

経済レポート

コモディティ・レポート(2024年1~3月)

調査部 主任研究員 芥田 知至

1. コモディティ市況全般: 上向き始めたコモディティ相場

ドル建て国際商品市況全般の動向を示すリフィニティブ・コアコモディティ CRB 指数は 2022 年 6 月 9 日に 2011 年 9 月以来の高値をつけた後、2023 年 5 月 31 日には 2022 年 1 月以来の安値をつけた。その後、一進一退を経て、2024 年 4 月 12 日には 2022 年 8 月以来の高値に上昇した。資源需要を大きく上向かせるほどには世界景気は力強くないとみられる中、コモディティ相場は、上値は限定的ながら底堅い推移が見込まれる。

2. エネルギー市況: 4 月中旬にブレントは 90 ドル前後、WTI は 85 ドル前後まで上昇

国際指標のブレント原油は、2023 年 3 月 20 日に 70.12 ドルと 2021 年 12 月以来の安値をつけ、9 月 28 日には 97.69 ドルと 2022 年 11 月以来の高値に上昇した後、12 月 13 日には 72.29 ドルまで下落したが、足元は 90 ドル前後で推移している。米中の景気・政策動向や地政学リスクを材料に、相場は一進一退が見込まれる。

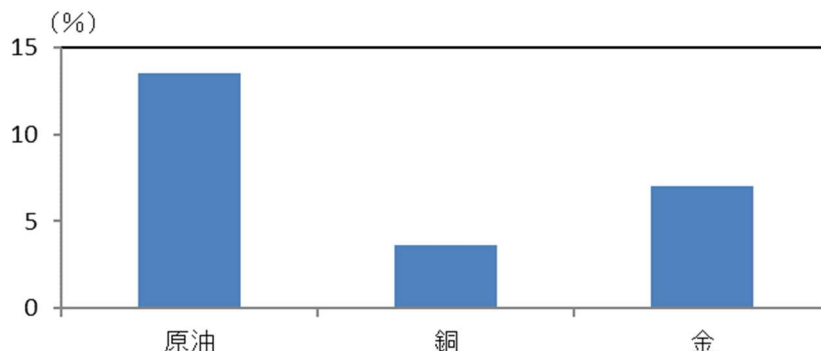
3. ベースメタル市況: 銅は 4 月中旬に 9,600 ドル超

銅相場は、昨夏以降、8,000 ドル台で一進一退が続いた後、一時 8,000 ドルを割れたが、4 月中旬には 9,600 ドル超に上昇した。銅などコモディティを投資先として有力視する見方が出ているようだ。だが、銅需要が明確に上振れるほどには、米中の景気は強くないとみられ、銅相場は高値圏での一進一退になりやすいだろう。

4. 貴金属市況: 金は 3~4 月は最高値更新が相次ぐ

金相場は、2 月半ばに 1,985.09 ドルまで下落する場面もあったが、その後 2,000 ドル台を維持して推移し、3~4 月は史上最高値の更新が相次ぎ、4 月 12 日には 2,431.29 ドルまで上昇する場面があった。根強い米利下げ観測や中東・ウクライナの地政学リスクが相場を押し上げたが、スピード調整のタイミングがくる可能性がある。

原油・銅・金相場の騰落率(2024年3月末の2023年12月末との対比)



1. コモディティ市況全般の概況：上向き始めたコモディティ相場

ドル建て国際商品市況全般の動向を示すリフィニティブ・コアコモディティCRB指数(終値ベース)は、2022年6月9日に2011年9月以来の高値をつけた後、2023年5月31日には2022年1月以来の安値をつけた。その後、一進一退を経て、2024年4月15日には2022年8月以来の高値に上昇した。

マクロ経済環境をみると、米早期利下げ観測の後退などからドル高傾向となり、コモディティ相場には逆風となった。しかし、原油や金については中東やウクライナの地政学リスクが緊迫度を増したことで、ベースメタルについては中国の景気が底堅さをみせたことが相場を押し上げた。穀物については、引き続き、良好な天候による豊作観測が相場を下押しした。株式相場の上昇が一服する中、原油や銅など景気敏感なコモディティに一部投資家の視線が向き始めているように見受けられるが、資源需要を大きく上向かせるほどには世界景気は力強くないとみられる。コモディティ相場は、上値は限定的ながら底堅い推移が見込まれる。

リフィニティブ・コアコモディティCRB指数の推移



(出所)Refinitiv

金・銅・原油・穀物の市況の推移



(出所)Refinitiv

2. エネルギー

(1) 原油市況:4月中旬にブレントは90ドル強、WTIは85ドル強まで上昇

2022年3月7日に欧州北海産のブレントは1バレルあたり139.13ドル、米国産のウェスト・テキサス・インターミディエイト(WTI)は130.50ドルとそれぞれ2008年7月以来の高値をつけた。その後下落傾向となり、ブレントは2023年3月20日に70.12ドル、WTIは5月4日に63.64ドルとそれぞれ2021年12月以来の安値をつけた。その後、9月28日にブレントで97.69ドル、WTIで95.03ドルまで上昇したが、12月13日にはブレントが72.29ドル、WTIが67.71ドルまで下落した。その後、足元にかけて上昇傾向となり、ブレントが90ドル前後、WTIが85ドル前後で推移している。



【1月の動向】～一進一退後、上昇

(以下の表中、矢印は上昇(↑)、下落(↓)を示し、(=)は横ばい圏(±0.3%未満)を表す)




日付	騰落(終値、ドル)	状況
2日	↓ (75.89)	紅海で商船を襲撃したイエメンの武装組織フーシ派を米軍が撃退したと報じられて地政学リスク懸念から上昇する場面があったが、その後、米早期利下げ観測の後退から米市場金利やドル相場が上昇し、原油安につながった。
3日	↑ (78.25)	前日にレバノンの首都ベイルートで爆発がありイスラム組織ハマス幹部が死亡したことや、この日、2020年に米国が殺害したイラン革命防衛隊のソレイマニ司令官の追悼式典での爆発で95人が死亡し、イラン当局がテロと断定する件があったこと、リビアのシャララ油田が住民の抗議運動で閉鎖されたことなどをを受けて原油相場の上昇幅は大きくなった。WTIは3.3%高、ブレントは3.1%高だった。
4日	↓ (77.59)	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ものの、ガソリン在庫が市場予想に反して大幅増となり、中間留分在庫も市場予想を大幅に上回る増加となったことで、石油需給の緩和懸念につながり、原油相場は反落した。
5日	↑ (78.76)	緊張が高まる中東情勢に対応すべく、ブリンケン米務長官が1週間に渡って中東諸国を歴訪すると発表されたことが、事態の深刻さを表していると受け止められて、原油高材料になった。
8日	↓ (76.12)	前日にサウジアラビア国営石油会社のサウジアラムコが2月の原油の公式販売価格(OSP)を大幅に引き下げたことが弱気材料になった。特に中国向けの需要が弱いのではないかといった観測が生じた。WTIは3.4%安、ブレントは4.1%安だった。

9日	↑	(77.59)	リビアのシヤララ油田(日量30万バレル)の操業停止や中東情勢悪化への懸念から反発した。イスラエル軍は、ハマスとの戦闘が年内は続く長期戦を辞さない構えを示し、イエメンの武装組織フーシ派が紅海での商船への攻撃を続ける中、中東での紛争がさらに広がる懸念された。
10日	↓	(76.80)	EIAの週次統計で原油、ガソリン、中間留分の在庫がいずれも市場予想を上回ったことで、需給緩和懸念が強まり、原油相場は下げた。
11日	↑	(77.41)	中国の製油所が2月分のサウジアラビアからの原油輸入を1月に比べて削減すると報道されたことや、12月の米消費者物価指数(CPI)の上昇率が市場予想を上回ったことが原油には弱材料になったものの、イランがオマーン湾で米石油タンカーを拿捕したと伝わっていたことで地政学リスク懸念の高まりから、相場は前日比上昇した。
12日	↑	(78.29)	前日に米英軍が紅海で商船への攻撃を続けるイエメンの武装組織フーシ派の拠点を空爆したことで中東地域での紛争が一段と拡大する可能性が懸念されて、原油は上昇した。
15日	=	(78.15)	フーシ派による商船への攻撃で紅海航路を迂回する動きが出ており、コスト高が意識されることや、米英の空爆開始で紛争地域が拡大することが懸念されたものの、今のところ、原油供給に及ぼす影響は限定的との見方からブレントは小幅安となった。米国市場はキング牧師生誕日の祝日で休場だった。
16日	=	(78.29)	中東情勢緊迫化への警戒感が強く、ブレントは小幅高となった。米連邦準備制度理事会(FRB)のウォラー理事の「利下げを急ぐべきではない」といったややタカ派的な発言を受けてドル高が進んだことでドル建ての原油は割高感から上値は重かった。WTIは前営業日比小幅安だった。
17日	↓	(77.88)	10~12月期の中国の実質国内総生産(GDP)が市場予想を下回って弱材料視されたものの、米国の原油生産が寒波の影響で落ち込んだことや石油輸出国機構(OPEC)が月報で強気な石油需要見通しを示したことが強材料となり、原油相場はほぼ横ばいだった。
18日	↑	(79.10)	国際エネルギー機関(IEA)が月報で2024年の世界の石油需要の見通しを上方修正したことや、米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を背景に原油相場は上昇した。また、米国の寒波による生産障害や、パキスタンによるイラン南東部の過激派への攻撃を受けた地政学リスク懸念も相場の押し上げ材料視された。

19日	↓ (78.56)	反落。紅海での商船攻撃姿勢を続けるフーシ派に対して米国が新たに空爆を行うなど中東情勢への懸念が続く一方、緊張が高まっていたイランとパキстанは、外相会談を行い緊張緩和で合意したことでこの地政学リスクへの懸念は後退し、原油相場には弱材料になった。
22日	↑ (80.06)	反発した。ロシアの天然ガス大手ノバテクの燃料油輸出ターミナルでウクライナのドローン攻撃によるとみられる火災が発生し、一部操業を停止したと伝わったことが強材料となった。寒波による米国での生産障害も引き続き需給引き締め要因として意識された。
23日	↓ (79.55)	21日にリビア国営石油会社(NOC)がシャララ油田(日量30万バレル)の操業を再開したこと、米ノースダコタ州で寒波の影響で停止していた生産が部分的に再開されたこと、ノルウェーの12月の産油量が上振れたことなど供給増が相場を圧迫した。
24日	↑ (80.04)	米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、寒波の影響で産油量が減少したことが好感された。中国人民銀行が景気支援のため預金準備率を2月5日から0.5%ポイント引き下げると発表したことも強材料視された。
25日	↑ (82.43)	10~12月期の米実質GDPの伸びが市場予想を上回って米景気減速懸念が後退したことや、紅海周辺の地政学リスクの高まりを受けて、原油は上昇幅が大きくなった。24日にデンマークの海運大手APモラー・マースクがバブ・エル・マンデブ海峡を通過していた米国籍船2隻が付近で爆発が確認されたことで引き返したと発表し、その後、イエメンの武装組織フーシ派が商船を護衛していた複数の米軍艦を標的にしたと表明した。WTI、ブレントともに3.0%上昇となった。
26日	↑ (83.55)	12月の個人消費支出(PCE)が堅調だったことなどからドル高が進み、原油は売られる場面もあったが、紅海で石油タンカーがフーシ派による攻撃を受けたとの一報があると、原油は買われた。欧州系大手資源商社トラフィグラ・グループの委託でナフサを運んでいた石油タンカー「マーリン・ルアンダ」がミサイル攻撃を受けた。
29日	↓ (82.40)	香港の高等法院(高裁)が経営再建中の中国不動産大手、中国恒大集団に清算命令を出したことで、中国景気の先行き懸念が再燃し、原油売りにつながった。28日にヨルダンで米軍が攻撃を受けて米兵3人が死亡したことで地政学リスク懸念が高まり、原油が買われる場面もあった。

30日	 (82.87)	反発。バイデン米大統領がヨルダンでの米兵死亡に対する報復措置を決めたと発表した。内容や時期は明らかにされていないが、武力衝突の拡大は望まないとしつつも、武器を供給する「イランに責任を取らせる」として、地政学リスクへの警戒が強まった。また、国際通貨基金(IMF)が世界経済見通しを発表し、2024年の成長率を上方修正したことも強材料視された。
31日	 (81.71)	反落。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)が市場予想並みにとどまり、景況拡大・縮小の判断基準となる50を4カ月連続で下回ったことや、米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気材料となった。米連邦公開市場委員会(FOMC)の声明では、利上げバイアスが解除されたものの、「物価目標達成を確信するまで利下げは適切にならない」とし、相場への影響は限定的だった。

