

## 経済レポート

# コモディティ・レポート(2018年10~12月)

調査部 主任研究員 芥田 知至

## I. コモディティ市況全般：12月下旬に安値

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、2018年5月22日に2015年7月以来の高値をつけた後、下落し、12月24日に2017年6月以来の安値をつけた。その後、足元にかけてやや持ち直している。世界景気の拡大傾向は続き、コモディティ相場は中長期的には上昇しようが、目先は、米中貿易摩擦や英国のEU離脱が懸念材料となり、上値が重い展開が続くだろう。

## II. エネルギー市況：ブレント原油は12月下旬に50ドル割れ

国際指標とされるブレント原油は、2018年10月3日に86.74ドルの高値をつけた後、12月24日に49.93ドルの安値をつけた。その後、米中貿易協議の進展観測などから世界景気の減速や株安に対する過度の懸念が和らいでいるものの、懸念材料は残っており、さらに上値は重い展開が予想される。

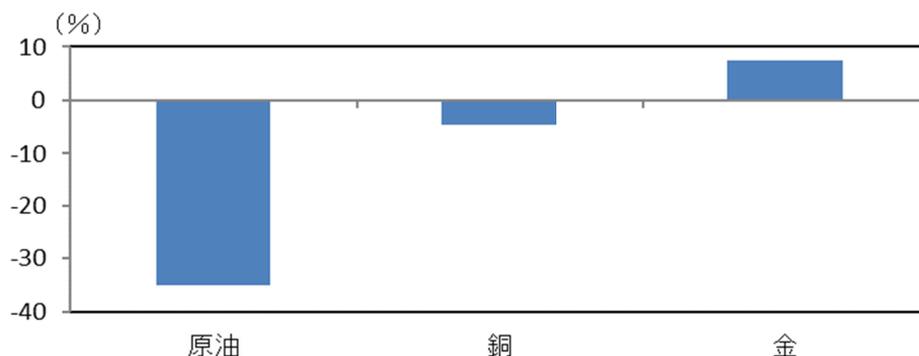
## III. ベースメタル市況：銅は1月初旬に5,800ドル割れの安値

銅相場は、9月後半~12月前半は6,000ドル台を中心に推移していたが、1月3日には5,725ドルと2018年8月の安値を下回った。目先は、米欧中などの景気減速、米中の貿易摩擦や英国のEU離脱への懸念などにより弱含むが、その後は、世界景気とともに持ち直すことが予想される。

## IV. 貴金属市況：金は持ち直して1,300ドルに近づく

金相場は、8月16日に1,159.96ドルと2017年1月以来の安値をつけた後、上昇傾向となり、足元は1,290ドル前後で推移している。英国のEU離脱問題や米利上げペースの鈍化観測が支援材料だが、米中貿易摩擦が楽観視されると、下押し材料となる。金相場は下値が限定され、高止まりが続くと思われる。

原油・銅・金相場の騰落率(2018年12月末と2018年9月末の比較)

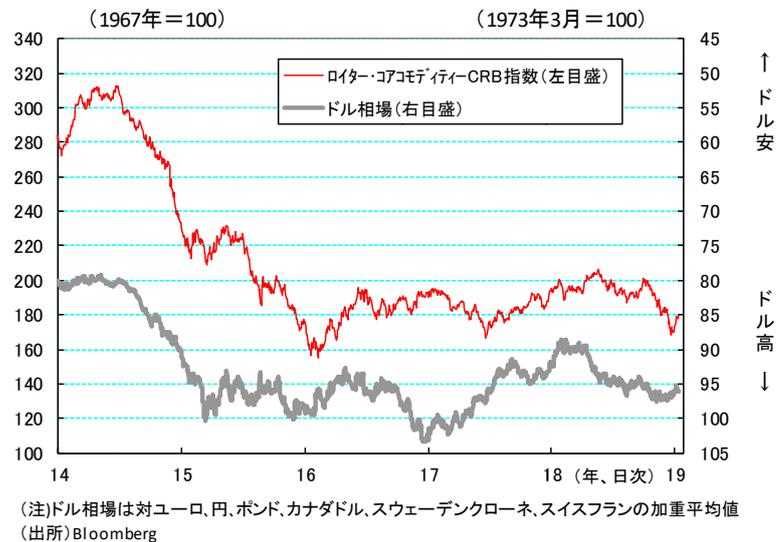


## I. コモディティ市況全般の概況：12月下旬に安値

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、2018年5月22日に2015年7月以来の高値をつけた後、下落し、12月24日に2017年6月以来の安値をつけた（図表1）。その後、足元にかけてやや持ち直している。

マクロ経済環境をみると、2018年末頃にかけて世界景気の減速懸念が強まった。原油は、10月頃まで米国による対イラン制裁の再発動が需給引き締め観測につながっていたが、12月下旬にかけて、需給緩和観測が台頭し、相場は大幅下落した。足元のコモディティ相場はやや持ち直しているが、米中貿易摩擦や英国のEU離脱の行方は不透明であり、再び市場心理が悪化する可能性もある。世界景気の拡大傾向は続き、コモディティ相場は中長期的には上昇しようが、目先は、上値が重い展開が続くだろう。

（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



## II. エネルギー

### 1. 原油市況：ブレント原油は12月下旬に50ドル割れまで下落

国際指標とされるブレント原油は、2018年10月3日に1バレルあたり86.74ドルと2014年10月以来の高値をつけた後、12月24日に49.93ドルと2017年7月以来の安値をつけた。米国産のWTI原油は、同様に2018年10月3日に76.90ドル（2014年11月以来の高値）まで上昇した後、12月24日に42.36ドル（2017年6月以来の安値）まで下落した。その後は、持ち直し傾向で推移している。

#### 【10月の動向】～高値後、下落

（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(終値、ドル)	状況
1日	↑ (84.98)	原油相場は続伸した。30日に、米国が進める北米自由貿易協定（NAFTA）の再交渉で、8月に合意したメキシコに続いて、カナダとも合意したと発表されたことが、貿易摩擦への懸念を後退させた。投資家のリスク志向の回復につながり、リスク資産の一角である原油も買われた。
2日	＝ (84.80)	相場上昇が一服し、利益確定の売りに押され、小反落した。
3日	↑ (86.29)	イラン産原油の供給減少観測などを背景に相場は大幅上昇した。EIAの週次統計で原油在庫が市場予想を大幅に上回って増加したことや、9月にサウジアラビアとロシアが原油価格の上昇を抑えるために増産することで非公式に合意していたと報道されたことが弱材料だったとみられるものの、相場の反応は限定的だった。
4日	↓ (84.58)	前日の大幅上昇の反動で大幅下落した。サウジとロシアが増産で非公式に合意していたとの前日の報道が改めて弱材料視された。
5日	↓ (84.16)	イラン産原油の供給懸念が続いたものの、相場はこれまでの上昇で利益確定の売りも出やすく、WTIはほぼ横ばい、ブレントは小幅下落であった。
8日	＝ (83.91)	強弱材料がある中で、小幅下落となった。トランプ米政権が対イラン制裁の再発動を巡って一部の国を適用除外にすることを検討していると報じられ、供給懸念が緩和した。一方、中国人民銀行が預金準備率を引き下げ、景気の下支えを図る姿勢を示したことが中国の石油需要の増加観測につながった。
9日	↑ (85.00)	米国の制裁再発動を前にイラン産原油の輸出が減少していると報道されたことや、米メキシコ湾岸にハリケーン「マイケル」が接近して原油生産が一部停止されたことが相場押し上げ材料になった。

10日	↓	(83.09)	米株式相場が大幅下落したことを受けて、同じくリスク資産である原油も売られた。
11日	↓	(80.26)	世界的に株安が進んだことに加えて、米エネルギー情報局（EIA）が発表する週次石油統計において原油在庫が市場予想を上回る増加となったことや、石油輸出国機構（OPEC）の月報で世界の石油需要見通しが下方修正されたことも弱材料となった。
12日	=	(80.43)	各国の株価が反発する中で、原油相場も反発した。国際エネルギー機関（IEA）の月報で、世界の石油需要見通しが下方修正されたことは弱材料になった。
15日	↑	(80.78)	サウジアラビア人記者のジャマル・カショギ氏がトルコのサウジ領事館で殺害されたのではないかとの疑惑が強まる中、サウジと西側諸国との外交関係の悪化や、それが原油供給に影響を及ぼす事態が懸念され、原油相場の押し上げ材料になった。
16日	↑	(81.41)	イランやサウジからの原油供給に対する不安が原油相場の押し上げ材料視される状態が続いた。
17日	↓	(80.05)	EIAの週次統計で、原油在庫が市場予想を上回る増加幅を示したことを受けて、相場は反落した。
18日	↓	(79.29)	前日発表の統計で在庫増が示されたことを弱材料視する状態が続いた。ムニューシン米財務長官が、サウジアラビア人記者の殺害疑惑を受けて同国で開催される投資会議への欠席を表明したことが金融市場で悪材料視され、原油相場にも重しとなる場面もあった。米中貿易摩擦への懸念も再び指摘された。
19日	↑	(79.78)	前日までの下落の反動で、反発した。中国の9月の石油精製量が増加したと報道され、中国の景気減速への懸念が後退したことも強材料だった。
22日	=	(79.83)	サウジが増産する意向を示したことが弱材料だったが、米国のイラン産原油に対する制裁の再発動が11月4日に迫っていることが強材料だと指摘された。サウジのファリハ・エネルギー相は、同国は、政治と石油政策を分離しており、西側諸国に対して1973年のような石油禁輸措置を発動する考えはないとし、原油生産量を現行の1070万バレルから1100万バレルに引き上げることや、1200万バレルまで増産する能力があることを述べた

