
けいざい早わかり 2015年度第10号

スーパーサイクルが終わった国際商品市況

【目次】

- Q1. 最近の国際商品市況の動向を教えてください。…………… p.1
- Q2. 何故、2014年後半以降に、原油価格は急落したのでしょうか？…………… p.2
- Q3. それだけで半年間に6割超も下落しますか？…………… p.4
- Q4. OPECはまだ減産しませんか？…………… p.5
- Q5. 銅やアルミニウムなどベースメタルの市況はどうですか？…………… p.6
- Q6. 金相場はどのような展開が見込まれますか？…………… p.7

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

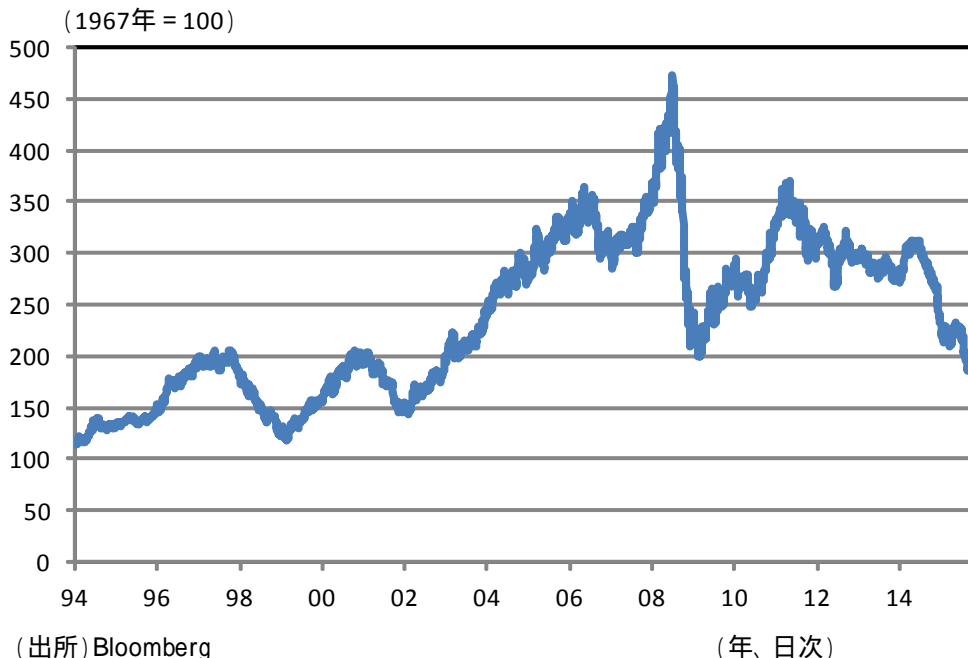
〒105-8501 東京都港区虎ノ門5-11-2

TEL: 03-6733-1070

Q 1 . 最近の国際商品市況の動向を教えてください。

- ・ ドル建て国際商品市況全般の動向を表すロイター・コアコモディティ・CRB指数がリーマン・ショック後につけた安値を下回る水準にまで下落しています。「スーパーサイクル」と呼ばれた商品市況の上昇期は終わって、下落相場がしばらく続いているのが現状です。
- ・ 国際商品市況は、世界景気の変動などを映して、変動を繰り返します。しかし、03年頃から起こっていた国際商品市況の変動は、いつもとは違うとの見方が広がり、スーパーサイクルと呼ばれました。1990年代の国際商品市況の低迷期に、資源開発投資が停滞していた影響で、供給力が乏しくなっていたところに、中国、ロシア、ブラジル、インドなど新興国の経済が高成長して資源需要が急増し、国際商品市況の上昇観測が強まったのでした。
- ・ リーマン・ショック後には、国際商品市況は大暴落しましたが、中国が4兆元の景気刺激策を打ち出す中、新興国の資源需要は再び増加し、市況も持ち直して、10年～14年前半の国際商品市況は高止まりしていましたが、14年後半から国際商品市況は下落基調を強め、15年夏場には、02年12月以来の低水準にまで下落してしまいました。その後、さらなる下落には歯止めがかかっていますが、反発力は弱く、低迷が続いています。

