

調査レポート

コモディティ・レポート(2025 年 7~9 月)

調査部 主任研究員 芥田 知至

1. コモディティ市況全般:夏場から 10 月中旬にかけてやや不安定な動き

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 月にかけて持ち直した後、2025 年 4 月には下落し、その後も、やや不安定な動きとなっている。引き続き、地政学リスクや通商摩擦など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。

2. エネルギー市況:足元は軟調でブレントは 60 ドル台、WTI は 56 ドル台まで下落

国際指標のブレント原油は、2025 年 6 月 23 日には 81.40 ドルと 5 カ月ぶりの高値をつけた後、やや軟調に推移し、足元は 60 ドル台まで下落した。世界の景気動向、米中通商交渉、OPEC プラスの原油生産方針、ロシア・ウクライナ情勢、中東和平の行方など不確実性が大きい、目先は弱材料がやや優勢だと思われる。

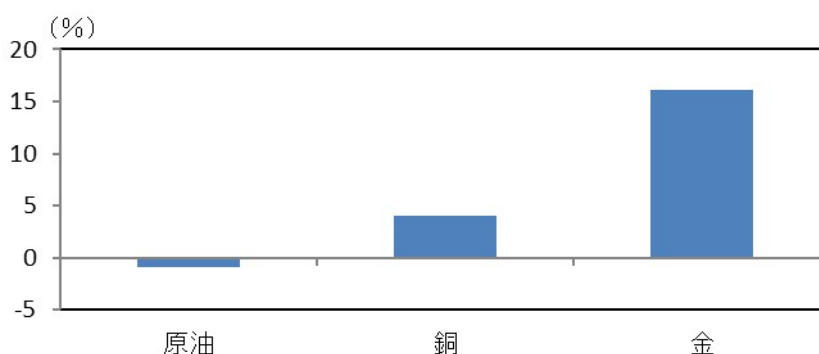
3. ベースメタル市況:銅は 10 月上旬に一時 11,000 ドルまで上昇

銅相場は、2025 年 4 月 7 日に 8,105 ドルの安値をつけた後、10 月 2 日には 11,000 ドルと 2024 年 5 月以来の高値をつけた。グラスベルグ鉱山の供給障害などを背景に上昇したが、先行きは、通商摩擦、米政府機関閉鎖、これまでの関税引き上げの影響など不確実性が大きく、銅相場は方向感を欠いた推移になりやすいだろう。

4. 貴金属市況:金は 10 月中旬に史上最高値を更新して 4,400 ドルに迫る

上昇傾向を続ける金は、高値更新が相次いで、2025 年 10 月 17 日には 4,378.69 ドルと史上最高値を記録した。これまで金相場を押し上げてきた通商摩擦や地政学リスクが解消される可能性が意識されるようになりつつあるとみられるものの、根強い米利下げ観測など金買いの理由が多数ある状況は続きそうに思われる。

原油・銅・金相場の騰落率(2025 年 9 月末の 2025 年 6 月末との対比)

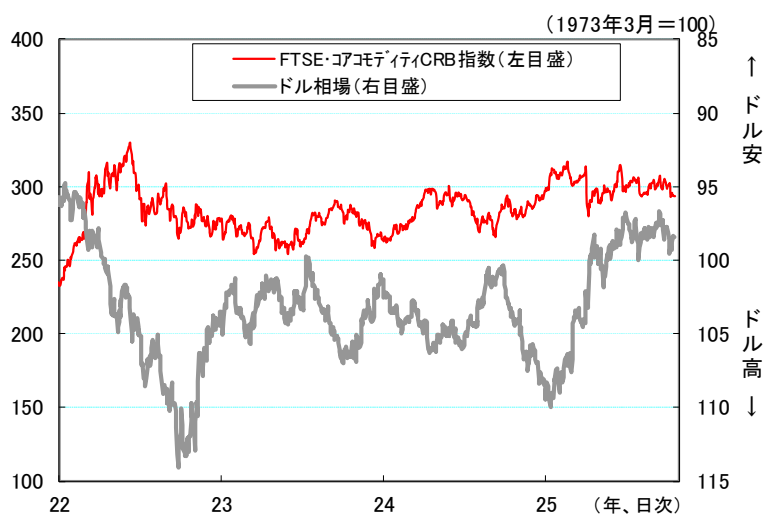


1. コモディティ市況全般の概況：夏場から 10 月中旬にかけてやや不安定な動き

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後、2025 年 4 月には下落し、その後も、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、地政学リスク要因や通商摩擦がコモディティ相場変動の要因となるなどやや不安定な動きとなった。金は、米利下げ観測に加えて、ロシア・ウクライナ情勢、通商摩擦、米政府機関閉鎖などが押し上げ材料になり、史上最高値の更新が続いた。原油は、産油国の増産姿勢、需要鈍化懸念、地政学リスク緩和に向けた動きにより、やや軟調に推移した。銅は、鉱山事故を受けた供給不安や底堅い需要動向を受けて上昇傾向となった。引き続き、地政学リスク要因や通商摩擦の先行きなど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: 足元は軟調でブレントは 60ドル台、WTI は 56ドル台まで下落

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 カ月ぶりの高値をつけた。その後は、軟調に推移し、一時、ブレントは 60ドル台、WTI は 56ドル台まで下落した。

【7 月の動向】～一進一退後にやや上昇

(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
1 日	↓ (67.11)	上昇した。財新／S&P グローバルによる 6 月の中国製造業購買担当者景況指数(PMI)が市場予想を上回り、景況改善・悪化の判断基準となる 50 も上回ったことが強気材料となった。
2 日	↑ (69.11)	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。トランプ米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。
3 日	↓ (68.80)	米相互関税の停止期限が 9 日に迫る中、各国と米国との通商交渉が難航しているとの見方から、関税の再引き上げなどが懸念され、原油相場の重しになった。財新／S&P グローバルによる 6 月の中国サービス業 PMI が 9 カ月ぶりの低水準となったことも弱材料だった。
4 日	↓ (68.30)	米市場が独立記念日の休場で薄商いの中、ブレント原油は続落した。前倒しで 5 日に開催される見こみとなった石油輸出国機構(OPEC)と非 OPEC 産油国で構成する「OPEC プラス」の有志 8 カ国による会合で増産が決定されるとの観測が強まった。米政府が翌週にイランとの核協議を再開する計画だと報道されたことや、イランのアラグチ外相が核拡散防止条約(NPT)を引き続き順守すると述べたことも弱材料だった。
7 日	↑ (69.58)	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 カ国が 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、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。

8 日	 (70.15)	需給引き締め期待が続き、原油は続伸した。米エネルギー情報局(EIA)の短期エネルギー見通しで 2025 年の米原油生産量が下方修正されたことや、イエメンの親イラン武装組織フーシ派が船舶を攻撃したのに対してイスラエル軍がフーシ派が支配する港を空爆して中東情勢の悪化が懸念されたことが相場を押し上げた。7 日にトランプ大統領が貿易相手 14 カ国に対して書簡で新たな関税率を通知したことや、OPEC プラスの有志 8 カ国が 9 月も大幅増産を検討していると報道されたことは弱材料だった。
9 日	= (70.19)	米 EIA の週次石油統計で、原油在庫が市場予想に反して増加したものの、ガソリンや中間留分の在庫が減少したことが強材料になり、原油は小幅高となった。トランプ大統領が新たにフィリピンなど 7 カ国に対して新関税率を書簡で通知し、通商摩擦激化懸念につながった。その後、ブラジルに 50%の追加関税を課すと発表。8 日には半導体や医薬品に関税を課す方針も示していた。
10 日	 (68.64)	ブラジルへの追加関税のほか、米国に輸入する銅に対する 50%の高関税を賦課する方針を表明し、世界景気に悪影響を及ぼすことが懸念され、原油は下落した。
11 日	 (70.36)	前日の下落の反動や国際エネルギー機関(IEA)の月報を材料に反発した。IEA は、旅行や発電など夏場の需要で需給は見掛けよりも引き締まっているとの見解を示した。
14 日	 (69.21)	トランプ大統領が、ウクライナ侵攻を続けるロシアに対し、50 日以内に停戦合意に応じない場合、ロシアと取引する第三国に対して 100%の関税を課すと表明し、時間的な猶予を設けたことで即時の供給ひっ迫への懸念が緩和し、原油は下落した。
15 日	 (68.71)	米国が即時に対ロシア制裁を強化するとの警戒感が後退する流れが続き、原油相場の下落につながった。また、6 月の米消費者物価指数(CPI)は評価の分かれる内容だったが、米関税政策を受けた物価上昇がみられ始めたとの見方が優勢となり、早期利下げへの期待の後退やドル高が原油価格を抑制した。
16 日	= (68.52)	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在庫が市場予想に反して増加して弱材料となり、原油は小幅下落した。米国がウクライナ停戦に応じないロシアに新たな制裁を課すと警告していることは相場押し上げ要因だった。

17 日		(69.52)	中東情勢の悪化から供給不安が強まり、原油は反発した。イラク北部のクルド人自治区にある石油施設がドローン攻撃を受けて原油生産量が日量14～15万バレル落ち込んだと報道された。また、16日にイスラエル軍がシリアの首都ダマスカスの国防省などを空爆したと報じられた。小売売上高や新規失業保険申請件数が米景気の底堅さを示したことは石油需要増加観測につながった。
18 日		(69.28)	欧州連合(EU)がロシアに対して同国産原油の取引価格上限の引き下げなど新たな制裁を強化したことが強材料になったものの、トランプ大統領が即時の対ロシア制裁強化を見送っていることが弱材料となり、相場は小反落した。6月の米一戸建て住宅着工件数が落ち込んだことも弱材料だった。
21 日		(69.21)	前週末に発表されたEUによる対ロシア制裁が原油供給に及ぼす影響は軽微との見方にとどまったことなどから、原油は小幅反落した。その後、米国と各国との通商協議の行方が不透明な中、相場は方向感を欠いた。
22 日		(68.59)	米国とEUの通商交渉が注目される中、米国による関税引き上げの期限である8月1日までに関税で合意ができなければ、EUが報復措置を講じ、米・EUの通商摩擦激化・景気悪化・石油需要鈍化につながる懸念されて、原油相場を押し下げた。
23 日		(68.51)	前日に米国と日本の通商協議が合意に達し、投資家関心は米国とEUの協議の行方に移っており、原油相場は小動きとなった。また、中国商務省は可立峰副首相が27～30日にスウェーデンを訪問し、米国と閣僚級の通商協議を行うと発表した。
24 日		(69.18)	EUによる制裁強化を受けて、ロシアが外国船の入港制限を行ったため石油タンカーの荷積みが遅れていることや、米国とEUが通商合意に近づいているとの観測が強まったことが強材料だったが、米政権が石油大手シェブロンに対してベネズエラでの操業を認める準備をしていると報じられたことが上値を抑えた。
25 日		(68.44)	米国とEUとの通商協議について、トランプ大統領が合意が成立する確率は「半々」と述べたことで、楽観的な見方が後退し、原油は反落した。6月の米資本財受注や1～6月の中国の歳入が低調だったことは米中景気の停滞を示すと受け止められた。

