

## 経済レポート

# コモディティ・レポート(2020年7~9月)

調査部 主任研究員 芥田 知至

## I. コモディティ市況全般：上昇後に頭打ち

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日に現行指数で遡及できる1994年以降で最低を記録した後、8月31日には3月以来の高値をつけた。足元にかけては、上値が重くなったが、下値も限定されている。感染拡大や米大統領選の動向が不透明要因となっているが、基本的には、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46ドル台、WTIは43ドル台をつけた後、頭打ち

国際指標とされるブレント原油は、8月31日に46.53ドルとOPECプラスの減産協議の決裂を受けて暴落した3月6日以来の水準に持ち直した。その後、相場は頭打ちとなりつつも、下値は限定されている。先行きも強弱材料が混在する状況が続き、原油相場は、膠着状態になりやすいと思われる。

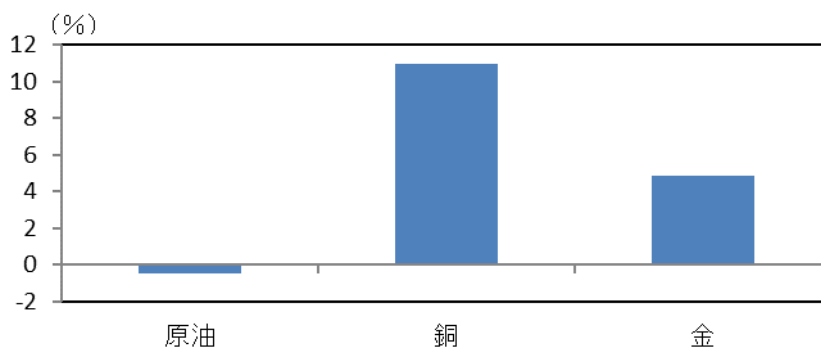
## III. ベースメタル市況：上昇して一時6,800ドル台後半と2年超ぶりの高値

銅相場は、9月21日に6,877.50ドルと2018年6月以来の高値をつけた。足元は6,700ドル前後で推移している。新型コロナ感染拡大が懸念されるものの、中国需要の増加観測を背景に下値は支えられており、供給不安やドル安によって、さらに上値を追う可能性もある。

## IV. 貴金属市況：金相場は2,000ドルを上回って8月上旬に史上最高値

金相場は、8月7日に2,072.50ドルの史上最高値を記録した。その後、やや軟調となり、9月24日には1,847.57ドルと2カ月ぶりの安値をつけた。10月に入って1,900ドル前後で推移している。金相場は、引き続き、調整含みの局面とみられるが、下値は限定的だろう。

原油・銅・金相場の騰落率（2020年9月末と2020年6月末の比較）



## I. コモディティ市況全般の概況：上昇後に頭打ち

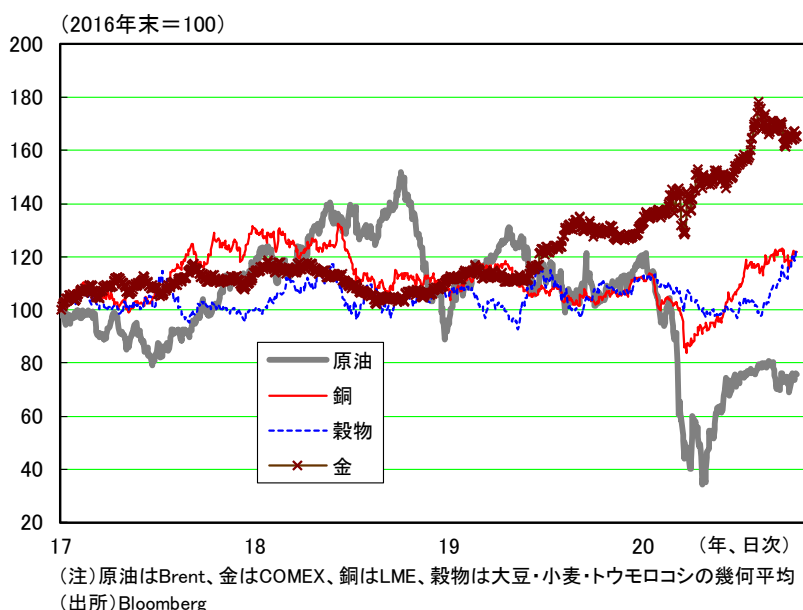
ドル建て国際商品市況全般の動向を示すロイター・コアコモディティ-CRB指数は、2020年1月3日に9カ月ぶりの高値をつけた後、大幅に下落して4月21日には現行の指数で遡及できる1994年以降で最低を記録した(図表1)。その後は上昇に転じて、8月31日には3月以来の高値をつけた。足元にかけては、上値が重くなったが、下値も限定されている。

マクロ経済環境をみると、経済再開を背景とした資源需要の持ち直しや為替市場でのドル安がコモディティ相場を支援した。しかし、夏場以降は、新型コロナウイルスの感染が再拡大する中、景気回復の動きが一服し、原油や金属の相場の上値が重くなった。金も歴史的な高値をつけた後、利益確定の売りが出やすくなった。感染拡大や米大統領選の動向が不透明要因となっているが、基本的には、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。

(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：ブレントは46ドル台、WTIは43ドル台をつけた後、頭打ち

国際指標とされるブレント原油は、1月8日に71.75ドルの高値をつけた後、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。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傾向で推移し、WTIは8月26日に43.78ドル、ブレントは8月31日に46.53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日以来の水準に持ち直した。その後、相場は頭打ちとなりつつも、下値は限定されている。

#### 【7月の動向】～上昇後、横ばい圏

（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	↑ (42.03)	米エネルギー情報局（EIA）の週次石油統計で原油在庫の減少幅が市場予想を上回ったこと、6月のISM製造業景況指数が市場予想を上回って大幅に改善して14カ月ぶりの高水準となったこと、財新/マークイットが発表した6月の中国製造業購買担当者景況指数（PMI）が前日に発表された中国国家統計局による製造業PMIと同様に市場予想を上回ったことなどが強材料となった。
2日	↑ (43.14)	6月の米国雇用統計が市場予想以上に雇用情勢が改善したことを示す内容となったことが強材料となった。もっとも、前日の米国の新規感染者数が約5万人と過去最多を記録したことなどから景気が再び落ち込むことへの懸念が残り、上値は限定的だった。
3日	↓ (42.80)	新型コロナの感染拡大への懸念などからブレントは売りに押された。WTIは米独立記念日の振り替え休日で休場だった。
6日	↑ (43.10)	WTIは小幅安、ブレントは小幅高だった。米国の南部や西部での新規感染者の急増を受けて景気や石油需要の先行き懸念が強まった一方で、6月のISM非製造業総合景況指数が市場予想を上回って改善したことが強材料となった。
7日	＝ (43.08)	EIAが月次で発表する短期エネルギー見通しの中で、世界の石油需要の見通しを上方修正したことが強材料とされたが、新型コロナウイルスの感染拡大が続いていることが弱材料となった。

8日	↑	(43.29)	E I A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増加したものの、ガソリン在庫の減少幅が市場予想を上回ったことが強材料となり、原油相場は上昇した。
9日	↓	(42.35)	米国での新型コロナウイルスの感染拡大を背景としたエネルギー需要の減退懸念により、原油相場は反落した。
10日	↑	(43.29)	国際エネルギー機関（I E A）が2020年の世界の石油需要見通しを上方修正したことが相場を押し上げた。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、米国内の石油掘削リグの稼働件数が減少を続けたことも強材料だった。
13日	↓	(42.72)	11日にサウジアラビアなどが8月以降に協調減産の縮小を目指していると報道されたことや、新型コロナの感染者数が世界的に急増していることが弱材料になった。
14日	↑	(42.90)	米国での感染拡大が弱材料だったものの、石油輸出国機構（O P E C）にロシアなど非O P E C産油国を加えた「O P E Cプラス」の6月の協調減産順守率が107%と高水準だったことが好感され、相場は小幅上昇した。
15日	↑	(43.79)	O P E Cプラスの合同閣僚監視委員会（J M M C）で協調減産の減産幅を予定通りに8月から日量770万バレルに縮小する方針が確認されたことがやや弱材料になったとみられたものの、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などが強材料となり、原油相場は上昇した。
16日	↓	(43.37)	前日の上昇を受けて利益確定の売りが先行した。前日にO P E Cプラスの協調減産を縮小する方針が示されたことや、新型コロナの感染拡大が続いていることが嫌気された。
17日	↓	(43.14)	続落した。協調減産の縮小や感染拡大への懸念が続いた。ベーカー・ヒューズの統計で米国内の石油掘削リグの稼働件数は減少が続いたものの、相場押し上げには力不足だった。
20日	↑	(43.28)	小幅反発した。新型コロナの感染拡大が続いていることが下押し材料だったが、複数のワクチン候補の治験で良好なデータが得られたとする報道が好感された。
21日	↑	(44.32)	ワクチン開発の進捗を好感する流れが続いたことや、欧州連合（E U）の首脳会議がコロナ禍からの経済再生のため総額7,500億ユーロの復興基金の創設で合意したこと、米国でも追加の経済対策を巡る協議が本格化していることなどが支援材料になった。

22日	＝	(44.29)	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たことや米中対立の激化への懸念が弱材料となったものの、為替市場でユーロ高・ドル安が進展したことが強材料となり、結局、ほぼ横ばいだった。なお、前日には米政府が知的財産権の保護を理由にヒューストンの中国総領事館の閉鎖を要求し、中国政府は、対抗措置として、成都にある米総領事館の閉鎖を命じる検討に入ったと報道された。
23日	↓	(43.31)	前日に示された原油在庫の増加や、米国の西部や南部での新型コロナの感染拡大が嫌気され、下落した。
24日	＝	(43.34)	I H S マークイットが発表した7月のユーロ圏総合PMIが企業活動の活発化を示したことやドル安を背景に相場は上昇したが、中国政府が成都にある米総領事館の閉鎖を命じたことが上値を抑えた。
27日	＝	(43.41)	小幅続伸だった。米国で追加の新型コロナ対策で合意することへの期待や為替市場でのドル安が支援材料になったものの、米国での感染拡大や米中対立への懸念が上値を抑制した。
28日	↓	(43.22)	反落した。米議会での追加経済対策を巡る与野党の調整が難航するとの見方が強まったことや、米民間調査会社のコンファレンス・ボードが発表した7月の消費者信頼感指数が低下して感染拡大の景気への影響が懸念されたことが弱材料となった。
29日	↑	(43.75)	E I A の週次統計で、原油在庫が市場予想に反して大幅な減少を記録したことを受けて、反発した。午後には、米連邦公開市場委員会(F O M C)で大方の予想通りに現行の金融政策の据え置きが決定され、市場の反応は限定的だった。
30日	↓	(42.94)	4～6月期の米国GDPが前期比年率32.9%の減少と統計を遡れる1947年以降で最大の落ち込みとなったこと、週次統計の米新規失業保険申請件数が増加したこと、トランプ米大統領が大統領選の延期の可能性に言及したことなどが弱材料となった。
31日	↑	(43.30)	米国の5月の減産量が日量200万バレルと過去最大だったと報道されたことが強材料になった。

