

## 調査レポート

# コモディティ・レポート <2014年7・8月>

### ・コモディティ市況全般：7～8月は下落傾向で推移

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、その後は下落傾向となった。マクロ経済環境に強弱の材料が入り混じる中で、原油や銅や穀物は、それぞれ個別に需要減要因や供給増要因が意識され、相場の押し下げ材料に反応しやすくなっている。世界景気は緩やかな拡大を続けるものの、目先のコモディティ市況は横ばい圏の推移が見込まれる。

### ・エネルギー市況：下落傾向で推移

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、下落傾向で推移した。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る中で、欧州を中心とした景気の下振れ懸念により、原油需要の鈍化観測が生じている。原油相場は、やや下落しやすい環境になってきている。

### ・ベースメタル市況：7,000ドルを中心に一進一退

銅市況は、7,000ドルを中心に一進一退で推移している。マクロ経済環境は強弱の材料が入り混じる中で、銅は鉱山からの銅鉱石の供給増が意識されやすく、やや弱い材料に反応しやすくなっている。先行きは、世界景気の緩やかな拡大が見込まれる中で、銅市況は一進一退が続くとみられる。

### ・貴金属市況：金は1,200ドル台後半に下落

金市況は、7月中旬には1,340ドルに迫ったものの、その後は、下落傾向で推移し、8月下旬は1,280～1,290ドルを中心に推移した。今後も、地政学要因や各国の景気・金融政策の動向を材料に変動が見込まれるが、為替市場でのドル高などを材料に、金市況は上値の重い展開が見込まれる。

### ・トピック

米国のガソリン需要・・・米国では、14年の春頃に、ガソリン需給のひっ迫懸念が強まる時期があった。しかし、ドライブ・シーズン中に、ガソリン需要の盛り上がりは見られなかった。米国経済が拡大を続け、雇用増加数が堅調な状況でも、石油需要はそれほど伸びないような構造変化が明らかになってきている。

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

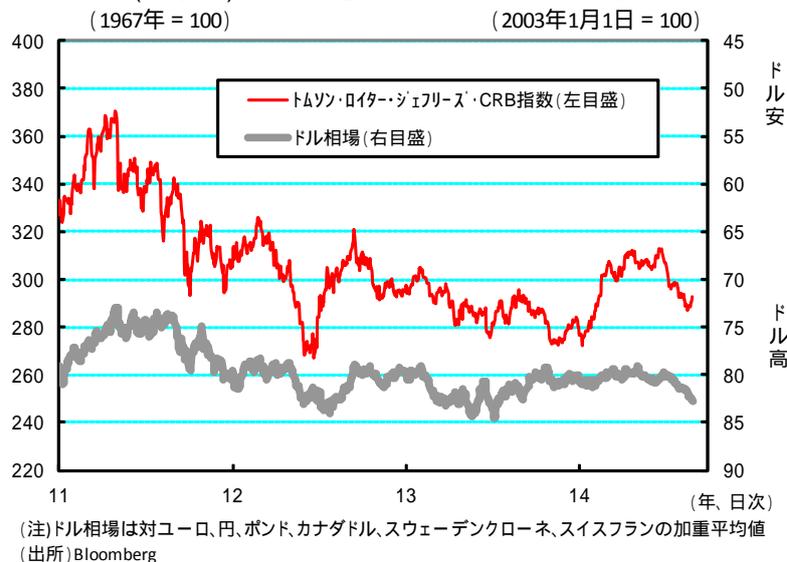
・コモディティ市況全般の概況：7～8月は下落傾向で推移

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、その後は下落傾向となった（図表1）。

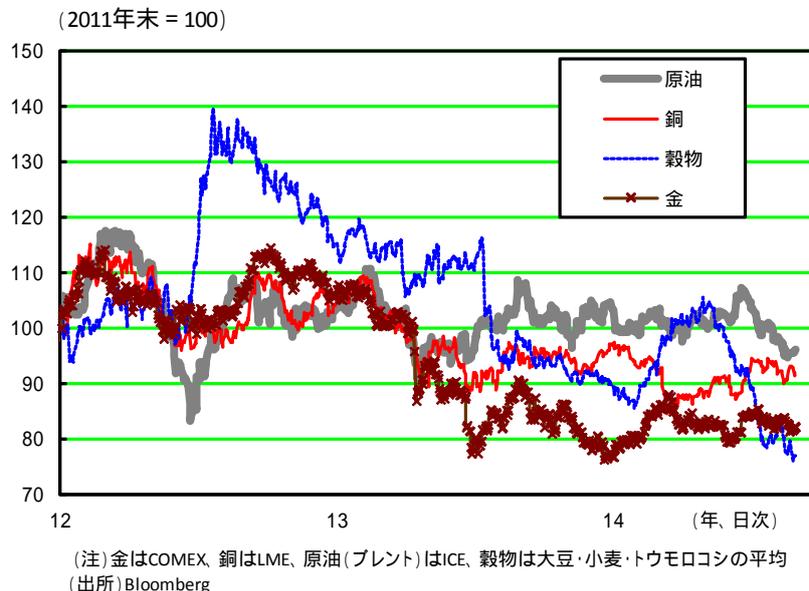
7～8月は、総じていえば、下落傾向で推移したコモディティが多かった（図表2）。7月は、金や銅などベースメタルが一進一退となったものの、原油や穀物が下落した。8月は、前半は総じて下落傾向で推移し、後半は原油や銅が反発したものの、小幅にとどまった。

マクロ経済環境に強弱の材料が入り混じる中で、原油や銅や穀物は、それぞれ個別に需要減要因や供給増要因が意識されることもあり、やや相場押し下げ材料に反応しやすくなっている。世界景気は緩やかな拡大を続けるものの、目先のコモディティ市況は横ばい圏の推移が見込まれる。引き続き、複数の地政学的リスク要因も相場を変動させる材料になるが、大きく一方向に相場を動かすような展開にはならないだろう。

（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



## ．エネルギー

### 1．原油市況：下落傾向で推移

国際指標とされるブレント原油は、6月にイラク情勢の緊迫化を受けて昨年9月以来の高値まで上昇したものの、その後は、下落傾向で推移し、8月中旬には一時1バレルあたり101ドル近くの安値をつけた。