図表 1 . ロイター・コアコモディティ・CRB指数の推移

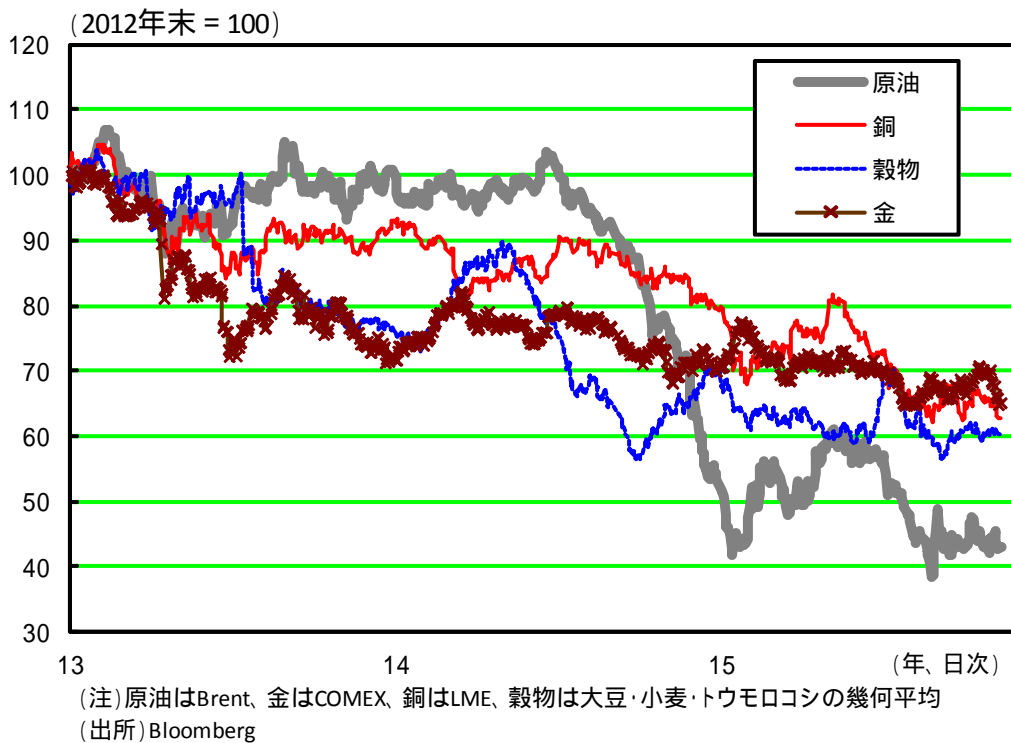


- ・ 背景には、輸出や固定資産投資に主導されてきた中国の高成長が行き詰まりを見せ始めたことがあります。中国当局は、消費が主導する経済へと誘導しようとするものの、その実現は容易ではなく、中国経済の下振れ懸念が強まりました。各商品の動向をみると、原油

が08年、アルミニウムが08年、銅が11年、金が11年にそれぞれピークをつけて、下落に向かっています。特に、14年後半以降の原油価格の下落は顕著です。

- ・ 減速はしても世界経済は成長を続けており、資源の採掘コストも上昇してきています。このため、国際商品市況が90年代のような水準に戻ってしまう可能性は低いとみられるものの、資源需要をけん引していた中国経済が減速する中で、再びスーパーサイクル期のよう市況が上昇する可能性も小さいとみられます。