23日	 (76.44)	大幅安。背景には、世界的な株安を受けてリスク資産の一角である原油も売られやすかったことや、サウジアラビアが必要とあれば増産する姿勢を示したことがあった。サウジのファリハ・エネルギー相は、首都リヤドで開催された国際会議で、原油相場を「良好な状態」と述べたうえで、今後100~200万バレルの増産を行う可能性を排除しないと述べた。
24日	 (76.17)	E I Aの週次石油統計では、ガソリンと中間留分の在庫減少幅が市場予想を上回った一方で、原油在庫は市場予想を上回る増加となった。WT Iは上昇した一方で、ブレントは下落した。
25日	 (76.89)	米国の株価が前日の大幅下落の反動で反発したことに加えて、サウジアラビアのファリハ・エネルギー産業鉱物資源相が、主要産油国による市場介入で原油相場を下支えすることが必要になる可能性を示唆したことや、前日に中国石油化工（シノペック）と中国石油天然ガス集団（C N P C）が米国による対イラン制裁の再発動を前に11月のイラン産原油の購入を手控えていると報道されたことが押し上げ材料になった。
26日	 (77.62)	対イラン制裁が再発動されると原油需給が引き締まるとの観測が押し上げ材料になった。イラクが米国の対イラン制裁を遵守するため、北部キルクークの油田からイランへの原油輸送を停止する意向だと報道された。
29日	 (77.34)	世界的に株価が軟調に推移したことや、ロシアのノバク・エネルギー相が同国の産油量を凍結したり削減したりする理由はないと述べたことを材料に、原油相場は反落した。
30日	 (75.91)	前日にトランプ米大統領が中国との貿易協議について、合意できなかった場合には対中制裁関税の第4弾を12月初旬にも発表する方針だと報道された一方で、「素晴らしい取引」が成立する可能性も述べられる中、米中貿易摩擦への懸念が原油相場の重しとなった。
31日	 (75.47)	E I Aの週次統計で原油在庫の増加幅が市場予想を下回ったものの、米国の産油量が過去最高を記録した。ロシアの10月の産油量も過去最高を記録したことなどもあり、供給過剰懸念が強まり、原油相場は続落した。

## 【11月の動向】～下落

1日	↓	(72.89)	前日に発表になったロイターの調査で、OPECの産油量が2016年以来の高水準になったことなどから供給過剰懸念が強まり、続落した。
2日	=	(72.83)	米政府が、イラン産原油の禁輸措置について、日本、中国、インド、韓国、トルコ、ギリシャ、イタリア、台湾の8カ国・地域は、180日間、適用除外とする方針を明らかにしたことで、需給ひっ迫への懸念が和ぎ、原油は小幅売られた。
5日	↑	(73.17)	米国がイラン産原油を禁輸とする制裁措置を再発動したものの、原油市場には織り込み済みで、反応は限られた。ブレントは小幅高、WTIは小幅安であった。
6日	↓	(72.13)	イラン産原油の禁輸措置について、8カ国・地域が適用除外とされ、需給はさほど引き締まらないとの見方が優勢となったことなどから下落した。
7日	=	(72.07)	EIAの週次統計で、米原油在庫の増加幅が市場予想を上回ったことや、米産油量が過去最高を更新したことが嫌気され、続落した。ロシアとサウジアラビアが2019年の減産について協議していると報道され、下げ幅を縮小する場面もあった。
8日	↓	(70.65)	前日のEIA統計を受けた供給過剰懸念が続いたほか、前日にイラクやインドネシアが増産計画を発表していたことも相場下落材料になった。
9日	↓	(70.18)	産油国の増産姿勢や、原油需要の鈍化懸念を背景とした需給緩和観測が続き、原油相場は続落した。
12日	=	(70.12)	強弱の材料が出たが、結局、下落した。11日に、OPECと非OPEC産油国は、アブダビで共同閣僚監視委員会(JMMC)を開催し、原油市場の状況について議論した。翌12日に、サウジアラビアのファリハ・エネルギー相が、2019年は2018年10月比で日量100万バレルの減産が必要との分析結果で産油国が一致したと表明した。サウジ自身は12月に50万バレルの減産を行う方針を明らかにした。これらを受けて、需給引き締め観測が強まり、原油相場は上昇した。しかし、その後、トランプ大統領がツイッターで「サウジとOPECが減産しないことを望む。原油価格は供給量に基づきもっと引き下げられるべきだ」と述べたことから、売り圧力が強まり、前日比で下落した。

13日	↓ (65.47)	大幅下落。OPECの月報で、石油需要の鈍化や産油量の増加が示されたことや、前日のトランプ米大統領による産油国の減産をけん制するツイッターが引き続き意識されたことなどを材料に、市場マインドが急速に悪化した。
14日	↑ (66.12)	11日にアブダビで開催されたOPECと非OPEC産油国との共同閣僚監視委員会において、12月の産油国会合で最大日量140万バレルの減産を決定する案が協議されていたとの報道を受けて、原油相場は反発した。前日までの12営業日連続の下落により歯止めがかかった。
15日	↑ (66.62)	EIAが発表した週次石油統計で、原油在庫が市場予想を大幅に上回る増加となったものの、ガソリンや中間留分の在庫が減少したことや前日から産油国の減産観測が続いたことを背景に原油相場は続伸した。
16日	= (66.76)	産油国の減産観測を背景とした買いが先行していたが、その後、利益確定売りに押された。結局、WTIは前日比横ばい、ブレントは小幅高だった。
19日	= (66.79)	欧州連合(EU)が対イランで新たな制裁を発動するとの懸念や、米エネルギー情報会社のジェンスケープが原油在庫の減少を発表したことが押し上げ材料となり、相場は小幅上昇した。
20日	↓ (62.53)	トランプ米大統領がサウジアラビアとの関係維持の姿勢を表明したことを受けて原油の供給懸念が後退したことや、業績不安などから米国の株価が急落する中で投資家のリスク回避姿勢が強まったことを背景に、原油も6%超の大幅下落となった。
21日	↑ (63.48)	EIAの週次統計で、原油在庫の増加幅が市場予想を上回ったものの、ガソリンや中間留分の在庫が減少を続けたことを好感したことや、前日の急落の反動から、相場は反発した。
22日	↓ (62.60)	米国が感謝祭の休日であった。ブレントは薄商いの中、下落した。前日に米原油在庫が増加していたことや、米原油生産が史上最高を更新していたことが嫌気された。
23日	↓ (58.80)	WTIが7.7%、ブレントが6.1%の急落であった。12月6日の定例総会で、OPECは減産を決定すると見込まれているものの、米国では増産が続きそうなことや、米中貿易摩擦の影響で世界景気が減速するとの懸念が強まっていることから、市場参加者の原油に対するコンフィデンスが悪化した。

26日	 (60.48)	23日に急落していた反動で、買い戻しの動きが出て、WTIは2.4%高、ブレントは2.9%高となった。もっとも、サウジアラビアの11月の原油生産量が日量1100万バレルを上回り、史上最高を更新すると報道されたことなどが上値を抑えた。
27日	 (60.21)	12月1日に予定される米中首脳会談や、12月6日の石油輸出国機構(OPEC)総会を控えて、貿易摩擦や原油需給の先行きに不透明感がある中、原油相場は小動きとなった。
28日	 (58.76)	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を受けて、続落した。製油所の保守点検が多くなる時期であることに加えて、シェールオイルを中心に産油量が増加した。
29日	 (59.51)	OPECとの協調減産に消極的だとみられていたロシアが減産の必要性を受け入れたとする報道が強材料視され、反発した。27日にロシアのエネルギー省は、同国の石油会社トップらとの会合を開いていたとされた。
30日	 (58.71)	為替市場でドル高が進んだことや、原油の需給緩和懸念が続いたことを背景に反落した。一方で、OPECとロシアが減産で合意するとの観測もあり、下値は限定された。

**【12月の動向】～横ばい傾向後、下落**

3日	 (61.69)	1日に行われた米中首脳会談で両国が貿易戦争の「一時休戦」で合意したことや、2日にカナダのアルバータ州で日量32.5万バレルの原油減産命令が発表されたことなどを背景に前日比4%近い大幅高となった。
4日	 (62.08)	荒い値動きとなった。米中貿易戦争の休戦を背景に市場参加者のリスク志向が強まる流れが続いていたが、トランプ米大統領が「私は関税マンド」として中国との協議が決裂した場合は大規模な関税を課す方針を明らかにし、市場心理を冷やした。また、サウジアラビアのファリハ・エネルギー産業鉱物資源相は、6～7日の産油国会合を前に合意条件が固まっておらず、減産合意を確実視するのは時期尚早との見解を示した。なお、OPEC加盟国と非加盟産油国が少なくとも日量130万バレルの減産に向けて作業を進めているものの、ロシアは大幅減産に慎重な姿勢を示しているとの報道もあった。
5日	 (61.56)	6日のOPEC総会で減産が決定されるとの期待から上昇する場面もあったものの、その後は利益確定の売りに押された。

6日	↓ (60.06)	OPECがウィーンで定例総会を開催し、減産を行うことで合意したものの、具体的な減産規模は決められず、正式な減産の発表が先送りされたことで、売りが膨らんだ。
7日	↑ (61.67)	OPECとロシアなど非加盟産油国とが2019年1月から日量120万バレルの減産を実施することで合意した。これを受けて、一時的にWTIは54.22ドル、ブレントは63.73ドルまで上昇したものの、終値ベースではそれぞれ52.61ドル、61.67ドルと2%超の上昇にとどまった。
10日	↓ (59.97)	WTIが3.1%、ブレントが2.8%の下落となった。米中「貿易戦争」、英国の欧州連合(EU)離脱問題、世界的な景気減速傾向などが懸念され、世界的に株価が下落し、為替市場ではドル高が進んだことを背景に、原油は売られやすくなった。
11日	↑ (60.20)	前日にリビア国営石油会社が民兵に油田を占拠されたとしてエルシヤララ油田からの輸出について不可抗力条項の発動を宣言したことなどが相場上昇材料になった。前半は、米中貿易協議に進展の兆しがあるとのトランプ米大統領のツイッターも押し上げ材料になったが、後半は、メキシコとの国境の壁建設費を巡り、トランプ氏が民主党幹部と言い争い、「政府機関の閉鎖」を辞さないと言及したことが嫌気され、上値は限定的だった。
12日	= (79.74)	リビアからの原油輸出減少観測が続いたことなどが強材料であったが、イランのザンガネ石油相がテレビで、石油輸出国機構(OPEC)が同国を冷遇したとOPEC内の対立を明らかにしたことや、米エネルギー情報局が発表した週次石油統計で原油在庫の減少幅が前日発表された米石油協会(API)の統計や市場予想に比べて小幅にとどまったことが弱材料となった
13日	↑ (61.45)	IEAが月報で、OPECと非OPEC産油国との協調減産やカナダの減産により、原油市場が来年4~6月には供給不足になる可能性を指摘したことや、調査会社ジェンスケープが発表した原油在庫が減少していたことが材料となり、反発した。
14日	↓ (60.28)	中国の11月の小売売上高や鉱工業生産が低調だったことが明らかになったこともあり、米中貿易摩擦の悪影響の表面化など世界景気の先行き懸念が強まる中、株式や原油などリスク資産全般が売られた。