**【8月の動向】～上昇**

3日	↑ (44.15)	米ISM製造業景況指数や財新／マークイットによる中国の製造業PMIといった製造業関連指標が改善を示したことが好感され、相場は続伸した。
4日	↑ (44.43)	米追加経済対策について与野党の協議が進展するとの期待が高まったことや、米国での感染拡大ペースが鈍化し始めた可能性があることが好感された。
5日	↑ (45.17)	EIAの週次統計で原油在庫の減少幅が市場予想を上回ったことや、為替市場でドル安・ユーロ高が進展したことを背景に4営業日続伸した。
6日	= (45.09)	前日までの上昇で利益確定の売りが出やすかった。一方、イラクがこれまでの過剰生産分を相殺するために8月に日量40万バレルの追加減産を行うと発表したことなどが強材料となり、下値は限定された。
7日	↓ (44.40)	続落。米国の多くの州で感染拡大が続き、インドでも新規感染者数が過去最多を記録するなど世界的な感染拡大への懸念が続いた。
10日	↑ (44.99)	新型コロナの追加対策法案を巡る米政権と与野党の協議は7日にいったん決裂したものの、トランプ大統領が再協議の可能性を示唆するツイッターの投稿をしたことや、中国の生産者物価の低下幅が縮小したこと、前日にサウジアラビア国営石油会社サウジアラムコのナセル最高経営責任者(CEO)がエネルギー需要が持ち直しているとの認識を示したことなどが押し上げ材料になった。
11日	↓ (44.50)	新型コロナの追加経済対策を巡って米議会で与野党の対立姿勢が続いたことが弱材料になった。
12日	↑ (45.43)	EIAの週次統計で、原油在庫の減少幅が市場予想を上回ったことなどが押し上げ材料になった。OPECが月報で世界の石油需要見通しを下方修正したことはやや弱材料だった。
13日	↓ (44.96)	前日のOPECに続いて、IEAが世界の石油需要見通しを引き下げたことが弱材料となった。
14日	↓ (44.80)	新型コロナウイルスの感染拡大で落ち込んだ石油需要の回復が遅れるとの懸念が続き、相場は続落した。
17日	↑ (45.37)	OPECプラスの合同技術委員会(JTC)で7月の協調減産の順守率が95～97%になったと報告されたと報道されたことが好感されたほか、為替市場でのドル安がドル建てで取引される原油の割安感につながり、原油相場を支援した。



18日	＝	(45.46)	翌日にOPECプラスの合同閣僚監視委員会(JMMC)やEIAの週次統計の発表を控えて、小動きだった。
19日	＝	(45.37)	EIAの週次統計で、原油在庫の減少幅が予想を下回った一方でガソリン在庫の減少幅は市場予想を上回ったことなどを受けて、相場は小動きが続いた。サウジアラビアのアブドルアジズ・エネルギー相は、世界の石油需要が10～12月にも感染拡大前の水準を回復するとの見方を示した一方で、協調減産の合意履行を強く求めた。
20日	↓	(44.90)	前日にOPECプラスの内部報告書で過剰生産を調整するために日量200万バレル超の追加減産をする必要があると指摘したと報道されたことや、米失業保険申請件数が市場予想を上回ったことなどが嫌気され、下落した。
21日	↓	(44.35)	為替市場でユーロ安・ドル高が進んだことや、内戦状態にあるリビアでトリポリに拠点を置く暫定政府が停戦を発表し、リビアの国営石油会社が輸出を再開する方針を示したことが弱材料となった。米石油サービス会社のベーカー・ヒューズが発表した統計で米国の石油掘削リグの稼働数が増加に転じたことも下押し材料だった。
24日	↑	(45.13)	熱帯低気圧「マルコ」と「ローラ」が米メキシコ湾岸に近付いている影響で沖合の原油生産施設の半分以上が一時停止したことが需給引き締め要因と目され、相場は上昇した。
25日	↑	(45.86)	メキシコ湾岸を北上中のハリケーン「ローラ」がさらに勢力を強めるとの観測がある中で、米国の沖合油田の減産規模が2005年のハリケーン「カトリーナ」襲来時に近づいたとされた。
26日	↓	(45.64)	米メキシコ湾岸へのハリケーン「ローラ」の接近で原油生産が減少したこと(25日時点でメキシコ湾での原油生産の84%にあたる日量156万バレル分が停止)や、EIAの週次統計で原油在庫とガソリン在庫がともに市場予想を上回る減少幅となったことが強材料となったものの、新型コロナ感染拡大による需要減退への懸念が引き続き弱材料となった。WTIは一時5カ月ぶりの高値を更新した。
27日	↓	(45.09)	ハリケーン「ローラ」が米ルイジアナ州に上陸したものの、沖合油田の生産が早期に回復すると見込まれたため、原油相場は下落した。
28日	＝	(45.46)	ハリケーン「ローラ」が大きな被害をもたらさずことなく通過し、石油施設が操業を再開し始める中、原油相場は小幅続落した。

31日	↓ (45.28)	アブダビ国営石油会社（ADNOC）がアジア顧客向けの10月の原油供給量を30%削減すると報道されたことが強材料だったが、その後、下値を切り下げた。感染拡大に伴うエネルギー需要減退への懸念が根強いとされた。
-----	-----------	--

**【9月の動向】～下落**

1日	↑ (45.58)	反発した。財新/マークイットによる中国の製造業PMIが国家统计局による製造業PMIとは異なり、9年半ぶりの高水準に上昇したことや、米ISM製造業景況指数が約2年ぶりの高水準に上昇したことが強材料となった。
2日	↓ (44.43)	EIAの週次統計で、原油在庫の減少幅が市場予想を上回ったものの、ハリケーンによる一時的な変動に過ぎないとみなされ、むしろ、ガソリン消費量が減少したことが下押し材料と受け止められた。
3日	↓ (44.07)	米国のガソリン需要の弱さに対する懸念が続き、相場は続落した。製油所のメンテナンス入りの時期を控えていることも弱材料だった。
4日	↓ (42.66)	ロシアのノバク・エネルギー相が2020年の石油需要について日量900～1000万バレル減少するとの見通しを述べたことや、8月の米国雇用統計で雇用増加ペースの鈍化が示されたことが弱材料だった。WTIが3.9%安、ブレントが3.2%安だった。
7日	↓ (42.01)	WTIはレイバー・デイの祝日で休場、ブレントは続落だった。5日にサウジアラビアがアジア向け原油の公式販売価格を引き下げたことでアジア需要の鈍化が連想され、嫌気された。
8日	↓ (39.78)	サウジによる原油公式販売価格の引き下げの影響が続き、新型コロナの感染拡大でエネルギー需要が鈍化するとの懸念が強まった。WTIは7.6%安、ブレントは5.3%安だった。
9日	↑ (40.79)	為替市場でのドル安や前日の大幅下落の反動もあって上昇したが、上値は限定的だった。
10日	↓ (40.06)	反落した。EIAの週次統計で原油在庫が市場予想に反して増加したことが弱材料となった。
11日	↓ (40.06)	5日のサウジに続いて、前日にクウェートがアジア向けの原油の公式販売価格を引き下げたことが弱材料だったものの、株価が持ち直したことが強材料となり、相場は小動きだった。



14日	↓	(39.61)	前日に発表されたOPECの月報で2020年の世界の石油需要見通しを下方修正したことや、リビアで原油生産再開の準備が進んでいると目されたことが弱材料になった。ハリケーン「サリー」が米メキシコ湾岸の産油地帯に接近しつつあることから、相場の下げ幅は限定的だった。
15日	↑	(40.53)	ハリケーン「サリー」によって米国の原油供給が混乱したことが相場を押し上げた。一方、IEAの月報は、2020年の世界の石油需要見通しを引き下げたことなどから、今後の需要鈍化への懸念につながり、弱材料になった。
16日	↑	(42.22)	ハリケーン「サリー」が米アラバマ州に上陸して石油供給混乱の懸念が強まったことや、EIAの週次統計で、原油在庫が市場予想に反して減少したことが強材料だった。WTIは4.9%高、ブレントは4.2%高だった。
17日	↑	(43.30)	OPECプラスの合同閣僚監視委員会(JMMC)が開催され、協調減産順守や原油相場支持の姿勢を示したことなどが好感された。JMMCでは、イラク、ナイジェリア、アラブ首長国連邦(UAE)などに対して、5~7月の過剰生産を相殺するための減産強化を求めた。また、原油相場が一段安となった場合には、10月に臨時会合を行う意向を示した。一方、ハリケーン「サリー」の影響が限定的だったことや、米新規失業保険申請件数が高止まり気味だったことは弱材料だった。
18日	↓	(43.15)	リビア東部を拠点とする軍事組織のハフタル司令官が石油輸出港の封鎖を1カ月解くと表明したことや、米商務省が中国企業による短編動画投稿アプリ「TikTok(ティックトック)」と対話アプリ「微信(ウィーチャット)」の米国での配信・更新を20日から禁止すると発表して米中対立の激化が懸念されたことが弱材料だった。
21日	↓	(41.44)	リビアからの供給回復観測が続いたことや、欧州諸国で新型コロナウイルスの感染者が急増していることが押し下げ材料となった。米株価の急落に連れ安した面もあった。WTIは4.4%安、ブレントは4.0%安だった。
22日	↑	(41.72)	欧州での新型コロナウイルス感染者の急増を受けて急落した前日の反動などで小幅反発した。

23日	＝	(41.77)	E I A の週次統計で、原油在庫の減少幅が市場予想を下回ったものの、ガソリン在庫の減少幅が予想を上回ったことや、中間留分の在庫が市場予想に反して減少したことを受けて、相場は小幅上昇した。
24日	↑	(41.94)	前日発表の統計で示された石油製品在庫の減少が強材料視されたものの、欧州各国で新たに移動制限が導入されたことなどが弱材料となり、相場は小幅上昇にとどまった。
25日	＝	(41.92)	欧州各国で新型コロナの新規感染者数が増加していることや、米国でもコロナ禍が続いていることで、世界的にエネルギー需要が減退するとの懸念がやや強まり、相場は小幅下落した。
28日	↑	(42.43)	米国で難航している新型コロナ対応の追加経済対策について、ペロシ下院議長がトランプ政権との合意は可能と述べたと伝わったこと強材料視され、株価の上昇やドル安も支援材料になった。
29日	↓	(41.03)	新型コロナによる死者が世界全体で 100 万人を超えたと報道される中、エネルギー需要が減退した状態が長引くとの懸念が強まり、下落幅がやや大きくなった。WT I は 3.2% 安、ブレントは 3.3% 安。
30日	＝	(40.95)	E I A の週次統計で原油在庫が市場予想に反して減少したことが強材料になったものの、感染拡大への懸念が続き、上値を抑えた。WT I は上昇したものの、ブレントはほぼ横ばいだった。

### 【先行き】～OPECプラスの協調減産継続も感染拡大が懸念される状況

WT I は 8 月 26 日に 43.78 ドル、ブレントは 8 月 31 日に 46.53 ドルとそれぞれ 3 月以来の高値をつけた。しかし、石油需要の回復の鈍さが指摘されるようになる中、相場の上値が徐々に重くなった。WT I は 9 月 8 日に 36.13 ドルと 6 月以来、ブレントは 10 月 2 日に 38.79 ドルとそれぞれ 6 月以来の安値をつけた。

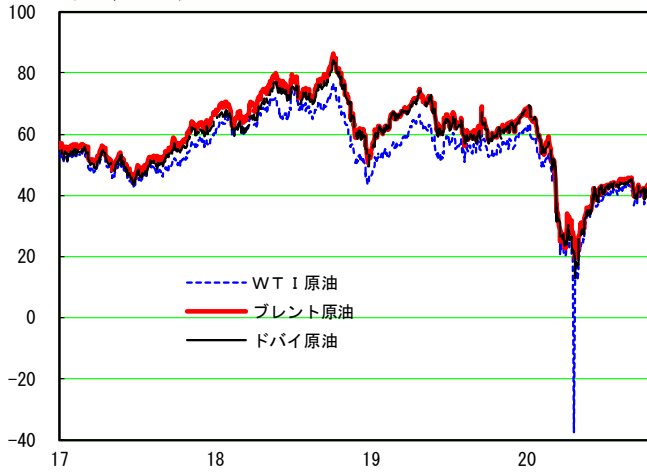
OPECプラスによる協調減産の継続、米国へのハリケーンの襲来、ノルウェーのストなど強材料もあったが、9 月は、サウジアラビアによる原油公式販売価格の引き下げ発表や欧州での新型コロナ感染の急拡大、10 月に入ると、OPECの産油量の増加やトランプ大統領の新型コロナ感染が弱材料になり、相場はやや軟調だった。

