2025 年 7 月 18 日

調査レポート

コモディティ・レポート（2025 年 4～6 月）

調査部　主任研究員　芥田　知至

1. コモディティ市況全般：4 月上旬に急落後、6 月中旬にかけて持ち直し

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。2025 年 2 月 19 日にかけて持ち直したが、2025 年 4 月上旬には急落した。その後、やや不安定な動きとなっている。米政権の政策など不確実性が大きい状況が続く中、コモディティの相場は不安定で方向感を欠いた推移が見こまれる。

2. エネルギー市況：ブレントは 4 月上旬に 58 ドル台の安値、6 月下旬に 81 ドル台の高値

国際指標のブレント原油は、2025 年 4 月 9 日に 58.40 ドルと 2021 年 2 月以来の安値をつけた後、6 月 23 日には 81.40 ドルと 5 ヵ月ぶりの高値をつけた。米国と各国の通商交渉、地政学リスク要因、産油国の生産方針、米中の景気動向などを巡って、当面の原油相場は膠着した状態が続くと思われる。

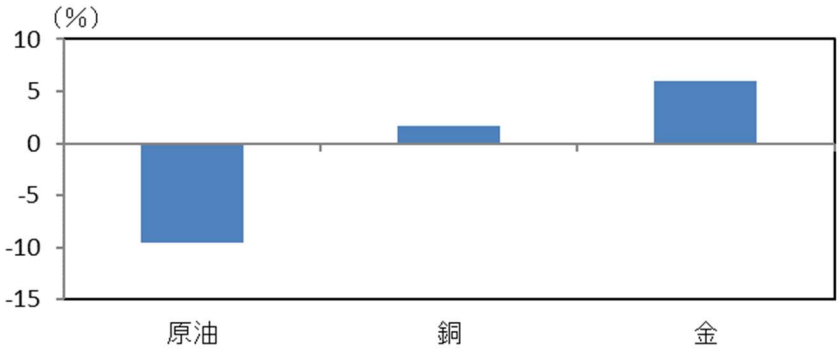
3. ベースメタル市況：銅は 4 月上旬に 8,100 ドル台の後、7 月上旬に 1 万ドル台

銅相場は、4 月 7 日に 8,105 ドルの安値をつけた後、7 月 2 日には 10,020.50 ドルの高値をつけた。中東の地政学リスクが緩和したとの受け止め方からリスクオン・ムードが広がり、銅はいったん 1 万ドルの節目を超えた。もっとも、米国と各国との通商交渉の行方など不透明要因は多く、銅相場は方向感を欠いた推移が見こまれる。

4. 貴金属市況：金は 4 月下旬に史上最高値を更新して 3,500 ドル超に

金相場は、2025 年 4 月 22 日に 3,500.05 ドルと史上最高値を記録した後、やや利益確定売りに押された。通商リスク、地政学リスク、米利下げ観測は持続しているが、一時に比べて弱まっている。一方で、米財政赤字への懸念などが金の安全資産需要につながっている。金は上値が重くなるものの、下値は限られた状態が続きそうだ。

原油・銅・金相場の騰落率（2025 年 6 月末の 2025 年 3 月末との対比）



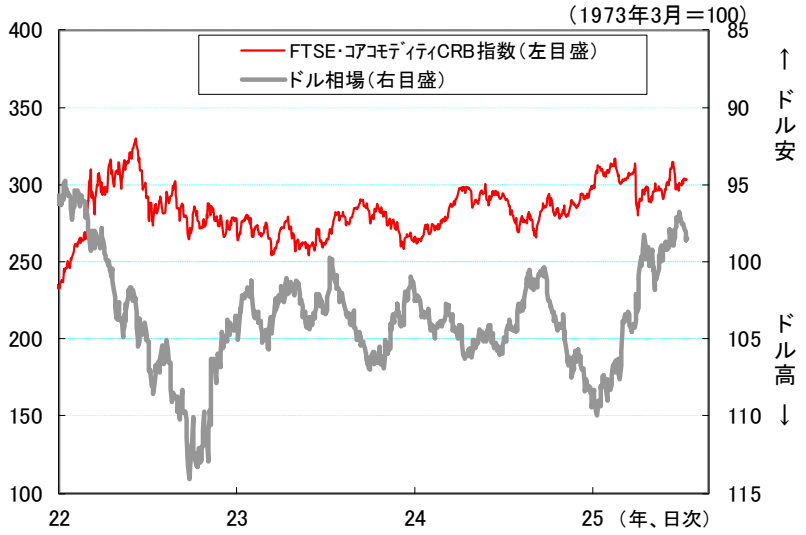
ご利用に際してのご留意事項を最後に記載していますので、ご参照ください。
（お問い合わせ）調査部　E-mail：chosa-report@murc.jp　担当（芥田）　TEL：03-6733-1634

1. コモディティ市況全般の概況：4 月上旬に急落後、6 月中旬にかけて持ち直し

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。2025 年 2 月にかけて持ち直したが、2025 年 4 月には下落した。その後、やや不安定な動きとなっている。

マクロ経済環境をみると、貿易相手国への高関税の適用姿勢やイランの核施設空爆など米政権の政策がコモディティ相場変動の要因となった。金は、4 月中旬に史上最高値をつけた後、通商リスクや地政学リスクが緩和して頭打ちとなったが、米財政赤字懸念など「米国売り」が支援材料になった。原油は、米軍によるイラン核施設空爆後に緊迫感は緩和し、産油国は増産姿勢を示す中、上値は限定された。銅は米相互関税の発表を受けて安値をつけた後、ドル安や米国での銅関税導入観測、コンゴの鉱山からの供給不安などを背景に上昇傾向となった。引き続き、大きな不確実性が意識される中、コモディティ相場は不安定で方向感を欠いた推移が見こまれる。

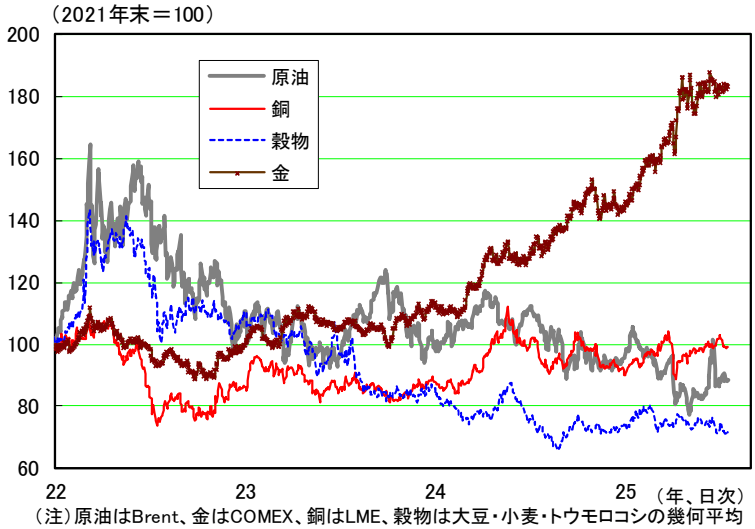
FTSE・コアコモディティ CRB 指数の推移



（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:ブレントは 4 月上旬に 58ドル台の安値、6 月下旬に 81ドル台の高値

2022 年 3 月 7 日に欧州北海産のブレントは 1 バレル当たり 139.13ドル、米国産のウエスト・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、一進一退を経て、2025 年 4 月 9 日にはブレントが 58.40ドル、WTI が 55.12ドルとそれぞれ 2021 年 2 月以来の安値をつけ、2025 年 6 月 23 日にはブレントが 81.40ドル、WTI が 78.40ドルとそれぞれ 5ヵ月ぶりの高値をつけた。

【4 月の動向】～下落後、一進一退

(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、ﾄﾞﾙ)	状況
1 日	= (74.49)	米供給管理協会(ISM)による 3 月の製造業購買担当者景況指数(PMI)が弱い内容だったことや、2 日午後 4 時から米ホワイトハウスで演説し、「相互関税」の詳細を発表するとされる中、投資家の警戒ムードが続いたことから原油は小反落した。
2 日	⇧ (74.95)	相互関税の発表を前に、やや株高やドル安が進んだことを好感して原油は反発した。米エネルギー情報局(EIA)の週次石油統計で原油在庫がやや大幅な増加となったが、米関税政策の発表を前にカナダ産の原油輸入が急増したことによるとされた。
3 日	⇩ (70.14)	米政権が前日に新たな高関税政策を発表したことや石油輸出国機構(OPEC)と非 OPEC 産油国で構成する「OPEC プラス」が増産加速を決定したことが相場を大きく押し下げた。トランプ米大統領は 2 日の大統領令で、4 月 5 日午前 0 時 1 分から、すべての国から輸入されるすべての品目に 10%の追加関税を課すことや、4 月 9 日午前 0 時 1 分から、米国の貿易赤字額が大きい 57 の国・地域に対して関税率を引き上げて「相互関税」を課すことを発表した。OPEC プラスは、自主減産をしている有志 8 ヵ国が 4 月から開始した減産の縮小ペースを速めて、5 月は当初計画の日量 13.5 万バレルから同 41.1 万バレルとすることで合意したと発表した。WTI は 6.6%安、ブレントは 6.4%安だった。
4 日	⇩ (65.58)	米中の貿易戦争を懸念して大幅続落した。この日は、中国政府が米相互関税に対する報復措置として、米国からのすべての輸入品に対して、10 日から 34%の追加関税を課すと発表した。米石油大手シェブロンが主導する企業連合カスピ海・パイプライン・コンソーシアム(CPC)がロシア規制当局による操業停止命令を巡って裁判所に異議を申し立てる準備を進めたとの報道も弱材料だった。WTI は 7.4%安、ブレントは 6.5%安だった。

7 日	↓ (64.21)	貿易戦争への懸念から原油は続落した。トランプ大統領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%の追加関税を課すとした。「米政権が、中国以外の国・地域について 90 日間の関税賦課の停止を検討する」との誤報を受けて株式などとともに一時的に原油も上昇する場面があった。
8 日	↓ (62.82)	米国と中国との関税引き上げ合戦が世界景気を悪化させるとの懸念が強まった。中国政府が米東部時間 8 日正午の期限までに報復関税を撤回しなかったとして、米政権は 9 日午前 0 時 01 分から 50%の上乗せ関税(累計 104%の追加関税)を課すと表明した。トランプ大統領が米国とイランの高官級協議を 12 日に行うと発表したこともやや相場を押し下げる要因だった。
9 日	↑ (65.48)	トランプ大統領が、この日、発動した相互関税について、中国を除く各国・地域への上乗せ分を 90 日間停止し、一律 10%とすると発表したことを受け、株式などとともに原油も買い戻され、5 営業日ぶりに反発した。中国については、追加関税が累計 104%から 125%へとさらに引き上げられた。
10 日	↓ (63.33)	米中の貿易戦争を巡る懸念の高まりから、原油は反落した。米政権は相互関税を巡って、前日に中国以外の国ごとに設定した上乗せ分の 90 日間の停止を表明した一方で、中国に対する追加関税はいったん累計 125%と発表していたものを 145%に訂正したこともあり、懸念が強まった。
11 日	↑ (64.76)	反発した。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ものの、これまでに米中の貿易戦争を巡る不確実性を織り込む動きが急速に進んでいたこともあり、この日は市場参加者の警戒感が一服した。ライト米エネルギー長官がイラン核開発問題を巡って、同国の石油輸出を止める可能性があると発言したことも強気材料だった。
14 日	= (64.88)	11 日に米政権がスマートフォン、パソコン、半導体製造装置などを相互関税の対象から除外すると発表したことで貿易戦争への懸念が後退したことや、3 月の中国の原油輸入が増加したことを材料に続伸した。OPEC の月報で世界の石油需要見通しが下方修正されたことは弱材料だったとみられる。
15 日	↓ (64.67)	米中貿易戦争や世界景気悪化への懸念から、小反落した。前日の OPEC に続いて、この日は国際エネルギー機関(IEA)が月報で 2025 年の世界の石油需要を下方修正したことなども弱気材料になった。

