

経済レポート

コモディティ・レポート(2021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：2月に高値後、再び上昇の動き

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、2021年2月25日には2018年10月以来の高値をつけた。相場の押し上げ材料はすでにかなり織り込まれ、新型コロナ感染への懸念は残るものの、基本的には、原油や銅などコモディティ相場は世界景気回復とともに緩やかな上昇傾向が見込まれる。

II. エネルギー市況：ブレントは71ドル台、WTIは68ドル近くまで上昇

国際指標とされるブレント原油は、2021年3月8日に71.38ドルと2020年1月以来の高値をつけた後、頭打ち傾向で推移している。今後の原油相場は、年後半にかけて経済正常化に伴って上昇が見込まれるが、当面は、上値は重い展開が続くだろう。

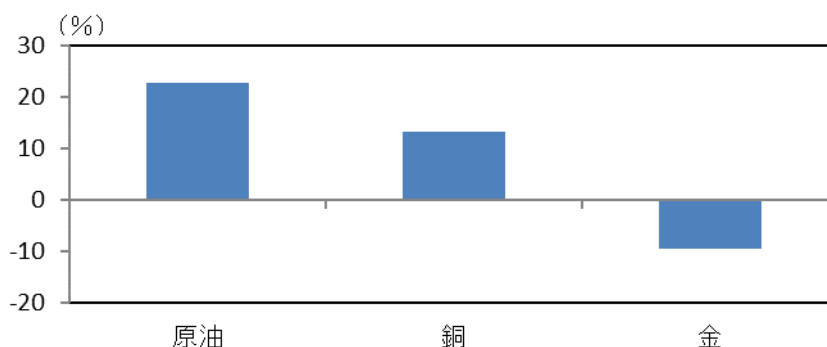
III. ベースメタル市況：銅は2月に9,600ドル台と約10年ぶりの高値

銅相場は、2021年2月25日に9,617ドルと2011年8月以来の高値をつけた。銅は他のコモディティに比べても相場押し上げ材料が指摘されやすい。それでも多くの要因はすでに相場に織り込まれており、今後は上値が抑えられやすくなるだろう。

IV. 貴金属市況：金は3月上旬に9カ月ぶりの安値

金相場は、2021年3月8日には1,676.10ドルと2020年6月以来の安値をつけた後、足元にかけて1,700ドル台後半とやや持ち直している。今後も経済正常化を背景とした長期金利上昇が弱材料となろうが、インフレやドル安に強い資産として金を買われる場面もあり、結果的に金相場は底堅い推移が見込まれる。

原油・銅・金相場の騰落率（2021年3月末と2020年12月末の比較）



I. コモディティ市況全般の概況：2月に高値後、再び上昇の動き

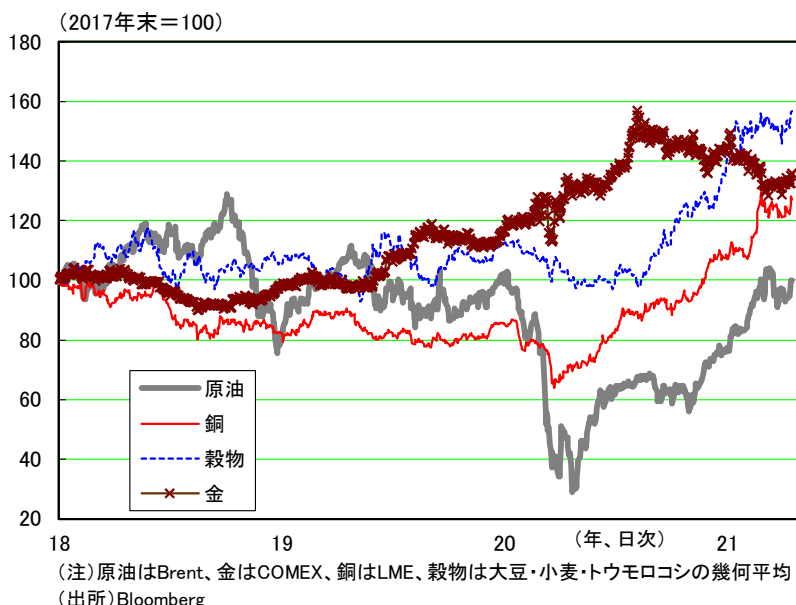
ドル建て国際商品市況全般の動向を示すロイター・コアコモディティCRB指数は、2020年1月3日に9カ月ぶりの高値をつけた後、大幅に下落して4月21日には現行の指数で遡及できる1994年以降で最低を記録した（図表1）。その後は上昇に転じて、2021年2月25日には2018年10月以来の高値をつけた。その後、やや下落した後、再び高値を窺う動きとなっている。

マクロ経済環境をみると、欧州などでの新型コロナ感染の再拡大やワクチン接種の遅れなど弱材料が出たものの、基本的には、ワクチン接種の進展や経済正常化への期待は維持されている。長期金利上昇を嫌気して下落していた金は長期金利が上げ渋る中、やや反発している。相場の押し上げ材料はすでにかなり織り込まれ、新型コロナ感染への懸念は残るものの、基本的には、原油や銅などコモディティ相場は世界景気回復とともに緩やかな上昇傾向が見込まれる。

（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71ドル台、WTIは68ドル近くまで上昇

国際指標とされるブレント原油は、2020年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、原油相場は持ち直し傾向で推移し、2021年3月8日にブレントは71.38ドルと2020年1月以来、WTIは67.98ドルと2018年10月以来の高値をつけた。足元にかけて、原油相場は頭打ち傾向で推移している。

【1月の動向】～上昇後、頭打ち

(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
4日	↓ (51.09)	石油輸出国機構(OPEC)に非OPEC産油国を加えた「OPECプラス」が2月の産油量についての決定を見送ったことを受けて、原油相場は下落した。新型コロナの感染拡大を受けて各国で新たに経済活動を制限するなどの動きが出る中、サウジアラビアは協調減産の縮小に反対したが、ロシアは需要が回復しているとして小幅増産を主張した。
5日	↑ (53.60)	OPECプラスが減産幅をおおむね現状維持としたことや、サウジが自主的に2~3月に日量100万バレルの減産をすると表明したことが好感され、原油相場は大幅上昇した。WTIは4.9%の上昇、ブレントも4.9%の上昇だった。
6日	↑ (54.30)	続伸した。サウジの自主減産が引き続き好感され、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も強材料だった。
7日	= (54.38)	サウジの自主減産が好感され、小幅続伸した。トランプ大統領の支持者が連邦議会議事堂に乱入した事件を受け、下落する場面もあったが、一時的だった。
8日	↑ (55.99)	サウジの減産表明を好感する流れが続いた。株高も支援材料だったとみられる。
11日	↓ (55.66)	引き続きサウジの減産が強材料視されたものの、世界的な新型コロナの感染拡大への懸念が続いていることや、為替市場でドル高が進んだことが重しとなり、WTIは小幅高、ブレントは小幅安だった。
12日	↑ (56.58)	新型コロナウイルスの感染拡大への懸念材料だが、サウジの自主減産を受けた需給引き締め観測が続いた。

13日	↓	(56.06)	一時高値をつけたものの、変異種を含めた新型コロナウイルスの感染拡大や為替市場でのドル高が弱材料となり、下落した。
14日	↑	(56.42)	中国の貿易統計で原油輸入が増加していたことや、前日発表の米エネルギー情報局（E I A）の週次石油統計で原油在庫の減少幅が市場予想を上回っていたことが強材料になり、反発した。
15日	↓	(55.10)	中国で14日の新型コロナの新規感染者が144人と10カ月ぶりの水準に達し、すでに2,800万人以上がロックダウン（都市封鎖）状況に置かれているとされたことなどが嫌気され、反落した。前日にバイデン次期米大統領が1.9兆ドルの追加経済対策を打ち出したが、目先の石油需要鈍化の動きは止められないとみなされた。
18日	↓	(54.75)	NY市場はキング牧師生誕記念日で休場だった。ブレント原油は、中国の10～12月期のGDPが市場予想を上回ったことが強材料だったものの、新型コロナの感染拡大やワクチン接種の遅れが弱材料となり、続落した。
19日	↑	(55.90)	バイデン次期大統領の就任式を翌日に控え、新政権による景気刺激策が石油需要を押し上げるとの期待が強まり、相場は反発した。
20日	↑	(56.08)	バイデン新大統領による景気刺激策への期待が続き、続伸した。カナダのアルバータ州から米中西部に原油を輸送する「キーストンXLパイプライン」の建設計画についてバイデン政権が事業許可を取り消す方針だとの報道も原油相場には強材料だった。
21日	=	(56.10)	小動き。米景気刺激策への期待が続いたものの、感染拡大への懸念や前日に米石油協会（A P I）が発表した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下押し材料になった。
22日	↓	(55.41)	中国で感染が再拡大しつつあることや、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が嫌気されて、下落した。
25日	↑	(55.88)	米追加経済対策の成立への楽観やイラクが1～2月に減産を計画していると報道されたことを背景に上昇した。
26日	=	(55.91)	サウジで原因不明の爆発があったとの報道や米追加経済対策への期待が押し上げ材料だったが、新型コロナウイルスの感染拡大などが押し下げ材料だった。中国では2月12日から始まる春節を控えて、当局が移動、宴会、イベントの自粛を呼びかけるなど警戒を強めており、石油需要が冷え込むことが懸念された。

27日	＝	(55.81)	WTIは小幅高、ブレントは小幅安だった。EIAの週次石油統計で原油在庫が小幅増の市場予想に反して大幅減となったことが強材料だったが、新型コロナの感染拡大を嫌気して市場参加者の買い意欲が高まらなかったと指摘された。
28日	↓	(55.53)	小反発。欧州で英アストラゼネカや米ファイザーの開発したワクチンの供給が遅れていることや春節休暇を控える中国で当局が帰省の自粛を呼び掛けていることなどが弱材料となり、下落した。
29日	↑	(55.88)	27日発表の統計で原油在庫の減少が示されたことや2月からサウジアラビアが日量100万バレルの自主減産に入ることを背景に需給引き締め観測があったものの、新型コロナウイルスへの感染者が世界で1億人を超えたと報じられたり、オンライン掲示板「レディット」を通じた個人投資家の投機的な売買への警戒感などから株価が大幅下落したりしたことが嫌気され、上値は限定的だった。

【2月の動向】～大幅上昇

1日	↑	(56.35)	英エネルギー調査会社のウッド・マッケンジーが前週に続いて当週も原油在庫の減少が続くと予想したことや、米北東部に寒波が襲来してニューヨーク州やニュージャージー州が非常事態宣言を出す中、燃料需要の増加が見込まれたことで原油相場の上昇幅がやや大きくなった。ロイターの調査で1月のOPECの産油量が市場予想ほどには増加しなかったことや、今月からサウジによる自主減産が始まることも支援材料だった。
2日	↑	(57.46)	前日からの流れが続き、相場は上昇した。前日に米民主党が新型コロナ経済対策として総額1.9兆ドルの予算案を上下両院に提出して、迅速で大規模な法案の成立への期待が高まったことも強材料だった。
3日	↑	(58.46)	続伸。EIAの週次統計は前日発表の米石油協会(API)の統計に比べて原油在庫の減少幅が小さく一時的に売られる場面があったものの、OPECプラスが合同閣僚監視委員会(JMMC)で前月に合意された生産方針が確認されたこともあり、需給引き締め観測が続いた。

