

供給不足と需要減退の思惑で動くコモディティ ～流動性の低下がボラティリティを高める～

2022年7月12日

お伝えしたいポイント

- ・ 年初から好調だったコモディティに変調も、全般的な下落継続は想定せず
- ・ 供給不足（価格上昇要因）と需要減退（価格下落要因）の両にらみ
- ・ 流動性が低下した状態でのポジション圧縮がボラティリティを高める
- ・ 相対的に堅調な推移が期待される穀物、パラジウム、石炭

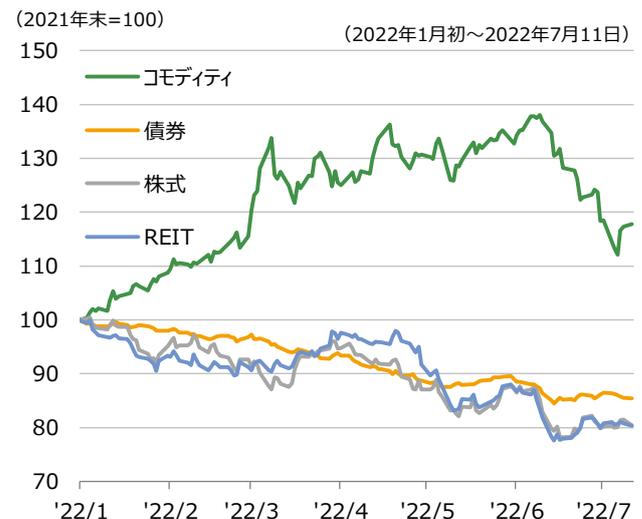
年初から好調だったコモディティに変調も、全般的な下落継続は想定せず

年初から世界的に、金利上昇（債券価格下落）、株安、REIT安の傾向が続く中、コモディティ価格は堅調に推移していました【図1】。特に、2月24日にロシアがウクライナに侵攻して以降は、供給不足懸念に拍車がかかり、コモディティは他の資産を大きくアウトパフォームする展開となりました。しかし、6月半ば以降は、世界的な景気悪化懸念が台頭し、需要が減退するとの思惑などから、コモディティ価格が急落しました。

ただし、コモディティ価格全般がこのまま下落し続ける可能性は低いでしょう。供給不安が小さく、需要の裏付けが乏しく、またポジションが買いに偏っていた金や銀は低迷が続く一方、構造的な供給不足懸念が拭えず、実際に需要が減退するまでに時間を要する原油は、しばらく高値圏で荒い値動きが続くと予想しています。また、供給不安が残存し、実需がしっかりしている穀物、パラジウム、石炭などは相対的に堅調な推移が期待できると考えています。

足元でコモディティ価格の変動が大きくなっていく背景や今後の見通しについて、次のページからより詳細に説明します。

図1：各資産の年初からの値動き



※コモディティ：ブルームバーグ商品指数
※債券：ブルームバーグ・グローバル総合インデックス
※株式：MSCI・オールカントリー・ワールド・インデックス
※REIT：S&PグローバルREIT指数
※全て米ドルベースの配当込み指数を使用

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

供給不足（価格上昇要因）と需要減退（価格下落要因）の両にらみ（1）

足元のコモディティ市場は、供給不足による価格上昇要因と、需要減退による価格下落要因が混在しているため、需給両面から分析する必要があります。

ここでは、代表的なコモディティである原油を取り上げ、需給動向について解説します。ウクライナ侵攻に対する西側諸国からの制裁を受けて、ロシアの産油量は大きく減少しています【図2】。米国などで増産が予想されていますが、そのペースは緩やかであるため、目下のロシアの減産分を補えていません。また、OPECプラス（石油輸出国機構とロシアなどの産油国で構成される組織）は、実施していた協調減産を段階的に緩和していますが、これまでの投資不足などから増産したくてもできない国が多く、足元では実際の産油量が生産枠を大きく下回る状態になっています【図3】。

こうした状況において、世界的な原油の供給不足を補っているのが各国政府による石油備蓄の放出です。IEA（国際エネルギー機関）は3月1日に加盟国全体で6,000万バレル（うち米国が3,000万バレル）の石油備蓄を放出することを決定し、更に4月7日には1億2,000万バレル（うち米国が6,000万バレル）放出することも決定しました。また、米国はこの協調放出とは別に追加で1億2,000万バレル放出する方針も示しました。その結果、米国のSPR（戦略石油備蓄）は急速に減少している一方、SPRを除いた原油在庫は横ばいとどまっています【図4】。石油備蓄の放出は、需給の緩和に一定の効果をもたらしたと言えます。ただし、これは持続可能な対策ではないため、構造的な供給不足への懸念は残りそうです。