図表2. 主な商品市況の推移



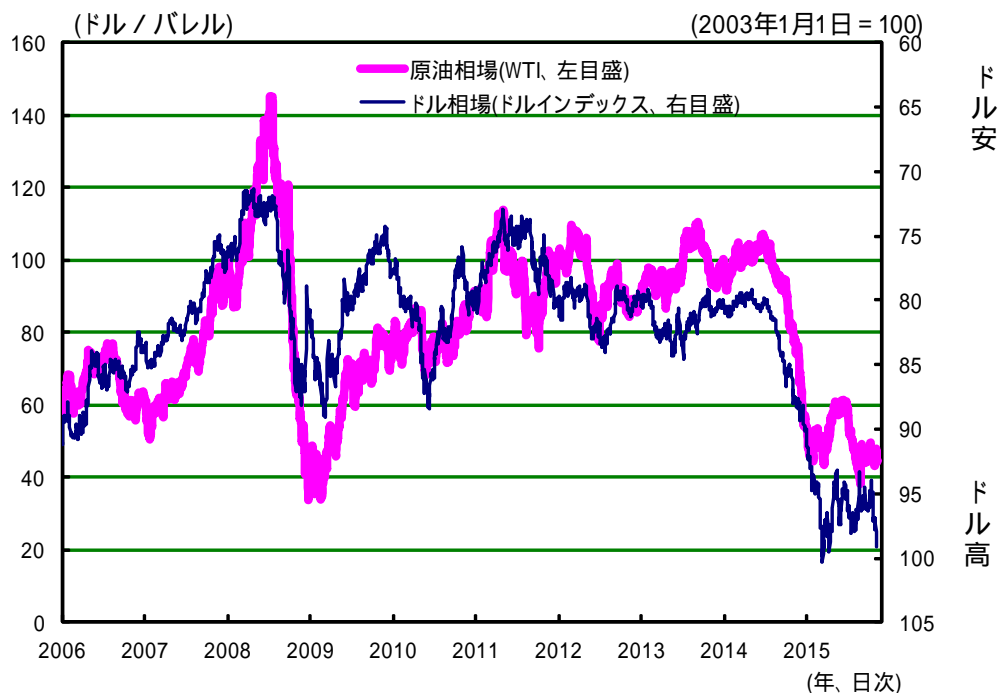
Q2. 何故、2014年後半以降に、原油価格は急落したのでしょうか？

- ・ いくつかの外部要因があります。第1に、地政学的な要因による原油相場への押し上げ圧力が緩和したことが挙げられます。原油が高止まりしていた14年夏場までは、地政学的な要因により市況が押し上げられていました。当時は、経済制裁を受けるイランからの原油輸出が抑制された状態が続き、武装勢力と政府との紛争が続くリビアからの原油供給が大幅に減っていたところに、ウクライナやイラクの情勢緊迫化も加わりました。14年3月にはロシアがウクライナ南部のクリミア半島を併合する事態となり、同年6月には、スンニ派の過激派組織である「イスラム国(以下、IS)」がシリアやイラクで勢力を拡大し、イラク南部の油田地帯にまで侵攻するとの懸念が強まったため、原油相場が高値をつけました。
- ・ ところが、その後、地政学的な要因に伴う原油相場への押し上げ圧力は緩和に向かいました。ウクライナ情勢に関しては、内戦が常態化する中で、国際エネルギー需給への影響は

限定的とみなされていきました。また、イラク情勢に関しては、ISはシーア派住民が多いイラク南部の油田地帯には浸透しにくいとの認識が広まり、原油供給への懸念は後退しました。中規模の産油国であるリビアでは、14年後半にかけていったん内戦が沈静化する動きとなり、原油生産や原油輸出が回復し、国際原油需給が緩和する一因になりました。

- ・ 第2に、14年後半に欧州や中国の景気減速を受けて、原油需要の先行きに対する下振れ観測が強まったことがありました。また、景気が堅調な米国では、ガソリン需要が大幅に増加するという観測が強まっていましたが、ドライブ・シーズンに入ってもさほど需要は盛り上がりませんでした。
- ・ 第3に、原油の供給が、米国のシェールオイルを中心に増加したことがありました。シェールオイルの増産は、過去2~3年の間にすでに目立っており、想定範囲内といえるものであり、原油相場を大きく動かすサプライズではなかったと思われませんが、それでも原油需給を緩和させる要因になりました。
- ・ 第4に、為替を中心とした金融市場の動向が挙げられます。特にドル相場と原油相場の関連性は強く、ドル相場の上昇が原油安につながった面が色濃くあると思われま。ドル高が進めば、他通貨建てでみた原油相場は割高感が強まるため、原油相場では売り圧力が強まります。このため、投資家の間には「ドル高ならば原油安」という刷り込みが強くあります。14年10月の米連邦公開市場委員会(FOMC)において量的緩和の終了が決定されたことや早ければ15年中に利上げが見込まれる情勢になったことを背景に、ドル相場の先高観は根強く、これが原油売りを仕掛けやすい状況を生んだと思われま。