28 日	 (70.04)	米国と EU が通商協議で米国が EU に対して 15%の関税を課すことなどで合意して通商摩擦激化懸念が後退したことや、トランプ大統領が米国による対ロシア経済制裁の発動を前倒しする可能性を表明して供給懸念が強まったことで、原油は反発した。
29 日	 (72.51)	米政権がウクライナ戦争を巡って 10 日以内に戦争終結に向けた進展がなければ関税措置などを課し始めるとロシアへの圧力を改めて強めていることや、米中が閣僚級の通商協議で 8 月 12 日を期限とする一部関税の停止措置を 90 日間延長することで暫定合意したことを材料に原油相場の上昇幅がやや大きくなった。WTI が 3.7%高、ブレントが 3.5%高だった。
30 日	 (73.24)	米政権による対ロシア制裁への警戒感が強まり、原油は続伸した。この日は、ロシア産石油を輸入するインドに対して 25%の追加関税を 8 月 1 日から発動すると発表し、さらに税率を引き上げる可能性を示唆した。米国は 7 月 14 日にロシアと取引する第三国に対して 100%の二次関税を課す方針を明らかにしていた。
31 日	 (72.53)	米政権が新たな相互関税を 8 月 1 日に発動すると表明する中、世界景気の先行きへの不透明感から、原油相場は反落した。米 EIA が前日に発表した週次石油統計で原油在庫が市場予想に反して大幅に増加していたことも改めて弱材料視された。

【8 月の動向】～下落後、一進一退

1 日	 (69.67)	7 月の米雇用統計で、非農業部門の就業者数が前月比 7.3 万人増と市場予想を下回ったうえ、5 月分が 14.4 万人増から 1.9 万人増、6 月分が 14.7 万人増から 1.4 万人増へと下方修正されたことを受けて、米景気減速懸念が一気に強まった。また、OPEC プラスの有志 8 カ国が 9 月に日量 54.7 万バレルの増産を行うことで合意するとの観測が強まったことも弱材料だった。
4 日	 (68.76)	3 日に OPEC プラス有志 8 カ国が予想通りに 9 月の原油生産量引き上げで合意したことが弱材料になった。この 8 カ国は、9 月 7 日の次回会合で、さらに日量 166 万バレル分の減産解消についても協議する可能性があることが報じられたことも下押し圧力になった。
5 日	 (67.64)	OPEC プラス有志国による増産や、前週の米雇用統計やこの日の米供給管理協会 (ISM) による非製造業 PMI が弱めだったことなどを受けた需要鈍化観測を材料に原油相場は下落傾向で推移した。

6 日	↓ (66.89)	ロシア産原油を巡る供給不安がやや後退し、原油相場の下落につながった。トランプ大統領が米国のウィトコフ中東担当特使とロシアのプーチン大統領とのウクライナ戦争を巡る協議で進展があったと述べたことで、米国による対ロシア制裁の強化観測がやや後退した。一方、ロシア産石油の輸入を続けるインドに対してトランプ大統領は 25%の追加関税を課す大統領令に署名した。この追加関税は 21 日以内に適用され、インドからの輸入品に対する税率は合計で 50%となる。
7 日	↓ (66.43)	続落した。米ロ首脳会談が近く開催されることで合意したと発表されて、ウクライナ戦争が終結に向かい西側市場等へロシア産原油が流入するとの観測につながった。
8 日	= (66.59)	ウクライナ停戦を巡る米ロ首脳会談の行方が注視される中、原油相場は横ばい圏の推移となった。
11 日	= (66.63)	8 日にトランプ大統領がプーチン露大統領と米アラスカ州で 15 日に会談すると発表したことを受けて様子見ムードが強まり、原油相場は小動きだった。
12 日	↓ (66.12)	翌日に米 EIA の週次統計や、15 日にウクライナ戦争を巡る米ロ首脳会談を控えて、様子見ムードが強い中、夏季のドライブシーズンが終了してガソリン需要が鈍化するとの観測などから原油相場は売りが優勢となった。注目された 7 月の米 CPI はほぼ市場予想に沿った内容で、9 月の米利下げが意識される状態が続いた。
13 日	↓ (65.63)	IEA の月報で、世界の石油供給の上方修正や需要の下方修正を示したことや、米 EIA の週次統計で市場予想に反して原油在庫が増加したことが弱材料になった。ベッセント米財務長官が 15 日に行われる米露首脳会談で成果がなければ、対露制裁を強化するとの考えを示した。
14 日	↑ (66.84)	翌日に米露首脳会談を控える中、原油相場は買い戻された。ウクライナや EU は、ロシアへの領土割譲に引き続き反対する中、協議が進展するか不透明感が強かった。
15 日	↓ (65.85)	反落した。米アラスカ州アンカレッジで行われる米露首脳会談の行方が注目される中、会談で進展があれば、米国の対ロシア制裁が緩和され、ロシア産原油の供給増につながるといった思惑がやや強まったとみられる。

18 日	 (66.60)	15 日の米露首脳会談で合意に至らなかった後、この日のトランプ大統領とウクライナのゼレンスキー大統領の首脳会談でトランプ氏がウクライナの安全保障のため欧州を「支援する」と述べたものの、市場の反応は限定的だった。一方、ウクライナ軍はロシアのエネルギー・インフラへの攻撃を強化し、ロシアから中欧に原油を輸送するドルジバパイプライン経由の供給が停止したことなどが相場を押し上げた。
19 日	 (65.79)	反落した。ウクライナ戦争が終結し、ロシア産石油への制裁が緩和・解除される可能性が意識されたとされる。
20 日	 (66.84)	ラブロフ露外相がロシア抜きでは安全保障問題は解決できないと米欧をけん制し、ロシアとウクライナの首脳会談について早期実現に懐疑的な見方を示したことや、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が強材料になった。
21 日	 (67.67)	ウクライナ和平交渉の行方を巡る不透明感を背景に原油相場は続伸した。ロシア軍がウクライナ領内に大規模な空爆を行ったと報じられた。
22 日	 (67.73)	22 日は、米連邦準備制度理事会 (FRB) のパウエル議長による年次経済シンポジウム「ジャクソンホール会議」での講演を受けてドル相場や市場金利が低下したことを背景に原油は小幅に買われた。ラブロフ露外相がウクライナとの首脳会談について「予定されていない」と早期実現に否定的な見方を示したことも原油相場には強材料だった。
25 日	 (68.80)	ロシア産石油の供給懸念などから続伸した。米国による対ロシア制裁の強化や、ウクライナ軍によるロシアのエネルギー・インフラへの攻撃でエネルギー供給が混乱する可能性が懸念された。
26 日	 (67.22)	それまでの数日、ウクライナ情勢を巡る不透明感から買われていたが、この日はその反動から売りが先行した。米関税措置やウクライナ戦争を巡る不透明感が強い中、方向感を欠く相場展開が続いた。
27 日	 (68.05)	米 EIA による週次統計で原油在庫の減少幅が市場予想を上回ったことが強気材料になった。米政権がロシア産エネルギーの輸入を続けるインドに対して 25% の追加関税を発動し、25% の相互関税に上乗せして合計で関税率を 50% としてエネルギー供給の混乱が連想されたことが相場を押し上げたとの見方もあった。
28 日	 (68.62)	ロシアがウクライナに対して、ミサイルやドローンによる大規模な攻撃を行ったことに対してトランプ大統領が不満を示し、同日中に声明を出すと言われたことを受けて、様子見ながら供給混乱が懸念されて原油はやや上昇した。

29 日		(68.12)	米国のドライブシーズンが終わることや、OPEC プラスが増産を進める姿勢であることが意識されて、原油相場は反落した。
------	---	---------	--

【9月の動向】～一進一退

1 日		(68.15)	米レーバーデーの祝日のため、薄商이었다。ブレントは、ロシアとウクライナによる相互の空爆の激化が原油供給の混乱につながるとの懸念で押し上げられた。為替市場でのドル安も原油の支援材料だった。
2 日		(69.14)	ロシアとウクライナの交戦が続くことや、米国がイランに対する新たな制裁を発動したことが買い材料になった。米財務省はイラン産の石油をイラク産の石油に偽装し、制裁を回避して密輸する実業家の企業・船舶ネットワークに対する制裁を発表した。
3 日		(67.60)	OPEC プラスの有志 8 カ国が 7 日に開催される会合で、今後の原油生産方針について、10 月の追加増産を検討すると報道されたことが弱材料になり、下落幅がやや大きくなった。
4 日		(66.99)	米 EIA による週次統計で原油在庫が市場予想に反して増加したことや、OPEC プラスの有志国が増産を決定するとの観測が根強いことが原油相場を押し下げた。
5 日		(65.50)	8 月の米雇用統計で非農業部門の就業者数が市場予想を下回ったことで、米景気減速や石油需要鈍化への懸念が強まり、原油相場は下落した。OPEC プラスの増産観測も引き続き弱材料とされた。
8 日		(66.02)	7 日に開催された OPEC プラスの有志 8 カ国による会合で 10 月に日量 13.7 万バレルの増産を行うことを決定し、増産幅が 9 月の日量 54.7 万バレルを下回ったことなどから原油相場は反発した。ロシア軍によるウクライナへの大規模な攻撃を受けて、7 日にトランプ大統領が対ロシア制裁を強化する方針を示唆したことも強材料だった。
9 日		(66.39)	カタールの首都ドーハで大規模な爆発が発生し、イスラエル軍がイスラム組織ハマスの指導部への精密攻撃を行ったと発表したことで地政学リスク懸念が高まった。
10 日		(67.49)	地政学リスクの高まりが相場を押し上げた。9 日にイスラエル軍がカタールの首都ドーハでハマスの指導部を攻撃したことや、この日はロシアのドローンがポーランドの領空に侵入したことを受けた。また、9 日には、トランプ大統領が EU に対し、ロシア産原油を購入している中国とインドに 100%の関税を課すように要請したと報じられた。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は弱材料だった。

11 日	 (66.37)	IEA が月報で世界の石油供給見通しをやや上方修正したことや、サウジアラビアが 10 月に中国向け原油輸出を増加させるとの報道が弱材料視されて、原油相場は下落した。一方、OPEC の月報で石油需要見通しが据え置かれたことはやや強材料だったとみられる。
12 日	 (66.99)	ロシア産石油の主要輸出拠点であるロシア北西部プリモルスク港(日量約 100 万バレルの石油積み込み能力)がウクライナ軍のドローンにより攻撃され、荷積みが停止されたと報じられて原油は反発した。もっとも、需要鈍化懸念が根強く上値は限られた。ロシアとウクライナの和平交渉の難航により米国が新たなロシア制裁強化に動く可能性も意識された。
15 日	 (67.44)	ロシア産石油の供給懸念が強まったことで続伸した。ロシア北西部のキリシ製油所がウクライナ軍による大規模なドローン攻撃を受けて、原油処理装置を停止したことや、トランプ大統領が 13 日に SNS で北大西洋条約機構(NATO)加盟国に対して、ロシア産石油の購入停止や、ロシアから原油を購入する中国に対して 50~100%の関税賦課を行うべきと主張したことを受けた。
16 日	 (68.47)	ウクライナがロシアの輸出港、製油所などエネルギー施設への攻撃を強めていることを受けて、ロシア産石油の供給が減少することが懸念され、原油は続伸した。露パイプライン大手のトランスネフチが生産者からの受け入れを制限する可能性に言及したとの一部報道があったが、その後、同社はこの報道を否定した。
17 日	 (67.95)	米 EIA の週次統計で原油在庫の減少幅は市場予想を上回ったものの、中間留分の在庫が市場予想を上回ったことが嫌気され、原油相場は下落した。このところ、ロシアからの石油供給を巡る懸念で上昇してきた反動で、利益確定売りが出やすかったと思われる。米利下げは想定通りで原油相場への影響は限定的だった。
18 日	 (67.44)	続落。前日の米連邦公開市場委員会(FOMC)で利下げが決定されたものの、米景気減速に対する市場の懸念が根強いとされ、原油は売られた。
19 日	 (66.68)	OPEC プラスの有志 8 カ国が自主減産を縮小する(=増産する)方針を示す中、改めて供給過剰が懸念されて原油は下落した。国連安全保障理事会で対イラン安保理制裁の解除を継続する決議案が否決されたが、原油相場への影響は限られた。