4日	↑	(58.84)	続伸。OPECプラスによる協調減産によって需給が引き締まるとの観測が続いたことや米新規失業保険申請件数が市場予想を下回ったことが押し上げ材料になった。
5日	↑	(59.34)	続伸。為替市場でドル安が進んだこと、前日にサウジアラビアの国営石油会社サウジアラムコが欧州向け原油公式販売価格（OSP）などを引き上げたこと、米上院でハリス副大統領の決定票を投じて51対50で予算決議案が通過し、1.9兆ドル規模の経済対策が実現に近付いたことなどが強材料になった
8日	↑	(60.56)	前週末に発表された米国雇用統計で雇用回復の遅れが示されたことを受けた追加経済対策の実現への期待や、サウジの自主減産などによる需給の引き締め観測を背景に続伸した。
9日	↑	(61.09)	OPECプラスによる協調減産が維持され、2～3月はサウジアラビアが自主減産を行うことが需給引き締め観測につながる状況が続いて、一時、WTIはドル58.62ドル、ブレントは61.34ドルと13カ月ぶりの高値をつけた。
10日	↑	(61.47)	EIAが発表した週次石油統計で原油在庫が市場予想に反して減少したことが原油買いにつながった。
11日	↓	(61.14)	反落。OPECが月報で世界の石油需要見通しを若干下方修正したことや、リビアで港湾の封鎖が解かれたことが弱材料になった。
12日	↑	(62.43)	反発。産油国による減産の継続、米国のバイデン政権が掲げる大型追加経済対策の実現への期待、新型コロナウイルスのワクチン普及による経済正常化観測などが背景にあるとされた。
15日	↑	(63.30)	前週末の流れが継続して上昇した。13日にイエメンのイスラム教シーア派武装組織「フーシ派」がサウジアラビアの空港などをドローンで攻撃したとの報道も地政学リスク懸念を強めて相場の支援材料になった。米国市場はワシントン生誕日で休場だった。
16日	=	(63.35)	米国南部が厳しい寒波に襲われ、産油地帯であるテキサス州などの石油施設が操業停止などを余儀なくされ、供給懸念から原油がやや買われた。
17日	↑	(64.34)	米国南部の寒波の影響による石油供給の減少が懸念され、相場の上昇が続いた。一時は米国の原油生産の約40%に相当する日量400万バレル程度の生産が停止したとされた。

18日	↓	(63.93)	米国南部の寒波への懸念から一時高値をつけた後、反落した。E I Aの週次統計で原油在庫が市場予想を上回って減少して強材料となったものの、前日までに米国南部の寒波を受けて上昇していた反動で利益確定売りに押し下げられた。
19日	↓	(62.91)	寒波の影響を受けていた米テキサス州などで、電力や水道の復旧しつつあり、石油関連各社も施設の再稼働の準備を始めたことが相場を押し下げた。また、前日にバイデン米政権は、トランプ前政権が離脱していたイラン核合意について、イラン側と対話の用意があると表明したこともやや弱材料だったとみられる。
22日	↑	(65.24)	米国南部での寒波からの石油生産の復旧にかなり時間がかかるとの見方が強まったことが強材料となり、WT Iは3.8%上昇、ブレントは3.7%上昇となった。
23日	=	(65.37)	英製薬大手のアストラゼネカが開発中のコロナワクチンについて治験で最高90%の有効性を示したと発表したことが好感された。ファイザーやモデルナのワクチンに比べて保存がしやすいとされた。
24日	↑	(67.04)	原油相場は一時高値をつけた後、利益確定の売りに押され、下落していたが、売り一巡後は持ち直した。寒波の影響で操業停止に陥り、普及の遅れが懸念されていた米テキサス州などの石油関連施設は徐々に操業を再開しているとされた。
25日	=	(66.88)	WT Iは小幅高、ブレントは小幅安だった。米国では寒波の影響で操業を停止していた製油所の再開が相次ぎ、需給引き締め観測につながったが、3月4日に「OPECプラス」の閣僚会合を控えて、様子見姿勢が強まった。
26日	↓	(66.13)	為替市場でのドル高がドル建てで取引される原油の割高感につながったことや、OPECプラスの会合で協調減産の緩和(=増産)が決定されるとの観測を背景に下落した。

【3月の動向】～上昇後、下落

1日	↓	(63.69)	27日にジョンソン・エンド・ジョンソンの新型コロナ・ワクチンが米国で3例目として使用が許可されたことや、バイデン米大統領が掲げる1.9兆ドルの経済対策を盛り込んだ法案が下院を通過したことが支援材料だったものの、28日に中国の国家統計局が発表した2月の製造業購買担当者景況指数(PMI)が市場予想を下回って低下したことや、OPECプラスが増産を決定するとの警戒感を背景に続落した。
2日	↓	(62.70)	OPECプラスによる減産緩和観測や中国の石油需要の鈍化懸念から続落した。財新/マークイットが発表した中国の製造業PMIも国家統計局のPMIに続いて弱い内容だったことも弱材料だった。
3日	↑	(64.07)	EIAの週次統計でガソリンや中間留分の在庫が市場予想を上回る減少幅となったことや、OPECプラスは現状の減産規模を延長することを検討していると報道されたことが強材料となり、相場は上昇した。
4日	↑	(66.74)	OPECプラスが原油の生産方針について、現行の減産規模をおおむね継続する決定を行ったことが好感された。事前には、協調減産の規模を日量50万バレル程度縮小し、サウジアラビアが同100万バレルの自主減産を取り止めるとの観測が先行していたため、原油高につながった。WTI、ブレントともに4.2%の大幅上昇となった。OPECプラスは、4月の産油量について、ロシアは日量13万バレル、カザフスタンは同2万バレル増産し、他国は現状維持とする決定を行った。また、サウジは日量100万バレルの自主減産を延長し、今後数カ月のうちに段階的な減産解消の時期を決定すると表明した。
5日	↑	(69.36)	前日にOPECプラスが減産規模をほぼ現状維持とする決定を行ったことが引き続き好感され、2月の米国雇用統計で雇用増加数が市場予想を上回ったことで相場は大幅続伸となった。WTIは3.5%上昇、ブレントは3.9%上昇だった。
8日	↓	(68.24)	反落した。前日にサウジのラストヌラやダーランの石油施設がイエメンの武装組織「フーシ派」による無人機やミサイルを使った攻撃を受けたとの報道や6日に米国で1.9兆ドルの経済対策法案が上院でも可決されて中旬にも成立する見通しとなったことで、原油は買いが先行した。しかしその後、サウジ政府が攻撃の被害はなかったと発表したことなどから売り戻された

9日	↓	(67.52)	このところの相場上昇を受けて、利益確定の売りが優勢となり、続落した。
10日	↑	(67.90)	E I Aの週次統計で、前週に続いて、ガソリンや中間留分の在庫が市場予想を上回る減少幅となったことが買い材料になった。一方で原油在庫は大幅増となり、一時売られる場面もあった。米テキサス州での寒波を受けて稼働が停止していた製油所の復旧が遅れた。
11日	↑	(69.63)	前日のE I A統計でのガソリン在庫の大幅減が引き続き好感された。為替市場におけるドル安もドル建てで取引される原油の割安感につながり、相場を押し上げた。バイデン米大統領が1.9兆ドルの経済対策法案に署名し、成立したことも支援材料だった。
12日	↓	(69.22)	反落。為替市場でのドル安が一服し、長期金利の上昇がリスク資産全般の上値抑制要因として意識されたことなどが弱材料だった。
15日	↓	(68.88)	続落した。中国の1~2月の鉱工業生産や小売売上高が市場予想を上回ったことや、12日にサウジが4月積みの北アジア4カ国向けの原油供給量を最大15%削減すると報じられたことが強材料だったが、バイデン米政権が本格的な増税を検討していると報道されたことや世界第3位の石油消費国であるインドで新型コロナへの感染が再拡大していることが嫌気された。
16日	↓	(68.39)	続落した。ドイツ、フランス、イタリアなど欧州諸国で、英製薬大手アストラゼネカが開発した新型コロナワクチンの接種が中断されたことを受けて、石油需要の回復が阻害されることが懸念された。
17日	↓	(68.00)	引き続き、欧州でのワクチン接種の遅れが懸念されたことに加え、E I Aの週次統計でガソリン在庫が市場予想に反して増加したことや、国際エネルギー機関(I E A)が原油価格の上昇が長期に渡って続く公算は小さいとの見方を示したことが弱材料になった。
18日	↓	(63.28)	急落。WT Iが7.1%安、ブレントが6.9%安だった。欧州数カ国は新型コロナ感染者数の増加を受けてロックダウンを再実施したこと、ワクチンの副反応への懸念から接種の遅れが出ていること、I E Aが原油相場の上昇シナリオに否定的な見方を示したことなど、これまでに弱材料が相次いだことが背景にあったと考えられる。
19日	↑	(64.53)	前日の急落の反動で安値拾いの買いが入ったことなどから反発した。6営業日ぶりの上昇。

22日	＝	(64.62)	安値拾い続いたことなどから小幅続伸した。サウジの国営石油会社サウジアラムコのナセルCEOが年末までに石油需要が日量9,900万バレルに達すると楽観的な見通しを述べたことも支援材料になったとみられる。
23日	↓	(60.79)	急落。ブレントは5.9%安、WTIは6.2%安だった。欧州での新型コロナの感染拡大やワクチン接種の普及の遅れへの懸念が強まった。ドイツ政府はロックダウンを4月18日まで延長すると表明し、フランスも20日から4週間に渡って店舗の営業などを規制した。
24日	↑	(64.41)	エジプトのスエズ運河で大型船が座礁したとの報を受けて原油輸送への影響が懸念され、相場を大幅に押し上げた。前日の大幅安の反動もあり、WTIが5.9%高、ブレントが6.0%高となった。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は弱材料になり、上値が抑えられる場面もあった。
25日	↓	(61.95)	大幅反落となった。前日の大幅高の反動や、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大への懸念を受けて、WTIは4.3%安、ブレントは3.8%安となった。欧州では各国でロックダウンの延長や再導入が行われ、インドやブラジルでの感染者が増加したことが嫌気された。
26日	↑	(64.57)	大幅反発した。スエズ運河での座礁事故の影響が長期化して、原油の供給制約につながる懸念が強まった。
29日	↑	(64.98)	続伸した。スエズ運河で座礁していた大型コンテナ船が離礁に成功して供給制約への懸念が後退したものの、OPECプラスが4月1日の閣僚会合で現行の減産規模をほぼ維持することで合意する見通しと報じられたことが供給引き締め観測につながった。
30日	↓	(64.14)	スエズ運河の通航再開や為替市場でのドル高が下押し材料となり、反落した。市場の関心は4月1日に開催されるOPECプラスの会合に移っているとされた。
31日	↓	(63.54)	フランスのマクロン大統領が3度目のロックダウン延長を表明したことや、OPECプラスの合同技術委員会で2021年の石油需要増加見通しを日量30万バレル引き下げたことが弱材料だった。

【先行き】～強弱材料の中で上値は重いながらも上昇傾向

原油相場は頭打ちとなっている。3月8日には一時ブレントが71.38ドルと2020年1月にソレイマニ司令官の殺害により米イラン関係が緊迫化した時以来、WTIが67.98ドルと2018年10月に米国のイラン産原油禁輸措置の再発動が視野に入ると需給引き締め懸念が高まった時

