

経済レポート

コモディティ・レポート(2015年12月-2016年3月)

調査部 主任研究員 芥田 知至

・コモディティ市況全般：12～2月に下落後、3月は小反発

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、1月20日に一時2002年4月以来の低水準となった後、反発傾向で推移している。コモディティ市況は、目先、再下落する可能性があるが、その後は、世界景気の持ち直し観測とともに、緩やかに上昇するだろう。

・エネルギー市況：原油はようやく下げ止まりの動き

国際指標とされるブレント原油は、1月20日には一時27.10ドルと2003年11月以来の安値をつけた後、3月中旬には一時42ドルまで回復したものの、上値は重い状況である。原油相場では、目先、横ばい圏で推移した後、緩やかながらも世界経済が拡大し、原油需要も増加することを背景に、緩やかに上昇するだろう。

・ベースメタル市況：銅は下落後、一時5,100ドル台に持ち直し

銅市況は、1月15日には4,318ドルと2009年5月以来の安値をつけた。その後は上昇に転じ、3月中旬には、5,100ドル台を回復した。目先の銅相場は一進一退が見込まれる。年後半になると、世界景気の緩やかな持ち直しが見込まれる中、銅相場も緩やかな上昇傾向で推移するとみられる。

・貴金属市況：金は12月上旬をボトムに上昇

金市況は、昨年12月上旬に1,045.85ドルと2010年2月以来の安値をつけた後、上昇に転じ、3月中旬には1,282.51ドルまで上昇した。引き続き、米国の追加利上げのペースが市場の関心事であり、米国の金融政策を巡って金相場が変動する状態は続くだろう。金相場は、ボックス圏での推移が見込まれる。

・トピック

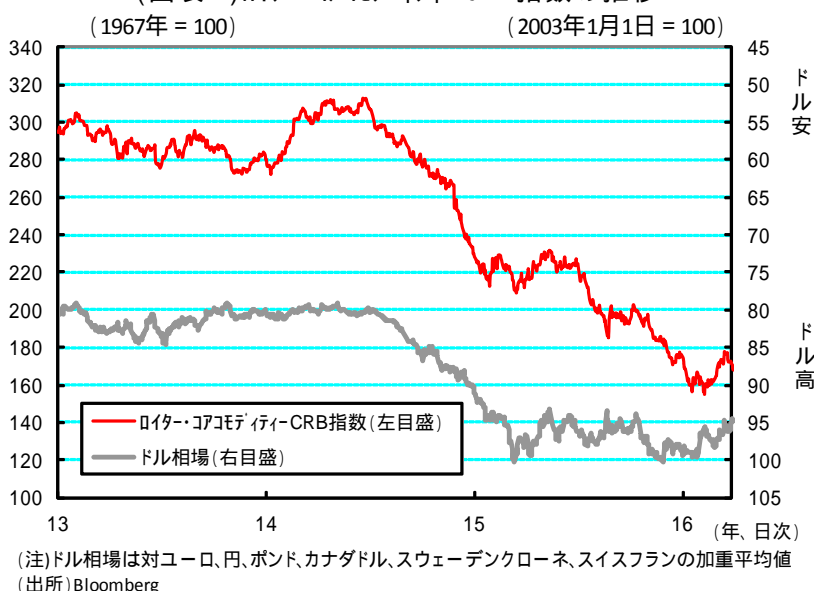
原油相場の見通しについて・・・ブレントやWTIの相場は、目先は、「増産凍結」を巡る思惑が交錯する中で、35～40ドル程度を中心とした推移が続くと見込まれる。その後は、緩やかながらも世界経済が拡大するのに合わせて原油需要も増加し、原油価格は緩やかに上昇するだろう。ただ上昇ペースは極めて緩やかで、価格の基調的な水準は2018年に入ってブレントで50ドル台に乗る程度にとどまろう。仮に急な反発があっても、機敏なシェールオイル開発業者による油田開発の再加速を招き、高値の維持は難しいと考えられる。

・コモディティ市況全般の概況：12～2月に下落後、3月は小反発

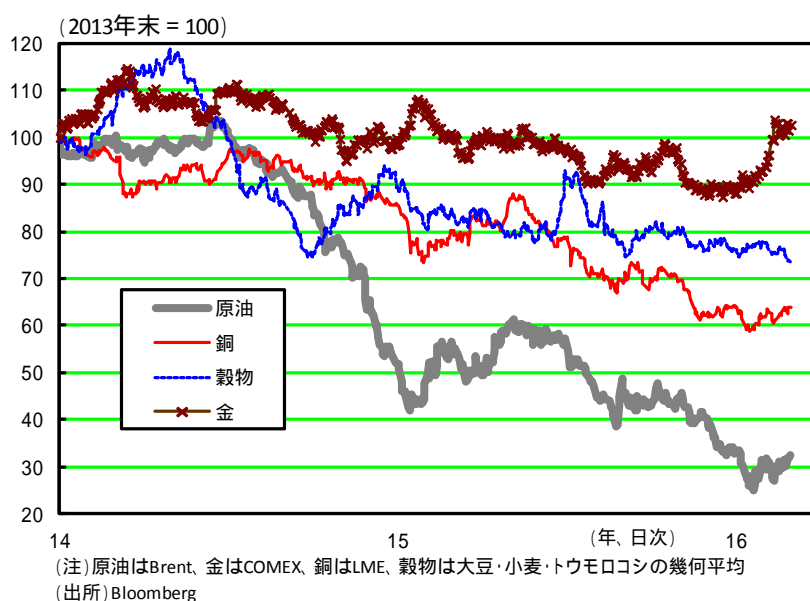
ドル建て国際商品市況全般の動向を示すロイター・コアコモディティ・CRB指数は、下落傾向で推移し、1月20日には一時2002年4月以来の低水準となったが（終値ベースでは2月11日がボトム）、その後は反発傾向で推移している（図表1）。個別にみても、1月または2月にボトムをつけた商品が多い。

マクロ経済環境をみると、中国の株価下落などを端緒とした世界経済の悪化懸念は、和らいできているが、世界景気は力強さを欠いた状況が続いている。こうした中、米国の追加利上げ観測は、昨年12月に利上げに転じた直後に比べれば、弱まってきており、コモディティ相場全般を下支えしたとみられる。当面、米欧中などの景気指標は強弱入り混じると見込まれるものの、年後半には世界景気はやや底堅さを増すとの観測は維持されるとみられる。コモディティ市況は、目先、再下落する可能性があるが、その後は、世界景気の持ち直し観測とともに、緩やかに上昇するだろう。

（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



．エネルギー

1．原油市況：ようやく下げ止まりの動き

国際指標とされるブレント原油は、2014年6月19日に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、今年1月20日には一時27.10ドルと2003年11月以来の安値をつけた。その後、3月中旬には一時42ドルまで回復したものの、上値は重い状況である（米国産のWTI原油は2月11日に26.05ドルと2003年5月以来の安値をつけた）。

12月の原油相場は下落傾向で推移した。1～2日は、OPEC（石油輸出国機構）総会が近付く中で、生産目標が据え置かれるとの予想を背景に、原油市場の供給過剰が続くとの見方が強まった。

しかし、総会前日の3日には、米情報サービス会社のエナジー・インテリジェンス社が、サウジアラビアが他のOPEC加盟国とロシア、メキシコ、オマーン、カザフスタンなど非OPEC産油国が協力することを条件に、100万バレルの減産提案を行うと報じたため、一時的に減産観測が高まり、原油相場は上昇した。その後、サウジがこうした報道の内容を否定したり、イラン、イラク、ロシアはサウジの提案を拒否したと報じられたりする中、原油相場は総会の決定を待つ状態となっていた。

4日の総会当日には、一時、生産目標を3,150万バレルに引き上げる合意がなされたと報道されたが、その後、生産目標を設定しないことが発表された。OPEC議長のナイジェリアのカチク石油相は、現状の生産量を維持する決定をしたと述べ、バドリOPEC事務局長は、生産目標を次回6月2日の総会まで明示を見合わせるとした。なお、核開発疑惑に伴う経済制裁が解除される見込みとなっているイランは、制裁解除後に、原油生産量を制裁前の水準に回復させる方針を主張したが、実際にどの程度、原油供給が増加するかは現時点では予測できないため、今回は生産目標を定められなかったとされた。一方、ベネズエラは5%の原油減産を主張したが、結局、非OPECの協力が得られない減産は効果がないとの見方がなされたようだ。

同日の原油相場は、一時、生産目標の引き上げ報道がなされたことを受けて、ブレントで1バレルあたり43ドル割れまで2ドル程急落し、その後、生産目標が設定されないことが判明した後も安値が続いた。OPEC加盟国間で調整がつかず、新たな原油生産目標を設定出来なかった状況を受けて、12月5日以降も、原油市場の供給過剰が続くとの見方から、原油相場は安値を更新する動きとなっている。9日には、米エネルギー情報局（EIA）の週次石油統計で、原油在庫が減少したものの、中間留分の在庫増加が嫌気されたこと、11日には、IEA（国際エネルギー機関）が月報の中で、原油市場の過剰供給が続くとの見方を明らかにしたことなどを受けて、原油価格の下落が続いた。

15日は値頃感などから買い戻しの動きが出たものの、16日には、EIAの週次石油統計において市場予想に反して原油在庫の大幅増加が示されたことや、FRB（米連邦準備制度理事会）が9年ぶりに利上げを決定したことなどから再び原油相場は下落した。17日もエネルギー情報会社のジェンスケープがWTI原油の受け渡し地点であるオクラホマ州クッシングでの原油在庫の増加を報じたことなどから、原油相場は続落した。その後、EIAの週次石油統計で原油在庫の減少が示されたこと（23日）などから底堅い動きもみられたが、上値は重かった。

2016年に入ると、1月4日にはサウジアラビアとイランの対立激化を受けて、地政学的な不安から一

時、原油相場は上昇した。2日にサウジがテロに関与した47人の死刑を執行したと発表し、その中にイスラム教シーア派の指導者ニムル師も含まれていたことから、シーア派の大国であるイランなどで反発が広がった。その中で、テヘランにあるサウジ大使館などが群衆に襲撃され、3日にはサウジはイランとの外交関係を断絶すると発表する事態となっていた。しかし、4日には中国の製造業購買担当者景況指数の悪化をきっかけに中国株が急落し、世界経済失速や原油需要鈍化への懸念が強まり、原油相場は結局、下落した。サウジとイランの対立については、むしろ、OPEC内での政策協調を困難にし、減産の可能性を小さくするものとして受け止められた。

6日にはEIAの統計でガソリン在庫が増加し、WTI原油の受け渡し場所であるオクラホマ州クッシングの原油在庫も増加したこと、11日には再び中国株が急落したことを受けて、原油相場下落に拍車がかかった。

12日も、中国景気の不透明感を背景とした原油需要の鈍化観測や、産油国に減産の動きはないとの見方から、原油相場は下落した。イスタンブールで自爆テロが発生したことや、ナイジェリア石油相が複数のOPEC加盟国が緊急会合の開催を要請したと述べたことを受けて、原油相場は強含む場面もあった。しかしその後、アラブ首長国連邦(UAE)のエネルギー相がOPECの戦略は機能しているとして緊急会合の可能性を否定したことを受けて、下落に転じた。OPEC第2の産油国であるイラクが2月に原油輸出を日量363万バレルに増加させる計画であると報じられたことも、原油相場の押し下げ材料になった。

