

## 経済レポート

# コモディティ・レポート(2018年1~3月)

調査部 主任研究員 芥田 知至

## ・コモディティ市況全般：上昇基調

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(終値ベース)は、2016年2月11日にボトムをつけた後、2017年中盤まで頭打ち傾向となっていたものの、2018年4月18日には2015年7月以来の高値をつけた。世界景気の持ち直し観測が継続する中、地政学リスク要因なども押し上げ材料となっている。先行き、コモディティ相場は上昇傾向を維持するものの、上値は重くなるだろう。

## ・エネルギー市況：ブレント原油は上昇して75ドル台

国際指標とされるブレント原油は、上昇傾向で推移し、2018年4月24日には75ドル台と2014年11月以来の高値をつけた。目先は、対イラン制裁再開の可能性が燦るなど原油高リスクがあるが、やや長い目で見れば、米シェールオイルの増産観測が上値抑制要因となり、原油相場の上値は重いであろう。

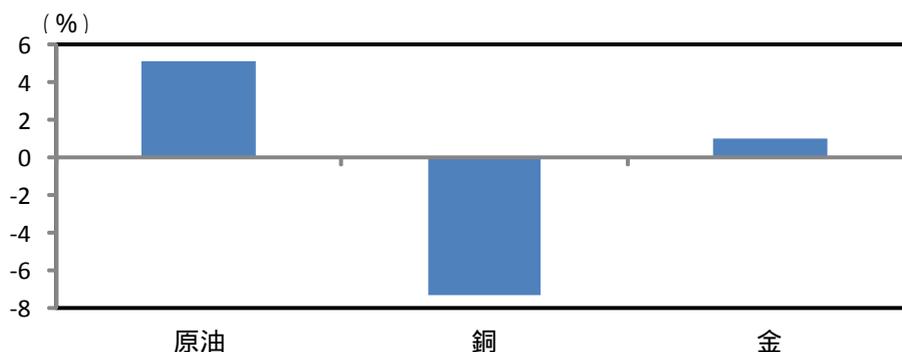
## ・ベースメタル市況：銅は、足元、やや下落して6,800ドル前後

銅相場は、2017年5月8日に5,462.50ドルまで下落した後、12月28日には7,312.50ドルと2014年1月以来の高値をつけた。その後、やや下落している。大気汚染対策などによる中国の景気減速や、米中の「貿易戦争」が一時的に懸念されたが、世界景気の拡大による需給引き締まりを背景に底堅い推移が見込まれる。

## ・貴金属市況：金は1,300ドル超の推移が続く

金相場は、2017年12月12日には1,235ドル前後に下落したが、年末には1,300ドルを回復し、2018年1月25日には1,366.07ドルまで上昇した。先行きは、米利上げが見込まれることが弱材料だが、中東などの地政学リスク、不安定な米政治情勢、「貿易戦争」懸念などが支援材料になり、横ばい圏の推移が見込まれる。

原油・銅・金相場の騰落率(2018年3月末と2017年12月末の比較)



## ．コモディティ市況全般の概況：上昇基調

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、2016年1月20日にボトムをつけた後、2017年中盤まで頭打ち傾向となっていたものの、2018年4月18日には2015年7月以来の高値をつけた（図表1）。

マクロ経済環境をみると、米中を中心に世界景気は底堅く推移している中で、各種リスク要因が目立つようになっている。中東では、米英仏がシリアのアサド政権へのミサイル攻撃に踏み切り、アサド政権を支援するロシアと米国との関係悪化が懸念される。対イランについては、米政府が5月12日に「制裁解除」を延長するか否かが焦点となっている。また、米中の「貿易戦争」への懸念は一時に比べ後退し、投資家のリスク志向を強めてコモディティ相場を押し上げる材料になっている。

（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)原油はBrent、金はCOMEX、銅はLME、穀物は大豆・小麦・トウモロコシの幾何平均  
(出所) Bloomberg

## . エネルギー

## 1. 原油市況：ブレント原油は上昇して 75 ドル台

国際指標とされるブレント原油は、2016年1月20日に一時1バレルあたり27.10ドルと2003年11月以来の安値をつけた後、一進一退を繰り返しながらも上昇傾向で推移し、2018年4月24日に一時75.47ドルと2014年11月以来の高値をつけた。米国産のWTI原油は、同様に2016年2月11日につけた26.05ドル（2003年5月以来の安値）をボトムに上昇し、高値は2018年4月18日につけた69.56ドル（2014年11月以来の高値）となっている。

## 【1月の動向】～下落後、上昇

（以下の表中、矢印は上昇（↑）、下落（↓）を示し、（＝）は横ばい圏（±0.3%未満）を表す）

日付	騰落	状況
2日		12月11日から操業を停止していた北海油田のフォーティーズ・パイプラインが30日から再開されたことや、12月26日に爆破されたりビアのパイプラインの修理が完了し、徐々に操業が回復していることを受けて、原油相場は下落した。ただし、イランで反政府デモが拡大したことを受けて、原油供給が混乱することが警戒され、相場が押し上げられる場面もあった。
3日		反政府デモが続いているイラン情勢を懸念した買いが強まり、原油相場は大幅上昇した。
4日		イラン情勢への懸念に加えて、米エネルギー情報局（EIA）の週次石油統計で原油在庫が市場予想を上回る減少幅となったことも買い材料になり、続伸した。WTI、ブレントともに一時2015年5月以来の高値をつけた。
5日		前日までの相場上昇の反動から、利益確定売りが活発になり、相場は反落した。
8日	＝	イランの反政府デモが続いていることやサウジアラビアで王子11人が逮捕されたことが押し上げ材料になったが、上値は限定された。
9日		10日に発表される週次統計で原油在庫の減少が確認されるとの思惑が強まったことや、EIAが1月の短期エネルギー見通しの中で原油価格を上方修正したことを背景に続伸した。
10日		EIAの週次統計で、原油在庫や原油生産量が減少したことが好感された。
11日	＝	米国の需給引き締め期待が続く中で、原油相場は続伸し、ブレント原油は一時70ドルを上回ったが、その後は利益確定の売りに押された。
12日		ロシアのノバク・エネルギー相が、21日にオマーンで開催される石油輸出国機構（OPEC）加盟・非加盟による合同閣僚監視委員会において、協調減産をスムーズに解除する可能性について協議するとしつつも、「供給過剰は緩和されつつあるが、市場はまだ完全に均衡していない」と述べた。これを受けて、早期に協調減産が解除される可能性は小さいとの見方が強まり、原油相場の押し上げ材料になった。

15日		米国の原油増産への警戒感はあるものの、OPECやロシアなどによる協調減産が需給を引き締めているとの見方により、70ドル台を維持した。
16日		米国の連休明けのこの日は、利益確定売りに押されて反落した。
17日		翌日にEIAの週次石油統計の発表を控える中、原油在庫の減少観測が強まり、原油相場は反発した。
18日	=	EIAの週次統計で原油在庫の大幅減少が示されて押し上げ材料になったものの、これまでの原油高を受けた米シェールオイルの増産観測などが下押し材料になり、小動きだった。
19日		米国などの増産への懸念から下落した。国際エネルギー機関（IEA）は、月報の中で、OPECが主導する協調減産により世界的に原油在庫が減少しつつあるとした一方で、米国、カナダ、ブラジルなどの増産がベネズエラやメキシコの減産を相殺し、需給の均衡化を阻害する可能性を指摘した。
22日		序盤は、昨年11月から一部停止していたリビアのシャララ油田が前日に操業を再開ことから下落していたが、為替市場でややドル安が進んだことやサウジのファリハ・エネルギー産業鉱物資源相が前日に協調減産が期限を迎える2018年12月末以降も産油国は原油生産での協調を続ける必要があると述べたことが押し上げ材料になり、原油相場は反発した。
23日		前日に国際通貨基金（IMF）が発表した世界経済見通しで2018年の世界経済の成長率を上方修正したことなどが材料となり、続伸した。
24日		EIAの週次統計で原油在庫が10週連続で減少したことが好感された。ムニューシン米財務長官が「ドル安は良いこと」と発言し、ドル安が進んだことも原油高材料だった。
25日	=	トランプ米大統領が「強いドルを望む」と発言したことを受けて、為替がドル高に転じ、小幅な原油安となった。
26日	=	再び為替市場でドル安が進み、小幅な原油高となった。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は前週比12基増とやや大幅になったが、市場の反応は限定的だった。
29日		為替市場でドルの買い戻しが優勢となり、ドル高に連れて原油安が進んだ。
30日		世界的に株価が下落する中で、投資家のリスク回避志向が強まり、リスク資産の一角である原油も売りが先行した。米シェールオイルの増産観測が広がっていることも相場の下落要因とされた。
31日	=	EIAの週次石油統計で、原油在庫は市場予想以上に増加したものの、ガソリン在庫が市場予想に反して減少したことや、ロイター調査で1月のOPECの減産順守率が高水準を維持していると示されたことが強材料となり、原油相場は小幅反発した。OPECの産油量については、経済危機にあるベネズエラの産油量が落ち込んだことが全体の産油量を抑えた。