22 日	= (66.57)	前日にイラク国営石油販売会社(SOMO)が 8 月の同国の原油輸出が前月比日量 20 万バレル増となり、9 月はさらに増加することが見込まれるとしたこともあり、供給過剰が懸念されて、原油は小幅続落した。19 日にロシア軍がエストニア領空を侵犯したことは強材料だった。
23 日	↑ (67.63)	イラクのクルド自治区からの原油輸出再開の動きが停滞していることで、原油の供給過剰懸念が和らいだ。
24 日	↑ (69.31)	米 EIA の週次統計で、原油在庫の減少幅が市場予想を上回り、ガソリンや中間留分の在庫も減少したことを好感して、原油相場は上昇した。ロシア、イラク、ベネズエラからの輸出に問題が生じていることも供給過剰を緩和する要因として意識された。
25 日	= (69.42)	ほぼ横ばい。ロシア産石油の供給不安から前日上昇後の高値を維持した。前日にイラクのクルディスタン石油産業協会(APIKUR)がクルド人自治政府が原油輸出を再開する見通しだと発表したことは弱材料だった。
26 日	↑ (70.13)	上昇した。ウクライナのドローン攻撃によりロシア南部アフィプスキー製油所で火災が発生したことや、前日にロシアのノバク副首相がディーゼル燃料の輸出を年末まで一部禁止し、ガソリン輸出の禁止措置も延長すると発表したことも引き続き強材料だった。
29 日	↓ (67.97)	前日に OPEC プラスの有志 8 カ国が 10 月 5 日の会合で 11 月に少なくとも日量 13.7 万バレルの増産をすることで合意する可能性が高いと報じられたことや、27 日にイラクのクルド人自治区からの原油輸出(日量 15~16 万バレル)が 2 年半ぶりに再開されたことを受けて、原油は下落幅がやや大きくなった。WTI は 3.5% 安、ブレントは 3.1% 安だった。
30 日	↓ (67.02)	OPEC プラス有志 8 カ国による 11 月の増産見通しが強まったことや、イラクのクルド人自治区からの原油輸出が行われていることを受けて、供給過剰懸念が強まり、原油相場は続落した。29 日にトランプ大統領はイスラエルのネタニヤフ首相と会談し、ガザでの和平実現に向けて 20 項目の計画への支持を取り付けた。

【先行き】～地政学リスク・通商リスクなど不透明感が強い中、やや軟調か

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。その後、原油相場は下落し、一進一退を経つつ、やや弱含みで推移した。

8 月に入って 7 月の米雇用統計が下振れて需要懸念が強まったことや、OPEC プラス有志 8 カ国が 9 月に原油生産量を日量 54.7 万バレル引き上げる方針を決定したことが弱材料になった。その後、ウクライナ停戦・和平

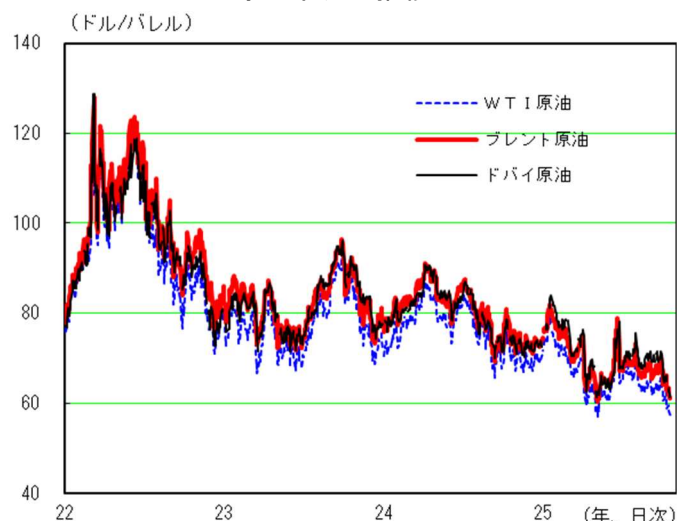
を巡る協議、米国によるロシア制裁の動き、「ジャクソンホール会議」でのパウエル FRB 議長の利下げ示唆などを材料に一進一退となった。

9 月に入ると、OPEC プラス有志 8 カ国は 9 月 7 日に 10 月は日量 13.7 万バレルの増産を行うと発表し、増産ペースを鈍化させた。ウクライナ軍によるロシアの石油施設への攻撃を受けた供給懸念が相場を押し上げる場面もあった。その後は、OPEC プラスによる増産観測やイラクのクルド人自治区からの輸出再開で需給緩和観測が強まった。

増産加速観測が出ていた OPEC プラス有志 8 カ国の 10 月 5 日の会合では、11 月の増産幅を 10 月と同じにとどめる決定を行い、需給悪化懸念が幾分後退した。しかし、その後、米政府機関の一部閉鎖が長期化する兆しがあることや米中通商摩擦の激化への懸念から、原油需要鈍化観測が強まって、原油相場は軟調に推移している。

当面の原油相場を取り巻く環境は、依然として不透明感が強い。世界の景気動向、米中通商交渉、OPEC プラスの原油生産方針、ロシア・ウクライナ情勢、中東和平の行方、など不確実性が大きい、目先は弱材料がやや優勢だと思われる。

原油市況の推移



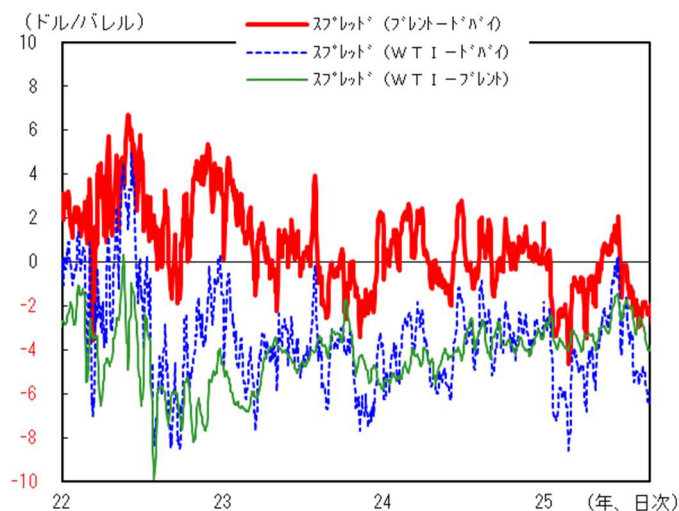
(出所) 日本経済新聞

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



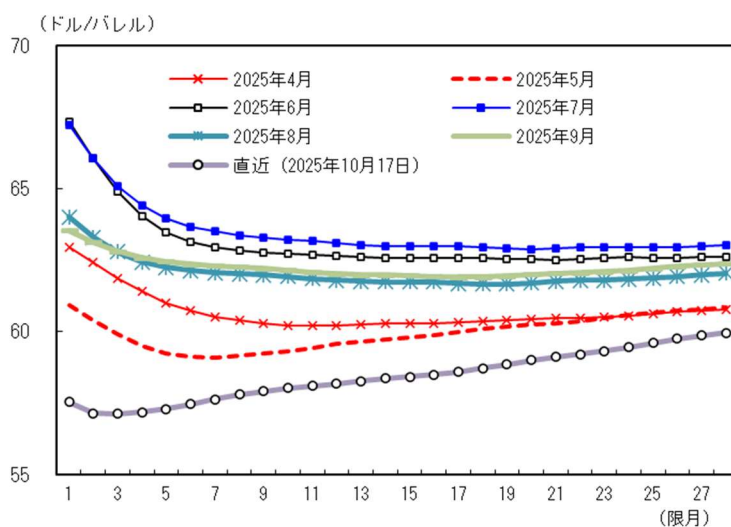
(出所) 日本経済新聞

原油先物価格と先物カーブ



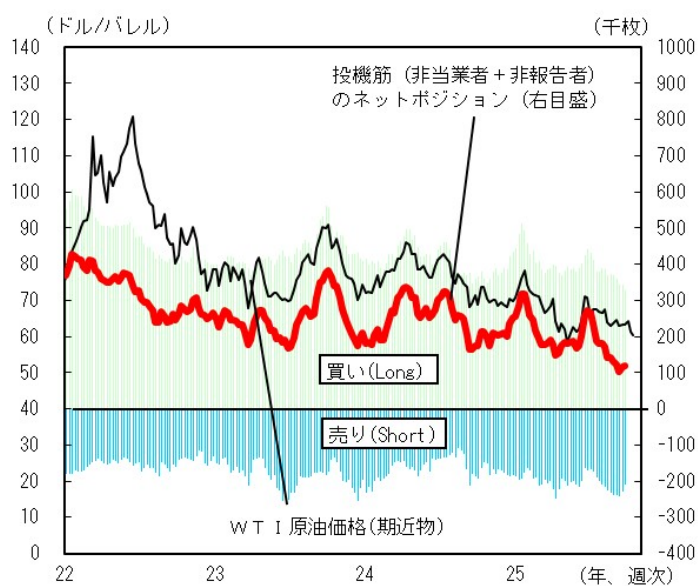
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

各時点におけるWTI原油の先物カーブ



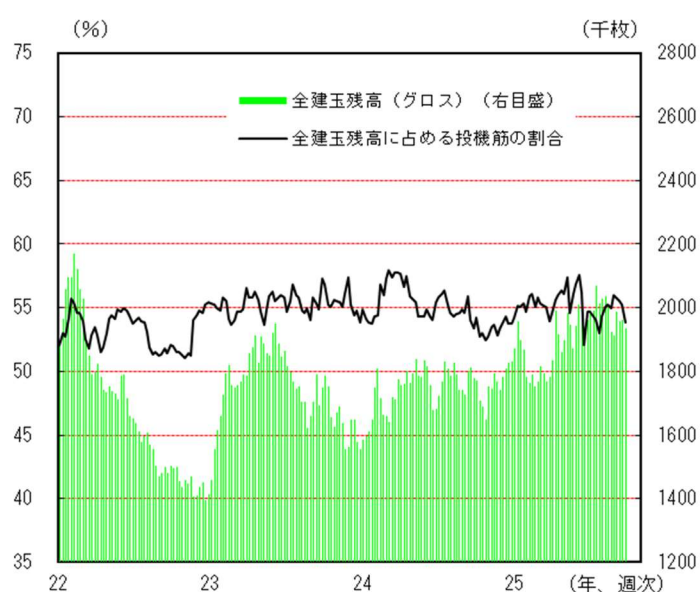
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

