

調査レポート

コモディティ・レポート(2025 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:2 月中旬にかけて持ち直し後、4 月上旬に急落

ドル建て国際商品市況全般の動向を示す FTSE・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、2025 年 2 月 19 日には 2022 年 6 月以来の高値に持ち直したが、2025 年 4 月上旬には急落した。貿易戦争など非常に大きな不確実性が意識される中、金以外のコモディティの相場は不安定で方向感なく推移するとみられる。

2. エネルギー市況:4 月上旬にブレントが 58ドル台、WTI が 55ドル台の安値

国際指標のブレント原油は、2025 年 4 月 9 日には、一時 58.40ドルと 2021 年 2 月以来の安値をつけた。米関税政策を受けた貿易戦争や世界景気悪化への懸念や産油国の増産姿勢を背景に急落した。値ごろ感も生じつつある一方で、米中の関税引き上げ合戦の行方など先行きは見通しづらく、相場の方向感が出にくいだろう。

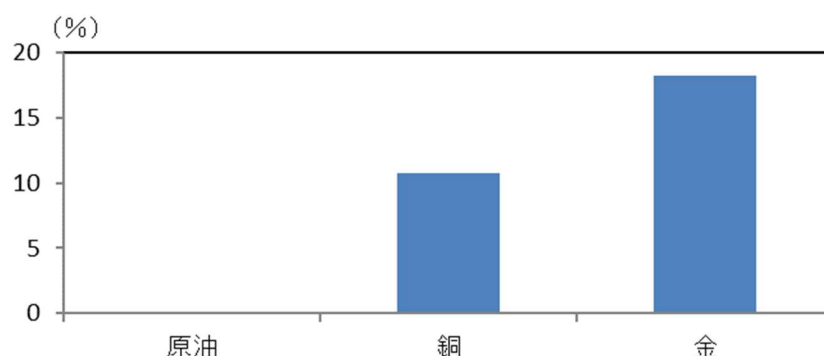
3. ベースメタル市況:銅は 3 月下旬に 1 万 100ドル台の後、4 月上旬に 8,100ドル台

銅相場は、2025 年 3 月 26 日に 10,164.50ドルまで上昇したが、4 月 7 日には 8,105ドルまで下落した。米相互関税は中国以外の国・地域には 90 日間停止され、市場のリスクオフ・ムードは緩和されたが、米中による追加関税引き上げの応酬は両国景気に悪影響を及ぼしそうであり、銅相場は不安定な推移が見込まれる。

4. 貴金属市況:金は 4 月中旬に史上最高値を更新して 3,200ドルを突破

金相場は、2025 年 4 月 11 日に 3,200ドルを突破した後、さらに上伸している。米金融政策について利下げ観測が回復したことや、関税政策などトランプ米政権の施策を巡る不確実性が意識されたことが安全資産とされる金の需要につながった。不透明材料が多い状況はしばらく続き、金相場は追い風を受けやすいとみられる。

原油・銅・金相場の騰落率(2025 年 3 月末の 2024 年 12 月末との対比)



1. コモディティ市況全般の概況: 2月中旬にかけて持ち直し後、4月上旬に急落

ドル建て国際商品市況全般の動向を示す FTSE・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、2025 年 2 月 19 日には 2022 年 6 月以来の高値に持ち直したが、2025 年 4 月上旬には大幅下落した。

マクロ経済環境をみると、関税など米政権の政策を受けて、金融市場が大きく変動する中、コモディティ相場も影響を受けた。金は米利下げ観測の復活や地政学リスク要因の継続に加えて、米政権の政策を巡る不確実性の増大を背景に 4 月中旬に史上最高値をつけた。原油は貿易戦争や世界景気悪化への懸念と産油国の増産姿勢から 4 月上旬に急落した。銅も 4 月上旬に急落した。4 月上旬に発表された「相互関税」は想定よりも厳しい内容であり、その後、関税の一部撤回などを含めて米政権による朝令暮改が続いている。非常に大きな不確実性が意識される中、金が支持されるのを除けば、他のコモディティは不安定で方向感なく推移するとみられる。

FTSE・コアコモディティ CRB 指数の推移



(注)ドル相場は対ユーロ、円、ポンド、カナダドル、スウェーデンクローネ、スイスフランの加重平均値

(出所)Bloomberg

金・銅・原油・穀物の市況の推移



(注)原油はBrent、金はCOMEX、銅はLME、穀物は大豆・小麦・トウモロコシの幾何平均

(出所)Bloomberg

2. エネルギー

(1) 原油市況:4月上旬にブレントが58ドル台、WTIが55ドル台の安値

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、一進一退を経ながら下落傾向となり、2025年4月9日には、ブレントは一時58.40ドル、WTIは55.12ドルとそれぞれ2021年2月以来の安値をつけた。

【1月の動向】～上昇後、下落

(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	 (75.93)	中国の習近平国家主席が31日に2024年の経済成長率が政府目標である「5%前後」になると見通し、25年は景気回復に向けて「より積極的なマクロ経済政策」を展開すると述べたとの報道が好感された。財新／S&P グローバルによる製造業購買担当者景況指数(PMI)が景気の弱さを示したことも当局の景気刺激策への期待を高めたとされた。一方、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下回り、石油製品在庫が積みあがったことは弱材料だった。
3日	 (76.51)	中国国家発展改革委員会(発改委)当局者が企業投資と消費拡大を促進するため、2025年に超長期国債による資金調達を大幅に増やす方針を明らかにしたことや、米欧で気温が低下するとの予報を受けて続伸した。ドル高傾向が続いていることは上値を抑えた。
6日	= (76.30)	小幅反落。米欧の寒波、中国の景気刺激策などを受けてWTIで75ドル近く、ブレントで77ドル台半ばまで上昇する場面があったが、トランプ次期米政権が関税強化策の対象とする品目を限定するとの一部報道を同氏が否定すると、米長期金利やドル相場の上昇につながり、原油は利益確定売りが活発化した。
7日	 (77.05)	バイデン米政権がロシアへの制裁強化措置として、同国産原油を輸送するタンカーへの制裁発動を検討しているとの報道があり、イランに対する制裁強化の可能性も意識される中で、需給引き締め観測がやや強まった。
8日	 (76.16)	米EIAの週次統計で原油在庫は減少幅が市場予想を上回ったものの、ガソリンや中間留分の在庫が市場予想を上回る増加となったことが弱材料になった。トランプ次期米大統領が全世界一律の関税導入に向けて国家経済緊急事態宣言を検討していると報じられ、ドル高・ユーロ安が進んだことも原油売りにつながった。

9 日		(76.92)	北半球の各地で気温低下が予想され、暖房向け需要の増加観測から原油買いが優勢となった。
10 日		(79.76)	バイデン米政権がロシアの石油・ガス収入を標的とした広範な制裁措置を発表し、石油供給の混乱が懸念されて原油の上昇幅が大きくなった。制裁対象にガスプロムネフチとスルグトネフテガスが含まれ、英国も米国の制裁に追随した。WTI は 3.6% 高、ブレントは 3.7% 高となった。
13 日		(81.01)	前週に発表された対ロシア制裁の強化措置によって、インドや中国が石油の調達先を中東、アフリカ、米州に変更すれば、石油需給のタイト化や輸送費の上昇につながるとの懸念が相場を押し上げた。
14 日		(79.92)	これまでの上昇で利益確定売りが出やすかったことや、米 EIA が毎月公表する短期エネルギー見通し(STEO)で 2025 年の石油需給について供給超過を予想したことを背景に、原油売りが優勢となった。
15 日		(82.03)	国際エネルギー機関(IEA)が月報で米国の対ロシア制裁の強化が供給混乱につながる可能性があるとして指摘して改めて強材料視されたことや、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で原油相場の上昇幅が大きくなった。一方、イスラエルとイスラム組織ハマスは、ガザでの停戦に合意したと報道され、供給懸念は幾分和らいだと受け止められた。WTI は 3.3% 高、ブレントは 2.6% 高だった。一時、WTI は 80.77 ドル、ブレントは 82.63 ドルまで上昇した。
16 日		(81.29)	イスラエルとハマスの停戦合意を受けて、イエメンの親イラン武装組織フーシ派が紅海での船舶攻撃を停止するとの観測が高まり、原油は反落した。
17 日		(80.79)	イスラエル首相府が、全体閣議でガザでの停戦合意が承認されれば、19 日に人質解放が実施されとの見通しを明らかにしたことで、地政学リスク懸念が後退し、原油売りにつながった。
20 日		(80.15)	トランプ氏が米大統領に就任し、国家エネルギー非常事態を宣言したことを受けて、エネルギー供給が促進されとの思惑から、ブレント原油は続落した。米国市場はキング牧師生誕記念日のため休場だった。
21 日		(79.29)	前日に就任したトランプ米大統領が国家エネルギー非常事態を宣言し、化石燃料の増産観測が強まった。また、フーシ派がガザ停戦を受けて商船への攻撃をイスラエルと関連のある船舶に限定すると報じられて供給懸念が後退した。

22 日	↓	(79.00)	米新政権の関税政策への不確実性が意識されて、投資家のリスク回避姿勢が強まり、原油は売られた。トランプ大統領は、2 月 1 日からメキシコとカナダからの輸入品に 25%の関税を課すことを計画しているとしていたことに続き、同日から中国からの輸入品にも 10%の関税を課すことを協議していると述べた。
23 日	↓	(78.29)	トランプ氏が世界経済フォーラム年次総会(ダボス会議)にオンラインで参加し、サウジアラビアと石油輸出国機構(OPEC)に対して、原油価格の引き下げを求めたことを受けて、原油は下落した。
24 日	=	(78.50)	トランプ氏が前日夜の FOX ニュースのインタビューで「できれば中国に対して関税を使いたくない」と述べたことで、過度な米中摩擦への警戒感が後退したことやドル相場下落につながったことから、原油はやや買い戻された。もっとも、前日のトランプ氏の産油国への原油価格引き下げ要求が意識されて上値は限定された。
27 日	↓	(77.08)	中国新興企業のディープシークによる生成 AI が安価で高性能との見方が台頭し、米ハイテク企業の優位性への疑念から投資家のリスクオフ姿勢が強まったことや、ディープシークの AI はエネルギー効率が高いとの評価があることなどから、原油が売られた。中国国家统计局が発表した 1 月の製造業 PMI が市場予想を下回ったことも弱材料だった。
28 日	↑	(77.49)	リビアで住民の抗議活動によって供給が妨害される事態が発生したことや、米政権によるメキシコやカナダに対する関税引き上げが 2 月 1 日に迫っていることが懸念材料となり、原油は反発した。
29 日	↓	(76.58)	米 EIA の週次統計で原油在庫の増加幅が市場予想をやや上回ったことを受けて、原油は反落した。この日、米連邦公開市場委員会(FOMC)で政策金利の据え置きが決定されたが、市場の反応は限定的だった。
30 日	↑	(76.87)	米政権が 2 月 1 日よりカナダとメキシコから輸入する原油に対して 25%の関税を課す可能性を巡る不確実性が意識されて、原油は小動きにとどまった。トランプ氏が OPEC に対して原油価格の引き下げを求める中、OPEC と非 OPEC 産油国で構成する「OPEC プラス」が 2 月 3 日に開催する合同閣僚監視委員会(JMMC)の行方もやや不透明材料となった。
31 日	=	(76.76)	小幅下落。一時、カナダ、メキシコに対する関税引き上げを 3 月に先送りするとの一部報道を受けてドル安が進んだが、米政権はこの報道を否定し、ドルは上昇し、ドル建ての原油相場を圧迫した。関税引き上げが世界経済に悪影響をもたらすとの懸念で投資家のリスク回避姿勢が強まり、リスク資産の一角である原油が売られた面もあった。

【2月の動向】～下落傾向

3 日	 (75.96)	1 日にトランプ米大統領がカナダ、メキシコからの大半の輸入品に 25%、カナダからのエネルギー関連製品には 10%、中国からの輸入品に 10%の追加関税を課すように命じたことを受けて、エネルギー供給の不安定化が懸念され、原油高につながった。しかし、メキシコに対する関税の発動を 1 ヶ月遅らせるとの発表で上げ幅を圧縮し、その後、カナダについても 1 ヶ月遅らせると発表された。一方、OPEC プラスは合同閣僚監視委員会を開催し、従来通り、有志 8 カ国による日量 220 万バレルの自主減産を 4 月から段階的に縮小する(=増産する)方針などを確認した。
4 日	 (76.20)	米政権による中国からの輸入品に対する 10%の追加関税が発動され、中国政府が報復関税を発表したことを受けて、貿易戦争による世界経済への悪影響が意識されて原油売りが先行した。しかし、トランプ氏が対イラン制裁を強化する意向と報道され、イラン産原油の供給不安や地政学リスク懸念から原油は下げ幅を縮小した。
5 日	 (74.61)	米中貿易戦争への懸念が相場の圧迫要因として意識される中、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を受けて、原油は下落した。
6 日	 (74.29)	前日にサウジアラビア国営石油会社サウジアラムコが 3 月のアジア向け公式販売価格(OSP)を引き上げたことや、この日、米財務省が中国向けにイラン産原油の輸送に関与する一部の個人やタンカーに対して新たな制裁を科すと発表して強気材料になったものの、トランプ氏が改めて原油価格を引き下げするため、原油を増産する意向を示したことが弱気材料となった。
7 日	 (74.66)	前日までの下落で値ごろ感が出ていたことや、前日発表された米国の対イラン追加制裁を受けた供給懸念を背景に原油は反発した。
10 日	 (75.87)	前日にトランプ氏が「相互関税」を近く発表し、ほぼ即時に発効させると表明し、鉄鋼・アルミニウム・半導体など品目別の関税の導入にも意欲を示したことで貿易摩擦による世界景気悪化への警戒感が強まったものの、これまでの下落で値ごろ感から買いが優勢となった
11 日	 (77.00)	トランプ米政権による新たな対イラン制裁が近付いているとの観測が相場を押し上げた。バイデン前米政権による対ロシア制裁強化を受けたロシア産原油の供給への影響も意識された。一方、米連邦準備制度理事会(FRB)のパウエル議長は上院銀行委員会で証言し、利下げを急がないスタンスを示したことで石油需要が抑制されるとの見方につながり、相場の上値は限定的だった。

