

## 調査レポート

# コモディティ・レポート <2015年1・2月>

### I. コモディティ市況全般：1～2月は下げ止まり後、反発力弱い

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6月下旬をピークに下落傾向で推移した後、小幅反発している。マクロ経済環境をみると、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た状況は一服している。今後、米国を中心に世界景気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するとみられるが、反発力は弱いであろう。

### II. エネルギー市況：下落後、やや持ち直し

国際指標とされるブレント原油は下落傾向が続き、1月13日には一時45.19ドルの安値をつけた。その後、反発に転じ、2月中旬以降は、60ドル前後で推移している。原油需給、米国の金融政策、OPECの動向など原油相場の決定要因は先行きが見通し難くなってきており、当面、一進一退の推移が見込まれる。

### III. ベースメタル市況：5,300ドル台の安値からやや持ち直し

銅市況は、1月中旬につけた5,300ドル台の安値から持ち直し、5,800～5,900ドル台で推移している。価格変動は大きかったものの、銅相場の需給に大きな変動はなく、今後の銅相場は、世界景気の持ち直しに合わせて緩やかな上昇傾向を辿るものと思われる。

### IV. 貴金属市況：金は上昇後、1,170ドル割れまで下落

金市況は、1月に入って上昇し、下旬には一時1,300ドル台となったが、それ以後は下落傾向で推移し、足元では1,170ドル前後となっている。ギリシャ問題や中国景気の不透明感が相場を支えるものの、米国の金融政策が利上げに向かう中で上値も限定的であろう。金市況はボックス圏の推移が見込まれる。

### V. トピック

石油掘削リグの稼働数について・・・米国の石油掘削リグの稼働数は、3月6日に922基と昨年10月のピークに比べ、4割以上も減少している。一方で、米国の原油生産量は増加基調を続けており、1971年以来の高水準にある。米エネルギー情報局が3月9日に公表した”Drilling Productivity Report”は、シェールオイルの生産が盛んな地区で原油の生産量が鈍化する兆しを示した。もっとも、油田開発の実勢は掘削リグの減少にみられるほど鈍化しておらず、今後の原油生産量がどうなるかは、まだ不透明だといえそうだ。

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

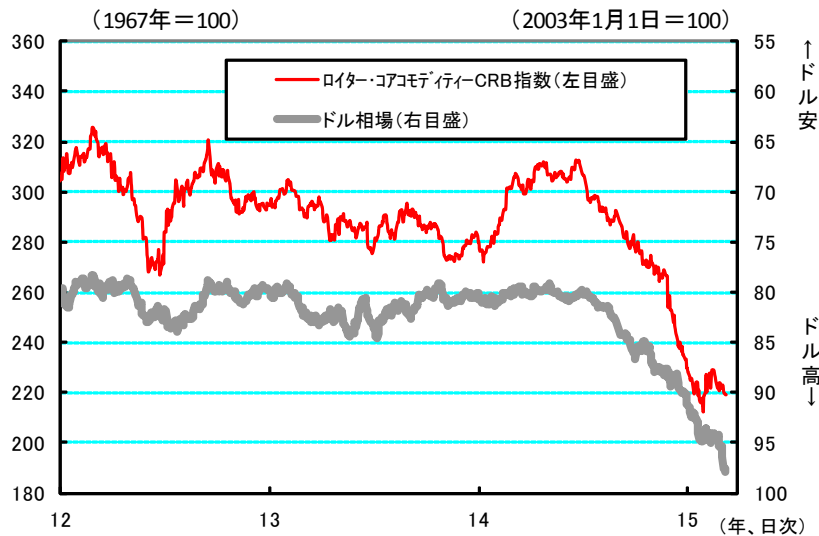
## I. コモディティ市況全般の概況：1～2月は下げ止まり後、反発力弱い

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6月下旬をピークに今年1月中旬にかけて下落傾向で推移した後、小幅反発している（図表1）。

1月は、供給増加や需要の伸び悩みを背景に穀物が下落し、ファンドによる売り圧力があつたとされる銅も下落した。一方で、世界経済の先行き不透明感が強まる中で金は買われ、原油は中旬にかけて下落した後、やや反発した。2月は、銅が緩やかに持ち直したが、原油はやや値戻した後に一進一退となり、穀物は一進一退が続き、金は下落傾向であつた（図表2）。

マクロ経済環境をみると、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た状況は一服しており、世界経済の先行きに対する不安心理は後退している。もつとも、米国景気が相対的に堅調であり、米国以外の経済に不安が残るといった状態は継続しており、ドル高観測が続きやすくなっている。今後、米国を中心に世界景気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するとみられるが、ドル高の下ではドル建てのコモディティ価格が抑制されやすいこともあり、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



（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、穀物は大豆・小麦・トウモロコシの平均  
（出所）Bloomberg

## Ⅱ. エネルギー

### 1. 原油市況：下落後、やや持ち直し

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1バレルあたり115.71ドルまで上昇した後、下落傾向が続き、1月13日には一時45.19ドルの安値をつけた。その後、反発に転じ、2月中旬以降は、60ドル前後で推移している。米国産のWTI原油は1月29日に一時43.58ドルの安値まで下落し、足元は50ドル前後で推移している。

原油相場は、1月に入っても、下落基調で推移した。上旬には、中国の製造業景況指数が低下したこと（1日）、ロシアの12月の原油生産量がソ連崩壊後で最高を記録したこと（2日）、イラクの12月の原油輸出量が増加したこと（2日）などを受けて、原油需給の緩和観測が強まった。また、1月25日にギリシャの総選挙を控える中、同国への金融支援の条件である緊縮財政政策が放棄され、ユーロ圏離脱問題に発展することが懸念された。このため、投資家はリスク回避姿勢を強め、世界的に株価が下落し、原油相場も追随して下げた面がある。原油安によって不安心理が強まり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。

日々の相場の変動が大きい中で下値を探る動きは中旬も続き、米大手金融機関が原油価格見通しを下方修正したこと（12日）や、UAEのエネルギー相が「減産は行わない」という石油輸出国機構（OPEC）の戦略に変更はないと述べたこと（13日）を材料に、13日には、ブレント原油が一時45.19ドルと2009年3月以来の安値に下落した。

しかしその後は、原油相場は反発に転じる。国際エネルギー機関（IEA）の月報において非OPEC産油国の原油供給量が下方修正されたこと（16日）、米石油サービス会社のベーカー・ヒューズ社が発表した石油掘削リグの稼働数が大幅減少したこと（16日）などが材料になった。30日には、再び石油掘削リグの稼働数が大幅減少し、米国の原油生産の鈍化が連想されたことから原油相場が大幅上昇した。

2月初も、原油相場の上昇は続いた。英石油大手のBPが設備投資の削減を発表したこと（3日）や、ギリシャ新政権が債務減免要求を撤回したことを背景に為替市場でドル安・ユーロ高が進んだこと（3日）なども材料にしつつ、昨年6月以来、下落が続いていた原油相場がようやく底打ちしたとの見方から買いが優勢になったとみられる。

その後も、米エネルギー情報局（EIA）の週次石油統計において原油在庫の増加が示されたこと（4日、11日）や、IEAの月報を受けて世界的な原油需給の緩和が意識されたこと（10日）などが相場の押し下げ材料になったものの、リビアの油田への武装勢力による襲撃（5日）、中国の金融緩和（5日）、石油掘削リグの稼働数の減少（6日、13日）、OPEC月報におけるOPEC原油に対する需要見通しの上方修正（9日）、フランス石油大手のトータルによる設備投資の削減（12日）などが相場の押し上げ材料となり、原油相場は上昇傾向となった。

しかし、2月半ば以降は、米国週次石油統計における原油在庫の増加（19日、26日）などから供給過剰を巡る懸念が続いたことや、イラン核開発協議が進展し、同国の原油輸出が増加するとの観測が生じたこと（27日）が価格押し下げ要因になった一方で、中国の製造業景況指数が

改善したこと（25日）、サウジアラビアの石油相による「原油需要は拡大している」との発言（25日）、石油掘削リグの稼働数の減少が続いたこと（27日）などが価格押し上げ要因となり、一進一退の推移となった。

ブレント-WTIの спреッド（価格差）は、1月中旬に一時的にゼロになっていたが、再び拡大している（図表5）。先物市場（WTI）における投機筋の買い超幅をみると、昨年6月下旬をピークに縮小傾向を辿った後、11月以降は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、昨年11月下旬にかけて減少した後、2月上旬にかけて増加し、その後は頭打ちとなっている（図表10）。