16 日	⇧ (65.85)	反発した。米政権がイラン産原油を購入する中国の独立系製油所や、イラン産原油の中国への供給に関与する企業や船舶に追加制裁を科すと発表し、原油供給の混乱への懸念が強まった。米国とイランは 12 日から核開発を巡る協議を始めたが、そうした中でも米国は圧力を強める動きを続けた。
17 日	⇧ (67.96)	イラン産原油の供給への懸念が続いたことや、米国と欧州連合(EU)との通商交渉への期待が相場を支援した。16 日にトランプ氏とイタリアのメローニ首相は会談し、貿易摩擦の緩和に楽観的な見方を示した。また、同日、OPEC は OPEC プラスで実施している生産調整について、イラクやカザフスタンから、これまでの生産枠の超過分を減産で埋め合わせる最新計画を受け取ったと明らかにした。減産の規模は、2025 年 4 月から 2026 年 6 月まで月間で日量 19.6～52 万バレルになるとされた。WTI は 3.6%高、ブレントは 3.2%高だった。
21 日	⇩ (66.26)	イランの核開発を巡る米国との交渉に進展の兆しがあると受け止められたことや、トランプ大統領が米連邦準備制度理事会(FRB)のパウエル議長の解任を検討しているとの報道を受けてリスクオフ・ムードが強まったことが原油相場を押し下げた。
22 日	⇧ (67.44)	米国による対イラン追加制裁の強化や、ベッセント米財務長官が米中の貿易摩擦が緩和に向かうとの観測を示したと伝わったことが強気材料になった。前日に大幅下落した株式が買い戻されたことに連動した面もあった。
23 日	⇩ (66.12)	産油国の増産姿勢が報道されて弱気材料となった。OPEC プラスの複数国が 5 月 5 日の会合で 5 月に続いて 6 月も増産幅の拡大を提案する見通しと報道された。
24 日	⇧ (66.55)	前日の下落の反動や、ロシアによるウクライナの首都キーウの空爆などを背景にやや原油高が進んだ。為替市場でドル離れを意識したドル安観測が根強いことや、前日発表の米 EIA の週次統計でガソリンや中間留分の在庫減少幅が市場予想を上回ったことも原油価格を支えた。
25 日	⇧ (66.87)	貿易戦争への懸念が緩和する中、リスクオフ・ムードが後退して、原油は続伸した。米国側から米中貿易戦争の緩和に前向きな発言が伝わる中、この日は、中国政府が米国製の半導体や医療機器を対米報復関税の適用対象から外す動きがあると報道された。ただ、中国政府は米中通商交渉が進展中だとするトランプ大統領の発言を否定した。

28 日	↓ (65.86)	3 日ぶりに下落した。米中貿易戦争への懸念が続く中、イラン核開発問題を巡る米国とイランの協議が継続していることも相場の押し下げ要因だった。
29 日	↓ (64.25)	続落した。改めて米政権による高関税政策や OPEC プラスによる増産姿勢が意識された。世界銀行の商品市場見通しで、原油の下落見通しが示されたことも弱材料だった。
30 日	↓ (63.12)	サウジアラビアが、今後さらなる減産で原油相場を支える意向はなく、原油安が長期間続いても対応できると同盟国や石油業界関係者に伝えていたと報道された。WTI は 3.6%安、ブレントは 1.7%安だった。

【5 月の動向】～下落後、やや持ち直し

1 日	↓ (62.13)	反発した。米 ISM による 4 月の製造業 PMI が市場予想ほど悪化しなかったことや米ハイテク大手の決算が良好だったことで、米景気後退懸念が緩和し、原油買いにつながった。前日の下落の反動で安値拾いの買いが入りやすかった面もあった。トランプ大統領がイラン産原油や石油化学製品の購入する国や個人は即座に制裁の対象となると警告したことも強材料だった。
2 日	↓ (61.29)	OPEC プラスが 6 月の増産を決定するとの観測が強まり、反落した。日量約 40 万バレルの増産の可能性や、会合が当初予定の 5 日から 3 日に前倒しとなったと報道された。
5 日	↓ (60.23)	3 日に OPEC プラスの有志 8 ヵ国は原油生産量を 6 月から日量 41.1 万バレル増やすことで合意したことを受けて、改めて供給過剰懸念が強まり、原油相場は続落した。
6 日	↑ (62.15)	前日にトランプ大統領が輸入医薬品への追加関税について「2 週間以内に発表する」と表明したことなどを受けて、為替市場ではドル安が進み、ドル建ての原油は割安感からやや買われた。イスラエル軍がイエメンの親イラン武装組織フーシ派に 2 日連続で報復攻撃を行ったことも強材料だった。WTI は 3.4%高、ブレントは 3.2%高だった。
7 日	↓ (61.12)	反落した。10～11 日に行われる米中通商協議に対する慎重な見方や、米 EIA の週次統計でガソリン在庫が市場予想に反して増加したことが弱材料となった。

8 日	⇧ (62.84)	米英両政府が貿易協定の締結で合意したと発表したことを受けて、世界的な通商摩擦が緩和するとの期待でリスクオン・ムードが広がる中、リスク資産の一角である原油も上昇した。トランプ大統領が週末に予定される米中の貿易協議について「興味深いものになるだろう」と述べて楽観的思惑を誘った。WTI は 3.2%高、ブレントは 2.8%高だった。
9 日	⇧ (63.91)	9 日は、トランプ大統領が「対中関税は 80%が正しそうだ」と表明し、米中通商協議について楽観的な見方がやや強まったことで、原油相場は続伸した。
12 日	⇧ (64.96)	ベッセント米財務長官が記者会見で 90 日間、米中双方が関税を 115%ポイント引き下げると発表したことで、リスクオン・ムードが広がり、原油相場は上昇した。もっとも、貿易戦争への懸念は払しょくされた訳ではなく、地政学リスクの後退の可能性や産油国の増産姿勢も意識されて、原油の上値は限られた。
13 日	⇧ (66.63)	米中の関税引き下げ合意を好感する流れが続いた。4 月の米消費者物価指数(CPI)の伸びがやや市場予想を下回ってドル安につながったことも原油相場を支えた。
14 日	⇩ (66.09)	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になった。OPEC が月報で OPEC プラス以外の国からの原油供給見通しを下方修正したことは強気材料だった。
15 日	⇩ (64.53)	米国とイランの核合意が成立して対イラン制裁が解除されれば、同国産原油が国際市場に流入して供給過剰感が強まるとの思惑が強まり、原油相場は下落した。トランプ大統領はイランとの合意に近づいていると述べ、14 日放映のインタビューでイラン当局者は米国との取引に同意する用意があると言及した。
16 日	⇧ (65.41)	反発した。イラン核開発問題を巡る米国とイランの交渉で双方の言い分が食い違っていることで、早期合意への期待が後退して、押し上げ材料になった。ロシアとウクライナの停戦協議の進展が限定的だったことも相場を下支えした。
19 日	＝ (65.54)	米格付け大手ムーディーズ・レーティングスが 16 日に米国債の格付けを引き下げたことや、4 月の小売売上高や鉱工業生産といった中国の景気指標が低調だったことが弱気材料だったものの、イラン核開発問題を巡る交渉が難航していると報じられたことが強気材料になり、原油相場は小幅続伸した。

20 日	＝ (65.38)	イランの最高指導者ハメネイ師が米国との交渉について「実を結ぶとは思わず、どうなるか分からない」と懐疑的な見方を述べたことや、19 日に米露首脳による電話会談でウクライナ停戦を巡る協議が難航しているとトランプ大統領が示唆したことが強材料だったものの、OPEC プラスの原油生産方針を超過して生産を続けるカザフスタンが 5 月も増産していると報じられたこともあり、需給緩和観測から原油は小幅下落した。
21 日	↓ (64.91)	イスラエルがイランの核施設を攻撃する準備を進めているとの報道で買いが先行する場面もあったが、米 EIA の週次統計で原油やガソリンの在庫が市場予想に反して増加したことが弱材料になり、相場は下落した。オマーン外相がイラン核問題に関して「第 5 回の核協議が 23 日にローマで開催される」と発表したことも地政学リスク懸念を和らげた。
22 日	↓ (64.44)	続落した。OPEC プラスの有志 8 ヵ国が 6 月 1 日に開催する会合で、増産幅を新たに拡大するとの観測が強まった。5 月、6 月に続き 7 月も日量 41.1 万バレル拡大する案が検討されていると報じられた。
23 日	↑ (64.78)	米国とイランとの核問題を巡る協議で両者の溝は埋まらなかったとの観測や、米メモリアルデーの連休を控えてガソリンの需要期に入るとの思惑から原油は反発した。
26 日	＝ (64.74)	メモリアルデーで米市場は休場で、ブレントは小幅安だった。28 日には OPEC プラス閣僚級会議、31 日には当初予定を 1 日前倒しして自主減産を行う OPEC プラスの有志 8 ヵ国の会合が予定されている。有志 8 ヵ国は 7 月も日量 41.1 万バレルの増産方針を示すとの観測があるが、ロシアのノバク副首相は 26 日にまだ協議していないと明らかにした。
27 日	↓ (64.09)	OPEC プラスが週内に増産加速方針を決定するとの観測や、米国とイランによるイラン核開発を巡る協議に幾分進展したとの見方がなされたことが原油相場を押し下げた。
28 日	↑ (64.90)	OPEC プラスの閣僚級会合（ONOMM）で 2026 年末まで協調減産を継続するとの原油生産方針を維持することを決定し、原油相場には強気材料になった。OPEC プラスは 2022 年 10 月に日量 200 万バレルの協調減産を決定し、2023 年 4 月に一部国による日量 166 万バレルの自主減産を決めたが、これらの減産が継続されることになった。
29 日	↓ (64.15)	米 EIA の週次統計で原油在庫が市場予想に反して減少して強材料になったが、国際エネルギー機関（IEA）のビロル事務局長が中国の石油需要は弱いとの見解を示したと報道されたことなどが弱材料となり、下落した。

30 日	↓ (63.90)	OPEC プラスの有志 8 ヵ国が 31 日の会合で 7 月の原油生産方針について当初予想よりも規模が大きい増産を決定するとの観測が報道され、原油相場は続落した。トランプ大統領が「中国は米国との合意に違反した」と主張し、貿易摩擦が再激化するとの懸念が高まったことや、米連邦巡回区裁判所が前日の国際貿易裁判所によるトランプ関税の差し止めに対して執行を一時停止する判断を下したことも弱材料だった。

【6 月の動向】～乱高下

2 日	↑ (64.63)	5 月 31 日の OPEC プラスの有志 8 ヵ国による会合で 5 月、6 月に続いて 7 月も日量 41.1 万バレルの大幅増産をすることで合意したものの、市場では織り込み済みで買い戻しが優勢となった。カナダのアルバータ州で発生した山火事による供給不安や、トランプ政権による鉄鋼・アルミニウムの関税引き上げなどを受けたドル安は、原油相場の押し上げ材料だった。
3 日	↑ (65.63)	ウクライナ情勢の悪化や米国とイランによる核協議の難航といった地政学要因に加えて、カナダの山火事による供給障害への懸念から続伸した。
4 日	↓ (64.86)	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ものの、ガソリンや中間留分の在庫増加幅が市場予想を上回ったことが弱材料となった。カナダの山火事やドル安は相場の下支え材料だった。
5 日	↑ (65.34)	米中首脳が電話会談を行い、近く閣僚級の貿易協議を開くことで合意したと報じられて、通商摩擦の緩和への期待から投資家のリスク志向がやや回復し、原油相場は上昇した。
6 日	↑ (66.47)	5 月の米雇用統計で就業者数が市場予想を上回って米景気の底堅さを示したことや、米中の通商交渉の進展を期待するムードが続いたことを受けて、原油相場は続伸した。
9 日	↑ (67.04)	米中が約 1 ヵ月ぶりに閣僚級の通商交渉を再開する中で、交渉進展への期待から、石油需要減退懸念が和らぎ、原油相場はやや上昇した。
10 日	= (66.87)	ロンドンでの米中政府による通商協議が継続する中、交渉進展への期待から上昇する場面があったが、その後、利益確定売りが優勢となった。
11 日	↑ (69.77)	在イラク米国大使館が中東地域の安全保障上のリスクの高まったとして職員を避難させる準備をしていると伝わったことで、イスラエルによるイラン核施設への攻撃の可能性などが連想され、原油相場は押し上げられた。前日に米中両政府が 5 月のスイスでの閣僚級協議で一致した内容を履行することで合意したことも強材料とされた。WTI は 4.9%高、ブレントは 4.3%高。

