

## 経済レポート

# コモディティ・レポート(2021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：7月初に6年ぶり高値

ドル建て国際商品市況全般の動向を示すロイター・コアコモディティ-CRB指数は、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7月1日には2015年7月以来の高値をつけた。穀物はブラジルや米国の天候不順などを材料とした騰勢が一服し、銅も頭打ちとなっているものの、今後のコモディティ相場は、原油を中心に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：ブレントは一時78ドル近く、WTIは77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7月6日にブレントは77.84ドルと2018年10月以来、WTIは76.98ドルと2014年11月以来の高値をつけた。原油相場は足元で不安定な動きをしており、不安定さは続く可能性があるものの、均してみれば、経済正常化に伴って緩やかな上昇となろう。

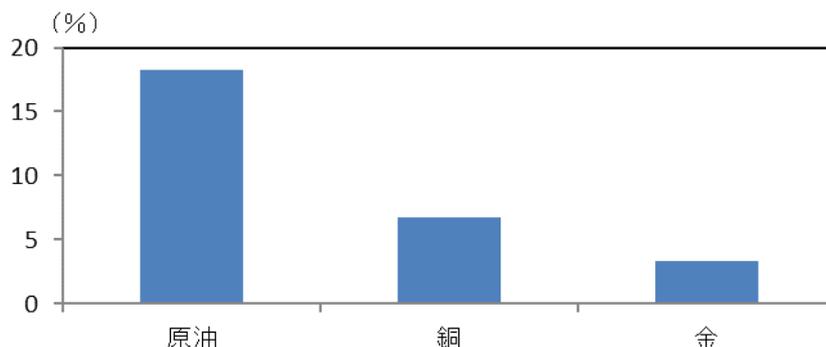
## III. ベースメタル市況：銅は5月に10,747.50ドルと史上最高値

銅相場は、2021年5月10日に10,747.50ドルの史上最高値をつけた後、足元は9,000ドル台前半を中心に推移している。銅相場は再びの1万ドル乗せをある程度意識させる相場水準で高止まりを続けようが、強材料の多くはすでに織り込まれているため、上値は重くなり、一本調子の上昇とはならないだろう。

## IV. 貴金属市況：金相場は6月初の5カ月ぶりの高値から下落

金相場は、6月1日に1,916.40ドルと今年1月以来の高値をつけた後、6月29日には1,749.20ドルの安値をつけた。再びインフレ懸念が高まり、長期金利上昇が金相場を抑制する場面もあろうが、一方でインフレヘッジを意識した金買いも見込まれ、結果的に金は底堅い推移が見込まれる。

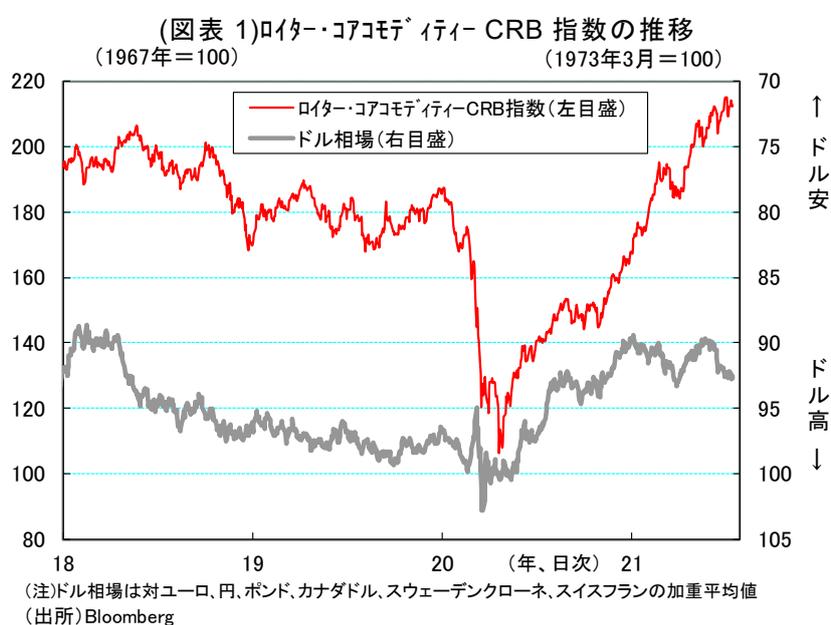
原油・銅・金相場の騰落率（2021年6月末と2021年3月末の比較）



## I. コモディティ市況全般の概況：7月初に6年ぶり高値

ドル建て国際商品市況全般の動向を示すロイター・コアコモディティ-CRB 指数は、2020年4月21日に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7月1日には2015年7月以来の高値をつけた。その後、一時下落する場面もあったが、再び高値圏で推移している。

マクロ経済環境をみると、アジアや欧州などでの新型コロナウイルスのデルタ株の感染拡大や米連邦公開市場委員会（FOMC）での利上げ想定時期の前倒しなどが弱材料になったものの、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。穀物はブラジルや米国の天候不順などを材料とした騰勢が一服し、銅も頭打ちとなっているものの、今後のコモディティ相場は、原油を中心に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

### 1. 原油市況：ブレントは一時 78 ドル近く、WTI は 77 ドル近くまで上昇

国際指標とされる欧州北海産のブレント原油は、2020 年 4 月 22 日に 15.98 ドルまで落ち込んだ。米国産のウエスト・テキサス・インターメディアエイト（WTI）は同年 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 7 月 6 日にブレントは 77.84 ドルと 2018 年 10 月以来、WTI は 76.98 ドルと 2014 年 11 月以来の高値をつけた。その後、やや不安定な値動きを経て、足元はブレントが 74 ドル前後、WTI が 72 ドル前後を中心に推移している。

#### 【4 月の動向】～上昇傾向

（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	↑ (64.86)	石油輸出国機構（OPEC）に非 OPEC 産油国を加えた「OPEC プラス」が閣僚級会合で協調減産を 5 月、6 月に日量 35 万バレルずつ、7 月に 44.1 万バレル縮小すると決定し、サウジアラビアも自主減産を縮小する方針を表明したことが好感された。事前に有力であった産油国が減産規模をほぼ維持するとの見方に対して、減産を縮小する結果となったが、需給悪化懸念にはつながらなかった。
5 日	↓ (62.15)	連休明けの 5 日は、改めて 1 日の OPEC プラスの決定が需給緩和につながるとの見方がなされたことで大幅反落した。31 日に発表されたロイターの調査でイランの産油量が増加していたことや、6 日に開催予定の米国とイランの核合意を巡る間接協議の行方次第ではイラン産原油の供給が増えるとの見方がなされたことも弱材料だった。
6 日	↑ (62.74)	5 日に発表された米国の非製造業 ISM 指数やこの日に財新／マークイットが発表した中国のサービス部門購買担当者景況指数（PMI）が景気の堅調さを示したことや、国際通貨基金（IMF）が世界経済見通しを上方修正したことが強材料となった。
7 日	↑ (63.16)	米エネルギー情報局（EIA）の週次石油統計で、ガソリン在庫が市場予想に反して増加したことが弱材料だったが、原油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、相場は小幅高だった。米連邦公開市場委員会（FOMC）の議事要旨で、改めて金融緩和の長期化方針が確認されたことも支援材料だった。

8日	＝ (63.20)	前日に発表されたガソリン在庫の増加が石油需要の弱さを示すとの懸念が下押し材料になったものの、米新規失業保険申請件数の弱さなどを受けてドル安が進んだことが強材料となり、相場は横ばい圏の推移となった。
9日	↓ (62.95)	南米や欧州での新型コロナの感染拡大への懸念や、イラン核合意に関する関係国の協議が行われて将来的にイラン産原油の供給が増える可能性が意識されたことが弱材料になった。
12日	↑ (63.28)	米国でワクチン接種が順調に進んでいることやイエメンの武装組織フーシ派がサウジアラビアの国営石油会社サウジアラムコの施設などを攻撃したことが押し上げ材料となった。
13日	↑ (63.67)	米当局が米製薬大手ジョンソン・エンド・ジョンソン (J&J) の新型コロナウイルスワクチンの一時使用中止を求めたことが弱材料だった一方で、3月の中国貿易統計が強い内容だったことや、OPECが月報で世界の石油需要見通しを上方修正したことが好感された。
14日	↑ (66.58)	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ガソリン消費量が増加したことで、ブレントが4.6%、WTIが4.9%の大幅続伸となった。国際エネルギー機関 (IEA) が、前日のOPECに続いて石油需要見通しを上方修正したことも好感された。
15日	↑ (66.94)	米国の小売売上高が市場予想を大幅に上回ったことや新規失業保険申請件数が市場予想よりも減少したこと、および、これらを材料に株高が進んだことを受けて、原油も買われた。
16日	＝ (66.77)	1～3月期の中国GDPが四半期ベースの数値公表が始まった1992年以降で最高の伸びを記録したことが強材料だったものの、利益確定売りが優勢となった。インドなどでの新型コロナウイルスの感染拡大も懸念された。
19日	↑ (67.05)	欧州でのワクチン展開に明るい兆しが出ていることなどからユーロ高・ドル安が進んだことが支援材料になった。しかし、世界第3位の石油輸入国であるインドでの感染拡大が弱材料となり、上値が限定された。
20日	↓ (66.57)	インドでの感染拡大やその対策としての規制強化への懸念から原油相場は反落した。前日にリビア国営石油会社 (NOC) がハリガ港からの原油輸出に不可抗力条項の適用を宣言したことが強材料となり、一時上昇する場面もあった。

21日	↓	(65.32)	インドでの感染拡大を材料に続落した。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や、イラン核合意の当事国である英仏独中露とイラン、仲介役の欧州連合（EU）が協議を進めてイラン産原油の供給増加観測につながったことも弱材料だった。
22日	=	(65.40)	小動き。インドの感染拡大が引き続き弱材料だったが、リビア国営石油会社が原油供給が一段と落ち込む可能性を示したことが強材料だった。
23日	↑	(66.11)	上昇。引き続きインドでの感染拡大や日本の緊急事態宣言が懸念材料だったが、IHSマークイットが発表した欧米の購買担当者景況指数（PMI）や米新築一戸建て住宅販売件数が市場予想を上回る改善を示したことが強材料になった。
26日	↓	(65.65)	インドや日本での感染拡大が嫌気され、下落した。OPECプラスが合同技術委員会を開催し、インドの石油需要の動向に懸念を示したと報道された。
27日	↑	(66.42)	OPECプラスが閣僚級会合を開催し、4月1日に合意された計画通りに5月以降、協調減産の規模を段階的に縮小していく方針を維持した。これを受けて、前日にOPECプラスが表明していた「インドでの感染拡大が石油需要を落ち込ませる」との懸念がやや和らぐことにつながったとみられる。
28日	↑	(67.27)	EIAの週次統計で原油在庫やガソリン在庫の増加幅が市場予想を下回ったことが押し上げ材料となり、続伸した。
29日	↑	(68.56)	米景気指標の好調さや経済正常化への期待を背景に上昇した。1～3月期の米GDPが高成長を記録し、新規失業保険申請件数がコロナ後の最低を更新した。また、インドやブラジルでの新型コロナの感染拡大が懸念されたものの、中国、米国、英国では経済正常化に向かい、ドイツなど欧州諸国でもワクチン接種が進展しつつあることや、米バイオ医薬品メーカーのモデルナ来年のワクチン生産能力を倍増させると発表したことも好材料になった。
30日	↓	(67.25)	それまで数日の相場上昇を受けて利益確定の売りが出やすく、インドでの感染拡大が続いていることに加え、資源エネルギー庁の石油統計速報で3月の日本の原油輸入が前年比25%減となったことが嫌気され、反落した。