12 日	↓ (75.18)	1 月の米消費者物価指数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たこと、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、トランプ氏がロシアのプーチン大統領とウクライナ停戦を巡って電話会議を行ったことなどが原油売りの材料となった。
13 日	= (75.02)	米国とロシアがウクライナ停戦を巡る交渉開始で合意したことを受けて、エネルギー供給不安が後退し、原油は小幅続落した。一方、トランプ米大統領が米国からの輸入品に関税をかけている国・地域に相応の関税を課す「相互関税」を検討するように指示したが、米当局による貿易相手国への調査は 4 月 1 日までに終わるとの目途が示されたため、各国と交渉する時間が増えたと受け止められ、原油は下げ幅を縮小した。
14 日	↓ (74.74)	ベッセント米財務長官がイラン産原油の輸出量を現行の水準の 10% 未満まで削減する方針を表明し、一時、原油買いが先行する場面もあったが、14～16 日にドイツのミュンヘンで開催されるウクライナ情勢を協議する安全保障会議を巡って、地政学リスクが後退する可能性が意識され、原油売りが優勢となった。1 月の米小売売上高が弱めに出たことも弱材料になった。
17 日	↑ (75.22)	米市場がプレジデント・デーのため休場だったが、ブレント原油は上昇した。カスピアン・パイプライン・コンソーシアム (CPC) は、ロシア南部のパイプラインのポンプ場がドローン攻撃を受けて、米石油大手シェブロンやエクソンモービルによるカザフスタンからの石油供給が減ったと発表し、供給懸念につながった。
18 日	↑ (75.84)	引き続き前日のウクライナ軍によるロシア南部の石油パイプラインへの攻撃の影響が意識された。また、ウクライナ停戦に向けた米ロ外相による協議が行われたものの米ロ首脳会談の日程が定まらなかったことや協議に参加できなかったウクライナが反発していることから停戦実現は不確実と受け止められたことも強材料視された。
19 日	= (76.04)	ロシアのパイプラインへの攻撃の影響が続き、米国では寒波の影響で原油生産が減少したことを受けて、原油は小幅続伸した。米関税引き上げによる世界経済への悪影響や、ウクライナ停戦が実現した場合の対ロシア制裁の緩和が意識されたことが上値を抑えた。
20 日	↑ (76.48)	米 EIA の週次統計で、原油在庫が増加したものの、ガソリンや中間留分の在庫が減少したことが強気材料になった。ウクライナ当局が、ロシア軍が夜間にガス施設と電力施設を標的としたドローン攻撃を行ったと明らかにしたことも地政学的な懸念を強めた。

21 日	↓ (74.43)	ウクライナ停戦協議を巡る不透明感が続いたものの、米当局から調査を受けていると報じられた米医療保険大手ユナイテッドヘルス・グループの株価が大幅下落するなど金融市場でリスクオフ・ムードが強まり、リスク資産の一角である原油も売られた。
24 日	↑ (74.78)	米政権がイラン産石油の販売と輸送に関与した 30 以上の企業等を対象に新たな制裁を科す方針を発表したことや、イラクが過剰生産分に関する減産方針を表明したことが強材料になった。
25 日	↓ (73.02)	米調査会社コンファレンス・ボードによる 2 月の消費者信頼感指数が大幅低下したことや、ドイツ連邦統計局による 2024 年の実質 GDP が改めて景気の弱さを示したことで、米欧の石油需要鈍化観測につながった。英石油大手 BP がイラク北部のキルクーク石油・ガス田の再開発に向けた契約を結んだと発表したことも弱材料だった。
26 日	↓ (72.53)	米 EIA の週次統計で、原油在庫が市場予想に反して減少したものの石油製品在庫が市場予想に反して増加したことが相場を押し下げた。トランプ氏が欧州連合 (EU) からの輸入品への関税賦課についてまもなく発表する考えを示したことも弱気材料だった。
27 日	↑ (74.04)	トランプ氏が、米石油大手シェブロンがベネズエラで事業を行うための認可を 3 月 1 日をもって取り消すと発表したことで、石油需給のタイト化観測につながり、原油は上昇した。OPEC プラスが石油供給の状況が読みにくいことを理由に 4 月に予定される増産の是非を改めて検討していると報道されたことも強材料視された。
28 日	↓ (73.18)	27 日に、トランプ氏が、メキシコとカナダに対する 25% の追加関税を 3 月 4 日に発動させ、2 月 4 日に実施した中国に対する追加関税はさらに 10% を上乗せすると述べたことや、この日、ホワイトハウスで開催されたトランプ氏とウクライナのゼレンスキー大統領の首脳会談が決裂したことで、市場にリスクオフ・ムードが広がった。イラクのエネルギー省がクルド人自治区から石油輸出を再開すると発表したことも弱材料だった。

【3月の動向】～下落後、やや持ち直し

3日	↓ (71.62)	中国国家统计局が1日に発表した2月の製造業PMIが判断基準となる50を上回ったことや財新/S&Pグローバルによる製造業PMIも改善したことを好感する場面があったものの、米サプライ管理協会(ISM)による製造業PMIが市場予想よりも悪化したことを受けて相場は下落に転じた。OPECプラスが計画通り4月から段階的に減産を縮小するとの報道や、トランプ氏が4日からカナダ・メキシコに25%、中国に計20%の追加関税を課すと明言したことも弱材料になった。
4日	↓ (71.04)	前日明らかにされたOPECプラスによる増産方針、前日にトランプ氏がウクライナへの軍事支援を一時停止したことによる不確実性の高まり、この日から実施されたカナダ・メキシコ・中国に対する追加関税の賦課による景気悪化の懸念などが下押しした。
5日	↓ (69.30)	米EIAによる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、米政権による関税賦課による世界景気への懸念、カナダ産の原油やガソリンに対する関税を軽減するかどうかをトランプ氏が最終判断するとのラトニック米商務長官の発言などが弱気材料になり、下落幅がやや大きくなった。
6日	= (69.46)	6日は、前日までの下落の反動で安値拾いの買いが入り、小反発した。米政権の関税政策の不透明感やハイテク市場の先行きへの楽観論の後退から投資家のリスク回避ムードが強まったが、メキシコ・カナダへの関税賦課が「米国・メキシコ・カナダ協定(USMCA)」対象品については先送りされることの方針が示されると、原油は値を戻した。
7日	↑ (70.36)	ロシアのノバク副首相が、OPECプラスが決定した4月から減産縮小を始める方針について撤回する可能性があることと発言したことを受けて上昇した。その後、トランプ氏が、イランに核問題などを巡る交渉を迫ったことやロシアがウクライナへの攻撃を止めなければ金融制裁や同国製品を対象とした関税の導入を検討するとしたことで、供給混乱への警戒感が広がった一方で、カナダ・メキシコ・中国などに対する関税政策の不透明感が続き、原油は不安定な動きとなった。
10日	↓ (69.28)	中国政府が4日に米政権が実施した追加関税への報復関税を発動したことや、9日に放映されたインタビューでトランプ氏が景気後退入りする可能性を否定しなかったこともあり、貿易戦争による世界景気悪化懸念が強まり、原油は下落した。ウクライナが11日にサウジアラビアで開催される米国との高官協議で、ロシアとの「部分的停戦」を提案する方針だとの報道もロシア制裁の解除が連想されて弱材料になった。

11 日	 (69.56)	米景気減速観測を背景としてドル安が進み、ドル建ての原油相場は割安感から買われる流れになった。一方、トランプ米大統領が、米国への送電に輸出税を課すとしたカナダの決定に対抗して、12日よりカナダから輸入する鉄鋼・アルミニウムに対してさらに 25% (計 50%) の追加関税を賦課する方針を示したことなどから世界の景気・石油需要の減速懸念につながり、相場の上値を抑えた。
12 日	 (70.95)	米 EIA による週次石油統計で原油在庫が増加したものの石油製品在庫が減少したことや、OPEC が月報で世界の石油需要見通しを据え置きにとどめたことが強気材料になり、原油は続伸した。
13 日	 (69.88)	IEA が月報で需給緩和見通しを示したことや貿易戦争への懸念を背景に原油は反落した。EU は 12 日に米政権が発動した鉄鋼・アルミニウムへの 25% の追加関税への対抗措置として、4 月 1 日からウイスキーなどの米国産品に対して追加関税を課すと発表したのに対して、トランプ氏は 13 日に EU からのワイン・シャンパンなど酒類に近く 200% の関税を課すと表明した。一方、ロシアのプーチン大統領が、米国が提案したウクライナとの 30 日間の停戦について、米国の提案を原則支持するとしつつも詳細を詰める必要があると条件を付けて即時受諾に難色を示したことで、早期停戦への期待が後退し、相場の支援要因になった。
14 日	 (70.58)	前日の下落の反動で買い戻された。トランプ氏は、改めてロシアに対して停戦案への同意を促したが、早期停戦やロシア産石油増産への期待が後退する流れとなった。
17 日	 (71.07)	15 日に米軍がフーシ派の拠点に大規模な空爆を行ってイランに対してフーシ派支援を直ちに停止するよう警告したことや、16 日に中国国務院が景気対策「消費振興特別行動計画」を発表したこと、この日発表された 1~2 月の小売売上高が堅調だったことなどが原油買いの材料となった。
18 日	 (70.56)	イスラエル軍がガザでハマスを標的にした大規模な軍事作戦を行って中東情勢の悪化が懸念されたが、ウクライナ停戦を巡る米ロ首脳による電話協議で、停戦をエネルギーインフラ分野から始めることで合意し、弱材料になった。ロシア産石油に対する制裁措置が緩和されるとの思惑につながった。
19 日	 (70.78)	米 EIA の週次統計で原油在庫が市場予想を上回って増加したものの、中間留分の在庫の減少幅が市場予想を上回ったことが強気材料と受け止められ、原油は小幅反発した。イスラエル軍がガザで地上作戦を再開したと報じられたことも押し上げ材料だった。

20 日	 (72.00)	米財務省がイラン産原油を購入し精製する中国の独立系製油所やこれら製油所に原油を供給した船舶などに新たに制裁を科すと発表したことや、 OPEC プラス がロシア、カザフスタン、イラクなど 7 ヶ国がこれまでの超過生産分を減産する計画を発表したこと、ハマスがイスラエルを攻撃したことが強材料となり、続伸した。
21 日	 (72.16)	小幅続伸した。米国による対イラン制裁強化や OPEC プラス による減産計画が引き続き押し上げ材料だった。
24 日	 (73.00)	上昇。米政権がベネズエラ産エネルギーの輸入国に 4 月 2 日から 25% の関税の支払いを義務付ける方針を示したことで、エネルギー供給の混乱が懸念された。一方、米石油大手シェブロンに対するベネズエラでの操業許可を 3 月 1 日で取り消すとしていたところ 5 月 27 日まで延長すると発表して弱材料になった。 OPEC プラス が 4 月に続いて 5 月も計画通りに減産幅の段階的縮小を継続する可能性が報道されたことも弱材料だった。
25 日	 (73.02)	米政権によるベネズエラ産エネルギーの購入国への関税引き上げが供給懸念につながった一方で、ロシアとウクライナの部分停戦合意が供給懸念を和らげた。米政権は、黒海での安全な航行の確保と両国のエネルギー施設への攻撃の停止でウクライナおよびロシアと個別に合意したと発表した。
26 日	 (73.79)	米政権が 20 日にイラン産原油を購入する中国の独立系製油所やその輸送を担う船舶に対する制裁を発表し、24 日にベネズエラ産の原油やガスの輸入国に 25% の関税を課すとした影響で、原油供給が停滞する可能性が懸念され、原油相場は上昇した。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も強材料だった。
27 日	 (74.03)	小幅続伸。26 日にトランプ米大統領が 4 月 3 日より米国が輸入するすべての自動車と主要部品に 25% の追加関税を課すと発表したのを受けて、他国が報復する可能性も含めて世界景気への悪影響が懸念されたものの、一方で、イラン産やベネズエラ産を中心に原油の供給不安があることや、米国の原油需給がやや引き締まっていることが原油相場を支えた。
28 日	 (73.63)	4 月 2 日に米政権による「相互関税」の発表を控える中、貿易戦争への懸念からリスクオフ・ムードが広がり、株式などとともにリスク資産である原油は売られた。
31 日	 (74.74)	ロシアとイランからの供給リスクへの懸念から原油は買われた。トランプ氏はプーチン露大統領がウクライナ停戦協議を長引かせようとしているとしてロシア産原油の買い手に 25~50% の関税を賦課する可能性を述べ、イランに対しては核開発問題で交渉に応じなければ軍事攻撃すると警告した。

