

## 経済レポート

# コモディティ・レポート(2020年1~3月)

調査部 主任研究員 芥田 知至

## I. コモディティ市況全般：原油・銅は大幅下落、金は高値追い

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、2020年1月3日に9カ月ぶりの高値をつけた後、大幅に下落し、4月1日には1999年2月以来の安値をつけた。先行き、感染拡大の収束や世界景気の回復の動きとともに原油や銅などコモディティ相場は回復に向かおう。一方、金は高値追いが、一服するだろう。

## II. エネルギー市況：ブレント原油は大幅下落して一時22ドル割れ

国際指標とされるブレント原油は、3月30日に21.65ドルと2002年3月以来の安値をつけた。産油国による協調減産は、一定程度、原油相場を下支えするものの、新型コロナウイルスの感染拡大が収束に向かい、停止されていた経済活動の再開の動きが広がるまで原油相場は弱含みの展開となろう。

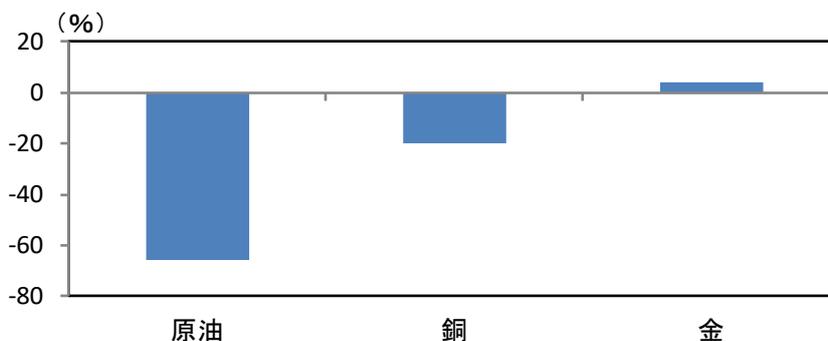
## III. ベースメタル市況：大幅下落後、足元は5,000ドル台乗せ

銅相場は、3月19日に4,371ドルと2016年1月以来の安値まで下落したが、足元は中国の経済活動再開の動きなどが伝えられる中、5,000ドル台に乗せて推移している。年後半には、新型コロナウイルスの感染収束し、世界景気が回復するのに伴って、相場は5,000ドル台後半に持ち直す動きとなろう。

## IV. 貴金属市況：金相場は4月中旬に7年超ぶりの高値

金相場は、2020年3月中旬に1,450ドルまで急落する場面があったが、4月14日には1,746.50ドルと2012年11月以来の高値をつけた。新型コロナウイルスの感染拡大がピークアウトしたとの認識が広がる局面になれば、これまでの金買いの巻き戻しが起こる可能性があるが、急激な動きにはならないだろう。

原油・銅・金相場の騰落率（2020年3月末と2019年12月末の比較）

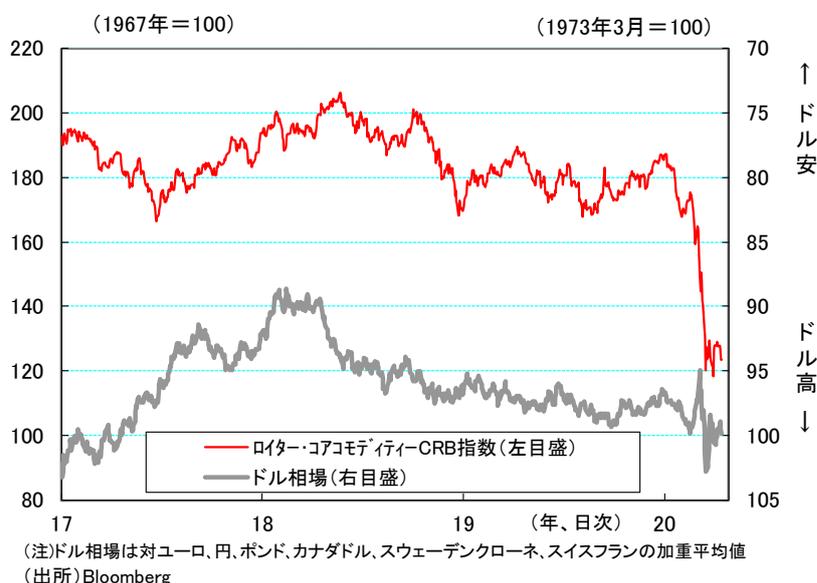


## I. コモディティ市況全般の概況：原油・銅は大幅下落、金は高値追い

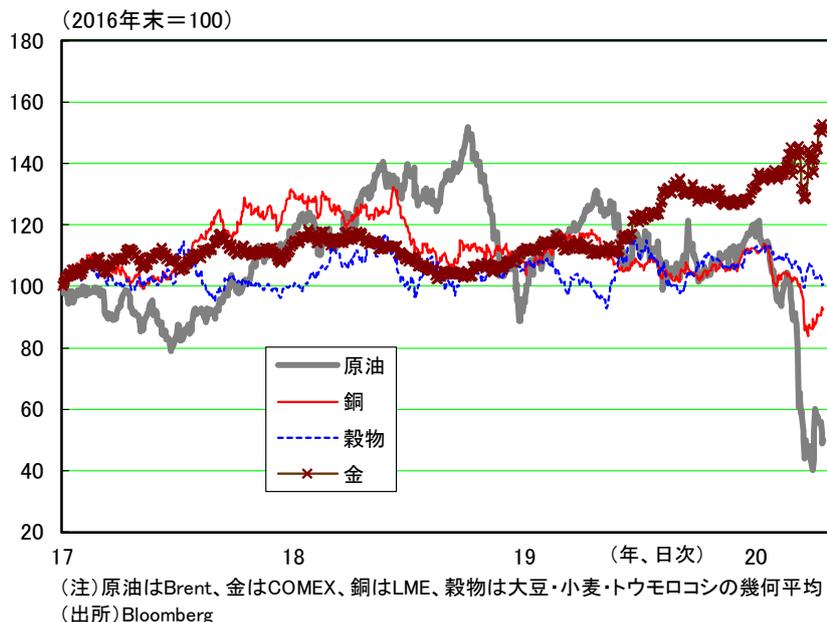
ドル建て国際商品市況全般の動向を示すロイター・コアコモディティ-CRB指数は、2019年8月7日に2017年6月以来の安値をつけた後、2020年1月3日には9カ月ぶりの高値をつけた(図表1)。その後は大幅に下落し、4月1日には1999年2月以来の安値をつけた。

マクロ経済環境をみると、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う世界景気の悪化や資源需要の減退への懸念が深まる中で、エネルギーや金属の相場は大幅に下落している。特に産油国による協調減産体制がいったん崩壊した原油は下落幅が大きくなり、協調減産が再開で合意がなされた後も上値が重い展開が続いている。先行きは、感染拡大の収束や世界景気の回復の動きとともに原油や銅などコモディティ相場は回復に向かおう。一方、金は高値追いが、一服するだろう。

(図表1) ロイター・コアコモディティ-CRB 指数の推移



(図表2) 金・銅・原油・穀物の市況の推移



## II. エネルギー

### 1. 原油市況：ブレント原油は大幅下落して一時 22 ドル割れ

国際指標とされるブレント原油は、サウジアラビアの石油施設攻撃後の 2019 年 9 月 16 日に 1 バレルあたり 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 71.75 ドルまで上昇した。しかし、その後は、暖冬、地政学リスクの後退、産油国による協調減産拡大に向けた協議の決裂、世界的な新型コロナウイルスの感染拡大などを受けて下落基調で推移した。3 月 30 日にはブレントは 21.65 ドルと 2002 年 3 月以来の安値をつけた。

その後、4 月 12 日に石油輸出国機構（OPEC）とロシアなど非 OPEC 産油国とで構成する「OPEC プラス」が日量 970 万バレルの協調減産で最終合意したものの、原油相場を押し上げるには至らず、足元ではブレントは 20 ドル台半ばで推移している。WTI（5 月渡し）は、決済期限が 4 月 21 日に迫る中、原油の荷余りが強まって貯蔵タンクの不足もあって、買い手がつかない状況となり、20 日にはマイナス 40.32 ドルと「マイナス価格」をつけるまで落ち込んだ。

#### 【1 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
2 日	↑ (66.25)	小幅反発。米中貿易協議進展への期待や中東の地政学リスクへの警戒が原油相場の支援材料だが、為替市場でのドル高がドル建てで取引される原油の上値を抑えた。米国のエスパー国防長官はイランや同国が支援する勢力が米国への更なる攻撃を計画している可能性があるとし、先制攻撃も辞さない方針を明らかにした。
3 日	↑ (68.60)	WTI が 3.1%、ブレントが 3.6% の大幅上昇となった。WTI は一時 64.09 ドルと 2019 年 4 月以来の高値、ブレントは 69.50 ドルと 2019 年 9 月以来の高値をつけた。2 日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たと発表したことを受けて、中東の地政学リスクに対する懸念が高まった。米エネルギー情報局（EIA）が発表した週次石油統計で米国の原油在庫の減少幅が市場予想を大幅に上回ったことも強材料だった。
6 日	↑ (68.91)	小幅上昇。米軍によるソレイマニ司令官殺害に伴う中東情勢の緊迫化を懸念した原油買いから、一時ブレントで 70.74 ドル、WTI で 64.72 ドルまで上昇した。しかし、市場参加者の間では、イランが石油インフラの破壊につながるような行動に至る可能性は小さいといった見方が優勢となり、原油はやや売り戻された。結局、清算値では、ブレントが 68.91 ドル、WTI が 63.27 ドルにとどまった。