7月は、2日にリビアで東部の石油積み出し港を封鎖していた反政府勢力が操業再開で合意したこと、8日にリビア南西部のエル・シャララ油田が操業を再開したと明らかにされたこと、15日にリビアの原油生産量が58.8万バレルまで増加したと発表されたことなどに加えて、イラクに関する地政学的リスク要因に対する懸念も後退し、原油相場は下落が続いた。17日には、ウクライナ上空でマレーシア機が撃墜されたこと、イスラエルがガザ地区への地上侵攻を開始したことが原油相場の押し上げ材料になった。しかし、地政学的リスク要因が相次ぐ中でも、原油の供給障害は発生していないことや、米国の週次石油統計が原油需要の弱さを示したことなどから、月末にかけて原油相場はやや弱含みで推移した。

8月は、上旬は、イラクにおける地政学的リスクへの懸念が強まったものの、米国の週次石油統計などを受けて原油需要の鈍化観測が生じて、原油相場は一進一退となった。中旬には、原油相場は下落傾向で推移した。12日に、IEA（国際エネルギー機関）の月次報告が原油需要の鈍化を示唆したこと、ドイツの景況指数が悪化したこと、14日に、ユーロ圏のGDPが市場予想を下回ったこと、などにより、欧州を中心に原油需要の下振れが懸念された。また、19日には、イラク南部の西クルナ2油田から初出荷が行われたことや、リビア東部のエスシデル港から1年ぶりに原油輸出が再開するとされたことから、イラクやリビアからの原油供給の増加見通しが強まった。下旬に入ると、米国週次石油統計で原油在庫の減少が示されたことや、米国の景気指標が上振れしたことを受けて、原油相場は、幾分反発した。

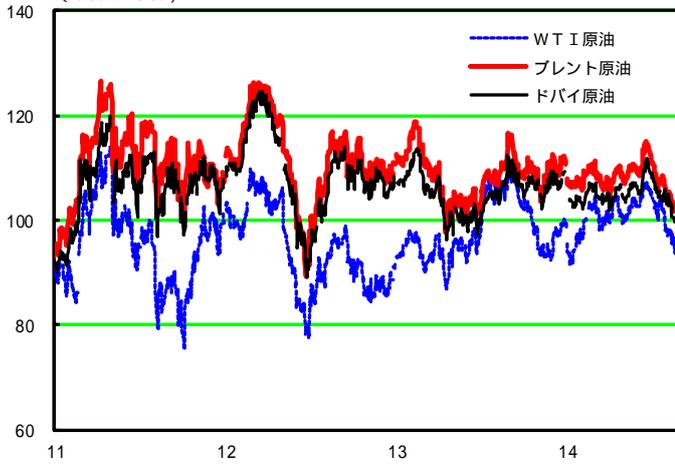
ブレント - WTIのスプレッド（価格差）は、昨年11月下旬には1バレルあたり20ドル近くまで再拡大した後、7月下旬には3ドル台まで縮小していたが、足元は5~9ドル程度で推移している（図表5）。

先物市場（WTI）における投機筋の買い超幅をみると、昨年10月下旬をボトムに拡大傾向で推移していたが、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、2月上旬をボトムに増加した後、7月上旬をピークに減少している（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の解決策がみえないものの、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、欧州を中心とした景気の下振れ懸念により、原油需要の鈍化観測も生じている。ガソリンの需要期が終わって不需要期に入ってくることもあり、原油相場は、やや下落しやすい環境になってきている。

(図表3) 原油市況の推移

(ドル/バレル)



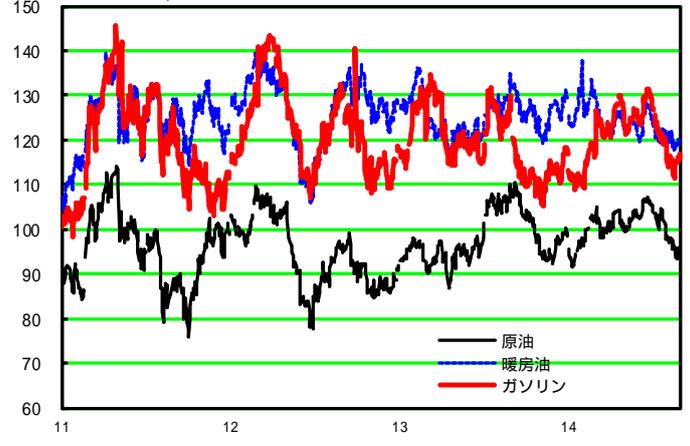
(注) 直近は8月29日

(年、日次)

(出所) Bloomberg、日本経済新聞

(図表4) 石油製品市況の推移

(ドル/バレル)



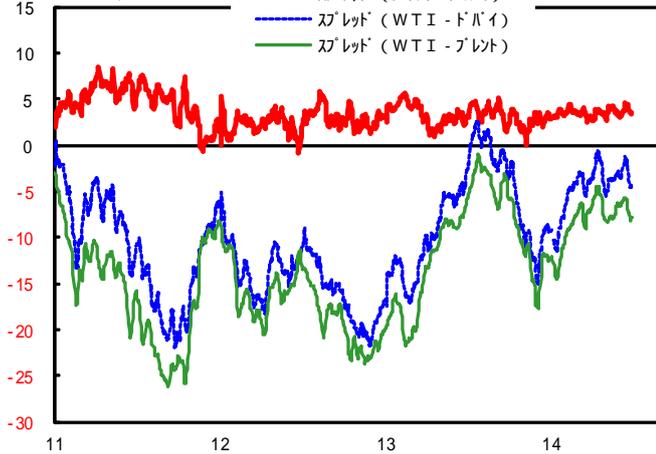
(注) 直近は8月29日。すべてNYMEXの期近物

(年、日次)

(出所) Bloomberg

(図表5) 油種間スプレッドの推移

(ドル/バレル)



(注) 5日移動平均値。直近は8月29日

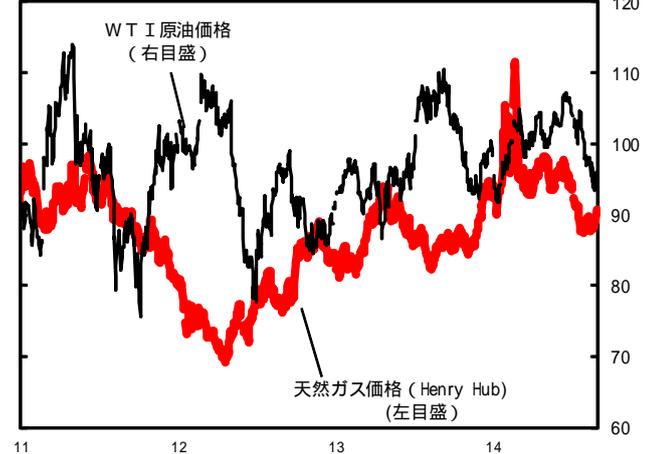
(年、日次)