図表3. 原油相場とドル相場の推移

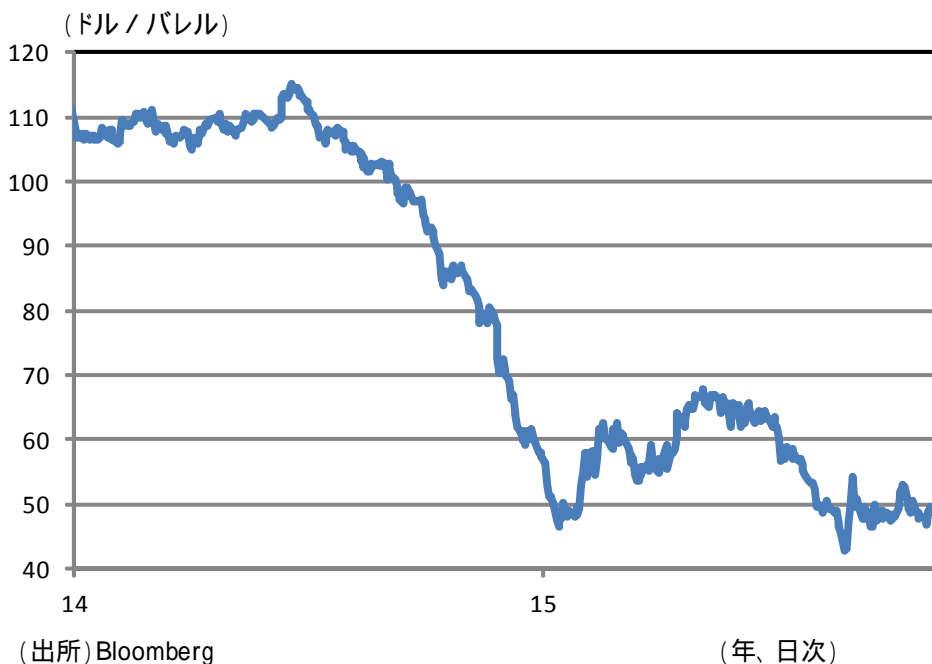


(注)ドル相場は対ユーロ、円、ポンド、カナダドル、スウェーデンクローネ、スイスフランの加重平均値(出所)Bloomberg

Q3. それだけで半年間に6割超も下落しますか？

- ・ たしかに、上述した外部要因の変化は、原油価格下落の要因として重要ですが、それだけでは2014年夏場から半年余りの間に6割超という原油相場の下落幅の大きさとスピードを説明することはできません。
- ・ この原油相場の急落を可能にした要因は、産油国の動向を受けた原油市場のセンチメントの変化だったと思われます。つまり、「産油国は原油価格が下落しても減産を行わない」という観測が徐々に強まったことが、原油相場の下落を加速させる材料になったと考えられます。
- ・ 例えば、石油輸出国機構（OPEC）は、それまで「ブレント原油で1バレル＝100ドルが適正」としていましたが、14年9月にその100ドルを下回る中でも、サウジアラビア石油相は「OPECは緊急に会合を開く必要はない」と発言し、減産を急ぐ意思がないことを示しました。
- ・ また、サウジアラビアの国営石油会社がアジア向けや米国向けの販売価格の引き下げを発表したことも、価格よりも販売シェアの維持を重視する姿勢だと受け止められました。イラク、クウェート、イランなども、サウジアラビアに対抗する形で、原油販売価格を引き下げました。産油国高官が、原油減産に消極的な発言を続けたことも、原油相場の下落要因になりました。そして、注目を集めた14年11月のOPEC総会では原油減産が見送られました。減産の有無について市場参加者の事前の見方は分かっていたので、減産見送り決定を受けて原油相場は大幅に下落しました。
- ・ そのOPEC総会後の大幅下落を経た後も、産油国高官の発言等が注目され、相場の下落材料となる状況が続きました。それらの発言では、OPECは原油市場におけるシェアを維持することを重視しており、生産コストが高いシェールオイルなどのシェアが縮小するかたちで原油市場がバランスするのを待つ姿勢だということが示されました。つまり、OPECは原油価格がシェールオイルなどの生産が鈍化する水準に下落することを想定していると思える状況でした。
