

2020 年 7 月 21 日

経済レポート

コモディティ・レポート(2020 年 4~6 月)

調査部 主任研究員 芥田 知至

I. コモディティ市況全般：原油・銅は持ち直し、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 4 月 21 日には現行の指数で遡及できる 1994 年以降で最低を記録した後、上昇に転じて、7 月 9 日には 4 カ月ぶりの高値をつけた。足元では、感染再拡大などを受けて相場の上値が重くなっているが、基本的には、経済活動の再開を進める動きは維持され、世界景気回復とともに原油や銅などコモディティ相場の回復が続こう。

II. エネルギー市況：ブレントは 16 ドル割れ、WTI はマイナス 40 ドルから持ち直し

国際指標とされるブレント原油は、4 月 22 日に 15.98 ドルまで落ち込んだ。WTI は 4 月 20 日にマイナス 40.32 ドルと「マイナス価格」をつけた。その後、経済再開の動きに伴って原油相場は持ち直している。先行きも相場の持ち直しは続こうが、感染再拡大への懸念から上昇ペースは緩やかになるう。

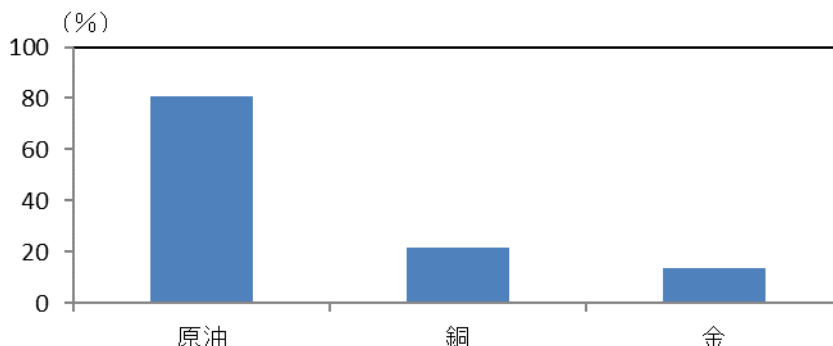
III. ベースメタル市況：銅は上昇して 6,600 ドル台と 2 年ぶりの高値

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、その後は上昇傾向となり、7 月 13 日には 6,633 ドルと 2018 年 8 月以来の高値をつけた。経済活動の再開を背景とした銅需要の回復観測は根強く、世界景気の先行指標とされる銅相場は底堅い推移が見込まれる。

IV. 貴金属市況：金相場は上昇が続き、7 月上旬に 9 年ぶり高値

金相場は、上昇基調で推移して、2020 年 7 月 8 日に 1,817.71 ドルと 2011 年 9 月以来の高値をつけた。景気の持ち直しの動きが弱材料だが、新型コロナの感染再拡大への懸念や株価に高値警戒感が出ていることが安全資産である金を買われる理由になっている。目先は調整含みだが、さらに上昇する可能性がある。

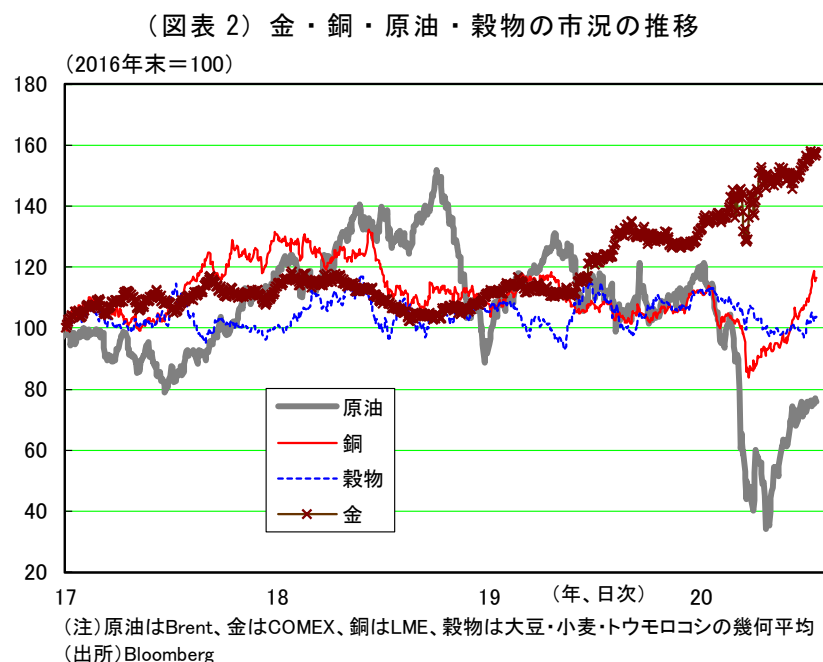
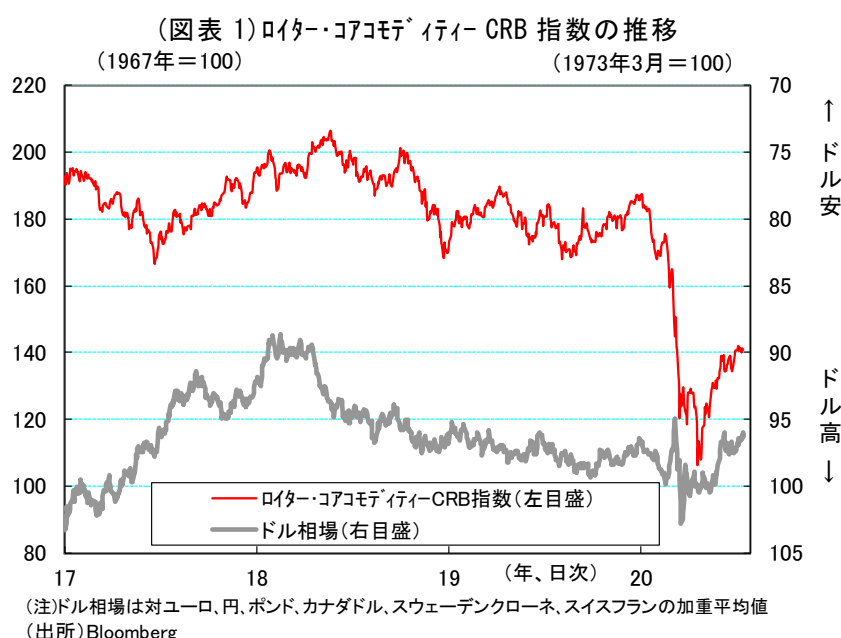
原油・銅・金相場の騰落率（2020 年 6 月末と 2020 年 3 月末の比較）



I. コモディティ市況全般の概況：原油・銅は持ち直し、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、大幅に下落して4月21日には現行の指数で遡及できる1994年以降で最低を記録した（図表1）。その後は上昇に転じて、7月9日には4ヶ月ぶりの高値をつけた。

マクロ経済環境をみると、新型コロナウイルス感染拡大への対策で導入された各種規制が緩和され、経済活動が再開される中で、エネルギーや金属の相場は持ち直す動きが継続している。一方、感染再拡大や株価下落への警戒感から金は高値追いが続いている。足元では、感染再拡大や経済活動の制限再導入を受けて相場の上値が重くなっているが、基本的には、経済活動の再開を進める動きは維持され、世界景気回復とともに原油や銅などコモディティ相場の回復が続こう。



Ⅱ. エネルギー

1. 原油市況：ブレントは 16 ドル割れ、WTI はマイナス 40 ドルから持ち直し

国際指標とされるブレント原油は、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。4 月 12 日には、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合意したものの、原油相場を押し上げるには至らず、WTI（5 月渡し）は、4 月 20 日にはマイナス 40.32 ドルと大幅な「マイナス価格」をつけた。ブレントも 4 月 22 日に 15.98 ドルまで落ち込んだ。

その後、原油相場は持ち直した。6 月 23 日には WTI で 41.63 ドル、ブレントで 43.93 ドルと OPEC プラスの減産協議の決裂を受けて原油相場が暴落した 3 月 6 日以来の水準まで戻した。その後、相場は頭打ちとなりつつも、下値も限定された推移となっている。

【4 月の動向】～WTI が一時マイナス価格

（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	 (24.74)	米エネルギー情報局（EIA）の週次石油統計で、3 月 27 日に終わる週の原油在庫が前週比 1,380 万バレル増と 2016 年 10 月以来の大幅増となったことや、ガソリン消費量の減少が続いたことが弱材料となった。WTI は 0.8%安、ブレントは 6.1%安だった。
2 日	 (29.94)	トランプ米大統領がロシアのプーチン大統領、サウジアラビアのムハンマド皇太子と個別に電話会談を行い、両国の協調減産について仲介したことを明らかにしたことを受けて、WTI は 24.7%高、ブレントは 21.0%高となった。
3 日	 (34.11)	6 日に石油輸出国機構（OPEC）に非 OPEC 産油国を加えた「OPEC プラス」の緊急テレビ会議が開催されて日量 1,000 万バレル超の大規模な協調減産が検討されると報じられたことを受けて原油相場は上昇した。WTI は 11.9%高、ブレントは 13.9%高と連日の大幅上昇だった。
6 日	 (33.05)	この日に予定されていた OPEC プラスのテレビ会議が 9 日に延期されたと週末に報じられたことで、協調減産への期待が後退し、相場は反落した。WTI は 8.0%安、ブレントは 3.1%安だった。

7 日	 (31.87)	産油国による協調減産の実現に対して懐疑的な見方が強まった。E I Aが「米国の減産は市場原理によって起こり、連邦政府の介入によるものではない」と表明したことで、米国が産油国による協調減産に参加する見込みは少ないと受け止められた。W T I は 9.4%安、ブレントは 3.6%安だった。
8 日	 (32.84)	9 日に開催される O P E C プラスのテレビ会議で協調減産が合意される可能性を一定程度、織り込む動きとなった。一方で、E I A が発表した週次統計で原油在庫が前週比 1,518 万バレルと記録的増加を示したことが弱材料だった。
9 日	 (31.48)	O P E C プラスが日量 1,000 万バレルの減産で合意したと伝わり、一時原油相場が上昇する場面もあったが、減産規模が不十分とか、米国などの参加が不明といった不確実性などが嫌気されて下落した。W T I は 9.3%安、ブレントは 4.1%安だった。10 日は、聖金曜日（グッド・フライデー）で休日だったが、メキシコが 40 万バレルの減産を渋る中、協調減産全体の成立が危ぶまれた。12 日には、緊急テレビ会議が開催され、減産規模を 970 万バレルに修正することが決定された（メキシコは同国の主張通りの 10 万バレルの減産にとどまった。米国がメキシコの減産分の一部を肩代わりするなどの支援を表明した）。
13 日	 (31.74)	小動きだった。W T I は下落、ブレントは上昇した。前日に O P E C プラスが日量 970 万バレルの協調減産で合意し、O P E C プラス以外の産油国も減産を表明し、消費国の一部も備蓄の積み増し方針などを明らかにしたものの、新型コロナウイルスの感染拡大による原油需要の落ち込みによる供給過剰を解消するには不十分との見方も根強かった。
14 日	 (29.60)	W T I は 10.3%安、ブレントは 6.7%安。協調減産にも関わらず、原油の供給過剰は続くとの見方が優勢になった。E I A が前日に発表した統計で、4～5 月のシェールオイルの生産量がやや大幅な減少となる見込みが示され、強材料になったとみられるが力不足だった。
15 日	 (27.69)	続落した。E I A の週次石油統計で、原油在庫が前週比 1,925 万バレルと過去最大を更新したことや、国際エネルギー機関（I E A）が 2020 年の石油需要を日量 930 万バレル減と見込んだことなどが弱材料となった。W T I は 1.2%安、ブレントは 6.5%安だった。