7日	 (68.27)	下落。イラン革命防衛隊コッズ部隊のソレイマニ司令官が米軍によって殺害されたことを受けて高まっていた米・イラン関係への懸念について、投資家はイラン側の出方を見守る姿勢を強めていたとみられる。なお、イラン国会は、すべての米軍部隊を「テロリスト」に指定する法案を可決していた。その後、米国時間の7日午後5時半頃、イラクにある米軍の駐留基地がイランからの弾道ミサイルによる攻撃を受けた。
8日	 (65.44)	大幅下落。イラン革命防衛隊コッズ部隊のソレイマニ司令官殺害に対する報復として、イランは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。これを受けて、ブレントは一時75.75ドル、WTIは65.65ドルまで上昇した。イランによる報復攻撃に対する米国の出方が注目されたが、トランプ米大統領は演説で「強力な経済制裁を科す」としつつ、「軍事力は行使したくない」と述べ、軍事的な緊張はやや緩和したと受け止められた。結局、この日、ブレントは4.2%安、WTIは4.9%安だった。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も弱材料だった。
9日	 (65.37)	小幅続落。前日発表のEIA統計での原油在庫増加を嫌気する動きが続き、米国とイランの軍事的緊張への警戒感は緩んだ。
10日	 (64.98)	続落。12月の米国雇用統計で雇用増加数が市場予想を下回って景気減速が意識されたことが弱材料になった。中東の地政学リスクへの警戒感の後退や原油の供給過剰懸念も続いた。
13日	 (64.20)	続落。米国とイランの対立への警戒感が緩んでおり、足元のガソリンや暖房油など石油製品需要の弱さへの懸念も出ているとされた。
14日	 (64.49)	反発した。中東の地政学リスクの緩和が引き続き下げ材料だったが、米中貿易協議「第1段階の合意」への署名を15日に控えて、米中貿易摩擦に対する懸念がやや後退して相場の上げ材料になった。
15日	 (64.00)	EIAの週次統計でガソリンや中間留分の在庫が大幅増となったことなどが弱材料となり、反落した。
16日	 (64.62)	国際エネルギー機関（IEA）が月報で2020年の産油量の伸びが需要の伸びを上回るとしたことが弱材料だったが、米上院で「米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）」の実施法案が可決されたことが景気やエネルギー需要の拡大に寄与するとの見方につながった。前日に米中貿易協議「第1段階合意」の文書署名が実現したこともプラス材料だと目された。

17日	 (64.85)	小幅高だった。米中貿易協議「第1段階合意」の文書署名やUSMCAが近く成立する見通しとなったことから、景気やエネルギー需要の先行きを楽観する見方が続いたものの、2019年の中国のGDPが29年ぶりの低い伸びにとどまったことが弱材料視された。
20日	 (65.20)	キング牧師生誕日でニューヨーク市場は休場だったが、ブレントは上昇した。リビアの石油施設が武力封鎖されたことが強材料となった。リビアでは、シラージュ暫定政権と対立するハフタル司令官が率いる有力軍事組織「リビア国民軍(LNA)」がパイプラインを閉鎖し、主要油田が操業停止に追い込まれた。
21日	 (64.59)	下落。リビア国営石油(NOC)は、19日に起こった軍事組織によるパイプライン封鎖を受け、主要油田の「エルシャララ」と「エルフィール」の操業を停止したことなどを発表し、相場の押し上げ材料視されていたが、世界的に原油需給が緩和状態にあるため、短期的な生産障害であれば相場への影響は限定されるといった見方が優勢になった。20日に国際通貨基金(IMF)が世界経済見通しを下方修正したことや、新型コロナウイルスの感染拡大への懸念も弱材料だったとみられる。
22日	 (63.21)	続落。IEAのピロル事務局長が今年上半期は日量100万バレルの供給過剰になるとの予測を述べたことや、中国での肺炎を引き起こす新型コロナウイルスの感染拡大を受けた原油需要の減退懸念が弱材料になった。WTIは2.8%安、ブレントは2.1%安。
23日	 (62.04)	春節(旧正月)による大規模な人の移動を前にして武漢市が「封鎖」される中、新型肺炎の感染拡大が石油需要を減退させるとの懸念が強まり、続落した。WTIは2.0%安、ブレントは1.9%安。
24日	 (60.69)	新型肺炎への懸念から4日続落。WTIは2.5%安、ブレントは2.2%安。
27日	 (59.32)	5営業日続落。25日にリビア国営会社(NOC)が、産油量が軍事組織による石油関連施設封鎖前の日量120万バレルから23日時点で32万バレルへと約4分の1になったことを明らかにし、封鎖が続けば7.2万バレルまで減少する可能性があるとした。しかし、新型肺炎への懸念からWTIは1.9%安、ブレントは2.3%安だった。
28日	 (59.51)	6営業日ぶりに反発。OPECにロシアなど非加盟産油国を加えた「OPECプラス」が、新型肺炎による石油需要の落ち込みを警戒して、協調減産幅を拡大すると観測が支援材料になった。

29日	↑	(59.81)	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や、新型肺炎の感染拡大が続いたことが弱材料だった。一方、O P E Cプラスによる協調減産について、O P E Cは少なくとも6月まで3カ月延長する意向を示しているとの報道が強材料だった。ブレントは小幅高、WT Iは小幅安となった。
30日	↓	(58.29)	下落。O P E Cプラスの閣僚会合を当初予定の3月から2月に前倒しすることを検討しているとの報がプラス材料になったとみられるものの、新型肺炎の影響でエネルギー需要が下押しされるとの懸念から売りが強まった。WT Iは2.2%安、ブレントは2.5%安。
31日	=	(58.16)	ロシアのノバク・エネルギー相がO P E Cプラスの閣僚会合を2月に前倒しする案について、ロシアは対応可能だと述べたことが原油相場を一時的に支えたものの、新型肺炎の感染拡大を受けて結局、小幅続落した。新型肺炎の影響で中国の石油需要が1~3月期に日量25万バレル超減少する可能性を示した調査会社ウッド・マッケンジーのレポートなどが材料視された。

**【2月の動向】～横ばい後、下落**

3日	↓	(54.45)	新型肺炎の影響への懸念が強まった。中国石油大手の中国石油化工（シノペック）が2月の石油処理量を日量約60万バレル（約12%）削減すると報道されたことなどが弱材料だった。一方、O P E Cプラスは日量50万バレルの追加減産、サウジアラビアは一時的に100万バレルの減産を検討との報道が支援材料だったが、相場は大幅続落した。WT Iは2.8%安、ブレントは3.8%安だった。
4日	↓	(53.96)	続落した。新型肺炎によるエネルギー需要の落ち込みへの懸念が続いた。WT Iは清算値ベースで節目の50ドルを下回った。
5日	↑	(55.28)	中国の浙江大学のチームが新型肺炎治療に使える可能性のある薬を発見したと報じられ、英ワクチン開発チームがワクチン開発期間の大幅短縮につながる技術で大幅な前進を遂げたと報道された。これを受けて新型肺炎への懸念がやや後退し、原油相場は反発した。WT Iは2.3%高、ブレントは2.5%高。
6日	↓	(54.93)	O P E Cプラスの合同専門委員会（J T C）が日量60万バレルの暫定的な減産幅拡大を勧告したものの、ロシアが協議の時間がもっと欲しいとしたとされ、相場の動きは限定的だった。

7日	↓	(54.47)	ロシアのノバク・エネルギー相が、OPECプラスによる減産幅拡大に同調するか判断するには時間が必要だと述べたことが下押し材料になった。
10日	↓	(53.27)	先述の中国石化のほか、中国石油（ペトロチャイナ）、中国海洋石油も原油処理量を減らし、2月に合計94万バレルの削減となる見込みが報じられるなど、新型肺炎の影響への懸念が強まり、続落した。
11日	↑	(54.01)	やや反発。中国で新型肺炎の感染者数の伸びが減速していることを背景に石油需要の減退に対する懸念が緩和したとされた。
12日	↑	(55.79)	新型コロナウイルスへの新たな感染者数が1月30日以来の低水準となったとの中国当局による報告を受けて、感染拡大ペースの鈍化が期待され、リスク資産全般が買われた。一方、米エネルギー情報局の週次石油統計で原油在庫の増加幅が市場予想を上回ったことは弱材料だった。WTIは2.5%高、ブレントは3.3%高だった。
13日	↑	(56.34)	集計方法の変更などによって中国での新型肺炎の感染者や死者が急増したことやIEAが1~3月期の世界の石油需要が10年ぶりに前年同期を下回ると予測したことが弱材料だったものの、前日にOPECが石油需要見通しを下方修正していたため、ロシアなど非OPEC産油国も加えた「OPECプラス」による追加減産への期待が膨らみ、原油相場は続伸した。
14日	↑	(57.32)	続伸。新型肺炎の感染拡大は勢いが鈍化したとはいえ、依然、収束の兆しがみられない中、中国人民銀行が金融緩和に動くとの観測が浮上して、感染の経済面への影響は限定されるとの見方が広がった。
17日	↑	(57.67)	米国市場はワシントン生誕日の祝日で休場だった。ブレントは小幅上昇だった。新型ウイルスの感染拡大によるエネルギー需要減退への懸念が続いたものの、OPECプラスによる協調減産の拡大観測が支援材料になった。
18日	=	(57.75)	ほぼ横ばい。前日に米アップル社が1~3月期の売上高が下振れするとの見通しを示したことが弱材料になった一方で、リビアの港湾と油田で武装勢力による閉鎖が続いていることや、安値拾いの買いが入ったことが支援材料だった。
19日	↑	(59.12)	新型ウイルスの新たな感染者が発生源となった湖北省以外では減少を続けていることなどから、ウイルス封じ込めへの楽観的な見方が一部で浮上し、原油相場の上げ幅がやや大きくなった。WTIは2.4%高、ブレントも2.4%高だった。

20日		(59.31)	小幅続伸。E I Aの週次統計で原油在庫の増加幅が市場予想を下回り、ガソリン在庫が市場予想に反して減少したことや、中国人民銀行が最優遇貸出金利(ローンプライムレート、L P R)の1年物を0.10%引き下げたことが強材料となった。一方、韓国での新型コロナウイルス感染者の急増を受けて、世界的な感染拡大の影響が意識されたことは弱材料だった。
21日		(58.50)	日本や韓国など中国以外での新型コロナウイルスへの感染拡大が懸念されて、株式や原油などリスク資産全般が売られる流れになった。ロシアのノバク・エネルギー相が、O P E Cプラスの閣僚会合を前倒しする必要はないと述べたことや、減産幅の拡大支持を明言しなかったことも弱材料視された。
24日		(56.30)	週末にかけて、韓国、イタリア、イランなどで感染拡大が報告されたことで、世界的な感染拡大への懸念が広がり、株式など他のリスク資産とともに原油も大幅に売られた。W T Iは3.7%安、ブレントは3.8%安だった。
25日		(54.95)	新型コロナウイルスの世界的な感染拡大への懸念が強まった。韓国、イタリア、イラン、日本など中国以外でも感染が拡大し、米国では疾病管理予防センター(C D C)が国内での感染拡大に備えるように注意喚起した。米国株式が連日の大幅安となる中、同様にリスク資産の一角である原油も売られた。
26日		(53.43)	新型コロナウイルスの感染拡大ペースが欧州や中東で速まったことや、米国でも感染拡大の可能性が懸念されたことから、4営業日続落となった。W T Iは2.3%安、ブレントは2.8%安だった。
27日		(52.18)	感染拡大懸念で続落。W T Iは3.4%安、ブレントは2.3%安だった。O P E Cプラスが日量100万バレルと従前に伝わっていた60万バレルよりも大幅な追加減産を検討していると報じられたものの、相場下支えには力不足だった。ダウ平均株価は1,000ドル以上下落した。
28日		(50.52)	世界的な感染拡大が報じられ、株価が不安定な動きをする中、原油相場は続落した。W T Iは5.0%安、ブレントは3.2%安だった。