引き続き、上記のような強弱材料が混在する状況が続こう。原油相場は、膠着状態になりやすいと思われる。

なお、OPECプラスは、感染第 2 波の長期化とリビアの増産により、2021 年の原油市場が供給過剰になることを懸念するようになっていっているとされる。次回の OPEC 総会と OPEC プラスの閣僚会合は 11 月 30 日～12 月 1 日に予定されている。

(図表 3) 原油市況の推移

(ドル/バレル)



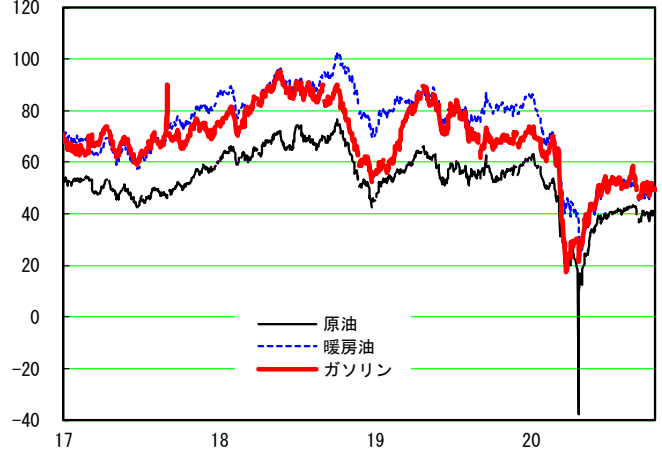
(注)直近は10月16日

(年、日次)

(出所)Bloomberg、日本経済新聞

(図表 4) 石油製品市況の推移

(ドル/バレル)



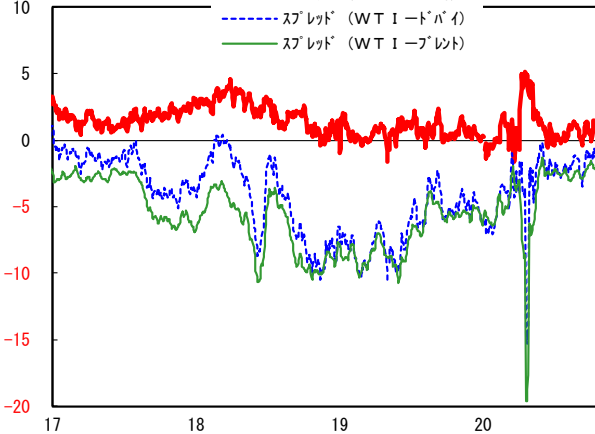
(注)直近は10月16日。すべてNYMEXの期近物

(年、日次)

(出所)Bloomberg

(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10月16日

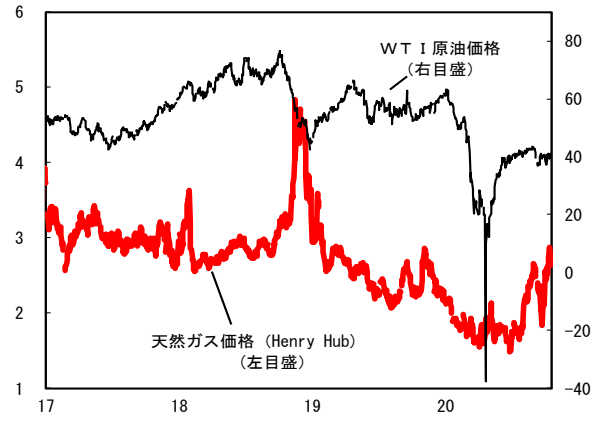
(年、日次)

(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)



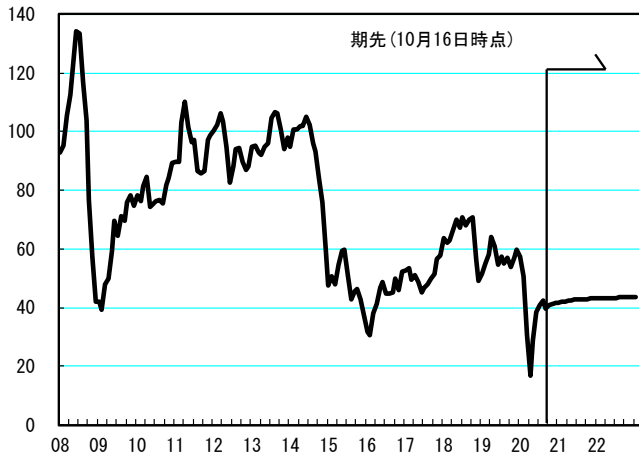
(注1)天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略

(年、日次)

(注2)直近は10月16日

(図表 7) 原油先物価格と先物カーブ

(ドル/バレル)



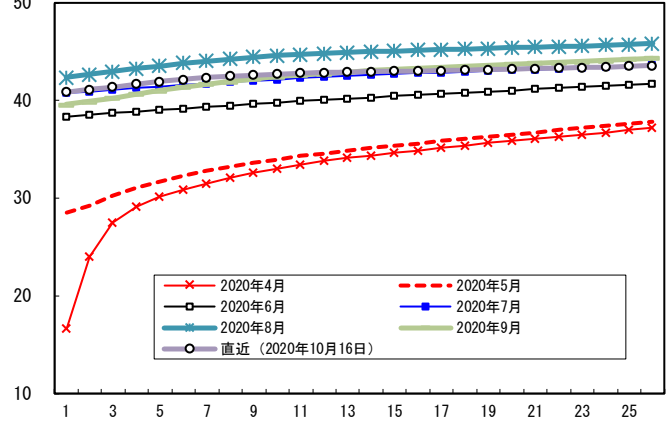
(注)限月は28ヵ月先まで、2020年10月16日時点

(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)

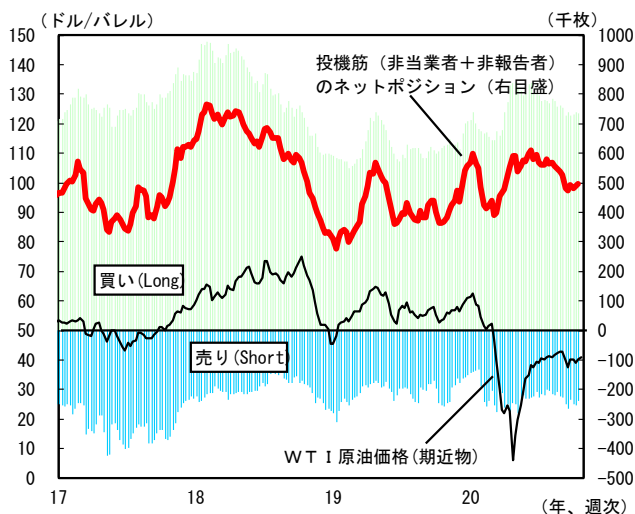


(注)各時点における各限月(28ヵ月先まで)のWTI原油先物価格

(出所) ニューヨーク商業取引所 (NYMEX)

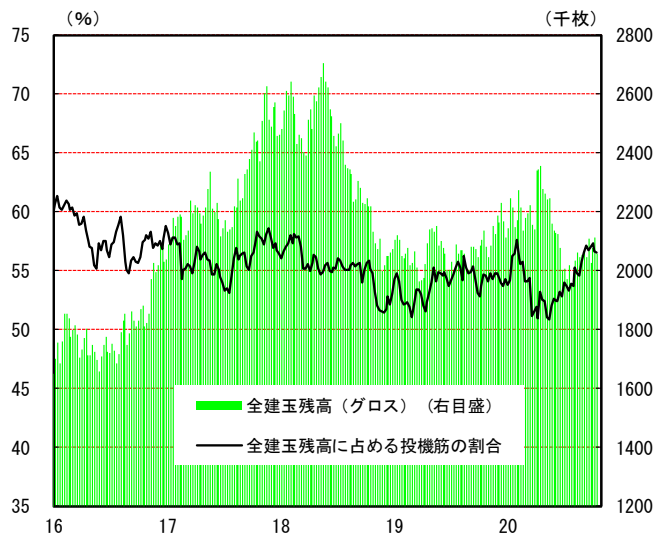
(限月)

(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10月13日時点、WT I 原油は10月14~16日の値  
 (注2) 旧分類に基づいた統計により作成  
 (出所) C F T C

(図表 10) 原油先物の建て玉 (NYMEX)



(注1) 1枚は1000バレル。直近は10月13日時点  
 (出所) 米国先物取引委員会 (C F T C)

(図表 11) O P E C の原油生産量 (Bloomberg 集計の推計値)

国名	生産量 <9月>	(前月差)	生産量 <8月>	(前月差)	産油能力	稼働率	生産余力 <9月>
アルジェリア	87.0	(0.0)	87.0	(6.0)	108.0	80.6%	21.0
アンゴラ	127.0	(2.0)	125.0	(7.0)	145.0	87.6%	18.0
コンゴ共和国	31.0	(2.0)	29.0	(1.0)	33.0	93.9%	2.0
赤道ギニア	10.0	(-2.0)	12.0	(0.0)	15.0	66.7%	5.0
ガボン	18.0	(2.0)	16.0	(0.0)	22.0	81.8%	4.0
イラン	195.0	(3.0)	192.0	(-4.0)	383.0	50.9%	188.0
イラク	378.0	(9.0)	369.0	(-10.0)	480.0	78.8%	102.0
クウェート	231.0	(4.0)	227.0	(5.0)	307.5	75.1%	76.5
リビア	15.0	(7.0)	8.0	(-2.0)	130.0	11.5%	115.0
ナイジェリア	149.0	(-3.0)	152.0	(1.0)	200.0	74.5%	51.0
サウジアラビア	894.0	(2.0)	892.0	(47.0)	1,150.0	77.7%	256.0
U A E	268.0	(-31.0)	299.0	(6.0)	340.0	78.8%	72.0
ベネズエラ	40.0	(9.0)	31.0	(-5.0)	90.0	44.4%	50.0
O P E C 13カ国	2,443.0	(4.0)	2,439.0	(52.0)	3,403.5	71.8%	960.5

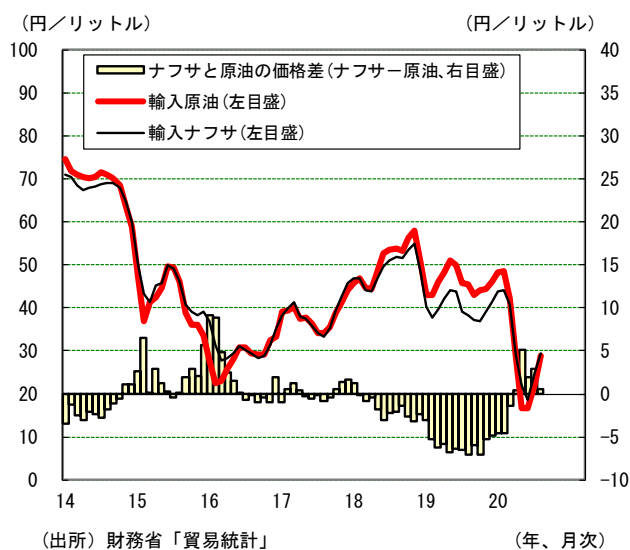
(注1) 2016年11月のOPEC総会において、産油量を日量約120万バレル減産し、3,250万バレルとする決定がなされた(12月にはOPECプラスで180万バレルの減産が決定)。  
 2018年12月のOPEC総会では日量80万バレルの減産を決定(OPECプラスでは120万バレル)。  
 2019年12月のOPECプラスの閣僚会合では日量170万バレルの減産を決定(自主減産分を含めて210万バレル)。  
 2020年4月のOPECプラスの閣僚会合では5~6月に日量970万バレルの減産を決定(7~12月に770万バレル、2021年1月~2022年4月に580万バレル)  
 2020年6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。ガボンとは2016年7月より再加盟。赤道ギニアは2017年5月に加盟。コンゴは2018年6月に加盟。カタールは2019年1月に脱退。エクアドルは2020年1月に脱退。  
 (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：経済再開を背景に上昇後に一進一退

