

経済レポート

コモディティ・レポート(2019 年 10～12 月)

調査部 主任研究員 芥田 知至

I. コモディティ市況全般：原油・金は年明け後に高値

ドル建て国際商品市況全般の動向を示すロイター・コアコモディティ・CRB 指数は、2018 年 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。その後、上昇傾向となり、米軍によるイラン革命防衛隊の司令官殺害後の 2020 年 1 月 3 日には 9 カ月ぶりの高値をつけた。米中貿易協議、英国の EU 離脱、世界景気減速などへの懸念は残り、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 70 ドル超、急騰後一服後は 60 ドル台半ば

国際指標とされるブレント原油は、サウジ石油施設攻撃後の 9 月 16 日には 71.95 ドルまで上昇した後、下落していたが、イランによる米軍基地への報復攻撃後の 2020 年 1 月 8 日には 71.75 ドルまで上昇した。原油需給は引き締まる動きをみせておらず、当面、相場は「横ばい」から「弱含み」の推移が見込まれる。

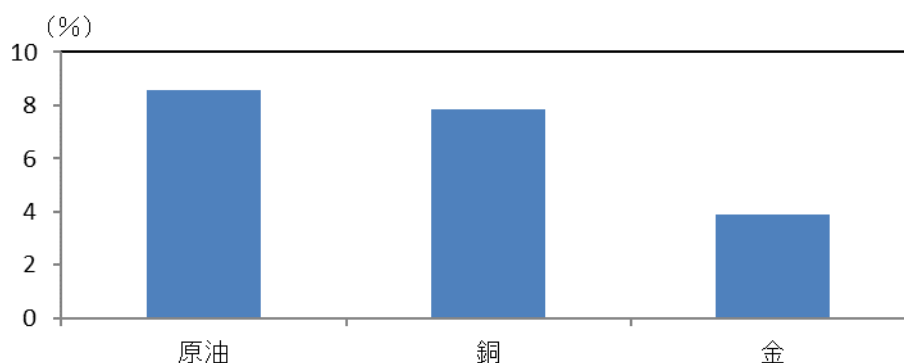
III. ベースメタル市況：銅は持ち直して 6,300 ドル前後で推移

銅相場は、2019 年 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 ドルの安値をつけたが、2020 年 1 月 14 日には 6,321 ドルまで持ち直した。出遅れ気味であった銅相場だが、先行きは、世界景気の回復とともに緩やかな上昇傾向となろう。

IV. 貴金属市況：金相場は 1 月上旬に 1,600 ドル超と約 7 年ぶりの高値

金相場は、2019 年 9 月 4 日に 1,557.00 ドルの高値をつけた後、やや下落していたが、2020 年 1 月 8 日には 1,610.90 ドルと 2013 年 3 月以来の高値まで上昇した。地政学リスクや株価の調整リスクなどが意識される中、リスク回避手段として安全資産である金への需要は根強い状態が続く可能性がある。

原油・銅・金相場の騰落率（2019 年 12 月末と 2019 年 9 月末の比較）

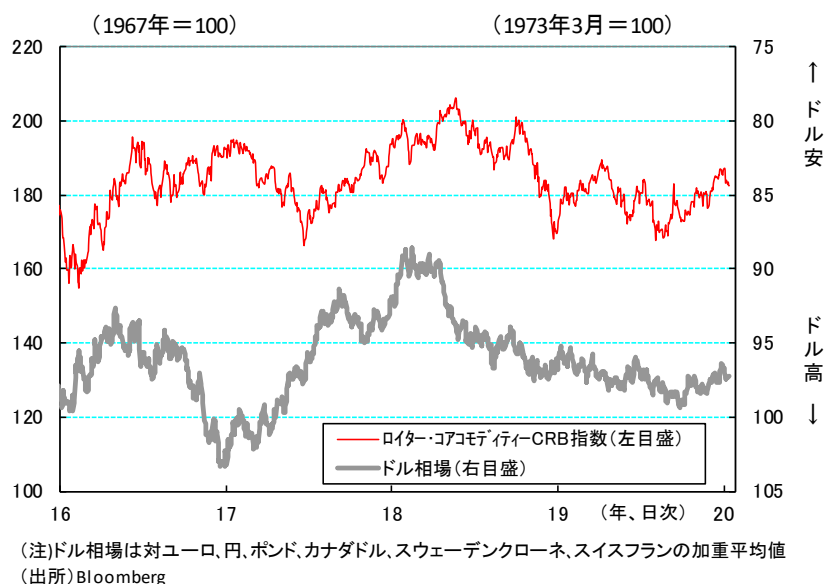


I. コモディティ市況全般の概況：原油・金は年明け後に高値

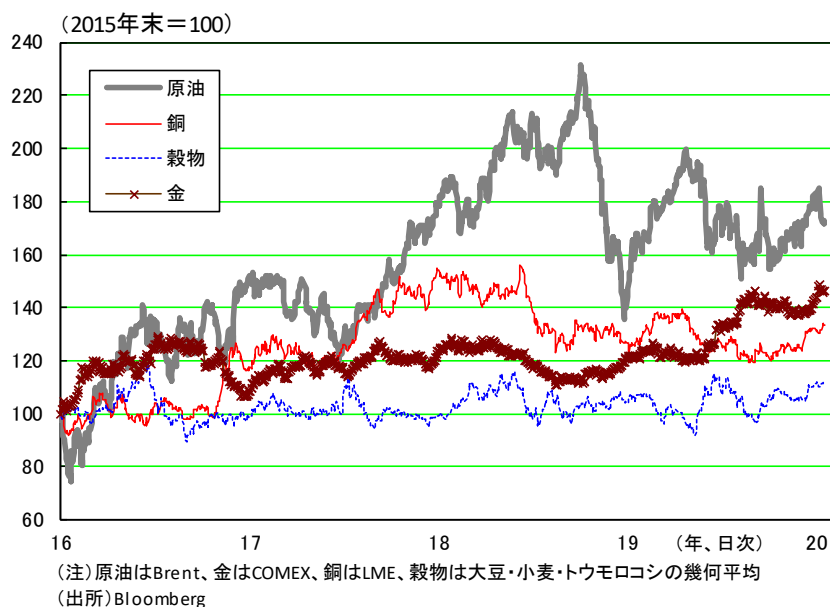
ドル建て国際商品市況全般の動向を示すロイター・コアコモディティCRB指数は、2018年12月24日に安値をつけた後、反発していたが、再び下落して2019年8月7日には2017年6月以来の安値をつけた（図表1）。その後は上昇傾向で推移し、米軍によるイラン革命防衛隊の司令官殺害後の2020年1月3日には9カ月ぶりの高値をつけた。

マクロ経済環境をみると、世界経済の減速感が継続する中で、米中貿易協議については12月13日に第1段階の合意に達したと発表されるなど進展が好感される動きとなった。原油については、産油国による協調減産が強化されたことも相場を支援し、年明けには米国とイランの地政学的緊張もあって高値をつけた。安全資産の金も買われた。米中貿易協議、英国の欧州連合（EU）離脱、世界景気の減速などへ懸念は残り、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 70 ドル超、急騰一服後は 60 ドル台半ば

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、イランによるシリアの米軍基地への報復攻撃後の 2020 年 1 月 8 日には 71.75 ドルまで上昇した。米国産の W T I 原油は、同様に 2018 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、2019 年 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、2020 年 1 月 8 日には 65.65 ドルの高値をつけた。

その後、原油相場は、米軍によるイラン革命防衛隊コッズ部隊のソレイマニ司令官殺害を受けて急騰する前の水準に戻した。足元ではブレント原油は 64 ドル前後、W T I は 58 ドル前後で推移している。

【10 月の動向】～安値後、持ち直し

（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	 (58.89)	続落。9 月の I S M製造業景況指数の悪化を受けて米国景気の鈍化からエネルギー需要が落ち込むとの懸念が広がった。一方、ロイター通信の調査では、9 月の石油輸出国機構（O P E C）の産油量は前月比減少して 2011 年以来の低水準となり、相場の押し上げ材料だった。
2 日	 (57.69)	続落。米エネルギー情報局（E I A）の週次統計で、米国の原油在庫の増加幅が市場予想を上回ったことが嫌気された。また、米民間雇用サービス会社の A D P による雇用統計が市場予想を下回ったこともあり、前日の I S M製造業指数を受けた景気悪化懸念が続いており、株価の下落など金融・コモディティ市場全般にリスク回避のムードが強かった。
3 日	= (57.71)	ほぼ横ばい。I S M非製造業景況指数が 3 年ぶりの低水準になったことを受けて景気悪化懸念が一段と強まり、W T I は 50.99 ドル、ブレントは 56.15 ドルと、いずれも 8 月初旬以来の安値をつけた。その後、値ごろ感などから買い戻しの動きが出た。
4 日	 (58.37)	9 月の米国雇用統計が発表になり、雇用増加数は市場予想をやや下回ったものの、失業率が約 50 年ぶりの低水準となり、市場の景気悪化懸念が後退した。それまでの下落で値ごろ感が生じたこともあり、原油相場は反発した。

7 日	＝ (58.35)	ほぼ横ばい。米中が 10～11 日に開催する閣僚級貿易協議の進展に対する期待が相場の支援材料になっていたが、中国商務省が協議が難航している項目については来年の歩み寄りに向けて日程を立てる意向を示し、早期の妥結に対する期待がしぼんだ。なお、イラク各地で 1 日から続く反政府デモが、いずれ原油供給にも影響するとの懸念から原油が買われる場面もあった。
8 日	＝ (58.24)	小幅安。イラクやエクアドルでの混乱が原油供給に影響を及ぼすとの懸念が原油相場の押し上げ材料になったが、前日に米商務省が、中国がウイグル族など少数民族の弾圧に利用しているとして中国の監視カメラ大手など 28 団体・企業への輸出を禁止したことで、10～11 日に予定される米中閣僚級貿易協議への期待が後退し、リスク資産全般とともに原油も売られた。また、米政府が公務員年金による中国市場への投資を規制する方向に動いているとの報道も売り材料視された。
9 日	＝ (58.32)	米中貿易協議について、中国が米国との部分合意の可能性をなお排除していない姿勢だと報じられたことや、トルコ軍がシリア北部でクルド人勢力に対する軍事作戦を開始したことが買い材料となったものの、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が嫌気されて、結局、前日比ほぼ横ばいとなった。
10 日	↑ (59.10)	O P E C のバーキンズ事務局長が、O P E C とロシアなど非 O P E C 産油国とで構成する「O P E C プラス」の 12 月の閣僚会合で、「一段の減産を検討するのは選択肢の一つ」との見解を示したことが好感され、相場は上昇した。
11 日	↑ (60.51)	サウジアラビア沖の紅海でイランのタンカーが攻撃を受けたとの報道を受けて地政学リスク懸念が高まり、原油相場を押し上げた。10 日から開催されている米中閣僚級貿易協議が順調に進んでいるとの見方が広がったことも支援材料だった。
14 日	↓ (59.35)	11 日に米中貿易協議が「第 1 段階の合意に達した」とされ、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ものの、中国側が部分合意の正式な署名の前にさらなる協議を求めているとの報道もあり、貿易摩擦の先行き不透明感から原油を含めたリスク資産は売られる流れとなった。中国の貿易統計で輸出・輸入がともに低調であったことも景気減速懸念につながった。

