

経済レポート

コモディティ・レポート(2019年4~6月)

調査部 主任研究員 芥田 知至

I. コモディティ市況全般：下落後、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12月24日をボトムに2019年4月10日にかけて上昇した後、6月5日にかけて下落したが、足元は持ち直し傾向で推移している。米中貿易協議の行方は不透明だが、世界景気の拡大基調は維持され、コモディティ相場は緩やかながら上昇傾向となろう。

II. エネルギー市況：ブレント原油は持ち直して65ドル前後

国際指標とされるブレント原油は、2019年4月22日の74.52ドルをピークに、6月5日には59.45ドルまで下落した後、足元は65ドル前後に持ち直している。産油国による協調減産の継続決定にも関わらず、原油需給に引き締め感はない見通しであり、原油相場は、当面、反発力を欠いた状態が続くだろう。

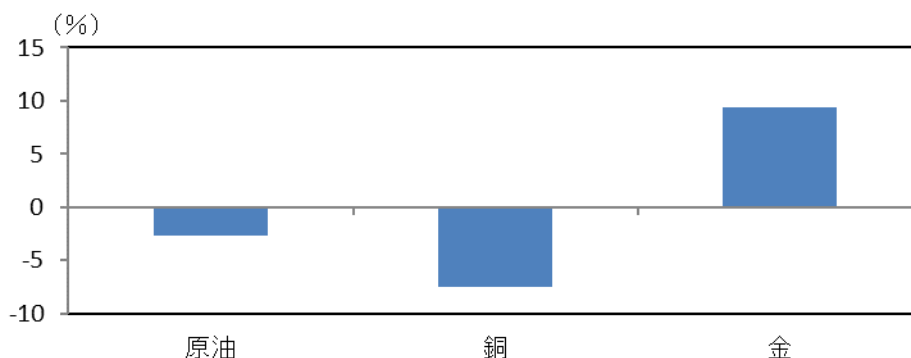
III. ベースメタル市況：一進一退で足元は6,000ドル前後

銅相場は、4月17日に6,608.50ドルの高値をつけた後、6月7日に5,740.00ドルの安値をつけ、足元は6,000ドル前後で推移している。世界景気は拡大基調を維持するものの、銅の需要先の産業活動はやや力強さを欠く状態が続くとみられ、銅相場の上昇ペースは緩やかにとどまろう。

IV. 貴金属市況：金相場は5月末以降急伸して1,400ドル超

金相場は、5月2日の1,265.85ドルをボトムに上昇傾向に転じ、5月末以降は急伸して、6月25日には1,438.63ドルの高値をつけ、足元も1,400ドル台を維持している。利下げ観測と地政学リスク懸念という金相場を押し上げる要因が継続し、金相場がさらに上昇する可能性もあるだろう。

原油・銅・金相場の騰落率（2019年6月末と2019年3月末の比較）

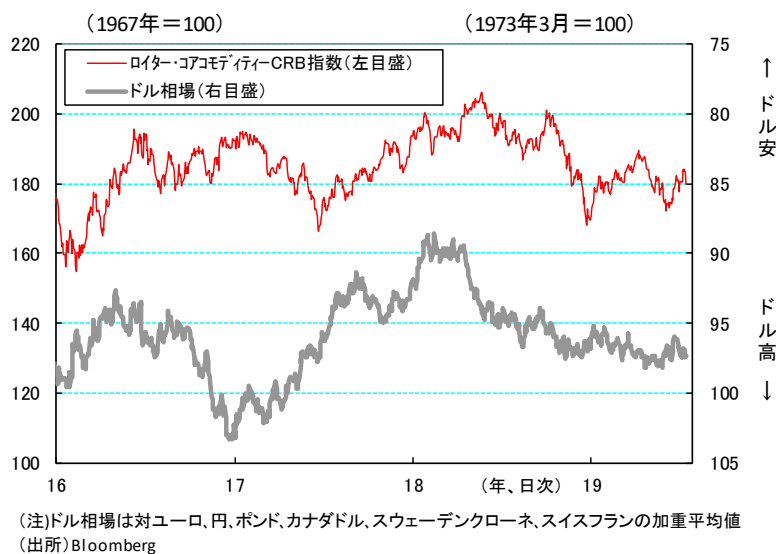


I. コモディティ市況全般の概況：下落後、持ち直し

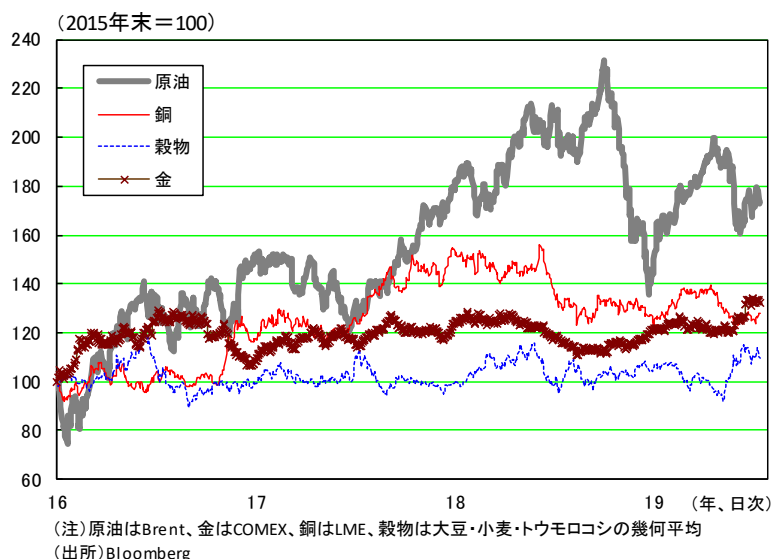
ドル建て国際商品市況全般の動向を示すロイター・コアコモディティCRB指数は、2018年12月24日に2017年6月以来の安値をつけた後、2019年4月10日にかけて上昇した(図表1)。その後、6月5日にかけて下落したが、足元は持ち直し傾向で推移している。

マクロ経済環境をみると、世界景気は、2018年末・2019年初頃に減速感が強まったものの、春頃にかけて景気減速懸念が和らいだ。6月上旬にかけては、米中貿易摩擦の激化や米国による対メキシコ制裁関税の表明などへの懸念が強まったが、米国の対メキシコ関税は無期限に延期され、米中首脳会談で貿易協議の再開が合意された。世界景気の減速懸念は後退しており、コモディティ相場は持ち直し傾向で推移している。米中貿易協議の行方は不透明だが、世界景気の拡大基調は維持され、コモディティ相場は緩やかながら上昇傾向となろう。

(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：ブレント原油は持ち直して 65 ドル前後

国際指標とされるブレント原油は、2018年12月24日に1バレルあたり49.93ドルと2017年7月以来の安値をつけた後、2019年4月25日に75.60ドルまで上昇した。その後、下落に転じて6月5日には59.45ドルとなった。米国産のWTI原油は、同様に2019年12月24日に42.36ドル（2017年6月以来の安値）まで下落した後、4月23日に66.60ドルまで上昇したが、6月5日には50.60ドルまで下落した。その後、原油相場は持ち直し傾向にあり、足元ではブレント原油は65ドル前後、WTIは58ドル前後で推移している。

【4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
1日	↑ (69.01)	米中の景気指標が良好だったことなどが、原油需給の引き締め観測につながり、原油相場は2%超の上昇となった。中国では国家統計局が31日に発表した製造業購買担当者景況指数（PMI）、財新／マークイットが1日に発表した製造業PMIがともに、米国ではISM製造業景況指数が市場予想を上回って改善し、世界景気の減速懸念が大きく後退した。また、ロイターの調査で、3月の石油輸出国機構（OPEC）の産油量がサウジアラビアを中心に4年ぶりの低水準に落ち込んだことも強材料だった。
2日	↑ (69.37)	米政府高官がイランに対する制裁の強化を検討していると明らかにしたことや、ベネズエラの原油輸出ターミナルが電力供給の問題で再度操業停止となったことが相場の押し上げ材料になった。なお、11月にイラン産原油禁輸の適用を除外された8カ国のうち3カ国がイランからの輸入量をゼロにしたと公表された。
3日	＝ (69.31)	EIAの週次統計で、原油在庫が市場予想に反して大幅増加となったことが嫌気され、相場は小反落した。
4日	＝ (69.40)	前日のEIA統計を受けた原油需給の悪化懸念が続いたことや、この日はドル高が進んだことが弱材料だった。もともと、産油国の協調減産や米国によるイラン・ベネズエラへの制裁を背景とした需給引き締め観測も根強く、原油相場は小動きだった。







5日	 (70.34)	3月の米国雇用統計で雇用の堅調さが示されたことや、リビア内戦の激化が懸念されたことから、相場は上昇した。国家が分裂状態にあるリビアでは、国際社会に承認されているシラージュ暫定首相による暫定政府が統治する西部の首都トリポリに向かって、北東部ベンガジを本拠としハフタル司令官が率いる武装勢力「リビア国民軍(LNA)」が進軍を始めた。内戦が再激化するとの懸念が強まった。
8日	 (71.10)	リビア情勢への懸念などから続伸した。武装勢力「リビア国民軍」はトリポリ南部の空港などを空爆し、暫定政府側は反撃を開始した。また、米政府は、イランの革命防衛隊を「外国テロ組織」に指定し、米国とイランの緊張が一段と高まることも懸念された。
9日	 (70.61)	リビアで内戦が再激化する懸念が高まる中、原油相場は5カ月ぶりの高値に上昇する場面もあった。しかし、ロシアのノバク・エネルギー相が、今年下期に原油需給が均衡する見通しなら協調減産を延長する必要はないとの見解を示したと報じられたことや、国際通貨基金(IMF)が世界経済の成長率見通しを下方修正したことが弱材料となった。
10日	 (71.73)	EIA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たものの、ガソリン在庫が市場予想を上回る減少幅となったことが強材料となった。また、OPECが発表した月報で、3月のベネズエラの産油量が100万バレルを下回ったことも支援材料になった。
11日	 (70.83)	米国の制裁を受けるベネズエラとイランからの原油供給が一段と落ち込み、原油価格の上昇が続くようだと、OPECは7月から増産に転じる可能性があるとのOPEC関係筋の声が報道されたことが弱材料となった。
12日	 (71.55)	リビア国営会社(NOC)のサナラ会長が内戦の再発によって原油生産が全面的に停止する可能性があるとして述べたとの報道や、3月の中国の輸出が回復して景気後退やエネルギー需要減退への懸念が緩和したことが強材料となった。
15日	 (71.18)	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して述べたことを嫌気して下落した。
16日	 (71.72)	リビアでの戦闘やベネズエラやイランへの制裁強化からこれらの国からの供給が一段と減少するとの懸念が続いたことなどから、原油相場は反発した。