1月半ばにかけて、原油相場が大幅に下落した背景には、①米国のシェールオイルを中心に原油供給が増加したこと、②中国や欧州の景気下振れなどに伴って原油需要が鈍化したこと、③FRBの金融政策の変化などを背景としてドル高が進んだこと、④OPECが需給の調整役としての役割を少なくとも当面、放棄したこと、などによる原油市場におけるセンチメントの悪化があったと考えられる。

①の要因については、石油掘削リグの稼働数の減少などから、増産には歯止めがかかるとの見方が出てきている。すなわち、米国のシェールオイルの油井の開発にかかる時間は、従来型の油井の開発にかかる時間よりも短く、石油掘削リグの稼働数の減少は数カ月程度で原油生産量に影響を及ぼし、年央あたりから米国の原油生産量が減少するとの観測につながっている。しかし、実際に原油生産量がどうなるかは、まだ不透明感が強いのが現状だと思われる。足元の原油の供給過剰の状況がどのように展開するのか、シェールオイルの生産動向を中心に思惑が交錯しやすいとみられる。

②については、足元では欧州景気に改善の動きがみられるなど、世界景気の下振れ懸念は後退している。もっとも、中国経済は不動産部門の停滞が続くなど減速感が残っており、雇用を中心に好調を続ける米国でも足元の経済指標はやや弱めのものがみられるなど、世界景気の拡大テンポは緩やかにとどまっていると考えられる。

③については、FRBによる利上げが見込まれる一方で、欧州中央銀行（ECB）が量的緩和を導入したのをはじめ、FRB以外の中央銀行は金融緩和に向かう傾向があり、足元でもドル高が進んでいる。もっとも、FRBによる利上げについては、その時期については後ずれするとの観測が出ている状況である。

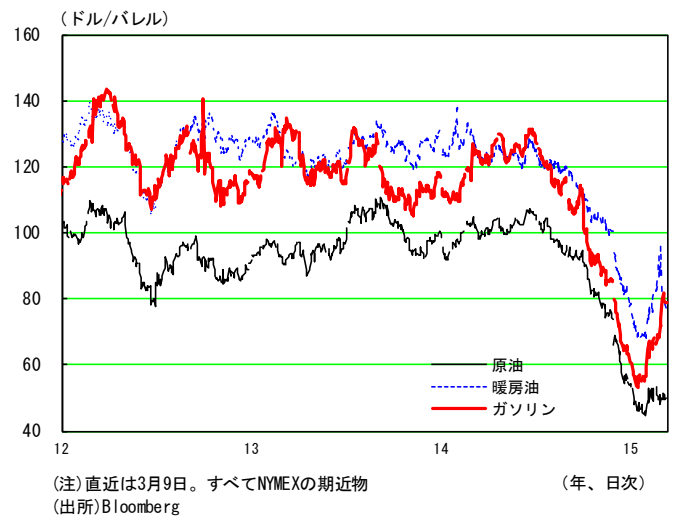
④については、当面、原油相場がどのように動こうと、OPECは減産しないであろうことを市場が織り込んだ状態になっていると思われる。

このように、①～④の要因は、1月半ば以降は、原油安につながらなくなってきており、①や②はむしろ原油高につながる面もあったと思われる。しかし、今後を考えると、①～④とも方向性がはっきりしない状況にある。当面、原油相場は、一進一退が見込まれる。