以来の高値をつけた。その後、下落傾向となり、安値は3月23日のブレントで60.27ドル、WTIで57.25ドルとなっている。

3月8日に高値をつけた背景には、石油輸出国機構（OPEC）にロシアなど非加盟産油国を加えた「OPECプラス」が、3月4日の閣僚会合で、4月の産油量について、ロシアとカザフスタンの小幅増産を除いて、他国は現状維持とすることを決定したことがあった。また、サウジアラビアは2～3月に行った日量100万バレルの自主減産を継続し、減産の解消は時間をかけて決定すると表明したことも寄与した。事前には、合計日量150万バレルを増産することになるとの観測もあっただけに、市場参加者の需給緩和懸念は一気に後退し、原油高につながった。

しかし、その後、原油相場は頭打ちとなった。それまで株式などに比べて原油には出遅れ感があったが、この数カ月の相場上昇で出遅れ感はかなり後退していた。世界の石油需要は依然としてコロナ前の水準を下回っており、石油在庫が増加するなど需給の緩みが指摘されるようになっていた。そうした中で、欧州で新型コロナ感染による景気や石油需要の落ち込みが再び懸念され、広く共有されていた経済正常化や石油需給引き締めといったシナリオに疑念が生じる状況となり、3月18日、23日の原油相場の急落につながったとみられる。

米国での想定以上のペースでのワクチン接種の進展、想定よりも抑制的なOPECプラスによる原油生産方針、1.9兆ドル規模の米国の経済対策の成立など強気材料は織り込まれた後、欧州などでの新型コロナ感染の再拡大やワクチン接種の遅れなど弱材料が出て相場の水準は切り下がった。その後は、ワクチン接種の進展や経済正常化への期待が引き続き支援材料だったものの、感染拡大への懸念、OPECプラスによる協調減産の緩和策の決定、イラン核合意を巡る関係国の協議の開催などが弱材料となり、値動きが限られた。

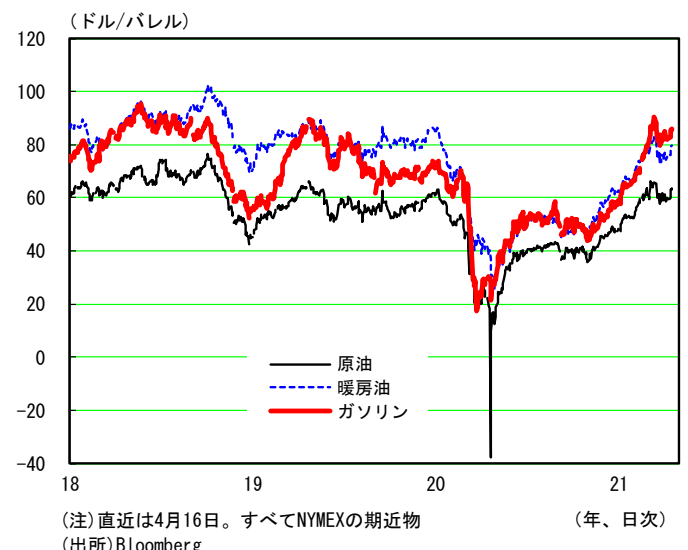
今後の原油相場は、年後半にかけて経済正常化に伴って上昇が見込まれるが、当面は、上値は重い展開が続くだろう。

(図表3) 原油市況の推移



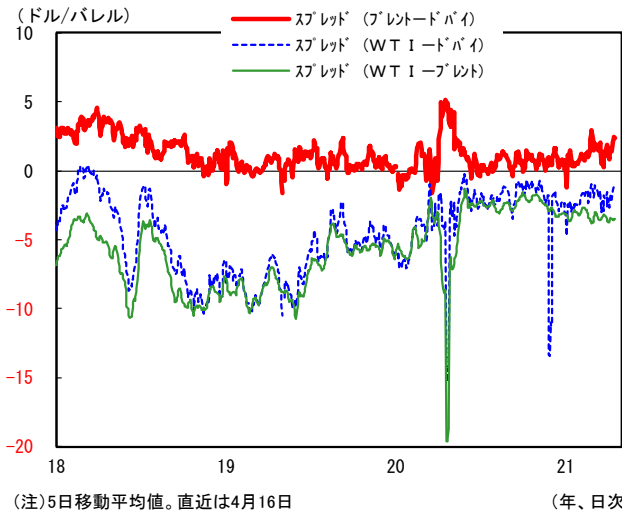
(出所)Bloomberg、日本経済新聞

(図表4) 石油製品市況の推移

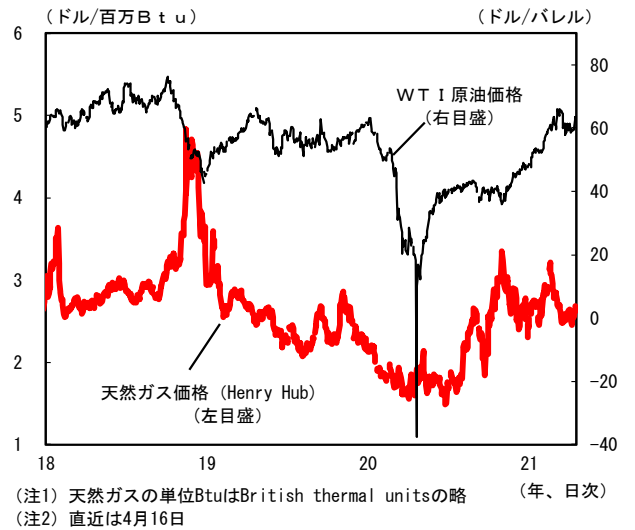


(出所)Bloomberg

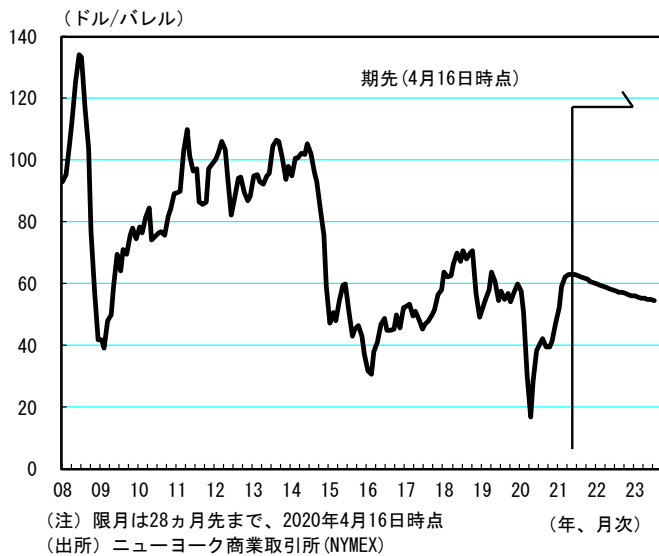
(図表 5) 油種間スプレッドの推移



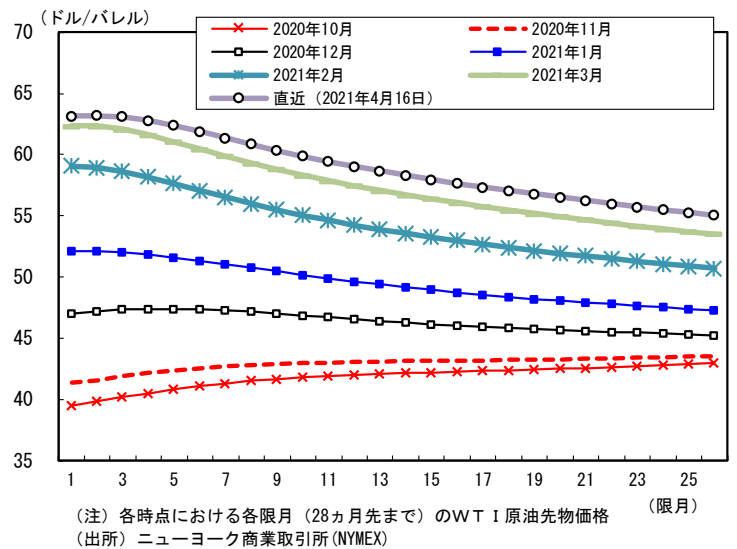
(図表 6) 米国天然ガス市況の推移



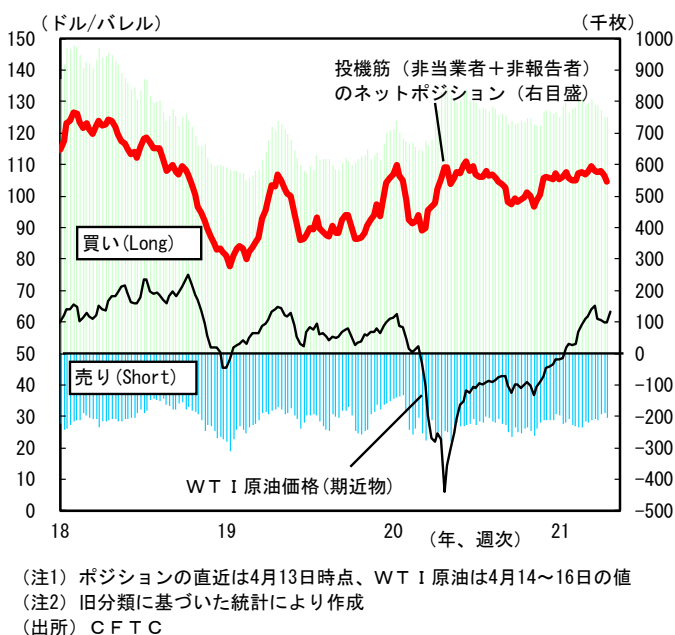
(図表 7) 原油先物価格と先物カーブ



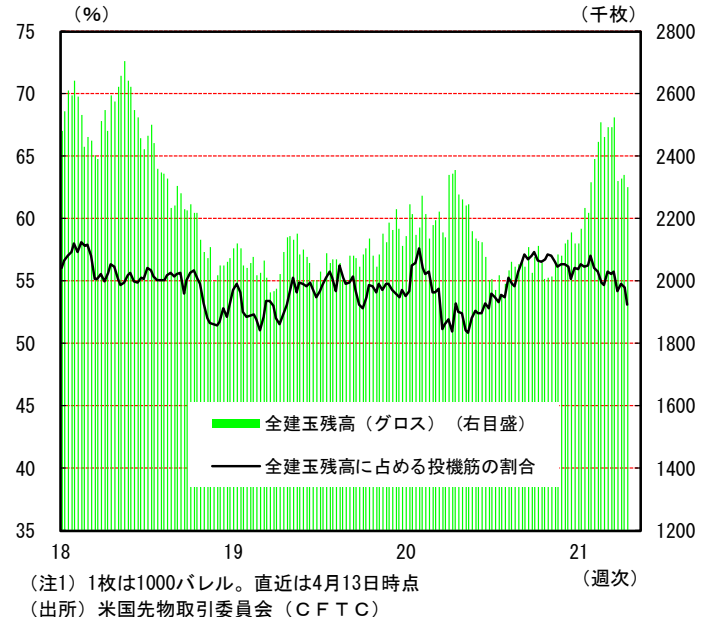
(図表 8) W T I 原油の先物カーブの変化



(図表 9) 投機筋のポジション (原油)