(出所) Bloomberg、日本経済新聞

(図表6) 米国天然ガス市況の推移

(ドル/百万Btu)

(ドル/バレル)



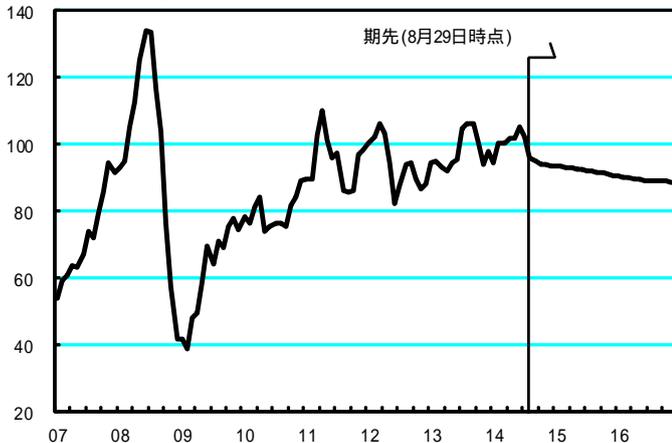
(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略

(年、日次)

(注2) 直近は8月29日。

(図表7) 原油先物価格と先物カーブ

(ドル/バレル)



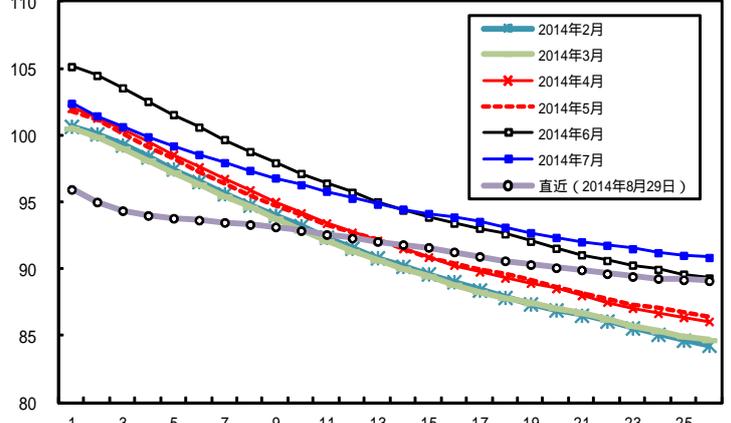
(注) 限月は28ヵ月先まで、2014年8月29日時点

(年、月次)

(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(図表8) WTI原油の先物カーブの変化

(ドル/バレル)

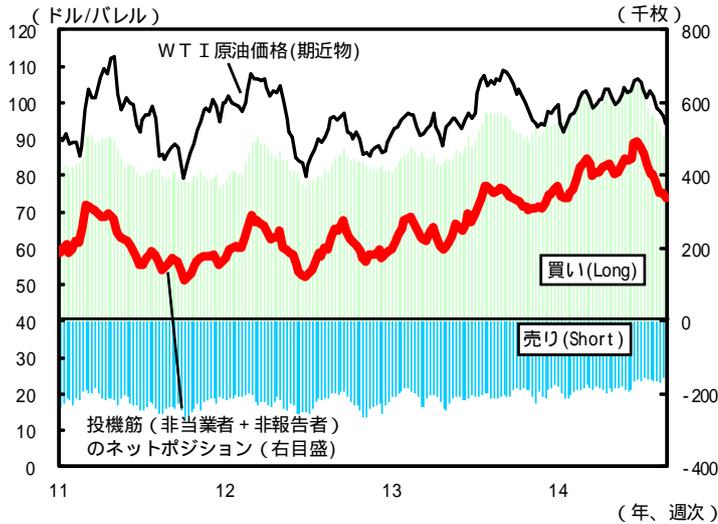


(注) 各時点における各限月(28ヵ月先まで)のWTI原油先物価格

(限月)

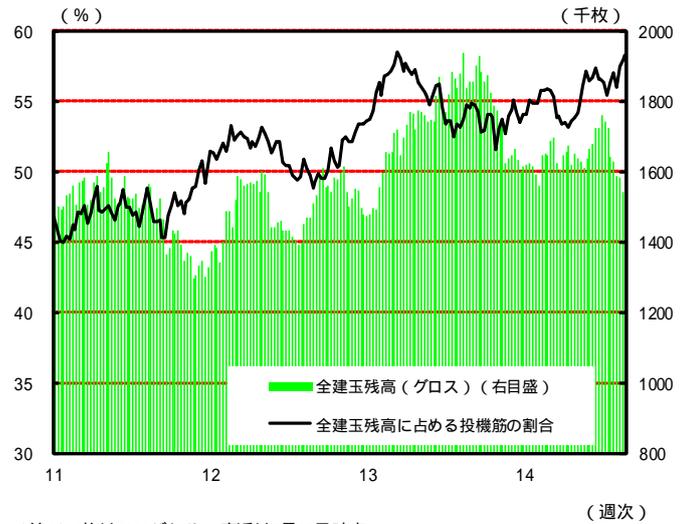
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(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8月26日時点、WT I原油は8月27~29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8月26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 <8月>	(前月差)	生産量 <7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 <8月>
アルジェリア	112.5	(0.0)	112.5	(0.0)		120.2	120.0	93.8%	7.5
アンゴラ	175.0	(14.0)	161.0	(-5.0)		151.7	187.0	93.6%	12.0
エクアドル	56.0	(0.3)	55.7	(0.1)		43.4	55.7	100.5%	-0.3
イラン	280.0	(-3.0)	283.0	(-1.0)		333.6	350.0	80.0%	70.0
イラク	309.0	(9.0)	300.0	(-10.0)		-	365.0	84.7%	56.0
クウェート	289.0	(1.0)	288.0	(8.0)		222.2	325.0	88.9%	36.0
リビア	50.0	(10.0)	40.0	(10.0)		146.9	155.0	32.3%	105.0
ナイジェリア	230.0	(38.0)	192.0	(-23.0)		167.3	240.0	95.8%	10.0
カタール	72.7	(0.2)	72.5	(0.0)		73.1	78.0	93.2%	5.3
サウジアラビア	998.0	(16.0)	982.0	(2.0)		805.1	1,250.0	79.8%	252.0
U A E	284.0	(4.0)	280.0	(0.0)		222.3	290.0	97.9%	6.0
ベネズエラ	247.1	(-0.4)	247.5	(0.5)		198.6	300.0	82.4%	52.9
O P E C 12カ国	3,103.3	(89.1)	3,014.2	(-18.4)	3,000.0	-	3,715.7	83.5%	612.4
O P E C 11カ国	2,794.3	(80.1)	2,714.2	(-8.4)		2,484.5	3,350.7	83.4%	556.4