**【3月の動向】～大幅下落**

2日		(51.90)	7営業日ぶりに反発。5～6日に開催される産油国会合で追加減産が決定されるとの観測が相場を押し上げた。W T I、ブレントともに4.5%高。
----	---	---------	---

3日	＝ (51.86)	OPECプラスによる追加減産期待が続いたことや、米連邦準備制度理事会（FRB）による0.5%の緊急利下げでドル安が進行し、ドル建てで取引される原油の割安感につながったことが下支え要因だった。WTIは小幅高、ブレントはほぼ横ばいだった。
4日	↓ (51.13)	下落。EIAの週次石油統計で、原油在庫の増加幅が市場予想を下回ったことが好感されたものの、OPECプラスの追加協調減産にロシアが消極的な態度を示していることなどが弱材料になった。
5日	↓ (49.99)	続落した。OPEC総会が開催され、ロシアなど非OPEC産油国の参加を条件にOPECプラスで日量150万バレルの追加減産を行うことで合意したものの、新型コロナウイルスの感染拡大への懸念から株価が大幅下落する中、原油も下落した。WTIは1.9%安、ブレントは2.2%安。米カリフォルニア州で新型コロナウイルスによる死者が初めて確認され、非常事態が宣言された。
6日	↓ (45.27)	急落した。WTIは10.1%安、ブレントは9.4%安。OPECプラスの閣僚級会合が開催されたが、前日にOPECが決定した追加減産案を巡って、ロシアが減産の協力を拒否し、協議は決裂した。2016年12月から続いたOPECとロシアなど非OPEC産油国との協調体制が事実上崩壊した。新型コロナウイルスの感染拡大で原油需要の減退が見込まれる中、原油供給を抑制していた枠組みが壊れたことで、供給過剰懸念が台頭した。
9日	↓ (34.36)	急落が続いた。WTIは24.6%安、ブレントは24.1%安だった。OPECプラスの協調減産協議が決裂した後、サウジアラビアは公式販売価格を引き下げたうえで、生産量を日量1,000万バレル超に増やす意向を示し、ロシアも増産する姿勢を示したため、産油国によるシェア争いや価格競争が連想され、原油相場では売りが殺到した。一方、ダウ平均株価は2,000ドル以上の下落だった。
10日	↑ (37.22)	前日までの急落の反動の買い戻しがあったことや、トランプ米政権による景気対策への期待を背景に大幅反発した。一方、サウジアラビアが4月の原油生産量を日量1,230万バレルと現行の970万バレルから引き上げると発表したことは弱材料だったとみられる。

11日	↓	(35.79)	世界保健機関（WHO）が、新型コロナウイルスについて、「パンデミック（世界的流行）」だと表明したことで株式相場が改めて下落したことや、産油国が増産を表明したことが下押し材料となった。サウジは4月の産油量を1,230万バレルに引き上げると発表し、アラブ首長国連邦も4月から増産する意向を示した。EIAの週次石油統計は、原油在庫の増加幅が市場予想を上回った一方で、石油製品在庫は減少幅が市場予想を上回り、全体として中立的な内容であった。
12日	↓	(33.22)	前日にトランプ米大統領が欧州26カ国からの入国を30日間禁止する措置に踏み切ったことを受けて、ダウ工業株30種平均は1987年のブラックマンデー以来の下落率となり、原油相場にも売り圧力がかかった。WTIは4.5%安、ブレントは7.2%安となった。
13日	↑	(33.85)	米国株価が前日の暴落の反動から大幅に反発する中、株式と同様にリスク資産の一角である原油も買い戻された。ただ、為替市場でドル高が優勢となり、ドル建てで取引される原油に割高感が生じたことなどから原油の上値は限定的だった。
16日	↓	(30.05)	FRBが15日曜日に1%の緊急利下げで実質ゼロ金利政策を復活させ、量的金融緩和を再開させる決定を行っていたものの、新型コロナウイルス対策で各国政府がとる封鎖措置などが景気後退を招くとの懸念が勝り、ダウ工業株30種平均の下落率が12日を上回って過去2番目の大きさとなる中、原油相場は大幅下落した。WTIは9.6%安、ブレントは11.2%安だった。
17日	↓	(28.73)	米国株価が持ち直す中でも、原油需給の悪化懸念は収まらず、原油は続落した。WTIは6.1%安、ブレントは4.4%安だった。各国政府による移動制限措置などが燃料需要の減速観測につながった。
18日	↓	(24.88)	大幅続落した。WTIは24.4%安、ブレントは13.4%安だった。米国によるカナダ国境の一時封鎖、欧州連合（EU）による入域禁止措置などが石油需要の減退観測につながったことに加えて、サウジが過去最高水準の原油供給を先行き数カ月続ける意向を示したことで、供給過剰の長期化観測が強まった。
19日	↑	(28.47)	前日の大幅下落の反動で4営業日ぶりに反発した。トランプ政権がサウジに産油量の削減を要請することを検討していると報道されたことや、株価が大幅に反発したことが支援材料になったとみられる。

20日	↓	(26.98)	欧米で集会禁止、国境封鎖、外出禁止などが各国・地域に広がる中、景気の落ち込みへの懸念が強まり、原油相場は下落した。WTIは11.1%安、ブレントは5.2%安。WTIは一時19.46ドルと18年ぶりに20ドルを割り込んだ。
23日	=	(27.03)	ブレントほぼ横ばい。WTIは前週末に安値を付けた反動で反発した。FRBによる無制限の量的緩和策の発表が好感されたとみられる。なお、欧米での外出制限や国境封鎖などによる経済活動の縮小がエネルギー需要を減退させるとの見方から、米国のガソリン先物は1ガロンあたり41.18セント、前日比32%安と過去最大の下落率を記録した。
24日	↑	(27.15)	FRBによる無制限の量的緩和を好感する動きが続き、米議会で新型コロナウイルスを受けた2兆ドル規模の経済対策が合意に近いとの報道も買い材料になった。ただ、ウイルス感染拡大による石油需要の落ち込みへの懸念が強く、上値は限定的だった。
25日	↑	(27.39)	米議会与野党が新型コロナウイルスの感染拡大に対応するための総額2兆ドル規模の経済対策で合意したことが好感され、続伸した。一方で、EIAの週次石油統計でガソリン消費量が大幅減少となったことなどが弱材料であった。
26日	↓	(26.34)	EIAのビロル事務局長が現時点で30億人がウイルス感染拡大に伴う外出制限下にあり、世界の石油需要が日量2000万バレル(20%)減少する可能性があること述べたことが弱材料となった米エネルギー省が議会に要求していた戦略石油備蓄(SPR)向けの原油買い入れのための予算30億ドルが25日に上院が可決した経済対策に含まれなかったため、同計画が取り下げられたことも弱材料だった。WTIは7.7%安、ブレントは3.8%安だった。
27日	↑	(24.93)	前日に20カ国・地域(G20)首脳テレビ会議が行われ、感染拡大による世界経済の悪化に対応するため5兆ドル以上の資金を投じると表明したものの、経済活動の停滞を背景に石油需要が低迷すると見方は続き、原油相場は続落した。WTIは4.8%安、ブレントは5.4%安だった。

30日	 (22.76)	感染拡大が欧米などで加速する中、世界各地で実施されている経済活動や移動の制限が長期化して石油需要が落ち込むとの観測が強まり、相場は大幅続落した。WTIは6.6%安、ブレントは8.7%安だった。一時、WTIは19.27ドルと2002年2月以来の安値、ブレントは21.65ドルと2002年3月以来の安値をつけた。
31日	 (22.74)	前日に米露首脳による電話会談が行われて「世界のエネルギー市場における安定の重要性について一致した」とされ、サウジアラビアとロシアの対立緩和を促すとの見方につながり、相場の支援材料となった。ただ、上値は重く、WTIは上昇したが、ブレントはほぼ横ばいだった。

### 【先行き】～産油国は大規模協調減産で合意も供給過剰懸念が続く

OPECと非OPEC産油国で構成する「OPECプラス」の臨時閣僚会合が4月12日に開催され、協調減産の規模を9日に暫定合意されていた日量1,000万バレルから970万バレルへと修正することで合意された。5～6月の減産幅が970万バレル、7～12月の減産幅が770万バレル、2021年1月～2022年4月の減産幅が580万バレルとされた。(ただし、減産の基準は2018年10月の生産量で、サウジアラビアとロシアはともに1,100万バレルからの減産)。

このほか、カナダ、ブラジル、米国などによる減産幅が日量370万バレル程度とされ、消費国による備蓄積み増しが今後数カ月で2億バレルという。また、サウジアラビアなどは協調減産の割り当て分のほかに、自主減産も行うとみられている。

サウジ、ロシア、米国の当局者は、産油国による協調減産は実質的に日量2,000万バレルになるという言い方をしている。

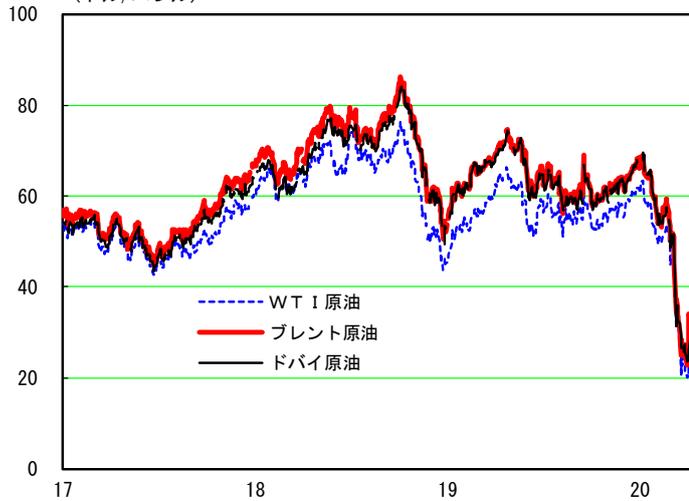
もっとも、市場参加者からは、足元の原油生産量は基準となる2018年10月の生産量に比べて低く、実質的な減産幅はそれほど大きくないとの指摘や、当面の原油需要の落ち込みは協調減産幅よりも大きく需給の緩和が続くといった見方がある。

産油国による協調減産は、一定程度、原油相場を下支えするとみられるものの、コロナウイルスの感染拡大が収束に向かい、停止されていた経済活動の再開の動きが広がるまで原油相場は弱含みの展開となろう。