【先行き】～米中貿易戦争や OPEC プラス増産姿勢が不透明材料で原油相場は方向感欠くか

足元の原油相場は、貿易戦争への懸念から軟調な推移となっている。

1 月前半は、中国の景気刺激策への期待が高まったこと、バイデン米政権がロシアの石油・ガス収入を標的とした広範な制裁措置を発表したこと、米原油在庫が減少したことなどを背景に原油相場は高値をつけた。しかし、その後、イスラエルとハマスがガザでの停戦に合意したこと、20 日に就任したトランプ米大統領が国家エネルギー非常事態を宣言して化石燃料の増産観測が高まったこと、米新政権の関税政策への不確実性が意識されて投資家のリスク回避姿勢が強まったことなどから相場は下落に転じた。

2 月の原油相場は下落傾向で推移した。ウクライナ軍によるロシアの石油パイプラインへの攻撃や、米政権によるイラン・ベネズエラへの制裁強化が強材料になる場面もあったが、米政権による関税政策の動向、米インフレ指標の高止まりを受けた早期利下げ観測の後退、米欧景気の鈍化懸念、ホワイトハウスで開催されたトランプ氏とウクライナのゼレンスキー大統領の首脳会談が決裂してリスクオフ・ムードが広がったことなどから相場は軟調だった。

3 月上旬には、石油輸出国機構(OPEC)と非 OPEC 産油国で構成する「OPEC プラス」が計画通りに 4 月から段階的に減産を縮小する方針と報道されたことや、米政権が 4 日からカナダ・メキシコに 25%、中国に計 20% の追加関税を課して貿易戦争への警戒感が強まったことも弱材料になった。米原油在庫が増加傾向で推移したこともあって、原油相場は 2 ヶ月足らずで 15 ドル程度も下落した。

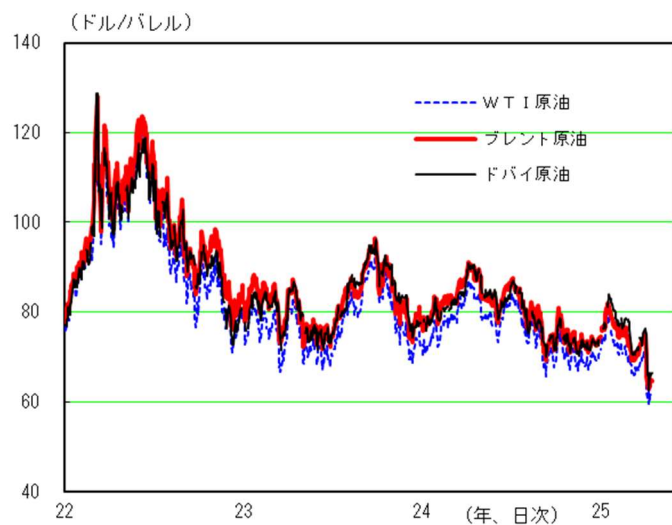
その後、中国はじめ各国との関税引き上げの応酬の可能性、ウクライナ停戦交渉の行方、イラン・ベネズエラ制裁強化の影響、戦略石油備蓄の補充ペースなど米政権の政策運営を巡る不透明要因が多い中、一進一退の推移となった。3 月後半は、米軍によるフーシ派への攻撃、ガザでの戦闘の再発、ベネズエラ産エネルギーへの制裁、OPEC プラスによる減産強化の計画、トランプ氏によるロシアやイランへのやや強めのけん制発言などを受けて、やや相場は上昇した。

しかし、4 月に入ると、原油相場は急落した。2025 年 4 月 9 日には、ブレントは一時 58.40 ドル、WTI は 55.12 ドルとそれぞれ 2021 年 2 月以来の安値をつけた。背景には、2 日に発表された「相互関税」が大方の予想を上回る高関税で特に米中の貿易戦争や景気悪化への懸念が一気に強まったことや、3 日に OPEC プラスが増産加速を決定したことがある。

先行きについては、新規に米国でシェールオイルの油田を開発して採算がとれる原油価格が意識される水準にまで下落してきていることもあり、いったん相場の下げに歯止めがかかりやすくなると思われる。

ただし、関税などを中心に米政権の政策に不透明感が強く、米国以外の国による報復などの反応も見極めにくく、中東やウクライナの地政学要因も流動的な状況が続きそうである。OPEC プラスの生産方針も日和見적인になるかもしれない。ある材料が明らかになったとしても、まだ不透明材料が多いという状態が続きそうである。そうした環境下、原油相場は、先行きは見通しづらく、不安定な状況が続きそうだ。米中が関税引き上げの応酬などで貿易戦争の様相が強まると、世界景気の悪化懸念が強まって、原油は一段安となる可能性も無視できないが、現状では、原油相場は 60 ドル前後で、しばらく方向感が出にくくなる可能性の方が大きいように思われる。

原油市況の推移



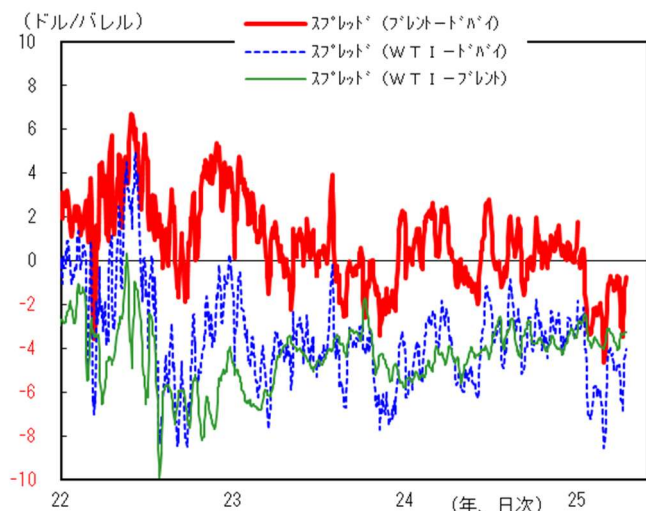
(出所) 日本経済新聞

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



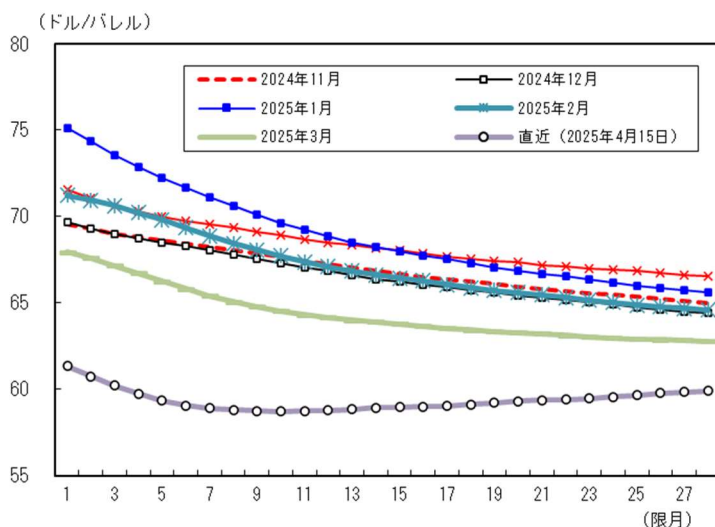
(出所) 日本経済新聞

原油先物価格と先物カーブ



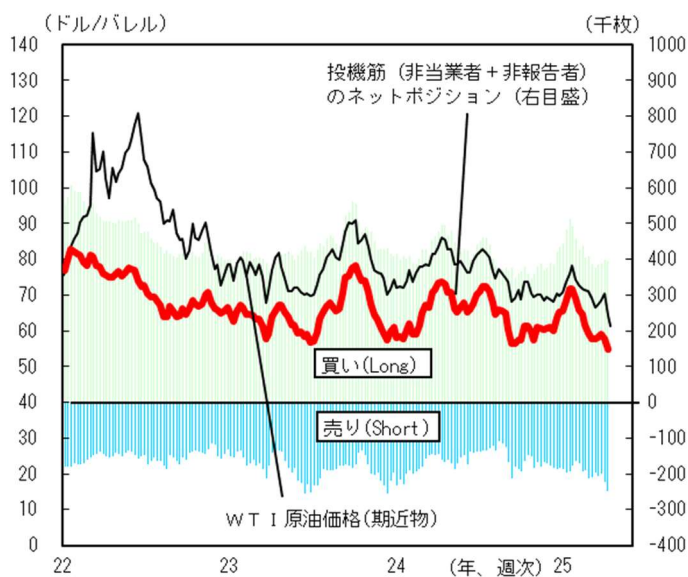
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

各時点におけるWTI原油の先物カーブ



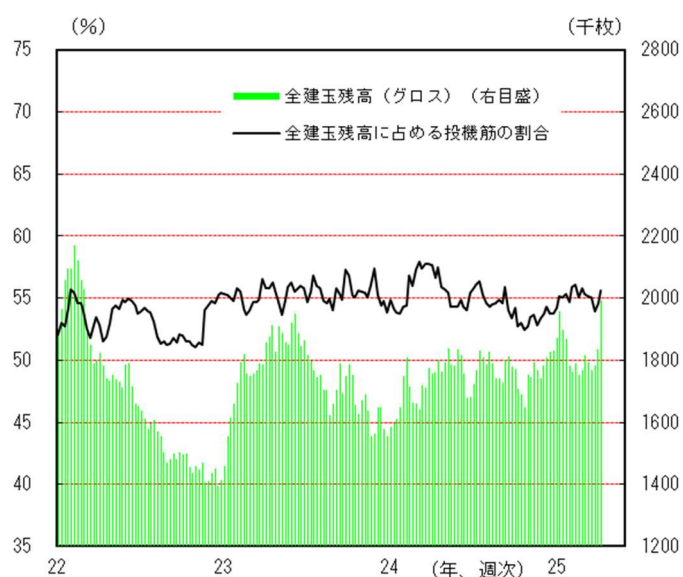
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

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	(2.0)	106.0	85.8%	15.0
コンゴ共和国	25.0	(1.0)	24.0	(-1.0)	30.0	83.3%	5.0
赤道ギニア	6.0	(-1.0)	7.0	(3.0)	8.0	75.0%	2.0
ガボン	21.0	(1.0)	20.0	(-3.0)	23.0	91.3%	2.0
イラン	335.0	(-2.0)	337.0	(5.0)	383.0	87.5%	48.0
イラク	415.0	(-4.0)	419.0	(18.0)	480.0	86.5%	65.0
クウェート	247.0	(0.0)	247.0	(-2.0)	282.0	87.6%	35.0
リビア	127.0	(-2.0)	129.0	(8.0)	129.0	98.4%	2.0
ナイジェリア	150.0	(-5.0)	155.0	(3.0)	160.0	93.8%	10.0
サウジアラビア	895.0	(-2.0)	897.0	(3.0)	1,200.0	74.6%	305.0
UAE	333.0	(3.0)	330.0	(7.0)	465.0	71.6%	132.0
ベネズエラ	98.0	(0.0)	98.0	(8.0)	98.0	100.0%	0.0
OPEC12カ国	2,743.0	(-11.0)	2,754.0	(51.0)	3,364.0	81.5%	621.0

（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3月のOPECプラスの閣僚会合では、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（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プラス閣僚会合では、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プラス閣僚会合では、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プラス閣僚会合では、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プラス閣僚会合では、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プラス閣僚級会合では、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が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プラスの閣僚級会合開催後に、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。

2024年6月2日に、OPECプラス閣僚級会合で、2024年末が期限だった日量366万バレルの協調減産を2025年末まで、6月末が期限だった有志8カ国による同220万バレルの自主減産を9月末まで延長することを決定。ただし、後者は10月以降、2025年9月にかけて段階的に縮小するとされた。

2024年9月5日に、OPECプラスの有志8カ国で行う日量220万バレルの自主減産について、段階的縮小の開始時期を10月から12月に延期すると発表。

2024年11月3日に、OPECプラスの有志8カ国で行う日量220万バレルの自主減産について、段階的縮小の開始時期を2025年1月に延期すると発表。

2024年12月5日に、12月末を期限としていた有志8カ国で行う日量220万バレルの自主減産について、段階的縮小の開始時期を2025年4月に延期すると発表。また、2025年末を期限としていた日量366万バレルの協調減産を2026年末まで延期すると発表。

2025年4月3日に、有志8カ国で行う日量220万バレルの自主減産について、4月から開始した段階的縮小を5月に加速し、従来計画の日量13.5万バレルから同41.1万バレルとすると発表。

