

経済レポート

コモディティ・レポート(2019年7~9月)

調査部 主任研究員 芥田 知至

I. コモディティ市況全般：一時急騰も再び下落

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日に安値をつけた後、反発していたが、2019年8月7日にかけて再び下落した。サウジアラビアの石油施設攻撃後の9月16日には2カ月ぶりの高値をつけたが、その後は下落傾向で推移した。米中貿易協議は部分合意したものの、世界景気の減速懸念は残り、コモディティ相場は上値の重い展開となろう。

II. エネルギー市況：ブレント原油は一時急騰後、再び下落して59ドル前後

国際指標とされるブレント原油は、8月7日には55.88ドルまで下落した後、サウジ石油施設攻撃後の9月16日には71.95ドルまで上昇したが、再び下落した。産油国の協調減産や中東の地政学リスクが押し上げ材料だが、需給に引き締め感生じない見通しであり、相場は浮揚力を欠いた状態が続きそうである。

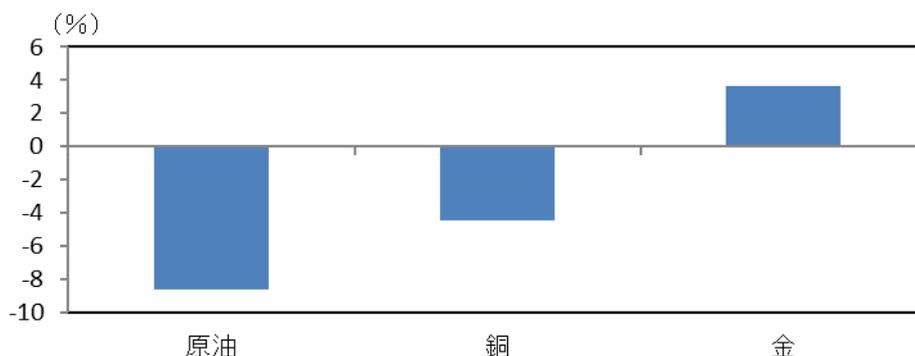
III. ベースメタル市況：銅は下落気味に推移して足元は5,700ドル台

銅相場は、4月17日に6,608.50ドルの高値をつけた後、9月3日に5,518.00ドルの安値をつけ、足元は5,700ドル台を中心に推移している。懸案である米中貿易協議は部分合意に達したものの、世界景気の減速局面は、当面、続くとみられ、銅相場は上値の重い展開となろう。

IV. 貴金属市況：金相場は9月に1,550ドル超と6年ぶりの高値

金相場は、2018年8月16日に安値をつけた後、上昇基調で推移して、2019年9月4日に1,557.00ドルと2013年4月以来の高値をつけた。金相場は、株式などリスク資産選好が強まる中で、調整局面を迎える可能性があるが、米欧の金融緩和などを背景に調整しても下値は限定的とみられる。

原油・銅・金相場の騰落率（2019年9月末と2019年6月末の比較）

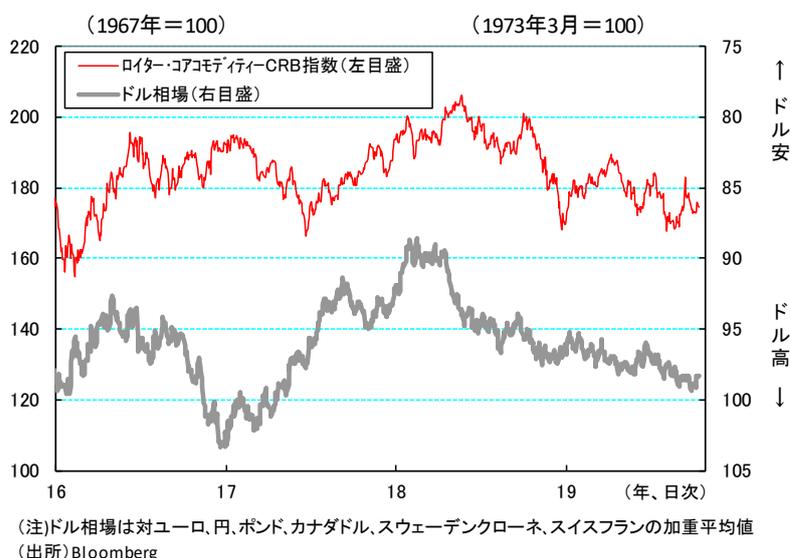


I. コモディティ市況全般の概況：一時急騰も再び下落

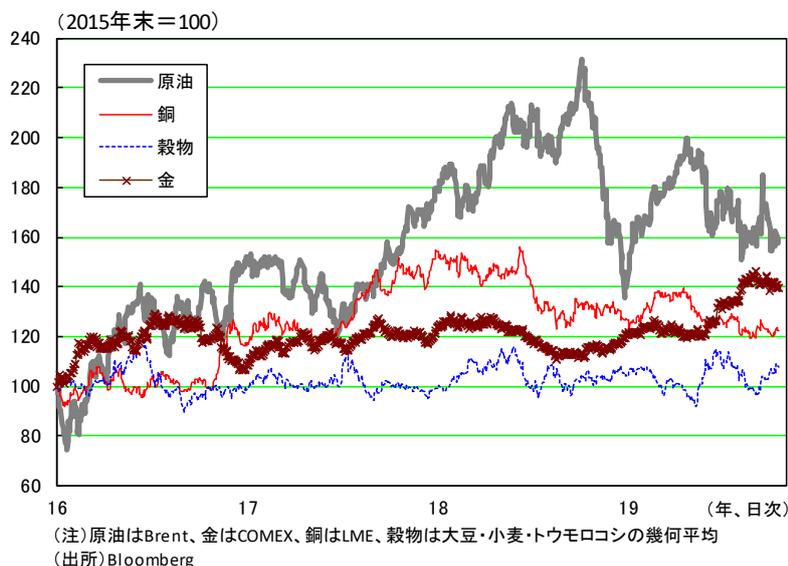
ドル建て国際商品市況全般の動向を示すロイター・コアコモディティCRB指数は、2018年12月24日に安値をつけた後、反発していたが、再び下落して2019年8月7日には2017年6月以来の安値をつけた（図表1）。サウジアラビアの石油施設攻撃後の9月16日には2カ月ぶりの高値をつけたが、その後は下落傾向で推移した。

マクロ経済環境をみると、10月11日に米中貿易協議が部分合意に達したものの、それまで米中摩擦は激化し、世界景気減速懸念が強まっていた。景気敏感な銅の市況は下落気味に推移し、サウジの石油施設攻撃を受けた原油相場の高騰も一時的なものにとどまった。一方で、米中摩擦の激化や世界景気減速を懸念して、安全資産である金は買われた。米中貿易協議は部分合意したものの、世界景気の減速懸念は残り、コモディティ相場は上値の重い展開となろう。

（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：ブレント原油は一時急騰後、再び下落して 59 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8月7日には55.88ドルとなったが、サウジアラビアの石油施設攻撃後の9月16日には71.95ドルまで上昇した。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、8月7日には50.52ドルの安値、9月16日には63.38ドルの高値をつけた。その後、原油相場はほぼサウジ攻撃前の水準に戻して推移するようになっており、足元ではブレント原油は59ドル前後、WTIは53ドル前後で推移している。

【7月の動向】～一進一退

（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	↑ (65.06)	29日の米中首脳会談で貿易協議の再開が合意されたことなどから貿易摩擦が激化するリスクは後退したと受け止められ、原油高の材料となった。また、1日に開催されたOPEC総会では2020年3月末までの減産継続が決定され、これも強材料となったが、その後、利益確定売りに押され、上げ幅を縮小した。
2日	↓ (62.40)	OPECとロシアなど非OPEC産油国との合同閣僚会議が開催され、日量120万バレルの減産を来年3月まで継続することで一致したものの、相場には織り込み済みであった。むしろ、前日にトランプ米大統領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を求めたため、交渉の行方が懸念され、弱材料となった。また、中国の製造業購買担当者景況指数(PMI)や米国の製造業ISM指数が市場予想を下回り、足元の世界景気の減速も懸念された。WTIは4.8%、ブレントは4.1%の大幅下落となった。
3日	↑ (63.82)	前日の大幅下落の反動などから小反発した。米国の主要株価指数が最高値を更新したことや、米石油サービス会社ベーカー・ヒューズが発表した石油掘削リグの稼働件数が減少したことが強材料になった一方で、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ことは弱材料となった。
4日	↓ (63.30)	米国の独立記念日で、米国市場は休場だった。薄商いの中、ブレントはやや下落した。

5日	 (64.23)	前日に英領ジブラルタル沖でイラン産原油を運搬していたタンカーが英海兵隊に拿捕されたことを受けて、地政学リスク懸念が強まったことや、ロイターの調査で6月の石油輸出国機構(OPEC)の産油量が5年ぶりの低水準となったことが強材料になった。もともと、6月の米国雇用統計で雇用増加数が市場予想を上回ったことやドイツの鉱工業生産が市場予想を下回ったことを受けてドル高が進んだことが上値を抑えた。
8日	 (64.11)	7日にイランが2015年に米欧など6カ国と結んだ核合意の履行停止第2弾として、ウラン濃縮度を引き上げると発表し、8日には濃縮度を20%に高めることも選択肢としたことで、地政学リスク懸念が強まった。一方、世界景気の減速による原油需要の鈍化懸念が上値を抑えた。イランはウラン濃度が核合意で定められた上限である3.67%を上回ったと表明し、国際原子力機関(IAEA)査察団も確認した。
9日	 (64.16)	イランを巡る地政学リスクの高まりが買い材料だが、世界景気の減速懸念を背景とした原油需要の鈍化観測が上値を抑える状況が続いた。
10日	 (67.01)	米エネルギー情報局(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や、メキシコ湾でハリケーンに発達する恐れのある熱帯低気圧が発生し、油田の稼働停止などが相次いでいることを受けて、WTIが4.5%、ブレントが4.4%の大幅高となった。イランと米国との緊張の高まりも引き続き、相場の押し上げ要因だとされた。
11日	 (66.52)	暴風雨の接近に伴う油田等の稼働停止の動きが広がり、原油相場は高値を追う場面もあったが、この日、発表されたOPECの月報で2020年の原油需要が前年比日量134万バレルの減少と見込まれたことで、原油需要の減退観測が広がり、結局、相場は下落した。
12日	 (66.72)	この日も、熱帯低気圧「バリー」の接近に伴う供給障害への懸念が押し上げ材料となったが、国際エネルギー機関(IEA)が月報で、今後9カ月で米国の原油増産ペースが世界の原油需要の伸びを上回り、世界的に原油在庫が増加するとの見通しを示したことなどが弱材料となり、原油相場は小幅上昇にとどまった。

15日	↓ (66.48)	ハリケーン「バリー」は米ルイジアナ州に上陸したものの、原油生産などへの影響が軽微にとどまる兆候がみえたことや、4～6月期の中国のGDPが四半期ベースの成長率として統計を遡れる1992年以来最低となったことが弱材料となった。
16日	↑ (64.35)	トランプ大統領がイラン情勢について「進展があった」と述べたことが、両国の緊張が和らぐ兆しと受け止められ、原油相場の下押し材料になった。ハリケーン「バリー」に備えて停止されていたメキシコ湾での原油生産の復旧が進められたことも弱材料だった。
17日	↓ (63.66)	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ものの、ガソリン在庫が市場予想に反して増加し、中間留分の在庫も市場予想を上回って増加したことを嫌気して、原油相場は下落した。
18日	↓ (61.93)	ハリケーンの影響で停止していた原油生産が復旧する動きが続いていることや、世界景気の先行き懸念が続いていることが弱材料だった。イランが外国のタンカーをペルシャ湾で拿捕したと発表したことで一時的に相場が上昇したが、持続しなかった。
19日	↑ (62.47)	前日にトランプ大統領がホルムズ海峡でイランの無人機を撃墜したと明らかにしたことや、この日、イラン国営テレビが同国の「革命防衛隊」がホルムズ海峡で英国の石油タンカーを拿捕したと報じたことを受けて、地政学リスク懸念が強まった。一方で、前日にIEAのピロル事務局長が需給緩和などを背景に原油相場の大幅上昇に否定的な見方を示したことなどが弱材料視された。
22日	↑ (63.26)	19日のイランによる英石油タンカーの拿捕が引き続き材料視されたほか、この日は新たにイランが米中央情報局(CIA)のスパイ容疑で17人を逮捕したことも地政学リスク懸念を高め、原油相場は続伸した。
23日	↑ (63.83)	前週に米軍が撃墜したイランのドローンが1機ではなく2機だった可能性が報道されたことや、22日にポンペオ米務長官が米国の対イラン制裁に違反してイラン産原油を輸入したとして、中国の国営石油会社・珠海振戎会社に制裁を発動すると発表したことが強材料となった。一方で、国際通貨基金(IMF)が世界経済見通しを下方修正したことなどが弱材料。イランを巡る地政学リスクの高まりが買い材料だが、世界景気の減速懸念を背景とした原油需要の鈍化観測が上値を抑える状況が続いている。