- ・ このように産油国の意図が分かってくるのに伴って、疑心暗鬼の中で原油相場が下げる状況からは徐々に脱しました。14年12月にサウジアラビア石油相が「20ドルに下がっても、40、50、60ドルであっても減産に踏み切るかどうかとは無関係」と述べ、これを受けて原油相場は下落したものの、下げ幅は強い言葉の割には大きくはなりませんでした。「OPECは減産しない」という材料を市場はこの時期までにはかなりの程度織り込んだとみられます。その後も、原油価格の低迷は続いていますが、急激な下落には歯止めがかかっています。

図表4. 原油相場（ブレント）の推移



Q4. OPECはまだ減産しませんか？

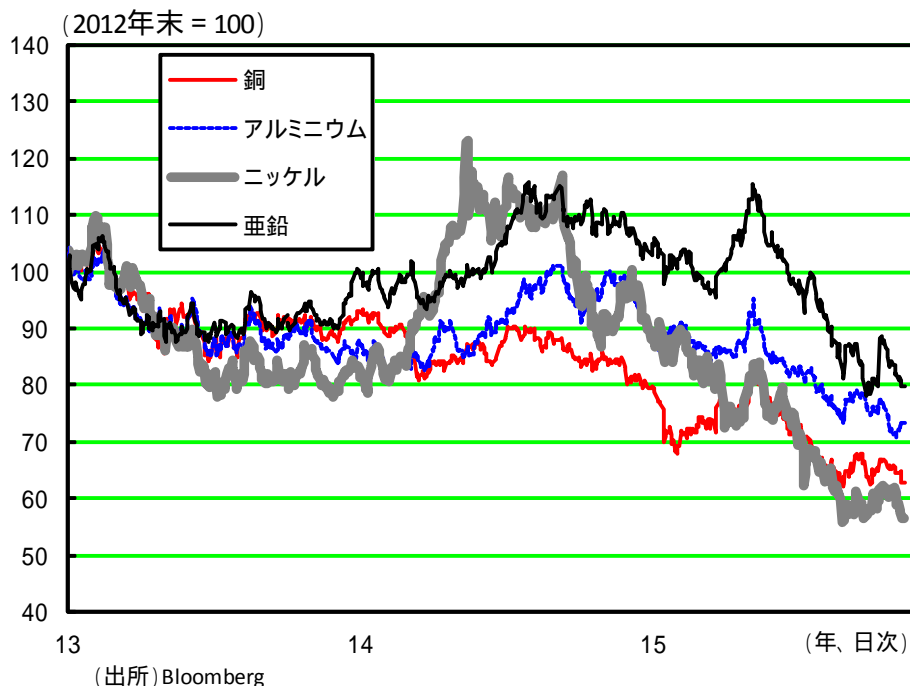
- ・ 12月4日には、第168回OPEC定例総会がウィーンで開催されます。前述のとおり、昨冬のOPEC総会では、原油価格が70ドル台に下落する中、生産目標を日量3000万バレルに据え置く決定がなされ、原油相場下落が加速しました。ベネズエラなど一部の加盟国が減産を主張しましたが、サウジアラビアなどは原油市場における生産シェアの維持を重視し、両者の意見の一致はみられず、減産は見送られました。
- ・ 今回も、サウジアラビア、アラブ首長国連邦（UAE）、クウェート、カタールなどシェアの維持を重視する主流派と、ベネズエラ、リビア、アルジェリアなど減産により価格を下支えしたい他の加盟国との意見の相違はみられたままの状態が続き、結果として、減産は見送られ、現状維持となる公算が高いと思われます。
- ・ もっとも、減産による価格維持よりも生産シェアの維持を重視しているサウジアラビアにしても、懐事情は厳しくなっています。原油収入に歳入を頼る政府財政は大幅赤字に陥っており、原油高騰時の貯えがあるといっても、現状の財政赤字が続けば、5年程度で使い果たすとの試算¹もあります。いずれ、減産によって、原油価格の下支えを狙う姿勢に転じる可能性があるともみられています。
- ・ ただ、サウジアラビアが原油の減産に舵を切るタイミングは、今回のOPEC総会ではなく、もっと後ではないか、と思われます。中国など新興国の原油需要の伸びが鈍化していることもあり、そうしたタイミングがやってくるまで、原油相場の低迷状態は続きやすいと考えられます。