17日	＝ (71.62)	E I Aが発表した原油在庫の減少幅が前日に米石油協会 (A P I) が発表した数値ほどではなかったため、小反落した。中国のG D Pが市場予想を上回ったことは相場押し上げ材料だったが、産油国の協調減産の行方に不透明感が広がったこともあり、下押し圧力が勝った。
18日	↑ (71.97)	前日発表の統計で原油在庫が減少していたことが改めて強材料視されたことや、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減少したこともあり、小幅上昇した。
22日	↑ (74.04)	米国政府が昨年11月に再発動したイラン産原油禁輸について、8カ国・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、原油相場は大幅高となった。
23日	↑ (74.51)	前日に米政府がイラン産原油の禁輸措置を強化すると発表したことが引き続き相場の押し上げ材料になった。サウジのファリハ・エネルギー産業鉱物資源相は他の産油国と協調して十分な原油供給を確保する姿勢を示したものの、23日には「すぐに増産することにはならない」、「まずは需要動向を見極めたうえで対応する」とのO P E C関係筋の声は報道され、強材料になった。
24日	＝ (74.57)	E I Aの週次石油統計で、原油在庫が市場予想を上回る増加となったことが嫌気されたものの、米国による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が強材料となり、高値圏でもみ合った。前日に国際エネルギー機関 (I E A) が原油の需給バランスについて、供給は十分であり、生産余力にも問題がないとの見解を示したことは弱材料になった。
25日	＝ (74.35)	原油相場が一段高となる可能性への疑念が広がり、小幅下落した。この日は、ドイツとポーランドがロシア産原油を輸入するドルジバ・パイプラインに不純物が混入しているとして日量70万バレルの原油輸送を停止した。(当初、29日までにベラルーシとの国境に汚染されていない石油の供給が可能となるほか、2週間以内にパイプラインを復旧させると報道されたが、問題解消は5月後半にずれ込んだ)。一方、調査会社のライスタッド・エナジーがサウジアラビアとその同盟諸国がイラン産原油の供給減少を補完できるとの見方を示した。
26日	↓ (72.15)	トランプ米大統領がO P E Cに電話をかけて、原油価格を引き下げよう伝えたとの報道を材料に、大幅続落した。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石油掘削リグの稼働件数は減少幅が拡大したものの、市場の反応は限定的だった。

29日	＝ (72.04)	26日のトランプ氏の発言の詳細が不明瞭だとして原油を買い戻す動きも出る中、ブレントは小幅安、WTIは小幅高となった。
30日	↑ (72.80)	ベネズエラのグアイド国会議長が、マドゥロ大統領が軍の支持を失いつつあり、政権転覆が最終段階に入ったと宣言するなど、同国の政局の混迷が、原油の供給不安につながるなどの懸念から原油が買われた。サウジのファリハ・エネルギー産業鉱物資源相が、イランからの原油供給減少を補う用意はあるとする一方で、在庫水準によっては7月以降も協調減産を延長する可能性があるとして述べたことも強材料となった。

【5月の動向】～下落

1日	＝ (72.18)	ブレントが小幅高、WTIが小幅安だった。イラン産原油禁輸の適用除外の措置が終了することやベネズエラ情勢が混迷の度合いを増していることが強材料だが、EIAの週次統計で原油在庫が市場予想を大幅に上回る増加となり、ガソリン在庫が市場様相に反して増加したことが弱材料となった。
2日	↓ (70.75)	前日の米連邦公開市場委員会(FOMC)後のパウエル米連邦準備制度理事会(FRB)議長の発言などから米利下げ観測が後退し、ドル高が進んだことや、前日から続く米原油需給の緩和への懸念などが弱材料となり、やや下落幅が大きくなった。また、この日からイラン産原油の禁輸措置が強化されたが、すぐに供給逼迫が生じるわけではないとの見方がなされた。
3日	＝ (70.85)	4月の米国雇用統計が景気の堅調さを示す内容だったことから、同国のエネルギー需要増加観測につながり、原油相場は小幅高となった。
6日	↑ (71.24)	5日にトランプ米大統領が、中国からの輸入品2,000億ドル相当に対する関税を10日に10%から25%へ引き上げるとツイッターで表明したことが弱材料となり、売りが先行したものの、同日にボルトン米大統領補佐官(国家安全保障担当)が空母「エイブラハム・リンカーン」を中東に派遣すると発表して米・イラン関係を中心に地政学リスク懸念が強まったため、相場は前日比プラス圏に押し上げられた。
7日	↓ (69.88)	10日までに米中貿易協議が合意に達する可能性が小さくなったとの見方から、投資家のリスク回避が強まって株価が下落する中、リスク資産の一角である原油も売られた。なお、ロシアのドルジバ・パイプラインが原油の汚染のため停止している問題で、ノバク・エネルギー相が、問題の解決は5月後半になるとの見方を示した。

8日	 (70.37)	E I A の週次統計で原油在庫が市場予想に反して減少したことが好感され、原油相場は上昇した。ただし、米通商代表部 (U S T R) が官報で対中制裁関税の 25% への引き上げを公示したことや、中国商務省が「対抗措置を講じる」と報復の構えをみせたことが弱材料になり、上値は限定された。
9日	 (70.39)	米中貿易協議の行方に対する不安から軟調に推移していたが、トランプ米大統領が中国の習主席から「素晴らしい書簡」を受け取ったとして交渉の行方に期待感を示したことから値を戻した。ブレントは小幅高、W T I は小幅安となった。
10日	 (70.62)	ブレントが小幅高、W T I は小幅安だった。この日、米国政府は中国からの輸入品 2,000 億ドル相当に対する輸入関税を 25% に引き上げ、米中の貿易に関する閣僚級協議の 2 日目が合意なしで終了した。米中貿易摩擦が弱材料の一方で、イラン、ベネズエラ、リビアなどからの供給減少への懸念が強材料として意識され小動きであった。
13日	 (70.23)	アラブ首長国連邦 (U A E) のフジャイラ沖でサウジ船籍の石油タンカー 2 隻を含む 4 隻の船舶が攻撃を受けたと報道され、地政学リスク懸念から原油相場が上昇する場面があったものの、中国政府が、米国が 10 日に実施した対中制裁関税の引き上げに対する報復措置を 6 月 1 日に発動すると発表したことなどが嫌気され、結局、原油相場は下落した。
14日	 (71.24)	サウジのファリハ・エネルギー産業鉱物資源相が、国営石油会社のサウジアラムコのパイプラインのポンプ施設 2 カ所が爆発物を積んだドローン (無人機) による攻撃を受けたことを明らかにし、中東の地政学リスク懸念が一段と強まった。サウジと 4 年に渡ってイエメンで交戦しているイスラム教シーア派系武装組織「フーシ派」は、サウジの「極めて重要な」施設にドローン攻撃を実施したと表明した。
15日	 (71.77)	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たものの、前日に発表された A P I の統計ほどの増加ではなかったため、米国内の供給過剰に対する懸念が後退する材料になった面があった。また、サウジのパイプラインや同国石油タンカーへの攻撃などを受けた中東情勢への懸念が引き続き相場の押し上げ材料だった。

16日	 (72.62)	サウジ主導の連合軍がイエメンの武装勢力「フーシ派」への報復攻撃として首都サヌアで空爆を実施したことや、前日にイランの隣国のイラクの米大使館で、緊急対応要員以外の大使館員に出国指示が出されたことを受けて地政学リスク懸念が強まり、原油相場は続伸した。
17日	 (72.21)	米中貿易協議が「行き詰まっている」と報道されたことなどから原油を含めたリスク資産全般が売られる流れになった。もっとも、19日に開催される石油輸出国機構(OPEC)と非加盟産油国による合同閣僚監視委員会(JMMC)の行方を見極めたいとの思惑もあり、相場の値動きは限定的であった。
20日	 (71.97)	19日に開催されたJMMCで7月以降の原油生産について結論を持ち越したものの、サウジのファリハ・エネルギー産業鉱物資源相が、産油国が原油在庫を徐々に減らすことで意見が一致していると述べたことなどを材料として上昇する局面もあった。もっとも、その後は、米中経済摩擦を嫌気して、株式や原油などリスク資産全般が下落した。結局、WTIは小幅高、ブレントは小幅安だった。
21日	 (72.18)	WTIは小幅安、ブレントは小幅高だった。中東情勢への懸念が強材料だが、原油需要鈍化への懸念が弱材料となった。
22日	 (70.99)	EIAの週次統計で、市場予想に反して原油在庫が増加したことが弱材料になった。21日に米政府が中国通信機器大手の華為技術(ファーウェイ)との取引を原則禁止する制裁措置を発動したことや、経済協力開発機構(OECD)が世界経済見通しを下方修正したことも下押し材料だった。
23日	 (67.76)	ブレントが4.6%、WTIが5.7%の大幅下落となった。米政府による制裁発動を受けてファーウェイとの取引を停止する動きが広がる中、世界景気減速への懸念が強まった。調査会社IHSマークイットが発表した5月の欧米の製造業購買担当者景況指数(PMI)が市場予想を下回ったことも下げ材料となった。
24日	 (68.69)	反発。前日の大幅下落の反動で安値拾いの買いなどが出た。株式など他のリスク資産も反発した。
27日	 (70.11)	米国がメモリアルデー、英国がレイト・メイ・バンク・ホリデーのため薄商いであったが、ブレントが上昇した。24日にトランプ米大統領が米兵1,500人を追加派遣すると表明し、地政学リスク懸念が高まったことなどが材料になった。

28日	＝	(70.11)	先週の大幅安を受けて安値拾い動きがある中、米中西部の洪水が原油輸送に影響を及ぼしているとの報がWTIの買い材料になったが、ブレントは27日にやや持ち直した後、横ばい推移となった。
29日	↓	(69.45)	中国共産党機関紙の人民日報がレアアースの輸出制限で米国に打撃を与えることは可能とする考えを述べたことで、貿易摩擦への懸念が広がり、原油相場は下落した。
30日	↓	(66.87)	EIAの週次統計で、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や、中国外務省高官が貿易摩擦を巡る米国の行動を「経済テロ」と非難したことが弱材料となり、下落幅が大きくなった。
31日	↓	(64.49)	前日にトランプ米大統領がメキシコに対して、不法移民対策を講じなければ、同国からの輸入品に制裁関税を課すと表明したことを受けて、両国間の原油や石油製品の輸出入にも影響が及ぶとの懸念から、WTIは5.5%、ブレントは3.6%の急落となった。

【6月の動向】～やや持ち直し

3日	↓	(61.28)	サウジの国営紙が、ファリハ・エネルギー産業鉱物資源相がOPECとロシアなど非OPEC産油国が年後半も市場安定への取り組みを継続すると述べたと報道されたことが強材料と目されたものの、米国がメキシコに制裁関税を課す方針を示したことや米中貿易摩擦への懸念が大きく、原油相場は続落した。
4日	↑	(61.97)	パウエル米連邦準備制度理事会(FRB)議長が「貿易問題を注視」、「成長持続のため適切に行動」と発言したことを受け、利下げ観測が高まってリスク資産全般が買われ、原油相場も上昇した。
5日	↓	(60.63)	反落。EIAの週次石油統計で、米国の原油在庫が市場予想に反して大幅増加したことが弱材料となった。ガソリンや中間留分の在庫も増加した。WTIは50.60ドル、ブレントは59.45ドルとそれぞれ今年1月以来の安値をつけた。
6日	↑	(61.67)	米国がメキシコへの制裁関税の発動を延期する見通しが報道されたことで、投資家のリスク志向が回復し、原油も上昇した。
7日	↑	(63.29)	サウジのファリハ・エネルギー産業鉱物資源相が、OPECと非OPEC産油国は現在の協調減産を延長すべきだとの考えを示したうえで、「OPEC側は延長でほぼ一致している」と述べたことが強材料となった。