24日	↓	(63.18)	E I A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が好感されて上昇する場面があったものの、この在庫減はハリケーン「バリー」の影響で原油生産が停止された影響との見方がなされたこと、利益確定の売りが出たこと、米国株価の下落につれ安したことなどから、結局、この日の原油相場は下落した。
25日	↑	(63.39)	小反発した。英政府がホルムズ海峡を通過する英船舶の保護を目的に海軍の派遣を開始したことや、前日に米政府が中国・上海で閣僚級の貿易協議を開催すると発表したことが押し上げ材料となった。
26日	=	(63.46)	小幅続伸。4～6月期の米国GDPが市場予想を上回ったことや、前日にイランが中距離弾道ミサイルの発射実験に成功したと報道されたこと、欧州中央銀行（ECB）が理事会で金融緩和姿勢を示したことなどが強材料となった。ただ、為替市場でドル高が進み、ドル建てで取引される原油は割高感から売られる場面もあった。
29日	↑	(63.71)	30～31日に開催される米連邦公開市場委員会（FOMC）で利下げ決定が見込まれたことや、英国防省が駆逐艦「ダンカン」がホルムズ海峡近海に到着したと発表したことが相場の支援材料になった。同じく30～31日に予定される米中閣僚級貿易協議については、具体的な成果が出ることへの期待値は低いとされた。
30日	↑	(64.72)	FOMCでの利下げ期待を背景に続伸した。日銀やECBも緩和姿勢を打ちだしており、世界的な金融緩和が景気を下支えし、エネルギー需要の減退は回避できるとの楽観的な見方がなされた。
31日	↑	(65.17)	E I Aの週次統計で原油在庫の減少幅が市場予想を上回ったことや、FOMCで大方の予想通りに政策金利の0.25%の引き下げが決定されたこと、リビア最大のシャララ油田でバルブが閉鎖されたとして不可抗力条項（force majeure）の適用が宣言されたこと、などを背景に原油相場は上昇した。もっとも、FOMC後の記者会見でパウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長が「長期的な利下げサイクル」に入っていないと述べたことは期待されたほどハト派的ではないと受け止められ、弱材料となった。

【8月の動向】～下落後、やや持ち直し

1日	↓ (60.50)	トランプ大統領がこれまで制裁関税の対象から外れていた 3,000 億ドル相当の中国産品に 9 月 1 日より 10%の制裁関税（対中制裁関税「第 4 弾」）を課すと表明したことを受け、米中貿易摩擦の激化懸念が広がり、ブレントが 7.0%、WTI が 7.9%の大幅下落となった。前日発表の E I A の週次統計で原油生産の増加が示されていたことも嫌気された。
2日	↑ (61.89)	前日の大幅下落の反動からブレントで 2.3%、WTI で 3.2%の上昇。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 5 週連続で減少したことも強材料になった。
5日	↓ (59.81)	前週にトランプ大統領が対中制裁関税第 4 弾の発動を表明した影響が残り、エネルギー需要の減退懸念から原油相場は下落した。ブレントで 3.4%安、WTI で 1.7%安だった。また、人民元が対ドルで 7 元を上回る元安水準となり、トランプ氏は「為替操作」だと批判し、米中の対立がより深刻化することが懸念された。この日、米財務省は中国を「為替操作国」に認定した。
6日	↓ (58.94)	この日も、米中貿易摩擦を背景とした需要減退懸念から相場は続落した。
7日	↓ (56.23)	続落。ブレントは 4.6%安、WTI は 4.7%安だった。需要減退懸念が続く中、E I A の週次統計で、原油在庫やガソリン在庫が市場予想に反して増加したことが嫌気された。
8日	↑ (57.38)	中国人民銀行が人民元の対ドル基準値を市場予想よりも元高水準に設定したことを受けて米中貿易摩擦への懸念が和らいだ。また、7 月の中国の貿易統計で輸出が市場予想に反して増加したことも景気減速懸念を和らげ、強材料になった。
9日	↑ (58.53)	サウジアラビア当局者が 8 月と 9 月の原油輸出量を日量 700 万バレル以下にとどめると述べたことや、ベーカー・ヒューズ社の発表する米国石油掘削リグの稼働数が 6 週連続で減少したことなどが支援材料になった。I E A の月報で、石油需要見通しが下方修正されたが、反応は限定的だった。
12日	= (58.57)	クウェートのファディル石油相が協調減産の合意で割り当てられた量を上回る減産を行っていることと述べたことや、為替市場でのドル安などがやや好感された。

13日	 (61.30)	ブレントは4.7%、WTIは4.0%の大幅高。米通商代表部（US TR）は、9月1日から発動するとしていた約3,000億ドルの中国産品を対象とする対中制裁関税「第4弾」について、スマートフォン、ノートパソコン、玩具など特定品目について発動を12月15日に先送りすると発表したことが、好感された。
14日	 (59.48)	7月の中国鉱工業生産が17年ぶりの低い伸びにとどまったこと、4～6月期のドイツGDP（国内総生産）がマイナス成長を記録したこと、EIAの週次石油統計で、原油在庫が市場予想に反して増加したことなどから、原油需給の緩和が懸念され、約3%の下落となった。
15日	 (58.23)	米国による対中制裁関税「第4弾」に対して、中国財政省が報復を警告したことが貿易摩擦の激化懸念につながり、相場は続落した。
16日	 (58.64)	前日までの大幅下落の反動で値頃感が生じたことや、株価の持ち直しで同様にリスク資産である原油にも買いが入りやすかったことから反発した。
19日	 (59.74)	17日にイエメンの反政府武装組織フーシ派がサウジ東部のシャイバ油田を無人機10機で攻撃したと発表したことや、同じく17日に中国人民銀行が企業の借入れコスト低下や景気の後押しのためとして金利改革計画を公表したことが、相場の支援材料となり、続伸した。
20日	 (60.03)	小幅続伸。前日に地政学リスク懸念などで上昇した反動で売りに押される場面があったものの、米商務省が5月から実施している通信機器大手の華為技術（ファーウェイ）に対する制裁の緩和措置について19日までが期限だったものを延期すると発表し、米中貿易摩擦への懸念が和らいだことなどが支援材料になった。
21日	 (60.30)	上昇後、下落。イエメンの反政府武装組織フーシ派が米軍の無人機を撃墜したと発表したことや、イランのロウハニ大統領が同国の石油輸出がゼロになった場合、「石油輸送の国際水路は従来のように安全ではなくなる」と圧力をかける米国をけん制したことが強材料になった。しかし、EIAの週次統計では、原油在庫の減少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市場予想を上回る増加となり、原油の上値は抑えられた。
22日	 (59.92)	翌日に注目されるパウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長の講演を控える中、前日公開された7月末の米連邦公開市場委員会（FOMC）議事要旨で一部の参加者が利下げに否定的な見解を示していたことなどが弱材料になり、原油はやや売られた。

23日	 (59.34)	中国政府が、米国による制裁関税「第4弾」への報復として、750億ドル相当の米国産品に対して9月1日より5%または10%の関税を上乗せすると発表した。これに対してトランプ大統領はツイッターで、さらなる報復の意向を示し、米企業に対して中国からの撤退を促した。米中摩擦の激化懸念から原油は売られた。この日、米政府は、これまで対中制裁で行った第1~3弾の2,500億ドル相当の中国産品への追加関税の税率を25%から30%に、第4弾の3,000億ドル相当の税率を当初予定の10%から15%に引き上げると発表した。
26日	 (58.70)	先進7カ国首脳会議（G7サミット）の終了後、トランプ大統領が貿易協議について中国側が再開を求めてきたと明らかにしたうえで、対中追加制裁の発動を遅らせることは可能と発言したことなどを受けて、原油が買い戻される動きが出ていたが、その後のトランプ氏とマクロン仏大統領との共同記者会見で、米イラン首脳会談を数週間以内に開催することを望むと述べたことで、イラン産原油の増産期待につながり、相場は下落した。また、中国外務省は、米国との電話を承知していないと説明したことで、貿易協議の進展に向けた期待がやや後退した。
27日	 (59.51)	米中貿易摩擦激化への懸念がひとまず後退したことや、米原油在庫の減少観測を背景に買い戻された。
28日	 (60.49)	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やガソリンや中間留分の在庫も減少したことを好感して、続伸した。
29日	 (61.08)	前日発表の原油在庫の増加を材料にした買いが続いたほか、ハリケーン「ドリアン」のフロリダ州接近を受けてメキシコ湾を横断した場合の原油生産への影響が懸念されたこと、複数の新設パイプラインの稼働などにより米内陸部での原油の余剰感が後退したことなどが原油相場の押し上げ材料として意識された。
30日	 (60.43)	ハリケーン「ドリアン」がメキシコ湾に進まず、フロリダ州全域に打撃を与える見込みとなったことで、原油生産よりも原油需要を落ち込ませるとの見方が強まった。ロイター調査で8月のOPEC産油量が増加したことも弱材料になった。

【9月の動向】～中旬に急騰後、下落

2日	↓	(58.66)	米国市場はレイバー・デイで休場だった。ブレントは、1日に米国政府が対中制裁関税「第4弾」の一部を発動し、中国政府も報復関税を発動したことを嫌気して、下落した。
3日	↓	(58.26)	米製造業の景況感を表す製造業ISM指数が判断の分かれ目となる50を3年ぶりに下回ったことを受けて、エネルギー需要の減退懸念が広がった。大型ハリケーン「ドリアン」のフロリダ州接近も需要減要因と懸念された。
4日	↑	(60.70)	財新/マークイットが発表した8月の中国サービス業PMIが5月以来の高水準となって市場参加者の景気減速懸念が和らいだこと、香港政府が長引く混乱の原因となった逃亡条例を撤回したこと、米政府がイランの原油輸送ネットワークに関わる個人・団体に対して追加制裁を科したこと、リスク回避の雰囲気の後退する中で為替市場では対ユーロ中心にドル安が進んでドル建てで取引される原油の割安感につながったことなどからブレントで4.2%、WTIで4.3%の大幅高となった。
5日	↑	(60.95)	小幅上昇。EIAの週次石油統計で原油在庫の減少幅が市場予想を上回ったことや、米中両政府が10月上旬にワシントンで閣僚級貿易協議を再開することで合意したことを受けて、相場は一時2%超上昇したものの、その後、需要鈍化懸念などから売り戻された。
6日	↑	(61.54)	8月の米国雇用統計で雇用増加数が鈍化して弱材料になったものの、パウエルFRB議長が講演でハト派的な発言を行ったことが強材料視された。
9日	↑	(62.59)	8日にサウジアラビアのエネルギー相に新たに就任したアブドゥルアジズ・ビン・サルマン王子が原油相場の下支えのため、減産政策を維持するとの見方などが強材料になった。サルマン王子は長らくOPECのサウジ代表団のメンバーを務めており、ファリハ氏に代わってエネルギー相に就いた。ファリハ氏は2日に兼任していた国営石油会社サウジアラムコの会長職を解かれ、ヤシル・アルルマン氏と交代することなどが伝えられていた。
10日	↓	(62.38)	米政権内でイランや北朝鮮に対して強硬姿勢を取っていたボルトン大統領補佐官(国家安全保障担当)が更迭されたことや、EIAが短期エネルギー見通しで石油需要の見通しを下方修正したことなどが弱材料となった。ボルトン氏の更迭が、イラン産原油の輸出が回復するとの観測につながった。