また、ロシアが西側諸国を揺さぶるために、自ら減産に動くことで、原油価格を跳ね上げようとする可能性も排除できません。増産余地のある国が少ない中、当面、供給への不安が後退する可能性は低いと考えられます。

図2：米国とロシアの産油量



図3：OPECプラスの協調減産

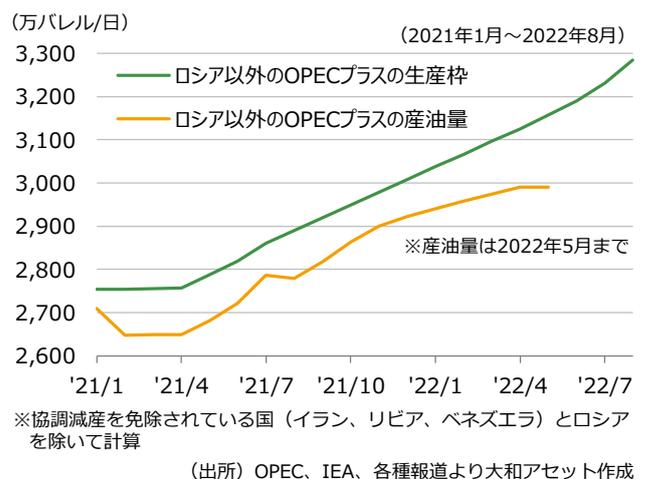
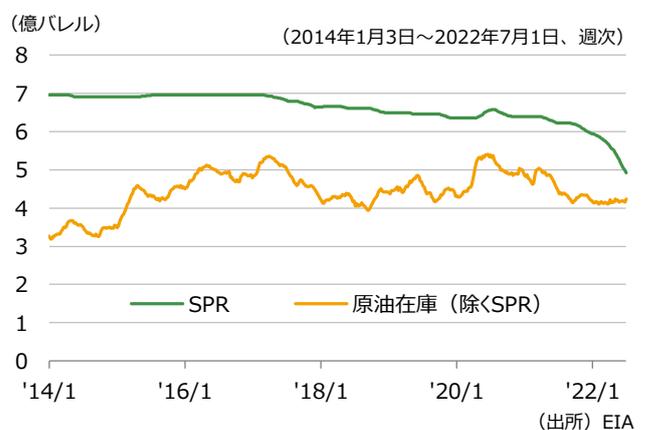


図4：米国の原油在庫



供給不足（価格上昇要因）と需要減退（価格下落要因）の両にらみ（2）

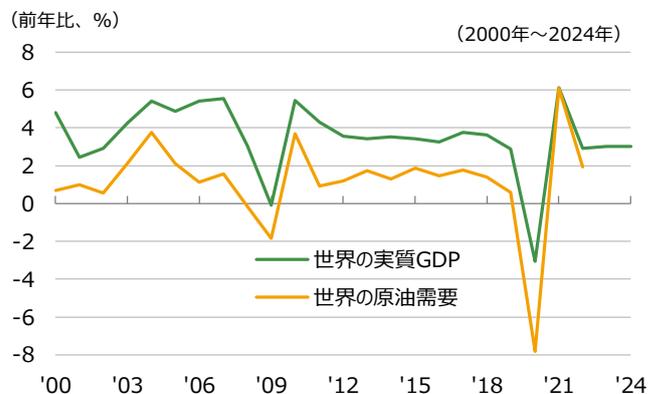
供給不安に対して、世界景気の悪化による需要減退の思惑が原油価格の下押し要因になっています。世界の原油需要の伸びは、平均的に世界の実質GDP成長率を2.4%程度下回る傾向にあるため、世界経済の減速は原油需要の伸び鈍化、ひいては原油価格の下落要因になります【図5】。

ただし注意すべきは、株価・金利・コモディティ価格が織り込む時間軸がそれぞれ異なることです。例えば、株価は「将来にわたる利益の割引現在価値の合計」、10年国債利回りは「今後10年間の政策金利の平均値」と考えることができ、株価も金利も将来の景気動向に大きく影響を受けます。一方、コモディティ市場において、私たちがよく目にする第1限月（期近物）の価格は足元の需給動向に大きな影響を受けます。たとえ、将来の景気悪化が予想されていても、足元で需要が供給を上回っていれば、価格が一方向的に下がるのは難しくなります。

現在は、利上げの波が世界に広がっており、それに遅れてOECD（経済協力開発機構）景気先行指数も低下に転じています【図6】。ただし、OECD景気先行指数自体が実体経済に6～9カ月程度先行すると言われているため、利上げによって世界経済の減速感が強まるのは来年になると考えられます。過去に例がないほど、広範囲で急速な金融引き締めが実施されているため、予断を持たずに見ていく必要はありますが、供給不足への懸念が根強い中で、需要面から原油価格を明確に押し下げするには、まだ世界経済の減速が足りないと思われると概算しています。