その後も、2015年の中国の石油消費量が過去最高を記録したとの報道が買い材料になった(19日)ものの、欧米などによる対イラン経済制裁の解除が発表されたこと(16日)や、国際エネルギー機関(IEA)の月報で供給過剰は少なくとも16年末まで続くと指摘したこと(19日)、世界的に株価が下落し、世界景気や原油需要の先行き不透明感が強まったこと(20日)を背景に、原油安が続いた。

しかし、その後は、それまでに下げ過ぎたとの見方から買い戻される動きになった。米エネルギー情報局(EIA)の週次統計で原油在庫が懸念されたほど増加しなかったこと(21日)、ECB総裁の発言を受けて3月の理事会でECBが追加緩和に動くとの観測が強まり、投資家のリスク志向の回復につながったこと(22日)、米国北東部に寒波が到来するとの天気予報を受けて暖房油需要の増加観測が高まったこと(22日)、イラクの石油相が「(原油の減産に対して否定的な姿勢をみせていた)サウジとロシアが柔軟な姿勢を示している」と述べたと報じられたこと(26日)、タス通信などがロシアがOPECと協調減産に向けて協議する方針を固めたと報じたこと(27日)、ロシアのエネルギー相がサウジが各産油国による最大5%の減産を提案したと述べたこと(28日)、なども原油相場の押し上げ材料になった。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減少を続けたこと(29日)も相場の押し上げ要因になり、EIAの週次石油統計で原油在庫の大幅増が示されたこと(27日)には、相場はあまり反応しなかった。しかし、31日には、中東の衛星テレビ局アルアラビアがロシアが検討している原油減産を提案したのはサウジではないと報じたことが下げ材料になった。

2月は、原油の生産協調を巡る産油国の動きなど相場を動かす材料が相次ぐ中、月前半は下落し、後半は上昇した。1日には、OPEC加盟国と非加盟産油国との会合の開催はまだ決定されていないと報道さ

れたことや、米金融大手ゴールドマン・サックスによるOPECとロシアの協調減産は望み薄だとする分析が報じられたことにより、協調減産への期待は後退し、原油相場は下落した。2日には、ロシア外相がOPECと非OPEC産油国との協力に前向きな姿勢を示したものの、OPEC代表筋がそうした協議の日程は決まっていと述べた。

3日にはニューヨーク連銀総裁が金融環境の悪化などに言及し、利上げに慎重な姿勢を示したことなどによりドル安が進む中で、原油相場は上昇した。しかし、4日には、ベネズエラ石油・鉱物相が「イランとロシアを含む産油6カ国がOPECと非OPEC産油国との緊急会合の開催に賛成している」と述べたものの、原油市場では協調減産の実現性への懐疑的な見方が広がり、原油相場は下落した。その後も、1月の米国雇用統計を受けて為替市場でドル高が進んだこと(5日)、ベネズエラとサウジの石油相会談で協調減産に向けた具体的な動きが確認できなかったこと(7日)、イエレン米連邦準備制度理事会(FRB)議長の議会証言の内容を受けて世界経済の先行き懸念が強まったこと(11日)、米金融大手のゴールドマン・サックスが2016年下期まで原油相場の低迷が続くとの見通しを示したこと(11日)などから下落が続いた。

しかし、12日には、前日の米紙ウォール・ストリート・ジャーナルで、アラブ首長国連邦(UAE)のマズルーイ・エネルギー相が、OPECが減産で協調する考えがあると述べたとする報道があったことを受けて、協調減産観測が強まり、原油相場は上昇した。米国の石油掘削リグの稼働数が減少したことを示す統計が発表されたことも、相場の押し上げ材料になった。

そして、16日には、サウジアラビア、ロシア、ベネズエラ、カタールの4カ国による増産凍結での合意が報道された。合意が伝えられた直後、原油相場は上昇したが、合意が他の産油国の賛同を前提に実施されるとの条件付きだったことや、減産ではなく高水準の生産量を凍結する内容だったことから、その後、原油相場は下落に転じたというのが当日の反応であった。

17日には、イランが4カ国による増産凍結の決定を支持すると発言したことから、原油相場は反発した(もっとも、イラン自身が産油量を1月の水準で凍結するかについては言明しなかった。20日に、近い将来、70万バレル増産し、最終的には470万バレルの原油生産量にする方針と報道された)。

EIAの週次石油統計で原油在庫が増加したこと(18日)やサウジのヌアイミ石油相が主要産油国による原油の増産凍結には前向きな姿勢を示したものの、「減産はない」と発言したこと(23日)が下落材料となる一方、国際エネルギー機関(IEA)が発表したレポートの中で「世界的な石油需給が2017年までに徐々に均衡する」としたこと(22日)などが上昇材料となる中、一進一退の推移が続いた。

しかし、その後は、ベネズエラのデルピノ石油・鉱物相が、カタール、ロシア、サウジアラビアと3月中旬に原油相場安定に向けての会議を開催することで合意したと述べたこと(25日)、中国人民銀行が預金準備率の引き下げを発表したことを受けて、同国のエネルギー需要の増加観測につながったこと(29日)などが相場を押し上げた。

3月は上昇後、頭打ちとなった。上旬は、ロシアのノバク・エネルギー相が2月に4カ国で合意した増産凍結案について、15カ国以上が支持する意向を示していると述べたこと(1日)、ベネズエラのデルピノ石油相が、3月中旬に開催される産油国会合で、増産凍結に加えて、さらなる行動についても議論され

る可能性がある」と述べたこと（2日）、2月の米国雇用統計が市場予想を上回る雇用増加数を示したこと（4日）、石油掘削リグ稼働数が減少を続けたこと（4日）などから大幅に上昇した。

その後、2月の中国の輸出入がともに大幅な落ち込みとなり、改めて中国景気の減速が意識されて世界的なエネルギー需要の減退が懸念されたこと（8日）、クウェートの石油相代理が、イランを含む主要生産国が原油の増産凍結案に同意しない場合は、クウェートは原油生産を現状のまま続ける意向を表明したこと（8日）、OPEC加盟国と非OPEC産油国との会合が一部報道にあった3月20日には開かれそうもないと報じられたこと（10日）、OPECの月報で2016年の原油需要見通しが下方修正されたこと（14日）などが原油相場の押し下げ材料になった。

しかし、カタールのサダ・エネルギー相がOPECと非OPECの産油国会合が4月17日に同国の首都ドーハで開催されると発表したこと（16日）、米連邦公開市場委員会（FOMC）後に公表された参加メンバーによる見通し（中央値）において年内の利上げ回数が前回の4回から2回に引き下げられてドル安が進んだこと（16日）、エネルギー情報提供会社のジェンスケープが原油の集積地である米オクラホマ州クッシングの在庫が減少したと発表したこと（21日）などが原油相場の押し上げ材料になり、ブレント原油は18日に42.54ドル、WTI原油は22日に41.90ドルの高値をつけた。

もっとも、その後の原油相場は頭打ちとなっている。原油相場は、これまで産油国の増産凍結に向けた動きなどを受けて上昇傾向で推移してきたが、EIAの週次統計で原油在庫が6週連続で現行統計開始以来の最高水準を更新したこと（23日）などを受けて、足元の原油需給の緩和に再び焦点が絞られつつある。

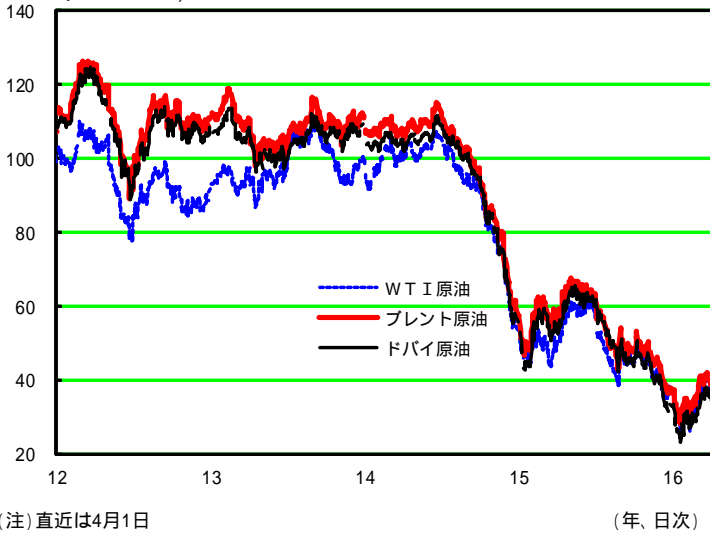
ブレント・WTIのスプレッド（価格差）は、昨年9月後半～12月前半に3ドル前後で推移した後、12月下旬～今年1月はゼロ前後に縮小した。その後、3ドル前後に拡大したものの、足元にかけては1ドル前後と、再び縮小傾向で推移している（図表5）。先物市場（WTI）における投機筋の買い超幅をみると、昨年10月中旬にかけてやや拡大した後、2月中旬にかけて縮小傾向で推移した。その後は、拡大傾向に転じている（図表9）。一方、商業筋を含めた先物の全建て玉残高は、昨年後半に一進一退で推移した後、2月上旬にかけて増加したが、その後はやや減少している（図表10）。

原油市場では、2月16日に、サウジ・ロシア・ベネズエラ・カタールによる増産凍結の合意がなされて以降、先行きの需給引き締めに対する期待感が生じている。もっとも、原油の「増産凍結」は「減産」ではなく、高水準にある原油生産が維持されることになり、需給の引き締め効果はさほど期待できない。現在の原油市場の供給過剰の状態は、当面、変わりそうにない。すなわち、中国など新興国経済の減速傾向、原油価格低迷下でも伸びない先進国の原油需要、サウジ、ロシア、イラクなどによる高水準の原油生産、米欧による経済制裁解除を受けたイランの増産姿勢、米国のシェールオイルの減産ペースの緩慢さ、などは今後も続きそうだ。

ブレントやWTIの相場は、目先、35～40ドル程度を中心とした推移が続くと見込まれる。その後は、緩慢ながらも世界経済が拡大するのに合わせて原油需要も増加し、原油価格は緩やかに上昇するだろう。

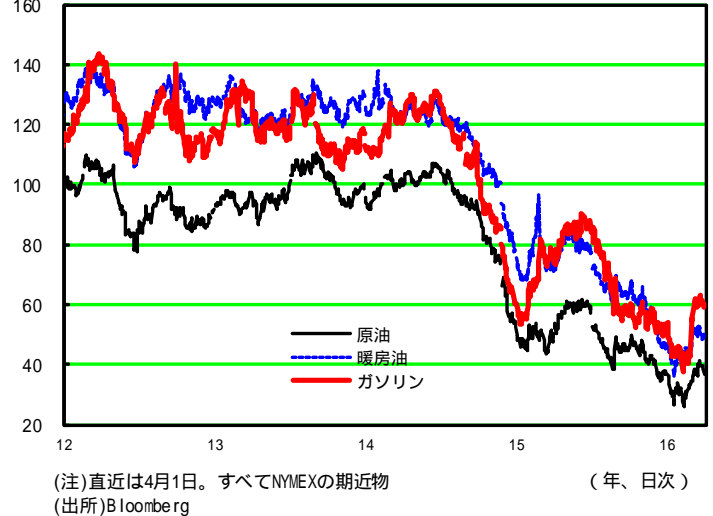
(図表3) 原油市況の推移

(ドル/バレル)



