

経済レポート

コモディティ・レポート(2019 年 1～3 月)

調査部 主任研究員 芥田 知至

I. コモディティ市況全般：持ち直し傾向

ドル建て国際商品市況全般の動向を示すロイター・コアコモディティー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、2018 年 12 月 24 日に 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。米中貿易協議や英国のEU離脱の行方は不透明だが、世界景気の拡大傾向は続き、コモディティ相場は上昇傾向を維持しよう。

II. エネルギー市況：ブレント原油は上昇傾向で推移して 74 ドル台

国際指標とされるブレント原油は、2018 年 12 月 24 日に 49.93 ドルの安値をつけた後、2019 年 4 月 22 日に 74.52 ドルまで上昇した。米政府がイラン産原油の禁輸措置強化を打ち出して押上げ材料になったものの、世界景気減速や協調減産継続への疑念など下押し材料は残っており、上値の重い展開が予想される。

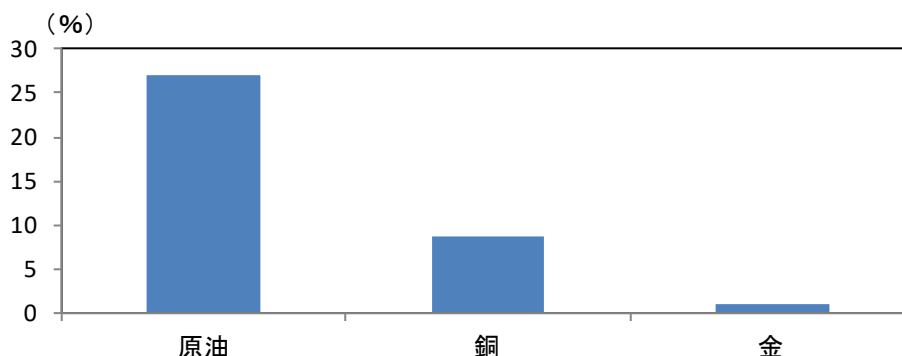
III. ベースメタル市況：銅は 1 月に 5,800 ドル割れ後、一時 6,600 ドル台まで回復

銅相場は、2019 年 1 月 3 日に 5,725 ドルの安値をつけた後、持ち直し傾向となり、足元では一時 6,600 ドル台をつけた。しかし、ドル高や中国景気減速を勘案すると、足元の銅相場にはやや割高感があるようにも思える。いったんは銅相場が下落して割高感が調整される可能性がある。

IV. 貴金属市況：金は 1,350 ドル近くからやや下落して 1,300 ドル割れに

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、2019 年 2 月 20 日には 1,346.73 ドルをつけた。足元では、投資家のリスク志向が強まり、対照的に金はやや売られている。しかし、安全資産である金に対する需要は安定的で、金相場の下値は限定的であろう。

原油・銅・金相場の騰落率（2019 年 3 月末と 2018 年 12 月末の比較）

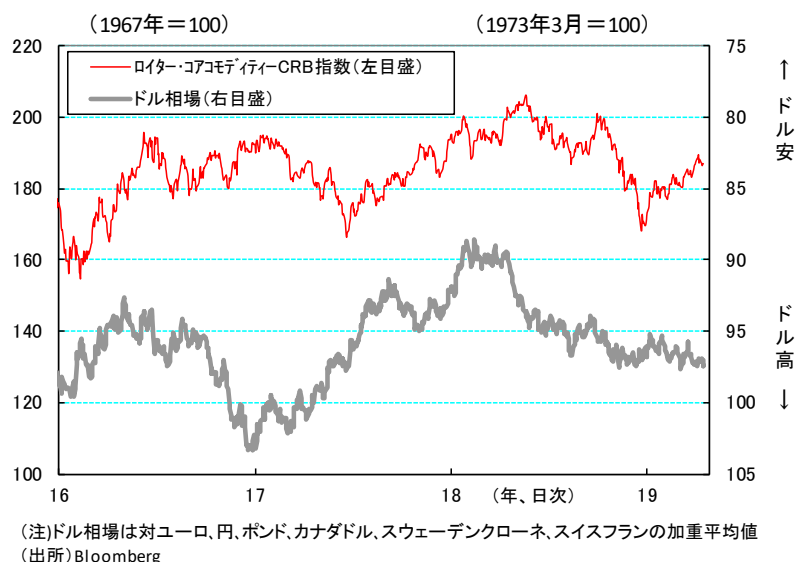


I. コモディティ市況全般の概況：持ち直し

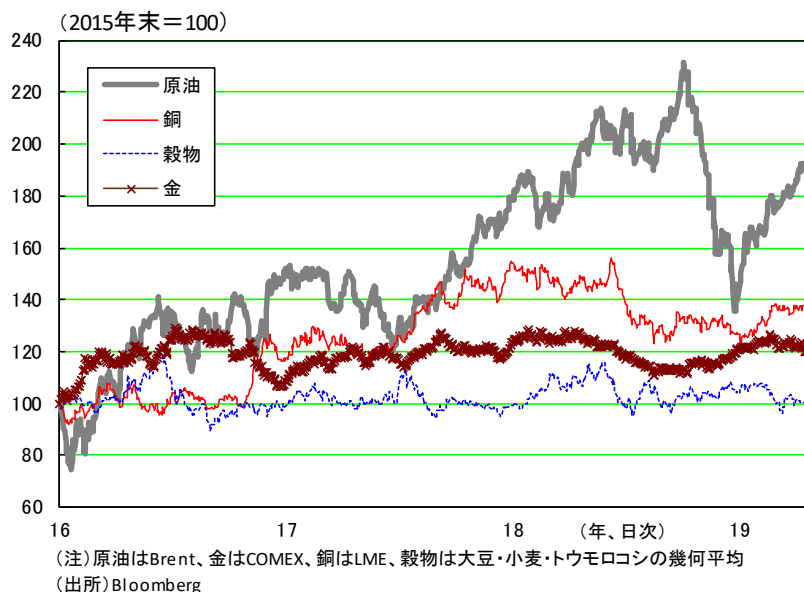
ドル建て国際商品市況全般の動向を示すロイター・コアコモディティCRB指数は、2018年5月22日に2015年7月以来の高値をつけた後、下落し、2018年12月24日に2017年6月以来の安値をつけた（図表1）。その後は、持ち直し傾向で推移している。

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り、2019年に入って発表された景気指標は実際に悪化した。原油は、石油輸出国機構（OPEC）主導の協調減産や米国によるイラン・ベネズエラに対する制裁が需給引き締め観測につながり、12月下旬のボトムから相場が比較的速いペースで回復した。銅も米中貿易協議での合意への期待などから持ち直した。米中貿易協議や英国のEU離脱の行方は不透明だが、世界景気の拡大傾向は続き、コモディティ相場は上昇傾向を維持しよう。

（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：ブレント原油は上昇傾向で推移して 74 ドル台

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 W T I 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、持ち直し傾向にあり、ブレント原油は 4 月 22 日には 74 ドル台と 5 ヶ月ぶりの高値に戻している。

【1 月の動向】～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(終値、ドル)	状況
2 日	↑ (54.91)	取引参加者が少ない中、上昇した。世界景気の先行き不安が根強く、ロシアなど産油国からの供給増の報道が相次いだものの、この日は米国株価が底堅く推移したことなどが下支え材料になった。
3 日	↑ (55.95)	薄商いが続く中、上昇した。12 月の石油輸出国機構（O P E C）産油量がサウジアラビア、イラン、リビアを中心に大幅に減少したとロイターが月次調査の結果を報道したことが買い材料になった。一方で、前日にアップル社が売上高見通しを下方修正したことや、米 I S M製造業景況指数が市場予想を下回ったことなどは上値抑制要因になった。
4 日	↑ (57.06)	中国商務省が米国との次官級貿易協議を 7～8 日に開催すると発表したことで、貿易摩擦解消に向けた期待が高まり、原油は続伸した。ただし、米エネルギー情報局（E I A）が発表した週次統計で、原油在庫が減少予想に反して横ばいにとどまり、ガソリン在庫も予想を上回る大幅増加となったことが上値を抑えた。
7 日	↑ (57.33)	続伸した。ウォール・ストリート・ジャーナル紙がサウジが原油輸出を日量 710 万バレル前後まで削減する計画だと報じたことや、株価の上昇などが支援材料となった。
8 日	↑ (58.72)	続伸した。米中両政府が北京で次官級の貿易協議を行う中、「協議は順調」、「協議を当初予定の 7～8 日ではなく、9 日にも延長して行う」とされたことなどが好感された。
9 日	↑ (61.44)	続伸し、大幅高となった。米中貿易協議が進展しているとの見方が、投資家のリスク志向の回復につながり、株式や原油などリスク資産全般が上昇した。E I A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、需給緩和懸念は広がらなかった。

10 日	↑ (61.68)	さらに続伸した。パウエルF R B議長が討論会で利上げを急がない考えを改めて示したことが好感され、投資家のリスク志向を高め、原油買いにつながった。一方、この日、中国商務省が発表した声明が米側のものと異なり、輸入拡大や構造改革の具体的な内容を欠いていたため、貿易協議進展への期待が後退し、原油相場の上値を抑えた。
11 日	↓ (60.48)	10 営業日ぶりに下落した。これまでの連騰から利益確定売りが出やすかったことに加えて、中国当局が 2019 年の経済成長率目標を引き下げるとの観測が報道されたことや 1 月に発表された各国の景気指標がやや弱かったことから、景気減速懸念が広がったことが指摘された。
14 日	↓ (58.99)	続落し、2%超の下落となった。この日は、12 月の中国の貿易統計が発表され、輸出入ともに市場予想に反して前年比で減少したことを受けて、世界景気の減速懸念が強まっていた。
15 日	↑ (60.64)	反発。中国国家発展改革委員会が、一段の財政支出による景気刺激策を講じる方針を示唆したことで、投資家のリスク回避姿勢が弱まった。ハイテク銘柄を中心に米国株式が買い戻されたことも支援材料だった。
16 日	↑ (61.32)	E I Aが発表した週次石油統計で、ガソリンや中間留分の在庫が市場予想を上回ったことや米国の原油生産が過去最高を記録したことを背景に売られる場面もあったが、O P E Cとロシアなど非O P E C産油国との協調減産が需給を引き締めるとの期待などにより、相場は続伸した。
17 日	= (61.18)	小反落。O P E Cの月報で、協調減産開始前の 2018 年 12 月の産油量が日量 75 万バレル削減されていたことが強材料となったが、一方で同月報では世界の原油需要が同 91 万バレル減少するとされ、弱材料になった。
18 日	↑ (62.70)	反発。O P E Cと非O P E C産油国による協調減産の国別内訳が公表されたことや、中国政府が米国からの輸入を拡大して 2024 年までに対米貿易黒字を解消する案を示したと報道されたことが強材料となった。
21 日	= (62.74)	小幅高。産油国の協調減産による需給引き締め効果への期待が続き、小幅高だった。10～12 月期の中国の経済成長率が鈍化したとの発表は押し下げ材料とみられたが、下値は限定的だった。なお、キング