【2月の動向】～上昇後、一進一退

1日	 (78.70)	イスラエルがハマスとの戦闘休止案で合意したとの誤った X(旧ツイッター)への投稿があり、その後、投稿が取り消されて値を戻す場面があったものの、地政学リスク緩和の思惑から原油が売られた。ブリンケン国務長官は4～8日に中東諸国を歴訪すると発表した。なお、OPECと非OPEC産油国で構成する「OPECプラス」の合同閣僚監視委員会(JMMC)では、現状の原油生産方針維持が確認され、相場への影響は限定的だった。1～3月期にOPECプラスが実施する日量220万バレルの自主減産の延長の可否は3月の早い時期に検討・決定するとされた。
2日	 (77.33)	1月の米雇用統計が発表され、就業者数や賃金が上振れたことで、米早期利下げ観測が後退し、原油は売られた。IMFが、中国について、2024年と2025年の成長率予測を下方修正する可能性に言及したことや、イスラエルとハマスの休戦への期待が浮上したことも相場を下押しした。
3日	 (77.99)	地政学リスクの高まりを受けて反発した。米軍がヨルダンでの米兵死亡の報復として2日からシリアとイラクの親イラン武装組織の拠点への空爆を開始し、4日にサリバン米大統領補佐官(国家安全保障担当)がテレビ番組で米国がイランから直接攻撃を受ければイラン空爆も排除しない姿勢を示した。イスラエルとハマスの戦闘休止交渉は難航している模様。また、ウクライナ軍は、ロシア南部最大の製油所にドローン攻撃を行い、ロシア産ナフサの輸出が減少しているとされた。一方、パウエルFRB議長発言や、米供給管理協会(ISM)によるサービス業PMIが市場予想を上回ったことで米早期利下げ観測が後退し、原油には弱材料になった。

6日	↑ (78.59)	米 EIA が短期エネルギー見通し(STEO)で 2024 年の原油生産量の伸びを下方修正したことで供給過剰懸念が後退し、原油は続伸した。一方、イスラエルとハマスの戦闘休止交渉が幾分進展したとの報道が上値を抑えた。
7日	↑ (79.21)	米 EIA による週次統計で原油在庫が市場予想を大幅に上回る増加となったものの、ガソリンや中間留分の在庫が減少したことが強材料となり、相場は上昇した。イスラエルとハマスの休戦交渉では、イスラエルのネタニヤフ首相が完全勝利が近いとして、ハマスの休戦案を拒否したと伝わり、地政学リスクを意識して買われた面もあったとされた。
8日	↑ (81.63)	前日にイスラエルがハマスの休戦案を拒否したことや、この日、イスラエル軍が 100 万人以上のパレスチナ難民が避難しているとされるガザ地区南部ラファに本格的に侵攻する構えと伝わったことが中東地域の地政学リスク懸念を強め、原油相場の上昇幅は大きくなった。WTI は 3.2%高、ブレントは 3.1%高だった。
9日	↑ (82.19)	続伸。イスラエルのよるラファへの攻撃強化の構えやウクライナによるロシアの製油所への攻撃など地政学リスクへの警戒が続いたことや、米国内で定期・不定期の製油所のメンテナンスが相次ぎ、ガソリンやディーゼルの需給がひっ迫していることが原油相場を押し上げた。
12日	= (82.00)	前週に上昇した反動から利益確定売りが出やすかったものの、中東の地政学リスクが支援材料となり、横ばい圏にとどまった。イスラエル首相は 11 日放映の米 ABC テレビのインタビューで、ハマス壊滅へ向け、ラファへ本格侵攻することを明言した。
13日	↑ (82.77)	ロシアのプーチン大統領がウクライナとの停戦を米国に打診したものの米国が拒否したとの一部報道や、ガザでの戦闘休止を巡る交渉で進展がみられないことで地政学リスク懸念が高まった。一方、1月の米 CPI が市場予想を上回ったことで米早期利下げ観測が後退し、原油の上値は抑えられた。
14日	↓ (82.47)	米 EIA の週次統計で原油在庫の増加幅が市場予想を大幅に上回ったことが弱気材料になった。前日に OPEC の月報で世界の石油需要に対する強気の見方が維持されたことや、ウクライナやガザの地政学リスクを受けて、原油が上昇していた流れが一服した。
15日	↑ (82.86)	1月の米小売売上高の減少幅が市場予想を上回ったことで、米景気減速観測からドル安が進み、ドル建てで取引される原油は割安感から買われた。一方、IEA が中国需要の鈍化などから世界の石油需要見通しを下方修正したことは弱材料と目されたとみられる。

16日	 (83.47)	イスラエル軍が15日にガザ地区南部ハンユニスで最大規模のナセル病院に部隊を突入させたことや、この日、15日の作戦でガザ全土に空爆を加えたと明らかにしたことを受けて、地政学リスク懸念が強まって原油は上昇した。
19日	 (83.56)	ブレントが小幅高にとどまった。米国市場が大統領の日で休場で薄商だった
20日	 (82.34)	前週にIEAが需要見通しを下方修正したことが引き続き弱材料になったと指摘された。中国人民銀行が事実上の政策金利である最優遇貸出金利(LPR)のうち、住宅ローン金利の目安となる期間5年超の金利を3.95%に引き下げたものの、逆に景気の弱さが意識されて弱材料になったとの見方もあった。
21日	 (83.03)	反発した。米製油所のメンテナンスが一巡して原油処理量が回復する兆しがあり、需給引き締め期待が出ていることや、ガザ地区での戦闘やフーシ派による船舶攻撃が継続しており、地政学リスクへの警戒が根強いことが、相場を押し上げた。
22日	 (83.67)	紅海での治安悪化による供給混乱が懸念されたことや、米日などの株高を受けた投資家のリスク志向の高まりを背景に原油は続伸した。英海軍はイエメン沖で貨物船が2発のミサイル攻撃を受けたと発表し、イエメンの武装組織フーシ派は「潜水兵器」を使用するなど紅海などでの船舶への攻撃を強化すると表明した。
23日	 (81.62)	前日にウォラーFRB理事が少なくともあと2カ月利下げを先送りする必要があると述べて、利下げ開始時期の後ずれが意識され、石油需要鈍化懸念につながった。
26日	 (82.53)	反発した。欧米による対ロシア制裁やフーシ派による紅海での船舶攻撃を受けた輸送の混乱、製油所のメンテナンスなどから欧州のディーゼル需給がひっ迫しているとされ、米国も含めてディーゼル高となり、原油相場を押し上げたとされた。また、米中央軍は、24日にフーシ派が米商船に向けて攻撃したものの、商船は被害を免れたと発表した。
27日	 (83.65)	OPECプラスが現行の自主減産を4~6月期まで延長することを検討しており、自主減産を年末まで維持される可能性もあるといった関係筋の話が報道され、強材料視された。
28日	 (83.68)	ブレントは小幅高、WTIは小幅下落。米EIAの週次統計で原油在庫の増加幅が市場予想を上回ったことが弱材料となった。寒波の影響を受けた製油所の稼働率低迷の影響が残った。

29日	＝ (83.62)	小幅安。1月の米PCE価格指数が市場予想並みにとどまったことや、米新規失業保険申請件数が市場予想をやや上回って悪化したことが利下げ開始時期が早まるとの観測につながり、原油相場を支える場面もあったが、米アトランタ連邦準備銀行総裁による「今夏頃に利下げ開始が適切になる」との発言で利下げ開始時期の後ずれ観測につながった。ロイターによる調査で2月のOPECの産油量が増加したことも弱材料だった。
-----	-----------	--

【3月の動向】～一進一退後、上昇

1日	↑ (83.55)	OPECプラスが、近日中に、4月以降の原油生産方針を協議するとされる中、1～3月期に行っていた日量220万バレルの有志国による自主減産を延長するとの見方が有力視され、原油需給の引き締め観測につながって相場は上昇した。一部では、自主減産を年末まで延長する案が浮上しているとの見方も出ている。米ISMによる1月の製造業PMIが市場予想を下回って米早期利下げ観測がやや強まり、ドル安を促したことも原油相場を押し上げた。
4日	↓ (82.80)	3日日曜日にOPECプラスが、4～6月も日量約220万バレルの自主減産を延長すると発表したことを好感する場面があったが、その後、需要鈍化への懸念もあり、利益確定売りで下落した。自主減産延長は、前週末までに市場にはほぼ織り込まれていた模様。ロシアは追加の供給削減幅を4～6月は日量47.1万バレルとする方針を示し、これは1～3月の日量50万バレルとほぼ変わらずであった。
5日	↓ (82.04)	中国の第14期全国人民代表大会(全人代)の第2回会議が開幕し、2024年の実質経済成長率目標が5%前後と、2023年と同水準に据え置かれたものの、目標達成に向けた具体的な景気刺激策が示されなかったことがやや失望と受け止められ、原油相場の下落につながった。
6日	↑ (82.96)	反発した。EIAの週次統計で原油在庫の増加幅が市場予想を下回り、石油製品在庫の減少幅が市場予想を上回ったことに加えて、パウエルFRB議長が「年内に利下げが適切になる」との見通しを述べたことも好感された。
7日	＝ (82.96)	1～2月の中国貿易統計が発表され、輸出入ともに市場予想を上回って増加して強材料視されたものの、前年がコロナ禍で落ち込んでいた反動との慎重な見方に落ち着いた。中国の原油輸入が12月から鈍化していたことも弱材料だった。FRB議長の議会証言の2日目の発言も注目され、ハト派的と受け止められたものの、原油相場の反応は鈍かった。

8日	↓	(82.08)	カナダと米国を結ぶ「キーストーン・パイプライン」が、一時、稼働を停止したことで相場が上昇する場面があった後、下落していた。米雇用統計が弱めの内容だったことで利下げ観測につながって、原油は上昇する場面もあったが、中国を中心とした需要鈍化観測が根強く、結局、原油は下落した。
11日	=	(82.21)	小動き。12日に米CPIの発表を控えて様子見ムードが強い中、ドル相場に連動して原油も変動したが、値動きは限られた。米製油所の稼働率の上昇見込みが強材料だが、中国需要の鈍化不安が弱材料とされた。
12日	↓	(81.92)	2月の米CPIがインフレ圧力の根強さを示す内容で市場金利やドル相場が上昇したため、原油価格には下押し圧力が加かった。OPECは月報で強気の2024~2025年の石油需要見通しを据え置いたが、米EIAは2024年の米国の産油量見通しを上方修正して弱材料視された。
13日	↑	(84.03)	米EIAの週次統計で原油在庫が市場予想に反して減少し、ガソリン在庫の減少幅も市場予想を上回ったことや、ロシア石油大手のロスネフチ最大で同国7位のリヤザン規模の製油所がウクライナによる攻撃を受けて炎上したことが強材料になった。前日には同国石油大手ルクオイルのノルシ製油所も攻撃を受けていた。相場の上昇幅はやや大きくなった。
14日	↑	(85.42)	前日のEIAの週次統計での原油在庫の減少などを好感する流れが続いたことや、IEAが月報で世界の石油需要見通しを上方修正したことを強気に受け止めて続伸した。
15日	=	(85.34)	前日までの相場上昇の反動や週末を前にした利益確定売りで小幅下落した。米利下げ後ずれ観測を受けてリスク資産全般が売られやすかった。
18日	↑	(86.89)	反発した。共同石油統計イニシアティブ(JODI)の統計で1月のサウジアラビアの輸出が減少していたことや、イラクが1月から日量13万バレル抑制するとしていた目標生産量を超えて生産していた分を埋め合わせるため、今後数カ月、原油輸出を日量330万バレルに抑制する意向を示したことが好感された。なお、ロシアでは、ウクライナによるエネルギー・インフラへの攻撃によって、1~3月に製油能力の7%が稼働停止に陥り、ロシア西部の港から原油輸出が日量20万バレル増え、日量約215万バレルになるとされた。
19日	↑	(87.38)	製油所への攻撃を受けたロシアでは原油の生産を削減するとの見方につながったことや、2月の米住宅着工件数、1~2月の中国の鉱工業生産や小売売上高などが市場予想を上回ったことが強材料になり、原油相場は前日に続き、4カ月半ぶりの高値を更新した。