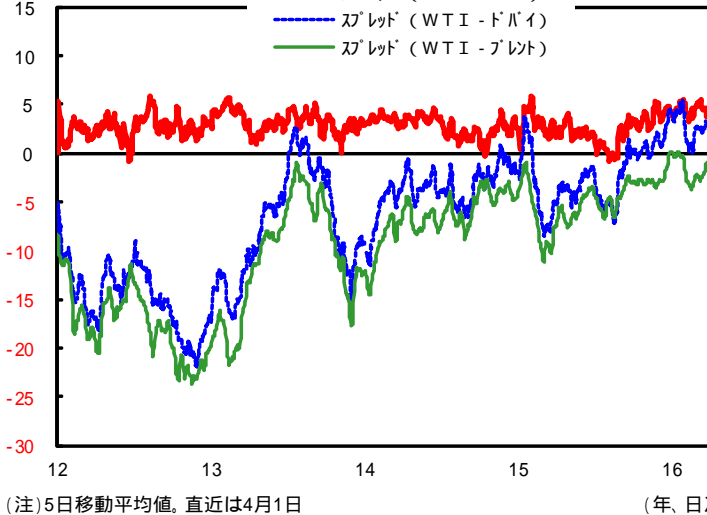
(図表4) 石油製品市況の推移

(ドル/バレル)



(図表5) 油種間スプレッドの推移

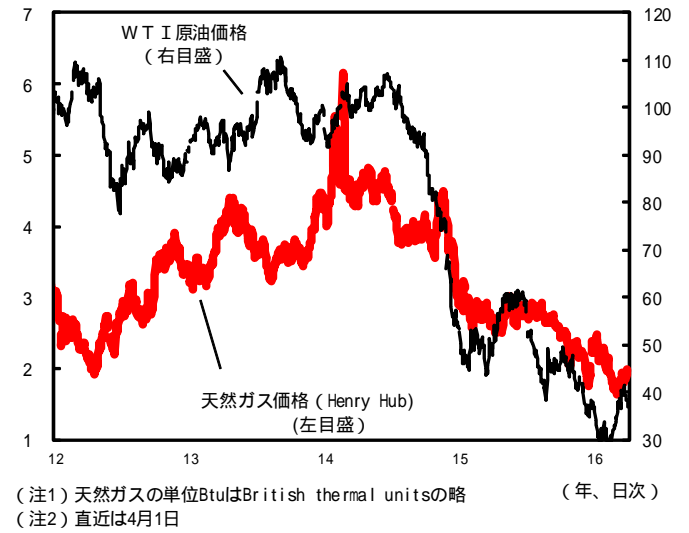
(ドル/バレル)



(図表6) 米国天然ガス市況の推移

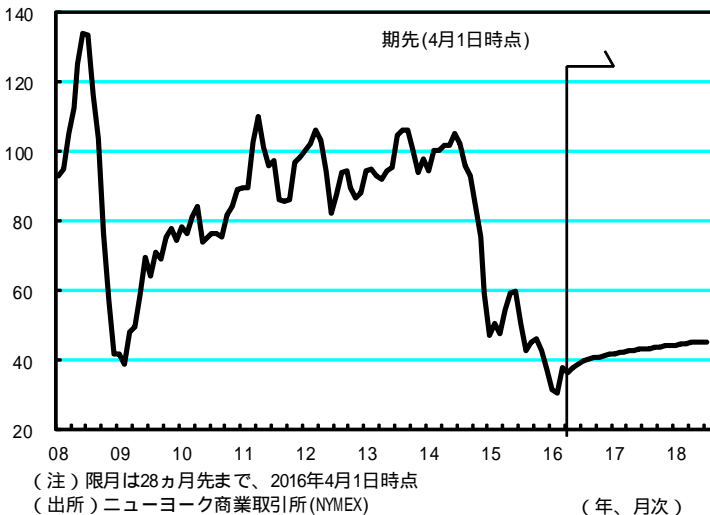
(ドル/百万Btu)

(ドル/バレル)



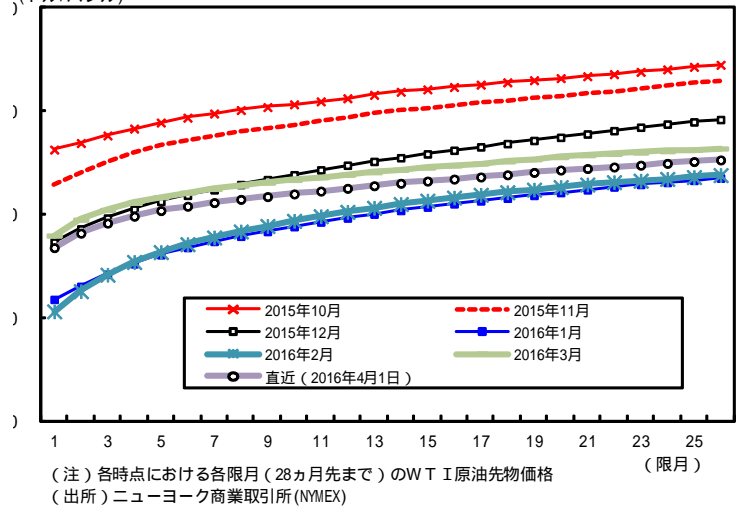
(図表7) 原油先物価格と先物カーブ

(ドル/バレル)

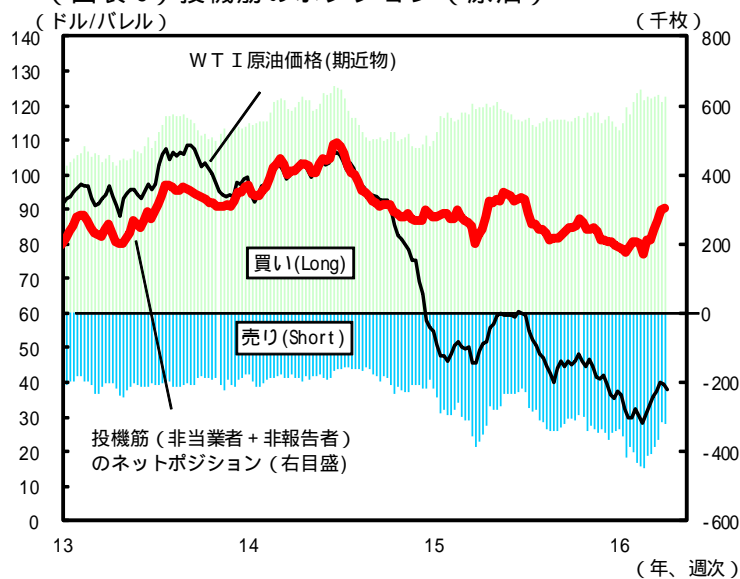


(図表8) WTI原油の先物カーブの変化

(ドル/バレル)

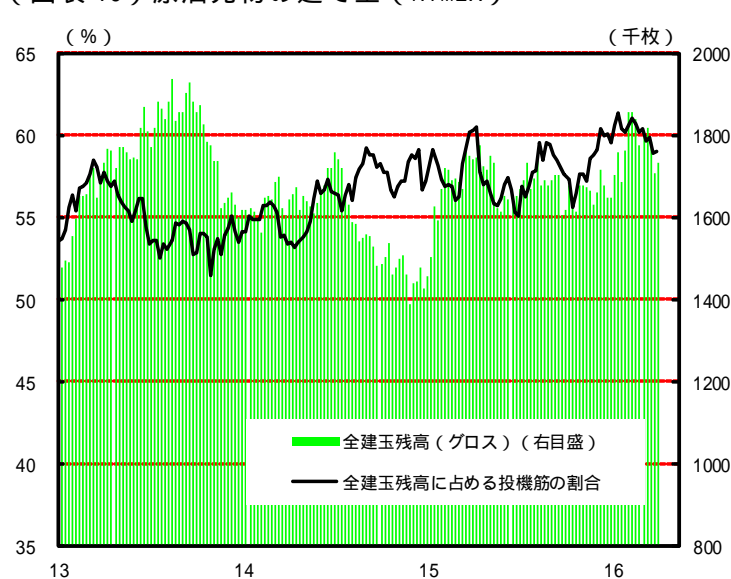


(図表 9) 投機筋のポジション (原油)



(注1) ポジションの直近は3月29日時点、WT I原油は3月30~4月1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3月29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 <3月> (前月差)		生産量 <2月> (前月差)		産油能力	稼働率	生産余力 <3月>
	生産量	前月差	生産量	前月差			
アルジェリア	110.0	(-1.0)	111.0	(1.0)	115.0	95.7%	5.0
アンゴラ	184.2	(4.1)	180.1	(5.0)	187.0	98.5%	2.8
エクアドル	55.1	(0.0)	55.1	(1.7)	54.6	100.9%	-0.5
インドネシア	73.2	(0.8)	72.4	(2.4)	82.8	88.4%	9.6
イラン	320.0	(10.0)	310.0	(24.0)	290.0	110.3%	-30.0
イラク	435.0	(15.0)	420.0	(-31.0)	445.0	97.8%	10.0
クウェート	300.0	(0.0)	300.0	(0.0)	300.0	100.0%	0.0
リビア	33.0	(-4.0)	37.0	(0.0)	155.0	21.3%	122.0
ナイジェリア	181.5	(-7.4)	188.9	(-13.9)	220.0	82.5%	38.5
カタール	65.0	(0.0)	65.0	(0.0)	78.0	83.3%	13.0
サウジアラビア	1,019.0	(-1.0)	1,020.0	(0.0)	1,250.0	81.5%	231.0
U A E	289.0	(-9.0)	298.0	(1.0)	315.0	91.7%	26.0
ベネズエラ	244.0	(-1.1)	245.1	(-1.5)	250.0	97.6%	6.0
O P E C 13カ国	3,309.0	(6.4)	3,302.6	(-11.3)	3,742.4	88.4%	433.4
O P E C 12カ国	2,874.0	-8.6	2,882.6	(19.7)	3,214.6	89.4%	340.6

(注1) 2011年12月の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が、2015年12月の総会でその生産目標が撤廃された。

(注2) インドネシアは2016年1月よりOPECに再加盟。

(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 12カ国はイラクを除く

(出所) Bloomberg

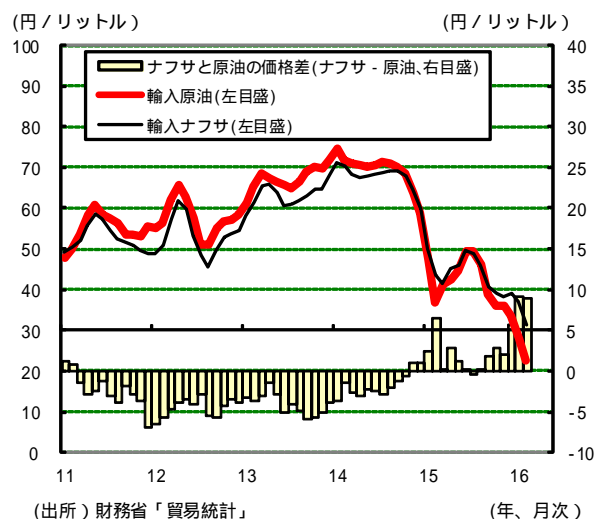
2. ナフサ市況：12～2月は原油に連動して下落、3月はやや反発

日本の輸入ナフサ価格（通関）は、昨年6月に1リットルあたり49.8円まで持ち直していたが、今年2月には31.4円まで下落した。一方、輸入原油価格は、6月には49.6円に持ち直していたが、2月には22.4円に下落した（図表12）。ナフサと原油の価格差は、1月にかけて9.2円までナフサ高幅が拡大した後、2月も8.9円と高止まりした。