¹ IMF "Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia", Oct.21 2015

Q5. 銅やアルミニウムなどベースメタルの市況はどうですか？

- ・ 景気に敏感な銅などベースメタルの市況は、ある程度の底堅さはあるものの、上値は重い状況です。中でも、アルミニウムは、10月下旬に2009年6月以来の安値をつけました。銅もアルミも原油と異なり、供給サイドに減産の動きがありますが、中国経済の減速による需要の減少が市況を低迷させています。
- ・ 10月16日に中国最大手の中国アルミが年産55万トンの精錬所の閉鎖を発表し、22日にはスイス系資源大手のグレンコアが43%を保有する精錬会社のセンチュリー・アルミニウムが電力会社との交渉次第では年産22.4万トンの精錬所を閉鎖すると報道されましたが、市況下落に歯止めがかかりませんでした。その後、11月2日の米アルコアの年産50.3万トンの減産発表を受けて、ようやく足元のアルミ相場は反発する動きとなりました。
- ・ しかし、銅、亜鉛など大幅減産が発表された他のベースメタルの例をみても、減産だけでは市況を反転させる力が十分ではない、というのが現在の市場環境だと思われます。銅については、8月24日に中国の銅精錬大手の江西銅業などが追加減産を計画していると報道され、8月28日には米フリーポート・マクモランが米国アリゾナ州にある銅鉱山を閉山し、その他2鉱山の生産量を削減すると発表しました。また、9月7日にはグレンコアがコンゴやザンビアの銅鉱山の操業を18カ月に渡って停止し、40万トンの銅地金を減産する計画を発表しました。特に、グレンコアの減産幅は、それまでに見込まれていた2016年の銅の供給超過幅などに匹敵する規模であり、銅の需給緩和観測を後退させることにつながりました。しかし、それでも銅相場の上昇は長くは続きませんでした。亜鉛や鉛についても、グレンコアが10月19日に大幅減産を発表して、一時的に相場は急騰しましたが、再び下落してきています。