11日	↓	(60.81)	E I Aの週次石油統計で、原油在庫の減少幅が市場予想を上回って強材料になったとみられたものの、トランプ米大統領が対イラン制裁の緩和を検討していると報道されたことが供給増加観測につながって弱材料となり、原油相場は続落した。
12日	↓	(60.38)	米国政府が貿易協議で中国との暫定合意を検討中だとする報道があったものの、米ホワイトハウス高官がこの報道を否定したと伝わり相場は下落に転じた。また、O P E Cと非O P E C産油国が合同閣僚監視委員会（J M M C）を開催した後、サウジのアブドルアジズ新エネルギー相が減産幅の拡大を12月のO P E C総会まで決定することはないだろうと述べたことも弱材料になった。欧州中央銀行（E C B）の追加金融緩和を受けて一時的にユーロ安・ドル高が進み、原油相場の押し下げ材料になる場面もあった。
13日	=	(60.22)	前日にI E Aが原油需給の緩和見通しを予想していたことなどから、世界景気減速や需給緩和への懸念が続き、原油相場は続落した。もっとも、トランプ大統領が前日に米中貿易協議について、対立が小さい分野に限定して早期の暫定合意を目指すかもしれないと述べたことなどから下値は限定された。
16日	↑	(69.02)	ブレントが14.6%、WT Iが14.7%の急騰となった。14日にサウジの石油関連施設が無人機や巡行ミサイルによる攻撃を受け、8月の同国産油量の約6割にあたる570万バレルの生産が停止し、復旧には数カ月かかる可能性が報じられた。15日にトランプ大統領は「必要に応じて戦略石油備蓄（S P R）を放出することを承認」して、原油相場はやや売り戻される場面もあったが、イエメン内戦に軍事介入するサウジ主導の連合軍が、攻撃に使われた武器がイラン製だったとする予備調査を明らかにすると、中東の地政学リスク懸念が強まり、再び上げ幅を拡大した。
17日	↓	(64.55)	ブレントが6.5%、WT Iが5.7%の大幅反落となった。サウジのアブドルアジズ・エネルギー相が、同国からの原油供給量について、在庫を放出することにより石油関連施設が攻撃される前の水準を回復したと明らかにしたことや、9月末までに生産量が攻撃前の水準に戻るとの見通しを示したことで、需給ひっ迫懸念が後退した。

18日	↓	(63.60)	この日も、サウジの原油供給が当初の想定以上に迅速に回復するとの見通しが相場の下押し材料となった。E I Aが発表した週次石油統計で米国の原油在庫が市場予想に反して増加したことも弱材料となった。F O M Cで追加利下げが決定されたものの、原油相場は軟調だった。
19日	↑	(64.40)	サウジが原油供給不足を補うためにイラクから原油を購入しようとしているとの一部報道があったため、サウジの原油生産の回復ペースが遅れているとの疑念から原油は買われた。
20日	=	(64.28)	米中貿易摩擦への懸念から小幅反落。米中は19日から次官級協議を開催していたが、中国の代表団が次週に予定していた米国の農家視察を中止したと報じられたことが弱材料になった。
23日	↑	(64.77)	サウジの石油施設の修復が想定よりも長引く可能性を指摘したウォール・ストリート・ジャーナル紙の報道が材料視され、相場は上昇した。もっとも、サウジの産油量が来週初めまでに回復する可能性をロイター通信が報じると、前営業日比下落に転じる場面もあった。
24日	↓	(63.10)	トランプ大統領が国連総会の一般討論演説で中国の不公正な貿易慣行を批判したことを受けて、米中貿易協議を巡る懸念が再燃した。また、米国では民主党からトランプ大統領に対する弾劾手続きを求める声が強まったことを嫌気して、株式や原油などリスク資産全般が売られた。9月の米国消費者信頼感指数が悪化したことも弱材料になった。
25日	↓	(62.39)	サウジの原油生産能力が日量1,130万バレルと想定よりも速く回復していると報道されたことや、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ことが弱材料となった。
26日	↑	(62.74)	米国防省がサウジへの増派を発表して中東情勢の緊迫化による供給懸念が強まった反面、トランプ米大統領弾劾に向けた動きが嫌気され、相場は小幅上昇にとどまった。
27日	↓	(61.91)	サウジがイエメン内戦で部分停戦に動いたとの報道があったこと、イランのロウハニ大統領が米英仏首脳から「交渉に応じれば米国は制裁を解除する」と持ち掛けられたと明らかにしたこと、トランプ政権が中国企業の上場廃止や投資ファンドなどによる中国投資に対する規制を検討していると報じられて米中貿易摩擦の激化懸念が強まったことなどが弱材料となった。

30日	 (60.78)	国営石油会社サウジアラムコの関係者が25日時点でサウジの産油能力は全面的に回復し、すでに日量990万バレルを生産していると明らかにしたと報道されたことや、中国国家统计局が発表した9月の製造業PMIが5カ月連続で判断基準の50割れとなったことが弱材料となった。
-----	-------------------------------------------------------------------------------------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

【先行き】～米中貿易協議の部分合意が強材料も上値は限定的

9月14日にサウジアラビアの石油施設が攻撃を受け、原油生産が日量570万バレル落ち込んだものの、その後の施設の修復は予想以上に迅速だと受け止められ、原油相場は落ち着く方向で推移していた。

そうした中、10月に入ると、米国のISM製造業指数が悪化したことなどから景気悪化への懸念が強まった。リスク資産全般とともに原油も売られ、3日には8月上旬以来の安値をつけた。その後、9月の米国雇用統計が雇用情勢の堅調さを示したことで、米中貿易協議の進展への期待が維持されたことなどから持ち直したが、上値は重かった。

11日の相場は、サウジ沖の紅海でイランの石油タンカーが攻撃を受けたとの報で上昇し、14日には、11日に米中貿易協議が部分合意に達し、米国は15日に予定されていた対中関税の引き上げを見送ると発表されたことが好感されたものの、やはり上値は限定的だった。

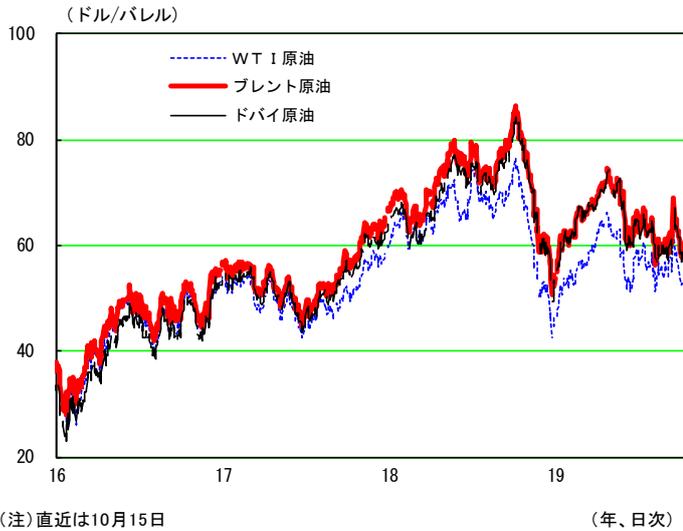
サウジの石油施設の攻撃前に比べて、地政学リスクに対する原油の脆弱性をより意識せざるを得なくなったのは否めず、イランとサウジ・米国との対立も厳しさを増した。しかし、イランにしてもサウジや米国にしても、政権中枢では本格的な軍事衝突は避けたいとの意向が有力なようだ。

サウジの石油施設が復旧すれば、攻撃以前のように原油の供給過剰が意識されやすい状況に戻りやすいだろう。米中貿易協議は部分合意に達したものの、包括的な合意には程遠いとの観測が根強く、この先、再び米中摩擦が激化する可能性も懸念される。また、これまでの米中摩擦の悪影響などが徐々に広がり、世界景気が力強さを欠く状態はしばらく続くとみられ、エネルギー需要の減退懸念から原油が一段と売られる可能性もある。

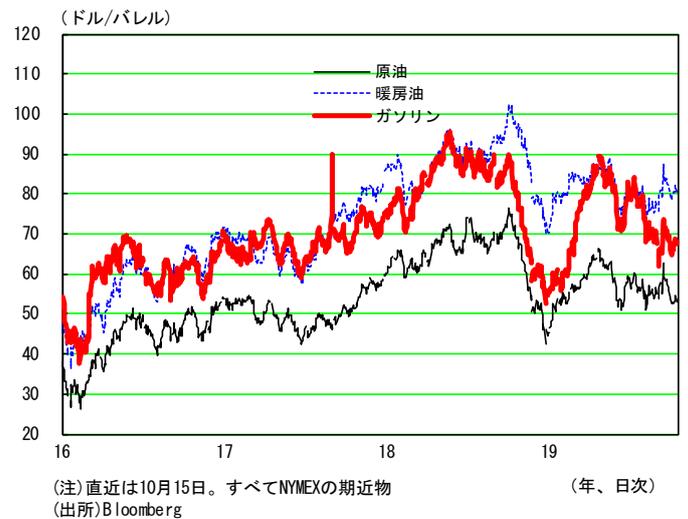
一方で、米国のシェールオイルは、油田開発の先行指標となる石油掘削リグの稼働数が減少に転じているものの高止まりしており、原油生産量は増加基調を続けている。原油需給の引き締めが見込みにくい中で、石油輸出国機構(OPEC)とロシアなど非OPEC産油国で形成されるOPECプラスは2020年3月までの協調減産で合意しているが、今後、減産のさらなる延長を模索する可能性がある。