		牧師生誕日で米国市場は休場だった。
22 日	↓ (61.50)	下落。前日に国際通貨基金（IMF）が世界経済見通しを下方修正したことや、ロシアのノバク・エネルギー相が1月の産油量が10月に比べて日量3万バレル減ったと述べたのに対してサウジのファリハ・エネルギー産業鉱物資源相が想定よりも遅いペースだと批判し、協調減産する産油国間で不協和音がみられたことなどが弱材料となった。米国では政府機関の一部閉鎖が1ヶ月を超えても解決の糸口が見えないことも相場の圧迫要因となった。
23 日	↓ (61.14)	続落。フランスのドリアン外相による「米国の対イラン制裁を回避するためのドルで決済しない取引システムを数日内に構築する」との発言や、米国のガソリン相場の軟化が弱材料となった。
24 日	= (61.09)	小幅続落。米政府がベネズエラ産原油の輸出に対する制裁発動を示唆したことが強材料になった。EIAが発表した週次石油統計で、原油在庫が市場予想に反して大幅増加し、ガソリン在庫の増加も予想を上回ったことは弱材料だった。
25 日	↑ (61.64)	ベネズエラ情勢への懸念が続き、相場は反発した。トランプ大統領が議会指導部と、一部閉鎖されていた政府機関再開のための暫定予算に署名することで合意したものの、2月15日までの短期の合意であることからポジティブな受け止め方は限られた。
28 日	↓ (59.93)	25日に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したことや、キャタピラーの決算やエヌビディアの業績見通しが市場予想を下回ったことで中国経済減速への懸念が強まったことを背景に原油相場は下落した。
29 日	↑ (61.32)	反発。前日に米国政府がベネズエラ国営石油会社（PDVSA）に対する制裁を発表したことを受けて、同国からの原油供給が一段と落ち込むとの懸念が強まった。
30 日	↑ (61.65)	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や、ベネズエラからの原油供給が滞るとの懸念が続いたことが押し上げ材料になった。
31 日	↑ (61.89)	小幅高。ロイターの調査でOPECの1月の原油生産量が前月比89万バレル減少したと発表されたことが強材料となったものの、30～31日開催の閣僚級の米中貿易協議の行方を巡って不安感が根強く、弱材料となった。

【2月の動向】～上昇

1 日	 (62.75)	続伸。1月の米国雇用統計が景気の堅調さを示唆したことで景気減速や原油需要鈍化への懸念が和らいだ。また、タンカーが港湾で立ち往生するなどベネズエラからの原油供給に障害が出始めているとの報道も相場の押し上げ材料になった。
4 日	 (62.51)	一時高値をつけたものの、反落した。11月の米国製造業受注が市場予想に反して減少したことから世界景気減速懸念が再燃した。調査会社のジェンスケープが発表したクッシングの原油在庫が増加していたことも弱材料だった。
5 日	 (61.98)	続落。12月のユーロ圏小売売上高が前月比 1.6%とやや大きめの落ち込みを示したことで、世界景気減速懸念が広がった。為替市場でドル高が進んだことも原油相場の抑制要因になった。
6 日	 (62.69)	E I Aの週次統計で、原油在庫やガソリン在庫の増加が市場予想よりも小幅にとどまり、中間留分の在庫は市場予想に反して減少したことを受けて、需給緩和懸念が後退し、原油相場は反発した。
7 日	 (61.63)	反落。欧州委員会がユーロ圏実質GDP成長率の見通しを下方修正したこと、米中貿易協議の交渉期限である3月1日までに米中首脳会談が開催される可能性は低いと報道されたこと、リビア国民軍が同国最大のシャララ油田を奪還したことなどが弱材料となった。
8 日	 (62.10)	小反発。材料難から動きは限定的だった。米下院司法委員会は、OPECを反トラスト法違反で提訴することを可能性にする「石油生産輸出カルテル禁止（NOPEC）」法案を可決したものの、本会議で審議されるかは不透明な情勢で、相場への影響は限られた。
11 日	 (61.51)	反落した。米中両国は、北京で次官級の貿易協議を開始したが、14～15日に予定される閣僚級協議で事態の打開を図れるかは依然として不透明なことなどが重しとなった。対ユーロを中心にドル高が続いたことも原油の押し下げ要因になった。
12 日	 (62.42)	反発。OPECの月報で、1月の産油量が日量で前月比 79.7 万バレル減少したと明らかにされたことや、英紙フィナンシャル・タイムズがサウジのファリハ・エネルギー産業鉱物資源相が3月に日量 50 万バレルの追加減産を行う方針を表明したと報じたことが強材料になった。

13 日	↑ (63.61)	前日にサウジが追加減産する方針だと報道された影響が続いたことや、米中貿易協議や米政府機関の閉鎖問題で楽観的な見方が広がったことを背景に続伸した。なお、E I A 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は、上値抑制要因になった。
14 日	↑ (64.57)	米中貿易摩擦の解消や米政府機関閉鎖の回避に向けた動きが続いているとの見方から続伸した。一方、12 月の米國小売売上高が前月比 1.2% の大幅減少となったことから景気減速に対する懸念が再燃し、原油が売られる場面もあった。
15 日	↑ (66.25)	サウジの沖合油田が 2 週間前から一部操業停止に陥っていると報道されたことが相場の押し上げ材料になった。日量 100 万バレルの産油能力を有し、世界最大規模の沖合油田であるサファニア油田は電力ケーブルの切断事故があった模様。米中貿易摩擦が解消に向かうとの観測が強まったことも相場の押し上げ材料になった。トランプ大統領が歳出法案に署名し、政府機関の閉鎖が回避されたことは既に市場に織り込み済みであり、大きな反応は見られなかった。
16 日	↑ (66.50)	ワシントン生誕日で米国市場が休場なため、薄商いだったが、ブレン트는小幅続伸した。
19 日	= (66.45)	世界景気減速や米中貿易摩擦への不透明感がある一方で、産油国の協調減産や米国のイランやベネズエラに対する制裁が供給を抑制するとの見方もある中で、ブレン트는小幅安となった。
20 日	↑ (67.08)	米中貿易協議の進展期待が上昇材料になった。トランプ米大統領が 3 月 1 日に設定している貿易協議の交渉期限を延長する可能性を示唆した。また、サウジのファリハ・エネルギー産業鉱物資源相は、4 月までに原油市場が均衡化することへの期待を示し、同国が引き続き協調減産を主導する意思を表したと受け止められた。
21 日	= (67.07)	E I A 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や産油量が過去最高を記録したことが弱材料だったものの、ガソリン在庫や中間留分在庫の減少幅が市場予想を上回ったことが強材料となり、原油相場は小動きだった。
22 日	= (67.12)	米中貿易協議の進展に対する期待が高まる中、原油相場は小幅高となった。米中両国が 3 月下旬に首脳会談を開催する方向で調整していると報道された。
25 日	↓ (64.76)	大幅反落。トランプ米大統領がツイッターで、「原油価格は高くなり過ぎている」と、O P E C 主導の協調減産をけん制したことから、

		需給引き締め観測が後退した。
26 日	↑ (65.21)	小幅高。前日にトランプ米大統領がOPEC主導の協調減産をけん制したにも関わらず、協調減産が年末まで継続される公算が大きいとするOPEC関係筋の声が報道されたことが材料視された。一方、週次統計で原油在庫の増加が確認されるとの見方が上値を抑えた。
27 日	↑ (66.39)	サウジのファリハ・エネルギー産業鉱物資源相の発言が相場押し上げ材料になった。25日にトランプ米大統領がツイッターに「石油価格は高くなり過ぎている。OPECは落ち着いてくれ」と投稿したのに対して、この日、ファリハ氏は「落ち着いている」と発言。トランプ氏のけん制にも関わらず、産油国の協調減産は継続されるとの見方が強まった。
28 日	↓ (66.03)	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3年ぶりの低水準となったことや、インドの10~12月期のGDP成長率が市場予想を下回ったことから世界のエネルギー需要の鈍化が懸念された。一方、ムニューシン米財務長官やクドロー米国家経済会議(NEC)委員長が米中貿易協議の進展を示唆したことが強材料となった。なお、この日、米通商代表部(USTR)は、米中両政府が3月1日に設定していた貿易協議の期限を延長すると正式に発表した。WTIは小幅高、ブレントは小幅安となった。

【3月の動向】～上昇

1 日	↓ (65.07)	米製造業ISM指数が市場予想を下回ったことを受けて、米国の景気悪化やエネルギー需要鈍化が懸念され、原油相場は下落。ロイターの調査で2月のOPECの産油量の減少が示され、ベーカー・ヒューズ社は米石油掘削リグの稼働数が減少したと発表した。ISM指数の悪化の影響の方が上回った。
4 日	↑ (65.67)	ハセット米大統領経済諮問委員会(CEA)委員長が米中貿易協議で「合意に達する可能性がある」と述べたことや、ロシアのノバク・エネルギー相が3月に減産を強化する方針を表明したことが押し上げ材料になった。
5 日	= (65.86)	小動き。産油国の協調減産で需給が引き締まるとの期待が強材料だった一方で、為替市場でのドル高や、ポンペオ米 국무長官が米中貿易協議についてトランプ大統領は完璧でなければ取引を拒否する方針と述べ、交渉の行方に不透明感が強まったことが弱材料だった。