16 日	 (27.82)	WT I は横ばい、ブレント小幅高だった。O P E C が世界の石油需要見通しを日量 690 万バレル減と大幅に引き下げたことが弱材料になったとみられるものの、欧米で新型コロナウイルス感染拡大を受けた各種活動の制限を緩和する動きが出たことが強材料になった。前日にはドイツでメルケル首相が 3 月に導入した制限措置を緩和すると発表し、この日は米国が経済活動の再開に向けたガイドラインを公表するとしていた。
17 日	 (28.08)	WT I は小幅安だったものの、ブレントは小幅高だった。前日にトランプ米大統領が経済活動再開に向けたガイドラインを発表したことが強材料だったものの、1～3 月期の中国の G D P が前年比 6.8% に落ち込んだことが弱材料だった。
20 日	 (25.57)	WT I 価格が史上初めてマイナスに落ち込んだ。21 日に納会を迎える 5 月限の清算値は前週末比 55.90 ドル(306%)安のマイナス 37.63 ドル、一時マイナス 40.32 ドルまで下落した。6 月限は同 4.60 ドル安の 20.43 ドルにとどまった。新型コロナウイルスの感染拡大に伴う原油需要の大幅減で、在庫が急速に積み上がって貯蔵タンクの不足が懸念される中、買い手が見つかりなくなり、相場が急落した。ブレントも 8.9% 下落した。
21 日	 (19.33)	WT I は、取引最終日となった 5 月限が 1 バレルあたり 10.01 ドル、前日比 47.64 ドル高となった。取引の中心である 6 月限は 11.57 ドル、前日比 8.86 ドル安だった。ブレントは 19.33 ドルと前日比 6.24 ドル (24.4%) 安であった。前日にマイナス価格をつけた WT I の 5 月限はプラス圏に回復したが、WT I の 6 月限やブレントは下落が続いた。世界的な供給過剰への懸念を背景とした原油安の圧力が続いた。
22 日	 (20.37)	産油国による追加減産期待や米原油在庫の増加幅が予想を下回ったことを背景に、WT I が前日比 2.21 ドル (19.1%) 高、ブレントが 1.04 ドル (5.4%) 高となった。ブレントは一時 15.98 ドルと 1999 年 6 月以来の安値まで下落した。前日にサウジが他の産油国とともに追加減産を講じる用意があると報じられ、O P E C プラスが 5 月に緊急会合を開催する可能性があるとの報道もあった。また、E I A の週次統計では原油在庫の増加幅が市場予想程度にとどまったことも急激な需給緩和に対する懸念を和らげたとみられる。

23 日	↑	(21.33)	前日にトランプ米大統領が「イランの軍艦が米国の艦船に嫌がらせをすれば、すべて砲撃し破壊してよいと海軍に指示した」とツイッターに投稿したことや、クウェートやアルジェリアが協調減産が開始される5月1日を待たずに減産を開始したと報じられたことが相場の押し上げ材料になった。WTIは2.72ドル(19.7%)高、ブレン트가0.96ドル(4.7%)高だった。
24 日	↑	(21.44)	引き続き、米国とイランとの緊張が警戒されたほか、トランプ氏がエネルギー業界支援のために政府が燃料を購入する考えを示したことなどが支援材料となり、原油相場は続伸した。
27 日	↓	(19.99)	大幅反落し、WTIは4.16ドル(24.6%)安、ブレン트는1.45ドル(6.8%)安。原油の貯蔵スペース不足への懸念が強まった。また、前週にWTI期近物(5月限)がマイナス価格をつけたことで、6月限などでも同様の事態が起こるのではないかと懸念から資金を逃避させる動きが出た。
28 日	↑	(20.46)	貯蔵スペース不足への懸念が続き、WTIは続落。一方、新型コロナウイルス対策のために導入した経済活動の制限を、米国の16州が緩和する動きとなり、欧州でもイタリア、フランス、スペインなどが制限解除に動き始めたことが押し上げ材料となった。ブレン트는上昇した。
29 日	↑	(22.54)	WTIが2.72ドル(22.0%)高、ブレン트가2.08ドル(10.2%)高。EIA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が押し上げ材料になった。
30 日	↑	(25.27)	欧米で経済活動の制限を解除する動きが出ていることに加えて、米エネルギー大手9社が戦略石油備蓄(SPR)の保管スペース2,300万バレル分を借りることで米政府と合意したことや、前日にノルウェーが6~12月に産油量を削減すると発表したことが押し上げ材料になり、大幅続伸した。WTIが3.78ドル(25.1%)高、ブレン트가2.73ドル(12.1%)高だった。

【5月の動向】～持ち直し傾向

3日	↑ (26.44)	続伸。OPECプラスによる970万バレルの協調減産などが開始されること、米石油大手のエクソンやシェブロンが減産を発表したこと、米ベーカー・ヒューズ社が発表した米国石油掘削リグの稼働件数が減少を続けたことなどが強材料になった。
4日	↑ (27.20)	続伸。30日のトランプ米大統領の発言に続いて、この日はポンペオ国務長官が新型コロナウイルスの発生源として中国湖北省武漢市の研究所だとする説を述べ、米中の関係悪化が景気停滞を招くとの懸念から相場が下落する場面があった。しかし、イタリアが予定通りこの日から都市封鎖の解除を進めたほか、フィンランドや米国の一部の州などもコロナ対策の各種制限を緩和することが石油需要の回復期待につながった。
5日	↑ (30.97)	大幅続伸。欧米で経済活動を再開する動きが広がっていることや、米シェール企業や石油大手で原油減産が進みつつあることが好感された。WTIは4.17ドル(20.5%)高、ブレントは3.77ドル(13.9%)高だった。
6日	↓ (29.72)	反落。EIAの週次統計で原油在庫の増加幅が市場予想を下回ったものの、15週連続での増加となり、需給緩和懸念につながった。
7日	↓ (26.44)	続落。サウジが公式販売価格(OSP)を引き上げたことや、4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を材料に一時上昇したものの、需給緩和への懸念が下押し圧力になった。
8日	↑ (30.97)	WTIが1.19ドル(5.1%)高、ブレントが1.51ドル(5.1%)高。欧米で経済活動の制限を緩和する動きが続いていることや、米国のシェール企業や石油メジャーが減産していることが押し上げ材料になった。
11日	↓ (29.63)	反落した。サウジが6月に日量100万バレルの追加減産を行うと報道されたことが押し上げ材料だったが、この日は、新型コロナウイルス感染拡大の第2波への警戒感により下押しされた。中国、韓国、ドイツなどで再び感染者が増える動きが嫌気された。
12日	↑ (29.98)	WTIは1.64ドル(6.8%)高、ブレント0.35ドル(1.2%)高。前日にサウジが日量100万バレルの自主減産を追加で行うと発表したのに続き、アラブ首長国連邦(UAE)が10万バレル、クウェートが8万バレルの追加の自主減産を発表した。OPECプラスが6月以降も970万バレルの協調減産を継続する意向だと報道されたことも相場の押し上げ材料になった。

13 日	↓ (29.19)	E I A が発表した週次統計で原油在庫が市場用に反して減少したことなどが好感される場面があったものの、米連邦準備制度理事会（F R B）のパウエル議長が新型コロナの感染拡大による落ち込みから景気が回復するには時間がかかるとの警戒感を表したことが弱材料となり、下落した。
14 日	↑ (31.13)	国際エネルギー機関（I E A）が 2020 年の石油需要見通しを上方修正したことや、2020 年上期に日量 970 万バレル増加した原油在庫のうち、同 550 万バレル分は下期に取り崩されると予測したことが原油需給の緩和懸念を和らげ、相場は上昇した。W T I は 2.27 ドル（9.0%）高、ブレントは 1.94 ドル（6.7%）高だった。
15 日	↑ (32.50)	欧米で経済再開の動きが継続していることや、前日の I E A の見通しを好感する動きが続き、W T I は 1.87 ドル（6.8%）高、ブレントは 1.37 ドル（4.4%）高だった。
18 日	↑ (34.81)	米バイオ医薬品ベンチャーのモデルナが、新型コロナのワクチン候補に関する治験で有効性を示すデータを得たと発表したことや、協調減産への期待から上昇した。複数の調査会社が、O P E C プラスの原油輸出量が 5 月前半に急減したとしていると報道された。W T I は 2.39 ドル（8.1%）高、ブレントは 2.31 ドル（7.1%）高だった。
19 日	↓ (34.65)	W T I は続伸、ブレントは下落した。ムニューシン米財務長官が中小企業向け給与保護プログラムの延長や修正の検討に前向きなことが強材料だったが、前日までの上昇を受けて利益確定売りが出たことや産油国の減産が不十分とする見方が上値を抑えた。W T I は 6 月限が納会だったが、5 月限のようにマイナス価格まで売り込まれるといった波乱はなかった。
20 日	↑ (35.75)	E I A の週次統計で原油在庫が市場予想に反して減少したことを受けて、上昇した。特に W T I の受け渡し地点である米オクラホマ州クッシングの原油在庫が前週比 560 万バレル減少し、貯蔵タンク不足への懸念が後退した。
21 日	↑ (36.06)	前日の E I A 統計を好感する流れが続いた。20 日にコネチカット州で規制が緩和されると、全米 50 州で経済活動が部分再開されたと報道されたことも強材料だった。
22 日	↓ (35.13)	中国の第 13 期全国人民代表大会（全人代）が開幕したが、今年の経済成長率目標の公表が見送られたことや、香港の治安法制を巡って米中の緊張が高まったことが、弱材料となった。

25 日	↑ (35.53)	米国はメモリアルデーでWTIは休場、英国もバンクホリデーでブレントは薄商이었다。
26 日	↑ (36.17)	需給改善期待を背景に上昇した。コロナウイルス対策で導入された規制措置が緩和されていることに加えて、ロシアのノバク・エネルギー相が「6月か7月には原油の供給過剰が解消されるだろう」との見通しを述べたことも好感された。
27 日	↓ (34.74)	中国政府が進める香港の国家安全法の制定にトランプ米大統領が「非常に強力」な対抗措置を検討していると報道されたことが弱材料となり、下落した。一方で、ロシアのプーチン大統領とサウジアラビアのムハンマド皇太子が電話会談を行って産油量の制限についてさらなる「緊密な調整」で合意したと発表されたことは強材料だったとみられる。
28 日	↑ (35.29)	反発した。EIAの週次統計では、サウジからの輸入が増加したことなどを背景に原油在庫が市場予想に反して大幅増加したことが弱材料視されたものの、ガソリン在庫が市場予想に反して減少したことや製油所の稼働率が上昇したことなどから原油需要の回復への期待が維持された。
29 日	= (35.33)	トランプ大統領が中国の全国人民代表大会(全人代)で国家安全法の香港への導入方針が採択されたことを受けて、これまで香港に認めてきた優遇措置を撤廃すると表明したものの、米中貿易協定の「第1段階の合意」を撤回するような発言はなかったことが、投資家の不安を和らげ、原油買いにつながった。米石油サービス会社のベーカー・ヒューズが発表した米国石油掘削リグの稼働数が減少を続けたことも強材料だった。WTIは5.3%高、ブレントは7月限が0.1%高、8月限が5.0%高だった。

【6月の動向】～上昇後、頭打ち

1 日	 (38.32)	WT I は小幅安だったものの、ブレントは上昇した。中国政府が国有企業に対して米国産の大豆と豚肉の購入停止を要請したとの報道を受けた米中関係の悪化懸念が弱材料だった一方で、OPECプラスが協調減産の延長で合意に近付いているとの報道が強材料になった。なお、OPECプラスの会合は当初予定の6月10日から6月4日に前倒しされる見通しだと報道された。
2 日	 (39.57)	OPECプラスが日量970万バレルの協調減産を7月か8月まで延長することを検討しているとの報道が好感された。OPECプラスは4月12日の合意で、5～6月に970万バレルの減産を行い、7～12月は減産幅を770万バレルに縮小するとしていた。世界的に経済活動を再開する動きが広がっていることも相場の支援材料だった。
3 日	 (39.79)	サウジとロシアが現行の協調減産を1カ月延長することで暫定合意したとされたことなどが強材料となったものの、OPECプラスの会合は4日には開催されないとの見通しが報道されて協調減産の先行きに不透明感が強まったことなどから相場の上げ幅は縮小した。
4 日	 (39.99)	小動きだった。OPECプラスの会合開催を巡って不透明感が強い中、方向感のない相場展開となった。
5 日	 (42.30)	大幅上昇。5月の米国雇用統計で市場予想に反して失業率が改善し、就業者数も増加に転じたことが好感された。OPECプラスの閣僚会合が6日に開催されると発表されたことも支援材料だった。WT I は5.7%高、ブレントは5.8%高だった。 6日土曜日に行われたOPECプラスの閣僚会合では、現行水準の協調減産を7月末まで延長することで合意された。5～6月に割り当てよりも多く原油を生産したナイジェリアやイラクなどは、7～9月にその分も含めた減産を行うこととされた。一方、4月の会合でも他国並みの減産を拒否する姿勢を示したメキシコは、減産の7月までの延長に同意しなかったとされる。
8 日	 (40.80)	反落した。OPECプラスによる大幅減産の7月末までの延長での合意は強材料視されたものの、サウジアラビア、アラブ首長国連邦(UAE)、クウェートが協調減産の割り当てに加えて追加的に実施している自主減産(3国で日量118万バレル)を7月以降は継続しないと発表されたことが弱材料になった。

