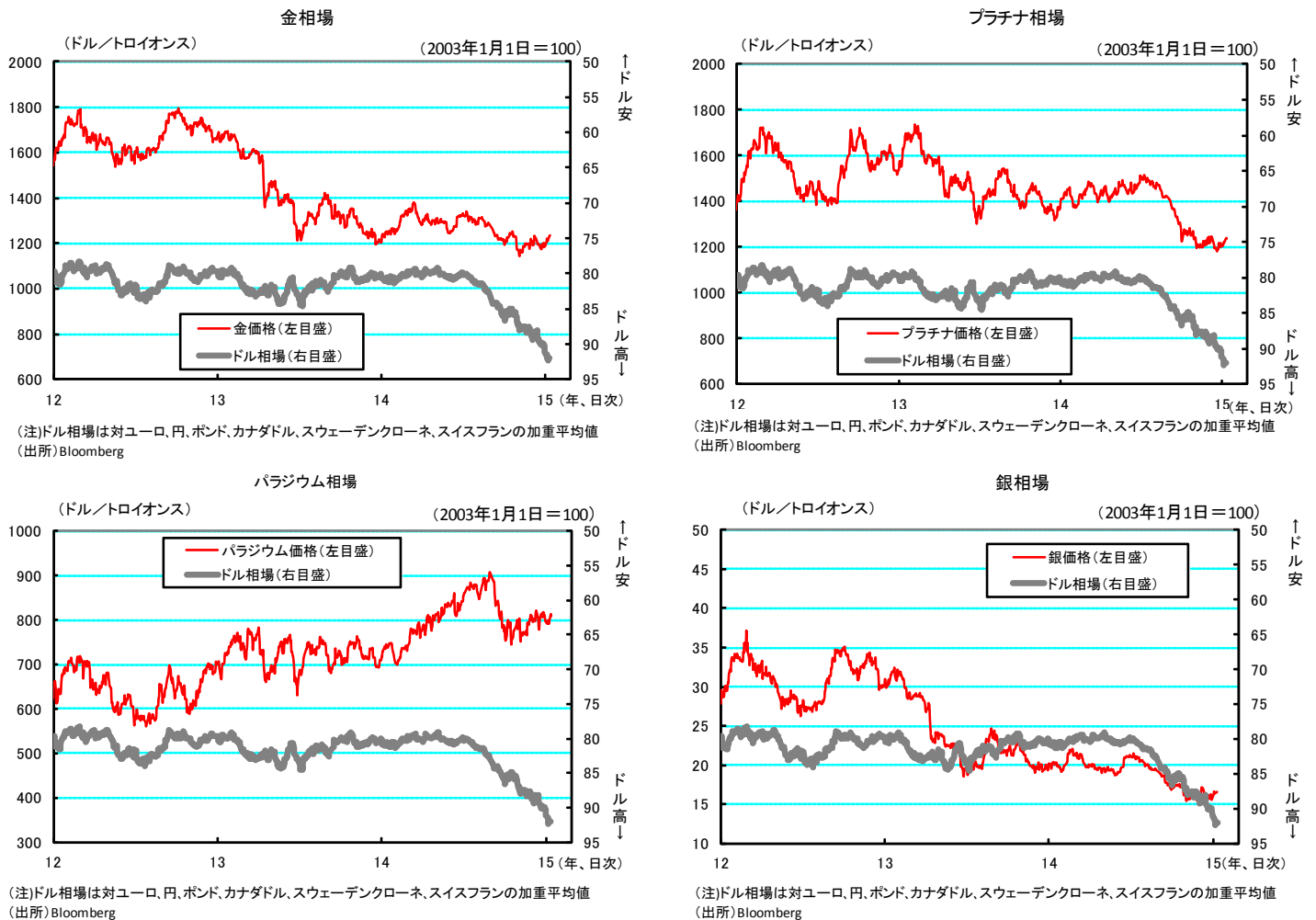
しかし、15日には、16～17日に米連邦公開市場委員会（FOMC）を控えてドル高が進行し

たことや原油相場が下落したことを背景として、金相場は大幅に下落した。その後も、ドル高傾向が続いたことや、米国のGDPが大幅に上方改定されリスク志向が強まったこと(23日)などを受けて、金市況は下落気味の推移が続いた。12月下旬は、1,170~1,180台を中心とした推移になった。

1月は、ギリシャ情勢や原油安の動向が懸念され、金融市場が動揺する中で、金は買われる動きになった。

金市況の下落トレンドはいったん11月上旬に終了し、その後はやや下値を切り上げる推移になっている。米国の金融政策が徐々に利上げに向かう中で、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、金市況は下げやすい状況が続いているものの、これまでの下落から徐々に割安感が生じ始めており、安値では買いが入る状況となっている。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く、金相場の上値を押さえようが、下値は限定されるだろう。

(図表 22) 貴金属価格の推移



V. トピック

～原油価格は年央から持ち直しへ～

① 1月にかけての原油相場の変動要因

原油相場は、12月後半に横ばい圏で推移し、ある程度の底堅さをみせる局面もあったが、ギリシャ問題などから世界景気の先行き不安が強まる中、年末以降、再び価格下落ペースが速まった。1月に入ってからの下落率はブレントで2割前後、WTIで15%前後となる。