（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

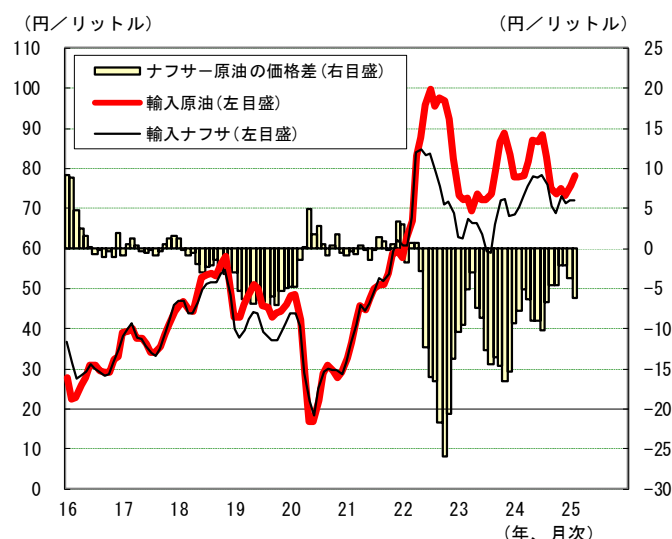
（出所）Bloomberg

(2) ナフサ市況: 足元は原油もナフサも下落

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ヶ月ぶりの安値をつけ、その後、持ち直し傾向で推移していたが、足元にかけて頭打ちとなっている。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2024年12月には2.1円に縮小した。

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、2023年6月にかけて軟化した。その後は持ち直して、2024年7月上旬には2年ぶりの高値をつけた。その後、再び軟化して2025年4月9日には2021年1月以来の安値をつけた。原油と比べたナフサの割安度合いは、2024年4月上旬以降は縮小して、9月後半～11月前半にはナフサ高に転じたが、2025年1月中旬にかけて再び拡大した。足元で、貿易戦争や世界景気悪化への懸念が強まっており、原油価格・ナフサ価格ともに下落している。石油化学製品需要の鈍化懸念から原油に比べたナフサの割安度合いが拡大する可能性があると思われる。

日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



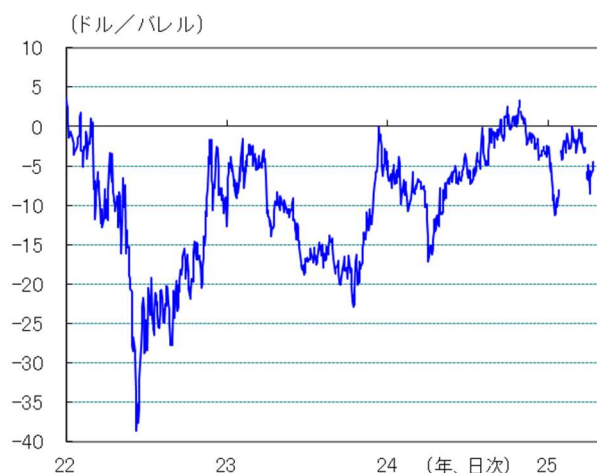
(出所)財務省「貿易統計」

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 : 3月下旬に1万100ドル台の後、4月上旬に8,100ドル台

非鉄ベースメタル相場の中心となる銅相場は、2024年5月20日に1トンあたり11,104.50ドルと史上最高値をつけた後、8月5日には8,714ドルまで下落した。その後、一進一退を経て、2025年3月26日には10,164.50ドルまで上昇したが、4月7日には8,105ドルと2024年2月以来の安値をつけた。

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】～上昇後、やや下落

中国景気持ち直し期待や米利下げ観測から上昇

1月2日は、財新/S&P グローバルによる中国製造業購買担当者景況指数(PMI)が市場予想を下回ったことや、S&P グローバルによるユーロ圏製造業 PMI が速報値から下方改定されたことが弱材料となったものの、中国の景気刺激策への期待から小幅上昇した。

3日は、中国国家発展改革委員会(発改委)当局者が企業投資と消費拡大を促進するため、2025年に超長期国債による資金調達を大幅に増やす方針を明らかにしたことや、この日はドル相場が下落したことが好感され、銅は上昇した。

6日は、米紙ワシントン・ポストが、トランプ次期米大統領の側近が全ての国に関税を適用する対象を重要な輸入品目に限る方向で検討していると報じたため、投資家のリスク回避姿勢が後退し、リスク資産の一角である銅も上昇した。

7日は、11月の米求人件数や米供給管理協会(ISM)による12月のサービス業 PMI が市場予想を上回ったことで、米市場金利やドル相場が上昇し、銅相場を下押ししたものの、トランプ政権の関税引き上げが懸念されていたほど厳しいものではないとの見方が引き続き、下支え要因となり、銅相場は横ばいにとどまった。

8日は、トランプ氏が関税引き上げを巡って、国家経済緊急事態を宣言することを検討していると報じられたことが重荷になったものの、商品投資顧問(CTA)など投機筋の買いにより、銅相場は上昇したとされた。

9日は、カーター元米大統領の国葬に伴い、米株式市場が休場、債券が短縮取引となり、手掛かり材料に欠ける中、テクニカルな買いが優勢になったとされた。

10日は、12月の米雇用統計で就業者数の増加幅が市場予想を上回ったことで、米利下げペースが鈍化するとの見方が強まり、銅には逆風となったが、中国の輸入プレミアムが堅調に推移し、中国需要の持ち直し期待が維持された。

13日は、12月の中国貿易統計で銅輸入がやや多かったことが好感された。また、輸出全体は前年比伸び率が市場予想を上回る2桁に高まり、輸入全体は市場予想に反して増加した。もっとも、一見、景気の持ち直しを示す内容だが、米新政権による関税引き上げが予想される中、駆け込み輸出で押し上げられた数字と見方がなされた。

14日は、12月の中国新規銀行融資が市場予想を上回ったことが好感された。政府の景気刺激策が緩やかに資金需要の押し上げにつながったとされた。

15日は、12月の米消費者物価指数(CPI)が発表され、変動の大きい食品とエネルギーを除いたコア指数の伸びが鈍化したことで、インフレ高止まりへの過度な警戒感が後退し、米市場金利とドル相場が低下し、銅相場は上昇したが、その後、利益確定売りに押されて上げ幅を縮小した。中国国家電網は2025年の送電網向けの投資額が6,500億元と2024年の6,000億元から増加すると表明した。

16日は、米連邦準備制度理事会(FRB)のウォラー理事が追加利下げに前向きととれる発言をしたことで銅は続伸した。また、中国人民銀行が春節前に預金準備率を引き下げる可能性があるとの報じられたことも強材料だった。

トランプ大統領就任後の一進一退を経て関税政策への懸念などから不安定な動き

17日は、中国の実質GDP成長率が政府目標の5%を達成したことを好感して上昇する場面もあったが、その後、これまでの上昇を受けて、利益確定売りに押された。

20日は、トランプ氏が大統領就任直後の関税引き上げは見送る意向だと報じられ、高インフレや政策金利高止まり、貿易戦争による経済混乱などへの警戒感が後退し、銅相場は上昇した。

21日は、トランプ政権発足直後の関税引き上げが見送られたこと、それに伴うドル安、中国需要の持ち直し観測などから銅は小幅続伸した。

22日は、トランプ米大統領が2月1日から中国からの輸入品についても10%の関税を課すことを検討しているとしたことで、中国景気へのダメージや貿易戦争に発展する可能性が嫌気されて、銅は下落した。

23日は、トランプ政権による関税引き上げへの警戒が続いた一方で、トランプ氏が世界経済フォーラム年次総会(ダボス会議)でFRBに金利引き下げ求めたことや、石油輸出国機構(OPEC)に原油価格引き下げを要求してインフレ懸念の後退につながったことを受けてドル安が進み、銅は小幅上昇した。

24日は、トランプ氏がFOXニュースのインタビューで、できれば中国に対して関税を賦課したくないとの考えを示したことで、「ディール」が可能と見方が浮上して、投資家のリスク志向につながり、銅は上昇し、2ヶ月半ぶりの高値をつけた。

27日は、下落幅が大きくなった。中国新興企業のディープシークによる生成AIが安価で高性能と見方が台頭し、これまでAIブームをけん引してきた米ハイテク企業の優位性への疑念から投資家のリスクオフ姿

勢が強まったことで、リスク資産の一角である銅も売られた。中国の春節休暇を控えて、ロング・ポジションの解消が進んだとの指摘もあった。

28日は、前日にトランプ氏が銅・アルミニウムなどへの関税を賦課する方針を示したことを受けて、世界経済混乱への懸念などを受けて LME の銅相場は下落した。関税が価格押し上げ要因になるニューヨーク商品取引所 (COMEX) の銅相場は上昇した。中国国家統計局による製造業 PMI が市場予想を下回ったことも LME の銅相場にとって弱材料とされた。

29日は、前日までの下落の反動で買われた。もともと、米関税引き上げへの懸念は続いた。COMEX の銅相場は上昇が続いた。

30日は、米関税引き上げへの懸念から下落する場面もあったが、欧州中央銀行 (ECB) の利下げ等を受けた欧米の長期金利の低下や米株価の堅調が銅相場を支えた。

31日は、米関税引き上げが早ければ 2 月 1 日に迫っていることで、LME の銅やアルミニウムの相場は下落した。

【2月の動向】～上昇後、やや下落

米関税引き上げへの警戒感がいったん和らいで 2 中旬には 3 ヶ月ぶり高値

2 月 3 日は、1 日にトランプ米大統領がカナダとメキシコに 25%、中国に 10% の追加関税を課す大統領令に署名し、カナダとメキシコは報復関税の発動を表明し、中国も世界貿易機関 (WTO) への提訴や相応の対抗措置をとる方針を示したことで、貿易戦争による世界景気悪化が懸念されて、銅は下落が先行した。しかし、その後、メキシコへの関税賦課が 1 ヶ月延期されると、銅は上昇した。続いてカナダへの関税も延期された。トランプ氏と中国の習国家主席の電話会談が早ければ週内にもあるとされた。

4 日は、米国による中国への追加関税が実施され、これに対して中国政府は米国からの一部輸入品に対して最大 15% の追加関税を課すなど報復措置を 10 日から適用すると発表したものの、全体として米関税引き上げへの過度な警戒感がやや緩んで、銅は続伸した。

5 日は、米関税引き上げへの懸念がひとまず一服したことや、米 ISM によるサービス業 PMI が市場予想を下回ったことでドル安が進み、銅相場の上昇につながった。

6 日も米関税引き上げへの過度な警戒感が和らぐムードが続いたことや、送電網投資など中国の銅需要の増加への期待から銅は続伸した。

7 日は、春節明けで中国勢が市場に戻ってきたことで、米中貿易戦争への懸念がやや和らいで、銅相場は 11 月上旬以来の高値をつけた。

10 日は、前日にトランプ氏が「相互関税」を近く発表し、ほぼ即時に発効させると表明し、鉄鋼・アルミニウム・半導体など品目別の関税の導入にも意欲を示したことで、銅にも関税が賦課されると思惑が COMEX の銅の LME に対するプレミアムの拡大につながった。LME の銅相場も小幅上昇した。

11 日は、米関税引き上げやそれへの報復措置の影響で、世界景気や金属需要が鈍化するとの懸念が広がり、銅相場は下落した。

12 日は、中国当局が不動産開発大手の万科を巡って年内に約 500 億元相当の資金不足を補う支援策の策定に取り組んでいると報道されたことが強材料になった。

13 日は、トランプ氏が米国からの輸入品に関税を課している全ての国に対する相互関税を課すと発表したが、即時発効することではなく、個別に対応するとされたことが相場を支えた。

14 日は、中国需要の持ち直し観測などから一時 9,684.50ドルと 11 月上旬以来の高値をつけたが、その後、1 月の米小売売上高が市場予想を下回ったことなどを受けて、下落に転じた。

米関税政策動向などを材料に一進一退

17 日は続落した。ショート・カバーの(先物売りの損失を埋める)買いが一巡して、相場が押し上げられやすくなったとされた。

18 日は、目立った材料はなかったが、AI データセンター建設や電力関連などの需要の高まりを意識した買いがあったとされた。投資家のインフレヘッジ目的の買いがあったとの指摘もあった。

19 日は、高関税に伴うインフレ懸念などから米市場金利が上昇してドル高が進み、銅はやや下押しされた。中国の 1 月の新築住宅価格が住宅市場の停滞を示唆したことも弱材料だったとみられる。

20 日は、トランプ氏が、中国との間で新たな貿易のディール(取引)で合意することは可能だと述べ、米中貿易紛争の激化回避が期待されたことで、銅やアルミニウムなどが上昇した。

21 日は小幅反落した。この日発表になった前週の上海先物取引所(SHFE)の指定倉庫の在庫が増加していたことや、米医療保険大手ユナイテッドヘルス・グループの株価が大幅下落するなど金融市場でリスクオフ・ムードが広がったことが弱材料だった。LME 指定倉庫の在庫が減少したことは下支え材料だった。

24 日は、トランプ米政権による関税引き上げの動きや SHFE の銅在庫の増加を嫌気して、銅は続落した。

25 日は、米関税政策を巡る懸念が根強いことや、マイクロソフトが米国内のデータセンターのリース解約を発表して銅の電線向け需要の減少が警戒されたことが弱材料となった。チリでの大規模停電は相場押し上げ材料だったとみられる。

26 日は、トランプ氏が 1962 年通商拡大法 232 条に基づいて銅輸入の安全保障上の影響を調査するよう商務長官に指示して銅への関税賦課が意識されたことや、チリの停電による供給不安を背景に反発した。

27 日は、トランプ氏が、メキシコとカナダに対する 25%の関税措置について前日には 4 月からとしていたところを 3 月 4 日に発動させ、2 月 4 日に発動した中国に対する追加関税もさらに 10%を上乗せすると述べたことで、金融・コモディティ市場にリスクオフ・ムードが広がった。為替市場ではドル高が進んだこともあり、LME の銅相場は下落した。COMEX の銅相場は上昇し、LME の銅に対するプレミアムが拡大した。