10日	↓	(62.29)	米中貿易摩擦に関して20ヶ国・地域（G20）首脳会議の際に米中首脳会談が実現するかどうかで依然不透明感があることやサウジとロシアが協調減産の延長でまだ合意に至っていないことが弱材料になった。
11日	=	(62.29)	米中貿易摩擦などを背景とした原油需要鈍化への懸念が下押し材料だが、産油国が6月末で期限を迎える協調減産を延長するだろうとの観測が押し上げ材料となり、横ばい推移となった。
12日	↓	(59.97)	EIAの週次統計で、原油在庫が市場予想に反して増加したことや、EIAが前日公表の短期エネルギー見通しの中で2019年の世界の原油需要見通しを下方修正したこともあって世界的な原油需要の減退懸念が強まっていたことを背景にWTIは4.0%、ブレントは3.7%の大幅安となった。
13日	↑	(61.31)	中東のオマーン湾で日本企業が運航する1隻を含むタンカー2隻が攻撃を受けたと報じられたことから、供給不安で原油が買われた。一時4%超の上昇幅となったが、原油需要の鈍化懸念が上値を抑えたとみられ、結局、2%強の上昇にとどまった。
14日	↑	(62.01)	オマーン湾でのタンカー攻撃を巡って米国とイランとの対立が深まる中、続伸した。
17日	↓	(60.94)	反落した。5月の中国鉱工業生産が前年比5.0%増と17年ぶりの低水準にとどまったことなどから、原油需要の鈍化懸念が強まった。
18日	↑	(62.14)	米中貿易協議での合意への期待から上昇した。トランプ米大統領は、中国の習近平国家主席と電話で「非常に良い会話をした」とツイッターに投稿し、28～29日に大阪で開催されるG20首脳会議に合わせて米中首脳会談を開くと表明した。また、前日にシャナハン米国防長官代行が中東に約1,000人を増派すると発表し、イランと米国との緊張がより高まっていると受け止められた。WTIは3.8%高、ブレントは2.0%高だった。
19日	↓	(61.82)	EIAの週次統計で原油在庫の減少幅が市場予想を上回ったため、一時、買われたものの、利益確定の売りが出て小幅安となった。FOMCで年内の利下げの可能性が示唆され、ドル安が進んだものの、さほど原油買いにはつながらなかった。

20日	↑ (64.45)	イランの精鋭部隊「革命防衛隊」が米国の無人偵察機を撃墜したと発表し、すでにタンカー攻撃などを巡って緊張が強まっていた両国の対立がさらに先鋭化すると懸念から、原油相場は急騰した。調整が難航していた石油輸出国機構（OPEC）総会等の日程が7月1～2日で確定したことも需給引き締め期待につながったと指摘される。WTIは5.4%高、ブレントは4.3%高だった。米利下げ観測が米原油需要の鈍化懸念の後退につながっており、WTIの方が上がりやすかったようだ。
21日	↑ (65.20)	地政学リスク懸念から続伸した。トランプ米大統領は、イランに対する無人機撃墜の報復攻撃を20日に計画したが、開始10分前に撤回したことなどが明らかにされ、両国関係が予断を許さない状況であるとの警戒感が強まった。
24日	↓ (64.86)	トランプ米大統領がイランの最高指導者ハメネイ師も制裁の標的とする大統領令に署名したものの、米国とイランの軍事衝突の可能性が高まったわけではないと受け止められ、原油相場は小動きだった。
25日	= (65.05)	緊張感が増している米国とイランの対立や、29日に首脳会談が予定される米中貿易協議の行方に関心が集まる中、相場の値動きが限られた。
26日	↑ (66.49)	EIAの週次石油統計で、原油在庫の減少幅が市場予想を大幅に上回ったことを受けて、2%超の原油高となった。ムニューシン米財務長官が、米中貿易協議について「妥結への道筋はある」と述べたことも原油買いの材料とされた。
27日	= (66.55)	ほぼ横ばい。29日に米中首脳会談、7月1～2日にOPEC総会と非OPEC産油国も含めたOPECプラスの閣僚会合を控える中、市場参加者の様子見姿勢が強まり、原油相場はほぼ横ばいであった。
28日	= (66.55)	市場参加者の様子見姿勢が続く中、WTIは下落、ブレントは横ばいとなった。

【先行き】～米中貿易協議の再開合意や協調減産の継続決定も上値は限定的

原油相場は4月下旬をピークに軟調な推移が続いていたが、6月上旬をボトムに下げ止まる動きをみせている。

5月5日にはトランプ米大統領がそれまで引き上げを延期していた2,000億ドル相当の中国産品への追加関税を10日に25%に引き上げることなどを表明し、米中貿易摩擦への懸念が強まったことが弱材料になった。その後も、米政府がファーウェイとの取引を原則禁止する方針を示す

事態に至り、米中の対立が世界経済の停滞につながるリスクが一段と強く、認識された。23日には欧米の製造業PMIが弱かったことも加わり、投資家のリスク回避姿勢が強まって、原油相場は5%前後の大幅下落を記録した。さらに30～31日には、米原油在庫の高止まり、貿易協議に関する中国当局による米国批判、米国による対メキシコ制裁関税賦課の表明などを受けて、連日の大幅下落となった。6月5日には米原油在庫増もあり、安値をつけた。

しかし、その後は、サウジアラビアが産油国による協調減産の継続に向けた動きが進んでいると示唆したことや、米国によるメキシコ産品への制裁関税の発動の見送りをを受けて、相場下落にいったん歯止めがかかった。

さらに、6月29日の米中首脳会談では貿易協議の再開で合意がなされ、7月初めのOPEC総会とOPECプラスの閣僚会合では1～6月に実施されていた協調減産の2020年3月までの延長が決定された。これらは原油相場の強材料になったものと思われる。米中首脳会談の結果と協調減産の継続が判明した7月1日にはWTIは60.28ドルと6週間ぶりの高値をつけ、ブレントも6月28日の高値(66.85ドル)に迫った。

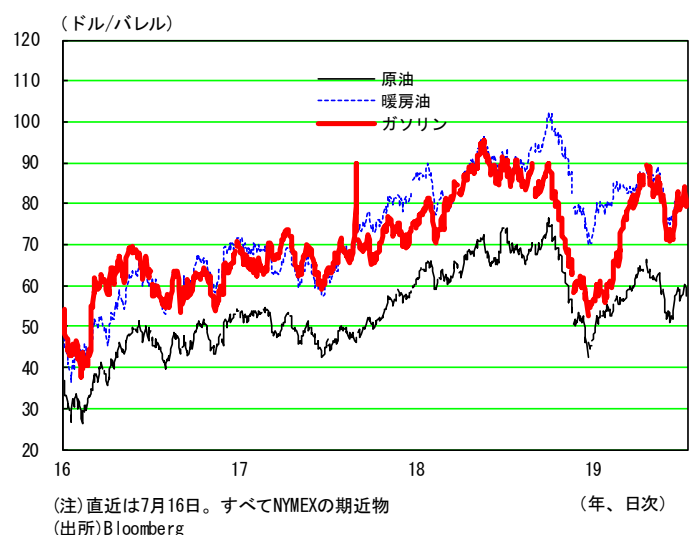
もともと、2日には、材料出尽くし感から大幅に売られ、その後、米メキシコ湾岸への熱帯低気圧「バリー」の接近などの押し上げ材料があったものの、原油相場の上値は重い状態が続いている。米中貿易協議は、首脳会談で交渉の再開が合意されたものの、その後、具体的な動きにはつながっていない。その間、中国のPMIや米国のISM指数など各国の製造業分野を中心に弱めの景気指標が相次いでおり、原油需要の鈍化懸念が続いている。イランを巡る地政学リスクが高まっているものの、米国・イランともに交渉再開の糸口を模索しているようにもみえる。16日にはトランプ大統領がイラン情勢について「進展があった」と述べたと報道された。

産油国による協調減産の継続決定にも関わらず、原油需給に引き締め感はない見通しであり、原油相場は下げ止まったものの、当面、反発力を欠いた状態が続きそうである。

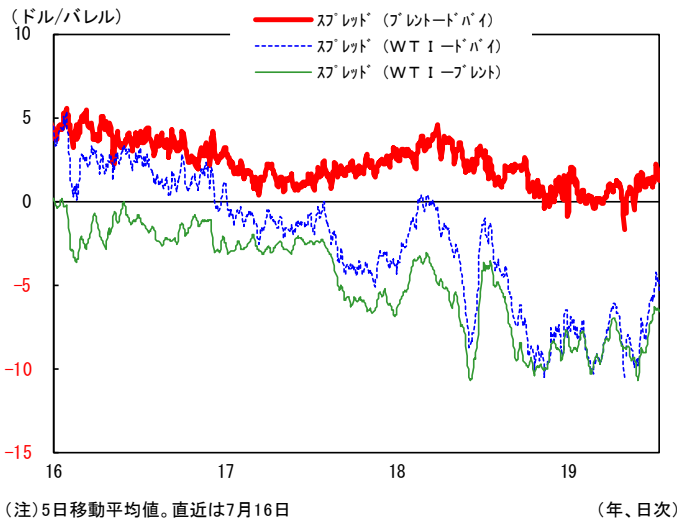
(図表3) 原油市況の推移



(図表4) 石油製品市況の推移

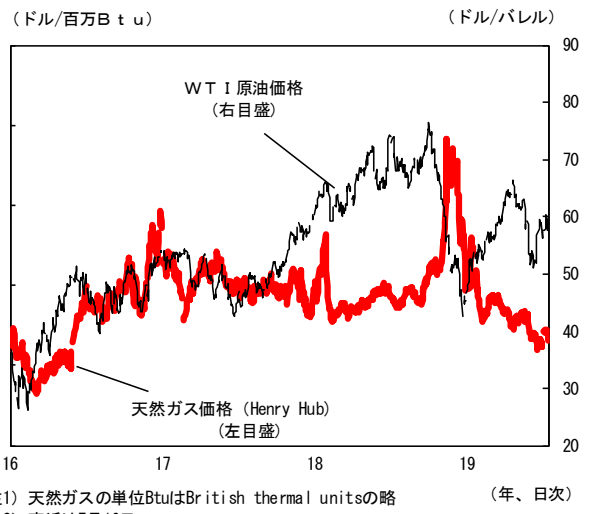


(図表 5) 油種間スプレッドの推移



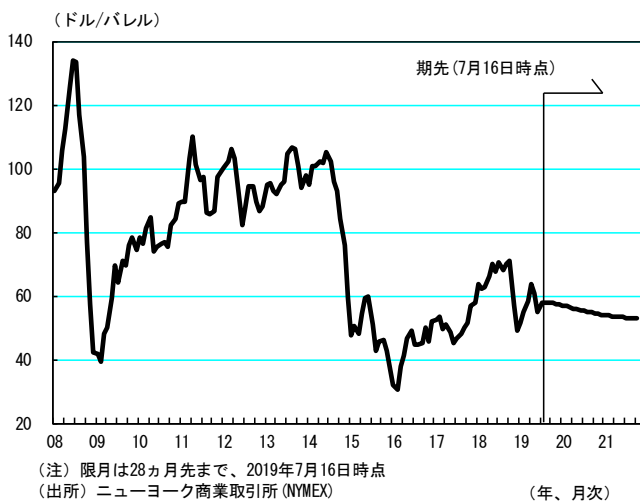
(注) 5日移動平均値。直近は7月16日
(出所) Bloomberg、日本経済新聞