(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

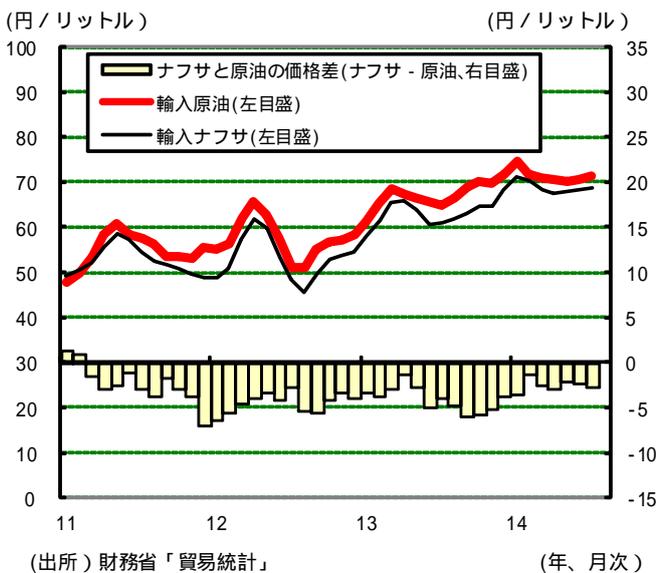
## 2. ナフサ市況：8月は原油と連動して下落

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に下落していたが、その後、下げ止まり、7月は68.7円であった。一方、7月の輸入原油価格は、7月は71.4円まで上昇してきている（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、下落傾向で推移している（図表13）。原油との相対価格をみると、7月前半にかけて、ナフサと代替性のあるガソリンの需要増加観測を受けて、ナフサ需給の引き締め観測が強まり、ナフサ高が進んだ。しかし、その後は、韓国で新たなコンデンサート・スプリッターが稼働するといった供給増要因や、台湾や韓国のナフサ・クラッカーが定修に入るといった需要減要因が見込まれる中で、ナフサ安となった。

10月にかけて欧州の製油所のメンテナンスが増加し、欧州からのナフサ輸入がやや少なくなると見込まれるものの、ナフサ需要は力強さを欠いており、ナフサ市況は一進一退が見込まれる。

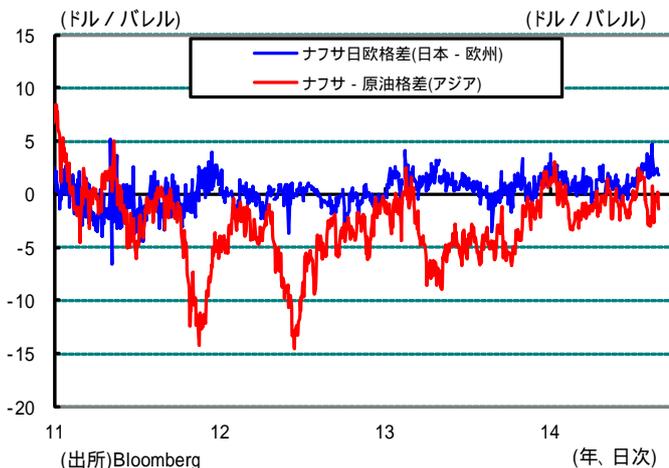
（図表12）日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



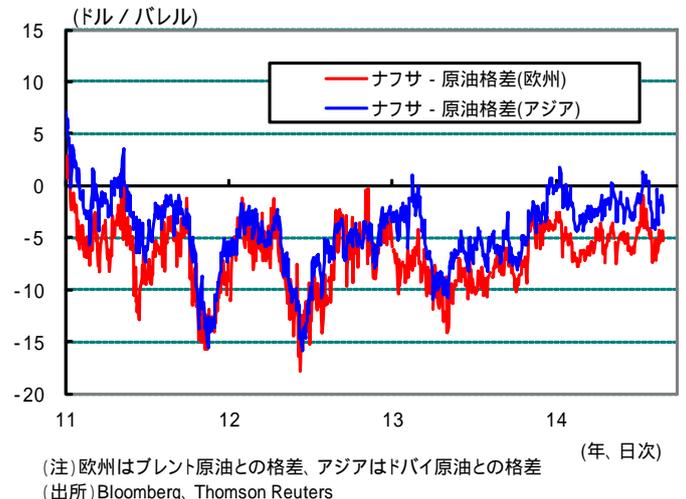
（図表13）アジアの原油・ナフサの市況



（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



．ベースメタル

1．銅を中心とした概況：7,000ドルを中心に一進一退

非鉄ベースメタル市況の中心となる銅市況は、6月中旬に1トンあたり6,700ドル割れに下落した後、7月上旬には一時7,200ドル台まで持ち直したものの、8月中旬には6,800ドル近くまで下落した。その後は、7,000ドル前後で一進一退となっている。

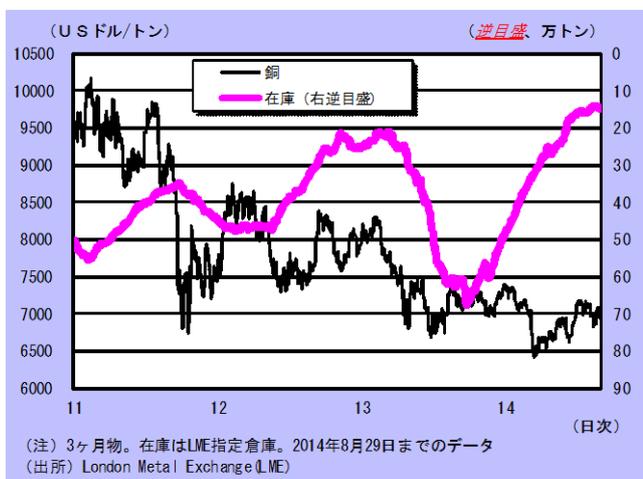
7月は、上旬に、米国の雇用統計や中国や日本の製造業景況指数が景気の堅調さを示したことが銅相場の押し上げ材料になった。中旬には、中国の建設会社である華通路橋集団が1年物の社債を償還できるか不透明であると発表したことを受けて、中国の不動産バブルの崩壊懸念が広がり、銅相場を下押しした。しかし、下旬には、中国の製造業景況指数が良好であったことから、中国経済の先行きへの懸念が後退し、銅相場も持ち直した。