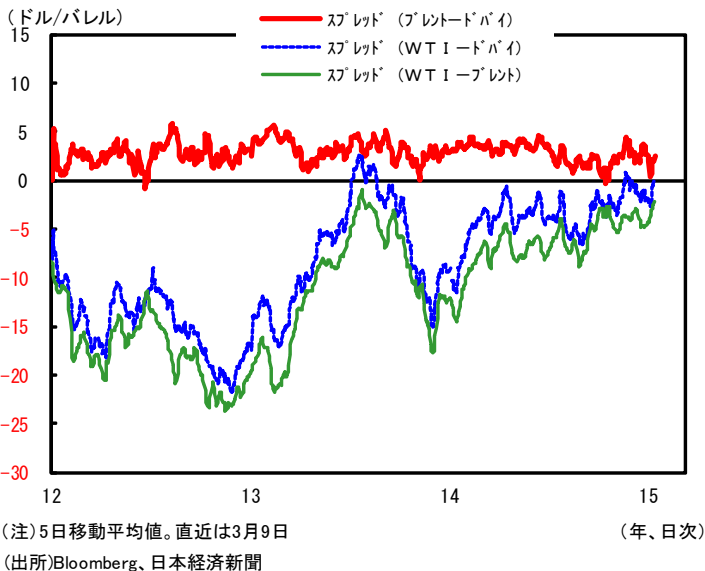
(図表 3) 原油市況の推移



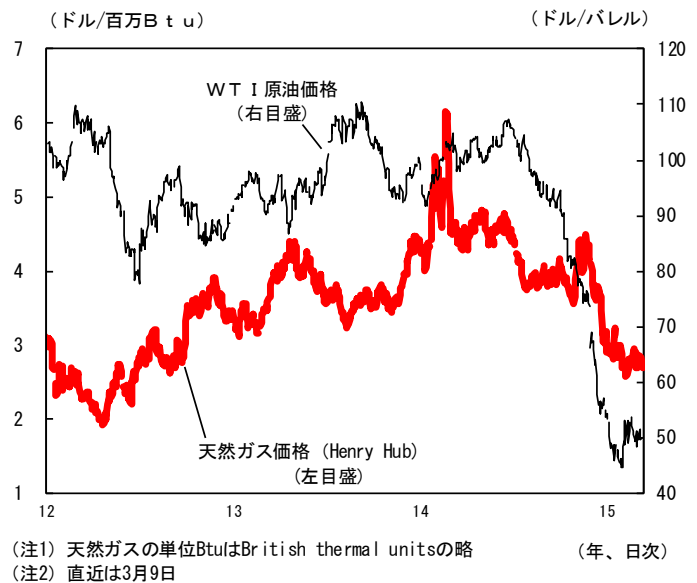
(図表 4) 石油製品市況の推移



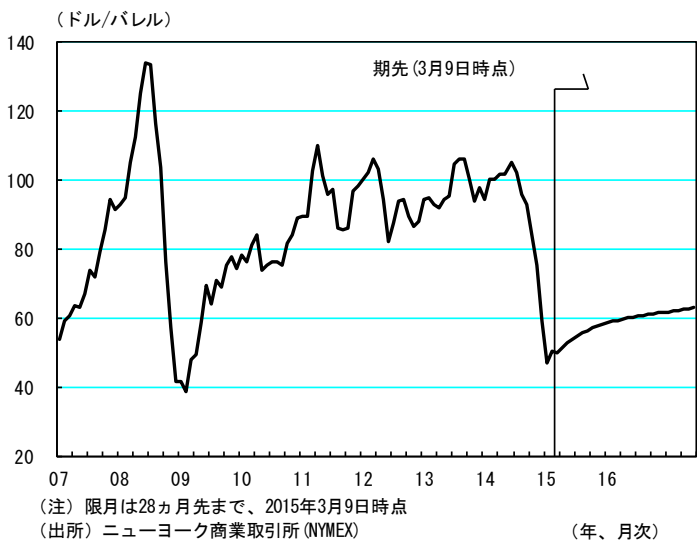
(図表 5) 油種間スプレッドの推移



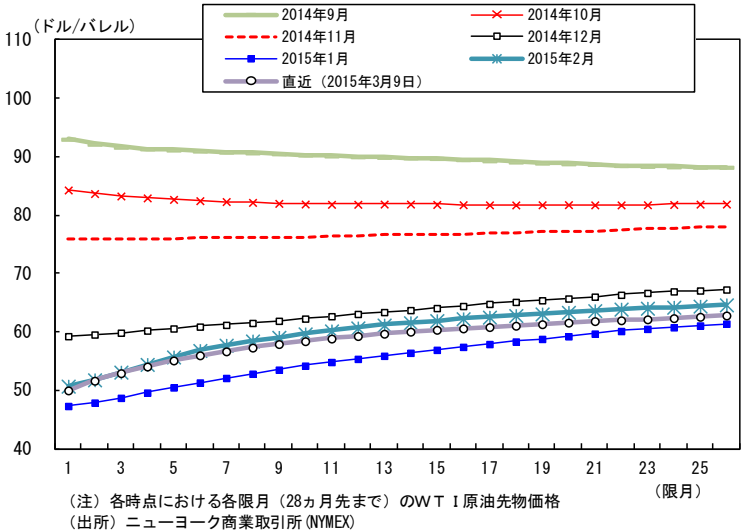
(図表 6) 米国天然ガス市況の推移



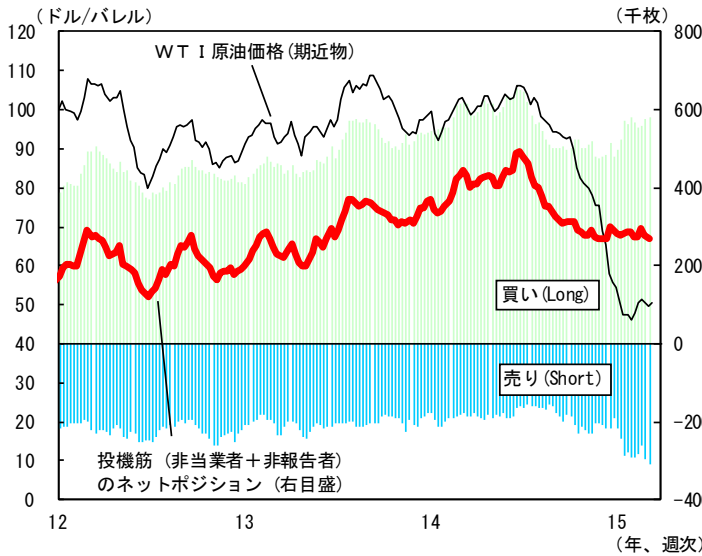
(図表 7) 原油先物価格と先物カーブ



(図表 8) W T I 原油の先物カーブの変化

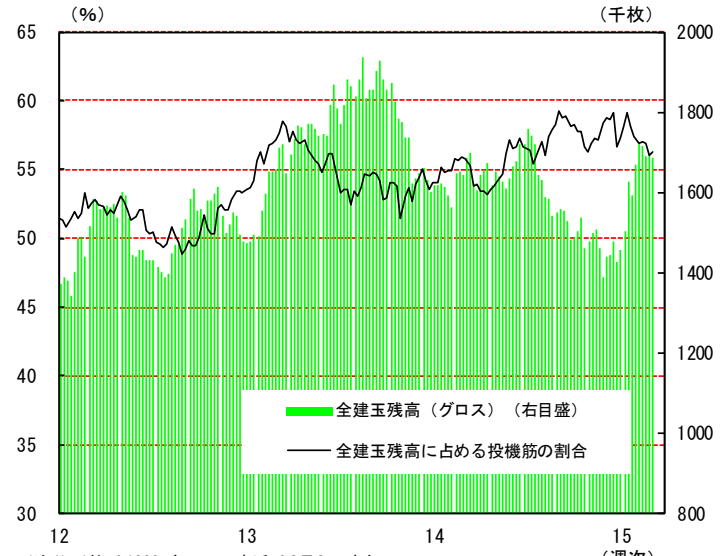


(図表 9) 投機筋のポジション (原油)



(注1) ポジションの直近は3月3日時点、WTI原油は3月4~10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3月3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 <2月>	(前月差)	生産量 <1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 <2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	183.0	(2.0)	181.0	(19.0)		151.7	187.0	97.9%	4.0
エクアドル	55.4	(-0.3)	55.7	(-0.7)		43.4	55.7	99.5%	0.3
イラン	278.0	(0.0)	278.0	(1.0)		333.6	350.0	79.4%	72.0
イラク	345.0	(5.0)	340.0	(-30.0)		-	365.0	94.5%	20.0
クウェート	285.0	(0.0)	285.0	(6.0)		222.2	320.0	89.1%	35.0
リビア	22.0	(-8.0)	30.0	(-15.0)		146.9	155.0	14.2%	133.0
ナイジェリア	199.0	(-5.0)	204.0	(-4.0)		167.3	240.0	82.9%	41.0
カタール	67.5	(-0.5)	68.0	(0.0)		73.1	78.0	86.5%	10.5
サウジアラビア	985.0	(13.0)	972.0	(22.0)		805.1	1,250.0	78.8%	265.0
UAE	280.0	(10.0)	270.0	(0.0)		222.3	300.0	93.3%	20.0
ベネズエラ	246.9	(0.1)	246.8	(0.0)		198.6	300.0	82.3%	53.1
OPEC12カ国	3,056.8	(16.3)	3,040.5	(-1.7)	3,000.0	-	3,720.7	82.2%	663.9
OPEC11カ国	2,711.8	(11.3)	2,700.5	(28.3)		2,484.5	3,355.7	80.8%	643.9

(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

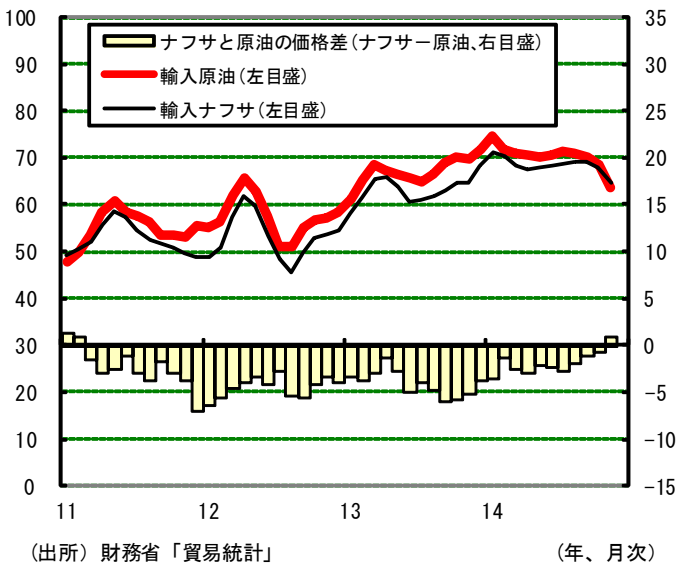
## 2. ナフサ市況：1～2月は原油安に連動して下落後、やや持ち直し

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、今年1月には50.1円にまで下落した。一方、輸入原油価格は、昨年1月の74.6円から今年1月には47.8円にまで下落した（図表12）。

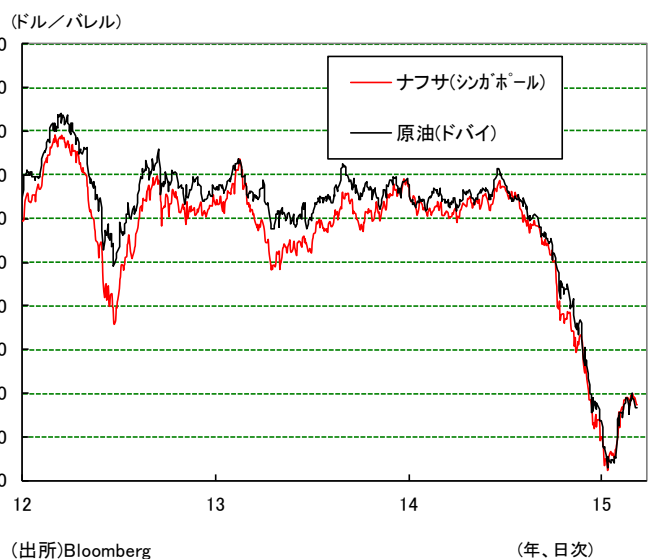
アジアのナフサ市況の推移をみると、原油に連動して、昨年9月～今年1月前半に大幅に下落した後、1月後半からはやや反発している（図表13）。原油との相対価格をみると、1月上旬までは欧州からアジアへのナフサ輸出が高水準を続ける中で、ナフサ需給は緩和した状態が続き、相対価格は一進一退であったが、1月中旬以降は、北米の製油所での事故やストライキ、欧州からアジアへのナフサ輸出の遅延、アジアでの好調なナフサ需要などから、ナフサ高が進んだ。

原油とナフサともに売られ過ぎの状態からは値戻しが進んでおり、ナフサ需給の引き締めりもナフサ市況の押し上げに寄与したとみられるが、今後のナフサ市況は、原油市況に連動して緩やかな上昇にとどまるだろう。