(図表 6) 米国天然ガス市況の推移



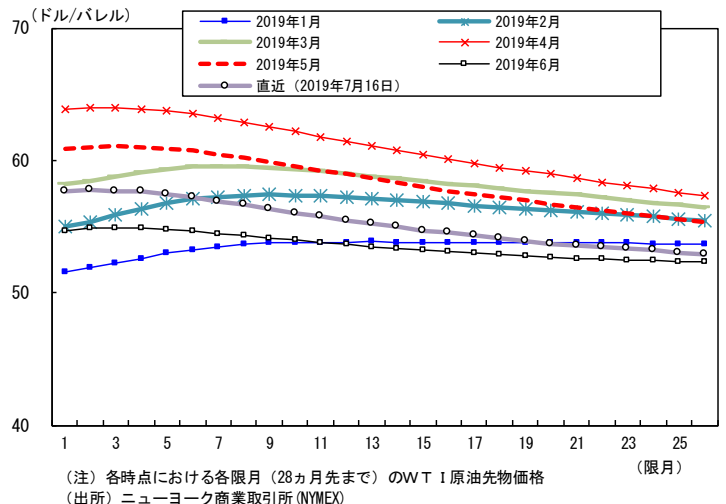
(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略
(注2) 直近は7月16日

(図表 7) 原油先物価格と先物カーブ



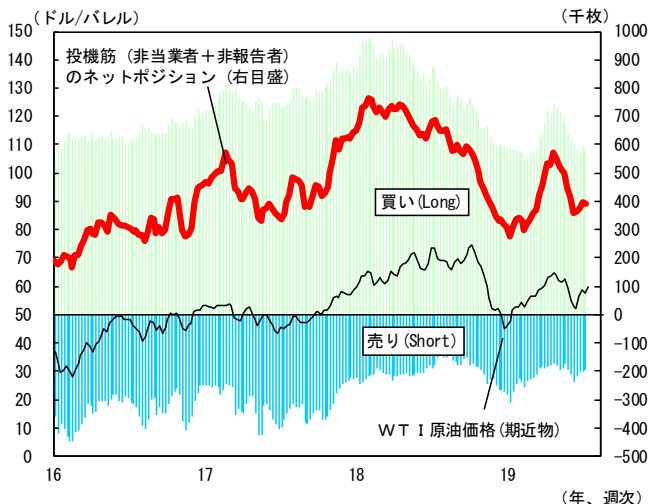
(注) 限月は28ヵ月先まで、2019年7月16日時点
(出所) ニューヨーク商業取引所 (NYMEX)

(図表 8) W T I 原油の先物カーブの変化



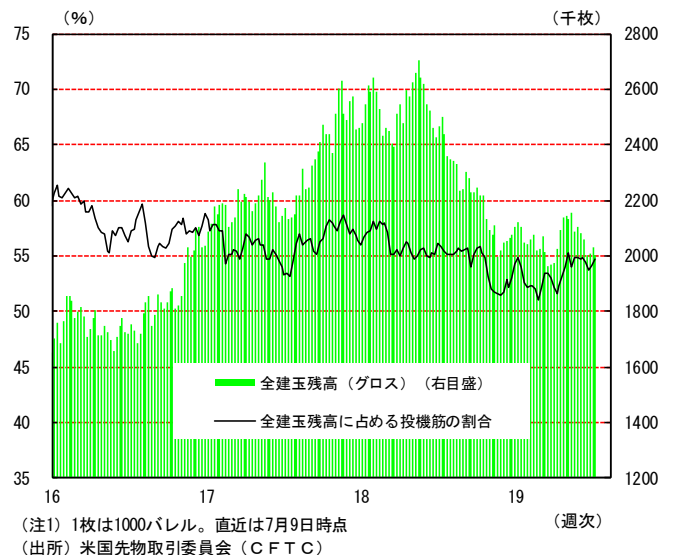
(注) 各時点における各限月 (28ヵ月先まで) のWTI原油先物価格
(出所) ニューヨーク商業取引所 (NYMEX)

(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7月9日時点、WTI原油は7月10~16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7月9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)

(万バレル/日)

国名	生産量 <6月>	(前月差)	生産量 <5月>	(前月差)	産油能力	稼働率	生産余力 <6月>
アルジェリア	101.0	(0.0)	101.0	(-1.0)	107.0	94.4%	6.0
アンゴラ	144.0	(-1.0)	145.0	(7.0)	153.0	94.1%	9.0
コンゴ共和国	35.0	(1.0)	34.0	(-1.0)	33.0	106.1%	-2.0
エクアドル	53.0	(1.0)	52.0	(0.0)	55.5	95.5%	2.5
赤道ギニア	11.0	(0.0)	11.0	(-1.0)	15.0	73.3%	4.0
ガボン	20.0	(0.0)	20.0	(2.0)	22.0	90.9%	2.0
イラン	228.0	(-10.0)	238.0	(-17.0)	383.0	59.5%	155.0
イラク	475.0	(2.0)	473.0	(10.0)	470.0	101.1%	-5.0
クウェート	273.0	(3.0)	270.0	(-2.0)	300.0	91.0%	27.0
リビア	115.0	(0.0)	115.0	(-4.0)	120.0	95.8%	5.0
ナイジェリア	189.0	(3.0)	186.0	(-4.0)	190.0	99.5%	1.0
サウジアラビア	973.0	(-10.0)	983.0	(4.0)	1,150.0	84.6%	177.0
UAE	306.0	(-1.0)	307.0	(0.0)	340.0	90.0%	34.0
ベネズエラ	77.0	(-1.0)	78.0	(-6.0)	123.0	62.6%	46.0
OPEC 14カ国	3,000.0	(-13.0)	3,013.0	(-13.0)	3,461.5	86.7%	461.5

(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。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

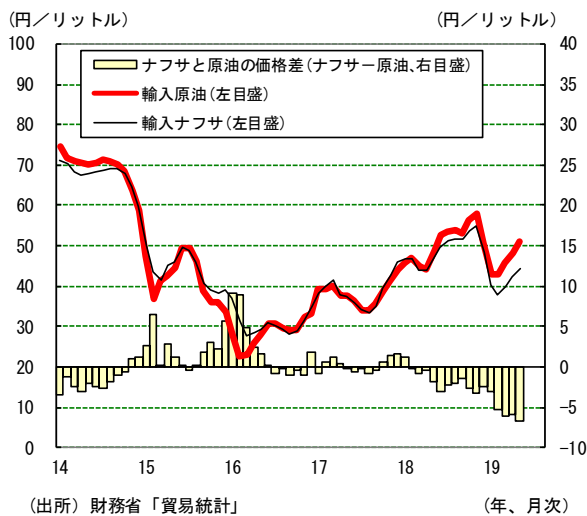
(出所) Bloomberg

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、2018年11月の1リットルあたり54.8円をピークに2019年2月には37.7円まで下落した後、5月には44.2円まで持ち直している。一方、輸入原油価格は2018年11月の58.1円をピークに2019年2月には42.9円まで下落した後、5月には51.0円まで持ち直している（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5月にはナフサ安幅が6.8円となった。

アジアのナフサ市況の推移をみると、2019年1月2日のボトムから4月25日のピークまで上昇した後、6月6日にかけて下落したが、その後は持ち直している。原材料である原油の価格変動に連動した動きであった。原油との相対価格をみると、米中貿易摩擦の激化や米国がメキシコからの輸入品に制裁関税を課す方針を表明したことを懸念して世界景気の悪化や石油化学製品の需要減が警戒されたことや、エチレン・プラントの定期修理が重なったことなどから、6月上旬にかけてナフサ安が進んだ。その後は、世界景気に対する過度な悲観は後退し、エチレン・プラントも再稼働して、ナフサは値戻ししている。もっとも、石化需要や原油相場の先行きには慎重な見方が多く、ナフサの上値は限定された推移が予想される。

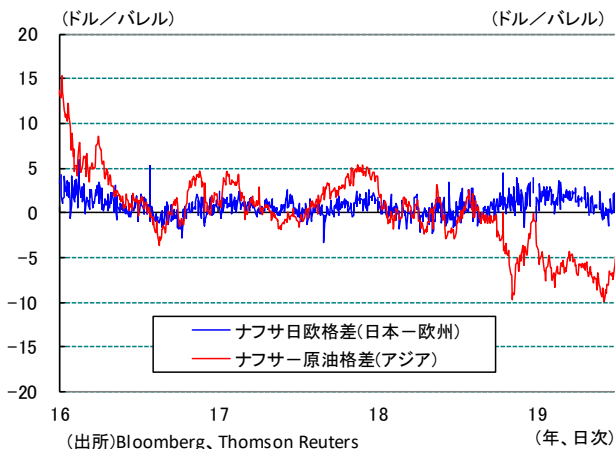
（図表12）日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



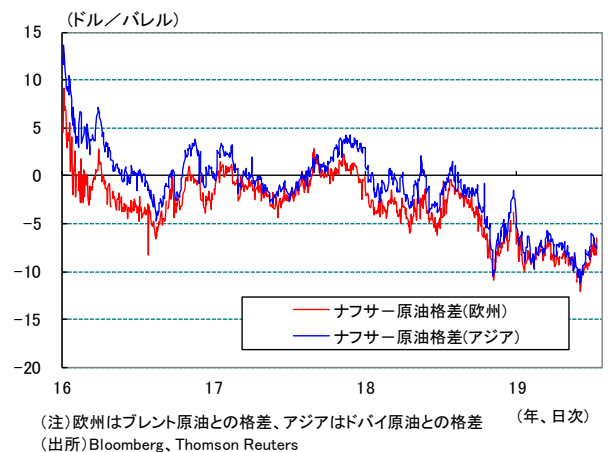
（図表13）アジアの原油・ナフサの市況



（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



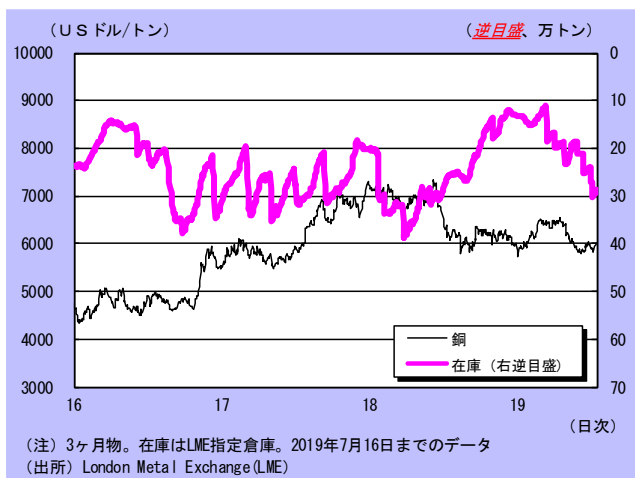
Ⅲ. ベースメタル

1. 銅を中心とした概況：一進一退で足元は6,000ドル前後

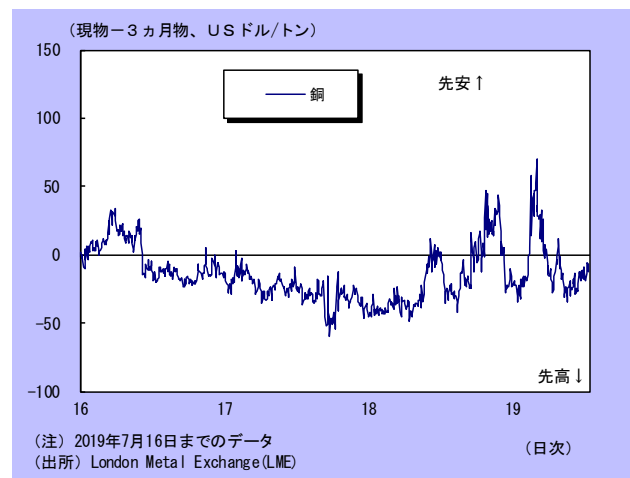
非鉄ベースメタル相場の中心となる銅相場は、2019年1月3日に1トンあたり5,725ドルと2017年6月以来の安値をつけた。その後は、持ち直し傾向となり、4月17日には6,608.50ドルの高値をつけた後、下落に転じて6月7日に5,740.00ドルの安値をつけた。足元は、6,000ドル前後で推移している。