9 日	↑ (41.18)	6 日の産油国の減産延長決定などを受けて需給緩和懸念が後退する流れとなった。リビア国営石油会社が、シャララ油田からの出荷について不可抗力条項 (force majeure) を発動したと発表したことも強材料だった。
10 日	↑ (41.73)	E I A の週次統計で原油在庫が市場予想に反して増加し、過去最大を記録したことを受けて、相場は一時下落したものの、その後、ドル安などを背景に持ち直した。
11 日	↓ (38.55)	W T I が 8.2% 安、ブレントが 7.6% 安だった。ジョンズ・ホプキンス大学の集計で米国の新型コロナウイルス感染者数が 200 万人を超えたことなどを受けて感染第 2 波への警戒感が強まり、燃料需要の低迷が続くとの懸念が台頭した。
12 日	↑ (38.73)	W T I が小幅安、ブレントが小幅高だった。前日の大幅安の反動で安値拾いの買いもみられたものの、感染第 2 波への警戒感などから上値は限定的だった。
15 日	↑ (39.72)	イラクやナイジェリアが協調減産を順守する姿勢を示したことなどが好感され、相場は上昇した。
16 日	↑ (40.96)	I E A が月報で 2020 年の石油需要見通しを上方修正したことや、5 月の米国小売売上高が 1992 年の現行統計開始以来で最大の増加率を示したことが強材料となった。W T I は 3.4% 高、ブレントは 3.1% 高だった。
17 日	↓ (40.71)	小反落。E I A の週次統計で原油在庫が 2 週連続で過去最高を更新したことや、中南米やインドで新型コロナ感染者の増加が続き、米国でも感染が再拡大している地域があり、世界的な感染第 2 波が懸念されていることが弱材料になった。
18 日	↑ (41.51)	反発。O P E C プラスの合同閣僚監視委員会 (J M M C) が開催され、これまで目標を達成できていなかったイラクやナイジェリアなどによる補填の減産を含めて減産順守の強化が確認されたことが強材料になった。
19 日	↑ (42.19)	株安に連動して下落する場面もあったが、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件数が減少を続けたことなどが強材料となり、プラス圏に持ち直した。
22 日	↑ (43.08)	ニューヨーク市が経済再開の第 2 段階に入るなど経済活動の制限緩和の動きが続く中、需給改善観測から相場は続伸した。

23 日	↓	(42.63)	一時、3 月 6 日以来の高値をつける場面もあったが、その後、利益確定の売りに押された。新型コロナの感染第 2 波への警戒感や翌日発表になる米原油在庫の増加観測もあった。
24 日	↓	(40.31)	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、国際通貨基金（IMF）が 2020 年の世界経済の成長率見通しをマイナス 4.9%に下方修正したこと、新型コロナの感染者が米国の一部やドイツなど各国で増加したことなどが弱材料となり、原油相場は大幅下落した。WTI は 5.8%安、ブレントは 5.4%安だった。
25 日	↑	(41.05)	米耐久財受注や米新規失業保険申請件数が改善したことが支援材料となり、原油相場は反発した。
26 日	=	(41.02)	米国のカリフォルニア、フロリダ、テキサスなど各州で新型コロナ感染者が大幅に増加していることが懸念され、原油相場は小反落した。テキサス州のアボット知事は経済活動の再開計画を取り消し、バーを閉鎖するなど再び経済活動を規制する措置を導入すると発表した。
29 日	↑	(41.71)	欧州委員会が発表した 6 月のユーロ圏景況指数や、5 月の中国の工業部門利益が改善を示したことが強材料とされた。なお、28 日には、米シェール開発大手のチェサピーク・エナジーが連邦破産法 11 条の適用を申請し経営破綻した。
30 日	↓	(41.15)	新型コロナの感染再拡大への懸念が続いていることや、内戦のためほぼ停止していたリビアからの原油輸出が再開される可能性が出てきたと報道されたことが弱材料になった。なお、ニューヨークなど米北東部 3 州は、感染者の多い他州からの訪問者に 2 週間の自主隔離を求める措置について、対象を従来の 8 州から 16 州に拡大させるとした。

【先行き】～感染再拡大が懸念されるものの、経済再開の動きに伴って緩やかに上昇

上昇傾向で推移してきた原油相場の上値が重くなっている。6 月 23 日には欧州北海産のブレントで 43.93 ドル、米国産の WTI で 41.63 ドルまで上昇したが、その後、上値を伸ばせずにいる。

OPEC プラスは、4 月 12 日に臨時閣僚会合を開催し、協調減産の規模を 5～6 月に日量 970 万バレル、7～12 月に 770 万バレル、2021 年 1 月～2022 年 4 月に 580 万バレルとすることで合意した。市場参加者からは、当面の原油需要の落ち込みは減産幅よりも大きく需給緩和が続くといった見方がなされ、WTI の 5 月限は 4 月 20 日にマイナス 40.32 ドルの大幅なマイナス価格

をつけた。ブレントも4月22日に15.98ドルまで落ち込んだ。

しかし、その後、原油相場は上昇に転じた。4月後半以降、欧米各国で新型コロナウイルス対策で導入されていた経済活動の制限を緩和する動きが強まり、石油需要の回復観測につながった。最大消費国である米国の原油処理量は4～5月をボトムに持ち直した。

開催時期などを巡って情報が錯綜した6月6日のOPECプラスの閣僚会合では、4月に合意した大幅協調減産の7月末までの延長が決定された。また、米シェールオイルの減産が進んだことも相場上昇を支援した。

その後、原油相場は上値が重くなったが、下値も限定され、狭いレンジで推移している。新型コロナの感染再拡大への懸念が強まっている一方で、各国での経済再開を受けた経済指標の改善などが支援材料になっている。

産油国は、7月15日に開催されたOPECプラスの合同閣僚監視委員会(JMMC)で、8月から予定通りに減産幅を縮小することを確認した。

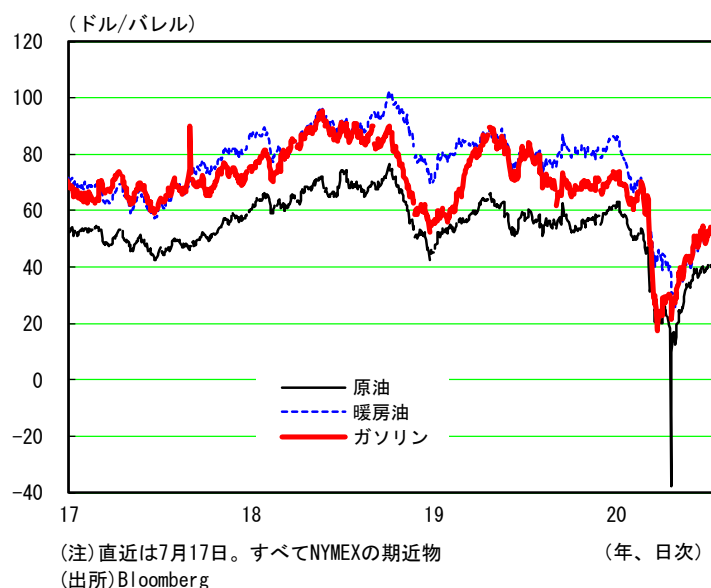
原油相場を取り巻く環境をみると、産油国による協調減産、各国における経済再開を受けた石油需要の持ち直し、拡張的な金融・財政政策が原油など国際商品の相場を押し上げるという思惑などの強材料は継続するだろう。一方で、新型コロナウイルスの感染再拡大への懸念が重しとなる状況も変わりそうにない。世界経済や石油需要の中心の米国では、新型コロナの新規感染者が再び増加し、世界的にも感染拡大が続いている。ワクチン開発などへの期待はあるものの、感染の収束は見込めない状況だ。再び経済活動を制限する動きも広がりつつあり、石油需要がこのまま一本調子で改善していくとは想定しづらくなっている。

原油相場は、今後も上昇傾向が見込まれるが、相場の上昇ペースは緩やかだろう。

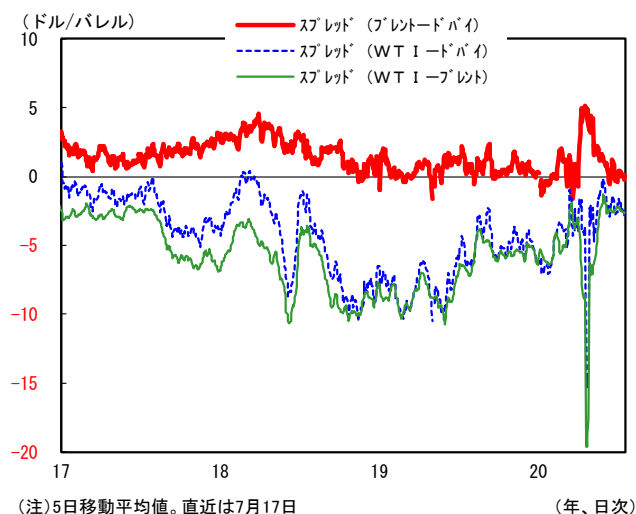
(図表3) 原油市況の推移



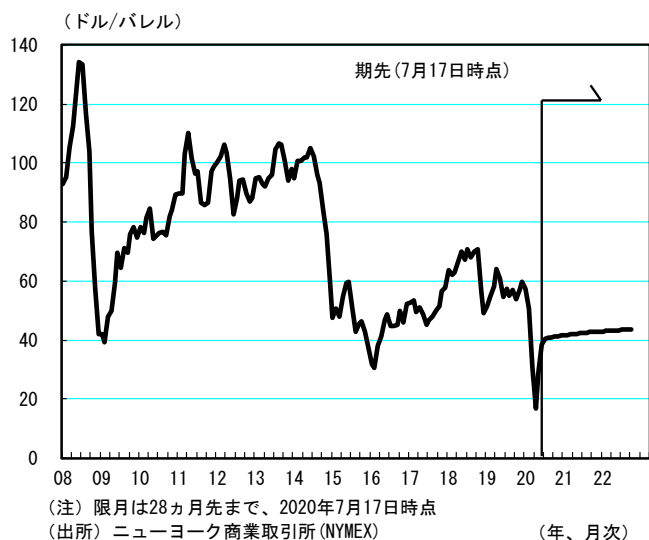
(図表4) 石油製品市況の推移



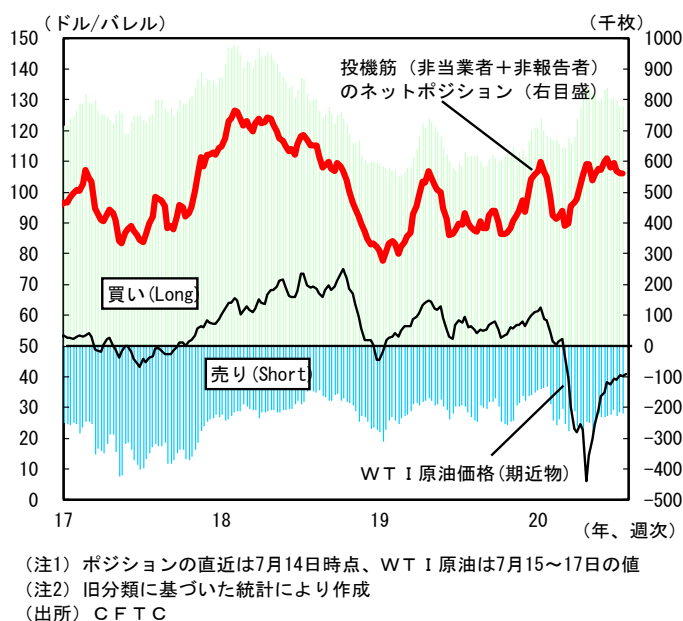
(図表 5) 油種間スプレッドの推移



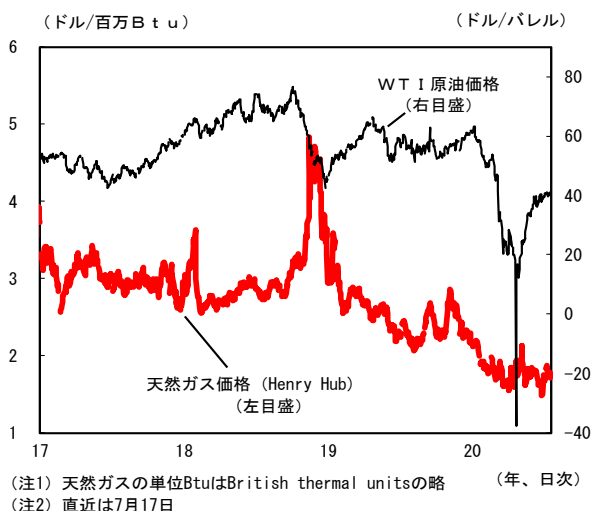
(図表 7) 原油先物価格と先物カーブ



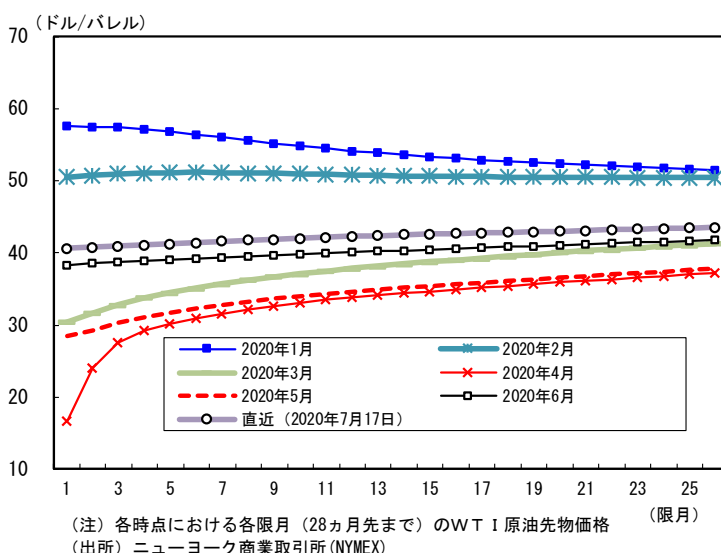
(図表 9) 投機筋のポジション (原油)