そのため、備蓄放出による供給の上乗せを除くと、当面は需要超過の状態が続くことで、原油価格は高値圏での推移が続き、来年にかけては需要の減退が明らかになることで、原油価格には下押し圧力がかけやすくなると想定しています。当社では今年末のWTI原油先物価格（1バレル当たり）を110米ドル、来年末を90米ドルと予想しています【図7】。

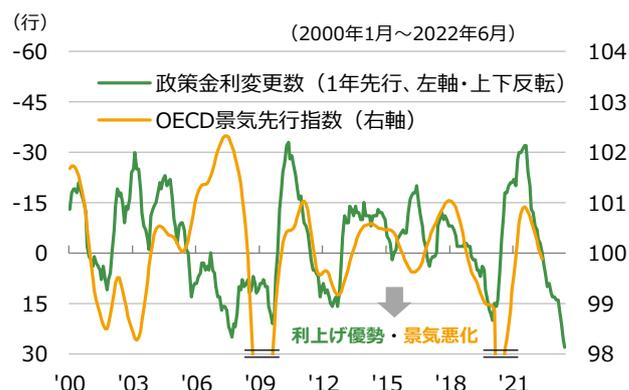
図5：世界の实質GDPと原油需要の伸び



※実質GDPの2022年～2024年は世界銀行の予想
※原油需要の2022年はIEAの予想

(出所) IMF、世界銀行、ブルームバーグ、IEAより大和アセット作成

図6：金融引き締めと世界景気



※政策金利変更数は「半年前より政策金利が高い中銀の数」から「半年前より政策金利が低い中銀の数」を引いた値（対象はBIS集計の38行）
※OECD景気先行指数は2022年5月まで

(出所) BIS、ブルームバーグ、OECDより大和アセット作成

図7：原油在庫と原油価格



※当社の原油価格予想は2022年末と2023年末
※原油在庫の2022年7月以降はEIAの予想

(出所) ブルームバーグ、EIA、大和アセット

流動性が低下した状態でのポジション圧縮がボラティリティを高める

足元でコモディティ価格の変動が大きくなってきているのは、流動性の低下も影響していると考えられます。イングランド銀行は7月5日に公表した金融安定報告書において、通常は流動性の高い債券市場でも流動性が顕著に低下している点を指摘しました。コモディティ市場も同様の状況です。

先行きの不確実性が高まると、投資家は新規のポジションを構築するより、ポジションの圧縮に動きやすくなると考えられます。現状のように流動性が低下している局面では、ポジションの圧縮が価格の振幅を大きくしてしまう可能性が高まります。例えば原油市場では、買いに偏っていた投機筋（非商業部門）の先物ポジションが圧縮されていることがわかります【図8】。

このポジション圧縮の動きは、原油市場だけでなく貴金属市場（特に金と銀）において顕著です。

金ETFの残高は金価格のトレンドを形成する特徴があります【図9】。コロナショック以降の大規模な金融緩和やロシアのウクライナ侵攻による地政学リスクの高まりが金買い材料となってきましたが、それが逆回転しており、金価格を押し下げる働きをしています。積み上がった金ETFの残高が減少する余地はまだ大きく、この傾向が続けば、金価格は更なる下値模索の展開になると考えられます。なお、通常は価格が下がると実需の買いが期待されますが、実需の買い手になることの多いインドが7月1日に金の輸入関税を7.5%から12.5%へ引き上げている点は注意が必要です。

銀もコロナショック以降に積み上がったETFの残高が縮小傾向になっています【図10】。また、米国のウイグル強制労働防止法が6月21日から有効になり、中国からのソーラーパネル（その材料を含む）の輸出に影響が出ることが懸念されます。太陽光発電の普及に伴う銀需要拡大ストーリーに不透明感が出て来たことも、銀ETFからの資金流出、ひいては銀価格の更なる下落につながる恐れがあります。