産油国による協調減産や中東の地政学リスクが相場の押し上げ材料だが、原油需給に引き締め感はない見通しであり、原油相場は、浮揚力を欠いた状態が続きそうである。

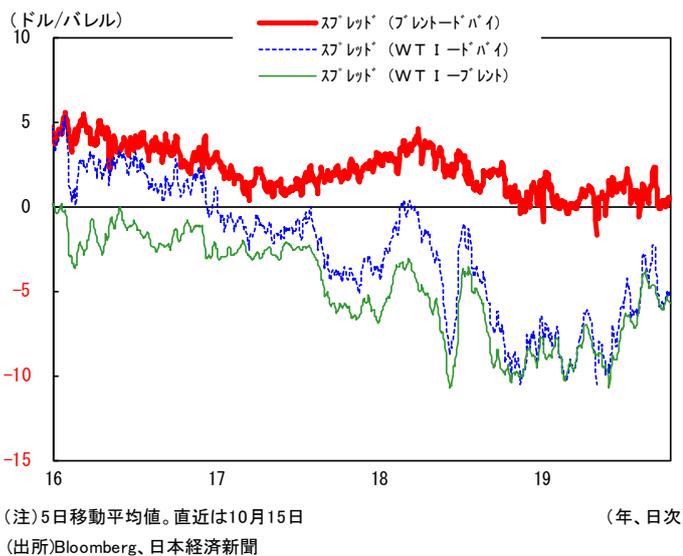
(図表 3) 原油市況の推移



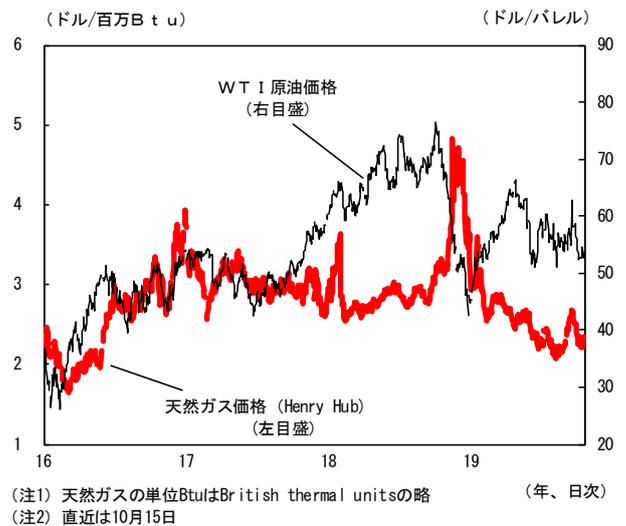
(図表 4) 石油製品市況の推移



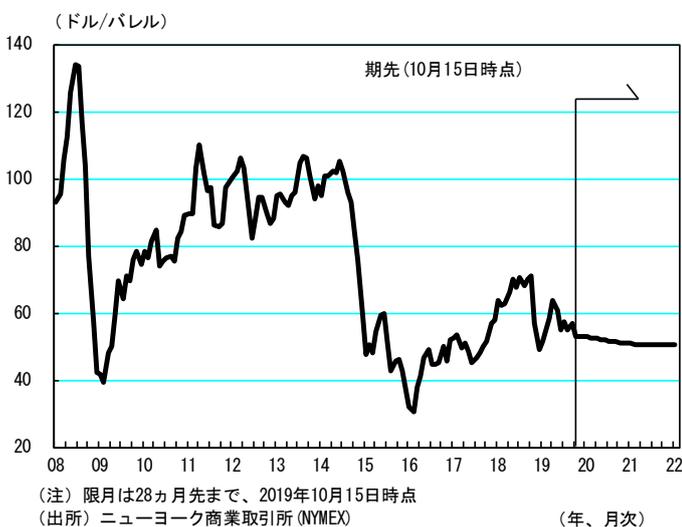
(図表 5) 油種間スプレッドの推移



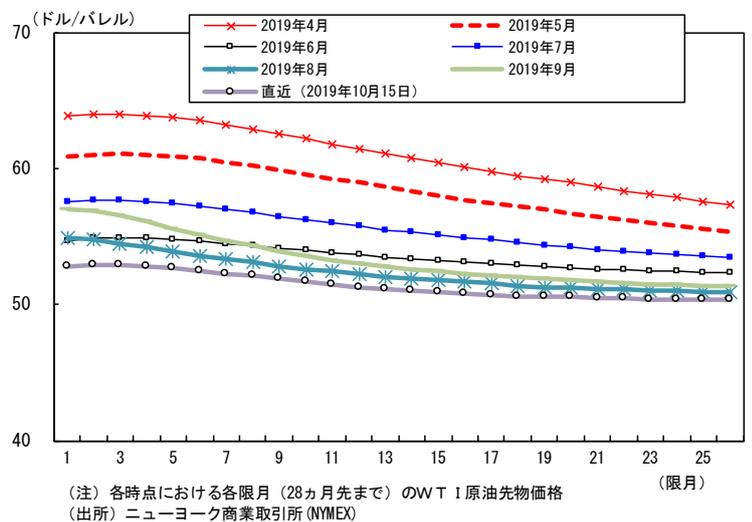
(図表 6) 米国天然ガス市況の推移



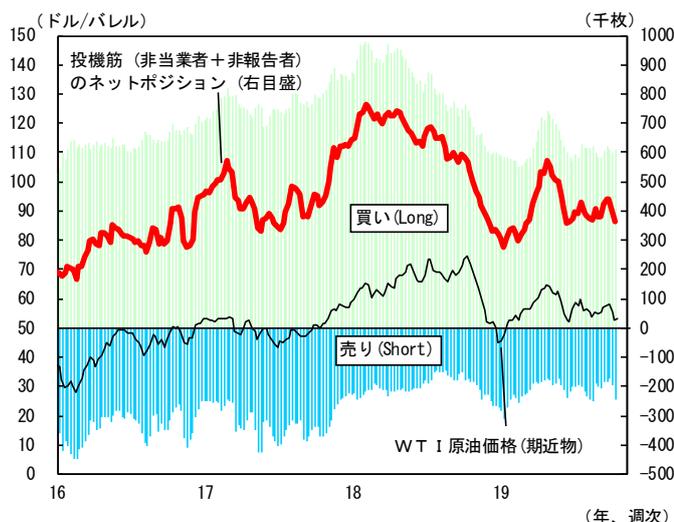
(図表 7) 原油先物価格と先物カーブ



(図表 8) W T I 原油の先物カーブの変化

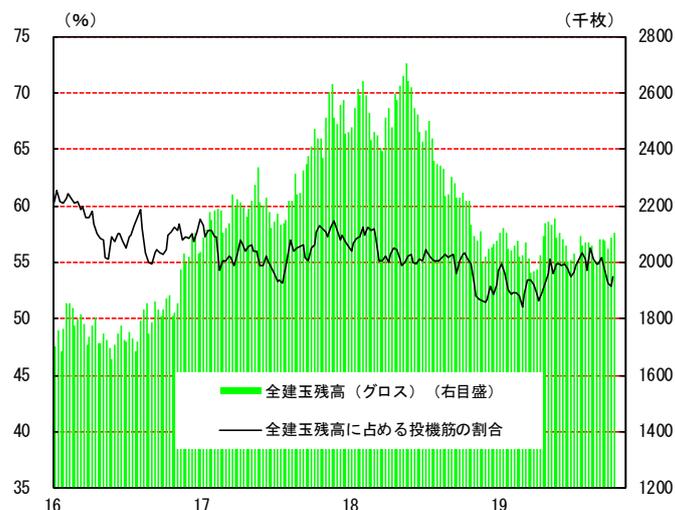


(図表 9) 投機筋のポジション (原油)



(注1) ポジションの直近は10月8日時点、WTI原油は10月9~15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10月8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 (前月差)		生産量 (前月差)		産油能力	稼働率	生産余力 (万バレル/日)
	<9月>		<8月>				
アルジェリア	103.0	(1.0)	102.0	(1.0)	107.0	96.3%	4.0
アンゴラ	136.0	(-4.0)	140.0	(4.0)	153.0	88.9%	17.0
コンゴ共和国	32.0	(-1.0)	33.0	(1.0)	33.0	97.0%	1.0
エクアドル	54.0	(1.0)	53.0	(-1.0)	55.5	97.3%	1.5
赤道ギニア	12.0	(0.0)	12.0	(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	213.0	(-8.0)	221.0	(0.0)	383.0	55.6%	170.0
イラク	478.0	(0.0)	478.0	(3.0)	480.0	99.6%	2.0
クウェート	269.0	(5.0)	264.0	(-4.0)	307.5	87.5%	38.5
リビア	112.0	(5.0)	107.0	(-3.0)	120.0	93.3%	8.0
ナイジェリア	193.0	(-2.0)	195.0	(6.0)	200.0	96.5%	7.0
サウジアラビア	836.0	(-147.0)	983.0	(5.0)	1,130.0	74.0%	294.0
UAE	307.0	(0.0)	307.0	(1.0)	340.0	90.3%	33.0
ベネズエラ	68.0	(-8.0)	76.0	(-2.0)	90.0	75.6%	22.0
OPEC 14カ国	2,832.0	(-159.0)	2,991.0	(12.0)	3,436.0	82.4%	604.0

(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。ガボンとは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。エクアドルは2020年1月の脱退を表明。
 (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：ナフサ需給に引き締まり感ない中、原油に連動して変動

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月にかけて持ち直したが、再び下落に転じている。一方、輸入原油価格も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、持ち直したが、再び下落に転じている（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8月にはナフサ安幅が7.2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、再び下落し、一進一退となっている。基本的には、原材料である原油の価格変動に連動している。一方、原油との相対価格を2018年と比べると、ナフサ安が進んでいる。米シェールオイルの増産で、石油化学の原材料として、エタンやLPG（液化石油ガス）を利用することが増えていることや、米中貿易摩擦の激化で石化需要の先行き懸念が強まっていることが背景にあるとみられる。9月14日のサウジアラビアの石油施設攻撃の際には需給ひっ迫懸念が強まったが、一時的であった。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。

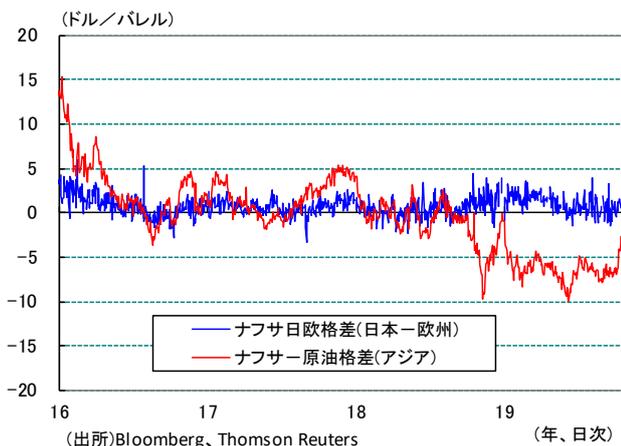
（図表12）日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



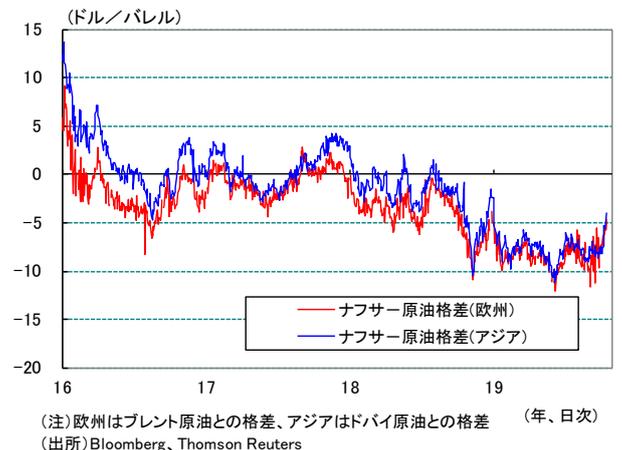
（図表13）アジアの原油・ナフサの市況



（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



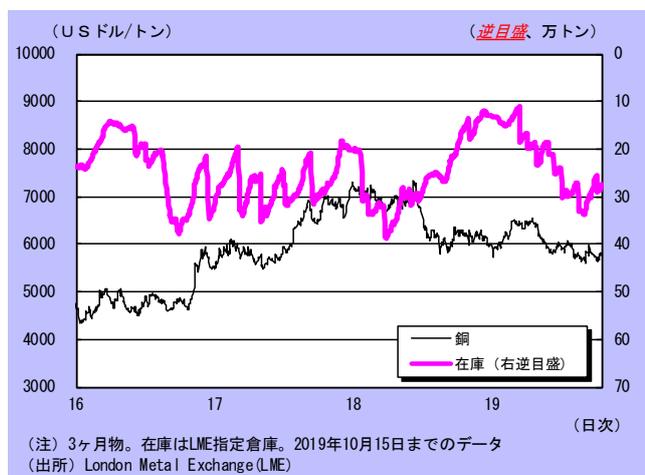
Ⅲ. ベースメタル

1. 銅を中心とした概況：下落気味に推移して足元は 5,800 ドル前後

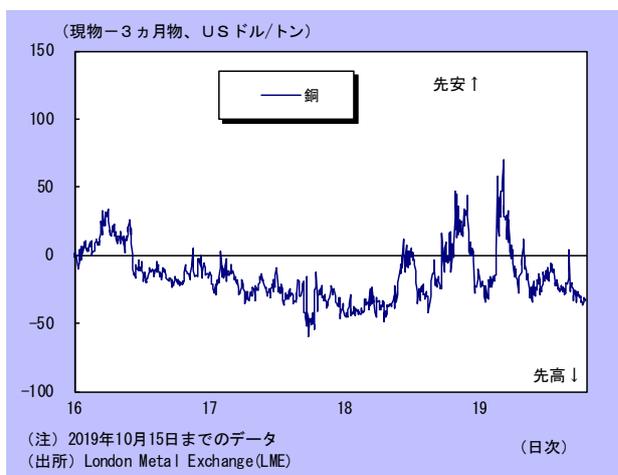
非鉄ベースメタル相場の中心となる銅相場は、2019年1月3日に1トンあたり5,725ドルと2017年6月以来の安値をつけた。その後は、持ち直し傾向となり、4月17日には6,608.50ドルの高値をつけた後、下落に転じて9月3日に5,518.00ドルの安値をつけた。足元は、5,700ドル台を中心に推移している。

(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



【7月の動向】～高値は一時的

低調な景気指標などを受けて下落

6月29日の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日に発表された中国国家統計局による製造業購買担当者景況指数（PMI）に加えて、7月1日には財新／マークイットによる中国の製造業PMIや、米国のISM指数も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。米中貿易協定についても、1日にトランプ米大統領が「合意は幾分米国有利に偏った内容となるべき」と発言し、協議は難航するとの見方が強まった。銅相場は9日にかけて、一時5,800ドル割れまで売られた。