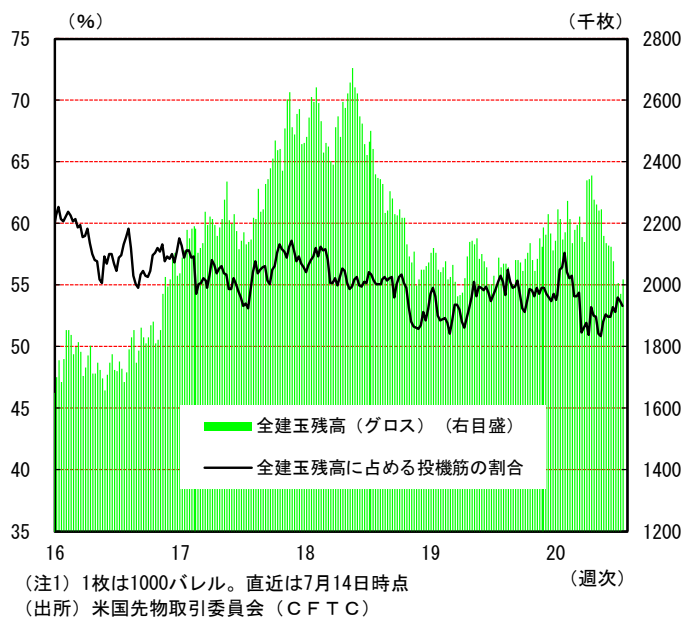
(図表 6) 米国天然ガス市況の推移



(図表 8) WTI原油の先物カーブの変化



(図表 10) 原油先物の建て玉 (NYMEX)



(図表 11) OPECの原油生産量 (Bloomberg 集計の推計値)

(万バレル/日)

国名	生産量 <6月>	(前月差)	生産量 <5月>	(前月差)	産油能力	稼働率	生産余力 <6月>
アルジェリア	81.0	(-1.0)	82.0	(-20.0)	108.0	75.0%	27.0
アンゴラ	124.0	(-3.0)	127.0	(-9.0)	145.0	85.5%	21.0
コンゴ共和国	30.0	(1.0)	29.0	(-3.0)	33.0	90.9%	3.0
赤道ギニア	13.0	(3.0)	10.0	(-4.0)	15.0	86.7%	2.0
ガボン	22.0	(3.0)	19.0	(-2.0)	22.0	100.0%	0.0
イラン	194.0	(-1.0)	195.0	(-1.0)	383.0	50.7%	189.0
イラク	391.0	(-30.0)	421.0	(-39.0)	480.0	81.5%	89.0
クウェート	215.0	(-14.0)	229.0	(-61.0)	307.5	69.9%	92.5
リビア	11.0	(2.0)	9.0	(0.0)	130.0	8.5%	119.0
ナイジェリア	151.0	(-12.0)	163.0	(-28.0)	200.0	75.5%	49.0
サウジアラビア	753.0	(-113.0)	866.0	(-293.0)	1,150.0	65.5%	397.0
UAE	243.0	(-7.0)	250.0	(-118.0)	340.0	71.5%	97.0
ベネズエラ	34.0	(-21.0)	55.0	(-11.0)	90.0	37.8%	56.0
OPEC13カ国	2,262.0	(-193.0)	2,455.0	(-589.0)	3,403.5	66.5%	1141.5

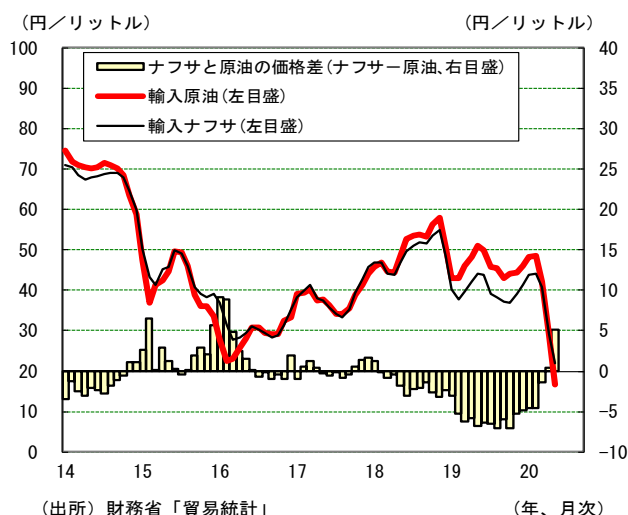
- (注1) 2016年11月のOPEC総会において、産油量を日量約120万バレル減産し、3,250万バレルとする決定がなされた(12月にはOPECプラスで180万バレルの減産が決定)。
- 2018年12月のOPEC総会では日量80万バレルの減産を決定(OPECプラスでは120万バレル)。
- 2019年12月のOPECプラスの閣僚会合では日量170万バレルの減産を決定(自主減産分を含めて210万バレル)。
- 2020年4月のOPECプラスの閣僚会合では5~6月に日量970万バレルの減産を決定(7~12月に770万バレル、2021年1月~2022年4月に580万バレル)
- 2020年6月のOPECプラス閣僚会合では5~6月の減産規模を7月も継続することを決定。
- (注2) インドネシアは、2016年11月の総会で加盟資格が停止。ガボンは2016年7月より再加盟。赤道ギニアは2017年5月に加盟。コンゴは2018年6月に加盟。カタールは2019年1月に脱退。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：経済再開の動きに伴ってナフサ価格は上昇

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、2020年5月には21.9円まで下落した。一方、輸入原油価格も2018年11月の58.0円をピークに、一進一退を経て、2020年5月には16.8円まで下落した（図表12）。ナフサと原油の価格差は、2019年8月にナフサ安幅が7.1円となるなどナフサ安状態が続いていたが、2020年5月にはナフサ高幅が5.1円になった。

アジアのナフサ市況の推移をみると、2019年は一進一退で推移した後、2020年に入って急落したが、4月1日をボトムに反発している。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、その後、コロナ禍に伴い石油市場も混乱する中で、ナフサと原油の価格差が不安定になっている。その間、欧米で余剰になったナフサがアジアに流入したと指摘されている。各国で経済再開の動きが進む中、ナフサ相場も上向いているが、感染第2波への警戒感もあり、今後、上値が重くなる可能性がある。

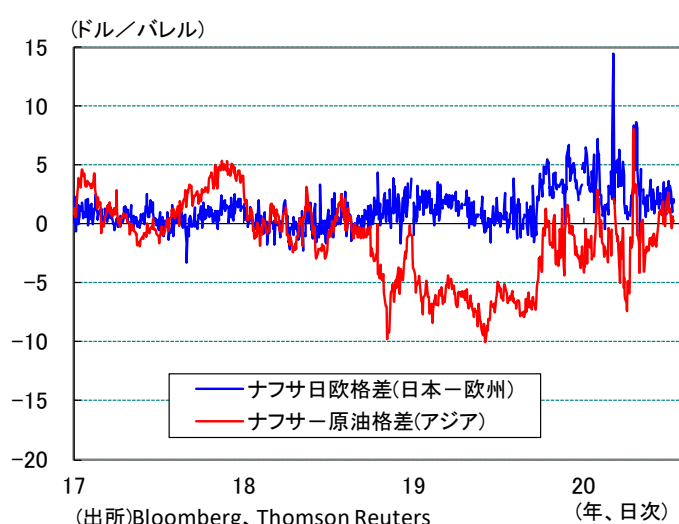
（図表12）日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



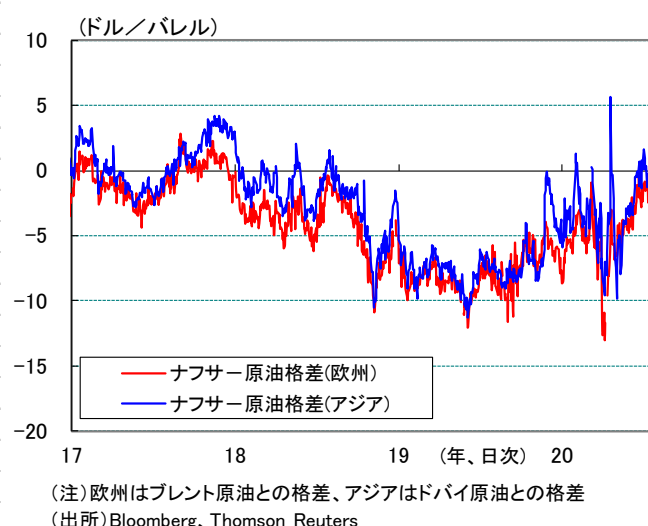
（図表13）アジアの原油・ナフサの市況



（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



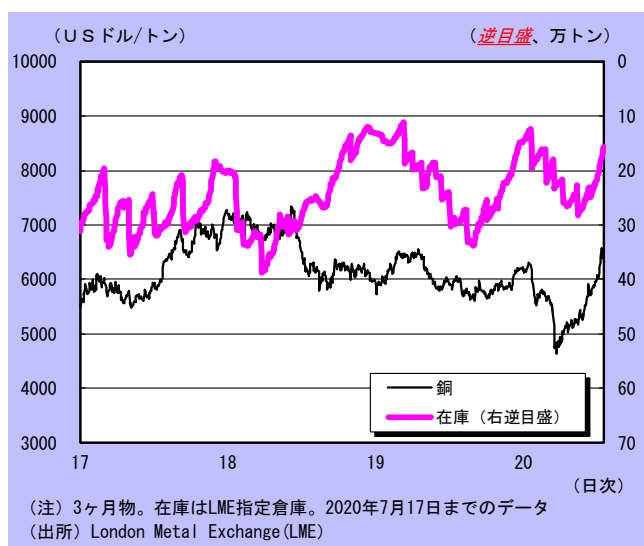
Ⅲ. ベースメタル

1. 銅を中心とした概況：上昇して 6,600 ドル台と 2 年ぶりの高値

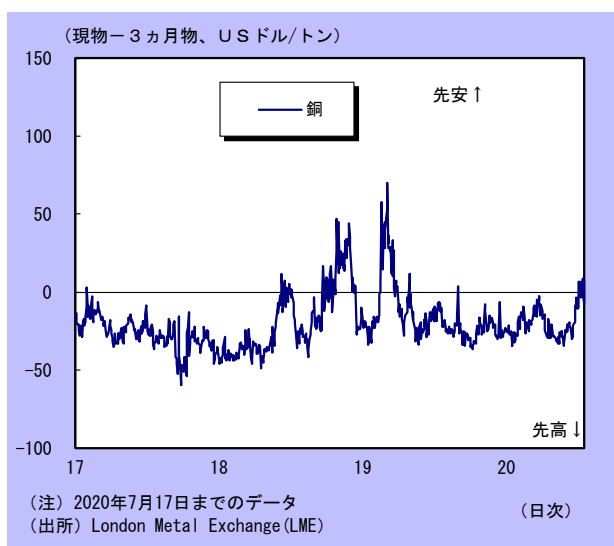
非鉄ベースメタル相場の中心となる銅相場は、2020 年 1 月 16 日に 1 トンあたり 6,343 ドルまで上昇したものの、3 月 19 日には 4,371 ドルと 2016 年 1 月以来の安値まで下落した。その後は上昇傾向となり、7 月 13 日には 6,633 ドルと 2018 年 8 月以来の高値をつけた。

(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ヵ月物）の推移



【4 月の動向】～上昇

月初を安値に上昇傾向

4 月 1 日は、財新／マークイットによる 3 月の製造業購買担当者景況指数（PMI）が市場予想を上回ったものの、前日に発表された中国国家統計局による製造業 PMI ほどではなかったことや、前日にトランプ米大統領が新型コロナの感染について「地獄のような 2 週間になる」と言及して感染拡大への警戒感が強まったことが弱材料となった。2 日には一時 4,760 ドルまで下落した。