12 日	⇩ (69.36)	前日に中東の地政学リスク懸念から大幅上昇した反動で、利益確定売りに押された。米国とイランの核問題を巡る第 6 回高官協議を 15 日に控え慎重な取引となった。
13 日	⇧ (74.23)	イスラエルがイランの核施設、ミサイル工場、軍幹部などを標的とした空爆を行い、イランが本格的に報復して両国の戦闘が激化することへの懸念が一気に高まり、原油は急騰した。WTI は 7.6%高、ブレントは 7.0%高だった。
16 日	⇩ (73.23)	イラン・イスラエルの攻撃の応酬を受けて上昇する場面もあったが、利益確定の売りに押された。イランが中東の仲介者を通して、米国とイスラエルに対して戦闘終結と核協議の再開を模索していると報道され、中東からの原油供給の途絶懸念が和らいだ。
17 日	⇧ (76.45)	イランとイスラエルの戦闘の激化によるエネルギー供給の混乱の可能性を懸念した原油買いで上昇幅は大きくなった。WTI は 4.2%高、ブレントは 4.4%高だった。ホルムズ海峡付近での船舶の運航には、大規模な障害はみられていないが、多数の電子妨害などが報告された。
18 日	⇧ (76.70)	中東情勢の緊迫化を受けた原油買いが続き、続伸した。イランとイスラエルの戦闘が続く中、米側からの無条件降伏の要求に対して、イランのハメネイ氏は拒否した。米国が軍事介入に踏み切る可能性も意識された。米 EIA の週次統計で原油在庫が大幅に減少したが、相場の反応は限定的だった。
19 日	⇧ (78.85)	米市場がジューンティーンスの祝日で休場だったが、ブレントは続伸した。イスラエルとイランとの交戦がエスカレートしており、米国の参戦を巡る不確実性が原油の供給不安につながった。米国は参戦の可否について 2 週間以内に決定すると表明した。
20 日	⇩ (77.01)	反落した。米政権がイラン情勢について外交的な解決を模索しているとの受け止め方もあり、軍事介入への懸念がやや後退した。米政権は、イランの防衛産業向けに精密機械の調達などを行っていた個人・組織などを対象とした新たな制裁を発表する動きがあり、イランに対するより幅広い交渉アプローチの一環とする見方がなされた。
23 日	⇩ (71.48)	米軍が地下貫通型爆弾「バンカーバスター」などでイランの核施設3カ所を攻撃したことを受けて時間外取引で高騰した後、大幅下落した。イランの報復攻撃が限定的で、ホルムズ海峡のタンカー運航にも影響が出ていないことで原油の供給リスクへの警戒感が大きく緩和した。WTI、ブレントともに 7.2%安だった。一時、WTI で 78 ドル台、ブレントで 81 ドル台まで上昇した。

24 日	⇩ (67.14)	イスラエルとイランの暫定的な停戦合意を受けて、中東地域からのエネルギー供給リスクに対する警戒感が緩和した。正式に停戦が実現するかは予断を許さない状況だったが、市場は一気に緊張緩和を織り込んだとみられる。
25 日	⇧ (67.68)	米 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や、ガソリン在庫が市場予想に反して減少したことを好感して、原油相場は上昇した。
26 日	＝ (67.73)	中東の地政学リスク緩和を織り込む動きが一服したことや、世界景気や原油需要への楽観ムードを背景に原油相場は小幅続伸した。ドル指数が 3 年ぶり低水準に下げたことも、ドル建ての原油相場を支えたとされた。
27 日	＝ (67.77)	OPEC プラスの有志 8 ヵ国が 8 月に日量 41.1 万バレルの増産を検討しているとの報道が弱材料になったものの、その後、値頃感やドル安に支援されたことなどから買い戻された。
28 日	＝ (67.61)	前週末の OPEC プラスによる増産を継続するとの観測報道がこの日も弱材料とみなされ、下落した。

【先行き】～地政学リスク・通商リスクを意識しつつ米中需要鈍化や OPEC プラス増産姿勢で需給緩和方向か

6 月中旬に、イスラエルによるイランへの先制攻撃、イランの報復、米国によるイランの核施設への攻撃などを受けて、原油相場は WTI で 78 ドル台、ブレントで 81 ドル台まで上昇した。ただ、ロシアのウクライナ侵攻の際に、WTI で 130 ドル、ブレントで 139 ドルまで上昇したことと比べると、相場上昇は限定された。

イスラエルとイランとの交戦では、エネルギー施設の被害は限られていること、中東全域に戦火が広がるわけではなく、ホルムズ海峡が封鎖されるような可能性も低いと考えられたこと、産油国は減産を維持している状況で余剰生産力を抱えているといったこと、ロシアに比べればイランの産油量は少ないことなどが、市場参加者の冷静な反応につながったと考えられる。米国による空爆も核施設を標的としたもので、石油や天然ガスの施設を狙ったものではなかった。

その後、イスラエルとイランの停戦が実際に守られるのか、危うさがあったものの、交戦が続くにしても限定的なものになり、エネルギー施設への攻撃やホルムズ海峡の封鎖などは控えられるとみられた。原油相場は、いったん米イラク大使館が職員を避難させて緊張感が強まった 6 月 11 日頃以前の水準に戻った。

足元にかけては、中東情勢不安定化の火種がくすぶっていることや、米国の原油需給の引き締まりが意識されたことなどから、原油相場は若干強含んで推移している。

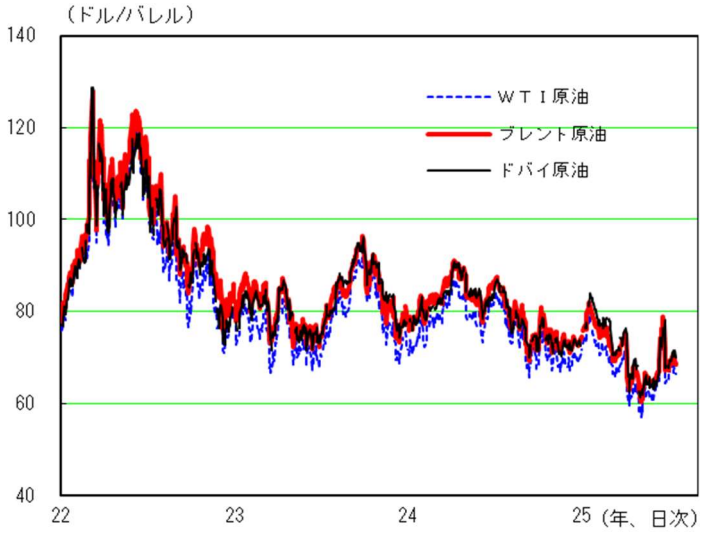
7 月 2 日には、イランが国際原子力機関(IAEA)との協力を停止すると表明し、核問題を巡る地政学リスクが再び高まることが懸念され、原油高につながった。トランプ大統領がベトナムと貿易協定で合意したと明らかにしたことも強材料だった。WTI は 3.1%高、ブレントは 3.0%高だった。

米独立記念日の連休明けの 7 日には、米国を中心に石油需要が堅調との観測が強まり、原油相場は上昇した。5 日には、OPEC プラスの有志 8 ヵ国が 8 月に日量 54.8 万バレル増産することを決め、増産幅は事前に予

想されていた日量 41.1 万バレルを上回ったものの、2 日には独立記念日の休暇中の旅行者が過去最高を更新するとの全米自動車協会（AAA）の予想が報道されるなど、石油需要増加観測が強まっていた。OPEC プラスの大幅増産も需要増を連想させた面もあった。

もっとも、当面の原油相場を取り巻く環境は、強弱交錯している。米中の景気は先行き減速が見こまれるものの底堅さがある、米国と各国との通商交渉は一部進展しつつも大方は結論を得られないでいる、OPEC プラスは減産体制を維持しつつも足元では増産ペースを速めている、などである。原油相場は膠着した状態が続くと思われる。その後、米中の石油需要の鈍化や OPEC プラスの増産によって原油需給は緩和するため、原油相場はやや軟化する可能性がある。