ハト派的なFRB高官発言などを受けて中旬に高値

しかし、10日にはパウエルFRB議長の証言で、改めて早期利下げの可能性が示唆されたこ

とを受けて銅相場は反発した。また、世界景気減速懸念の中心である中国に関しては、15日に発表された4~6月期のGDP成長率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、同日発表の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、相場は上昇した。7月より実施された銅スクラップ輸入の規制強化によって、需給が引き締まるとの見方もあった。

一方で、16日には、トランプ米大統領が中国からの輸入品ほぼすべてに追加関税を拡大する制裁関税「第4弾」を発動することもあり得るとの見方を示し、米中摩擦の激化懸念が強まり、17日の銅相場は下落した。もっとも、19日には、ニューヨーク連銀のウィリアムズ総裁のハト派的な発言もあって、6,170.50ドルと5月上旬以来の高値をつけた。

月末にかけてはやや軟調

しかし、その後は、利益確定売りに押されたこと、世界景気の先行き懸念が根強かったこと、為替市場でドル高が進んでドル建てで取引される銅の割高感につながったことなどから、銅相場は下落傾向となった。24日に、ムニューシン米財務長官がライトハイザー米通商代表部（USSTR）代表とともに29日にも中国に向かい、30~31日に上海で貿易協議を再開すると発表して米中貿易摩擦の緩和期待から銅相場が上昇する場面もあったが、持続しなかった。26日には、欧州中央銀行（ECB）のドラギ総裁の発言が市場が期待したほどハト派的ではなかったことも弱材料になった。米国の利下げ観測が下支え要因になったものの、月末にかけて相場はやや軟調に推移した。

【8月の動向】～下落傾向

月初はFRB議長発言や制裁関税「第4弾」の表明から下落

1日は、前日の米連邦公開市場委員会（FOMC）の結果を受けて下落した。FOMCでは市場予想通りに0.25%の利下げが実施されたものの、会見でパウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長が「長期的な利下げサイクルの始まりではない」と述べたことが、市場の期待ほどハト派的ではないと受け止められ、リスク資産全般が売られる中で銅も売られた。30~31日に米中が行った閣僚級貿易協議でほとんど進展がなかったとみられたことも弱材料だった。

2日は、前日にトランプ米大統領が、それまで制裁関税の対象となっていなかった3,000億ドル相当の中国産品に対して9月1日より10%の関税を上乗せする方針（制裁関税「第4弾」）を表明したことを受けて、他のリスク資産とともに銅も大幅下落した。

週明けの5日も銅は続落した。中国当局が為替市場で1ドル=7人民元を上回る元安を容認したことで、米中摩擦の激化や中国の購買力の低下などが連想され、銅価格を抑制した。6日には、米国政府が中国を為替操作国と認定した。

追加関税の延期発表などからやや買い戻し

8日には、7月の中国の貿易統計で輸出が市場予想に反して前年比プラスに転じたことを受けて、投資家のリスク回避姿勢がやや緩和し、銅は買い戻された。

13日には、米国政府が9月1日から実施が予定されていた3,000億ドル相当の中国産品への追加関税について、携帯電話やパソコンなどへの適用を12月15日まで延期すると発表したことも好感された。

各国の景気悪化や米中貿易戦争の激化から下落

しかし、その後は、反鋳業の抗議活動で3週間近く操業が停止していたペルーのマタラニ港からの銅輸出が再開したこと(13日)、7月の中国の鋳工業生産が17年ぶりの低い伸びとなったこと(14日)、4~6月期のドイツのGDPが前期比マイナス成長に落ち込んだこと(14日)、米国債市場で10年債の利回りが2年債を一時下回って景気後退の予兆とされる「逆イールド」が出現したこと(14日)、中国財政省が最新の米国による制裁関税について対抗措置を取らざるを得ないと表明したこと(15日)などから下落傾向となった。中国人民銀行による企業の借り入れコスト低下につながる金利改革の発表(17日)など支援材料もあったが力不足だった。パウエル米連邦準備制度理事会(FRB)議長によるジャクソンホールでの講演や先進7カ国(G7)首脳会談といった重要イベントを控える中、銅相場はやや軟調な推移が続いた。

23日には、中国政府が、米国による制裁関税「第4弾」への報復として、750億ドル相当の米国産品に対して5~10%の関税を上乗せし、9月と12月の2段階に分けて発動すると発表した。これに対してトランプ米大統領はツイッターで、さらなる報復の意向を示し、米企業に対して中国からの撤退を促した。また、パウエルFRB議長が注目のジャクソンホールでの講演を行い、追加利下げを示唆したものの、具体性を欠いたため、トランプ大統領から批判された。なお、この日、米政府は、それまで対中制裁で行った第1~3弾の2,500億ドル相当の中国産品への追加関税の税率を25%から30%に、第4弾の3,000億ドル相当の税率を当初予定の10%から15%に引き上げると発表した。銅相場は下落を続けた。

トランプ大統領が中国政府から貿易協議再開の申し入れがあったと明らかにしたこと(26日)、中国国務院が自動車に関する規制の緩和・撤廃を含む消費活性化策を検討していると明らかにしたこと(27日)など強材料もあったが、米中貿易摩擦への懸念が続き、銅の上値は重かった。

【9月の動向】～上昇後、下落

米中貿易摩擦への懸念などから月初に安値後、懸念後退で反発

2日は、米中による制裁関税の「第4弾」が1日に発動される中、米中貿易摩擦への懸念などを背景とした下落が続き、3日には、8月の米ISM製造業景況指数が悪化して判断の分かれ目となる50を割り込んだことなどを受けて5,518ドルと2017年5月以来の安値をつけた。

しかし、その後は反発した。4日は、これまでのLME銅相場下落によって、LMEの銅を

買って、上海市場の銅を売る裁定取引で利益が得られる状態になったため、LME銅買いが発生していると指摘された。5日は、米中が10月上旬に閣僚級の貿易協議を行うと発表されたことを好感して、銅買いが続いた。

6日には、中国人民銀行が今年3回目となる預金準備率の引き下げを発表したが、「景気刺激策の洪水にはならない」とされた。銅相場の押し上げにはつながらなかった。その後、8月の中国の貿易統計で輸出が市場予想に反して減少したこと（9日）、8月の中国の生産者物価の下落幅が拡大したこと（10日）、8月の中国の新車販売が14カ月連続の前年割れとなったこと（11日）など弱材料が続いた。

しかし、12日には、トランプ米大統領が10月1日に予定されていた2,500億ドル相当の中国産品に対する制裁関税の25%から30%への引き上げを10月15日へと延期すると表明したことが好感され、銅相場は反発した。これに先立って、中国は米国産品への追加関税の対象から潤滑油など16品目を除外することを表明し、トランプ氏はこれを評価していた。13日も、中国が米国産の農産物の一部を追加関税の対象から除外すると表明するなど、米中双方の融和的な動きが続いたことを好感し、銅相場は2%強上昇して、6,000ドル弱と1カ月半ぶりの高値をつけた。

米利下げは織り込み済み、FRBのハト派姿勢見えずに売り材料

しかし、月後半の銅相場は軟調に推移した。14日にサウジアラビアの石油施設が攻撃されたことを受けて投資家のリスク回避姿勢が強まったこと、8月の中国の鉱工業生産が17年半ぶりの低い伸びとなったこと（16日）、1～8月の中国の固定資産投資も低調だったこと（16日）などが弱材料となった。

18日には米連邦公開市場委員会（FOMC）で0.25%の利下げが決定されたものの、FOMCメンバーの金利見通しやパウエルFRB議長の会見には期待されたほどのハト派色はなかったことが弱材料になった。19日の銅相場は、やや売りが優勢となった。

米中摩擦や米大統領弾劾の動きへの懸念から下落

その後も、中国人民銀行が事実上の政策金利である最優遇貸出金利（LPR）の1年物を4.25%から4.2%に引き下げたこと（20日）、ムニューシン米財務長官が10月第2週に中国の劉鶴副首相と会談すると発言したこと（24日）、トランプ米大統領が中国との貿易協議の妥結が「想定よりも早い可能性がある」と述べたこと（25日）、中国商務省が中国企業による米国産農産物の買い付けを明らかにしたこと（26日）などの強材料があったものの、米中が次官級の貿易協議を開催する中でトランプ大統領が中国の譲歩姿勢を不十分だと批判したのを受けて中国代表団は翌週に予定していた米国農家の視察を中止したこと（20日）、トランプ氏が国連総会の演説で中国に対する強硬姿勢を示したこと（24日）、ウクライナ疑惑を巡って米民主党のペロシ下院議長がトランプ大統領の弾劾に向けた調査を開始すると発表したこと（24日）、米政府が中国企業の上場廃止や投資ファンドなどによる中国投資に対する規制を検討していると報じられたこと（27

日)などが弱材料になり、下落傾向で推移した。

30日には、中国国家统计局が発表した製造業購買担当者景況指数（PMI）は判断の分かれ目となる50を下回ったものの、市場予想をやや上回った。また、財新・マークイットが発表した製造業PMIはやや大幅な改善を記録した。もっとも、中国を中心とした景気減速懸念は払しょくできず、この日の銅相場は下落した。

【先行き】～世界景気の減速局面が続き、銅相場は上値の重い展開か

銅相場は、9月前半は、米国による対中制裁関税の引き上げ延期の発表などを受けて、反発していたが、9月後半は、米中貿易摩擦への懸念、期待ほどハト派的ではない米金融政策のスタンス、米大統領弾劾の動きなどが弱材料となって下落基調で推移した。

10月に入っても、米国のISM製造業景況指数が悪化したこと（1日）、EUによるエアバスへの不当な補助金の対抗措置として米国がEU産品に報復関税を課すと発表したこと（2日）などが弱材料となった。銅相場は1日に5,600ドル割れと1カ月ぶりの安値をつけるなど軟調な推移が続いた。

しかし、7～8日に米中の次官級貿易協議、10～11日に閣僚級協議が開催される運びとなる中で、米中貿易摩擦の激化が回避されるとの期待が高まった。10日にはトランプ米大統領が、翌日に中国の劉鶴副首相と会談するとツイッターに投稿したことが好感され、銅相場はやや上げ幅が大きくなった。

11日に米中は貿易協議で「第1段階の合意」に達し、米国が15日に予定していた対中追加関税第1～3弾の引き上げは延期されることになった。米中は、中国による米農産物の購入拡大や通貨安誘導の抑止など対立の小さい分野で部分的に合意した。米国が強く求めてきた中国の国有企業を優遇する補助金や米企業に対する技術移転の強要などの不公正な慣行や産業政策の是正という課題は先送りされた。

今回の部分合意で、実質的に合意できた点は少ないとみられ、先行き米中の対立が再び激化に向かう可能性もある。そうした中、中国や欧州では景気減速の動きが広がり、米国でも減速の兆しがみえる。世界景気の減速局面は、当面、続くとみられ、銅相場は上値の重い展開となろう。

2. 各他品目の概況

(1) アルミニウム市況：1,700ドル近くまで下落

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後、下落傾向で推移している。2019年10月2日には1,704.85ドルと2017年1月以来の安値をつけた。

アルミニウム相場は7月中旬に高値をつけた後、8月上旬にかけて下落していたが、8月中旬にはやや反発した。8月13日には、台風9号が中国・山東省を直撃して洪水が発生したものの、世界最大のアルミニウム・メーカーである中国宏橋集団の設備への打撃はなかった模様であり、

相場への影響は限定的だった。8月14日に発表された7月の中国のアルミニウム生産量は昨年12月に次いで史上2位の298万トンだったが、日量ベースでは9.6万トンと6月の9.9万トンから減少した。新規の製錬所の立ち上がりのペースが遅く、北東部・遼寧省の製錬所などで操業停止があったためとされる。山東省の洪水被害で供給が混乱するとの懸念もややアルミニウム相場の押し上げ材料として意識された。