## 【5月の動向】～上昇傾向

3日		(67.56)	米中の石油需要の回復観測を背景に反発した。世界3位の石油消費国であるインドでは1日あたりの新規感染者数が40万人を突破して懸念されたものの、世界1~2位の米国・中国を中心に石油需要は回復しているとの期待が根強かった。
4日		(68.88)	前日に米ニューヨーク州が新型コロナワクチン接種の拡大や感染状況の改善を受けて飲食店・店舗・劇場などへの入場制限の大半を19日に解除すると発表したことや、同じく前日にEUの欧州委員会が現在は原則禁止している不要不急のEU入域をワクチン接種を完了した渡航者には認めるよう加盟国に勧告したことで経済正常化への期待が強まり、相場は上昇した。
5日		(68.96)	小動きでWTIは小幅安、ブレントは小幅高だった。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、3月8日の高値に近付く中、利益確定の売りが出やすかった。インドや日本で新型コロナ感染者が増加傾向にあることも弱材料だった。
6日		(68.09)	前日発表のEIA統計でガソリン在庫が増加していたこと、インドでの新型コロナの新規感染者数が世界最多を更新し、死亡者数も同国として最多を記録したこと、日本でも4都府県の緊急事態宣言が月末まで延長される見通しとなったことなどが嫌気され、下落した。
7日		(68.28)	小反発。4月の米雇用統計で雇用増加数が市場予想を大きく下回ったことを受けて、為替市場でドル安が進んでドル建てで取引される原油の割安感につながった。一時長期金利が低下し、株価が上昇したことも同じリスク資産である原油を支援した。
10日		(68.32)	7日に米石油パイプライン最大手のコロニアル・パイプラインがサイバー攻撃を受けてシステムを停止したことを受けて一時ガソリン先物が4%高となり、原油も連れ高する場面があったが、大半が1週間以内に操業再開が可能との見通しが示されたことやインドでの新型コロナ感染拡大が懸念されたことが上値を抑え、結局、原油はほぼ横ばいだった。
11日		(68.55)	サイバー攻撃によるコロニアル・パイプラインの操業停止を受けたガソリン高の影響が残っており、原油高につながった。OPECが月報で2021年の石油需要見通しを据え置いた強気の姿勢も支援材料だった。

12日	↑	(69.32)	インドでの新型コロナの感染拡大にも関わらず、前日の OPEC の月報に続き、IEA の月報でも強気の石油需要見通しが示されたことが支援材料となった。EIA の週次統計では原油在庫の減少幅が市場予想を下回ったものの、コロナル・パイプラインの操業停止によって石油製品価格が上昇していることも強材料となった。
13日	↓	(67.05)	インドでの感染拡大やコロナル・パイプラインの稼働再開が相場を押し下げた。米国のインフレ懸念が利上げやドル高を連想させ投資家のリスク回避の動きが強まって原油安につながったとの見方もあった。WTI は 3.4%安、ブレントは 3.3%安だった。
14日	↑	(68.71)	米連邦準備制度理事会 (FRB) のウォーラー理事が現行の金融緩和を当面続ける見通しだと述べて強いインフレ懸念が後退したことでドル安・株高が進行し、原油高につながった
17日	↑	(69.46)	4 月の中国鉱工業生産が市場予想通りに鈍化したことや中国小売売上高が市場予想を下回ったことが弱材料だったが、米欧では新型コロナワクチンの接種拡大を受けて行動規制が緩和されて旅行需要やエネルギー需要の拡大観測につながったことが相場を支援した。
18日	↓	(68.71)	一時 3 月 8 日以来の高値をつけたものの、ロシアのウリヤノフ在ウィーン国際機関常駐代表が、イラン核合意を巡る協議で大きな進展があったと述べたとする報道を受けて、相場は下落に転じた。
19日	↓	(66.66)	イラン核合意が再建されてイラン産原油の供給が増える可能性が意識されたこと、日本・台湾・インドなどでの新型コロナ感染拡大が懸念されたこと、FOMC 議事要旨を受けて早期利上げへの警戒感が強まったことなどが弱材料になった。WTI は 3.3%安、ブレントは 3.0%安だった。
20日	↓	(65.11)	イラン核合意の再建に向けた協議の進展が報道される中、米国の対イラン制裁が解除され、イランからの原油供給が増加するとの見方から相場は続落した。インドや欧州の石油精製会社は今年下半期のイラン産原油購入の可能性を検討していると報道された。
21日	↑	(66.44)	前日までの相場下落を受けて値ごろ感が生じていたことや、米国立ハリケーンセンター (NHC) がメキシコ湾の低気圧が 48 時間以内に熱帯低気圧に発達する可能性があることと発表したことが強材料になった。

24日		(68.46)	米金融大手のゴールドマン・サックスが 23 日付のレポートにおいて、イランが 10 月に原油輸出を再開するという基本シナリオで今夏にブレント原油は 80 ドルに達すると予想したことなどが強材料になった。ブレントは 3.0%高、WTI は 3.9%高だった。
25日		(68.65)	イラン産原油の供給再開観測が弱材料だが、コロナ禍からの経済正常が進むとの期待が強材料となった。イラン核合意再建に向けた英仏独中露と、イラン、欧州連合 (EU) の次官級合同員会は 25 日に再開され、合意への復帰を目指す米国も直接対話を拒否するイランを除く各国と協議した。一部には合意に近付いているとの見方もあった。
26日		(68.87)	イラン核合意再建に向けた協議が佳境を迎えているとしてイラン産原油の供給増加観測が強まり、原油相場は圧迫されていたが、EIA の週次統計で原油在庫やガソリン在庫の減少幅が市場予想を上回ったと発表され、石油需要増加観測が強まり、原油相場は上昇した。
27日		(69.46)	米新規失業保険申請件数が市場予想を下回り、新型コロナウイルス感染拡大以降の最低水準を更新したことがエネルギー需要の増加観測につながり、相場は続伸した。
28日		(66.13)	米国の連休を前に小動きで、WTI は小幅下落、ブレントは小幅高だった。米欧での経済正常化の動きから石油需要見通しが改善していることが強材料となる一方で、イラン産原油の供給増加観測が弱材料だった。
31日		(69.32)	WTI がメモリアルデーのため休場で、ブレントは薄商いの中、石油需要の増加観測を背景に節目の 70 ドルに近付いた。

**【6月の動向】～上昇**

1日		(70.25)	石油需要増加観測から上昇した。OPEC プラスの閣僚会合で小幅増産計画を維持する決定がなされたものの、弱材料にはならなかった。一方、米国の連休中日の 5 月 30 日のガソリン需要が、日曜日として 2019 年夏以来の水準に増加したと報道され、強材料になった。財新 / マークイットによる 5 月の中国製造業 PMI が小幅上昇と、国家統計局による製造業 PMI が小幅低下していたのとは異なった結果になったことも支援材料だった。
----	---	---------	---

2日	↑ (71.35)	続伸。北半球の夏場にガソリン需要が増加するとの観測や OPEC プラスが大幅増産には踏み切らないとの見方が原油の買い安心感につながった。
3日	= (71.31)	小動きだった。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が強材料だったものの、ガソリンや中間留分の在庫が市場予想に反して増加したことが弱材料だった。
4日	↑ (71.89)	やや弱めの米国雇用統計で為替市場ではドル安が進んだことが支援材料となり、原油相場は上昇した。エネルギー需要の拡大観測が続いたことや、OPEC プラスが生産調整を維持していることも強材料として意識された。
7日	↓ (71.49)	前週からの相場上昇の動きが続き、一時、高値をつけたが、その後、利益確定の売りに押された。5月の中国貿易統計で原油輸入が低水準だったことも弱材料だった。
8日	↑ (72.22)	世界の石油需要の増加観測が続いていることに加え、ブリンケン米 국무長官が、米国がイラン核合意に復帰したとしても多くの制裁を継続する意向を表明したことが原油相場には強材料となった。イラン産原油の供給増加観測が後退し、ブレント、WTI とともに前日の高値を上回る動きとなった。
9日	= (72.22)	EIA の週次統計で原油在庫の減少幅が市場予想を上回って強材料だったものの、ガソリンの需要期が始まるとされるメモリアルデーの週末にも関わらず、ガソリン在庫の増加幅が市場予想を上回ったことが弱材料になり、WTI は小幅安、ブレントは横ばいだった。
10日	↑ (72.52)	上昇。米新規失業保険申請件数が 15 カ月ぶりの低水準になったことで石油需要の回復が連想されたことに加えて、米消費者物価指数 (CPI) が市場予想を上回ったことでインフレヘッジを目的とした原油買いも指摘された。米政府がイランの石油当局者に対する制裁を解除したと報じられ、原油が下落する場面もあったが、核合意の再建を巡る協議とは関係ないと説明されたため、原油は買い戻された。
11日	= (72.69)	新型コロナウイルスワクチン接種の進展を背景とした石油需要の増加観測などから続伸した。IEA が月報で、2022 年の需要回復に向けて OPEC プラスが生産を拡大することが必要だと述べたことも強材料と目された。

14日	＝	(72.86)	EIAの統計で7月の主要シェール層における産油量が増加する見込みとされたことがやや弱材料と目されたものの、需給タイト化観測も続いており、相場は横ばい圏の推移となった。
15日	↑	(73.99)	石油商社各社が原油相場や原油需要について強気な見通しを示したと報道されたことなどをを受けて、上値を迫る展開となった。原油需要は、2022年下期に新型コロナ感染拡大前の水準を回復する見込みなどとされた。米国のニューヨーク州やカリフォルニア州で経済再開の動きが進められたことも強材料だった。
16日	↑	(74.39)	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が強材料となり、続伸し、数年来の高値を更新した。
17日	↓	(73.08)	前日のFOMCで利上げの前倒し見通しが示されたことをを受けて、為替市場でドル高が進み、ドル建てで取引される原油は割高感が強まり、下落した。英国で新型コロナの新規感染者数が2月以来の高水準となっていることも弱材料として意識された。もともと、18日に行われるイラン大統領選で反米保守強硬派のライシ司法府代表の勝利が見込まれ、イラン産原油の供給増加見通しが後退していることなどが下支え材料となった。
18日	↑	(73.51)	15日にOPEC経済委員会が米国の石油生産に焦点を当てた業界関係者との会合を開催して、2021年の米シェールオイル供給の伸びは限定的との見方で一致していたと報道されたことを材料に、反発した。
21日	↑	(74.90)	イラン大統領選挙での強硬派のライシ師の当選を受けて、20日にイラン核合意の再建に向けた協議が休止されて供給増観測が後退したこと、先週に大幅にドル高が進んだ反動でドルが売られたこと、投資家のリスク回避志向が弱まってリスク資産の一角である原油にも買いが入ったことなどを材料に、原油は続伸した。
22日	＝	(74.81)	OPECプラスは、7月1日の会合で、8月以降の産油量を段階的に引き上げることについて協議すると報じられたことが弱材料になった。もともと、需要拡大観測は根強く、ブレントは一時75.30ドルと2019年4月以来の高値をつける場面もあった。
23日	↑	(75.19)	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が強材料となった。一方で、為替市場でドル高が進んだことで上値が抑えられた。

24日	↑	(75.56)	米原油在庫の減少を好感する流れが続いたほか、ドイツの Ifo 景況感指数が改善したことも好材料だった。
25日	↑	(76.18)	OPEC プラスが 7 月 1 日の閣僚会合で 8 月以降の原油生産方針を協議するのを控えて、減産規模縮小に慎重な姿勢が採られるとの見方が強まり、原油買いにつながった。前日に米国務省高官がイラン核合意の再建を巡る協議で、イランとの間に「深刻な相違」が残っていると認めたことも相場の支援材料になった。
28日	↓	(74.68)	一時 WTI、ブレントともに、2018 年 10 月以来の高値をつけたものの、その後、アジアやオセアニアで新型コロナウイルスの「デルタ株」の感染が急拡大していることなどが懸念され、下落に転じた。
29日	=	(74.76)	バーキンド OPEC 事務局長の発言が石油需要回復観測につながった一方で、デルタ株の感染拡大やそれに伴う制限措置などが懸念され、相場は小動きだった。バーキンド氏は 2021 年に日量 600 万バレルの需要増加が予想され、うち 500 万バレルは下半期が占めるとの見通しを示した。
30日	↑	(75.13)	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が買い材料となった。OPEC プラスが 2022 年 4 月以降も協調減産を継続するか協議すると報道された。