## 【2月の動向】～下落後、上昇

1日		前日に続いて、産油国の協調減産による需給引き締め観測が相場押し上げ材料になったほか、米大手金融機関のゴールドマン・サックスが原油価格見通しを引き上げたことも材料視された。また、為替市場でドル安が進んだことも、ドル建てで取引される原油の価格押し上げ要因となった。
2日		米国雇用統計において、堅調な雇用増加と高めの賃金上昇が示されたことを受けて長期金利が上昇したため、ドル高が進行し、原油は割高感から売られた。米石油サービス会社のベーカー・ヒューズが発表した米国の石油掘削リグの稼働数が増加を続けたことも売り材料視された。
5日		世界的に株価が急落する中で、投資家のリスク回避的な動きが強まり、リスク資産の一角である原油も売られた。為替市場で対ユーロを中心にドル高の動きが続いたことも、原油安の要因になった。
6日		株価がやや持ち直し、米長期金利も反発する中で、ドル高が進み、原油価格を下押しした。EIAが月例の短期エネルギー見通しの中で、2018年の米国の産油量を過去最高水準に達するとしたことも、相場下落材料になった。
7日		EIAが発表した週次石油統計において、原油在庫は市場予想を下回ったものの、ガソリンなど石油製品の在庫が増加したことや、米国の産油量が過去最高を記録したことが嫌気された。米長期金利が高止まりする中で、ドル高が続いたことも原油売りの材料になった。
8日		引き続き、過去最高を記録した米国の産油量が嫌気されたほか、イランが4年以内に産油量を日量70万バレル引き上げる計画を示したことも弱材料となった。
9日		株価の不安定な動きが続く中、投資家のリスク回避姿勢が強まり、リスク資産の一角である原油は売られた。米石油掘削リグの稼働数が大幅に増加したことも売り材料になった。
12日		世界的に株価が持ち直す中で、投資家のリスク志向が回復し、原油も買われる場面もあったが、米国産油量の増加観測が上値を抑え、結局、ほぼ横ばいであった。
13日	=	為替市場でドル安が進み、原油相場の押し上げ要因になったものの、IEAが月報で、米国など非OPEC産油国の原油生産の増加ペースが需要の伸びを上回る可能性を示したことが嫌気され、結局、ほぼ横ばいの推移となった。
14日		EIAの週次石油統計で、原油在庫の増加幅が市場予想を下回ったこと、サウジのファリハ・エネルギー産業鉱物資源相が「協調減産を早期に終了させるよりも小幅な供給不足の状態が続くことを望む」と述べたこと、為替市場でドル安が進んだことなどが相場押し上げ材料となった。
15日	=	ドル安によってWTI相場が押し上げられたものの、ブレントは小幅下落であった。
16日		各国での株価の反発などを背景に、原油も買われた。もっとも、米石油サービス会社のベーカー・ヒューズが発表した米国の石油掘削リグの稼働数が増加を続けたことなどが上値抑制要因となった。

19日		世界的な株価の回復や、イスラエルのネタニヤフ首相がシリア情勢を巡ってイランに対して直接行動を取る可能性があることと述べたことが押し上げ材料となり、ブレント原油は上昇した。ニューヨーク市場は、米国が大統領の日の祝日で休場であった。
20日		今年の石油輸出国機構(OPEC)議長国であるアラブ首長国連邦(UAE)のマズルーイ・エネルギー相が、OPECとロシアなど非加盟国産油国とが協力関係の継続について、6月の会合で協議すると述べたことや、米調査会社のジェンスケープが原油集積地であるクッシングの原油在庫が減少したと報じたことが相場の押し上げ材料となった。もっとも、ドル高が相場抑制要因となり、WTIは小幅上昇にとどまり、ブレントは下落した。なお、クッシングの原油在庫は、メンフィスと結ぶパイプラインの新規稼働や、トランスカナダ社のキーストーン・パイプラインが11月の原油漏れ事故の影響で、その後も米国への送油量を制限していることなどから、3年超ぶりの低水準になっている。
21日	=	ドル高や米原油在庫の増加観測が押し下げ材料になったものの、株価が反発して投資家のリスク志向が回復したことが原油の押し上げ材料になった。WTIは小幅安だったが、ブレントは小幅高だった。
22日		EIAの週次石油統計において、原油在庫が市場予想に反して減少したことや、為替市場でドル安が進んだことが追い風となった。
23日		サウジのファリハ・エネルギー産業鉱物資源相が「2018年も石油在庫の減少が続く」との見通しを述べたことや、リビアのエルフィール油田で賃金交渉の決裂から警備員が撤退して操業停止に追い込まれたことなどが押し上げ材料になった。
26日	=	24日にサウジの1~3月の原油生産が減産目標を大幅に下回り、輸出量が日量700万バレル未満になるとファリハ氏が述べたことや、24日にリビアのエルフィール油田について不可抗力条項の適用が宣言されたことなどから、原油相場は小幅続伸した。
27日		為替市場でパウエル米連邦準備制度理事会(FRB)議長の議会証言がややタカ派的との見方からドル高が進み、ドル建てで取引される原油の割高感につながった。また、翌日の週次統計で原油在庫の増加が示されるとの観測や、国際エネルギー機関(IEA)のピロル事務局長が、遅くとも2019年までに米国の産油量がロシアを抜いて世界最大となるとの見通しを述べたことも、原油安材料になった。
28日		EIAの週次石油統計で、原油在庫の増加幅が市場予想を上回ったことや、ガソリン在庫が市場予想に反して増加したことが弱材料になった。なお、EIAの月次統計において、2017年11月の産油量が過去最高の日量1,005.7万バレルへと上方修正されたことも嫌気された。

**【3月の動向】 ~ 上昇**

1日		前日に続き、米国の増産観測が下押し材料になったほか、トランプ大統領が鉄鋼・アルミニウムに輸入制限を発動する方針を表明したことを受けて株価が下落し、原油も連れ安した面もあった。
----	--	---

2日	<p>米国が発動する鉄鋼・アルミニウムの輸入制限措置が各国の対抗措置を招いて「貿易戦争」に発展するとの懸念から株式などとともに原油も軟調に推移していたが、株は売り一巡後に買い戻され、為替市場でドル安が進んだことも押し上げ材料となり、原油は反発に転じた。</p>
5日	<p>米ヒューストンで開催されたエネルギー業界の会合でエクアドルのペレス・エネルギー相がベネズエラの原油生産の減少に言及したことや、IEAが2023年まで原油需要が年率1.1%で増加する一方でOPECは原油生産能力を引き上げられないとの見通しを示したことが押し上げ材料になった。</p>
6日	<p>翌日発表されるIEAの週次統計で原油在庫の増加が示されるとの観測や、前日に発表されたIEAの見通しの中で、米シェールオイルの増産が示されていたことが弱材料とされたが、北朝鮮が体制維持を前提に非核化の可能性を示唆したことで、投資家のリスク志向が強まり、ドル安が進んだことが強材料となった。</p>
7日	<p>前日にコーン米国家経済会議(NEC)委員長が辞任を表明したことで、米国による保護主義的な通商政策への懸念が一段と強まり、株価に連動して原油相場も下落した。IEAの週次統計では、原油在庫の増加幅が市場予想を下回り、一時的に原油が買い戻されたが長続きせず、むしろ米国の産油量が過去最高を更新したことが弱材料視された。</p>
8日	<p>前日に続いて米国の産油量が高水準であることや、米政府が発表する鉄鋼・アルミニウムの輸入制限措置への警戒感があったことに加えて、調査会社のジェンスケープが原油集積地のクッシングの原油在庫が増加したと発表したことも、下押し材料になった。</p>
9日	<p>前日にトランプ米大統領が米朝首脳会談に応じる意向を示して地政学的な緊張緩和への期待から投資家のリスク志向が強まったことや、米国雇用統計において堅調な雇用増加が示されたことが押し上げ材料となった。</p>
12日	<p>前週末までの相場上昇を受けて利益確定売りが出やすくなったことや、米商品先物取引委員会(CFTC)の週次統計で投機筋のロングポジションが縮小して投資家心理を冷やしたことを背景に原油相場は下落した。</p>
13日	<p>IEAが月次で発表するシェールオイル生産動向に関する統計で4月に695万バレルと過去最高を更新する見通しが示されたことや、週次統計で原油在庫の増加が示されるとの見方を背景に原油相場は下落した。ティラーソン米務長官の解任と対イラン強硬派のポンペオ氏が後任との報を受けて、地政学リスクが高まるとの観測から、一時、原油高が進む局面もあったが、長続きしなかった。</p>
14日	<p>OPECの月報で、非OPEC諸国の産油量見通しが上方修正されたことや、IEAの週次統計で原油在庫の増加幅が市場予想を上回ったことが弱材料視されたものの、中国の1~2月の鉱工業生産が市場予想を上回ったこと、OPEC月報で2月のOPECの産油量が減少したこと、IEA統計で石油製品在庫が減少したことなどが強材料になり、原油相場は上昇した。</p>

15日		IEAの月報で、原油需要見通しが上方修正されたことが買い材料とされた。
16日		トランプ米大統領とサウジのムハンマド皇太子との会談が20日に予定される中、両国の対イラン関係の行方が懸念され、原油買いにつながった。ムハンマド皇太子は、15日までに米CBSテレビとのインタビューで、イランが核兵器開発に成功すれば、サウジも追随するとの考えを表明したことも地政学リスク懸念を強めた。
19日	=	フェイスブックからの顧客情報の流出事件や、ロシア疑惑を捜査するモラー特別検察官がトランプ大統領に解任されるのではないかという懸念によって、米国株価が大幅下落し、原油価格も連動して下落したが、引き続き、サウジ・米国とイランとの関係悪化への懸念などが下支え要因となり、原油の下落は小幅にとどまった。
20日		トランプ米大統領とサウジのムハンマド皇太子の会談が行われる中、中東情勢の一段の悪化が懸念される状況が続き、原油相場は上昇した。
21日		IEAの週次統計において、原油在庫が市場予想に反して減少したことや、OPEC加盟国と非加盟産油国で構成する合同委員会が、2月の協調減産の順守率が138%と過去最高になったと発表したことを背景に、原油はやや大幅な上昇となった。
22日		米中間の通商摩擦の激化に対する警戒感などから投資家のリスク回避姿勢が強まり、株価が大幅下落する中、リスク資産の一角である原油にも売り圧力が及んだ。また、前日の大幅上昇を受けて利益確定売りが出やすい面もあったとみられる。
23日		サウジのファリハ・エネルギー産業鉱物資源相が前日に、産油国による協調減産を2019年も継続する必要がある、と述べたことを好感して、原油相場は反発した。また、トランプ米大統領がマクマスター大統領補佐官(国家安全保障担当)を更迭し、後任に対外強硬派のボルトン氏を決めたことで、対イラン制裁強化による原油需給のタイト化などが連想された。
26日		利益確定の売りが出たことや、前週末に米石油サービス会社のベーカー・ヒューズが発表した石油掘削リグの稼働数が増加したことが弱材料になった。一方、サウジ軍が、イランが支援するイエメンのイスラム教シーア派系武装組織フーシ派が発射した弾道ミサイルを迎撃したと報じられたことが地政学リスク懸念を強め、相場下落は小幅にとどまった。
27日	=	サウジのムハンマド皇太子による石油輸出国機構(OPEC)とロシアが10~20年に及ぶ長期の減産協定を検討しているとの発言などを受けて上昇する場面もあったものの、それまでの相場上昇から利益確定売りが出やすく、株価下落に連動した動きもみられた。
28日		IEAの週次石油統計で、原油在庫が市場予想に反して増加したことや、原油生産量が過去最高を更新したことが原油安につながった。
29日		前日にOPECのバーキンド事務局長がロシアなど非加盟産油国との間で「非常に長期にわたる」協力を模索しているとの発言や、産油国が今年中、協調減産を維持する見通しとの報道が支援材料となった。株価の上昇も原油価格を支えた。