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2020年6月に18.6円まで下落した後、8月には29.5円まで上昇した。一方、輸入原油価格は2018年11月の58.0円をピークに2020年5月に16.6円まで下落した後、8月には29.0円まで上昇した（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5.2円に拡大した後、8月にはナフサ高幅が0.5円に縮小した。

アジアのナフサ市況の推移をみると、2020年に入って急落したが、4月1日をボトムに6月にかけて速いペースで持ち直し、その後は一進一退で推移している。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、4月に乱高下した後、緩やかにナフサ高方向の推移が続いた。背景には、経済再開の動きが進んだことや、アジアでナフサクラッカーの定期修理の集中期が終わったことがあった。合成樹脂向けなどにナフサ需要は堅調とされるが、新型コロナの感染再拡大への警戒感もあり、上値が重い状況が続く可能性がある。

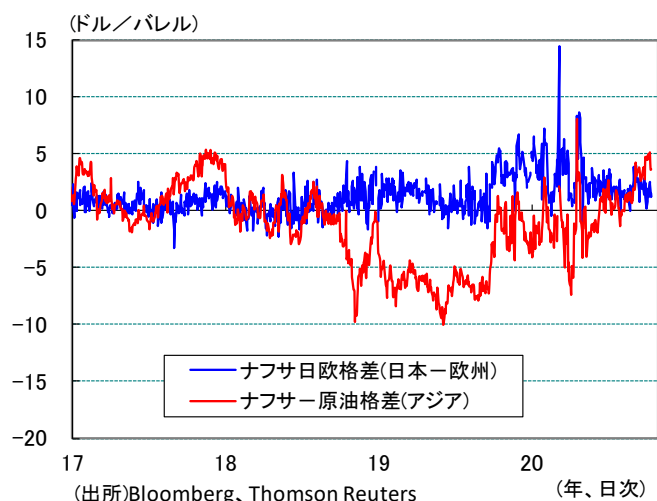
（図表12）日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



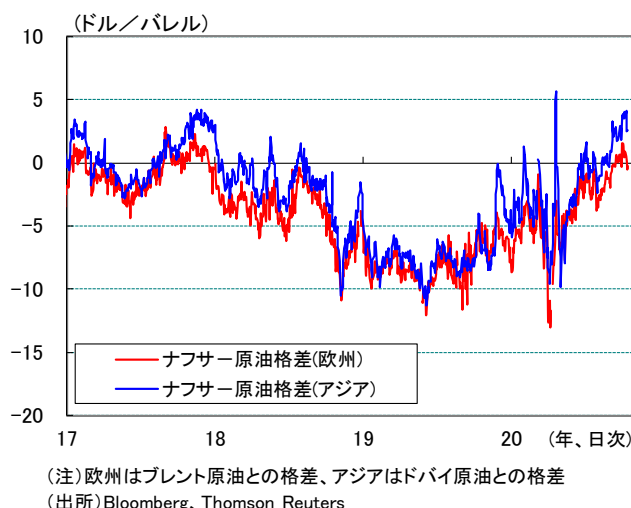
（図表13）アジアの原油・ナフサの市況



（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



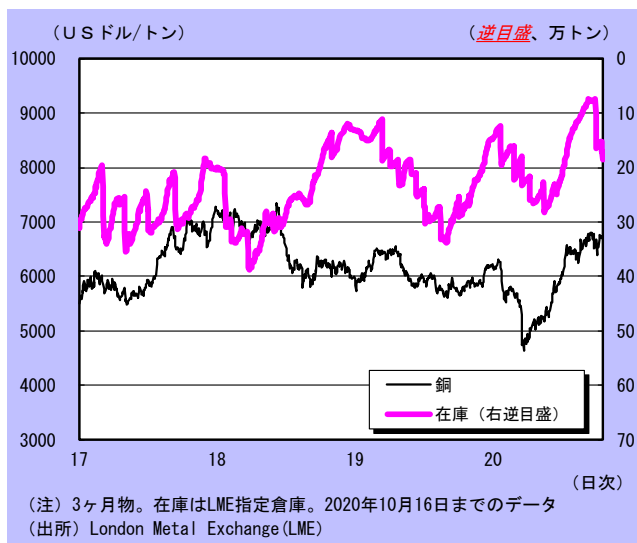
### Ⅲ. ベースメタル

#### 1. 銅を中心とした概況：上昇して一時 6,800 ドル台後半と 2 年超ぶりの高値

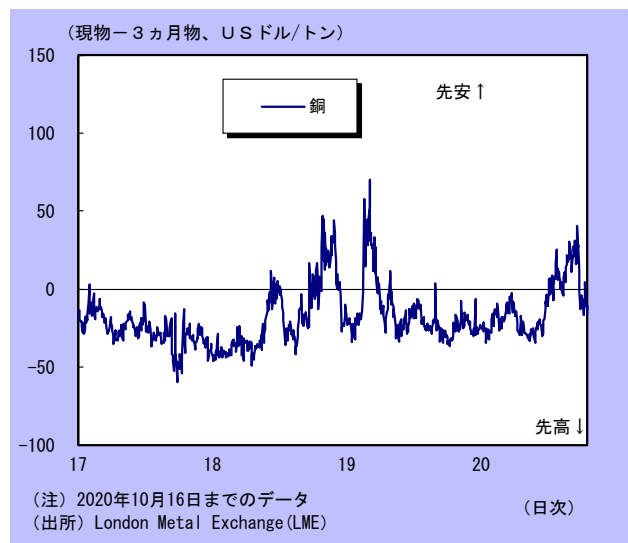
非鉄ベースメタル相場の中心となる銅相場は、3 月 19 日に 1 トンあたり 4,371 ドルと 2016 年 1 月以来の安値まで下落した後、上昇傾向となり、9 月 21 日には 6,877.50 ドルと 2018 年 6 月以来の高値をつけた。足元は 6,700 ドル前後で推移している。

(図表 16) 銅

銅相場と LME 指定倉庫在庫の推移



現先スプレッド（現物-3ヶ月物）の推移



#### 【7月の動向】～前半に上昇

##### 中国の景気回復とチリの供給懸念を背景に 2 年ぶり高値に上昇

1 日は、前日に発表された中国国家統計局が発表した製造業購買担当者景況指数 (PMI) に続いて、この日、財新/マークイットが発表した製造業 PMI も市場予想を上回ったことや、チリ銅公社 (コデルコ) が新型コロナウイルスの感染拡大を防ぐために同社第 2 位のチュキカマタ鉱山の製錬施設の操業を一時停止すると明らかにしたことが押し上げ材料になった。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。

2 日は、BHP グループがチリのセロ・コロラド鉱山の減産計画を発表したことが供給懸念を強める材料になり、6 営業日続伸となった。

3 日は、買われ過ぎとの見方からやや下落した。米国で感染拡大が続いていることや中国が夏季の不需用期に入ることも弱材料とされた。一方で、銅供給への懸念から中国の製錬所が提示する溶錬費 (TC) / 精錬費 (RC) が低下していると報道された。

6 日は、中国の景気回復期待が継続していることに加え、チリでの感染拡大による供給障害への懸念も強まった。4 日には労組が 3 月中旬の感染拡大以降、コデルコの労働者の少なくとも 2,300 人が新型コロナウイルスに感染したと述べていた。

その後も、中国の景気回復期待とチリの供給懸念を背景とした相場上昇が続き、9 日には今年



1月の高値を上回った。その後も、6月の新規人民元建て融資が堅調に増加したこと（10日）、中国の江西省が洪水の警戒レベルを最大に引き上げて銅供給にも影響が及ぶ可能性があることと懸念されたこと（11日）、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こと（13日）などから銅相場は一段と上昇した。13日には6,633ドルと2018年6月以来の高値をつけた。

### 新型コロナ感染拡大・米中対立が弱材料、中国景気回復・ドル安が強材料

しかし、14日は前日に米カリフォルニア州でレストランの屋内営業の停止など新型コロナ対策で経済活動を制限する措置を再び導入する動きがあったことや、前日にポンペオ米 국무長官が中国の南シナ海における権利主張を公式に否定したことで米中対立の激化への懸念が強まったことを背景に銅相場は反落した。

15日は、前日にトランプ米大統領が香港に認めてきた優遇措置の廃止する大統領令に署名し、中国当局者らによる香港の自治侵害に対して制裁を科す「香港自治法」にも署名したことや、中国が報復を警告したことで米中対立への懸念が強まり、銅は続落した。

16日は、中国の経済指標が発表になり、6月小売売上高は予想を下回ったものの、4～6月期のGDPは予想を上回り、6月の鉱工業生産も堅調だったことが相場の支援材料になった。

17日は、中国需要の増加観測や供給障害への警戒感が強材料として意識された一方で、米中対立や感染拡大への懸念が弱材料として意識されて上値は限定的だった。

20日も感染拡大による銅需要へのマイナス影響が懸念されて上値は重かったものの、2年ぶりの高値近くを維持した。

21日は、欧州連合（EU）首脳会議で7,500億ユーロの復興基金で合意したことで、世界景気や金属需要の持ち直し観測につながり、為替市場でユーロ高・ドル安が進んだことも支援材料だった。前日に新型コロナウイルスの複数のワクチン開発の進捗を伝える報道があったことも好感された。

### 米中対立激化・利益確定売りが弱材料、ドル安・ワクチン開発・中国景気が強材料

22日は、利益確定売りが出て銅相場はやや下落した。前日に米政府が知的財産保護を理由にヒューストンにある中国総領事館の閉鎖を要求したことも弱材料だった。

23日は、LME指定倉庫の銅在庫が減少を続けていることなどを手掛かりに上昇した。なお、チリの産銅大手のアントファガスタと同社のザルディバル鉱山の労働者は15日から行っている政府仲介の下での労働協約交渉を当初期限の22日以降も継続することを決定したと報道された。

24日は、中国政府が報復措置として成都にある米総領事館の閉鎖を命じ、米中対立が激化するとの懸念が強まったことが弱材料になった。

27日は、為替市場でユーロ高・ドル安の流れが続いたことがドル建てで取引される銅の割安感につながった。

28日は、この日発表された7月のドイツ輸出期待指数や、前日発表された6月の米資本財受注や6月の中国工業部門利益が製造業を中心とした景気の堅調さを示したことなどを背景に続伸した。米連邦準備制度理事会（FRB）が緊急資金供給プログラムの期限を12月末まで3カ月延長すると発表したことも支援材料だった。また、前日に米バイオ医薬ベンチャーのモデルナや米医薬大手のファイザーがワクチン開発の進捗を伝える発表を行ったことも好感された。

29日は、米連邦公開市場委員会（FOMC）の結果発表を控えて小動きだった。

30日は、新型コロナの感染拡大が続いていることや、ドイツの4~6月期のGDPが前期比10.1%の大幅減になったことが嫌気された。

31日は、中国国家统计局が発表した製造業購買担当者景況指数（PMI）が市場予想に反して上昇したことが強材料だったものの、利益確定売りに押されて下落した。

## 【8月の動向】～後半に上昇

### 中国の景気指標が強材料、米中対立が弱材料

3日は、財新／マークイットが発表した製造業PMIが市場予想を上回り、10年ぶりの高水準になったことが好感された。

4日は、世界第2位の銅生産国であるペルーの6月の銅生産が前月比40.8%増の18.1万トンだったとの発表が、チリでの鉱山ストライキへの懸念の後退と相まって銅の供給懸念を和らげた。