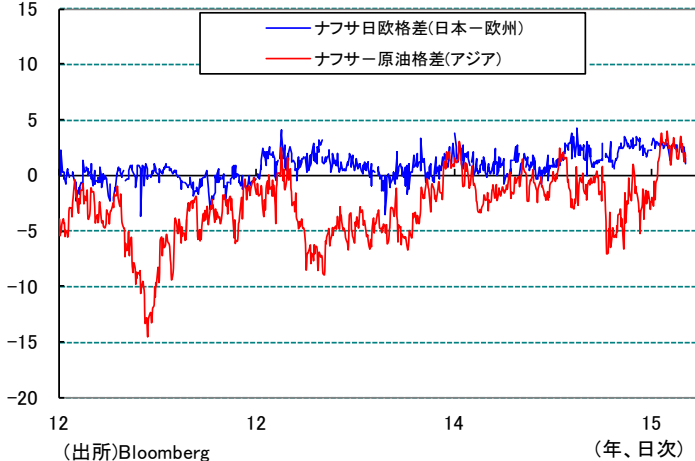
（図表12）日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格  
（円/リットル）



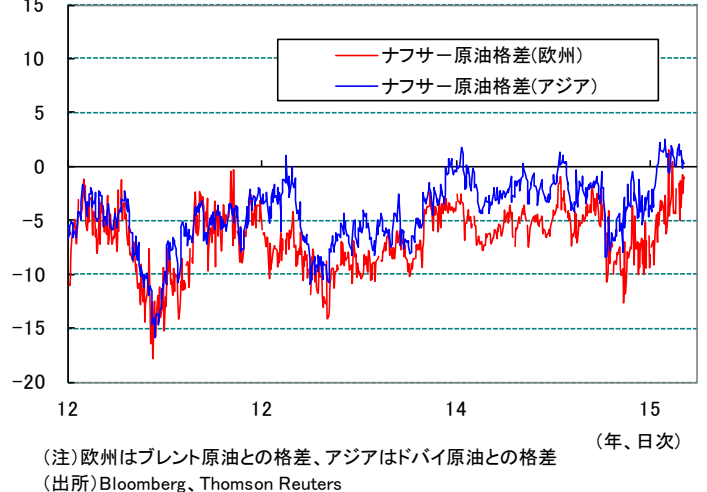
（図表13）アジアの原油・ナフサの市況  
（ドル/バレル）



（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 : 5,300 ドル台の安値からやや持ち直し

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、今年1月には一時5,300ドル台と2009年7月以来の安値をつけた。その後、3月上旬にかけて5,800~5,900ドル台まで持ち直してきている。

1月は、上旬に、中国の製造業景況指数が鈍化したこと（1日）、中国政府が今年から一部の銅製品に対する輸出税の還付を拡大する方針を示したこと（5日）、対ユーロを中心にドル高が進行したことなどを材料に銅市況は下落した。

中旬には、銅市況の下落幅が拡大した。12日には原油安の影響でコモディティ全般が売られる中で銅も売られた。13日には、昨年12月分の中国の貿易統計が輸出・輸入の底堅さを示したものの、市場では世界景気の先行きに対する不安感が残り、コモディティは幅広く売られ、銅は中国のヘッジファンドによる売りが噂される中で、節目である6,000ドルを下回り、下落幅が拡大した。14日には、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、世界景気の先行き不安がさらに強まり、コモディティ全般に売りが膨らむ中、銅は急落した。取引時間中には、一時前日比9%近く下げた（終値ベースでは5.3%の下落）。

15日には、安値とみた買い、売り建て玉の買い戻し、需要家からの買いヘッジなどにより相場は持ち直し、16日には中国の人民銀行が農業分野や小規模・零細企業といった資金不足傾向にある部門の支援を狙った再貸出枠を500億元増やすと発表したことも中国景気の先行き不安を和らげる材料とされた。また、20日に発表された中国の10~12月期のGDPは前年比7.3%増と市場予想をやや上回ったことや、21日には、欧州中央銀行（ECB）による量的緩和の導入観測が報道されたことも銅市況の押し上げ材料になった。

しかし、22日には、ECBの量的緩和実施の決定を受けて、利食い売りが強まったことや、23日には中国の製造業景況指数が発表され、同国でデフレ圧力が継続していることを示す内容だったこと、27日には2014年の中国の大手工業企業の利益が前年比3.3%増と24年ぶりの低い伸びにとどまったこと、などを材料に銅市況は下落した。例年、中国の春節休暇前にみられる在庫の積み上げが今年はみられないとの指摘もあった。なお、ギリシャ総選挙の結果が判明した26日には値動きが荒くなり、一時5339.50ドルの安値をつけた。

2月は、銅市況が緩やかに持ち直した。1日に発表された製造業景況指数が判断の分かれ目となる50を下回ったことを受けて、中国当局による景気刺激策への期待感が強まったことが銅相場の押し上げ材料とされた。その後も、ギリシャ問題が解決に向かうとの期待感や、原油相場の上昇が、銅相場の押し上げ材料となった。なお、4日には中国人民銀行が預金準備率の引き下げを発表したが、その背景にある景気の弱さが懸念されたことなどから、銅相場の上昇は限定的であった。また、6日には、米国の雇用統計が予想を上回る雇用増を示したことが年央の利上げの確率を高めたこととされ、為替市場においてドル高が進んだこともあり、銅市況は下落した。一方、8日に発表された中国の貿易統計は輸出・輸入ともに減少を示し、中国の景気減速懸念を強める



内容であったが、中国当局によるさらなる景気対策への期待を強めたとされ、9日の銅相場は押し上げられた。しかし、10日には、1月の中国の消費者物価が5年ぶりの低い伸びにとどまる中で、中国景気の弱さが懸念され、銅市況は下落した。

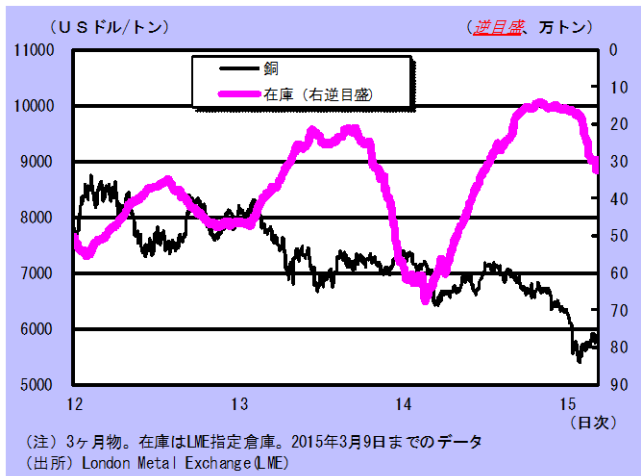
12日には、ウクライナ問題をめぐりロシア・フランス・ドイツ・ウクライナの4首脳が15日からの停戦で合意したことが、銅市況の押し上げ要因とみなされた。13日には、資源大手BHPビリトンがオーストラリアで進めるオリンピックダムで10日にあった落盤死亡事故の影響で今年の銅生産が6~7万トン減少する見通しであると発表した。

18日以降は、中国が春節休暇（~24日）に入中、それまで銅売りの中心であった中国のファンダが市場からいなくなるの見方などから、銅市況は底堅い推移となった。24日には、FRB議長の議会証言において、利上げについて慎重な見方が示されたことが相場を押し上げた。

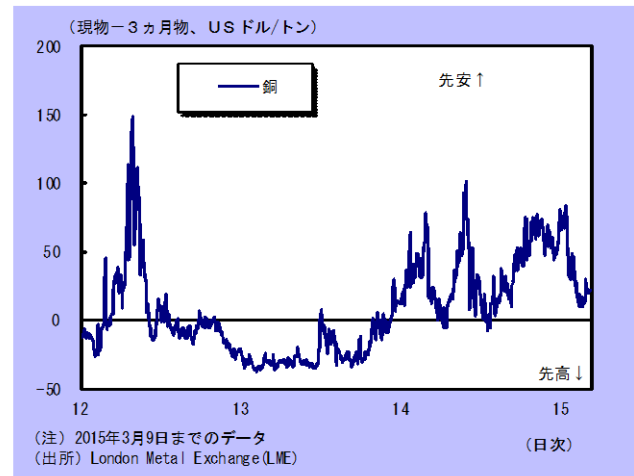
前述のとおり、1月中旬頃には、世界経済の先行きに対する見方が悪化し、景気に敏感な銅の市況は大幅に下落することになった。1月の銅相場下落を受けて、一部の小規模で高コストな生産者は鉱山の操業の停止に追い込まれているようだが、今のところ、大規模な生産調整は見込まれていない。1月の下落は行き過ぎとの見方から2月は買い戻しの動きが優勢になったとみられるものの、銅相場の需給に大きな変動はなく、今後の銅相場は、世界景気の持ち直しに合わせて緩やかな上昇傾向を辿るものと思われる。