8月20日には中国・北西部の新疆ウイグル自治区の年産50万トンのアルミニウム製錬所が停電により稼働を停止し、復旧には3~5カ月かかるとの噂が出た。

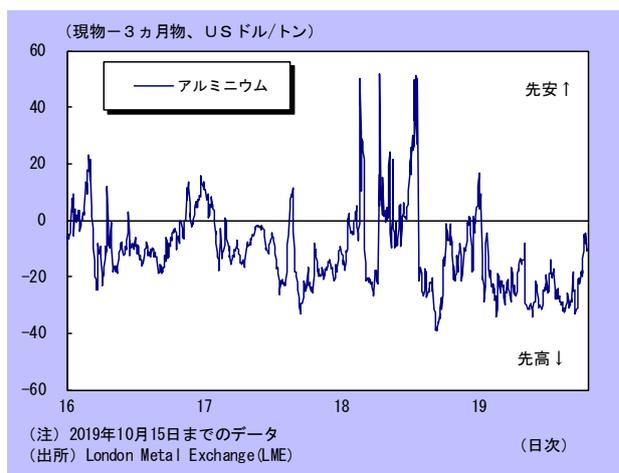
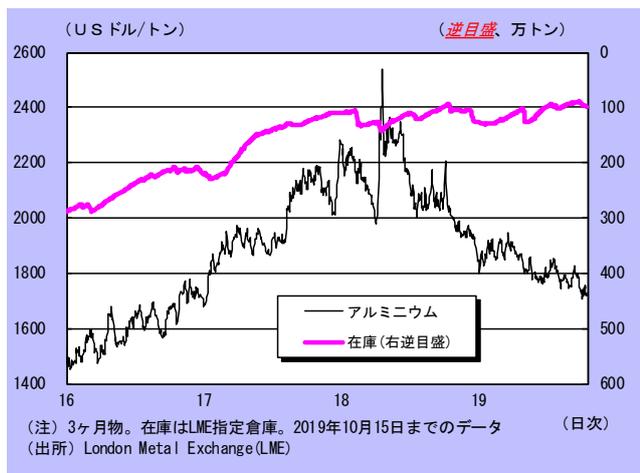
9月12日には、インドネシアがアルミニウムの原料となるボーキサイトについても、禁輸措置の導入時期を早めることを検討していると報道された。

アルミニウム相場は下落傾向での推移が続いている。インドネシアによるボーキサイト禁輸の可能性もさほど需給引き締め観測を強めなかった。世界景気が減速傾向で推移し、主要国の自動車販売が低調な中、相場は引き続き弱含みの推移が見込まれる。

(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：上昇して一時18,000ドル台後半

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。その後、上昇傾向となり、9月2日には18,850ドルと2014年9月以来の高値をつけた。10月中旬は17,000ドル前後で推移している。

ニッケル相場は7月初めに下落した後は、中旬にかけて連騰した。ステンレス世界最大手の中国の青山控股集团が大量のニッケルを買い付けているとの噂が報道されていた。ニッケルを8.0~8.5%含有する300系のステンレスの生産量が2019年前半に前年比25%増加したとされた。ニッケル消費量240万トンのうち70%がステンレス鋼の製造に利用され、大半が中国になっており、調査会社のウッド・マッケンジーでは、中国の2019年前半のステンレス鋼生産量は前年

比 11% 増の 1400 万トン（2019 年通年では中国の生産量が 8~9% 増の 2800~2900 万トン、世界の生産量が 4% 増の 5200~5300 万トン）と予測しているとされた。ステンレス鋼の生産の上振れが、ニッケル消費量の上振れにつながり、相場上昇をもたらしている構図にある。

なお、7 月 8 日には、インドネシア鉱業省が 3 つのニッケル精錬所が 2019 年中に稼働を始めるとの見通しを明らかにした（アネカ・タンバンの鉱石の年間処理量 100 万トンのフェロニッケルの製錬所、ワナティアラ・プルサダの同 200 万トンのフェロニッケルの製錬所、ビンタン・スメルター・インドネシアの同 90 万トンのニッケル銑鉄（N P I）の製錬所）。

7 月 18 日には、インドネシアの高官が 2017 年に変更した鉱業関連の規則に定められたとおりに、2022 年 1 月 12 日より、未加工の鉱物の輸出を禁止し、同国内で金属の加工を行うようにする方針を述べた。インドネシアには 7 月現在、N P I を中心に処理量 2452 万トンの 13 の製錬設備があり、処理量 4633 万トンの 22 の製錬所（上記の 3 つを含む）が建設中とされた。

8 月 5 日には、インドネシア政府が未加工鉱物の禁輸措置を 2022 年よりも前倒しして導入するとの噂が出回り、銅やアルミが下落する中、ニッケルは買われた。

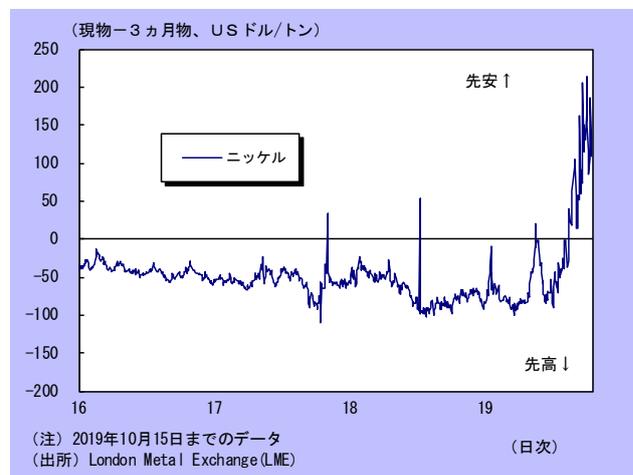
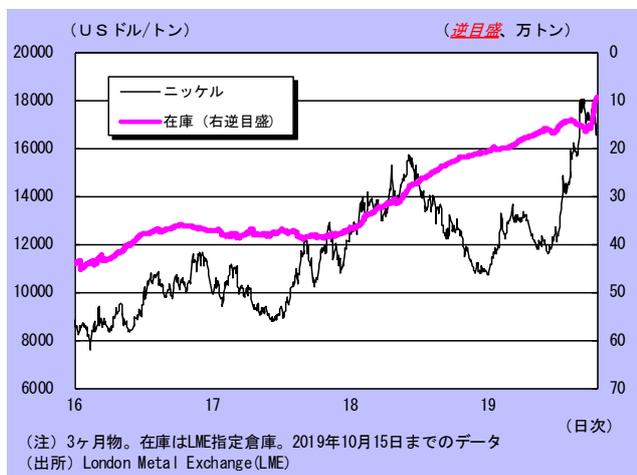
8 月 8 日には、インドネシアが禁輸を前倒しするとの見通しが強まったことに加え、7 月の中国の貿易統計で輸出が好調だったことが好感され、ニッケルは 7% 超の大幅高となった。

8 月 28 日には、中国冶金科工集団（M C C）がパプアニューギニアに所有するバッテリー用のニッケル加工工場から廃棄物がバサムク湾に流出したことで、閉鎖に追い込まれる可能性が指摘され、供給不足懸念に拍車をかけた。さらに 30 日にはインドネシア政府が従来の既定路線だった 2022 年 1 月からではなく、2020 年 1 月からニッケル鉱石の輸出を禁止すると表明したため、9% 近い大幅上昇となり、9 月 2 日には 18,850 ドルと 2014 年 9 月以来の高値を記録した。なお、インドネシア政府は、ボーキサイトと銅精鉱の輸出は、既定路線通り、2022 年 1 月に禁止するとしている。

(図表 18) ニッケル

ニッケル相場と L M E 指定倉庫在庫の推移

現先スプレッド（現物-3 ヶ月物）の推移



インドネシアと並ぶニッケル鉱石の生産国であるフィリピンでも環境規制強化の観点などから不安定な鉱業政策が続いており、9月18日に鉱業地球科学局(MGB)がニッケル鉱石生産者2社を含む5社に対して、暫定的な操業を年末まで認める方針を打ち出したが、その後の操業停止の可能性が懸念されている。

インドネシアによるニッケル鉱石の禁輸の前倒し発表を受けて、ニッケル相場は急騰した後、材料出尽くし感もあり、相場は頭打ちとなっている。また、世界景気の減速などが弱材料だが、インドネシアに加えて、代替供給元と考えられるフィリピンも鉱業政策が不安定であり、供給懸念が相場の押し上げ材料として意識される状況が続きやすいだろう。

(3) 亜鉛市況：下落後、持ち直して2,400ドル台

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後、上昇に転じて、2019年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、9月3日に2,190ドルと2016年7月以来の安値まで下落した。足元は2,400ドル台まで持ち直している。

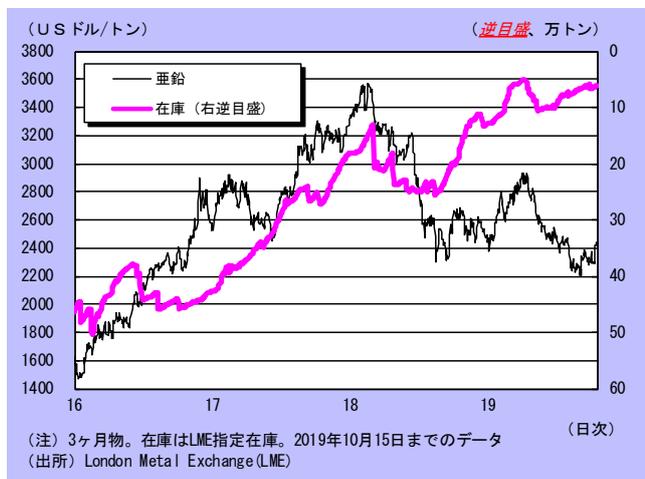
8月23日に米中の関税引き上げ合戦によって貿易摩擦への懸念が強まったことを受けて、8月27日には2016年以来の安値をつけた。

8月27日にはカナダのテック・リソースズのブリティッシュ・コロンビア州の亜鉛製錬所で25日に設備障害が発生して2~3万トンの生産が失われると発表した。

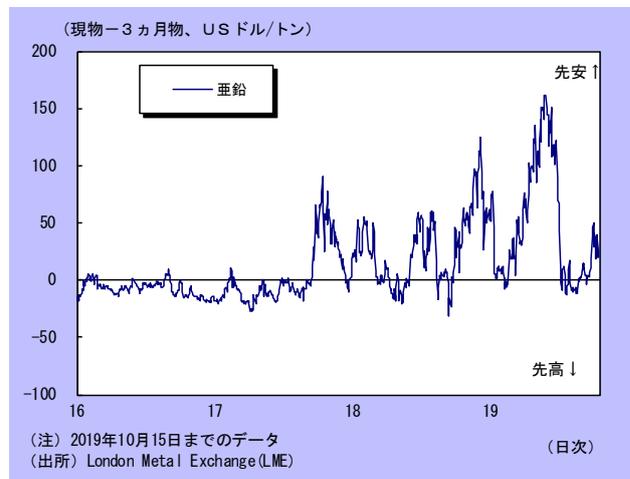
短期的には、製錬所の障害などから亜鉛地金の生産が落ち込んでいる模様だが、亜鉛地金の需給バランスは、長らく続いていた需要超過・供給不足から需要不足・供給超過へと、いよいよ変化するとの見方が有力だ。亜鉛の相場の上値は重く、横ばい圏での推移が見込まれる。

(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ヶ月物)の推移



(4) 錫市況：8月下旬に15,500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、2019年2月25日に1トンあたり21,800ドルと2018年2月以来の高値をつけた後、下落傾向で推移して、8月27日には15,565ドルと2016年5月以来の安値をつけた。その後、17,000ドル台後半まで持ち直す場面もあったが、足元は16,000台半ばを中心に推移している。