原油市況の推移

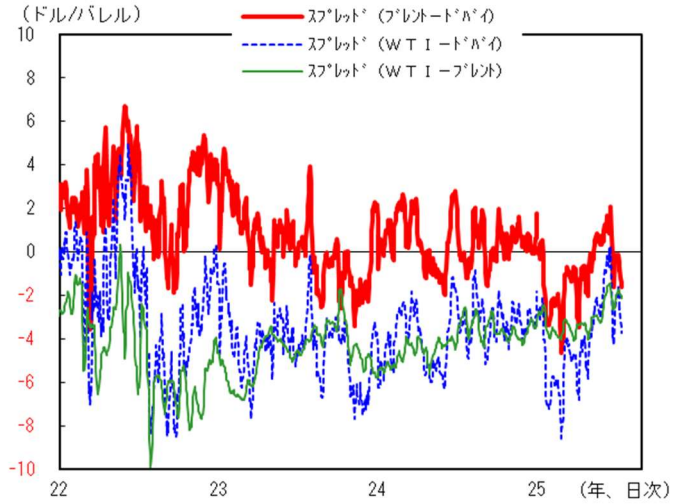


（出所）日本経済新聞

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

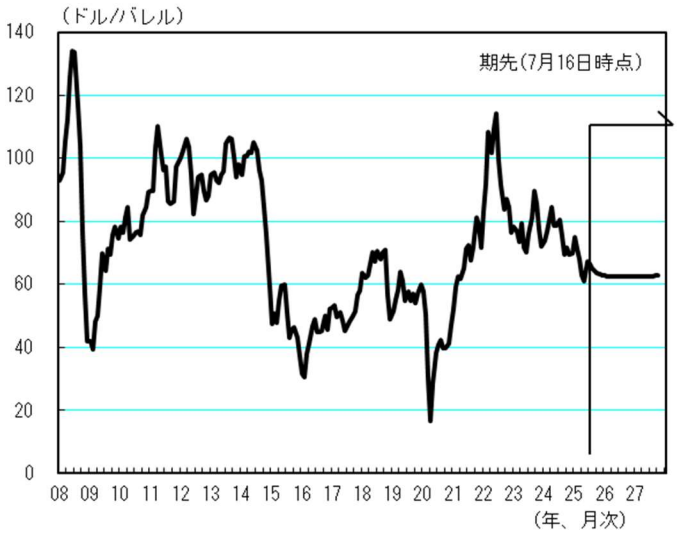


（出所）日本経済新聞

米国天然ガス市況の推移

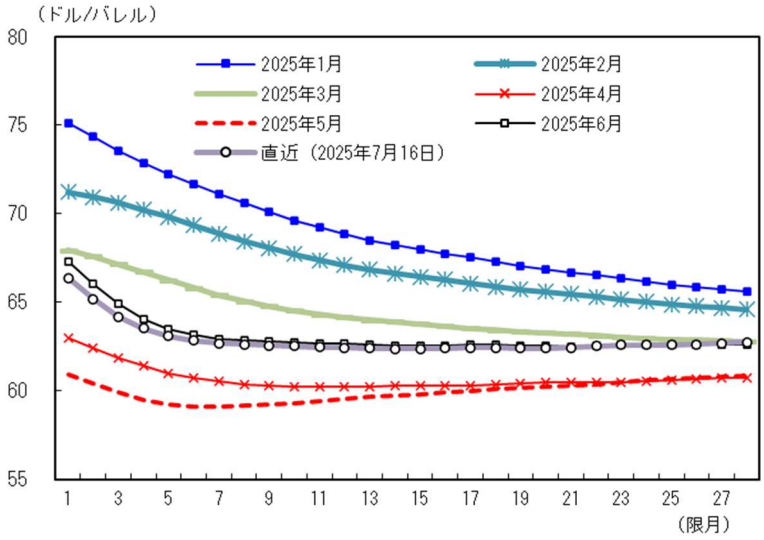
（出所）日本経済新聞

原油先物価格と先物カーブ



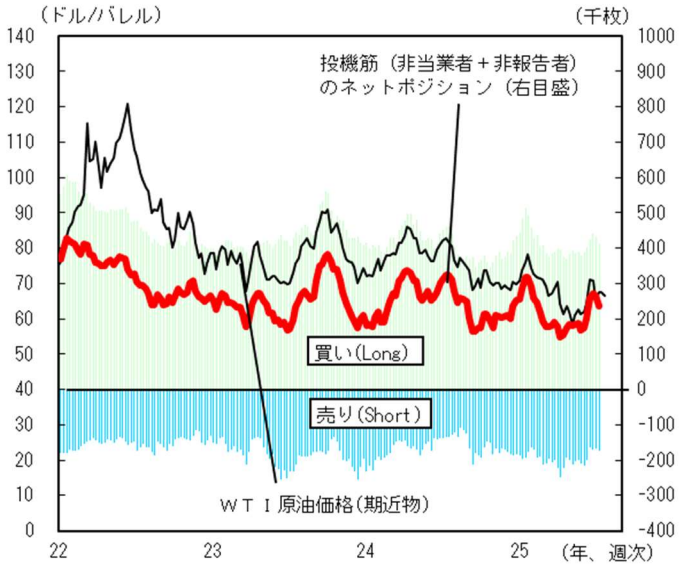
（出所）ニューヨーク商業取引所（NYMEX）

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〈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	93.0	(1.0)	92.0	(1.0)	106.0	87.7%	13.0
コンゴ共和国	25.0	(0.0)	25.0	(1.0)	30.0	83.3%	5.0
赤道ギニア	5.0	(-1.0)	6.0	(1.0)	8.0	62.5%	3.0
ガボン	22.0	(0.0)	22.0	(0.0)	23.0	95.7%	1.0
イラン	337.0	(-2.0)	339.0	(0.0)	383.0	88.0%	46.0
イラク	421.0	(3.0)	418.0	(0.0)	480.0	87.7%	59.0
クウェート	247.0	(3.0)	244.0	(1.0)	282.0	87.6%	35.0
リビア	128.0	(-4.0)	132.0	(5.0)	132.0	97.0%	4.0
ナイジェリア	156.0	(3.0)	153.0	(3.0)	160.0	97.5%	4.0
サウジアラビア	937.0	(24.0)	913.0	(16.0)	1,200.0	78.1%	263.0
ＵＡＥ	340.0	(9.0)	331.0	(1.0)	465.0	73.1%	125.0
ベネズエラ	90.0	(0.0)	90.0	(2.0)	98.0	91.8%	8.0
ＯＰＥＣ12カ国	2,801.0	(36.0)	2,765.0	(31.0)	3,367.0	83.2%	566.0

（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でも合意（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日の合同閣僚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。
2025年5月3日に、有志8カ国で行う自主減産について、6月の生産量を日量41.1万バレル引き上げると発表。
2025年5月31日に、有志8カ国で行う自主減産について、7月の生産量を日量41.1万バレル引き上げると発表。
2025年7月5日に、有志8カ国で行う自主減産について、8月の生産量を日量54.8万バレル引き上げると発表。
（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：ナフサは原油に連動して乱高下

日本の輸入ナフサ価格（通関）は、2022 年 5 月に 1 リットル当たり 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 ヵ月ぶりの安値をつけ、その後、持ち直していたが、2025 年 5 月には 62.7 円にまで下落した。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、一進一退を経て 2025 年 5 月には 68.2 円まで下落した。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、2025 年 5 月は 5.4 円となった。

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が、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 月前半にナフサ高に転じたが、足元にかけて一進一退となった。イスラエルによるイランへの先制攻撃や米軍によるイラン核施設への空爆などを受けて、原油とともにナフサも乱高下した。地政学要因や通商交渉を巡る不透明感を背景に、ナフサ価格は見通しにくい状況が続くとみられる。

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 月上旬に 8,100ドル台の後、7 月上旬に 1 万ドル台

非鉄ベースメタル相場の中心となる銅相場(ロンドン金属取引所:LME)は、2024 年 5 月 20 日に 1 トン当たり11,104.50ドルと史上最高値をつけた後、9,000ドル台を中心とした一進一退となった。その後、2025 年 4 月 7 日には 8,105ドルと 2024 年 2 月以来の安値をつけ、7 月 2 日には 10,020.50ドルと 3 月下旬以来の高値をつけた。

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)

【4 月の動向】～上旬に 8,100ドル近くに急落後、やや持ち直し

米相互関税の発表を受けて急落

4 月 1 日は、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。トランプ大統領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。

米相互関税の一時停止を好感

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 3 月までに課していた別の追加関税と合わせて 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。

14 日は、11 日に米政権がスマートフォン、パソコン、半導体製造装置などを相互関税の対象から除外すると発表したことで貿易戦争への懸念がやや後退したこと、中国当局による景気刺激策が期待されたこと、ドル安が続いたことなどを背景に続伸した。3 月の中国新規人民元建て融資が急減していた 2 月から市場予想以上に回復したことも強材料視された。その後、米政権が自動車についても関税の一部見直しを検討していると報道された。

15 日は、中国政府が国内航空各社に米ボーイングの航空機を受け取らないよう命じたと報道されたことや、トランプ米政権が半導体と医薬品に関税を課す手続きの一環として輸入状況に関する調査を開始したと発表したことで米中貿易戦争への懸念が強まり、銅は下落した。

16 日は、1～3 月期の中国実質国内総生産(GDP)の伸びが市場予想を上回って強材料になった。一方で、米半導体大手エヌビディアが AI 向け半導体「H20」について、中国向け輸出にライセンスが必要になると米政府から通知を受けたと発表したことは、米中貿易戦争の激化を意識させる材料だった。

17 日は、市場予想通りながら欧州中央銀行(ECB)が利下げを決定したことを受けたユーロ安・ドル高などを背景に銅は下落した。

18 日はグッド・フライデー、21 日はイースター・マンデーで休場だった。

ドル相場の変動や米中通商交渉の動向を受けて一進一退

22 日は、トランプ政権からのパウエル米連邦準備制度理事会(FRB)議長に対する圧力などを受けてグッド・フライデー、イースター・マンデーの休日の間にドル安が進んだことでドル建ての銅相場は上昇幅がやや大きくなった。貿易戦争を巡る不透明感が銅供給を抑制する圧力となり、銅相場を押し上げているとの見方もあった。

23 日は、米政権が対中関税について一部緩和することを検討していると報じられたことや、トランプ大統領が批判を続けるパウエル FRB 議長について「解任するつもりはない」と発言して混乱への警戒感が緩んだことが強気材料になった。

24 日は、前日に米中貿易戦争への懸念がやや和らいでドルの買い戻しが強まった反動で、ややドルが売り戻されて、銅相場には支援材料になった。

25 日は、中国側は米国との貿易交渉は行われていないとしたものの、トランプ大統領が米誌タイムのインタビューで、中国の習近平国家主席から電話があったと主張したことや、中国政府が米国からの輸入品への125%の関税について、一部を対象から除外することを認め、対象となり得る品目について企業側に意見を求めているとされたことで、貿易戦争への懸念が和らいだものの、銅相場はそうした動きを織り込まなかった。

28 日は、米中の通商交渉について不透明感が強い中、銅相場は小動きにとどまった。

29 日は上昇した。中国の労働節の休暇を前にして在庫回復の動きなど需要が強まったとされた。米政権が自動車輸入関税の軽減措置を検討していると報じられたことも押し上げ要因だった。国際銅研究会(ICSG)によると、銅地金の需給バランスは 2024 年の 13.8 万トンから 2025 年には 28.9 万トンへと供給超過幅が拡大する見通しとされた。

30 日は、中国国家統計局による 4 月の製造業 PMI が弱めに出たことや、米関税が銅に適用されるとの思惑に基づいたニューヨーク商品取引所(COMEX)の銅に対する買いポジションがやや解消される動きがあったことで、銅の下落幅は大きくなった。

【5 月の動向】～持ち直し傾向

米中通商摩擦の緩和期待やドル安が支援も利益確定売りで上値限定

1 日は反発した。中国国営中央テレビ系メディアが、トランプ米政権が関税を巡る交渉を求めて中国側に接触してきたと伝えたことなどから、米中通商摩擦の緩和への期待が高まった。前日の急落の反動もあった。

2 日は、中国商務省が米政権による関税協議の申し出を「評価」していると発表して、米中通商協議の開始期待が高まり、銅の上昇幅はやや大きくなった。一方、米政権が銅にも関税を課すとの観測は、米国への銅地金の流入につながり、銅地金の需給を引き締めており、船積みデータによると、この 5 週間で 2024 年の 28%にあたる 20 万トンの銅が米国に到着したとされた。

5 日は、アーリー・メイ・バンク・ホリデーのため、休場だった。

6 日は、4 日にトランプ大統領が海外製作映画に対して 100%の関税を課し、5 日に輸入医薬品に対する関税を「2 週間以内に発表する」と表明したことなどで、貿易戦争への懸念が強まり、「米国売り」的な反応から為替市場でドル安が進む中、ドル建ての銅は割安感から買われた。

7 日は、米連邦公開市場委員会(FOMC)の結果待ちの中、米中通商協議への不透明感もあって、利益確定売りが先行し、銅は下落した。

米英貿易合意や米中関税引き下げ合意が好材料も SHFE 在庫の増加などが悪材料

8 日は、米英両政府が貿易協定の締結で合意したと発表したことや、トランプ大統領が週末に予定される米中の貿易協議について「興味深いものになるだろう」と述べて楽観的思惑を誘ったことで、リスク資産全般が上昇する中、銅も上昇した。

9 日は、トランプ大統領が「対中関税は 80%が正しそうだ」と表明し、米中通商協議について楽観的な見方がやや強まったことで、銅は小幅続伸した。

12 日は、米中が関税の一時引き下げで合意したことを受けて、リスクオン・ムードが広がり、銅相場は上昇した。ベッセント米財務長官は、記者会見で 90 日間、米中双方が関税を 115%引き下げるとした。米国は中国に課している 125%の相互関税を 34%に戻し、そのうち 24%の執行を 90 日間停止し、他国・地域と同様の 10%のベースライン関税を適用する。

13 日は、前日からのリスクオン・ムードが続いたことや、ドル離れの思惑などからドル高が一服したことを背景に銅は続伸した。

14 日は、この日付で米中政府が追加関税を 115%引き下げたことで、リスクオン・ムードが続き、銅は小幅続伸し、4 月上旬の相互関税発表時以来の高値をつけた。米国外での銅価格は、銅への新たな関税を調査している米国での銅需要により押し上げられているが、調査が完了すると、米国にある在庫は取り崩され、銅輸入は失速するとの見方があった。

15 日は、米中を始めとした通商交渉の今後についての楽観が一服し、不安感がもたげてきたことや、貿易摩擦による実体経済への悪影響が今後表面化するとの懸念から銅は下落に転じた。

16 日は、これまでの価格の持ち直しを受けて、上海先物取引所(SHFE)の在庫が増加するなど価格敏感な中国需要が減退したことが、銅相場を押し下げたとされた。市場の関心は、通商問題から景気動向に変わったとの指摘もあった。

ドル安やコンゴ鉱山の操業停止が支援材料も通商交渉の不透明感が重し

19 日は、米格付け大手ムーディーズ・レーティングスによる米国債の格付けを受けて、為替市場でドル安が進んだことで、ドル建ての銅は割安感から買われた。

20 日は、前日に続いて「米国売り」的に為替市場でドル売りが優勢だったことや、中国人民銀行が貸出金利の指標であるローンプライムレート(LPR)を引き下げたことが支援材料だったものの、世界景気に対する不安感が重しとなり、銅は小動きだった。