**【先行き】～上値は限定的ながら緩やかに上昇**

石油輸出国機構（OPEC）とロシアなど非OPEC産油国による協調減産が高い順守率を維持して需給の引き締め要因になっている一方で、米国のシェールオイルの増産が需給の緩和要因になっているという構図が続いている。

こうした中で、2月には米国株価が急落し、リスク資産全般に売り圧力が広がった。また、3月には、米国を中心とした貿易摩擦への懸念がリスク資産売りの要因に加わった。トランプ米政権は、3月1日に鉄鋼とアルミニウムの輸入品への追加関税を導入する方針を示し、3月22日には、中国による米国の知的財産権侵害への制裁措置として、中国からの輸入品に高関税を課す大統領令に署名した。これに対して、中国政府は4月2日に第1弾、4日に第2弾の対抗措置を発表し、「貿易戦争」への懸念が強まった。

しかし、その後は、双方のやや慎重な姿勢が報道され、貿易戦争への懸念が後退する中で、金融・コモディティ市場では、投資家のリスク志向が回復し、リスク資産全般が買われている。原油については、4月14日に米英仏がシリアへのミサイル攻撃に踏み切る事態になったという地政学要因も相場押し上げ材料になった。

先行きは、5月12日にイラン制裁解除延長の見直し期限が迫っており、その動向が注視される。核合意から米国が離脱し、対イラン制裁を再開する動きがあれば、イラン産原油の供給減が連想され、原油相場への影響は大きくなるリスクがある。

また、夏場にかけて米国を中心にガソリン需要が増加する時季になり、需給引き締め観測が生じやすいことに加えて、経済情勢の悪化による資金不足などから原油生産が減少しているベネズエラで5月20日に大統領選挙が実施されても政情の不安定さは継続するとみられることも原油高要因とみられる。

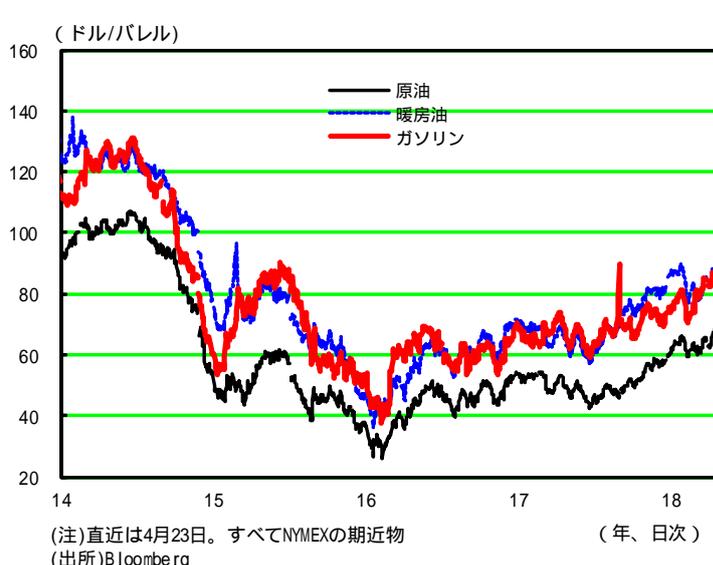
一方で、原油高によって、米国のシェールオイルの生産活動がより活発化することが見込まれ、原油相場の上値抑制要因として意識される状態が続くとみられる。

原油相場は上昇傾向を維持するとみられるものの、上値は重いであろう。

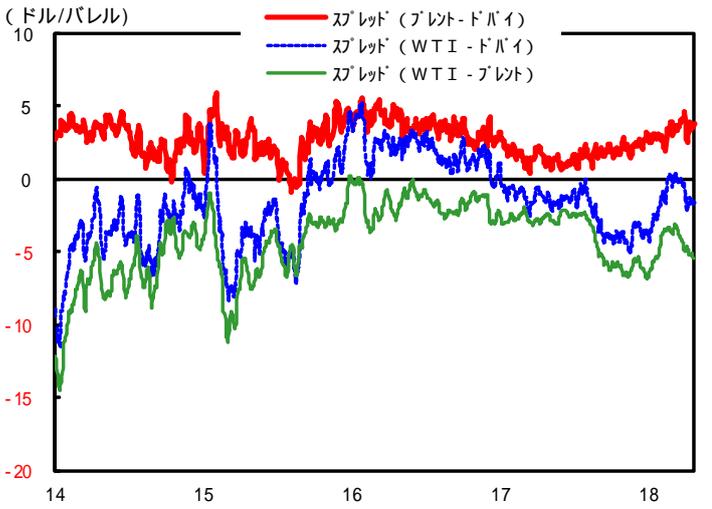
(図表3) 原油市況の推移



(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



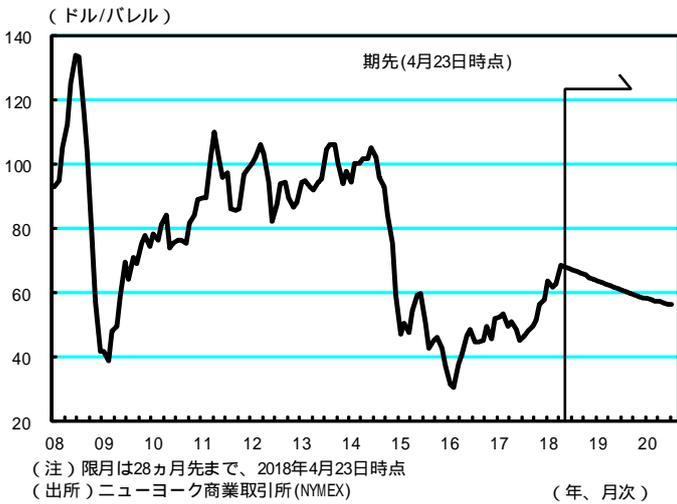
(注) 5日移動平均値、直近は4月23日  
(出所) Bloomberg、日本経済新聞

(図表6) 米国天然ガス市況の推移



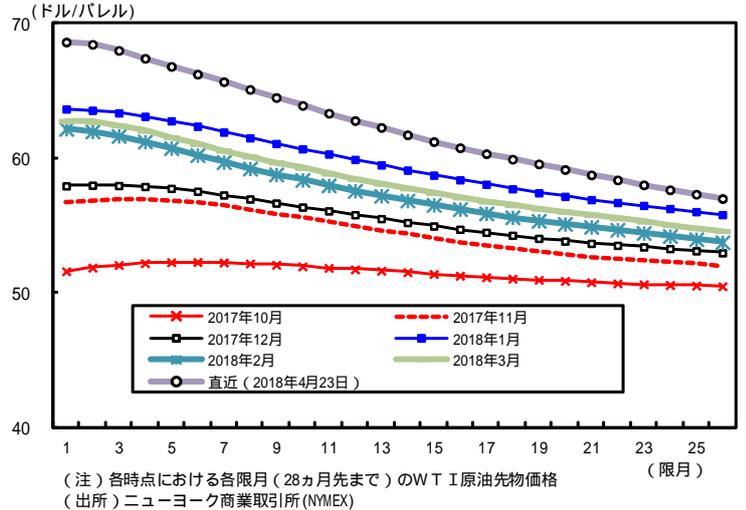
(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略  
(注2) 直近は4月23日

(図表7) 原油先物価格と先物カーブ



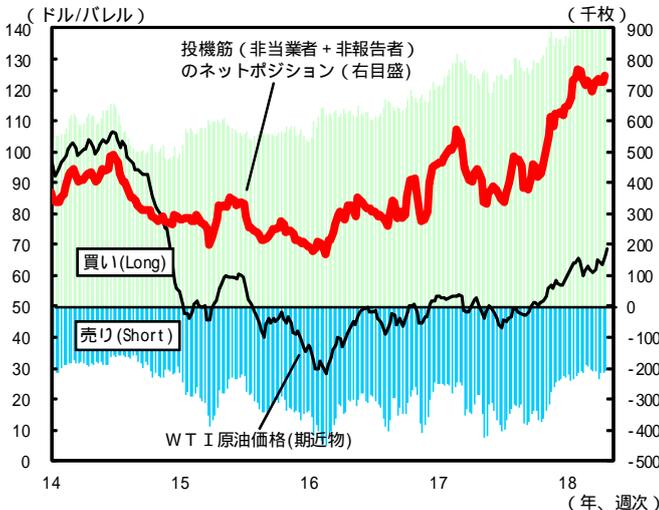
(注) 限月は28ヵ月先まで、2018年4月23日時点  
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(図表8) WTI原油の先物カーブの変化