12月後半に原油相場が底堅さをみせた背景としては、16～17日に開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）を受けて、今後見込まれる利上げが慎重に進められるとの見方が強まり、投資家心理を好転させたことによると考えられる。

一方、年末以降、原油相場が再び大きく下げた背景としては、ギリシャ不安の高まりから金融・コモディティ市場全般にリスク回避的な投資家行動が強まったことが指摘できる。同国では次期大統領の選出を巡る混乱が拡大し、金融支援の条件である緊縮財政政策が放棄されてしまうことや、ユーロ圏離脱問題に発展することへの懸念が強まった。このため、世界的に株価が急落し、原油相場も追随して下げた面がある。また、原油安が金融市場の不安心理を強めて株安を招いた面もあり、原油と株式で負の相乗効果があったと思われる。そうした中で、各国の景気指標が冴えないことや、産油国の原油供給の勢いが弱まらないことを材料に、原油相場の下落が続いた。

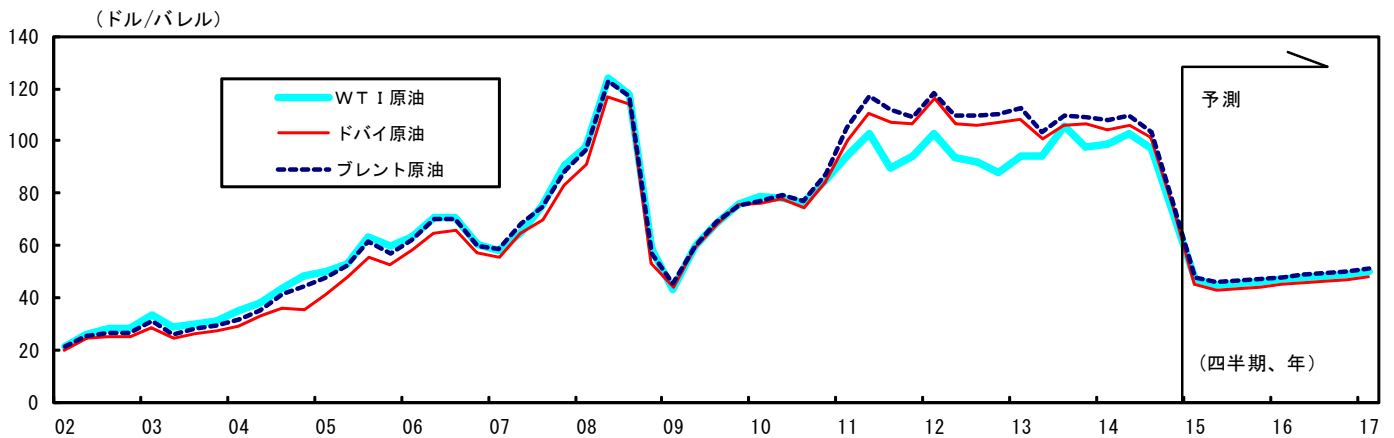
② 今後の原油相場の変動要因

原油相場は、原油に固有な要因だけではなく、世界経済全般の動向の影響も受けている。米国を中心に世界経済のファンダメンタルズが良好なことが確認されるとともに原油相場の下げに歯止めがかかるだろう。

もっとも、原油市場を取り巻く環境をみると、①中国や欧州を中心とした世界景気の鈍化や低燃費車の普及などによる原油需要の停滞、②米国のシェールオイルを中心とした原油供給の増加、③OPECの減産に消極的な姿勢、④地政学的な諸問題の膠着などは続く予想される。当面、原油相場を反転させる明確な材料は出てこず、底這い状態が続く可能性がある。

こうした状況の中、いずれ原油相場を反転させる材料となってくるのは、米国のシェールオイルの減産であろう。年央あたりから、米国の原油生産量の減少が確認されるとともに、緩やかに原油相場は持ち直す動きが予想される。

(図表 23) 原油価格の見通し



	→ 予測値 (ドル/バレル)												
	14年				15年				16年				17年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q
WTI原油価格	98.7	103.0	97.2	73.1	47.0	45.0	45.5	46.3	47.0	47.8	48.5	49.3	50.0
(ブレントとの価格差)	(-9.2)	(-6.8)	(-6.2)	(-3.8)	(-1.0)	(-1.0)	(-1.0)	(-1.0)	(-1.0)	(-1.0)	(-1.0)	(-1.0)	(-1.0)
ドバイ原油価格	104.4	106.2	101.5	74.7	45.0	43.0	43.5	44.3	45.0	45.8	46.5	47.3	48.0
(ブレントとの価格差)	(-3.5)	(-3.5)	(-1.9)	(-2.3)	(-3.0)	(-3.0)	(-3.0)	(-3.0)	(-3.0)	(-3.0)	(-3.0)	(-3.0)	(-3.0)
ブレント原油価格	107.9	109.8	103.4	77.0	48.0	46.0	46.5	47.3	48.0	48.8	49.5	50.3	51.0

(注) シャド一部分は予測。期中平均値。

— 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。