(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 <3月>	(前月差)	生産量 <2月>	(前月差)	産油能力	稼働率	生産余力 <3月>
アルジェリア	88.0	(0.0)	88.0	(0.0)	108.0	81.5%	20.0
アンゴラ	120.0	(10.0)	110.0	(-8.0)	145.0	82.8%	25.0
コンゴ共和国	29.0	(3.0)	26.0	(-1.0)	33.0	87.9%	4.0
赤道ギニア	12.0	(2.0)	10.0	(-3.0)	15.0	80.0%	3.0
ガボン	18.0	(-1.0)	19.0	(2.0)	22.0	81.8%	4.0
イラン	232.0	(14.0)	218.0	(4.0)	383.0	60.6%	151.0
イラク	397.0	(6.0)	391.0	(4.0)	480.0	82.7%	83.0
クウェート	232.0	(-3.0)	235.0	(2.0)	307.5	75.4%	75.5
リビア	125.0	(10.0)	115.0	(-1.0)	130.0	96.2%	5.0
ナイジェリア	158.0	(-2.0)	160.0	(13.0)	200.0	79.0%	42.0
サウジアラビア	815.0	(-6.0)	821.0	(-91.0)	1,150.0	70.9%	335.0
UAE	263.0	(0.0)	263.0	(2.0)	420.0	62.6%	157.0
ベネズエラ	44.0	(-3.0)	47.0	(1.0)	60.0	73.3%	16.0
OPEC13カ国	2,533.0	(30.0)	2,503.0	(-76.0)	3,453.5	73.3%	920.5

(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。

2020年12月のOPECプラス閣僚会合では2021年1月~の減産規模を日量720万バレルに決定。

2021年1月のOPECプラス閣僚会合では、減産規模を2月に日量712.5万バレル、3月に705万バレルと決定(サウジは日量100万バレルの自主減産)。

2021年3月のOPECプラス閣僚会合では、減産規模を4月に日量690万バレルと決定(サウジは日量100万バレルの自主減産)。

2021年4月のOPECプラス閣僚会合では、減産規模を5月に日量655万バレル、6月に620万バレル、7月に575.9万バレルと決定(サウジは自主減産の規模を5月に日量75万バレル、6月に40万バレル、7月に終了すると表明)。

(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：原油に連動して大幅上昇後、足元は一服

日本の輸入ナフサ価格（通関）は、2020年6月に1リットルあたり18.6円まで下落した後、上昇傾向で推移し、2021年2月は36.4円となった。一方、輸入原油価格は2020年5月に16.6円まで下落した後、2021年2月には36.6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、足元にかけてゼロ前後で一進一退となった。

アジアのナフサ市況の推移をみると、2020年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た後、一進一退で推移していたが、11月以降再び速いペースで持ち直し、足元は上昇が一服している。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、11月に原油が急上昇した場面ではナフサの上昇がやや出遅れたが、その後、再びナフサ高が進み、一進一退となっている。先行きも中国景気やアジアの石化製品需要は堅調とみられるが、原油・ナフサ相場にはすでに好材料は織り込まれており、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）原油・ナフサの価格差（アジア）



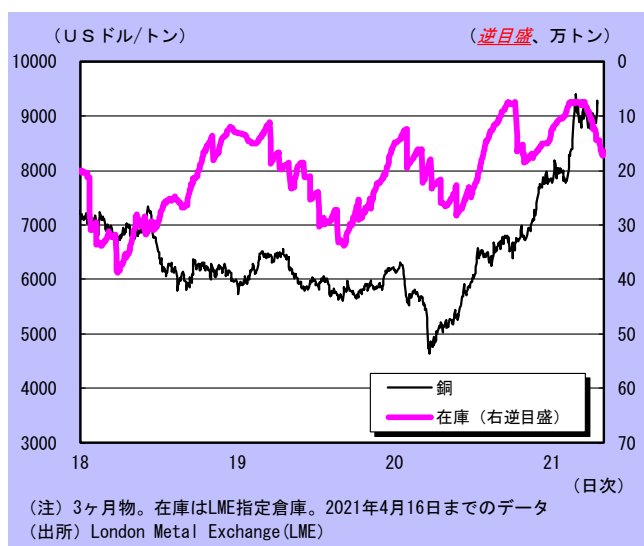
Ⅲ. ベースメタル

1. 銅を中心とした概況 : 2月に9,600ドル台と約10年ぶりの高値

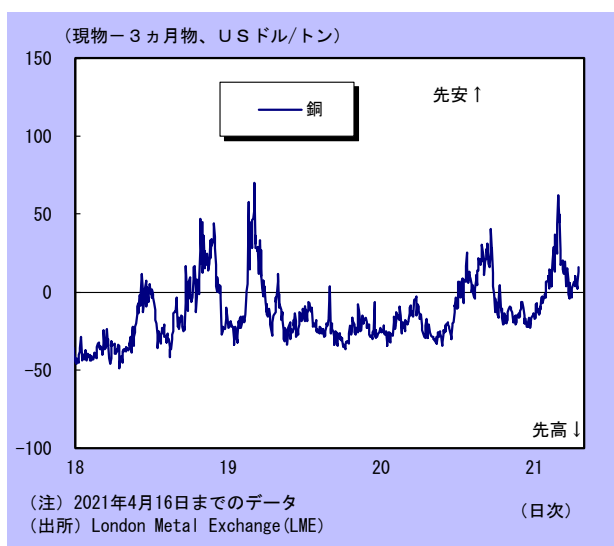
非鉄ベースメタル相場の中心となる銅相場は、2020年3月19日に1トンあたり4,371ドルと2016年1月以来の安値まで下落した後、上昇傾向となり、2021年2月25日には9,617ドルと2011年8月以来の高値をつけた。足元は9,000ドル前後で推移している。

(図表 15) 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】～上旬に上昇後、頭打ち

バイデン次期米政権による経済対策への期待から上値追い

1月4日は、世界景気の回復観測やドル安に支えられて、銅相場は上昇した。財新/マークイットによる中国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、景気は底堅いとの見方がなされた。5日もドル安やLME指定倉庫の在庫が減少傾向を続けていることを背景に続伸した。6日は、米ジョージア州での上院決選投票で民主党の2議席獲得が有望視される状況となって巨額のインフラ投資への期待につながったことや、ペルーのラスバンバス鉱山での道路封鎖によって供給障害が懸念されたことが強材料となった。7日は、ジョージア州での民主党の勝利を材料に続伸した。

しかし、8日は、一時8,238ドルと2013年2月以来の高値をつけた後、バイデン次期政権によるインフラ投資の規模への疑念などから反落した。さらに11日は、中国での新型コロナウイルス感染の増加や台湾を巡る米中関係の緊張が弱材料となり、相場は下落幅が大きくなり、7,900ドルを下回った。

強弱材料の綱引きで横ばい圏

12日は、中国での引き合いが堅調とされる中、反発し、その後は8,000ドル前後の推移が続

いた。13日は12月の社会融資総量が市場予想を下回ったこと（13日）、為替市場でのドル高、中国で新型コロナ感染者が一時100人を超えて感染拡大がみられたことなどが弱材料だったが、バイデン次期米大統領による1.9兆ドル規模の経済対策の発表（14日）、10～12月期の中国GDPが市場予想を上回ったこと（18日）などが強材料になったこともあり、横ばい圏を維持した。

その後も、中国での新型コロナ感染拡大やロックダウンの広がりへの懸念が続いたこと、中国の春節休暇を控えて産業活動の停滞が見込まれたこと、中国の銅需要増加は織り込み済みとの見方などが上値を抑えた一方で、イエレン財務長官候補による上院公聴会でのコロナ対策に積極的な発言（19日）、バイデン大統領の就任（20日）、為替市場でのドル安が強材料になり、一進一退が続いた。

しかし、27日は下落幅がやや大きくなった。中国需要への懸念や米経済対策の議会審議の遅さなどが相場の下押し材料になった。28日は中国河北省での感染拡大への懸念などから一時7,705ドルと昨年12月以来の安値をつけた後、薄商いの中、ドル安を受けて小幅高となった。29日はほぼ横ばいだった。

【2月の動向】～大幅上昇

景気指標を受けて上値重い

2月1日は、31日に発表になった中国国家统计局による1月の製造業購買担当者景況指数（PMI）が低下し、市場予想も下回ったことが相場を下押しした。中国当局による新型コロナ感染への対応が製造業活動を抑制し始めているとの警戒感が生じた。先週来、中国の短期金利が高止まりし、金融引き締め観測が出ていることも弱材料だった。

2日は続落した。中国需要が一服する春節休暇（2月11日～17日）を控えて、ファンドの手じまい売りが出たとされた。

3日は、前日に中国人民銀行が資金供給を行ったことや、人民銀行幹部による雑誌への寄稿内容を受けて、引き締め懸念が後退したことで相場が支援された。

4日は、ドル高や春節休暇前であることが意識されて反落した。

米経済対策への期待や新型コロナ感染者数の減少を受けて大幅上昇

5日は、米上院で予算決議案が可決され、1.9兆ドル規模の経済対策が実現に近付いたこと、新型コロナのワクチン接種の進展、米国雇用統計の弱い内容を受けてドル安が進んだことなどが好感された。

8～10日は、米経済対策への期待、LME指定倉庫の在庫減少を受けた需給引き締め感、為替市場でのドル安、新型コロナ感染者数の減少やワクチン接種の進展などが続いたことで相場は大幅上昇した。

中国が春節休暇に入った11日の相場は上昇が一服したものの、12～16日は小幅ながら連続して上昇し、17日は利益確定の売りに押されたものの小幅下落にとどまった。巨額の財政支出が

インフレにつながるとの見方の広がり銅を含めたコモディティの相場を押し上げた。

春節休暇明けも中国需要増加観測などから大幅上昇後、月末に下落

春節休暇明けの18日は、上昇幅がやや大きくなった。春節休暇やコロナ対策で抑制されていた中国需要が回復し需給が引き締まるとの見方が強まった。

19日も銅を含むベースメタル市場に対する強気な見方が続き、相場は前日比4.2%の急伸となった。

22日もドイツ Ifo 景況指数が市場予想を上回って上昇して景気先行き懸念が後退したこともあり、相場は続伸し、2011年9月以来の9,000ドル台に上昇した。米国株式が下落を続ける中でも、銅は上昇傾向を維持する展開が続いた。

23～25日も、パウエルFRB議長が上院での議会証言で金融緩和維持姿勢を示したこと（23日）、10～12月期のドイツのGDPが上方改定されたこと（24日）、パウエル氏が下院での証言でゼロ金利政策を2024年以降も継続する可能性を示唆したこと（25日）なども押し上げ材料となって、相場は上昇を続けた。25日には一時9,617ドルと2011年8月以来の高値をつけた。

26日は、前日に米長期金利が1.6%台まで急上昇して金融・コモディティ市場全般に売り圧力が高まる中、銅相場は3.6%の大幅下落となった。チリ国営会社のコデルコは2020年の銅生産が前年比2%増の161.8万トンと、コロナ禍による制約にも関わらず増加したと発表した。

【3月の動向】～やや下落後、横ばい

弱めの中国景気指標やニッケル相場の下落を受けて銅相場はやや下落

1日は、前週末からの前日に発表された中国国家統計局による2月の製造業PMIが市場予想を下回って低下したことが弱材料となり、続落した。

2日は反発した。需要増加の見通しは変わらず、需給ひっ迫状態が続くとの見方から、相場は上昇に転じ、下値不安が後退した。米金融大手のゴールドマン・サックスが銅相場の見通しを上方修正したと報道されたことも支援した。