21 日も米国売り的なドル安が続き、ドル建ての銅相場は支えられ、小幅高となった。米国の債務問題を懸念した長期金利の上昇は弱材料だったとみられる。

22 日は、S&P グローバルによる 5 月の米 PMI が強めに出たことなどでドル安が一服したことや米株式相場が低調だったことが銅相場の重しになり、反落した。

23 日は、トランプ大統領が 6 月 1 日より EU(欧州連合)からの輸入品に 50%の関税を賦課すると表明したことでリスク回避の動きが広がり、銅も売られる場面もあったが、その後、ドル売りが続いたことを受けてドル建ての銅は割安感から買われる流れとなった。コンゴ共和国のカモア・カクラ鉱山では、地震活動で操業に影響が及ぶと懸念されたことも強材料とされた。

26 日は、スプリング・バンクホリデーで休場だった。カナダの鉱山会社アイバンホーは 5 月 20 日にカクラ鉱山の一部操業を停止し、この日は生産見通しの公表を停止すると発表した。

27 日は、トランプ大統領が EU からの輸入関税の引き上げ時期を 6 月 1 日から 7 月 9 日に延期すると発表したことを好感して上昇する場面もあったが、為替市場でドル高が進んだことを受けて、銅は売られる流れとなった。

28 日は、米国を中心とする通商交渉の不透明感を嫌気して中国株が下落したことや、5 月 6～7 日の米

連邦公開市場委員会（FOMC）の議事要旨の内容が期待されたほどハト派的ではなく、ドル高や株安につながったことが銅相場を抑制した。

29 日小動きにとどまった。米国際貿易裁判所が国際緊急経済権限法（IEEPA）を根拠とした相互関税などについて差し止めの判断を下し、トランプ米政権の関税政策による景気悪化や需要下振れ懸念が一時的に後退したものの、この法的判断に対する米政権の反撃が予想されるとして上昇は続かなかった。

30 日は、4 月の米個人消費支出（PCE）価格指数がインフレの鈍化を示したことは強材料だったが、米中の通商交渉の先行き不透明感などが重しとなり、下落した。

【6 月の動向】～下旬にかけてやや上昇

銅関税引き上げ思惑を受けた COMEX 銅の上昇や LME 銅在庫の減少が強材料

2 日は、米中による通商協議の行方に不透明感が強まったことや、トランプ大統領が鉄鋼とアルミニウムの関税引き上げを表明したことに対して、ドル安が進み、ドル建ての銅相場を押し上げた。30 日にトランプ大統領が、中国が 5 月中旬に合意した内容に違反していると非難し、これに中国も反発した。米供給管理協会（ISM）による製造業 PMI が弱めでドル相場の押し下げ材料だった。鉄鋼・アルミ関税の引き上げの連想から COMEX 銅が上昇したことに、LME 銅も連れて上昇した面もあったと思われる。カナダの鉱山会社アイバンホーは、地震の影響で操業を停止していたコンゴ共和国のカモア・カクラ鉱山を月内に再開すると発表した。

3 日は、小幅続伸した。米国による銅の輸入関税引き上げの思惑から COMEX 銅にプレミアムが乗って取引される中、米国に大量の銅が輸送されて需給がタイト化することから LME 銅も堅調な推移となった。

4 日は、米民間雇用調査会社 ADP による 5 月の全米雇用報告と米 ISM による 5 月のサービス業 PMI がともに景気減速を示唆する内容だったことで、市場はリスク回避的な動きとなり、銅は売られた。

5 日は、米国による銅の輸入関税引き上げ観測が LME 在庫の減少につながる状況が続いていることや、コンゴ共和国のカクラ鉱山からの供給が不安視されていることが相場の押し上げ材料とされた。米中首脳による電話会談が行われたと報じられたことで米中通商協議への期待が高まったことも強材料だった。

6 日は反落した。5 月の米雇用統計で就業者数が市場予想を上回ったことを受けて、為替市場でドル高が進み、ドル建ての銅の割高感につながったことや、人民元安で中国勢の購買力が低下することが懸念された。

9 日は、この日、米中通商協議が始まったことを受けて、米中摩擦緩和への期待が強まり、銅相場は上昇した。5 月の中国貿易統計で輸出入が市場予想を下回ったことや銅輸入が大幅に落ち込んだことが弱材料だったものの、LME 在庫の減少は強材料だった。

米中通商協議の不透明感や中東情勢の緊迫化を嫌気

10 日は、米中通商協議が継続する中、協議の先行き不透明感が嫌気され、銅は下落した。

11 日は、米中通商協議で懸案となっていた中国政府によるレアアース（希土類）の輸出規制を巡る不透明感が払しょくされないことなどが嫌気され、リスクオフ的なムードが広がり、やや下落幅が大きくなった。米中協議では、合意履行のための枠組みの設置で合意したものの、市場はさほど好感しなかった。

12 日は、前日の 5 月の米 CPI に続き、5 月の米生産者物価指数（PPI）も落ち着いた内容となったことで

米市場金利やドル相場が低下し、銅相場の支援材料となった。

13 日は、イスラエルがイランを空爆し、中東情勢が一気に緊迫化し、リスク回避ムードが強まったことで、他のリスク資産と同様に銅も売られた。イスラエルは、イランのウラン濃縮施設やミサイル工場などの軍事目標に空爆を加え、多数の軍幹部を殺害したと発表した。

16 日は反発した。中国の 5 月の鉱工業生産がやや低調だったものの、小売売上高が予想外の好調さを示したことと受け止められ、銅相場には強気材料となった。

17 日は、反落した。イスラエルとイランの戦闘激化が懸念され、リスク回避の動きが強まった。

18 日は小幅続落した。米連邦公開市場委員会（FOMC）の結果発表を控えていたことや、米国による軍事介入の可能性も意識されて緊迫化する中東情勢などを受けて、小動きにとどまった。

19 日は、ドル高によるドル建て資産の割高感や中東情勢の悪化を受けた世界景気への悪影響が下押し材料になった。前日の FOMC 後の記者会見で米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長がインフレ警戒感を示して、ややドル高につながった。

米軍によるイラン核施設空爆後に地政学リスク懸念が緩和して銅上昇

20 日は、米政権がイスラエルと交戦するイランに対する攻撃の判断に猶予期間を設けたことで投資家のリスク回避姿勢が幾分和らいで、銅相場の上昇につながった。19 日にトランプ大統領はイランとの交戦に米国が介入するかどうかを 2 週間以内に判断すると表明した。

23 日は、米軍によるイランの核施設への空爆に対してイランがカタールの米軍基地に報復攻撃を行ったが、その報復攻撃は事前通告され、被害が限定されたことで、地政学リスク懸念が緩和に向かった。為替市場では、一時、有事のドル高が進んだものの、その後、地政学リスク懸念の緩和とともにドルは売り戻され、銅相場は支援された。

24 日は、トランプ大統領によるイランとイスラエルの停戦合意の発表を受けて、ドル安傾向が続き、銅相場の支援材料になり、小幅高となった。

25 日も有事のドル買いの反動によるドル安が続き、銅相場は強含みで推移した。

26 日もリスクオン・ムードが続く中、ドル安や株高が進み、リスク資産の一角である銅もやや上昇幅が大きくなった。

27 日は、米中が貿易協定で合意したと報じられたものの、内容が不透明との見方から弱材料視されて、やや売りが先行した。5 月の中国工業部門利益が落ち込んだことも下押し材料だった。ベッセント米財務長官は懸案であった米国へのレアアースの出荷の迅速化などで米中が合意したと明らかにした。

30 日は、中国国家統計局による製造業 PMI が市場予想通り、小幅改善ながら景況の拡大・縮小の判断基準となる 50 を下回ったことを受けて、銅相場は小幅下落となった。

【先行き】～通商交渉を巡る不透明感が弱材料もドル安圧力が下支えか

7 月 1 日は、財新／S&P グローバルによる製造業 PMI が国家統計局による製造業 PMI とは対照的に判断基準となる 50 を上回って、中国景気や金属需要の拡大が意識されて銅は上昇し、一時 1 万ドルを回復した。

2 日は、米国と各国との通商交渉の不透明感が強い中、トランプ大統領がベトナムと貿易協定で合意したと明らかにして、他国との通商交渉も進展するとの期待につながったことなどが強材料になった。銅は一時10,020.50ドルまで上昇した。

3 日は、6 月の米雇用統計で就業者数が市場予想を上回って、米市場金利やドル相場の上昇につながったことが銅価格を下押しした。

4 日は、米国が独立記念日の休日で、見送りムードが強い中、利益確定売りが優勢となった。

7 日は、米トランプ政権は関税の引き上げが発動される 8 月 1 日までは交渉の余地があるとしながらも相互関税の税率についての通知を開始するとしたことなどが通商摩擦懸念につながり、銅は続落した。

8 日は、前日に、トランプ大統領が貿易相手 14 ヶ国に書簡を送付し、相互関税の発動開始日を 8 月 1 日と発表したことや、BRICS 諸国の反米政策に同調する国に追加関税を賦課する可能性を示したことから、通商摩擦激化懸念につながり、銅は続落した。

9 日は、前日にトランプ大統領が銅に対する輸入関税を 50%に引き上げると表明し、米国内価格の上昇観測から COMEX 銅は 8 日には 1 ポンドあたり 5.8955 ドルと史上最高値をつけ、1 トン換算で 13,000 ドル近くまで上昇した。一方、LME 銅価格は、銅の関税引き上げ期日も 8 月 1 日とされる中、米国を中心とした通商摩擦の激化懸念から、やや下落幅が大きくなった。

10 日は、米関税引き上げの影響を織り込む金融・コモディティ市場の調整が一服し、リスク資産が持ち直す中で、銅も反発した。

7 月初めにかけて、中東の地政学リスクが緩和したとの受け止め方から、リスクオン・ムードが広がり、銅もいったん 1 万ドルの節目を越えた。しかし、その後は、トランプ大統領が各国に対して相互関税の税率の通知を始めたことなどから、ややリスクオフ的な相場動向が優勢となっている。

これまでに発表された新たな相互関税の発動開始日は、8 月 1 日とされているが、それまでに各国との通商協議がまとまる可能性は低いように思われ、先行き不透明感が払しょくされず、銅相場の押し下げ圧力になる状況が続きそうだ。一方で、米財政赤字や米景気減速への懸念が「米国売り」からドル安につながり、ドル建ての銅相場は支えられる面もあると思われる。最大消費国の中国の景気動向はやや弱めながら底堅さはある。

強弱材料が交錯して銅相場は方向感を欠いた推移が見こまれる。

(2) 各他品目の概況

[1] アルミニウム市況:4 月上旬に 2,300ドルまで下落後、6 月下旬に一時 2,600ドル台

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 トン当たり 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、2023 年 12 月 13 日に 2,109ドルまで下落する場面や 2024 年 5 月 30 日に 2,799ドルまで上昇する場面があった。2025 年 4 月 9 日には 2,300ドルまで下落したが、6 月 23 日には 2,654.50ドルまで上昇した。

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 2025 年 4 月上旬にかけて約半分に下落したことはアルミニウム価格下落の一因とされた。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。4 月 2 日に発表された米相互関税は想定よりも厳しい内容だったと受け止められ、銅などとともにアルミニウムの相場も大幅下落した。

5 月 16 日には、ギニアの軍事政権が、ボーキサイトや金を始めとした 51 の鉱山採掘権を取り消すと発表し、ギニアでの鉱山操業に不透明感が強まった。

5 月 19 日は、ドル安を受けて銅相場などが上昇する中でも、アルミニウム相場は下落した。払い出し予定のない LME 在庫が増加したとされた。4 月の小売売上高や鉱工業生産といった中国の景気指標が低調だったことも弱材料だった。