20日	↓ (85.95)	前日に高値をつけた反動などから利益確定売りが出やすくなり、反落した。注目のFOMCでは、政策金利が据え置かれ、2024年内に合計0.75%の利下げを行うとの想定が維持された。FOMCへの反応は限定的だった。
21日	= (85.78)	小幅続落。前日に発表されたEIA週次統計で原油在庫が市場予想に反して減少していたものの、ガソリン供給量が日量900万バレルを下回って需要の弱さを示すと改めて受け止められたことや、前日に米国がガザでの停戦を呼び掛ける決議案を国連安保理に提示したことも弱材料だった。
22日	↓ (85.43)	イスラエルとハマスの戦闘休止交渉について、21日にエジプト訪問中のブリンケン米 국무長官が「両者の溝は埋まってきている」としたことや、ロシアと中国が拒否権を行使したものの、国連安全保障理事会にガザ停戦決議案が提出されたことなどから、停戦実現の可能性が意識されて、原油相場は続落した。
25日	↑ (86.75)	反発した。ロシアとウクライナの双方が互いのエネルギー施設を攻撃し被害が出たことや、ロシア政府が石油企業に対して、OPECプラスが合意した自主減産を順守するため、4～6月期の原油生産を抑制するよう命じたことが需給引き締め観測につながった。
26日	↓ (86.25)	ウクライナの攻撃でロシアの製油能力の14%が停止しているとの推計をロイター通信が報じ、武装組織フーシ派が過去72時間にイエメン沖のアデン湾と紅海周辺で船舶に対して6回の攻撃を行ったと主張したものの、この週の金曜日はグッドフライデーで休場なことなどから様子見ムードが強く、市場の反応は限られた。
27日	= (86.09)	米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上回ったことが嫌気され、続落した。もっとも、前日夕刻に発表されていた米石油協会(API)の統計ほど弱くない内容と受け止まれ、下げ幅は限定された。
28日	↑ (86.75)	米中の需要堅調や供給引き締めを見込む見方が優勢となり、前日比で3日ぶりにプラスとなった。米GDPの10～12月期の確報値や、週次統計の米新規失業保険申請件数が米景気の堅調さを示したことや、OPECプラスが4月3日に開催する合同閣僚監視委員会で現行の生産方針を維持するとの観測も強材料と受け止められたとされる。

【先行き】～需給要相場上昇を決定づける材料は出にくい

原油相場は、上値・下値とも限定された動きを続けていたが、足元は上値を試す動きになっている。4月5日には、WTIで87.63ドル、ブレントで91.91ドルと昨年10月下旬以来の高値をつけている。

2024年に入ってから、中東やウクライナの地政学リスク要因がしばしば原油価格の押し上げ要因として意識

される場面があったが、一方で、堅調な米景気やインフレ率の高止まりを背景とした米早期利下げ観測の後退が景気減速や石油需要の鈍化を連想させて原油価格の上値を抑えた。中国景気の停滞懸念も下押し材料だった。しかし、足元では、米中の景気指標は底堅く、地政学リスク要因はさらに高まっている。

緊迫感高まる中東情勢、ウクライナ情勢は、今後、一段と動向が注視される。また、引き続き、米金融政策、中国当局による経済運営、産油国の生産方針なども注目材料となる。ただ、地政学リスク懸念から相場は押し上げられているものの、米中の景気は石油需要を上振れさせるほど強くはないとみられ、相場の上昇傾向を決定づけるような材料は出にくいと思われる。最大消費国・生産国の米国では、ガソリン消費が上向く時期に入っているが、原油在庫は減少傾向を示しているわけではない。

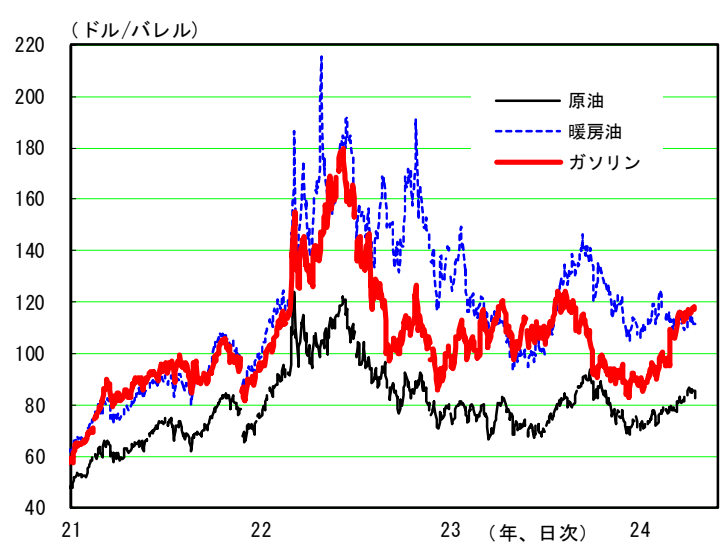
原油相場は、再び一進一退の推移となりやすいであろう。ただ、2024年後半にかけて、米利下げを受けてドル安が進むようであれば、ドル建ての原油価格には割安感から上昇圧力がかかりやすくなる。2024年度は WTI で1バレルあたり70~100ドル、ブレントで75~105ドル程度を中心とした推移を見込む。

原油市況の推移



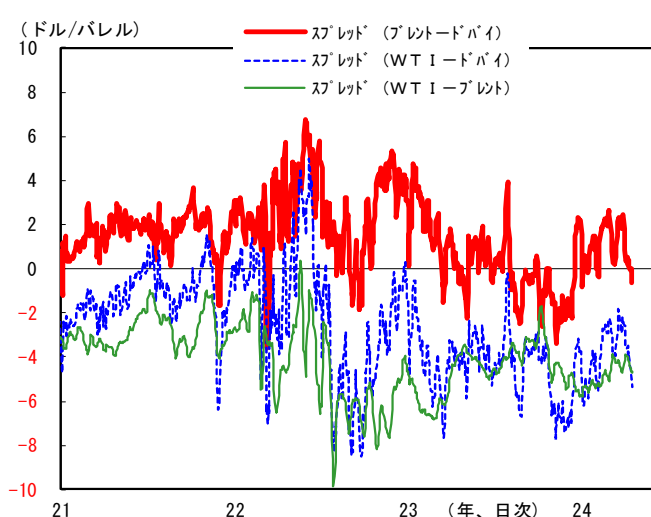
(出所) 日本経済新聞

石油製品市況の推移



(出所) NEEDS-Financial QUEST

油種間スプレッドの推移



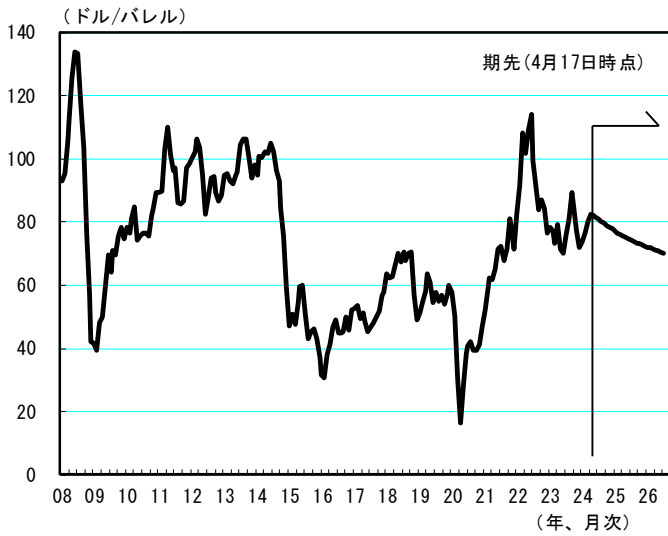
(出所) 日本経済新聞

米国天然ガス市況の推移



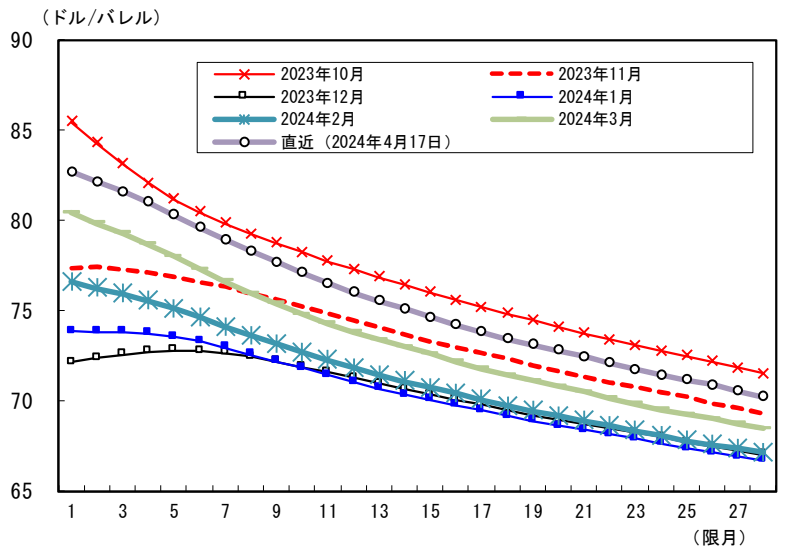
(出所) 日本経済新聞

原油先物価格と先物カーブ



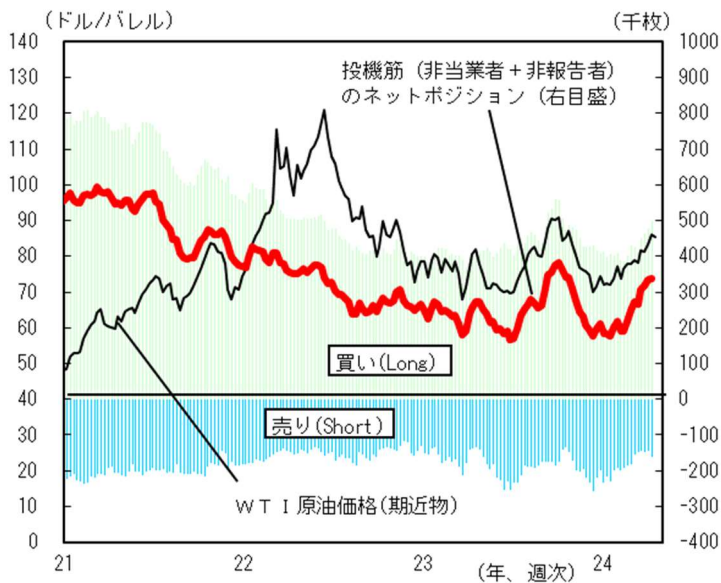
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

各時点におけるWTI原油の先物カーブ



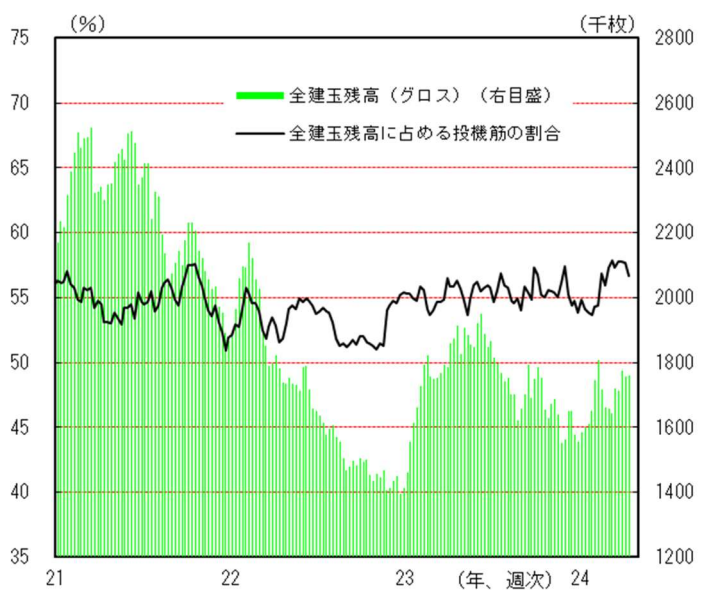
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

投機筋のポジション(原油)



(出所) 米国先物取引委員会(CFTC)

原油先物の建て玉(NYMEX)



(出所) 米国先物取引委員会(CFTC)

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	91.0	(0.0)	91.0	(1.0)	106.0	85.8%	15.0
コンゴ共和国	24.0	(-1.0)	25.0	(1.0)	30.0	80.0%	6.0
赤道ギニア	6.0	(0.0)	6.0	(-1.0)	12.0	50.0%	6.0
ガボン	23.0	(3.0)	20.0	(0.0)	22.0	104.5%	-1.0
イラン	318.0	(4.0)	314.0	(2.0)	383.0	83.0%	65.0
イラク	417.0	(-3.0)	420.0	(0.0)	480.0	86.9%	63.0
クウェート	243.0	(0.0)	243.0	(-1.0)	282.0	86.2%	39.0
リビア	113.0	(-1.0)	114.0	(12.0)	120.0	94.2%	7.0
ナイジェリア	147.0	(-5.0)	152.0	(3.0)	160.0	91.9%	13.0
サウジアラビア	904.0	(3.0)	901.0	(7.0)	1,200.0	75.3%	296.0
UAE	313.0	(-1.0)	314.0	(1.0)	465.0	67.3%	152.0
ベネズエラ	87.0	(2.0)	85.0	(3.0)	86.0	101.2%	-1.0
OPEC12カ国	2,686.0	(1.0)	2,685.0	(28.0)	3,346.0	80.3%	660.0