3日は、株安などややリスクオフの動きがみられる中で銅相場も反落した。

4日は、株式相場の下落幅がやや大きくなったことや、ニッケル相場の急落に連動したことから、銅相場の下落幅もやや大きくなった。銅相場は一時8,570ドルまで下落した。

5日もやや荒い値動きだったが、終値は前日比0.1%下落とほぼ横ばいだった。

中国の政策への懸念が弱材料も米国の政策への期待が強材料

8日は、米上院で1.9兆ドル規模の経済対策法案が可決されたことや、前日に発表された1～2月の中国貿易統計で銅輸入が増加していたことが好感された。

9日は、5日に中国が発表した成長率目標が控えめだったことを受けて、債務拡大リスクを抑制するために信用拡大に歯止めをかけるとの見方が広がったことなどが弱材料だったとされた。

10日は、2月の中国の生産者物価や1月のフランスの鉱工業生産が市場予想を上回ったことで製造業活動の活発化が連想され、銅相場を支援した。

11日は、前日に米下院で1.9兆ドル規模の経済対策が最終的に可決されたこと、前日発表の米消費者物価の上昇率が市場予想を下回って市場のインフレ懸念を和らげる内容だったこと、2月の中国新規人民元建て融資が市場予想を上回ったことなどが好感されて続伸した。

12日は、中国の環境汚染対策が金属需要を減退させるとの懸念につながる場面があったものの、相場は持ち直した。バイデン米大統領が前日に1.9兆ドルの経済対策に署名した後、次は大型のインフラ投資計画を打ち出すと見込まれていることが支援材料だった。

15日は、1~2月の中国鉱工業生産が市場予想を上回ったことが好感され、続伸した。

足元の需給ひっ迫が強材料も米中対立や欧州の感染第3波が弱材料

16日は、17日にかけて開催される米連邦公開市場委員会（FOMC）を巡る不透明感などから下落した。産銅大手のアントファガスタが操業するチリのロス・ペランブレス鉱山では、労組が政府仲介による協議を延長し、ストライキ突入を避けることで合意する意向とされた。

17日は、需要増加見通しを背景に反発したとされた。FOMCの結果発表を控えて上値は限定的だった。

18日は、銅精鉱不足を背景に銅地金の相場が上昇する場面もあったが、ドル高や米長期金利の上昇を嫌気して相場は下落した。銅の精錬マージン（TC/RC）は1トンあたり20ドル未満にまで低下し、銅精鉱不足（＝精錬能力余剰）を表した。

19日は、米アラスカ州アンカレッジで米中外交トップ会談が行われて非難の応酬となったことが嫌気されたものの、その後、需要増加や供給のタイトさを背景に小幅上昇に転じた。

22日は小幅続伸した。国際銅研究会（ICSG）によると、銅の需給バランスは昨年11月の9.3万トンの需要超過から、12月は2.4万トンの供給超過に転じたと発表した。2020年通年の需給バランスは55.9万トンの需要超過と2019年の38.3万トンの需要超過から需要超過幅が拡大した。

23日は、前日に欧州連合（EU）と英国、米国、カナダが中国が新疆ウイグル自治区で重大な人権侵害を行っているとして中国政府当局者に対する制裁措置を発表し、これに対して中国はEUに報復制裁を科す事態となったことが嫌気された。また新型コロナ感染拡大への懸念も強まった。ドイツ政府はロックダウンを4月18日まで延長すると表明し、フランスも20日から4週間に渡って店舗の営業などを規制した。

24日は、IHSマークイットが発表したユーロ圏の製造業PMIが1997年6月の統計開始以来最高を記録して一時相場を押し上げたものの、欧州での感染第3波の拡大への懸念から結局、下落に転じた。

スエズ運河事故を受けた輸送コスト上昇懸念は一時的

25日は、ドル高や中国需要の鈍化懸念から下落した。

26日は反発した。欧州での感染拡大による都市封鎖やワクチン普及の停滞が上値を抑えたものの、米景気への楽観的な見方や24日に発生したスエズ運河での大型コンテナ船の座礁事故の影響が長期化して輸送コストの上昇につながるなどの懸念が相場の押し上げ材料になった。

29日は、27日に発表された1~2月の中国工業部門利益が前年比2.8倍と急増したことが支援材料だったが、スエズ運河を塞いでいた大型コンテナ船の離礁に成功して輸送コスト上昇への懸念が後退したことやドル高が進んだことから銅相場は下落した。

30日もドル高やLME指定倉庫の在庫の増加が弱材料となり、続落した。

31日は小幅反発した。米長期金利の上昇やドル高が銅の上値を抑制したものの、中国国家统计局が発表した3月の製造業PMIが市場予想を上回って上昇したことや、バイデン米大統領が大型のインフラ投資計画を発表することへの期待が支援材料になった。

【先行き】~9,000ドル台での推移か

銅相場は、3月に頭打ち傾向で推移していたが、4月に入って再び上値を試す動きが出ている。ロンドン金属取引所(LME)の連休明けとなる6日には、チリ政府が感染者が急増する新型コロナウイルスの対策として国境を封鎖したことを受けて、銅の供給不安が強まり、前営業日比プラス2.9%とやや大きめの上昇となった。チリ当局は鉱山操業の中断はないと明言しているものの、不安心理が高まった。

その後も、ドル安や米長期金利安定が銅相場を支援する中、ゴールドマン・サックスなど投資銀行が銅相場に強気の見通しを示したこともあり、14~15日の銅相場の上昇率はやや大きくなった。もっとも、最大消費国の中国では、当局がインフレ回避のため銅などコモディティ価格に制限を設けるのではないかとという観測や、債務リスクを抑制するためにやや引き締めの金融政策を採るのではないかと懸念が上値抑制材料として意識される。

銅については、米新政権が環境を重視したグリーン政策を推進する中で、電気自動車(EV)の普及を始めとしたエレクトロニクス化が進められ、中長期的に電導性に優れる銅の需要が増加するとの期待が高まりやすい。一方で、コロナ禍の中で、中南米の銅鉱山の操業が不安定になっていることが、供給引き締め要因として意識されている。需給両面の要因から、銅は他のコモディティに比べても相場押し上げ材料が指摘されやすい。それでも多くの要因はすでに相場に織り込まれており、今後は上値が抑えられやすくなるだろう。当面、銅相場は9,000ドル台での推移を続けるだろう。

2. 各他品目の概況

(1) アルミニウム市況：4月に2,300ドル台と3年ぶりの高値

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、2020年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、上昇傾向となり、2021年4月15日には2,359ドルと2018年4月以来の高値をつけた。

年初は弱めの動きだった。1月19日にアルミニウム相場は1,945ドルと昨年11月以来の安値をつけた。ロンドン金属取引所（LME）や上海先物取引所（SHFE）の在庫が増加して需給緩和懸念につながった。昨年の相場上昇を受けて、中国のアルミニウム生産が前年比4.9%増の3,708トンと過去最大になっていることなどが背景として指摘された。

しかし、その後は他金属とともに上昇傾向で推移し、アルミニウム独自の上昇要因もあった。

3月2日は、中国の全国人民代表大会（全人代）を控えて相場の上昇幅が大きくなった。全人代では脱炭素化やカーボンニュートラルの目標が大きな焦点となり、アルミニウムは減産されるとの見方が相場を支援した。

3月15日は、中国の内モンゴル自治区包頭市が1～3月期のエネルギー消費目標の達成のため、工業生産や発電施設の操業停止を指示したことが強材料になった。

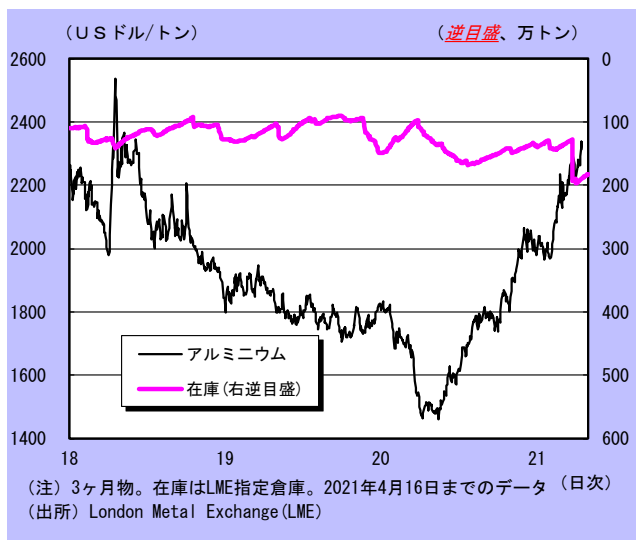
3月23日は、中国当局が価格抑制と環境目標達成のため、50万トンのアルミニウム備蓄を売却する方針だと報道された。

3月30日は、中国アルミが2021年に価格が高止まりするとの見通しや新規設備の増設どころか生産抑制や減産に取り組まねばならない可能性に言及した。

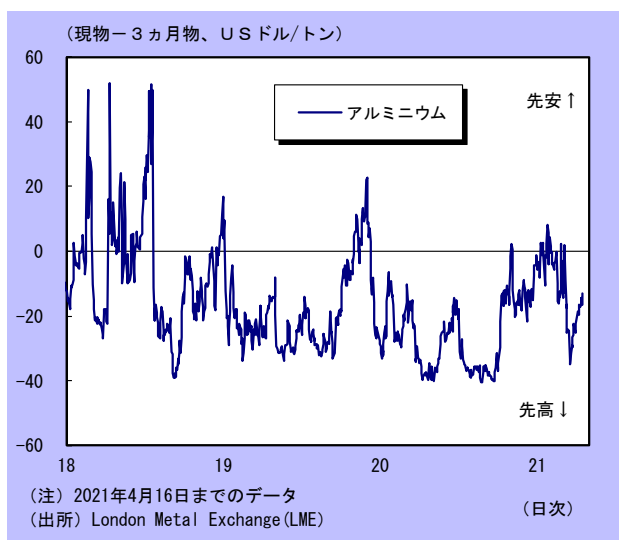
4月14日は、最大の生産国である中国が環境目標達成のため、新疆ウイグル自治区で生産を抑制するとのうわさが市場で広まったことが相場を押し上げた。

（図表 16）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



自動車の軽量化などに使われるため、アルミニウムもグリーン化で需要が伸びる金属とされる。中国では、環境目標達成のため、アルミニウム生産が抑制されそうである。アルミニウム相場は上昇傾向が見込まれる。

(2) ニッケル市況：2月に20,000ドル台と7年ぶりの高値

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、2021年2月22日には20,110ドルと2014年5月以来の高値をつけた。

1月4日には、インドネシアの地震による供給面への影響が懸念され、ニッケル相場の上昇幅が大きくなった。

1月12日は、フィリピンのドゥテルテ大統領が環境への悪影響を理由にタンバガン島での採掘活動を禁止したことを材料に相場の上昇幅が大きくなり、14日も上昇幅が大きくなった。一方、ニューカレドニアで、ブラジルのバーレのニッケル事業の売却計画が先住民グループの暴動を引き起こしたことも供給懸念につながった。