6 日	＝ (65.99)	小幅続伸。E I A の週次石油統計で、原油在庫が市場予想を上回って増加して弱材料となった一方で、ガソリン在庫の減少幅は市場予想よりも大きく、強材料となった。
7 日	↑ (66.30)	O P E C 主導の協調減産の効果や、米国のベネズエラ・イランへの制裁による供給減少観測が相場の押し上げ材料になり、反発した。ベネズエラの国営石油会社 (P D V S A) が米国による制裁の影響を受けて海上非常事態を宣言したことや、米国政府がイラン制裁の適用除外とされた国・地域に対して徐々にイラン産原油の輸入を減らすよう圧力をかけていることが報道された。
8 日	↓ (65.74)	2 月の米国雇用統計で雇用増加数が 2 万人にとどまったことで、景気減速懸念が再燃し、原油相場は反落した。前日に欧州中央銀行 (E C B) のドラギ総裁が、欧州経済は「持続的に弱い時期にある」と発言したことや、この日に中国の 2 月の貿易統計で輸出が大幅に落ち込んだことも弱材料になった。一方、ベーカー・ヒューズ社が発表した米国石油掘削リグの稼働数が 3 週連続で減少したことは強材料。
11 日	↑ (66.58)	反発。サウジのファリハ・エネルギー産業鉱物資源相が 4 月 17～18 日の産油国会合で日量 120 万バレルの協調減産が見直される可能性は小さいと述べたことや、サウジの当局者が 3～4 月の生産量が減産合意の目標である日量約 1031 万バレルを大きく下回る見通しと述べたと報道されたことが強材料になった。一方で、国際エネルギー機関 (I E A) が 2024 年にかけて米国の産油量が大幅増加するとの見通しを示し、弱材料となった。
12 日	＝ (66.67)	前日にサウジが 4 月の産油量や原油輸出量を抑制する方針だと報道されたことが引き続き相場押し上げ材料となり、小幅続伸した。
13 日	↑ (67.55)	E I A の週次石油統計で原油在庫が市場予想に反して減少したことを受けて、原油相場は続伸した。
14 日	↓ (67.23)	反落。O P E C の月報で、加盟国の 2 月の産油量が前月比減少したことや、O P E C が 6 月以降も減産を延長する可能性を示唆したことが強材料となった一方で、同月報で原油需要見通しが下方修正されたことや中国の 1～2 月の鉱工業生産の伸びが低水準にとどまったことが弱材料になった。
15 日	＝ (67.16)	2 月の米国鉱工業生産が市場予想を下回ったことが弱材料となったものの、ベーカー・ヒューズ社が発表した米国の石油掘削リグの稼

		働数が 4 週連続の減少となったことが強材料となり、原油相場は小幅安であった。
18 日	 (67.54)	O P E C と非 O P E C 産油国とによる共同閣僚監視委員会（J M M C）が開催され、4 月 17～18 日に予定されていた臨時総会を取り止め、その代わり、5 月に J M M C を開催し（後日、19 日開催と発表された）、6 月 25～26 日の定例総会で 2019 年後半の産油量目標を決定する方針を示した。産油国による協調減産が少なくとも 6 月まで延長されるとの見通しから、この日の原油相場は上昇した。
19 日	 (67.61)	小動き。協調減産による需給均衡への期待が続き、高値をお模索する場面もあったが、利益確定売りに押されて伸び悩んだ。
20 日	 (68.50)	上昇した。E I A の週次統計において、原油在庫が市場予想に反して大幅に減少し、ガソリンや中間留分の在庫も市場予想を大幅に上回る減少となったことが相場を押し上げた。また、この日、開催された米連邦公開市場委員会（F O M C）で今年の想定利上げ回数を「ゼロ」に下方修正するなどハト派的な姿勢が示され、為替市場でドル安が進んだことも支援材料になった。
21 日	 (67.86)	反落した。為替市場でドル高が進み、ドル建てで取引される原油の割高感につながる中、利益確定の売りが出やすくなった。もっとも、産油国の協調減産や米国のイランやベネズエラへの制裁による需給引き締め観測や、前日の E I A 統計における原油在庫の減少などが下支え材料となり、下値は限定された。
22 日	 (67.03)	続落。ドイツ・フランスの製造業 P M I が市場予想を下回り、その後、発表された米国の P M I も予想を下回ったことから、世界景気減速懸念が強まった。また、米国で景気後退の予兆とされる「逆イールド（長短金利の逆転）」が出現したことも不安心理を強めた。一方、ベーカー・ヒューズ社が発表した米国の石油掘削リグの稼働数が 5 週連続の減少となったことは、供給増加懸念が和らぐ材料となった。
25 日	 (67.21)	小反発。米国の株価がやや持ち直す中で、世界景気減速に対する警戒感がやや和らいだ。ドイツ景気の動向をみるうえで注目度が高い I f o 景況感指数が市場予想に反して改善したことも、景気先行き不安を緩和する材料になった。
26 日	 (67.97)	続伸。前週末から強まっていた世界景気減速や原油需要減退に対する警戒感が緩和したことに加えて、ベネズエラの原油輸出の減少懸

		念や米国の原油在庫の減少観測が原油相場の押し上げ材料になった。ベネズエラでは、前日の大規模停電の後、ホセ港の港湾設備や製油所の原油改質装置が操業を再開できない状態が続いた。
27 日	＝ (67.83)	小反落。E I A の週次石油統計で、原油在庫が市場予想に反して増加し、弱材料になった。17 日に、米テキサス州ヒューストン近郊の石油化学施設で大規模な火災が発生し、化学物質が運河に流出したため、原油輸出に障害が発生した影響が出たとみられている。
28 日	＝ (67.82)	ほぼ横ばい。トランプ米大統領がツイッターへの投稿で、O P E C に増産を求めたことを受けて、下げ幅を拡大する場面もあったが、売り一巡後は買い戻された。
29 日	↑ (68.39)	上昇。米政府がイランやベネズエラに対する制裁を強化する可能性があるとしてそれぞれ報道されたことや、米石油サービス会社ベーカー・ヒューズが発表した米国内の石油掘削リグの稼働数が減少したが強材料となった。O P E C とロシアなど非 O P E C 産油国との協調減産なども引き続き原油相場の支援材料になったとされた。

【先行き】～地政学リスク要因などが重なり原油高止まりか

原油相場は高値圏で推移している。米国産の W T I 原油が 3 月 20 日に節目の 60 ドルを上回り、欧州北海産のブレント原油も 4 月 4 日に節目の 70 ドルを突破し、その後も高値を更新する動きをみせた。足元では、米国政府が対イラン制裁について、8 ヶ国・地域に対する適用除外を 5 月 2 日に打ち切ると発表したことを受けて、原油高が進んでいる。

原油市場を取り巻く環境を見ると、1 月から O P E C が日量 80 万バレル、ロシアなど非 O P E C 産油国が同 40 万バレル、合計で同 120 万バレルを目標とする協調減産を行っている。I E A の統計では、3 月の O P E C の減産順守率は 153% と大幅な超過達成となった。

協調減産の適用を除外されているベネズエラやイランの産油量も減っている。経済・政治の混乱が続くベネズエラでは投資不足や停電の影響などにより、4 年前には同 200 万バレル以上あった産油量が 100 万バレルを下回った。イランも昨年前半に 380 万バレル程度あった産油量が 270 万バレル程度まで減った。同じく減産の適用を除外されているリビアでも、ここにかけて、内戦が再発して原油生産量が再び落ち込むリスクが浮上してきた。リビアの産油量は 3 年前頃から不安定ながらも回復傾向で推移し、足元では同 100 万バレル前後まで回復していた。

一方、需要面では、3 月の米中の景気指標が好転したことなどから、世界景気失速や原油需要減退への懸念は和らいだ。需要・供給の両面で、原油相場の支援材料が増えたというのが 4 月前半にかけての動きだった。

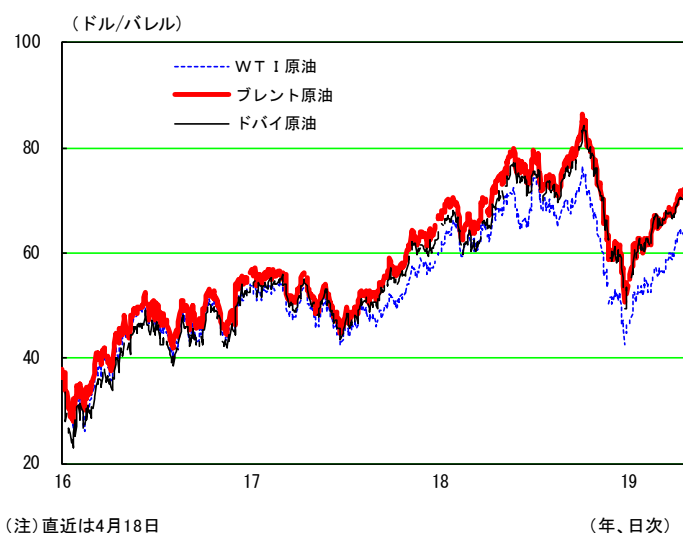
しかし、原油相場の下押し材料もある。ロシアが、協調減産から撤退する可能性を示唆したこ

とが弱材料視された。13日にロシアのシリアノフ財務相が、同国とOPECが米国との市場シェア競争で増産に転じる可能性がある」と述べた。ロシアは、需給は均衡に近いとみており、現在の原油相場の水準にも満足している一方で、国内の原油供給力は増しており、増産を続ける米シェールオイルにシェアを奪われることには不満だとされる。

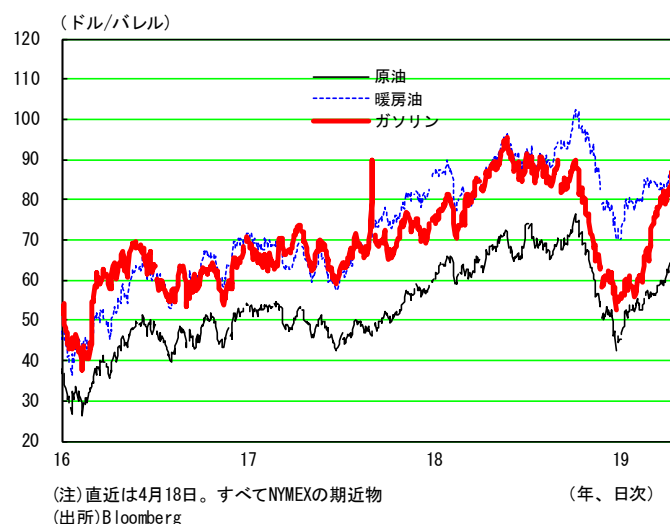
また、懸念されたほどの悪化ではないものの、IMFが経済見通しを下方修正したように世界景気の先行き不安は残る。中国は構造的に成長力が低下しているし、米国は減税による景気押し上げ効果が剥落するし、欧州景気も減速気味だ。

石油の最大消費国である米国では、夏場のドライブ・シーズンを迎えて、ガソリン需要が盛り上がることもあり、当面、原油相場は、需給引き締まりを意識する展開が続こう。しかし、産油国の協調減産の持続性に対する疑念が生じやすくなってきており、相場の上値は限定的だろう。