### 【先行き】～原油需給を巡り不確実要因が多く、不安定な相場が続く

原油相場は、5 月下旬にはイラン核合意再建の動きを受けて下落する場面もあったが、その後は、イラン産原油の供給が増えたとしても、経済正常化に伴う石油需要の増加で、需給は引き締まるとの見方が強まった。実際、先進国で構成される経済協力開発機構（OECD）加盟国の原油在庫は、かなり早いペースで減少するようになっている。また、イラン核合意の再建交渉は中断され、イラン産原油の供給が増加するタイミングは見えていない。

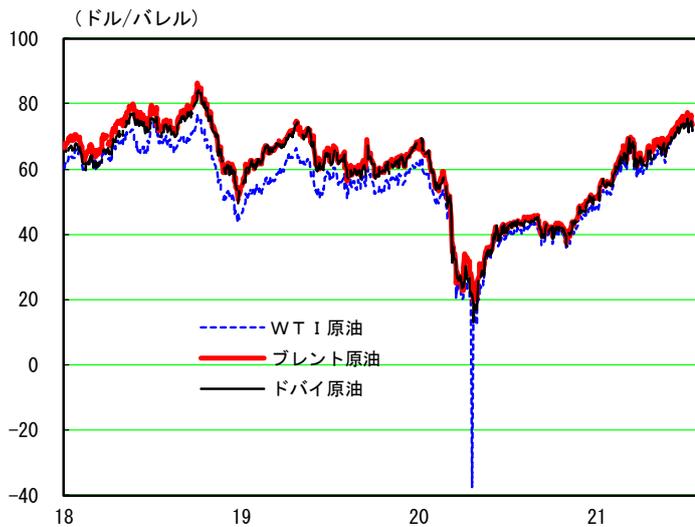
OPEC プラスが協調減産を縮小するペースが緩やかなものにとどまるとの観測も原油相場を押し上げた。しかし、7 月上旬には、突如として、UAE とサウジの対立が先鋭化して協議が決裂してしまい、OPEC プラスの生産方針に不透明感が強まった。減産縮小の決定が見送られたことでタイトな供給状態が続くとの見方につながった一方で、協調減産体制にひびが入り、増産を始める産油国が出てくる可能性も意識された。

UAE は、サウジが主張した協調減産の 2022 年末までの延長を受け入れなかったとされる。サウジと UAE は隣接する同盟国同士であり、対外政策でも連携することが多かったが、近年はイエメン内戦やイスラエルとの関係で異なる立場をとったり、外国資本や人材の獲得など経済分野で競争相手となっている。7 月 14 日にサウジと UAE が譲歩案で合意したと報道され、18 日に

は OPEC プラス全体でも今後の生産方針で合意した。しかし、今回の騒動で、今後の原油供給を考えるうえで、産油国間の対立が再燃する可能性なども意識せざるをえなくなった感は否めない。

また、コロナ禍からの経済正常化についてもデルタ株の感染拡大によって先行き不透明感がある。原油相場は、7月に入って高値をつけたものの、不安定な動きをしており、不安定さは今後も続くと思われる。均してみれば、緩やかな上昇となろう。

(図表 3) 原油市況の推移



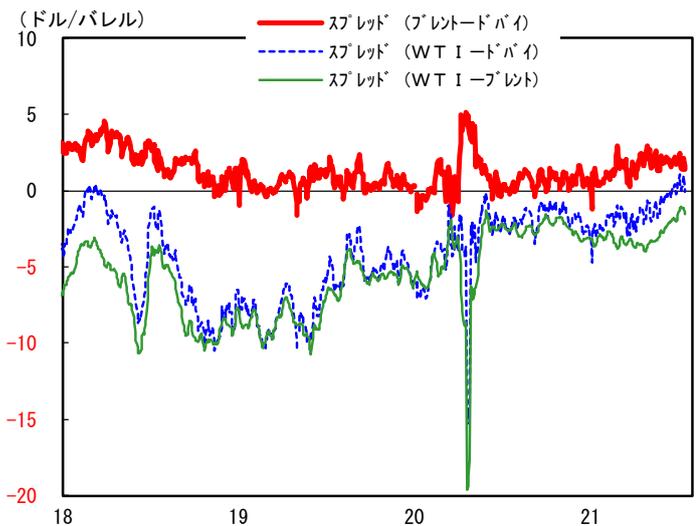
(注)直近は7月16日  
(出所)Bloomberg、日本経済新聞

(図表 4) 石油製品市況の推移



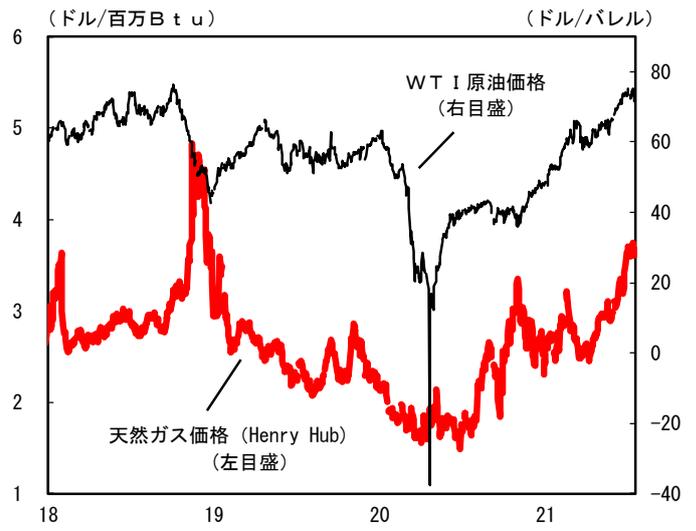
(注)直近は7月16日。すべてNYMEXの期近物  
(出所)Bloomberg

(図表 5) 油種間スプレッドの推移



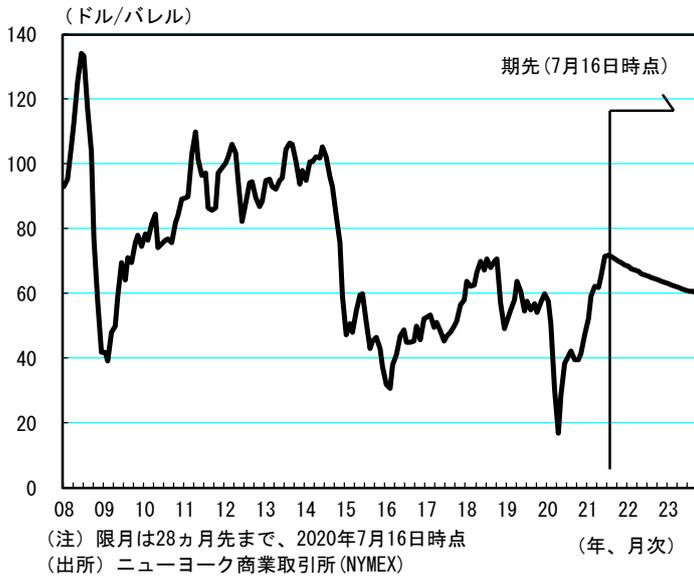
(注)5日移動平均値。直近は7月16日  
(出所)Bloomberg、日本経済新聞

(図表 6) 米国天然ガス市況の推移

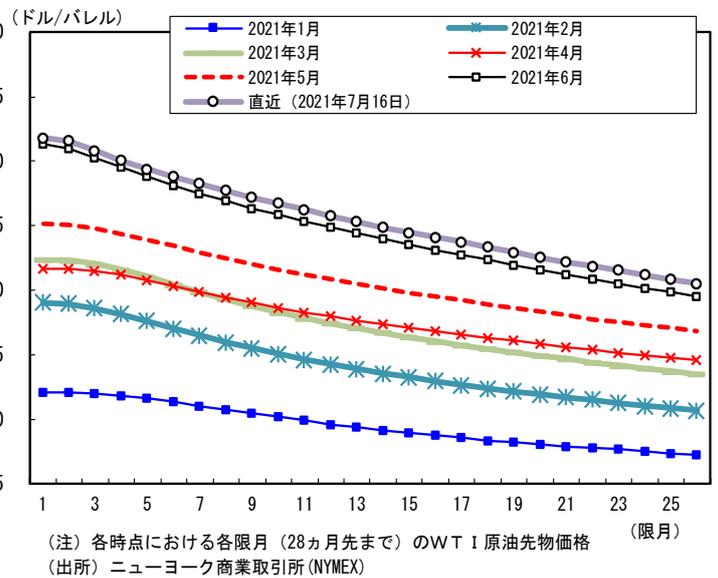


(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略  
(注2) 直近は7月16日

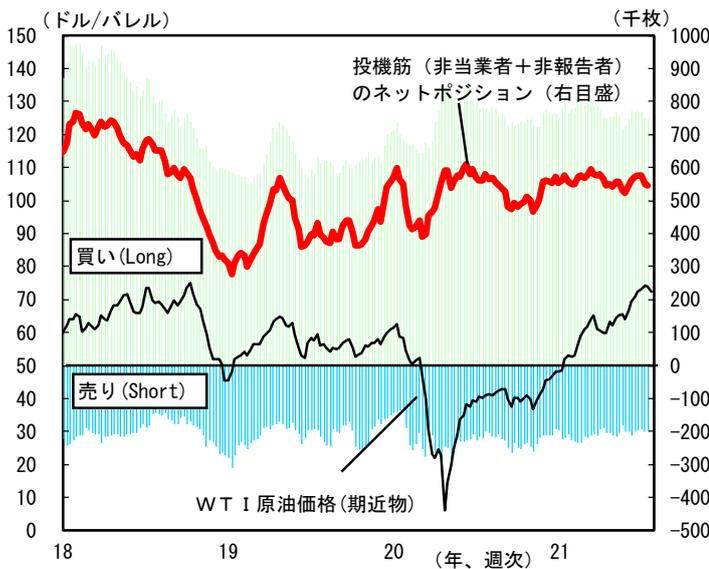
(図表 7) 原油先物価格と先物カーブ



(図表 8) WTI 原油の先物カーブの変化



(図表 9) 投機筋のポジション (原油)



(注1) ポジションの直近は7月13日時点、WTI原油は7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) CFTC

(図表 10) 原油先物の建て玉 (NYMEX)



(注1) 1枚は1000バレル。直近は7月13日時点  
(出所) 米国先物取引委員会 (CFTC)

(図表 11) OPEC の原油生産量 (Bloomberg 集計の推計値)

(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	90.0	(1.0)	89.0	(1.0)	108.0	83.3%	18.0
アンゴラ	112.0	(0.0)	112.0	(-3.0)	145.0	77.2%	33.0
コンゴ共和国	28.0	(1.0)	27.0	(0.0)	33.0	84.8%	5.0
赤道ギニア	12.0	(2.0)	10.0	(-2.0)	15.0	80.0%	3.0
ガボン	20.0	(2.0)	18.0	(-1.0)	22.0	90.9%	2.0
イラン	249.0	(3.0)	246.0	(5.0)	383.0	65.0%	134.0
イラク	400.0	(4.0)	396.0	(1.0)	480.0	83.3%	80.0
クウェート	238.0	(3.0)	235.0	(3.0)	307.5	77.4%	69.5
リビア	117.0	(3.0)	114.0	(0.0)	130.0	90.0%	13.0
ナイジェリア	157.0	(4.0)	153.0	(-6.0)	200.0	78.5%	43.0
サウジアラビア	895.0	(49.0)	846.0	(35.0)	1,150.0	77.8%	255.0
UAE	274.5	(9.5)	265.0	(3.0)	420.0	65.4%	145.5
ベネズエラ	54.0	(4.0)	50.0	(1.0)	60.0	90.0%	6.0
OPEC13カ国	2,646.5	(85.5)	2,561.0	(37.0)	3,453.5	76.6%	807.0