17日	↓	(59.61)	世界景気や原油需要の先行き懸念が強まる中、原油相場は続落した。ニューヨーク連銀が発表する同州の製造業景況指数が予想を下回り、新たな弱材料となった。
18日	↓	(56.26)	世界景気や原油需要の先行きに対する懸念が一段と強まり、WTIは7.3%安、ブレントは5.6%安と大幅下落を記録した。EIAが月次で発表している”Drilling Productivity Report”で12月のシェールオイル生産量が日量800万バレルを上回るとされたことも需給緩和懸念につながった。
19日	↑	(57.24)	EIAの週次統計で、原油在庫の減少幅が市場予想を下回ったものの、冬場の需要期を迎えている中間留分の在庫が市場予想に反して大幅減少となったことが好感され、原油相場は反発した。なお、米連邦公開市場委員会(FOMC)では、0.25%の利上げ決定は予想通りであったものの、来年の金融政策に対する姿勢が、市場が期待したほどハト派的ではなかったことから、為替市場ではドル高が進み、原油相場の上値抑制要因になった。
20日	↓	(54.35)	世界景気や原油需要への懸念から、再び大幅に売られた。WTIで4.8%、ブレントで5.0%の下落であった。トランプ米大統領が、十分な国境管理費用が盛り込まれていないとして、つなぎ予算案に署名しない考えを示し、一部政府機関の閉鎖懸念が生じたことも弱材料だった。
21日	↓	(53.82)	世界景気の減速、株安、米国の政府機関の一部閉鎖などが懸念材料となり、需給緩和観測から原油が売られる流れが続いた。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に転じたことも弱材料になった。
24日	↑	(50.47)	WTIは6.7%安、ブレントは6.2%安。米政府機関の一部閉鎖が長期化すると懸念や、金融市場の不安を抑えようとしたムニューシオン米財務長官からの情報発信がかえって市場の不安心理につながったことを背景に、株式や原油などリスク資産全般が大幅に売られた。
26日	↑	(54.47)	WTIは8.7%高、ブレントは8.0%高。前営業日(24日)に約1年半ぶりの安値を付けた反動や、4営業日続落していた米株価が反発して投資家のリスク志向が回復したことから急反発した。前週にウォール・ストリート・ジャーナル紙が、サウジアラビアが以前に公表した日量25万バレルより大幅な32.2万バレルの減産を計画していると報じていたことも支援材料として指摘された。

27日	↓ (52.16)	WT Iは3.5%安、ブレントは4.2%安。前日に大幅上昇していた反動や、株安に連動した売り圧力などから大幅下落となった。OPECとロシアなど非OPEC産油国は1月から日量120万バレルの減産で合意したが、需給が引き締まるか懐疑的な見方も多いようだ。
28日	= (52.20)	WT Iは1.6%高だったが、ブレントは0.1%高にとどまった。金融市場が落ち着いていたことが支援材料になったものの、米エネルギー情報局(EIA)が発表した週次石油統計で、原油在庫の減少幅が市場予想よりも小幅にとどまったことなどが弱材料となった。
31日	↑ (53.80)	29日に米中首脳が電話会談を行い、貿易協議の事務レベルの調整が進展しているとの認識で一致し、貿易摩擦緩和への期待が広がったことなどが支援材料となった。一方で、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)は拡大・縮小の分かれ目となる50を下回り、相場の下押し材料になったとみられる。WT Iは0.2%高にとどまったが、ブレントは1.1%高だった。

### 【先行き】～米中貿易協議の進展観測から持ち直すも上値は重い展開か

原油相場は、2018年10月3日にWT Iが76.90ドル、ブレントが86.74ドルと、ともに2014年11月以来の高値をつけた後、4割以上下落して12月24日にはWT Iが42.36ドル、ブレントが49.93ドルと2017年夏場以来の安値となった。

原油相場の大幅下落は、11月に米国の対イラン制裁が8カ国・地域に対して適用除外とされたことで需給ひっ迫懸念が大きく後退し、米国・ロシア・サウジアラビアの3大産油国を中心に原油供給が潤沢なことが意識されたことなどがきっかけであった。

また、12月7日に、OPECとロシアなどOPEC非加盟産油国は、日量120万バレルの減産で合意したが、相場の押し上げ効果は限定的だった。むしろ、その後の各国株価の下落を受けて、世界景気や原油需要の先行き不透明感が強まり、原油相場は下値を切り下げていった。

しかし、足元の原油相場は、12月24日の安値からは2割超持ち直している。米中の貿易協議が進展したとの見方などから世界景気の減速や株安に対する過度の懸念が和らいだとみられる。

もっとも、1月になって発表された各国の経済指標は、景気の減速傾向を示すものが多くなっており、米中貿易摩擦や英国のEU離脱といった波乱要因が今後どのように展開するのか不透明感も強い。産油国は1月より協調減産を実施しているものの、原油需要の減速懸念やシェールオイルの増産観測は残り、需給引き締め観測はそれほど強まらないと思われる。原油相場の上値は重いと思われる。