8月は、上旬に、中国のサービス部門の景況指数が悪化し、中国経済の減速懸念が強まったため、銅相場は下落した。また、中旬には、中国の不動産関連指標が悪化したことや、ユーロ圏のGDPが予想を下回ったことを受けて相場は下落したものの、米国の住宅関連指標が予想を上回ったため、反発した。下旬は、欧州中央銀行（ECB）の追加金融緩和観測などから一時的に上昇したものの、ロシア軍の侵入といったウクライナ情勢の緊迫化が欧州景気の下振れ要因になることが懸念され、反落した。

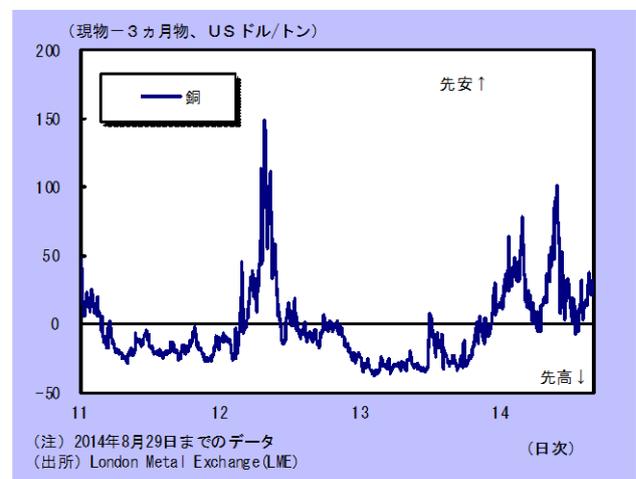
マクロ経済環境をみると、米国の住宅着工や耐久財受注などの経済指標が好調であったものの、中国の不動産関連指標や欧州の景況指数がやや下振れしており、強弱の材料が入り混じっている。こうした中で、銅は、鉱山からの銅鉱石の供給増が意識されやすく、やや弱い材料に反応しやすくなっているように思われる。先行きは、世界景気の緩やかな拡大が見込まれる中で、銅相場は、一進一退が続きやすい状況とみられる。

(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：2,100ドル台に上昇

アルミニウムは、1月下旬に1トンあたり1,700ドルを割り込んだところをボトムに持ち直し傾向で推移している。5月上旬にはいったん1,750ドル台まで下落したものの、その後、上昇傾向を持続し、8月下旬には一時2,100ドル台に達した。

アルミニウム相場が上昇を続けている背景には、米欧やロシアのアルミニウム・メーカーが減産を続けている一方で、米国を中心とした自動車生産の好調などを受けてアルミニウム需要も好調なことがある。7月中旬には、最大消費国である中国の経済成長率が予想をやや上回る中で、中国政府による追加の景気刺激策への期待が継続し、アルミニウム需要の下振れ懸念が後退したことも相場の押し上げ材料になった。

7月下旬から8月中旬は2,000ドル強の水準を中心にもみ合ったものの、8月下旬は、現物需給のタイトさが意識される中、一時2,100ドル台に上昇した。アルミニウムの現物と3ヵ月先物との価格差は、現物需給の引き締まりを示すとされる先安(=現物高・先物安)方向に大きく振れた。

米欧やロシアのアルミニウム・メーカーの減産により、需給は概ねバランスを回復したとみられ、一部では2014年や2015年のアルミニウム需給が需要超過(供給不足)になるとの見方がなされるようになってきているようだ。アルミニウム市況は、世界景気の回復に合わせて、上昇すると見込まれる。

### (2) ニッケル市況：18,000ドル台で一進一退

ニッケル市況は、5月中旬に1トンあたり21,000ドル台まで上昇した後、6月中旬には18,000ドル割れとなっていたが、7月上旬には20,000ドル近くまで上昇した。その後は、18,000ドル台を中心に一進一退が続いている。

7月上旬に各国の製造業関連指標や米国の雇用統計が景気の堅調さを示唆したことを受けて上昇したものの、その後、LME指定倉庫の在庫が増加を続けたことなどから下落に転じた。インドネシアによるニッケル鉱石禁輸の影響から、いずれニッケル地金の需給は引き締まり、ニッケル在庫は減少に転じるとみられているものの、これまでのところは、逆にニッケル在庫は増加しており、需給に引き締まり感は出てない。

一方、一部には、ウクライナ情勢の緊迫化を受けて、いずれ米欧による対ロシア制裁が、ニッケル生産の最大手であるノリリスク・ニッケルにも及ぶとの懸念もあったが、やはり相場を押し上げる力を欠いた。

インドネシアの次期大統領も現行の禁輸措置を継続すると見込まれ、その影響から、いずれニッケル在庫は減少に向かい始めるとみられる。しかし、足元のように在庫が増加を続けている間は、ニッケル相場は横ばい圏での推移を続けるとみられる。

(3) 亜鉛市況：上昇傾向で推移し、足元は2,300ドル台

亜鉛市況は、3月下旬にかけて1トンあたり1,950ドル割れとなっていたが、その後、上昇傾向で推移し、7月下旬には2,400ドル台と約3年ぶりの高値をつけた。8月中旬に2,300ドル割れに下落したが、8月下旬には再び2,300ドル台後半に持ち直した。

7月は、世界景気の回復観測が強まる中で、大型鉱山の閉山が予定されていることなどから需給引き締め観測が生じやすくなっている亜鉛が注目され、投資家の買いを集める状況となった。8月中旬にかけて、欧州や中国の景気の先行き不安が強まる局面では亜鉛も売られたが、市況の下落は小幅にとどまり、8月下旬は再び買われた。

亜鉛市況は、世界景気の拡大に伴って、緩やかな上昇が見込まれる。

(4) 錫市況：22,000ドル割れに小幅下落

錫市況は、1月上旬に一時1トンあたり21,500ドルを下回った後、上昇傾向で推移し、4月下旬には一時23,800ドルを上回った。しかし、その後は、やや下落傾向となり、8月下旬には22,000ドルを下回ってきた。

7月1日に、インドネシア国営のティマ社は、錫の出荷を1~2週間停止すると発表した。錫市況が23,000ドルを下回る中、市況の底上げを図る狙いがあるとされた。もっとも、その後も市況は一進一退にとどまった。