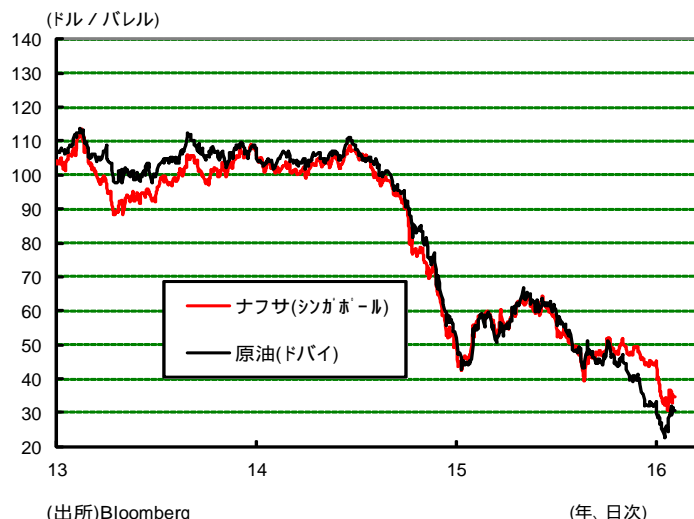
アジアのナフサ市況の推移をみると、原油に連動して下落し、2月10日にボトムをつけた。もっとも、アジアの石化向けを中心にナフサの需要は堅調で、原油ほどには下落しない傾向が続いた。3月は、原油に連動してやや反発する動きとなった。原油との相対価格をみると、1月上旬にかけてナフサが原油に対して上昇する傾向が続いた。その後は、ナフサの先安観が強まり、化学メーカーなどのナフサ調達が高調になる中、原油に対するナフサ安が進んだ。

当面、中東やインドの製油所のメンテナンスが終了したことでナフサ供給に余剰感がある中、化学プラントのメンテナンスなどから需要は伸び悩むとの見方がある。欧州で余ったナフサがアジアに流入することも見込まれ、ナフサ市況は上値が重い展開が見込まれる。

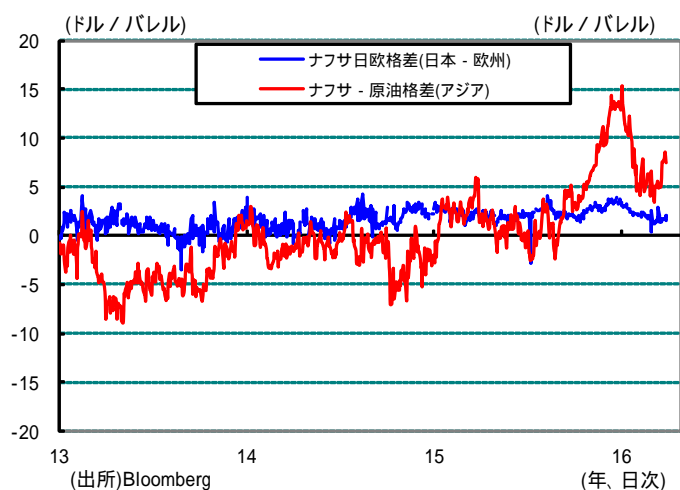
（図表12）日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



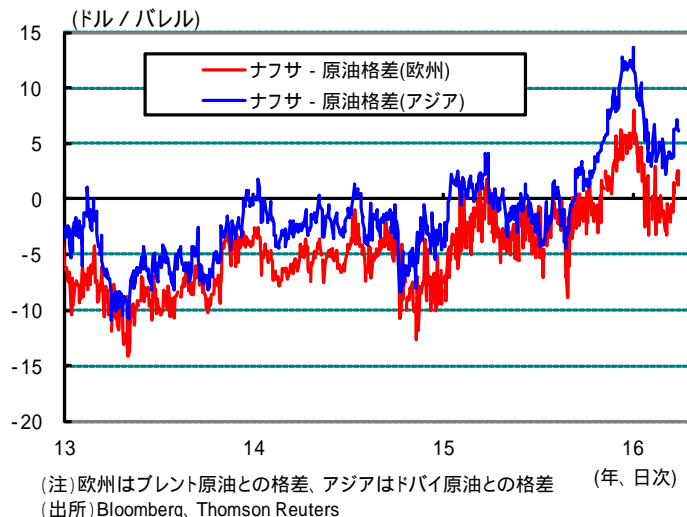
（図表13）アジアの原油・ナフサの市況



（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



．ベースメタル

1．銅を中心とした概況：下落後、一時5,100ドル台に持ち直し

非鉄ベースメタル市況の中心となる銅市況は、昨年5月には1トンあたり6,400ドル台後半まで持ち直した後、下落傾向で推移し、今年1月15日には4,318ドルと2009年5月以来の安値をつけた。その後は上昇に転じ、3月中旬には、5,100ドル台を回復した。

12月は、一進一退の推移が続いた後、やや上昇した。1日には、中国の銅精錬大手10社が2016年に35万トンの減産を行うことで合意したと報道された(これに先んじて、11月28日に中国の銅精錬大手9社が少なくとも20万トンの減産を行うことや減産規模のさらなる上積みを検討することが報じられていた)。しかし、同日には中国国家统计局が発表した11月の中国製造業購買担当者景気指数(PMI)が低下し、銅需要の停滞が意識された。また、英豪系資源大手のBHPビリトンが銅事業において、生産コストを引き下げ、生産量を増やすことを計画していると発表した。

その後、一進一退で推移していたが、11日には、中国の国家统计局が「景気回復の初期の兆候が見られつつある」との見方を示したことを受けて、銅の売りポジションの買い戻しが起こり、銅相場は上昇した。

14日には、11月の中国の鉱工業生産(12日発表)が5カ月ぶりの高い伸びになったものの、原油安に連れ安したことや予想される米利上げの影響が懸念されたことから反落した。しかし、18日には、年末を控えて売りポジションの解消が起こったことや、中国の銅精錬大手会社が参集する会合で銅地金の備蓄を検討するという噂が流れたこと、などが銅相場を押し上げた。21日には、中国の銅精錬大手9社が先に発表された35万トンを上回る減産を行うことで合意したと報道されたこと(19日)や、ドル相場の下落を受けて、銅相場の上昇が続いた。なお、同日には、中国共産党と政府が年に一度翌年の経済政策について協議する中央経済工作会议で、景気下支えのため、金融政策に柔軟性を持たせる一方で、財政支出を拡大させる方針を示した。

もっとも、その後は、中国経済の減速観測が根強い中、銅相場の上値は限定された。29日には、中国の銅精錬大手9社が2016年1~3月期の銅のスポット市場での売却量を20万トン削減することで合意したと報道され、相場は反発したが、上値は重かった。2015年の銅相場は25.3%の下落であった。

2016年1月の銅相場は、下落後にやや反発した。4日には、中国国家统计局が発表した2015年12月の中国製造業PMIが低下したことを受けて中国株価が大幅下落し、7日にも中国株価が下落した。4日と7日にはサーキットブレーカーが発動され、中国経済の先行きに対する不透明感が強まる中、銅相場も大幅下落した。8日には、中国国家備蓄局(SRB)が銅地金を15万トン購入したと報じられたものの、銅相場を押し上げるには力不足と受け止められた。15日には、2009年5月以来の安値となる4,318ドルをつけた。

しかし、18日には、中国人民銀行がオフショア人民元を取り扱う一部銀行に対して25日から預金準備率を適用すると報じられ、投機取引が従来よりも難しくなるとの見方から、人民元安観測が後退し、中国の購買力が維持されると連想されたことにより、銅などコモディティに対する買い安心感につながった。また、2015年10~12月期の中国のGDP統計が前年比6.8%成長と市場予想通りの鈍化にとどまっ

たこと（19日）、欧州中央銀行（ECB）のドラギ総裁が3月の理事会での追加緩和を示唆して金融・コモディティ市場における世界景気への不安心理が後退したこと（20日）、米フリーポート・マクモラン社がインドネシアの銅鉱山から銅精鉱を輸出する権利を失ったと報道されたこと（29日）、中国の春節休暇を前に売りポジションの解消が進んだこと、コモディティ相場の中心である原油相場が持ち直したこと、なども銅相場の押し上げ材料として指摘された。

2月は、一進一退ながらやや上昇した。月初は、前月後半に続いて、中国の休暇を控えて売りポジションの解消が進んだことや原油相場の上昇が銅相場の押し上げ材料になった。3日にダドリー・ニューヨーク連銀総裁が3月の利上げについて慎重な姿勢を示唆したことなどからドル安が進んだことも、銅相場の押し上げ材料になった。その後は、2月の米国雇用統計が失業率の低下や賃金の上昇を示したことからドル高が進んだこと（5日）、世界的な株価下落を受けて世界景気の減速が懸念されたこと（9日）、イエレンFRB議長が議会証言で利上げ継続の姿勢を維持したこと（10日）などが相場の押し下げ要因となった。

しかし、1月の米國小売売上高が個人消費の堅調さを示したこと（12日）、1月の中国貿易統計が輸出入の低調さを示したことから中国の景気刺激策への期待が高まったこと（15日）、1月の中国の新規人民元建て融資額が過去最高を記録したこと（16日）などが相場の押し上げ材料となり、その後も、投資家のリスク回避姿勢が緩まる中で、上昇傾向が続いた。

25日には、中国の株価が、利益確定の売りやG20会合を控えての様子見の中で、大幅下落したことを受けて、中国の銅需要の先行き不安が再び強まったが、26日には、10～12月期の米国GDPが上方改定されたことや、1月の米国個人消費が大幅増となったことを背景に、銅相場は上昇した。

3月は、上旬に大幅上昇した後、横ばい圏で推移している。1日には、中国の製造業購買担当者景気指数（PMI）が市場予想を下回ったものの、中国当局の景気刺激策に対する期待感から相場はむしろ上昇した。その後も、米国のISM製造業景気指数が上昇したこと（1日）、昨年10～12月期のオーストラリアのGDPが市場予想を上回ったこと（2日）、企業向け給与計算サービスのオートマチック・データ・プロセッシング（ADP）が集計する2月の米国民間雇用者数が市場予想を上回ったこと（2日）、マークイット社が発表した2月のドイツ総合PMIの改定値が速報値から上方修正されるなど景気の底堅さを示したこと（3日）、2月の米国雇用統計において雇用増加数が市場予想を上回って景気の堅調さが示された一方、平均時給の下落などから利上げ観測を強める材料にはならなかったこと（4日）、などを受けて、世界景気の減速懸念は後退し、銅相場は大幅上昇し、昨年11月上旬以来の5,000ドル台を回復した。3月5日から開催される全国人民代表大会（全人代）を控えて、中国政府の景気刺激策に対する期待感があったことも相場を支えた。