15 日	↓	(58.74)	中国の生産者物価の落ち込みが拡大して景気減速懸念につながったことや、国際通貨基金（IMF）が米中貿易摩擦などを背景に世界経済の成長率見通しを下方修正したことが弱材料になった。
16 日	↑	(59.42)	前日にバーキンズOPEC事務局長がOPECプラスが来年以降の市場安定にコミットしていると述べたことで12月の会合で協調減産の期間を延長する可能性などが意識された。
17 日	↑	(59.91)	EIAの週次統計で、原油在庫が大幅増加となったものの、ガソリンや中間留分の在庫が大幅減少となったことが買い材料視された。原油在庫の増加については、9月に米国政府が、中国海運最大手・中国遠洋運輸集団（COSCO）の子会社などをイラン産原油を輸送したとして制裁対象に加えており、その影響が出たとの見方もある。
18 日	↓	(59.42)	7～9月期の中国のGDPが前年比6.0%増と四半期統計開始以来の最低の伸び率となったことで、世界的な景気減速への懸念が強まり、相場を押し下げた。
21 日	↓	(58.96)	米中貿易協議について、トランプ米大統領が「第1段階の合意」が11月中旬のアジア太平洋経済協力会議（APEC）首脳会議での米中首脳会談に合わせて署名されとの期待を示したものの、ライトハイザー米通商代表部（USTR）が「まだ解決すべき課題がある」と述べたことなどから、米中摩擦への懸念がくすぶり、原油相場は下落した。
22 日	↑	(59.70)	中国の楽玉成外務次官が、米中貿易協議に進展があったとしたうえで、両国が互いに敬意を払えば問題は解決可能だとの見解を示したことが好感された。
23 日	↑	(61.17)	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減少したことや、OPECと非OPEC産油国とで構成する「OPECプラス」が12月の会合で減産幅の拡大の可否を検討する方針だと報道されたことを材料に続伸した。WTIは2.7%高、ブレントは2.5%高だった。
24 日	↑	(61.67)	前日の流れを引き継ぎ、原油在庫の減少や産油国動向を材料に続伸した。一方、ユーロ圏購買担当者景況指数（PMI）などの低迷が弱材料になり、上値を抑えた。注目されたペンス米副大統領の講演では、香港問題などで中国への非難もみられたものの、全体として懸念されたほどではなかった。

25 日	 (62.02)	続伸した。米石油サービス会社のベーカー・ヒューズが発表した統計で、石油掘削リグの稼働数が減少したことや、米中貿易協議で合意の部分成立に近付いていると米通商代表部（USTR）が言及したことなどが押し上げ材料になった。
28 日	 (61.57)	27 日に中国国家统计局が発表した 9 月の工業部門の企業利益が 2 カ月連続で前年割れとなったことなどが嫌気された。トランプ米大統領が米中貿易協議の進展に楽観的な見方を示したことが好感される場面もあったが、持続しなかった。
29 日	 (61.59)	小動き。ガソリンや中間留分の在庫の減少観測などが強材料になったものの、ロシアのソロキン副エネルギー相が協調減産の拡大を協議するには時期尚早と発言したことなどが弱材料になった。
30 日	 (60.61)	EIA の週次統計で、米国の原油在庫が市場予想を上回る増加となったことが押し下げ材料となった。このほか、米中両首脳が貿易協議の「第 1 段階」の合意書に署名する場とされていた 11 月 16～17 日に予定されていたアジア太平洋経済協力会議（APEC）首脳会議が開催予定地のチリでの反政府デモの影響で中止になったことや、合意文書作成に向けた作業がやや遅れそうだとされたことも弱材料とされた。
31 日	 (60.23)	中国国家统计局が発表した製造業 PMI が 6 カ月連続で判断基準である 50 を下回ったことや、中国当局者が米政府との間で貿易に関する長期的な包括合意に達する可能性を疑問視していると報道されたことなどが下押し材料になった。一方、TC エナジー社が操業するカナダから米国中西部に原油を輸送するキーストーン・パイプラインが原油漏れを起こしているのが 29 日に発見され、稼働を停止したと 30 日に発表したことは需給引き締め要因として意識された。もっとも、その後、TC エナジー社のオクラホマ州クッシングからテキサス州ネダーランドに原油を輸送するマーケットリンク・パイプラインの輸送量が落ちていることがWTI の需給緩和要因とされた。

【11月の動向】～上昇

1 日	↑ (61.69)	懸案の貿易協議について米中双方より前向きな姿勢が伝えられて第1段階の合意に対する期待が高まったこと、マークイット／財新による10月の中国製造業PMIが2017年2月以来の高水準になったこと、10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を背景にWTIは3.7%高、ブレントは3.5%高となった
4 日	↑ (62.13)	米中首脳が「様々な手段」を通じて継続的に連絡を取り合っているとする中国外務省報道官の発言などが好感され、株式などリスク資産全般が買われる中、原油も続伸した。イランのザンギヤネ石油相が12月のOPEC総会等で減産強化を予想すると述べたことも強材料だった。
5 日	↑ (62.96)	米中貿易協議で、中国が第1段階の合意署名の条件として、制裁関税「第4弾」の撤廃を求めていると報道された一方で、米国政府は第4弾の一部撤廃を検討しているとの報道もあり、交渉が進展しつつあるとの期待が高まり、原油相場の続伸につながった。
6 日	↓ (61.74)	EIAの週次石油統計で米原油在庫が市場予想を大幅に上回って増加したことや、第1段階の合意に署名するための米中首脳会談が当初見込まれていた11月内から12月にずれ込む可能性があるとの報道が嫌気され、原油は下落した。
7 日	↑ (62.29)	中国商務省の高峰報道官が、米中貿易協議について、これまでに「協議の進展に合わせて、追加関税を段階的に撤廃することに合意した」と明らかにしたことが好感され、原油相場は反発した。
8 日	↑ (62.51)	小幅上昇。トランプ米大統領が、前日の中国側の追加関税の段階的撤廃で合意したとする見解に対して、米国として合意しておらず、発動済みの関税すべてを撤廃するつもりはないと否定したことを受けて、相場は下落したものの、その後、買い戻された。
11 日	↓ (62.18)	やや下落した。トランプ大統領が貿易協議で「米国が対中追加関税の撤回に前向きだ」とする報道は正確ではないと述べたことや、サウジアラビアが在庫補充のため10月の原油生産量を引き上げていたことが弱材料になった。
12 日	= (62.06)	トランプ米大統領によるニューヨークでの講演が注目されていたが、米中貿易協議の進展に関して新味のある情報がなかったことで、小動きにとどまった。

13 日	↑ (62.37)	パウエル米連邦準備制度理事会（F R B）議長が上下両院合同経済委員会での証言で「持続的な景気拡大を予想している」との見解を示したことで過度の景気減速懸念が後退し、原油相場は反発した。また、O P E Cのバーキンズ事務局長が 2020 年の米シェールオイルの生産量が従来予想よりも大幅に鈍化する可能性があるとの見方を示したことも好感された。
14 日	= (62.28)	E I Aの週次石油統計で、原油在庫が市場予想を上回ったことが嫌気された。ガソリン在庫も市場予想に反して増加した。
15 日	↑ (63.30)	米国のクドロー国家経済会議（N E C）委員長やロス商務長官が、米中貿易協議について、「第 1 段階」の合意文書への署名に楽観的な見通しを示したことが原油を含めたリスク資産全般の買い材料になった。一方、国際エネルギー機関（I E A）は、2020 年の非O P E C産油国の産油量の伸びが 2019 年を上回ると見通したことが弱材料とされた。
18 日	↓ (62.44)	米中貿易協議を巡る不透明感から反落した。中国が第 1 段階の合意署名の条件とする追加関税の撤回にトランプ大統領が否定的な姿勢を示しており、中国は合意署名に悲観的になっていると報道された。それに先立ち、週末には、中国の劉鶴副首相と米国のライトハイザーU S T R代表、ムニューシン財務相菅が電話会談を行ったものの、進展はなかったとされた。
19 日	↓ (60.91)	米中貿易協議の行方への懸念が続いたほか、ロシアについて、協調減産の延長に参加することはあっても、減産幅の拡大に合意する可能性は低いと報じられたことが弱材料になった。W T I は 3.2%、ブレントは 2.5%の下落となった。
20 日	↑ (62.40)	E I Aの週次統計で原油在庫の増加幅が市場予想よりもやや小さかったことや、ロシアのプーチン大統領がO P E Cやサウジアラビアと協調していくと述べたことが好感され、W T I は 3.4%、ブレントは 2.4%の上昇となった。
21 日	↑ (63.97)	O P E C と非加盟産油国で構成されるO P E C プラスが協調減産の 2020 年 6 月までの延長で合意する可能性が高いと報道されたこと、中国が新たな閣僚級の貿易協議開催を米国に打診したと報じられたこと、米中双方が制裁・報復関税の発動を予定している 12 月 15 日までに交渉がまとまらなかった場合でも関税発動が延期される可能性があるとの報もあったことなどが相場の押し上げ材料になった。

22 日	↓ (63.39)	中国の習近平国家主席が第 1 段階の合意署名に前向きな姿勢を示しつつも「必要なら反撃する」と述べたことや、トランプ米大統領が中国との合意を受け入れるかは「まだ決定していない」と発言したことから、貿易協議の行方が懸念され、原油安につながった。
23 日	↑ (63.65)	中国共産党機関紙・人民日報系の環球時報が第 1 段階の合意署名について「非常に近い」とする声を報じたことなどが相場の押し上げ材料になった。
26 日	↑ (64.27)	米中両国が閣僚級電話会談を行った後、トランプ米大統領が第 1 段階の合意署名に近いとの認識を示したことが好感された。
27 日	↓ (64.06)	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、ガソリン在庫が市場予想を上回って増加したこと、原油生産量が過去最高を更新したことなどが弱材料となった。一方、米石油サービス会社のベーカー・ヒューズが発表した米石油掘削リグの稼働数が減少を続けたことは強材料だったが、力不足だった。
28 日	= (63.87)	米国は感謝祭の休日。トランプ米大統領が「香港人権・民主主義法案」に署名し、中国との緊張が高まる中、貿易協議に悪影響が出るかもしれないとの見方から、ブレントは小幅売られた。
29 日	↓ (62.43)	香港情勢を巡る米中の対立から貿易協議が膠着するとの懸念が続いたほか、ロシアのノバク・エネルギー相がOPECプラスによる協調減産について、延長の是非の判断は、現行の減産の期限が切れる 4 月に近付いてからにすべきと発言したことも弱材料となった。

【12 月の動向】～上昇

2 日	↓ (60.92)	米ISM製造業景況指数が市場予想を下回って低下したことや、トランプ大統領がブラジルとアルゼンチンが自国通貨安を誘導しているとして両国から輸入する鉄鋼とアルミニウムに追加関税をかける方針を発表したことが弱材料だったものの、OPECプラスが協調減産の拡大で合意しそうな兆しがみられたことや、30 日に中国国家統計局が発表した製造業PMI が市場予想に反して節目の 50 を上回って上昇したことなどの強材料が勝った。
3 日	= (60.82)	ほぼ横ばい。トランプ大統領が米中の貿易合意が来年 11 月の米大統領選後にずれ込む可能性に言及したことが弱材料だったが、OPECプラスが減産幅を 40 万バレル拡大し、減産期限を来年 6 月まで延長する案を検討していると報じられたことが強材料になった。