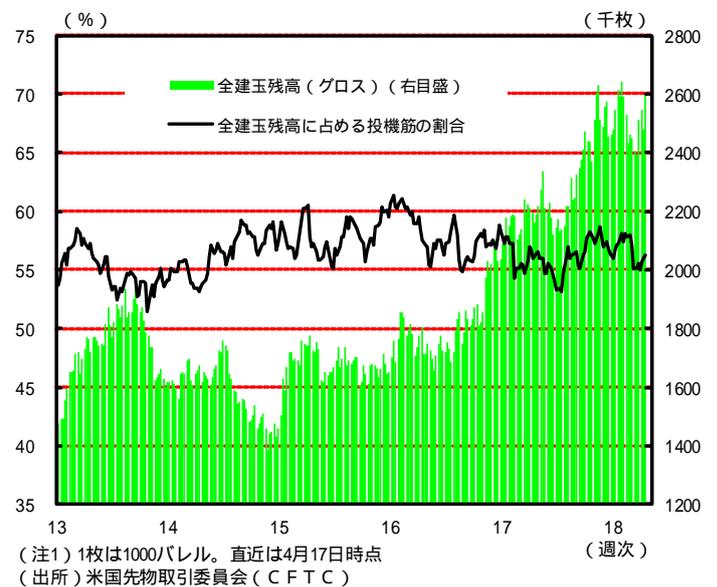
(注) 各時点における各限月(28ヵ月先まで)のWTI原油先物価格  
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(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4月17日時点、WTI原油は4月18日~23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4月17日時点  
(出所) 米国先物取引委員会(CFTC)

( 図表 11 ) O P E C の原油生産量 ( Bloomberg 集計の推計値 )

( 万バレル / 日 )

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>
アルジェリア	100.0 (-4.0)	104.0 (2.0)	115.0	87.0%	15.0
アンゴラ	157.0 (-3.0)	160.0 (-2.0)	171.0	91.8%	14.0
エクアドル	52.0 (0.0)	52.0 (0.0)	55.5	93.7%	3.5
赤道ギニア	13.0 (0.0)	13.0 ( - )	15.0	86.7%	2.0
ガボン	19.0 (-1.0)	20.0 (0.0)	22.0	86.4%	3.0
イラン	381.0 (-2.0)	383.0 (0.0)	400.0	95.3%	19.0
イラク	443.0 (0.0)	443.0 (0.0)	470.0	94.3%	27.0
クウェート	270.0 (0.0)	270.0 (-1.0)	300.0	90.0%	30.0
リビア	99.0 (-6.0)	105.0 (7.0)	100.0	99.0%	1.0
ナイジェリア	185.0 (5.0)	180.0 (0.0)	190.0	97.4%	5.0
カタール	61.0 (-1.0)	62.0 (2.0)	78.0	78.2%	17.0
サウジアラビア	987.0 (-1.0)	988.0 (-8.0)	1,150.0	85.8%	163.0
U A E	286.0 (6.0)	280.0 (-5.0)	315.0	90.8%	29.0
ベネズエラ	151.0 (-10.0)	161.0 (-10.0)	190.0	79.5%	39.0
O P E C 14カ国	3,204.0 (-17.0)	3,221.0 (-75.0)	3,571.5	89.7%	367.5

( 注1 ) 2016年11月のOPEC総会において、産油量を日量約120万バレル減産し、3,250万バレルとする決定がなされた。

( 注2 ) インドネシアは2016年1月よりOPECに再加盟していたが、2016年11月の総会で加盟資格が停止された。ガボンは2016年7月よりOPECに再加盟。赤道ギニアは2017年5月に加盟。

( 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

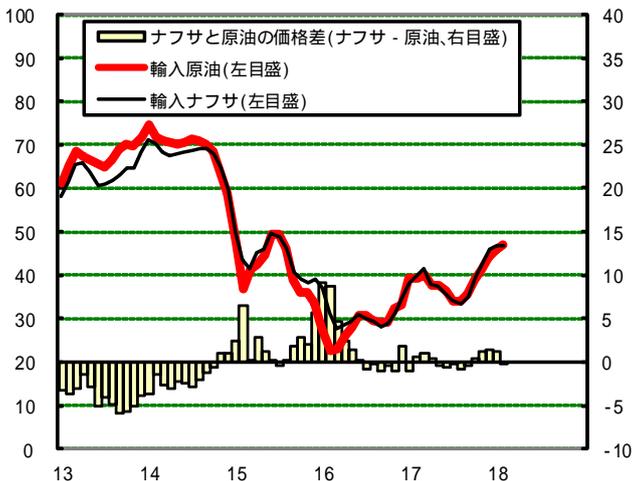
( 出所 ) Bloomberg

## 2. ナフサ市況：地政学リスク要因などによる原油高に連れ高

日本の輸入ナフサ価格（通関）は、2016年3月に1リットルあたり27.7円まで下落した後、上昇傾向を維持し、2018年1月は46.9円、2月は46.8円となった。一方、輸入原油価格も、2016年2月に22.5円にまで下落した後、2018年2月には46.9円まで上昇した（図表12）。ナフサと原油の価格差は、2016年初は9.2円までナフサ高幅が拡大したが、2016年夏場以降はゼロ前後で推移している。

アジアのナフサ市況の推移をみると、2016年2月10日をボトムに上昇傾向で推移し、2018年4月19日がピークとなっている。原材料である原油の価格が上昇したことが大きい。原油との相対価格をみると、製油所の定期修理で供給が減ったことや、地政学リスク要因で原油価格が押し上げられたため、相対的にナフサ安となっている。先行き、需要先であるアジアの石油化学プラントでの定期修理が増えるものの、協調減産や地政学リスクを受けて原油価格が高止まりしそうであり、ナフサ価格も堅調が予想される。

（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）



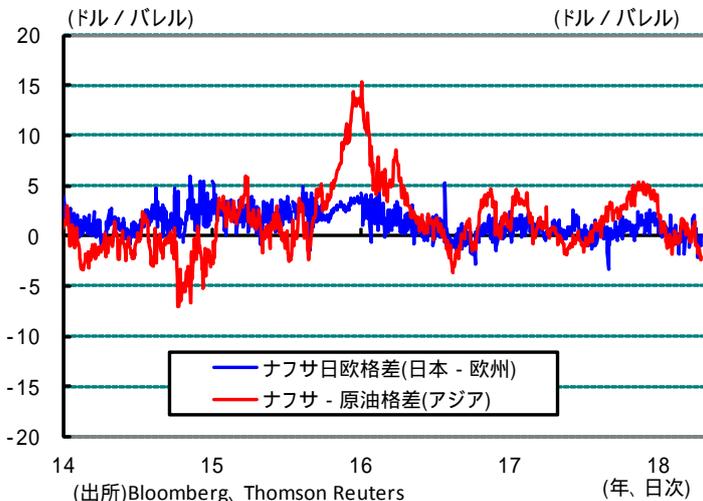
（出所）財務省「貿易統計」 (年、月次)

（図表13）アジアの原油・ナフサの市況  
（ドル/バレル）



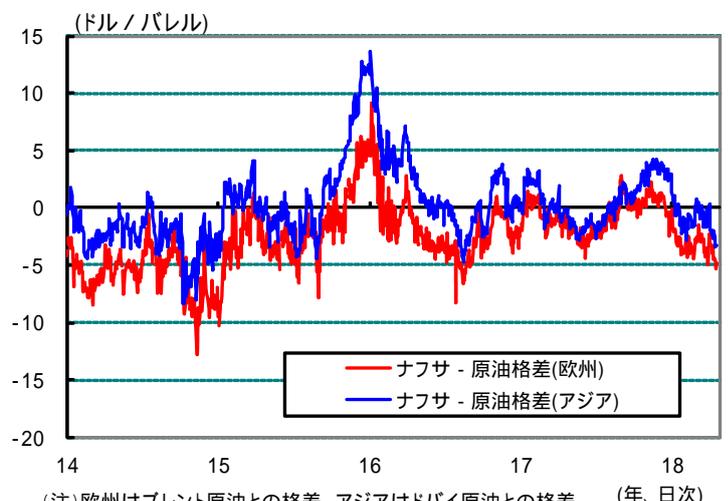
（出所）Bloomberg (年、日次)

（図表14）ナフサの日欧格差とナフサ・原油価格差



（出所）Bloomberg, Thomson Reuters (年、日次)

（図表15）日欧でのナフサ・原油の価格差



（注）欧州はブレント原油との格差、アジアはドバイ原油との格差  
（出所）Bloomberg, Thomson Reuters (年、日次)

## ．ベースメタル

### 1．銅を中心とした概況：やや下落して6,800ドル前後

非鉄ベースメタル相場の中心となる銅相場は、2016年1月15日に1トンあたり4,318ドルと2009年5月以来の安値をつけた後、上昇傾向で推移している。2017年12月28日には7,312.50ドルと2014年1月以来の高値をつけた。その後、やや下落して足元は7,000ドル前後で推移している。

#### 【1月の動向】～やや下落

前半は7,100～7,200ドルを中心に推移

年初は、中国国家统计局が発表した12月の製造業購買担当者景況指数（PMI）が市場予想通り低下した一方（12月31日）、財新/マークイットが発表した製造業PMIは市場予想に反して上昇したこと（1月1日）がやや相場の押し上げ材料になり、7,200ドル超の高値圏で始まった。

もっとも、その後は、財新/マークイットが発表したサービス部門PMIが大幅に上昇したこと（4日）、スイス資源大手のグレンコアが操業するチリのロマスバヤス鉱山で、労組が提示された労働協約案を拒否し、政府による調停が始まる事態となったこと（4日）、世界銀行が世界経済の成長率見通しを上方修正したこと（9日）、ドイツの連立政権へ向けた動きや日銀・ECBの量的金融緩和からの出口戦略への思惑によってドル安が進んだこと（15日）などが強材料となったものの、2017年後半の相場上昇を受けて利益確定の売りが出やすいこと、1～3月期は需給が緩和しやすいこと、春節を控えて中国需要の減少が見込まれ、また中国投資家による銅への投機的な関心が薄れるとみられること、12月の中国貿易統計で銅輸入が減少したこと（12日）などが弱材料となり、一進一退で推移した。