なお、米国産のWTI原油の5月物は決済期限が4月21日に迫る中、20日にはマイナス40ドル超の大幅なマイナス価格に落ち込んだが、マイナス価格は今のところ、一時的・局所的なものと思われる。WTI原油の6月物はプラス20ドル前半に、欧州北海産のブレント原油も20ドル台半ばにとどまっている。

(図表 3) 原油市況の推移

(ドル/バレル)

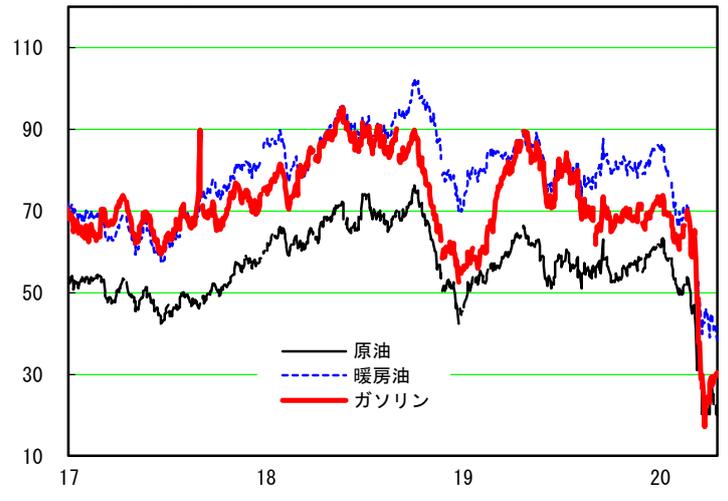


(注)直近は4月15日

(年、日次)

(図表 4) 石油製品市況の推移

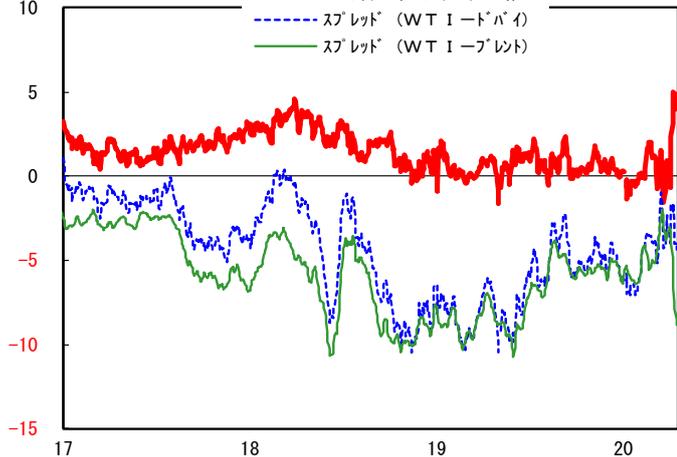
(ドル/バレル)


 (注)直近は4月15日。すべてNYMEXの期近物  
(出所)Bloomberg

(年、日次)

(図表 5) 油種間スプレッドの推移

(ドル/バレル)



(注)5日移動平均値。直近は4月15日

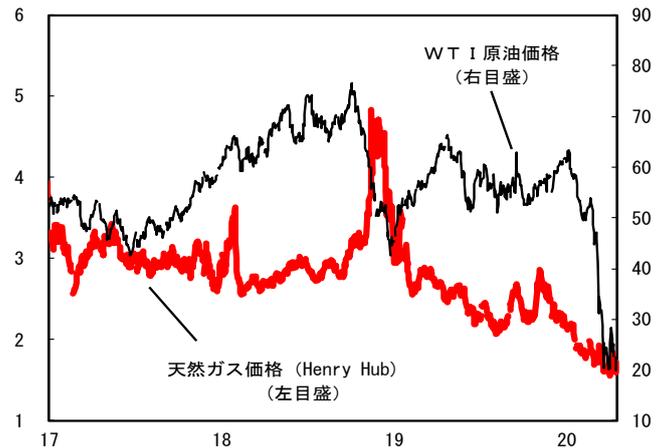
(年、日次)

(出所)Bloomberg、日本経済新聞

(図表 6) 米国天然ガス市況の推移

(ドル/百万Btu)

(ドル/バレル)



(注1)天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略

(注2)直近は4月15日

(年、日次)

(図表 7) 原油先物価格と先物カーブ

(ドル/バレル)



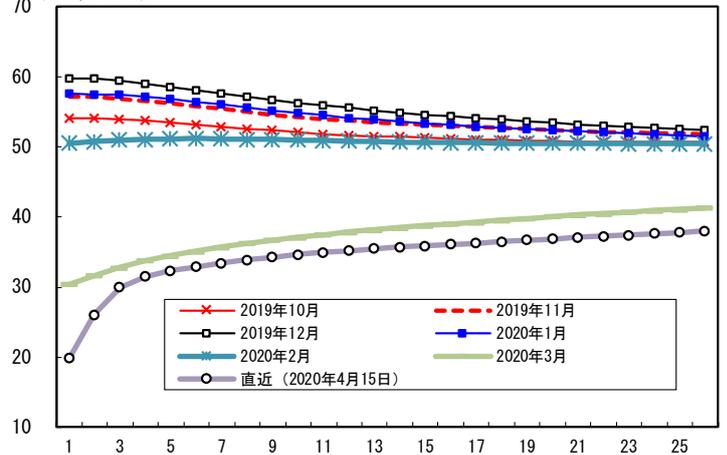
(注) 限月は28ヵ月先まで、2020年4月15日時点

(出所) ニューヨーク商業取引所 (NYMEX)

(年、月次)

(図表 8) WTI原油の先物カーブの変化

(ドル/バレル)

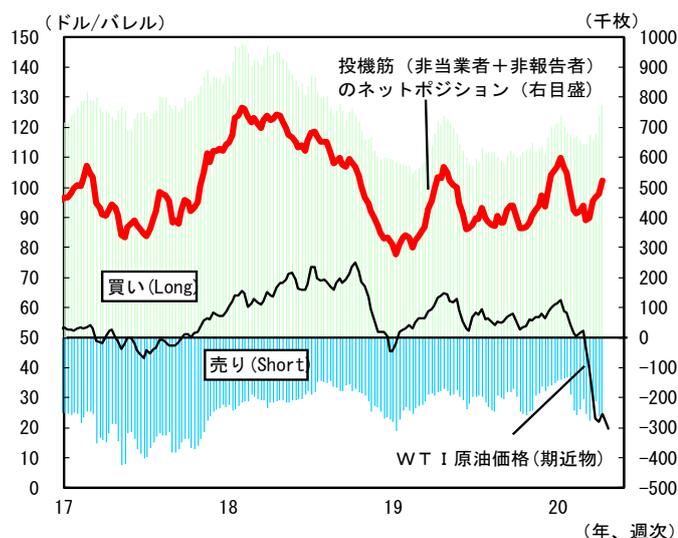


(注) 各時点における各限月 (28ヵ月先まで) のWTI原油先物価格

(出所) ニューヨーク商業取引所 (NYMEX)

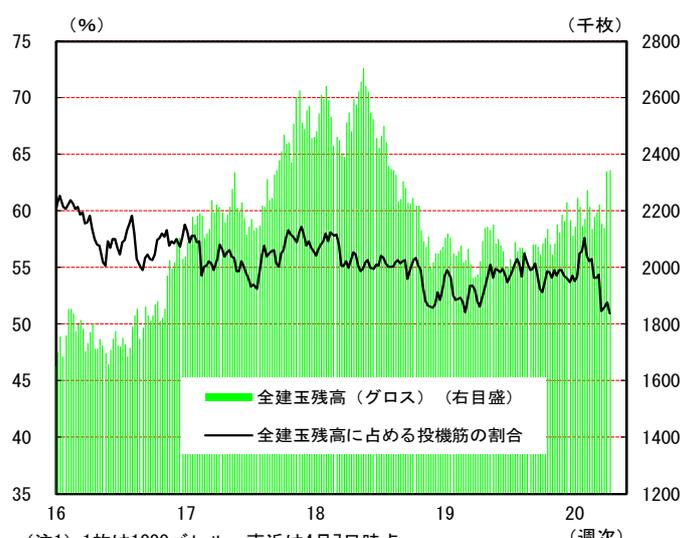
(限月)

(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4月7日時点、WTI原油は4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4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 (前月差)		生産量 (前月差)		産油能力	稼働率	生産余力 (3月)
	<3月>		<2月>				
アルジェリア	101.0	(-1.0)	102.0	(1.0)	108.0	93.5%	7.0
アンゴラ	140.0	(4.0)	136.0	(0.0)	145.0	96.6%	5.0
コンゴ共和国	31.0	(0.0)	31.0	(0.0)	33.0	93.9%	2.0
赤道ギニア	11.0	(-1.0)	12.0	(0.0)	15.0	73.3%	4.0
ガボン	20.0	(1.0)	19.0	(-1.0)	22.0	90.9%	2.0
イラン	198.0	(-7.0)	205.0	(-2.0)	383.0	51.7%	185.0
イラク	462.0	(1.0)	461.0	(9.0)	480.0	96.3%	18.0
クウェート	267.0	(-1.0)	268.0	(1.0)	307.5	86.8%	40.5
リビア	10.0	(-5.0)	15.0	(-64.0)	130.0	7.7%	120.0
ナイジェリア	193.0	(0.0)	193.0	(10.0)	200.0	96.5%	7.0
サウジアラビア	1,003.0	(29.0)	974.0	(1.0)	1,150.0	87.2%	147.0
UAE	300.0	(0.0)	300.0	(-1.0)	340.0	88.2%	40.0
ベネズエラ	70.0	(-5.0)	75.0	(-2.0)	90.0	77.8%	20.0
<b>OPEC13カ国</b>	<b>2,806.0</b>	<b>(15.0)</b>	<b>2,791.0</b>	<b>(-48.0)</b>	<b>3,403.5</b>	<b>82.4%</b>	<b>597.5</b>