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 ＜9月＞	（前月差）	生産量 ＜8月＞	（前月差）	産油能力	稼働率	生産余力 ＜9月＞
アルジェリア	96.0	(1.0)	95.0	(1.0)	106.0	90.6%	10.0
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	(0.0)	5.0	(0.0)	8.0	62.5%	3.0
ガボン	22.0	(0.0)	22.0	(1.0)	23.0	95.7%	1.0
イラン	339.0	(4.0)	335.0	(4.0)	383.0	88.5%	44.0
イラク	432.0	(0.0)	432.0	(16.0)	480.0	90.0%	48.0
クウェート	252.0	(-2.0)	254.0	(4.0)	282.0	89.4%	30.0
リビア	131.0	(4.0)	127.0	(-3.0)	132.0	99.2%	1.0
ナイジェリア	155.0	(-8.0)	163.0	(5.0)	160.0	96.9%	5.0
サウジアラビア	998.0	(32.0)	966.0	(29.0)	1,200.0	83.2%	202.0
UAE	350.0	(0.0)	350.0	(-7.0)	465.0	75.3%	115.0
ベネズエラ	100.0	(9.0)	91.0	(1.0)	100.0	100.0%	0.0
OPEC12カ国	2,905.0	(40.0)	2,865.0	(50.0)	3,369.0	86.2%	464.0

（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150万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。

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、アラブ首長国連邦が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発表。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国8カ国が同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月に延ばすと発表。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。

2025年8月3日に、有志8カ国で行う自主減産について、9月の生産量を日量54.7万バレル引き上げると発表。

2025年9月7日に、有志8カ国で行う日量166万バレル分の自主減産について、10月の生産量を日量13.7万バレル引き上げると発表。

2025年10月5日に、有志8カ国で行う自主減産について、11月の生産量を日量13.7万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。ガボンとは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

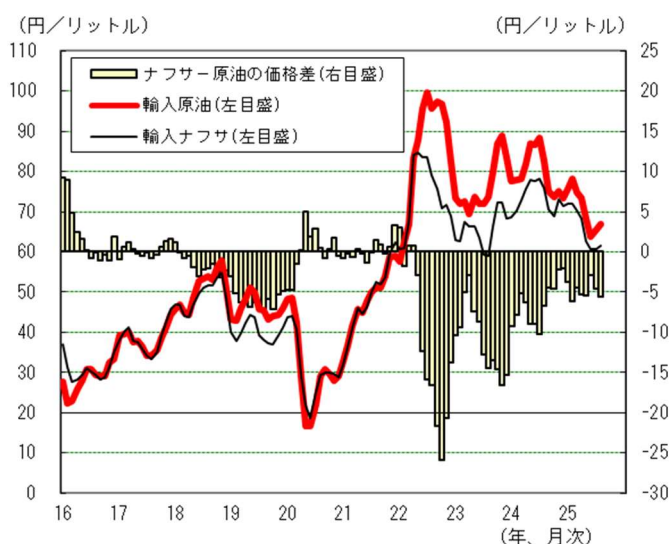
（出所）Bloomberg

(2) ナフサ市況：地政学リスクや通商摩擦から不安定

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2021年10月以来の安値をつけ、その後、持ち直していたが、2025年7月には60.8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6月には63.7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8月は5.5円だった。

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。原油とナフサの価格を比べると、2024年9月後半～11月前半にナフサ高に転じたが、その後、一進一退となった。2025年夏場はイスラエルや米国によるイラン攻撃などを受けて、原油とともにナフサも乱高下した。ナフサや原油の価格は、地政学リスクや通商摩擦が波乱要因となり、不安定な推移が予想されるが、傾向としては、需給の緩みからやや軟調になると見こまれる。

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：10月上旬に一時11,000ドルまで上昇

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たが、10月2日には11,000ドルと2024年5月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)

【7月の動向】～一進一退

中国景気回復や通商交渉進展への期待から月初に一時1万ドルを回復

7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)が国家统计局による製造業 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。トランプ米大統領が銅輸入に対して関税を賦課する可能性を示唆して、ニューヨーク商品取引所(COMEX)の銅がロンドン金属取引所(LME)の銅に対してプレミアムがついた水準で取引され、米国に向かう銅地金が増えていることも国際的な銅需給を引き締める要因になっていると指摘された。

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カ国に書簡を送付し、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日は下落した。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(3カ月物)は1トン換算で13,000ドル近くまで上昇していた。一方、LME銅価格は、銅の関税引き上げ期日が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。銅への輸入関税引き上げに続き、9日にはブラジルに50%の相互関税を設定したことなどを受けて、通商摩擦懸念への懸念も指摘されていた。

11日は、前日にトランプ大統領がカナダに対して35%の追加関税を課すことを通知する書簡をSNSで公開し、他国にも高関税を課す可能性を示したことで、投資家の間にリスクオフ・ムードが広がり、銅も下落した。

14日は、6月の中国新規人民元建て融資が市場予想を上回ったことや、6月の中国貿易統計で輸入全体が前年比プラスに浮上し、銅輸入が増加していたことが支援材料だったものの、12日にトランプ大統領が欧州連合(EU)とメキシコに対して、8月1日から30%の追加関税を課すと通告する書簡をSNSで公開したことや、ややドル高が進んだことが下押し材料となり、銅は続落した。

15日は、中国の一連の経済統計が発表され、4～6月期の実質GDPが市場予想を若干上回り、7月の鉱工業生産も市場予想を上回ったものの、7月の小売売上高や1～7月の固定資産投資は市場予想を下回って、全体としては強弱入り混じった内容となり、銅相場は小幅高にとどまった。

16日は、トランプ政権による米連邦準備制度理事会(FRB)のパウエル議長の解任の可能性を巡る報道を受けて、ドル安が進み、ドル建ての銅は割安感から買われた。その後、トランプ大統領が解任に否定的な考えを示した。一方、ペルーでは2週間以上に渡って銅輸送の主要なルートを封鎖していた抗議活動が一時停止されたと報道された。

17日は、6月の米小売売上高が市場予想を上回ったことや米新規失業保険申請件数が市場予想に反して改善したことから投資家の間にリスクオン・ムードが広がり、リスク資産の一角である銅も買われた。

18日は、米中の通商交渉への期待や、前日にウォラーFRB理事が7月の利下げを支持する見解を示したことから、リスクオン・ムードが強まり、銅の上昇幅はやや大きくなった。

21日は、世界的な株高や、米国と各国との通商交渉の不透明感を背景としたドル安を背景に銅は買われた。

22日は、ハイテク株が下落したものの、全体としてはリスクオン・ムードが継続する中、銅は続伸した。米政権からFRBへの圧力が意識されてドル安につながっていることも銅を支援したとみられる。

23日は、8月1日とされる銅関税の引き上げ期日が近づく中、COMEX銅は上昇傾向を続け、この日は一時1ポンドあたり5.93ドル(1トンあたり13,073ドル)と史上最高値を更新した。なお、22日に米国と日本との通商協議が合意に達したことや、米国とEUとの通商合意への期待も浮上したことを好感して、リスクオン・ムードが広がる中、LME銅は上昇した。

24日は、米国の銅関税を巡ってどのような品目にどの程度課税されるのかなど不確実性が強く意識される中、COMEX 銅が下落した。LME 銅は利益確定の売りが優勢となった。市場の関心は、来週スウェーデンで行われる米中の通商協議にも向けられているとされた。COMEX 銅は1ポンドあたり5.9585ドル(1トンあたり13,136ドル)と一時最高値を更新した。

25日は、8月1日に米国の相互関税等の発動や銅への関税適用の内容の発表を控える中、トランプ大統領は米国とEUとの通商合意がまとまる可能性は「半々」とするなど、不透明感が強まったとの受け止めから、LME 銅は下落した。COMEX 銅のLME 銅に対するプレミアムは、依然、トランプ政権が計画する関税率の50%よりも小さいと指摘された。

28日は、27日に米国とEUの通商交渉が合意に達したことが好感される中、米国と中国によるストックホルムでの通商交渉も進展するとの期待も生じて、銅はやや上昇した。

29日は、米国と中国との通商交渉の行方や、米国とチリとの銅関税についての交渉の行方を巡って、様子見ムードが強い中、銅は小動きだった。米中は互いに8月12日に期限を迎える一時停止中の関税措置について停止期間をさらに90日間延長することで合意した

30日は、米連邦公開市場委員会(FOMC)の結果待ちの中、為替市場でドル高が進み、ドル建てで取引される銅は割高感から下落した。

7月31日は、トランプ大統領が30日に、米国が輸入する銅や派生製品に対する50%の関税を8月1日から課すという大統領布告を発表したものの、銅地金・銅鉱石・銅スクラップなどは対象外とされたため、銅地金への輸入関税賦課の観測から高騰していたCOMEX 銅は大幅に下落した。LME 銅はやや連れ安した。

【8月の動向】～一進一退を経てやや上昇

米利下げ観測や米中通商協議への期待が強材料

8月1日は、COMEX 銅は前日の大幅下落のあとこの日は小幅上昇となり、LME 銅は小幅下落となった。LME 銅の下落は、銅地金を関税の対象外にする米国の措置を嫌気したものとされた。7月の米雇用統計が弱めに出たことは米市場金利やドル相場の低下を通じて銅相場の押し上げ要因になったとみられた。

4日は、米利下げ観測を背景にリスクオン・ムードが広がる中、銅相場も上昇した。また、クグラーFRB理事が8日に辞任するとの発表を受けてFOMC内でハト派が増えるとの観測につながった。銅生産最大手コデルコ社のチリのエルテニエンテ銅山で7月31日に発生した地震による岩盤崩落事故を受けて、供給懸念が強まったことも強材料だった。

5日は、米供給管理協会(ISM)による7月の非製造業購買担当者景況指数(PMI)が弱めに出たことや、LME 指定倉庫の在庫が大幅増加したことが弱材料になった。

6日は、前日にトランプ大統領が輸入医薬品への関税について、当初は低い税率を課し、その後段階的に250%に引き上げると述べたことで、米関税政策に対する不安感が強まり、銅相場を下押ししたが、その後、為替市場でドル安が進んだことや事故を受けて操業を停止しているエルテニエンテ銅山についての供給懸念が相場を押し上げた。

7日は、7月の中国貿易統計で輸出の前年比伸び率が市場予想を上回り、輸入は市場予想に反して増加

したことを好感して、銅は上昇した。市場参加者は、米中が 8 月 12 日の期限までに通商合意に至るかを注視している。

8 日は、トランプ大統領が退任するクグラーFRB 理事の後任に大統領経済諮問委員会(CEA)のミラン委員長を充てる人事を発表したことが早期利下げの可能性を高めるとの観測につながり、銅は上昇した。また、前日の中国貿易統計を受けた同国景気への楽観が続いた。