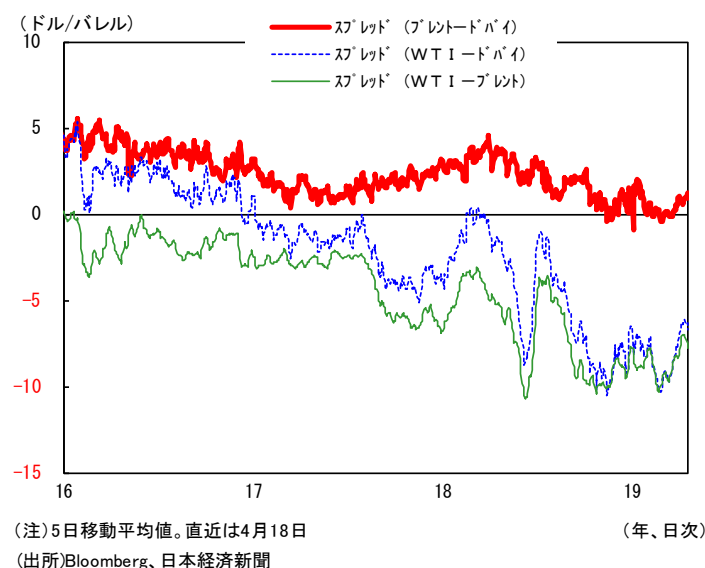
(図表 3) 原油市況の推移



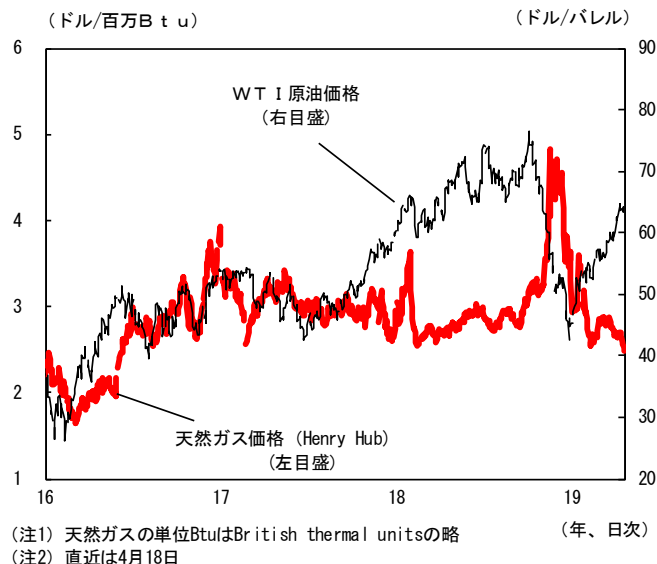
(図表 4) 石油製品市況の推移



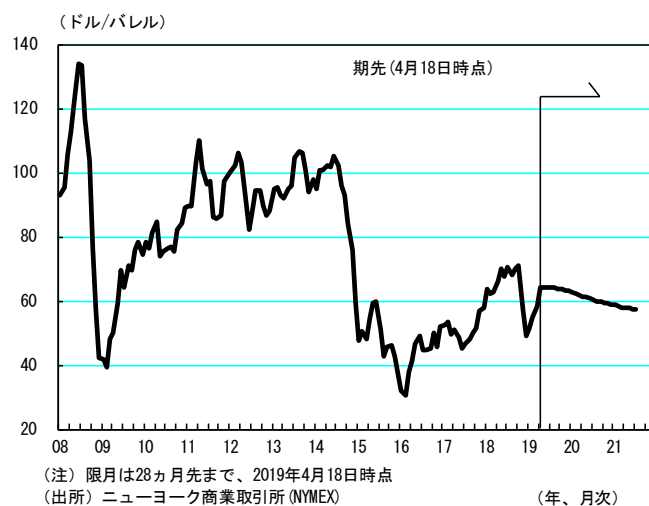
(図表 5) 油種間スプレッドの推移



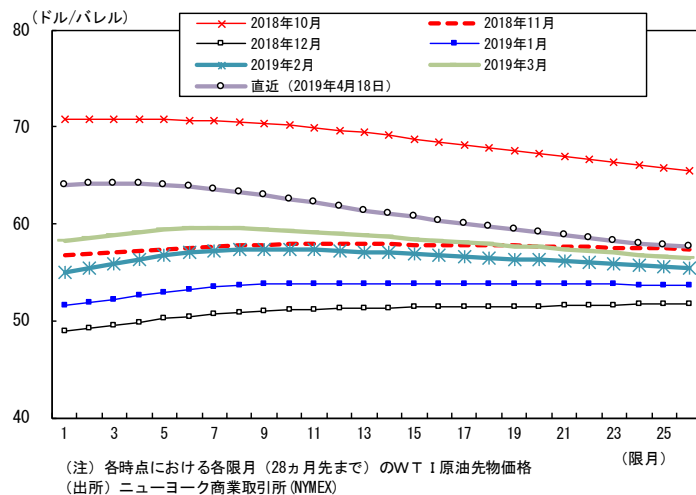
(図表 6) 米国天然ガス市況の推移



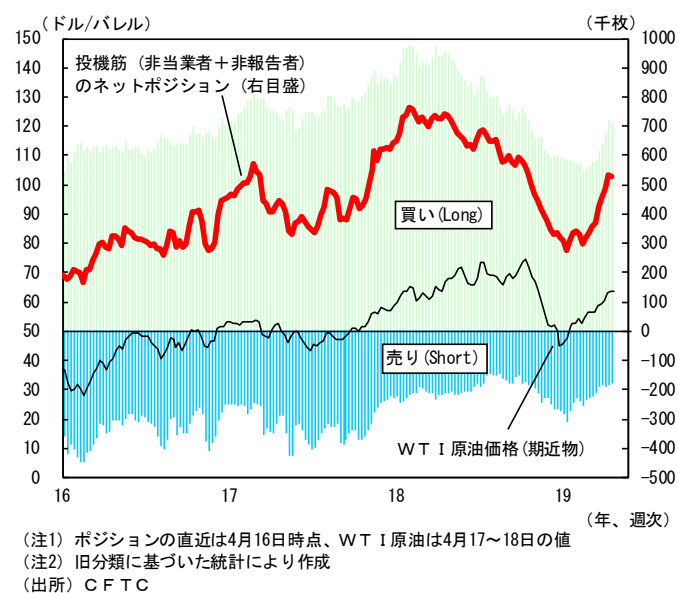
(図表 7) 原油先物価格と先物カーブ



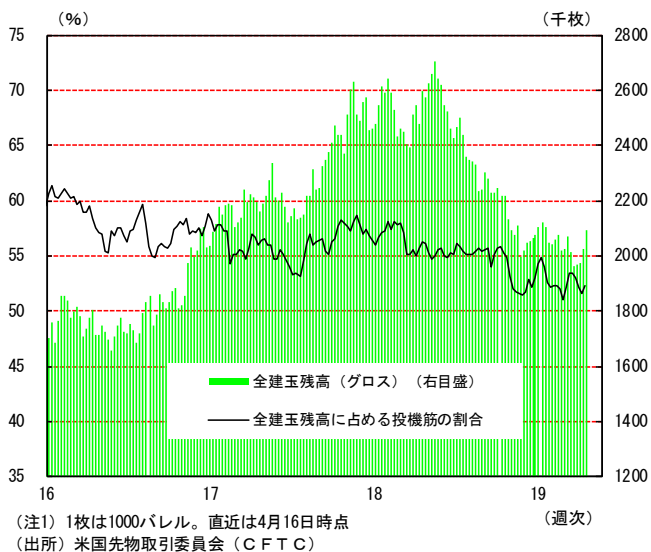
(図表 8) W T I 原油の先物カーブの変化



(図表 9) 投機筋のポジション(原油)



(図表 10) 原油先物の建て玉(NYMEX)



(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	102.5	(-0.5)	103.0	(-2.0)	115.0	89.1%	12.5
アンゴラ	144.0	(0.0)	144.0	(-1.0)	171.0	84.2%	27.0
コンゴ共和国	35.0	(2.0)	33.0	(0.0)	33.0	106.1%	-2.0
エクアドル	52.0	(-1.0)	53.0	(1.0)	55.5	93.7%	3.5
赤道ギニア	12.0	(1.0)	11.0	(0.0)	15.0	80.0%	3.0
ガボン	19.0	(-1.0)	20.0	(-1.0)	22.0	86.4%	3.0
イラン	271.0	(-3.0)	274.0	(0.0)	400.0	67.8%	129.0
イラク	455.0	(-7.0)	462.0	(-7.0)	470.0	96.8%	15.0
クウェート	270.0	(-1.0)	271.0	(-4.0)	300.0	90.0%	30.0
リビア	110.0	(20.0)	90.0	(0.0)	120.0	91.7%	10.0
ナイジェリア	192.0	(9.0)	183.0	(4.0)	190.0	101.1%	-2.0
カタール	60.0	(0.0)	60.0	(0.0)	64.0	93.8%	4.0
サウジアラビア	982.0	(-28.0)	1,010.0	(-10.0)	1,150.0	85.4%	168.0
U A E	305.0	(-2.0)	307.0	(-2.0)	340.0	89.7%	35.0
ベネズエラ	89.0	(-18.0)	107.0	(-16.0)	144.0	61.8%	55.0
O P E C 15カ国	3,098.5	(-29.5)	3,128.0	(-111.0)	3,589.5	86.3%	491.0

(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：原油に連動して反発

日本の輸入ナフサ価格（通関）は、2016年3月の1リットルあたり27.7円をボトムに2018年11月には54.8円まで上昇した後、2019年2月には37.8円まで下落した。一方、輸入原油価格は2016年2月の22.5円をボトムに2018年11月には58.1円まで上昇した後、2019年2月には42.9円まで下落した（図表12）。ナフサと原油の価格差は、2018年は変動しつつもナフサ安傾向で推移し、2019年2月にはナフサ安幅が5.2円となった。

アジアのナフサ市況の推移をみると、2018年10月2日のピークから2019年1月2日のボトムまで下落した後、持ち直し傾向で推移している。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、世界景気の先行き懸念などからナフサの買い控え姿勢が強まった2018年11月頃にかけてナフサ安が進み、その後も世界景気の減速懸念などを背景にナフサの買い控え姿勢が残っている中で、ナフサ安が続いている状態である。先行き、世界景気が持ち直しや米国による対ベネズエラ・イラン制裁の強化などが強材料となるが、米中貿易摩擦、英国のEU離脱交渉、産油国の協調減産の継続の有無など不透明要因があり、石化原料としてのシェールガス利用が進んでナフサ需要を抑制することも考えられ、上値は限定された推移が予想される。