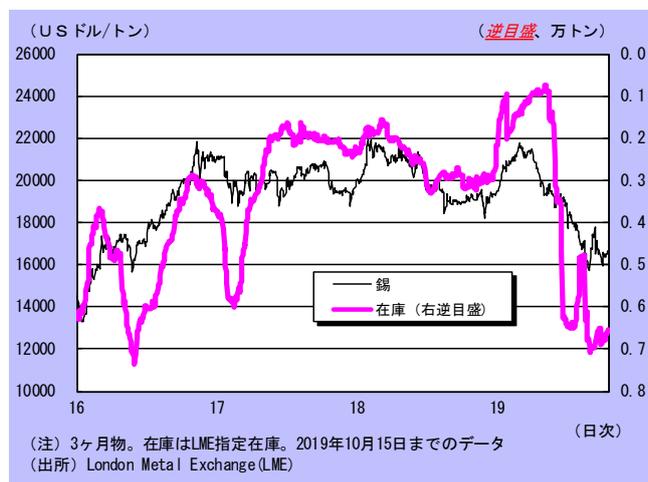
錫相場は2月以降、下落基調が続いていたが、そうした中で8月16日にはLME指定倉庫の在庫が前日比33%の大幅増を記録した。8月23日に米中の関税引き上げ合戦によって貿易摩擦への懸念が強まったことを受けて、8月27日には2016年以来の安値をつけた。

こうした中、9月5日には、錫生産者が減産姿勢をみせていることが報じられた。インドネシアのティマは1万トン、雲南錫業など中国の錫精練14社が2.02万トン、合計で世界の生産量の約8%に相当する約3万トンの減産が計画されているとされた。9月11日には、錫相場は17,776ドルまで持ち直した。

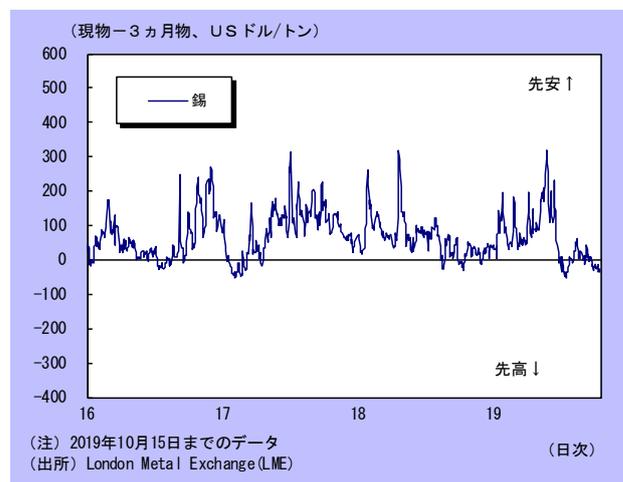
しかし、上昇は持続しなかった。米中貿易協議の進展が期待されるものの、実体経済の減速動きが続くことや、エレクトロニクス製品の需要の先行きに対する不透明感が強いことが錫相場の上値抑制要因になったとみられる。錫相場は下げ止まったとみられるものの、今後も上値が重い展開が続くと思われる。

(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：反発して、足元は2,100ドル台

バッテリー向けなどに使われる鉛の相場は、2019年2月25日に1トンあたり2,179.50ドルまで戻したものの、その後、下落基調が強まり、5月13日には1,773.50ドルと2016年6月以来の安値をつけた。その後、反発して、足元は2,100ドル台で推移している。

7月前半は、複数の製錬所がメンテナンスに入っていたことや、中国で環境対策の一環として

の取り締まりが行われていたことから、鉛需給のタイト化観測が強かった。また、LME指定倉庫の在庫は、10年ぶりの低水準となっていた。しかし、7月下旬からは、停止していた製錬所が復旧し、LME指定倉庫の在庫が急増する中で、需給引き締め観測が後退した。

7月26日に中国の河南予光金鉛集団が、6月25日から行っていた鉛製錬所のメンテナンスを終了したと発表した。時期が来ていたのに加えて、環境問題への対応もメンテナンスの理由とされた。

7月30日に、韓国の高麗亜鉛（Korea Zinc）が8月末まで1カ月間、温山の鉛製錬所のメンテナンスを行うがその間に必要になる鉛地金の在庫は確保されているとされた。

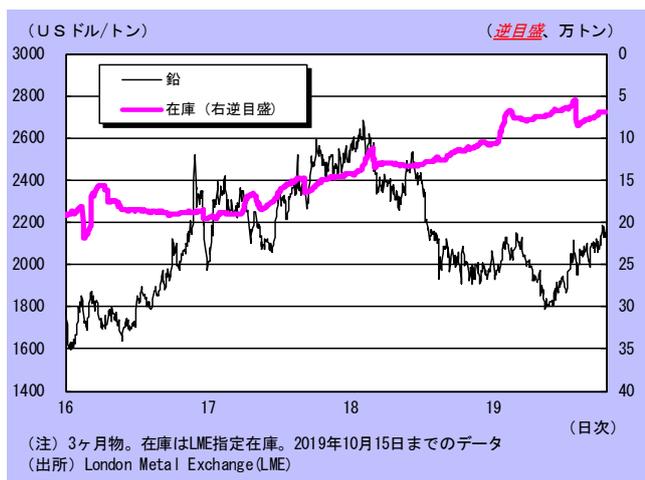
7月31日には、ベルギーのニルスターが、溶鋳炉の故障で5月28日から生産を停止していたオーストラリアのポートピリーにある鉛製錬所の操業が再開した。これまで再開計画が度々延期され、市場の供給懸念につながっていたが、ようやく解消された。

しかし、8月12日には、ニルスター社がポートピリーの鉛製錬所を再び停止したと発表し、炉の修理に12週間程度かかるとの見通しが述べられた。一時、2週間ぶりの高値をつけたものの、需要見通しの不透明感などから需給ひっ迫懸念はさほど強まらず、高値は持続しなかった。

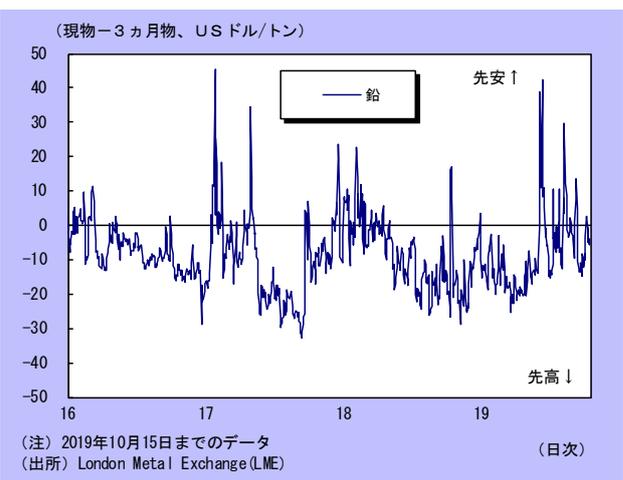
秋口になり、冬場の需要期を控えて、相場はやや上がりやすい時季になっているものの、同時に生産されることが多い亜鉛と同様に需給バランスはいずれ緩むとみられる中、鉛相場の上値は限定的だろう。

(図表 21) 鉛

鉛相場とLME指定倉庫在庫の推移



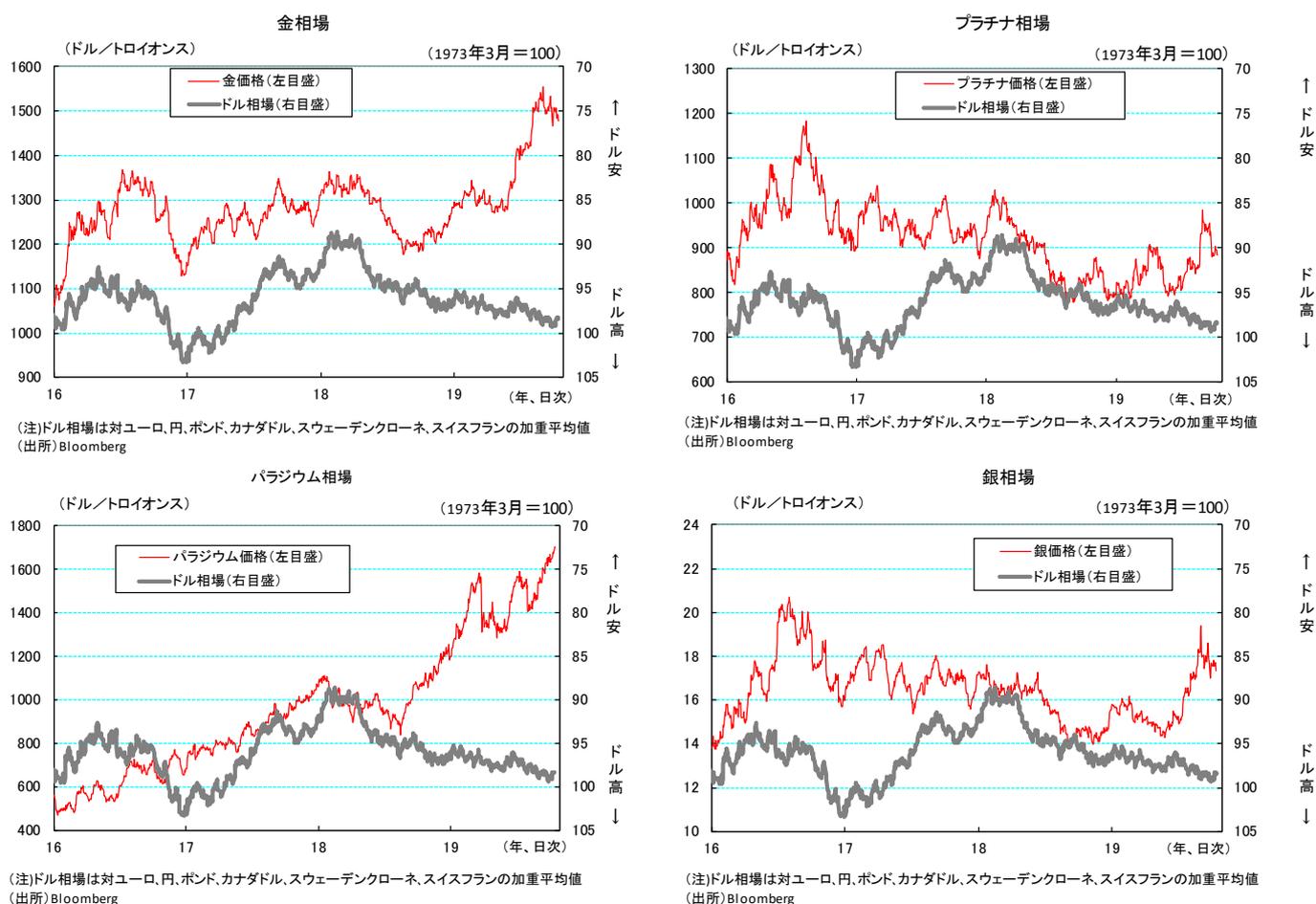
現先スプレッド（現物-3ヶ月物）の推移



IV. 貴金属：金相場は9月に1,550ドル超と6年ぶりの高値

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月以来の安値をつけた後、上昇基調で推移して、2019年9月4日に1,557.00ドルと2013年4月以来の高値をつけた。その後、やや下落して、足元は、1,500ドル前後で推移している。

(図表 22) 貴金属価格の推移



【7月の動向】～一時1,450ドル超に上昇

貿易交渉難航への懸念やFRBの早期利下げ観測が支援材料

7月初には、6月29日の米中首脳会談で両国が貿易協定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定について「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 F R B 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、17 日の一時を除けば 1,400 ドル超で一進一退が続いた。

米国消費者物価指数（C P I）が高めの伸びを示したこと（11 日）や、米国小売売上高が市場予想を上回ったこと（16 日）が弱材料になったものの、米国の住宅着工件数や住宅着工許可件数が市場予想を下回ったこと（17 日）が強材料になった。

F R B 高官発言で一時 1,450 ドル超

18 日には、ニューヨーク連銀のウィリアムズ総裁が景気悪化が表面化するまで待つのではなく、早期に利下げを行うべきとする発言が早期の大幅利下げ観測につながり、金利低下やドル安を促し、金相場は上昇した。米海軍がホルムズ海峡でイランの無人機を撃墜したと発表したことも支援材料になった。金相場は 19 日にかけて一時 1,450 ドルを上回った。もっとも、その後は、前日の大幅上昇を受けて利益確定の売りが出やすく、下げ幅はやや大きくなった。

25 日は、欧州中央銀行（E C B）の理事会が開催され、政策金利を据え置きつつも、今後の緩和的な姿勢を打ち出したことが強材料だったものの、ドラギ総裁が景気後退の可能性を否定したことや、米国の耐久財受注や失業保険申請件数が景気の堅調さを示唆したことが弱材料となった。