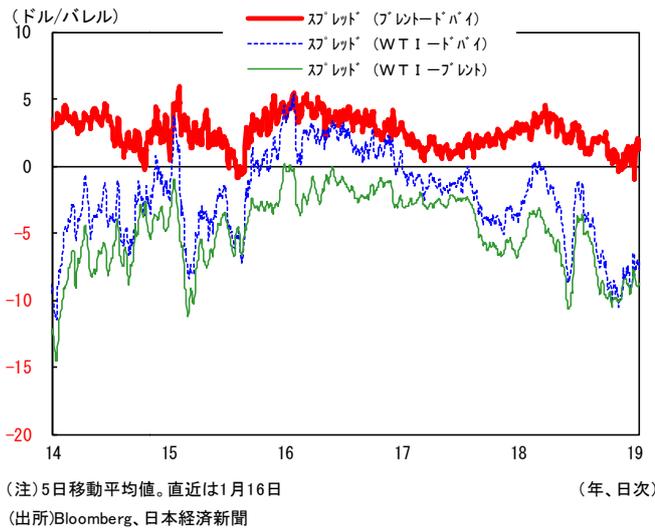
(図表 3) 原油市況の推移



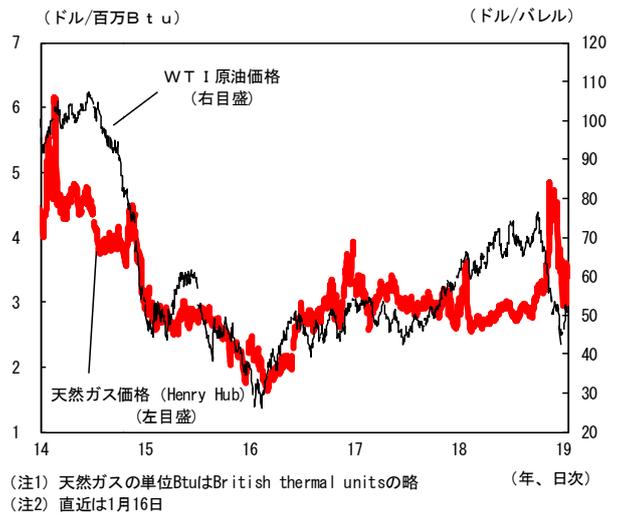
(図表 4) 石油製品市況の推移



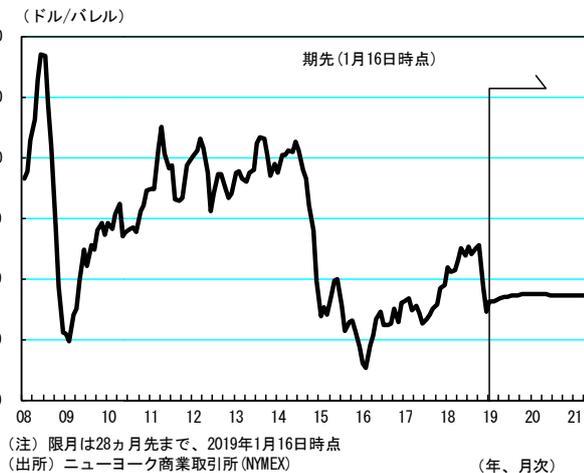
(図表 5) 油種間スプレッドの推移



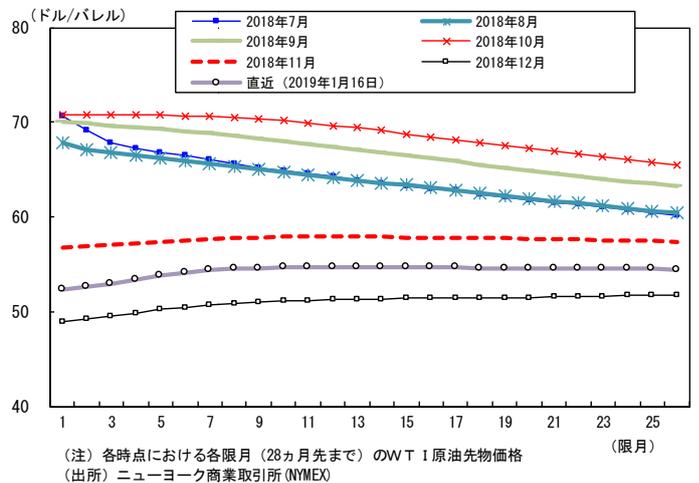
(図表 6) 米国天然ガス市況の推移



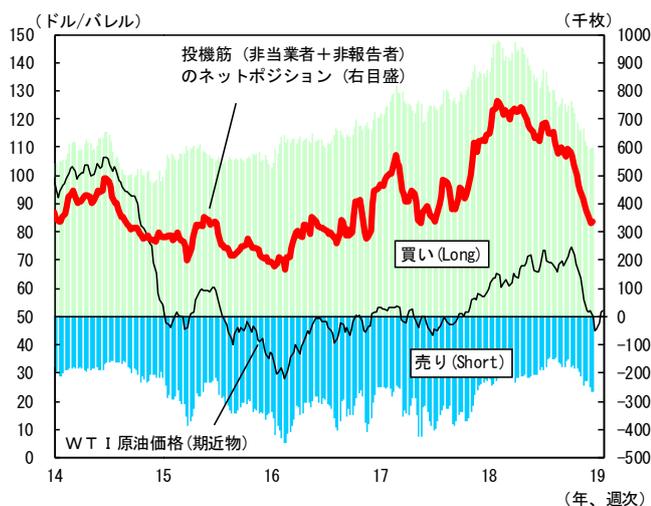
(図表 7) 原油先物価格と先物カーブ



(図表 8) WTI原油の先物カーブの変化



(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12月18日時点、WTI原油は1月16日の値  
 (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12月18日時点  
 (出所) 米国先物取引委員会 (CFTC)

(図表 11) OPECの原油生産量 (Bloomberg 集計の推計値)

国名	生産量 <12月> (前月差)		生産量 <11月> (前月差)		産油能力	稼働率	生産余力 <12月>
	生産量	(前月差)	生産量	(前月差)			
アルジェリア	106.0	(-1.0)	107.0	(0.0)	115.0	92.2%	9.0
アンゴラ	147.0	(-2.0)	149.0	(-4.0)	171.0	86.0%	24.0
コンゴ共和国	32.0	(0.0)	32.0	(0.0)	33.0	97.0%	1.0
エクアドル	51.0	(-1.0)	52.0	(0.0)	55.5	91.9%	4.5
赤道ギニア	12.0	(1.0)	11.0	(-1.0)	15.0	80.0%	3.0
ガボン	17.0	(-1.0)	18.0	(0.0)	22.0	77.3%	5.0
イラン	292.0	(-12.0)	304.0	(-28.0)	400.0	73.0%	108.0
イラク	470.0	(13.0)	457.0	(-9.0)	470.0	100.0%	0.0
クウェート	281.0	(1.0)	280.0	(1.0)	300.0	93.7%	19.0
リビア	100.0	(-11.0)	111.0	(-9.0)	120.0	83.3%	20.0
ナイジェリア	172.0	(-4.0)	176.0	(-4.0)	190.0	90.5%	18.0
カタール	60.0	(-1.0)	61.0	(0.0)	64.0	93.8%	4.0
サウジアラビア	1,065.0	(-42.0)	1,107.0	(39.0)	1,150.0	92.6%	85.0
UAE	335.0	(8.0)	327.0	(15.0)	340.0	98.5%	5.0
ベネズエラ	122.0	(-1.0)	123.0	(1.0)	144.0	84.7%	22.0
<b>OPEC 15カ国</b>	<b>3,262.0</b>	<b>(-53.0)</b>	<b>3,315.0</b>	<b>(-72.0)</b>	<b>3,589.5</b>	<b>90.9%</b>	<b>327.5</b>

(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。2018年12月のOPEC総会では日量80万バレルの減産を決定。

(注2) インドネシアは、2016年11月の総会で加盟資格が停止。ガボンは2016年7月より再加盟。

赤道ギニアは2017年5月に加盟。コンゴは2018年6月に加盟。カタールは2019年1月に脱退。

(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：イラン制裁などを材料とした原油高に連れ高

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、上昇傾向で推移し、2018年11月には54.8円となった。一方、輸入原油価格は2016年2月に22.5円にまで下落した後、2018年11月には58.1円に上昇した（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後、変動しつつもナフサ安傾向で推移しており、足元はナフサ安幅が2～4円となっている。

アジアのナフサ市況の推移をみると、2018年10月2日にピークをつけた後、下落傾向となり、2019年1月2日がボトムとなっている。原材料である原油の価格変動に連動している。原油との相対価格をみると、夏場以降は、季節的なガソリン需要の一服、米中貿易摩擦への懸念、欧州産ナフサの流入、米国のシェールガス由来のエチレンの増加などが、アジアのナフサ市況安要因となった。先行き、米国による対イラン制裁の強化、欧州からのナフサ流入の鈍化、アジアの旺盛な石化製品需要などが強材料となるが、米中貿易摩擦、英国のEU離脱交渉など不透明要因もあり、上値は限定された推移が予想される。

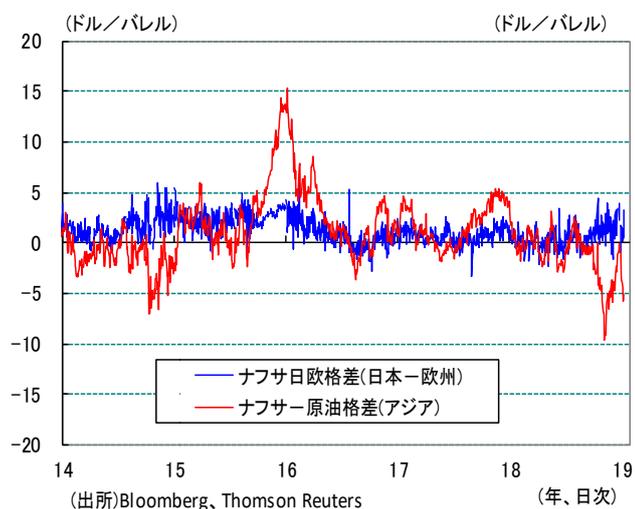
（図表12）日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



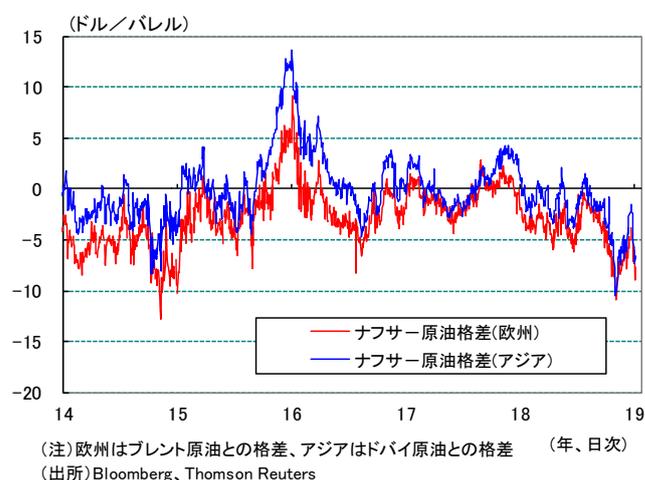
（図表13）アジアの原油・ナフサの市況



（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



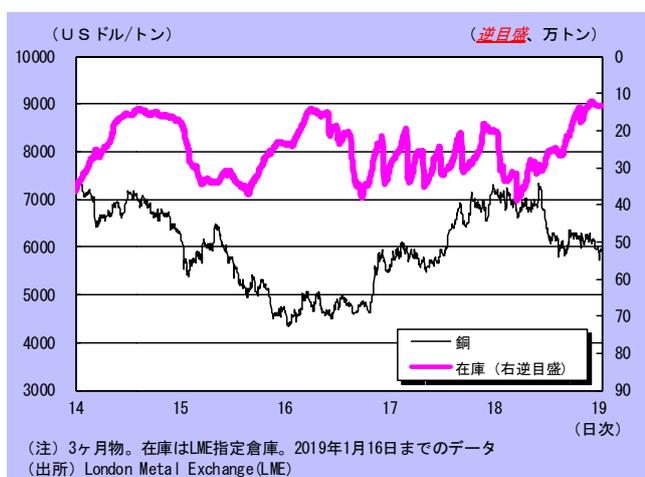
### Ⅲ. ベースメタル

#### 1. 銅を中心とした概況：1月初旬に5,800ドル割れの安値

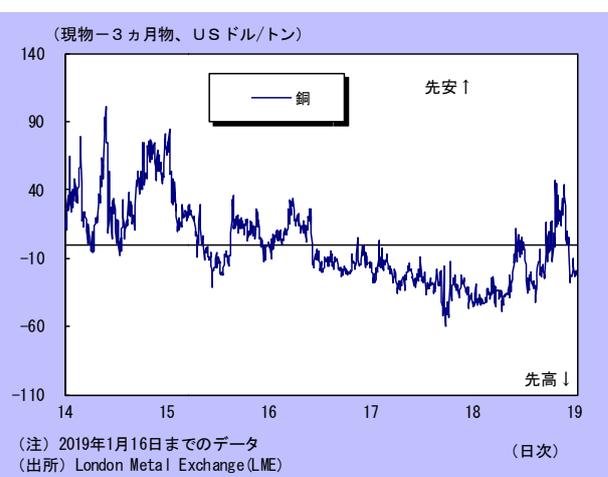
非鉄ベースメタル相場の中心となる銅相場は、2018年6月7日に1トンあたり7,348.00ドルと2014年1月以来の高値をつけた。その後、8月15日には5,773ドルまで下落した後、9月後半～12月前半は6,000ドル台を中心に推移していたが、1月3日には5,725ドルと8月の安値を下回った。