2月22日には、国際ニッケル研究会（INSG）が昨年12月のニッケルの需給バランスが14.6万トンの供給超過と11月（0.74万トンの供給超過）から供給超過幅が拡大したと発表した。春節休暇明けに他金属とともに上昇傾向で推移していたニッケル相場は、この日、一時20,110ドルと2014年9月以来の高値をつけた後、前日比0.5%の下落に転じた。

2月24日には、ロシアのノリリスク・ニッケルが地下水の侵入があったシベリアで操業する2つの鉱山の操業を一部停止したと発表した。

3月3日には、中国の青山控股集团（Tsingshan Holding Group）が中国のバッテリー・メーカー2社に対してニッケルを供給することで合意したと発表したことを受けて、ニッケルの供給不足懸念が後退した。ニッケル相場は3日に6.7%下落、4日に7.4%下落と急落したが、5日には下げ止まり、その後は16,000ドル台を中心に横ばい圏での推移が続いた。

また、3月4日にはバーレのニューカレドニア事業を大手資源商社トラフィグラや電気自動車メーカーのテスラなどの企業集団に売却することで合意が成立した。

3月9日には、ノリリスク・ニッケルが一部操業を停止していた2つの鉱山の再開時期を明らかにするのにあと1週間かかると発表した。

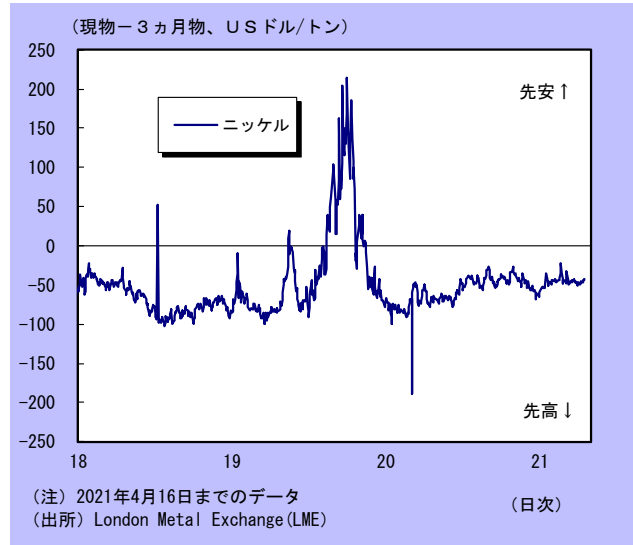
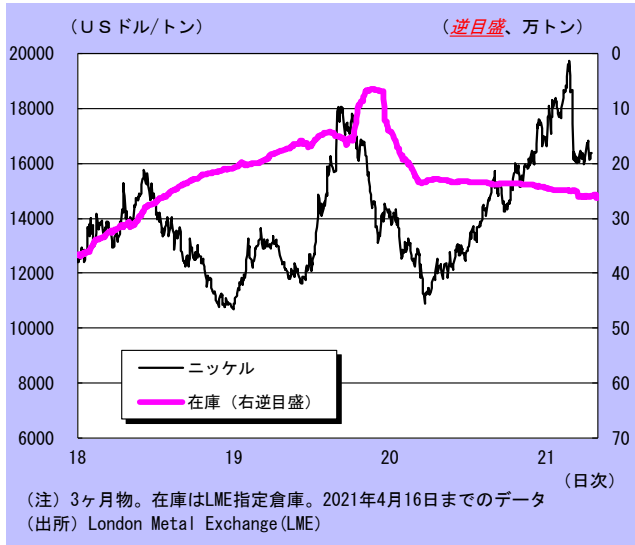
3月16日には、ノリリスク・ニッケルが操業停止の2つの鉱山の復旧には3~4か月かかり、2021年のニッケル、銅、プラチナ、パラジウムの生産見通しを15~20%引き下げると発表した。

ニューカレドニアや中国での供給制約への懸念が後退したことで相場上昇は一服したものの、中国景気の堅調を背景にステンレス鋼向けのニッケル需要が増加することに加えて、中長期的に電気自動車（EV）用バッテリー向け需要の伸びが見込まれる中、ニッケル相場は堅調が見込まれる。

(図表 17) 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：2月に2,900ドル台半ばと2019年4月以来の高値

鋼材のメッキ向けが主用途の亜鉛の相場は、2020年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、2021年2月22日には2,952.50ドルと2019年4月以来の高値をつけた。その後やや下落して、2,800ドル前後を中心に推移している。

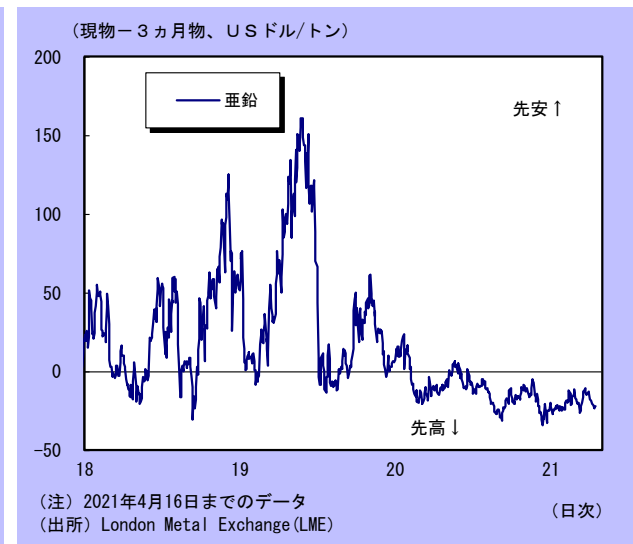
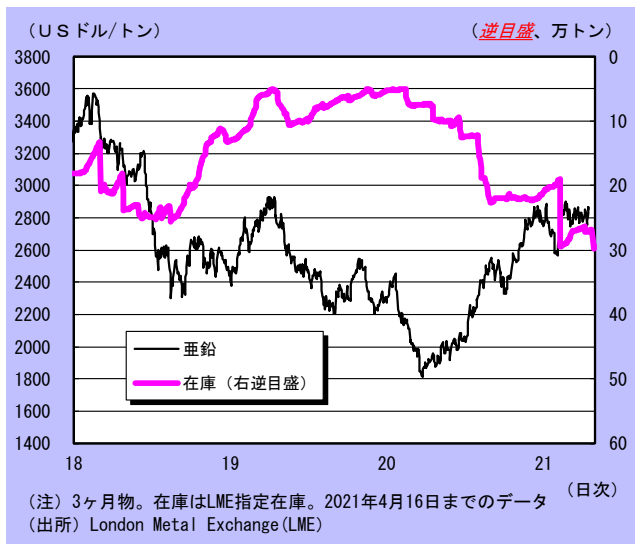
2月26日に国際鉛・亜鉛研究会（ILZSG）が発表した統計によると、亜鉛の需給バランスは、2020年は53.3万トンの供給超過だった（2019年は22.9万トンの需要超過）。3月23日発表の統計では、12月に2.35万トンの供給超過だった後、1月は1.17万トンの供給超過だった。

銅など他の金属の相場上昇に連動して亜鉛相場も上昇する場面もあろうが、他金属に比べて押し上げ材料は目立たず、上値余地は限定的だろう。

(図表 18) 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：2月に21,700ドル台で10年ぶり高値

電子部品のはんだ付けなどに使われる錫の相場は、2020年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、2月25日には27,750ドルと2011年8月以来の高値をつけた。足元は26,000ドル前後で推移している。

コロナ禍の中で、サーバーやPCなどインターネット関連、家電製品、再生可能エネルギー関連、電気自動車（EV）を含めた自動車などの需要が堅調だったことを受けて、錫需要は拡大した。LME指定倉庫の在庫も2月上旬にかけて減少傾向で推移し、需給引き締め感が強まった。現物と3ヵ月先物とのスプレッドは2月半ばにかけて5,200ドル超まで拡大して需給のタイトさを示した。

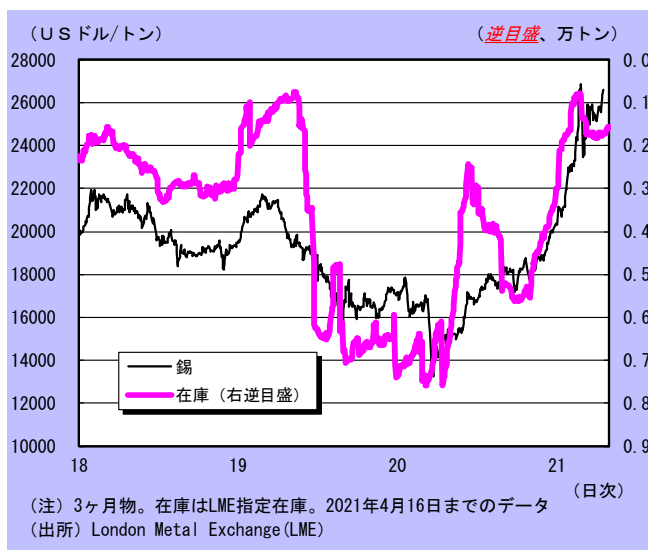
錫相場は、米長期金利の上昇をきっかけに金融・コモディティ市場全般に売り圧力が高まった2月26日に4.4%急落した後、3月1日には8.6%のさらに大幅な下落となった。ただ、それまで上昇が続いた後のテクニカルな調整であり、ファンダメンタルズは良好だとの声があった。

3月24日に発生したスエズ運河での大型コンテナ船の座礁事故の影響が当初想定されたよりも長引くことになり、すでにタイトであった錫の需給が一段とタイト化すると懸念もあったが、すでに高騰していた錫の上値は重かった。

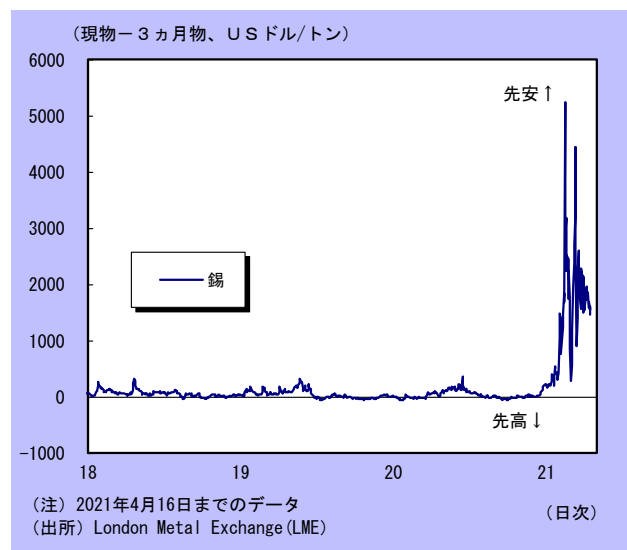
もっとも、一時に比べ落ち着いたとはいえ、現物と先物とのスプレッドは高止まりし、LME指定倉庫の在庫も低水準にあり、需給が引き締まっていることを示唆している。錫相場は、すでに高い水準にあるが、さらに上値を窺う可能性もありそうだ。

(図表 19) 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：2月に2,100ドル後半と1年半ぶりの高値

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、2021年2月22日には2,185ドルと2019年10月以来の高値に上昇した。3月中旬には1,900ドル近くまで下落したが、足元は2,000ドル台を回復している。