（注1）2016年11月のOPEC総会で、産油量を日量約120万バレル減産して3,250万バレルと決定（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プラスの関係会合では日量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3月のOPECプラスの関係会合では、追加減産日量150万バレルとのOPEC側の提案をロシアが拒否し、協議は決裂。
 2020年4月のOPECプラスの関係会合では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プラス関係会合では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プラス関係会合では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プラス関係会合では、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プラス関係会合では、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プラス関係会合では、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プラス関係会合では、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で合意（2022年5月以降は毎月43.2万バレルずつ減産規模を縮小）。
 2022年6月2日のOPECプラス関係会合では、減産規模を7月と8月に日量64.8万バレルずつ縮小することを決定。
 2022年8月のOPECプラス関係会合では、9月に日量10万バレル増産することを決定。
 2022年9月のOPECプラス関係会合では、10月に日量10万バレル減産することを決定。
 2022年10月のOPECプラス関係会合では、11月以降、日量200万バレルの減産をすることを決定。
 2023年4月2日にOPECプラス参加国の一部が5月～12月に日量約116万バレルの自主減産を行うと発表（別途、先にロシアは同50万バレルの自主減産）。
 2023年6月4日のOPECプラス関係級会合では、4月2日に2023年末までとしていた減産体制を維持し、2024年1月から12月まで原油生産量を日量4,046万バレルに調整することで合意した。サウジが日量50万バレルとしていた自主追加減産を7月に同100万バレル追加して同150万バレルにすると発表。
 2023年7月3日に、サウジが日量100万バレルの自主減産を8月も継続すること、ロシアが8月に同50万バレルの原油輸出を削減すること、アルジェリアが8月に同2万バレルの自主減産を行うことを発表。
 2023年8月3日に、サウジが日量100万バレルの自主減産を9月も継続すること、ロシアが9月に同30万バレルの原油輸出を削減することを表明し、8月4日の合同関係監視委員会で現行の協調減産を継続することを確認した。
 2023年9月5日に、サウジが日量100万バレルの原油自主減産を、ロシアが同30万バレルの石油輸出削減を12月まで継続すると表明。
 2023年11月30日には、OPECプラスの関係級会合開催後に、有志国8カ国による1～3月の日量220万バレルの原油自主減産が発表された。
 2024年3月3日に、OPECプラスの有志国8カ国が4～6月に日量220万バレルの原油自主減産を延長すると発表。

（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。アンゴラは2024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

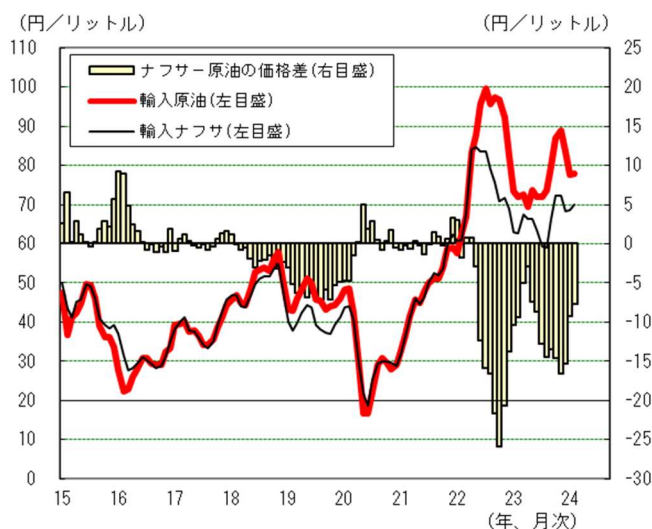
（出所）Bloomberg

(2) ナフサ市況:原油ほどには上昇しないナフサ

日本の輸入ナフサ価格(通関)は、2022年5月に1リットルあたり84.8円と2008年8月の最高値(86.8円)に近付いた後、2023年8月には59.1円と1年10カ月ぶりの安値をつけ、その後、やや反発している。一方、輸入原油価格は2022年7月に99.6円と史上最高値まで上昇した後、2023年4月には69.4円まで下落し、その後、一進一退となっている。ナフサと原油の価格差は、2022年10月にナフサ安幅が25.8円となったのをピークに2023年4月には同幅が3.0円まで縮小した。その後、11月に16.5円まで拡大したが、2024年2月には7.7円まで縮小した。

アジアのナフサ市況の推移をみると、2022年3月に急騰して2008年7月以来の高値をつけた後、下落傾向で推移し、2023年6月には2021年1月以来の安値をつけた。しかし、その後、原油高を受けて反発し、2024年1月下旬には2023年3月以来の高値をつけ、その後も高値圏で推移した。もっとも、原油と比べたナフサの割安度合いは、2023年12月下旬にかけて縮小した後、4月にかけて再拡大した。原材料である原油相場は方向感を欠く展開が見込まれ、中国での需給緩和は和らぐとみられる中、ナフサ相場は一進一退が見込まれる。

日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



(出所)財務省「貿易統計」

アジアの原油・ナフサの市況



(出所)Bloomberg

原油・ナフサの価格差(アジア)



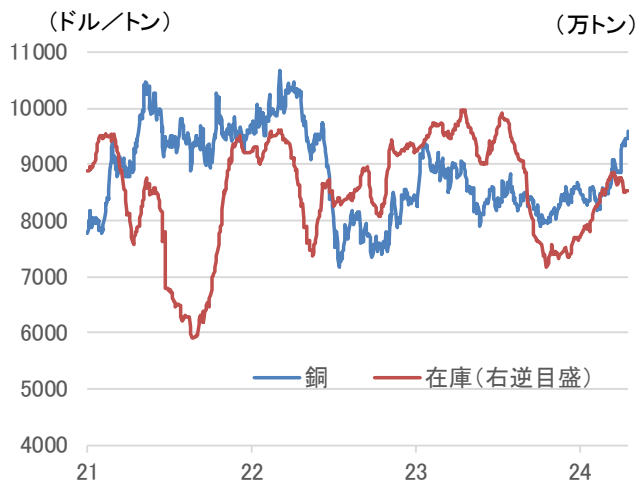
(出所)Bloomberg

3. ベースメタル

(1) 銅を中心とした概況 : 4月中旬に9,600ドル超

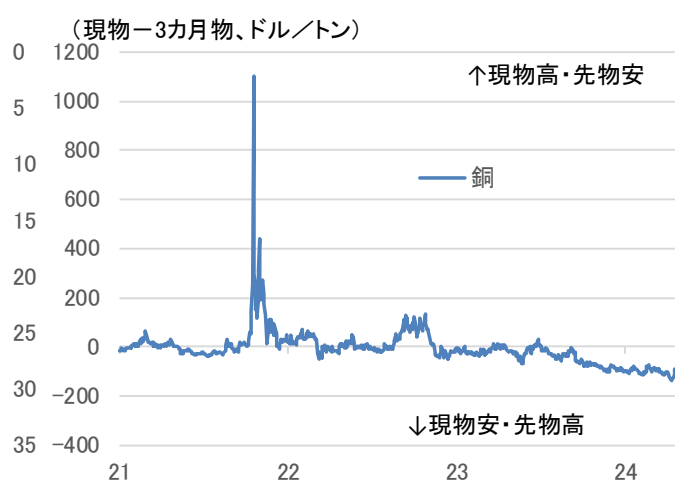
非鉄ベースメタル相場の中心となる銅相場は、2022年3月7日に1トンあたり10,845ドルと史上最高値をつけた後、同年7月15日には6,955ドルと2020年11月以来の安値をつけた。その後、2023年1月中旬に9,550ドルまで上昇し、5月下旬には7,867ドルまで下落した。その後は8,000ドル台を中心に一進一退が続いたが、2024年4月中旬にかけて一時9,600ドル超まで上昇した。

銅相場とLME指定倉庫在庫の推移



(出所) ロンドン金属取引所(LME)

銅の現先スプレッド(現物-3ヵ月物)の推移



(出所) ロンドン金属取引所(LME)

【1月の動向】～下落後、上昇

米利下げを巡る思惑や中国需要への懸念から軟調に推移

年明け1月2日は、中国の製造業購買担当者景況指数(PMI)の上昇やロンドン金属取引所(LME)指定倉庫の在庫の減少が強材料視されたものの、為替市場でドル高が進んだことが弱材料となり、小幅下落した。年末31日に中国国家统计局が発表した12月の製造業PMIが市場予想を下回って低下したものの、この日、発表された財新/S&Pグローバルによる12月の製造業PMIが市場予想を上回って上昇した。

3日は、米供給管理協会(ISM)による12月の製造業PMIが市場予想を上回ったことなどからややドル高が進み、銅相場は小幅下落した。中国景気の弱さも懸念された。

4日は、前日発表になった12月の米連邦公開市場委員会(FOMC)の議事要旨で利下げについての新たな情報がほとんど得られなかったことが弱材料になったとされた。

5日は、12月の米雇用統計が景気の堅調さや労働市場のタイトさを示して一時早期米利下げ観測が後退して銅相場を圧迫したが、その後、米ISMによる非製造業PMIが市場予想を下回ったことで、銅は買い戻され、結局、前日比横ばい程度となった。

8日は、中国の貿易統計、新規銀行融資や米国の消費者物価指数(CPI)など重要統計を控えて様子見ムードが強い中、銅相場は小幅下落した。

9日は、米金融政策の先行きを占ううえで注目される米 CPI の発表を控える中、為替市場でややドル高が進んだことが弱材料になり、銅は下落した。

10日は下げ止まりの動きとなった。アジアからの裁定買い、ドル安、これまでの銅売りの一服などが相場を支えたとされた。

11日は、1月の米 CPI がやや上振れたことでドル高が進む場面があり、銅の小幅下落につながった。

12日も前日の米 CPI を受けたドル高が続いたことや、中国の新規人民元建て融資が市場予想を下回ったことが弱材料となり、小幅続落した。

15日は、米金融市場がキング牧師生産記念日で休場の中、ややドル高が進んだことや、中国人民銀行が市場の引き下げ予想に反して、中期貸出制度(MLF)の金利を据え置いたことが弱材料となった。

16日は、昨年終盤はハト派的な発言が多かったウォラーFRB 理事の発言がタカ派的と受け止められてドル相場の上昇幅がやや大きくなったため、銅相場は下落した。もっとも、中国の景気刺激策に対する期待から下値は限られたとされた。

17日には、10～12月期の中国の実質 GDP 成長率が市場予想を下回ったことや、12月の中国の新築住宅価格が約9年ぶりの落ち込みとなったことが嫌気された。

18日は、前日の下落の反動で買い戻された。米新規失業保険申請件数が低水準だったことも米景気の堅調さを示して強材料と受け止められた。一時8,245ドルと12月上旬以来の安値をつけた。

中国の預金準備率引き下げや追加景気対策への期待から上昇

19日は、テクニカルな要因などから前日の安値からの値戻しが続いたとされた。

22日は、ドル安が支援材料だったものの、冴えない中国需要見通しが弱材料となり、小幅下落した。

23日は、中国当局が株式市場の救済策として、2兆元の市場安定化基金を検討しているなどと報じられ、期待を高めた。安定化基金は本土市場の株式を香港との証券相互取引を通じて買い入れる目的があるとされた。

24日は、中国人民銀行が景気支援のため預金準備率を2月5日からサプライズとなる0.5%ポイント引き下げると発表したことが強材料視され、さらなる追加景気刺激策への期待もあって、やや上昇幅が大きくなった。

25日は、一時1月初以来の高値をつけたものの、10～12月期の米実質 GDP が市場予想を上回ったことを受けてドル高が進み、銅は上げ幅を圧縮した。

26日は、ドルが小幅安となって銅の支援材料になったものの、中国の景気刺激の有効性について懐疑的な見方がなされて、銅は小幅下落した。

29日は小幅上昇となった。もっとも、27日に中国国家统计局が発表した2023年の工業部門の利益が前年比減少したことや、香港の高等法院(高裁)が経営再建中の中国不動産大手、中国恒大集団に清算命令を出して同国不動産部門への懸念が再燃したことで銅相場を取り巻くセンチメントは弱いとされた。

30日は、不動産部門の問題や株式市場の低調さが深刻だからこそ当局による支援策が見込まれるとの思惑から、銅が買い戻された。

31日は、米雇用サービス会社 ADP による全米雇用報告や米雇用コスト指数(ECI)が市場予想を下回っ

たことで米連邦準備制度理事会 (FRB) による早期利下げ観測がやや強まり、銅相場は 8,704 ドルと 12 月下旬以来の高値をつけた。

【2月の動向】～下落後、上昇

上旬は米早期利下げ観測の後退や中国の不動産部門への懸念から軟調に推移

2月1日は、前日にパウエル FRB 議長が米連邦公開市場委員会 (FOMC) 後の記者会見で3月の利下げについて「可能性が高いとは考えていない」と否定したことを受けて、早期利下げ観測が後退して銅は売られた。