(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：上昇後、下落して1,800ドル前後

アルミニウムは、昨年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月は下落基調となり、今年1月中旬には一時1,750ドル台にまで下げた。その後、2月上旬には1,900ドル近くまで上昇したものの、2月下旬は1,800ドル前後で推移した。

1月中旬にかけてアルミニウム相場が下落した背景には、世界景気の減速観測が強まったことや、ドル高が続いたことに加えて、コモディティに投資するファンドが昨年に値上がりしたアルミニウムを売って、昨年に値動きが低調であった他のコモディティを買うリバランシングの動きがあったこと、原油安が進む中で証拠金が不足したファンドがアルミニウムを含むコモディティの換金売りを行ったこと、などが指摘された。しかし、2月上旬にかけて、世界景気の減速懸念が後退し、原油市況が持ち直す中で、アルミニウムの市況は持ち直した。

もっとも、2月後半にかけて、地域別には最も需給が引き締まっていた北米においても、在庫が増加していることや、海外からの輸入品との競合が強まっていることを背景に、需給が緩む兆しが出ているとされる中、LMEにおけるアルミニウム市況も頭打ちとなった。

アルミニウムの需給バランスは、中国以外で世界的に減産の動きが広がった結果、2014年はそれまで続いた供給過剰から需要超過に転じ、2015年も需要超過が続くと見込まれる中、アルミニウム市況については強気の見方が出ていた。一方で、中国がアルミニウム地金の純輸出国に転じていることや、市況が上昇すればいずれ稼働を停止している精錬所が稼働を再開するとみられるため、市況の上昇余地は限られるとの見方もある。自動車向けを中心にアルミニウム需要は堅調であるものの、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、アルミニウム市況は上値が重い展開が見込まれる。

## (2) ニッケル市況：下落して一時 14,000 ドル割れ

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、その後は再び下落し、2月中旬には14,000ドルを下回った。

2014年1月から実施されたインドネシアのニッケル鉱石の禁輸措置の影響から、中国におけるステンレス生産の原料が不足し、ステンレス鋼の原料としてのニッケル地金などの需要につながり、いずれニッケル需給が引き締まるとの見方も根強い。しかし、これまでのところ、フィリピンでの鉱石の増産などにより、ニッケル需給は緩和気味に推移し、在庫は増加を続けている。

欧州でステンレス鋼の取引は停滞していた状態から脱しつつあるとされるが、不動産部門を中心とした景気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：一進一退で推移し、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、1月中旬には一時2,000ドル近くまで下げた。その後、2月上旬には2,150ドル超まで持ち直したものの、下旬には一時2,050ドル割れまで下げた。

国際鉛・亜鉛研究会（ILZSG）によると、2014年の世界の亜鉛の需給バランスは、亜鉛生産量が1351.3万トン、亜鉛消費量が1380.1万トンであり、29.8万トンの需要超過であった。

LME 指定倉庫の在庫も減少基調を続けており、一見、亜鉛の需給は引き締め傾向で推移している。鉱山の閉山によって、さらに需給が引き締まるとの見方もある。

しかし、亜鉛市況は、低迷気味に推移している。その背景として、中国からの亜鉛地金の輸出が増えていることが指摘される。中国では、不動産市場の停滞が続き、建築向けの需要が伸びないほか、昨年、青島港での金属を利用した不正融資問題が明らかになってから金融的な金属取引が低調となっており、余剰な亜鉛が輸出に向けられ、国際的な需給の緩和要因となっている。

また、閉山や生産量の減退が見込まれる鉱山が多い一方で、新規に生産を始めたり、能力が拡張される鉱山も多い。中国に多数ある鉱山から、どの程度の増産が行われるか読めないという不安定要因もある。

需要と供給の両面で、中国の動向が不透明要因となる中で、2月17日には、1月の中国70都市の新築住宅価格が下落を示したことを受けて、亜鉛市況の下落はやや大きくなり、春節休暇中も下落傾向が続いた。

ギリシャ問題がひとまず軟着陸したことから1月に亜鉛相場を押し下げる要因になっていた世界景気の先行き懸念は後退しているものの、最大の生産国・消費国である中国経済の先行き不透明感が強く、亜鉛市況は一進一退で推移している。先行きは、世界景気の持ち直しとともに、亜鉛需給の引き締めりが意識されやすくなるため、亜鉛市況は緩やかに上昇すると見込まれる。

#### (4) 錫市況：下落傾向で推移し、足元は18,000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、昨年4月下旬に一時1トンあたり23,800ドルを上回った後、10月中旬にかけて下落した。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、今年2月中旬には17,500ドルを割り込んだ。足元は18,000ドル前後で推移している。

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、錫輸出は11月に前年比91%減と大幅に落ち込み、12月は24%減だったが、1月は47%増となった。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思われるものの、インドネシア錫輸出協会(AETI)によると、2015年通年の錫輸出は7万トンと、2014年の7.6万トンからやや減少すると見込まれている。

なお、市況が低迷する中で、2月14日には、インドネシア最大手のティマ社が、錫価格が20,000ドルを回復するまで、新規の販売を停止すると発表した。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。しかし、先行きは、世界景気の減速懸念が後退するのに伴って需給は引き締めり、インドネシアからの供給減もあって、錫市況は緩やかに持ち直すと予測される。

#### (5) 鉛市況：下落傾向で推移し、1,750ドル前後割れ

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月上旬に2,000ドル台を中心に推移が続いた後に下落が進み、それ以降は1,800ドル台で推移していたが、2月に入って再び下落し、足元は1,750ドル前後で推移している。

冬場は、交換用バッテリー向けの鉛需要が強まりやすい時期とされるが、鉛市況は下落傾向で推移した。世界景気が減速気味であったことや、冬場の気温が比較的温暖であったことなどが指摘される。また、銅が大幅に下落した1月中旬には、鉛も連動して下落した。

こうした中、鉛市況の下落が供給削減につながる動きも出てきた。1月16日には、カナダのイベルニア社がオーストラリアにある鉱山(Paroo Station)を保存整備下に置くと発表した。

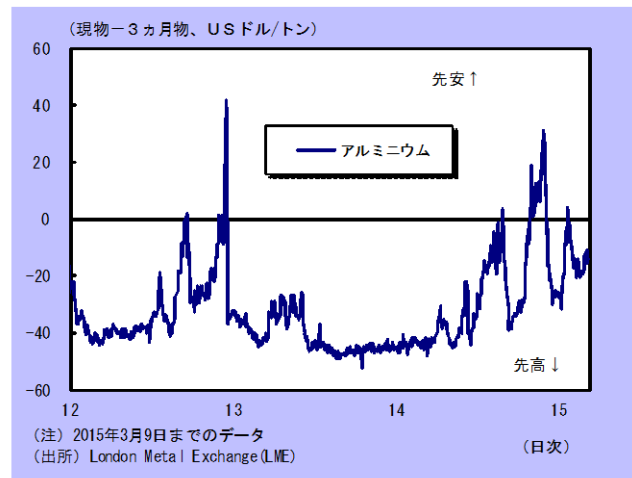
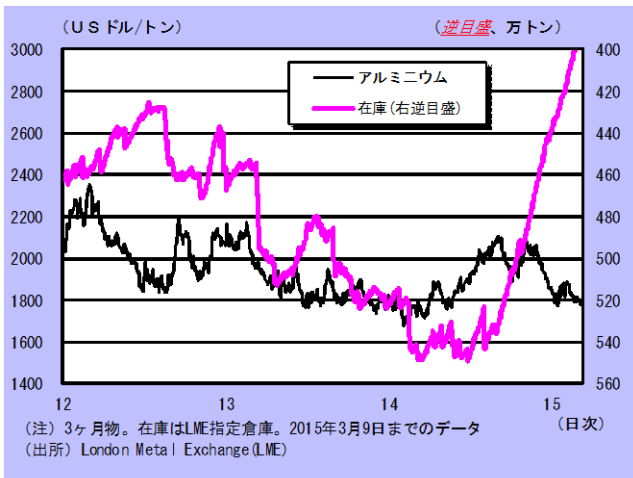
もともと、鉛市況の下落は、需給のファンダメンタルズとは異なった動きになっているとの指摘もある。亜鉛鉱山の閉山に伴って副産されることが多い鉛の供給も抑制されるとみられており、また、米国や中国を中心に自動車生産が好調であり、自動車のバッテリー向けの需要も堅調が見込まれている。