図表5. ベースメタル市況の推移

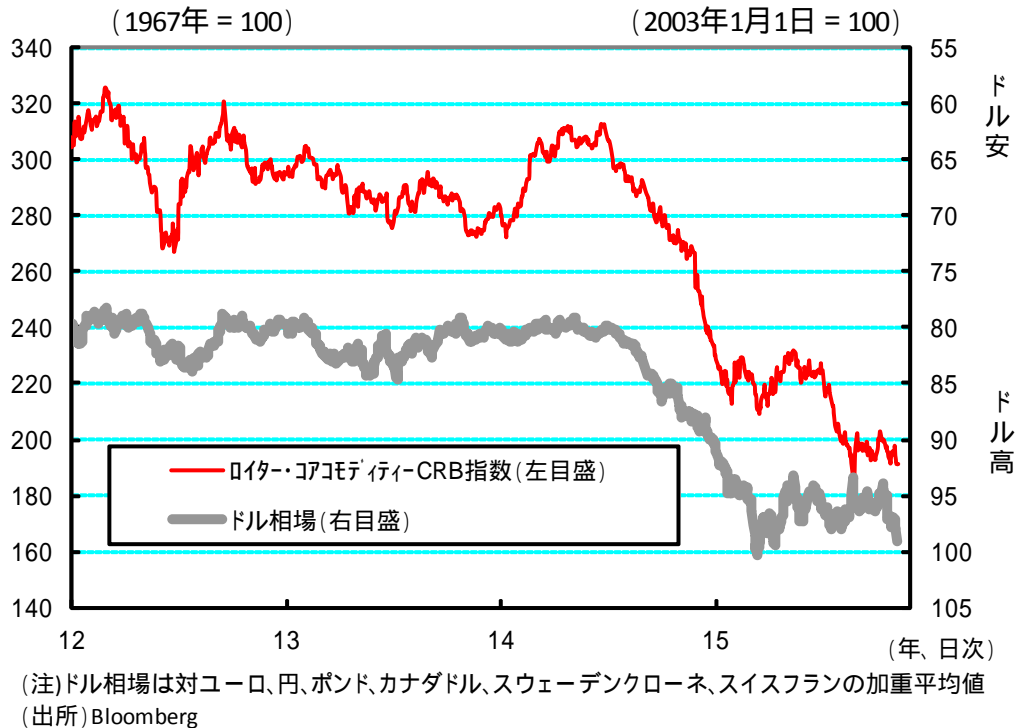


- ・ 各金属の最大消費国である中国の景気減速により、金属需要が伸び悩む中では、需給緩和観測が根強く、市況の上値が重くなっています。特に、アルミニウムは、中国での供給過剰が常態化しており、中国のアルミニウム製品が海外に輸出され、国際アルミニウム市況の押し下げ要因になる状態は、今後も変わらないでしょう。
- ・ 金融市場やコモディティ市場では、7~8月頃にあった中国経済の大失速が世界全体を巻き込むことへの警戒感は一服してきています。しかし、依然として中国景気の減速傾向は続いており、世界経済全体では緩やかな拡大傾向を維持するにしても、原油や金属など資源需要の急速な持ち直しは見込みにくい、というのが現状だといえます。
- ・ 銅やアルミニウムなどベースメタル市況は、上値の重い展開が続くと見込まれます。

Q6. 金相場はどのような展開が見込まれますか？

- ・ 金については、米国の金融政策の行方やドル相場の動向をにらみながら、一進一退の推移が続くでしょう。金は、金融市場でリスク警戒感が強まる際には、リスク回避的な資産として買われる傾向があり、有事の金買いなどと呼ばれますが、ギリシャ問題や中国の株価急落などによってリスク警戒感が強まった2015年7月には、むしろ下落しました。7月17日に中国人民銀行が発表した6月末時点の金保有残高は1658トンと09年比で57%増加しましたが、市場の想定を大幅に下回る増加ペースであったため、売り圧力が高まったのでした。
- ・ もっとも、中国の株安が持続し、世界景気の減速懸念から投資家が動揺する中、金はリスク回避的な資産として買われる流れになり、10月半ばにかけては米国の利上げ観測の後退が金買いの材料になりました。しかしその後、10月28日の米連邦公開市場委員会(FOMC)の声明文で12月15~16日のFOMCで利上げが適切かどうか決定することが記されたことなどを受けて、米国の利上げ観測が強まり、金相場は下落に転じました。
- ・ 11月に入っても、10月の雇用統計で堅調な雇用増加ペースが示されたことなどから、米国の利上げ観測は強まる流れにあり、金相場は下落につながっています。もっとも、今後予想される米国の利上げは緩やかなペースにとどまると見込まれており、金相場は、ある程度、底堅い推移をするものと思われます。

図表6. 金相場とドル相場の推移



お問合せ先 調査部 芥田 知至

E-mail: chosa-report@murc.jp

- 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。