2日は、1月の米雇用統計が発表され、非農業部門の就業者数が市場予想を上回り、賃金上昇率も上振れたことで、米早期利下げ観測が後退し、銅は続落した。

5日も続落し、やや下落幅が大きくなった。前日のテレビでパウエル FRB 議長が3月の利下げを否定したことや、米供給管理協会 (ISM) のサービス業購買担当者景況指数 (PMI) が強めに出たことなどから、早期利下げ観測が後退し、ドル高が進んだ。また、中国の不動産部門への警戒が続いた。

6日は、中国の習近平国家主席が金融規制当局と株式市場について協議する予定だと報道されたこと、中国証券監督管理委員会が空売り規制強化の一環として株券転貸を抑制すると発表したこと、中国政府系投資会社の中央匯金投資が上場投資信託 (ETF) への投資を拡大すると発表したことなどが銅にも支援材料になった。

7日は、ドルがやや下落して支援材料になったものの、中国の春節休暇を前にした需要の鈍化や強いドルを背景に銅は下落した。

8日は、やや銅の下落幅が大きくなった。中国では当局による追加支援策への期待が裏切られる中、不動産部門に対するセンチメントの悪化が続いているとされた。

9日は、1月の新規人民元建て融資が大幅増となったことを好感する場面もあったが、銅に対する弱気心理が継続し、相場は続落した。

中旬以降はドル安や LME 在庫の減少、中国刺激策への期待を背景に上昇

12日は、これまでの下落の反動から買い戻しが優勢となった。翌日に1月の米消費者物価指数 (CPI) を控えてのショート・ポジションを整理する動きが出たとの指摘もあった。

13日も買い戻しが続いたが、1月の米 CPI が市場予想を上回ったことで早期利下げ観測が後退して上げ幅を縮小した。

14日は、前日の米 CPI を受けた利下げ後ずれ観測が銅相場の下落につながった。

15日は、1月の米小売売上高が市場予想を下回ったことでドル相場が下落し、銅買いにつながった。

16日は、中国の景気刺激策への期待や LME 在庫の減少に加えて、テクニカルな買いが加速したことで、相場の上昇幅がやや大きくなったとされた。

19日は、前週の米 CPI や米生産者物価指数 (PPI) がインフレ圧力の根強さを示したことがドル相場を支えたとされ、銅相場は反落した。

20日は、中国人民銀行が事実上の政策金利である最優遇貸出金利 (LPR) のうち、住宅ローン金利の目

安となる期間 5 年超の金利を 3.95%に引き下げたことが好感された。もっとも、中国の金属需要鈍化への懸念は続き、相場の上値は限られた。

21 日も前日の中国人民銀による LPR の引き下げを受けた相場上昇が続いた。一方、FOMC 議事要旨を受けて米早期利下げ観測が後退したことは弱材料だった。

22 日も続伸した。前日に米半導体大手エヌビディアが好決算を発表したことで市場にリスクオン・ムードが広がった。一方、米利下げ時期の後ずれ観測が徐々に強まってドル相場が強含んだことは弱材料だった。

23 日は、米ハイテク株に利益確定売りが広がったことや、ややドル相場が強含む場面があったことから銅は下落した。

26 日は、LME 指定倉庫の在庫の減少傾向に歯止めがかかったことや、週内に 1 月の米個人消費支出 (PCE) 価格指数を控えて様子見ムードが強い中、米長期金利がやや上昇したことを受けて、銅は下落した。

27 日は、3 月 5 日に開幕する中国全国人民代表大会でさらなる景気刺激策が打ち出されるとの期待が銅相場を押し上げたと言われた。

28 日は、ドル高や中国の不動産部門への懸念を背景に下落した。中国の不動産大手・碧桂園は、債権者のエバー・クレジットから約 16 億香港ドルの債務が支払われていないとして、香港の裁判所に会社の清算を申し立てたと発表した。

29 日は、1 月の米 PCE 価格指数が市場予想並みにとどまり、市場にあったインフレ上振れへの懸念が後退して米市場金利やドル相場が低下したため、銅相場はやや押し上げられた。

【3 月の動向】～上昇後、やや下落

上旬は FRB 議長の議会証言を好感

3 月 1 日は、中国国家统计局による製造業 PMI が市場予想通りとなって 5 カ月連続で判断基準となる 50 を下回ったことで需要鈍化懸念から下落する場面もあったが、その後、米 ISM による製造業 PMI が市場予想を大幅に下回ったことで利下げ時期が早まるとの観測につながり、ドル相場が軟化して銅相場を支援し、前日比プラスに浮上した。また、財新/S&P グローバルによる中国の製造業 PMI は 50 を上回り、市場予想も上回ったことで国家统计局の PMI の影響を相殺した面もあった。

4 日は、翌日開幕する中国の第 14 期全国人民代表大会(全人代)の第 2 回会議で景気刺激策が打ち出されるとの期待などを背景に銅は上昇した。

5 日は、中国の全人代が開幕し、2024 年の実質経済成長率目標が 5%前後と、2023 年と同水準に据え置かれたものの、目標達成に向けた具体的な景気刺激策が示されなかったことがやや失望と受け止められ、銅は下落した。

6 日は、パウエル FRB 議長が米下院での証言で「年内に利下げが適当になる」と見通し、7 日には上院での証言で「インフレ低下に対する確信がそう遠くない将来に得られる」と述べて、市場では利下げ見通しへの安心感が広がり、銅はやや上昇幅が大きくなった。1~2 月の中国の貿易統計で輸出入の伸びが市場予想を上回ったことも強材料だった。もっとも、それでも上値は 8,700 ドルに届かなかった。

8 日は、2 月の米雇用統計が早期利下げ観測につながって株式などは買われたが、銅については利益確定の売りにつながって下落した。

中旬は中国勢の協調減産を材料に大幅上昇して 9,000ドル超

11日は、中国の融資統計や米国のCPIの発表を控える中、LME指定倉庫の在庫が減少傾向で推移していることなどが強材料になった。

12日はほぼ横ばいだった。格付け会社ムーディーズが中国の不動産開発大手・万科企業をジャンク級に格下げしたことは弱材料になったとみられる。

13日は、中国の銅製錬会社が原材料不足に対応するため一部赤字に陥っている工場で異例の協調減産を実施することで合意したと報道され、銅相場の上昇幅は大きくなり、9,000ドルに迫った。もともと、中国以外では年産170万トンの製錬施設が新規に稼働を始め、需給緩和要因になるとされる。

14日は、前日発表された中国の銅地金減産についての疑念などから、小幅下落した。

15日は、中国の減産を材料としたファンドの買いが相場を押し上げたと言われた。

18日は、1～2月の中国の鉱工業生産と小売売上高が市場予想を上回ったことが好感され、一時9,164.50ドルと2023年4月以来の高値をつけた。

19日は、翌日にFOMCの結果発表を控えて、利益確定の売りが出て下落幅がやや大きくなった。

20日は、FOMCの結果発表を控える中、ドル高気味となっていたことや、不動産不況が続く中国需要への懸念が続いたことなどから銅は下落した。

下旬は利益確定売りに押される

21日は、前日のFOMCを受けてややリスクオン・ムードが広がる中、銅は小幅高となった。

22日は、ドル高や週末を前にして利益確定売りが出やすかったことで下落した。中国政府系調査機関の安泰科は、中国の銅生産大手による協調減産にも関わらず、2024年の同国の銅生産は3%以上増加するとした。上海先物取引所(SHFE)の指定倉庫の在庫が昨年末の3.1万トンから、この週は微減になったとはいえ、28.5万トンに増えていることも上値抑制要因とされた。

25日は、目立った材料のない中、小動きだった。

26日は小幅安だった。前週の高値からの調整が一服しつつあるものの、人民元安が人民元をベースとする投資家の購買力を削いで銅安につながったとの見方があった。

27日も小幅安だった。中国の協調減産を受けた銅相場の上昇はやや行き過ぎとの見方があった。投資家は、中国の精錬会社が28日に開催する協調減産の詳細を巡る会合の結果に注目しているとされた。

【先行き】～高値圏で一進一退か

4月に入って、銅は一段と上昇している。

2日には、前月31日に中国国家統計局が発表した製造業PMIが好況・不況の判断基準となる50を上回り、市場予想も上回ったことを受けて、最大消費国・中国の銅需要回復が連想された。

3日は、米ISMによるサービス業PMIが市場予想を下回って低下し、サービス分野を中心とするインフレ圧力が後退するとの見方から利下げ期待が強まり、ドル安を促したことで、銅は上昇幅が大きくなった。米アトランタ連邦準備銀行のボスティック総裁が米利下げは年内に1回、第4四半期に始めるのが適当になるかもしれないとの見方を維持したものの、パウエルFRB議長は、今後のデータに依存するものの、年内に利下

げを行うとの見方に変化はないとの見方を示したことが強材料になった。

4日は、商品投資顧問(CTA)と呼ばれる投資ファンドの買いが増え、銅は一時9,400ドル近くまで買われた。CTAの買いはアルミニウムでもみられたとされた。米新規失業保険申請件数が増加してドル安につながったことも支援材料だった。

5日は、3月の米雇用統計が強めに出了ことを受けて早期利下げ期待が後退し、銅相場はやや下落した。

8日は、2月のドイツの鉱工業生産の大幅増が好感されたことや、ファンドの買いがみられたことで銅は再び上値を伸ばした。

9日は、一時9,523ドルと2023年1月以来の高値をつけた後、利益確定売りに押されて小幅下落した。LME在庫の増加傾向も弱材料とされた。

10日は、3月の米CPIが市場予想を上回って米早期利下げ期待が後退し、ドル高や長期金利上昇が進んだことが、銅相場の下落につながった。

12日には、ロシアのウクライナ侵攻に対する制裁の強化策として、米英の両政府がLMEとシカゴ・マーカント取引所(CME)におけるロシア産のアルミニウム、銅、ニッケルの新規取り扱いの禁止などを発表した。これを受けて需給引き締め懸念が強まり、週明け15日の銅相場は一時9,640ドルまで上昇した。

年明け以降、日米を中心に株式相場が活況を呈する中で、銅などコモディティ相場は総じて落ち着いた動きが続いてきた。株式も銅も景気に敏感だとされるが、株式は先行きの米利下げやインフレ鈍化による長期金利安定への期待が強く反映されていたのに対して、銅は、消費量の過半を占める中国経済で不動産問題が長引くなど需要のもたつきへの懸念が反映されやすく、上値が重かったとみられる。

しかし、ここに来て、投資家の一部が銅を始めとしたコモディティへの関心を強めているとみられる。もとより、銅は電気自動車(EV)や再生可能エネルギーといったグリーン関連需要が中長期的に増加し、需給が引き締まるとの観測は根強い。そうした中で、米中の景気が想定されたよりもやや強含んでいるとみられ、銅需要の増加が意識されやすくなっているように思われる。もっとも、銅需要がはっきりと上振れるほどには、米中の景気は強くないとみられ、銅相場は高値圏での一進一退になりやすいだろう。

(2) 各他品目の概況

[1] アルミニウム市況:4月中旬に2,500ドル台と1年強ぶりの高値

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、2022年3月7日に1トンあたり4,073ドルと史上最高値をつけた後、9月28日には2,080ドルと2021年2月以来の安値をつけた。その後、2023年1月18日に2,679ドルまで上昇したものの、12月13日には2,109ドル台まで下落した。その後一進一退となっていたが、2024年4月15日には2,728ドルと2022年6月以来の高値をつけた。

2024年の年明けには、ギニアでの爆発火災後も同国からのボーキサイトの出荷に障害は生じていないとされ、LME指定倉庫の在庫が増加したこともあって、アルミニウム相場は軟調に推移した。

2月21日には、ロシアの反体制派指導者のナワリヌイ氏が死亡した件でバイデン米大統領が対ロシア制裁を発表する姿勢を示したことから、アルミニウム取引にも影響する可能性が懸念され、アルミニウム相場はやや上昇幅が大きくなった(もっとも、2023年3月10日にはロシア産のアルミニウム地金・製品等に200%

の関税、同年4月10日にはロシア産を含む第3国からのアルミニウム地金・製品等にも200%の関税を課しており、すでに実質的に禁輸状態にあって追加的な措置の影響は小さいとの見方もあった)。ニッケルも制裁対象になる懸念から上昇した。

2月26日には前日比横ばいだった。一時、2,180ドルと1月下旬以来の安値をつけた。上海先物取引所(SHFE)指定倉庫の在庫が急増したことや、前週末23日にバイデン政権が発表した新たな対ロシア制裁にロシア産金属への制裁が含まれていなかったことから、アルミニウム相場は軟調だった。