28 日は、貿易戦争の激化や、ホワイトハウスで開催されたトランプ氏とウクライナのゼレンスキー大統領の首脳会談が決裂したことで、市場にリスクオフ・ムードが広がり、ドル高が進む中、銅は売られた。

【3 月の動向】～下旬に 1 万 100ドル超まで上昇後、やや下落

中国・ドイツの経済政策への期待や米関税発動の延期を材料に変動

3 月 3 日は、米 ISM による製造業 PMI が弱めに出たことなどを受けたドル安や、1 日に発表された中国国家統計局による製造業 PMI が強めにでて需要増加観測につながったことで相場が支えられた。

4 日は、トランプ米政権によるメキシコ・カナダに対する追加関税の発動や中国への新たな追加関税の賦課を受けて、貿易戦争や世界景気悪化が懸念されたことで、銅は反落した。

5 日は、中国の全国人民代表大会(全人代)が開幕し、2025 年の経済成長率目標を前年と同じ 5%前後に設定したことや財政出動を前年よりも拡大する方針を示したこと、前日に次期首相が確実視されるメルツ氏が 5,000 億ユーロ規模のインフラ基金の設立などを発表してユーロ高・ドル安が急伸したことなどが支援材料になった。

6 日は、米政権が米国・メキシコ・カナダ協定(USMCA)適合品に対するメキシコ・カナダからの輸入品に対しては関税発動を 4 月 2 日まで延期すると発表したことなどを受けてリスクオン・ムードが広がり、続伸した。

7 日は、1~2 月の中国の輸出が減速し、輸入が予想外の前年割れとなったことで、中国景気の減速が懸念されて下落した。2 月の米雇用統計が弱めに出てドル安が進んだことでやや下げ幅を縮小した。

10 日は、9 日に発表された 2 月の中国 CPI が市場予想を上回る下落率となったことを受けて、中国景気減速懸念が強まり、銅は続落した。

COMEX 銅が上昇をけん引後、銅への関税賦課に近いとの観測で下落

11 日は、米関税政策への懸念が続いたものの、ドル安や LME 在庫の減少が支援材料となり、銅は反発した。トランプ氏はカナダ産の鉄鋼とアルミニウムに対する関税を当初予定にさらに 25%追加すると発言し、銅にも輸入関税賦課に対する警戒感が強まって、銅は上昇した。その後、カナダのオンタリオ州首相による米国向け電力料金の上乗せ撤回を受けてトランプ氏もカナダ産鉄鋼及びアルミニウムに対する関税の 25%上乗せの見直しを発表した。

12 日は、米政権がカナダ産の鉄鋼とアルミニウムに対する追加関税を当初予定の 25%賦課し、銅に対する新たな関税賦課を調査中としたことで、COMEX 銅の LME 銅に対するプレミアムはさらに拡大した。中国では景気刺激策の効果もあって銅需要が持ち直しているとの観測もあり、LME 銅も上昇しやすくなったとみられた。

13 日は小幅続伸した。背景には、引き続き、米関税引き上げによる米国内の銅需給のタイト化観測など指摘された。

14 日は小幅反落した。2 月の中国新規人民元建て融資が過去最高だった 1 月から減少し、市場予想を下回ったことが弱気材料となった。米政権のつなぎ予算案に賛成する意向を民主党のシューマー上院院内総務が示したことで米政府機関一時閉鎖懸念が後退したが、米関税引き上げへの懸念もあり、上値は重かった。

17 日は、16 日に中国国務院が景気対策「消費振興特別行動計画」を発表したこと、この日発表された 1~2 月の小売売上高が堅調だったこと、ドイツの財政支出期待などを背景としたユーロ高・ドル安などが銅買いの材料となった。

18 日は、COMEX 銅の LME 銅に対するプレミアムが拡大する中、LME 銅も続伸した。米関税引き上げによる米景気減速懸念を受けたドル安も銅相場の支援材料だった。主要通貨の対ドル相場を加重平均したドル指数は 5 ヶ月ぶりの安値をつけた。LME 指定倉庫から米国に向けて出荷される銅地金が増えているとされた。

19 日は、米関税引き上げによって銅価格が押し上げられる可能性が意識されていることや、18 日に米半導体大手エヌビディアが消費電力や銅使用量の削減につながる新しい半導体技術「CPO (Co-Packed

Optics)」について旗艦製品の GPU(画像処理装置)に利用できるほど十分な信頼性を確立できていないと述べたことが相場を支えた。

20 日は、5 ヶ月強ぶりに 1 万ドルを回復した後、前日比下落した。前日の米連邦公開市場委員会 (FOMC) で FRB は米関税政策に伴う不確実性などを背景に利下げを急がない姿勢を示したとして、ドル高が進み、銅価格を下押しした。

21 日は、4 月 2 日から導入される予定の「相互関税」についてトランプ氏が「柔軟性があるだろう」と述べ、警戒感が幾分後退したことで、米長期金利やドル相場が上昇し、銅には弱材料になった。

24 日は反発した。為替市場でのドル高が逆風だったが、米政権が銅の輸入関税も引き上げるとの観測が銅相場の押し上げ材料になる状況が続いた。米関税引き上げの思惑を背景に 50 万トンの銅地金が米国へ輸入されるとの推計も報道された。

25 日は、前日のトランプ氏による「相互関税」の対象国を絞るとの発言などで警戒感が緩まったものの、この日は、2 段階の関税制度を検討中で、最大 50%の関税を課す可能性があるとして、銅の関税引き上げ警戒感も高まり、銅相場を押し上げた。

26 日は、ブルームバーグが米国による輸入銅への関税の引き上げが近いと報じたことを受けて、COMEX 銅の LME 銅に対するプレミアムが拡大し、COMEX 銅は史上最高値をつけた。一方、LME 銅は、米国による銅の関税引き上げが想定よりも近いとの観測から米国の駆け込み輸入が減少するとの見方を背景にやや下落幅が大きくなった。

27 日は、トランプ氏が自動車関税を 25%引き上げる大統領令に署名したことを受けて、銅需要の鈍化懸念から、銅相場の軟化につながった。

28 日は、翌週の 4 月 2 日に米政権による「相互関税」の発表や 3 日に自動車関税の実施を控える中、投資家のリスク回避ムードが強まり、リスク資産の一角である銅は売られた。

31 日は、中国国家統計局による 3 月の製造業 PMI が 1 年ぶりの高水準となったものの、貿易戦争への懸念が強まったことで、続落した。前日にトランプ氏は相互関税をすべての国に適用する可能性に言及した。

【先行き】～米相互関税を受けて急落後、やや持ち直しも不安定か

4 月 1 日は、財新/S&P グローバルによる製造業 PMI が若干市場予想を上回ったことが強材料だったが、貿易戦争懸念から続落した。2 日は、それまでの下落の反動から幾分上昇したが、上値は限られた。

3 日は、前日に米政権が発表した相互関税が想定された以上に厳しい内容だったと受け止められ、世界景気悪化懸念から株式などとともに銅の相場も下落幅が大きくなった。なお、銅は、鉄鋼・アルミニウムの追加関税の根拠となっている 1962 年通商拡大法 232 条の調査の対象となっているために今回の相互関税の対象からは除かれた。この日から、米政権による自動車への関税引き上げが適用されたことも懸念材料だった。

4 日は、中国が米国から輸入するすべての品目に 34%の報復関税を課すと発表したことで、貿易戦争への懸念が強まってダウ工業株 30 種平均が 2,200ドル超の急落となる中、銅も大幅続落した。

7 日は、貿易戦争で世界景気が後退するとの懸念が強まる中、銅は急落し、一時 8,105ドルと 2023 年 11

月以来の安値をつけた。トランプ氏は中国が米国への報復措置を撤回しない場合、中国からの輸入品に50%の追加関税を上乗せするとした。

8日は、米政権が前日のトランプ氏の発言通り、中国に対する追加関税をさらに50%上乗せして累計104%を9日から課す方針を改めて示したことが嫌気された。

9日は、中国が米国への報復措置として累計84%の追加関税を課す方針を示して貿易戦争激化への警戒感が高まって、銅は続落した。その後、トランプ氏は米国に対して報復措置を講じていない国・地域に対して相互関税を90日間一時停止することを発表した。

10日は、前日に米相互関税の一時停止が発表されたことを受けて、貿易戦争や世界景気悪化への懸念が後退したことで、この日の銅は株式などとともに相場上昇が大きくなった。3月の米消費者物価指数(CPI)の伸びが鈍化して米利下げ観測が強まってドル安が進んだことも銅相場を支援した。前日に米政権は中国に対する追加関税を125%に引き上げて即時発効するとし、この日、125%としていた中国に対する追加関税を145%に訂正した。

11日は、米景気悪化が懸念され、米国債離れやドル離れが指摘される中で、ドル安を材料に、銅相場は続伸した。米国による145%の追加関税に対抗して、中国は米国に対して125%の報復関税を課すとした。

ドイツが財政支出を拡大する動きは、銅需要を高めるとともにユーロ高・ドル安を促してドル建ての銅の割安感につながり、銅相場を支える材料になったとみられる。最大消費国の中国では、当局が消費喚起策等を打ち出したものの、不動産不況が続いていることが重しとなり、景気は停滞基調が続いているとみられる。米国による相互関税の賦課は中国以外の国・地域については90日間停止することになり、市場のリスクオフ・ムードはやや緩和されたが、米中による追加関税引き上げの応酬は両国の景気に悪影響を及ぼしそうだ。

米国による関税引き上げの動向や通商交渉の成り行きなど不透明感が強く、株式など他資産と同様に銅の相場も不安定な推移になると思われる。米中の貿易戦争などを巡る不確実性の大きさは企業の投資行動を慎重にし、将来不安から個人の消費行動も抑制する圧力となり、銅相場にも下押し圧力となろう。関税引き上げを前にした駆け込み需要が一服することも短期的な相場下落圧力になったようだ。もっとも、関税引き上げの撤回や延期に対しては好感する場面もあり、不安定な相場動向が予想される。

(2) 各他品目の概況

[1] アルミニウム市況: 昨秋以降に2,500~2,700ドルを中心に推移後、4月上旬に2,300ドルまで下落

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4,073.50ドルと史上最高値をつけた後、2,000ドル台に値を下げて一進一退の動きが続いた。その間、2024年5月30日に2,799ドルまで上昇する場面や2024年7月30日に2,209.50ドルまで下落する場面があった。その後、2,000ドル台後半に持ち直した後、2025年4月9日には2,300ドルまで下落した。

1月14日に欧州委員会はウクライナ侵攻を巡る対ロシア制裁第16弾として、ロシア産アルミニウム地金の輸入禁止を提案する方針だと報道されたことを受けて、15日のアルミニウム相場は上昇した。もっとも、欧州連合(EU)のアルミニウム輸入のうち、ロシア産の占める割合は6%に過ぎず、相場への影響は限定的とされた。

21日は、トランプ米大統領が2月1日からカナダとメキシコからの輸入品に25%の関税を課すことを計画していると述べたことで、カナダ産アルミニウムに対する需要が落ち込むとの観測から、アルミニウム相場は下落した。

22日は、トランプ大統領が2月1日から中国からの輸入品についても10%の関税を課すことを検討しているとしたことで、貿易戦争に発展する可能性が嫌気されて、アルミニウムは続落した。

2月10日には、トランプ氏は3月12日から全貿易相手国の鉄鋼・アルミニウム製品の米国への輸入に25%の追加関税を課し、適用除外制度を廃止する方針を示した。

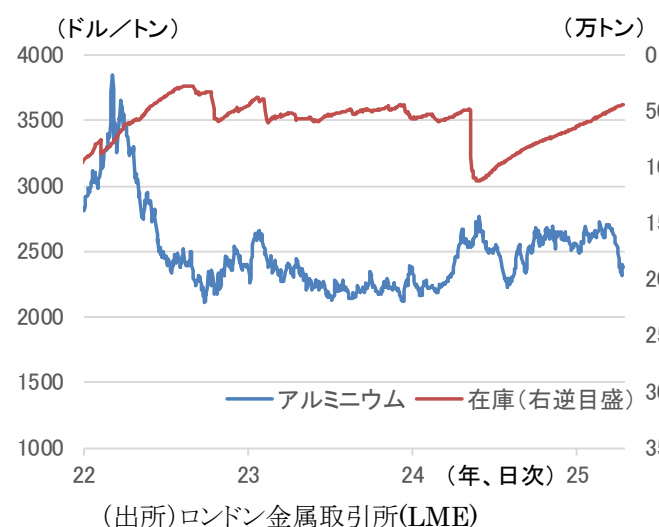
2月17日には、EUがロシア産アルミニウム地金の輸入を禁止する対ロシア第16次制裁を適用した。これを受けて、アルミニウムは上昇し、21日には一時2,736ドルと2024年5月以来の高値をつけた。もっとも、以前からロシア産アルミニウムは敬遠される傾向にあったこともあり、今回の制裁による禁輸措置の影響は限定的とされた。

25日に、米アルミニウム大手アルコアのオプリングー最高経営責任者(CEO)は、トランプ政権が表明しているアルミニウムへの関税措置によって米国で約10万人(アルミニウム業界で2万人、関連部門で8万人)の雇用が失われる可能性があるとの見方を示した。