なお、錫のLME在庫が増加傾向で推移している背景には、インドネシアからの輸出がやや上振れして在庫の荷余りにつながっている可能性などが指摘される。

LME在庫の増加に示されるように、足元の需給に引き締め感が生じておらず、当面、錫市況は、世界景気が回復する中でも、横ばい圏の推移になると見込まれる。

(5) 鉛市況：上昇後、2,200ドル台で一進一退

鉛市況は、3月中旬に1トンあたり2,050ドルを下回ったが、その後は持ち直す傾向で推移し、8月下旬は2,200ドル台で推移した。

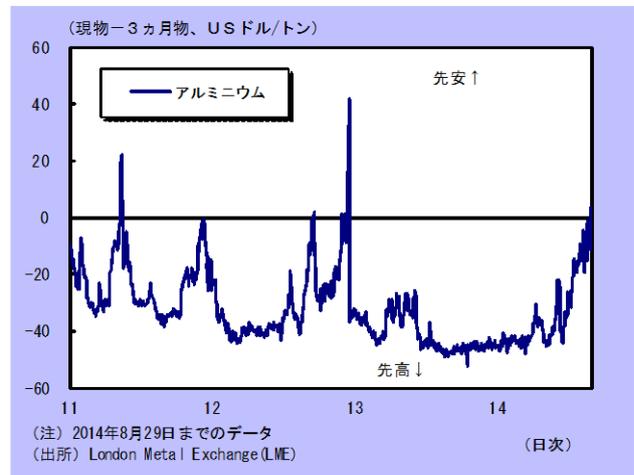
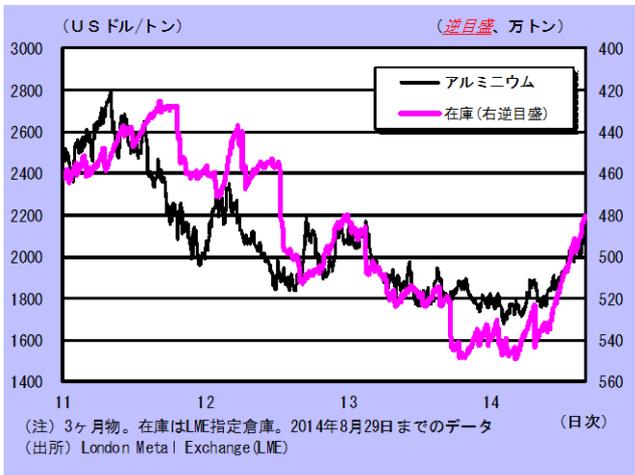
他の金属の市況が上昇する中で、鉛には出遅れ感が生じたことなどが、鉛の買い材料になり、7月下旬にはやや大幅な上昇を記録した。その後は、一進一退の推移が続いている。

景気拡大に伴う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 L M E 指定倉庫在庫の推移

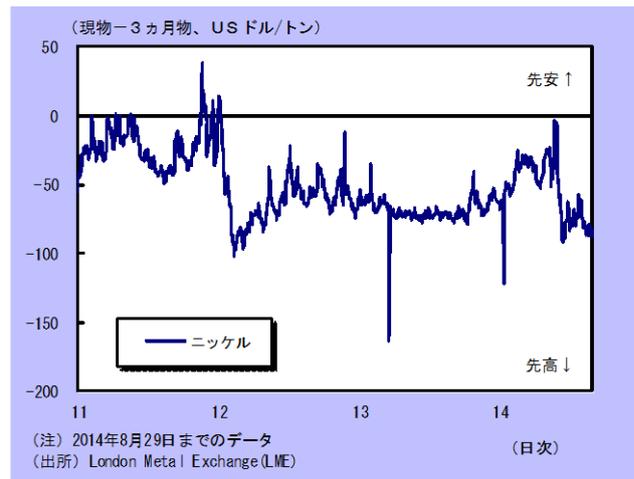
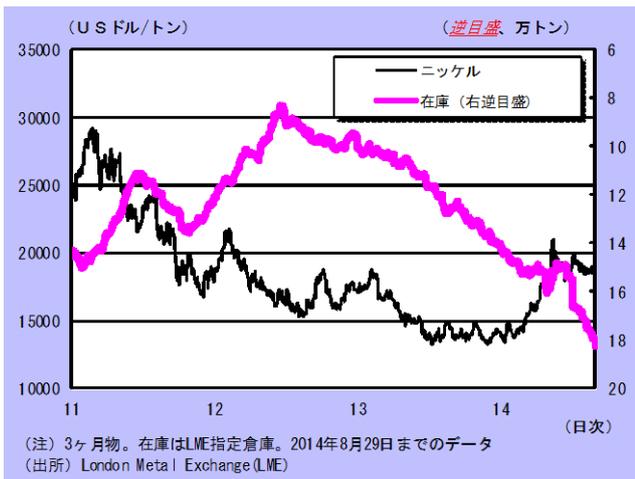
現先スプレッド (現物 - 3 カ月物) の推移



(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

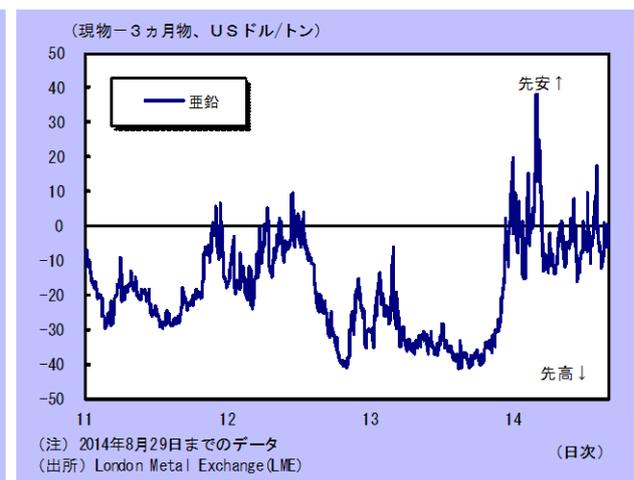
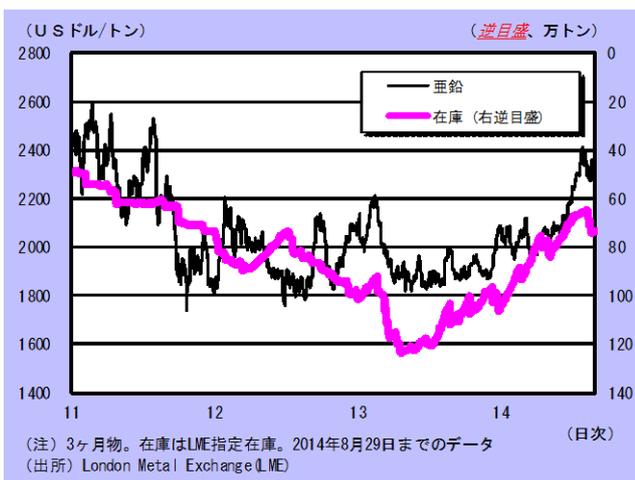
現先スプレッド (現物 - 3 カ月物) の推移