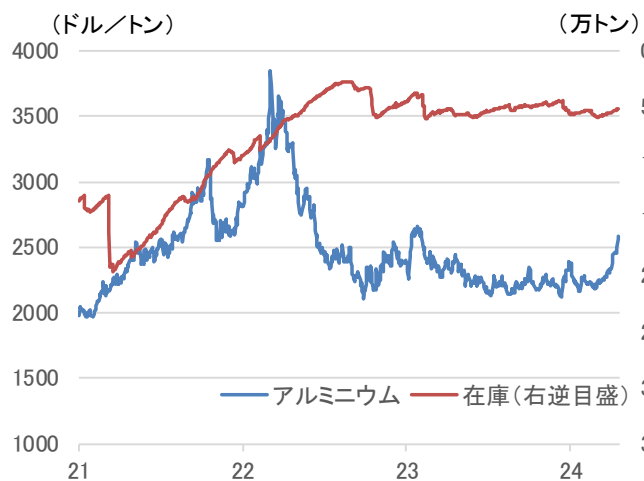
3月18日は、中国の1~2月の貿易統計が発表され、アルミニウムの輸入量が、依然、輸出量を下回っているとはいえ、前年比92%の大幅増となったことがサプライズとなった。アルミニウムは、投資妙味があるとされ、その後も騰勢が続き、3月25日と26日には2,331ドルと1月上旬以来の高値をつけた。市場参加者は、引き続き、水力発電からの電力供給が制限されている中、干ばつの影響で生産が落ち込んだ中国・雲南省のアルミニウム製錬所が年産50万トンの生産量を十分回復できるか懸念しているとされた。

3月22日には、海外アルミ地金生産者と日本の需要家などによる4~6月期積みのアルミ対日プレミアム(割増金)交渉は、1トン当たり145ドルで一部決着したと報道された。3月上旬に海外アルミ生産者が提示していた145~155ドルの下限となったものの、1~3月期の90ドルからは6割強の大幅上昇となった。電気自動車(EV)や太陽光発電向けの需要が好調な中国が輸入を増やし、アジア域内の在庫が中国に流れて、需給が引き締まっているとされた。

4月12日には、米英の両政府がロンドン金属取引所(LME)とシカゴ・マーカンタイル取引所(CME)でのロシア産のアルミニウム、銅、ニッケルの新規取り扱いを禁止した。これを受けて供給懸念が強まり、週明け15日のアルミニウム相場は一時2,728ドルまで急騰した。

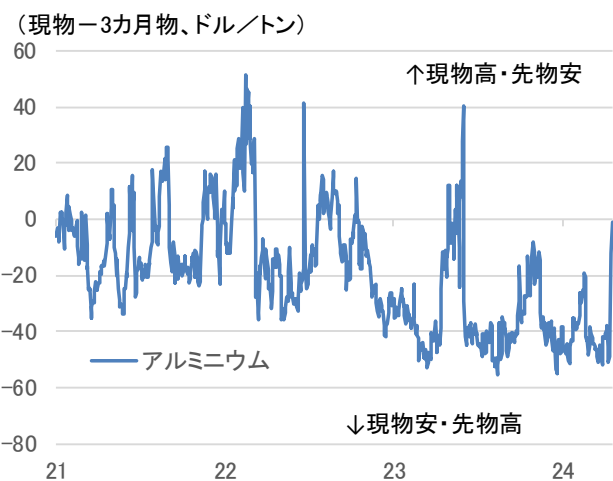
アルミニウム相場は、昨夏以降、一進一退が続いていたが、ここに来て銅など他の金属と連動して上昇傾向が強まっていた。そうした中で、取引所でのロシア産品の取り扱いが禁止され、さらに上昇した。もともと、アルミニウム需要が大幅に上振れるほどには、世界景気は強まらないとみられ、アルミニウム相場は、高値圏での一進一退が見込まれる。

アルミニウム相場とLME指定倉庫在庫の推移



(出所) ロンドン金属取引所(LME)

アルミニウムの現先スプレッド(現物-3ヵ月物)の推移



(出所) ロンドン金属取引所(LME)

(2)ニッケル市況:4月上旬には一時19,000ドルに近づく

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、2022年3月7日に1トンあたり55,000ドルの史上最高値を記録した後、同年7月15日には18,230ドルの安値をつけていた。同年12月には33,575ドルまで上昇したが、その後、下落傾向となり、2023年11月27日には15,840ドルと2021年3月以来の安値をつけた。2024年4月にかけてやや持ち直す傾向で推移している。

2023年にニッケル地金の価格は45%下落した。16,000ドルの価格では、4割のニッケル供給がコスト割れに陥っているとされる。背景には、インドネシアや中国で、低級品であるニッケル銑鉄(NPI)の生産が急増していることがある。かつては、LME相場に従ってNPIの価格が決まっていたが、今や、NPIの価格がLME相場を決定する傾向があるとされる。

1月18日に、豪資源大手BHPグループは、電気自動車(EV)用バッテリーに使われるニッケルが供給過剰で値下がりする中、ニッケル事業部門の評価損を計上する可能性があるとして発表した。同社は2021年に米EV大手テスラとニッケル供給契約を結んだ。

1月22日には、BHPグループが西オーストラリア州のカンバルダ・ニッケル選鉱場の一部を6月に一時操業停止すると発表した。また、豪鉱業サウス32はニッケル事業を見直しているとした。

2月21日には、ロシアの反体制派指導者のナワリヌイ氏が死亡したことへの対応やウクライナ侵攻の2周年が近づいていることでバイデン米大統領が対ロシア制裁を発表する姿勢を示したことから、アルミニウムと同様にニッケルの取引も制裁対象となる可能性が懸念され、ニッケル相場はやや上昇幅が大きくなった。

22日もやや大幅な続伸となった。もともと、イギリスが対ロシア制裁の新たなパッケージを発表したが、相場の反応は限られた。

23日も続伸した。価格下落を見込んだショート・ポジションを買い戻す動きが価格上昇につながっていると指摘された。一部では、インドネシア政府による各鉱山会社の事業・予算計画(RKAB)の承認の遅れが供給を引き締めるとの見方も出ていた。

26日は、上海先物取引所(SHFE)の指定倉庫在庫が大幅増となったことや、前週末23日にバイデン米政権が発表した新たな対ロシア制裁にロシア産金属への制裁が含まれていなかったことといったアルミニウムと同様の状況から、ニッケル相場は下落幅がやや大きくなった。

2月29日には、インドネシアの鉱業許可の問題を背景に、ニッケル相場は底を打ったとの見方が強まり、17,935ドルと3カ月弱ぶりの高値をつけた。

ただ、2月後半からのニッケル相場の上昇は、インドネシアのRKAB承認の遅れによる供給逼迫懸念があったが、インドネシアの鉱業許可が進めば、ニッケル供給の増勢が強まり、再び供給超過状態に陥るとの見方が根強かった。

ニッケル相場は3月13日に18,590ドルと昨年10月以来の高値をつけたが、その後、軟調な推移となった。3月19日には、インドネシア鉱業省は2024年のニッケル鉱石の生産枠としてこれまでに1億5,262万トンを許可したと述べた。

4月12日には、米英の両政府がLMEとCMEの取引所でのロシア産のアルミニウム、銅、ニッケルの新規取り扱いを禁止したことを受けて、需給引き締め懸念から、ニッケル相場も上昇し、一時19,355ドルをつけたが、高値は持続せず、18,000ドル割れまで下落した。

ニッケル需給は、最大生産国のインドネシアの増産が続き、緩和気味の状態が続くと見込まれる。中国需要は、不動産不況が続いており、ステンレス鋼の生産は伸び悩んでいるとみられ、米欧の利上げによる景気抑制効果も見込まれる。もともと、足元の米中景気は底堅く、ニッケル相場はこれまでの下落で値ごろ感も生じつつあるとみられ、4月上旬にかけて再び上昇傾向となった。その後、頭打ちとなっているが、コモディティ全般の上昇に連動して、ある程度、底堅い推移が見込まれる。

ニッケル相場とLME指定倉庫在庫の推移



(出所) ロンドン金属取引所(LME)

ニッケルの現先スプレッド(現物-3ヵ月物)の推移



(出所) ロンドン金属取引所(LME)

(3) 亜鉛市況: 2,800ドル台と1年ぶりの高値

鋼材のメッキ向けが主用途の亜鉛の相場は、2022年3月8日には1トンあたり4,896ドルの史上最高値をつけた。その後、一進一退ながら下落傾向が続き、2023年5月25日には2,215ドルと2020年7月以来の安値まで下落した。その後はやや持ち直した後、2,500ドル前後で一進一退の動きが続いていたが、2024年4月中旬には2,800ドル台と1年ぶりの高値にまで持ち直した。

2023年通年では、亜鉛相場は10.6%下落した。亜鉛も銅などと同様に中国の不動産部門の不調の影響で需要が落ち込んだためとされる。

2024年1月15日には、トラフィグラ・グループ傘下で亜鉛大手のニルスターがオランダのブデル亜鉛製錬所の生産を1月後半から停止すると発表したことを受けて、相場の上昇幅が大きくなった。同精錬所は2021年のエネルギー価格高騰を受けて縮小されていたが、オランダ政府の「エネルギー集約型産業への支援中止」もあって、引き続き、欧州の同業に比べて不利な状況にあると説明した。

その後、減産の効果や需要の持ち直し観測から、需給バランスは、2023年の供給超過から2024年は需要超過に転じるとの観測も出ており、4月10日には一時2,795ドルと2023年4月以来の高値をつけた。

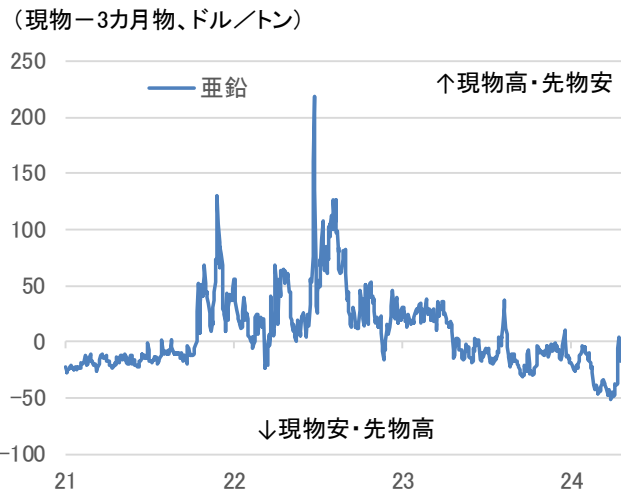
亜鉛相場は、底堅さはあるものの、LME在庫が増加傾向で推移するなど需給の引き締め感には乏しく、上値は限定された展開となると見込まれる。

亜鉛相場とLME指定倉庫在庫の推移



(出所)ロンドン金属取引所(LME)

亜鉛の現先スプレッド(現物-3ヵ月物)の推移



(出所)ロンドン金属取引所(LME)

(4)錫市況:足元にかけて 33,000ドル台まで上昇

電子部品のはんだ付けなどに使われる錫の相場は、2022年3月8日に1トンあたり51,000ドルをつけた後、10月31日には17,350ドルと2020年10月以来の安値をつけた。2023年1月26日に32,680ドルまで上昇した後、25,000~30,000ドルを中心とする一進一退が続いたが、2024年4月10日に33,130ドルと2022年6月以来の高値をつけた。

2024年1月5日には、武装勢力のミャンマー民族民主同盟軍(MNDAA)がシャン州コーカン自治区ウカライから国軍が撤収したと発表、国軍側も兵士の家族の安全や中国との関係に配慮してウカライの支配権を放棄したことを認めた。前年12月中旬に中国の仲介により3武装勢力とミャンマー国軍の停戦でいったん合意していたが、その後も戦闘が続いた。

2月5日には、1月のインドネシアの錫地金輸出が0.4トンと前年比99%減となったと発表された。原因は鉱山会社の事業・予算計画(RKAB)の承認が遅れたことにあるとされた。インドネシアでは2024年よりすべての鉱山業者がRKABを保証しなければならなくなった(また、RKABは毎年更新とされていたものが、3年毎に変更された)。インドネシア最大の錫鉱山会社ティマは、1月の出荷量はゼロであったが、2月はRKABの承認を得たとされた。

インドネシアでRKABの承認が遅れたため、欧州やアジアでは高純度の錫地金が不足される状況となっていた。世界の半導体需要が上向していることなどから錫のはんだ向け需要の増加が連想されたことも加わって、3月18日には28,860ドルと2023年7月以来の高値をつけた。

3月19日には、インドネシアのティマ社が3万トン前後の錫地金の輸出許可を取得したとされ、この日の錫相場は4.4%の大幅下落となった。インドネシア鉱業省は、2024年の錫の生産枠としてこれまでに約4.5万トンを許可したと述べた。その後もインドネシアの増産が意識され、錫相場は軟調に推移した。