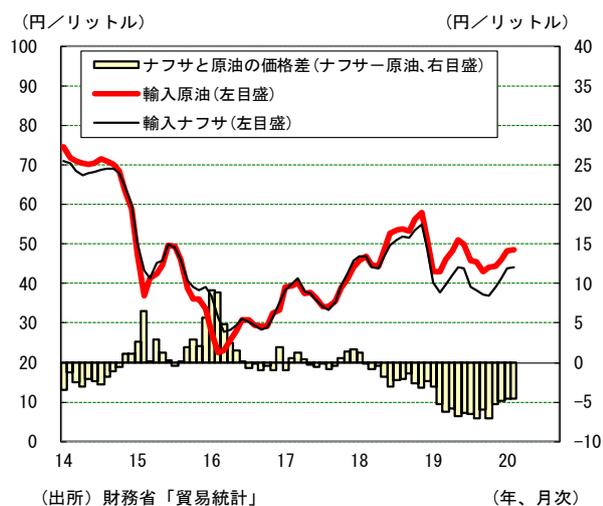
(注1) 2016年11月のOPEC総会において、産油量を日量約120万バレル減産し、3,250万バレルとする決定がなされた (12月にはOPECプラスで180万バレルの減産が決定)。  
 2018年12月のOPEC総会では日量80万バレルの減産を決定 (OPECプラスでは120万バレル)。  
 2019年12月のOPECプラスの閣僚会合では日量170万バレルの減産を決定 (自主減産分を含めて210万バレル)。  
 (注2) インドネシアは、2016年11月の総会で加盟資格が停止。ガボンは2016年7月より再加盟。  
 赤道ギニアは2017年5月に加盟。コンゴは2018年6月に加盟。カタールは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：新型コロナウイルスの感染拡大の影響で大幅安

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円のピークをつけた後、一進一退を経て、2019年10月には37.0円まで下落していたが、2020年2月には44.0円まで持ち直した。一方、輸入原油価格も2018年11月の58.0円をピークに2019年2月には43.0円まで下落した後、一進一退となり、2020年2月は48.6円だった（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7.1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、やや下落して一進一退となっていたが、2020年に入って急落し、4月1日がボトムとなっている。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、2019年後半以降、緩やかにナフサ安が是正されつつあったが、足元では再びナフサ安幅が拡大傾向となっている。新型コロナウイルスの感染拡大に伴う世界景気の減退観測などを背景に原油安が進んだことに加えて、石油化学プラントの減産や定期修理でナフサの需給が緩和した。新型コロナウイルスの感染拡大が収束に向かえば、原油安の修正やナフサ需給の改善から、ナフサ相場も上向くであろう。

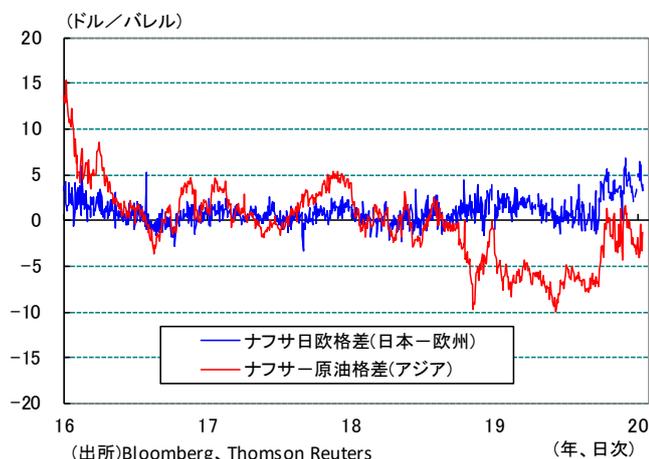
（図表12）日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



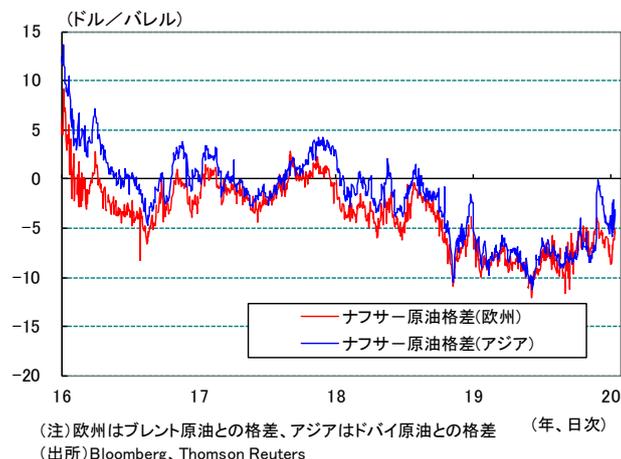
（図表13）アジアの原油・ナフサの市況



（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



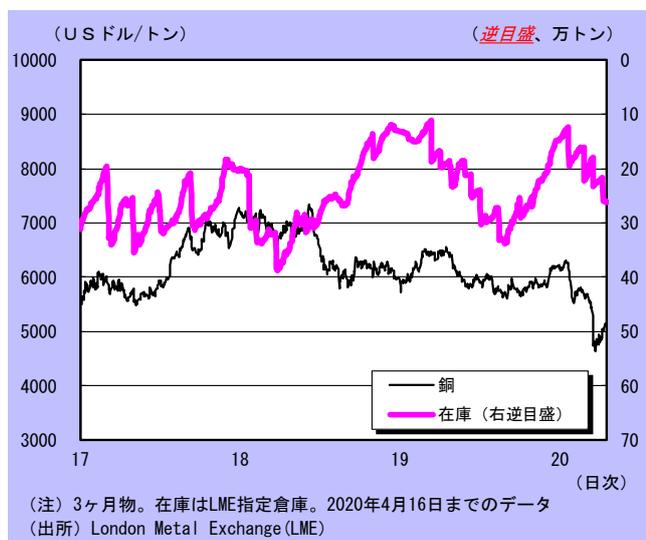
### Ⅲ. ベースメタル

#### 1. 銅を中心とした概況：大幅下落後、足元は5,000ドル台乗せ

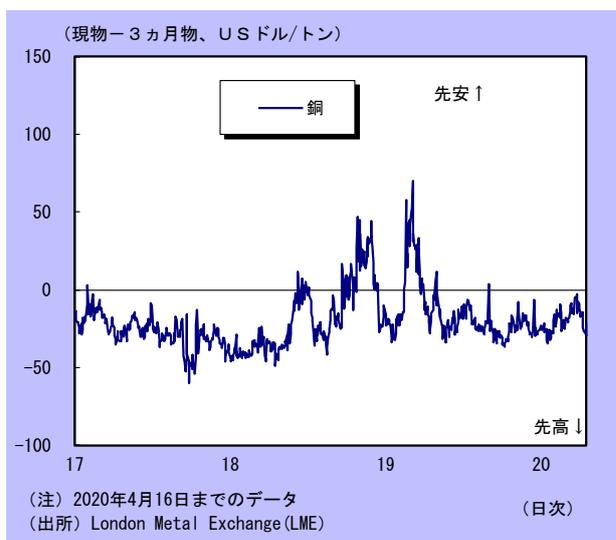
非鉄ベースメタル相場の中心となる銅相場は、2019年4月17日に1トンあたり6,608.50ドルと9カ月ぶりの高値をつけた。9月3日に5,518ドルの安値をつけた後、2020年1月14日には6,321ドルまで持ち直したものの、3月19日には4,371ドルと2016年1月以来の安値まで下落した。足元は5,000ドル台に乗せて推移している。

(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



#### 【1月の動向】～横ばい後、後半に大幅下落

##### 上旬は地政学リスクを材料に変動

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。

##### 米中の貿易合意署名などを材料に高値

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。16日には6,343ドルと8カ月ぶりの高値をつけた。

### 新型コロナウイルスへの懸念で大幅下落

その後、高値圏でもみ合ったが、21日には、中国で25日の春節（旧正月）を前に帰省ラッシュの本格化が見込まれる中で、新型コロナウイルスの感染拡大への懸念が広がり、銅相場の下落幅が大きくなった。23日には交通機関の停止など武漢市を封鎖する措置が取られたものの、その後も新型コロナウイルスの感染が拡大する中、銅相場は下落を続けた。中国国務院は26日に春節休暇を3日延長して2月2日までとすると発表し、上海市は市内の企業等の春節休暇を2月9日までとするとし、自動車メーカー等も春節休暇後の生産再開の延期を相次いで発表した。

### 【2月の動向】～横ばい圏

#### 上旬に安値

春節休暇明けの2月3日には5,523ドルと5カ月ぶりの安値をつけた。1月16日の高値からは約13%の下落となった。

#### ウイルスの感染拡大や中国の金融緩和を材料に横ばい圏

一方、2月2日に中国人民銀行は公開市場操作で1.2兆元の大量資金供給を行うと発表した。当局が対策を講じることにに対する期待から休暇明けの金融市場の混乱は限定的にとどまり、4日以降の銅相場は持ち直しに転じた。5日は新型コロナウイルスのワクチンや治療薬に対する報道をきっかけにウイルスへの懸念が和らぎ、銅相場は上昇する場面があった。ウイルスの感染拡大ペースが減速しているとの見方が支援材料になったが、13日には集計方法の変更などから感染者・死者が急増して嫌気される場面もあった。14日には、米中貿易協議の第1段階の合意が発効したが、市場の関心は新型コロナウイルスにあり、あまり材料視されなかった。

#### 中国の景気対策や中国以外への感染拡大を背景に横ばい圏

中国人民銀行は、17日に中期貸出制度（MLF）1年物の金利を0.10%引き下げて3.15%とし、20日に最優遇貸出金利（ローンプライムレート、LPR）の1年物を0.10%引き下げて4.05%とした。一連の金融緩和策に加えて、ウイルスの感染拡大の影響で苦境に陥った企業に対する支援策を講じるとの期待も高まっており、銅相場を下支えした。一方で、米アップル社が新型コロナウイルス感染拡大の影響で業績が下振れするとの見通しを発表したこと（18日）、ウイルス感染が広がりを見せる韓国で初の死者が出たこと（20日）、週末を挟んでイタリアやイラン

など中国以外で感染者が大幅に増加したこと（24日）、LME指定倉庫の在庫が大幅に増加したこと（26日）、中国以外での感染者数が中国の感染者数を上回ったこと（27日）などが弱材料になった。28日には、一時5,533ドルと月初の安値に迫った。

### 【3月の動向】～中旬に急落

#### 月初は横ばい圏続く

3月初は、2月29日に発表になった中国国家統計局による2月の製造業購買担当者景況指数（PMI）が35.7、非製造業PMIが29.6とともに市場予想を大幅に下回ったことに続き、2日に財新/マークイットが発表した製造業PMIも同様の大幅悪化だったことから、中国政府による景気対策への期待が高まり、銅相場は上昇した。3日には5,800ドル近くまで戻した。

しかし、その後、銅相場は下落基調を辿った。3日に米連邦準備制度理事会（FRB）が0.5%の緊急利下げを行ったことは相場の押し上げ材料になったとみられるものの、中国を中心とする銅需要減退への懸念が下押し材料となり、3～4日の銅相場は横ばい圏にとどまった。