もっとも、その後は、3 月の米国雇用統計が市場予想よりも悪化したこと（3 日）、LME 指定倉庫の在庫が増加傾向で推移したことなどが弱材料となったものの、フランス、イタリア、スペインなどで感染拡大が減速する傾向が見えてきたこと、日本で事業規模約 108 兆円となる第 3 弾の緊急経済対策を閣議決定する旨が表明されたこと（6 日）、産銅会社に新型コロナの影響を受けて生産や雇用を減らす動きが出ていることなどが強材料となった。新型コロナの感染拡大鈍化への期待が膨らんだ 7 日の上昇幅はやや大きくなった。

イースター（復活祭）の連休明けの 14 日も新型コロナ感染の収束に伴って需要が回復するとの期待や、新型コロナの銅供給への悪影響から上昇幅がやや大きくなった。豪州系 BHP とスイス系 グレンコア が操業するペルーのアンタミナ鉱山では感染拡大抑制のため最低 2 週間操業を

停止すると発表し、米系フリーポート・マクモランもペルーのセロベルデ鉱山で限定的な操業を行っていると明らかにした。

上昇傾向が続く

15日は、中国人民銀行が中期貸出制度（MLF）を通じて1年物資金1,000億元を供給したこと（金利は0.20%引き下げて2.95%）が強材料視されたものの、前日に国際通貨基金（IMF）が2020年の世界経済の成長率がマイナス3.0%に落ち込むとの見通しを発表していたこともあって景気後退懸念が根強く、銅相場は下落した。

しかし、16日は3月の中国の新築住宅価格の上昇率が高まったことが好感された。17日は、1～3月期の中国のGDPが前年比6.8%減と四半期統計で遡れる1992年以降で初のマイナスとなったものの、3月の中国鉱工業生産は市場予想に比べて小幅のマイナスにとどまり、経済活動の再開が進んでいることがうかがわれたことから、相場は上昇した。前日に米国でトランプ大統領が各州における経済活動の制限を段階的に解除するための指針を発表したことや、前日に米医薬品メーカーのギリアド・サイエンシズ社の「レムデシビル」が新型コロナウイルス感染症の臨床試験で有効性を示しているとの報道も好感された。また銅生産で世界2位のリオ・ティントが2020年の生産高予想を引き下げた（53～57万トン→47.5～52万トン）ことも強材料だった。

原油安を受けて下落するも一時的

21日は、前日にWTI原油がマイナス価格をつけたことで幅広い資産に換金売りが広まる中、銅も下げ幅がやや大きくなり、一時4,953ドルまで下げた。しかし、22日は原油価格の暴落を受けた金融・コモディティ市場の混乱が収束に向かったことや、新型コロナの影響による銅供給の落ち込みが懸念されたことでやや大幅な反発になった。23日も原油相場の持ち直しに伴う買い安心感から続伸した。

24日は、前日にギリアド・サイエンシズ社のレムデシビルが新型コロナウイルス感染症の重症患者を対象に中国で行われた臨床試験で有効性を示さなかったと報道されたことや、ドイツのIfo景況指数が市場予想を上回る悪化を示したことが弱材料になった。

27日は、独自自動車大手のフォルクスワーゲンがウォルフスブルクにある最大の工場を再開させたこと（27日）、日本銀行が国債購入の上限を撤廃したこと（27日）、銅のスクラップや鉱石の供給が減っていることなどが押し上げ材料だとみなされた。

30日は、中国の国家統計局が発表した4月の製造業購買担当者景況指数（PMI）が低下したものの判断基準となる50を上回ったが、財新／マークイットは50を下回って低下し、製造業活動の収縮が懸念され、銅相場の押し下げ材料になった。

【5月の動向】～上昇

上旬は安値後に上昇傾向

5月1日は、トランプ米大統領が新型コロナの感染拡大を巡って中国に制裁関税を課す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、リスク資産の一角である銅も売られた。4日は、需要減への懸念から5,060ドルと4月22日以来の安値をつける場面もあったが、感染拡大が供給抑制要因になっていることもあって下値は限られた。

5日は、欧米で新型コロナ対策の各種制限が緩和され、原油が大幅高となる中で、銅も続伸した。6日も各国で各種制限措置が一段と緩和される中、続伸した。7日は、4月の中国貿易統計で輸出全体が市場予想に反して増加したことや、銅輸入が増加したことが強材料となった。11日も中国の景気回復期待から続伸し、一時、3月中旬以来の高値の5,370ドルをつけた。

新型コロナ感染「第2波」への警戒感からやや下落

しかし、12日は、中国・武漢で新たな新型コロナウイルスの感染者が確認されたことや、4月の中国生産者物価が大幅な下落を示したことが弱材料になった。13日は、中国や韓国で新たな新型コロナの感染者が確認されていることや、米国立アレルギー感染症研究所のファウチ所長の米上院での証言を受けて、感染「第2波」への懸念が強まり、銅相場は下落した。14日は、前日にパウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長が新型コロナによる景気悪化が長引くとの見解を示したことが弱材料になった。15日は、4月の中国鉱工業生産が市場予想を上回ったことが強材料だったが、米国が中国通信機器最大手の華為技術（ファーウェイ）に対する半導体輸出を禁止すると発表したことなどが弱材料となり、続落した。

新型コロナのワクチン候補や全人代での景気刺激策への期待から上昇

18日は、欧米で経済再開の動きが継続していることに加えて、米バイオ医薬品ベンチャーのモデルナが新型コロナのワクチン候補に関する治験で有効性を示すデータを得たと発表したことが好感され、株式や他のコモディティとともに銅も上昇幅がやや大きくなった。

19日は、4月の米国住宅着工件数が過去最大の落ち込みとなったことや、4月の英国の失業保険申請件数が24年ぶりの高水準となったことが弱材料だったものの、銅相場は底堅い動きとなった。

20日は、22日に開幕する中国の全国人民代表大会（全人代）で大規模なインフラ投資が打ち出されるとの期待感から続伸したとされた。21日は、経済再開の動きが銅需要の増加につながるとの観測などから一時10週間ぶりの高値をつけた。

全人代での成長率目標の公表見送りや香港の「国家安全法」が弱材料

しかし、22日は中国の全人代において経済成長率目標の公表が見送られたことや、香港に対する統治を強化する「国家安全法」の制定を巡って米中の対立激化が懸念されたことを背景に度

相場は下落した。

26日は、香港を巡る米中の対立よりも、中国のインフラ投資による金属需要の押し上げに関心が集まり、銅相場は上昇した。

27日は、香港を巡る米中対立への懸念が強まり、銅相場は下落した。香港の警察当局は、国家安全法導入に抗議する市民に対して催涙弾を発射した一方、トランプ米大統領は強い対抗策を講じると表明した。

しかし、28～29日は、米中の対立への懸念よりも、中国の金属需要の持ち直し期待が勝り、銅相場はやや反発した。

【6月の動向】～前半に上昇

中国需要の増加観測を背景に上昇

6月1日は、5月31日に発表された中国国家統計局による5月の製造業購買担当者景況指数（PMI）が市場予想を下回ったものの、財新／マークイットによる製造業PMIが市場予想を上回る改善となったことなどが強材料となった。

2日は、中国自動車工業会（CAAM）が5月の自動車販売台数が前年比11.7%増の214万台になったとする暫定集計を発表したことが中国の景気や金属需要の持ち直しを示唆する動きとして好感された。

3日は、財新／マークイットによる5月の中国サービス部門のPMIが堅調さを示す内容だったことが支援材料だったが、利益確定売りにやや押された。

4日は、欧州中央銀行（ECB）がパンデミック緊急購入プログラムを1.35兆ユーロに拡大したこと、ドイツが1,300億ユーロの景気刺激策を発表したこと、米国の新規失業保険申請件数が187.7万件へと減少したことなどが支援材料となり、小幅上昇した。

予想外の米国の雇用増を受けて上昇

5日は、5月の米国雇用統計が市場予想に反して就業者数が増加に転じたことが好感され、銅相場の上昇幅は大きくなった。

8日は、各国中央銀行による景気下支え策や中国の金属需要の持ち直し観測を背景とした相場上昇が続いた。上海先物取引所の指定倉庫の在庫が3月中旬をピークに減少傾向で推移していることも強材料だったとされる。

9日は、亜鉛やニッケルは軟調であったが、銅は中国の需要回復への期待が続き、続伸した。

10日も、需要見通しの改善などを背景に、相場の上昇幅がやや大きくなった。11日には一時5,928ドルの高値をつけた。

感染第2波への懸念からやや下落

11日は、高値をつけた後、下落に転じた。前日の米連邦公開市場委員会（FOMC）で景気の

先行きに厳しい見方が示されたことや、米国のテキサス州やフロリダ州で新型コロナウイルスの感染が再拡大しており、感染第2波への警戒感が浮上したことから、株価が史上4番目の下落率を記録するなどリスク回避の投資行動が広がる中、銅もやや大きな下落幅となった。

12日は、銅在庫の減少や中国の銅需要の増加から需給が引き締まるとの観測から銅相場は小幅上昇に転じた。

しかし、15日は、週末に中国・北京で100人近い感染が確認されたことなどから感染第2波への懸念が強まり、相場は下落した。

景気回復観測などから上昇基調

16日は、FRBが新型コロナ対策で導入した緊急融資プログラムの1つの「セカンダリーマーケット・コーポレート・クレジット・ファシリティー（SMCCF）」を通じた社債の買い入れを開始すると発表したこと、米国の小売売上高が市場予想以上に強い内容だったこと、トランプ米大統領が1兆ドル規模のインフラ投資計画の提案を準備していると報道されたことなどが好感され、上昇した。

17日は、前日に続いて米景気指標の改善を受けたリスクオンの流れが続いたほか、中国やドイツでの新型コロナのワクチン開発やイギリスで安価な治療薬の効果が確認されたとの報道が強材料になった。

18日は、中国人民銀行が金融市場の流動性を年内維持する方針を示したことが好感された。その後も、中国での在庫減少や需要の回復観測、世界的な株高などを背景に続伸した。

23日には、ナバロ米大統領補佐官が米中貿易協議の第1段階合意についてテレビ番組で「終わった」と打ち切りを示唆したものの、その後、トランプ大統領がツイッターで「中国との合意は無傷だ」と否定したことが好感される流れとなった。また、ユーロ圏のPMIや米国の新築住宅販売件数などが市場予想を上回る改善をみせたことも支援材料だった。24日には一時5,948ドルの高値をつけた。

チリの供給懸念も強材料で高値模索

しかし、24日は、高値をつけた後に、新型コロナの感染者数が米国や中南米を中心に世界的に増加していることを嫌気して、結局、前日比で下落した。国際通貨基金（IMF）が2020年の世界経済の成長率見通しをマイナス4.9%へと下方修正したことも市場参加者の心理を悪化させる要因になったとみられる。一方、チリでは、BHPグループが世界最大のエスコンディエーダ銅鉱山でより厳しい健康基準を導入したことや、政府が銅鉱山の多いアントファガスタ地方で都市封鎖を実施したことが、銅の供給懸念につながった。

25日は、新型コロナの感染拡大への懸念から投資家のリスク回避が強まったが、銅については、新型コロナによる鉱山閉鎖など供給懸念が強まったことから上昇した。チリ銅公社（コデルコ）で3人目の新型コロナでの死者が出たことについて、労働組合が調査を要求した。コデルコ

は新型コロナの感染拡大を抑えるため、同社で第2位の規模のチュキカマタ鉱山の精錬施設などの操業停止を発表した。

26日は、チリの銅鉱山からの供給への懸念が強まったことから、続伸した。チリの鉱山相は20万トンの減産になる可能性に言及した。

その後も、チリの供給不安や中国の需要回復を背景に高値を模索する動きが続いた。30日には、中国国家统计局が発表した6月の製造業PMIが市場予想を上回って上昇したことも好感された。30日には、一時6,055ドルと1月23日以来の高値をつけた。

【先行き】～銅需要の回復観測は根強く、銅相場は底堅い推移へ

銅相場は上昇傾向にある。3月19日には、欧米各国で新型コロナウイルスの感染が拡大する中、1トンあたり4,371ドルと2016年1月以来の安値をつけた。当時はFRBが緊急利下げをしたが、先行き不透明感が払しょく出来ない状況だった。その後、FRBが米国債などを「必要な量だけ」購入する無制限の量的緩和を決定するなど各国の危機対応が進み、市場参加者の不安心理が和らぐ中、銅相場は上昇し、5,000ドル台を回復した。

WTI原油がマイナス価格に落ち込んだ翌日の4月21日には、動揺した投資家による換金売りが銅にも及び、5,000ドル割れまで下落した。しかし、中国景気が2月頃を底に改善していることや、欧米で経済再開の動きが買い材料となり、相場は上昇傾向を維持した。新型コロナのワクチン候補の有望な治験結果が好感される場面もあった。