しかし、4月にかけて錫相場の上昇幅は大きくなった。半導体等エレクトロニクス産業の持ち直し機運がはんだ付けなど錫需要の増加観測につながっているとみられる。LME指定倉庫の在庫も減少傾向で推移している。当面、エレクトロニクス関連需要の回復持続が見込まれ、錫相場も緩やかな上昇が見込まれる。

錫相場とLME指定倉庫在庫の推移

錫の現先スプレッド(現物-3ヵ月物)の推移



(出所)ロンドン金属取引所(LME)

(出所)ロンドン金属取引所(LME)

(5)鉛市況:足元は2,200ドル近くまで上昇

自動車のバッテリー向けなどに使われる鉛の相場は、2022年3月8日に1トンあたり2,700ドルと2011年7月以来の高値に上昇した後、9月27日には1,746ドルと2020年6月以来の安値をつけた。その後、2023年1月9日には2,310ドルまで上昇した後、6月1日には1,976ドルまで下落した。その後、一進一退の動きが続き、足元は2,200ドル近くまで上昇している。

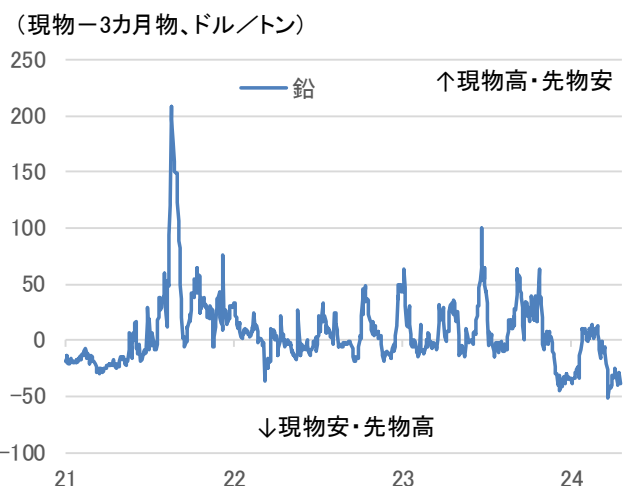
2月29日～3月1日は、LME指定倉庫の在庫の増加を受けて、鉛相場下落幅がやや大きくなった。

3月20日にも、LME在庫が34%も急増したことで、銅相場下落幅がやや大きくなった。鉛の現物と3ヵ月物とのスプレッドは、3月20日にマイナス50ドル超と1992年6月以来の水準に拡大し、鉛地金の荷余り状態を示しているとされた。

4月に入って、他のコモディティに連動して上昇する動きとなっているが、このところのレンジ内にとどまっている。他のコモディティが上昇する中で、鉛も底堅いとみられるが、上値は限定された動きが見込まれる。

鉛相場とLME指定倉庫在庫の推移

鉛の現先スプレッド(現物-3ヵ月物)の推移



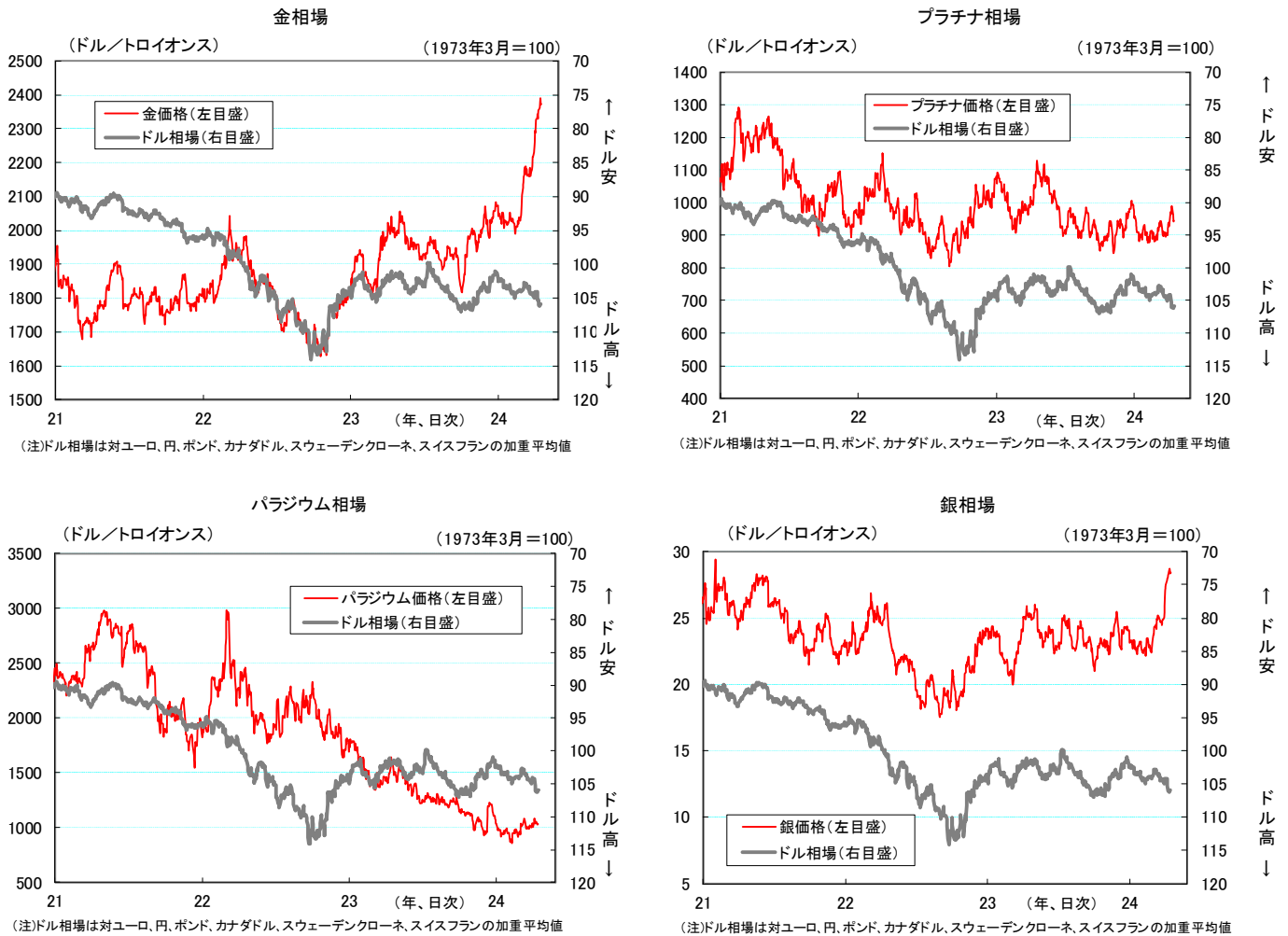
(出所)ロンドン金属取引所(LME)

(出所)ロンドン金属取引所(LME)

4. 貴金属:金相場は3~4月は史上最高値更新が相次ぐ

金相場は、2023年10月6日には1トロイオンスあたり1,809.50ドルと7カ月ぶりの安値をつけた。しかし、12月上旬には2020年8月の高値(2,072.49ドル)を上回った。2月半ばに1,985.09ドルまで下落する場面もあったが、その後2,000ドル台を維持して推移し、3~4月は史上最高値の更新が相次ぎ、4月12日には2,431.29ドルまで上昇する場面があった。

各貴金属価格の推移



(出所)Refinitiv

【1月の動向】～一進一退

米雇用統計や米CPIが弱材料も2,000ドルを維持

年明け1月2日は、材料難の中、早朝に2,080ドルに近づいた後、米長期金利の上昇を受けて下落し、その後、前日比小幅マイナスとなった。

3日は、米供給管理協会(ISM)による12月の製造業購買担当者景況指数(PMI)が市場予想を上回った一方で、11月の米求人数が市場予想を下回って、経済指標が強弱まちまちとなる中で、為替市場では利下げ開始時期を巡る不透明感などからややドル高が進み、金相場は下落した。

4日は、前日公表された12月の米連邦公開市場委員会(FOMC)議事要旨で2024年内の利下げは適

切との意見がメンバーの大勢を占めていたことなどが判明し、金を支援した。イスラエルとハマスによるガザでの戦闘に加えて、イエメンの武装組織フーシ派による紅海での商船攻撃、イランでの爆発など中東情勢への懸念が金買いにつながった面もあった。

5日は、12月の米雇用統計が発表され、米景気の堅調さや労働市場のタイトさを示す内容で一時ドル高や長期金利上昇が金相場を圧迫したが、その後、米ISMによる非製造業PMIが市場予想を下回ったことで、金は買い戻され、結局、前日比小幅プラスに落ち着いた。

8日は、前週末の強めの米雇用統計が意識されて、米連邦準備制度理事会(FRB)が3月にも利下げを行うとの観測がやや後退したことで、金は売られた。

9日は、ほぼ横ばいだった。11日に米金融政策の行方を見極めるうえで重要な米消費者物価指数(CPI)の発表を控えて、値動きは限られた。

10日も、様子見ムードが強い中、小幅続落した。

11日は、注目された米CPIの前年比上昇率が加速し、市場予想も上回ったことで、米早期利下げ観測がやや後退し、金は売られたが、売り一巡後に買い戻され、小幅高となった。

12日は、米英軍が紅海で商船への攻撃を続けるフーシ派の拠点上空爆したことで中東で一段と緊張が高まることが懸念されて安全資産需要につながったことや、12月の米生産者物価指数(PPI)が市場予想を下回ったことで早期利下げ観測が強まったことが金相場を押し上げた。

連休明けの16日は、米早期利下げ観測が後退して、米長期金利やドル相場の上昇につながり、金相場を圧迫した。11月にそれまでのタカ派的姿勢からハト派的姿勢に転換して注目されたウォラーFRB理事が「利下げを急ぐべきでない」といったややタカ派的な発言をしたことが相場を動かした。

17日は、12月の米小売売上高が市場予想を上回ったことから、米早期利下げ観測がさらに幾分後退して、金は続落した。一時2,001ドルの安値をつけた。

米利下げ観測の後退や地政学リスク懸念から一進一退

18日は安全資産需要などから反発した。17日にバイデン米政権がフーシ派を「特別指定国際テロリスト」に再指定すると発表し、商船攻撃への報復として同派の拠点を空爆したことや、パキスタン軍がイラン領内の過激派への空爆を行ったと表明したことが地政学リスク懸念を高めた。パキスタン軍による空爆は、16日のイランによるパキスタン領内の武装組織拠点への攻撃の報復行動とされる。

19日は、米ミシガン大学調査による1月の消費者信頼感指数が市場予想を上回る大幅上昇となり、金には弱材料となったが、為替市場でユーロ高・ドル安が進んだことで金は支えられた。

22日は、ダウ平均株価が過去最高値を更新するなどリスクオン・ムードが強まったことや、そうした中でFRBが3月にも利下げに踏み切るとの期待が後退したことを受けて、金はやや軟調に推移した。

23日は、主要経済指標の発表もなく、材料難の中、小動きとなった。週内に欧州中央銀行(ECB)の定例理事会、翌週に米FOMCを控えて、様子見となりやすい状況だった。

24日は、米S&Pグローバルによる1月のPMIが発表され、製造業、サービス業とも市場予想から上振れして上昇したことが、米早期利下げ観測を幾分後退させて金相場の下落につながった。

25日は、10～12月期の米実質GDP(国内総生産)が市場予想を上回ったものの、食料品とエネルギー

を除くコア個人消費支出(PCE)価格指数は市場予想と一致し、国内経済活動で生じた物価動向を示すGDPデフレーターは市場予想を下回るなどインフレ指標は落ち着いていたため、やや金を買われた。米新規失業保険申請件数が増加したことも支援材料だった。

26日は、12月のPCE統計が発表され、エネルギーと食品を除いたコア価格指数の伸びが市場予想を下回って鈍化したことが好感され、金相場が上昇する場面もあったものの、翌週にFOMCを控えて様子見ムードが強い中、やや売りが優勢になった。

29日は、前日に米軍がヨルダンで攻撃を受けて米兵3人が死亡したと発表し、米軍が報復を検討しているとされる中、地政学リスク懸念が強まり、金は買われた。

30日は、翌日まで開催されるFOMCでFRBが利下げに転換することを示唆する可能性があるとの思惑から、米長期金利やドル相場がやや低下したことを受けて、金相場は続伸した。ヨルダンでの米兵死亡に関して、バイデン政権に軍事行動を求める圧力が強まっているとされたことも支援材料だった。一方、12月の米求人数が市場予想を上回ったことは弱材料と目された。

31日はFOMCの結果発表が注目される中で、米民間雇用サービス会社ADPによる全米雇用報告で1月の就業者数が市場予想を下回ったことや、10～12月の米雇用コスト指数が市場予想を下回ったことが、金相場の上昇につながった。その後、パウエルFRB議長がFOMC後の会見で、「3月の利下げはありそうにない」と述べたことで、早期利下げ期待が後退し、金は売り戻された。