11 日は、9 日にチリ当局がエルテニエンテ鉱山の再開を許可したことを受けて、銅の供給不安が和らいだことや、翌日に米消費者物価指数(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を背景に銅は反落した。

12 日は、米中双方が正式に関税休戦の 90 日間延長を発表したことや、注目された 7 月の米 CPI がほぼ予想通りの内容で米利下げ期待が維持されたことを背景に、銅は上昇幅がやや大きくなった。

9 月の大幅利下げ観測の後退などから下落

13 日は、米中の関税休戦を受けた相場上昇が一服し、下落した。中国の人民元建て新規融資が 7 月単月ではマイナスになったと報じられたことも弱材料になった。

14 日は、7 月の米生産者物価指数(PPI)が市場予想を上回ったことを受けて、一部で出ていた 9 月の FOMC での大幅利下げ観測は後退し、銅相場を押し下げた。

15 日は、9 月の大幅利下げ観測の後退による銅の下落が一服した。中国の鉱工業生産・小売売上高・固定資産投資が市場予想を下回ったものの、当局による景気刺激策への下値は限られた。米露首脳会談を控えて、様子見ムードが強かった。

18 日は、前週末の米露首脳会談で合意形成はなされず、トランプ大統領とウクライナのゼレンスキー大統領との首脳会談の行方が注目される中、銅は下落した。その会談ではトランプ大統領がウクライナの安全保障のため欧州を「支援する」と述べたものの、市場の反応は限定的だった。

19 日は、22 日に行われる経済シンポジウム「ジャクソンホール会議」でのパウエル FRB 議長の講演が注目され、積極的な取引が控えられ中、銅は下落した。

FRB 理事への辞任要求や FRB 議長講演を受けての米利下げ観測で上昇

20 日は、ジャクソンホール会議での FRB 議長講演待ちのムードが続く中、米利下げ観測が維持されていることで銅は支援された。クック FRB 理事が住宅ローン詐欺で告発されたことを受けてトランプ大統領が辞任を要求したこともドル安や市場金利安につながった。

21 日は、翌日に注目の FRB 議長講演を控えて、銅は小動きだった。前日に、コデルコ社は、地震の影響で銅 3.3 万トン分の損失が出たと発表した。

22 日は、ジャクソンホール会議でパウエル FRB 議長が「政策金利の引き下げ検討を慎重に進められる状況にある」と述べたことを受けて、早期利下げ観測が強まり、市場金利やドル相場の低下につながって銅相場は上昇した。

25 日は、サマー・バンクホリデーのため休場だった。

26 日は、トランプ大統領が、クック FRB 理事を住宅ローンに関して虚偽の申告をしたとして解任すると発

表したことで、中央銀行の独立性に対する懸念が広がり、ドルが下落し、銅相場の支援材料になった。前日にチリ当局が地震による事故が発生したエルテニエンテ鉱山の操業再開に必要な要件を増やしたと報道された。一方、米政権によるデジタル課税実施国への追加関税や半導体輸出規制を課す方針が弱材料視された。

27日は、上海株式がそれまで堅調に推移していた反動から利益確定売りによって急落した影響を受けて、銅も下落幅がやや大きくなった。

28日は、ドル安や、エヌビディアの好決算を受けて AI 関連需要の鈍化懸念が払しょくされて投資家のリスク志向が強まったことを受けて、銅は反発した。

29日は、9月のFOMCでの利下げ観測、中国・インドの株高を受けたリスクオン・ムード、季節的な需要の盛り上がりへの期待などを背景に続伸した。

【9月の動向】～中旬に上昇一服後、下旬に一段高

中国景気回復期待や米利下げ観測を背景に1万ドルに上昇し、鉱山事故でさらに高値

1日は小幅下落した。30日に発表された中国の国家統計局による製造業 PMI が景況拡大・縮小の判断基準となる 50 や市場予想を下回ったものの、この日発表されたレーティングドッグ/S&P グローバルによる製造業 PMI が 50 以上となり、市場予想も上回ったことで、中国の金属需要の回復観測につながり、銅相場は一時上昇したものの、その後、利益確定売りに押された。

2日は、改めて新規受注の持ち直しなどを背景とした中国の製造業 PMI の回復を好感した銅買いで上昇幅がやや大きくなった。銅は1万ドルを回復する場面があった。

3日は、米利下げ観測やドル安を背景にこの日も1万ドルを上回って3月下旬以来の高値を更新する場面があったものの、その後、利益確定売りに押されて小幅下落した。

4日は、翌日に米雇用統計の発表を控えて、様子見ムードが広がる中、為替市場でのドル高や利益確定売りが続いたことで下落した。

5日は、8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下回って米利下げ観測が一段と強固になったことで、銅買いにつながった。

8日は、為替市場でのドル安や、8月の中国貿易統計で輸出入全体は鈍化傾向であったものの、銅輸入については前年比プラスを維持したことがやや強材料視されて、小幅上昇した。

9日は、米雇用統計の年次改定では就業者数が大幅下方修正されてドル安材料と目されたものの、その後、為替市場は逆にドル高に動いたことが弱材料となった一方で、前日に発生したインドネシアのグラスベルグ鉱山での事故を受けた供給懸念が強材料になり、銅相場は小動きだった。

10日は、1万ドルを上回り、3日の高値に迫った。8月の米生産者物価が市場予想に反して低下したことでさらに米利下げ観測が強まる中、銅は小幅上昇した。

11日は一段高となり、3月下旬以来の高値を更新した。7月の米消費者物価指数(CPI)が市場予想通りながら前月よりも前年比伸び率が加速したものの、利下げ観測を弱めるほどではないと受け止められたことや、米新規失業保険申請件数が悪化して利下げ観測を強める強材料になったことで銅相場の支援材料になった。もともと、上値は限られた。

12 日も米利下げ観測の高まりを背景に続伸した。インドネシアのグラスベルグ鉱山での事故や世界 3 位の銅生産国であるペルーの 7 月の銅生産が前年比マイナスとなったことで、供給減少が懸念された。

15 日はやや大幅に続伸し、2024 年 6 月以来の高値をつけた。為替市場でのドル安や、米中間の TikTok に関する合意で米中の通商交渉進展への期待が高まったことが好感された。この日発表された小売売上高や鉱工業生産、固定資産投資といった中国の景気指標は低調で弱材料だったとみられる。

グラスベルグ鉱山での不可抗力が宣言されてさらに上昇

16 日は、前日に高値をつけた反動から下落した。翌日に米 FOMC の結果発表を控えて様子見ムードが強く、1 万ドルを超える高値では中国勢が買いを見送っているとされた。

17 日は、FOMC での 0.25% の利下げが強く見こまれる中、ポジション調整の売りが優勢となり、銅は続落した。

18 日も前日の FOMC で予想通り利下げが決定されたことを受けて、利益確定売りが続き、銅は続落した。前日の記者会見でパウエル FRB 議長が大幅な利下げの可能性に否定的見解を述べ、ドル高につながったことも銅価格を抑えた。

19 日は反発した。前日までの下落でやや値ごろ感が出たことや、株式相場の堅調で同様にリスク資産である銅も、つれ高する動きになったとみられる。

22 日は小幅下落だった。世界的な景気減速の動きや上海先物取引所 (SHFE) の在庫の増加が弱材料だが、中国の在庫回復の動き、ドル安、グラスベルグ鉱山の操業停止などが下支え材料だとされた。

23 日は、株式相場の上昇が一服する中で、銅相場ももみ合い、ほぼ横ばいとなった。買いポジションを手じまいする投資家もあったとされた。

24 日は、産銅大手のフリーポート・マクモランがインドネシアのグラスベルグ鉱山に不可抗力 (force majeure) を宣言したことを受けて LME 銅は 3% 以上の急騰となった。グラスベルグ鉱山の段階的な生産の再開は 2026 年前半になる可能性があると発表された。2024 年 5 月に投機的な買いなどを背景に史上最高値をつけた時、以来の高値をつけた。

25 日は反落した。前日の大幅上昇を受けて利益確定売りが出やすかった。大半の売りポジションの買い戻しが終わったとされた。一時 10,485 ドルまで上昇した。

26 日は続落した。グラスベルグ鉱山の事故を受けた相場急騰や元安で、中国勢の需要が弱まっているとされた。

29 日は、グラスベルグ鉱山の事故を受けた供給懸念に加えて、8 月の中国工業利益が増加に転じたことや、米政府機関閉鎖懸念によるドル安も押し上げ材料になった。

30 日は、中国の国慶節の休暇を控えていることや、これまでの上昇相場の反動で、利益確定売りが優勢となり、銅相場は下落した。米政府機関の一部閉鎖が濃厚になってきていることも弱気材料だった。中国国家統計局による 9 月の製造業 PMI は市場予想を上回って上昇したものの、依然、景況の拡大・縮小の判断基準となる 50 を下回った。

【先行き】～足元で需給引き締まりの動きも先行きは不透明

10月に入って一時11,000ドルをつけて史上最高値に迫った後、乱高下となった。

3日には、引き続き、グラスベルグ鉱山の事故の影響で供給のタイト化が意識される中、9月の米雇用統計の発表が見送られたものの、米追加利下げ期待や株高を背景にリスクオン・ムードが強まり、銅相場の上昇幅がやや大きくなった。

9日には、10月20～23日に開催される中国共産党が第20期中央委員会第4回全体会議(4中全会)で決定される経済運営方針への期待などから、国慶節の休暇明けとなったこの日の中国株式相場が好調だったことに銅相場も連動した。銅相場は一時11,000ドルをつけ、史上最高値に迫った。中国勢に加えて、米欧勢も投機的な買いを強めたとされた。

10日は、米中通商摩擦の再燃が懸念され、銅は下落幅が大きくなった。9日に中国政府がレアアース(希土類)の輸出規制の対象を大幅に拡大したことにトランプ大統領は反発し、この日、アジア太平洋経済協力会議(APEC)首脳会議に合わせて予定される中国の習近平国家主席との会談について「会う理由がない」と述べたことでリスク回避ムードが高まった。

週明けの13日はやや大幅に反発した。12日にトランプ大統領は「中国のことは心配するな。大丈夫だ」とSNSに投稿し、この日、ベッセント米財務長官は「トランプ大統領が10月下旬に韓国で習主席と会談する予定に変更はない」との見方を示した。

14日は、米中貿易摩擦への懸念が強まり、リスク資産の一角である銅は反落した。中国商務省は、中国への制裁につながる米政府の対中調査に協力したとして、韓国造船大手ハンファオーシャンの米国子会社5社に対し、中国との取引を禁じる制裁を科すと発表した。なお、調査結果を受け、米政府は、米国に入港する中国船の運航事業者から巨額の手数料の徴収を始め、中国交通運輸省は報復措置として米国船を対象に「特別港務料金」を課すと表明した。

グラスベルグ鉱山などの供給障害や米中を中心とした底堅い需要見通しを背景に高値圏で推移しているが、先行きは、米中通商摩擦、米政府機関閉鎖、これまでの関税引き上げの影響などの不透明要因を中心に強弱材料が交錯しており、銅相場は方向感を欠いた推移になりやすいと思われる。

(2) 各他品目の概況

[1] アルミニウム市況: 10月上旬に一時 2,800ドル台に上昇

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。このところ、2025年4月9日に2,300ドルまで下落したが、10月9日には2,807.50ドルまで上昇した。