その後、中国の追加景気刺激策や、生産者による減産への期待があるものの、2月の中国貿易統計では、輸出入ともに市場予想を大幅に下回り、中国景気減速への懸念が再び強まったこと（8日）や、中国の1～2月の鉱工業生産が前年比5.4%と市場予想を下回り、2008年11月以来の低水準にとどまったこと（12日）などが銅相場の下押し材料となった。しかし、15～16日の米連邦公開市場委員会（FOMC）後に公表された参加メンバーによる見通し（中央値）において年内の利上げ回数が前回の4回から2回に引

き下げられたことからドル安が進んだことなどをを受けて、銅相場は上昇し、18日には、昨年11月以来の高値となる5,131ドルをつけた。

もっとも、その後の銅相場は頭打ちとなった。22~24日には複数のF R B高官の発言が追加利上げに前向きな姿勢を示すものであったことが銅相場の下押し材料になった。29日にはF R B議長が講演で追加利上げに慎重な姿勢を示したことが銅相場の押し上げ材料になったとみられるが、中国の実需が低調に推移しているとの観測などから、銅相場は低調に推移した。

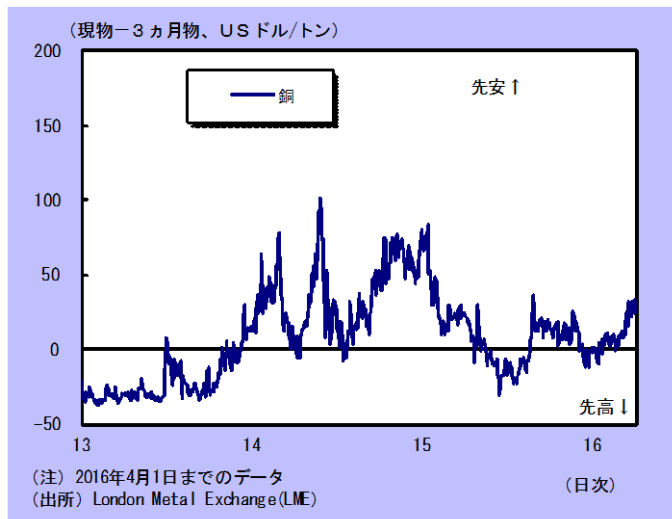
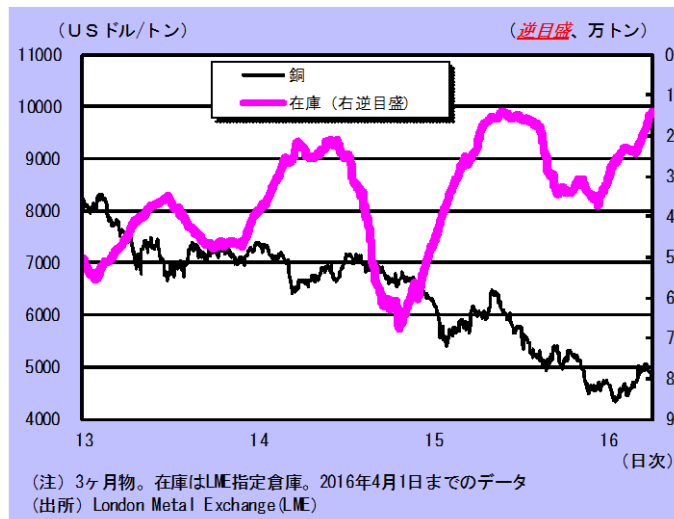
米欧の景気指標がある程度の底堅さを示す中で、減速を続ける中国経済についても政府の景気刺激策に対する期待が生じており、世界景気の悪化懸念が緩和する動きとなっている。米国の利上げ観測が後退するとともに、ドル高観測も弱まっている。こうした世界景気に対する見方の改善やドル安の動きを受けて、コモディティ全般に買い戻しの動きが出ている。銅については、昨年後半から産銅会社に減産の動きがあることも、相場の下支え要因となったとみられる。

もっとも、先行き、最大消費国である中国の景気減速傾向が続く一方で、さらなる減産の動きも出てこないとなると、今後、銅相場が押し上げられるほどには、銅の需給は引き締まらない可能性がある。当面の銅相場は一進一退での推移が見込まれる。年後半になると、世界景気が緩やかに持ち直すと見込まれる中、銅市況は緩やかな上昇傾向で推移するとみられる。

(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：持ち直し傾向で推移して1,600ドル前後

アルミニウム市況は、下落傾向で推移している。5月上旬に1トンあたり1,900ドル台後半を回復していたが、その後は下落傾向で推移し、11月23日には1,432.5ドルと2009年6月以来の安値をつけた。その後は、上昇傾向で推移し、3月7日には一時1,605ドルをつけたが、足元にかけてやや下落している。

12月10日には、中国の宏橋集団が25万トンの生産能力を削減するを発表した。また、11日には、中国

非鉄金属工業協会(CNIA)が中国アルミなどアルミ製錬大手14社との会合を受けて、声明を発表し、中国のアルミニウム製錬業者が年末までに追加で生産能力を50万トン削減し、2015年の削減幅は合計500万トン弱になるとした。もっとも、この間、新規に少なくとも200万トンの生産能力が追加されたとみられている。また、各社は、少なくとも1年間、新たな生産能力の追加や遊休能力の利用を行わないことにしたとされるが、実際にどうなるかは蓋を空けてみないと分からないとの見方が多いようだ。

しかし、21日に中国共産党と政府が翌年の経済政策について協議する中央経済工作会議で、財政政策の強化などを打ち出したことを背景に、金属需要の増加への期待感が生じる中で、23日には中国の商品ファンドが短期的にコモディティの買いポジションを取っていると報道されたこともあり、24日にはアルミニウム相場は一時10月中旬以来の高値をつけた。その後は、中国の生産者からさらなる追加減産が発表されないことなどから、アルミニウム相場は軟調に推移し、2015年のアルミニウム相場は18.7%の下落であった。

2016年1月に入ると、中国の株価下落などから、世界経済の先行きに対する不透明感が強まり、1月12日には12月上旬以来の安値をつけた。そうした中、12日には、中国のアルミニウム生産者大手6社が、アルミニウム地金の備蓄を行う合併会社を設立することを検討していると報道された。中国のコモディティ需要に対する見方は過度に悲観的になっているとの見方もあり、その後は3月上旬にかけてアルミニウム相場は持ち直し傾向で推移した。

もっとも、最大の生産国・消費国である中国では、アルミニウムの供給過剰の状態が続いている。3月中旬は、他の金属の相場が底堅く推移する中でも、アルミニウム相場は下落した。下旬も下落が続いた後、月末にかけては下げ止まる動きになった。

中国におけるアルミニウムの供給過剰は解消される目処が立っておらず、アルミニウム相場は他の金属に比べて、低迷が続きやすい状況だと思われる。

(2) ニッケル市況：2月中旬にかけて下落後、一時9,000ドル台まで持ち直し

ニッケル市況は、2014年5月中旬に1トンあたり21,625ドルまで上昇した後、下落傾向で推移し、今年2月11日には7,550ドルまで下落した。3月7日には9,480ドルまで回復したものの、その後は頭打ちとなっている。

多くのニッケル生産者が生産コスト割れとなる水準にニッケル相場が下落しても、ニッケルの生産を継続しているとみられる。その背景には、中国のニッケル銑鉄(NPI)を用いたステンレス鋼生産業者が、いずれ市場から退出するとの観測を背景とした需給改善期待があるためだとされる。中国のNPI生産者は、原材料としてインドネシアからの鉍石を使用していたが、2014年1月から同国はニッケル鉍石の輸出を禁止した。その代替原料としてフィリピン産鉍石の輸入が増加したが、その質や量は十分ではなく、禁輸前に大量にインドネシアから中国に輸入されていた鉍石の在庫は、大部分が取り崩されたとされる。

12月16日には、中国の主産地におけるNPIの在庫が11月には27~28万トンと、ステンレス鋼メーカー向けの需要の1カ月分を下回るまで低下したと報道された。18日には、中国のNPIの生産量が、

2015年には38.9万トンと前年比19%減少し、2016年にはさらに34.4万トンまで減少する見通しだとされた。

2015年のニッケル相場は42%の下落であった。銅や亜鉛では、生産者による減産の動きなどがみられたのに対して、ニッケルはそうした動きが見られなかったことが、銅など他金属に比べて下落幅が大きくなった一因とみられる。ブラジルの資源大手のバーレは、2016年のニッケル相場について強気な見方を示し、ニッケルを増産する方針を示した。

2016年に入っても、ニッケル相場は下落基調が続いた。1月13日には、マダガスカルのアンバトビ鉱山について、カナダの資源会社シェリット・インターナショナル（40%保有）と住友商事（32.5%保有）が合計で17億ドル超の減損損失を計上すると発表した。

2月11日には、イエレンFRB議長の議会証言で利上げ継続姿勢が示されたことを受けて、投資家のリスク回避姿勢が強まる中、ニッケル相場は下落し、7,550ドルと2003年以来の安値をつけた。

ニッケルの供給サイドでは、経営破たんや生産抑制の報道が増えた。昨年11月27日に金川集団など中国のニッケル精錬8社が翌月から1.5万トン減産し、2016年には少なくとも20%（8万トンに相当）の減産を行うと発表したのに続き、1月18日にはオーストラリアのクイーンズランド・ニッケルの経営破たんが明らかになった。その後も、ブラジルやオーストラリアで中規模・小規模鉱山の維持補修入りや閉山が相次いで発表された。2月26日のロイターの集計では、すでに鉱山生産が3.3万トン、ニッケル地金やNPIの生産が10.5万トン抑制され、さらに3月中に3.5万トンのニッケル生産の操業が停止される可能性があると言われた。

こうした中、ニッケル相場は、2月11日をボトムに反発し、3月7日には9,480ドルをつけた。米欧の景気指標の持ち直しを受けて世界景気の先行き懸念が後退したことや、中国の景気対策によってコモディティ需要全般が持ち直すとの期待感が背景にあったとみられる。

もっとも、その後は、8,000ドル台後半で一進一退の動きとなっている。9日にはフィリピンニッケル鉱山者協会（同国最大で25%のシェアを占めるニッケル・アジアは含まず、同国の生産量の60%を占める）が2016年の鉱山生産量を20%減産することで合意したと報道されたが、相場への影響は限定的だった。世界景気悪化への懸念は一時に比べて薄れているものの、最大消費国の中国ではステンレス鋼需要の低迷が続いていることなどから上値は重くなっている。

当面のニッケル相場は一進一退での推移が見込まれる。年後半になると、世界景気が緩やかに持ち直すと見込まれる中、他金属とともにニッケル相場も緩やかな上昇傾向で推移するとみられる。

(3) 亜鉛市況：1月中旬にかけて下落後、上昇に転じて一時1,800ドル台

亜鉛市況は、昨年5月上旬には1トンあたり2,400ドルを上回り、2014年7月の高値（2,416ドル）に近付いたものの、その後は下落傾向で推移し、今年1月12日には1,444.5ドルと2009年7月以来の安値をつけた。その後、上昇に転じ、3月4日には1,860ドルまで回復したものの、3月後半にかけてやや下落気味で推移している。