感染「第2波」への懸念、米政府による華為技術（ファーウェイ）に対する半導体輸出禁止措置の発表、中国の全国人民代表大会（全人代）での経済成長率目標の公表が見送り、香港の国家安全維持法を巡る米中の対立など売り材料も相次いだ。相場は上昇傾向を続けた。

6月下旬頃からは銅供給の制約も相場の支援材料として意識されている。銅鉱石の最大産地であるチリでは、新型コロナ感染防止のために精錬施設の操業停止が発表されるなど、鉱山での感染拡大への懸念が広がっている。

7月に入っても、チリからの供給への懸念が相場を押し上げる状況が続いた。BHPグループがセロ・コロラド鉱山の減産計画を発表したことも供給懸念を強める材料になった。一方で、中国需要の回復も相場押し上げ要因として意識されている。

10日には、チリの産銅大手のアントファガスタのザルディバル鉱山の労働者がストライキの実施に賛成した。ストライキが広がることへの懸念から、銅相場は一段と上昇し、13日には6,633ドルと2018年6月以来の高値をつけた。その後、新型コロナ感染拡大や米中対立激化への懸念から上値が抑えられたが、下値も限定され、高値圏で推移している。

投資家のリスク選好の回復とともにドル安が進み、それらが銅相場の上昇を支援する流れは一服したようだが、経済活動の再開を背景とした銅需要の回復観測は根強く、世界景気の先行指標とされる銅相場は底堅い推移が見込まれる。供給懸念による相場押し上げも続く可能性がある。

2. 各他品目の概況

(1) アルミニウム市況：4月上旬を底に、1,700ドル前後まで持ち直し

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1,455ドルと2015年12月以来の安値をつけた。その後、1,500ドル前後での推移が続いたが、5月下旬以降、上昇傾向となり、7月13日には一時1,700ドル超まで持ち直した。

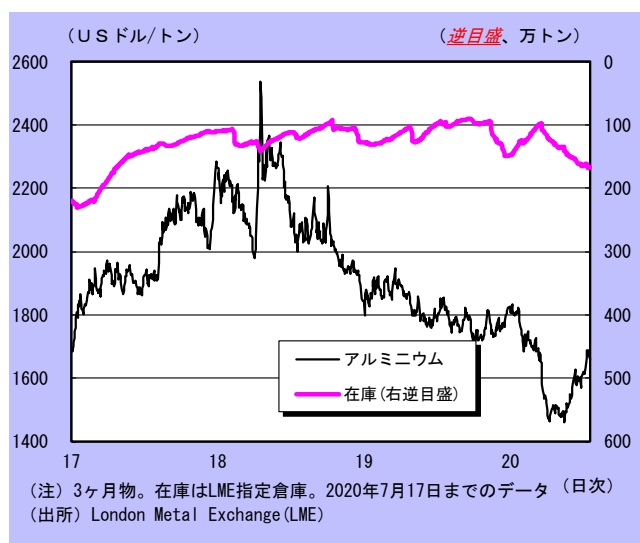
4月以降、供給抑制の動きが相次いだ。4月3日には、中国アルミが「価格が採算割れまで下落した場合、メンテナンスや生産削減の実施を検討する」とした。4月22日には、米アルコアが米ワシントン州にあるインタルコ製錬所を7月末までに閉鎖すると発表した。5月26日には、ノルウェー系のノルスク・ハイドロが3月に停電で一部停止していたブラジルにあるアルブラス・アルミニウム工場を再開すると発表した。5月28日には、米アルコアがスペインのアルミニウム工場で534人のレイオフを検討していると報道された。

また、6月22日には、米国がカナダからのアルミニウム輸入に対して関税を再導入する計画があると報道された。6月23日には、5月の中国のアルミニウム輸入が前年比2.6倍に増加したことが明らかになった。もっとも、内外価格差から中国のアルミニウム輸入は3月に記録した過去最高水準を上回るとの見方ほどには増加しなかった。

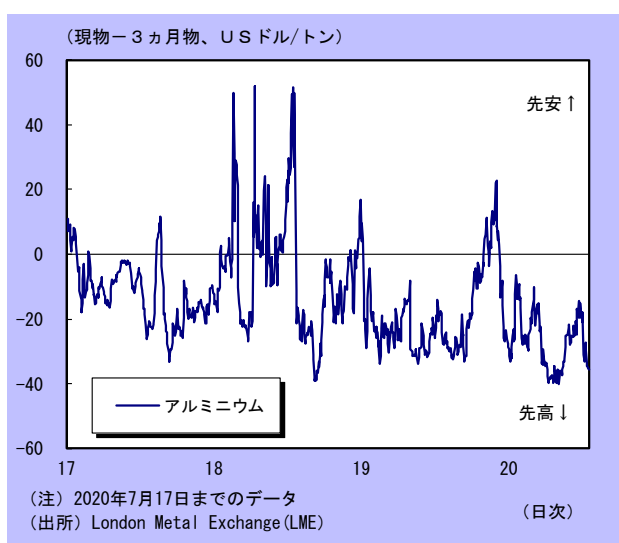
LME指定倉庫の在庫は、3月中旬をボトムにその後は増加傾向で推移している。他の金属に比べても、アルミニウムの需給改善は遅れており、相場は4月上旬に底をつけた後も5月半ばまで低迷が続いた。その後は、経済再開の動きを受けて、アルミニウム相場も持ち直した。先行きは、新型コロナの感染拡大が懸念されるものの、経済再開の動きが進むにつれ、アルミニウム相場は上昇すると思われる。

(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ヵ月物）の推移



(2) ニッケル市況：3月下旬を底に、足元は13,000ドル台半ば

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9月2日に1トンあたり18,850ドルと2014年9月以来の高値をつけた後、下落に転じ、2020年3月23日に10,865ドルと2019年1月以来の安値をつけた。その後は、上昇に転じ、足元は13,000ドル台半ばを中心に推移している。

4月17日には、ブラジルの資源大手ヴァーレが新型コロナウイルスの感染拡大の影響から2020年のニッケルの生産見通しを下方修正（20～21万トン→18～19万トン）したことが相場の支援材料になった。

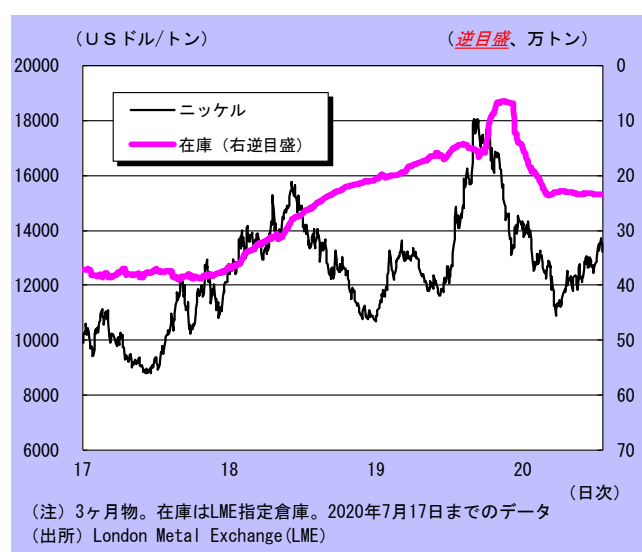
かつてニッケル鉱石の輸出大国であったインドネシアでは、引き続き、ニッケル鉱石の輸出禁止措置が継続されそうである。5月11日にインドネシア議会は2009年施行の新鉱業法の改正を可決し、鉱物資源の輸出規制が緩和されたが、6月4日に、インドネシア政府の高官がニッケルの禁輸は継続されるとの見通しを述べた。

しかし、ニッケル需給の改善は遅れているようだ。LME指定倉庫の在庫は、ペースが緩やかになってきたとはいえ、増加傾向が続いている。7月16日に発表された国際ニッケル研究会（INSG）のデータでは、2020年1～5月のニッケル地金の需給バランスは5.73万トンの供給過剰と、前年同期の3.16万トンの供給不足と比べて需給が緩和した状態が続いている。

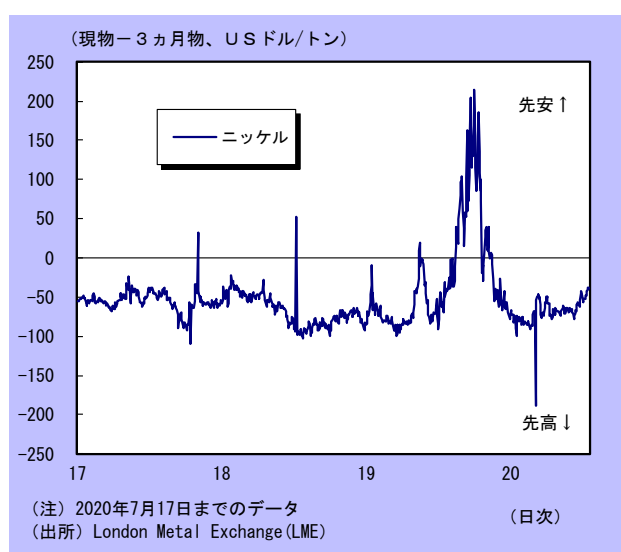
新型コロナの影響を受けてニッケルの最大用途であるステンレス鋼向けの需要が大幅に落ち込んだとみられるが、先行きは、経済再開の動きを受けて持ち直すと見込まれ、ニッケル相場も緩やかに上昇すると思われる。

(図表 18) ニッケル

ニッケル相場とLME指定倉庫在庫の推移



現先スプレッド（現物－3ヵ月物）の推移



(3) 亜鉛市況：4年ぶり安値から持ち直して2,200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後、下落して、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。その後は持ち直して、7月13日には2,272ドルと6か月ぶりの高値をつけた。

4月には、ペルー、メキシコ、ボリビアの鉱山が新型コロナの感染対策で操業を一時停止したものの、亜鉛地金の需要の落ち込みの方が多いとされ、需給緩和懸念が続き、相場は低迷した。

しかし、その後、鉱山が徐々に再開される一方で、各国での経済再開によって需要が持ち直しているとみられ、相場も緩やかに上昇している。

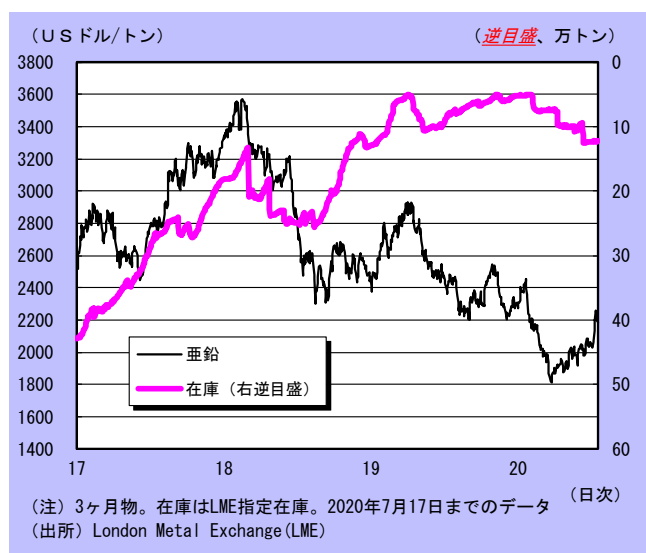
7月7日には、亜鉛大手のテック・リソースがアラスカにあるレッド・ドッグ鉱山からの亜鉛精鉱の出荷に遅れが出ていると発表した。

7月8日には、6月の中国の亜鉛生産量が前年比8.3%減と生産者が夏季の定期修理を実施する中で、生産が落ち込んだとされた。

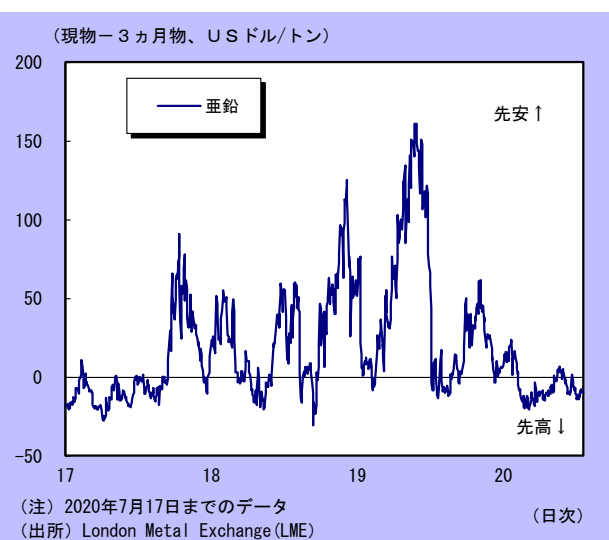
需要・供給ともに落ち込んでいるが、LME指定倉庫の在庫は増加傾向にあり、需給に引き締め感はない。しかし、経済再開が進むとともに、需給改善観測が強まると考えられ、相場は緩やかな上昇傾向で推移するだろう。