図8：投機筋のWTI原油先物ポジション

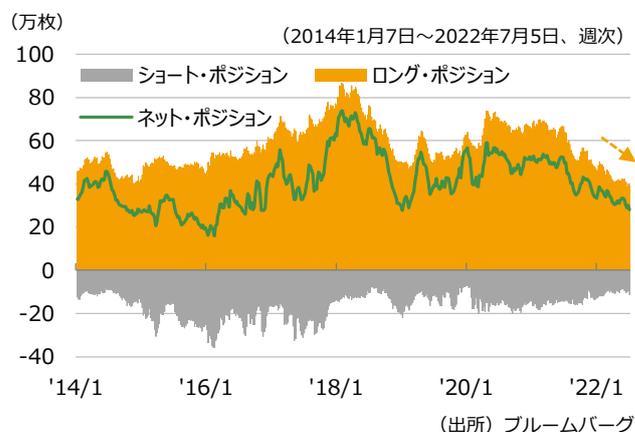


図9：金価格と金ETFの残高



図10：銀価格と銀ETFの残高



相対的に堅調な推移が期待される穀物、パラジウム、石炭

コモディティの中で、穀物価格は相対的に底堅く推移しています【図11】。小麦は、黒海からウクライナ産の穀物を輸出する方法が模索されており、供給懸念が和らぐとの思惑が下落の要因になっていますが、ロシアのウクライナ侵攻前の水準まで価格が下落したのは、やや行き過ぎな感じがします。世界全体の小麦輸出量のうち、ロシア産とウクライナ産の合計で約3割を占めるため、需給ひっ迫の思惑から流入していた資金の逆回転が価格下落を助長した面もあると思われます。世界的な食料不足への懸念は後退していないため、当面の穀物価格は、小麦を含めて、堅調に推移する可能性が高いとみています。

その他、足元で堅調に推移している代表的なコモディティはパラジウムと石炭です【図12】。

パラジウムはロシアが4割近い生産シェアを有しています。ロシアのウクライナ侵攻を受けて急騰した後、中国・上海のロックダウンにより、自動車の触媒需要が減少すると懸念から下落していましたが、足元では中国の自動車販売が急回復しており、需要増加への期待がパラジウムの反発につながっていると考えられます。

石炭は火力発電への需要期待などが上昇要因です。脱炭素の急先鋒であったドイツは、ロシアへのガス依存から脱却するために、石炭火力発電の稼働を増やしています。更に、6月28日に公表されたG7サミットのコミュニケでは、unabated coal power（温室効果ガスの排出削減対策が講じられていない石炭火力発電）の段階的廃止を加速させる方針が示されましたが、これは逆に高効率の石炭火力発電は容認すると解釈できるため、石炭の需要拡大につながると予想されます。

図11：穀物価格

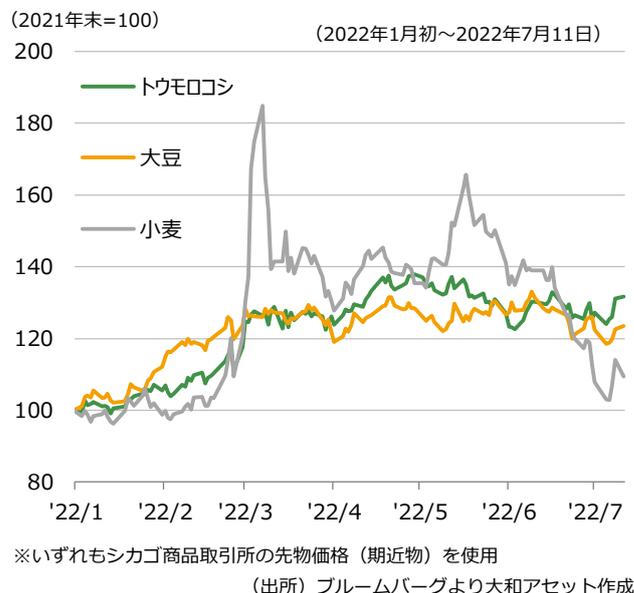
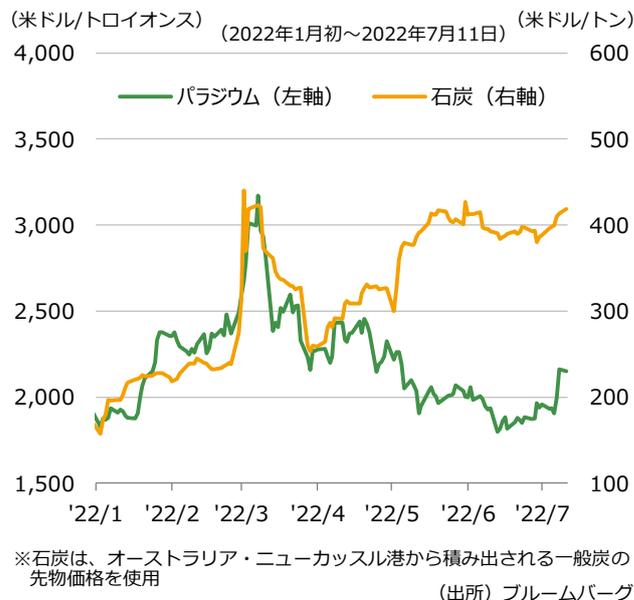


図12：パラジウムと石炭



当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書(交付目論見書)」の内容を必ずご確認ください。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはあくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。