5日は、このところ発表になった米欧中の製造業関連指標が改善傾向を示していたことを好感する買いが継続したとされた。

6日は、小幅下落した。中国以外での需要が弱いとされた。

7日は、為替市場でドル高が進んだことや、前日にトランプ米大統領が短編動画投稿アプリ「ティックトック」を運営するバイトダンスと対話アプリ「ウィーチャット」を運営するテンセントとの取引を禁じる大統領令に署名したことが嫌気され、下落幅がやや大きくなった。

10日は、一転、需要の強さが注目され、前営業日の下落の反動もあって上昇幅がやや大きくなった。7日に発表された中国の貿易統計では輸出の堅調が確認されていた。

11日は、アザー米厚生長官が訪台したことなどをを受けて米中の緊張感が高まったことが嫌気された。アザー氏は1979年の米台断交後に訪台した米当局者で最高位となる。

12日は、ユーロ圏鉱工業生産が市場予想を下回ったことを受けて売られる場面もあったものの、その後、世界的な株高、原油価格の上昇、ドル安などを背景に上昇した。

13日は、前日に公表されたビデオでチリ銅公社（コデルコ）CEOがチュキカマタ鉱山の能力増強が従来の計画を上回るとしたこと、ペルーが都市封鎖後に銅鉱山の生産を再開したこと、上海先物取引所の指定倉庫の在庫が増加傾向にあることなどが弱材料になり、下落幅はやや大きくなった。

### 中国の景気回復や銅生産の抑制が強材料

14日は、7月の中国鉱工業生産が市場予想をやや下回ったものの、景気回復が継続していると受け止められ、相場は上昇した。

17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7,000億円を金融システムに供給したことが好感された。

18日は、衛星監視サービスのSAVANTによると7月の銅精錬活動が2年ぶりの低水準に落ち込んだと報道されたことなどが強材料になった。

19日は、中国需要の回復観測や世界的な供給抑制観測に加えて、英豪資源大手のリオ・ティントが2020年の銅地金の生産見通しを13.5～17.5万トンと従来の16.5～20.5万トンから下方修正したことも強材料になった。相場は一時6,700ドルを上回った。

### 欧州景気の減速懸念などが弱材料も低水準の在庫やFRB議長講演が強材料

20日は、前日発表になった米連邦公開市場委員会（FOMC）の議事要旨でイールド・カーブ・コントロール（長短金利操作）に関して慎重な見方が示されたことで、追加金融緩和観測がやや後退したことなどが弱材料になった。

21日は、IHSマークイットが発表したフランスやドイツの購買担当者景況指数（PMI）が低下して欧州景気への懸念が強まったことなどを受けて、相場の下落幅がやや大きくなった。

24日は、LME指定倉庫の銅在庫が2007年以来の10万トン割れとなったことを材料に反発した。米食品医薬品局（FDA）が新型コロナ患者の血漿を利用する治療法の緊急使用を許可したことなども好材料視された。

その後も銅在庫が低水準なこと、為替市場でドル安が進んだこと、米中当局者が貿易協定の「第1段階」合意の順守姿勢を改めて示したこと（25日）、パウエルFRB議長がカンザスシティ連銀主催のシンポジウムでインフレ率が目標の2%を一時的に上回ることを容認する新方針を示したこと（27日）などを背景に、銅相場は上昇基調で推移し、28日には6,700ドルを上回った。

### 【9月の動向】～下旬に2年超ぶり高値の後、下落

#### 中国の製造業統計や在庫減などが強材料

1日は、LME指定倉庫の在庫の減少が続いたことや、中国国家統計局が31日に発表した製造業PMIは若干低下したものの、財新／マークイットがこの日発表した製造業PMIは約9年半ぶりの高水準に上昇したことが買い材料になり、一時6,830ドルの高値をつけた。その後、ドルが買い戻され、つれて銅相場は上値を削った。

2日は、ドル高や、米民間雇用サービス会社オートマティック・データ・プロセッシング（ADP）の統計で雇用増加数が鈍化したことが弱材料になり、上値を抑えた。

3日は、前日にチリの銅鉱山の生産データが明らかになり、新型コロナの影響を受けた生産の落ち込みが最悪期を脱したとの見方が強まったことなどにより下落幅がやや大きくなった。

4日は、前日の下落の反動や、LME指定倉庫の在庫の減少が続いていることを背景に上昇幅がやや大きくなった。

7日は、8月の中国の輸出全体が3カ月連続で増加したことで景気回復観測が強まり、銅相場は6,800ドルを上回った。8月の中国の銅輸入が史上最高を記録した7月からは水準を下げたものの、前年比66%増だったことも強材料だった。

8日は、株安、原油安、ドル高とリスク回避的な投資行動の中、銅は売られた。

9日は、8月の中国の生産者物価の下落率が縮小し、景気回復が続いていると受け止められたことから相場は反発した。なお、この日、LME指定倉庫の銅在庫が2005年以来の低水準を記録した。

### 上値が重いながらドル安などを背景に2年3カ月ぶりの高値

10日は、欧州中央銀行（ECB）のラガルド総裁がユーロ高けん制を行わなかったことを受けてユーロ高・ドル安が進み、上昇する場面もあったが、高値警戒感や米失業保険申請件数の高止まりが弱材料になった。

11日は、中国有色金属工業会が同国の2020年の銅スクラップ輸入が前年比50%減との見通しを示したことや、調査会社CRUのアナリストが2020年の中国の銅需要を1~2%増と予測していると報道されたことが強材料になった。

14日は、LME指定倉庫の在庫が低水準にとどまっていることや、為替市場でのドル安を背景に続伸した。

15日は、8月の中国鉱工業生産が市場予想を上回って増加したことが好感され、9月1日の高値に迫る場面があった。

16日は、この日に開催されるFOMCの結果発表を控える中、前日発表の米国鉱工業生産が回復テンポの鈍化を示すものと受け止められたことなどから上値は限定された。

17日は、前日のFOMCで一段の緩和策が示されるとの観測も一部にあったが、結果は期待外れに終わったため、ドル高が進み、銅などドル建てのコモディティは割高感から売られる場面があった。その後、米失業保険申請件数の高止まりなどからドルは下落し、銅は持ち直した。

18日は、9月1日につけた高値を上回った。

21日は、一段高となり、一時6,877.50ドルと2018年6月以来の高値まで上昇した後、欧米での新型コロナの感染拡大を嫌気してやや大幅な下落となった。

### 一時6,500ドル割れの安値

22日は、前日の下落の反動で安値拾いの買いが入って反発した。

23日は、為替市場でドル高が進んだことなどを背景に下落幅がやや大きくなった。銅相場の上昇ペースの鈍化を受けて、投機筋による売りが増えたとの指摘もあった。

24日もドル高や新型コロナの感染拡大への懸念を背景に、相場は下落した。一時6,449.00ド

ルと1カ月ぶりの安値をつけた。

25日は、前日までの下落の反動で反発した。もっとも、新型コロナの感染第2波への懸念が根強い中、上値は限られた。

28日は、小幅続伸した。これまで中国政府による財政出動を通じた景気刺激策によって景気が押し上げられてきたが、さらなる押し上げは難しいとの見方が上値を抑えた。LME指定倉庫の在庫が急増したことも弱材料だった。

29日もLME在庫の増加が相場を下押ししたが、この日はドル安が相場を支援した。

30日は、中国国家统计局が発表した製造業PMIが市場予想を上回って上昇したことや、米ADPの統計で雇用増加ペースが市場予想を上回ったことが好感され、相場は続伸した。

### 【先行き】～強弱の材料があり、膠着状態か

銅相場は、10月に入って、月初に急落した後、再び上昇している。1日は、欧州などでの新型コロナ感染の拡大や、米国の追加経済対策の協議の難航が弱材料となり、下落幅が大きくなった。9月下旬にLME在庫が急増していたことも売り圧力につながった。2日には一時6,269ドルと8月中旬以来の安値をつけた。トランプ米大統領の新型コロナ感染を受けて、弱気心理が高まった。その後、米雇用統計が雇用増加ペースの鈍化を示したことで、米追加経済対策の早期合意に対する期待が高まり、週明け5日にはトランプ氏の症状改善や退院を伝える報道などを受けて、投資家のリスク選好が強まったものの、銅相場の上値は重かった。

しかし、最大産銅国のチリで鉱山ストライキの可能性が高まりつつあったこともあり、7日には上昇幅がやや大きくなり、一時6,700ドルを上回った。8日には、カナダ資源大手のランディン・マイニングが操業するチリのカンデラリア鉱山でストライキが発生した。12日には、チリのエスコンディエーダ鉱山の労働組合が、資源大手BHPが労使交渉で提示した最終案を拒否したことを受けて、ストライキ懸念が高まり、相場は一時6,785.25ドルと9月の高値に近付いた。

その後、世界最大のエスコンディエーダ鉱山でのストは回避されたが、まだ年内にいくつかの労使交渉の予定がある。新型コロナ感染の再拡大が懸念される状態であるものの、中国需要の増加観測を背景に下値は支えられており、チリでのストライキなど供給不安が生じたり、米大統領選後に追加経済対策が決定されてドル安につながったりすれば、さらに上値を追う可能性もある。

## 2. 各他品目の概況

### (1) アルミニウム市況：10月に1,800ドル台後半の高値

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、4月8日に1トンあたり1,455ドルと2015年12月以来の安値をつけた後、1,500ドル前後での推移が続いたが、5月下旬以降、上昇傾向となった。8～9月は横ばい圏での推移が続いたが、その後上昇し、10月13日には1,858.50ドルと2019年7月以来の高値をつけた。



7月6日には、海外アルミニウム生産者と日本の需要家とのプレミアム交渉で、7～9月期のプレミアムが1トンあたり79ドルと4～6月期の82ドルに比べて縮小した。当初生産者側は値上げを要求していたが、最終需要が弱いとする需要家の意向が反映されることになった。

8月14日には、中国国家统计局が発表した統計で、7月の中国のアルミニウム生産が前年比3.1%増の310万トンと過去最高を更新したことが示された。国内市況の改善を背景に精錬所が停止していた設備を再開させた。

9月16日には、10～12月期の対日プレミアム交渉が88ドルで決着した。海外アルミニウム生産者側は当初95～98ドルを提示したが、その後、引き下げたため、一気に決着に向かった。

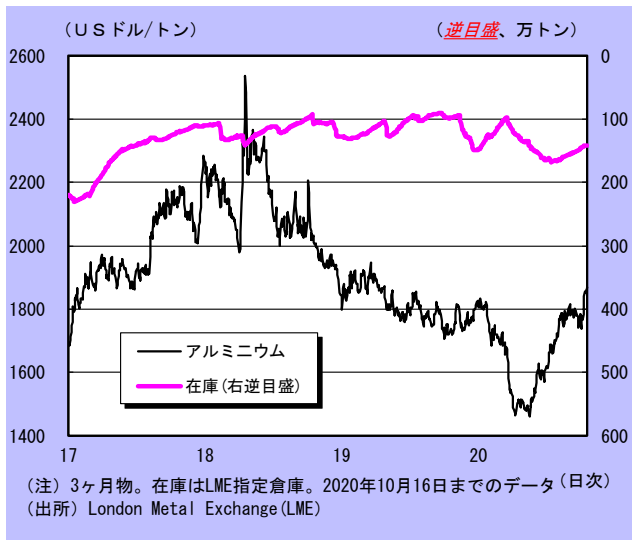
欧州などでは各種建設プロジェクトが再開される動きに伴って、アルミニウム輸出国である中国からの購入が増えるとの観測から、9月1日には1,824ドルと8カ月ぶりの高値をつけた。