後半は一時6,900ドル割れに下落後、月末は7,100ドル超

16日は、昨年後半からの相場上昇を受けた利益確定売りが増えたことや、春節を前に需要減退懸念が強まったことを背景にやや下げ幅が大きくなった。また、23日には、LME指定倉庫の在庫が大幅に増加したことから需給緩和懸念が強まり、銅相場は一時6,900ドル割れまで下落した。

もっとも、24日には、ムニューシン米財務長官のドル安容認発言を受けてドル安が進んだことを受けてドル建てで取引される銅は大幅に買われ、前日の下げ幅以上の上昇となった。

その後は一進一退の推移となり、米大統領の一般教書演説（30日）や米連邦公開市場委員会（FOMC、30～31日）など重要イベントも無難に通過した。

#### 【2月の動向】～やや下落

急落後、急反発

月初は、7,000～7,100ドル台で一進一退の推移が続いた。2日には、1月の米国雇用統計で高めの賃金上昇率が示され、利上げペースの加速観測からドル高につながり、銅などコモディティ相場全般の押し下げ材料になった。5日は、各国の株価が大幅下落した中でも、ドル相場が反転下落したことに支えられ、銅相場は上昇した。

しかし、株価が再び大幅下落した 7 日には、投資家のリスク回避姿勢の強まりは、コモディティにも及び、銅相場は大幅下落した。その後も、株価が不安定な動きを続ける中、9 日に、銅は 6,733 ドルと 2017 年 12 月以来の安値をつけた。

もっとも、その後、株価が持ち直す中、為替市場でドル安が進んだこともあり、他金属とともに銅の相場も持ち直し、16 日には 7,253 ドルと 1 カ月ぶりの高値をつけた。14 日に発表された 1 月の米国消費者物価が市場予想を上回ったことでインフレ懸念が強まり、コモディティ買いの動きにつながった面もあった。今年中に労働協約の改定交渉を行う鉱山が多く、ストライキが発生して供給制約が強まる可能性が意識されやすいとの見方もあった。

#### 月末にかけて緩やかに下落

その後は、急反発の後で、利益確定売りが出やすくなったこともあり、徐々に下値を切り下げて行った。COMEX（ニューヨーク商品取引所）の銅在庫が増加傾向を続け、米国内での銅需給の緩和が懸念されたこと、春節休暇（2月15～21日）明けで中国の市場参加者が戻ってくる中、やや弱気なムードが優勢になったこと、パウエルFRB議長の議会証言がややタカ派的な内容でドル高が進んだこと（27日）、中国国家统计局が発表した2月の製造業購買担当者景況指数（PMI）が市場予想を下回って低下したこと（28日）などが相場下落の材料となった。

#### 【3月の動向】～一進一退後、下落

米中の景気は堅調ながら「貿易戦争」への懸念があり、一進一退

1日は、財新/マークイットが発表した2月の製造業PMIが市場予想に反して上昇し、相場の押し上げ材料になったものの、世界的な株安で投資家はリスク回避姿勢であったため、銅相場は横ばい圏で推移した。また、同日には、トランプ大統領は、鉄鋼輸入品に25%、アルミニウム製品に10%の関税を課す方針を発表し、2日の銅相場は、「貿易戦争」により世界経済が停滞し、金属需要が減退するとの懸念から、やや下落した。

その後は、コーン米国家経済会議（NEC）委員長が通商政策を巡るトランプ大統領との対立から辞任を表明し、貿易戦争への懸念が強まったこと（6日）、2月の中国の銅輸入が春節休暇の影響もあり前月比で2割減少したこと（8日）、米政府が正式に鉄鋼とアルミニウムに対する関税を発表したこと（8日）などが下押し材料となった一方で、米朝首脳会談が実現する見込みとなり、投資家のリスク志向が刺激されたこと（9日）、2月の米国雇用統計で堅調な雇用増と賃金上昇率の抑制が示されたこと（9日）、チリのアントファガスタ社が保有するロスペランプレス鉱山（年産35万トン）の労組が、会社側が提示した新労働協約を拒否したと報道されたこと（9日）などが押し上げ材料となり、一進一退であった。

#### 「貿易戦争」への懸念が強まり、下落

3月後半の銅相場は下落した。発表になった米国の鉱工業生産や消費者信頼感指数が強めで、ドル高につながったこと（16日）、2月の中国の主要70都市新築住宅価格の伸びが鈍化し、中国政府による一連

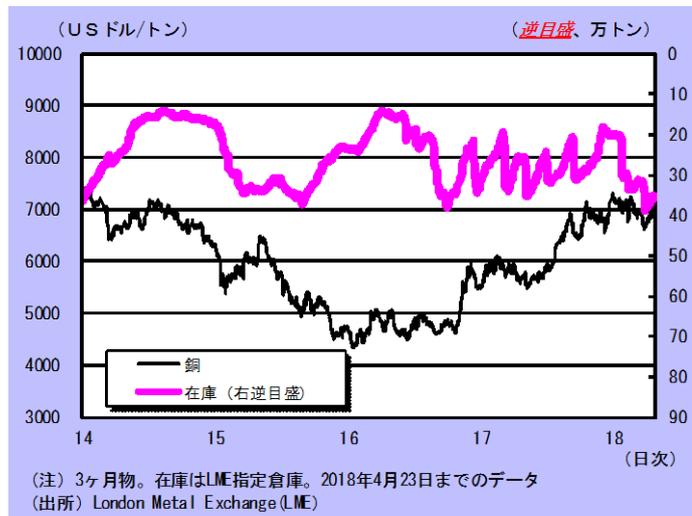
の不動産投機抑制策が奏功し始めたこと（19日）、20～21日のFOMCでの利上げが確定視され、金利のつかない銅などコモディティの弱材料になったこと、トランプ米大統領が、中国による知的財産権侵害への制裁措置として、60億ドル相当の中国製品への関税を課す大統領令に署名したこと（22日）などが下落材料となった。26日には、12月以来の安値となる6,532ドルまで下げた。

月末にかけて「貿易戦争」への懸念が緩和

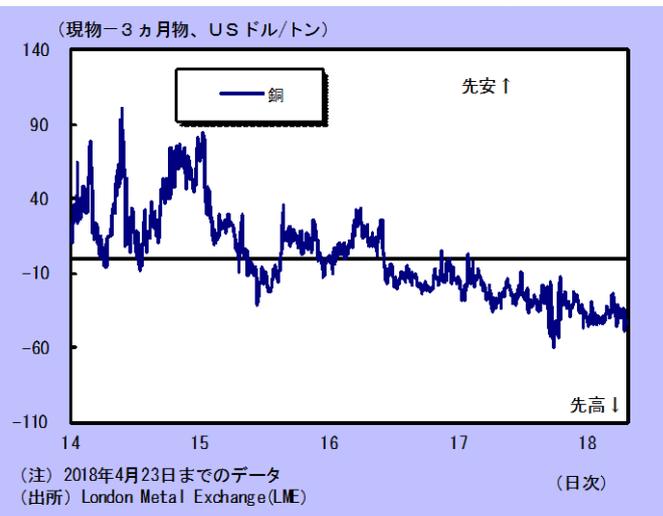
月末にかけては、アントファガスタ社のロスペランブレス鉱山での労使交渉がまとまり、ストライキが回避されたこと（26日）などが相場の下押し材料であったが、トランプ米政権が「貿易戦争」の回避に向けて、中国における自動車の関税引き下げや金融機関への過半出資の認可などを求める中国政府との交渉を始めたことと報道されたこと（26日）などから「貿易戦争」への懸念が後退し、リスク資産の一角である銅も買い戻される動きになった。もっとも、ロンドン金属取引所（LME）は、3月30日（金曜日）と4月2日（月曜日）がイースター（復活祭）の祝日で休場となることもあり、積極的な取引は控えられた。

（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



【先行き】～目先は上値重いながら下値は限定的か

銅相場は2017年12月28日に7,312.50ドルと約4年ぶりの高値をつけた後、上値が重くなっている。

中国当局による大気汚染対策や不動産市場の減速によって、製造業活動の勢いがやや鈍化したことや、小型車減税が2017年末で終了したことを受けて、2018年の自動車販売は伸び悩みが見込まれていること（中国汽车工业协会によると、中国の自動車販売台数は、小型車減税が縮小された2017年に2888万台と前年比3%増にとどまった後、2018年は約3%増と前年並みにとどまる見通し）などを背景に、上値が重い展開が続いていたところに、トランプ米政権が強硬な通商政策を打ち出して「貿易戦争」が懸念され、銅相場への下押し圧力が強まった。しかし、4月にかけては、米中で交渉による解決を模索する動き

が伝えられ、貿易摩擦への懸念が後退して、リスク資産の一角である銅の相場も株式などとともに、再び上昇傾向で推移している。

2018年は、全鉱山供給力のうち20%超に相当する鉱山で労働協約の改定時期を迎えるとされ、銅相場の上昇で鉱山会社の収益増加が見込まれる中、労組が強硬姿勢に出てストライキが増える可能性が意識される。ロイターのアンケート調査では、銅の需給バランスについて、2017年11月8日時点では9.3万トンの供給超過が見込まれていたが、2018年1月25日時点では4.55万トンの供給不足が見込まれるようになっている。また、4~6月期は、製造業活動が活発化するシーズンであり、原材料である銅の需要も増加し、需給が引き締まりやすくなる。

銅相場は、2016年後半以降の上昇ペースが速かったものの、過熱感が出るまでには至らず、足元ではむしろ例年よりも季節的な需給の引き締まりが遅れているとの見方も出ている。先行き、世界景気の拡大を受けて、需給は緩やかな引き締まり傾向を示すと考えられ、銅相場は上昇傾向を維持するものと思われる。

## 2. 各他品目の概況

### (1) アルミニウム市況：4月に入り、上昇して2,400ドル台

輸送機械の軽量化や高圧電線などに使われるアルミニウムの相場は、2015年11月23日には1トンあたり1,432.5ドルと2009年6月以来の安値をつけた後、上昇傾向で推移している。4月5日には1,977ドルと2017年8月以来の安値まで下落したものの、4月19日には一時2,718ドルと2011年5月以来の高値まで上昇した。