(図表 16) 銅

銅相場とLME指定倉庫在庫の推移



現先スプレッド(現物-3ヶ月物)の推移



【4月の動向】～中旬に高値

強弱材料を受けて一進一退

1日は、前日に中国国家统计局が発表した3月の製造業購買担当者景況指数(PMI)が市場予想に反して上昇し、景況の改善・悪化の判断の分岐点となる50も4ヶ月ぶりに上回ったことが好感され、銅相場は一時6,500ドルを上回った。

2日は、中国の資源大手MMG社が保有するペルーのラ・バンバ鉱山で2月上旬から続いている先住民による道路封鎖などの抗議活動が政府の介入により終結に向かうとの観測が強まったことが弱材料になった。

その後は、しばらく一進一退の推移が続いた。国家経済会議(NEC)のクドロー委員長が米中貿易協議について楽観的な見通しを述べた(2日)、財新/マークイットが発表した3月の中国のサービス業PMIが14ヶ月ぶりの高水準となり、政府の景気刺激策が徐々に効果を表していると受け止められた(3日)、ペルーの鉱山では先住民のリーダーが政府との協議に応じなかった(3日)、トランプ米大統領と中国の劉鶴副首相が会談すると発表され、首脳会談実現への期待が高まった(4日)、中国政府が小規模な都市の多くで住居規制を緩和し、景気支援のためインフラ支出を拡大すると発表した(8日)、中国国営新華社通信が米中貿易協議について「新たな進展」があったと報じた(8日)などが相場の押し上げ材料となった。

一方で、米中貿易摩擦への懸念が続いたほか、2月のドイツの製造業受注が市場予想を大幅に下回る減少となった（4日）、LME指定倉庫の銅在庫の増加が嫌気された（5日）、米通商代表部（USTR）がEUの航空機補助金に対する報復プロセスを開始し、大型旅客機や乳製品など幅広い報復関税措置の対象品目を公表した（8日）、トランプ米大統領がEUの航空機補助金に対する報復措置としてEUからの輸入品110億ドル相当に追加関税を課す方針を改めて表明した（9日）、国際通貨基金（IMF）が2019年の世界経済成長率見通しを3.3%に引き下げた（10日）、などが弱材料となった。

中国GDPなどを受けて高値

17日には6,608.5ドルと2018年7月以来の高値をつけた。3月の中国の銅地金輸入が前年比26.5%増と堅調であったこと（12日）や1～3月期の中国のGDPが前年比6.4%増と市場予想を上回ったこと（17日）、3月の中国の鋳工業生産や小売売上高も堅調だったこと（17日）が強材料となった。

欧州景気減速や中国の景気刺激策縮小への懸念から下落

しかし、その後は、下落基調に転じた。マークイットが発表した4月のドイツの製造業PMIが低調だったこと（18日）、中国で景気回復の兆しが見られたことを受けて当局による景気刺激策が抑制されるとの懸念から中国株が下落したこと（23日）、ドイツのIFO景況感指数が弱めだったこと（24日）、対ユーロを中心にドル高が進んだこと（23～26日）などが弱材料になった。

月末にかけては、中国の経済指標の発表や4月30日～5月1日開催の米連邦公開市場委員会（FOMC）を控えて、小動きとなった。30日に中国国家统计局が発表した4月の製造業PMIは市場予想を下回ったが、むしろ当局の景気刺激策への期待を高める材料となり、銅相場は小幅上昇した。

【5月の動向】～下落傾向で推移

月初に急落

1日は、特に新たな材料があったわけではないが、銅相場は急落した。コンピューターによるプログラム売買が主導した動きなどとされた。相場は前日比180ドル下落し、2月以来の安値をつけた。2日も続落した。3日は、米国雇用統計の内容が強めだったにも関わらず、為替市場はドル安が優勢となり、銅相場は押し上げられたが、上値は限定的だった。

米中貿易摩擦が激化

6日はアーリーメイ・バンクホリデーで休場となり、7日は下落した。5日にトランプ米大統領がツイッターで、2,000億ドル相当の中国産品に課す制裁関税を10日から25%に引き上げると表明したことなどを受けて、米中貿易摩擦の激化が懸念された。

その後も、4月の中国の貿易統計で輸入が市場予想に反して前年比プラスに持ち直したものの、輸出が市場予想に反して前年比減少したこと（8日）や、10日に米国による対中関税の引き上げが予定される中、9～10日に閣僚級の米中貿易協議が行われ、貿易摩擦の先行きが懸念されたことから下落傾向が続いた。

13日には、中国政府が10日に米国が実施した対中制裁関税の引き上げに対する報復措置として6月1日から600億ドル相当の米国産品に対する追加関税を25%に引き上げるとし、これに対し米政府は現在制裁関税の対象から外れている3,000億ドル相当の中国産品の関税を上乗せする手続きに着手するとしたため、米中貿易摩擦への懸念が強まり、株式などリスク資産全般に売り圧力が広がる中、銅相場も下落幅が大きくなった。

その後、安値拾いの買いがみられたことや、5月18日に判断期限を迎える日本や欧州連合（EU）から米国への自動車輸入の制限措置について米政府は期限を最長6カ月延長する方針だと報道されたこと（15日）で、投資家のリスク志向が幾分回復したため、16日にかけて銅相場はやや持ち直したが、上値は限定的だった。15日に発表された4月の中国の小売売上高や鉱工業生産が市場予想を下回ったことが弱材料になった。

ファーウェイ問題により投資家心理が悪化

なお、15日には、トランプ米大統領が華為技術（ファーウェイ）製品を念頭に、国家安全保障上の脅威となる外国企業の通信機器の使用を禁じる大統領令に署名した。当初、市場の反応は限定的であったが、ファーウェイとの取引停止を発表する企業が相次ぐ中、徐々に米中の対立の深刻さが世界経済に悪影響を及ぼすとの見方が強まり、銅相場も連日の下落となった。21日に、米政府がファーウェイに対する制裁を3ヶ月猶予する発表し、相場が反転する場面もあったが、持続しなかった。ペルーのラ・バンバ鉱山で新たに道路封鎖を行う動きがあったこと（21日）や、チリ銅公社（コデルコ）のチュキカマタ鉱山の生産量が2019年の45.9万トンから2021年には27.7万トンへと40%減産となる見込みだと報じられたこと（23日）が相場押し上げ材料と目されたものの、影響は限定的だった。

23日には、トランプ米大統領が中国との貿易協議にファーウェイ問題が含まれる可能性がある」と表明し、投資家のリスク志向がやや回復した。先端技術の覇権争いに発展した問題も今後の協議で解決される可能性があるとの見方から投資家の過度の警戒感が和らぎ、24日は株式など他のリスク資産とともに銅も相場が上昇し、連休明けの28日も小幅上昇した。

月末にかけては、人民日報が「貿易戦争で反撃するため、レアアースを活用する用意がある」と警告したこと（29日）、中国外務省の張漢暉次官が「意図的に貿易摩擦を引き起こすことはむき出しの経済テロリズム」だと米国を批判したこと（30日）、トランプ米大統領がメキシコからの不法移民流入増に対する制裁措置として、同国からの全輸入品に5%の関税を課し、段階的に引き上げる方針を表明したこと（30日）、中国国家統計局が発表した5月の製造業PMIが判断の分かれ目となる50を割り込み、市場予想も下回ったこと（31日）などを材料に相場は下落し

た。

【6月の動向】～反発も上値は限定的

米中貿易摩擦や米国の対メキシコ関税表明で安値

3日は、米国が対メキシコ制裁関税の計画を表明した影響や、米中貿易摩擦や中国の製造業活動鈍化への懸念が続き、銅相場は軟調に推移した。4日に米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長が「貿易問題を注視」、「成長持続のため適切に行動」とハト派的な発言を行ったことを受け、利下げ観測が高まり、ドル安が進んだため、他のリスク資産と同様に銅も買われる場面遠があったが、上値は限定的だった。

6日には、チリのチュキカマタ鉱山の労組がチリ銅公社（コデルコ）の提示した最新の労働協約案に対して失望を示したが、ストライキは回避することを望み、交渉を継続することで合意し、相場への影響は限定的だった。7日は中国の休日で薄商いの中、5月の米国雇用統計が市場予想を下回る内容だったことが下押し材料となり、一時5,740ドルまで下落した。

米国の対メキシコ関税見送りが強材料

しかし、10日は、7日にトランプ米大統領が対メキシコ制裁関税の発動を無期限で見送ると発表したことを受けて、市場心理が改善し、リスク資産全般が買い戻される中で、銅相場も反発した。ただし、10日発表の5月の中国の貿易統計で、銅輸入が減少していたことが弱材料となり、上値は限定された。

米中首脳会談への期待や米利下げ観測を受けたドル安が支援材料

その後、5月の中国の新車販売が前年比16.4%減と落ち込んだこと（12日）、5月の中国生産者物価の上昇率が低位にとどまったこと（12日）、5月の中国鉱工業生産が17年ぶりの低い伸びとなったこと（14日）、1～5月の中国固定資産投資も市場予想を下回ったこと（14日）などが弱材料となったものの、チリのチュキカマタ鉱山で労組3,000人超がストライキを実施したこと（14日）、トランプ米大統領が中国の習金平国家主席と電話で非常に良い会話をしたとツイッターに投稿したこと（18日）、FOMCの声明でFRBが利下げを行う可能性があることを示唆したこと（19日）などが強材料となり、徐々に値を戻した。

月末にかけては、イランによる米軍の無人偵察機撃墜したことに対してトランプ米大統領は報復措置として同国への軍事攻撃をいったん承認していたことが明らかになり（21日）、米国・イランの地政学的緊張の高まりが弱材料視されたものの、チュキカマタ鉱山でのストライキが継続されたこと（22日）や米利下げ観測を背景としたドル安が銅相場を支援した。もともと、29日に米中首脳会談を控えて市場参加者は様子見姿勢を強めた。なお、チュキカマタ鉱山のストライキは27日に終結し、28日から通常操業が開始された。

【先行き】～主要需要先の産業活動は力強さを欠き、上昇ペースは緩やか

米中首脳会談で貿易協定の再開が合意されたことを受けて、世界経済悪化懸念が後退し、7月1日の銅相場は一時6,075ドルと6週間ぶりの高値に上昇した。もっとも、米中貿易摩擦の緩和を受けて円やスイスフランといった安全通貨が売られやすくなり、景気減速懸念を背景にユーロも売られ、ドル高が進んだため、銅相場は下落に転じた。銅需要の先行きに対する根強い懸念も相場の弱さの背景として指摘された。

実際、6月30日に中国国家統計局、7月1日に財新／マークイットが発表した6月の中国の製造業PMIや、米国のISM指数が市場予想を下回る結果となり、製造業部門を中心に世界景気の減速が進行しているとの懸念が強まった。銅相場は9日にかけて、一時5,800ドル割れまで売られた。