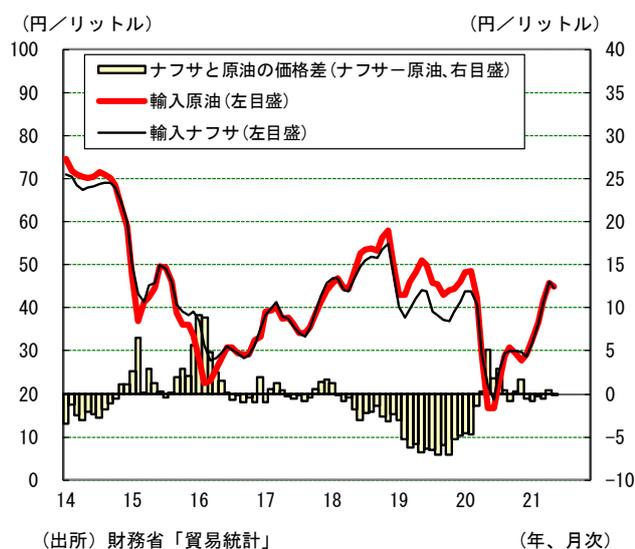
- (注1) 2016年11月のOPEC総会において、産油量を日量約120万バレル減産し、3,250万バレルとする決定がなされた(12月にはOPECプラスで180万バレルの減産が決定)。  
 2018年12月のOPEC総会では日量80万バレルの減産を決定(OPECプラスでは120万バレル)。  
 2019年12月のOPECプラスの閣僚会合では日量170万バレルの減産を決定(自主減産分を含めて210万バレル)。  
 2020年4月のOPECプラスの閣僚会合では5~6月に日量970万バレルの減産を決定(7~12月に770万バレル、2021年1月~2022年4月に580万バレル)  
 2020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)。  
 2021年7月のOPECプラス閣僚会合では、減産規模を8月から毎月日量40万バレルずつ縮小することを決定。一部の国について減産の基準になるベースライン生産量を2022年5月から引き上げることも合意。
- (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：原油に連動した上昇が続く

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、2021年4月には46.1円まで上昇し、5月は44.7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4月には45.7円まで上昇し、5月は44.8円だった（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円となったが、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日をボトムに上昇に転じており、7月に入って2018年10月以来の高値をつけている。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、2021年に入って一進一退となっている。当面、韓国でのナフサクラッカーの増設やガソリンが需要期を迎えていることからナフサ需給は引き締まった状態が見込まれている。その後も中国景気やアジアの石化製品需要は堅調とみられる。もっとも、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）



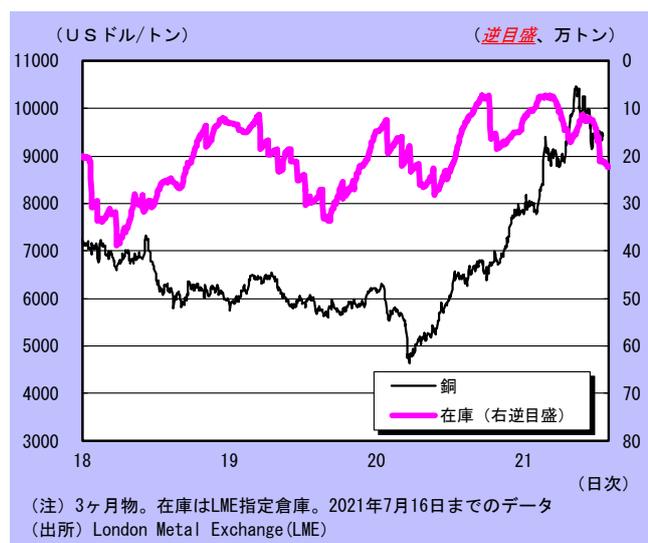
### Ⅲ. ベースメタル

#### 1. 銅を中心とした概況 : 5月に10,747.50ドルと史上最高値

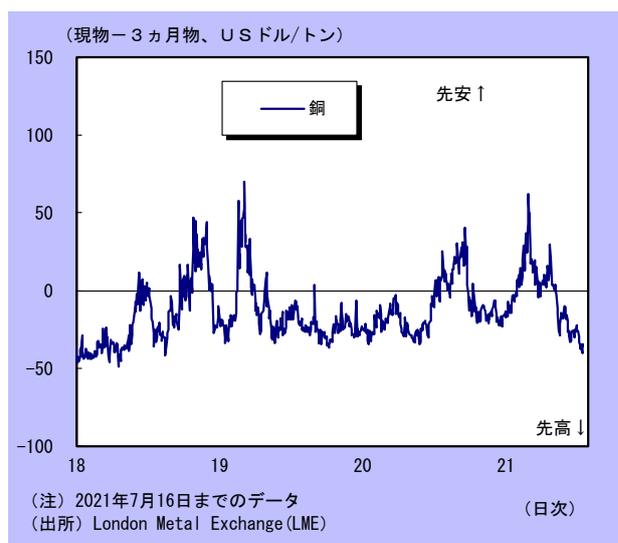
非鉄ベースメタル相場の中心となる銅相場は、2020年3月19日に1トンあたり4,371ドルと2016年1月以来の安値まで下落した後、上昇傾向となり、2021年5月10日には10,747.50ドルの史上最高値をつけた。足元は9,000ドル台前半を中心に推移している。

(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



#### 【4月の動向】～大幅上昇

##### 景気指標を受けて上値重い

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) が市場予想に反して低下し、31日に発表された国家統計局による PMI とは異なる結果になったことが弱材料になった。チリのラドミロ・トミック鉱山でストライキが回避されたことも需給タイト化懸念を後退させた。

連休明けの6日は、最大生産国のチリで新型コロナウイルスの感染が再拡大し、国境が閉鎖されたことが供給制約懸念につながった。

7日は、ロンドン金属取引所 (LME) 指定倉庫の在庫が増加を続けていることや、中国での銅のプレミアムが低下傾向で推移していることが弱材料になった。中国の銅輸入が2020年の夏場に比べて鈍化しているなど中国の銅需要の鈍化が意識された面があったと思われる。

8日は、米新規失業保険申請件数の悪化を受けたドル安と銅供給のひっ迫懸念が銅相場を支援した。前日にチリのアントファガスタ社の銅精鉱の精錬費 (TC/RC) が低水準になったと報道され、銅精鉱の供給のタイトさが意識された。

9日は、中国の3月の生産者物価が前年比4.4%上昇と市場予想を大幅に上回って2018年7月以来の高い伸びとなったことや、3月の消費者物価も市場予想をやや上回って前年比プラスに

転じたことなどから、中国当局が金融引き締めへ転じることへの懸念がやや強まり、銅相場は下押しされた。

12日は続落した。11日に中国国営の新華社通信が、李克強首相が国際商品価格が上昇する中で企業にかかるコスト圧力を和らげるために原材料市場の規制を強化する必要性を主張したと報じたことが弱材料になった。

13日は反発した。産業筋の買いがあったとされた。3月の中国貿易統計で銅輸入が前年比25%増だったことも支援材料になった。

### ドル安や需給タイト化観測から上昇

14日は、米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長が金融緩和維持姿勢を示したことなどを背景にドル安が進んだことを受けて、銅相場は上昇した。

15日は、複数の投資銀行が銅相場に強気の見通しを示したことなどが強材料として指摘された。米投資銀行大手のゴールドマン・サックスは、銅価格が2025年までに15,000ドルに達するなどとするレポートを発表した。

16日は、1～3月の中国GDPが前年比18.3%増と四半期統計として遡れる1992年以降で最大の伸びを記録したものの、市場予想をやや下回った。同時に発表された3月の鉱工業生産が市場予想を下回ったこともあり、中国景気拡大の勢いはやや鈍化しつつあるとの見方から、銅相場は反落した。

19日は、ファイザーからのワクチン供給増を受けて欧州連合（EU）でのワクチン接種の加速観測が強まり、ユーロ高・ドル安につながったことや世界的な株高に連動したことで上昇した。

20日は、インドなどでの新型コロナウイルス感染の拡大への懸念から世界的に株価が下落する中、銅相場も軟調に推移した。もっとも需給ひっ迫観測は根強く、下値は限られた。

21日は、インドや日本で新型コロナ感染の拡大が続いていることが弱材料だったが、株価の上昇などに連動して銅相場も上昇した。BHPやアントファガスタが1～3月期の銅生産が低水準にとどまったと発表した。もっとも、BHPは今年の生産予想を引き上げた。低炭素社会への移行や世界景気の回復に伴う需要増加への期待に銅相場は押し上げられているとされた。多くのアナリストが電気自動車や再生可能エネルギー送電網向けの銅需要の増加を見込んで銅相場の見通しを1万ドル以上に引き上げた。

22日は、利益確定の売りが出たほか、中国政府がインフレ抑制のために商品価格に上限を設けるとの懸念がやや広がったことで相場の上値が抑えられた

23日は、為替市場でドル安が進み、ドル建ての銅相場を支援した。22～23日に開催された気候変動サミット（首脳会議）で、主要国が温室効果ガス排出量の削減目標を新たに上積みしたことも、銅相場の追い風になった。

## チリの供給懸念も支援材料

26日は、2月につけた高値を上回り、10年ぶりの高値まで上昇した。LME指定倉庫の在庫が減少傾向で推移していること、ドル安傾向が続いていたこと、中国需要が増える季節になっていること、チリでの供給懸念などが強材料になった。チリの鉱業労組は、年金の繰り上げ受給額の引き上げに政府が反対する場合には抗議行動を起こすと警告した。また、港湾労働者はゼネストを呼び掛けた。

27日も続伸し、一時1万ドルに近づく場面もあった。チリの供給懸念と米中の需要増観測が引き続き押し上げ材料になった。

28日は、米連邦公開市場委員会（FOMC）の結果発表を控えて、様子見姿勢が強かったが、下値は限られ、高値圏で推移した。ゴールドマン・サックスは2021年の銅平均価格を9,675ドルと予想し、2022年11,875ドル、2023年は12,000ドルに上昇するとの見方を示した。

29日は続伸した。一時、10年ぶりに1万ドルの大台をつけた。前日のFOMC後の記者会見でのパウエルFRB議長の「量的緩和策の段階的縮小（テーパリング）に関する議論をまだ始める時期ではない」とする発言が好感されたが、利益確定の売りが上値を抑えた。

30日は反落した。利益確定の売りが出たことや為替市場でのドル高がやや大幅になったことが弱材料になった。

## 【5月の動向】～史上最高値更新後、やや下落

### 景気指標を受けて上値重い

連休明けの4日は、需給引き締め観測を背景に上昇した。バンクオブアメリカは数カ月のうちに13,000ドルとの見通しを示したと報道された。前日に国際同研究会（ICSG）は、銅の需給バランスについて、2021年は7.9万トンの供給超過、2022年は10.9万トンの供給超過になるとの見通しを示した。ICSGの見通しは、欧米金融機関の見通しなどとは異なると目された。

5日は、再び1万ドルの節目を上回り、10年ぶりの高値をつけた後、やや下落した。米欧でワクチン接種が進展し、経済正常化が進みつつあるとの見方から強気ムードが広がったが、やや利益確定の売りが出た。

6日は、米新規失業保険申請件数やドイツの製造業受注が景気持ち直しを示唆したことなどから銅相場は上昇した。

7日は史上最高値を更新した。2011年につけた10,190ドルを上回り、一時10,435ドルをつけた。他の金属も上昇しており、アルミニウムは約3年ぶり、亜鉛も約3年ぶり、鉛は2019年10月以来の高値になった。相場下落を待って購入を手控えていた中国国家電網公司などの実需家が諦めて買いを入れているとされた。

10日は、最高値を更新後、下落した。一時10,747.50ドルまで上昇したが、その後、高値警戒感から売られた。

### 上昇一服後、中国の価格抑制策などが下押し材料

11日は反発したが、最高値更新はならなかった。電気自動車や再生可能エネルギーに関連した需要増や、経済正常化に伴う需要持ち直しへの期待感が根強く、依然として強気の見方が多いとされた。