(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



#### 【10月の動向】～横ばい推移後、下落

##### 上中旬は横ばい圏で推移

月初は、前日に発表された中国国家統計局が発表した製造業購買担当者景況指数(PMI)と、財新/マークイットによる製造業PMIがともに、市場予想以上の低下を示したことを受けて、最大消費国である中国の需要が鈍化するとの懸念が強まり、銅相場はやや下落したものの、下値は限定的だった。その後も、中国が国慶節の休暇で取引が少ない中、銅相場は横ばい圏にとどまった。5日は、9月の米国雇用統計が雇用の堅調さを示す内容だったにもかかわらず、為替市場ではドル売りが優勢となっていたが、銅相場はドル安に支えられず、やや下落幅が大きくなった。

9日には、前日に中国国務院常務会議において、輸出増値税の還付率を11月1日付で引き上げると決定されたことなどが好感された。しかし、10日には、世界的に株価が大幅下落したことや、前日に英豪系資源大手のBHPビリトンがオーストラリアのオリンピック・ダム鉱山のプラントを10月中に再稼働すると発表したことが弱材料になった。一方、12日には、9月の中国の銅輸入が高水準であったことが強材料になった。中国政府による廃物輸入規制でスクラップ輸入が減少した代替として、銅地金の輸入が増えているとみられている。

その後、9月の中国生産者物価の上昇率が鈍化したこと(16日)や、サウジアラビア人記者殺

害を巡る疑惑が投資家心理の悪化につながったことが銅相場の押し下げ材料になったものの、7～9月期の中国GDPが低成長にとどまったことを受けて景気刺激策への期待が高まったこと（19日）、中国人民銀行高官の発言を受けて2019年の減税についての期待が高まったこと（22日）などが相場の押し上げ材料になり、一進一退で推移した。

#### ドル高・株安・米中貿易摩擦を背景に下落

もっとも、その後は、LME指定倉庫の在庫減少を受けて（25日）上昇する場面もあったものの、イタリア財政問題への懸念が強まって（23～24日）ユーロ安・ドル高が進んだことや、世界的に株価の下落傾向が続いて投資家心理が悪化したことから弱含んだ。また、トランプ米大統領が貿易摩擦問題で「中国との素晴らしい取引を見込む」としながらも、「取引ができないようなら新たに中国からの輸入品2670億ドル分に対して関税を課す用意がある」と述べたと報道され（29日）、30日の銅相場は大幅下落となった。31日には、中国国家统计局が発表した10月の製造業PMIが市場予想を下回ったことが弱材料となり、相場は続落した。

#### 【11月の動向】～一進一退

##### ドル安・株高・米中貿易摩擦緩和への期待から上昇

1日は、一時5,974.5ドルよ9月以来の安値まで売られたが、その後反発した。ドル安・株高が進む中で、銅相場に対するセンチメントも改善した。また、前日に中国国務院がインフラ投資を強化する旨を発表したことも好感された。

2日は、大幅続伸した。前日にトランプ米大統領が中国の習近平国家主席と電話会談を行い「極めて良い会談を行った」とツイッターで明らかにしたことを受けて、米中貿易摩擦が緩和に向かうとの期待が高まった。

##### 米中貿易摩擦緩和への期待が剥落・米利上げ観測などが下落材料

しかし、5日は反落した。一部で報道された「米中貿易合意」の可能性について、クドロー米国家経済会議（NEC）委員長が明確に否定する中、貿易摩擦の早期解消への期待は剥落し、銅相場は反落した。前日のアップル社の決算発表で売り上げ見通しが市場の期待に届かなかったことも、銅相場の弱材料になった。

6日は、米中間選挙の結果が注目される中、相場はじり安となった。7～8日は、米中間選挙で上院は共和党、下院は民主党が多数派と予想の範囲内の結果となる中、為替や株式の相場は落ち着いた推移となり、銅相場は小動きであった。9日は、前日発表された米連邦公開市場委員会（FOMC）の声明文がほぼ予想通りながら12月の利上げを示唆したことなどから、米利上げ継続の悪影響が懸念され、銅相場の下落につながった。

### 米中貿易摩擦緩和への期待・中国景気対策への期待などが上昇材料

13日には、一時6,016ドルまで売られたが、その後、反発に転じた。20カ国・地域（G20）首脳会議に合わせた米中首脳会談に向けた米中の接触が行われているとの報道が好感された。14日は、発表された中国の経済指標のうち、小売売上高は減速したものの、鉱工業生産や固定資産投資はやや加速したことを受けて、政府による景気下支え策の効果が表れ始めたとの見方が強まり、相場の支援材料になった。その後も、中国政府が米国からの通商改革要請に対して書面で回答したと報じられ、米中貿易摩擦の解決に向けた期待が生じたこと（14日）、チリの資源大手のアントファガスタと中国の製錬大手の江西銅業との2019年の銅鉱石交渉の結果が銅需給の引き締まりの兆しと受け止められたこと（15日）、クラリダ・米連邦準備制度理事会（FRB）副議長によるハト派的な発言を受けたドル安（16日）などが相場の支援材料となった。もっとも、高値でも6,200ドル台と上値は限定的であった。

### 米中貿易摩擦緩和への期待が後退

その後、米中貿易摩擦への懸念が再び強まると、銅相場はやや下落傾向となった。20日には、米通商代表部（USTR）が米通商法301条に基づく調査報告書の中で、「中国は不公正貿易を改めようとしていない」と批判したことなどにより、貿易協議での米中合意への楽観論は後退する流れとなった。26日には、トランプ米大統領が2000億ドル相当の中国からの輸入品に対する関税を10%から25%に引き上げる見通しであり、中国からの引き上げの見送りを求める要請を受け入れる可能性は低い、と述べたと報道された。

28日には、パウエルFRB議長が政策金利は中立水準を「若干下回る」との認識を示し、利上げ終了が近いとの見方が広がったことが相場押し上げ材料になった。

30日には、中国国家统计局が発表した製造業PMIが市場予想を下回り、相場の押し下げ要因となったが、本日～12月1日に開催されるG20首脳会議や1日開催の米中首脳会談を控えて、値動きは限定的だった。

### 【12月の動向】～一進一退が続く

#### 米中貿易摩擦緩和への期待から月初に高値

3日は、1日に開催された米中首脳会談において貿易戦争の「一時休戦」で合意したことが好感され、銅相場は上昇した。米国が2019年1月に予定していた2000億ドル相当の中国からの輸入品に対する追加関税の25%への引き上げを当面、凍結することになった。2月末までの90日が猶予期間とされた。米中貿易摩擦緩和への期待から一時6,352ドルの高値をつけた。

#### 米中貿易摩擦緩和への過度な期待が剥落

しかし、その後は、下落傾向となった。米中貿易戦争は一時休戦となったものの、問題の根本的な解決は難しいとの見方が強まった。4日に、トランプ米大統領はツイッターで「私は関税マ

ンだ」と書き込み、中国との協議がとん挫すれば「大規模な関税を課すだろう」とけん制し、翌日の銅相場は下落した。6日には、中国の通信機器メーカーの華為技術（ファーウェイ）の孟・副会長が米国の請求に基づきカナダで逮捕されたことで、米中貿易摩擦の解決は遠のいたとの見方が強まった。

その後、11月の中国貿易統計において、銅輸入が前年割れとなったこと（8日）や、11月の中国の小売売上高や鋳工業生産が低調であったこと（14日）が弱材料となった一方で、米中の貿易協議を巡って両国の閣僚が電話会談したこと（11日）、中国が米国産大豆を大量購入したと報道されて貿易協議への悲観が後退したこと（13日）などが強材料となり、一進一退となった。

### 世界景気減速への懸念深まる

18日は、世界景気の先行きへの不安が強まる中で、習近平・中国国家主席が改革開放政策の40周年記念にあたり行った演説で、新たな景気支援策が示されなかったことに失望して、銅の下落幅が大きくなった。19日の米連邦公開市場委員会（FOMC）での利上げ決定は、織り込み済みだったものの、来年に向けての金融政策のスタンスは市場が期待したほどにはハト派的ではなく、景気減速懸念が強まる中で利上げが進められることが投資家心理を弱気にさせる効果があったとみられる。

24日にかけて急速に株価が下落するなど投資家のリスク回避姿勢が強まる中、銅は比較的底堅い値動きで、年末にかけて6000ドル前後の推移となった。

### 【先行き】～目先は弱含みも年後半にかけて持ち直し

銅は、2017年に電気自動車（EV）関連商品の一角とみなされ、相場上昇に弾みがついた後、18年6月にはエスコンディエーダ鉱山でのストライキ懸念から7,348ドルと4年超ぶりの高値まで上昇した。しかし、その後は、米中貿易摩擦によって最大消費国である中国の銅需要が落ち込むとの懸念が強まる中、銅相場は下落した。

1月2日には、財新／マークイットが発表した12月の中国製造業PMIが国家統計局による製造業PMI（12月30日発表）と同様に業況の改善・悪化の分かれ目となる50を下回り、また、アップル社が10～12月期の売上高見通しを下方修正した。これらを受けて、1月3日には、世界的に株価が下落して世界景気減速懸念が強まったため、銅相場は5,725ドルと2017年6月以来の安値まで下落した。

19年の銅相場は、目先は、米欧中などの景気減速、米中の貿易摩擦や英国のEU離脱への懸念などにより、弱含むが、後半にかけて世界景気とともに持ち直すことが予想される。通年のレンジは5,000～7,000ドル程度が見込まれる。

## 2. 各他品目の概況

### (1) アルミニウム市況：一時 1,800 ドル割れまで下落

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、2018年4月19日に1トンあたり2,718ドルと2011年5月以来の高値まで上昇した。その後は、上値が抑えられ、1月3日には1,785.50ドルと2017年1月以来の安値をつけた。

10月3日に、ノルウェー系アルミニウム大手のノルスク・ハイドロがブラジル北部にある世界最大のアルノルテ・アルミナ精錬所を一時閉鎖すると発表した。アルミニウムの主原料であるアルミナが不足し、アルミニウム相場の上昇につながることを懸念され、4日には2,267ドルと4か月ぶりの高値をつけた。その後、ブラジルの裁判所が緊急の廃棄物処理策を容認したことなどから、同精錬所の再稼働への期待が高まり、アルミニウム相場は反落した。