2月16日には、米商務省が、トランプ大統領に対して、安全保障上の理由から鉄鋼とアルミニウムの輸入を大幅に制限するように提言した。

3月1日に、トランプ大統領は、鉄鋼輸入品に25%、アルミニウム製品に10%の関税を課す方針を翌週に正式に発表することを表明した。アルミニウムの関税が引き上げられる前に駆け込み需要が発生するとして、短期的にはアルミニウム需給の引き締め要因とする見方があった。しかし、「貿易戦争」が激化すれば、経済活動が停滞し、他のコモディティと同様に、需要が減退するとの見方が有力となり、アルミニウム相場は下落傾向で推移した。

また、環境対策として11月15日~3月15日の期間で行われた冬季のアルミニウムの生産抑制の終了が近づくと、供給増加観測が強まり、相場の下押し材料になった。生産抑制は、大気汚染が激しい28都市で生産量の30%削減が目標とされ、全体で100万トン程度の影響があったとされる。もっとも、生産量の削減規模は、需給の均衡化には十分ではなく、在庫が増加しているとの指摘がある。一方、中国では今後、年産300~400万トン程度の新規製錬所が稼働すると見込まれており、冬季の生産抑制で閉鎖されていた設備は、生産抑制期間の終了後も再稼働されないとの見方が強まっている。

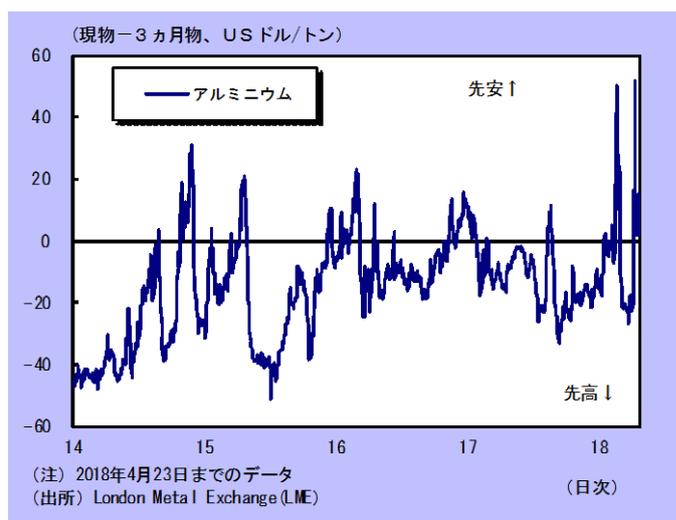
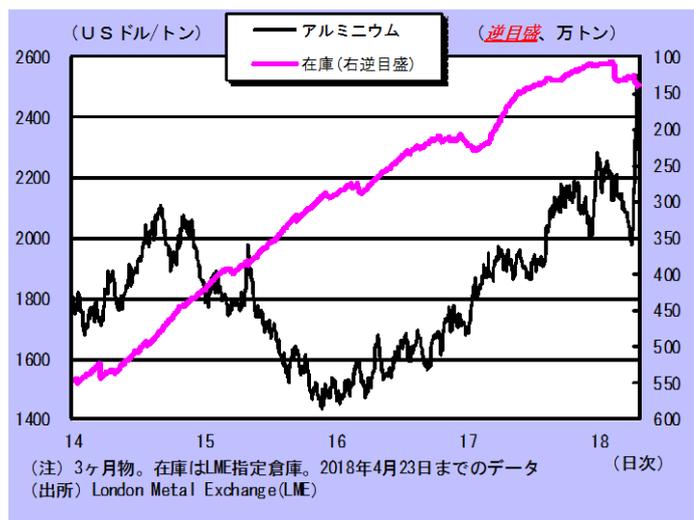
4月6日には、米国政府が、2016年の米大統領選へのロシアの介入疑惑などを理由に、ロシアのプーチン大統領に近いとみられる実業家、企業、政府高官を対象とした追加制裁を発表し、この中には、アルミニウム生産世界2位のUCルサル社と同社前CEOのオレグ・デリパスカ氏が含まれていた。

しかし、4月23日、米財務省は、ルサルから供給を受けている米企業の対応期限を6月5日から10月23日に延期するとともに、デリパスカ氏が経営から手を引けば制裁緩和を検討する方針を示した。これを受けて、急騰していたアルミニウム相場は、一転、急落した。

(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



## (2) ニッケル市況：一時16,000ドル台の高値

ステンレスの原材料になるニッケルの相場は、2016年2月11日に1トンあたり7,550ドルと2003年以來の安値まで下落した後、11月11日には12,145ドルまで上昇した。2017年6月13日には8,680ドルの安値をつけたが、その後は、上昇傾向で推移している。2018年4月19日には一時16,690ドルと2014年12月以來の高値まで上昇した。

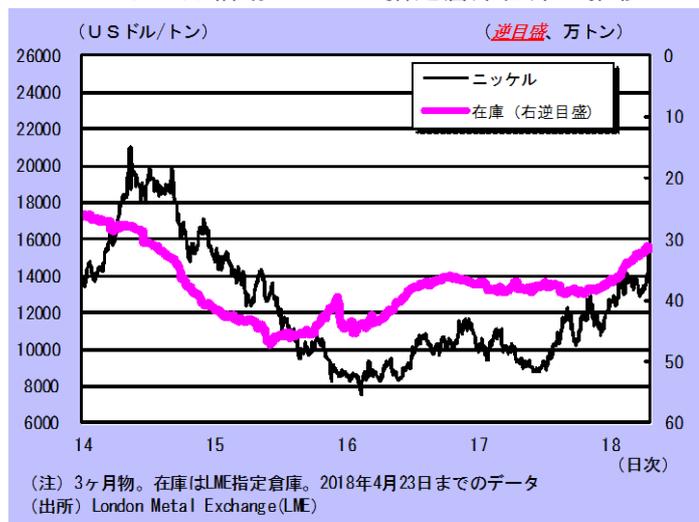
中国のニッケルの輸入税が2018年は2%へと2017年の1%から引き上げられたため、中国のニッケル輸入が減少するとの観測も一部にはあったようだ。

一方、1月11日には、フィリピンのサンバレス州にあるニッケル鉱山4カ所について、環境問題を理由とした操業停止が続いていると報道された。

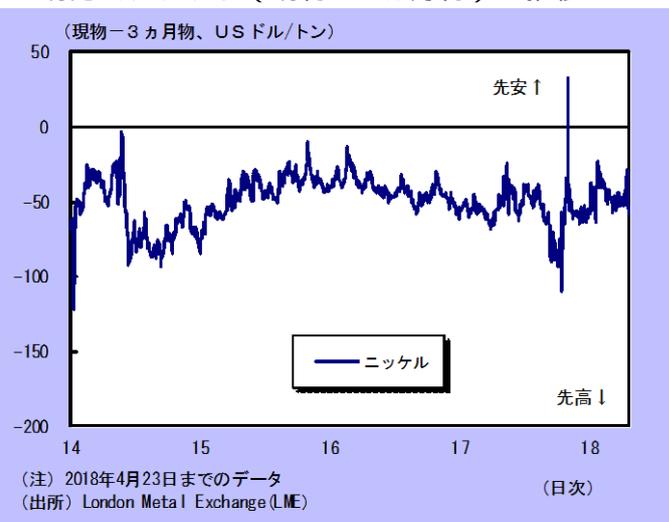
その後、一進一退で推移していたが、4月に入って急騰した。4月6日に米政府は、2016年の米大統領選への介入疑惑などを理由に、プーチン露大統領に近い企業や実業家などを対象とした追加制裁を発表し、その中にUCルサル社が含まれていたが、同社はニッケル生産世界2位のノリリスク・ニッケル社の株式28%を保有していることなどから、米政府の制裁が波及することが懸念されたとみられる。

(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



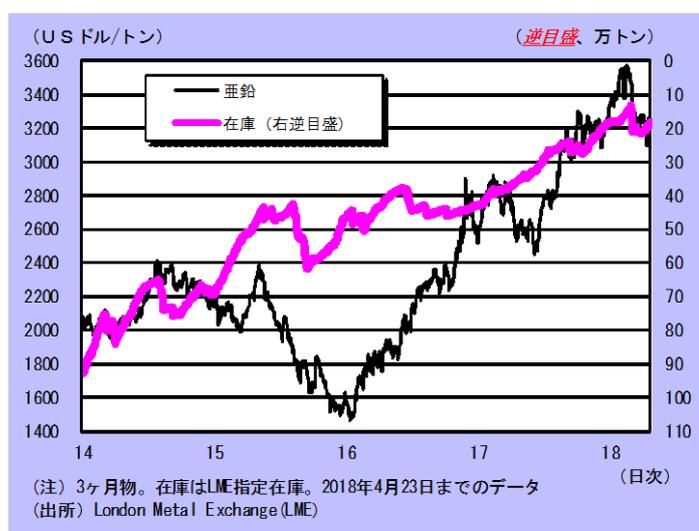
## (3) 亜鉛市況：3,600 ドル近くと 2007 年以来の高値

鋼材のメッキ向けが主用途の亜鉛の相場は、2016年1月12日に1トンあたり1,444.5ドルと2009年7月以来の安値をつけた後、上昇傾向で推移している。2018年に入って、2月前半に下落する局面があったが、2月15日には3,595.50ドルと2007年7月以来の高値をつけた。その後は、下落傾向で推移し、足元は3,200ドル前後となっている。