(図表 19) 亜鉛

亜鉛相場と L M E 指定倉庫在庫の推移

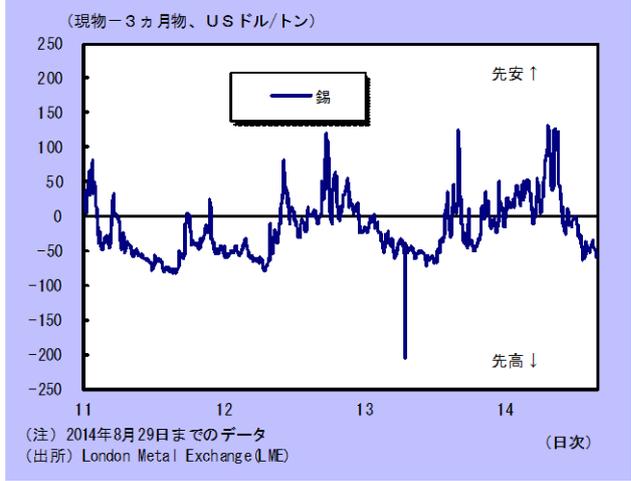
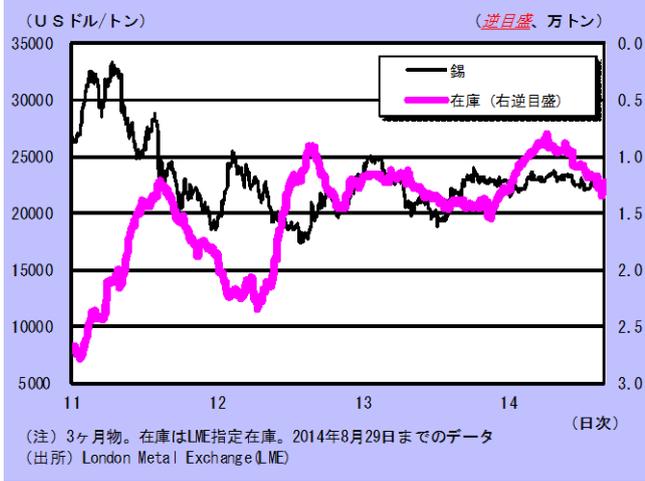
現先スプレッド (現物 - 3 カ月物) の推移



(図表 20) 錫

錫相場とLME指定倉庫在庫の推移

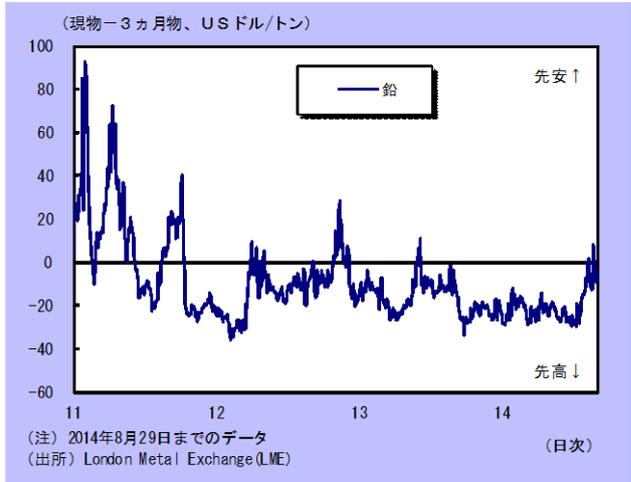
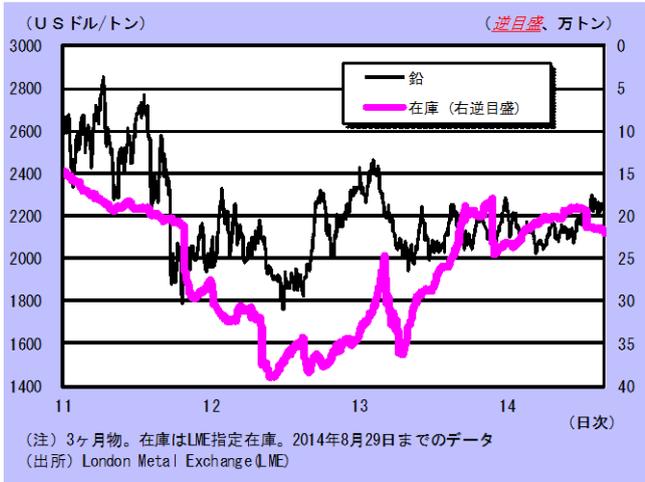
現先スプレッド(現物-3ヵ月物)の推移



(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



・貴金属：金は1,200ドル台後半に下落

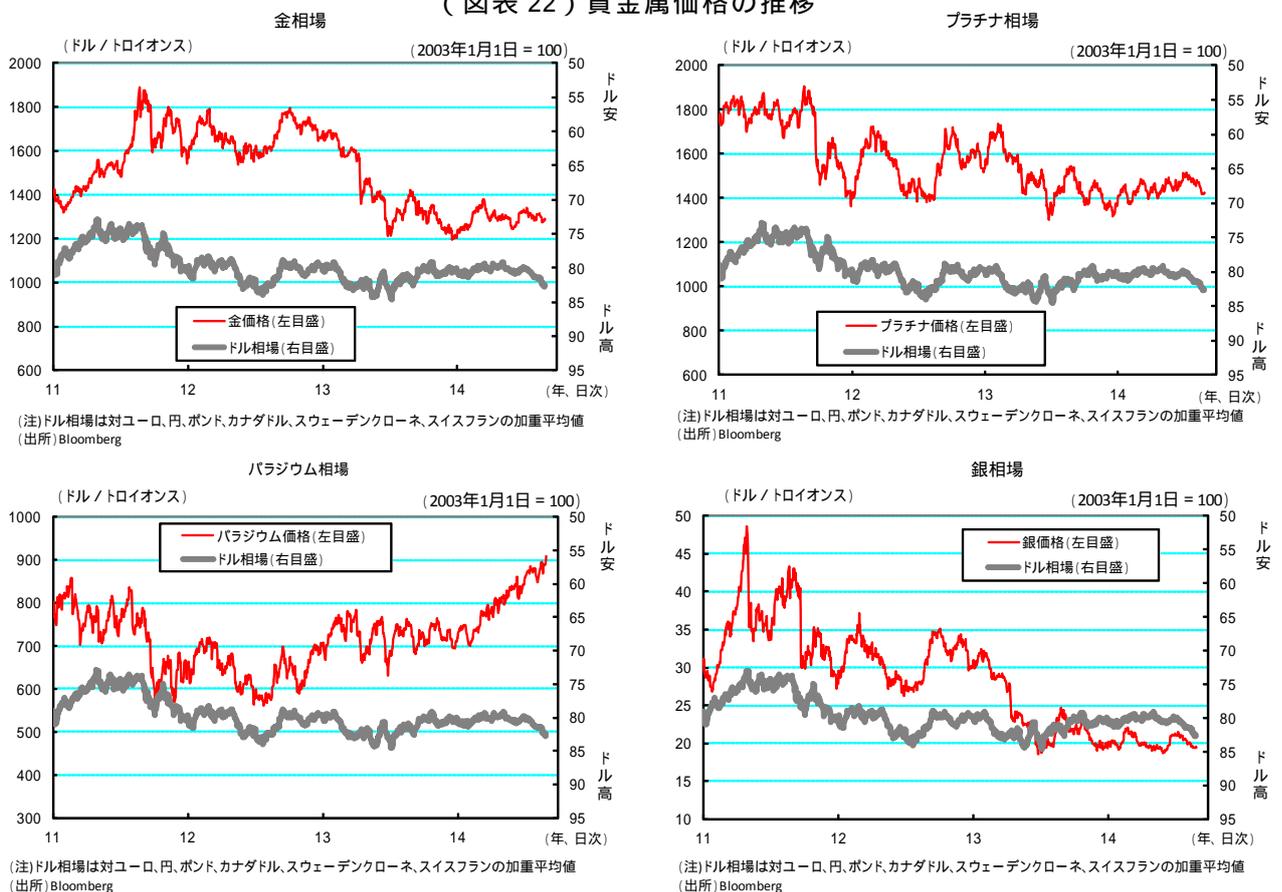
金市況は、5月中旬にかけて1トロイオンスあたり1,300ドル前後で一進一退の推移が続いたが、6月上旬にかけて1,240ドル近くまで下落した後、上昇に転じ、7月中旬には1,340ドルに迫った。その後は、下落傾向で推移し、8月下旬は1,280～1,290ドルを中心に推移した。