もっとも、世界景気減速懸念の中心である中国に関しては、7月15日に発表された4～6月期のGDPが四半期統計として遡れる1992年以来の最低となったものの、6月の鉱工業生産、小売売上高、1～6月の固定資産投資といった月次統計が市場予想を上回ったことが好感され、相場は一時6,000ドルを上回った。

しかし、米利下げ観測を受けて、投資家のリスク志向が強まり、米国株が最高値更新する動きをみせるのに対して、リスク資産の一角である銅は上値が重い。国際商品の中でも、金利に敏感な金や、中東の地政学リスクによって押し上げられやすい原油に比べて、銅は、現局面では、やや相場の押し上げ材料を欠いているとみなされやすいと思われる。

米中貿易協定の行方が引き続き懸念材料である中でも、世界景気は拡大基調を維持するとみられるものの、エレクトロニクス、自動車、建築といった銅の需要先の産業活動はやや力強さを欠く状態が続くとみられ、銅相場の上昇ペースは緩やかにとどまろう。

2. 各他品目の概況

(1) アルミニウム市況：1,800ドル台に回復

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6月17日には1,745.00ドルと2017年1月以来の安値をつけた。足元は1,800ドル台前半を中心に推移している。

4月18日には、世界最大のアルミニウム・メーカーである中国宏橋集団が2017年に操業を停止した年産268万トンの精錬設備の一部を再開する方針だと報道された。

5月16日には、中国のアルミニウム製錬大手の信發集団が、環境問題から年産280万トンのアルミナ生産ラインを停止していると報道され、原材料の供給懸念からアルミニウム相場も上昇した。

5月17日には、トランプ米大統領がカナダとメキシコに対する鉄鋼・アルミニウムの追加関税（鉄鋼製品に25%、アルミニウム製品に10%）を撤廃することで合意したと発表した。追加関税の撤廃と引き換えに、中国など第三国がカナダ、メキシコを経由して安い製品を米国へ迂回

輸出を防ぐように監視を強化するとした。

5月21日には、ノルウェーのアルミ精錬大手のノルスク・ハイドロの傘下にあるブラジルの世界最大のアルミナ精錬所アルノルテは、昨年、廃棄物処理の問題から稼働率を50%に制限するよう命じられていたが、最大出力で操業できるとブラジルの裁判所に認められた。

5月26日には、中国の神火集団の年産25万トンのアルミニウム製錬施設で火災が発生し、操業を停止した。

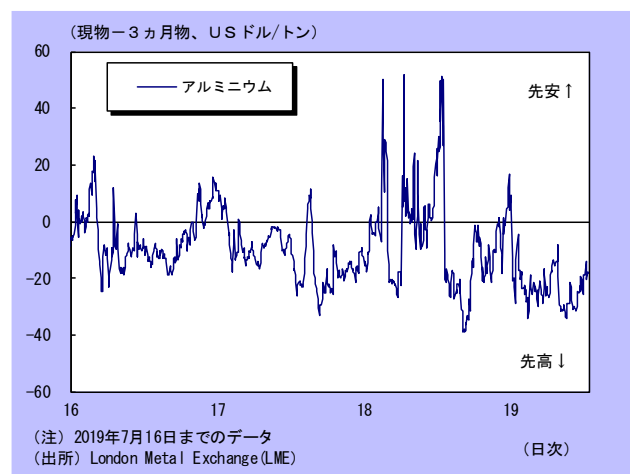
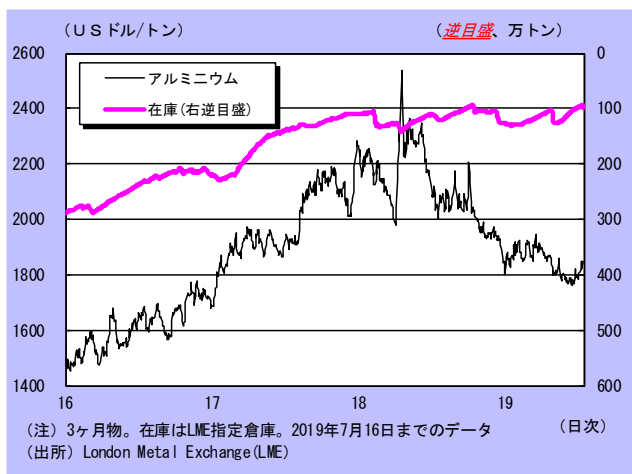
6月10日に5月の中国の貿易統計が発表され、アルミニウム地金の輸出が増加していたことが弱材料とされたが、その後、安値拾いなどから相場はやや持ち直した。しかし、6月17日には米中貿易摩擦への懸念などから、2017年1月以来の安値をつけた。

アルミニウム相場は安値圏での推移が続いているが、世界景気の拡大基調が維持される中、緩やかな上昇傾向となろう。もっとも、アルミナの生産障害があってもアルミニウム相場の反応は鈍いなど、需給はなかなか引き締まらない。中国のアルミニウム生産量が過去最高水準にあることや、主要国の自動車販売が低調なことも相場の上値を抑える要因になろう。

(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：上昇して、14,000ドル台

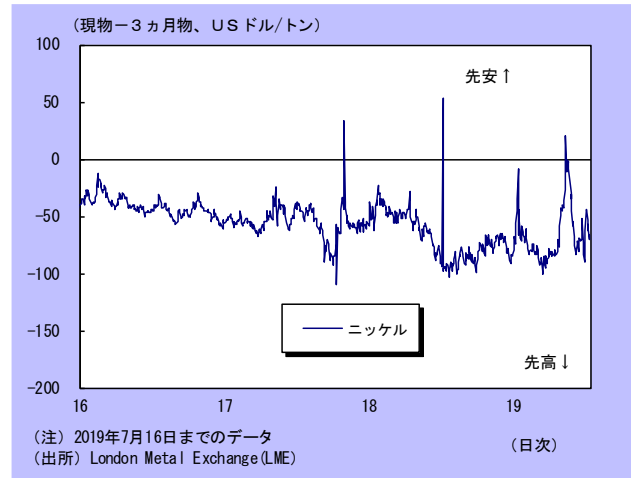
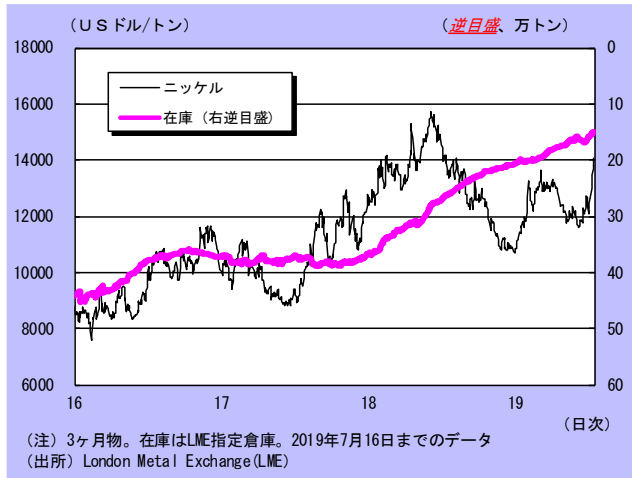
ステンレス鋼や電気自動車向けなどバッテリーの原材料になるニッケルの相場は、2019年1月2日には1トンあたり10,525ドルと2017年10月以来の安値に下落した。3月上旬にかけて13,000ドル台後半まで上昇したものの、6月上旬には12,000ドル割れまで下落した。その後、上昇ペースがやや速まり、7月中旬には、14,000ドル台を回復した。

4月22日に国際ニッケル研究会 (INSG) が発表した統計によると、1~2月の世界のニッケルの供給不足は0.57万トンと前年同期 (2.44万トン) から大幅に縮小した。また、中国では、ニッケル銑鉄の生産が増加しているとの指摘もある。

(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 ヶ月物）の推移



6月14日には、主要生産国のインドネシアで洪水が発生し、ニッケル供給にも混乱が生じるとの懸念が相場の押し上げ材料視された。

電気自動車用バッテリー向け需要増加への期待は、一時に比べ落ち着いているとみられるものの、引き続き、ニッケル相場の押し上げ要因とみられている。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。足元では、中国の鉄鋼生産の増加からステンレス鋼向け需要の増加が連想されることもあり、上値余地が広がったとみられる。

(3) 亜鉛市況：下落後、やや持ち直して 2,500 ドル近く

鋼材のメッキ向けが主用途の亜鉛の相場は、2018年8月中旬に1トンあたり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、4月1日に2,958ドルと2018年6月以来の高値をつけた。その後、下落に転じて、2,300ドル台まで下落したが、足元は2,500ドル近くまで戻している。

LME指定倉庫の亜鉛在庫は4月上旬まで減少傾向を続けていたが、その後、増加に転じ、亜鉛相場はそれに応じて下落するようになった。亜鉛は、引き続き、供給不足の状態だが、供給不足幅は縮小してきているとみられるようになっている。

ベルギーの亜鉛生産大手ニルスターについて、オランダの資源取引大手トラフィギュラによって債務再編などの経営再建が行われる中、年産100万トン以上に及ぶ亜鉛生産が維持されるのかやや不透明だとする見方もある。

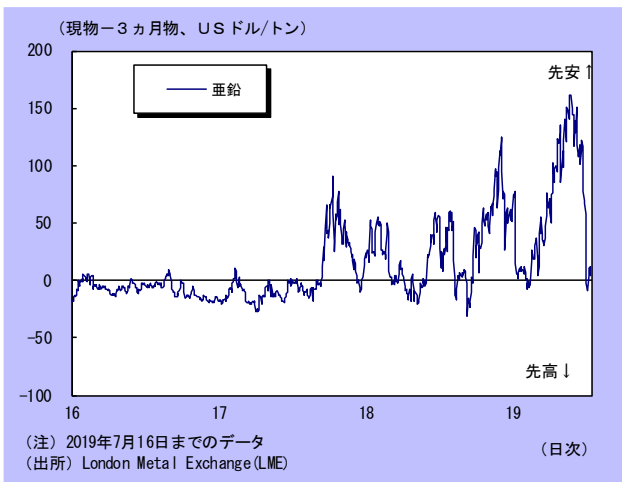
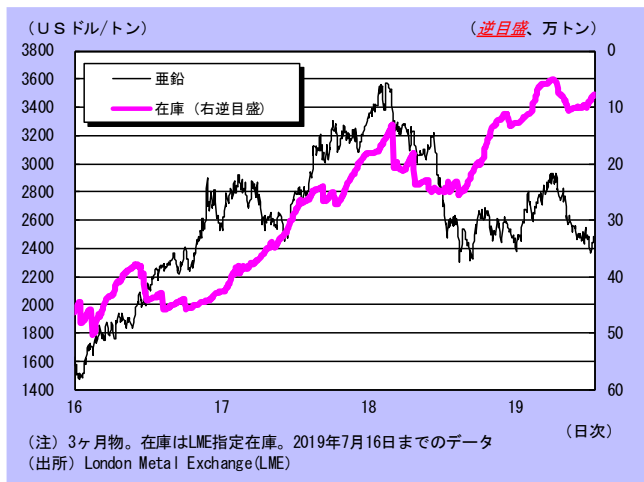
一方で、足元の中国の亜鉛生産が増加していることを受けて、亜鉛地金の需給バランスが長らく続いていた需要超過・供給不足から需要不足・供給超過へと変化する兆しだとする見方もあるようだ。