その後は、30～31 日に開催される米連邦公開市場委員会（F O M C）や米中閣僚級貿易協議を控えて、金相場は小動きとなった。

注目の F O M C では市場予想通り 0.25% の利下げが決定されたものの、パウエル F R B 議長が会見で「長期的な利下げサイクル」に入っていないとの見方を示し、市場の期待ほどハト派的ではないと受け止められた。金相場は下落したものの、1,400 ドル台は維持した。

【8月の動向】～1,500 ドル超に上昇

米中貿易摩擦への懸念が強まり、金は買われる

1 日には、トランプ米大統領が、それまで制裁関税の対象外となっていた 3000 億ドル相当の中国産品に対して新たに 9 月 1 日より 10% の追加関税（対中制裁関税第 4 弾）を課すと表明し、米中貿易摩擦への懸念が一気に強まった。ドルが下落したこともあり、金は大幅に買われた。

2 日の米国雇用統計はほぼ予想通りの内容で金相場は小動きであったが、5 日には、米中貿易摩擦への懸念が一段と強まり、金は買われた。2 日に中国当局は米国による第 4 弾の制裁関税への対抗措置を講じる意向を示した。また、5 日には中国人民銀行が人民元の対ドル相場が 7 円を上回ることを容認し、トランプ氏はこれを「為替操作」だとツイッターで批判し、この日のうちに米財務省は中国を「為替操作国」と認定した。

6 日は、中国人民銀行が人民元の対ドル基準値を市場予想よりも元高水準に設定したため、人民元安に歯止めがかかった。とはいえ、米中摩擦が激化するとの懸念は拭えず、この日も相場は

続伸した。

7日は、米長期金利が一段と低下し、株価が不安定な動きを続ける中、安全資産である金に対する投資家の需要が高まり、金相場は大幅続伸し、6年超ぶりに1,500ドルを上回った。

8～9日は、利益確定の売りなどからやや弱含んだものの、1,500ドル前後を維持した。

世界景気減速や米中貿易摩擦への思惑から一進一退

12日は、世界的に株価が軟調な中、安全資産として金を買う動きにつながり、13日には、アルゼンチン・ペソの下落や香港情勢なども材料視され、一時1,530ドルを上回った。もっとも、同日には、米通商代表部（USTR）が対中制裁関税第4弾を9月1日に発動すると正式に発表する一方で、スマートフォン、パソコン、玩具など特定品目への適用は12月15日まで延期する方針を表明したことを受けて、投資家の安全資産志向に歯止めがかかり1,480ドル近くまで下げる場面もあった。

その後は、7月の中国鉱工業生産が17年ぶりの低い伸びにとどまったこと（14日）、4～6月期のドイツGDPがマイナス成長となったこと（14日）、米国の10年物国債利回りが2年物国債利回りを下回り、景気後退の予兆とされる「逆イールド」現象が出現したこと（14日）、中国財政省が米国の対中制裁「第4弾」に対して「対抗措置を採らざるを得ない」と警告したこと（15日）などが押し上げ材料になった一方で、中国人民銀行が企業の借り入れコスト軽減や景気の後押しにつながる金利制度改革を公表したこと（17日）や、ドイツのショルツ財務相が将来の経済危機時に最大500億ユーロの追加支出が可能と示唆したこと（18日）を受けて主要国による景気支援への期待が広がったことなどが下押し材料になった。また、焦点となる米金利の行方を見極めたいとの思惑から、8月21日発表の7月のFOMC議事要旨や23日予定の米ワイオミング州ジャクソンホールでのパウエルFRB議長の講演が注目され、金相場は小動きとなった。

FRB議長講演や米中による関税引き上げを材料に高値

23日は、パウエル議長の講演がハト派的だと受け止められたことで金相場は上昇した。さらに、この日は、中国政府が、米国による制裁関税「第4弾」への報復として、750億ドル相当の米国産品に対して5～10%の関税を上乗せし、9月と12月の2段階に分けて発動すると発表し、これに対して、トランプ米大統領はツイッターで、さらなる報復の意向を示し、米企業に対して中国からの撤退を促した。米国株価は急落し、安全資産である金を買われる流れになった。

26日は、23日に、米政府が、それまで対中制裁で行った第1～3弾の2,500億ドル相当の中国産品への追加関税の税率を25%から30%に、第4弾の3,000億ドル相当の税率を当初予定の10%から15%に引き上げると発表したことを受けて、米中貿易摩擦への懸念が強まり、金は一時1,550ドルを上回った。しかし、この日、トランプ氏は、先進7カ国首脳会談（G7サミット）で訪れていたフランスで、中国側から貿易協議再開の申し入れがあったと明らかにしたため、投資家のリスク志向が回復し、金はやや売り戻された。

27日には、中国当局が米国に貿易協議再開の申し入れをしたかどうか確認していないと述べたことや、コンファレンス・ボードが発表した8月の消費者信頼感指数が低下したことなどが買い材料視された。

その後、ジョンソン英首相が、英国のEU離脱前の1カ月超に渡って議会を休会とする意向を示したこと（28日）が金買い材料となったものの、中国商務省が9月上旬に予定されている米中の閣僚級貿易協議について調整を続けていると明らかにしたこと（29日）や、中国外務省が米中貿易協議について効果的に話し合いを維持していると述べたこと（30日）などが対立解消に向けた前向きな動きと受け止められ、金売り材料になった。

【9月の動向】～1,470ドル割れに下落

米景気指標の悪化などから1,557ドルの高値

3日には、8月のISM製造業景況指数が判断の基準となる50を下回る結果となったことを受けて、米国の景気後退観測が強まり、金の安全資産としての魅力が高まった。なお、1日には米中双方が上乗せの制裁・報復関税を発動する一方、米中貿易協議の進展には展望が開けない状況が続いた。また、英国のEU離脱を巡って先の読めない状況が続いた。4日も、金は続伸し、一時1,557ドルと2013年4月以来の高値をつけた。

投資家のリスク志向の回復を受けて1,500ドル割れ

しかし、5日には、中国商務省が、米中が10月上旬にワシントンで閣僚級の貿易協議を行うことで合意したと発表したこと、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）が発表した民間雇用者数や米ISMによる非製造業景況指数が堅調であったことなどから、投資家のリスク志向が回復し、安全資産である金は2%超の大幅下落となった。

8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（6日）などが買い材料だったものの、パウエルFRB議長がスイスで行われた討論会で米国景気に対して楽観的な見方を示したこと（6日）、中国人民銀行が預金準備率を引き下げる景気支援策を発表して景気減速懸念の後退につながったこと（6日）、米欧の国債利回りの上昇を受けて金投資の魅力が減じたことなどが弱材料となり、10日前後にかけて金は節目の1,500ドルを割り込んだ。

日米欧の金融政策会合を受けて1,500ドル前後でもみ合い

12日には、欧州中央銀行（ECB）が利下げや量的緩和の再開など包括的な金融緩和策の導入を決定した。金利を生まない資産である金はいったん買われたものの、ECBの緩和規模があまり大きくなかったことに加えて、米中貿易協議に対する期待などから投資家のリスク志向が回復する動きをみせる中、金の上値は抑制された。なお、この日、トランプ米大統領が10月1日に予定されていた2,500億ドル相当の中国産品に対する制裁関税の25%から30%への引き上げを10月15日へと延期すると表明した。これに先立って、中国は米国産品への追加関税の対象か

ら潤滑油など 16 品目を除外することを表明し、トランプ氏はこれを評価していた。13 日も、中国が米国産の農産物の一部を追加関税の対象から除外すると表明するなど、米中双方の融和的な動きが続いた。

16 日には、14 日にサウジアラビアの石油施設が攻撃されたことを受けて、地政学リスク懸念から安全資産である金を買われた。17 日は、米連邦公開市場委員会（FOMC）の結果待ちで小動きだった。18 日の FOMC では市場予想通りに 0.25% の利下げが決定されたものの、金融政策の先行きについて明確な手掛かりを提示しなかったことがやや失望につながり、金相場は下落した。19 日は反発したものの、上値は限定的だった。日本銀行による金融政策の据え置き決定の影響は限定的だった。

中東情勢・米中摩擦・景気減速・ウクライナ疑惑などが押し上げ材料

その後、米国によるイラン中央銀行に対する新たな制裁の発表や、米軍のサウジへの増派の動きが伝えられて地政学リスク懸念が強まったこと（20 日）、米中は 19 日から次官級の貿易協議を開催していたが、中国の代表団が次週に予定していた米国の農家視察を中止したと報じられたこと（20 日）、ドイツの製造業 PMI が 50 割れとなるなどユーロ圏の PMI が低調だったこと（23 日）、トランプ米大統領が国連総会の一般討論演説で中国の不公正な貿易慣行を批判したこと（24 日）、米国では「ウクライナ疑惑」に対して民主党からトランプ大統領に対する弾劾手続きを求める声が強まったこと（24 日）などを受けて、金への逃避買いが強まり、1,530 ドル超まで戻した。

月末にかけてはドル高などが下落材料

25 日は、利益確定売りが出やすかったことや、米国でトランプ大統領の弾劾訴追の動きが出て政局の不透明感が強まる中、安全資産としてドルが選好される流れとなり、相対的に金の投資対象としての魅力が減じられたことから売られやすくなった。

月末にかけても、クラリダ F R B 副議長が「インフレ加速に向けた追加緩和を急ぐような状況ではない」と述べたこと（26 日）、米政府が中国企業に対する証券投資制限や上場禁止を検討しているとの報道に対してナバロ米大統領補佐官が否定して米中摩擦への懸念が緩和したこと（30 日）、為替市場でドル高が進んだことなどを背景に金は売られて月末は 1,472 ドルとなった。

【先行き】～押し上げ材料一巡でも下値は限定的

10 月に入って、米 I S M 製造業景況指数が 10 年ぶりの低水準に低下したこと（1 日）をきっかけに、米国景気の減速懸念が再燃し、安全資産としての金需要が強まった。2 日は、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）が発表した統計で民間雇用の伸び悩みが示されたことも加わって、節目の 1,500 ドルを回復する動きとなった。3 日には米 I S M 非製造業景況指数も製造業に続いて低調な景気動向を示す内容となり、金は続伸した。

その後、9月の米国雇用統計が雇用情勢の堅調さを示したことや、10～11日に開催される米中閣僚級貿易協議を控えて協議に楽観的な見方が広がったことは、安全資産に対する需要を減退させる要因であったが、貿易協議で米中の溝は深いとする報道や英国の欧州連合（EU）離脱を巡る不透明感が支援材料となり、1,500ドル前後での推移が続いた。

11日にトランプ米大統領は、貿易協議で「第1段階の合意に達した」と表明し、中国による米農産物の大量購入などで合意したとしたが、中国側は協議に「実質的な進展があった」とするのにとどめ、農産物の購入についても明言を避けている。正式な合意文書に署名する前に、中国は再度交渉を求めているとする報道もあり、週明け14日には、安全資産である金を買戻す動きもみられた。

29～30日には米連邦公開市場委員会（FOMC）が開催され、政策金利の決定等が行われる。7月以降の米連邦準備制度理事会（FRB）の金融緩和の背景には米中貿易摩擦や世界景気の減速懸念があった。米中貿易協議については、部分合意に達したものの、その実効性には懐疑的な見方もあるのが現状で、世界景気の減速感はやや強まる方向で推移しているとみられる。そうした中で、今回の会合で追加利下げを決定するかどうかは判断が難しいが、今回の会合での利下げを見送るのであれば、次回以降の会合での利下げの可能性を示唆する声明等になると考えられる。

欧州中央銀行（ECB）も9月の理事会で金融緩和を決定している。FRBやECBが金融緩和姿勢を続ける間は、金相場の底堅い状況が続く可能性がある。米中の対立や中東の地政学リスクなどが金相場の押し上げ要因である状況も変わらないとみられる。

金相場は9月上旬につけた1,550ドル超が当面の高値になり、株式などリスク資産選好が強まる中で、調整局面を迎える可能性があるが、調整しても下値は限定的とみられる。

— 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、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。