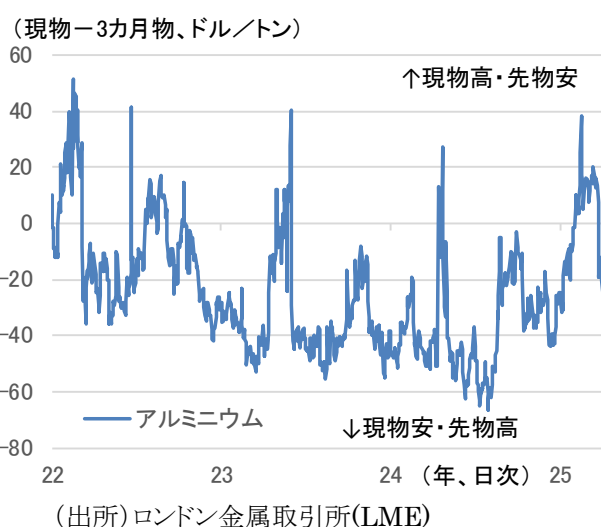
3月12日に、米政権は、鉄鋼とアルミニウムに対する追加関税を当初予定の25%賦課した。これ以降、カナダ産アルミニウムに対する需要が落ち込むとの見方などにより、アルミニウム価格は下落傾向を辿った。最大生産国の中国で、原材料であるアルミナの価格が2024年末から4月上旬にかけて約半分に下落したこともアルミニウム価格を抑制した。また、春になっても中国の産業活動の活発化がみられず、金属需要に対する期待が失望に変わったとの指摘もあった。

2月以降、アルミニウムの現物は3ヶ月先物に対して、プレミアムを乗せて取引されて、現物の需給のタイトさを示すとされていた期間があったが、3月下旬からは現物の需給の緩さを示すとされる現物がディスカウントされた状態へと急変化した。

アルミニウム相場とLME指定倉庫在庫の推移



アルミニウムの現先スプレッド(現物-3ヵ月物)の推移



目先のアルミニウム相場は、他金属や株式などと同様に、米国の関税政策や中国などの報復措置の動向に左右される状況が続かざるを得ないだろう。そうした不確実性の大きさは企業の投資行動を慎重にし、将来不安から個人の消費行動も抑制する圧力となり、アルミニウム相場にも下押し圧力となろう。もっとも、関税引き上げの撤回や延期に対しては好感する場面もあり、不安定な相場動向が予想される。

(2) ニッケル市況：4月上旬には14,000ドル割れと4年半ぶりの安値

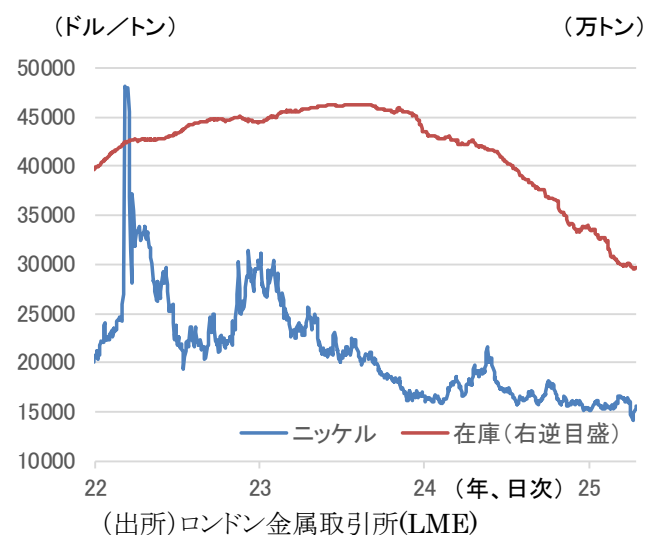
ステンレス鋼や電気自動車向けなどバッテリーの原材料になるニッケルの相場は、2022年12月8日に1トンあたり33,575ドルまで上昇したが、その後、下落傾向となり、2025年4月7日には13,865ドルと2020年8月以来の安値をつけた。

2025年1月10日に、インドネシアのエネルギー・鉱物資源省は、国際的なニッケルの供給過剰に対応するために、2025年のニッケル鉱石の生産量を約2億トンに設定したと発表した。2024年の鉱石生産量は2.15億トンで、これまで同省は2026年まで年間生産量を約2.4億トンとすると発表していた。

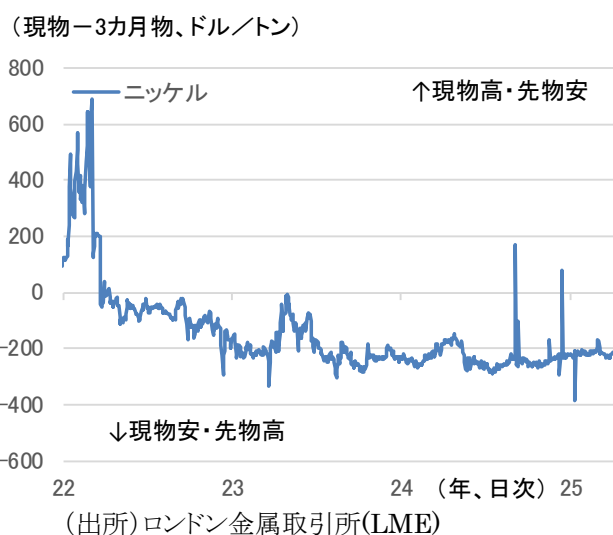
ニッケル相場は1～2月に方向感なく推移した後、3月前半には為替市場でのユーロ高・ドル安などを材料に16,000ドル台後半まで上値を伸ばしたものの、インドネシアなどからの供給圧力は続き、ニッケル需給の緩和感は大きく変わらなかったとみられる。その後、米関税政策への懸念が強まり、4月に入ると、米相互関税が予想を超える厳しさであったことから、下げ幅を拡大した。

ニッケル相場は低調な推移が続いたことから値ごろ感が生じて、底堅さが見込まれるものの、市場参加者は上値追いには慎重な姿勢を続けると思われる。

ニッケル相場とLME指定倉庫在庫の推移



ニッケルの現先スプレッド(現物－3ヵ月物)の推移



(3) 亜鉛市況：4月上旬には2,500ドル台と1年ぶりの安値

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後、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。2024年10月24日には3,284ドルと2023年2月以来の高値にまで持ち直したが、その後、やや下落し、2025年4月9

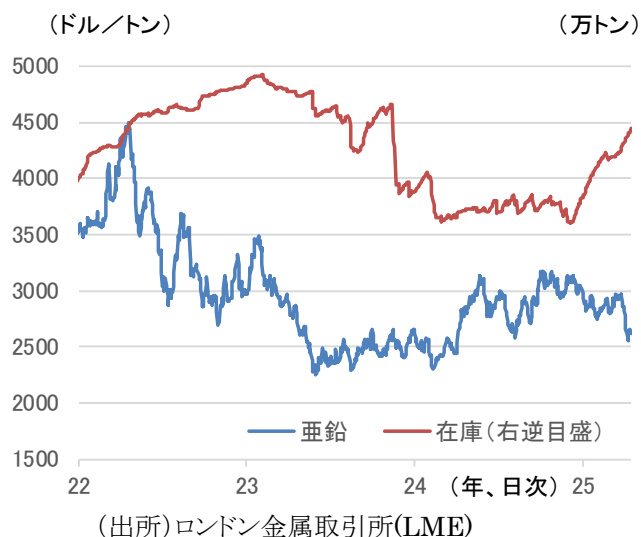
日には 2,515.50ドルと 2024 年 4 月以来の安値をつけた。

3 月 12 日には、コモディティ商社のトラフィグラの傘下にある亜鉛精錬大手ニルスターが、オーストラリアにあるホバート製錬所(年産 26 万トン)の生産量を 4 月から 25%削減すると発表したことを受けて、亜鉛相場は上昇する場面があったが、その後、上げ幅を削った。

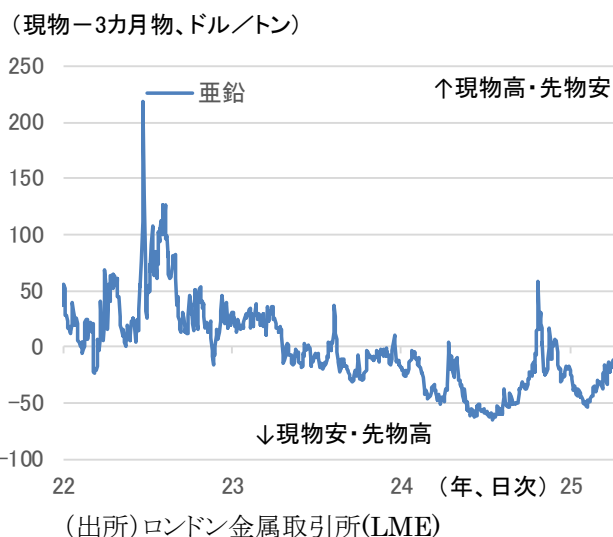
2025 年の亜鉛市場は、供給超過が見込まれている。最大消費国の中国では、3 月半ばにかけて、相場がやや持ち直す傾向で推移した中でも、地金の輸入が増えるほど相場水準が高くないとされた。中国での亜鉛メッキ需要は、輸出向け受注などにやや改善の動きがみられるとされたものの、前年同期の水準は下回っているとされた。

こうした中、亜鉛需給がやや引き締まる方向にあるとの見方も出始めていたようだが、その後、米中の関税引き上げの応酬などを受けて、他金属と同様に亜鉛相場も崩れた。先行き、米中貿易戦争の動向などに左右されつつ、亜鉛相場は不安定な動きが見込まれる。

亜鉛相場とLME指定倉庫在庫の推移



亜鉛の現先スプレッド(現物-3ヵ月物)の推移



(4) 錫市況: 4 月に入って高値 38,000ドル超、安値 29,000ドル割れと乱高下

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ドルと史上最高値をつけた後、10 月 31 日に 17,350ドルと 2020 年 10 月以来の安値をつけた。2024 年春以降は 30,000ドル前後を中心とする一進一退を続けた後、2025 年 4 月 2 日には 38,395ドルの高値、4 月 9 日には 28,925ドルの安値をつけた。

2 月 27 日は、前日に中国のソーシャルメディアにミャンマーのワ州当局による採掘や探査の許可を得る手順を示す通知が流れたとされ、錫鉱石の主要供給元である同州からの供給が再開される可能性が意識されて、相場は下落した。ワ州は世界 3 位の錫鉱石生産国であるミャンマーの 7 割を生産し、中国の精錬所への主要な供給元になっている。

3 月 13 日は、鉱山会社のアルファミン・リソーシズが反政府武装組織の勢力拡大を理由にコンゴ民主共

和国の東部にあるビシエ鉱山から一時的に撤退すると発表したことを受けて 7.4% の大幅上昇となった。

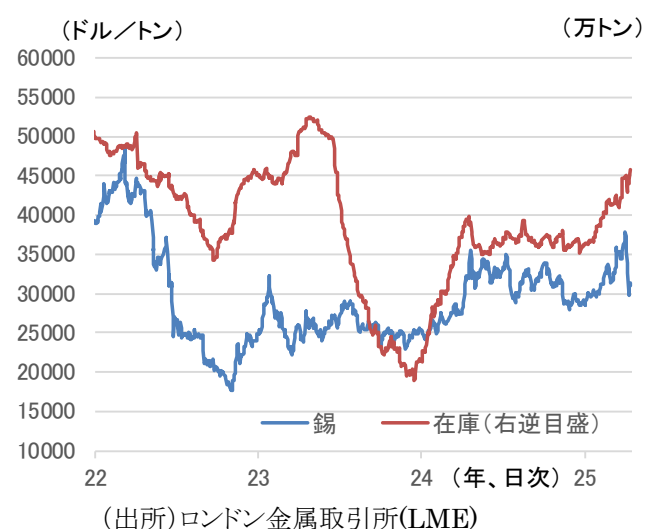
3 月 28 日は、ミャンマーでマグニチュード 7.7 の大地震が起こり、以後、同国からの錫供給への懸念が続き、4 月 2 日には 38,395 ドルと 2022 年 5 月以来の高値をつけた。

4 月 9 日は、錫生産大手のアルファミン・リソースズがコンゴの事業の稼働を再開したと発表し、世界的な貿易戦争への懸念もあって 8.5% の大幅下落となった。

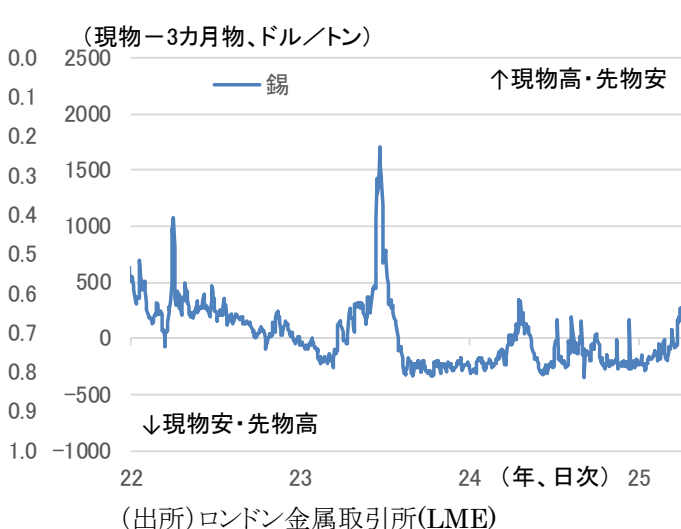
AI 関連やスマホ関連のエレクトロニクス製品向け需要の増加が見込まれる中、コンゴの鉱山事業からの撤退や、ミャンマーでの大地震が発生し、供給不安が高まったことで、錫相場は高値をつけていた。しかし、米国による半導体などに対する関税引き上げなどを巡って、エレクトロニクス製品向け需要が下押しされるとの見方が強まった。