4 日	 (63.00)	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を受けて、原油が買われた。前日にイラクのガドバン石油相が、産油国の多くが減産幅の拡大を支持していると述べたことも強材料だった。W T I は 4.2% 高、ブレントは 3.6% 高だった。
5 日	 (63.39)	やや上昇。O P E C 総会が開催され、1~3 月の協調減産を日量 50 万バレル拡大して 170 万バレルとすることで暫定合意した。翌日の O P E C プラスの閣僚会合で正式合意されるかやや不透明感があったことや、減産幅の拡大といっても現状追認の色合いが濃いとの見方が強まったこと、減産期間が短かったことなどから、相場の反応は限定的であった。
6 日	 (64.39)	O P E C プラスの閣僚会合で、協調減産を日量 50 万バレル拡大して 170 万バレルとすることで合意した。加えて、サウジアラビアが自主的に日量 40 万バレルの追加減産を行うと表明し、O P E C プラス全体での実質的な減産幅は 210 万バレルになるとされた。また、11 月の米国雇用統計で雇用増加数が市場予想を上回った。こうした強材料を受けて、原油相場は上昇した。
9 日	 (64.25)	小幅下落。8 日に発表になった中国貿易統計で、輸出が 4 カ月連続で前年割れとなったことが嫌気された。O P E C プラスの協調減産拡大を材料とした買いが一巡したとの指摘もあった。
10 日	 (64.34)	小幅上昇。米紙が、米中両国が 15 日に予定している制裁・報復関税「第 4 弾」の見送りを計画していると報道し、貿易摩擦への懸念が幾分和らいだ。
11 日	 (63.72)	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、ガソリンや中間留分の在庫の増加幅も市場予想を上回ったことが嫌気され、反落した。もっとも、米国の対中制裁関税「第 4 弾」の発動期限を 15 日に控えて、貿易協議の行方に対する警戒感が強く、値動きしづらかった。なお、O P E C の月報では、2020 年の原油需給が小幅の供給不足になるような見通しが示された。
12 日	 (64.20)	トランプ米大統領が中国との貿易協議について「大規模な取引成立に非常に近づいている」とツイッターに投稿し、貿易摩擦緩和への期待が高まり、原油高につながった。

13 日	 (65.22)	米中両政府が貿易協議で「第 1 段階」の合意に達したと発表したことが好感され、原油相場は続伸した。英国の総選挙で与党・保守党が圧勝し、欧州連合（EU）からの「合意ある離脱」の可能性が高まったとみられたことも買い材料だった。
16 日	= (65.34)	小幅上昇。米中による貿易合意が、引き続き相場を押し上げた。11 月の中国の鉱工業生産や小売売上高が市場予想を上回ったことも支援材料だった。ただし、米中貿易合意については、合意内容の詳細が不明なことや、「第 2 段階」以降の貿易交渉が難航するとの観測が根強いことから相場の上値は限定された。
17 日	 (66.10)	米中貿易協議の「第 1 段階」正式合意を受けた買いが続いた。ゴールドマン・サックスやJPモルガンなどの金融機関による 2020 年の原油価格見通しの上方修正も好材料視された。
18 日	= (66.17)	前日の米石油協会（API）の週次統計で、原油在庫の増加が示されたことを受けて軟調に推移していたが、この日のEIAの統計では、原油在庫は減少したことを受けて、原油は買い戻されて、結局、前日比ほぼ横ばいとなった。
19 日	 (66.54)	前日発表の統計で原油在庫の減少が示されていたことなどから需給引き締め観測が続き、相場は上昇した。中国財政省が、26 日から米国製品 6 品目を追加関税の対象から除外すると発表したことも好感された。
20 日	 (66.14)	ドル高が進んでドル建てで取引される原油の割高感につながったことや、それまでの相場上昇を受けて利益確定売りが出やすくなっていたことを背景に反落した。
23 日	 (66.39)	中国政府が冷凍豚肉、アボカド、一部半導体製品などの関税を引き下げる方針を明らかにし、トランプ米大統領が「非常に近いうちに」貿易合意署名を行うとするなど米中貿易摩擦緩和の動きが好感された。もともと、ロシアのノバク・エネルギー相が、OPECプラスは3月の会合で減産緩和を検討する可能性があると言ったことや、長らく生産が停止されていたサウジアラビアとクウェートの中立地帯にある日量 50 万バレル規模の油田が年内にも生産再開の見通しとなったことが弱材料となり、相場は小幅上昇にとどまった。

24 日	 (67.20)	トランプ米大統領が中国の習国家主席と第 1 段階の米中貿易合意に署名する調印式を執り行うと述べたことや、前日にロシアのノバク・エネルギー相が産油国の協調減産について「効果的で結果をもたらす限り」継続する方針を述べていたことが強材料視された。
26 日	 (67.92)	クリスマスの休日明け。中国商務省の高峰報道官が米中貿易協議の第 1 段階の合意の署名に向けて両国が引き続き密接に連携していると述べたこと、また 24 日にトランプ米大統領がこの合意について「迅速に署名する」意向を示していたこと、24 日に米石油協会（A P I）が発表した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などが好感され、続伸した。
27 日	 (68.16)	小幅上昇。ロシアのノバク・エネルギー相がO P E Cプラスによる協調減産を終了することを 2020 年に検討する可能性があることと述べたことで相場は弱含んでいたが、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たことが判明すると、買いが優勢となった。バーカー・ヒューズ社の統計で米国の石油掘削リグの稼働件数が減少したことも原油の供給過剰懸念を緩和する材料になった。
30 日	 (68.44)	小幅上昇。中東での地政学リスクの高まりや、米中貿易協議の進展期待を背景に上昇した後、利益確定売りに押された。米国防総省は 29 日、イラクとシリアで、イランを後ろ盾とする武装勢力「カタイブ・ヒズボラ」の拠点を攻撃したと発表した。28 日にはイラク南部のナシリヤ油田が反政府抗議活動の影響で一時操業を停止した（30 日には操業を再開）。また、リビア国営石油会社（N O C）は、近隣へのミサイル着弾を受けて、西部ザウィヤの原油積み出し港からの従業員の退避を検討していると報道された。
31 日	 (66.00)	薄商いの中、利益確定売りに押され、下落した。米軍によるカタイブ・ヒズボラへの空爆を受けて、在イラク米大使館の前で数千人規模のデモが行われたが、原油相場の反応は限定的だった。トランプ米大統領が中国との貿易協議「第 1 段階」合意文書への署名を 1 月 15 日にホワイトハウスで行うと明らかにしたことや、中国国家统计局が発表した 12 月の製造業 P M I が景気の底堅さを示したことなども買いにはつながらなかった。ブレントは 1.0%（0.67 ドル）下落、WT I は 1.0%（0.62 ドル）下落だった。

【先行き】～地政学リスによる乱高下が一服後、原油相場は「横ばい」から「弱含み」か

昨年終盤から、OPECプラスによる協調減産の強化によって原油供給が抑制されるとの観測や、米中貿易協議の進展によって景気失速やエネルギー需要減退への懸念が後退したことを受けて、原油相場は上昇傾向を辿っていた。

そこへ、年明け後、中東の地政学リスク要因が加わって、原油はさらに押し上げられた。米国時間の2日夜に米国防総省がトランプ大統領の指示を受けてイラン革命防衛隊コッズ部隊のソレイマニ司令官を殺害し、イランの最高指導者ハメネイ師は米国への報復攻撃を警告した。3日の原油相場はWTIが3.1%、ブレントが3.6%の大幅上昇となった。

週明け6日も米国とイランの対立が激化すると懸念から一時高値をつけたものの、イランが石油インフラの破壊につながるような行動に出る可能性は小さいとの見方が優勢になり、原油はやや売り戻された。7日も、イランが報復として13のシナリオを検討しているとした中、市場参加者はイランの出方をうかがう姿勢を強め、原油相場は大幅下落した。

8日には、イランは報復として、イラクにある米軍の駐留基地2カ所をミサイルで攻撃したことを受けて、原油相場は急騰し、ブレントは75.75ドル、WTIは65.65ドルまで上昇した。イランの報復攻撃に対する米国の出方が注目されたが、トランプ大統領は演説で「強力な制裁を科す」としつつも、「軍事力は行使したくない」と述べた。これを受けて、軍事的な緊張はやや緩和したと受け止められ、原油相場は、結局、ブレントが前日比2.83ドル(4.2%)安の65.44ドル、WTIは3.09ドル(4.9%)安の59.61ドルとなった。

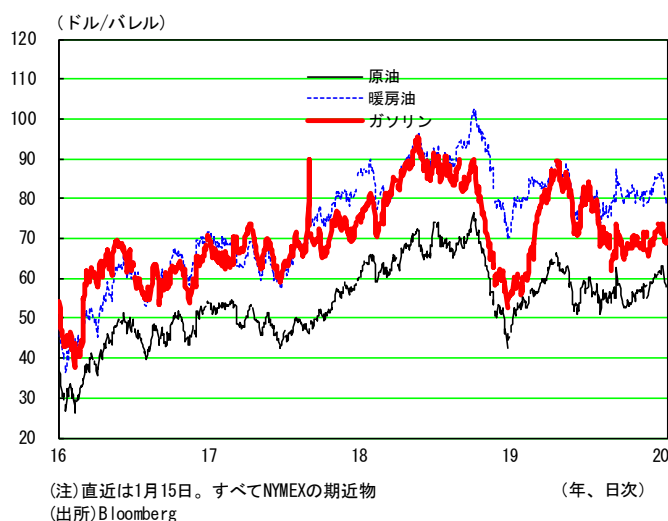
足元の原油相場は、ブレントで64ドル前後、WTIで58ドル前後と、米軍によるイラン革命防衛隊コッズ部隊のソレイマニ司令官殺害を受けて急騰する前の水準に戻した。米国の週次石油統計で原油在庫が増加したことや、12月の米国雇用統計で雇用増加数が市場予想を下回ったことなどを受けて、原油の供給過剰への懸念が再び強まっているようだ。

米国とイランとの対立が深刻化することへの警戒感はかなり程度、緩和したとみられる。市場参加者の視線は、徐々に原油需給の動向に戻ってきている。OPECプラスの協調減産強化に関わらず、今のところ、原油需給は引き締まる動きを見せておらず、当面、原油相場は「横ばい」から「弱含み」の推移が見込まれる。