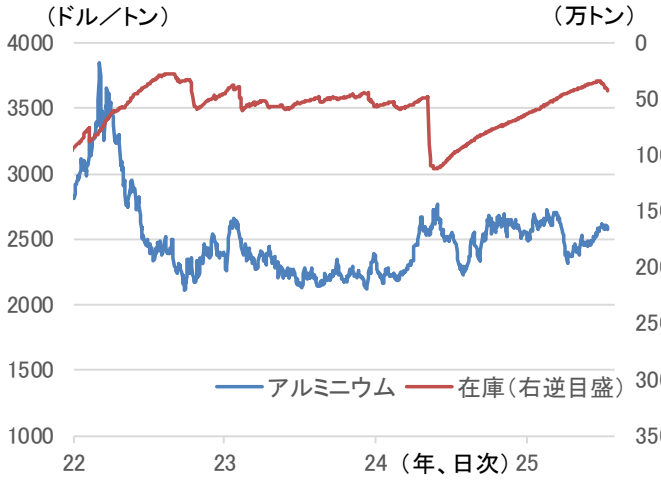
5 月 30 日は、トランプ大統領が、鉄鋼・アルミニウム製品への追加関税を 6 月 4 日より 25%から 50%に引き上げる方針を表明した。

6 月 23 日は、米軍によるイランの核施設への空爆が中東での戦火の拡大やエネルギー価格の高騰を連想させたため、エネルギー価格に敏感なアルミニウムの価格が押し上げられた。

また、アルミニウムの LME 在庫は 5～6 月も減少傾向で推移し、アルミニウム相場を支えた。

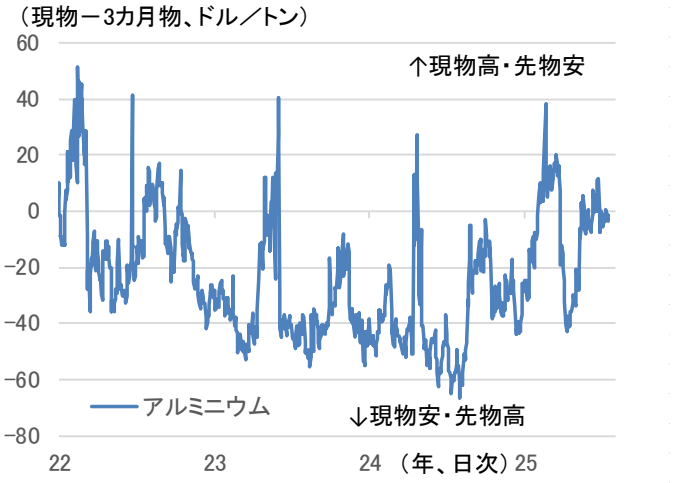
米国を中心とした貿易戦争によるアルミニウム需要への押し下げ圧力はアルミニウム価格の下押し圧力になっていた一方で、中国当局のアルミニウム生産抑制策は価格下支え効果があるとの指摘もあった。先行き、

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)

世界景気の鈍化懸念がある一方で、通商交渉が進展すれば需要不安は後退していくとみられる中で、中国のアルミニウム生産抑制策は継続が見こまれ、アルミニウム相場は底堅い推移が想定される。

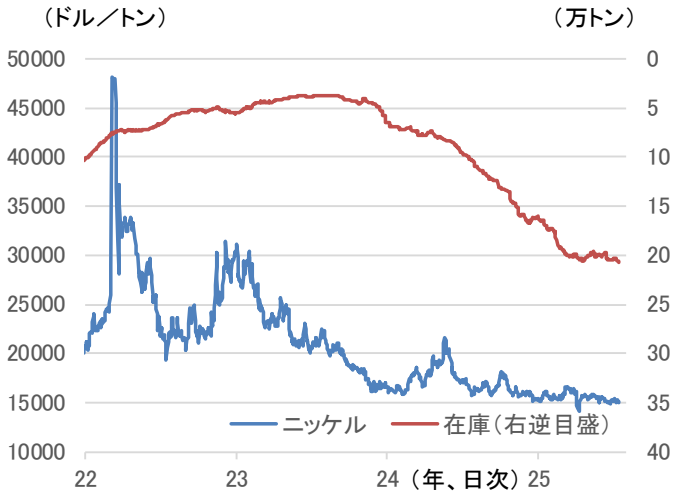
(2)ニッケル市況：4 月上旬に 14,000ドル割れの後、持ち直すも上値重い

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 トン当たり 33,575ドルまで上昇したが、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。5 月中旬には 16,000ドル近くまで持ち直したが、足元は 15,000ドル台前半を中心に推移している。

ニッケル相場は、米相互関税が予想を超える厳しさだったことを受けて急落した後、5 月半ばにかけて米英貿易合意や米中関税引き下げ合意を受けていったん持ち直したものの、7 月にかけて上値が重くなった。インドネシアなどからの供給圧力によって、ニッケル需給は緩和した状態が続いているとみられる。

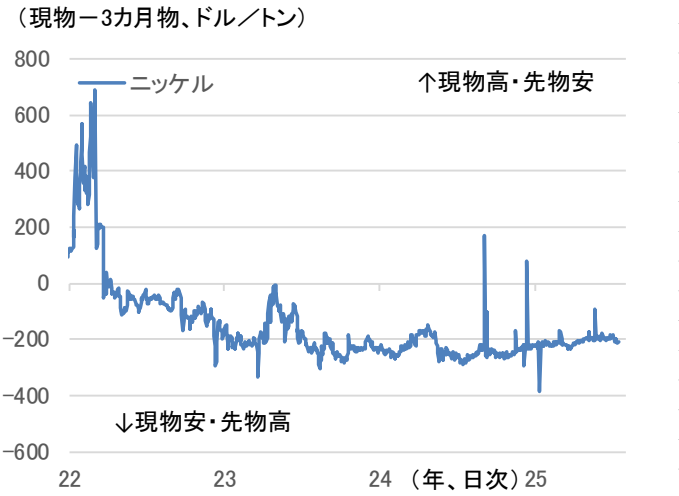
ニッケル相場は低調な推移が続いて値ごろ感が生じており、相場は一定の底堅さが見こまれるものの、市場参加者は上値追いには慎重な姿勢を続けると思われる。

ニッケル相場とLME指定倉庫在庫の推移



（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：足元は 2,700ドル前後で推移

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トン当たり 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ドルにまで持ち直したが、その後、下落傾向となり、2025 年 4 月 30 日には 2,430ドルの安値をつけた。足元にかけて 2,700ドル前後で推移した。

4 月 2 日の米相互関税の発表を受けて、リスクオフ・ムードが強まり、亜鉛相場は 4 月 9 日にはいったん 2,515.50ドルの安値をつけた。

その後も亜鉛相場は回復が遅れ、4 月 16 日には、LME 指定倉庫の亜鉛在庫が急増したことを受けて、亜鉛相場はやや下落幅が大きくなった。

その後、LME 在庫は減少に転じ、5 月以降は亜鉛相場も上向きに転じたが、2025 年の亜鉛需給は供給

超過が見こまれる中で、上値は限定的だった。引き続き、亜鉛相場は上値の重い展開が見こまれる。

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：4 月上旬に 29,000 ドル割れ後、7 月にかけて 33,000 ドル前後に

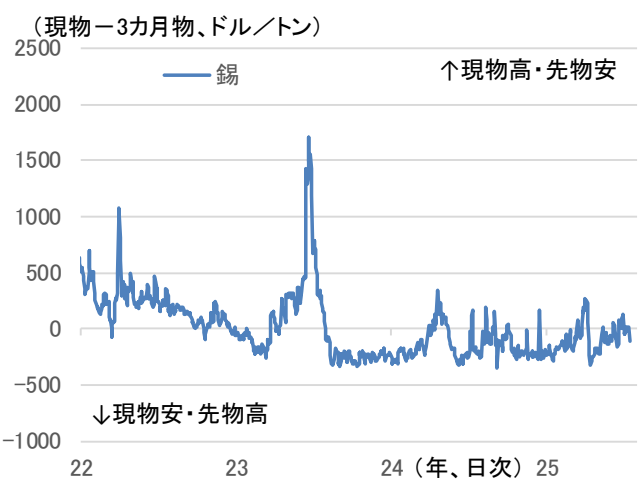
電子部品のはんだ付けなどに使われる錫の相場は、2022 年 3 月 8 日に 1 トン当たり 51,000 ドルと史上最高値をつけた後、10 月 31 日に 17,350 ドルと 2020 年 10 月以来の安値をつけた。2024 年春以降は 30,000 ドル前後を中心とする一進一退を続けた後、2025 年 4 月 2 日には 38,395 ドルの高値、4 月 9 日には 28,925 ドルの安値をつけた。7 月にかけて 33,000 ドル前後で推移した。

3 月 28 日に、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。

錫相場とLME指定倉庫在庫の推移

（出所）ロンドン金属取引所(LME)

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)

4 月 9 日は、錫生産大手のアルファミン・リソーシ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。

5 月下旬には、ミャンマーのワ州では当局が 2 年間の採掘停止を取りやめ、全面的な生産再開を許可したため、ワ州からの供給が回復するとの観測から 1 ヵ月ぶりの安値に落ち込む場面があったものの、6 月上旬には、ワ州の生産の迅速な回復は見こみがたいとの見方が優勢になり、錫相場は買い戻された。

その後、中東の緊迫が一服したことなどからリスクオン・ムードが広がったことや、為替市場でのドル安を背景に、錫相場は上昇したものの、米国と各国との通商協議を巡る不透明感などから上値は限られた。

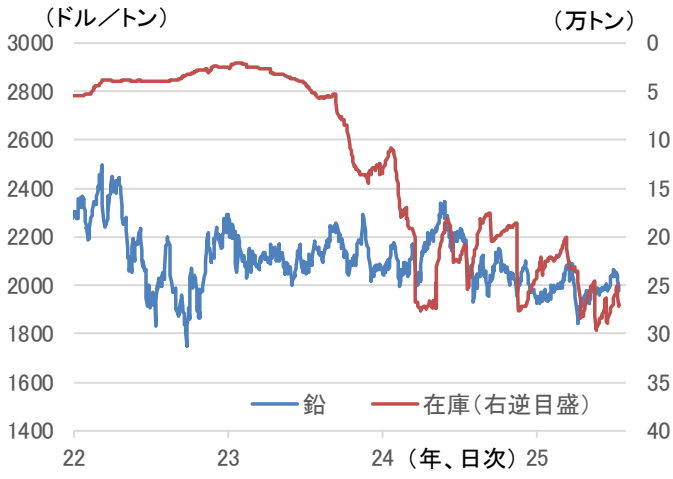
当面、錫相場は一進一退が見こまれる。もっとも、米中を中心とした貿易戦争の行方が不透明なものの、中長期的にグリーン関連(ソーラー・パネル)やデジタル化関連の需要増加が見こまれる一方で、錫供給は地政学的に不安定な地域に依存しており、需給タイト化観測が生じやすいと思われる。

(5)鉛市況:4 月上旬に 1,800 ドル台の安値後、7 月上旬に 2,000 ドル台

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 トン当たり 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 ドルまで下落した。その後、上昇して 7 月にかけて 2,000 ドル台に乗せた後、やや軟化した。

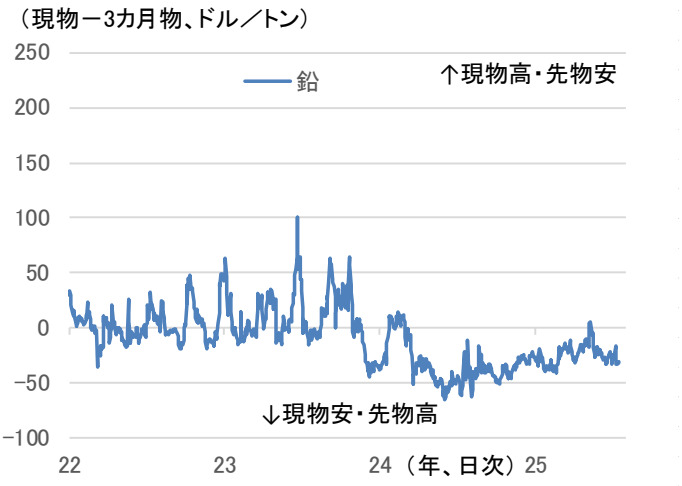
鉛地金は需要と供給ともに安定的だが、2025 年は供給が需要を上回り、供給超過が見こまれている。もっとも、最大消費国の中国では、需要が 2024 年の前年比マイナスから 2025 年は前年比プラスに転じると見こまれている。鉛相場は、上値が限定的ながら底堅い推移が想定される。