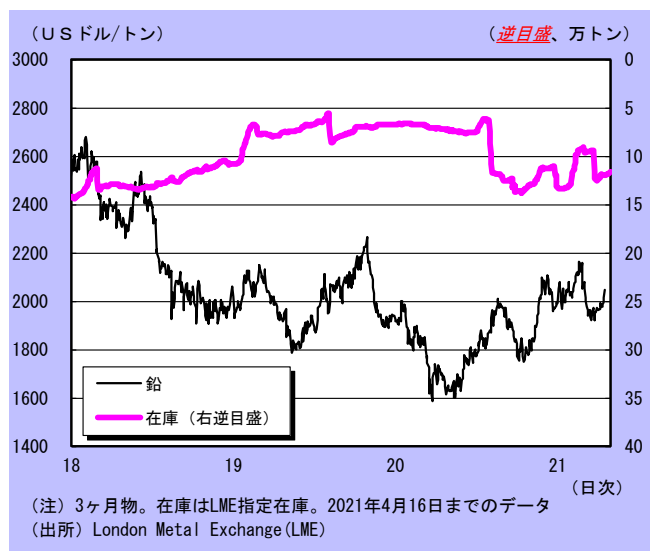
2月26日に国際鉛・亜鉛研究会（ILZSG）が発表した統計によると、鉛の需給バランスは、2020年に22.3万トンの供給超過と2019年（2.0万トンの供給超過）から供給超過幅が大きく拡大した。

3月23日に発表されたILZSGの統計によると、鉛の需給バランスは、12月の1.1万トンの供給超過から1月には2.18万トンの需要超過に転じた。

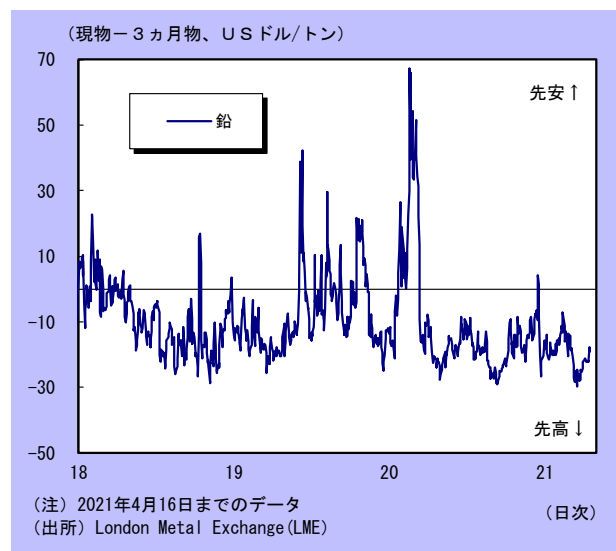
鉛も、他の金属と同様に、昨年3月頃をボトムに上昇傾向にある。世界的な自動車産業の操業停止などを受けて大幅に落ち込んだ自動車バッテリー向け需要が回復に向かったことに加えて、各国でのロックダウンなどを受けて鉱山からの供給が抑制されて、鉛需給がタイト化した。錫や銅をはじめとした他金属に比べると、需給の引き締まりの程度は緩いとみられるものの、コロナ禍からの経済の正常化が進むとともに、鉛相場は上昇が見込まれる。

(図表 20) 鉛

鉛相場とLME指定倉庫在庫の推移



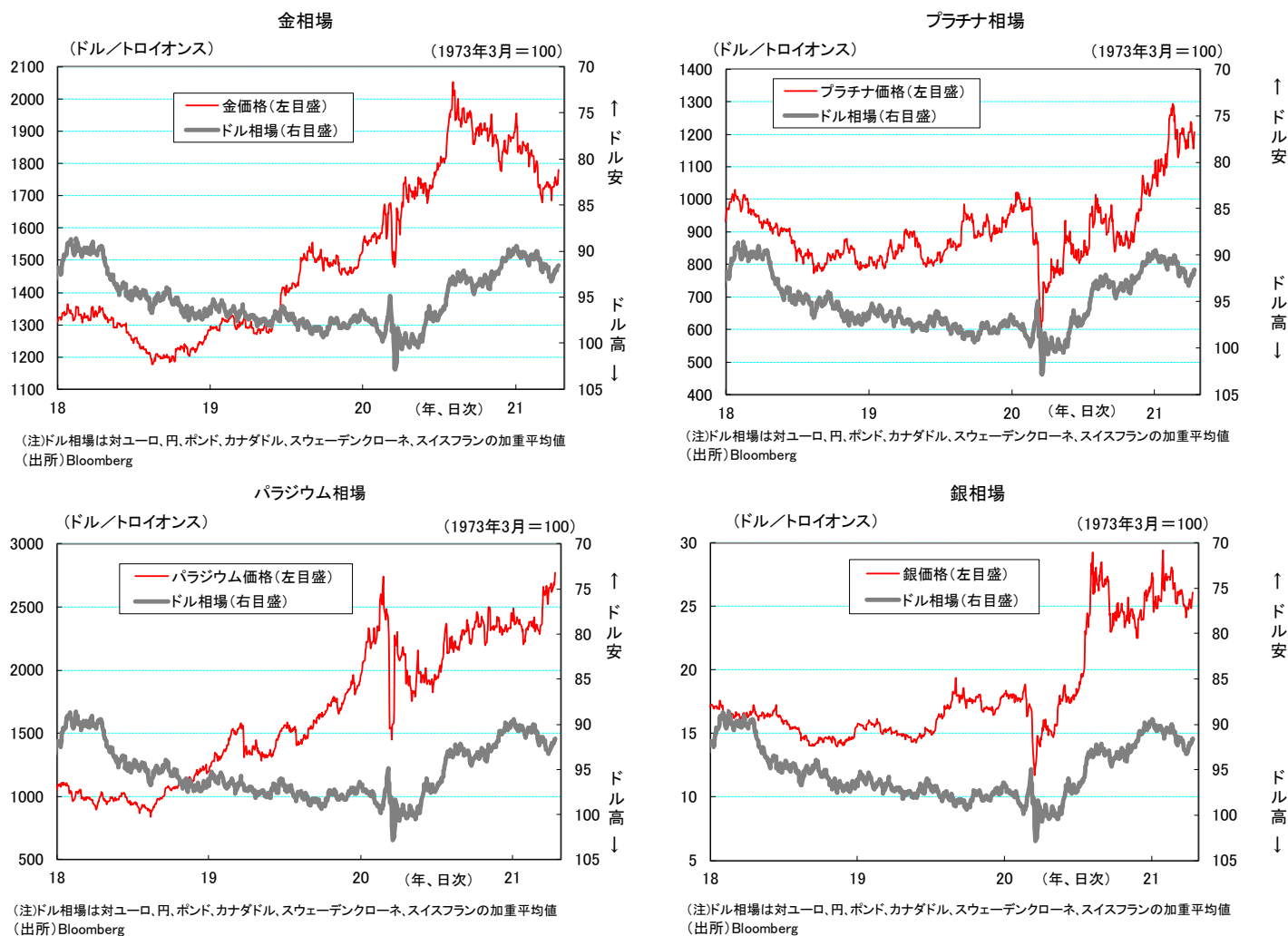
現先スプレッド（現物-3ヵ月物）の推移



IV. 貴金属：金相場は3月上旬に9カ月ぶりの安値

金相場は、2020年8月7日に1トロイオンスあたり2,072.50ドルの史上最高値を記録した後、下落傾向で推移し、2021年3月8日には1,676.10ドルと2020年6月以来の安値をつけた。足元は1,700ドル台後半とやや持ち直して推移している。

(図表 21) 貴金属価格の推移



【1月の動向】～上旬に高値後、下落

月初はジョージア州上院決選投票を材料に金買い

1月4日は大幅上昇し、1,940ドル台となった。ジョージア州上院決選投票で民主党が2議席を獲得すれば、景気対策増強、増税、金融規制強化などが実施しやすくなるとの懸念が金買いにつながった。

5日は、為替市場でのドル安、ジョージア州の決選投票に伴う不透明感、新型コロナウイルスの感染拡大などを背景に金相場は続伸した。

長期金利上昇とドル高で金売り

6日には、ドル安を背景に一時 1,959 ドルと昨年 11 月以来の水準まで上昇した。しかし、その後ドルが買い戻され、米長期金利（10 年物国債利回り）が 10 カ月ぶりに 1% 台に乗せたことを受けて金相場は下落幅はやや大きくなった。ジョージア州の上院決選投票で民主党が 2 議席獲得に迫る状況となり、財政支出拡大が連想されて長期金利の上昇につながるようになった。

7日は、前日の下落の反動でやや買われた。長期金利上昇が嫌気されたものの、ジョージア州決選投票の結果、米国で大統領・上下両院の過半を民主党が占める「トリプル・ブルー」の結果となり、大規模な財政支出が見込まれる状況となったことが金買いにつながった。

8日は、米長期金利の上昇と為替市場でのドル高が嫌気され、金は 3% 超の大幅下落となった。トランプ大統領が秩序だった政権の移行に合意したことも安全資産である金の売り材料だった。

11日は、前週末の大幅下落の反動でやや反発した。

12～13日は、長期金利上昇が金投資の魅力を削ぐことが弱材料となる一方で、バイデン政権による財政支出の拡大でインフレが加速するとの観測が支援材料となり、一進一退で推移した。

14日には、パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長がプリンストン大学でのイベントで現行の量的緩和について「今は出口戦略を話すべき時ではない」とハト派姿勢を示したことが支援材料になった。

15日は、前日にバイデン次期大統領が 1.9 兆ドル規模の追加経済対策を発表したことを受けてインフレヘッジ目的の金買いが相場を支えたが、為替市場でのドル高もあって投資家の手じまい売りが増え、金相場は下落に転じた。

19日は、一時 1,809.90 ドルと 12 月上旬以来の水準にまで下落したが、その後、米長期金利上昇やドル高の一服を背景に金相場は反発した。米新政権がさらなる景気刺激策を打ち出すことへの期待感もあると指摘された。

バイデン新大統領就任後は一進一退

20日は、バイデン米新大統領の就任式が行われ、追加経済対策法案への期待などから金は続伸した。

21日は、小反落した。ドル安が支援材料だったが、当週に入ってから株高で投資家のリスク回避姿勢が後退したことなどから、安全資産である金は売られやすかった。

22日は、株式など資産全般に利益確定の売りが出やすくなる中で、金も売られた。

25日は、26～27日に米連邦公開市場委員会（FOMC）を控える中、小動きだった。

26日は、翌日にFOMCの結果発表を控えたり、バイデン米大統領が計画する 1.9 兆ドルの経済対策について共和党がその規模に懸念を示して協議の行方に不透明感があったりする中、金はやや売りに押された。

27日は、バイデン氏の経済対策について、共和党が反対の姿勢を示し、早期成立の可能性が後退したとの見方が金相場を下押しした。FOMCの結果発表に対する市場の反応は限定的だった。

28日は、米長期金利が低下する場面では買われたものの、その後米株価が上昇し、長期金利が上昇するとともに金は下落に転じた。

29日は、米長期金利が上昇したものの、米株価が大幅下落となる中で、投資家のリスク回避志向が強まり、金は反発した。

【2月の動向】～下落

「レディット」の書き込みで銀相場が乱高下

2月1日は続伸した。この日は、オンライン掲示板「レディット」の書き込みを受けて買いが殺到した銀が大幅上昇した。金も銀に連れ高したと指摘された。

2日は、為替市場でのドル高や世界的な株高が下押し材料となり、金相場は反落した。この日は、銀相場が大幅反落となったことも金の売り材料になったと指摘された。バイデン米政権が新型コロナウイルスワクチンを州だけでなく薬局チェーンにも直接配給すると発表したことも、経済正常化への期待を高めて、弱材料になったとみられる。