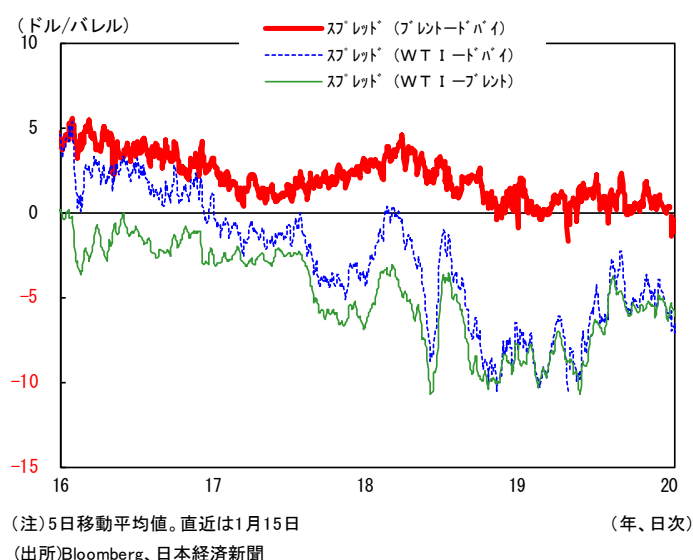
(図表 3) 原油市況の推移



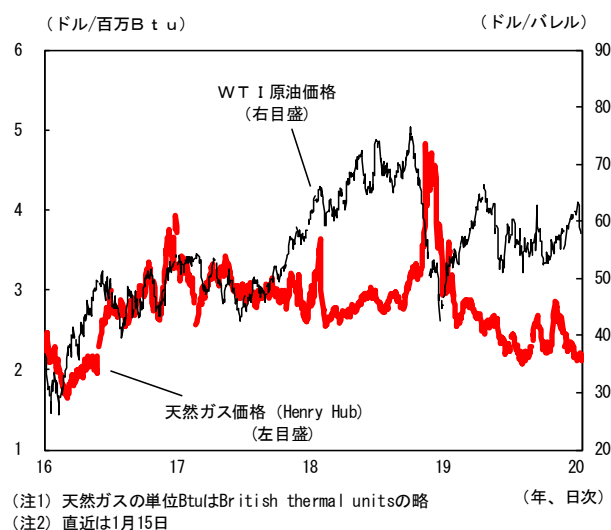
(図表 4) 石油製品市況の推移



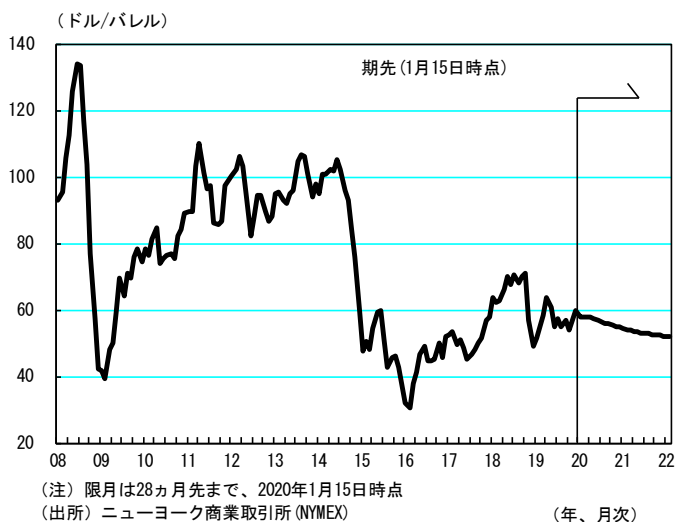
(図表 5) 油種間スプレッドの推移



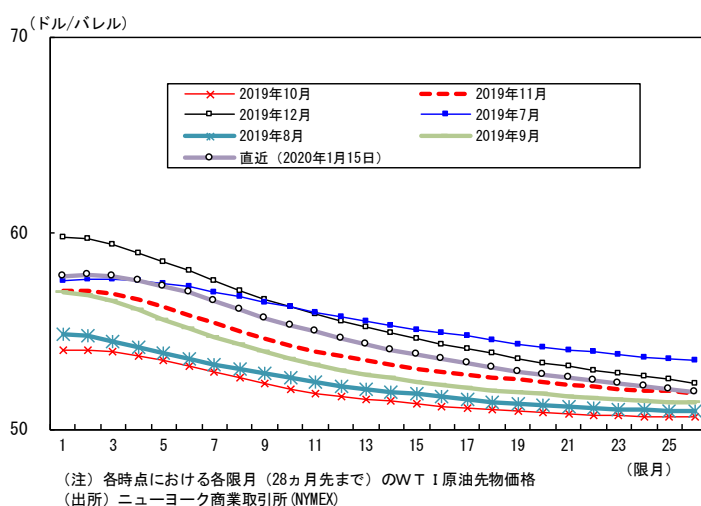
(図表 6) 米国天然ガス市況の推移



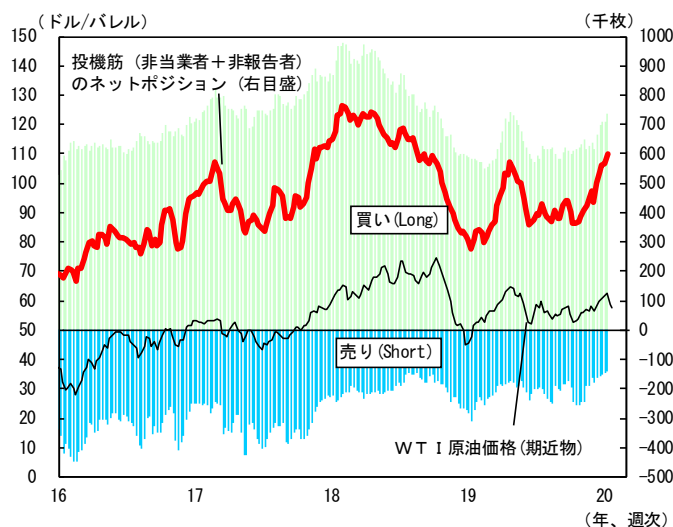
(図表 7) 原油先物価格と先物カーブ



(図表 8) W T I 原油の先物カーブの変化

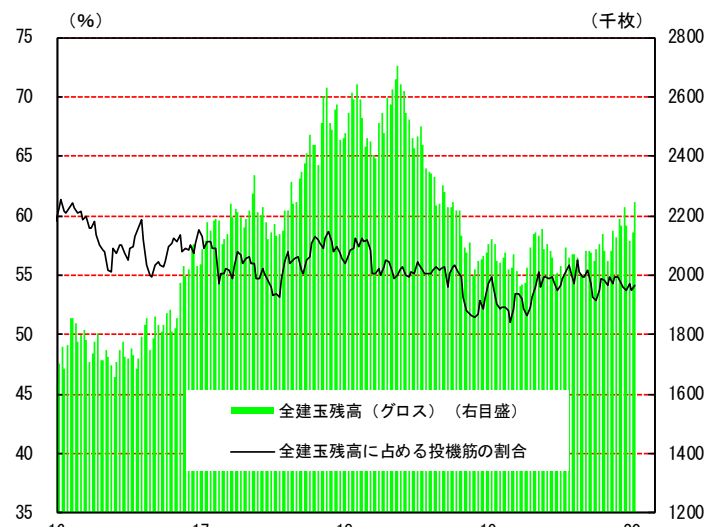


(図表 9) 投機筋のポジション (原油)



(注1) ポジションの直近は1月7日時点、WTI原油は1月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1月7日時点
 (出所) 米国先物取引委員会 (CFTC)

(図表 11) OPECの原油生産量 (Bloomberg 集計の推計値)

国名	生産量 <12月>	(前月差)	生産量 <11月>	(前月差)	産油能力	稼働率	生産余力 <12月>
アルジェリア	101.0	(-1.0)	102.0	(0.0)	108.0	93.5%	7.0
アンゴラ	139.0	(11.0)	128.0	(-6.0)	145.0	95.9%	6.0
コンゴ共和国	31.0	(0.0)	31.0	(-2.0)	33.0	93.9%	2.0
エクアドル	55.0	(3.0)	52.0	(5.0)	55.5	99.1%	0.5
赤道ギニア	12.0	(0.0)	12.0	(0.0)	15.0	80.0%	3.0
ガボン	21.0	(3.0)	18.0	(-2.0)	22.0	95.5%	1.0
イラン	208.0	(1.0)	207.0	(-4.0)	383.0	54.3%	175.0
イラク	465.0	(-6.0)	471.0	(3.0)	480.0	96.9%	15.0
クウェート	271.0	(1.0)	270.0	(3.0)	307.5	88.1%	36.5
リビア	111.0	(-6.0)	117.0	(-1.0)	130.0	85.4%	19.0
ナイジェリア	186.0	(-3.0)	189.0	(-2.0)	200.0	93.0%	14.0
サウジアラビア	983.0	(-4.0)	987.0	(-15.0)	1,150.0	85.5%	167.0
UAE	304.0	(-6.0)	310.0	(3.0)	340.0	89.4%	36.0
ベネズエラ	68.0	(-2.0)	70.0	(1.0)	90.0	75.6%	22.0
OPEC 14カ国	2,955.0	(-9.0)	2,964.0	(-17.0)	3,459.0	85.4%	504.0

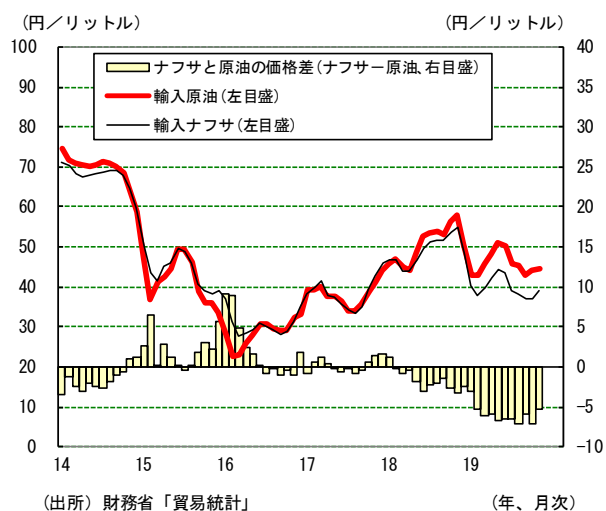
(注1) 2016年11月のOPEC総会において、産油量を日量約120万バレル減産し、3,250万バレルとする決定がなされた(12月にはOPECプラスで180万バレルの減産が決定)。
 2018年12月のOPEC総会では日量80万バレルの減産を決定(OPECプラスでは120万バレル)。
 (注2) インドネシアは、2016年11月の総会で加盟資格が停止。ガボンは2016年7月より再加盟。赤道ギニアは2017年5月に加盟。コンゴは2018年6月に加盟。カタールは2019年1月に脱退。エクアドルは2020年1月に脱退。
 (注3) 産油能力は、30日以内に生産可能で、かつ90日以上持続可能であることが条件。
 (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：石化需要や原油相場の慎重見通しを背景にナフサの上値は限定的か

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月にかけて下落した後、5月にかけて持ち直したが、再び下落に転じ、10月には37.0円の安値をつけた。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、9月には安値に近づいた（図表12）。ナフサと原油の価格差は、2019年8月にはナフサ安幅が7.2円となるなど、ナフサ安状態が続いている。

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。原油との相対価格については、2018年と比べてナフサ安が進んだ。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）の利用が増えたことや、世界景気の減速で石化需要の鈍化懸念が強まったことが背景にある。サウジアラビアの石油施設攻撃で需給ひっ迫懸念が強まったり、米国とイランの対立激化で原油につれ高したりする場面もあったが、一時的であった。足元は中東の製油所の定修の影響でやや需給がタイト化しているが、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的だろう。

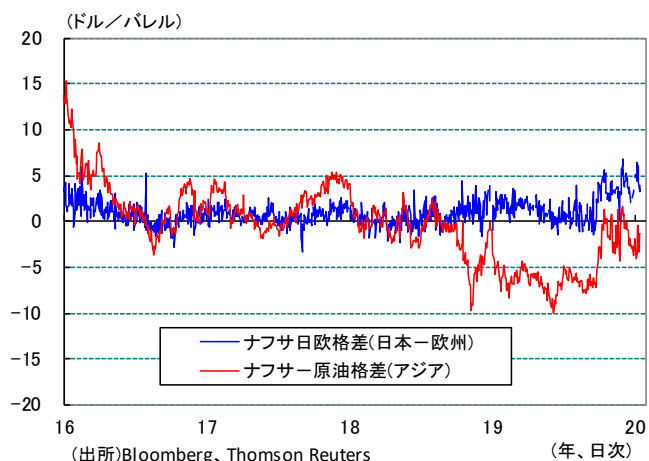
（図表12）日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