米中を中心とした貿易戦争の行方が不透明なものの、中長期的にグリーン関連(ソーラー・パネル)やデジタル化関連の需要増加が見込まれる一方で、錫供給は地政学的に不安定な地域に依存しており、需給タイト化観測が生じやすい。錫相場は下落が一服した後は、再び上昇しやすいように思われる。

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



(5)鉛市況: 4月上旬に 1,800ドル台と 2 年半ぶりの安値

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、2024 年 5 月 22 日に 2,359 ドルまで上昇した後、一進一退を経ながら下落傾向となり、2025 年 4 月 9 日には 1,837.50 ドルと 2022 年 9 月以来の安値まで下落した。

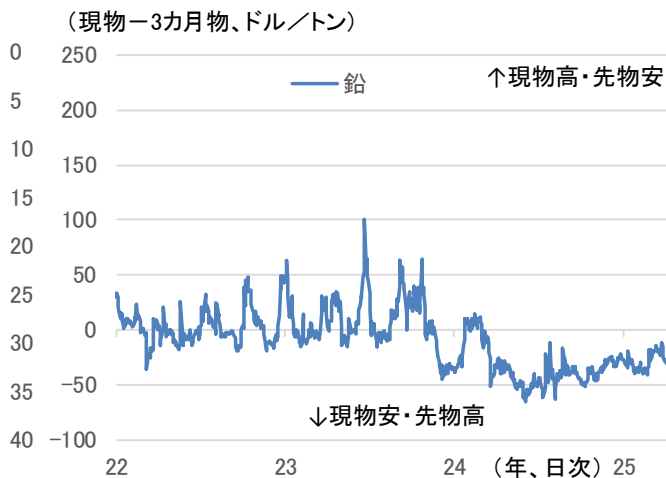
鉛需要は 9 割がバッテリー関連であり、冬場の需要期が終わったものの、自動車向け中心に安定的な需要が見込まれた。一方で、供給は、鉱山からの供給がややタイトだったとされつつも、リサイクルの割合が高く、安定しているとみられる。そうした中で、貿易戦争や世界景気悪化への懸念が高まり、他金属とともに鉛相場も下落した。先行きについても、銅など他金属と同様に、鉛相場も不安定な推移が見込まれる。

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)

鉛の現先スプレッド(現物-3ヵ月物)の推移

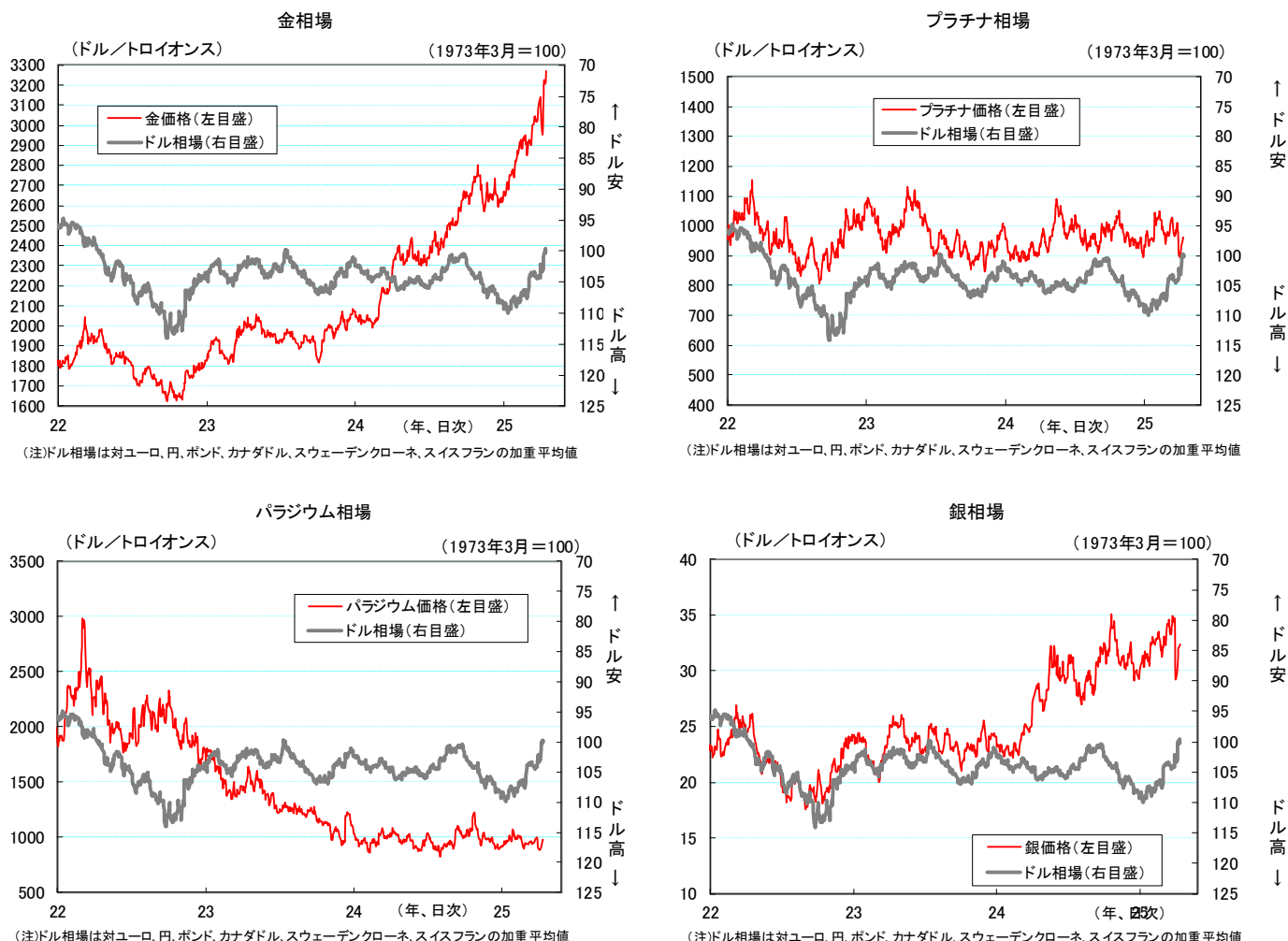


(出所) ロンドン金属取引所(LME)

4. 貴金属:金は4月中旬に史上最高値を更新して3,200ドルを突破

金相場(現物、出所:LSEG)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ヶ月ぶりの安値をつけた。しかし、その後、上昇傾向となり、同年12月以降は、高値更新が相次いで、2025年4月16日のアジア時間には3,280ドル超と史上最高値を記録している。

各貴金属価格の推移



(出所)Bloomberg

【1月の動向】～上昇傾向で推移

新年は一進一退後、やや上昇

年初2日は、地政学リスクの高まりを受けた安全資産買いが金相場を支えた。1日にロシアはウクライナの首都キーウを空爆、2日にイスラエルはガザを空爆したことや、トランプ次期米大統領の就任を控えることが投資家のリスク回避姿勢につながった。

3日は、前日までの上昇の反動で利益確定の売りが優勢となり、3営業日ぶりに下落した。米供給管理協会(ISM)による製造業購買担当者景況指数(PMI)が市場予想を上回ったことや株高を受けて、金の安全資産としての魅力が低下した。

6 日は、トランプ次期米政権による関税強化策が一部に限定されるとの米紙ワシントン・ポストの報道を、トランプ氏が否定すると、米長期金利が上昇し、金は売られた。

7 日は、中国人民銀行が公表した外貨準備の内訳で金保有が 2 ヶ月連続で増加していたことが好感された。もともと、米求人数や米 ISM によるサービス業 PMI が景気堅調を示したことで長期金利やドル相場が上昇し、金は上げ幅を縮小した。

8 日は、米民間雇用サービス会社 ADP による全米雇用報告で就業者数の伸びが市場予想を下回ったことで米利下げ観測がやや持ち直し、金は続伸した。

9 日は、トランプ氏の就任が迫る中、どのような施策を打ち出すか不透明感が強まって金買いにつながり、1 ヶ月ぶりの高値をつけた。前日にはトランプ氏が「国家経済緊急事態」の宣言を検討との一部報道があった。

インフレ指標の落ち着きや FRB 高官のハト派発言が支援

10 日は、12 月の米雇用統計で就業者数の増加幅が市場予想を大幅に上回ったことで、米市場金利が上昇し、発表直後に金は下落したものの、その後、株価の下落幅が大きくなると、リスク回避から金は買われた。トランプ次期米政権の発足を控えて、政策の不透明感が強まっていることも安全資産の金買いにつながった。

13 日は、前週末の米雇用統計を受けた米金利上昇・ドル高が改めて嫌気され、金は下落した。ニューヨーク連邦準備銀行が発表した 12 月の消費者調査で予想インフレ率が上昇したことも弱材料との指摘もあった。

14 日は、12 月の米生産者物価指数 (PPI) の伸びが市場予想を下回ったことを受けて、ドル相場が弱含み、金相場を支援した。もともと、米長期金利の高止まりが嫌気されて上値は限られた。

15 日は、12 月の米消費者物価指数 (CPI) が発表され、変動の大きい食品とエネルギーを除いたコア指数の伸びが鈍化したことで、インフレ高止まりへの過度な警戒感が後退し、米利下げ観測が持ち直して米長期金利がやや大幅に低下し、金相場は上昇した。

16 日は、米小売売上高や米新規失業保険申請件数が、市場予想よりも景気軟調を示す内容であったことや、米連邦準備制度理事会 (FRB) のウォラー理事が追加利下げに前向きととれる発言をしたことで金の上昇幅はやや大きくなった。

17 日は、これまでの相場上昇を受けて、利益確定売りが出やすかった。

トランプ政権始動を受けた米市場金利やドル相場の低下が追い風

米連休明けの 21 日は、トランプ米大統領が就任直後の関税引き上げを見送ったことで、米市場金利やドル相場が低下する動きとなり、金相場には追い風になった。今後明らかになる米新政権の政策への警戒感が金を押し上げたとの指摘もあった。

22 日は、米新政権の政策の不確実性が意識されて、リスク回避から金買いにつながった。トランプ氏は、2 月 1 日からメキシコとカナダからの輸入品に 25% の関税を課すことを計画していることや、同日から中国からの輸入品に 10% の関税を課すことを協議していることを明らかにした。

23 日は、前日の高値の反動から売りが優勢であったが、トランプ氏が世界経済フォーラム年次総会 (ダボス会議) でのビデオ演説で、FRB に利下げを要求したことで、ドル相場が軟化し、金は下落幅を縮小した。

24 日は、前日夜の FOX ニュースのインタビューで「できれば中国に対して関税を使いたくない」とし、交渉を重視する姿勢を示したことで、関税引き上げへの警戒感が後退し、FRB による利下げ余地が広がるとの見方からドル相場下落につながり、金を支援した。

ディープシーク・ショックや米関税政策を巡る不透明感で上昇

27 日は反落した。中国新興企業のディープシークによる生成 AI が安価で高性能との見方が台頭し、これまで AI ブームをけん引してきた米ハイテク企業の優位性への疑念から投資家のリスクオフ姿勢が強まったことで換金売りが金にも波及した。

28 日は反発した。前日にトランプ氏が半導体、医薬品、鉄鋼などに関税を課す方針を表明し、米関税政策に関わる不透明感が増したことで、金の安全資産需要につながった。

29 日は、この日予定される米連邦公開市場委員会 (FOMC) の結果発表を前にして、狭いレンジの取引となる中、小幅続伸した。その後、FOMC では市場予想通りに政策金利の据え置きが決定され、今後の利下げ時期についてもほとんど示唆がなかったことを受けて、金は小幅下落した。

30 日は、米政権が 2 月 1 日より中国、カナダ、メキシコに対する関税を引き上げる意向を示す中、先行き不透明感の高まりから金は買われ、10 月下旬につけていた史上最高値を更新した。欧州中央銀行 (ECB) の利下げ等を受けた欧州債の利回り低下に連動して米債利回りも低下したことが金相場を押し上げたとの指摘もあった。

31 日は、米関税引き上げを巡る懸念から金が上昇した後、利益確定売りに押された。一時、カナダ、メキシコに対する関税引き上げを 3 月に先送りするとの一部報道を受けてドル安が進み、金は上昇したが、米政権はこの報道を否定し、金は上げ幅を縮小した。

【2 月の動向】～上昇後、やや下落

強めの米景気・インフレ指標も歯止めにならず

3 日は反発した。1 日にトランプ米大統領がカナダとメキシコに 25%、中国に 10% の追加関税を課す大統領令に署名し、カナダとメキシコは報復関税の発動を表明し、中国も世界貿易機関 (WTO) への提訴や相応の対抗措置をとる方針を示したことで、貿易戦争によるインフレ悪化や景気減速が懸念されて、安全資産としての金需要につながった。ただ、その後、まずメキシコ、続いてカナダに対しての関税発動を 1 ヶ月遅らせることとなり、上げ幅を縮小した。