(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ヵ月物）の推移



(4) 錫市況：約11年ぶりの安値から反発して足元は17,000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後、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。その後、持ち直して、7月9日には17,480ドルと6カ

月ぶりの高値をつけた。

LME 指定倉庫の在庫は 6 月上旬にかけて速いテンポで減少し、錫相場の上昇ペースも速まった。マレーシア、ペルー、ボリビア、ブラジルなどで採掘活動が停止された影響が出たとされる。しかし、その後は、錫についても需要が落ち込み、在庫は増加に転じたとみられている。

6 月 17 日に、世界最大の錫生産会社であるインドネシアのティマが 2020 年の製錬錫の販売目標が 5.5 万トンと、2019 年の 6.77 万トンから 2 割程度の減少となるとした。

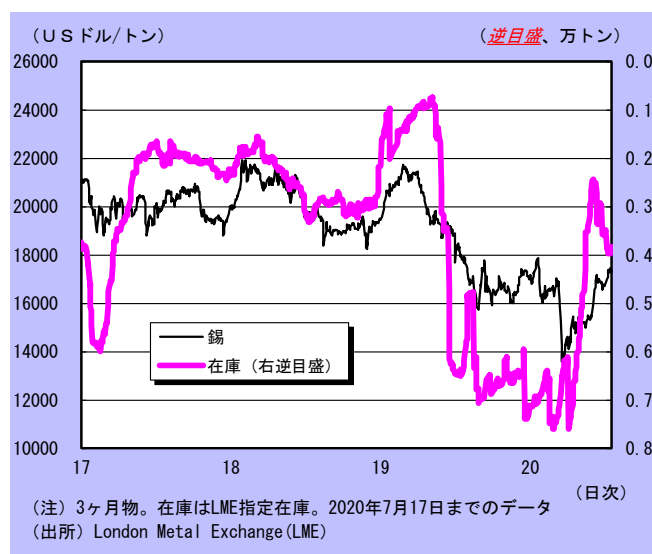
7 月 3 日には、5 月の中国の錫輸入が 3,674 トンと前年比 20 倍近く伸び、8 年ぶりの高水準となったと報道された。

7 月 9 日に発表された 6 月のインドネシアの錫輸出は前年比 26% 減であった。

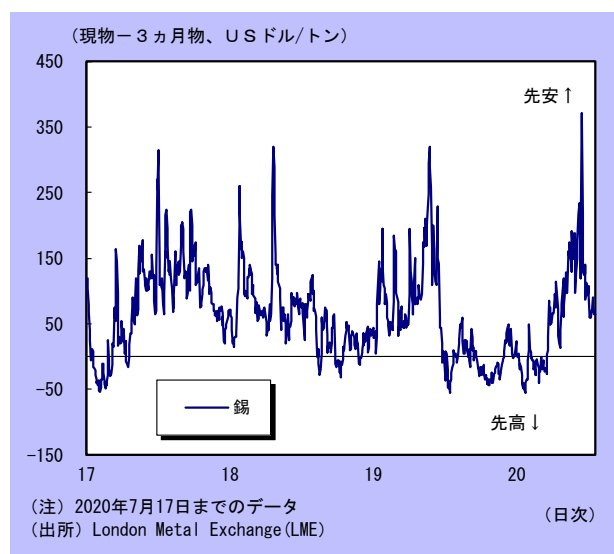
失業や倒産の増加など経済全般の活動水準が低下する中、エレクトロニクス製品についても需要が抑制されるとみられる。しかし、経済再開の動きとともに、錫についても需要の持ち直し観測が強まり、相場は緩やかに上昇するものと思われる。

(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ヵ月物）の推移



(5) 鉛市況：4 年半ぶり安値後、上昇して 1,800 ドル台

バッテリー向けなどに使われる鉛の相場は、2019 年 10 月 29 日に 1 トンあたり 2,265.15 ドルと 2018 年 7 月以来の高値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。その後は、緩やかに上昇し、7 月 13 日には 1,886 ドルと 5 カ月ぶりの高値に上昇した。

鉛は自動車のバッテリー向け需要が 55% を占め、産業向けバッテリー需要は 20～30% とされる。足元では自動車バッテリー向けが不振だが、産業向け需要が好調だとする指摘がある。新型

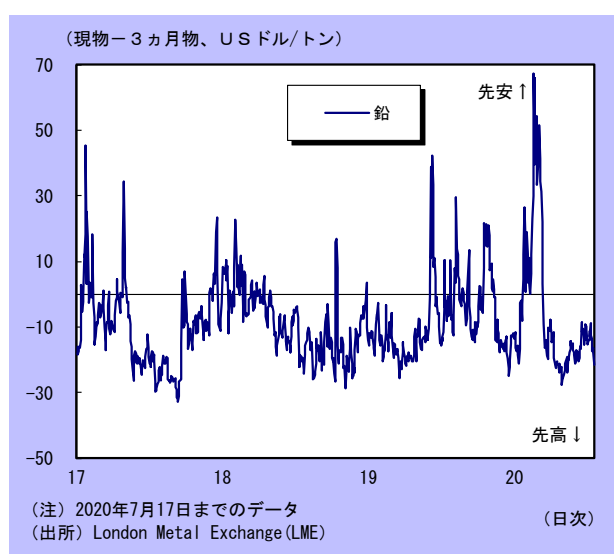
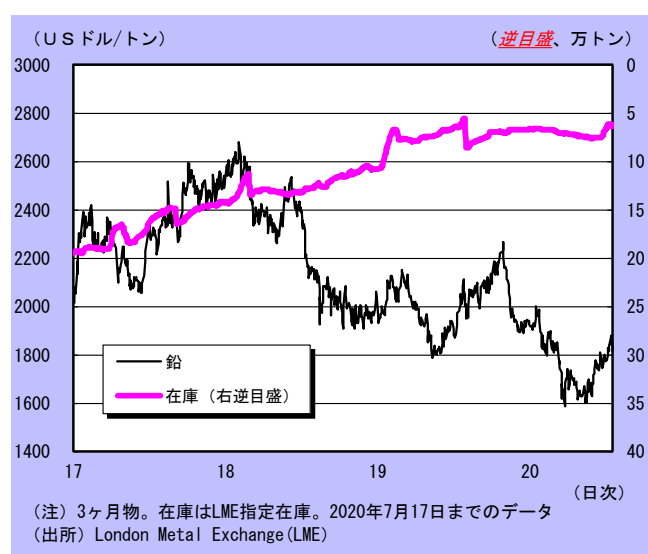
コロナの感染拡大を受けて、感染拡大時に需要が高まる傾向にある病院、食品メーカー、スーパーマーケット、通信などでバックアップ用電源を準備する動きがあり、他分野での鉛需要の落ち込みを緩和しているという。調査会社のウッド・マッケンジーでは、2020年は、産業用バッテリー向けの需要が前年比3.6%減の263万トン、自動車用バッテリー向けの需要が6.5%減の795万トン、鉛需要全体では5.9%減の1,214万トンになるとしている。

経済活動の再開や所得の持ち直しとともに、主力の自動車用バッテリー向けの需要も回復するとみられる。鉛相場も緩やかな上昇が見込まれる。

(図表 21) 鉛

鉛相場とLME指定倉庫在庫の推移

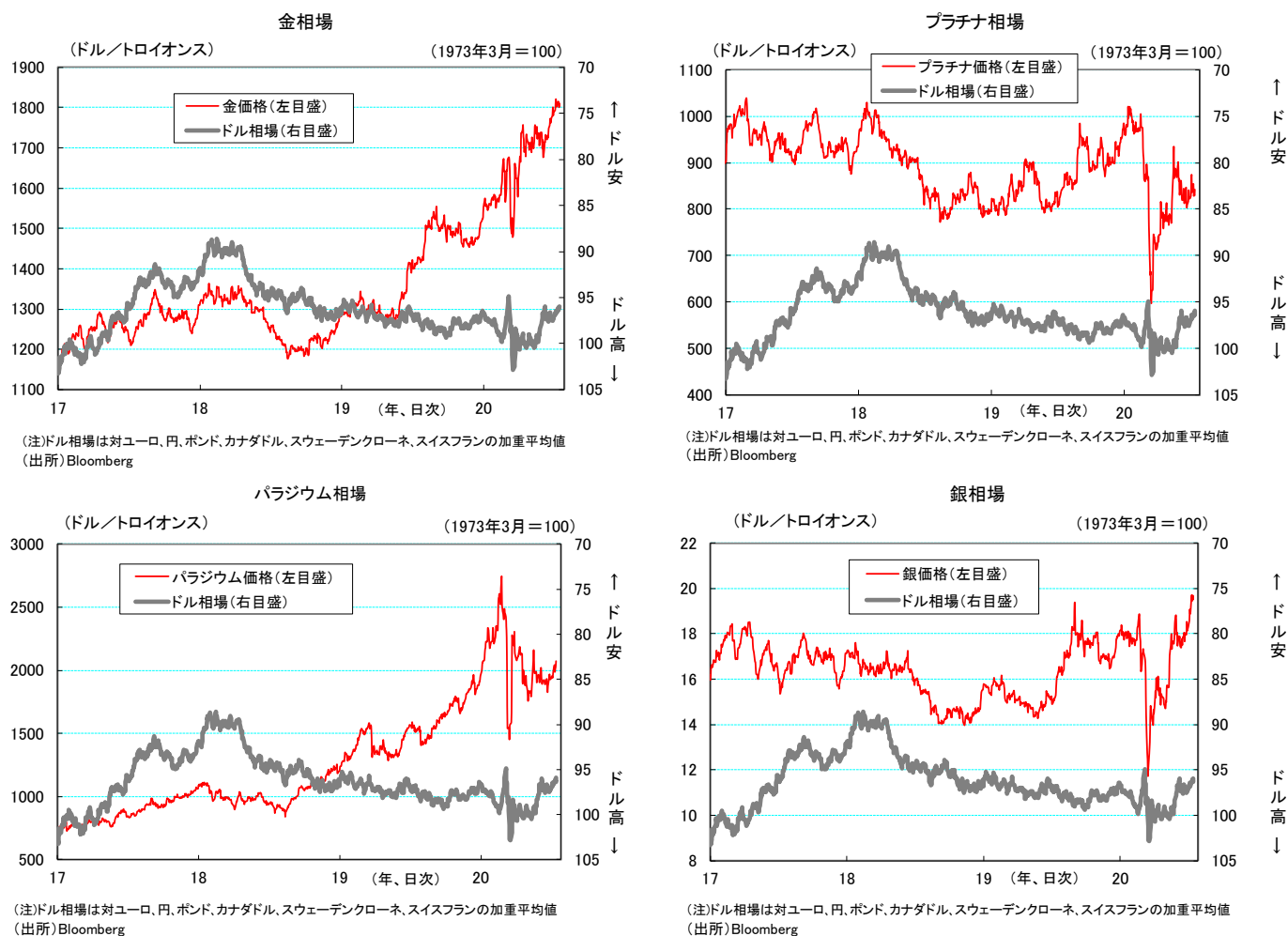
現先スプレッド（現物－3ヵ月物）の推移



IV. 貴金属：金相場は上昇が続き、7月上旬に9年ぶり高値

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7月8日に1,817.71ドルと2011年9月以来の高値をつけた。2020年3月中旬に1,450ドルまで急落する場面があったが、すぐに持ち直し、その後は高値更新が続く展開となった。

(図表 22) 貴金属価格の推移



【4月の動向】～大幅上昇

米国の実体経済の悪化が買い材料

4月に入って、3月のISM製造業景況指数が2009年以来の低水準となったこと(1日)、3月28日に終わる週の新規失業保険申請件数が600万件超と過去最高を更新したこと(2日)、3月の雇用統計で就業者数が70.1万人減と9年半ぶりのマイナスを記録したこと(3日)など、米国景気指標の予想以上の悪化を背景に、金相場は買い戻しが進んだ。各国の金融緩和措置や財政支出で通貨価値が下落するとの観測、乱高下する株価を受けて安全資産需要が高まるとの見方な

ども支援材料になったとみられる。

9日には、米連邦準備制度理事会（F R B）が中小企業や自治体の資金繰り支援策として 2.3 兆ドルの資金供給を行うと発表したことや、4月4日に終わる週の米失業保険申請件数が 600 万件超の高水準を続けたことを背景に、金相場の上昇幅が大きくなった。