その後、相場は頭打ちとなっていたが、LME指定倉庫の在庫が7月中旬をピークに15%以上減少していることなどを背景に、10月8日には相場は1,800ドルを上回り、13日には1,858.50ドルの高値をつけた。

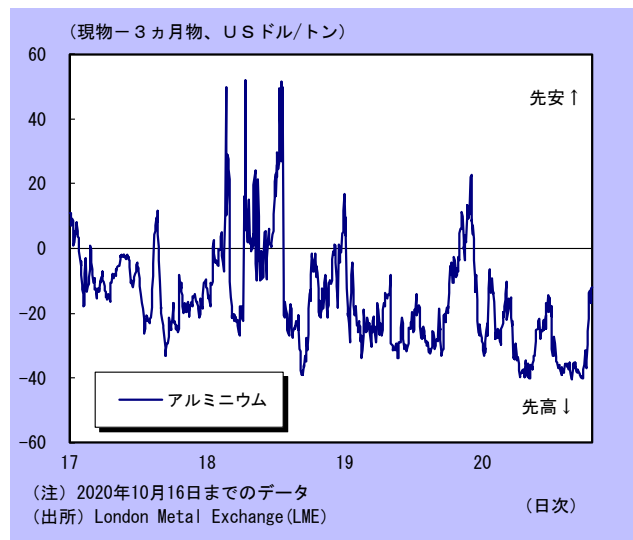
先行きは、新型コロナの感染拡大や米大統領選に伴う混乱が懸念される一方で、中国需要の増加や自動車生産の回復への期待もあり、アルミニウム相場は横ばい圏での推移が見込まれる。

(図表 17) アルミニウム

アルミニウム相場とLME指定倉庫在庫の推移



現先スプレッド(現物-3ヵ月物)の推移



## (2) ニッケル市況：足元は15,000ドル台と9月上旬の高値に近づく

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、2020年3月23日に1トンあたり10,865ドルと2019年1月以来の安値をつけた後、上昇に転じ、9月3日には15,810ドルと2019年11月以来の高値をつけた。その後、10月上旬には14,000ドル近くまで下げる場面があったが、足元は15,000ドル台に持ち直している。

8月17日には、インドネシアに代わって世界第1位のニッケル鉱石輸出国となっているフィ



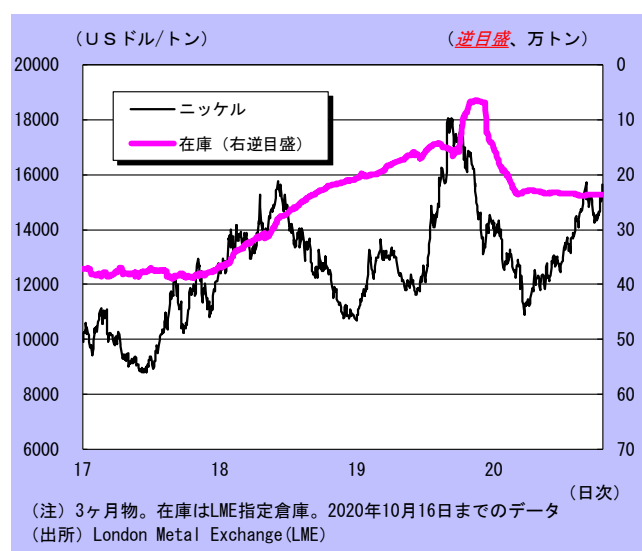
リピンの1~6月のニッケル鉱石採掘量が前年比28%減の10.2万トンとなったと発表されたことが強材料となった。

10月15日には、国際ニッケル研究会（INSG）が2021年のニッケル需要が252万トンと2020年の232万トンから増加するとの予測を発表した。ニッケル生産は259万トンと前年の244万トンから増加し、需給バランスは2020年に11.7万トン、2021年に6.8万トンと供給超過が続くとした。

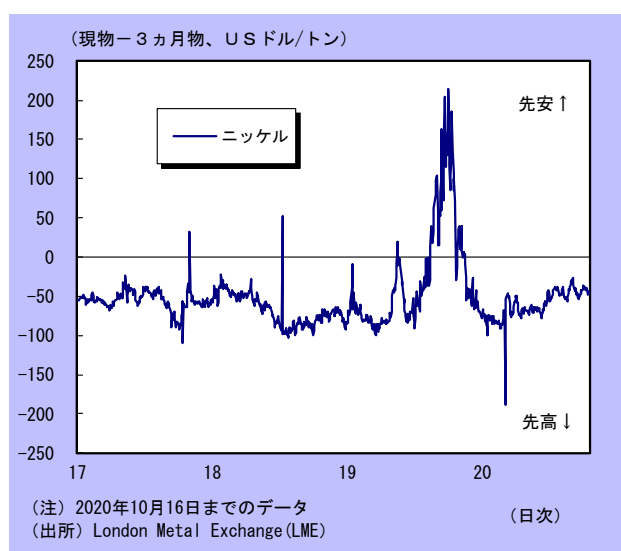
中国の景気刺激策などを受けたステンレス需要の増加を受けて、ニッケル相場は9月上旬にかけて上昇してきたが、その後は、中国景気の回復に一服感が生じたことや欧州などで新型コロナの感染第2波が懸念されたことを受けて、ニッケル相場がやや落ち込んでいた。しかし、10月に入って、中国景気の底堅さなどが意識されて、ニッケル相場は9月の高値に迫っている。もっとも、新型コロナ感染の動向など予断を許さず、相場の上値は重くなると思われる。

(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ヶ月物）の推移



### (3) 亜鉛市況：一進一退後に2,400ドル前半

鋼材のメッキ向けが主用途の亜鉛の相場は、3月19日に1トンあたり1,674ドルと2016年2月以来の安値まで下落した後、上昇に転じて、9月1日には2,583ドルと2019年5月以来の高値をつけた。その後、10月2日には2,282ドルまで下落したものの、足元は2,400ドル前半を中心に推移している。

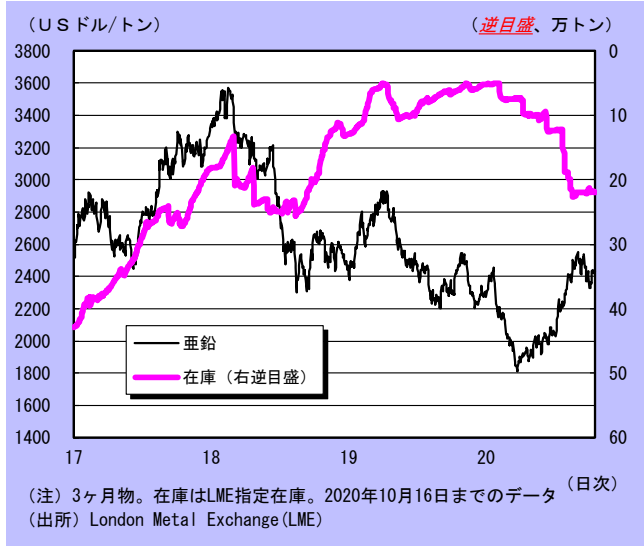
LME指定倉庫の在庫は8月中旬にかけて増加傾向で推移し、コロナ禍が広がる前の2倍以上に達した。需要の弱さを示すものとみられる。

しかし、その後、銅などに連動して相場は上昇する動きとなり、9月1日に2,583ドルと1年4カ月ぶりの高値をつけた。最大消費国の中国で製造業活動、鉄鋼生産、インフラ建設などが加速しているためだとされた。

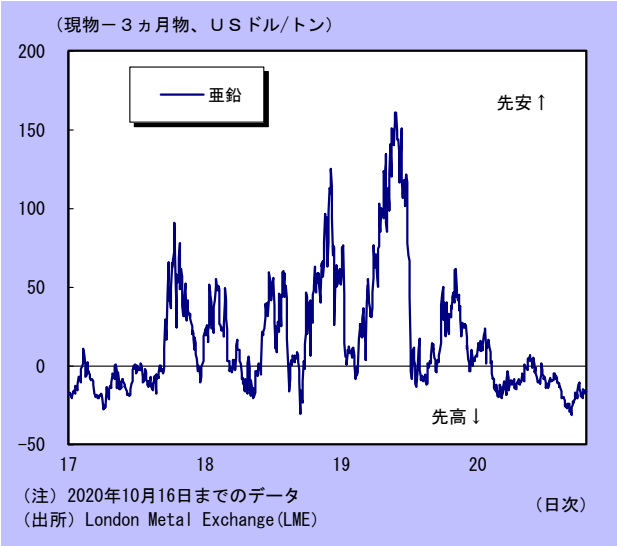
その後、中国景気の回復ペースに一服感が指摘される中、亜鉛相場はやや下落したが、10月半ばにかけて再び相場は持ち直している。先行きも亜鉛相場は一進一退の推移が続くだろう。

(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ヶ月物)の推移

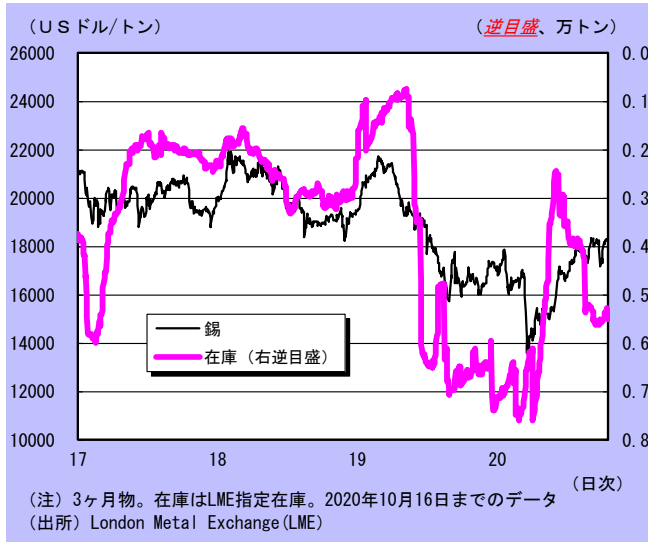


#### (4) 錫市況：足元は18,000ドル台で9月の高値に迫る

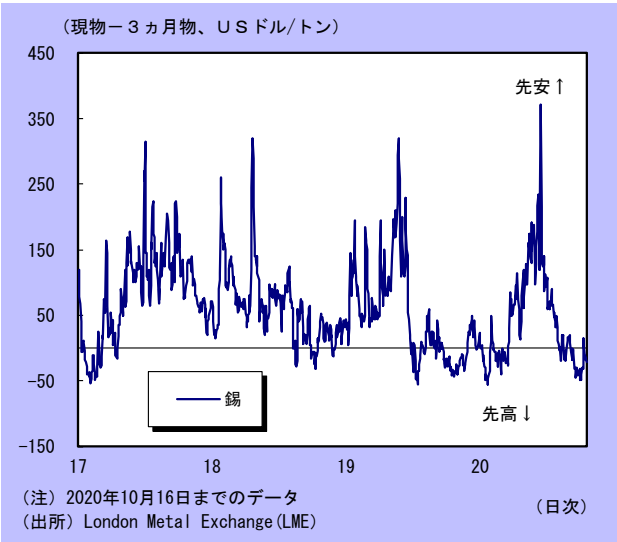
電子部品のはんだ付けなどに使われる錫の相場は、3月23日には1トンあたり12,700ドルと2009年7月以来の安値をつけた後、上昇して、9月3日には18,510ドルと2019年7月以来の高値をつけた。その後、9月下旬に17,000ドルを下回る場面もあったが、足元では18,000ドル台に持ち直して、9月につけた高値に迫っている。