現在の鉛市況は、亜鉛などに比べてやや売られ過ぎの感があり、先行きは、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

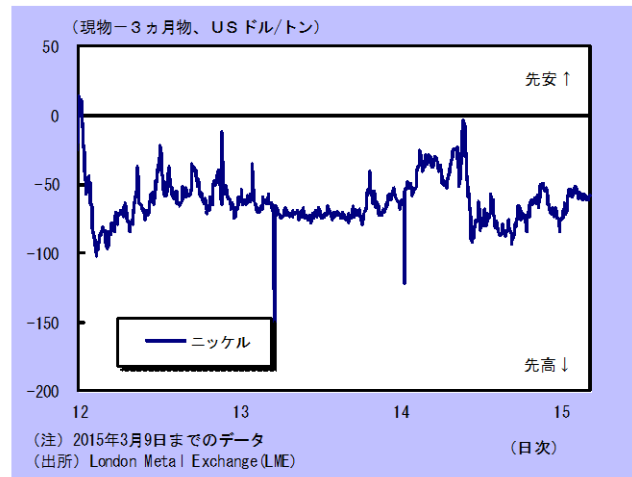
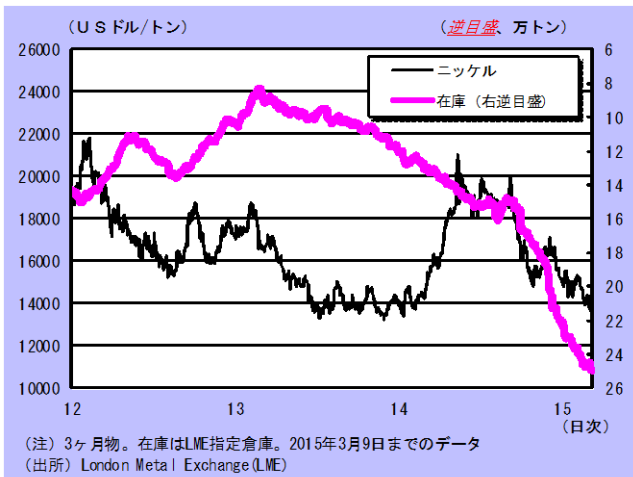
現先スプレッド(現物-3ヵ月物)の推移