亜鉛相場は方向感が出にくい状況とみられ、横ばい圏での推移が見込まれる。

(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ヵ月物）の推移



(4) 錫市況 : 7月上旬に 17,500 ドル近くまで下落

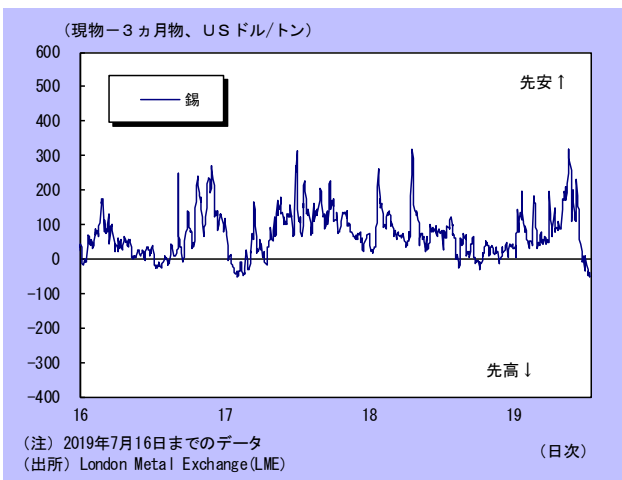
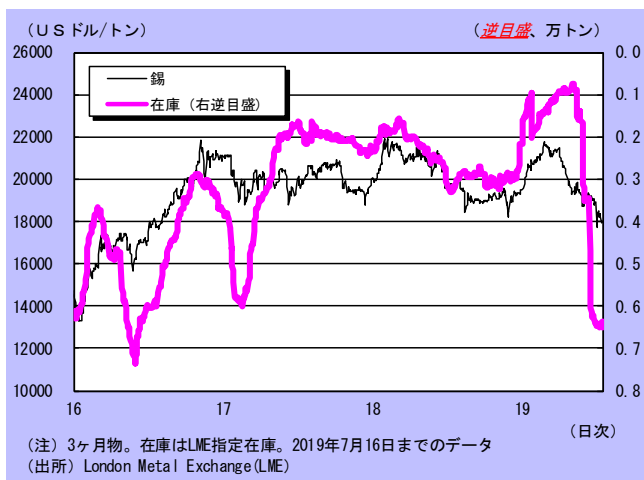
電子部品のはんだ付けなどに使われる錫の相場は、2018年11月27日に1トンあたり18,145ドルと2016年8月以来の安値をつけた。2019年に入って上昇して2月25日には21,800ドルまで戻したが、その後は再び下落傾向で推移している。7月2日には、テクニカルな売り圧力が高まったとされ、17,585ドルと2016年7月以来の安値まで売られた。

米中貿易摩擦に加えて、日本による韓国への輸出規制の強化も、エレクトロニクス産業に打撃となる可能性が意識され、錫相場には弱材料となっているようだ。そうした中でも、世界景気は拡大基調を維持するとみられ、錫相場も下げ止まるとみられるが、反発力は弱いであろう。

(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：5月にかけて下落後、2,000ドル近くまで上昇

バッテリー向けなどに使われる鉛の相場は、2018年10月11日に1トンあたり1,876ドルと2016年9月以来の安値をつけた。その後、2019年2月25日には2,179.50ドルまで戻したものの、5月13日には1,773.50ドルまで下落した。その後、反発して、足元は2,000ドル近くまで戻している。

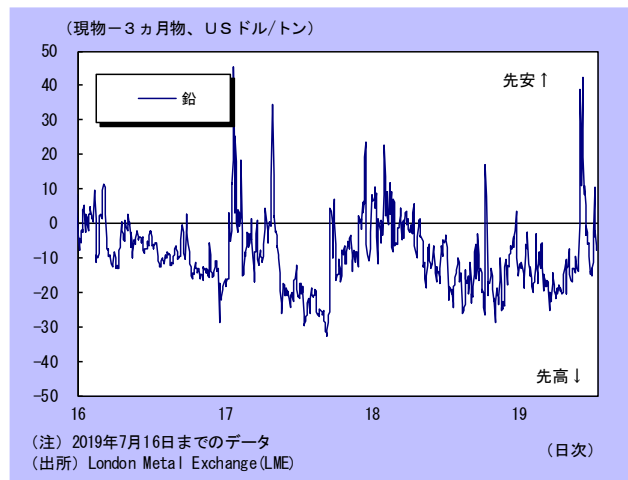
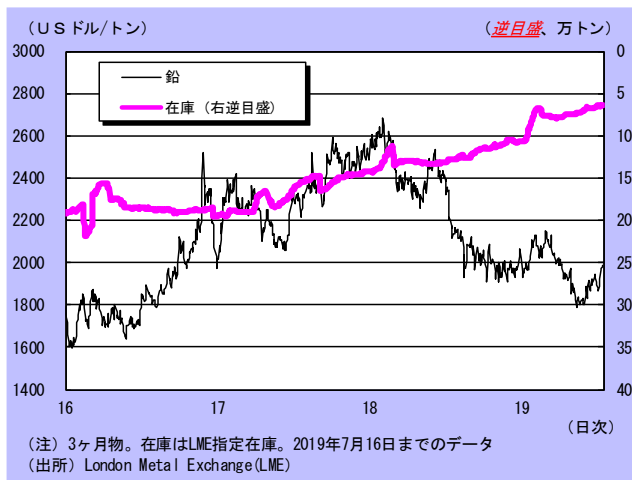
6月6日にベルギーの亜鉛・鉛大手ニルスターはオーストラリアのポートピリーにある精錬所からの鉛出荷について、5月28日からの溶鉱炉のトラブルを理由に不可抗力条項を発動し、10日には当初は数日以内とされていた操業再開見込みを6月末へと延期した。さらに6月28日には再開予定を7月第2週へと、7月9日には再開予定を7月末へと延期した。こうした状況を受けて、市場にはやや供給懸念が広がった。

鉛相場は、足元では供給障害から上昇傾向で推移しているが、供給障害が解消されれば、方向感を欠いた状況へと回帰し、横ばい圏の相場展開になると見込まれる。

(図表 21) 鉛

鉛相場とLME指定倉庫在庫の推移

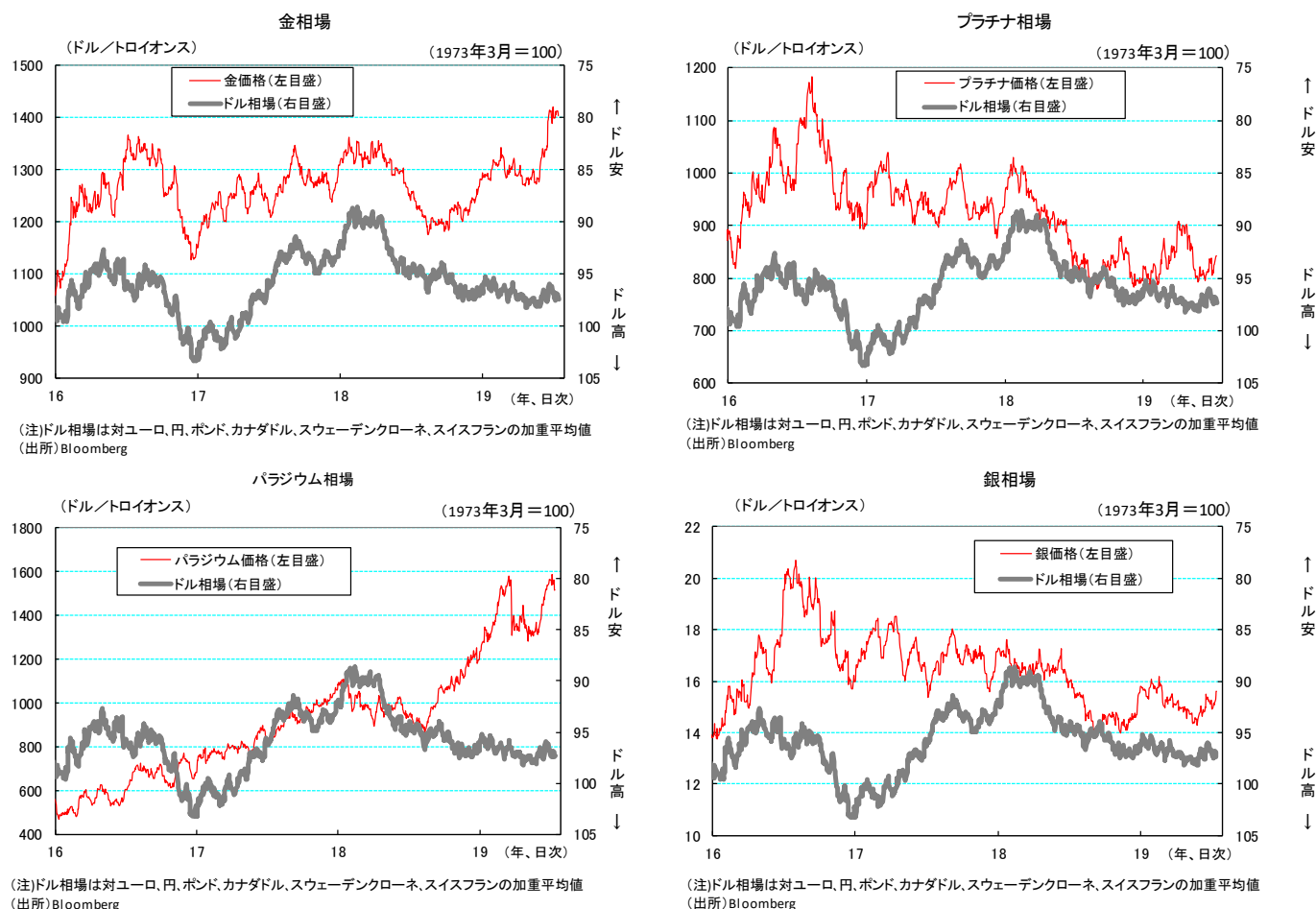
現先スプレッド（現物-3ヵ月物）の推移



IV. 貴金属：金相場は5月末以降急伸して1,400ドル超

金相場は、2018年8月16日に1トロイオンスあたり1,159.96ドルと2017年1月以来の安値となった。2019年2月20日に1,346.73ドルの高値をつけたものの、5月2日には1,265.85ドルまで下落した。その後、上昇傾向に転じ、5月末以降は急伸して、6月25日には1,438.63ドルと2013年5月以来の高値をつけた。足元は、1,400ドルをやや上回る水準で推移している。

(図表 22) 貴金属価格の推移



【4月の動向】～上旬に高値、下旬に安値

上旬は上昇傾向

1日は、2月の米國小売売上高が市場予想を下回ったことが下支え材料となったものの、3月の米ISM製造業景況指数が市場予想を上回ったことが弱材料となり、金相場は小幅下落した。また、3月の中国の製造業購買担当者景況指数(PMI)は、3月31日に発表された中国国家統計局のものが改善・悪化の判断の分かれ目となる50を4ヶ月ぶりに上回ったのに続き、4月1日に発表された財新/マークイットのものも同様に50を上回った。3月の米中の製造業関連指標が市場予想を上回る中、世界的に株高が進み、安全資産とされる金の相対的な魅力が低下した。

2日は、株価の下落などを受けて、小幅上昇したものの、値動きは鈍かった。その後も、米中

による閣僚級の貿易協議が3～5日に開催されること、5日に米国の雇用統計の発表を控えていることから、金相場は小動きが続いた。3月の米国雇用統計は、雇用増加ペースが回復したものの、賃金の伸びが減速したため、5日も金相場の値動きは限定的であった。