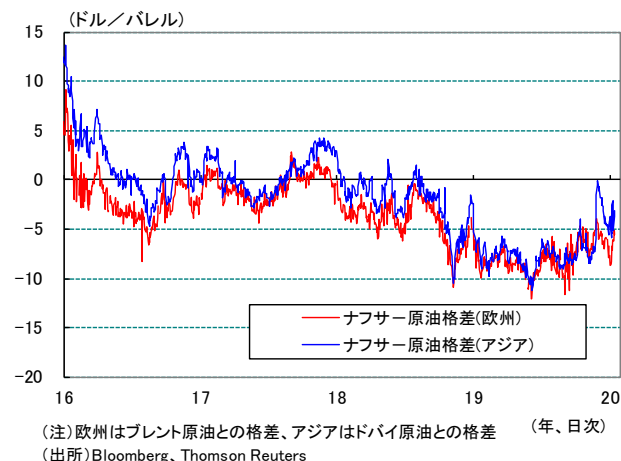
（図表13）アジアの原油・ナフサの市況



（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

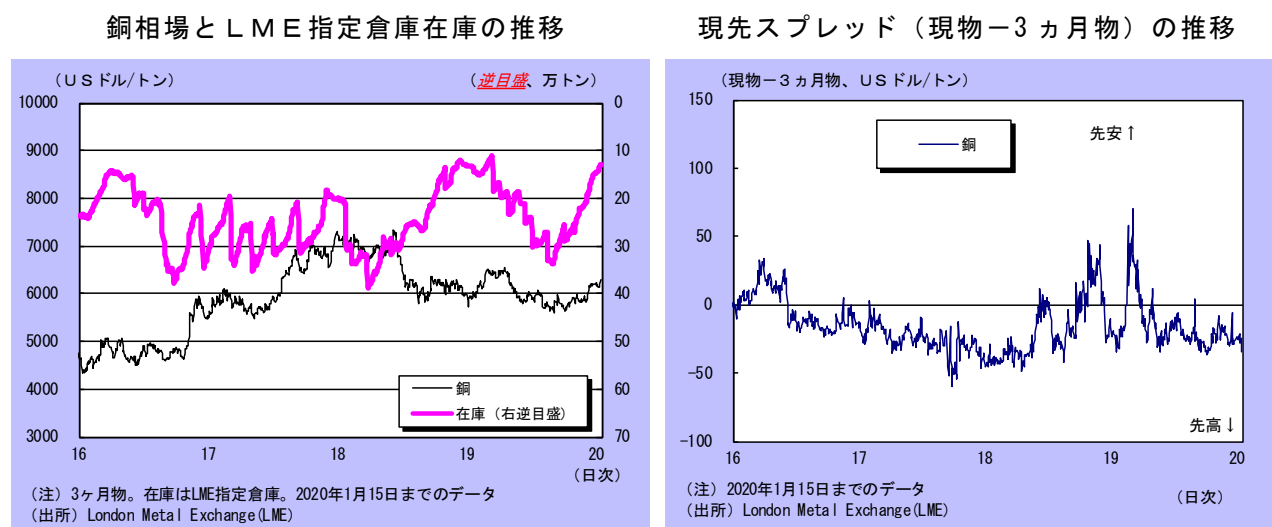


Ⅲ. ベースメタル

1. 銅を中心とした概況：持ち直して 6,300 ドル前後で推移

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 ドルの安値をつけた後、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。その後、下落に転じて 9 月 3 日に 5,518.00 ドルの安値をつけたものの、2020 年 1 月 14 日には 6,321 ドルまで持ち直した。

(図表 16) 銅



【10月の動向】～上昇後、下落

米景気指標の悪化から安値

銅相場は、10 月に入っても、9 月半ばからの下落基調が続いた。米国の I S M製造業景況指数が悪化したこと（1 日）、E U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 E U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た。

米中貿易協議の進展を受けて上昇

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。

米中貿易摩擦解消に向けた期待がやや減退

14日は、引き続き米中貿易協議の第1段階の合意に至ったことが好感されたものの、合意について中国側が正式な署名に至るにはさらなる協議が必要だとしたことなどから貿易摩擦解決に向けた期待はやや後退した。9月の中国貿易統計で輸入の落ち込みが市場予想を上回ったことなども押し下げ材料視され、銅相場は小動きだった。

15日は、9月の中国生産者物価が市場予想通りにマイナス幅を拡大したこともあり、中国景気減速への懸念が続き、銅相場は下落した。16日も米中貿易協議に進展が見られないことや、前日に国際通貨基金（IMF）が発表した世界経済見通しが下方修正されたことが嫌気されて、続落した。産銅大手アントファガスタ・ミネラルズがチリで操業するロス・ペランブレス鉱山でストライキが回避されたことも弱材料だった。

米中貿易摩擦緩和に向けた期待やチリの騒乱を背景に上昇

もともと、その後の銅相場は上昇に転じた。ムニューシン米財務長官が「米中の交渉団が、両国首脳が第1段階の合意での署名を来月できるように取り組んでいる」と述べたこと（17日）や、7～9月期の中国GDPは約30年ぶりの低成長にとどまったものの景気対策への期待が膨らんだこと（18日）が強材料になった。21日には、18日から世界最大の産銅国チリで発生した抗議活動が規模を拡大し、最大銅鉱山のエスコンディエーダの労組は抗議活動との連帯を示して22日にストライキを行うと発表する動きとなり、銅供給への影響が懸念された。

その後も、チリで反政府抗議活動が続いたことが強材料になった。鉱山生産への影響はほとんどないとされたものの、港湾設備、交通機関を含めたサプライ・チェーンへの影響があり、供給抑制要因となった模様だ。

月末にかけては、米中両首脳が貿易協議の「第1段階」の合意書に署名する場とされていた11月16～17日に予定されていたアジア太平洋経済協力会議（APEC）首脳会議が開催予定地のチリでの反政府デモの影響で中止になり、合意文書作成に向けた作業もやや遅れそうだとされたこと（30日）、中国国家統計局が発表した10月の製造業購買担当者景況指数（PMI）が6カ月連続で判断基準である50を下回ったこと（31日）、中国当局者が米政府との間で貿易に関する長期的な包括合意に達する可能性を疑問視していると報道されたこと（31日）などが弱材料となった。

【11月の動向】～一進一退

上旬に上昇

1日は、財新／マークイットが発表した10月の製造業PMIが市場予想を上回ったことが好感され、相場は反発した。4日は、米中首脳が継続的に連絡を取り合っているとする中国外務省

報道官の発言などが好感されたほか、産銅大手アントファガスタが騒乱の続くチリでの銅生産見通しを下方修正したことも強材料となり、5日もb法英中貿易協議の進展期待などから続伸した。

6日は、第1段階の合意に署名するための米中首脳会談が遅れるとの報道を受けて、他のリスク資産同様に銅もやや下落したものの、7日には中国商務省の高峰報道官が追加関税を段階的に撤廃することで合意したとする発言が好感され、銅相場は一時6,000ドルを上回った。

米中貿易協議進展への期待が後退

しかし、8日には、トランプ米大統領が「追加関税の段階的撤廃には合意していない」との認識を示したことから、市場全般にリスクオフのムードが広がり、銅も下落した。その後も、10月の生産者物価が2016年7月以来の大幅な落ち込みとなったこと(9日)、10月の新規人民元建て融資が市場予想を下回ったこと(11日)、注目されたトランプ大統領によるニューヨークでの講演では米中貿易協議に関する新たな情報がなく、失望されたこと(12日)、10月の中国の鉱工業生産や固定資産投資が市場予想を下回ったこと(14日)などが弱材料となり、14日には一時5,800ドルまで下げた。

米中貿易協議などをにらみ一進一退

その後は、クドロー米国家経済会議(NEC)委員長が中国との貿易協議が「合意に近付いている」と発言したこと(14日)、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(LP R、ローンプライムレート)の小幅引き下げを発表したこと(20日)、米国のトランプ大統領と中国の習近平国家主席がともに貿易協議での合意に前向きな発言をしたこと(22日)などが強材料となったものの、米CNBCが中国側が「第1段階」の合意への署名に悲観的になっていると伝えたこと(18日)、香港のデモ参加者らを支援する「香港人権・民主主義法案」が19日に米上院、20日に下院を通過してトランプ大統領が署名する見込みとなり、米中貿易協議への悪影響が懸念されたことが弱材料となり、相場は一進一退となった。

米中貿易協議の進展期待からやや上昇

25~27日にかけては、オブライエン米大統領補佐官(国家安全保障担当)が米中貿易協議が年内に第1段階の最終合意に至る可能性は依然としてあると述べたこと(23日)、中国共産党機関紙である人民日報系の環球時報が第1段階の合意は「極めて近い」と報じたこと(25日)、トランプ大統領が米中貿易協議について第1段階の最終合意に「非常に近い」、「最後の苦しみ」を味わっていると述べたこと(26日)などを材料に米中貿易協議の進展期待が高まり、銅相場は5,900ドル台後半まで上昇した。

しかし、その後は、トランプ大統領による香港人権・民主主義法への署名を受けて米中関係の悪化が懸念されたこと(28日)が弱材料となり、月末は5,900ドルを下回った。

【12月の動向】～大幅上昇

上旬に安値

2日は上昇した。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）が市場予想に反して判断基準となる50を上回ったことや、財新／マークイットが発表した製造業PMIも市場予想に反して上昇したことが強材料になった。しかし、投資家は一時的な強さに過ぎないかもしれないとの疑念や、追加関税にも関わらず景気が回復すれば、米中貿易協議の進展を阻害しかねないといった警戒感につながり、売られる場面もあった。3日は、トランプ米大統領が、米中貿易協議について、大統領選挙後に持ち越す可能性に言及したことが嫌気され、5,800ドル近くまで下落した。

月半ばにかけて大幅上昇

その後、銅相場の上昇テンポが速まった。4日は、米中が第1段階の合意で撤回する関税の規模について意見の一致に近付いていると報道されたことが好感された。6日は、11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の堅調さが示されたことや、中国政府が米国からの輸入品への追加関税の対象から豚肉や大豆を除外すると改めて発表したことで、銅相場は大幅に上昇した。

11月の中国の貿易統計で中国の銅輸入が増加したことや輸入全体も市場予想に反して増加したこと（8日）、米中両国の交渉団が12月15日に発動が予定されている制裁・報復関税「第4弾」の全面発動を見送ることを検討していると報道されたこと（10日）、トランプ米大統領が「中国との大規模な取引成立に非常に近づいている」とツイッターに投稿したこと（12日）なども強材料となった。

13日は、米中両政府が貿易協議の第1段階の合意に達したと発表した。銅相場は、一時6,200ドル超の高値をうかがったものの、結局、6,100ドル台に下落した。米中合意は、それまでの相場上昇で、市場には織り込み済みだったとみられる。

6,100ドル超の高値圏でもみ合い

週明けの16日は、米中による第1段階の貿易合意を好感して、相場は上昇した。鉱工業生産や小売売上高といった中国の11月の景気指標が市場予想を上回ったことも強材料だった。11月の中国の銅生産が過去最高を上回って（17日）需給緩和観測につながる場面があったものの、米中貿易合意を好感したり、足元の中国景気の底堅さを評価する動きが続き、銅相場は高値圏で推移した。クリスマス前後の薄商いの中でも、銅相場は高値圏を維持し、27日には、米中による第1段階の合意署名が近づいているとの期待感もあって、6,266.50ドルと約8カ月ぶりの高値をつけた。

【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

2020 年に入ると、1 日に中国の人民銀行が預金準備率を 0.50%引き下げると発表したことを受けて、2 日の銅相場は上昇した。しかし、2 日に米国防総省がイラン革命防衛隊コッズ部隊のソレイマニ司令官を殺害したと発表したのを受けて、3 日の銅相場は下落幅が大きくなり、一時 6,100 ドルを下回った。6 日は、原油高を受けて、製錬コスト高などが連想され、銅相場の上昇につながった。7 日は、投資家が米国に対するイランの報復がどうなるかを見守る中、銅相場はやや上昇した。米国時間の 7 日夕刻にイランがイラクにある米軍の駐留基地にミサイル攻撃を行ったものの、米国人に死傷者はなかったとされ、両国の対立が激化するとの懸念は後退し、株式や銅などリスク資産は買い戻される動きとなった。