#### 感染拡大懸念から下落基調へ

感染者が10万人を超えたと報道されたこと（6日）、原油相場の急落につれ安したこと（9日）などが弱材料となり、一時5,433ドルと2016年12月以来の安値をつけた。10日は中国での感染のピークは過ぎたとの見方や、各国における景気対策への期待から持ち直したが、11日以降は再び下落基調となった。

#### 銅も換金売りの対象に

まず、トランプ米大統領による欧州26カ国からの渡航制限措置の発表（11日）したものの、企業支援策や給与減税など具体的な景気対策の詳細を欠いたことが嫌気された。13日は、中国が今年2回目となる預金準備率の引き下げを発表したことや、米国の景気対策への期待から持ち直したが、16日には、前日の日曜日にFRBが緊急の金融緩和を決定したにも関わらず、ウイルス感染拡大による景気失速懸念が強まり、銅相場は下落した。米欧での感染拡大による景気失速への懸念はさらに強まり、各資産が換金売りの対象となる中、銅も売られ、18日の相場は一気に5,000ドルを割り込み、19日には4,371ドルと2016年1月以来の安値をつけた。

#### 当局の対応を受けて売りが一巡

そうした中で、FRBはコマーシャルペーパー（CP）の買い入れ（17日）やマネー・マーケット・ファンド（MMF）への資金供給（18日深夜）など相次いで金融緩和措置を導入した。また、欧州中央銀行（ECB）は7,500億ドルの資産購入プログラムを決定し、英イングランド銀行（BOE）は政策金利を過去最低の0.1%に引き下げ、量的緩和の規模を拡大した。オーストラリア準備銀行も19日に政策金利を過去最低の0.25%に引き下げた。20日には、FRBが他の

5 中銀（ECB、日本銀行、BOE、カナダ銀行、スイス国立銀行）とのドル・スワップ協定を通じたドル資金供給の拡充を発表した。23 日は、FRB が再び臨時の米連邦公開市場委員会（FOMC）を開催し、米国債などの資産を「必要な量」だけ買い入れる無制限の量的金融緩和を決定した。

一連の金融緩和措置や、ウイルスの感染拡大の影響による銅生産の一時停止の動きを受けて、23 日の銅相場の上昇幅はやや大きくなった。月末にかけては、感染拡大に伴う経済活動への打撃が長期化すると観測が下押し要因となる一方で、各国当局による景気刺激策への期待が上押し要因となり、銅相場は一進一退の推移となった。

### 【先行き】～感染拡大が収束し、経済活動が再開するに連れて銅相場は回復へ

銅の相場は原油に比べて中国景気の影響を受けやすい。足元までは、米中貿易摩擦や新型コロナウイルスの感染拡大が重要な決定要因だった。米中両政府が貿易協定で「第 1 段階」の合意署名を行う運びとなる中、相場は上値追いとなり、1 月中旬に 1 トンあたり 6,343 ドルと 8 カ月ぶりの高値をつけた。

そこにウイルス感染拡大の影響が及んできた。1 月下旬には武漢市などでの感染拡大が懸念されたが、2 月は中国以外での感染拡大が懸念された一方で中国の景気支援策への期待などが相場を支える材料になった。だが、3 月は、欧米での感染拡大が顕著になり、その対策として外出禁止令や移動制限などが打ち出され、世界景気失速への懸念が深まり、一時 4,500 ドルを下回って 4 年ぶり安値をつけた。ただ、産油国の協調体制の崩壊が相場急落の一因となった原油に比べれば、銅相場の下落の程度は軽微だ。

先行き、中国では感染拡大が収束し、経済活動が持ち直すに連れ、銅需要の回復観測につながるだろう。新型コロナウイルスの影響で銅供給が抑制されたことも相場押し上げ要因になる。年後半には、中国製品の最終需要先である米欧景気も回復し、相場は 5,000 ドル台後半に持ち直す動きとなろう。

## 2. 各他品目の概況

### (1) アルミニウム市況：1,500 ドル割れまで下落

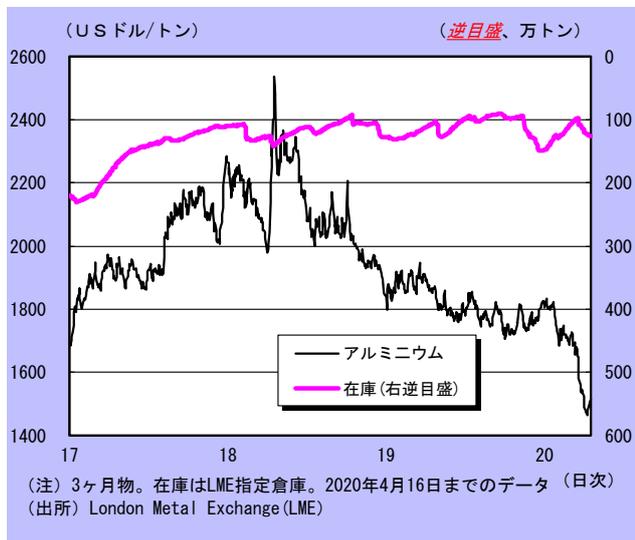
輸送機械の軽量化や高圧電線などに使われるアルミニウムの相場は、2018 年 4 月 19 日に 1 トンあたり 2,718 ドルと 2011 年 5 月以来の高値にまで上昇した後、下落傾向で推移し、2020 年 4 月 8 日には 1,454 ドルと 2015 年 12 月以来の安値をつけた。その後、1,500 ドル前後に反発しているが、下値不安がくすぶっている。

アルミニウム相場は、懸案だった米中貿易摩擦が緩和に向かい、世界的な新車販売の減速に歯止めがかかる兆しが見え始めたことを受けて、10 月上旬をボトムに下げ止まったようにみえていた。しかし、2020 年に入って、新型コロナウイルスの感染拡大の影響で、世界景気が著しい落ち込みを示しつつある中、相場は下落を続けた。先行きは、感染拡大が収束に向かい、経済活動

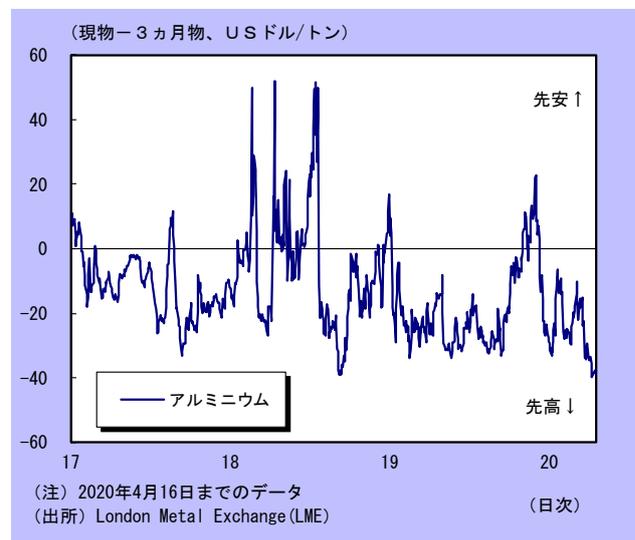
が再開されるに伴って、アルミニウム相場は回復するものと思われる。

(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ヶ月物) の推移

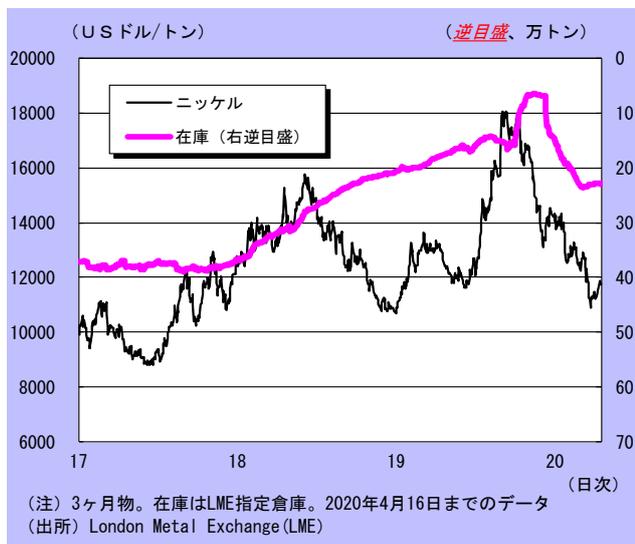


## (2) ニッケル市況：3月に安値、足元は12,000ドル前後

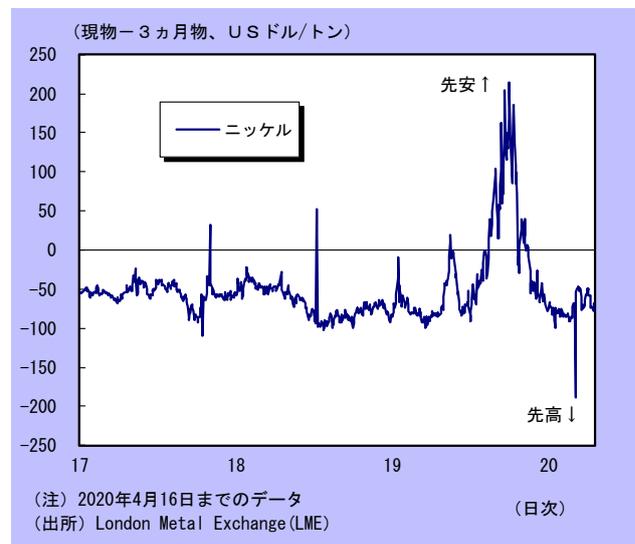
ステンレス鋼や電気自動車向けなどバッテリーの原材料になるニッケルの相場は、2019年1月2日には1トンあたり10,525ドルと2017年10月以来の安値に下落した後、上昇傾向となり、9月2日には18,850ドルと2014年9月以来の高値をつけた。その後、下落に転じ、2020年3月23日に10,865ドルをつけ、足元は12,000ドル前後で推移している。

(図表 18) ニッケル

ニッケル相場とLME指定倉庫在庫の推移



現先スプレッド (現物-3ヶ月物) の推移



2月25日にインドネシア政府が新型コロナウイルスの感染拡大対策として中国でとられた政策が産業活動を抑制するため、約110億ドル規模のニッケル開発計画が遅延すると発表したことが強材料視された。

しかし、世界各地に感染が拡大する中で、ニッケルについても需要の落ち込みが深刻だと受け止められ、ニッケル相場は下落基調を辿った。先行き、感染拡大の収束や世界景気の持ち直しとともに、ニッケル相場も上昇に転じると見込まれる。