12日は小動きだった。ファンダ筋の買いも指摘されたが、高値警戒感もあった。

13日は下落した。ドル高や中国融資統計が市場予想を下回ったことが弱材料となった。

14日は、中国需要の減退懸念が続いたことや米小売売上高が弱めだったことが弱材料になり、続落した。

17日は、4月の中国の鉱工業生産や小売売上高は減速傾向を示したものの、チリの鉱山でストライキが実行される可能性が浮上し、相場は反発した。

18日は、ドル安や世界的な株高が銅相場を支援した。

19日はやや下げ幅が大きくなった。インフレ懸念を背景に投資家のリスク回避的な動きが強まり、銅も売られた。中国国務院が商品（コモディティ）価格の不合理な上昇を抑制し販売価格への転嫁を防ぐために、需給両面の管理を強化する方針を示したことも弱材料だった。

20日は、ドル安やチリのエスコンディエーダ鉱山でのストライキの可能性を背景にやや買い戻された。

21日は、中国のコモディティ価格抑制策への警戒などから下落して、1万ドルの節目を下回った。

24日は、ドル安が支援材料になったものの、中国のコモディティ価格抑制策への警戒が続き、上値は限定的だった。

25日も中国の価格抑制策への警戒が続き、相場は小幅下落した。

### チリでのストライキ懸念などで一時再上昇

26日はチリの大鉱山でストライキが計画されていることが強材料となり、反発した。エスコンディエーダ鉱山とスペンス鉱山の労働組合は、会社側が提案した労働協約を拒否し、27日からのスト突入を呼び掛けた。

27日はやや大幅な上昇になった。米新規失業保険申請件数が新型コロナ感染拡大後の最低水準を更新したこと、中国の工業部門利益の増加率が鈍化して金融引き締め懸念が後退したこと、チリの銅鉱山でストの懸念が高まったことなどが強材料になった。エスコンディエーダ鉱山とスペンス鉱山のリモートワーカーの労組はこの日からストライキを開始した。

28日は、この日に予定される2022年度の予算教書の発表で、バイデン米政権がインフラ投資などへの巨額の支出を打ち出すとの見方から銅は上昇した。

## 【6月の動向】～やや下落

### 米金融引き締め懸念や中国需要鈍化観測が弱材料

連休明けの1日は、エスコンディエーダ鉱山とスペイン鉱山でのストライキが継続し、チリやペルーで資源ナショナリズムの動きが懸念され、主要国のPMIなどが製造業活動の堅調さを示したものの、中国の現物需要が低迷しているとされ、銅相場は下落した。

2日は続落した。中国の需要減退を懸念した投資家の手仕舞い売りが出たとされた。

3日はやや大幅な下落となり、1万ドルを下回った。米新規失業保険申請件数が新型コロナ感染拡大以降で初めて40万件を下回り、ADP全米雇用報告も強い内容だったことで、米金融引き締め懸念につながった。株価下落やドル高も銅相場を押し下げた。

4日は、前日の下落を受けて、安値拾いの買いが出て反発した。5月の米国雇用統計は市場予想に比べて弱い内容となり、米金融引き締め懸念が後退し、株式などととも銅も買われた。

7日は、5月の中国貿易統計で輸出が市場予想を下回ったことや、銅輸入が低調だったことが弱材料となり、小幅下落した。

8日は、世界景気への楽観的な見方などから小幅上昇した。

### 中国の商品価格抑制策への警戒感が下押し

9日は小幅続伸したものの、中国国家発展改革委員会が商品（コモディティ）市場に対する監督強化を表明したことが弱材料になり、1万ドルを下回った推移が続いた。5月の中国生産者物価は前年比9.0%の上昇と市場予想を上回り、2008年9月以来の高い伸びとなっていた。消費者物価は同1.3%の上昇と市場予想を下回った。BHPグループが操業するチリのエスコンディエーダ鉱山とスペイン鉱山のリモートワーカーの労組は先にストライキに突入したが、それとは別の部署の労組が労使交渉中で、スペイン鉱山の労働者は会社側との交渉を数日延期し、ストライキの回避に努めているとされた。エスコンディエーダ鉱山の労働者も交渉中とされた。

10日は中国当局による価格抑制策への警戒感から下落した。中国の国家食糧物資備蓄局が今年末まで毎月末に銅、アルミニウム、亜鉛の備蓄を需要家に直接売却する計画だと報道された。

11日は、米消費者物価の上振れにも関わらず、米長期金利が落ち着いた動きを示したことを受けて、リスク資産全般がやや買われ、銅も上昇した。

14日は、中国当局による工業用金属の価格抑制策への警戒感が続き、銅相場はやや下落した。

15日は、下落幅がやや大きくなり、9,500ドル近くまで下げた。トレーダーやファンドが中国の価格抑制策を警戒して手仕舞い売りを出したと指摘された。

16日は反発した。中国当局による備蓄金属の放出が控えめな量になるとの見方が広がった。中国国家食糧物資備蓄局は、近い将来、銅、アルミニウム、亜鉛の備蓄を数回に分けて放出するとウェブサイトで明らかにしたが、具体的な数量は示さなかった。

## 米利上げ見通しの前倒しで下落

17日は、前日の米連邦公開市場委員会（FOMC）後に公表された経済見通しで、政策金利引き上げの見通しが前倒しされたことを受けて、ドル高が進み、ドル建てで取引される銅の割高感につながったため、銅の下落幅はやや大きくなった。

18日も米利上げ前倒し観測や中国の商品価格抑制策が弱材料となり、相場は軟調な推移が続いた。

21日には一時9,011ドルと4月中旬以来の安値まで下落した後、ドル安や株高の動きとともに反発した。

22日は米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長の議会証言を控えて様子見ムードが強い中、銅相場はやや上昇した。

23日は、パウエルFRB議長が前日の議会証言で「インフレ懸念のみに基づいて性急な利上げはしない」との方針を示したことが投資家の安心感につながり、他のリスク資産とともに銅も上昇した。IHSマークイットによる5月の米製造業PMIが強い内容だったことも好感された。

24日は、FRB高官による利上げに対する様々なスタンスが示される中で、市場参加者の不安感につながり、相場はやや下落した。

25日は、バイデン米政権と上院の超党派グループが8年間で1.2兆ドルのインフラ投資計画で合意したことが銅需要増加観測につながって、銅相場は上昇したものの、その後、早期の米利上げへの警戒感により下押しされた。

28日は、5月の中国工業部門利益の鈍化が示されたことが弱材料になった。

29日は、「デルタ株」の感染拡大への警戒感からリスク回避のドル高が進行し、銅相場を下押しした。

30日は、中国国家統計局による6月の製造業PMIが市場予想ほどには落ち込まなかったことなどから、銅相場は小幅上昇した。

## 【先行き】～9,000ドル台での推移が継続か

銅相場は、5月10日に10,747.50ドルの史上最高値をつけた後、やや下落して足元は9,000ドル台前半を中心に推移している。6月は、中国政府による商品価格抑制策やFRBによる利上げ前倒し見通しなどが弱材料となり、21日には9,011ドルまで下落した。その後はやや持ち直しているが、相場を上下に大きく動かす材料に欠け、方向感なく推移している。

5月上旬にかけて史上最高値をつけた背景には、各国での巨額の財政支出や非常に緩和的な金融政策の継続による景気刺激はインフレを招くとの観測があり、インフレに強い資産であるコモディティ全般への投資意欲が高まったことがあった。

特に電導性に優れる銅は、中長期的に需要増加の期待が高まりやすかった。電気自動車（EV）の普及や再生可能エネルギーの導入などエレクトロニクス化の進展が見込めるからだ。供給面では、産銅国のチリやペルーでの資源ナショナリズム的な動きなどが懸念される状況になった。

しかし、年初から数カ月で4割近くも上昇したのは、ペースが速すぎた感は否めない。また、世界の銅需要の半分を占める中国の需要は足元でやや減速しているようだ。中国でLME相場に上乘せして支払われるプレミアムが低迷しており、銅需要の弱さを示しているとみられる。中国の銅輸入は昨年夏場に盛り上がった後、足元にかけてやや低調な推移となっている。6月の中国の製造業PMIは市場予想を下回って低下した。ドル安が銅を含めたドル建てで取引されるコモディティの相場押し上げ要因になっていたが、FRBが想定利上げ時期の前倒しを示唆する中、ドル高が進み、銅相場の抑制要因になっている。

世界景気の先行指標としても注目される銅相場は再びの1万ドル乗せをある程度意識させる相場水準で高止まりを続けようが、上値は重くなり、一本調子の上昇とはならないだろう。

## 2. 各他品目の概況

### (1)アルミニウム市況：5月に2,600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5月10日には2,603ドルと2018年4月以来の高値をつけた。足元は2,500ドル台で推移している。

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（3月15日に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が、同様の措置が他地域にも広がることが懸念された）。

4月23日は、最大生産国の中国が、環境汚染をしている産業分野を取り締まっていることから供給懸念が強まった。アルミニウム製錬コストの30～40%を電力が占めるが、中国では電力の大半が石炭火力発電によるとされる。前日に中国の習近平国家主席は、米国主催の気候変動サミットにオンラインで出席し、世界の半分を占める中国の石炭消費量を2026～30年にかけて徐々に減らしていくと述べた。

5月6日は、最大の生産国・中国と主要原材料供給国・オーストラリアの緊張の高まりが上昇要因となり、一時2,500ドル超まで上昇した。中国はオーストラリアとの戦略的経済対話の全ての活動を「無期限に」停止すると発表した。5月10日には2,603ドルと2018年4月以来の高値をつけた。

6月10日は、中国当局が翌月にも80～90万トンのアルミニウム地金の備蓄を放出するとみられる、と調査会社のCRUが顧客へのレポートで述べたと伝わった。放出規模は3月に報道された50万トン程度よりも大きかったものの、市場の期待ほどではなかったとみられ、相場への影響は限定的だった。

6月24日には、ロシア政府が国内の金属価格を抑えるために、輸出される鉄鋼（ステンレス鋼、冷延鋼、熱延鋼板、ペレット）や非鉄金属（ニッケル、銅、アルミニウム）に15%の輸出関

税をかける」と発表した。

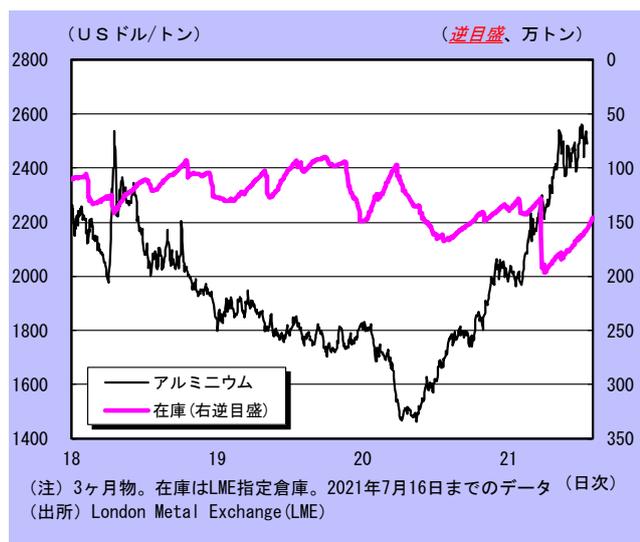
6月28日から米国へのアルミニウムの輸入にライセンスが必要になると、商務省が発表したことも価格押し上げ要因とされた。

2017年以降、米欧は中国製のアルミニウムに対するアンチ・ダンピング関税を課すようになり、強化されて現在に至っており、2018年頃のように毎月50万トンものアルミニウムを輸出することはないとみられている。一方で、中国では電力使用の抑制のため、アルミニウムの生産を抑制する措置が広がり始めており、供給も抑制されている。中国からのアルミニウム供給が国際需給を緩和して、アルミニウム価格の低迷を招いていた頃とは、かなり異なる状況になってきている。