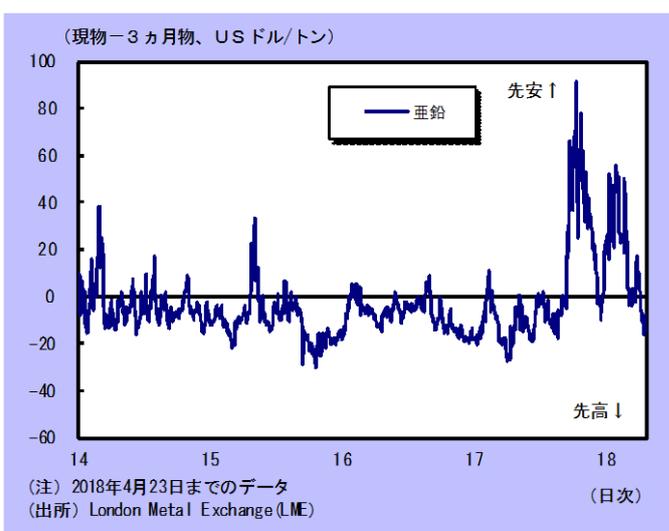
LME指定倉庫の在庫は、3月上旬に急増し、亜鉛相場の下押し材料とみなされた。亜鉛鉱山からの亜鉛精鉱の供給は増加に転じてきており、先行き、亜鉛地金の需給のタイトさも、和らぐ方向との見方がある。

(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



## (4) 錫市況：1月に22,000ドルまで上昇後、足元は21,000ドル前後で推移

電子部品のはんだ付けなどに使われる錫の相場は、2017年に1トンあたり19,000~21,000ドルを中心に小動きとなった後、2018年1月は上昇し、29日には22,000ドルと2016年11月につけた高値に並ん

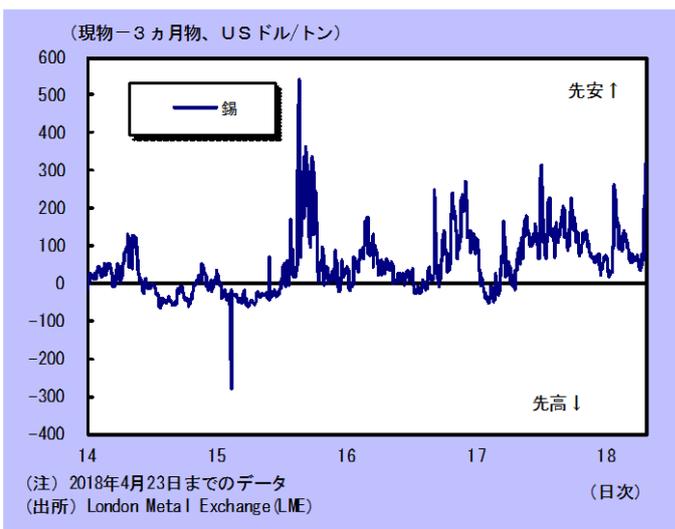
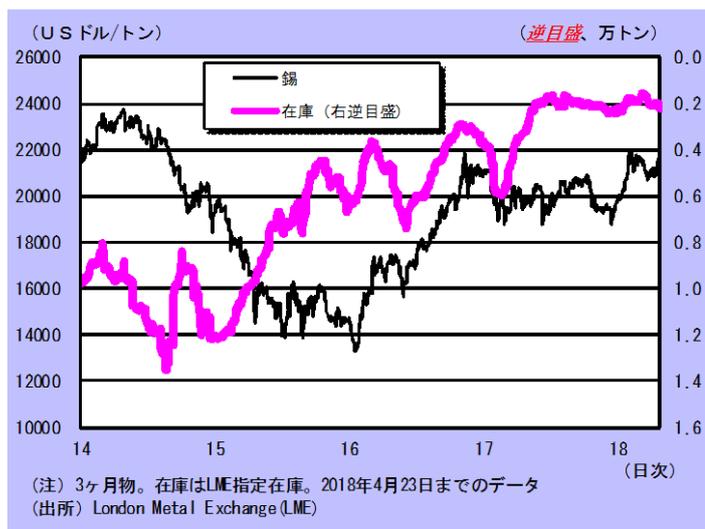
だ。3月15日に20,600ドルまで下落した後、4月にかけて21,000ドル前後で推移している。

LME指定倉庫の在庫が減少傾向で推移し、需給引き締め観測が強まっている。2月5日に、1月のインドネシアの錫地金の輸出が4,508トンと前年比35%減少したと報じられ、供給懸念が強まったことも錫相場の押し上げ材料になった。

(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



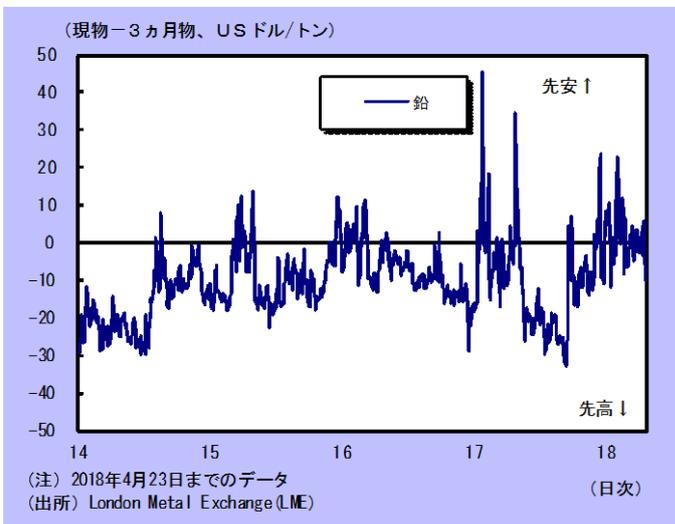
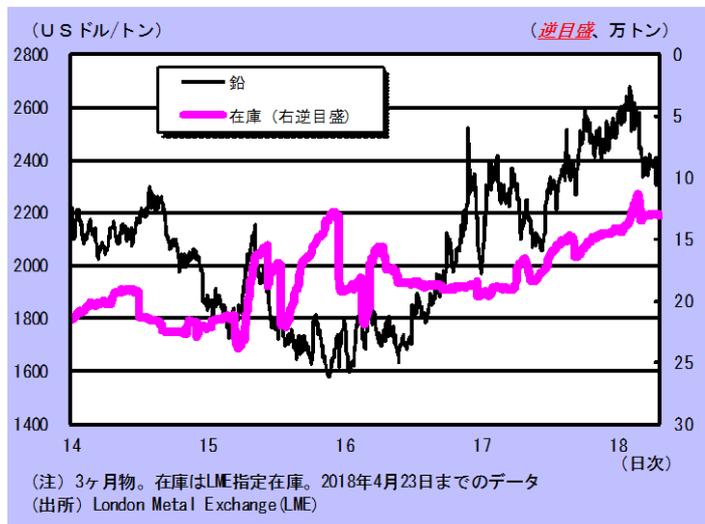
(5)鉛市況：上昇して一時2,600ドル台後半

バッテリー向けなどに使われる鉛の相場は、2015年11月中旬には1トンあたり1,566ドルと2010年6月以来の低水準となっていたが、その後は上昇傾向となり、2018年2月2日には2,685ドルと2011年7月以来の高値をつけた。その後は下落傾向となり、足元は2,300ドル台を中心に推移している。冬場の需要期が終わり、足元では需給緩和が意識されやすくなっているとみられる。

(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： 1,300 ドル超の推移が続く

金相場は、2016年7月6日には1トロイオンスあたり1,374.91ドルと2014年3月以来の高値まで上昇した後、12月15日には1,122.35ドルと10カ月ぶりの安値まで下落した。その後、上昇傾向で推移し、2018年1月25日には1,366.07ドルまで持ち直した。その後も、高値圏にとどまり、足元は1,320ドル台となっている。

### 【1月の動向】～上昇後、小幅下落

欧州景気回復や米財務長官発言を材料としたドル安で、金は買われる

2日は、2017年末と同様にドル安に伴って、金を買われる流れが続いた。

3日は、イランで全土に拡大した反政府デモが鎮静化の兆しがみえないことや、北朝鮮が大陸弾道ミサイル（ICBM）発射実験の準備を再開したと報じられたことが安全資産とされる金買い材料になったものの、2017年12月の米連邦公開市場委員会（FOMC）議事要旨で利上げ継続姿勢が示されたことやISM製造業景況指数が上昇したことがドル相場を押し上げ、金相場の下落要因となった。

しかし、4日は、ユーロ圏経済の回復見通しが優勢な中で、為替市場はユーロ高・ドル安となり、ドル建てで取引される金の割安感につながった。

5日は、2017年12月の米国雇用統計で雇用者数の増加が市場予想を下回り、金買いにつながったが、その後は、利食い売りに押された。

8～9日は、イタリア総選挙、ドイツの政権連立協議、英国の欧州連合（EU）離脱交渉など不透明要因が多い欧州情勢の先行き懸念から、為替市場ではユーロ安・ドル高となり、ドル建てで取引される金の売り圧力となった。

しかし、その後は、中国が米国債の購入を減らす可能性があること（10日）、欧州中央銀行（ECB）理事会の議事要旨がややタカ派的なトーンだったこと（11日）、ドイツで連立政権交渉入りに向けた政策文書で2大政党が合意したこと（12日）などを受けて、ユーロ高・ドル安が進む中、金は買われた。

その後、米国債利回りの上昇が金利の付かない金の価格抑制要因になったことや、それまでの価格上昇で利益確定の売りが出やすかったことなどから伸び悩んだものの、20日に米連邦政府の暫定予算が執行して政府機関が一部閉鎖となる情勢が金買い材料視された。24日には、ムニューシン米財務長官のドル安容認ともとれる発言を受けて、ドル安に動き、金買いが一段と進み、25日には、一時1366.07ドルと2016年8月以来の高値をつけた。

### 月末にかけて小幅下落

もっとも、25日には、トランプ米大統領が「強いドルを望む」との発言を受けてドル相場は持ち直し、その後の金相場は上値が重くなった。世界的に長期金利が上昇傾向で推移したことも金価格の抑制要因になった。注目されたトランプ大統領による一般教書演説は大きく相場を動かす材料にはならず、30～31日に開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）での政策金利の据え置き決定や発表された声明文