7月は、上旬に、6月のFOMC議事要旨を受けた米国の早期利上げ観測の後退や、ポルトガルの大手銀行を巡る懸念を受けて、金相場は上昇し、さらに中旬に入ると、パレスチナ自治区ガザでの軍事衝突が激化したことを材料に、一時1,340ドル近くまで上昇した。しかしその後は、ポルトガル大手行への懸念が後退し、FRB議長の議会証言も期待されたほどハト派的ではなく、金は売られた。17日にマレーシア機墜落の報道を受けて買われたものの、その後、米欧中の景気指標が良好な中、リスク回避的な金買いが鈍化するとの見方が強まり、売り圧力に押された。

8月は、上旬に、ロシア軍がウクライナ国境に兵力を集結させているとの報道や、米国がイラク北部への空爆を検討しているとの報道を受けて、地政学的リスクへの懸念が強まり、安全資産として金を買われた。しかし、その後は、米国の住宅着工件数などの経済指標が景気の堅調さを示したことや、FOMC議事要旨を受けて利上げ時期が前倒しされるとの懸念が生じたことが金相場の押し下げ材料となった。

今後も、イラクやウクライナなど地政学要因や、米国を中心とする各国の景気・金融政策の動向を材料に変動が見込まれるが、為替市場でのドル高などを材料に、金市況は上値の重い展開が見込まれる。

(図表 22) 貴金属価格の推移



トピック

～ 米国のガソリン需要 ～

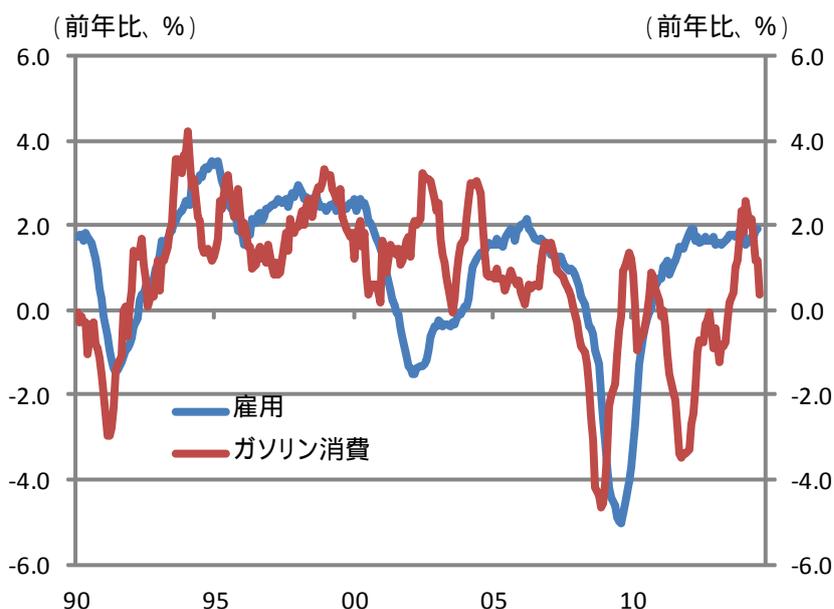
最大の石油消費国である米国で、石油需要が伸びなくなっている。米国のガソリン需要期は、5月終盤のメモリアル・デーから本格化し、7月初めの独立記念日頃にピークを迎え、9月初めのレーバー・デーまで続くとされるが、今年のガソリン需要期のガソリン消費量は、一時期予想されたほどは伸びなかったようだ。

米国では、14年の春頃に、ガソリン需給のひっ迫懸念が強まる時期があった。需要が本格化する時期に先立って、ガソリン需要が増加し、ガソリン在庫の水準が低くなっていたため、懸念が強まったのだ。しかし、ガソリン需要の伸びは長続きせず、6～8月のガソリン需要は、ほぼ前年並みにとどまった。

過去のデータをみると、米国のガソリン需要は、雇用の増加ペースと連動して推移する傾向がみられる。雇用が増加する状況では、自動車で通勤する人が増え、ショッピングや旅行に自動車で行く人も増えるからだ。しかし、リーマン・ショック後の雇用回復期には、ガソリン需要は増加せず低迷が続いている。この背景としては、00年代に入って生じたエネルギー価格の高騰を受けて、自動車の燃費効率が向上したことや、1台あたりの自動車の走行距離が抑制される傾向が強まったことが指摘される。

14年のドライブ・シーズンもガソリン需要の盛り上がりは見られなかった。つまり、米国経済が拡大を続け、雇用増加数が堅調な状況でも、石油需要はそれほど伸びないことが明らかになってきている。

(図表 23) 米国における雇用者数とガソリン需要の推移



(注) ガソリン需要量は6カ月移動平均値 (出所) C E I C (年)

- 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。