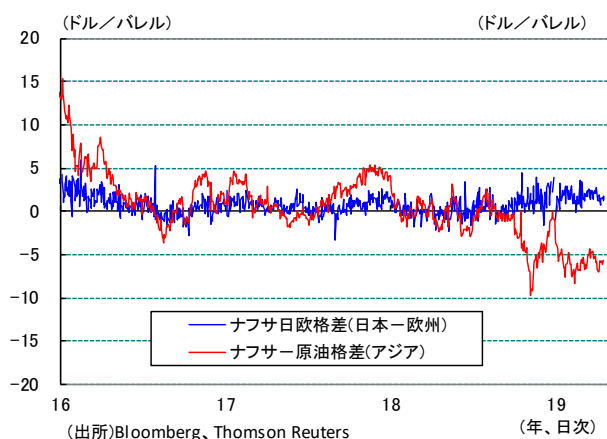
（図表12）日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



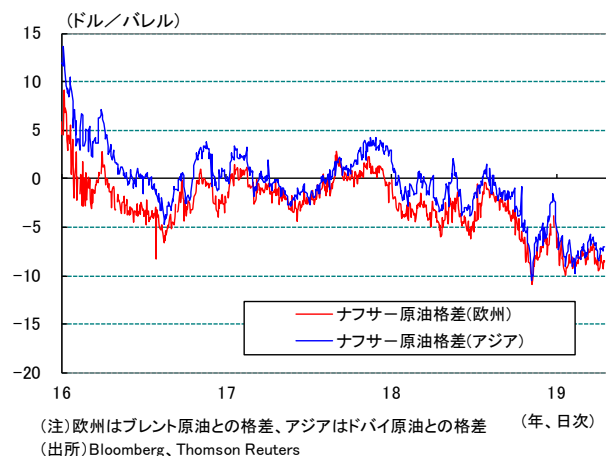
（図表13）アジアの原油・ナフサの市況



（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

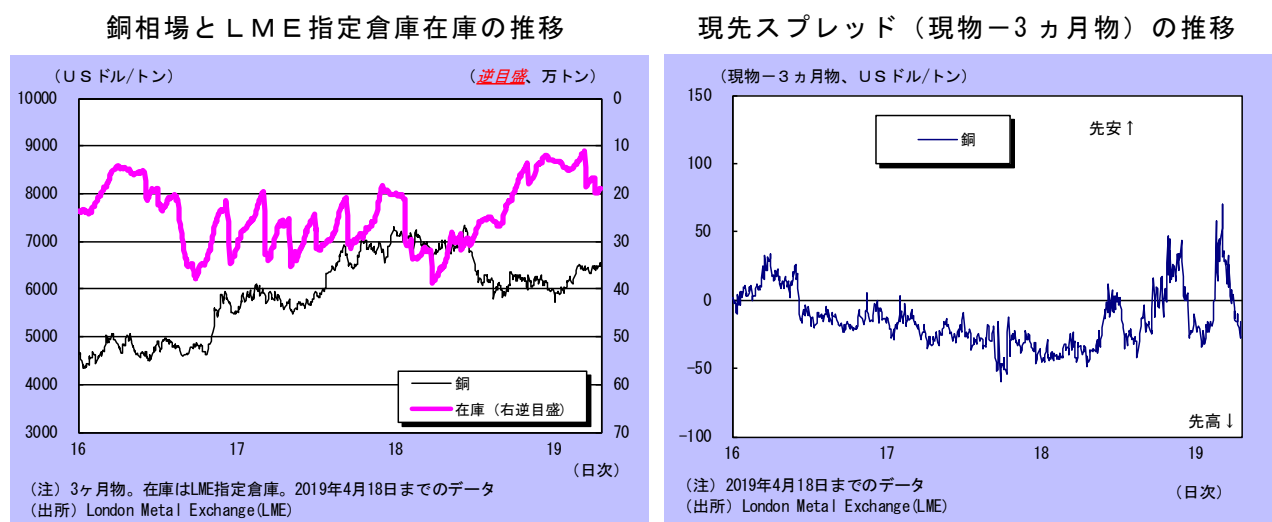


Ⅲ. ベースメタル

1. 銅を中心とした概況：1月に5,800ドル割れ後、一時6,600ドル台まで回復

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ドルと2014年1月以来の高値をつけた後、下落傾向となり、2019年1月3日に5,725ドルと2017年6月以来の安値をつけた。その後は、持ち直し傾向となり、4月は6,400～6,500ドル台を中心に推移した後、一時6,600ドル台をつけた。

(図表 16) 銅



【1月の動向】～上旬に安値後、上昇

世界景気減速懸念が強まり、安値

1月2日には、財新／マークイットが発表した12月の中国製造業購買担当者景況指数（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。

F R Bの柔軟姿勢や景気減速懸念の後退により銅相場は反発

しかし、1月4日には、12月の米国雇用統計で雇用増加数が市場予想を上回って景気減速懸念が後退したことや、パウエルF R B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て投資家のリスク志向が回復したことなどにより、銅相場は大幅に反発した。

米中貿易摩擦緩和への期待が上昇材料

その後、17日に、ムニューシン米財務長官が中国との貿易協議で関税を撤廃することを検討したと報じられたことや、18日に中国政府が年間の米国からの輸入金額を1兆ドル強拡大して

2024 年までに対米貿易黒字をゼロにすることを目指していると報道されたことで、米中貿易摩擦が緩和に向かうとの期待が高まって、銅は買われた。

その後、中国の 10～12 月期の実質経済成長率が前年比 6.4%増にとどまったこと（21 日）、国際通貨基金（IMF）が世界経済見通しを下方修正したこと（21 日）、トランプ米政権が中国による通商問題での予備協議の開催提案を拒否したと報じられたこと（22 日）などが弱材料になった。しかし、春節休暇明けの中国需要に対する期待感や、30 日に発表された米連邦公開市場委員会（FOMC）の声明文が予想以上にハト派的だと受け止められたことが強材料になり、1 月末には 6,200 ドルに近付いた。なお、31 日に中国国家統計局が発表した 1 月の製造業 PMI は 2 カ月連続で 50 割れとなったものの、市場予想は若干上回った。

【2 月の動向】～後半に上昇

景気減速懸念が下押し材料・米中貿易協議への期待が押し上げ材料

1 日は、財新／マークイットが発表した製造業 PMI が約 3 年ぶりの低水準に落ち込んだことなどから、景気減速懸念が高まり、銅相場は下落した。産銅世界最大手の国営チリ銅公社（コデルコ）のチリ北部のカブリエラ・ミストラル鉱山でストライキが回避されたことも弱材料になったとみられる。

5 日に閣僚級の協議が再開されると報じられたことから、米中の貿易協議が合意に近いとの期待感が強まり、銅相場が上昇する場面もあったが、トランプ米大統領が貿易交渉の期限である 3 月 1 日までに中国の習国家主席と会談する予定はないと明らかにしたこと（7 日）、欧州委員会やイングランド銀行がユーロ圏や英国の成長率見通しを引き下げたこと（7 日）などが弱材料となり、売り戻された。

米中貿易協議への期待を背景に上昇

しかし、1 月の中国貿易統計が市場予想よりも輸出入が底堅く、中国の銅輸入も堅調だったことを示す内容であったこと（14 日）、トランプ米大統領が中国との貿易協議について「非常に順調」との認識を示したうえで 3 月 1 日の交渉期限を延長する可能性も示唆したこと（15 日）、1 月の中国の新規人民元建て融資が市場予想を大幅に上回ったこと（15 日）、インドネシアのグラスベルグ鉱山からの銅精鉱の輸出許可が 15 日までで期限切れとなったこと、2018 年 5 月にインドのタミルナド州政府により閉鎖を命じられていた資源会社ベダントの年産 40 万トンの精錬所についてインド最高裁が操業再開を認めない決定を下したこと（18 日）、米中貿易協議で次官級の会合が再開される中、先行きに対する期待が広がったこと（19 日）などが相場押し上げ材料となった。

その後も、米中貿易協議に対する楽観的な見方が銅相場を支え、トランプ米大統領が中国からの輸入品に対する追加関税の引き上げの延期を表明した 25 日には、銅相場は 6,540 ドルと 7 カ月ぶりの高値をつけた。

28日には、中国国家统计局が発表した2月の製造業PMIが市場予想を下回って3年ぶりの低水準に落ち込んだことが弱材料になったものの、米中貿易協議の進展への期待などを背景に、銅相場は高値圏を維持した。

【3月の動向】～横ばい圏で推移

中国の景気対策への期待などから高値を維持

1日は、財新／マークイットが発表した2月の製造業PMIが前月から上昇したものの、景況の改善・悪化の判断の分岐点となる50を3ヶ月連続で下回る水準にとどまったことが嫌気された。4日は、銅を買い持ちしていたファンドによる利益確定売りによって銅は下落したとされた。5日は、中国の第13回全国人民代表大会（全人代）において経済成長率目標を引き下げたものの、同時に大規模な景気刺激策を行う方針を示したことが好感された。

世界景気の減速懸念や中国の減税期待が材料

LME指定倉庫の在庫の減少に歯止めがなかったことや、銅需給のタイトさを示すとされる現物と3ヶ月先物との価格差拡大も一服したことなどが、銅相場の下落につながる場面もあった。欧州中央銀行（ECB）がユーロ圏の経済見通しを下方修正したこと（7日）や、2月の中国貿易統計で輸出入が落ち込んだこと（8日）も、弱材料になった。

一方、中国人民銀行の易綱総裁が融資の促進や借り入れコストの引き下げで国内経済を一段と支援する方針を表明したこと（10日）、全人代で打ち出された減税策への期待が高まったこと、中国系のMMGがペルーで保有するラス・バンバス鉱山で地元住民による道路封鎖によって生産の短期的な落ち込み可能性があると発表したこと（11日、26日には鉱山からの出荷に不可抗力条項を発動）などが強材料になった。

中欧の景気減速や米金融政策のハト派化を材料に高値圏での一進一退が続く

その後も、トランプ米大統領が米中貿易協議で「合意を急いではない」との発言（13日）、1～2月の中国の鉱工業生産が低い伸びにとどまったこと（14日）、などが弱材料となる一方で、LME指定倉庫の在庫が2008年以来の低水準に落ち込んだこと（13日）、中国の李克強首相による4月1日から増徴税を引き下げるとの発表（15日、製造業では現行の16%を13%に引き下げなど）、米連邦公開市場委員会（FOMC）の結果が年内の利上げ見送り姿勢などハト派的な内容であったこと（20日）などが強材料となり、高値圏での一進一退が続いた。21日には前日のFOMCのハト派的姿勢を受けて、わずかながらも上値を更新し、銅相場は6,555.50ドルと18年7月以来の高値となった。