12月17日には、前日の米国の利上げを受けて、各金属の相場が下落する中で、亜鉛相場は下落幅はや

や大きくなり、1月中旬にかけて下落傾向で推移した。もっとも、その後は、オーストラリアやアイルランドの大鉱山の閉山を受けて需給のタイト化が見込まれるといった思惑などから相場は上昇に転じた。1月25日に11月に鉱山生産が終了したアイルランドのリシーン鉱山からの最後の出荷が行われたと報道されたことや、2月2日に米亜鉛生産大手のホースヘッド・ホールディングが破産法の適用申請をしたことが、亜鉛需給の引き締まりを連想させた。他の金属に比べて、亜鉛は需給の引き締まりを想定しやすいとの見方から、ファンドからの新規の買いが増えたり、売りポジションの解消が進んだことも指摘される。

また、2月22日には、1月の中国の亜鉛輸入が前年比150%の大幅増を記録し、中国の亜鉛需要が堅調であることが意識された。鉄鉱石相場が上昇していることも、中国の鉄鋼産業の回復を連想させ、亜鉛メッキ向けの需要の増加観測につながったとみられる。

亜鉛相場は、3月上旬にかけて世界景気の改善期待や亜鉛需給の引き締まり観測を背景にの上昇が続いた後、期待先行の相場上昇には持続性がないとの見方も出て頭打ちとなっている。

亜鉛は、大鉱山の閉山に加えて、スイス系資源大手のグレンコア(50万トンの減産、10月19日発表)や中国の亜鉛製錬大手10社(50万トンの減産、11月20日発表)による減産の動きなどもあり、他の金属に比べて、需給の引き締まり観測が生じやすくなっている。年後半にかけて世界景気が緩やかながらも回復に向かうとの観測の下で、亜鉛相場は上昇が見込まれる。

(4)錫市況：下落後、17,000ドル台半ばに上昇

電子部品のはんだ付けなどに使われる錫の市況は、2014年4月下旬に一時1トンあたり23,800ドルを上回った後、2015年6月にかけて下落が続いた。その後、一進一退となっていたが、今年1月中旬には13,085ドルと安値を更新した。その後、相場は持ち直し、3月下旬には17,000ドル台半ばまで上昇した。

錫相場は、12月上旬にやや下落した後、小動きが続いていたが、2016年に入って他の金属と同様に大幅に下落し、1月14日には13,085ドルと2009年7月以来の安値をつけた。こうした中、20日には、中国の錫生産大手9社がほぼ1カ月分の生産量にあたる1.7万トンの減産を行うことで合意したと報道された。他金属で見られるのと同様に、錫でも中国の生産者が価格支持の動きを見せ始めた。

そうした中、錫のLME指定倉庫の在庫は減少傾向で推移し、需給ひっ迫への懸念が生じている。最大輸出国であるインドネシアからの輸出は、2015年は前年比7.6%の減少となり、2016年に入っても1月は63%減、2月は25%と前年割れが続いている。インドネシア政府が不法操業の取り締まりを強化していることが背景にあるとされる。

2月22日には、インドネシアにある大規模な錫製錬所であるRefined Banka Tin(RBT)が環境保護のため、閉鎖されると報道され、錫相場は上昇した。

3月に入っても、LME在庫の減少傾向が続く中、需給引き締まりが意識され、錫相場は上昇傾向で推移し、下旬には17,000ドル台半ばとなった。

中国には、錫の「隠れた」在庫があるとの観測もあるが、少なくともLMEや上海先物取引所の錫の「見える」在庫の水準は低く、需給がひっ迫しやすい状況だとみられる。錫は市場規模が小さく、ニッ

ケルや亜鉛に比べて投資対象にもなりにくいようだが、今後も、需給引き締め観測を背景とした相場上昇が続きやすいと思われる。

(5)鉛市況：上昇傾向で推移し、足元は1,800ドル前後

鉛市況は、2015年5月上旬には1トンあたり2,100ドルを上回った後、下落に転じ、11月中旬には一時1,566ドルと2010年6月以来の低水準となった。その後は上昇・下落を繰り返しながら徐々に上値を切り上げ、3月7日には1,895ドルをつけた。3月下旬には1,800ドル前後で推移している。

12月16日には、LME指定倉庫の在庫が前日比4.0万トンの大幅増加となったことを受けて、鉛相場は下落した。しかし、18日には、出荷待ち(cancelled warrants)の在庫が増加したことなどから、需給改善観測が強まり上昇に転じた。また、24日には、LMEの発表するデータによって、ある1社が保有する在庫が全体の50~80%を占めることが示されたため、市場で調達可能な地金が不足するとの懸念が強まり、鉛相場の上昇につながった。冬場に入り、交換用バッテリー向けの需要が高まるとの観測も鉛相場を押し上げた。

1月に入ると、中国株価の急落などから世界景気の悪化懸念が強まる中で、鉛相場も下落したが、昨年11月につけた安値を割り込むことはなかった。鉛はリサイクルされることが多く、そのリサイクルからの供給が予測し難いことが鉛の値動きが他の金属に比べて緩慢なことにつながっているとの指摘もある。

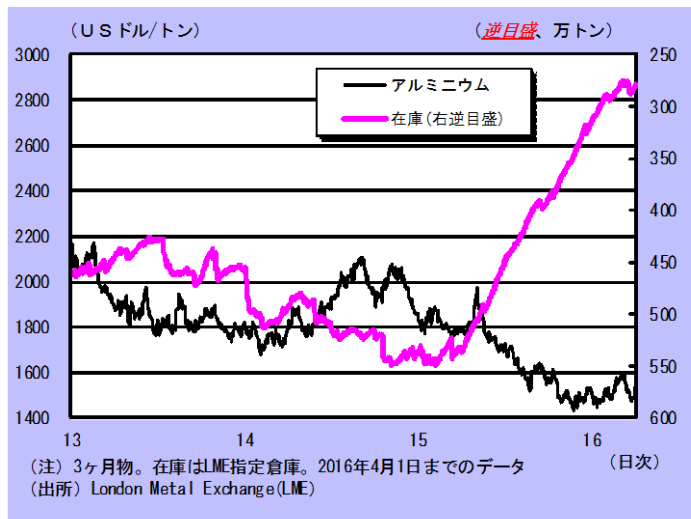
その後、2月は前半に上昇傾向で推移したが、後半はLME在庫の増加などを受けて下落に転じた。もっとも、そのLME指定倉庫の在庫については、3月8日に金属の集積地であるオランダのブリシンゲンの在庫のデータに誤りがあり、9日のデータに3.17万トンの鉛地金が出荷されたことによりデータの修正を行う、との発表がなされた。鉛相場は誤った在庫データによって、影響を受けたとして批判がある。そうした中、3月の鉛相場は一進一退で推移した。

なお、2月15日には、国際鉛・亜鉛研究会(ILZSG)が、2015年の供給過剰幅は6.3万トンと2014年の1.0万トンから増加したと発表した。

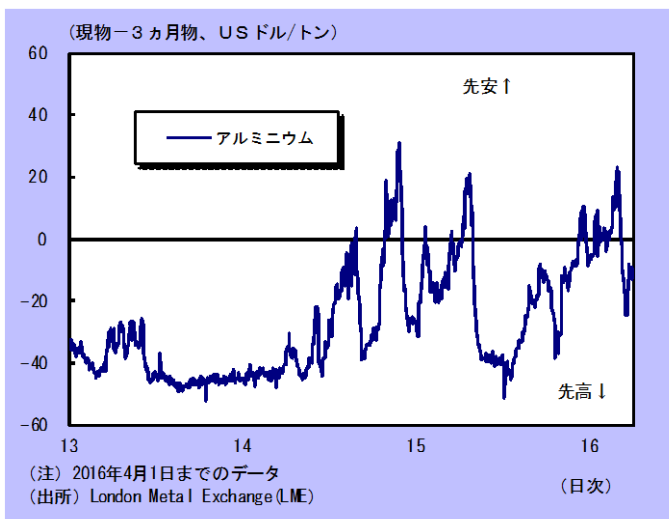
今後は、需要期である北半球の冬場が終わり、同時に生産されることが多い亜鉛に対して弱含みで推移するとの見方がなされやすいだろう。もっとも、市場参加者の世界景気に対する見方は最悪期を脱してきており、鉛は他金属に連動して、緩やかに上昇する展開となろう。