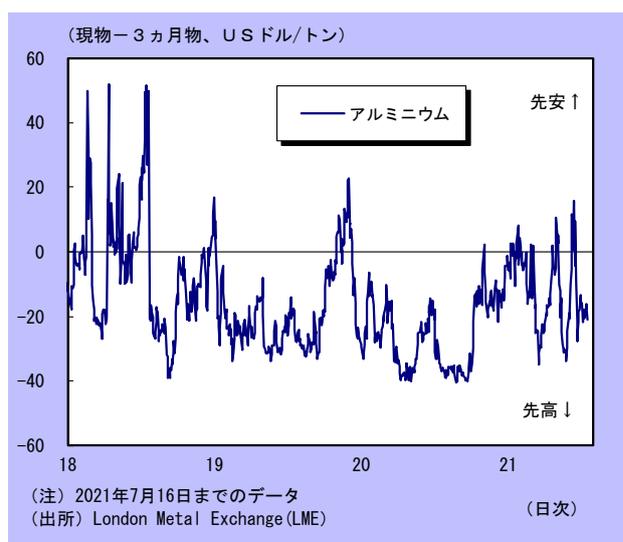
中国でアルミニウム供給の抑制策が採られる中、グリーン化で需要増が見込まれることもあって、需給は緩やかにタイト化し、相場は堅調な推移が予想される。

(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



## (2) ニッケル市況：19,000 ドル前後まで持ち直し

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、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が、3月に入ると、急落して、3月9日には15,665ドルと2020年11月以来の安値をつけた。その後、再び上昇傾向に転じて、足元は19,000ドル前後で推移している。

4月19日に、国際ニッケル研究会 (INSG) が、ニッケル需給について、1~2月の供給超過幅は9,700トンと前年同期の29,300トンから供給超過幅が縮小したと発表した。なお、2月は6,200トンの供給超過と1月の3,500トンに比べて供給超過幅が拡大した。

6月1日に、ブラジル系バーレは、カナダのサドバリー鉱山での労使交渉で、労組が会社側の

提案を拒否したため、操業を停止する見込みだと発表した。

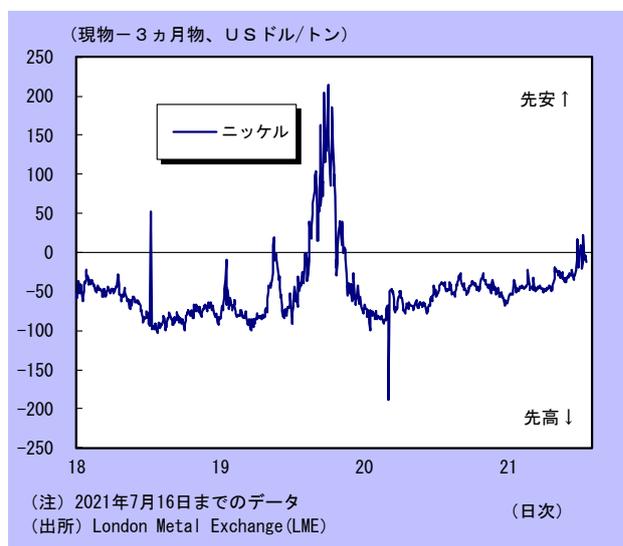
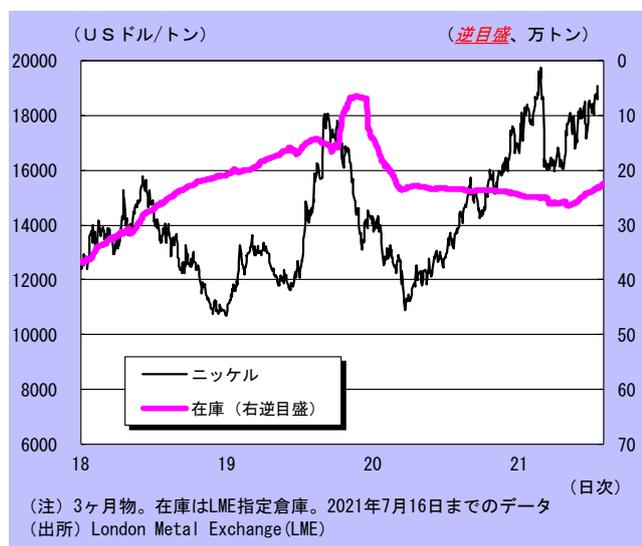
6月24日には、ロシア政府が国内の金属価格を抑えるために、輸出される鉄鋼（ステンレス鋼、冷延鋼、熱延鋼板、ペレット）や非鉄金属（ニッケル、銅、アルミニウム）に15%の輸出関税をかけると発表した。供給に占めるロシアの比重が大きいニッケルやアルミニウムの相場上昇がやや大きくなった。

ニッケル相場は、3月に青山集団が新たなニッケル供給を決めたことを材料に急落したものの、その後、徐々に持ち直してきている。ステンレス鋼が高値をつけ、上海先物取引所（SHFE）のニッケル在庫が減少傾向で推移する中、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こともあって、ニッケル相場は緩やかな上昇傾向を続けると見込まれる。

（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ヵ月物）の推移



### (3) 亜鉛市況：5月に3,100ドル台と2018年6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5月18日には3,108.50ドルと2018年6月以来の高値をつけた。その後やや下落して、2,900ドル台を中心に推移している。

4月7日には、新型コロナウイルスの影響でタイトになっている亜鉛精鉱の供給を受けて、カナダのテック・リソーシズと、その顧客の精錬所であるグレンコアとコリア・ジンクとの溶錬・精錬費（TC/RC）を2021年は159ドルへと半減させると報道された。

4月30日に国際鉛・亜鉛研究会（ILZSG）が発表した予測によると、亜鉛地金の需要は2020年に前年比3.9%減となった後、2021年は4.3%増とプラスに転じる見込み。亜鉛地金の生産は2020年に1.6%増となった後、2021年は3.1%増の予測。2021年の亜鉛地金の需給バランスは、35.3万トンの供給超過が見込まれている。

5月18日には、一時2018年6月以来の高値となる3,108.50ドルをつけた。背景にはペルー

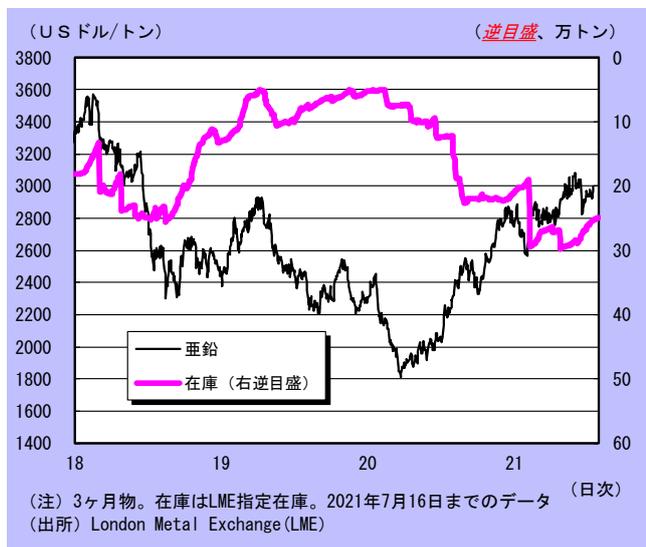
やチリの資源ナショナリズム的な動きが出ている政治状況がある。鉱山会社への増税により、亜鉛や銅などの供給が圧迫されることが懸念された。

6月10日には、中国の国家食糧物資備蓄局が今年末まで毎月末に銅、アルミニウム、亜鉛の備蓄を需要家に直接売却する計画だと報道された。

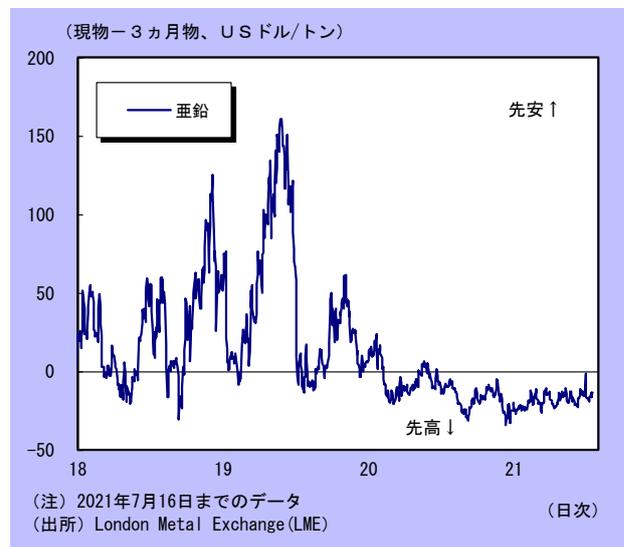
2021年の亜鉛の需給バランスは、供給超過が見込まれているものの、足元は南米での資源ナショナリズム的な動きや、中国雲南省での渇水による電力不足による供給懸念があり、亜鉛相場は高値圏で推移している。当面、亜鉛相場は、他金属とともに、底堅い動きが見込まれる。

(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：7月に33,840ドルと最高値を更新

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、上昇傾向を続け、7月16日には33,840ドルと2011年4月の高値を上回り、史上最高値を更新した。

4月6日には、中国政府がミャンマーとの国境にある瑞麗（ルイリ）市での新型コロナの感染拡大を受けて移動制限を導入したことや、中国の製錬所でのメンテナンスを背景に、やや大幅な上昇となった。2020年の中国の錫精鉱の輸入のうち、ミャンマーが95%以上を示していたとされる。

6月9日には、世界3位の錫メーカーであるマレーシア・スマルティング・コーポレーション（MSC）が新型コロナ感染拡大に関連した都市封鎖などの措置による生産障害により顧客への出荷ができなくなったとして、不可抗力条項（force majeure）の適用を宣言した。クアラ・ルンプール錫市場（KLTM）は取引を停止した。MSCの錫生産量は2020年に2.24万トンと世界の生産量の7%を占めていた。また、5月の中国の錫生産量が1.40万トンと4月から8.2%減少し

たと発表された。アルミニウムや亜鉛の製錬とともに電力の使用制限が課せられたことが影響した。

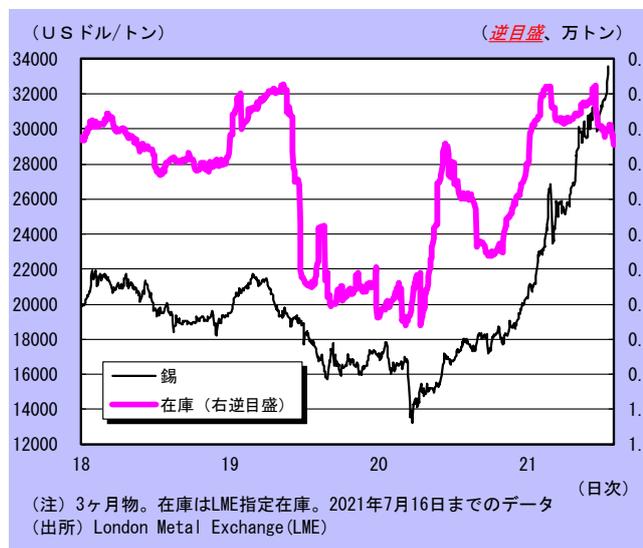
錫は、新型コロナ感染拡大対策として導入された制限措置のために生じた生産・出荷の混乱により、深刻な供給不足になるとの思惑から買われて、6月14日には一時33,181ドルの高値をつけた。マレーシアでは6月11日に、14日を期限としていた全土でのロックダウン（都市封鎖）を2週間延長すると発表した（27日には明確な期限は設定せず延長され、ロックダウンの解除には新規感染者数や病床使用率など各種基準を満たす必要があるとされた）。

その後、いったん30,000ドル割れまで下落したものの、世界3位の錫生産国であるミャンマーでの政情不安および新型コロナの感染拡大の影響が懸念され、産錫国ルワンダでも新型コロナ対策の制限措置が導入されたことなどを材料に再び上昇傾向で推移し、7月16日には33,840ドルと2011年4月につけた33,600ドルを上回り、史上最高値をつけた。