21～22日は、FOMCを受けたドル安が一服してドルの買い戻しが入ったことや、英調査会社のIHSマークイットが発表したユーロ圏のPMIが大幅に悪化して世界景気減速懸念が強まったことが、ドル高やリスク資産売りにつながり、銅相場の下落幅がやや大きくなった。しか

し、29 日には、ムニューシン米財務長官が「建設的な」話し合いが行われたと発言するなど米中貿易協議の進展に楽観的な見方が広がり、リスク資産の一角である銅の上昇幅は大きくなった。3 月末の銅相場は 6,482.50 ドルであった。

【先行き】～季節的な需要期を迎えるものの、ドル高や中国景気減速が下押し材料

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 1 月に 5,725 ドルまで下落した。

4～6 月期は、最大消費国である中国で銅需要が盛り上がるため、銅需給引き締め期待が生じやすい時季である。しかし、今年は、米中貿易協議の行方を見定められず、銅相場の方向感もはっきりしない状況である。とはいえ、1 月の安値に比べれば、足元の銅相場は 1 割ほど高い。

世界景気の先行指標として注目されることもある銅相場は、一見、堅調であり、世界景気の先行き回復を示唆しているようにもみえる。しかし、為替市場での足元にかけてのドル相場の堅調さや中国の景気減速が銅相場の抑制要因になることを勘案すると、足元の銅相場にはやや割高感があるようにも思える。そうだとすれば、銅相場の示す世界景気の方向感もやや誤っており、いったんは銅相場が下落して割高感が調整される可能性もある。

2. 各他品目の概況

(1) アルミニウム市況：下値は 1,800 ドル割れ、上値は 1,900 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、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後、2019 年 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。足元は 1,800 ドル台で推移している。

2 月 1 日に、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、前日に中国政府の指令による冬季の生産抑制策が終了したことを受けて、徐々に生産を再開すると発表した。年産 646 万トンの生産能力を持つ同社の生産の約 10 万トンが影響を受けたようだ。事前には、最大で年率 55 万トン（4 カ月間では 18.33 万トン）の生産が影響を受けるとの見方もあったが、実際の影響はさほど大きくなかったようだ。

2 月 19 日には、マレーシア政府が、2015 年に開始され、2019 年 3 月 31 日で期限が切れるボーサイト採掘の停止措置を延長しないと発表し、相場の下押し材料になったとみられる。

一方、3 月 12 日にはロシアのアルミニウム製錬大手のルサルが 3 月末よりシベリアのボグチャンスクにある精錬所を稼働させると発表した（生産能力は年産 14.9 万トンから 29.8 万トンへと倍増）といった供給増の動きもあった。

3 月 19 日には、ノルウェーのアルミニウム大手のノルスク・ハイドロが、大規模なサイバー攻撃を受け、発電所・精錬所のシステムの手動への切り替えや一部プラントの操業停止などを余

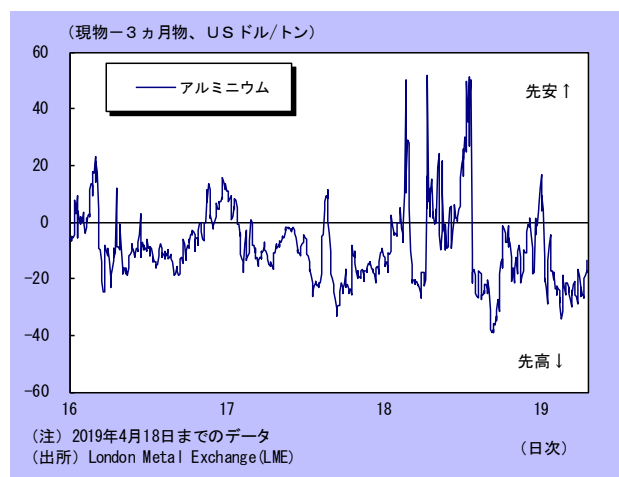
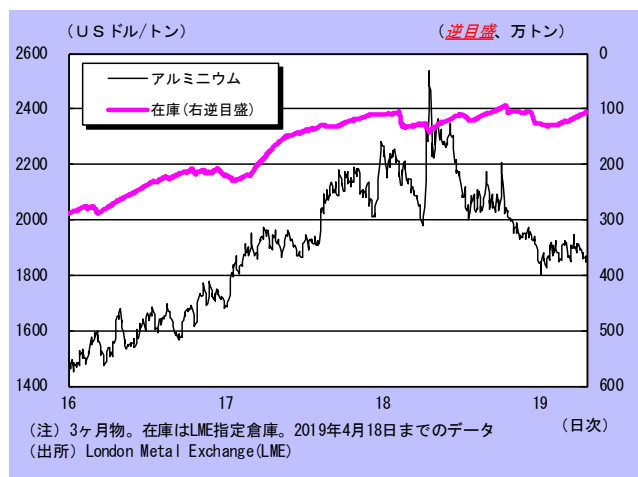
儀なくされ、影響は1週間程度残るとされた。

目先は、中国の自動車販売の前年割れなど世界的な景気減速の動きなどからアルミニウム相場は横ばい圏の推移にとどまろうが、年後半には、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



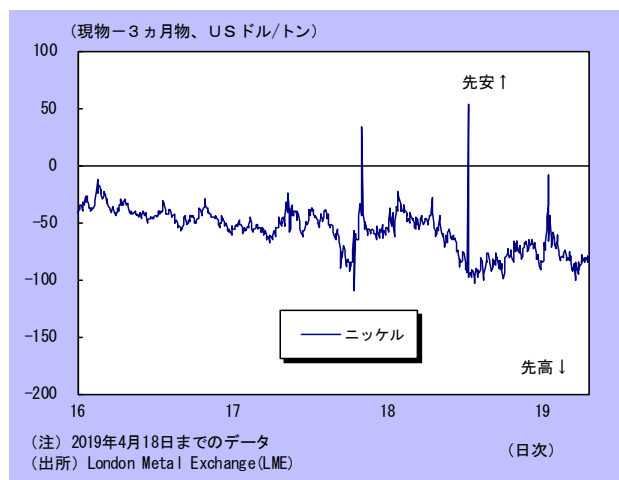
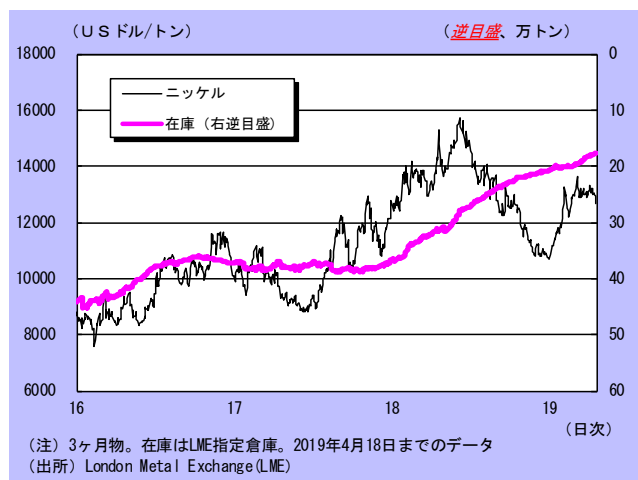
(2) ニッケル市況：上昇後、13,000 ドル前後で一進一退

ステンレス鋼や電気自動車向けなどバッテリー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後、2019 年 1 月 2 日には 10,525 ドルまで下落した。その後は、反発したが、足元は 13,000 ドル前後で一進一退が続いている。

(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



2 月 6 日には、1 月に発生したブラジルの資源大手バーレの所有する鉱山ダムの決壊事故の影

響で一部の鉄鉱石の販売契約について不可抗力条項を発動したことで、ニッケルの供給も制限されることが連想され、一時 13,350 ドルまで上昇した。

その後も、中国でのステンレス鋼向けの堅調さなどを背景に、ニッケル相場は上昇傾向を続け、3月6日には 13,765 ドルの高値をつけた。

2018 年終盤の下落が急だった反動で 1～2 月の値戻しは大きくなったが、3 月上旬以降は値戻しが一服して値動きが小さくなったといったところだろう。

実需は底堅さを保っているとみられ、LME 指定倉庫の在庫は減少傾向で推移している。米中貿易協議の進展などがあれば、上値余地は広がるだろう。

(3) 亜鉛市況：2,900 ドル台まで上昇後、やや下落

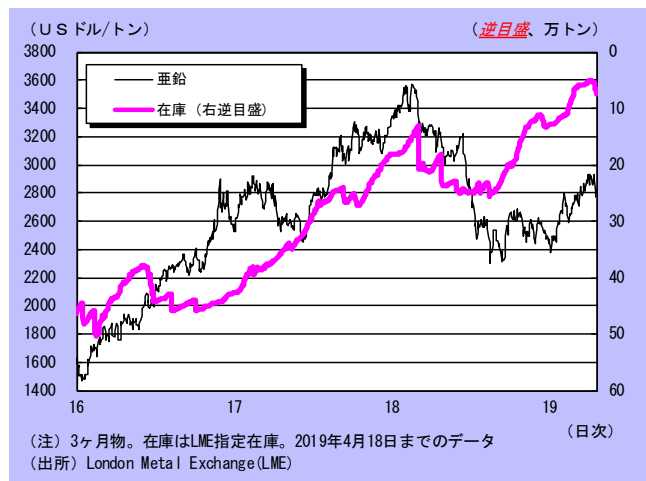
鋼材のメッキ向けが主用途の亜鉛の相場は、2018 年 2 月 15 日に 1 トンあたり 3,595.50 ドルと 2007 年 7 月以来の高値をつけた後、8 月中旬に 2,283 ドルと 2016 年 10 月以来の安値をつけた。その後はやや持ち直して 2,400～2,600 ドル程度を中心に推移していたが、2019 年に入って上昇傾向が強まり、2,900 ドル前後で推移していたが、足元は 2,800 ドル程度にやや下落している。

1 月 11 日に、中国の金属調査機関である安泰科が同国の亜鉛生産が 453 万トンと前年比 4.6% の減少、2013 年以来の大幅な落ち込みとなったと発表した。中国五鉱集団の傘下の亜鉛精錬大手の株冶冶煤集団がある株冶市では、新規設備を稼働させ、旧式設備の稼働を停止する動きの中で、2018 年後半に減産が進んだことが指摘された。