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

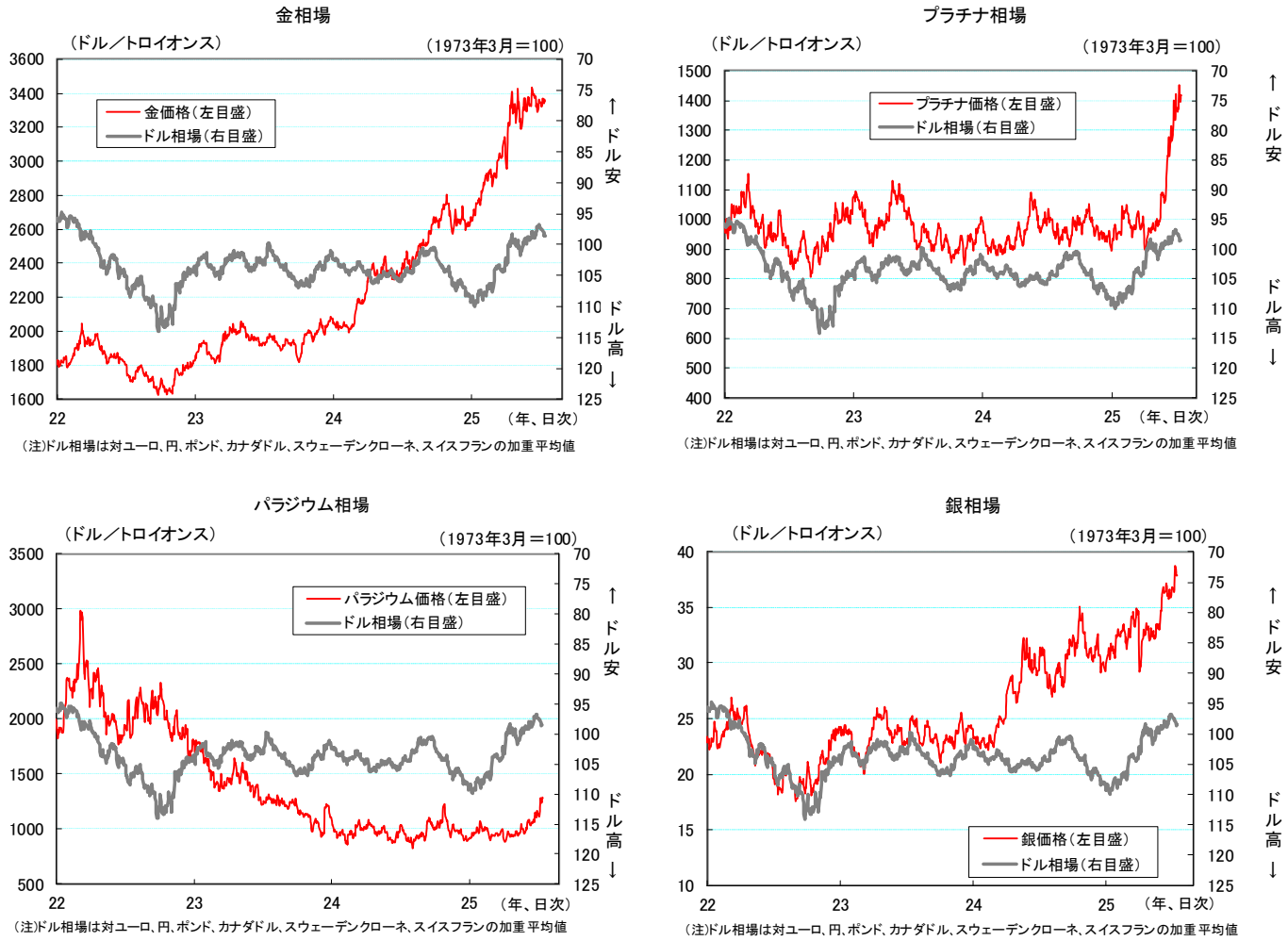


(出所)ロンドン金属取引所(LME)

4. 貴金属：金は 4 月下旬に史上最高値を更新して 3,500 ドル超に

金相場（現物、出所：LSEG）は、2023 年 10 月 6 日には 1 トロイオンス当たり 1,809.50 ドルと 7 ヵ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 22 日には 3,500.05 ドルと史上最高値を記録した。

各貴金属価格の推移



（出所）Bloomberg

【4 月の動向】～下旬に史上最高値の 3,500 ドル超

米相互関税を受けて 3,100 ドル台後半に到達後、換金売りで下落

1 日は、連日の最高値更新の後で利益確定売りが先行した。もっとも、翌日に米国の相互関税の発表を控えて、下値は限定的だった。

2 日は、相互関税の発表を前に安全資産として金が買われた。米国のトランプ大統領が発表した相互関税は、事前に想定されたよりも大幅と受け止められ、材料出尽くし感は生じず、金相場は続伸した。

3 日は、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び金の下落幅が大きくなる場面があったが、その後、下げ幅を縮小した。一時 3,100 ドル台後半の高値を付ける場面があった。

4 日は続落した。中国政府が対米報復関税として、米国から輸入するすべての品目に 34%の追加関税を課

すと発表し、貿易戦争が激化するとの懸念が強まった。金には他資産の損失補填のための換金売りが及んだ。

7 日も貿易戦争を懸念した換金売りが続き、3,000 ドルを下回った。トランプ大統領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%の追加関税を課すとした。

米中による関税引き上げの応酬で金は上昇

8 日は、米相互関税を巡る各国・地域との交渉進展への期待が浮上し、換金売りの流れが一服して金が買われる場面があった。一方、トランプ大統領は前日、中国への相互関税率を 50%に引き上げると警告したが、中国側は対抗措置をとる姿勢を続け、米政権は改めて中国に対する累計 104%の追加関税を 9 日から課す方針を示した。

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警戒感が高まっていたが、トランプ大統領が、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 90 日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した。換金売り圧力が和らいだことや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。中国に対する追加関税はこの日発効した 104%から 125%に引き上げて即時発効するとした。

10 日は、米中の貿易摩擦の激化による世界景気悪化・金融市場混乱への警戒感や関税引き上げの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。米政権は相互関税を巡って、前日に相互関税の 90 日間の停止を表明した一方で、いったん累計 125%と発表していた中国に対する追加関税を 145%に訂正した。3 月の米消費者物価指数(CPI)の伸びが鈍化し、利下げ観測を強めたことも金を支援した。

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、金相場は続伸した。3,200 ドルの節目を突破し、史上最高値を更新した。

米大統領が FRB 議長解任を検討との報道で一段高

14 日は反落した。11 日に米政権がスマートフォン、パソコン、半導体製造装置などを相互関税の対象から除外すると発表したことで貿易戦争への懸念が後退して、リスクオン・ムードが広がり、安全資産需要が後退した。

15 日は、中国政府が国内航空各社に米ボーイングの航空機を受け取らないよう命じたと報道されたことや、トランプ米政権が半導体と医薬品に関税を課す手続きの一環として輸入状況に関する調査を開始したと発表したことで米中貿易戦争への懸念が強まり、安全資産として金は買われた。

16 日は大幅上昇し、過去最高値を更新して 3,300 ドルを突破した。米連邦準備理事会(FRB)のパウエル議長が米関税政策などを背景に米景気の不確実性や下振れリスクが高まったとしたことで、金買いが進んだ。米半導体大手エヌビディアが AI 向け半導体「H20」について、中国向け輸出にライセンスが必要になると米政府から通知を受けたと発表したことも、米中貿易戦争の激化を意識させる材料だった。

17 日は、前日の大幅上昇の反動で利益確定売りが優勢だった。欧州中央銀行(ECB)による利下げを受けたユーロ安・ドル高も金相場を圧迫した。トランプ大統領が日米の通商交渉について「大きな進展があった」としたことも市場の警戒感を和らげる材料だった。

連休明けの 21 日は、トランプ大統領が利下げに慎重姿勢を続けるパウエル FRB 議長の解任を検討していると報道されたことで、ドルや米国債の信認が損なわれるとの懸念につながり、株式も下落する中、金は安全資産として大幅に買われ、3,400ドル台に乗せた。

22 日は、アジア時間の取引で一気に 3,500 ドルを突破した後、下落に転じた。トランプ大統領によるパウエル議長への圧力を受けた安全資産買いで高値を付けた後、利益確定売りに下押された。

FRB 議長解任発言や米中通商交渉を巡る警戒感がいったん後退

23 日は、トランプ大統領が批判を続けているパウエル FRB 議長について「解任するつもりはない」と発言したことや、中国との通商交渉についても「強硬姿勢は取らない」と柔軟姿勢をみせたことで、それぞれ警戒感が緩和し、安全資産需要が弱まったことから金は大幅続落し、3,300ドルを下回った。ベッセント米財務長官による「米中とも緊張を緩和する必要がある」との発言も材料視され、日米交渉について「特定の為替水準は念頭にない」との発言は円安・ドル高につながった。

24 日は、前日の大幅下落の反動で買い戻され、3,300 ドル台を回復した。高値からは下落したが、貿易戦争への懸念が残る中、押し目買いが入りやすかった。

25 日は、ドル安や米中摩擦に緩和の兆しがあるとの観測から金は反落した。中国政府が米国製の半導体や医療機器を対米報復関税の適用対象から外す動きがあると報道された。

28 日は、25 日に公開されたインタビューでトランプ大統領が中国の習近平国家主席から電話があったと明かした一方で、中国側はこれを否定したことや、トランプ大統領が 25 日に相互関税の 90 日の停止期間の延長について否定したことで、通商摩擦の先行きに不透明感が強まったことなどが金相場を下支えした。

29 日は、前日にベッセント財務長官がアジア諸国との通商交渉が順調であり、最初の合意はインドとなる可能性に言及したことなどから、貿易摩擦への懸念が後退し、金は反落した。ラトニック米商務長官が、米国で組み立てられた車両の価値の最大 15%相当を輸入部品に対する関税の控除として適用するといった 25%の自動車・部品に対する追加関税の影響を軽減する措置を発表したことも弱材料だった。

30 日は、ユーロ高・ドル安が一服する流れが続いたことがドル建ての金相場の割高感につながり、続落した。

【5 月の動向】～中旬に 3,100ドル台まで軟化

映画や医薬品への米関税示唆の後、米中合意

1 日は続落した。中国国営中央テレビ系メディアが、トランプ米政権が関税を巡る交渉を求めて中国側に接触してきたと伝えたことなどから、米中通商摩擦の緩和への期待が高まった。

2 日は小動きだった。中国商務省が米政権による関税協議の申し出を「評価」していると発表して、米中通商摩擦の緩和が期待されたことや、4 月の米雇用統計で就業者数の伸びが市場予想を上回ったことで米利下げ観測が後退して金には逆風になったが、前日の下落の反動で安値拾いの買いがあった。

5 日は、前日にトランプ大統領が海外製作映画に対して 100%の関税を課す方針を表明したことなどから米中貿易戦争への懸念が強まり、「米国売り」的な反応になる中、安全資産需要から金は買われた。

6 日は、トランプ大統領が前日に輸入医薬品に対する関税を「2 週間以内に発表する」と表明したことなどで、リ

スク回避的なムードが強まり、金は続伸した。

7 日は、米政権が通商問題に関する米中協議を 10～11 日にスイスで開催すると発表して貿易戦争への懸念が緩和したことで、金は反落した。その後、米公開市場委員会（FOMC）後の記者会見でパウエル FRB 議長が今後の金融政策に慎重な見方を示して弱材料になった。

8 日は、米英両政府が貿易協定の締結で合意したと発表したことを受けて、世界的な通商摩擦が緩和するとの期待が広がり、金相場は続落した。

9 日は反発した。前日までの米国売りの反動でのドル高が一服してドル安となったことが金相場を支えた。核保有国であるインドとパキスタンの緊張の高まりも安全資産需要につながった。