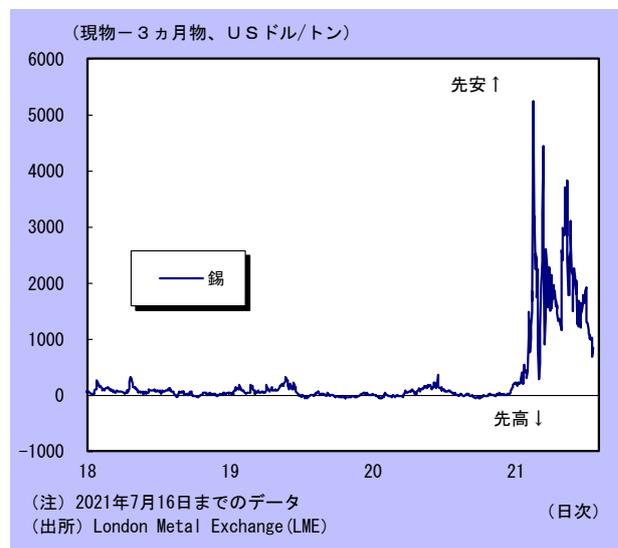
一時に比べ落ち着いたとはいえ、現物と先物とのスプレッドは高止まりし、需給が引き締まり気味なことを示唆している。錫相場は、すでに高い水準にあり、高値警戒感が強まるとみられるが、目先は、さらに上値を追う可能性もありそうだ。

(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：6月に2,300ドル台半ばと3年ぶりの高値

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6月30日には2,344ドルと2018年7月以来の高値に上昇した。足元は2,300ドル前後で推移している。

4月30日に国際鉛・亜鉛研究会（ILZSG）が発表した予測によると、鉛地金の需要は2020年に前年比5.2%減となった後、2021年は欧州、インド、日本、韓国を中心に3.9%増とプラスに

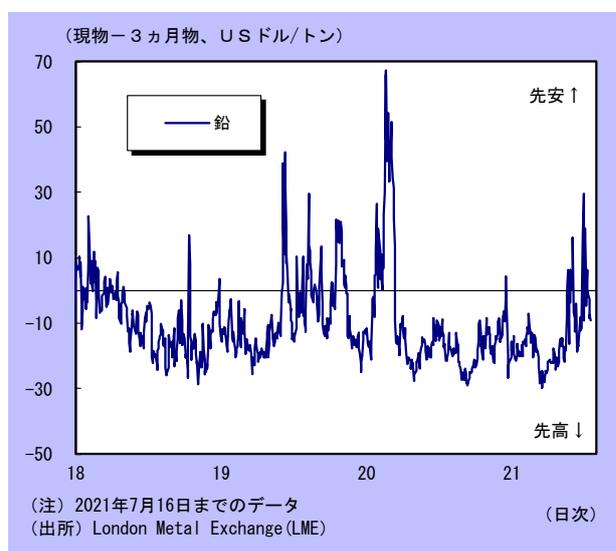
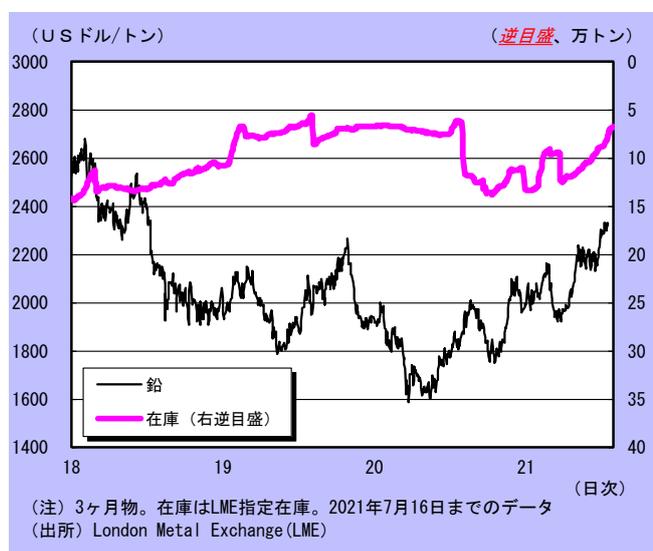
転じる見込み。鉛地金の生産は、ベルギー、中国、インド。韓国での増産により、2021年は3.3%増の予測。2021年の亜鉛地金の需給バランスは、9.6万トンの供給超過が見込まれている。

鉛は、経済正常化が進行する米国を中心に需給が引き締まっているとされ、現物と3ヵ月先物とのスプレッドは需給のタイトさを示す先高になることが多くなっている。また、LME指定倉庫の在庫も減少傾向で推移している。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正常化が進むとともに、自動車利用が回復すると、交換用バッテリーなどの需要につながるとみられ、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

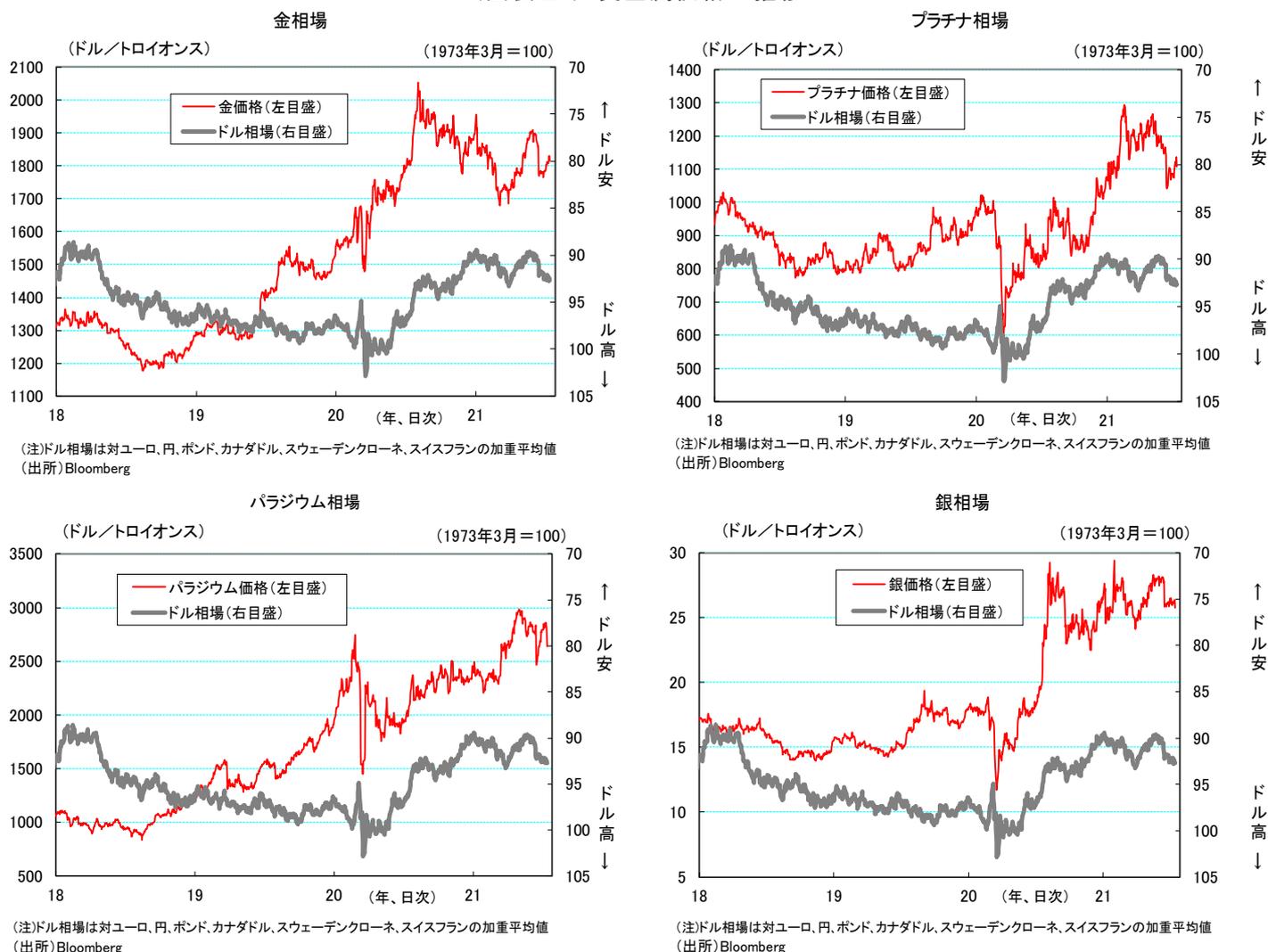
現先スプレッド（現物－3ヵ月物）の推移



#### IV. 貴金属：金相場は6月初の5カ月ぶりの高値から下落

金相場は、2021年3月8日に1トロイオンスあたり1,676.10ドルと2020年6月以来の安値をつけた後、上昇に転じ、6月1日に1,916.40ドルと今年1月以来の高値をつけた。その後、下落に転じ、6月29日には1,749.20ドルの安値をつけた。足元は1,800ドル台に乗せて推移している。

(図表 21) 貴金属価格の推移



#### 【4月の動向】～上昇傾向

強めの米雇用統計が売り材料も米長期金利低下を受けて上昇

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。

2日は、グッドフライデー（聖金曜日）の祝日のため、欧米の市場は休場で、金市場の取引は

限られ、値動きは小さかった。

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。

6日は、一部で出ていた米国の早期利上げ観測が行き過ぎていたとの見方などから米長期金利が低下し、為替市場ではドル安が進んだこと背景に金相場は続伸した。

7日は、3月16～17日に開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）の議事要旨の発表を控えて様子見姿勢が濃く、相場は小幅安だった。

8日は、前日に発表されたFOMCの議事要旨の内容がハト派的なものだったことや、米新規失業保険申請件数が市場予想よりも多かったことを受けて、米長期金利低下やドル安が進み、金相場は上昇した。

### 米長期金利に連動して一進一退

9日は反落した。3月の米生産者物価が市場予想を上回る上昇率となったことで長期金利が上昇し、金は売られた。

12日も長期金利がやや上昇し、金相場は続落した。米消費者物価の発表を控えて長期金利上昇への警戒感が強かった。この日の米10年物国債入札は無難な結果だったが、翌日の30年物国債入札が懸念された。

13日は、米消費者物価が市場予想を上回る加速を示したものの、米長期金利への影響は限定的で、むしろ30年物国債入札が良好な内容だったことで長期金利は低下し、ドルも下落したことで金は買われた。

14日は、原油相場の上昇などを背景に長期金利が小幅上昇したことがやや金相場の下押し要因になった。

### 日本勢の米債購入を意識した長期金利低下が金買いにつながる

15日は、米長期金利の低下などを背景に金は反発した。3月の米小売売上高が大幅増となったことが長期金利の押し上げ材料だったが、日本投資家の米国債購入などが意識され、長期金利が低下した。

16日は、前日の米長期金利の低下を好感した買いが続いた。ドル相場が下落したことも支援材料だった。

19日は、欧州連合（EU）でのワクチン展開への期待もあってドル安が進んだことが支援材料だったものの、米長期金利が前週の低下の反動で上昇に転じたことが弱材料となり、金相場は下落した。

20日は、インドや南米での新型コロナウイルス感染拡大への懸念から米長期金利が低下したことが金買いにつながった。

21日は、米長期金利が前日に低下した水準を維持したことが金には強材料となり、2カ月ぶりの高値をつけた。

### 強めの米景気指標が金には弱材料

22日は、米新規失業保険申請件数が市場予想に反して改善したことが安全資産である金には弱材料になり、前日に高値をつけていた反動もあって、金相場は反落した。この日の米長期金利は、バイデン政権が富裕層に対するキャピタルゲイン税率の引き上げを提案する見通しだと報じられたことを受けてやや低下した。

23日は、IHS マークイットによる4月の米製造業購買担当者景況指数（PMI）や3月の新築一戸建て住宅販売件数が市場予想を上回る堅調さを示したことが金には弱材料になり、続落した。