(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



錫需給に関して、先行き、引き締まるとの観測が増えているとされる。エレクトロニクス製品需要の高まりに伴って、錫の需要も増えるとみられている。

錫はアフター・コロナ、ウィズ・コロナの時代に加速するとみられるデジタル化の進展で需要が増えやすい金属とされる。相場は緩やかな上昇傾向で推移するものと思われる。

#### (5) 鉛市況：8月に高値後、1,800ドル割れに下落

バッテリー向けなどに使われる鉛の相場は、2020年3月18日に1トンあたり1,570ドルと2015年11月以来の安値となった後は、上昇傾向で推移し、8月19日には2,025ドルと7カ月ぶりの高値に上昇した。その後は下落傾向で推移し、足元では1,800ドルを下回っている。

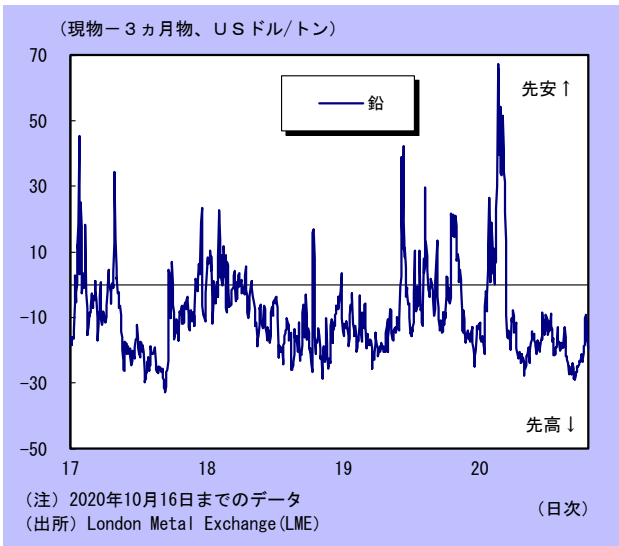
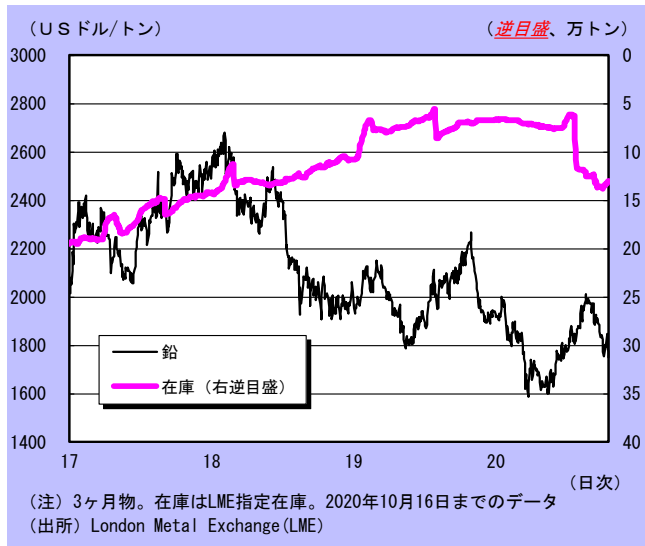
LME指定倉庫の鉛在庫は7月以降、急増して2倍以上になった。亜鉛と同様に需要の弱さを示すものとみられる。

先行きは、自動車販売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、北半球の冬場を迎えて交換用バッテリー需要が増えることも見込まれる。鉛相場も緩やかな上昇に転じるものと見込まれる。

(図表 21) 鉛

鉛相場とLME指定倉庫在庫の推移

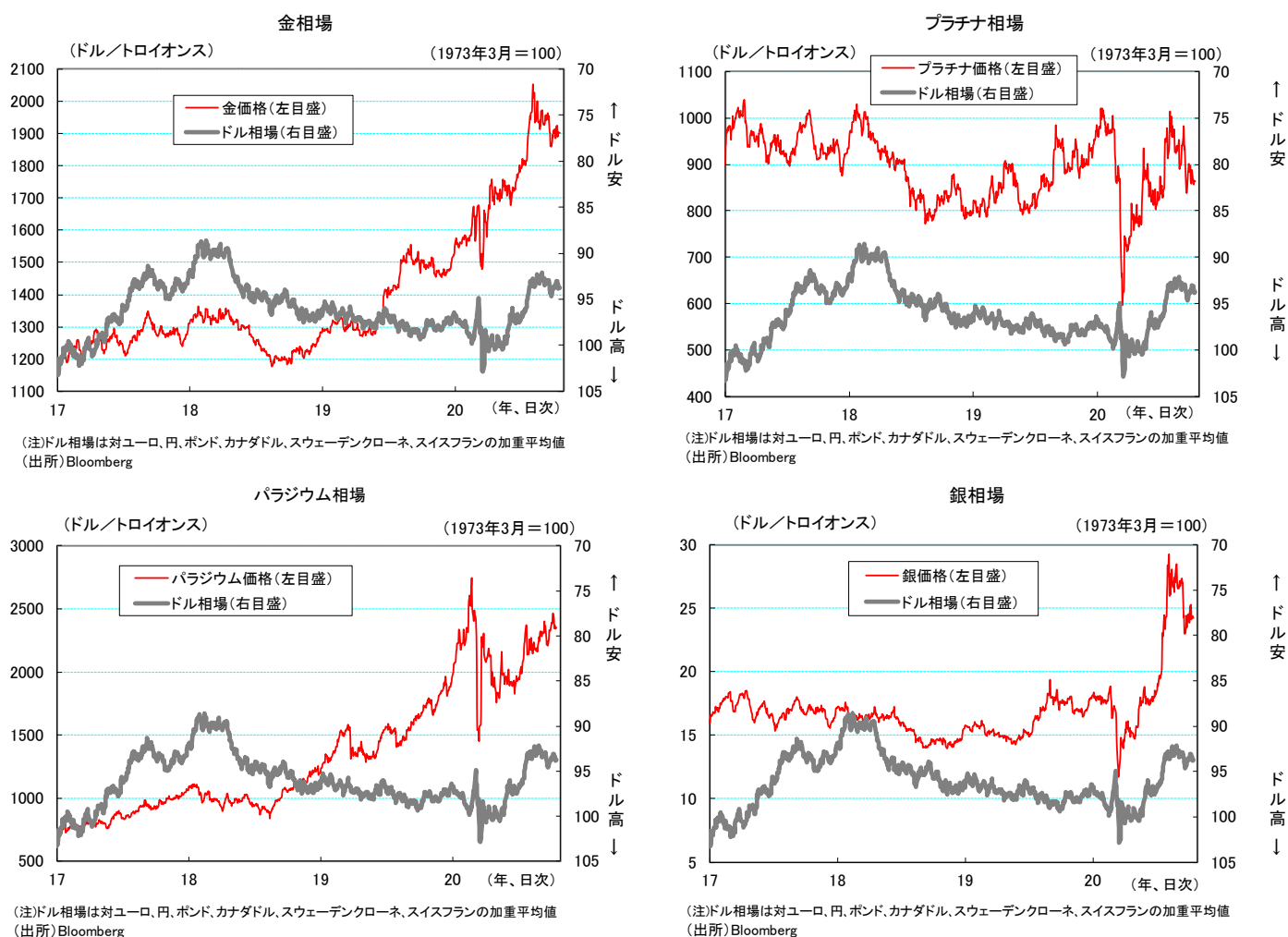
現先スプレッド（現物-3ヵ月物）の推移



#### IV. 貴金属：金相場は2,000ドルを上回って8月上旬に史上最高値

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、2020年8月7日に2,072.50ドルの史上最高値を記録した。その後、やや軟調となり、9月24日には1,847.57ドルと2カ月ぶりの安値をつけた。10月に入って、1,900ドル前後の推移となっている。

(図表 22) 貴金属価格の推移



#### 【7月の動向】～上昇ペースが下旬に加速

##### 強い景気指標を受けてやや下落も高値更新の動きに

7月1日は、一時1,790ドルに近付いたものの、その後、利益確定の売りに押された。米民間雇用サービス会社のオートマティック・データ・プロセッシング (ADP) の統計で民間数業者数が回復傾向を示したこと、米国製造業の活動状況を示すISM製造業景況指数の6月分が判断基準となる50を上回って改善したこと、米バイオ医薬品企業ビオンテックと米製薬大手ファイザーが開発した新型コロナウイルスのワクチンが治験の初期段階で有効性を示したことなどが金には弱

材料であった。

2日は、6月の米国雇用統計で非農業部門就業者数の増加幅が過去最大となったことが弱材料となったものの、その後、安値拾いの買いなどにより、相場は持ち直した。

6日は、株式相場が堅調だったことやISM非製造業景況指数が大幅改善となったことが弱材料となったものの、新型コロナの新規感染者数の急増が金の安全資産需要を高めた。

7日も感染拡大への懸念が金相場を押し上げる状況が続いた。

8日には、米国で新型コロナウイルスの感染拡大が続いたことを受けて、経済再開を停止する動きが広がることで懸念され、安全資産である金は1,817.71ドルまで買われた。

### 株高・ワクチン開発が弱材料も、経済再開の停止・米中対立が強材料

9～10日は利益確定の売りが続いた。株価が反発したことも金の売り材料となった。

しかし、13日は、新型コロナの感染拡大への懸念を背景に金相場は反発した。ワクチン開発の進展を伝える報道があったものの、米カリフォルニア州がレストランの屋内営業の停止措置を発令するなど、再び経済活動の制限が広がることが懸念された。また、米政府のウイグル問題を巡る制裁措置に対して、この日、中国政府は報復を表明し、安全資産買いにつながった。

14日は、感染拡大懸念が続いたものの、これまでの相場上昇で利益確定売りが出やすく、横ばい圏だった。

15日は、ワクチン開発を巡る報道が投資家のリスク志向につながり、金売り材料になったものの、前日にトランプ米大統領が香港に認めてきた優遇措置の廃止を指示し、中国が報復を警告したことが、金買い材料となった。

16日は、米小売売上高が市場予想を上回ったことや、欧州中央銀行（ECB）が現行の金融政策を据え置いたことが弱材料になった。

### ユーロ高・感染拡大が支援材料

しかし、17日は、近く開催予定の欧州連合（EU）首脳会議が復興基金で合意するとの期待感から為替市場でユーロ高・ドル安が進んだことが支援材料になった。米国でも追加の財政・金融政策が採られるとの希望的観測も市場にあったとみられる。

20日は、英製薬大手のアストラゼネカが開発中のワクチン候補が治験で有望な結果を示すなど複数のワクチン開発の進展が報道されたものの、感染拡大やそれに伴う経済活動の再開の遅れが懸念され、金は続伸した。

21日は、EU首脳会議で7,500億ユーロの復興基金で合意したことで、ユーロ高・ドル安が進み、金相場には追い風になった。

### 米中対立の激化も押し上げ材料になり史上最高値を更新

22日は、前日に米政府が知的財産保護を理由にヒューストンの中国総領事館の閉鎖を要求し、

これに対し中国政府が報復の検討に入ったと報道されたことで、米中関係の一段の悪化を懸念した安全資産買いにつながった。

23日は、米新規失業保険申請件数が16週間ぶりに増加したことで、感染拡大が再び経済活動を抑制し始めているとの観測が強まり、金相場を押し上げた。

24日は、中国政府が成都にある米領事館の閉鎖を命じたことが強材料になった。金相場は一時1,905.99ドルと2011年9月以来の1,900ドル台乗せとなった。

27日は、一時1,945.16ドルと、それまでの史上最高値であった2011年9月6日につけた1,920.30ドルを上回った。感染再拡大による経済活動の落ち込みへの懸念が強まっている中で、米中対立の激化への懸念も加わって安全資産として金を買われた。

28日は、さらに上昇して一時1,980.57ドルをつけたものの、その後、安値は1,907.11ドルとやや不安定な動きとなった。

29日は前日の高値付近で推移した。ユーロ高・ドル安が進行したことや、この日の米連邦公開市場委員会（FOMC）で低金利の長期化が示唆されるとの見方があったことが強材料だった。