### (3) 亜鉛市況：下落後、やや持ち直して1,900ドル前後

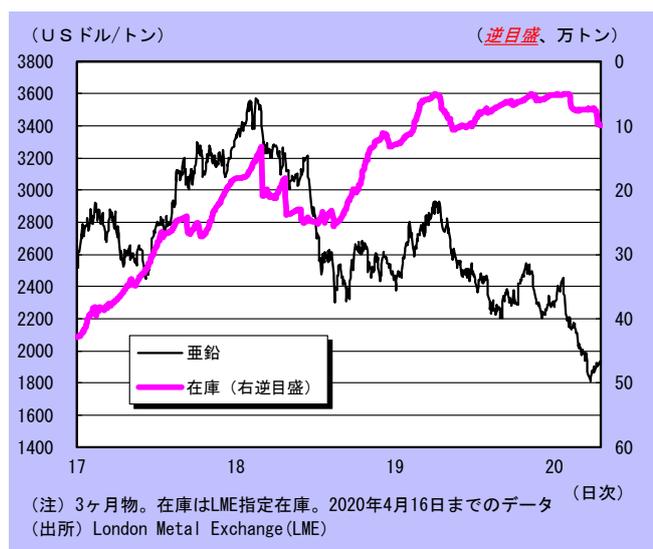
鋼材のメッキ向けが主用途の亜鉛の相場は、2019年4月1日に1トンあたり2,958ドルと2018年6月以来の高値をつけた。その後、下落に転じて、2020年3月19日に1,674ドルと2016年2月以来の安値まで下落した。足元は1,900ドル前後で推移している。

2月頃には新型コロナウイルスの感染拡大とともに各金属の需要減退観測が広がったが、その中でも亜鉛はLME指定倉庫の在庫が大幅に増加したこともあり、相場が軟調であった。

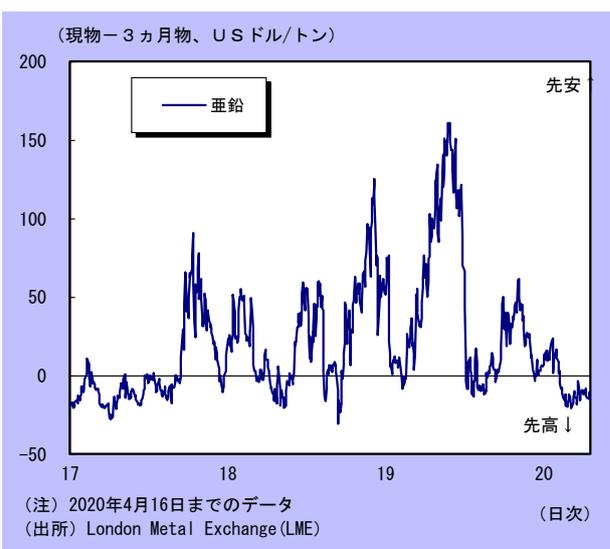
他の金属と同様に亜鉛も需要の落ち込みが懸念されて相場が下落している。3月には鉱山の操業停止の報が相次いだ、相場の反発力は弱い。先行き、感染拡大の収束や世界景気の回復とともに、亜鉛相場も持ち直すであろう。

(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：約11年ぶりの安値後、足元は15,000ドル台

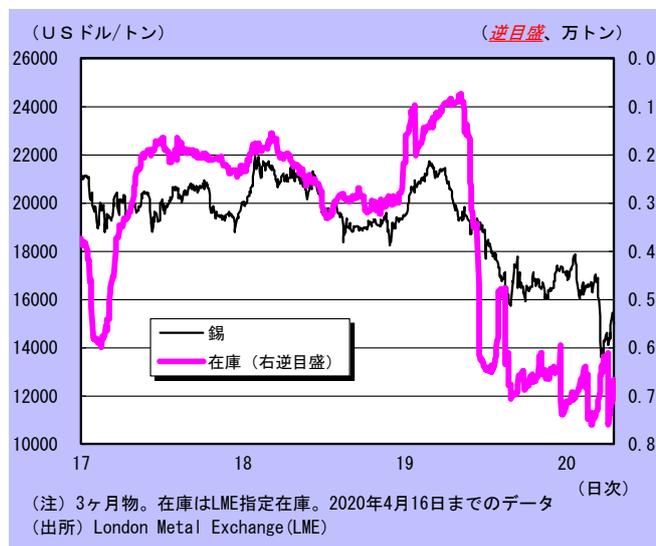
電子部品のはんだ付けなどに使われる錫の相場は、2019年2月25日に1トンあたり21,800

ドルと 2018 年 2 月以来の高値をつけた。その後、持ち直す局面もあったものの、持続せず、再び下落傾向で推移して、2020 年 3 月 23 日には 12,700 ドルと 2009 年 7 月以来の安値をつけた。足元は 15,000 ドル台で推移している。

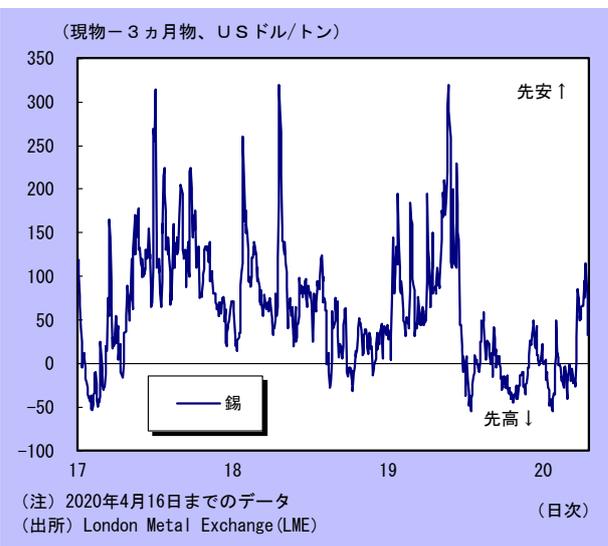
米中貿易協議では第 1 段階の合意署名がなされ、エレクトロニクス製品の需要も循環的な回復局面にあるとみられる。もっとも、新型コロナウイルスの感染拡大を受けた需要の落ち込みがどの程度、広がるかは予断を許さない状況だ。先行きは、他の金属と同様に、感染拡大の収束や世界景気の回復を受けて、錫相場が持ち直す展開が見込まれる。

(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



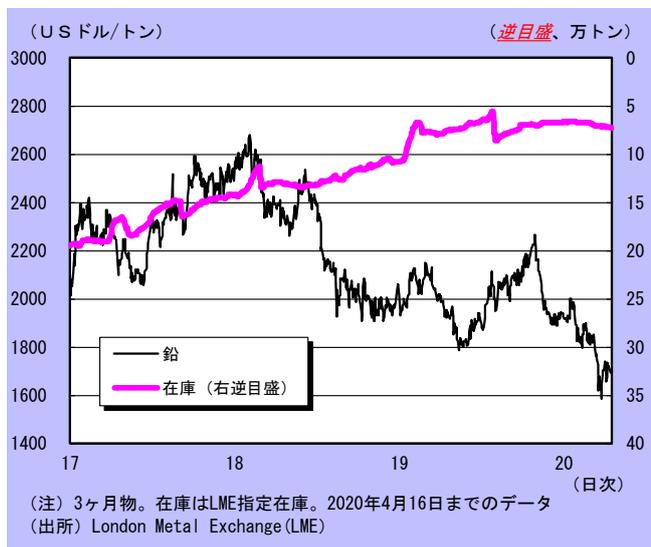
#### (5) 鉛市況：下落後、足元は 1,700 ドル前後

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（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、2020 年 3 月 18 日には 1,570 ドルと 2015 年 11 月以来の安値となった。足元は 1,700 ドル前後で推移している。

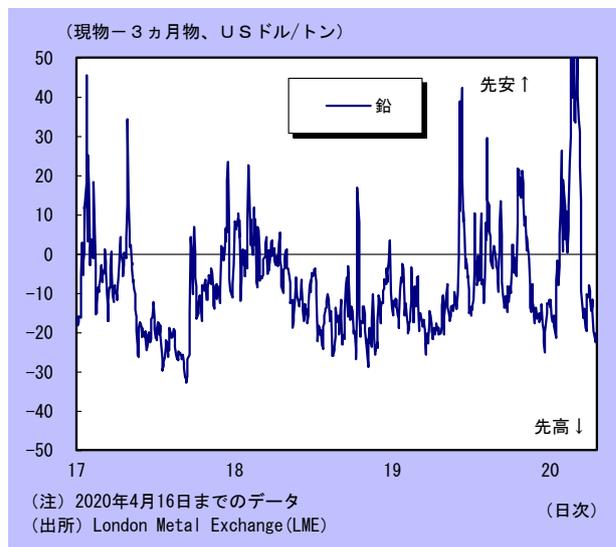
新型コロナウイルスの感染拡大の影響に加えて、冬場の需要期を終えたこともあり、足元の相場の反発力は他の金属に比べても弱い。先行きは、他の金属と同様に、感染拡大の収束や世界景気の回復に連れて、鉛相場も持ち直しが見込まれる。