アルミニウムのLME指定倉庫の在庫は、6月下旬をボトムに増加傾向に転じたが、アルミニウム相場は2,500ドル前後を維持して、底堅く推移した。

8月19日は、前週末に米露首脳会談、前日にウクライナと米国の首脳会談が行われる中、ウクライナ和平が対ロシア制裁の緩和やロシア産アルミニウムの供給増につながるとの見方からアルミニウム相場の下落幅がやや大きくなった。

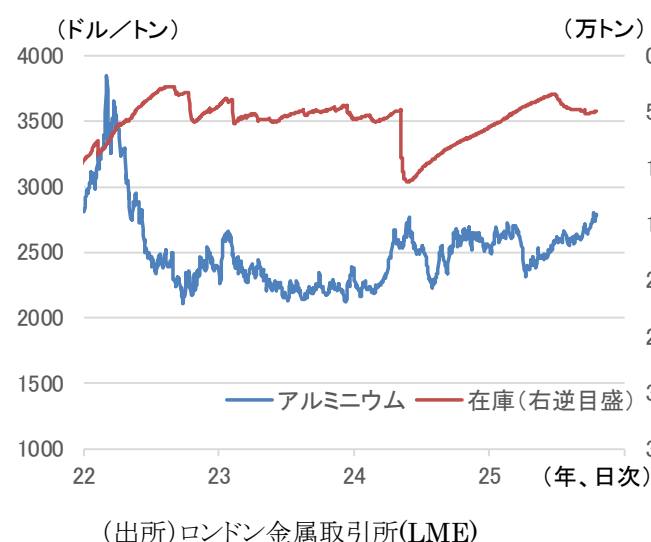
8月22日は、ジャクソンホール会議のパウエルFRB議長の講演での利下げ示唆を好感したことや、秋にかけての季節的な需要の増加への期待からアルミニウム相場の上昇幅がやや大きくなった。

9月18日には、インド系アルミニウム大手のヒンダルコがニューヨーク州で操業するプラントで火災が発生し、生産を停止していると発表した。

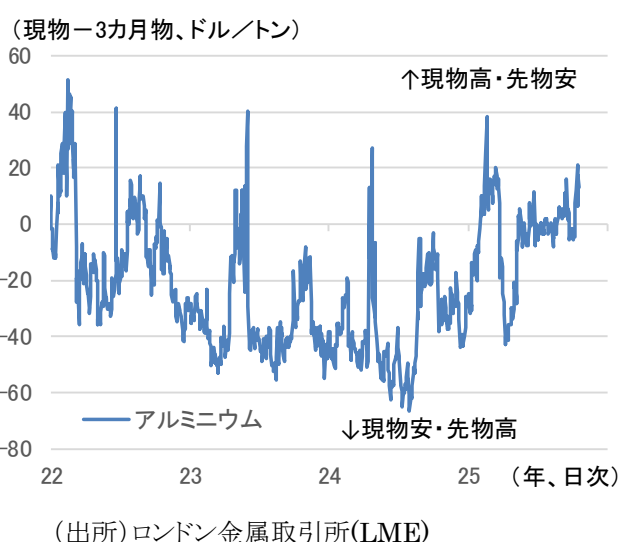
米国によるアルミニウム輸入への50%の追加関税の影響で、当初、カナダのアルミニウム生産者はアルミニウムの仕向け先を欧州などに変えていたが、このところ、米国内のアルミニウム在庫が減少したため、米国向けの出荷が増えているとされた。

世界景気の減速懸念があり、米中通商摩擦が再燃しているが、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。

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



(2) ニッケル市況: 15,000ドル台前半を中心とした推移が続く

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

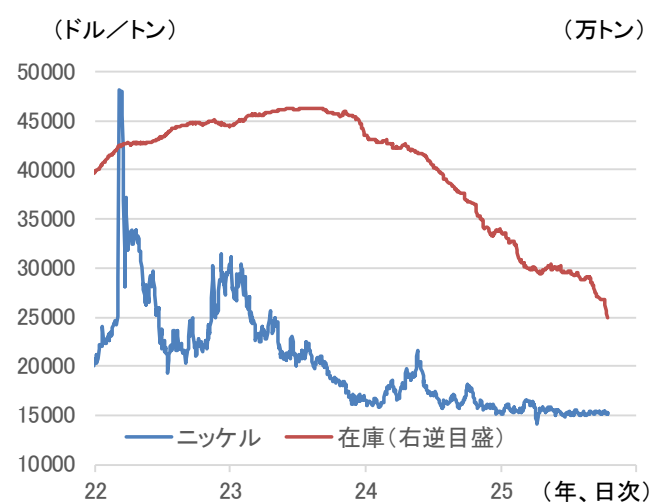
トン当たり 33,575ドルまで上昇したが、2025 年 4 月 7 日には 13,865ドルと 2020 年 8 月以来の安値をつけた。5 月中旬には 16,000ドル近くまで持ち直したが、足元は 15,000ドル台前半を中心とした推移が続いている。

ステンレス向け需要の停滞やバッテリー向け需要の鈍化を受けて、ニッケルは 10 月 17 日時点で年初来 1.3%の下落と LME 上場の 6 品目のうち亜鉛の 1.5%の下落に次いで、騰落率が低い。

9 月 12 日は、最大生産国であるインドネシアで資源の違法採掘を取り締まる部隊がニッケル採掘業者から広大な土地を押収したことが強材料となった。もっとも、インドネシアを中心とした供給圧力は今後しばらく続くとの見方も根強い。

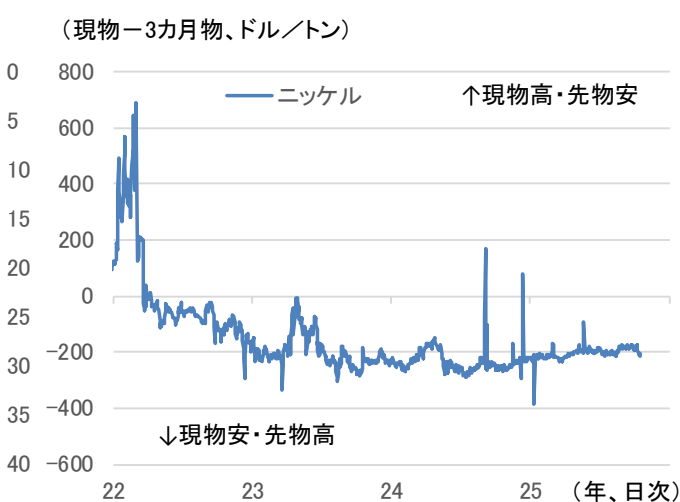
ニッケル相場は低調な推移が続いて値ごろ感が生じており、底堅さが見こまれるものの、上値は重い展開が続くと思われる。

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: 10月上旬には一時 3,000ドル台を回復

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、2025 年 4 月 30 日には 2,430ドルの安値をつけた。その後、持ち直して 10 月 9 日には 3,080ドルをつけた。

亜鉛の LME 在庫の減少傾向が続き、出荷予約がなされていない在庫はさらに少ないとされる中で、亜鉛地金のタイト感が強まり、相場は上昇して、7 月 25 日には 2,880ドルまで上昇した。その後、やや下落して一進一退となっていたが、10 月にかけて上値を伸ばして 9 日には 3,080ドルと 2024 年 12 月以来の高値をつけた。亜鉛の LME 在庫の減少は、運用益を狙った取引によるもので、世界の鉄鋼業界の動向などファンダメンタルズとしての亜鉛需給の引き締まりを示すものではないとの見方があった。

しかし、現物の 3 カ月物に対するプレミアム(割高度合い)も拡大を続けて、亜鉛需給のタイト感が強まっているとみられる。もっとも、業界筋では供給は潤沢との見方もあった。

10月13日には、国際鉛亜鉛研究会(ILZSG)が、亜鉛地金の需給バランスが2025年の8.5万トンの供給超過から2026年には27.1万トンの供給超過へと供給超過幅が拡大する見込みだと発表した。

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、2026年にかけて亜鉛需給は供給超過が見こまれる中で、亜鉛相場の上値は限定的と思われる。

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:10月上旬に一時37,000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。その後、持ち直し、10月3日は37,695ドルをつけた。

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)

LME 指定倉庫の錫在庫は年初より減少傾向で推移しており、8 月 18 日には 2023 年 5 月以来の低水準となっていたが、その後、増加基調に転じ、錫地金需給のタイトさは幾分和らいだとされた。もっとも、現物の 3 カ月物に対するプレミアムは、横ばい圏で推移し、目立った需給の緩和感は出ていない。

9 月 30 日に、インドネシアの錫輸出協会は、同国の錫輸出が 2025 年に 5.3 万トンと 2024 年の 4.5 万トンから増加する見込みと発表した。インドネシアでは違法な鉱石の採掘の取り締まりが強化されているが、錫輸出は堅調との観測が強まり、錫相場下落につながった。もっとも、月次データをみると、インドネシアの錫輸出は、8～9 月は前年水準を下回った。

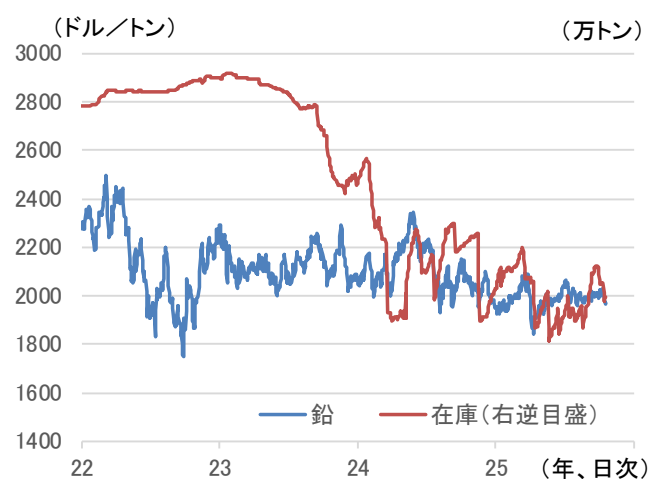
インドネシアでの違法採掘の取り締まりは需給引き締め要因であるが、世界景気の行方や米中を中心とした通商摩擦など不確実性も大きく、当面、錫相場は一進一退が見こまれる。

(5)鉛市況: やや下落して 10 月中旬に 1,900ドル台後半

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、2022 年 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、2025 年 4 月 9 日には 1,837.50ドルまで下落した。足元にかけて、2,000ドル前後で一進一退となっている。

10 月 13 日に国際鉛亜鉛研究会 (ILZSG) が発表した見通しによると、鉛地金の需給バランスは 2025 年に 9.1 万トンの供給超過となった後、2026 年は 10.2 万トンの供給超過と予測された。最大消費国の中国では、需要が 2025 年の前年比 1.3%増の後、2026 年は 0.1%増にとどまると見こまれた。鉛相場は、底堅いながら、上値は限定的と想定される。