【2月の動向】～月初に高値後いったん下落

米景気指標の堅調などから軟調だった金相場

2月1日は、米新規失業保険申請件数が市場予想を上回って2週連続の悪化となったことで米長期金利やドル相場が低下し、金相場の続伸につながった。前日に米地銀ニューヨーク・コミュニティ・バンコープが予想外の赤字決算を発表して株価が大幅下落したこともリスク回避の金買いにつながった。

2日は、1月の米雇用統計が発表され、非農業部門の就業者数が市場予想を上回り、賃金上昇率も上振れたことで、米早期利下げ観測が後退し、米長期金利やドル相場が上昇して、金相場は反落した。

5日は続落した。米ISMが発表した1月のサービス業PMIが上昇したこともあって、前週末の米雇用統計を受けた米早期利下げ観測の後退ムードが続いた。また、前日のテレビでパウエルFRB議長は利下げを決める前に「さらに幾分確信が欲しい」と述べていた。

6日は、米雇用統計などを受けた米長期金利やドル相場の上昇が一服して金相場は反発した。

7日は、為替市場でのドル安が支援材料になったものの、米長期金利上昇がやや上昇したことが下押し材料となり、金相場はほぼ横ばいだった。

8日は、米ボストン連邦準備銀行のコリンズ総裁や米リッチモンド連銀のバーキン総裁が先日のパウエルFRB議長の利下げ開始前にインフレ鈍化の確信が欲しいとする発言に沿った内容の発言を行って、早期利下げ観測の後退につながり、金相場にはやや弱材料になった。

9日は、米CPIの年次改定で12月分の上昇率が下方修正されたことで金を買われる場面もあったが、結局、米早期利下げ観測の後退を受けて市場金利が上昇する流れとなり、金は売られた。

米インフレ指標も上振れして一時 2,000ドル割れ

12日は続落した。米株式相場が最高値更新を続ける中、安全資産である金の投資妙味が減退した。翌日に米CPIの発表を控えて、様子見ムードが強かった。

13日は、1月の米CPIの伸びが市場予想を上回り、高止まりする結果となったため、米早期利下げ観測が一段と後退した。金はやや下落幅が大きくなり、2,000ドルを下回った。

14日は、前日に米CPIが上振れした影響が残り、金は2,000ドル割れで推移した。

15日は、1月の米小売売上高の減少幅が市場予想を上回ったことで、米長期金利やドル相場が低下し、金は上昇した。

16日は、1月の米PPIの伸びが市場予想を上回ったことで、早期利下げ観測の後退から金は売られる場面もあったが、その後、米国の3連休を前にしたポジション調整や、中東や欧州の地政学リスクへの懸念から金は買い戻しが優勢となった。

地政学リスクや米利下げ期待が支援材料

米国の連休明けの20日は、為替市場でドル安の流れが続き、金は買われた。また、中国人民銀行が事実上の政策金利である最優遇貸出金利(LPR)のうち、住宅ローン金利の目安となる期間5年超の金利を3.95%に引き下げたことが同国の景気や金需要を下支えするとの思惑につながった

21日は、米時間午後に発表されるFOMC議事要旨が注目される中、金は利益確定売りが優勢となった。FOMC議事要旨では、メンバーの大半が性急な利下げのリスクを指摘していたが、相場の反応は限られた。ガザでの戦闘やフーシ派による船舶攻撃が継続しており、中東の地政学リスクへの警戒が下値を支えた。

22日は、米新規失業保険申請件数が市場予想を下回って労働市場の堅調さを示したことや、米S&Pグローバルによる2月の米製造業PMIが上昇したことで米早期利下げ観測がやや後退した。前日の米半導体大手エヌビディアの好決算を受けて米株式相場が上昇したことも安全資産である金の魅力を減じた。

23日は、米長期金利の低下や中東情勢の緊張が金買いにつながった。イスラエル国会(定数120人)は、ネタニヤフ政権が国際社会による一方的なパレスチナ国家の承認に反対すると宣言したことを99人の賛成多数で支持した。

26日は、米利下げ後ずれ観測などから米市場金利がやや上昇して金相場を抑制した。週内に米PCE価格指数の発表を控えて様子見ムードが強いとされた。

27日はほぼ横ばいだった。米耐久財受注や米コンファレンスボードによる消費者信頼感指数が弱めに出て下支えされた。

28日も様子見ムードが強い中、小反発した。ボストン連邦準備銀行総裁やニューヨーク連銀総裁の発言は新味に欠けると受け止められ、市場の反応は鈍かった。

29日は、1月のPCE価格指数が市場予想並みにとどまり、警戒されたほど上振れしなかったため米市場金利の低下につながり、金は上昇した。

【3月の動向】～大幅上昇して最高値更新

米早期利下げ期待の持ち直しで金は史上最高値

3月1日は、米ISMによる2月の製造業PMIが市場予想を大幅に下回ったことで早期利下げが意識され、長期金利やドル相場が低下し、金相場は上昇幅が大きくなった。金先物は昨年12月27日以来約2カ月ぶりに清算値ベースでの最高値を更新した。

週明け4日は、前週にPCE価格指数がインフレ上振れへの懸念を後退させ、ISM製造業指数が景気の弱さを示したことを受けて、早期利下げ観測が持ち直し、金相場を押し上げた。

5日も続伸した。米ISMによるサービス業PMIが低調で米利下げ時期が早まるとの観測が強まった。また、イスラエルとハマスの停戦協議が難航する中、ラマダン(断食月)が迫って、早期の停戦合意への期待が後退しつつあることも安全資産需要につながった。金(現物)も一時史上最高値を更新する場面があった。

6日は、パウエルFRB議長が米下院の議会証言で「年内に利下げが適当になる」との見通しを示して安心感が広がり、金は史上最高値の更新が続いた。

7日は、パウエル氏が米上院での証言で「インフレ低下に対する確信がそう遠くない将来に得られる」と述べて、市場では利下げ見通しへの安心感が広がり、金は続伸した。

8日も4日連続で史上最高値を更新した。米雇用統計が発表され、2月の非農業部門の就業者の増加数が市場予想を上回ったものの、12月と1月が下方改定されたことや、失業率が上昇したこと、賃金上昇率が低かったことで、市場金利やドル相場の低下につながり、金相場を押し上げた。

米インフレ指標の上振れが重荷に

11日も前週の米雇用統計を受けた利下げ期待を背景に底堅く推移した。もともと、翌日の米CPIの発表を控えて様子見ムードが強かった。

12日は、2月の米CPIがやや市場予想よりも上振れし、米利下げ時期の後ずれ観測につながって、米市場金利とドル相場が上昇したため、金は10営業日ぶりに下落した。

13日は、前日の米CPIの上振れにも関わらず、FRBによる利下げの見通しは大きく変化しないとの見方が強まり、金は反発した。

14日は、米PPIが市場予想を上回ったことで、米利下げ後ずれ観測が強まり、金は反落した。

15日は、CPIやPPIを受けた米利下げ時期の後ずれ観測が続き、対ユーロでドル高となり、金売りにつながった。なお、この日、春闘での高い賃上げが明らかになる中、日銀によるゼロ金利解除観測が強まったため、ドルは対円では売られた。

FOMCをハト派的と受け止め最高値を更新

18日は、19～20日のFOMCを控えて様子見ムードが強い中、前週に下落した反動から小幅反発した。

19日はFOMCの結果発表を翌日に控えてポジション調整の売りに押されて反落した。ロシア対外情報庁のナルイシュキン長官が、「フランスがウクライナへ派兵すれば、優先的な攻撃の対象となる」と発言したことは安全資産である金を支援したとみられる。

20日はFOMCの結果発表を前に小動きだった。その後、FOMCでは2024年末までに合計0.75%の

利下げを行う想定を維持したことや、パウエル FRB 議長が会見でインフレ鈍化見通しは変わらないと言及したことを好感する流れとなった。

21 日は小幅下落した。前日の FOMC の結果がハト派的と受け止められ、金は、一時、史上最高値を更新した。米新規失業保険申請件数が市場予想を下回ったことや、S&P グローバルによる米製造業 PMI や米中古住宅販売戸数が景気の堅調さを示したことで、為替市場でドル買いが優勢となり、金の上値は抑えられた。

22 日は、週末を控えた持ち高調整や為替市場でのドル高、それまでの上昇の反動などからやや下落した。

25 日は、前週までのドル高の反動からややドル安が進んだことを受けて、金を買われやすくなった。もっとも、29 日に発表される米 PCE 価格指数を見極めたいとの思惑が強いとされた。

26 日も様子見ムードが強い中、金は小幅続伸した。

27 日は、7 年物米国債の入札が好調だったことなどから米長期金利が低下し、金相場は続伸した。

28 日は、様子見ムードが続く中、米利下げ観測や安全資産需要が意識されて、一時 2,234.99 ドルと史上最高値を更新した。

【先行き】～高値更新が続く金相場、いずれスピード調整の可能性

連休明け 4 月 1 日は、29 日に発表された米 PCE 価格指数がほぼ市場予想通りの内容となり、インフレの鈍化傾向を示すものと受け止められた。パウエル FRB 議長も「ほぼ予想通り」でインフレ鈍化の傾向を示すものとの見方を示したため、年央にも利下げが実施されるとの期待がやや高まり、金買いにつながった。金は最高値を更新した。

2 日は、中東での地政学リスクの高まりが金相場を押し上げ、この日も史上最高値を更新した。前日にシリアの首都ダマスカスのイラン大使館周辺でイスラエル軍機によるとみられる攻撃があり、イラン政府は上級司令官ザヘディ氏を含む 7 人が死亡したと発表して報復を宣言し、緊張が高まった。

3 日は、米アトランタ連邦準備銀行のボスティック総裁が米利下げは年内に 1 回、第 4 四半期に始めるのが適当かもしれないとの見方を示したものの、パウエル FRB 議長は、今後のデータに依存するものの、年内に利下げを行うとの見方に変化はないと言及したことが強材料になった。米 ISM によるサービス業 PMI が市場予想を下回って低下したことで、サービス分野を中心とするインフレ圧力が後退するとの見方から利下げ期待が強まったことも金を支えた。

4 日は、一時最高値を更新したものの、中東の地政学リスクと年内利下げ観測を背景とした買いが一巡し、小幅反落した。

5 日は反発し、史上最高値を更新した。イスラエルとイランの緊張の高まりが意識され、地政学リスク懸念から金を買われた。3 月の米雇用統計で就業者数が市場予想を上回ったものの、それほど売り材料視されなかった。

8 日は、各国の中央銀行による金買いや、地政学リスクが意識されて金は続伸した。前日の中国人民銀行の発表によると、3 月末時点の金保有は前月比 16 万トロイオンス増と 17 カ月連続の増加となった。また、イスラエルとハマスの停戦協議で進展があったとの一部で報じられたものの、地政学リスク懸念は根強かった。

9 日もイスラエルとハマスの停戦交渉が注目材料だった。ハマスは、イスラエルによる休戦案への不満を

表明したものの、引き続き内容を精査するとした。一方、イスラエルのネタニヤフ首相は、ガザ最南部ラファに侵攻する日程は決定していると表明した。交渉は継続しているものの、緊迫化した状態が続いているとの見方から、金相場には押し上げ材料になった。

10日は、3月の米CPIが市場予想を上回ったことで、FRBによる早期利下げ観測が後退し、金は売られた。一方、イスラエルとハマスの停戦交渉は難航の様様で、安全資産としての需要を支えたとみられる。

11日は、3月の米PPIが市場予想を下回ったことで、前日のCPIを受けて高まっていたインフレ高止まりへの警戒感が幾分後退して、金買いにつながった。

12日には、金は、先物、現物ともに史上初めて2,400ドル台をつけた。

金利先物市場の動向から米政策金利の先行きを分析するCMEフェドウォッチ・ツールによると、5月1日のFOMCでは、現行の誘導目標の据え置きが9割超の確率で見込まれる状態に至っている。6月12日のFOMCでも政策金利が据え置かれる確率を8割近く見込み、7月31日のFOMCでも5割前後の確率で据え置きが見込まれる状態にまで早期利下げ観測が後退した。

しかし、それでも年内に利下げが開始され、その後、追加利下げが来年にかけて行われるとの根強い利下げ観測があり、金相場を支えているとみられる。

加えて、中東やウクライナを巡る地政学リスクが緊迫の度合いを増したことが金相場を押し上げた。

とはいえ、米国の景気指標やインフレ指標が上振れした際や、地政学リスク懸念が後退するニュースが報じられた時に、金相場が下押しされる程度が小さく、すぐ反発に転じる状況は、結果としてやや速すぎる相場上昇につながっている。

そうした状況はしばらく持続するのかもしれないが、いずれスピード調整するタイミングがやってくる可能性がある。

－ ご利用に際して －

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