その後も、米国とイランとの緊張緩和や米中貿易協議での第 1 段階の合意署名見通しを背景に銅相場は上昇傾向で推移した。14 日には、中国貿易統計での輸出回復を好感したこともあり、銅相場は 6,300 ドルを上回った。

15 日には、米中の第 1 段階の貿易合意が署名されたものの、合意署名は織り込み済みであり、銅相場は反落した。また、米政府は一部の制裁関税を引き下げるものの、対中制裁の第 1～3 弾で 2,500 億ドル相当の中国産品に対して上乗せした 25%の制裁関税を維持したことなどから、投資家の貿易摩擦に対する懸念が残った面もあった。

米中貿易協議が第 1 段階の合意署名に至ったことで、貿易摩擦によって一段と世界経済が減速することへの警戒感は和らいだとみられる。主要国の景気指標はまだ模様であり、景気減速感が残った状態は、当面、続きそうだが、銅相場の下値は限定的だと思われる。出遅れ気味であった銅相場だが、先行きは、世界景気の回復とともに緩やかな上昇傾向となろう。

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 月以来の高値にまで上昇した後、下落傾向で推移し、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。その後は、一進一退を繰り返しながらも上昇傾向となり、2020 年 1 月 6 日には 1,835 ドルを回復した。

11 月 13 日には、中国の調査機関である安泰科が 2019 年の中国のアルミニウム消費量がこの 30 年で初めて減少する見通しだと発表した。2019 年の消費量は 3,655 万トンと前年比 1.2%減になるとした。2020 年は 3,690 万トンと 1.0%の増加に転じるとした。

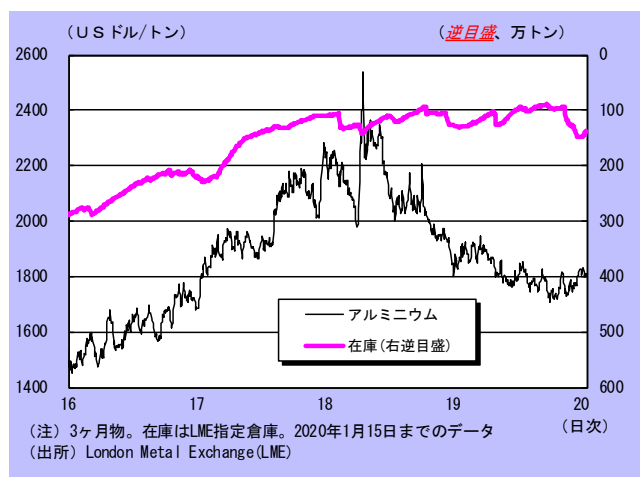
11 月 29 日には、海外アルミニウム生産者と日本の需要家による 2020 年 1～3 月期の対日プレミアム交渉が始まり、1 トンあたり 92 ドルと、10～12 月期の 97 ドルを下回る水準が提示されたと報道された。世界的な新車販売の鈍化などからアルミニウム需給が緩和している状況を受けたものとされた。12 月 12 日には、同 83 ドルで一部の需要家と妥結したと報道された。

軟調に推移してきたアルミニウム相場だが、10 月上旬をボトムに下げ止まったようにみえる。

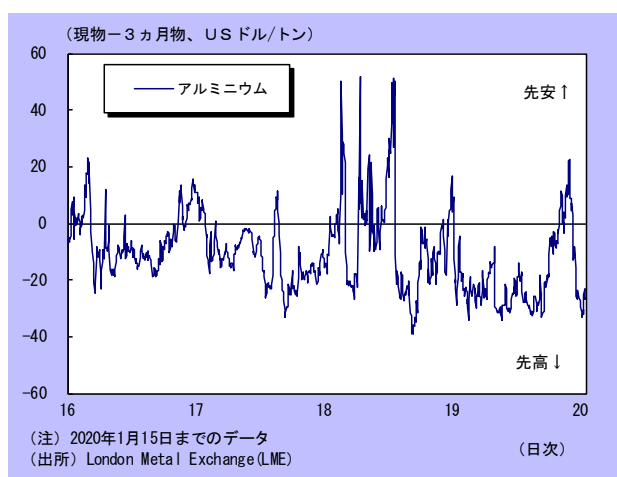
懸案だった米中貿易摩擦は状況の悪化に歯止めがかかってきたと思われ、世界的な新車販売の減速に歯止めがかかる兆しが出始めている。世界景気の減速した状態は、今しばらく続く可能性もあるが、景気のさらなる減速は回避できると思われる。アルミニウム相場は、緩やかな上昇が見込まれる。

(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：9月高値からの下落が一服で14,000ドル前後

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。その後、下落に転じ、12月10日に12,900ドルをつけ、足元は14,000ドル前後で推移している。

10月22日にロシアの鉱業大手ノリリスク・ニッケル（ノルニッケル）のシベリアの地下鉱山で3人が死亡する事故があり、供給懸念から相場が押し上げられる場面があった。

10月24日には、パプア・ニューギニア当局が、有害物質が含まれる恐れのある汚泥を海に流出させたとして、中国資源大手の五鉱集団（ミンメタルズ）傘下の冶金（やきん）科工集团公司（MCC）が操業するラム・ニッケルの製錬工場に対して閉鎖命令を出した。

10月28日には、主要生産国のインドネシアが2020年からの禁輸措置を導入する前に一時的にニッケル鉱石の輸出を停止すると発表して、ニッケル相場の上昇につながった。この一時的な禁輸措置は11社に対して行われていたが、11月11日には、このうちの9社への禁輸措置を解除すると発表され、ニッケル相場は下落した。

11月末にかけては、中国のステンレス産業について、在庫の余剰感が強く、市況が軟化していることを背景に生産ラインが縮小されていると報道され、ニッケル需要の鈍化が連想され、相場下落につながったとみられる。11月のニッケル相場は約18%の下落と2011年9月以来の大幅な落ち込みとなった。

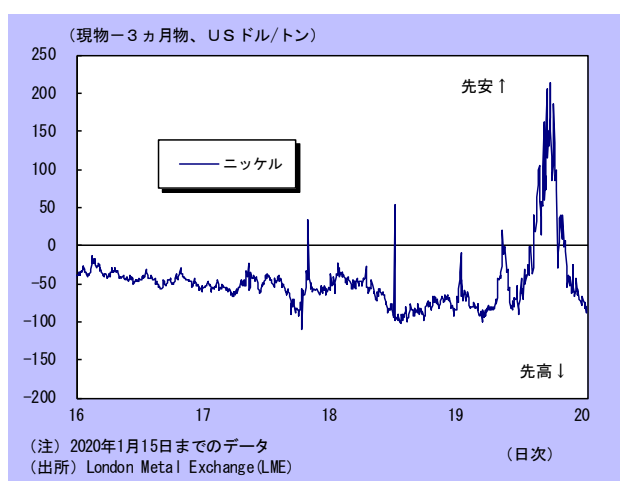
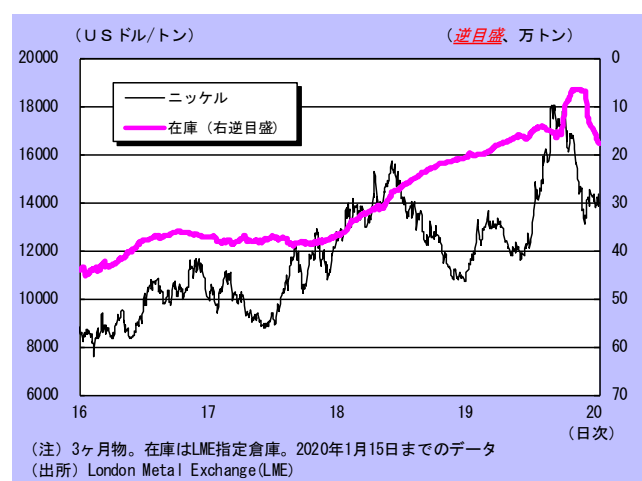
また、LME 指定倉庫の在庫が急増し、LME 指定倉庫外に大量の在庫が存在することを示唆したこともあって、12 月 10 日には 12,900 ドルと 5 カ月ぶりの安値をつけた。

ニッケル相場は、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、9 月上旬にかけて急騰した後、材料出尽くし感などから下落に転じ、11 月は下落が加速し、12 月上旬に安値をつけた。他のベースメタルと同様に世界景気の減速も弱材料だったが、米中貿易協議が第 1 段階の合意署名に達したこともあり、景気減速懸念は幾分和らいでいる。ニッケル鉱石は、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の鉱業政策にも不安が残り、ステンレス鋼向けや自動車用バッテリー向けにニッケル需要が増える中、再び相場の上昇ペースが速まるリスクもある。

(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 カ月物）の推移



(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。12 月上旬に 2,200 ドル近くまで再び下落した後、足元は 2,400 ドル前後まで持ち直している。

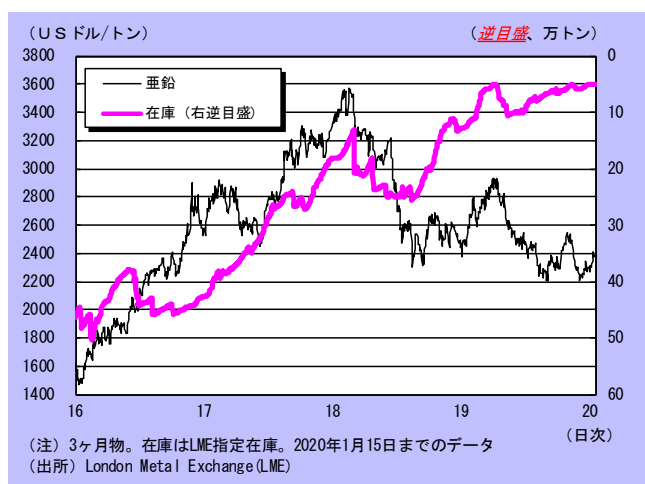
10 月 10 日には、英ベダンタ・リソーシズがナミビアで操業するスコープオン鉱山を 11 月から 4 カ月停止すると報道され、需給ひっ迫が懸念される場面があった。

10 月 28 日に国際鉛・亜鉛研究会 (I L Z S G) は、亜鉛の需給バランスについて、2019 年は 17.8 万トンの需要超過・供給不足、2020 年は 19.2 万トンの需要不足・供給超過になる見通しだと発表した。亜鉛需要は 2019 年に 1,367 万トンと前年比 0.1%減となった後、2020 年に 1,380 万トンと 0.9%増加するとした。一方、亜鉛地金の生産量は 2019 年に 1,349 万トンと 2.5%増加した後、2020 年に 1,399 万トンと 3.7%増加するとした。