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

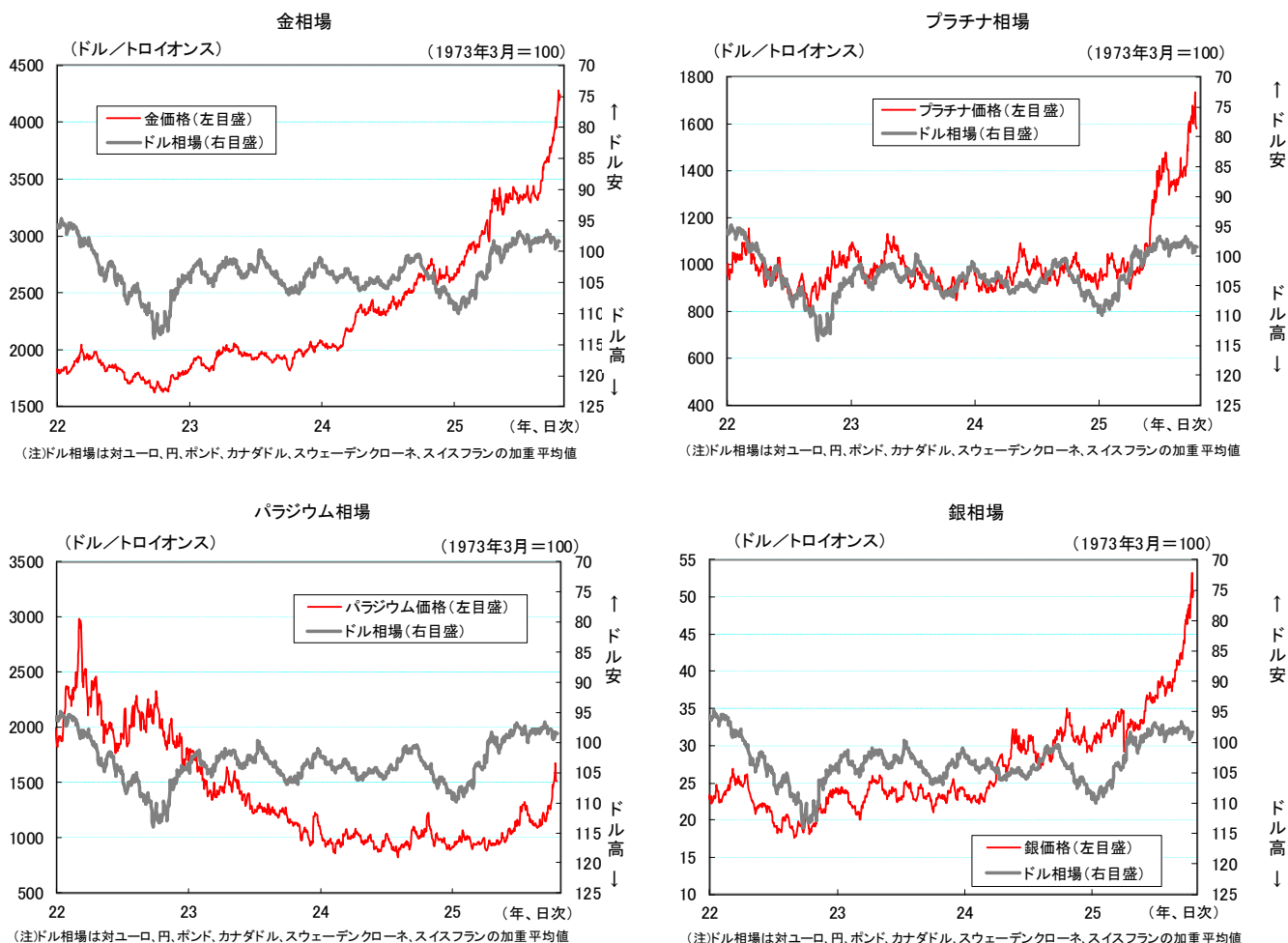


(出所) ロンドン金属取引所(LME)

4. 貴金属:金は10月中旬に史上最高値を更新して4,400ドルに迫る

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カ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10月17日には4,378.69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

【7月の動向】～前月に続き3,300ドル台を中心に一進一退

米財政赤字懸念が強気材料も強めの米雇用統計が弱気材料

7月1日は、トランプ米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を買われた。

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、米連邦準備制度理事会(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。

米連休明けの 7 日は、トランプ大統領がイスラエルとイスラム組織ハマスが週内に停戦で合意する可能性があるとの見通しを示したことで安全資産である金は売りが先行した。売り一巡後は値ごろ感から買い戻された。また、トランプ大統領は、日本と韓国からの輸入品に 25%の関税を課すと表明したことも安全資産需要を高めた。

8 日は、トランプ大統領が前日に貿易相手 14 カ国に書簡を送付し、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。

9 日は、米財政赤字の拡大観測などからやや懸念されていた米 10 年物国債の入札が良好な結果だったことで長期金利が低下し、金買いにつながった。前日にトランプ大統領が輸入する銅に対して新たに 50%の関税を課す方針を明らかにしたことは、高関税政策がインフレ圧力になり、利下げを遅らせるとの懸念からドル高につながり金の上値を抑えた。

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を買われた。

14 日は利益確定売りが優勢となった。もっとも、12 日にトランプ大統領が欧州連合 (EU) とメキシコからの輸入品に 30%の追加関税を 8 月 1 日から課すと表明したことで、通商摩擦激化懸念が強まって金買い材料になり、下値は限られた。

15 日は、6 月の米消費者物価指数 (CPI) が評価の分かれる内容だったが、米関税政策を受けた物価上昇がみられ始めたとの見方が優勢となり、早期利下げへの期待の後退やドル高が金価格を圧迫した。

FRB 議長解任の可能性で金買い

16 日は、パウエル FRB 議長の解任の可能性を巡る報道を受けて、安全資産である金買いにつながった。その後、トランプ大統領が解任に否定的な考えを示したことで金の上昇幅は縮小した。

17 日は、6 月の米小売売上高が市場予想を上回ったことや、米新規失業保険申請件数が市場予想に反して改善したことで、FRB が利下げに慎重になるとの見方が強まり、金売りが優勢となった。

18 日は、ウクライナ情勢で軍事衝突が再拡大する可能性が意識されたことや、17 日にウォラー FRB 理事が 7 月の利下げを支持する見解を示したことが、金買い材料になった。

通商交渉を巡る不透明感で高値

21 日は、米相互関税の発動日である 8 月 1 日が近付く中で、米国と欧州連合 (EU) など各国・地域との通商交渉の不透明感が強まったことや、ベッセント財務長官が FRB が組織として成功してきたか検証する必要があると述べたことが安全資産である金買いにつながった。

22 日は、米国と各国との通商協議を巡る不確実性や前週までの米長期金利の上昇が一服したことを受けて、

金は上昇した。21日には通商協議について、米国とEUとの合意の可能性は遠のき、EUは米国への対抗措置を検討していると報じられた。

通商交渉進展を受けて金は下落

23日は一時3,451.70ドルと6月中旬以来の高値まで上昇したものの、反落した。22日に米国と日本との通商協議が合意に達したと発表されたことや、米国とEUとの通商合意への期待も浮上したことで、リスクオン・ムードが広がり、安全資産である金は敬遠された。

24日も米国と各国との通商交渉の進展への楽観的な見方を背景に金は売られた。米国とEUの間では15%の関税率をベースラインとして協議が進展しているとされた。

25日は、トランプ大統領が、米国とEUとの通商合意がまとまる可能性は「半々」としながらも、相互関税発動日の8月1日までには大半のディールがまとまるだろうと自信を示したことで、安全資産に対する需要は減退した。前日にトランプ大統領がFRB本部の改修工事現場を視察し、パウエル議長に利下げを要求したものの、議長を解任する「必要はない」と明言したこともドル高につながり、金価格を抑制した。

28日は続落した。米国とEUとの通商協議で米国がEUに対して15%の関税を課すことなどで合意し、通商摩擦激化への懸念が後退して、安全資産需要の減退につながった。また、トランプ大統領は、ウクライナ侵攻を続けるロシアに対して「50日以内」に停戦に応じなければ制裁を強化するとしていたところ、期限を「10～12日以内」に短縮し、ややドル高を促したことで金価格を抑制した。

29日は、翌日に結果が発表される米連邦公開市場委員会(FOMC)やこの日開催中の米中閣僚による通商協議が注視される中、前日までの下落の反動で買い戻しが優勢となった。スウェーデンのストックホルムで開催されていた米中閣僚協議は終了したと発表された。原油高や、弱めの米求人数や良好な7年物国債入札を受けた米長期金利の低下が金相場の支援材料になった。

30日は、4～6月期の米実質国内総生産(GDP)や7月のADP全米雇用報告の就業者数が市場予想を上回ったことで早期利下げ再開観測が後退し、金は下落した。清算値確定後には、FOMCで政策金利の変更見送りが発表され、FRB議長会見などで利下げに慎重な姿勢が示されたが、市場の反応は限定的だった。

31日も米利下げ期待の後退を受けて、小幅下落した。

【8月の動向】～月末にかけて史上最高値に迫る

弱い米雇用統計で米利下げ期待強まる

8月1日は、7月の米雇用統計が発表され、非農業部門の就業者数が前月比7.3万人増と市場予想を下回ったうえ、5月分が14.4万人増から1.9万人増、6月分が14.7万人増から1.4万人増へと下方修正されたことを受けて、米景気減速懸念が一気に強まった。利下げ期待から米市場金利は低下し、金相場は押し上げられた。

4日は、前週末の米雇用統計が弱かった影響が残り、米市場金利がやや低下する中で、金相場は続伸した。クグラーFRB理事の辞任によりFRB内での利下げ推進派の増加につながる可能性や、米大統領による労働省統計局長解任で経済統計の独立性が脅かされることが意識されて、金相場の押し上げ材料になった面もあった。

5日は、米供給管理協会(ISM)による7月の非製造業購買担当者景況指数(PMI)が市場予想を下回ったこ

とを受けてドル安が進んだことや、トランプ大統領がクグラーFRB 理事の辞任に関連して FRB 議長の後任人事に言及する場面があったことが金買い材料になった。

6 日は、米 10 年物国債の入札がやや低調だったことを受けて長期金利が上昇し、金相場は下押しされた。米ミネアポリス連邦準備銀行のカシュカリ総裁が早期利下げを指示する発言を行ったことは金相場を支える材料だった。

7 日は、米新規失業保険申請件数が市場予想以上に悪化したことや、トランプ米政権が各貿易相手国・地域に対する新たな相互関税を発動したことで景気の先行きへの不透明感がやや強まり、安全資産である金への買いにつながった。

金地金に関税適用の報道で一時最高値

8 日は、米国土安全保障省の税関・国境取締局 (CBP) が 1 キログラム、100 トロイオンスの金地金が上乗せ関税の適用対象に含まれると判断したと報じられたことで、金先物は一時 3,534.10 ドルの史上最高値をつけた。その後、米政権は金地金の輸入には関税を課さない新たな方針を発表する意向であると報じられた。退任するクグラーFRB 理事の後任に大統領経済諮問委員会 (CEA) のミラン委員長を充てる人事を発表したことも早期利下げの可能性を高めるとの観測につながった。

11 日は、翌日に 7 月の米 CPI の発表を控える中、利益確定の売りが優勢だった。前週、一時報道された金地金への関税適用との話がトランプ大統領によって否定されたことも売り材料とみなされた。