11月27日には、中国当局の発表資料に基づく試算では、世界最大のアルミニウム・メーカーである中国宏橋集団は、冬季の環境対策のため、最大55万トンの減産を行うことになると報道された。

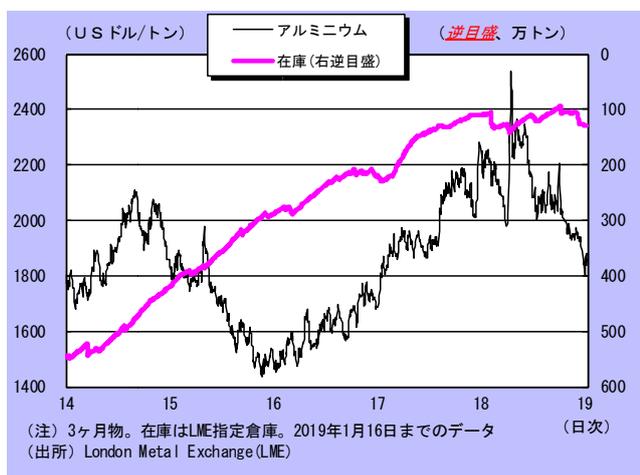
11月30日には、中国国営会社の中国アルミ（チャルコ）が同国北部にあるアルミ生産ラインの一部で減産を実施していることを明らかにした。山西省や山東省の生産施設で年間47万トンを生産調整するとした。

12月19日には、トランプ米政権が、4月に発表したロシアのアルミニウム生産会社のルサールに対する制裁を解除する方針を明らかにした。ロシアによる悪質な活動に大株主である新興財閥のオレグ・デリパスカ氏が関与していたとしてルサールに制裁が科されていたが、同氏のルサールへの関与が大幅に弱まったとして制裁が解除される見込みとなった。

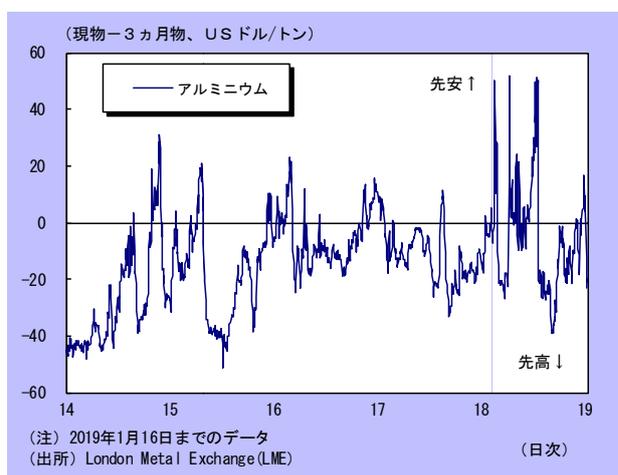
目先は、米欧中の景気減速や供給の回復観測などからアルミニウム相場は弱含みが続くのが、年後半には中国などでの減産による需給の引き締めや、世界景気の持ち直しなどにより、需給は緩やかに引き締まる方向となり、相場は上昇傾向となろう。

(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 10,500 ドル近くまで下落

ステンレスの原材料になるニッケルの相場は、2018年4月19日に1トンあたり16,690ドルと2014年12月以来の高値まで上昇した。その後は、上値が重くなり、2019年1月2日には10,525ドルまで下落した。

ニッケルは、昨年、電気自動車（EV）関連で需要が喚起される金属として注目を集めて相場の上昇に弾みがつき、今年4月には米国によるルサールへの制裁の余波が懸念されて高値をつけた。しかし、その後は、米中の貿易摩擦の影響が懸念され、またEV需要への期待が剥落し、相場は下落に転じている。

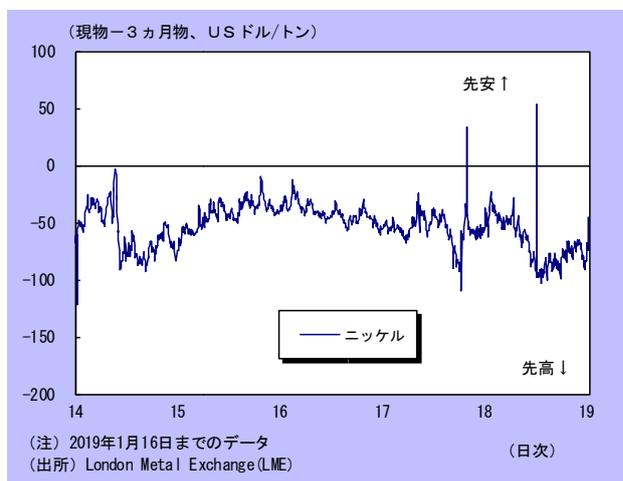
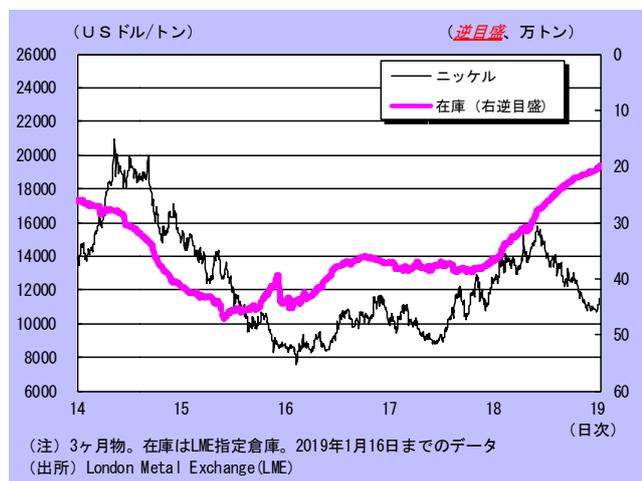
上海先物取引所の鉄筋先物が11月下旬にかけて下落傾向を続けたことも、鉄との関連が深いニッケルの弱材料となった。

ニッケルの需給バランスは供給不足が続いているものの、中国での住宅投資の減速やインドネシアでのRKEF（rotary kiln electric furnace）方式によるNPI（ニッケル銑鉄）や、HPAL（high pressure acid leach）技術による電気自動車用電池向けニッケルの増産などから、需給緩和観測が生じている。市中のニッケル在庫も豊富だとされ、目先のニッケル相場は低調な推移が続こう。もっとも、年後半には、世界景気の持ち直しなどから需給は引き締まりに向かい、相場も上昇するだろう。

(図表 18) ニッケル

ニッケル相場と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



## (3) 亜鉛市況：一進一退で足元は 2,400 ドル台を中心に推移

鋼材のメッキ向けが主用途の亜鉛の相場は、2018年2月15日に1トンあたり3,595.50ドルと2007年7月以来の高値をつけた。その後は、8月中旬には2,283ドルと2016年10月以来の安値をつけた後、10月上旬には2,700ドル超に持ち直し、足元は2,400ドル台を中心に推移するなど一進一退の動きとなっている。

環境規制の強化への対応や精錬の利益率の悪化を背景とした減産が、LME指定倉庫の在庫の

減少につながり、亜鉛相場はやや持ち直して10月2日には2,728ドルをつけたが、その後上値は重くなっている。2019年には新規鉱山からの供給が増えるため、先行き、需給が緩和するとの見方が多くなっている。また、米中貿易摩擦、米国の長期金利の上昇、新興国の経済不安なども亜鉛相場の弱材料になっている。

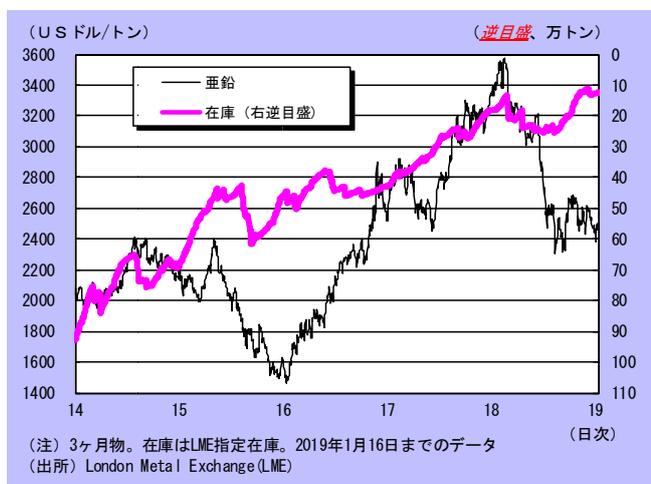
10月8日に国際鉛・亜鉛研究会（ILZSG）は、2018年の亜鉛の需給バランスは32.2万トンの需要超過、2019年は7.2万トンの需要超過とする見通しを発表した。当面、中国での環境規制の強化や利益率の低下を背景に減産が進むものの、2019年には新規鉱山からの供給が増えるとの見方が多い。

上海先物取引所の鉄筋先物が11月下旬にかけて下落傾向を続けたことも、鉄との関連が深い亜鉛の弱材料となった。

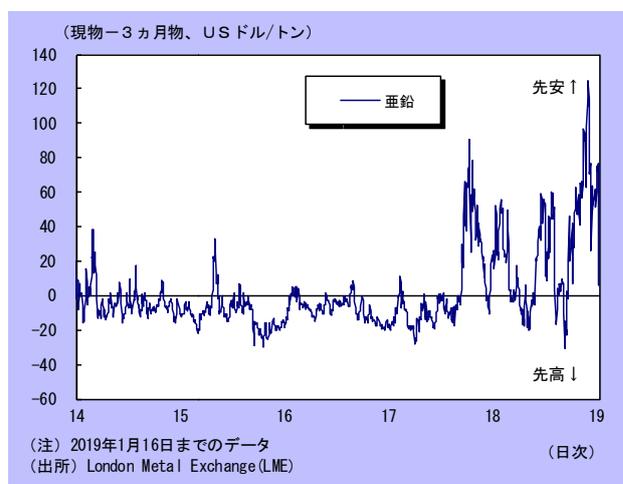
亜鉛は、新規開山や増産の案件が増えているが、本格稼働までに時間がかかるため、当面、需給の引き締まった状態が続くと見込まれる。もっとも、相場は、先行きの需給緩和を見越して、やや軟調な推移が見込まれる。