26日は、27～28日に開催されるFOMCを控えて、動意を欠き、ほぼ横ばいであった。

27日もFOMC後のパウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長の会見を見極めたいといった様子見姿勢が続いた。

28日は、FOMCの結果発表を前に長期金利がやや上昇して金は売られていたが、清算値はやや持ち直して小幅安となった。その後、パウエルFRB議長の会見がハト派的な内容だったことへの安心感から小幅上昇する場面があった。

29日は、1～3月期の米国GDPが年率6.4%の高成長を記録したことや、前日にバイデン米大統領が4兆ドル規模の巨額投資計画を提案したことを受けて長期金利が一時1.69%まで上昇し、金相場は続落した。

30日は小幅続落。月末に絡んだドル買いでドル高が進んだことが金相場を押し下げたが、下値は限定的だった。

## 【5月の動向】～大幅上昇

### 弱めの景気指標などが支援材料

3日は、米長期金利が1.6%割れまで低下したことやドル相場が反落したことを受けて、金相場はやや大きく上昇し、1,800ドルに近づく場面があった。4月の米ISM製造業景況指数が市場予想に反して大幅低下したことも支援材料になった。

4日は、イエレン米財務長官が「経済が過熱を回避するためには金利は上昇せざるを得ないかもしれない」と述べたことが嫌気された。

5日は、イエレン氏が前日の金利上昇発言について「インフレが問題になるとは考えていない」と修正したことや、米雇用サービス会社オートマチック・データ・プロセッシング（ADP）の全米雇用報告やISM非製造業景況指数が市場予想に比べ弱めだったことを背景に、長期金利がやや低下し、金買いにつながった。

6日は、ドル安や米長期金利の低下を背景に金は1,800ドルを上回った。

7日は、4月の米国雇用統計で雇用増加数が市場予想を大幅に下回ったことを受けて、長期金

利が一時低下し、ドル安が進んだことで金を買われた。

10 は、前週末の米雇用統計を受けた買いの流れが継続し、続伸となった。

11 日は、翌日に注目度の高い 4 月の米国消費者物価（CPI）の発表を控える中、米長期金利が小幅上昇し、金相場は小幅反落となった。

### 上昇した長期金利が弱材料だが、インフレ懸念が金を支援

12 日は、4 月の米 CPI が発表され、変動の大きい食品とエネルギーを除くコアが前月比 0.9% の上昇と市場予想を大幅に上回って 1982 年以来の伸びを記録した。金はインフレヘッジ目的で一時買われたが、長期金利の上昇を受けて、やや下落幅が大きくなった。長期金利は一時 1.7% を上回った。

13 日は、米国生産者物価（PPI）が市場予想を上回ったものの、長期金利の上昇は一服し、金相場は反発した。

14 日は、米國小売売上高が市場予想を下回り、長期金利低下とドル安につながったため、金は買われた。

17 日は、長期金利の上昇一服傾向が続き、ドル安が進んだことから金は続伸した。インフレ懸念で株価の上値が重いことも金相場の支援要因として指摘された。

18 日は、小幅ながら続伸した。欧州での経済正常化期待からユーロ高・ドル安が進んだことやインフレ懸念を背景に、金は買われやすかった。

19 日も金は買われ、一時 1,900 ドルに迫った。もっとも、FOMC 議事要旨で、今後、量的緩和縮小に向けた議論を進める可能性が示されたことで米長期金利が上昇し、金は売り戻された。

20 日は、ドル安やインフレ懸念を背景に小幅上昇した。

### 5 月下旬は FRB 高官発言などを材料に 1,900 ドルを回復

21 日は、IHS マークイットが発表した米国の 5 月の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を受けて、為替市場でドル高が進み、ドル建てで取引される金は割高感から下落した。もっとも、ダラス連銀のカプラン総裁の雇用鈍化の可能性に言及する発言を受けて米長期金利が低下し、金の下値は限られた。

24 日は、米連邦準備制度理事会（FRB）のブレイナード理事が講演でハト派的な姿勢を示したことや、21 日にバイデン政権がインフラ投資計画の減額修正案を提示したことから長期金利が低下し、金の投資妙味を高めた。

25 日は、シカゴ連銀のエバンズ総裁やクラリダ FRB 副議長がインフレ率の高まりは一時的との認識を示したことなどを受けた長期金利低下やドル安が金相場を支援した。

26 日は、前日からの長期金利低下が続き、一時 1,912.50 ドルまで買われる場面があった。その後、長期金利が上昇に転じ、ドル高も進んだため、上値が抑えられた。

27 日は、長期金利上昇やドル高を受けて、金相場は下落した。米新規失業保険申請件数が新

型コロナウイルス感染拡大後の最低水準を更新したことで、金融緩和の早期縮小観測がやや強まった。

28日は、4月の米国個人消費支出（PCE）価格指数が食料品とエネルギーを除くコア指数で前年比 3.1%上昇と 29年ぶりの高い伸びを記録したことを受けて、インフレヘッジとしての金投資の魅力が増し、金相場は再び 1,900 ドルを上回った。

### 【6月の動向】～中旬に急落

上旬は 1,900 ドル前後でもみ合い後、一時 1,800 ドル台半ばに下落

連休明け 6月1日は小幅下落した。ニューヨーク時間の早朝に 1,916.40 ドルまで上昇した後、米 ISM 製造業景況指数が市場予想を上回ったことで長期金利が上昇して金投資の魅力が相対的に後退し、一時金相場は 1,900 ドルを割り込んだが、FRB のクオールズ副議長やブレイナード理事のハト派的発言を受けて 1,900 ドルを回復した。

2日は上昇した。米長期金利が小幅低下したことを受けて、金は上昇した。もともと、4日発表の米雇用統計待ちで値動きは限られた。

3日は、米新規失業保険申請件数、ADP の全米雇用報告、ISM 非製造業景況指数が良好な結果となり、翌日に発表を控える雇用統計についての強気な見方にもつながった。金融緩和策の早期縮小懸念から長期金利が上昇し、為替市場ではドル高が進み、金はやや下げ幅が大きくなり、翌日にかけて 1,800 ドル台半ばまで下落した。

### 弱めの米国雇用統計が支援も上値が重くなった金相場

4日は、5月の米雇用統計で雇用増加数が市場予想を下回ったことを受けて、長期金利低下やドル安が進み、金相場を支援した。前日の ADP 全米雇用報告が上振れたため、雇用統計も上振れるとの思惑が強まっていたが、結果は弱めの数字だった。

7日は、前日にイエレン米財務長官がバイデン大統領の 4兆ドル規模の財政支出計画について、「インフレ率の上昇を助長し、金利の上昇につながったとしても、米国にとっては良いことだ」と述べて金相場には弱材料になったが、4日の雇用統計を受けた金買いが続いた。

8日は、米長期金利の低下を受けて金買いが先行し、1,900 ドル台を回復する場面もあったが、その後、ドル高が進むと 1,900 ドルを割れた。

### 高めの米 CPI への反応は限定的、ドル高が金相場を抑制

9日は、10日に米消費者物価指数（CPI）の発表を控えて、金相場は小動きだった。

10日は、5月の米 CPI が発表され、食品・エネルギーを除くコア指数で前月比 0.7%上昇と市場予想を上回る伸びとなったものの、4月に比べ伸びが鈍化したことなどから市場のインフレ懸念を強めるには至らなかった。FRB がインフレ率の高まりを一時的とみなす中、早期の量的緩和縮小観測にもつながらず、米長期金利はむしろ低下し、金相場は小幅上昇した。

11日は、ドルに比べて欧州通貨の方が低金利にとどまる期間が長くなるとの観測からドル高が進み、ドル建ての金の割高感につながり、金相場は反落した。

### FOMCでのタカ派的政策金利見通しを受けて大幅下落

14日は、15～16日に開催されるFOMC後の記者会見で量的緩和策の縮小開始が示唆される可能性などが警戒され、金は続落した。一時1,850ドルを下回った。

15日は小幅続落した。米金融緩和策の早期縮小への警戒感が続いた。

16日は、FOMCの結果発表前に、米長期金利の低下を受けて金は買われていたが、FOMC後に明らかにされた経済予測（SEP）で政策金利見通しについて2023年中に0.25%の利上げを2回見込むものへと、利上げ見通しが前倒しされたことを受けて、長期金利が上昇し、ドル高が進んで金は売られた。金は一時1,803.79ドルまで急落した。もっとも、注目された量的緩和の縮小時期に関しては「討議することを討議した」と述べたにとどまり、具体的な時期に言及はなかった。

17日は、前日のFOMCで市場予想よりもタカ派的な政策金利見通しが示された影響が続き、金相場はやや大幅な下落となり、1,800ドルを下回った。長期金利が低下に転じたものの、ドル高が進んで金相場を押し下げた。

18日も続落した。ハト派と目されていたセントルイス連銀のブラード総裁が2022年終盤の利上げ開始を見込んでいると述べたことが、ドル買いにつながり、金は1,760.54ドルまで下げた。

### もみ合い後、ドル高を受けて一時安値

21日は、米長期金利の上昇を受けて金は売られる場面があったものの、為替市場でドル高が一服したことを受けて、反発した。

22日は、パウエルFRB議長の議会証言を前にして様子見ムードが強い中、小幅反落した。

23日は、前日のパウエル議長の「インフレだけが金融政策の決定要因ではない」との発言などを受けて、早期利上げに対する警戒感がやや和らぎ、金相場を支援した。IHSマークイットによる6月の米製造業PMIが市場予想に反して改善してドル高を促すと、金は上げ幅を縮小した。

24日は、ドル相場がやや持ち直す中、金は小幅反落となった。パウエル議長がハト派的な発言を続ける一方で、一部FRB高官からはややタカ派的な発言もみられる中、方向感のない相場動向となった。この日、バイデン大統領は1.2兆ドルのインフラ投資計画で超党派の上院議員と合意したと明らかにした。

25日は、米個人消費支出（PCE）価格指数の上昇率が食品とエネルギーを除くコアベースで市場予想を若干下回ったことなどで、FRBによる早期利上げ観測がやや後退し、金は小幅反発した。

28日は小幅続伸した。アジアやオーストラリアでの「デルタ株」による新型コロナ感染の急

拡大を受けた投資家のリスク回避姿勢の強まりが金買い要因となった一方で、米早期利上げへの警戒感も根強く、上値が抑えられた。

29日は反落。7月2日の米雇用統計の発表を控えてドルが強含みで推移したことを受けて、金は一時1,749.20ドルまで下落する場面があった。

30日は、ドル高が金相場の押し下げ要因となったものの、安値拾いの買いが出たことやデルタ株への警戒感もあり、金は反発した。

### 【先行き】～米長期金利下げ止まりでも金相場は底堅いか

6月のFOMC後に公開された経済予測などで、利上げ見通しが前倒しされたことがサプライズとなって、金融・コモディティ市場はやや荒れた展開となった。金相場は、FRBが早期に量的緩和縮小や利上げを行うとの懸念や、為替市場でドル高が進んだことを背景に、大幅に下落した。金相場への影響が大きい米長期金利は、株価の下落などから低下傾向で推移して、金相場を支援したものの、力不足だった。米CPIなどインフレ指標の上振れが続いたものの、インフレヘッジを意識した金買いにもさほどつながらなかった。

しかし、7月に入って、為替がドル高気味だったにも関わらず、金相場は堅調に推移した。米長期金利が1.2%台と2月以来の低水準まで低下する動きになったことが大きいと思われる。米長期金利は3月に1.7%台後半まで上昇したのをピークに7月まで低下傾向で推移している。債券市場でも、市場参加者のインフレ懸念は過度に高まることなく、現在に至っている。

不安定な原油相場や堅調な景気動向からすると、再びインフレ懸念が高まる場面もあるだろう。その際には、長期金利は3月の水準を上回り、金相場を下押しする圧力になるだろうが、一方でインフレヘッジを意識した金買いが下支えすると思われる。

#### － 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。