(図表 17) 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

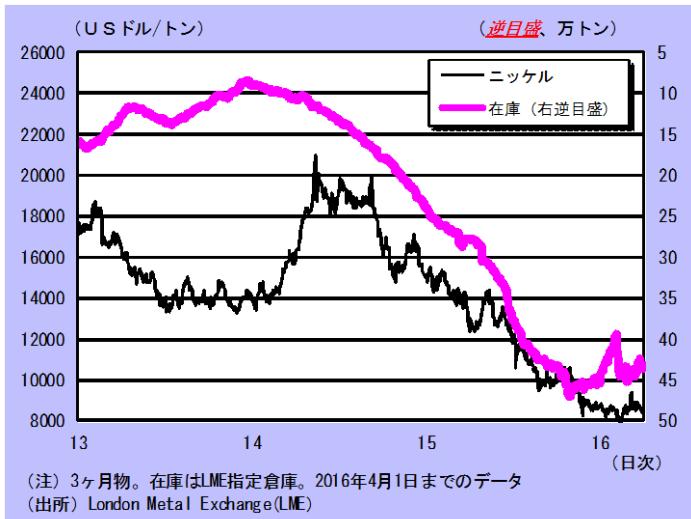


現先スプレッド(現物-3ヶ月物)の推移

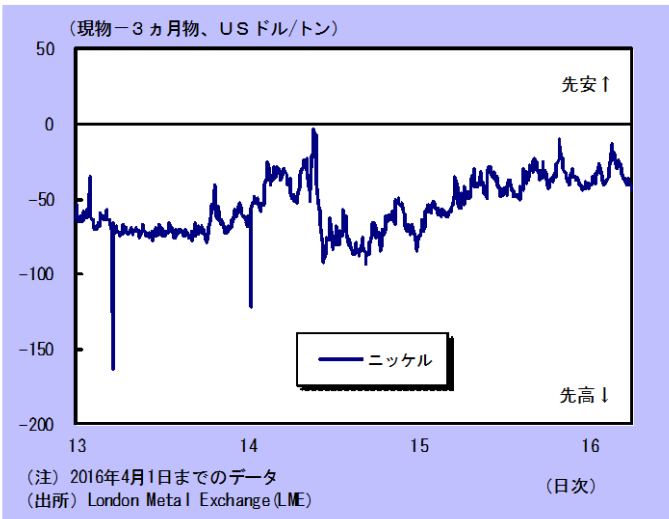


(図表 18) ニッケル

ニッケル相場と L M E 指定倉庫在庫の推移

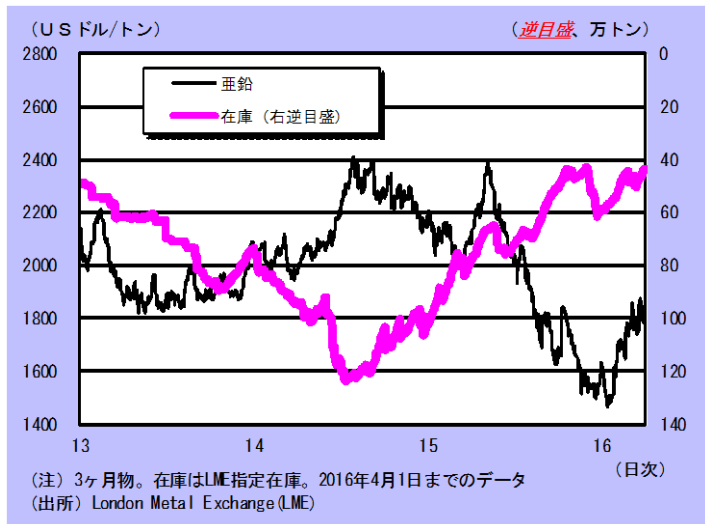


現先スプレッド(現物-3ヶ月物)の推移

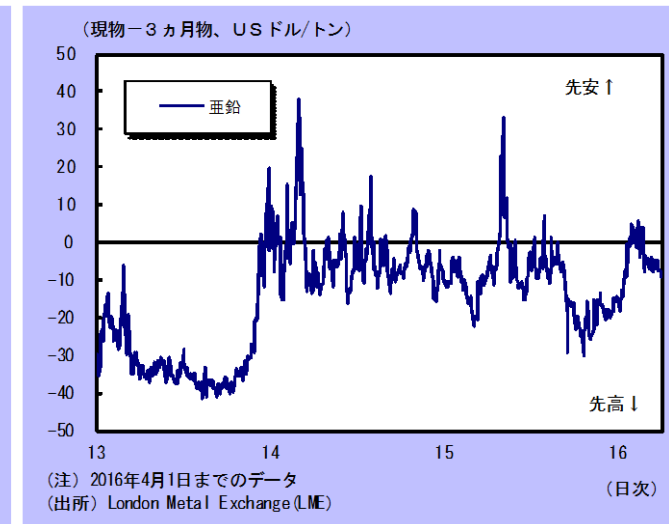


(図表 19) 亜鉛

亜鉛相場と L M E 指定倉庫在庫の推移



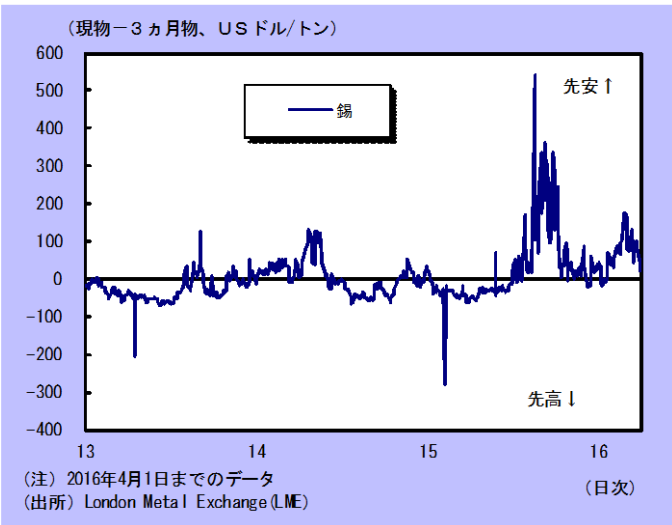
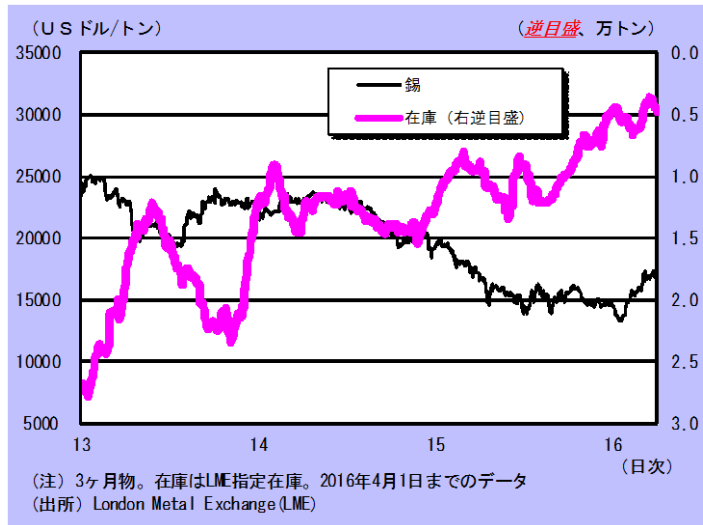
現先スプレッド(現物-3ヶ月物)の推移



(図表 20) 錫

錫相場と L M E 指定倉庫在庫の推移

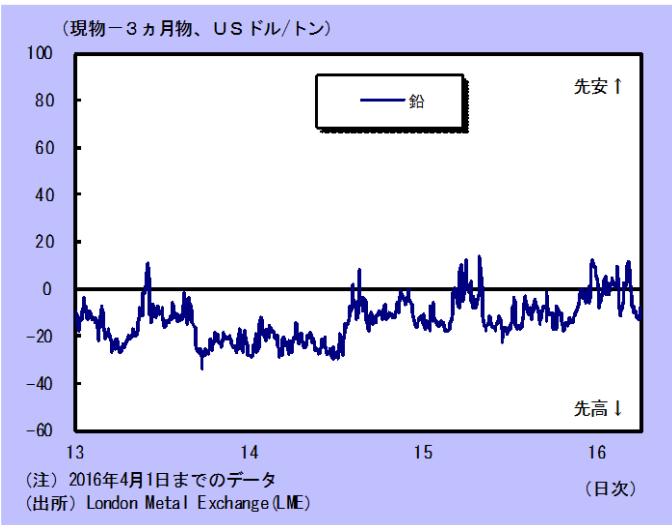
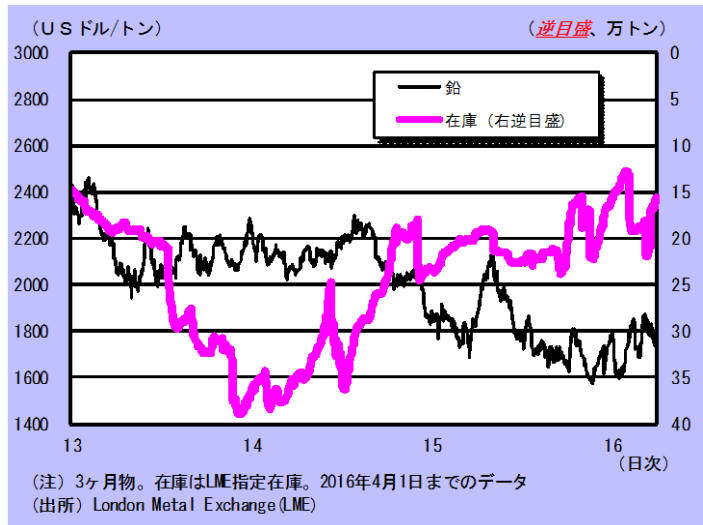
現先スプレッド (現物 - 3 ヶ月物) の推移



(図表 21) 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12月上旬をボトムに上昇

金市況は、昨年10月中旬には1トロイオンスあたり1,190ドル超まで上昇した後、下落傾向で推移し、12月上旬には1,045.85ドルと2010年2月以来の安値をつけた。しかし、その後は、上昇に転じ、3月中旬には1,282.51ドルまで上昇した。

12月に入ると、イエレンFRB議長の講演を受けて米利上げ観測が強まったこと(2日)を受けて、金相場は下落し、3日には2010年2月以来の安値となる1045.85ドルまで下落する場面があった。もっとも、4日には、11月の米雇用統計は市場予想を上回る雇用増加ペースを示したものの、12月の米連邦公開市場委員会(FOMC)での利上げは既に織り込まれているとの見方から金相場は買い戻された。

その後も、金相場は一進一退が続いた。欧州中央銀行(ECB)の追加緩和(3日)が期待外れに終わ

ったことを契機にユーロ高・ドル安の流れが続いたことや世界的に株安が続いたことが、金相場の押し上げ要因になったものの、原油安が続いてインフレヘッジの金需要が減るとの観測などが金相場を押し下げた。

米利上げ決定のあった16日には、FOMCの声明発表前には、値頃感やポジション調整を背景とした買い戻しが優勢となっていたが、利上げ決定の発表後には上げ幅を縮小する動きとなった。17日には金利のつかない金は売られやすいとの見方が強まったものの、18日と21日は値ごろ感を背景として金は買い戻された。年末は1060.91ドルであった。

2016年1月に入ると、金相場は上昇した。サウジアラビアがイランとの国交断絶を発表(3日)し、中東の地政学リスクの高まりが懸念されたことや、中国国家统计局が発表した2015年12月の中国製造業PMIの低下(4日)をきっかけに中国株価が大幅下落し、世界的に株安が連鎖したこと、北朝鮮が核実験を行ったこと(6日)、12月のFOMC議事要旨を受けて米利上げが緩やかなものになるとの見方が強まったこと(6日)などを受けて、安全資産とされる金は大幅に買われた。

その後、12月の米国雇用統計を受けてドル高が進んだこと(8日)などから下落に転じ、原油価格や各国株価の下げ止まりから安全資産としての金への需要が弱まる流れとなったが、月末にかけては再び上昇に転じた。原油安や株安が金価格の上昇につながる局面がしばしばみられた。また、25~26日に開催されたFOMCでは政策金利の据え置きは予想通りであったが、声明文に世界的な経済・金融情勢やエネルギー価格の動向に関する記述が加えられたことや米景気への評価を下方修正したことなどから、早期利上げ観測が後退し、金買いにつながった。

2月の金相場は大幅に上昇した。中国国家统计局が発表した1月の製造業PMIが市場予想を上回る悪化を示し、中国景気の先行きに対する懸念が強まった(1日)、1月の米国ISM非製造業景況指数が悪化し、米国景気の減速懸念が強まったこと(3日)、米ニューヨーク連銀総裁が金融政策決定のうえで世界的な金融環境の悪化を考慮する必要があると述べ、利上げ観測の後退につながったこと(3日)、1月の米国雇用統計で雇用増加数が市場予想を下回り、3月のFOMCでの利上げ観測が後退したこと(5日)などが金相場を押し上げた。また、ドイツの銀行の経営悪化懸念、原油安、米欧を中心とする株安などを背景に投資家のリスク回避姿勢が強まる中、11日には1,200ドル台半ばまで急伸した。

その後は、原油価格や各国の株価の動向をにらみながら一進一退で推移した。26日には、2015年10~12月期の米国GDPの上方改定を受けてドルが買い戻され、金相場の下押し材料となった。29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、逆に投資家に中国景気の悪化を意識させ、リスク回避志向の強まりから金は買い戻された。