(図表 19) 亜鉛

亜鉛相場と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



#### (4) 錫市況：反発して足元は20,000ドル台

電子部品のはんだ付けなどに使われる錫の相場は、2018年1月29日に1トンあたり22,000ドルと2016年11月につけた高値に並んだ。その後は下落傾向となり、11月27日には18,145ドルと2016年8月以来の安値をつけた。2019年1月にかけて、やや反発して20,000ドルを上回って推移している。

11月23日に、国際錫協会（ITA）が錫の世界需給について、2018年の7500トンの需要超過から、2019年には500トンの供給超過に転じるとの見通しを発表した。中国の需要が鈍化する一方で、供給は増加するとされた。

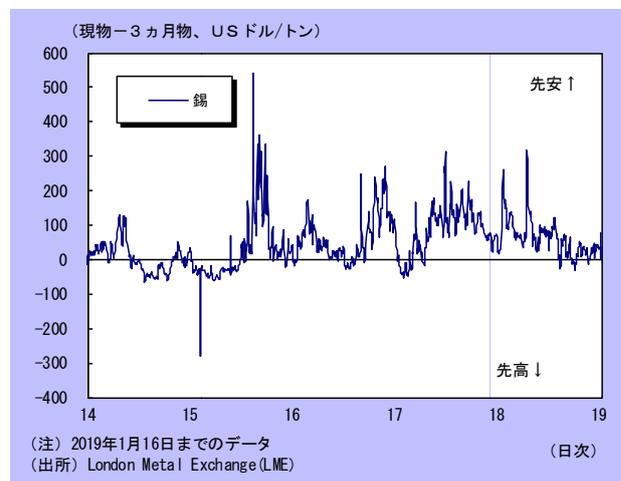
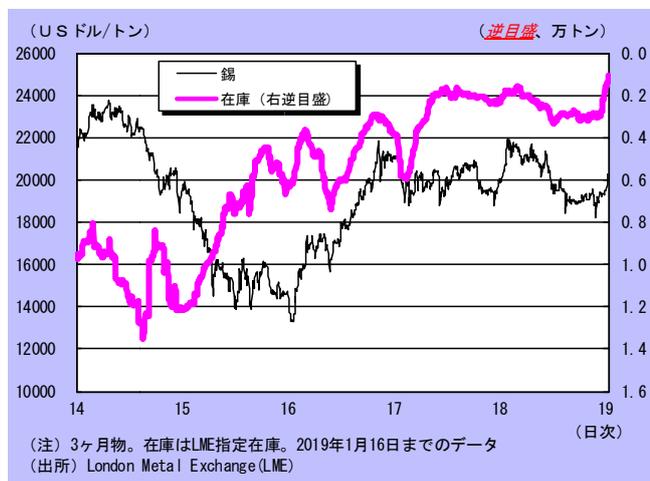
足元では、インドネシアからの錫輸出の遅延が続いていることや、米中貿易協議の進展への期

待などから世界景気減速懸念が後退していることを背景に、相場の上昇傾向が続いている。

(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 ヶ月物) の推移



(5) 鉛市況：10月にかけて下落後、2,000ドル前後で一進一退

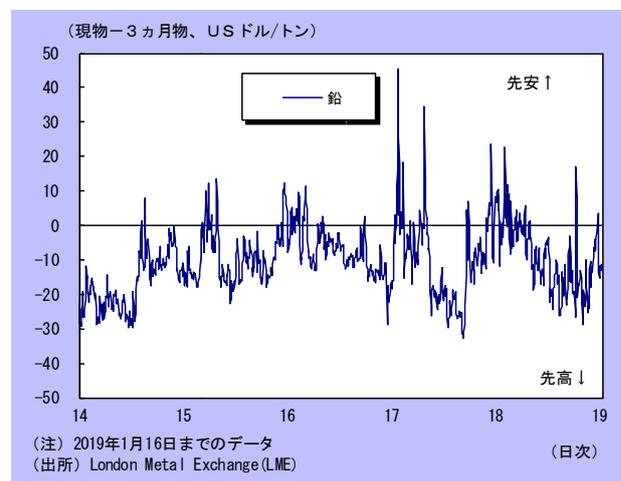
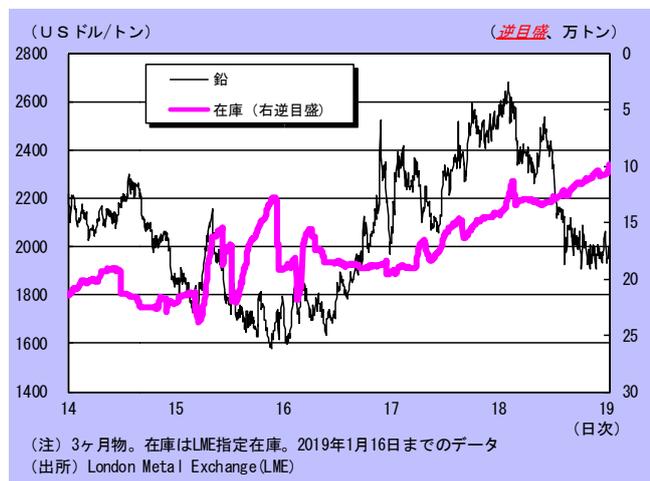
バッテリー向けなどに使われる鉛の相場は、2018年2月2日に1トンあたり2,685ドルと2011年7月以来の高値をつけた。その後は下落傾向となり、10月11日には1,876ドルと2016年9月以来の安値をつけた。2019年1月にかけて、2,000ドル前後の推移が続いている。

10月8日に国際鉛・亜鉛研究会 (ILZSG) は、2018年の鉛の需給バランスは12.3万トンの需要超過となった後、2019年は5.0万トンの供給超過に転じるとの見通しを発表した。10月10~11日に世界的に株価が急落した局面で、他の金属に比べて鉛が売られやすくなった背景には、こうした需給緩和見通しがあったと思われる。

(図表 21) 鉛

鉛相場と LME 指定倉庫在庫の推移

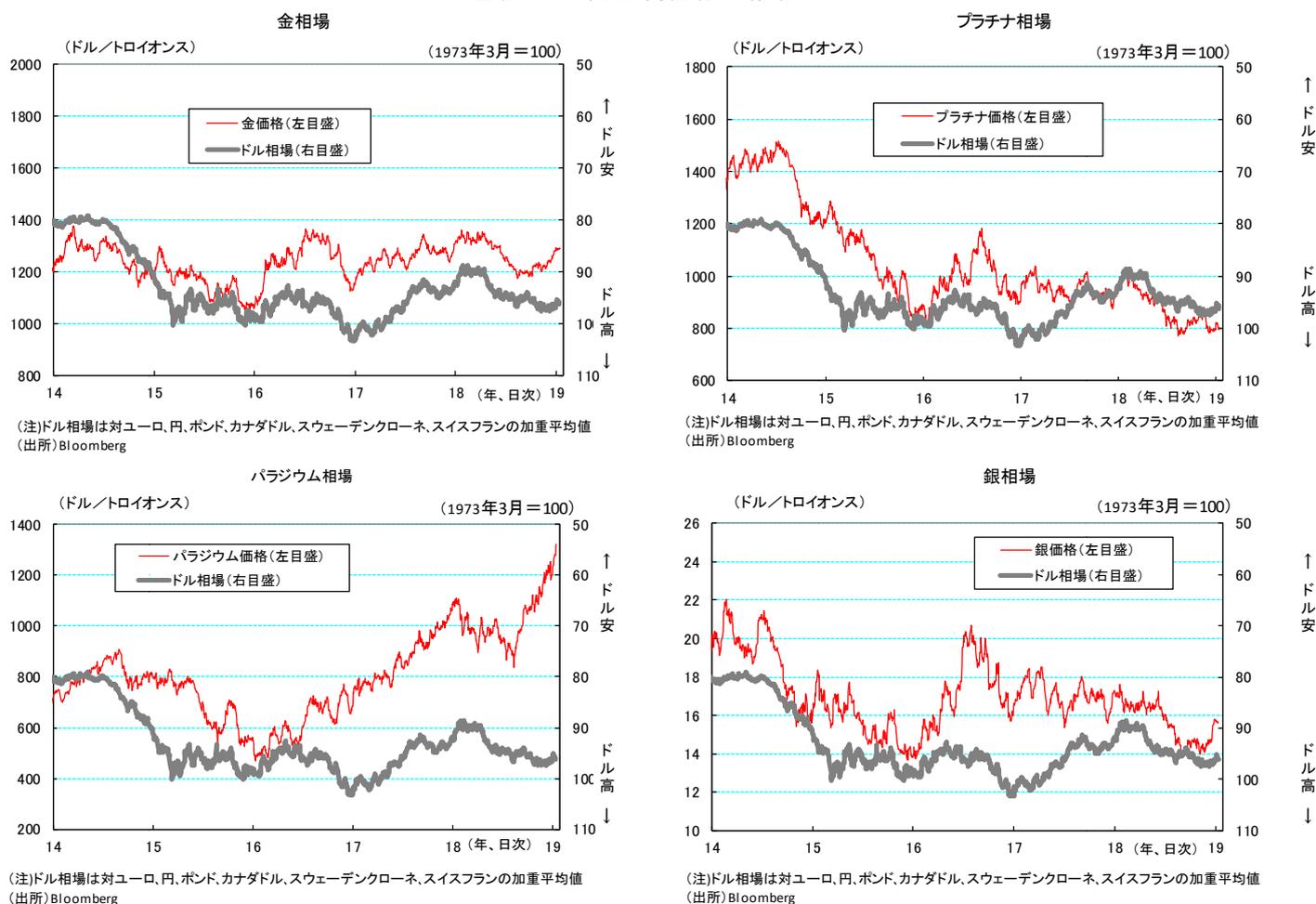
現先スプレッド (現物-3 ヶ月物) の推移



#### IV. 貴金属：金相場は持ち直して1,300ドルに近づく

金相場は、2018年1月25日に1トロイオンスあたり1,366.07ドルまで持ち直し、4月頃まで高値圏にとどまった。しかし、その後は下落傾向となり、8月16日には1,159.96ドルと2017年1月以来の安値をつけた。その後は上昇傾向となり、足元は1,290ドル前後で推移している。