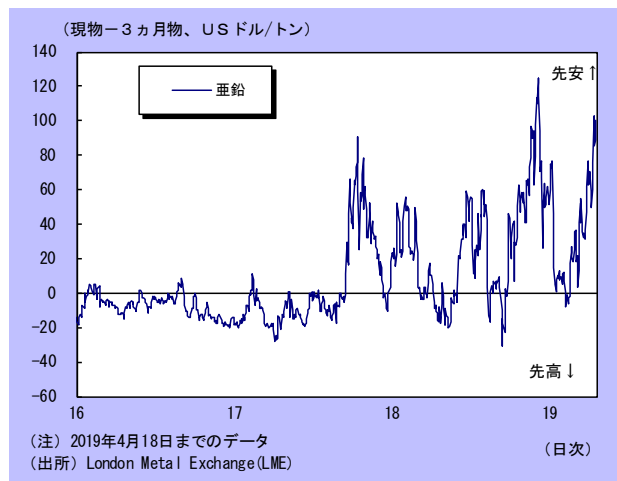
足元にかけて、亜鉛鉱山での生産活動は徐々に増えているものの、中国での環境規制の強化などによって亜鉛精錬所の稼働率が落ちたり、建設が遅れたりしており、亜鉛地金の供給は増えていないとされる。

(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ヵ月物）の推移



2 月には、オーストラリアのクイーンズランド州の大洪水で亜鉛や鉛の輸出港であるタウンズ

ビル港への鉄道が破壊されたことなどにより、グレンコア、MMG、サウス 32 などからの供給に影響が出た。

3 月 11 日に国際鉛・亜鉛研究会（I L Z S G）は、1 月の亜鉛の需給バランスは 2.8 万トンの需要超過と、2018 年 12 月の 6.24 万トンの需要超過から縮小したと発表した。しかし、在庫の減少傾向は続いており、市場参加者の亜鉛需給のタイトさへの懸念は収まらず、亜鉛相場は、4 月 1 日には 2,958 ドルの高値をつけた。

2019 年に入って、亜鉛地金の相場は大幅に上昇した。しかし、一方で新規開山や増産によって亜鉛精鉱の需給は緩み始めており、亜鉛地金の需給もいずれ緩和するとの指摘も出始めている。目先の亜鉛相場は、高値・横ばい圏の推移が見込まれる。

(4) 錫市況：22,000 ドル近くまで上昇後、やや下落

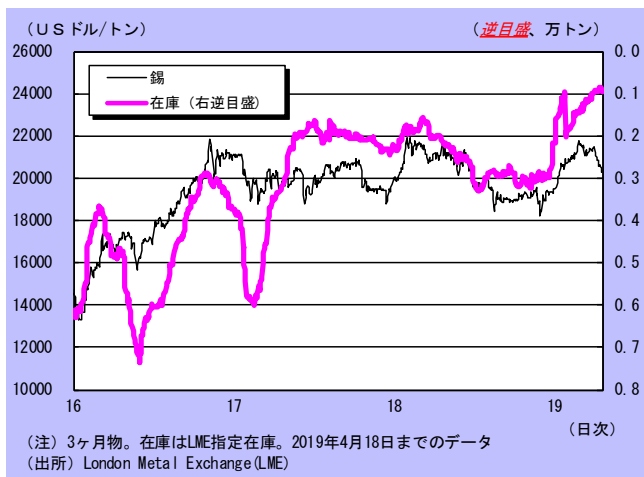
電子部品のはんだ付けなどに使われる錫の相場は、2018 年 1 月 29 日に 1 トンあたり 22,000 ドルと 2016 年 11 月につけた高値に並んだ。その後は下落傾向となり、2018 年 11 月 27 日には 18,145 ドルと 2016 年 8 月以来の安値をつけた。2019 年に入って上昇して 2 月 25 日には 21,800 ドルまで戻した。足元は 20,500 ドル前後で推移している。

在庫減少などタイトな需給状況を受けて 2 月にかけて相場は上昇したが、その後、4 月にかけては、通常の季節パターンでは需要が盛り上がる時季にもかかわらず、需要の弱さが指摘され、相場は軟調に推移した。3 月 4 日には、インドネシア産の錫を集中的に取り扱うインドネシア商品取引所（I C D X）が 5 カ月に渡る有力検査業者に対する操業停止措置を解除し、一方で保税倉庫による新たな現物取引を導入したとされた。

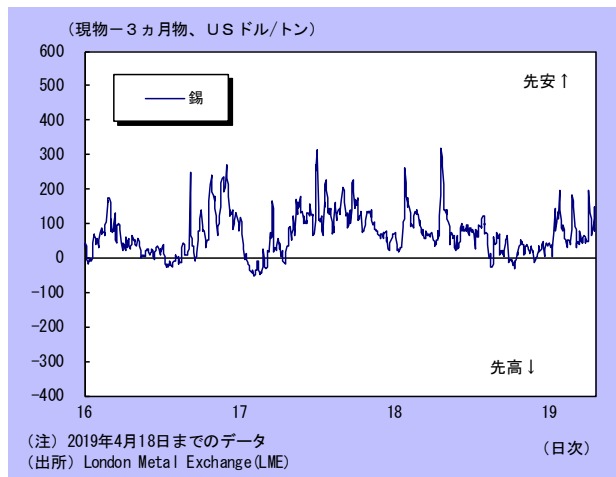
足元の需給のゆるみには、中国など世界景気減速の影響も出ているとみられるが、米中貿易摩擦が緊張緩和に向かえば、景気減速懸念も後退し、年後半にかけて相場は持ち直すであろう。

(図表 20) 錫

錫相場と L M E 指定倉庫在庫の推移



現先スプレッド（現物－3ヵ月物）の推移



(5) 鉛市況：2 月にかけて上昇後、1,900 ドル近くまで下落

ご利用に際してのご留意事項を最後に記載していますので、ご参照ください。

(お問い合わせ) 調査部 TEL: 03-6733-1070 E-mail: chosa-report@murc.jp

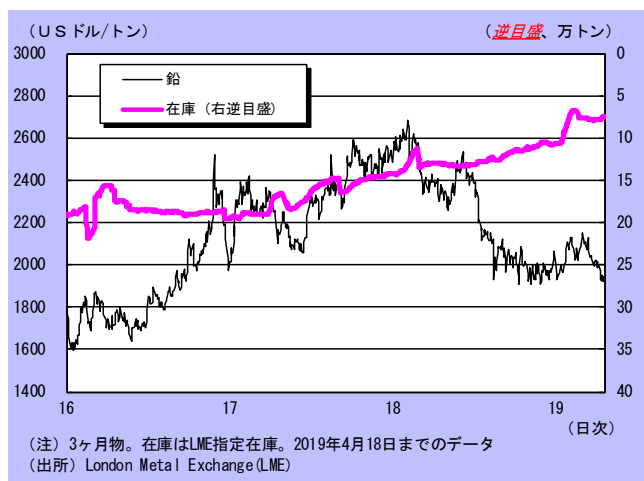
バッテリー向けなどに使われる鉛の相場は、2018年2月2日に1トンあたり2,685ドルと2011年7月以来の高値をつけた。その後は下落傾向となり、10月11日には1,876ドルと2016年9月以来の安値をつけた。その後、反発して2019年2月25日には2,179.50ドルまで戻したものの、足元は1,900ドル近くまで下落している。

冬場は交換用バッテリー向けの需要期であり、需給の引き締まりが意識されていたが、その後、4月にかけて下落基調となっている。世界的に自動車販売が伸び悩んでいることなどが意識されたとみられる。

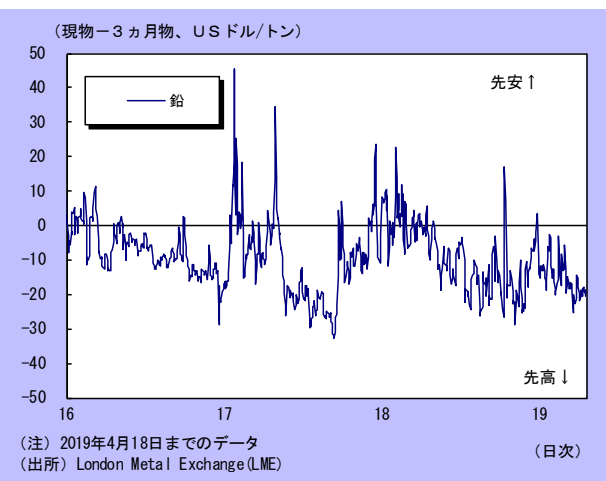
先行きは、世界景気や自動車販売の持ち直しとともに、鉛相場も底堅い推移が見込まれる。