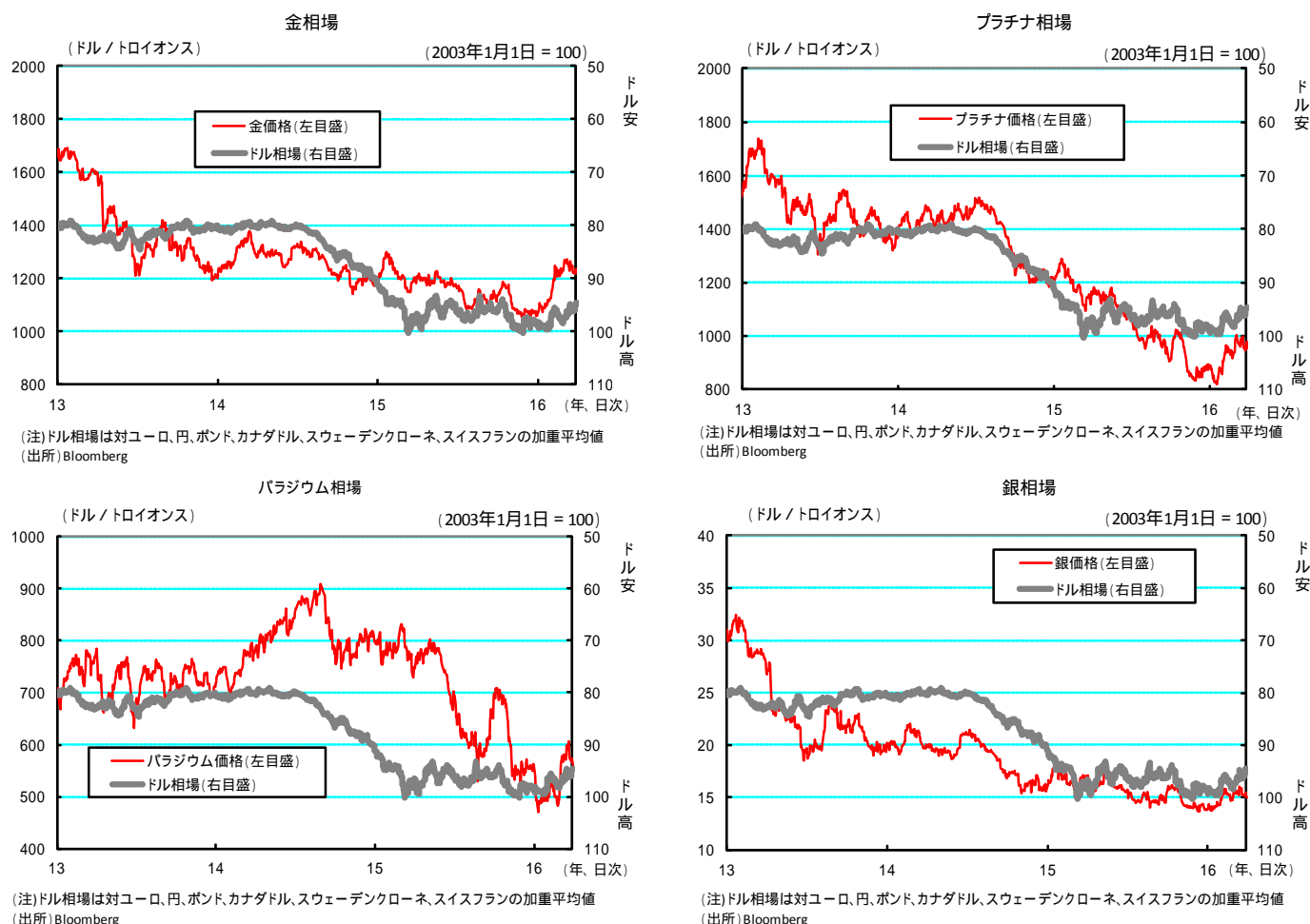
3月前半は上値を模索する動きとなった。3日には、米国の新規失業保険申請件数やISM非製造業景況指数など景気指標が悪化を示したことを受けて上伸した。10日には、欧州中央銀行(ECB)総裁が今後の追加利下げの可能性は低いとの見方を示したことを受けて、為替市場でユーロ高・ドル安が進み、金相場を押し上げた。11日には、一時1,282.51ドルと2015年2月以来の高水準をつけた。

その後の金相場は一進一退で推移している。15~16日に開催されたFOMCでの利上げ見送りは予想通りであったものの、参加メンバーによる見通し(中央値)における年内の利上げ回数が前回の4回か

ら2回に引き下げられたことなどが金買いの材料になった。しかし、21日や23日には米金融政策について複数の当局者によるタカ派的な発言が報道され、金の売り材料になった。29日にはF R B議長の証言内容がハト派的だったことで金を買われたが、30日には、利益確定の売りなどに下押された。

2016年に入って、サウジアラビアとイランの断交、北朝鮮の核実験、中国の株価急落、ドイツの銀行の経営問題などによって、市場参加者の不安心理があおられる中、リスク回避的な資産として金は買われた。その後も、米利上げ観測の後退に伴って金買いが続き、3月にはE C B総裁発言を受けてユーロ高・ドル安が進んだことも金相場の押し上げ材料になった。しかし、これら金相場の押し上げ材料は、すでに相場に織り込まれており、3月後半以降は、上値が重くなっている。引き続き、米国の追加利上げのペースが市場の関心事であり、米国の金融政策を巡って金相場が変動する状態は続くだろう。金相場は、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



トピック

～原油相場の見通しについて～

供給過剰が続く

現在の原油市場を取り巻く環境を一言で表現すると、「供給過剰」の状態である。その背景となっている中国など新興国経済の減速傾向、原油価格低迷下でも伸びない先進国の原油需要、サウジ、ロシア、イラクなどによる高水準の原油生産、米欧による経済制裁解除を受けたイランの増産姿勢、米国のシェールオイルの減産ペースの緩慢さ、などは当面変わりそうにない。

4月17日の産油国会合に注目

そうした中で、2月16日には、サウジ・ロシア・ベネズエラ・カタールによる増産凍結の合意がなされた。他の産油国の賛同を条件に、今年1月の生産量を上回って原油を生産しない、というものだ。

それ以降、OPEC加盟国と非OPEC産油国による増産凍結を協議する会合の開催が模索されたが、調整は難航し、開催時期は当初言及された3月半ばから後ずれし、4月17日にカタールの首都ドーハで開催される運びとなった。調整が難航した理由の一つが、1月に核開発問題に絡む経済制裁が解除されたばかりのイランが増産に意欲を示していたことだとされる。

こうした中、増産凍結協議の開催に向けて積極的に動いていたロシアのノバク・エネルギー相は、イランの増産方針を認め、イランを例外的に扱ったうえで増産凍結に合意することに含みを持たせる発言を行うようになった。OPECの盟主であるサウジも、イランが参加しなくても、同国が増産凍結を進める用意があるとする報道があった。OPECのバドリ事務局長は、イランが輸出拡大後に、増産凍結に参加する可能性を示唆した。4月17日には、イランを例外扱いしたうえで、15カ国程度の産油国が増産凍結で合意しそうだ、という状況になっていた。

しかし、この増産凍結に関して、ネガティブ・サプライズとなる報道が飛び込んできた。それは、4月1日にサウジアラビアのムハンマド副皇太子が「同国が原油生産の水準を凍結するのは、イランを含む主要産油国が参加する場合に限られる」と述べたというものだ。イランは増産を続ける意向を示しているため、言葉通りだとすると、サウジが増産凍結に加わらないことになる。

また、リビアについても、カダフィ政権崩壊後の内戦により生産量が大幅に減少しているため、今後の増産を望んでおり、会合には参加しない意向と報じられている。

世界景気の悪化懸念が和らぐ

一方で、欧米の景気指標が一時に比べれば、底堅さを示すようになってきていることや、3月15～16日に開催された米連邦公開市場委員会(FOMC)においてそのメンバーによる年内の利上げ見通しがそれまでの4回から2回へと引き下げられたことなどを受けて、世界景気の悪化懸念が和らいだ。金融市場・コモディティ市場全般におけるリスク回避的な投資家行動が後退し、原油相場は押し上げられた。

もっとも、原油の「増産凍結」は「減産」ではなく、高水準にある原油生産が維持されることになり、

需給の引き締め効果はさほど期待できない。国際エネルギー機関（IEA）が3月11日発表の月報で指摘したように「原油価格には底入れの兆しがある」ものの、「最悪期を脱したという明確な兆候はない」のが現状だ。増産凍結の動きを受けた需給引き締め期待が一巡すれば、再び、継続する原油の供給過剰が意識されやすくなると思われる。

今後の材料

今後、原油相場で注目されると予想される材料としては、夏場のガソリン需要、イラン産原油の供給増、OPECとロシア等との協調減産の可能性、米国金融政策（＝ドル相場）の行方、中国経済の動向、シェールオイルの生産動向、などが挙げられる。

まず、需要面では、北半球の夏場にかけては米国のガソリン需要の増加観測が強まりやすいが、自動車の燃費の向上などガソリン需要の伸びは限定されよう。供給面では、徐々にイラン産原油の輸出増加がみられるようになっていくと思われる。原油の供給過剰の状態が継続する中で、増産凍結後の次のステップとして、OPECとロシア等による協調減産を模索する動きが出てくる可能性がある。仮に協調減産がまとまれば原油大幅高もあり得ようが、実現するにしても相当な時間がかかりそうな状況だと思われる。

一方、米国金融政策について、利上げが小幅に止まるのであれば、ドル安観測から原油価格が押し上げられるかもしれない。中国経済の減速傾向は継続するだろうが、2016年後半あたりになると、市場に「慣れ」が生じて、原油相場の下押し圧力ではなくなる可能性もある。

他方、シェールオイルの減産ペースは緩やかにとどまると見込まれる。シェールオイル案件の開発動向をみるうえで注目される米国の石油掘削リグの稼働数は、14年10月に1,609基あったものが、2015年4月1日時点では4分の1以下の362基に減少している。もっとも、石油リグの稼働数はシェール開発がブーム化する以前の水準に戻りつつあるものの、開発自体は、優良案件に絞られながらそれなりに進む状況にあるとみられる。また、数千もあるとされる仕上げ直前の油井（drilled but uncompleted well）の存在も、供給圧力への懸念を強める材料になっている。原油価格が上昇すれば、すぐにこれらの油井からの生産を開始する動きが出てくるものと考えられる。

ブレントやWTIの相場は、目先は、35～40ドル程度を中心とした推移が続くと見込まれる。その後は、緩やかながらも世界経済が拡大するのに合わせて原油需要も増加し、原油価格は緩やかに上昇するだろう。ただ上昇ペースは極めて緩やかで、価格の基調的な水準は2018年に入ってブレントで50ドル台に乗る程度にとどまろう。仮に急な反発があっても、機敏なシェールオイル開発業者による油田開発の再加速を招き、高値の維持は難しいと考えられる。

(図表 23) 原油相場の見通し

< 2016年4月時点 >	予測値 (ドル/バレル)												
	15年				16年				17年				18年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q
WTI原油価格	48.6	57.9	46.4	42.2	33.5	38.1	39.8	41.9	43.6	44.9	46.3	47.8	49.3
(ブレントとの価格差)	(-6.5)	(-5.6)	(-4.7)	(-2.5)	(-1.6)	(-1.0)	(-1.0)	(-1.0)	(-1.0)	(-1.0)	(-1.0)	(-1.0)	(-1.0)
ドバイ原油価格	51.9	60.9	50.0	41.0	30.7	35.1	36.8	38.9	40.6	41.9	43.3	44.8	46.3
(ブレントとの価格差)	(-3.2)	(-2.6)	(-1.1)	(-3.7)	(-4.4)	(-4.0)	(-4.0)	(-4.0)	(-4.0)	(-4.0)	(-4.0)	(-4.0)	(-4.0)
ブレント原油価格	55.2	63.5	51.2	44.7	35.1	39.1	40.8	42.9	44.6	45.9	47.3	48.8	50.3

(注) シャドー部分は予測。期中平均値。

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できると思わ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、当社までご連絡ください。