(図表 18) ニッケル

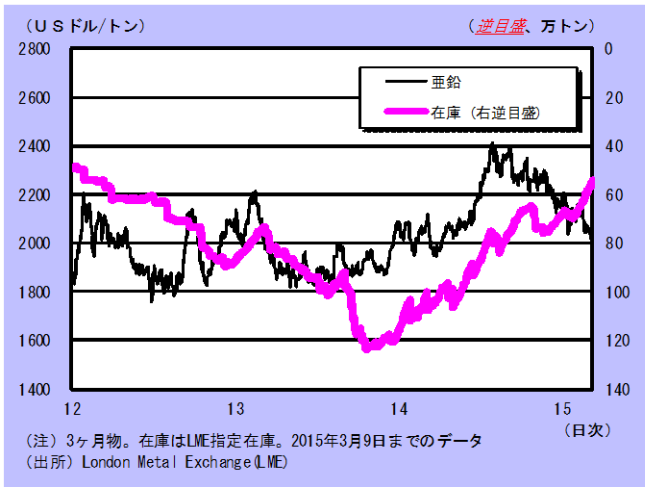
ニッケル相場とLME指定倉庫在庫の推移

現先スプレッド(現物-3ヵ月物)の推移

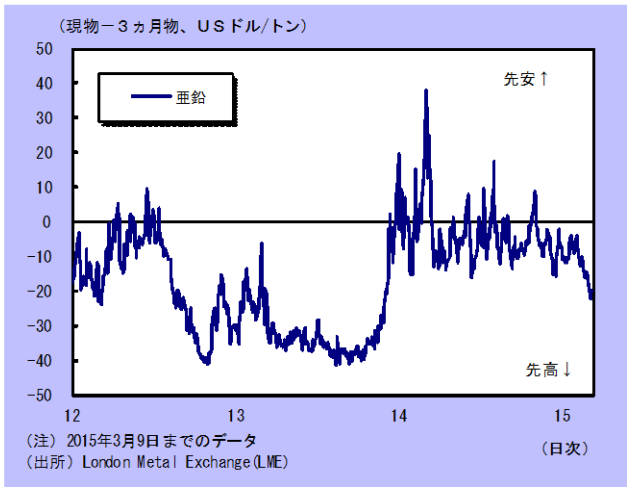


(図表 19) 亜鉛

亜鉛相場とLME指定倉庫在庫の推移

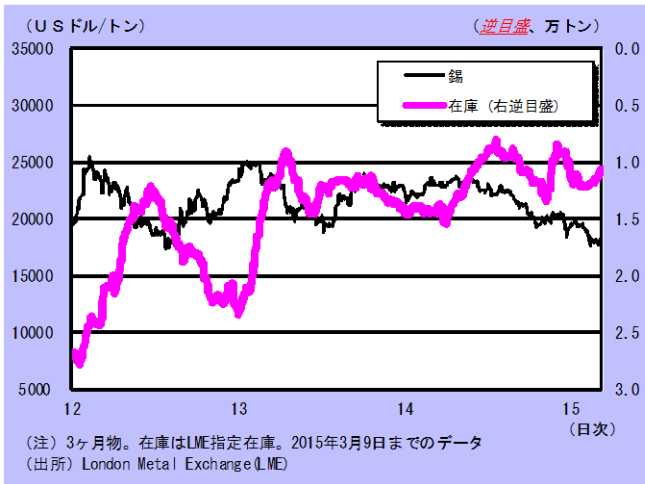


現先スプレッド(現物-3ヶ月物)の推移

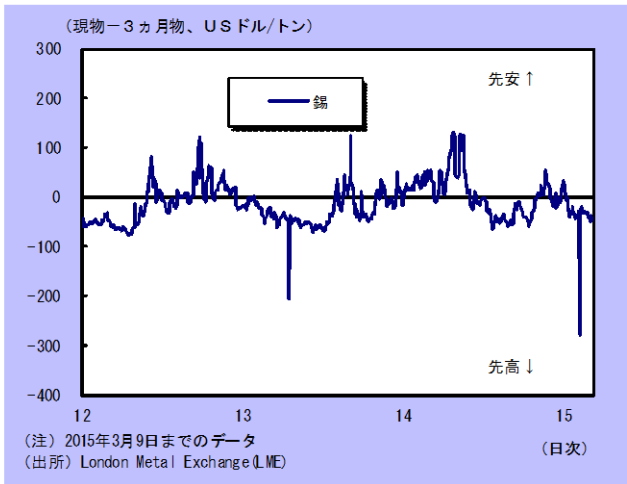


(図表 20) 錫

錫相場とLME指定倉庫在庫の推移

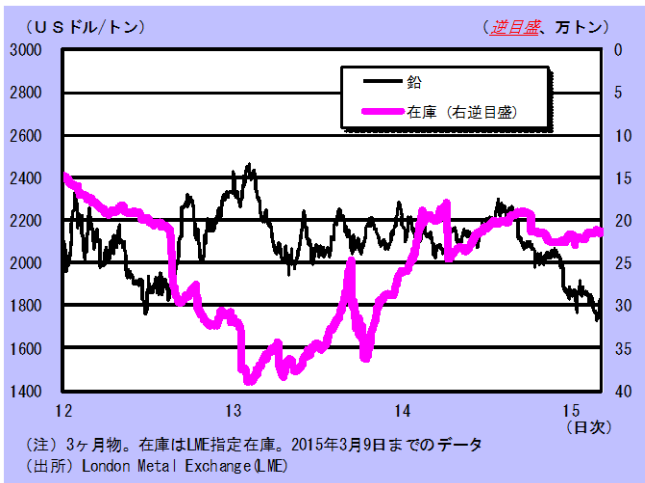


現先スプレッド(現物-3ヶ月物)の推移

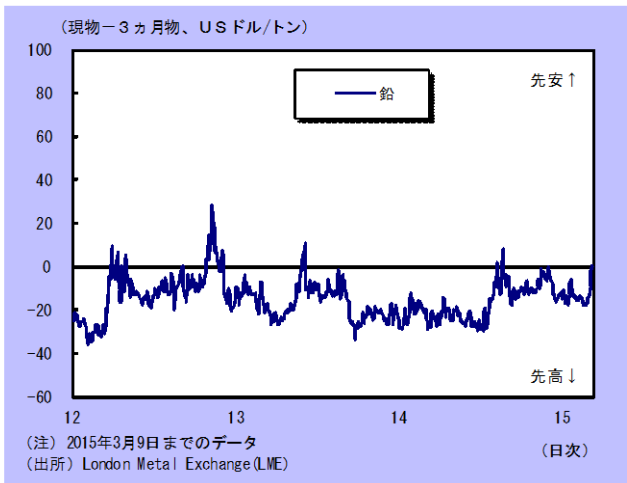


(図表 21) 鉛

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：金は上昇後、1,170ドル割れまで下落

金市況は、11月上旬に一時1トロイオンスあたり1,130ドル台まで売られたものの、12月上旬にかけて1,230ドル台まで持ち直した。その後、やや下落し12月下旬は1,170ドル台を中心に推移したものの、1月に入って上昇し、下旬には一時1,300ドル台となった。しかし、それ以後は下落傾向で推移し、足元では1,170ドル前後となっている。

1月は、2日に、米国の製造業景況指数が低下し、米景気への楽観的な見方が後退し、米国の早期利上げ観測も弱まる中、金相場は上昇した。また、5～6日は、ギリシャのユーロ離脱懸念や原油安を受けて世界的に株価が下落したことで、投資家のリスク回避が強まり、金を買われた。その後も、12月の雇用統計において雇用増加数が堅調だったものの、平均時給が減少したことなどからFRBが利上げに慎重になるとの見方が強まったこと(9～12日)、スイス国立銀行(中央銀行)が通貨スイス・フランの対ユーロ上限を撤廃し、世界的に為替・株価・債券が不安定な動きとなったこと(15日)、22日のECBの定例理事会や25日のギリシャの総選挙を控える中、先行き不透明感が強まったこと(20日)、などを背景に金相場の上昇が続いた。ECBが量的緩和の導入を決定した22日には、金相場は1,300ドルを上回った。

しかしその後、金相場は下落に転じた。23日には、対ユーロを中心としたドル高が金相場の抑制要因とみなされた。また、22日のECBによる量的緩和導入や25日のギリシャ総選挙での急進左派連合(SYRIZA)の勝利を経て、材料出尽くし感から、金相場に売りが入ったとされる。また、29日には、米連邦公開市場委員会(FOMC)の声明文を受けてFRBによる利上げ観測が強まり、金相場は下落した。

2月は、ギリシャの新政権が対外債務の減免要求を撤回したと報道され、投資家のリスク回避姿勢が弱まったこと(3日)、米国の雇用統計において雇用増加数が予想を上回ったことを受けて利上げ観測が強まり、ドル高が進んだこと(6日)、ECBがギリシャの銀行に対して緊急流動性支援(ELA)を継続する可能性が報道されたこと(17日)、などから金相場の下落が続いた。下旬には、FRB議長が議会証言において利上げに慎重な姿勢を示したこと(25日)などが金相場の押し上げ材料になったが、上値は限定的であった。

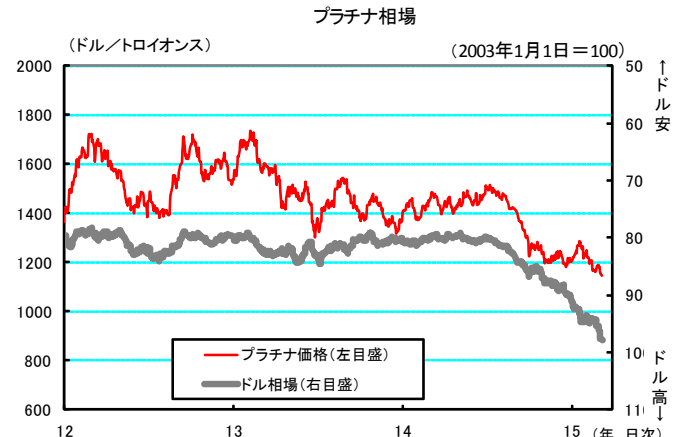
3月に入ると、米国の雇用統計が雇用者数の大幅増加を示したことを受けて早期利上げ観測が高まり、金相場は下落し、1,170ドルを下回った。

1月下旬にかけて金相場が上昇した背景には、ギリシャ問題や世界景気の減速懸念などを背景に世界的に株価が下落し、投資家のリスク回避姿勢が強まったことが背景にあった。しかし、その後は、ギリシャ問題や世界景気減速への懸念が和らぎ、米国の利上げやドル高が意識される中で、金相場は下落した。今後も、ギリシャ問題では紆余曲折が予想されることや、中国など世界景気の先行き不透明感も残ることが、金相場の下支え要因になると見込まれるものの、米国の金融政策が利上げに向かう中で、為替市場でドル高観測が強まりやすいこともあって、金市況は上値も限定的であろう。金市況は、ボックス圏での推移が見込まれる。

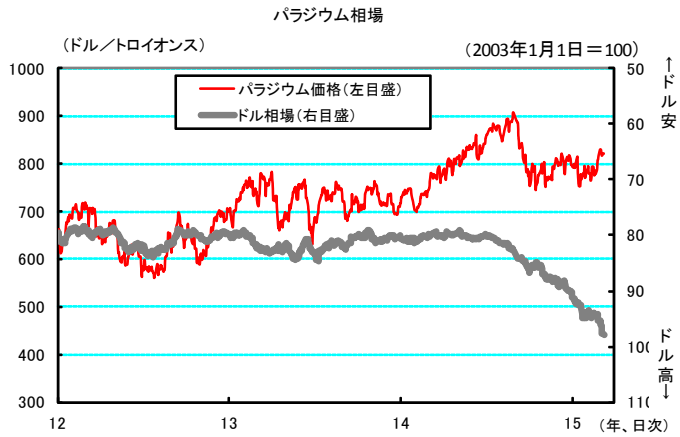
(図表 22) 貴金属価格の推移



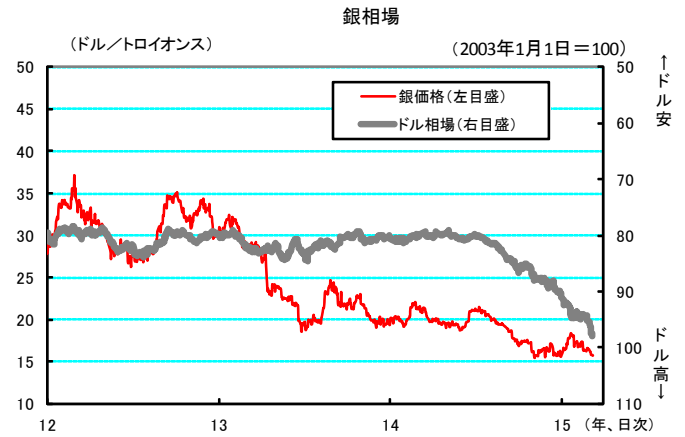
(注)ドル相場は対ユーロ、円、ポンド、カナダドル、スウェーデンクローネ、スイスフランの加重平均値  
(出所) Bloomberg



(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



(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



(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

## V. トピック

### ～石油掘削リグの稼働数について～

#### ① 急減する石油掘削リグの稼働数

石油サービス会社ベーカー・ヒューズが毎週金曜日に公表している米国の石油掘削設備（リグ）の稼働数の統計が、原油相場を変動させる材料になっている。この統計が注目されるのは、シェールオイルの生産動向を探る手掛かりになるからだ。世界の原油需給を考えるうえで、米国のシェールオイルの生産動向が重要視されている。