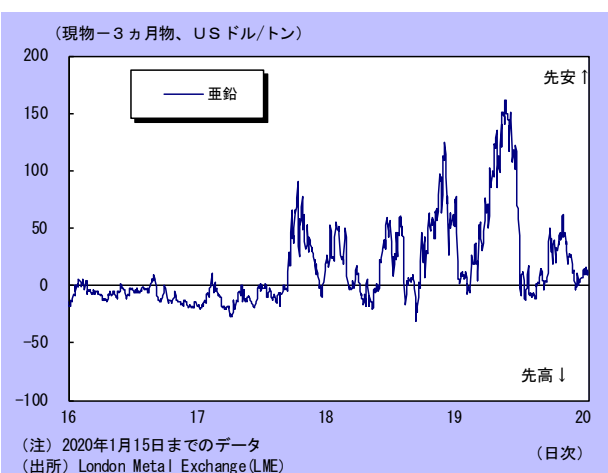
2019 年は製錬所の障害などから亜鉛地金の生産が落ち込んだ模様だが、亜鉛地金の需給バランスは、長らく続いていた需要超過・供給不足から需要不足・供給超過へと、いよいよ変化するとの見方が有力だ。亜鉛の相場の上値は重く、横ばい圏での推移が見込まれる。

(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



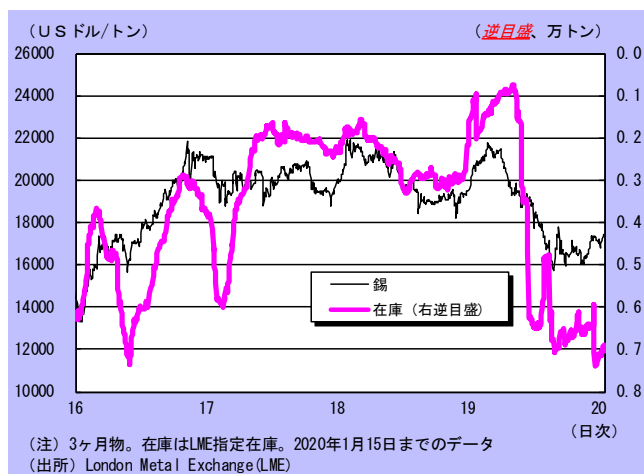
(4) 錫市況：持ち直して足元は 17,500 ドル前後

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、持ち直し傾向となり、足元は 17,000 台半ばを中心に推移している。

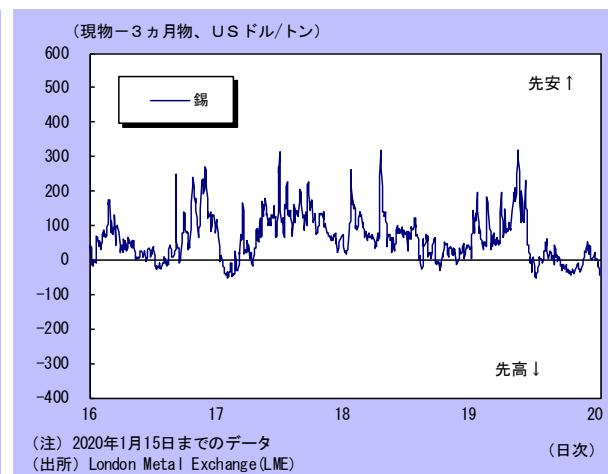
8 月下旬をボトムに錫相場が持ち直す動きの中では、中国の錫生産の落ち込みにより、需給が引き締まるとの見方も出ていたようだ。

(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



11月29日に国際錫協会が開催したセミナーでは、需要が回復に向かう際にも、中国やインドネシアにおける鉱山や精錬所の余剰生産能力が存在するため、相場の回復はゆっくりとしか進まないだろうとの指摘があった模様だ。

それでも、一部で期待されたほど迅速ではないとはいえ、錫相場の持ち直しは進んでいる。米中貿易協議では第1段階の合意署名がなされ、エレクトロニクス製品の需要も一時に比べて回復してきたとみられる。錫相場は、上値が重いながらも、持ち直しを続けると思われる。

(5) 鉛市況：足元は上昇して 2,000 ドル前後

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ドルまで戻した後、下落して、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、10月29日に2,265.15ドルまで上昇したものの、足元は2,000ドル前後で推移している。

鉛相場は、鉛大手のベルギーのニルスターがオーストラリアのポートピリー製錬所が故障により2019年5月に稼働を停止したことや、中国の製錬所が環境対策として取り締まりの対象になっていたことなどによって、需給引き締め観測が強まって10月下旬にかけて上昇してきた。

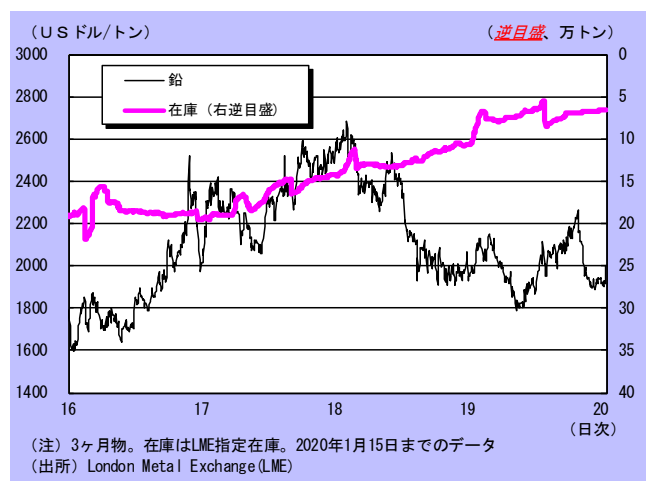
しかし、その後は下落に転じ、中国における増産やニルスター社のポートピリー製錬所（年産16万トン）の再稼働観測などが意識され、12月9日には1,865.50ドルの安値をつけた。

10月28日に国際鉛・亜鉛研究会（ILZSG）は、鉛の需給バランスについて、2019年は4.6万トンの需要超過・供給不足、2020年は5.5万トンの需要不足・供給超過になる見通しだと発表した。鉛需要は2019年に1,181万トンと0.5%減少した後、2020年に1,190万トンと0.8%増加するとした。一方、鉛地金の生産量は、2019年に1,176万トンと0.3%減少した後、2020年に1,196万トンと1.7%増加するとした。

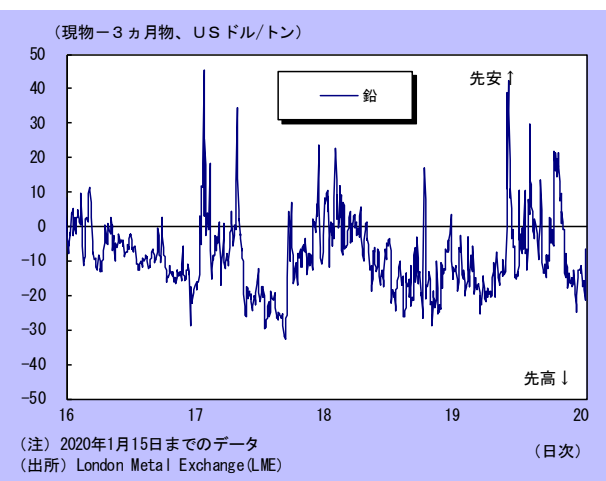
冬場の需要期を迎えていることもあり、足元の相場は上昇している。もっとも同時に生産されることが多い亜鉛と同様に需給はいずれ緩むとみられる中、鉛相場の上値は限定的だろう。

(図表 21) 鉛

鉛相場とLME指定倉庫在庫の推移



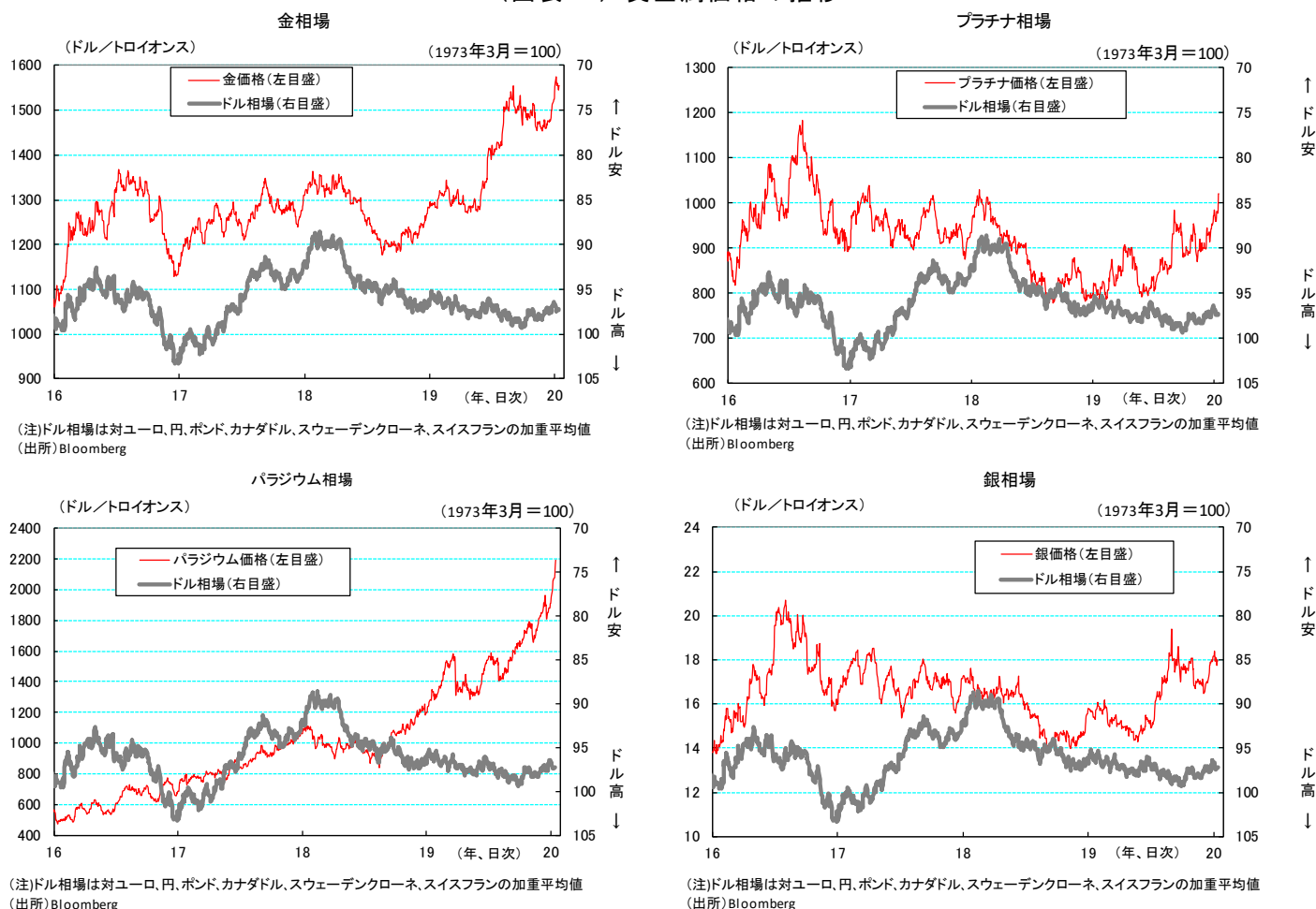
現先スプレッド（現物－3ヵ月物）の推移



IV. 貴金属：金相場は1月上旬に1,600ドル超と約7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ドルの高値をつけた。その後、やや下落していたが、2020年1月8日には1,610.90ドルと2013年3月以来の高値をつけた。

(図表 22) 貴金属価格の推移



【10月の動向】～月初に1,460ドル割れ後、やや持ち直して一進一退

月初に安値後、米景気指標の悪化を受けて持ち直す

10月は、月初に前月終盤の軟調さを引き継いで一時1,460ドル割れの安値をつけたものの、その後は持ち直した。1日には、米ISM製造業景況指数が10年ぶりの低水準に低下したことをきっかけに、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ISM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、1,518.50ドルと9月25日以来の高値をつけた。