米長期金利上昇で安値

3日は小動きだった。米国では、バイデン政権が掲げる1.9兆ドルの経済対策に対して、共和党が6,180億ドル規模の対策を提案し対立する中、1日に民主党が財政調整措置を活用して、上院でフィリバスター（議事妨害）を避けるために必要な60票ではなく、過半数の賛成で法案を通過させる手法に踏み切る方針だと報道された。これを受けて、共和党と協議を行う場合よりも対策の規模は大きくなるとの観測から長期金利の上昇につながり、金価格を抑制した。一方、不安定な動きが続く銀相場は、この日は上昇した。

4日は、米新規失業保険申請件数が市場予想に反して減少したことなどを背景にドル高、株高、長期金利上昇が進んだことを受けて、金の下落幅は大きくなり、1,800ドルを割り込んだ。

米追加経済対策がインフレを連想させて支援

5日は、1月の米国雇用統計で雇用回復ペースが市場予想より遅いことが示されて追加景気対策への期待が高まり、金は買われて1,800ドル台を回復した。

8日は、前週末に米上下両院で予算決議が可決され、民主党単独での法案可決への道が開かれたことが買い材料になった。イエレン財務長官がこの経済対策が実現すれば「2022年には完全雇用に戻る」と述べて、インフレを連想させたことも強材料とされた。

9日も経済対策への期待が強材料になったほか、ドル安も支援材料だった。ドル安の背景には、前週の米雇用統計を受けて、改めて金融緩和策継続観測が強まったとの指摘があった。

10日は、1月の米消費者物価が予想を下回ったことでややドル安が進み、金は続伸した。

11日は、これまでの上昇の反動で利益確定売りが出やすくなった。

米長期金利上昇を背景に金は1,800ドル割れ

12日は、為替市場で一時ドル高が進んだことや、米長期金利が1.2%超まで上昇したことが金相場の圧迫材料になった。

連休明けの16日は、米セントルイス連銀総裁が今年のインフレ率が高まると述べたことなどを背景に米長期金利が1.3%超まで上昇したことを受けて、金は1,800ドルを割れた。

17日は、米長期金利は上昇後に小幅低下に転じたものの、ドル高が進んだことを受けて、金は続落した。

18日は、米長期金利が低下し、為替市場でドル安が進む中、金相場は反発したものの、戻りは限定的だった。

19日は、米長期金利が上昇して金相場の抑制材料となったものの、ドル安が進んだことなどを受けて小幅続伸となった。もともと、一時1,759.29ドルと昨年7月上旬以来の安値をつけた。

22日は、バイデン米大統領が計画す1.9兆ドルの経済対策がこの週末にも成立するとの観測から、インフレヘッジ目的の金買いが強まり、金は1,800ドルを上回った。

パウエル発言が支援材料も効果は持続せず

23日は小幅反落した。パウエルFRB議長の「米経済の回復は一様ではなく、完全な状態には程遠い」との発言でドル相場が軟化し、金を買われる場面もあったが、長続きしなかった。

24日は、米景気の回復期待や財政赤字拡大観測を背景に米長期金利が一時1.4%を上回り、金相場の抑制要因となった。

25日は、米新規失業保険申請件数の減少もあって、長期金利の上昇が続き、一時1.6%を上回る中、金相場の下落幅がやや大きくなった。

26日は、前日に続き、下落幅がやや大きかった。米長期金利は1.6%台から低下したものの、1.4%台で下げ止まったことで、為替市場でドルが買われ、金には弱材料になった。金は一時1,720ドル割れまで売られた。

【3月の動向】～一進一退

米長期金利上昇を受けて下値模索

3月1日は、ドル高が続いたことなどから続落した。27日に米食品医薬品局（FDA）が米製薬大手ジョンソン・エンド・ジョンソンの新型コロナウイルスワクチンの緊急使用を許可し、経済正常化への期待が高まり、金には売り材料になったとみられる。一方、27日には米下院が1.9兆ドルの米経済対策法案を可決し、法案は上院へ送られた。

2日は、一時安値をつけた後、米長期金利低下やドル安を受けてやや反発した。

3日は、2月の米ISM非製造業景況指数や米ADP調査の雇用増加数が市場予想を下回ったものの、米経済対策法案の早期成立や新型コロナウイルスワクチンの普及による経済正常化への期待から米長期金利が一時1.5%台に上昇する中、金は下落した。

4日は、パウエルFRB議長が討論会で長期債購入の増額などに市場の期待ほど積極的な姿勢を示さなかったことで米長期金利が再び1.5%台に上昇し、為替市場でのドル高もあって金は続落して1,700ドルを下回った

5日は、2月の米国雇用統計が景気の堅調さを示したことを受けて米長期金利が一時1.6%台に上昇し、ドル高もあって、金売りにつながる場面もあったが、下値は限定的で小反発した。

8日は、米長期金利が再び一時1.6%台に上昇し、ドル高が進む中、金は続落して、一時1,676.10ドルと昨年6月上旬以来の安値をつけた。6日に、米上院は、バイデン政権が掲げてきた1.9兆ドル規模の経済対策について、下院を通過していた法案を一部修正して可決したものの、相場の材料にはならなかった。

米長期金利の上昇が一服し金はいったん下げ止まりの動き

9日は、米長期金利が低下し、為替市場でドル安が進む中、金相場は反発した。米長期債が売られ過ぎ感などから買い戻され、米長期金利の低下がドル安を誘発する動きとなった。金にも売られ過ぎ感や値ごろ感が生じたとされる。

10日は、2月の米消費者物価が市場予想を下回ったことや、米10年物国債入札が無難な結果となったことから米長期金利が低下し、ドル安が進んだこともあり、金は続伸した。

11日はほぼ横ばいだった。米新規失業保険申請件数が市場予想を下回ったことが米長期金利の上昇につながり、金には弱材料だったものの、欧州中央銀行（ECB）が長期金利の上昇を懸念して国債など資産購入のペースを加速する方針を決めたことや米30年物国債入札が無難な結果だったことが米長期金利の押し下げ、金相場を支援した。この日、バイデン米大統領は1.9兆ドルの経済対策法に署名した。

米長期金利はギリ高も金は底堅い動き

12日は、前日にバイデン氏が「7月4日の独立記念日までに生活を正常な状態に近づける」と表明し、経済正常化が早まるとの期待から米長期金利が上昇し、金は下落したが、下値は限定的だった。

15日は小幅上昇だった。16～17日のFOMCを前に、総じて取引が手控えられた。

16日もFOMCの結果待ちで小動きだった。

17日は小動きの後、FOMCの結果を受けて時間外取引で買われた。FOMCでは現行の緩和策の維持が決定され、少なくとも2023年末までゼロ金利政策が続くとの見通しが示されたことで、金の買い安心感につながった。

18日は、前日のFOMCを受けて上昇した後、米経済対策やワクチン接種の普及を受けた景気回復期待から米長期金利が1.7%台に上昇したため、下落に転じた。

19日は小幅続伸。FRBが銀行の資本規制の特例緩和措置を3月末で打ち切ると発表したことで長期金利に上昇圧力がかかる場面があったが、長期金利が1.75%で頭打ちとなったことで

金にはやや買い安心感が生じた。

22日は、前日にトルコ中央銀行総裁が突如解任されたことでドルが逃避先となったことや米欧の株価が堅調だったことで相対的に金投資の魅力が薄れ、やや売られた。

米インフラ投資計画発表を控えて再び1,700ドル割れ

23日は、トルコ中銀総裁解任やワクチン輸出を巡る英国と欧州連合（EU）との対立を背景にユーロ安・ドル高が進んだことなどから、金は続落した。

24日は、米5年物国債の入札が無難なものだったことを受けて、長期金利がやや低下し、金相場の支援材料になった。パウエルFRB議長が上院銀行員会での証言で改めてゼロ金利政策維持の方針を示したことも強材料との見方もあった。

25日は、欧州での新型コロナ感染拡大の深刻化などを背景にユーロ安・ドル高が進んだことや、米国の経済正常化観測を背景とした長期金利の小幅上昇が下押し材料になった。

26日は、前日にバイデン米大統領が就任後100日間での新型コロナワクチンの接種回数目標を2億回に倍増させると発表したことなどを材料に金相場は一時下落したが、その後、長期金利の上昇一服などを受けて上昇に転じた。

29日は、ワクチン接種の普及が加速する米国と感染拡大の影響が懸念される欧州との対比でユーロ安・ドル高が進んだことや、バイデン政権がインフラ投資計画を打ち出す見込みであるためリスク資産選好が強まったことを背景に金は下落した。

30日は、バイデン氏によるインフラ投資計画の発表を翌日に控える中、長期金利が一時1.76%まで上昇したことや、為替市場でドル高が進んだことが嫌気され、金は続落して1,700ドル割れとなった。

31日は、1,677.61ドルと3月上旬以来の安値をつける場面もあったが、その後1,700ドル台を回復した。米インフラ投資計画の発表を前に、米長期金利やドルの上昇が一服したことを手掛かりに買い戻しが入った。

【先行き】～米長期金利上昇でも金相場は底堅いか

4月1日は、前日にバイデン米大統領が2兆ドル規模のインフラ投資計画の詳細を明らかにしたことで米国債の買い安心感につながったことや、米新規失業保険申請件数が市場予想を上回ったことなどを受けて長期金利が低下し、ドル安が進む中、金は続伸した。

5日は、2日に発表された3月の米国雇用統計が市場予想以上に景気の堅調さを示したことなどから安全資産である金には売り圧力がかかったが、為替市場では強い雇用統計にも関わらずドル安が進んだことが金の支援材料になり、結局、相場は小幅高となった。

その後も、米早期利上げ観測の後退、3月のFOMC議事録のハト派的内容、日本投資家による米債投資の見込みなどが、長期金利低下や金買いを促す材料になった。

金相場が直近安値の1,676ドルをつけた3月上旬の米長期金利は1.6%前後であり、その安値

に近付いた3月末の長期金利は1.7%半ばだった。4月に入って長期金利はやや低下したが、それでも1.6%前後で高止まりしている。そうした中で金相場は1,700ドル台後半を回復している。金相場は長期金利の上昇に対して金相場が耐性を持つようになっている。

また、長期金利の上昇にもいったん歯止めがかかっている。FRB議長の発言やFOMCの議事要旨は総じてハト派的であって、市場参加者が警戒するような早期の金融緩和縮小を示唆するような内容はなく、当面、量的緩和が継続される見込みは変わりそうにない。ワクチン接種の拡大、インフラ投資計画、景気指標やインフレ指標の上振れなど米長期金利を押し上げそうな材料は一通り消化した。

長期金利上昇と金価格下落が強く連動する局面は、ひとまず、過ぎ去った可能性がある。

一方、巨額の財政支出やワクチン接種の進展がインフレ率を上振れさせるとの見方は、長期金利を押し要因であると同時に、インフレヘッジに有用な資産としての金買いにつながる面もある。

今後も経済正常化が進めば、再び長期金利は上昇し始めるだろう。長期金利上昇を受けて金相場が下落する場面もあるだろう。しかし、インフレやドル安に強い資産として金を買われる場面もあり、結果的に金相場は底堅い推移になると見込まれる。

— ご利用に際して —

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一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。