米国の石油掘削リグの稼働数は、3月6日に922基と直近のピークであった昨年10月10日の1,609基と比べると、4割以上も減少している。特に1月30日や2月6日には、リグの稼働数の減少を受けて、原油供給が抑制されるとの観測が強まり、原油相場が大幅に上昇した。

しかし、石油掘削リグは、原油を採掘する油井を掘削するために用いられ、油井が完成すればそこから移動される。つまり、リグの稼働数は、油田の開発状況を示すものであって、油田からの原油の生産状況を示すものではない。

実際、リグの稼働数は減少を示しているものの、米国の原油生産量は増加基調を続けて2月27日に終わる週には日量932万バレルとなっている（現行の週次データが分かる1983年以降では最高。それ以前に遡れる月次データでみると1971年以降の水準）。過去のデータをみても、短期的にはリグの稼働数と原油生産量はあまり連動していない。

(図表 23) 米国における石油掘削リグの稼働数と原油生産量





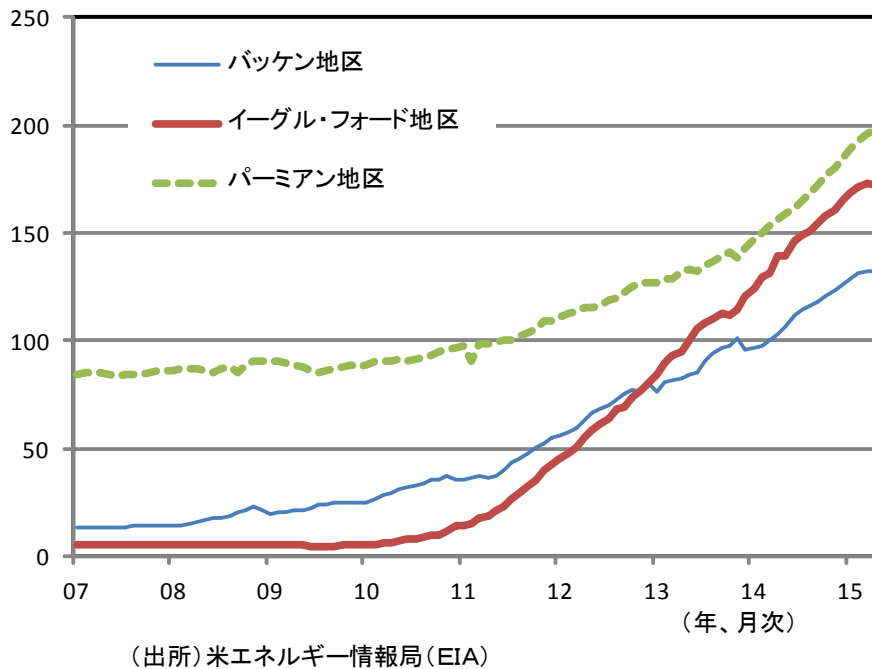
② 今後のシェールオイルの生産動向

なお、掘削リグを用いてシェールオイルの油井の開発にかかる時間は、従来型の油井の開発にかかる時間よりも短い。このため、リグの稼働数の減少は数カ月程度で原油生産量に影響を及ぼし、年央あたりから米国の原油生産量が減少するとの観測が多いように思われる。

実際、米エネルギー情報局が3月9日に公表した”Drilling Productivity Report”（米国にある7つのシェール層について、掘削リグの稼働数、原油生産量、天然ガス生産量などを毎月調査している）をみると、シェールオイルの生産が盛んな地区で原油の生産量が鈍化する兆しが出始めているようだ。

シェールオイルの生産量が多い3つの地区のうち、パーミアン地区（3月は196万バレル→4月は198万バレル）では原油生産量の増加が続く見込みとされているものの、バッケン地区（3月は日量133万バレル→4月は132万バレル）とイーグル・フォード地区（3月は173万バレル→4月は172万バレル）の原油生産量が頭打ちとなる予想となっている（図表24）。

（図表24）シェールオイル生産が盛んな3地区における原油生産量  
（万バレル/日）

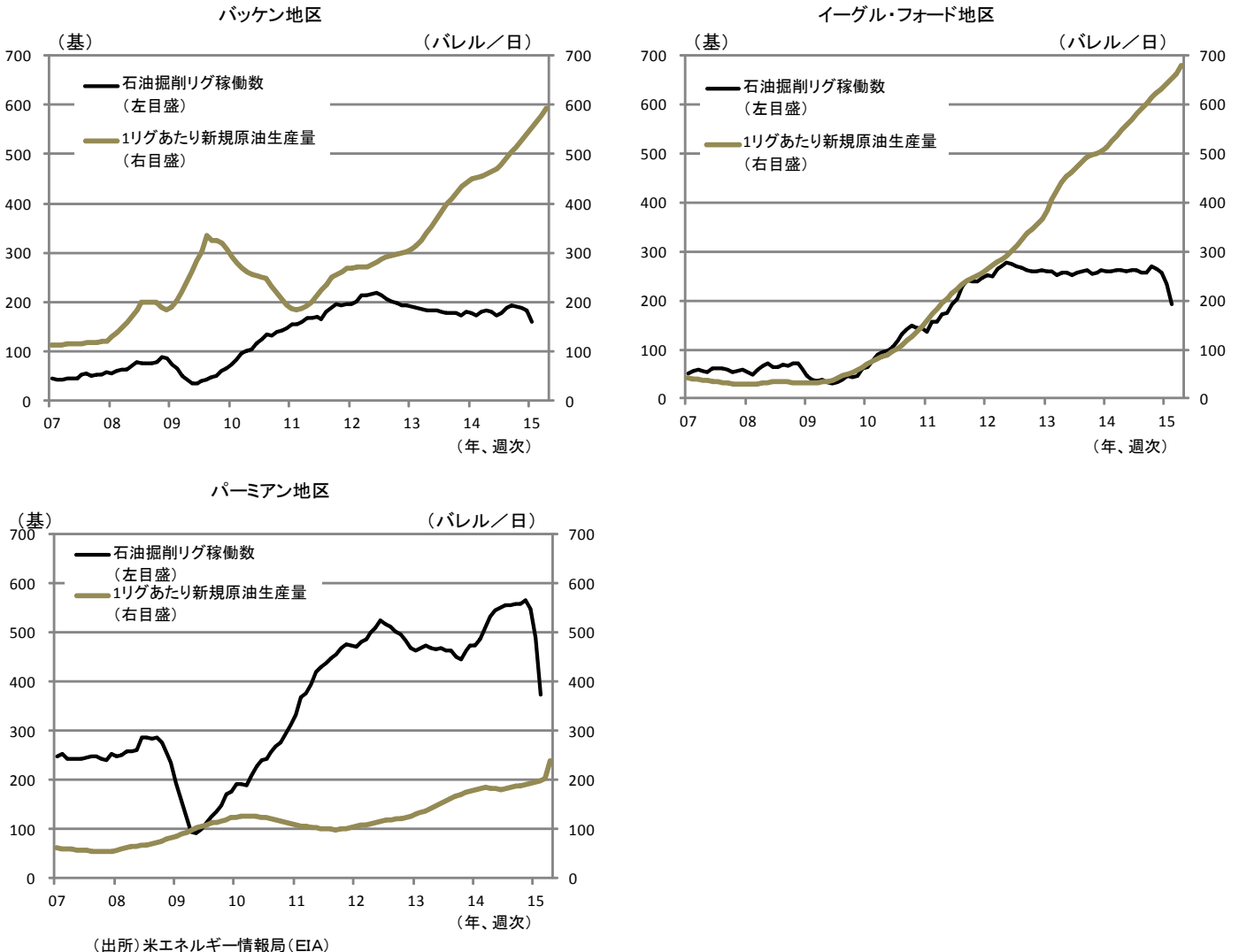


一方で、石油掘削リグの稼働数が大幅に減少している割には、原油生産量は高止まりしていることも注目される。石油掘削リグの件数は減っても、石油掘削リグ1基あたりで新規に開発される原油の量が増えているという計算になる。より有望な油井から開発が進められることや、技術の向上などが新規に生産される原油量を押し上げているとされる（図表25）。

現状は、石油掘削リグの稼働数が大幅に減少するようになっているものの、油田開発の実勢は掘削リグの減少にみられるほど鈍化しておらず、今後の原油生産量がどうなるかは、まだ不透明

だといえそうだ。

(図表 25) シェールオイル生産が盛んな 3 地区における掘削リグ原油生産量



— 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。当社までご連絡下さい。