米中による追加関税引き下げ合意で安値

12 日は米中が関税の一時引き下げで合意したことを受けて、リスクオン・ムードが広がり、金相場は大幅下落した。ベッセント財務長官は、記者会見で 90 日間、米中双方が関税を 115%引き下げるとした。

13 日は、前日の大幅下落の反動や 4 月の米 CPI が市場予想を下回ったことを材料に反発した。

14 日は、この日付で米中政府が追加関税を 115%ポイント引き下げたことで、リスクオン・ムードが強まり、金に対する安全資産需要は減退して、下落した。

15 日は反発した。4 月の米小売売上高を受けて景気減速観測につながり、4 月の米生産者物価指数（PPI）を受けてインフレ鈍化観測が強まったことで、金は買われた。ロシアのプーチン大統領がウクライナ停戦交渉に出席しなかったことで和平の進展期待が後退したことも金買い材料だった。一時 3120.14 ドルの安値をつけた。

16 日は、米中による関税引き下げの合意を受けて投資家のリスク選好が改善するムードが続く中、安全資産である金は下落した。

米国債格下げなどを受けた「米国売り」で上昇

19 日は、米格付け大手ムーディーズ・レーティングスが米国債の格付けを引き下げたことで、金に対する安全資産需要が高まり、金相場は反発した。

20 日は、前日に続いて「米国売り」的に為替市場でドル売りが優勢となる中、ドル建てで取引される金は割安感から買われた。19 日の米露首脳による電話会談でウクライナ停戦を巡る協議に進展がなかったと受け止められて安全資産需要につながった面もあった。

21 日も米国売りが続き、金相場は支えられた。この日は、米 20 年債入札が不調だったことも材料になった。米長期金利上昇を受けて株価は下落し、金利上昇にも関わらず、ドル相場は下落した。

22 日は、米国債やドルへの売り圧力が一服する中で、金は利益確定売りに押された。米下院が大型減税法案を可決したが、上院は財政赤字幅を縮小する修正を求めるとの見方などから、長期金利の一段の上昇にはつながらなかった。

再び米関税政策が相場の材料

23 日は、トランプ大統領がアップルへの 25%超の関税を課す可能性に言及し、また EU（欧州連合）に 6 月 1

日から 50%の関税を課すことを表明したことで、安全資産として金を買う動きが強まった。

26 日は、米メモリアルデーで休場だった。

27 日は、トランプ大統領が、25 日にフォンデアライエン欧州委員長と電話会談した後、6 月 1 日からとしていた EU に対する 50%の高関税の発動を 7 月 9 日に延期すると SNS で表明したことで通商摩擦への警戒感が和らぎ、金は売られた。

28 日は、材料難で小動きにとどまった。前日のトランプ大統領による対 EU 関税引き上げの延期表明を受けたドル安一服などが金の上値を抑えた。

29 日は、前日の米国際貿易裁判所によるトランプ関税の差し止めを受けて金売りが優勢となったが、ドル買いが一服し、米新規失業保険申請件数の悪化を受けて米長期金利やドル相場が低下すると金は上伸した。

30 日は、トランプ大統領が「中国は米国との合意に違反した」と主張し、貿易摩擦が再激化するとの懸念が高まったことは強材料だったが、この日は、利益確定の売りやドル相場の底堅さを受けて金は下落した。

【6 月の動向】～3,300 ドル台を中心に一進一退

鉄鋼・アルミ関税の引き上げ方針や米景気減速の兆しが支援材料

2 日は、5 月 30 日にトランプ大統領が、中国への批判に加えて、鉄鋼やアルミニウムに対する追加関税を現行の 25%から 50%に引き上げる方針を表明したことで、通商摩擦への懸念が強まり、金はやや大幅に反発した。米供給管理協会（ISM）による製造業購買担当者景況指数（PMI）が弱めに出たことも金相場を支えた。

3 日は、前日の上昇の反動で利益確定の売りに押された。4 月の米求人数が市場予想を上回ったことは、金相場には弱材料になった。

4 日は、米民間雇用サービス会社 ADP による 5 月の全米雇用報告の就業者数や、米 ISM による 5 月のサービス業 PMI が市場予想を下回ったことで米市場金利が幾分低下し、ドル安も支援材料となって金相場は反発した。

5 日は、米中首脳による電話会談が行われ、近く閣僚級会合を開くことで合意したとされ、米中の通商摩擦が緩和に向かうとの期待から安全資産である金の投資妙味が後退した。米新規失業保険申請件数が悪化したことは金相場の下支え要因だった。

強めの米雇用統計を受けてやや下落

6 日は、5 月の米雇用統計で就業者数が市場予想を上回ったことで早期の米利下げ期待が後退し、金利のつかない金の投資妙味が減退して金は下落した。最近の米景気指標を受けて景気減速観測が強まっていたが、雇用統計は景気の底堅さを示したと受け止められた。

9 日は、前週末に米雇用統計を受けたドル高などから下落した反動で、この日は、ドル安気味となったこともあり、金は買い戻された。もっとも、この日から始まった米中通商協議が注目される中、小動きにとどまった。

10 日は小幅反落した。米中通商協議が継続される中、交渉の結果しだいでは、米中の緊張感や世界経済の減速懸念が和らぎ、投資家のリスク志向が強まって、金相場には逆風になる可能性も意識された。

11 日は、5 月の米 CPI が市場予想を下回ったことを受けて、FRB が 9 月にも利下げを再開するとの観測が強

まり、金相場を押し上げた。その後、在イラク米国大使館が中東地域の安全保障上のリスクの高まったとして職員を避難させる準備をしていると伝わったことで、安全資産買いにつながった。

イスラエルがイランを先制攻撃して金は上昇

12 日は、5 月の米 PPI が前日の米 CPI に続いて市場予想を下回ったことで、米利下げ観測が強まり、金相場は続伸した。中東の地政学リスク懸念や、トランプ大統領が自動車関税を 4 月に引き上げた 25%からさらに引き上げる可能性に言及したことも安全資産である金の強材料だった。

13 日は、イスラエルがイランの核施設、ミサイル工場、軍幹部などを標的とした空爆を行い、戦闘激化懸念が一気に高まり、金は急騰した。先物(中心限月)の清算値ベースでは 4 月下旬の高値を上回り、史上最高値を更新した。

16 日は、利益確定の売りに押され、反落した。イランが、米国とイスラエルに対して戦闘終結と核開発を巡る協議の再開を模索していると報道され、地政学リスク懸念が和らいだ。トランプ大統領がイスラエルによるイラン最高指導者ハメネイ師の殺害計画を却下したと報道された。

17 日は小動きだった。イランとイスラエルの紛争を巡る地政学リスクの高まりが金への安全資産買いを促した一方で、「有事のドル買い」でドル高傾向となったことがドル建ての金相場の割高感につながり上値を抑えた。

18 日は、緊迫する中東情勢や FOMC の結果発表を控えることを受けて、金相場は小動きとなった。その後、FOMC では予想通りに政策金利据え置きが発表されたが、パウエル FRB 議長の記者会見では、市場の期待とは異なり、ややタカ派的姿勢が示されたことで、金相場には売り材料になった。

19 日は、ジューンティーンスのため休場だった。

20 日は小幅下落した。トランプ大統領がイランへの攻撃の判断に猶予期間を設けたことで投資家の警戒感がいったん和らいだ。19 日にトランプ大統領はイランとの交戦に米国が介入するかを 2 週間以内に判断すると表明した。ウォラーFRB 理事は早ければ 7 月にも利下げを行う可能性があると述べて、金は下げ幅を縮小した。

米軍がイラン核施設を空爆後に地政学的緊張が緩和

23 日は、22 日に米軍が地下貫通型爆弾「バンカーバスター」などでイランの核施設 3 カ所を攻撃したことを受けて、イラン側が報復を明言する中、安全資産である金は買われた。その後、トランプ大統領がイスラエルとイランが停戦で合意したと発表し、地政学的緊張はかなり緩和した。ボウマン FRB 副議長が 7 月利下げを支持する可能性を述べたことは強材料だった。

24 日は、イランとイスラエルの停戦合意を受けて、金は売り戻された。停戦が正式に実現するか懐疑的な見方は残ったが、中東情勢が一段と悪化するとの警戒感は和らいだ。

25 日は上昇となった。トランプ大統領が戦争終結の期限とした米東部時間同日午前 0 時を過ぎても大規模な交戦はみられず、「12 日間戦争」は終わったとの考えを示す中、金売りが一時優勢となった。しかし、その後、パウエル FRB 議長が、利下げに慎重な見方を示しつつも、トランプ関税による物価上昇は一時的との見方を示したことで市場金利が低下し、金の相対的な魅力が高まった。

26 日は小動きだった。中東の緊張緩和の持続性や米利下げ時期を巡る不透明感を背景に相場の方向感が

出にくかった。トランプ大統領が次期 FRB 議長を前倒しで指名する可能性があるとの報道で、利下げ観測が強まった。

27 日は、米中による通商交渉での合意を受けてリスクオン・ムードが強まり、金は売られた。26 日にはラトニック米商務長官が 5 月にスイスでの協議で合意に達していた貿易枠組みについて最終的な理解の取りまとめに至ったとし、この日はベッセント米財務長官が懸案であった米国へのレアアースの出荷の迅速化などで米中が合意したことを明らかにした。

30 日は、FRB に利下げを求めるトランプ大統領がパウエル FRB 議長の後任選びをにおわすなど圧力を強める中、このところの FRB 高官の利下げ支持発言もあって、利下げ観測がやや高まり、金相場は上昇した。

【先行き】～金買い材料はやや弱まるも下値は限られるか

7 月 1 日は、トランプ大統領の大型減税を盛り込んだ「大きく美しい法案」が僅差ながら上院を通過して財政赤字懸念が高まったことや、各国との通商交渉が難航している中、相互関税の停止期限である 9 日が近付いていることで、リスク回避の動きから金が買われた。

2 日は、米民間雇用サービス会社 ADP による 6 月の全米雇用報告で就業者数が減少に転じたことを受けて、FRB が予想よりも早く利下げに踏み切るとの観測が強まり、金相場を支援した。

3 日は反落した。6 月の米雇用統計で就業者数が市場予想を上回ったことで、米景気減速懸念が薄れて早期利下げ観測が後退し、米市場金利やドル相場が上昇し、金相場には逆風となった。

8 日は、トランプ大統領が前日に貿易相手 14 ヵ国に書簡を送付し、相互関税の発動開始日を 8 月 1 日としたが、いずれ交渉は合意に至るといった楽観的な見方が優勢となり、投資家のリスク回避的な姿勢は後退し、金は売られた。

10 日は、9 日にトランプ大統領が自身の SNS に「8 月 1 日から銅に 50%の関税を課す」と投稿したことや、ブラジルに同日から 50%の追加関税を課すとの書簡を公表したことで、通商摩擦への懸念が強まり、安全資産である金は買われた。米新規失業保険申請件数が改善して米市場金利の上昇につながったことは金相場の下押し要因だった。

11 日は、10 日にトランプ大統領がカナダに 35%の追加関税を課す書簡を公表したことで、世界的な通商摩擦への懸念から金が買われた。

6 月 13 日にイスラエルがイランを先制攻撃したことを受けて、金相場（現物）は、4 月下旬の史上最高値に迫った。イランの報復、米軍によるイラン核施設への空爆と続いたものの、利益確定売りに押されて、6 月 30 日には一時 3,247.11 ドルと 5 月下旬以来の安値をつけた。その後、やや持ち直しているが、上値は限定されている。

このところ、金買い材料がやや後退しているようにみえる。通商リスク、地政学リスク、米利下げ観測は持続しているとはいえ、一時に比べて弱まっている。特にイラン情勢を巡る地政学的緊張は緩和し、通商問題を巡る米中の緊張も和らいでいる。

一方で、米財政赤字や米景気減速への懸念が「米国売り」を連想させ、ドルや米国債に代替する安全資産として金は買われやすくなっていることや、米利下げ期待が根強いことは金への投資妙味につながっている。

金相場は上値が重くなるものの、下値は限られた状態が続くと思われる。

－ 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。

（お問い合わせ）調査部　E-mail：chosa-report@murc.jp　担当（芥田） TEL：03-6733-1634