その後は、上値が重くなり、一進一退の推移となった。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。しかし、一方で貿易協議での米中の溝は深いとする報道もあり、また、英国の欧州連合（E U）離脱を巡る不透明感も支援材料となった。金相場は 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、米中貿易協議で「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た。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。

リスク資産選好が強まる中、1,500 ドル割れで推移

その後、米中貿易協議の進展に対する期待を背景に米国株価が上昇基調で推移するなどリスク資産選好が強まったことが安全資産である金の上値を抑える要因となった。もっとも、米下院が香港の自治と人権の擁護を目的とする法案を可決して米中貿易協議の妨げとなると懸念されたこと（15 日）、9 月の米国小売売上高や鉱工業生産が市場予想を下回ったこと（16、17 日）などが金相場の支援材料になり、下値も限定された。なお、英国の欧州連合（E U）離脱期限が月末に迫る中で開催される E U 首脳会談の結果が警戒されていたが、17 日に E U と英国が新たな離脱協定案で合意し、「合意なき離脱」への懸念がやや後退した。また、19 日には英国議会が特別審議を行い、協定案の採決は関連法案の成立まで行わない方針が可決され、ジョンソン英首相は E U に対して離脱期限を 2020 年 1 月末まで延期することを要請した。10 月 29 日には、英下院が 12 月 12 日に総選挙を行う法案を可決した。

下旬には世界景気減速懸念や米追加利下げから 1,500 ドル台に浮上

1,500 ドル割れが続いていた金相場だが、下旬には、ユーロ圏総合購買担当者景況指数（P M I）や米国耐久財受注が市場予想を下回ったこと（24、25 日）を受けて、米利下げ観測が強まり、金相場は 1,500 ドル台を回復した。28 日に、トランプ米大統領が米中貿易協議の第 1 段階の合意について「かなりの部分で予定を前倒しして署名することを目指す」と述べたことを受けて、投資家のリスク志向が強まり、金は再び 1,500 ドルを割り込んだ。30 日には、米連邦公開市場委員会（F O M C）で市場予想通りに 0.25%の追加利下げが決定された。金相場は、事前に利下げを織り込んで 1,500 ドル台に上昇する動きとなり、利下げ発表後は一進一退となった。

【11 月の動向】～月初に 1,510 ドル超の後、中旬に 1,440 ドル台まで下落

米製造業指数の悪化により月初は高値維持

1 日は、10 月の財新／マークイットによる中国の製造業 P M I や米国雇用統計が市場予想を上回ったことが金の弱材料となったものの、米 I S M製造業景況指数が市場予想を下回ったことが

強材料となり、金相場は4日かけて高止まりした。

米中貿易協議進展への期待から中旬に1,440ドル台まで下落

しかし、5日には、米中貿易協議で第1段階の合意への署名が月内にも行われ、米国による対中制裁関税の一部撤廃の可能性もあるとの見方が報じられ、投資家のリスク志向が強まって金は大幅に売られた。米サプライ管理協会（ISM）による非製造業景況指数が市場予想を上回ったことも金には弱材料になった。

その後、米中の貿易協議合意署名のための首脳会談が12月に後ずれするとの見方が報道されたこと（6日）から金買い戻されたが、7日には、「協議の進展に合わせて、関税を段階的に撤廃することで両国は合意した」と中国商務省報道官が記者会見で述べ、米当局者による「米中貿易交渉の第1段階の合意に関税撤回が含まれる」との発言も報道され、米中貿易摩擦緩和への期待が高まった。8日には、トランプ大統領が「米国は中国と関税撤廃で合意していない」などと述べて、合意署名への期待がやや後退したものの、投資家のリスク志向が強まり、株価の上昇傾向が続く中で、金相場は下落した。12日には一時1,445ドルまで売られた。

米中貿易協議への懸念などから小幅上昇

その後は、やや値を持ち直した。トランプ大統領が第1段階の合意文書への署名は近いうちに実現するとしつつも、署名のための首脳会談の時期や場所には言及しなかったことや、合意できなかった場合には制裁関税を引き上げると強硬姿勢を示したこと（12日）、10月の中国鉱工業生産などが景気減速傾向を示したこと（14日）、中国側が米中貿易協議の第1段階の合意署名に悲観的になっていると報じられたこと（18日）、米上院で「香港人権・民主主義法案」が満場一致で可決されて貿易協議への悪影響が懸念されたこと（19日）などから金相場は20日にかけて上昇した。もっとも、上値は限定され、1,480ドルに達しなかった。

米中貿易合意署名への期待から金相場は小幅下落

月末にかけては、やや弱含んだ。21日には、米中貿易協議での第1段階の合意実現に向けて、中国側が閣僚級協議の北京開催を米国に打診したと報道され、また、香港紙が米中による追加制裁・報復関税の発動が予定される12月15日までに協議が決着しなかった場合でも関税発動は延期される可能性があるとの報じたことが金相場の弱材料になった。IHSマークイットが発表した11月の米国製造業PMIが市場予想を上回ったこと（22日）、オブライエン米大統領補佐官（国家安全保障担当）が「米中が年内に第1段階の最終合意に至る可能性は依然ある」と述べたこと（23日）、中国政府が知的財産権の侵害に対する罰則を強化する方針を示して貿易協議の進展が連想されたこと（24日）、中国共産党機関紙の人民日報系の環球時報が「第1段階の合意署名は非常に近い」と報道したこと（25日）、25日に米中は閣僚級の電話協議を行ったことを受けてトランプ大統領が改めて第1段階の最終合意に近いとの認識を示したこと（26日）などを背景に

下落した。もっとも、下値は 1,450 ドルを割り込まず、限定されていた。27 日には、トランプ大統領が「香港人権・民主主義法案」に署名し、28 日に中国政府は「報復措置」を取ると表明したことを受けて、29 日の金相場はやや上昇した。

【12 月の動向】～小動き

米中貿易協議などを材料に中旬にかけてもみ合い続く

2 日は、11 月の財新／マークイットによる中国の製造業 PMI が市場予想に反して上昇したことが金の弱材料となったものの、米 ISM 製造業景況指数が市場予想を下回ったことが強材料となり、結局、金相場は小動きだった。

3 日は、トランプ米大統領が中国との貿易合意について、翌年 11 月の大統領選挙後に先送りされる可能性を示唆したことで、投資家のリスク回避姿勢が強まり、金を買われた。4 日は、貿易協議の第 1 段階の合意に、関税の撤回を織り込むことで米中が合意に近付きつつあるとの報道を受けて金がやや売られた。6 日には、11 月の米国雇用統計が景気の堅調さを示したことで金の下落幅はやや大きくなった。

その後、米国の新たな対中制裁関税の発動が予定される 15 日を控えて、米中貿易協議の動向を見極めたいとの見方から投資家の様子見姿勢が強まり、金相場は小動きとなった。11 日には、米連邦公開市場委員会（FOMC）が開催され、市場予想通りに政策金利の据え置きが決定された一方で、今後の利上げについては「大幅で持続性のあるインフレ加速が必要」だと述べ、ハードルの高さを強調したことで、金買い材料になったものとみられる。12 日には、トランプ米大統領が中国との貿易協議について「大規模な取引成立に非常に近づいている」とツイッターに投稿し、安全資産である金の売り材料になった。

13 日には、米中貿易協議で「第 1 段階」の合意に達したと発表されたものの、合意の詳細は不透明とする見方などから、金相場はむしろ上昇した。米下院司法委員会がトランプ大統領を弾劾訴追する決議案を可決したことも米政局混迷への警戒感を強め、金の強材料になったようだ。一方、英国の総選挙で与党・保守党が圧勝し、欧州連合（EU）からの「合意ある離脱」の可能性が高まったことが金売り材料だったとみられる。

その後、市場は、米中貿易協議について、合意署名などの進展待ちのスタンスとなり、新たな材料が乏しい中、金相場は小動きで推移した。18 日には、米下院がトランプ大統領を弾劾訴追したが、共和党が多数を占める上院での弾劾裁判で罷免に至る可能性は低いとの見方から金買いにはつながらなかった。

米中貿易協議への警戒感や金融緩和の継続見通しを背景に年末にかけて上昇

年末にかけては、新たな材料に乏しいものの、米中貿易協議が第 1 段階の合意に達したとはいえ合意文書署名までに再び協議が決裂することへの警戒や、世界的な金融緩和状態が継続するとの見方、好調な米国株式相場が失速することへの備え、節目である 1,500 ドルを上回ったことで

買いに弾みがついたことなどを背景に、金を買われる流れとなった。

30日には、香港紙が米中貿易協議の「第1段階」合意文書への署名のため中国の劉鶴副首相がワシントンを訪れると報道したが、土壇場で交渉が決裂することへの警戒感が根強く、金売りにはつながらなかった。また、29日にイラク駐留米軍基地への攻撃に対する報復として、米軍がイスラム教シーア派組織「カタイブ・ヒズボラ」の拠点5カ所を空爆したことは地政学リスクへの警戒感を高めた。31日の終値は1,517ドルだった。

【先行き】～地政学リスクを受けた急騰一服後も高止まり

2020年に入っても、史上最高値圏にある米国株式相場の持続性への疑念や米中貿易協議の今後に対する不確実性などを背景とした金買いが続いた。そうした中、2日夜に米国防総省がイラン革命防衛隊コッズ部隊のソレイマニ司令官を殺害したと発表し、これに対してイラン最高指導者のハメネイ師が「報復」を宣言する事態となった。3日の金相場は、この地政学リスクの高まりを受けて急騰し、1,550ドルを上回った。この日は、12月の米ISM製造業景況指数が10年半ぶりの低水準に落ち込み、景気後退懸念が強まったことも金買い材料になった。

5日には、イランは、「軍事施設」への報復を警告し、2015年の核合意で定められたウラン濃縮制限に従わないと宣言した。これに対して、トランプ米大統領はイランの文化施設等も含めた標的への「大規模な報復」を行うとけん制し、6日の金相場は一段高となった。7日は、イラン革命防衛隊司令官殺害への報復として、同国は13のシナリオを検討しているとした。もっとも、市場では、米国とイランとの対立がそれほど激化しないだろうとの観測が優勢となり、金相場は前日の高値に比べてやや軟化した水準で推移した。

8日は、イランが革命防衛隊司令官殺害に対する報復として、イラクにある駐留米軍基地2カ所を弾道ミサイルで攻撃し、これを受けて金相場は一時1,610ドルを上回った。しかし、トランプ米大統領が演説で、イランに対して「強力な経済制裁を科す」とした一方で「軍事力は行使したくない」と述べたことを受けて、中東の地政学リスクに対する警戒感が和らぎ、金相場は下落した。9日も米国とイランの対立は激化しないとの見方が続き、金相場は続落した。

米国とイランとの対立が深刻化することへの警戒感が幾分緩和し、金相場の騰勢は一服したもの、本件で急騰する以前に比べれば、依然として高止まりした水準にある。本件、以前に比べれば、両国の対立を巡る地政学リスクは高まった状態だと市場が認識していることを示唆している。両国とも本格的な戦争は回避したいというのが本音だが、イランによるウクライナ機撃墜が起こってしまったことが示唆するように、偶発的な事象から戦争に突入する可能性も否定できない状態である。

金相場は1月上旬につけた1,610ドルが当面の高値になろうが、中東の地政学リスク、高値圏にある米国の株式相場が調整するリスク、米大統領選を巡る予期せざる事象などが意識される中、リスク回避手段として安全資産である金への需要は根強い状態が続く可能性がある。

－ ご利用に際して －

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要です。当社までご連絡ください。