30日は下落した。節目の2,000ドルを前にして高値警戒感が強まりやすかった。前日のFOMCの結果やパウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長の会見は中立的だった。

31日は反発した。4～6月期のユーロ圏実質GDPが前期比12%減と前日発表の米国GDP（前期比年率32.9%減）に続いて大幅な落ち込みを記録し、景気回復が遅れるとの懸念から安全資産買いにつながった。

## 【8月の動向】～上旬に史上最高値後、下落

### 2,000ドル台に乗せる

3日は、感染拡大で景気回復が遅れるとの懸念などを背景に続伸した。

4日も続伸し、初めて2,000ドル台をつけた。感染拡大への懸念に加えて、レバノンの首都ベイルートで大規模な爆発があり、地政学リスクが警戒されたことも相場を支援した。米国で追加経済対策を巡る与野党の交渉が進展するとの期待が財政拡張や低金利政策の長期化を連想させたことも強材料だった。

5日も続伸した。6月のユーロ圏小売売上高の改善を受けてユーロ高・ドル安が進んだことなどが支援した。

6日もドル安などを背景に金相場は続伸した。もっとも、翌日の米国雇用統計や米国の追加経済対策についての協議の行方が注目される中、値動きは限定された。

7日は、7月の米国雇用統計で雇用者数の増加幅が市場予想を上回ったことを受けて、ドル高が進展し、金相場を押し下げた。この日は一時2,072.50ドルまで買われた。

### 1,900ドル割れに急落

10日は、小反発した。前週に米国政府が香港の林鄭月娥行政長官ら11人を制裁対象に指定し



たのに対して、この日、中国政府がマルコ・ルビオ米上院議員など 11 人に制裁を科すと発表して米中対立激化への懸念が強まり、相場を押し上げた。

11 日は、大幅反落となった。一時 1,901.18 ドル、前日比 6.2%安と 2013 年 4 月以来の下落率の大きさとなった。ロシア政府が新型コロナのワクチンを承認したとの報道で安全資産離れの動きがあった。追加経済対策を巡る協議の進展への期待や、7 月の米国生産者物価が市場予想を上回ったことも弱材料になったとみられる。

12 日は、前日からの軟調さが続き、一時 1,863.67 ドルまで下落したものの、その後は安値拾いの買いなどもあって、1,900 ドル超に持ち直した。

### バフェット氏の投資などから一時 2,000 ドルを回復

13 日は、米新規失業保険申請件数が 100 万件を割り込むまで改善したものの、まだ失業の水準は高く、追加経済対策を巡る協議も難航していることが支援材料とされた。

14 日は、利益確定の売りなどから反落した。前日までの長期金利の上昇も嫌気された。

17 日は、米国での新型コロナウイルスの感染拡大が収束しないことや米追加経済対策を巡る協議の難航を背景に、ドル安が進み、金相場を支援した。14 日に著名投資家ウォーレン・バフェット氏が率いるバークシャー・ハザウェイ社による産金会社への投資が判明したことも投資家心理をサポートした。

18 日もドル安・ユーロ高が金相場を支援した。景気停滞懸念から米長期金利が低下したことも強材料なり、2,000 ドルを回復した。

### F O M C 議事要旨で追加緩和期待が後退後、もみ合い

19 日は、利益確定の売りが強まり、金相場は 2,000 ドル超から 1,930 ドル割れまで売られた。米連邦公開市場委員会（F O M C）議事要旨がイールド・カーブ・コントロールに否定的だったことから追加金融緩和期待が後退し、ドル高が進んだ。

20 日は、前日に続き、米追加金融緩和観測の後退などから利益確定売りが出やすかった一方で、米新規失業保険申請件数が市場予想に反して増加したことが強材料となった。

21 日は、ユーロ圏総合購買担当者景況指数（P M I）が市場予想を下回る中、米国の P M I は市場予想を上回ったことからドル高が進み、金相場は下押しされた一方で、安値拾いの買いが下値を支えた。

24 日は、前日に米食品医薬品局（F D A）が新型コロナ感染から回復した人の血漿を投与する治療法に緊急使用許可を付与したことを受けて、投資家のリスク志向が強まり、安全資産である金は売られた。

25 日は続落した。前日に米中が閣僚級の貿易協議を電話会議で行い、2 月に発効した「第 1 段階合意」の履行状況を検証したとして対立激化への懸念が和らぎ、安全資産需要がやや低下した。

## F R B 議長講演は、結局、支援材料か

26日は、パウエル米連邦準備制度理事会（F R B）議長によるカンザスシティ連銀主催の年次経済シンポジウムでの講演を翌日に控えて、追加金融緩和策への期待が高まり、金相場は反発した。

27日は、F R B 議長講演でインフレ率が目標の2%を一時的に上回ることを許容する新たな政策方針が打ち出された。景気配慮型の金融政策になるとみて投資家のリスク志向が強まったことや、長期金利が上昇したことが金には売り材料になった。

28日は、前日に下落した反動もあり、上昇した。前日のF R B 議長講演で示された金融政策方針では低金利が長期化しそうなことや、低金利下で物価が上昇するような環境では金投資が選好されそうなことが想起された。

31日は、27日のF R B 議長講演をハト派的と受け止めてドル安が進み、金相場を支援した。

## 【9月の動向】～下落傾向

### 米景気指標の改善などから金売り優勢

1日は、ドル安を受けて上昇する場面もあったが、米I S M製造業景況指数の好調を背景に安全資産の金は売り戻され、ほぼ横ばいだった。

2日は、ドル高や、前日から続く米製造業活動の回復観測が金の弱材料になった。

3日は、米国株式の下落幅が大きくなり、損失補填の換金売りが金にも一部及んだ。

4日は、8月の米国雇用統計で失業率が大幅に低下したことが安全資産である金への需要をやや減退させた。

もともと、連休明けの8日は、欧米で株安が進み、投資家のリスク回避姿勢が強まったため、安全資産の金は買い戻された。

### ワクチン開発への疑念やドル安が支援材料

9日は、英製薬大手のアストラゼネカが英オックスフォード大学と共同開発中の新型コロナウイルスのワクチンについて治験を一時中断したと発表し、ワクチン開発の停滞が懸念されたことを受けて、リスク回避の金買いが強まった。もともと、その後、英紙フィナンシャル・タイムズがアストラゼネカの治験は翌週にも再開されると報じたことで、金買いは一服した。

10日は、米新規失業保険申請件数の高止まりがリスク回避の金買いにつながった。また、欧州中央銀行（E C B）が金融政策を据え置いたことは予想通りだったが、ラガルド総裁がユーロ高対策に言及しなかったことでユーロ高・ドル安が進み、金を支援した。

11日は反落した。前日に米上院で与党共和党が提案した5,000億ドル規模の新型コロナの追加経済対策が否決されたものの、もとより可決の見込みは小さいと想定されていた。

14日は、新型コロナのワクチン開発進展の動きや大型M & A案件の報道を受けて投資家のリスク志向が強まった。しかし、為替市場でのドル安がドル建て金価格の割安感につながり、相場

は上昇した。15～16日のFOMCでハト派的な姿勢が示されるとの期待感も相場を後押しした。

15日は、FOMCの結果発表を翌日に控えて、小動きだった。

16日は小幅上昇。FOMCで緩和的な金融政策を長期間維持する方針が示されるとの見方が支援材料になった。

### 欧州での感染者急増やドル高を受けて金は下落

17日は反落した。前日のFOMC前には、一段の緩和策が打ち出されるとの観測も出ていたが、期待外れに終わった。

18日は、ドル安に伴って上昇したものの、利益確定売りで上値が抑えられた。

21日は、イギリス、フランス、スペインなど欧州での新型コロナ感染者の急増を受けて、ユーロ安・ドル高が進行し、金には売り圧力になった。株価急落が金の換金売りを促した面もあった。

22～23日もユーロ安・ドル高が進む中で、金は売られ、心理的節目の1,900ドルを下回った。

24日は、一時1,847.57ドルと2カ月ぶりの安値をつけたものの、リスク回避のドル買いが一服する中で、それまでの下落幅がやや大きくなっていった反動もあって、この日は小幅高となった。

25日は、新型コロナ感染者数の増加や米国での追加経済対策を巡る協議の難航などを背景に再びリスク回避のドル買いが進む中で、金相場は小幅安となった。

### ドル安などをを受けて金相場はやや持ち直し

28日は、為替市場でのドル安を背景に金は買い戻されたが、株価の上昇とともに投資家のリスク回避姿勢が後退して金の上値を抑えた。

29日は、9月のユーロ圏景況指数が市場予想を上回って上昇したことなどを背景にユーロ高・ドル安が進み、金相場を支援した。もっとも、米時間午後9時にトランプ大統領と民主党のバイデン前副大統領による第1回テレビ討論会を控える中、上値は限られた。

30日は、前日に行われた米大統領選候補者によるテレビ討論会が混乱を極める内容となったことで、投資家は安全資産であるドルへ逃避する動きとなり、金はやや売られた。

### 【先行き】～引き続き、米大統領選や米追加経済対策の行方が材料

10月に入って、金相場は一進一退で推移している。1日は、米民主党のペロシ下院議長とムニューシン財務長官が追加経済対策に関する協議が難航しているとの観測が強まったこと、米国の新規失業保険申請件数の高止まり、ISM製造業景況指数の低下などが支援材料になった。

2日は、トランプ氏が新型コロナの陽性反応を示したことでリスク回避のドル高が進み、金はやや売られた。株安の中で安全資産として金を買う動きもあり、下値は限られた。

5日は、この日にトランプ氏が退院する見通しとされ、投資家のリスク選好が強まる動きもあったが、為替市場でのドル安が金相場を支援した。

6日は、前日のトランプ氏の退院や、米与野党による追加経済対策の協議継続を受けて、投資

家のリスク選好が強まり、金相場は抑制された。

7日は、前日にトランプ氏が追加経済対策について、大統領選後まで交渉の停止を指示したものの、その後、航空会社支援策、中小企業支援策、1人あたり1,200ドルの現金給付については支持すると表明し、安全資産とされる金には売り材料になった。

8日は、小幅高となった。米大統領選や追加経済対策を巡る不透明感を背景に安全資産としての金需要がやや高まった。

9日は、大統領選で民主党のバイデン氏が勝利すれば大規模な財政支出が行われるとの思惑がドル安につながり、金相場を支援したとされた。

12日は、追加経済対策や大統領選挙の行方が注目される中、相場は小動きだった。

13日は、ドイツ欧州経済センター（ZEW）が発表した景気期待指数の悪化などを受けて、ドル高が進み、金は1,900ドル割れとなった。

14～16日も、金相場は1,900ドル前後で一進一退となった。

米国の新型コロナ対応の追加経済対策については、以前よりも与野党の差異は小さくなったが、依然として両者の溝は残っており、当面、大統領選前の合意は困難との見方に落ち着きそうだ。大統領選については、トランプ氏の状態を巡る不透明感は後退したが、郵便投票の実施に伴う集計の遅れや投票の有効性を巡る法廷闘争なども考えられ、円滑に勝敗が判明しない可能性が指摘される。

そうした不確実性が高い状況や、バイデン氏が勝利すれば財政赤字が膨らむとの見方が強まっていることは、金相場の支援材料とみられる。

2,000ドル台をつけるまでの金相場の上昇ペースが速かっただけに、しばらく調整が続くことは自然だが、金相場の支援材料は上記以外にもある。金相場と関連の深い実質金利は低水準にある。米中対立や困難な中東情勢といった外部環境も変わっていない。北半球の冬場を迎えて、新型コロナの感染者感染拡大ペースが速まることへの懸念もある。金相場は、引き続き、調整含みの局面とみられるが、下値は限定的だろう。

#### － ご利用に際して －

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