なども市場の想定範囲内であった。

### 【2月の動向】～一進一退

欧州景気回復や米財務長官発言を材料としたドル安で、金は買われる

1日は、前日のFOMCの声明文が利上げペースの加速を示唆しなかったことなどから、ドル安傾向が続き、金相場の支援材料になった。

しかし、2日は、1月の米国雇用統計が発表になり、雇用増加ペースが堅調なことに加えて、賃金上昇率がやや高まったことが示されたため、利上げペースが加速するとの観測につながり、金相場は下落した。5日は、世界的に株価が大幅下落する中、安全資産とされる金に買いが入ったものの、為替市場で対ユーロを中心にドル高が進んだため、金価格の上値は限定的だった。6日は、株価が持ち直し、米長期金利が下げ止まる中、投資家の金買い意欲は後退した。7日も株価の持ち直しや長期金利の上昇が続き、為替市場ではドル高が進む中、金は続落した。8日も軟調な推移が続き、一時1,306.81ドルと1月4日以来の安値をつけた。

### インフレ懸念を背景とした金買い

その後、金相場は上昇傾向に転じた。9日は、ドル高や長期金利の上昇が金価格の下押し材料になったものの、各国の株価が不安定な動きを続ける中、リスク回避先として金を買う動きもあり、下値は限定的だった。12～13日はドル安を受けて金相場は上昇したものの、米金融政策の行方を占ううえで重要な米消費者物価(CPI)の発表を控えて、上値は重かった。14日は、米CPIが市場予想を上回る結果となったことを受けて、米利上げペースが速まるとの懸念から、当初は、金相場は下落したものの、インフレ懸念は金買いを促す面もあり、金相場は大幅上昇に転じた。

インフレ懸念やドル安などを背景とした金買いが続き、16日には一時、1361.76ドルと3週間ぶりの高値をつけた。

### 米利上げ観測が金売り材料

しかし、月末にかけては、再び下落に転じた。1月のFOMC議事要旨の内容が予想されたよりもタカ派的ではないと受け止められた(21日)などが金相場を下支えしたものの、米国債入札を控えて長期金利が上昇したことがドル高につながったこと(20日)、パウエル米連邦準備制度理事会(FRB)議長が議会証言で、緩やかな利上げを進める考えを示したこと(27日)などが金売り材料になった。

### 【3月の動向】～一進一退が続く

月初に安値後、上値重い展開

1日は、前月下旬の下落基調が続き、一時1,302.61ドルと1月2日以来の安値をつけた。

2日は、前日にトランプ大統領が鉄鋼・アルミニウムの輸入制限措置を導入する方針を示したことを受けて、他国による報復措置への懸念が強まり、ドル相場が下落して金相場の押し上げ要因となった。ま

た、北朝鮮が非核化の可能性を示唆したこと（6日）や、自由貿易を支持するコーン国家経済会議（NEC）委員長の辞任が発表され、「貿易戦争」への懸念が強まったこと（7日）、2月の米国雇用統計で賃金上昇率が抑制されていたこと（9日）、ティラーソン米務長官が解任されたこと（13日）、などが金相場の押し上げ要因になった。

しかし、欧州中央銀行（ECB）のドラギ総裁が会見でハト派的なスタンスを示し、ドルが進んだこと（8日）、各国の株価や長期金利が上昇して金の投資先としての魅力が薄れる流れになったこと、20～21日に開催されるFOMCで利上げが見込まれていることなどが押し下げ材料になり、20日には1,306.91ドルまで下落した。

21日には、FOMCで利上げが決定されたものの、年内の利上げペースはあと2回という従来見通しが維持されたことで、金相場は大幅高となった。また、23日には、前日にトランプ大統領が中国の知的財産権侵害に対する貿易制裁を発動し、最大で600億ドル規模の中国製品に25%の関税を課す大統領令に署名したことを受けて、貿易戦争への懸念が深まり、金相場が再び大幅に上昇した。26日には、米政府が、英国で起きた元ロシア情報員暗殺未遂事件を受けて、ロシア外交官60人を追放する方針を発表し、地政学リスク懸念から安全資産とされる金を買われた。27日には、一時1,356.66ドルと2月16日以来の高値をつけた。

もっとも、その後は、為替がドル高に戻したことなどを背景に、金は下落し、月末は1,325ドル前後となった。

#### 【先行き】～高値維持も、上値は重い

各種リスクからの逃避先、つまり安全資産と考えられている金は、年明け以降、1トロイオンスあたり1,300ドル超と高値を維持している。

金は、株式や債券と並んで富の貯蔵手段として考えられているが、米国が利上げを続けるような局面では、金利の付かない金は、投資先としては敬遠されやすいとの見方が有力だ。

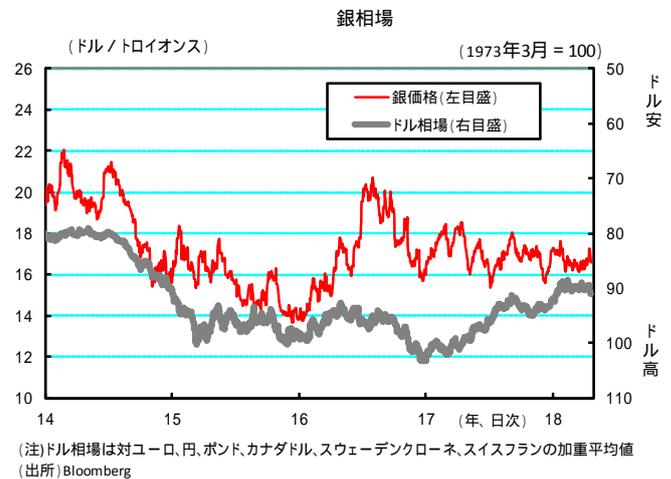
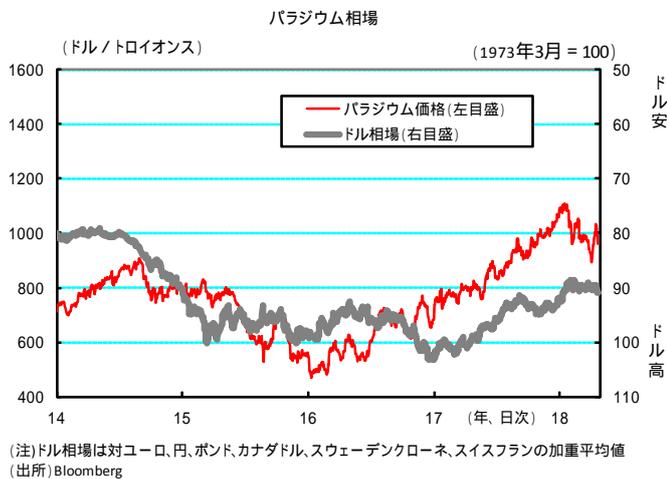
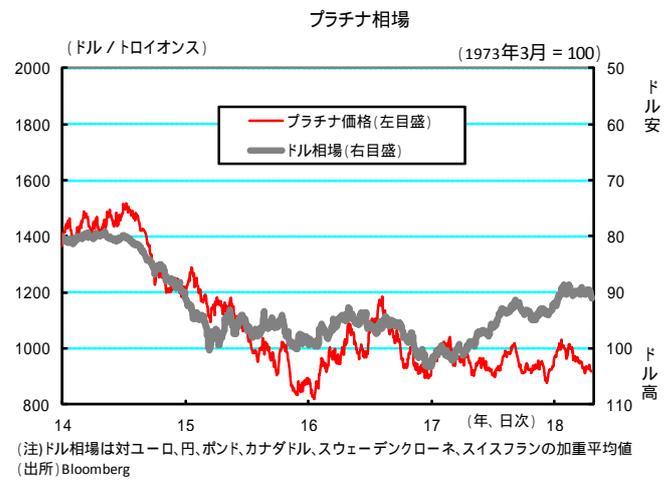
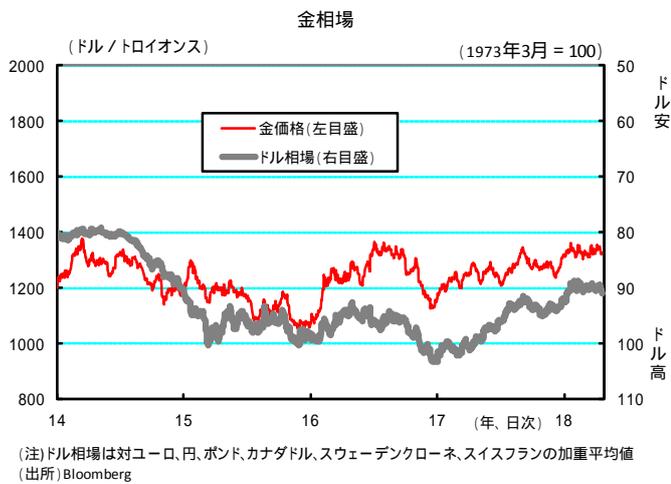
もっとも、過去の米国の利上げ局面では、必ずしも金価格が大幅に下落している訳ではない。小幅下落したり、横ばい圏での推移が続いたりしている場合が多いものの、リーマン・ショック前のように米利上げ局面であっても、金相場の上昇が続いたケースもある。当時は、新興国での所得増加を背景に、金需要の増勢が強まっていたことが、金相場を押し上げた。

現局面も、米国が利上げを続けているものの、金相場は上昇基調を維持している。足元の金相場の押し上げ要因となっているのは、中東などの地政学リスク、米国の政治情勢の不安定さ、米中を中心とした貿易戦争など各種のリスク要因である。

こうしたリスク要因が即座に解消される道筋は描きにくく、当面、金相場は支援材料に事欠かないだろう。現在のような米国の通商政策からはドル安が連想されやすいことなども、金買い要因だ。

一方で、米国経済は堅調であり、今後、さらに利上げ観測が強まる可能性もある。現在、市場が織り込んでいるよりも、大幅な利上げが意識されれば、金相場の下落要因になる。金は、当面、高値を維持しようが、上値は重いだろう。

(図表 22) 貴金属価格の推移



- 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。当社までご連絡ください。