原油の下値不安や世界景気見通しの下方修正を背景に高値

12日には石油輸出国機構（O P E C）加盟・非加盟の主要産油国で構成する「O P E C プラス」が日量 970 万バレルの大規模減産で合意したが、原油相場の押し上げには不十分とみなされ、週明けの 13日には株価下落につながり、安全資産の金は買われて、1,700 ドルを上回った。14日は、国際通貨基金（I M F）が 2020 年の世界経済の成長率見通しをマイナス 3.0%に大幅に下方修正したことも支援材料になり、金は一時 1,746.50 ドルの高値をつけた。

原油のマイナス価格への懸念から金にも換金売り

その後、利益確定の売りにやや下押された。16日にトランプ米大統領が経済活動再開への手順を定めたガイドラインを公表したことや、米医薬品メーカーのギリアド・サイエンシズ社の「レムデシビル」が新型コロナウイルス感染症の臨床試験で優良な成績だと報じられたことを背景に投資家のリスク志向の回復につながり、17日の金相場は下落幅がやや大きくなった。また、20日には、原油相場のマイナス価格をつける暴落を受けて株安も進む中、投資家のリスク回避姿勢が強まって金を買われる場面があったものの、21日には原油暴落を材料に他のコモディティや株式が下落する中、金にも換金売り圧力が及んで一時 1,660 ドル割れまで売られた。

景気刺激策がインフレ圧力との見方も

しかし、22日には、前日にトランプ米政権と議会が新型コロナウイルス対策の第 4 弾として中小企業の雇用維持の支援などに総額 4,800 億ドルを拠出することで合意し、株式や原油の相場反発につながったことが金相場にも好材料になった。各国の政府や中央銀行による景気刺激策が先行きのインフレ圧力になりうるとして、インフレヘッジの金買いが出ているとの指摘もあった。ギリアド・サイエンシズ社の「レムデシビル」の臨床試験が失敗に終わったと報道されたことも金買い材料になったようだ。金相場は 1,740 ドル近くまで上昇した。

経済活動の制限緩和が売り材料

しかし、24日には利益確定売りから反落し、27日には欧州各国や米国の一部州で新型コロナ感染拡大に伴う都市封鎖などを緩和する動きが出ていることで投資家のリスク志向の回復から金は売られた。感染拡大が最も深刻な米ニューヨーク州でも業種別・地域別に経済活動再開の計画が提示された。29日はギリアド・サイエンシズ社が抗ウイルス薬「レムデシビル」の新型コロナの臨床試験が良好だったとの速報結果を発表した。30日には、前日の米連邦公開市場委員会

(FOMC)で事実上のゼロ金利政策を長期間に渡って維持する方針を決定したことが支援材料だったとみられるものの、ジョンソン英首相の「感染拡大のピークは過ぎた」との発言や欧米での経済再開の動きが相場の圧迫要因となり、1,700ドルを割り込んだ。

【5月の動向】～横ばい圏で推移

米中摩擦再激化への警戒が支援材料

5月1日には、一時1,668.53ドルまで下げた。もっとも、その後、トランプ米大統領が新型コロナの感染拡大を巡る中国の責任を追及する姿勢を示し、制裁関税の可能性にも言及したことでリスク回避の動きが強まり、金は買い戻された。4日は、前日にポンペオ米国務長官が新型コロナの発生源を中国・武漢市のウイルス研究所だとする説に「かなりの証拠がある」とし、トランプ氏も中国の責任だとする言説を続けたことで、金は続伸した。

経済活動再開への期待と感染「第2波」への警戒の綱引き

その後は、米カリフォルニア州知事が一部の経済活動を再開させる見通しを示した(4日)、イタリアやスペインで経済活動の制限を一部緩和する動きがあった(4日)、トランプ氏が新型コロナ対策の「タスクフォース」を縮小させるとともに早期の経済再開の意向を示した(5日)、ドイツで市民生活の正常化を段階的に進める見通しとなった(6日)、ライトハイザー米通商代表部(USTR)代表と劉鶴中国副首相が第1段階の貿易合意について協議した(7日)、4月の米国雇用統計が市場予想ほど悪化しなかった(8日)などが押し下げ材料となった。一方で、米国失業保険申請件数の高水準が続いたこと(7日)、米国立アレルギー感染症研究所のファウチ所長の米上院での証言を受けて感染第2波への警戒が強まった(12日)、パウエルFRB議長が講演で「あらゆる措置を取り続ける」と表明し、財政出動による家計や企業への支援策がさらに必要になる可能性もあるとの考えを示したこと(13日)などが強材料となり、1,700ドル前後で一進一退の推移となった。

米中対立と金融緩和が支援材料

14日にはトランプ米大統領が新型コロナウイルスを巡る中国の対応を批判し、15日には米政府による華為技術(ファーウェイ)に対する禁輸措置の強化が発表された。また、17日日曜日のテレビ番組で、パウエルFRB議長が追加の金融緩和措置の用意があることを示唆した。米中の対立への懸念が金の安全資産需要を高め、金融緩和が金利のつかない金の相対的な魅力を高めるとの見方から、18日に一時1,764.55ドルまで上昇した。もっとも、その日には、米バイオ医薬品ベンチャーのモデルナが新型コロナのワクチン候補の初期の治験で有望な結果となったと発表したことを受けて、投資家のリスク志向が強まり、金は1,730ドル割れまで下落した。

強弱材料でもみ合い

その後はもみ合いとなった。パウエルF R B議長の上院銀行住宅都市委員会での証言が引き続きハト派的だと好感されたこと（19日）、米連邦公開市場委員会（F O M C）議事要旨で同委員会全体としてもハト派的な姿勢だったこと（19日）、モデルナ社のワクチン候補について初期段階の治験データは重要な意味を持たないと専門家の見解が報道されたこと（20日）、中国の全国人民代表大会（全人代）で香港に対する統治を強化する「国家安全法」を制定する方針が示され、これに対して米政府は非難する姿勢を示したこと（22日）などが金買い材料になった。一方で、米国ではコネチカット州を最後に全米50州で経済活動が部分的に再開されたと報道されたこと（20日）、5月の欧米の購買担当者景況指数（P M I）が改善したこと（21日）などが安全資産の売り材料だった。

経済再開が下押しも、米中対立などが下値を限定

しかし、26日は、欧米で新型コロナ対策のために制限されていた経済活動を再開する動きが広がったことや、前日に米バイオテクノロジー企業のノババックスが新型コロナのワクチン候補について治験を開始したと発表したことが金には売り材料になった。こうしたリスクオンの流れは27日も続き、金相場は一時1,693.22ドルと2週間ぶりの安値をつけた。もっとも、安値後は反発し、1,700ドル台を回復した。中国による香港の国家安全法制定の動きを受けて、ポンペオ米国務長官が「香港は高度な自治を維持してるとは言えず、引き続き優遇措置を受けることは認められない」と議会に報告したと明らかにし、米中対立への懸念が強まった。

28日には中国の全人代で香港の国家安全法の導入方針が採択され、米中対立への懸念が金相場を支える状態が続いた。29日にトランプ氏が米中貿易協定の「第1段階の合意」の撤回に言及せずに投資家の不安心理が和らいだことが弱材料となったものの、白人警官による黒人拘束死をきっかけに全米に広がった抗議デモが強材料になった。

【6月の動向】～上昇

経済再開の動きが弱材料

6月初は、中国政府による香港への国家安全法導入を巡っての米中対立や、白人警官による黒人拘束死を受けて全米に広がった抗議デモへの懸念が金相場を押し上げた。しかし、その後は、米ニューヨーク市でも8日から段階的な経済再開が進められるとされるなど、新型コロナウイルスの感染対策で制限されていた経済活動を再開する動きが世界的に広がっていることや、株式相場が堅調に推移したことから、安全資産とされる金への需要は鈍化した。3日は、オートマティック・データ・プロセッシング（A D P）の統計で非農業部門の民間就業者の減少幅が縮小したことが金には弱材料となった。

4日は、欧州中央銀行（E C B）がパンデミック緊急購入プログラム（P E P P）の規模を6,000億ユーロ拡大するとの決定などを受けてユーロ高・ドル安が進み、ドル建ての金相場の押し上げ材料になった。しかし、5日には、5月の米国雇用統計で非農業部門の就業者数が市場予想に反

して増加に転じ、失業率も改善したことを受けて、金相場は一時 1,670.14 ドルと 5 月 1 日以来の安値まで下落した。

F R B のゼロ金利維持姿勢や株価の急落を背景に上昇

8 日は、株価が上昇を続けたものの、金は前週の下落の反動で反発した。9 日は、株価が利益確定の売りで反落する中、安全資産の金は続伸した。10 日は、F O M C の結果待ちで、ほぼ横ばいで推移した。F O M C では 2022 年までゼロ金利が維持される見通しが示され、パウエル F R B 議長が新型コロナの影響が長期的に景気を下押しする可能性に言及したことを受けて、清算値後の金先物相場は上昇した。

11 日は、ダウ工業平均株価が一時 1,900 ドル急落し、投資家のリスク回避の動きが強まる中、金は 1,750 ドルに近づく場面もあったが、その後は伸び悩んだ。12 日は、株価が持ち直し、リスク回避の動きが一服する中で、金はやや売られた。ミシガン大学消費者信頼感指数が市場予想を上回って改善したことも弱材料と目された。

感染第 2 波懸念で、一時売られるも、高値追い

15 日は、北京で 100 人以上の感染者が確認されるなど新型コロナの感染第 2 波が懸念されて、米国株価が反落して始まる中、金にも換金売りが広がって一時 1,703.83 ドルまで下げた。ただ、株式が持ち直すと、他のコモディティとともに金もやや買い戻された。

その後、米小売売上高が大幅増となったこと（16 日）、ニューヨーク市が 22 日に経済活動再開の第 2 段階に入るとの見通しが示されたこと（17 日）が弱材料だったものの、中国での感染再拡大への懸念が強材料となった。18 日には北京市政府が新型コロナの感染は制御できていると発表したものの、世界的には中南米や米国のフロリダ州やテキサス州などで感染者数は増加を続けており、感染拡大への懸念は続いた。

22 日には、前日に世界保健機構（W H O）が世界の新規感染者数が過去最大の 18.3 万人になったと発表し、感染第 2 波への警戒感から金相場は 1,750 ドルを上回った。

23 日には、ナバロ米大統領補佐官が米中貿易協議の第 1 段階合意についてテレビ番組で「終わった」と打ち切りを示唆した。その後、トランプ大統領がツイッターで「中国との合意は無傷だ」と否定したものの、米中の対立激化への警戒感が安全資産とされる金の支援材料になった。

24 日は、新型コロナ感染第 2 波への懸念が続いたことや、国際通貨基金（I M F）が 2020 年の世界経済の成長率見通しをマイナス 4.9%へと下方修正したことが投資家心理を悪化させ、株式などの損失を補填するための換金売りが金にも及んだ。その後も、換金売り圧力が続き、26 日には 1,747.19 ドルまで下げた。しかし 25 日には、感染再拡大を受けて米テキサス州が経済活動の再開を一時停止すると発表し、26 日には同州とフロリダ州で一部経済活動の制限が再導入された。投資家のリスク回避姿勢が強まる中、安全資産である金は買い戻される動きとなった。

29 日は、前日に米カリフォルニア州でも経済活動の制限が再導入されて金の支援材料になり、

金相場は高止まりした。

30日は、一時1,785.46ドルと2012年10月以来の高値をつけた。米国で新型コロナの感染が再拡大し、経済活動の再開を停止する動きが広がる中、安全資産需要が高まった。中国の全国人民代表大会（全人代）常務委員会で、香港への統治を強化する「香港国家安全維持法」が全会一致で可決され、即日実施されたことで米中対立への懸念が強まったことも金買い材料だった。

【先行き】～目先、利益確定売りが出やすいが、感染再拡大への懸念からさらに上昇も

金相場は7月に入っても上昇基調を続け、8日には1,817.71ドルと2011年9月以来の高値をつけた。各種経済指標が景気の堅調さを示したことが弱材料になったものの、新型コロナの感染再拡大への懸念や株価に高値警戒感が出ていることが安全資産である金を買われる理由になっているようだ。

金相場を取り巻く環境をみると、政策当局が、景気の下支えを志向して、拡張的な金融・財政政策を続けようとする状況は変わっていない。拡張的な金融・財政政策が金相場を支援する局面は続くだろう。その中で、新型コロナの感染再拡大への懸念から、金相場が押し上げられる傾向が強まっている。経済活動の制限を再導入する動きも出ており、経済活動の再開によって景気が持ち直すこれまでの傾向は維持されにくくなっている。金相場は、6月下旬から7月上旬にかけてやや速いペースで上昇した後であり、利益確定の売りが入りやすくなっていると思われるが、感染の拡大傾向が続いたり、米中対立が激化したりすれば、さらに上昇する可能性がある。

－ ご利用に際して －

- 本資料は、信頼できるとさ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。