(図表 22) 貴金属価格の推移



#### 【10月の動向】～一進一退後、上昇

##### 上旬は貿易戦争などを材料に一進一退

1日は、前日に北米自由貿易協定（NAFTA）再交渉で、米国とカナダが合意したことを受けて、貿易摩擦への懸念が後退し、投資家のリスク志向が強まって安全資産である金は売られた。

2日は、イタリアの連立政権を構成する極右政党「同盟」の有力議員、ボルギ氏が通貨ユーロからの離脱を志向する発言を行ったことで世界的に株安などリスク回避の投資行動が進む中で安全資産の金は買われ、1,200ドル台を回復した。

3日は、欧州連合（EU）からの圧力を受けてイタリアの連立政権が財政赤字の削減にやや前向きな姿勢を示したことで、投資家のイタリア情勢についての不安心理が和らぎ、金相場の抑制要因となった。

その後、米長期金利の高止まりなどを背景にドル高が進んだことなどが弱材料となる一方で、9月の米国雇用統計で雇用増加数が市場予想を下回ったことなどが強材料になり、金相場は一進一退の推移となった。

8日には、米長期金利の高止まりする中、中国景気減速への懸念からドルが逃避先として選好される流れになると、金は売られた。

### 月半ばには株価急落を受け、逃避先として金買われる

しかし、10日には、ハイテク銘柄を中心に米国株式が大幅に売られる中、投資家のリスク回避行動が強まり、金相場は大幅に上昇した。11日も世界的に株安が進む中、金は大幅続伸し、1,220ドル超となった。

12日は、株価の持ち直しやドル高を背景に金相場は下落した。その後は、9月のFOMC議事要旨を受けて米利上げ観測が強まったこと（17日）、イタリア財政問題を背景にユーロ安・ドル高が進んだこと、などが弱材料となったが、サウジアラビア人記者のカシヨギ氏の殺害疑惑を巡ってサウジと西側諸国の関係悪化が懸念されたこと、米中の貿易摩擦激化への懸念が続いたこと、ムニューシン米財務長官がサウジで開催される投資会議への参加を見送る意向を表明したこと（18日）、欧州委員会がイタリア政府の提出した2019年予算案をEUの財政規律に違反しているとして差し戻し、世界的な株安につながったこと（23日）などが強材料となり、金相場はやや上昇傾向となった。26日には、一時1,240ドルを上回った。

### 欧州の経済・政治情勢への懸念を背景としたユーロ安・ドル高により金は下落

月末にかけては、イタリアの財政問題への懸念が燻っていることに加えて、ドイツのヘッセン州の議会選挙での与党敗北を受けて、メルケル首相が12月に行われるキリスト教民主同盟（CDU）の党首選に出馬しない意向を示し、ドイツの政治情勢への懸念が浮上したこと（29日）、ユーロ圏の7～9月のGDPが減速したこと（30日）などから、対ユーロを中心にドル高が進み、金相場は下落した。

### 【11月の動向】～上昇後に下落した後、持ち直し

#### 月初はドル安を背景に金は上昇

1日は、ドル相場が急落したことを背景に、金は大幅に買われ、1,230ドル台を回復した。ドル相場急落の背景には、これまでのドル相場の上昇によって利益確定売りが出やすくなっていたこと、この日発表された10月のISM製造業景況指数が市場予想を下回ったこと、米中首脳が電話会談をしたと伝わって貿易協議の進展への期待からリスク回避的なドル買いが弱まったことなどがあつたとみられる。

#### 米利上げ継続姿勢を受けてドル高・金安

2日は、10月の米国雇用統計で、雇用増加数が市場予想を上回って利上げ観測を強めたことがやや金相場の押し下げ材料になった。その後、米中間選挙やFOMCといった重要イベントを控えて、小動きとなった。6日投票の米中間選挙では、上院は共和党、下院は民主党が多数派を占める結果となったが、市場の予想の範囲内であった。7～8日の米連邦公開市場委員会（FOMC）でも、政策金利の据え置きが決定され、声明では「段階的な利上げの継続」姿勢に変更はないとされたが、これも市場の予想の範囲内であった。

もともと、想定内ではあったが、為替市場では、米連邦準備制度理事会（FRB）がタカ派的なスタンスを続け、米国の利上げが継続されることを改めて織り込む動きとなり、8～12日にかけては、ドル高が進んだ。イタリア財政問題への懸念や、英国の欧州連合（EU）離脱交渉の難航観測も、ドル高材料になった。ドル高を受けて、金相場は下落し、13日には一時、節目の1,200ドルを割り込んだ。

### ドル安に転じ、金相場は反発

しかし、14日は、英国のEU離脱の協定草案が英閣議で承認され、ユーロ高・ドル安につながり、金相場を押し上げた。15日には、このEU離脱案に反対する複数の英閣僚が辞任を表明するなど、今後の議会承認は難航し、金融市場の混乱につながるリスクがあるとの見方が強まり、金買い材料視された。さらに、16日には、クラリダFRB副議長が世界景気の減速に言及するなどややハト派的な姿勢を示したことが金の支援材料になった。21日には、一時、1,230ドル超まで値を戻した。

### 米金融政策を巡る思惑などから一進一退

その後、11月のユーロ圏総合購買担当者景況指数が低調だったこと（23日）、クラリダFRB副議長が「段階的な利上げが適切」と利上げ継続姿勢を示したこと（26日）、などがドル高につながり、金価格を抑制した。月末にかけては、パウエルFRB議長が金利は中立的な水準に近付いていると述べたこと（28日）で、今後の利上げ幅が大きいとの見方が強まり、金相場はやや持ち直したが、上値は重かった。

## 【12月の動向】～上昇

### ドル安・ファーウェイ事件・米景気減速などが買い材料

3日は、1日に米中首脳会談が行われ、貿易戦争の「一時休戦」で合意したことを受けて、リスク回避的なドル選好が弱まり、ドル安が進んだことが金相場を押し上げた。4日は、トランプ米大統領が「私は関税マンだ」とツイートし、中国との通商交渉が決裂すれば、対中関税を引き上げることを改めて示唆したことから、投資家のリスク回避姿勢が強まり、安全資産の金は買われた。

その後、ニューヨーク連銀のウィリアムズ総裁の利上げに積極的と受け止められた発言(5日)

でやや売られる場面もあったが、華為技術（ファーウェイ）の幹部がカナダで逮捕された事件を受けて米中の貿易摩擦が激化するとの懸念が強まったこと（6日）や、11月の米国雇用統計で雇用増加数が市場予想を下回ったことを受けて景気減速観測が強まったこと（7日）から、逃避先として金を選好する流れが続いた。

### ドル高・株安の一服などが弱材料

その後、英国のEU離脱案を巡る採決の延期を受けて対ポンドを中心にドル高が進んだこと（10日）、世界的な株価下落が一服していたこと、米国の小売売上高や鉱工業生産といった景気指標が堅調だった一方で欧州の景気指標は弱めだったことを受けてドル高が進んだこと（14日）などが弱材料になったが、下値は限定的だった。

### ドル高・株安の一服などが弱材料

月後半も金相場は上昇傾向で推移した。19日に予定されるFOMCの結果発表を控えて、世界的な景気減速の兆候などを背景にややハト派的な声明や利上げ見通しになるとの観測が強まる中、17～18日の金相場は堅調に推移した。19日もFOMCの結果発表前まで堅調に推移していたが、結果発表後は、FRBのスタンスは市場が期待したほどハト派的ではないとの見方が強まり、金相場は下落した。

### 景気減速や株安への懸念が金相場を押し上げ

しかし、20日には、前日のFOMCの結果が十分ハト派的でないことが景気減速懸念を強めるとの見方が強まり、ドル安を通じた金買いやリスク回避的な金買いにつながった。21日は、利益確定の売りに押されたものの、24日には世界的に株安が進む中で、投資家のリスク回避姿勢が強まり、安全資産とされる金に対する需要が高まった。米政府機関の一部閉鎖が長期化するかもしれないとの懸念も投資家の不安心理につながった。

年末にかけても、米政府機関の一部閉鎖、中国の景気減速、英国のEU離脱交渉など不透明要因への懸念が根強く、金相場を下支えした。米景気についても減速懸念が出ている中、為替市場で、ユーロ高・ドル安が進んだことも金買いにつながった。年末は1,280ドルを上回った。

### 【先行き】～支援材料多く高止まりか

年明け後も、財新／マークイットが2日に発表した12月の中国製造業PMIが国家統計局による製造業PMI（12月30日発表）と同様に業況の改善・悪化の分かれ目となる50を下回ったことで、中国景気減速懸念が強まり、金買いにつながった。3日は、前日にアップルが売上高見通しを下方修正したことを受けて、世界的に株安が進み、金相場を支援した。4日には、一時1,298.42ドルと1,300ドルに迫った。その後、12月の米国雇用統計が堅調であったこと（4日）、米中両政府による次官級の貿易協議についてトランプ大統領が「非常にうまくいっている」とツ

ツイッターに投稿したこと（8日）などが弱材料になったものの、パウエルFRB議長が利上げやバランスシートの縮小に柔軟性をもって当たり、必要とあれば政策スタンスを大幅に変更する用意があると述べたこと（4日）、12月のFOMC議事要旨で利上げペースの鈍化が妥当と示唆する内容がみられたこと（9日）が強材料になった。

英国のEU離脱交渉の行方が不透明であることや、米金融政策の行方は利上げペースが鈍化するとの見方でやや修正されてきていることが金相場の支援材料となる一方で、米中貿易摩擦の行方はやや楽観される方向に修正されていることや、イタリア財政問題を巡る懸念がひと段落していることが金相場の下押し材料となる状況が続くと思われる。金相場の下値は限定され、高止まりが続くと思われる。

— 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、当社の統一的な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。