(図表 21) 鉛

鉛相場と LME 指定倉庫在庫の推移



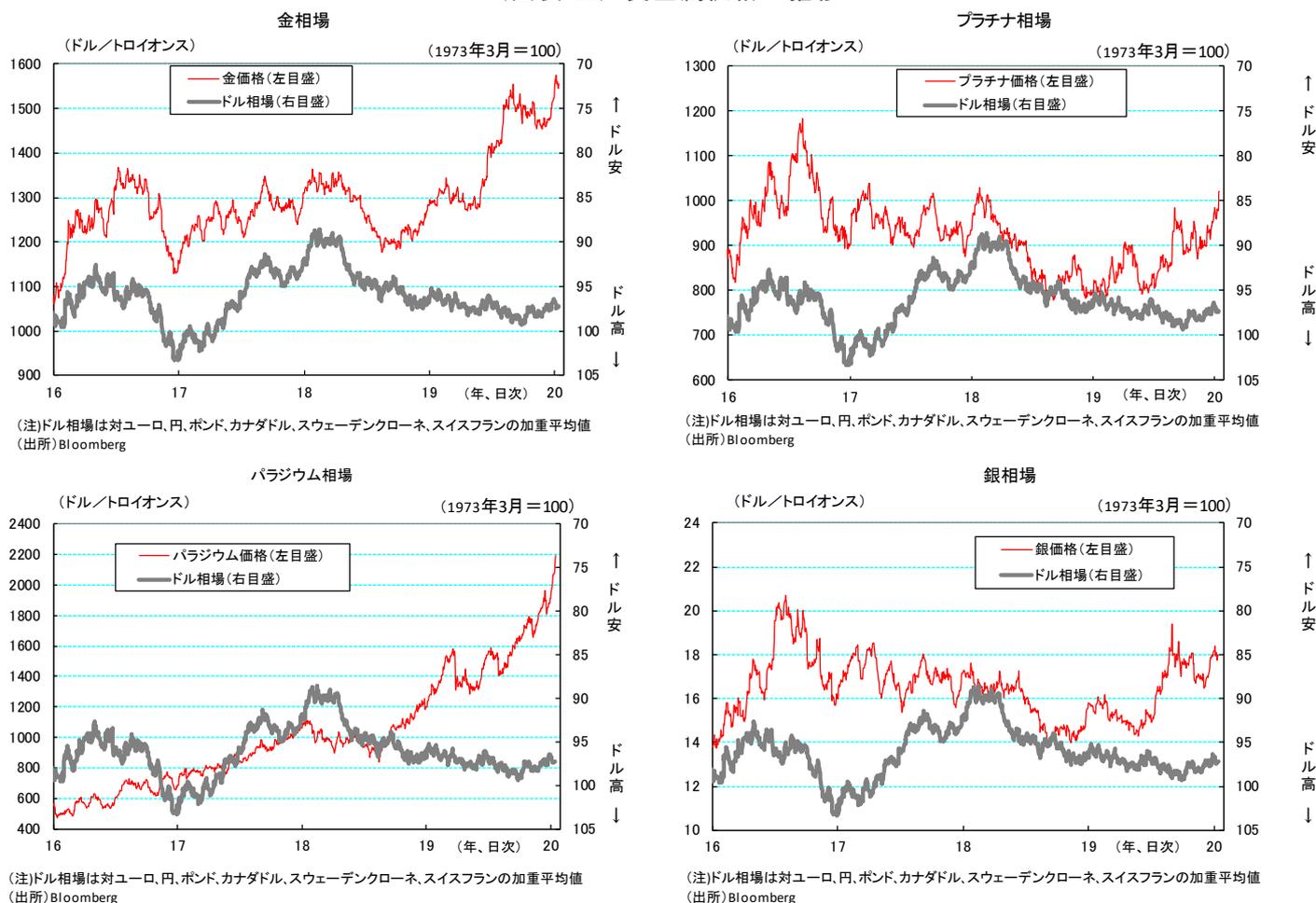
現先スプレッド (現物-3ヶ月物) の推移



#### IV. 貴金属：金相場は乱高下の後、4月中旬に7年超ぶり高値

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。その後、上昇基調で推移して、2020年4月14日に1,746.50ドルと2012年11月以来の高値をつけた。2020年3月中旬には1,450ドルまで急落する場面があったが、すぐに持ち直し、高値を更新する動きになった。

(図表 22) 貴金属価格の推移



#### 【1月の動向】～上旬に高値後、一進一退

##### 地政学リスクを受けて急騰

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。

### 地政学リスク懸念の後退で騰勢は一服

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、金相場は下落に転じた。14日には1,535ドルまで下落した。

### 新型コロナウイルスへの懸念が相場を押し上げ

しかし、15日には、米中両国が貿易協定の「第1段階」の合意に署名したものの、米政府が対中制裁の第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%の関税は維持されたため、貿易摩擦に対する懸念は残り、金の買い材料になった。

また、1月下旬は、中国湖北省武漢市で発生した新型コロナウイルスの感染拡大への懸念から、安全資産である金を買われる流れとなった。

## 【2月の動向】～大幅上昇後、月末は下落

### 新型ウイルスへの懸念続く

2月初めには1,591ドルまで上昇した。しかし、3日には中国人民銀行が1.2兆元規模の資金供給を実施したほか、中国政府が景気支援策を検討と報じられたことなどを背景に金は売られ、5日には1,546ドルまで下落した。もっとも、米国をはじめ各国で低金利が継続するとの見込みから下値は限定的だった。

### 感染拡大を受けて上昇

7日の米国雇用統計では、雇用増加数が市場予想を上回ったものの、新型肺炎への懸念などから金相場は堅調であった。注目された11日のパウエル議長の証言では、堅調な米経済見通しが示されたことなどから金相場はやや下落した。しかし、低金利環境は継続しており、高値にある株式や債券の下落リスクも意識され、金相場の下値は限定的だった。

18日には、米アップル社が感染拡大の影響などから1～3月期の売上高の下振れ見通しを示したことが強材料となり、1,600ドルを上回った。その後も、新型ウイルスの感染が世界各地に

広がりを見せることを背景に、株式や原油などリスク資産が売られる一方で、安全資産である金は上値を切り上げていった。24日には、週末に韓国、イタリア、イランなどで感染拡大が報告されたことを受けて、相場は1,688ドルまで上昇した。

### 株安に伴う換金圧力が金売りに

月末には、世界的な株安が進む中でパウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長が緊急声明を発表して追加利下げ観測が一段と強まったことが金の支援材料になったとみられたものの、株式やコモディティ全般が売られる中で、安全資産とされる金にも換金売りが波及し、相場は急落した。28日の安値は1,565ドルだった。

### 【3月の動向】～上旬に大幅上昇後、大暴落を経て持ち直し

#### FRB緊急利下げや感染拡大懸念が支援材料

3月2日はFRBなど各国中銀の利下げ観測からやや買い戻された。3日は主要7カ国財務相・中央銀行総裁会議が緊急で電話会議を開催したことへの反応は限られたものの、その後、FRBが臨時の連邦公開市場委員会（FOMC）を開催して0.5%の緊急利下げを行ったことから大幅に買い戻された。

その後も、新型コロナウイルスの感染について、5日にカリフォルニア州が緊急事態宣言を出し、ニューヨーク州でも感染者が急増するなど、米国でも感染拡大への警戒感が強まり、安全資産である金買いにつながった。週明け9日には、一時1,702ドルをつけた。

### 再び換金売り圧力で大幅下落

しかし、その後は、下落に転じた。高値をつけたことによって益出しの売りが出たことや、株価や原油価格が急落する中で投資家が戦略の練り直しや追加証拠金をねん出する必要に迫られたためとみられる。

株価は、連日、ジェットコースターのような乱高下を繰り返す展開となった。株価が不安定な動きを続ける中、金は換金売り圧力が続き、16日には1,500ドルを下回った。前日（15日日曜日）には、FRBが再び臨時のFOMCを開催して、1%の緊急利下げを行い、リーマンショック後以来となる実質的なゼロ金利政策を復活させ、米国債や住宅ローン担保証券（MBS）を購入する量的緩和政策の再開を決めていた。しかし、市場の不安心理は抑制できず、16日の米国株価はブラックマンデー以来の下落率となり、金は換金売り圧力を受けて下落を続けた。

### 政策対応を受けて激しい換金売りは一服して反転

しかし、17日には、市場の不安定な状況が続く中、FRBが金融緩和を一段と進めるため、リーマンショック時に導入されていたコマーシャルペーパー（CP）購入の再開に踏み切ったことが相場の押し上げ材料視された。さらに、米国ではトランプ政権が1兆ドル規模の経済対策を検

討していることを明らかにしたものの、景気下振れ懸念は根強く、株価は下落したため、18日の金相場は再び損失補填のための換金売りに押された。

そうした中、F R Bは、リーマンショック時以来となるマネーマーケットファンド（MMF）への資金供給も決めた。MMFは顧客の解約に備えてC Pの売却を進めており、C Pの需給悪化を防ぐために必要と判断した。一方、欧州中央銀行（E C B）は新たに7,500億ユーロの資産購入プログラムを決定し、英イングランド銀行（B O E）は政策金利を過去最低の0.1%に引き下げ、量的緩和の規模を拡大した。オーストラリア準備銀行も19日に政策金利を過去最低の0.25%に引き下げた。20日には、F R Bが他の5中銀（E C B、日本銀行、B O E、カナダ銀行、スイス国立銀行）とのドル・スワップ協定を通じたドル資金供給の拡充を発表した。投資家のリスク回避姿勢は幾分後退して換金売りの弱まりから、金相場は上昇した。

23日は、F R Bが臨時の米連邦公開市場委員会（F O M C）を開催し、米国債などの資産を「必要な量」だけ買い入れる無制限の量的金融緩和を行う異例の措置を受けて、金利のつかない金は大幅に買われた。なお、新型コロナウイルスの影響で金先物の決済に用いられる現物を生産するスイスの複数の金製錬所が生産停止に陥ったとの報を受けて、ニューヨークで取引される金先物は現物とかい離して大幅上昇する場面があった。

### 景気対策への期待と雇用情勢の悪化の綱引き

その後は、米国議会が2兆ドル規模の経済対策で合意したと報道されたことを受けて、リスク資産を買い戻す動きが広がり、金は売られた。しかし、26日は、21日に終わる週の新規失業保険申請件数が32.8万件と過去最大を記録したことなどを受けて、米国債などとともに安全資産である金は買われ、26日に金現物は1,642ドルまで上昇した。

### 景気回復期待を背景としたリスク志向の回復から金はやや売られる

しかし、27日は、景気後退懸念から米国株式が大幅に売られ、金も換金売りの対象になる展開となった。その後、同日中には米国で2.2兆ドルに上る経済対策が成立した。週明け30日は、米国の経済対策を受けて投資家のリスク資産施行が強まった一方で、週末に米国で感染者数が急増したことが安全資産需要を高めたため、金相場はもみ合った。31日は、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（P M I）が前月から大幅改善して判断基準となる50を上回ったことを受けて、投資家のリスク志向が回復し、金には売り材料となった。月末は1,571ドルだった。

### 【先行き】～目先は景気悪化を受けて安全資産需要が高まる傾向か

4月に入って、I S M製造業景況指数、新規失業保険申請件数、雇用統計といった米国の経済指標が市場予想を上回る悪化を示したことを背景に金は買い戻されている。各国の金融緩和措置で金利のつかない金が相対的に有利化していることや、株価の乱高下で安全資産需要が増えてい

ることなども支援材料になっているとみられ、金先物は1,700ドルを上回ってきた。

各国の政策対応によって経済活動の落ち込みへの懸念は一時に比べて和らいでいるが、米国や欧州などで人の移動や事業活動などが制限されたことの景気への悪影響を示すデータは今後さらに増えると見込まれる。市場予想以上に実体経済の落ち込みが激しいというデータが続いており、市場の景気認識はさらに下振れ、金相場を支援する可能性がある。

一方で、先行き、新型コロナウイルスの感染拡大がピークアウトしたとの認識が広がってくる局面になれば、これまでのリスク回避的な投資行動の巻き戻しが起こる可能性があるが、制限された移動や事業活動の再開は慎重に進められるとみられ、急激な動きにはならないだろう。各国の中央銀行によって金融緩和が強化されたことも下支え要因になる。

— ご利用に際して —

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