しかし、8日はリビアで内戦が再激化するとの懸念が強まったこと、それに伴う原油高に誘発された面もあってドル安が進んだこと、中国が外貨準備の金を積み増したことなどを背景に金は買われた。その後も、トランプ米大統領がツイッターで欧州連合（EU）からの輸入品110億ドル相当に対して追加関税を課す方針を表明したこと（9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（9日）、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たこと（10日）、米連邦公開市場委員会（FOMC）の議事要旨で利上げについて忍耐強い姿勢が示されたこと（10日）などが金買い材料となり、10日には一時1,310ドルを上回った。

中旬は強めの景気指標などを背景に下落

もともと、その後、金相場は下落に転じた。11日は、3月の米国生産者物価が市場予想を上回ったことや、米国新規失業保険申請件数が市場予想を下回ったことをきっかけに金相場の下落幅がやや大きくなった。良好な景気と物価の上振れが示唆されたため、安全資産である金の魅力が低下したと受け止められた。

米大手銀行の決算が良好であったこと（12日）、3月の中国の貿易統計で輸出が市場予想を上回ったこと（12日）、ムニューシン米財務長官が、中国との貿易協議に関して知的財産権の侵害対策の履行確認などの懸案が「近い将来に解決されると期待している」と楽観的な見通しを示したこと（14日）、1～3月期の中国GDPが前年比6.4%増と市場予想を上回ったこと（17日）なども弱材料となり、金は下落基調で推移した。

ドル高を背景に安値

22日には、米政府が昨年11月に発動した対イラン原油禁輸措置について、8ヶ国・地域に対する適用除外を延長しない方針を表明し、地政学リスク懸念から金相場が上昇する材料になったものの、影響は限定的だった。23日には、米景気の堅調観測などからドル高が進んだことが金価格の抑制要因となり、金相場は一時1,265.90ドルまで下落した。

その後、安値拾いの買いや、ドル安によってドル建てで取引される金に割安感が生じたことなどから、金は買い戻されたものの、上値は1,290ドルに届かなかった。26日には、1～3月期の米国GDPが発表され、市場予想を大幅に上回ったものの、個人消費支出（PCE）価格指数が鈍化したため、ドルや金利の上昇にはつながらず、むしろ金は買われた。30日には、中国国家統計局による4月の製造業PMIが発表され、市場予想を下回ったことが金買い材料視された。

【5月の動向】～上旬に安値、中旬に高値

上旬は上昇傾向

1日は、米連邦公開市場委員会（FOMC）で政策金利の据え置きが決定されたことは市場予想通りだったものの、パウエルFRB議長が会見でインフレ率の低下を一時的なものとする見方や、現在の政策スタンスは適切との見方を示したことを受けて利下げ観測が後退し、金相場はやや下落した。このほか、米民間雇用サービス会社のオートマティック・データ・プロセッシング（ADP）が発表した4月の雇用者数が大幅増となったことが売り材料となった一方、4月のISM製造業景況指数が市場予想を下回ったことが買い材料となった。2日もドル高や米金利上昇が続く中、金相場は軟調に推移した。

しかし、3日は、4月の米国雇用統計で雇用増加数が市場予想を上回ったものの、賃金上昇率が抑制されていたことや、4月の米ISM非製造業景況指数が市場予想に反して低下したことから、ドル安・米金利低下が進み、金相場は反発した。

6日は、前日にトランプ米大統領が中国からの輸入品 2,000 億ドル相当に対する追加関税を10%から25%に引き上げると表明したことや、米政府が空母「エイブラハム・リンカーン」を中東に派遣すると発表したことが、投資家の安全資産志向を強めたと考えられるが、為替市場では安全資産としてドルが買われる傾向になったため、金の上値は限定された。7日も同様に金は続伸したが、上値は限定された。

8日は、米政府が対中制裁関税を10日から引き上げると正式に通知したのに対し、中国政府は報復措置を採る構えをみせたため、一時、金相場は高値をつけたが、その後、サンダース米大統領報道官が、中国側が合意成立への意欲をみせたと協調したことから相場は反落した。

9～10日は米中貿易協議が開催され、10日には米国が対中制裁関税を引き上げる中、貿易摩擦激化への警戒感から金相場はやや上昇する展開となった。

中旬は一時的に 1,300 ドル超

13日は、中国政府が、10日に米国が実施した対中制裁関税引き上げへの報復措置として、6月1日より600億ドル相当の米国産品に課している追加関税を最大25%に引き上げると発表し、米政府も、それまで制裁関税の対象から外れていた3,000億ドル相当の中国からの輸入品にも制裁関税を拡大する「第4弾」の詳細案を公表したことを受けて、貿易摩擦への懸念が強まり、金相場の上昇幅はやや大きくなって1,300ドル台に乗せた。

その後、米中双方から貿易協議を継続する意向が示されたこと（14日）、米国の住宅着工件数や新規失業保険申請件数が景気の堅調さを示したこと（16日）、サルビーニ・イタリア副首相の財政規律を軽視する発言などを受けてユーロ安・ドル高が進んだこと（14～17日頃）などから金相場は下落した。なお、15日には米トランプ政権が、中国の通信機器大手、華為技術（ファーウェイ）との取引を原則禁止する制裁措置を発表したが、当初は、投資家のリスク回避志向や金買いの動きは強まらなかった。しかし、20日に米政府がファーウェイとの取引禁止措置を一部緩

和すると発表したことは、リスク資産買い・金売りにつながり、21日には、一時1,270ドルを割り込んだ。

月末には対メキシコ制裁関税の表明などで1,300ドルを回復

23日は、米中の摩擦が貿易を中心としたものから技術覇権も絡んだものへと広がりを見せることへの懸念が強まったことや、IHSマークイットが発表した5月の欧米の購買担当者景況指数（PMI）が悪化したことなどを背景にリスク資産全般が売られた一方で、安全資産として金は買われた。24日も米国耐久財受注統計が弱めの内容だったことなどを背景に、金は小幅続伸した。

23～26日に実施された欧州議会選挙では、親EU派が多数派となったものの、EU懐疑派も議席を伸ばしたことからEUの将来を巡る懸念は残る形となったことを受けて、28日はユーロ安・ドル高が進み、金は売られた。

しかし、その後は、中国共産党機関紙の人民日報が、米国政府が制裁関税を一段と強化する構えを見せる中で中国はレアアースの輸出制限によって報復する可能性を示唆したこと（29日）、1～3月期の米国GDP（改定値）は米景気の堅調さを示した一方でインフレ指標である個人消費支出（PCE）物価指数が下方修正されたことを背景に利下げ観測が強まったこと（30日）、トランプ米大統領が不法移民流入問題でメキシコが有効な策を講じていないとして同国からの輸入品に対して制裁関税を課す方針を表明したこと（30日）などを材料に、金は大幅上昇し、月末には1,300ドルを上回った。

【6月の動向】～1,400ドル超の高値に上昇

中国やメキシコとの通商問題、米利下げ観測を背景に上昇傾向

3日は、米中貿易摩擦に加えて、米国がメキシコに対しても制裁関税を課す構えをみせていることで、世界景気に悪影響を及ぼすとの懸念から、前週に続いて大幅上昇した。

4日は、パウエルFRB議長が「貿易問題を注視」、「成長持続のため適切に行動」と発言したことを受け、利下げ観測が高まったことが金買い要因になったが、中国商務省が米国との通商摩擦について交渉での解決に前向きな姿勢を示したこともあって株式などリスク資産全般が買われ、安全資産である金は敬遠された面もあった。

米民間雇用サービス会社ADPが発表した5月の雇用増加数が市場予想を下回ったこと（5日）、米労働省が発表した5月の雇用統計で雇用増加数が市場予想を大幅に下回ったこと（7日）、中国やメキシコとの貿易問題が世界景気の減速につながるとの懸念が深まったことなどが相場の押し上げ材料となった。

メキシコ制裁関税は無期延期もタンカー攻撃などで上昇

7日にはトランプ米大統領が不法移民対策に関するメキシコとの協議に進展があったとして、

10日から同国産品に課すとしていた制裁関税の発動を「無期限に見送る」と表明し、10日には安全資産である金は売られた。また、これまでの相場上昇を受けた利益確定の売りが出やすかったこともあり、11日も相場は下落した。

しかし、その後、トランプ米大統領が「中国との貿易協議について、中国側が4~5項目の主要な点で再び合意しない限り、協議を先に進めない」方針を示して(11日)、貿易合意は遠いとの見方が強まったこと、中東のオマーン沖でタンカー2隻が攻撃されたことを受けて米国とイランとの軍事的緊張が高まるとの懸念が強まったこと(13日)、欧州中央銀行(ECB)のドラギ総裁が追加金融緩和の可能性を示唆したこと(18日)などを背景に上昇した。

米利下げ示唆と米・イランの緊張で急騰

さらに、19日には米連邦公開市場委員会(FOMC)の声明で利下げが示唆されたことを受けて、金相場は急騰し、1,400ドルに近付いた。

また、イランの精鋭部隊「革命防衛隊」が米国の米無人偵察機を撃墜したと発表したこと(20日)、イランによる無人機撃墜への報復攻撃をトランプ大統領がいったん承認していたと明らかになったこと(21日)、米国がイランに対してサイバー攻撃を仕掛けていたと報じられたこと(22日)、トランプ氏がイランの最高指導者ハメネイ師を標的にした制裁を科す大統領令に署名したこと(24日)など米国とイランの緊張の高まりも安全資産である金買い材料となり、25日には一時1,438ドル台と2013年5月以来の高値をつけた。

25日にパウエルFRB議長やブラード・セントルイス連銀総裁の発言があり、大幅利下げ期待が後退したことから、金相場はやや下落したものの、1,400ドル前後で下げ止まった。その後、29日に予定される米中首脳会談の行方を見極めたいとの見方から横ばい圏の動きとなった、

【先行き】～利下げ観測と地政学リスク懸念が金相場を押し上げ

米利下げ観測が台頭したことに加えて、地政学リスク懸念の高まりもあって金はひと月余りで100ドル以上も急騰した。7月初には、6月29日の米中首脳会談で両国が貿易協議を再開することで合意したことを受けて、投資家はリスク選好を強め、安全資産の金は一時1,380ドル近くまで売られた。もっとも、米通商代表部(USTR)が欧州連合(EU)による航空機大手エアバスへの補助金を巡って40億ドル相当の輸入品を報復関税の検討対象とするとしたこと(1日)、トランプ氏が米中貿易協議について「対等な合意はできない」と米国に有利な合意とする意向を示したこと(1日)などから、貿易交渉の難航による世界経済の停滞が再び意識され、金相場は1,400ドル台を回復した。

5日には、米国雇用統計で雇用増加数が市場予想を上回ったことを受けて、米利下げ観測が後退し、金相場は1,400ドルを下回ったものの、10日にパウエルFRB議長の議会証言で改めて早期利下げの可能性が示唆されて以降は1,400ドル超を維持している。

FRBの金融緩和姿勢の背景となっている米中貿易摩擦や世界景気の減速懸念は、早期に解消

されるとは考えにくく、7月に利下げが行われた後も追加利下げ観測が残ることになるだろう。16日にトランプ大統領がイラン情勢で「進展があった」と述べたものの、イランを巡る地政学リスク懸念の解消も一筋縄ではいかないだろう。利下げ観測と地政学リスク懸念という金相場を押し上げる要因が継続し、金相場がさらに上昇する可能性もあるだろう。

— 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。