(図表 21) 鉛

鉛相場とLME指定倉庫在庫の推移



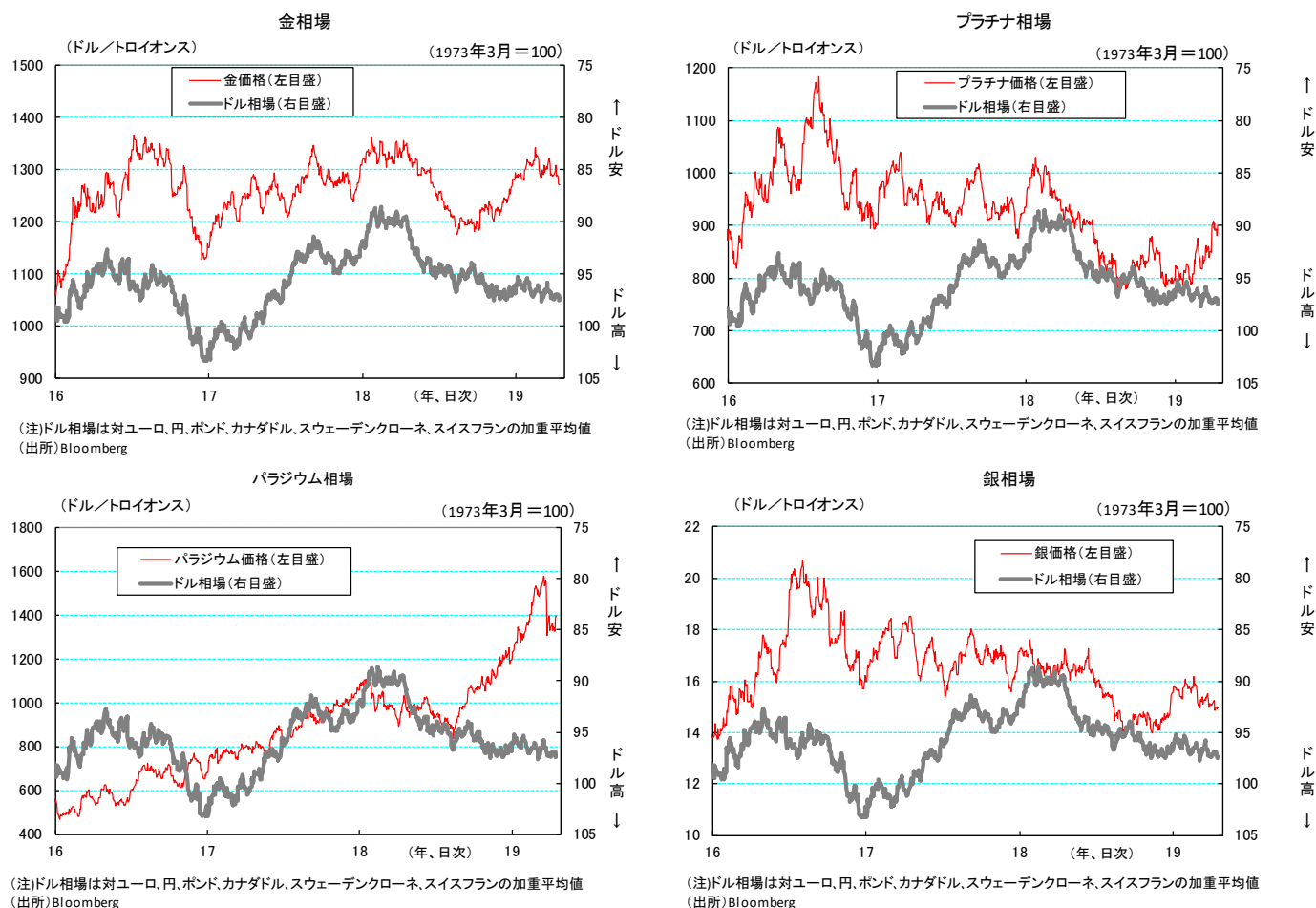
現先スプレッド（現物-3ヵ月物）の推移



IV. 貴金属：金相場は 1,350 ドル近くからやや下落して 1,300 ドル割れに

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が、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 月以来の安値となった。その後は上昇傾向に転じ、2019 年 2 月 20 日には 1,346.73 ドルをつけた。足元は 1,300 ドル割れで推移している。

(図表 22) 貴金属価格の推移



【1 月の動向】～月末にかけて上昇

1,300 ドルを前にもみ合い

年明け後、財新／マークイットが 2 日に発表した 12 月の中国製造業購買担当者景況指数（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、パウエル米連邦準備制度理事会（F R B）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月の米連邦公開市場委員会（F O M C）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）が強材料になり、一進一退となった。

米中貿易協議進展への期待が金売り材料

その後、17日に、ムニューシン米財務長官が中国との貿易協議で関税を撤廃することを検討したと報じられたことや、18日に中国政府が年間の米国からの輸入金額を1兆ドル強拡大して2024年までに対米貿易黒字をゼロにすることを目指していると報道されたことで、米中貿易摩擦が解消に向かうとの期待が高まって、金には売り材料になった。

しかし、21日には、国際通貨基金（I M F）が世界経済見通しを下方修正したことや中国のG D P成長率が減速したと発表されたことで世界景気減速への懸念が再浮上し、22日には、トランプ米政権が中国による貿易協議の準備会合開催の提案を拒否したと報じられたことで貿易摩擦への懸念も強まった。

F O M C結果を受けたドル安などが支援材料

25日から月末にかけては、ユーロ安が一服したこと（25日）、29～30日に開催されるF O M Cで金融政策がハト派化するとの観測記事が出たこと（25日）、キャタピラーやエヌビディアの業績への失望から株安や長期金利低下が進んだこと（28日）、F O M Cの声明文ではハト派的な姿勢が示されたと受け止められたこと（30日）などからドル安が進み、金相場は上昇した。米司法省が華為技術（ファーウェイ）の孟副会長を起訴し、貿易問題での米中の対立が激化することの懸念が強まったこと（28日）も強材料だった、

【2月の動向】～中旬に高値

ユーロ安・ドル高などを背景に前半は軟調

前半は、1月の米国雇用統計やI S M製造業景況指数が市場予想を上回ったこと（1日）、12月のドイツの製造業受注が市場予想に反して減少したこと（6日）、独ダイムラー社が2018年に減益になったとの発表（6日）、欧州委員会によるユーロ圏の経済見通しの下方修正（8日）、1月の米国消費者物価指数（C P I）が市場予想を上回ったこと（13日）などを受けて、為替市場でドル高が進み、金相場の下押し要因になった。一方で、米中貿易協議に関して交渉期限である3月1日までに米中首脳会談を開催する「予定はない」とトランプ大統領が述べたこと（7日）などから米中貿易協議の成り行きに慎重な見方が喚起され、安全資産である金の相場を下支えした。

中旬に高値

その後は、12月の米国小売売上高が市場予想に反して9年ぶりの大幅減に落ち込んだこと（14日）や、1月の米国鉱工業生産が市場予想を下回ったこと（15日）を材料に、ドル安が進み、金相場を押し上げた。欧州中央銀行（ECB）のクレー専務理事が新たな貸出条件付き長期資金供給オペ（TLTRO）の実施について討議していると明らかにしたこと（15日）や、黒田日銀総裁が物価目標達成に必要な「追加緩和を検討する」と衆議院財務金融委員会で述べたこと（19日）はドル高材料だったとみられるものの、ドルの下落基調は続いた。また、世界的な景気減速懸念から米国が利上げを中止するとの観測が生じやすく、相対的に金利のつかない金の買い材料になった。2月20日には1,346.73ドルと、2018年4月以来の高値をつけた。

下旬はドル高を受けて下落

しかし、月末にかけては、1月のFOMC議事要旨の内容が想定されたよりもハト派色が薄かったこと（20日）、米通商代表部（USTR）のライトハイザー代表が米中貿易協議について「合意までにまだ多くの課題がある」などと発言して交渉の早期終結期待が後退したことでドルに対する逃避買いが強まったこと（27日）、10～12月期の米国GDPが市場予想を上回ったこと（28日）、米長期金利が上昇したことなどによって金相場は下落した。一方、インドとパキスタンの軍事的緊張の高まりは、金買い材料になったとみられる。

【3月の動向】～月初に下落後、下旬に値戻し

月初は下落

1日は、世界的に株高が進む中、安全資産である金は続落し、1,300ドルを割り込んだ。前日にUSTRが、米中両国が3月1日に設定した貿易協議の期限を延長すると正式に発表したことを受けて、交渉の先行きに楽観的な見方が広がった。12月の米国個人消費支出（PCE）物価指数が1年2カ月ぶりの低い伸びにとどまり、米利上げ停止観測一段と強まったこともリスク資産買い・金売りを促す材料になった。

4日は、前日に米紙電子版が、米中両国が貿易協議で合意すれば、互いの輸入品に昨年発動した制裁・報復関税の一部撤回を検討していると報道したこともあって、金融市場・コモディティ市場全般に投資家のリスク志向が強まる流れが続き、金は続落した。7日には、ECBが定例理事会で、2019年中の利上げを断念し、2020年以降に先送りする方針を決定したことでドル高が進行し、金相場を抑制した。ただ、一方でECBが悲観的な経済見通しを示したことで世界的な景気減速懸念が強まって金相場を下支えする側面もあり、金の下値は限定的だった。

景気減速懸念やインフレ安定観測を背景に上昇

その後、金相場は上昇した。2月の中国貿易統計で輸出入が落ち込み、景気減速懸念が強まったこと（8日）、2月の米国雇用統計で雇用増加数が市場予想を大幅に下回る2万人にとどまったこと（8日）、2月の米国CPIの安定が示されたことで利上げ休止観測が強まったこと（12日）、

英政府とEUがまとめた離脱修正案が再度、大差で否決され、英国のEU離脱を巡る混迷の度合いが増したこと（13日）、2月の米国生産者物価もインフレの安定を示したこと（13日）、3月のニューヨーク連銀製造業景況指数や2月の米国鉱工業生産が市場予想を下回ったこと（15日）などが相場押し上げ材料となり、1,300ドル台を回復した。

もともと、1月の米国小売売上高が市場予想を上回り、景気減速懸念が緩和したこと（11日）、13日に英下院がEUからの「合意なき離脱」を拒否する決議案を可決し、「合意なき離脱」がひとまず回避されたことで14日にかけて金に利益確定売りが出たこと、などから、上値は限定的であった。

ハト派的なFOMCを受けて小幅上昇

19～20日に開催されたFOMCの結果は、年内の利上げ見送りやバランスシート縮小策の9月末での終了など、ハト派的な内容であった。FOMC前後に金相場は上昇した。

22日には、英調査会社のIHSマークイットが発表したユーロ圏の購買担当者景況指数（PMI）が大幅に悪化したことを受けて、世界景気減速懸念が強まり、欧米の株価が下落する中、安全資産とされる金を買われた。25日は、ドイツ企業の景況感を表すIfo景況指数が市場予想に反して改善し、景気減速懸念を和らげる材料になったものの、投資家のリスク回避姿勢が根強く、金はじり高となり、1,320ドル台まで買われた。

リスク志向の回復で金は下落

しかし、その後は、投資家のリスク志向が回復して世界的に株価が上昇する中、安全資産である金への需要は減退する流れとなった。為替市場でドル高傾向が続いたことも、金の下押し要因になった。FRBがハト派的な姿勢を打ち出しているが、ECBなど他国の中央銀行はよりハト派的だとの見方からドルが買われた。29日には、米国PCE物価指数の上昇率が鈍化したことを受けてドルが軟化し、金を買われる場面もあったが、その後、英下院でEU離脱案の3度目の採決が否決に終わったことでドルが買い戻され、金は上値が抑制された。3月末は1,291.90ドルであった。

パラジウムが急落

なお、27～28日には、貴金属の一角でガソリン自動車向け触媒などに利用されるパラジウムが急落した。英鉱業大手のアングロ・アメリカのキューティファニ最高経営責任者（CEO）がパラジウム相場を「バブル」だと指摘し、より安価なプラチナに代替される可能性があるとは指摘したことが急落のきっかけになったとされる。

【先行き】～安全資産である金に対する需要は安定的か

足元では、株式や原油・ベースメタルなどリスク資産需要が高まる方向にあるのと対照的に、

安全資産である金に対する需要が減退している状況である。目先は、米国企業の決算発表などを受けて株高が進むようだと金は一段安の可能性もある。

しかし、2019 年は、減税効果の剥落などから、世界経済のけん引役であった米国経済は減速が見込まれており、F R B が利下げに転じる可能性を一段と織り込み、金上昇につながる場面が出てくる可能性もある。安全資産である金に対する需要は安定的に推移するとみられる。相場レンジは1 トロイオンスあたり 1,150～1,350 ドルと 18 年と同程度だろう。

－ 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。