4 日は、中国政府が、米政権による対中関税引き上げの報復として、米国からの一部輸入品に対して最大 15% の追加関税を課すと発表したことを受けて、投資家のリスクオフ姿勢が強まり、金は買われる流れとなった。

5 日は、貿易戦争への懸念が金買い材料として意識される中、ADP 全米雇用報告で就業者数が市場予想を上回って利益確定売りに押される場面もあったが、米 ISM 非製造業 PMI が市場予想を下回ると、金買いが優勢となった。

6 日は、これまでの上昇の反動で利益確定売りが優勢となり、反落した。翌日の米雇用統計を前にややドル高が進んだことも金の上値を抑えた。

7 日は、1 月の米雇用統計が景気・労働市場の堅調さを示すと受け止められ、金売りにつながる場面もあった

ものの、米政権による関税政策などへの不透明感から買われる流れとなった。

10 日は、前日にトランプ氏が「相互関税」を近く発表し、ほぼ即時に発効させると表明し、鉄鋼・アルミニウム・半導体など品目別の関税の導入にも意欲を示したことで、貿易摩擦を巡る警戒感が高まり、金はやや大幅に買われた。

11 日は、パウエル FRB 議長が上院銀行委員会での証言で利下げを急がない姿勢を示したことで、長期金利がやや上昇し、金利のつかない金の投資妙味が減退した。

12 日は、1 月の米 CPI が市場予想を上回ったことを受けて、米利下げ観測がさらに後退し、金は下落した。一方、世界的な貿易戦争への懸念が下値を支えた。

13 日は、トランプ氏が、相手国の関税率と同水準の関税を課す「相互関税」の検討を指示し、貿易戦争への懸念が強まったと受け止められたため、安全資産である金への需要が高まった。ただし、即時発効は見送られた。

米関税引き上げやウクライナ停戦難航が支援

14 日は、米大統領デーの連休を前にして利益確定売りが出やすくなり、反落した。14～16 日までウクライナ情勢について協議する安全保障会議がミュンヘンで開催されるのを控えて、地政学リスクが後退する可能性も意識された。

米連休明けの 18 日は、17 日にウクライナ軍によるカスピアン・パイプライン・コンソーシアム(CPC)の設備へのドローン攻撃があったことや、サウジアラビアのリヤドで米ロ外相によるウクライナ停戦を巡る協議が行われたものの協議は難航していると受け止められて停戦実現への期待がやや後退したことを受けて金は上昇した。

19 日は、18 日にトランプ氏が米国に輸入される自動車、半導体、医薬品に関税を課す見通しを示したことや、ウクライナ停戦に向けた米ロの動きを巡る不確実性を背景に金は買われる場面もあったが、高関税に伴うインフレへの懸念などから米長期金利上昇やドル高が進み、金は下押しされた。

20 日は、米関税政策を巡る不透明感から金は反発し、史上最高値を更新した。19 日にトランプ氏が木材、自動車、半導体、医薬品などへの関税について「来月か、それより早く」発表する方針を示した。トランプ氏がウクライナのゼレンスキー大統領を批判して停戦機運が後退したとの見方もあった。

21 日は反落した。米関税政策を巡る不透明感が続き、S&P グローバルによる米サービス業 PMI や米シカゴ大学による消費者信頼感指数が弱めに出て米追加利下げが意識されたことが金の投資妙味を高めたが、この日は利益確定売りが先行した。

24 日は反発し、再び最高値を更新した。米関税政策に対する警戒感や、世界最大規模の金上場投資信託(ETF)である SPDR ゴールド・シェアの残高増加が金に対する強気な見方につながった。

利益確定や換金目的の売り圧力でいったん下落

25 日は、前日に史上最高値をつけた反動や株式相場下落で、利益確定や換金目的の売りが強まり、下落幅が大きくなる場面があった。もっとも、その後は、米関税政策を巡る懸念が根強く、下げ幅を縮小した。

26 日は不安定な動きとなった。利益確定や換金目的の売りで下落幅が大きくなる場面もあったが、押し目は買われた。トランプ氏が欧州連合(EU)からの輸入品への関税賦課について「間もなく発表する」と述べ、株式など

の下落につながる中、金は方向感を欠いた。

27日は、トランプ氏が、メキシコとカナダに対する25%の関税措置について前日には4月からとしていたところを3月4日に発動させ、2月4日に発動していた中国に対する追加関税もさらに10%を上乗せすると述べたことで、リスクオフ・ムードが広がった。為替市場でドル高が進んだことや、換金売りが出たことから金は下落した。

28日は、1月の米個人消費支出(PCE)価格指数が市場予想通りにとどまったことで、FRBが追加利下げに慎重な姿勢を示すとの見方につながったことや、高値圏にあつて利益確定売りが出やすかったことなどから金は続落した。

【3月の動向】～上昇傾向で推移

景気後退懸念による資産価格下落を受けた換金売りで伸び悩み

3日は反発した。米ISMによる2月の製造業PMIが悪化したことを受けて、米長期金利が低下し、金買い材料になった。米政権によるカナダ・メキシコ・中国への追加関税賦課が4日に迫る中、安全資産買いもあった。

4日は、事前の通告通り、米政権がカナダとメキシコからの輸入品に25%、中国に累計20%の追加関税を発動し、貿易戦争への懸念が強まり、安全資産の金は買われた。

5日は、ドイツで国防費増強などに向けて債務抑制策を緩和する方針が示されたことで、独長期金利上昇やユーロ高・ドル安が促され、ドル建ての金相場の上昇につながった。米関税政策を巡る不確実性も相場の支援材料との見方もあった。

6日は、米国による対カナダ・メキシコの関税について適用を1ヶ月免除する公算が大きいとするラトニック商務長官発言を受けた米長期金利の上昇や利益確定売りを背景に、金は下落する場面もあったが、値ごろ感から買い戻され、結局、ほぼ横ばいだった。

7日は、パウエルFRB議長が利下げについて「急ぐ必要はない」との姿勢を示して、長期金利が上昇し、金はやや押し下げられた。

10日は、9日放映のインタビューでトランプ米大統領が景気後退入りする可能性を否定しなかったことが弱気材料と捉えられて株式など資産価格が下落する中、金に換金売りが及んで、相場は2,900ドルを割り込んだ。

貿易戦争懸念や地政学リスクを受けて上昇

11日は、トランプ氏が、米国向けの電力料金を引き上げるとしたカナダ・オンタリオ州の決定に対抗して、12日よりカナダから輸入する鉄鋼・アルミニウムにさらに25%(計50%)の追加関税を賦課する方針を示して、貿易戦争懸念から金買いにつながった。米景気減速観測や独長期金利上昇を背景としたドル安に支援された面もあった。その後、オンタリオ州は電力料金引き上げを撤回し、トランプ氏も追加関税の見直しを発表した。

12日は、2月の米CPIの伸び鈍化や、各国による関税引き上げの応酬への懸念を背景に金は続伸した。

13日は、米関税政策や地政学リスクへの警戒感から金相場は続伸し、2月24日につけた史上最高値を更新した。EUは12日に米政権が発動した鉄鋼・アルミニウムへの25%の追加関税への対抗措置として、4月1日からウイスキーなどの米国産品に追加関税を課すと発表した。これに対して、トランプ氏は、近くEUからのワイン・シャンパンなど酒類に200%の関税を課すと表明した。一方、ウクライナ情勢を巡って、11日にウクライナが米

国の提案する 30 日間の停戦案を受け入れる中、ロシアのプーチン大統領は詳細を詰める必要があるとして即時受諾に難色を示した。

14 日は高値更新が続き、先物・現物ともに 3,000 ドルを上回った。米関税政策を巡る不確実性の高まりを受けた安全資産買いが相場を押し上げた。もっとも、この日の深夜に失効するつなぎ予算を巡って、米上院民主党が延長法案に賛成の意向を示し、政府機関の一時閉鎖が回避される見通しとなったことで投資家のリスク志向が改善して金の上値を抑えた。

17 日は小幅続伸した。18～19 日に FOMC、18 日にウクライナ情勢を巡る米ロ首脳会談を控えて、様子見ムードが強かった。

18 日は地政学リスク懸念から金は史上最高値を更新した。15 日に米軍がイエメンの親イラン武装組織フーシ派を空爆したことに加えて、この日はイスラエル軍がガザでイスラム組織ハマスを標的にした大規模な軍事作戦を行ったことで中東情勢の一段の悪化が懸念された。一方、ウクライナ停戦を巡る米ロ首脳による電話協議で、ロシアは停戦をエネルギーインフラ分野から始めることで合意したが、米国が提案し、ウクライナが受け入れた 30 日間の停戦については同意しなかった。

「相互関税」への警戒感から安全資産需要が高まる

19 日は、FOMC の結果発表を控えて、小動きだった。FOMC では、市場予想通り、政策金利の据え置きが決定され、公表された経済見通しでは、成長率の引き下げとインフレ率の引き上げが示され、スタグフレーション的と受け止められて金買い材料になった。

20 日は、前日の FOMC 後の記者会見でパウエル議長が経済の不確実性にしばしば言及したこともあって、安全資産の金は買われやすい地合いとなった後、利益確定売りで押し戻された。

21 日は、米政権が 4 月 2 日に導入する予定の相互関税を巡る警戒感がやや緩和する中、米長期金利やドル相場の上昇につながり、金相場は反落した。

週明け 24 日もドル高を受けて、金は続落した。前日に米政権が検討する輸入自動車への追加関税について、当初計画した 4 月 2 日の正式発表は見送られる可能性が報じられた。

25 日は、前日のトランプ氏による相互関税の対象国を絞るとの発言などを受けて警戒感が緩んだものの、この日は、英紙フィナンシャル・タイムズが 2 段階の関税制度を検討中で、最大 50% の関税を課す可能性があると報じたことで警戒感が高まり、安全資産の金は反発した。

26 日は、「利下げを急ぐ必要はない」とするセントルイス連銀のムサレム総裁の発言などから米市場金利やドル相場がやや上昇したことで、金相場は小幅下落した。

27 日は反発して、史上最高値を更新した。26 日に米政権が 4 月 3 日より米国が輸入する自動車と主要部品に 25% の追加関税を課すと発表したのを受けて、安全資産としての金需要が高まった。ドイツの財政支出拡大期待を背景としたユーロ高の戻りが一服してややドル安となったことも金を支援した。

28 日は、米政権による関税引き上げの影響への警戒感に加えて、2 月の米実質個人消費支出 (PCE) の伸びが小幅で PCE 価格指数が高止まりしたことや、3 月のミシガン大学消費者調査(確報値)で消費者信頼感指数が一段と落ち込んだ一方で予想インフレ率は一段と高まったことでややスタグフレーションが連想され、金は続伸

した。

31日は、前日にトランプ氏が4月2日に発表を予定している相互関税について全世界が対象になり得るとし、安全資産需要の高まりから金相場は3,100ドルを突破し、史上最高値を更新した。

【先行き】～不確実性が大きい状況が継続して金相場を押し上げ

金は、再び最高値の更新が続いており、3月末には3,100ドルを突破し、その後もじり高となった。

4月2日にトランプ米大統領が発表した相互関税は、事前に想定されたよりも厳しいものと受け止められ、材料出尽くし感が生じず、金相場はいったん上昇した。その後、世界的に株価が大幅下落する中、換金売り圧力が金にも及んだ。

しかし、9日に、トランプ氏が、中国以外の国・地域について、同日発動したばかりの相互関税の上乗せ部分の90日間停止を発表したことで世界景気悪化に対する警戒感が後退すると、換金売り圧力が和らぎ、相互関税発表後の急落の反動もあって、金は大幅続伸した。

その後は、米中の貿易摩擦の激化による世界景気悪化や金融市場混乱への警戒感や関税引き上げによる米国経済への打撃を懸念したドル安を受けて、金は買われた。11日は、米国による145%の追加関税に対抗して、中国政府が米国に対して125%の報復関税を課すとしたことなどから、米中貿易戦争への懸念が続き、金相場は続伸し、3,200ドルの節目を突破した。

米金融政策について、インフレ懸念から年内に見込まれる利下げ回数が1回程度にまで利下げ観測が後退していたものが、景気減速懸念から3～4回程度にまで復活したことが金利動向に敏感な金を支援したとみられる。

それ以上に、関税政策を巡る目まぐるしい動きや、不安定な中東・ウクライナ情勢への対応、ロシア制裁の強化の動き、同盟国への防衛費負担要求などトランプ政権の施策を巡る不確実性が意識されて、安全資産である金の需要につながった面もある。

金市場の参加者は世界景気の不確実性を強材料と捉えやすいとみられるが、ある材料が明らかになったとしても、まだ不透明材料が多いという状態が続きそうな中では、金相場はしばらく追い風を受けやすいと思われる。大きな不透明材料であった米国の「相互関税」の全体像がひとまず判明したものの、他国との通商交渉がどうなっていくのか不透明であることや、朝令暮改的な米政権の政策運営が続くと思われること、特にエスカレートしている米中の関税引き上げ合戦の行方が見通しにくいことなど、不確実性が大きい状況は今後も続きやすいと考えられる。

－ ご利用に際して －

- 本資料は、執筆時点で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。