12 日も米関税の金への適用除外方針の表明を受けて相場が軟化する流れが続いた。注目された 7 月の米 CPI はほぼ予想通りの内容で米利下げ期待は維持され、金を支援した。

13 日はベッセント米財務長官による 9 月に 0.5% の利下げが可能などとする発言も強材料だった。

14 日は、7 月の米生産者物価指数 (PPI) が市場予想を上回ったことを受けて、一部で出ていた 9 月の大幅利下げ観測は後退し、金は下落した。

15 日は、7 月の米小売売上高がほぼ市場予想通りながら堅調な伸びを示したことから、小幅下落した。もっとも 9 月 FOMC での利下げ見通しはほぼ変わらず、下値は限られた。

ジャクソンホールでの FRB 議長講演を受けて米利下げ観測強まる

18 日は、トランプ大統領とウクライナのゼレンスキー大統領との首脳会談の行方が注目される中、小動きとなった。その会談ではトランプ氏がウクライナの安全保障のため欧州を「支援する」と述べたものの、市場の反応は限定的だった。また、経済シンポジウム「ジャクソンホール会議」でのパウエル FRB 議長の講演を 22 日に控えていることも投資家の慎重な姿勢につながった。

19 日は、7 月の米住宅着工が強かったことや、ウクライナ和平への期待が弱材料となった。

20 日は、ジャクソンホール会議での FRB 議長講演を控えて様子見ムードが強い中、米長期金利の低下などから金はやや上昇した。

21 日も翌日の FRB 議長の講演を控える中、ドル相場がやや強含んだため、金は売りがやや優勢となった。

22 日は、ジャクソンホール会議でパウエル FRB 議長が「政策金利の引き下げ検討を慎重に進められる状況に

ある」と述べたことを受けて、早期利下げ観測が強まり、市場金利やドル相場の低下につながって金相場は上昇した。

25日は、前週末の利下げ検討を示唆するFRB議長講演を受けた金買いが一巡し、ほぼ横ばいの推移となった。市場参加者は29日発表の個人消費支出(PCE)価格指数に注目しているとされた。

米大統領によるクック理事解任発表でFRB独立性への懸念強まる

26日は、トランプ大統領が、クックFRB理事が住宅ローンに関して虚偽の申告をしたとして解任するとの発表を行ったことを受けて、中央銀行の独立性に対する懸念が広がり、安全資産である金を買われた。

27日は、5年物米国債の入札が堅調だったことで、米市場金利やドル相場が低下し、金相場には追い風になった。

28日は、トランプ大統領によるクックFRB理事の解任通告はFRBの独立性を脅かし、ドルの信認を低下させるとの懸念からドル安の材料となり、ドル建てで取引される金は割安感から買われた。また、トランプ大統領がグララーFRB理事の後任に利下げに前向きなハト派とみられるミラン氏を指名したことも金買い材料とみられる。ロシアがウクライナに対して、ミサイルやドローンによる大規模な攻撃を行ったことで地政学リスク懸念が強まったことも押し上げ材料だった。

29日は続伸した。7月の米個人消費支出(PCE)価格指数が市場予想並みにとどまったことを受けて、FRBが9月に利下げするとの観測が強まり、金の上昇幅はやや大きくなった。

【9月の動向】～大幅上昇して3,900ドル近く

弱めの米雇用統計などから利下げ観測強まる

米連休明けの9月2日は3,500ドルを上回り、史上最高値を更新した。米関税政策やFRB人事を巡る不透明感が安全資産の金買いにつながったとされた。前週末に米連邦巡回区控訴裁判所は、トランプ関税について「大統領の権限を越えている」との一審結果を支持し、違法との判断を下した。トランプ大統領は上訴の意向であり、最高裁ではトランプ氏有利とみられる。また、クックFRB理事がトランプ氏による解任通告の違法性を主張して訴訟を起こした。大統領の権限と中央銀行の独立性を巡るこの訴訟も最終的に最高裁に持ち込まれると見こまれる。

3日は、7月の米求人数が市場予想を下回って米利下げ観測が強まったことや、米関税政策やFRB人事を巡る不透明感が安全資産需要につながったことで金は連日で史上最高値を更新した。

4日は、米民間雇用サービス会社ADPが発表した8月の全米雇用報告や米労働省による新規失業保険申請件数が市場予想よりも弱い内容だったことで、米利下げ観測が強まって金買い材料とみられたものの、それまでの上昇を受けた利益確定売りから金は反落した。

5日は、8月の米雇用統計で非農業部門の就業者数が市場予想を下回ったことを受けて、米景気減速懸念やFRBによる利下げ観測が強まって、金相場は最高値を更新した。

8日は、前週末の米雇用統計を受けた利下げ期待が続き、金相場は続伸して3,600ドルを上回って、史上最高値を更新した。CME フェドワオッチによると、9月の米FOMCで0.25%利下げする確率は9割程度、0.5%

利下げする確率を 1 割程度織り込んだ状態となった。

9 日は、この日も前週末の米雇用統計を受けた米利下げ期待が続いたことで、金先物は一時 3,700 ドルを上回り、現物も史上最高値を更新した。米雇用統計の年次改定で 3 月までの就業者数が 91.1 万人下方修正されたことも強材料視されたが、市場の反応は限定的だった。

米利下げを確実視する中、上値を試す

10 日はほぼ横ばいだった。8 月の米生産者物価が市場予想に反して低下したことを受けて、16～17 日に開催される FOMC での利下げ観測がより強固になり、金相場の支援材料になった一方で、それまでの上昇で利益確定売りが出やすかった。

11 日は、7 月の米 CPI が市場予想通りながら前月よりも前年比伸び率が加速してやや弱材料だったとみられる一方で、米新規失業保険申請件数が悪化して強材料になったものの、金はそれまでの上昇で利益確定売りがやや優勢となった。

12 日は小幅上昇し、清算値ベースでは史上最高値を更新した。翌週の FOMC での利下げを織り込んだ状態で、大幅利下げの可能性や今後の利下げ回数を巡る思惑で変動した。

15 日は、17 日に FOMC の結果発表を控える中、根強い利下げ期待から金先物は続伸し、金先物・金現物とも史上最高値を更新した。米ニューヨーク連邦準備銀行が発表した 9 月のニューヨーク州製造業景況指数がマイナスに落ち込んだことも金には強材料だった。

16 日も米利下げ観測を背景に金は続伸し、連日の史上最高値更新となった。8 月の米小売売上高や鉱工業生産が市場予想を上回って金相場には弱材料になる場面もあったが、売り一巡後は米利下げ見通しに影響はないとの見方から買われた。

17 日は、FOMC の結果発表をこの日に控えて、持ち高調整の売りなどに押されて小幅安となった。FOMC では市場予想通りに 0.25% の利下げが決定され、政策金利見通しで年内にあと 2 回の利下げを見こんだことを好感して金先物は一時 3,744 ドルと史上最高値を更新したが、パウエル FRB 議長が金融政策について急速に行動する必要性は感じないと慎重な姿勢を示したことや、これまでの上昇を受けた利益確定売りで金は下落に転じた。金現物も一時 3,707,40 ドルの史上最高値をつけた。

18 日は、利益確定売りに押されて続落した。前日までの上昇で高値警戒感が強まったとみられる。米新規失業保険申請件数やフィラデルフィア連銀製造業景況指数が強めに出たことも金相場には弱材料だった。

改めて利下げ継続見こみを好感し、米政府機関閉鎖懸念も支援材料

19 日は、改めて 17 日の FOMC で年内にあと 2 回の利下げが見こまれたことを好感したとみられる買いで反発した。ミネアポリス連邦準備銀行のカシュカリ総裁が「インフレよりも大きなリスクは労働市場の急速な鈍化」と明言したことや、国連安全保障理事会での対イラン安保理制裁の解除を継続する決議案の否決を受けてイランに対する国連制裁の復活や世界の分断が懸念されたことも強材料だった。

22 日は、FRB による追加利下げ見通しや 19 日にロシア軍がエストニア領空を侵犯したことを受けて金買いが優勢となった。米アトランタ連銀のボスティック総裁や米セントルイス連銀のムサレム総裁は追加の利下げに慎重

な姿勢を示した一方で、ミラン FRB 理事は現行の金融政策は引き締めすぎとの認識を示した。

23 日も、米利下げ期待やロシアを巡る地政学リスクへの警戒感が金買いにつながり、史上最高値を更新した。パウエル FRB 議長は講演で「現行の金融政策は依然として景気抑制的」として、追加緩和の余地があることを示唆した。

24 日は反落した。前日までの上昇の反動で、利益確定売りが出やすくなった。26 日発表の米 PCE 価格指数などが注目される中、独 IFO 業況指数が弱かったことで、為替市場でドル高が進んだことも金売りを促した。

25 日は、週次統計の米新規失業保険申請件数や 7～9 月期の米実質 GDP(確定値)が景気の堅調さを示す内容で金には弱材料になったものの、前日の下落の反動から買われた。シカゴ連銀のグールズビー総裁がややタカ派的な発言をした一方で、ボウマン FRB 副議長はややハト派的な発言をした。ミラン FRB 理事は極めて利下げに積極的な姿勢を示した。

26 日は、8 月の米個人消費支出(PCE)が市場予想を上回ったものの、PCE 価格指数が市場予想通りに落ち着いたことを受けて、FRB による利下げ見通しはやや強まり、金は 23 日につけた高値に近づいた。トランプ大統領が輸入医薬品に対して 10 月 1 日より 100%、キッチン用の棚や関連製品に 50%など新たな関税賦課方針を発表したことで、安全資産需要も意識された。

29 日は、米利下げ観測の広がりや地政学リスク懸念の高まりが金相場の支援材料となる中、この日は、米政府機関が閉鎖されるリスクへの警戒感が強まり、相場を押し上げた。金相場は現物・先物ともに 3,800 ドルを突破し、史上最高値を更新した。

30 日は、米政府機関の一部閉鎖が濃厚となる中、金相場は、連日の最高値更新となった。前日に行われた米与野党によるつなぎ予算を巡る協議で歩み寄りは見られず、10 月 1 日から政府機関の一部が閉鎖される可能性が高まった。8 月の雇用動態調査(JOLTS)では、求人数が増加したものの採用数は減少し、民間調査機関コンファレンス・ボードによる 9 月の消費者景気信頼感指数は前月から低下して、追加利下げ期待を支えた。

【先行き】～通商摩擦や地政学リスクが一服の可能性を意識も多数の金買い材料

10 月に入って金相場は急伸した。3 日は、米政府機関の閉鎖で 9 月の米雇用統計の発表が見送られる中、政府機関閉鎖が長引けば米景気に悪影響を及ぼすとの観測から金は上昇した。ハマスがトランプ大統領が提示した和平案に回答し、人質解放など一部に同意したと報じられた。

週明け 6 日は、米利下げ継続観測や米国やフランスの政局不安、日本の財政赤字懸念も金相場を支え、上昇幅がやや大きくなった。

7 日も米欧日の政治情勢や米利下げ観測を背景に一段高となり、金先物は 4,000 ドルを上回った。

8 日は豊富な押し上げ材料を背景に金相場は続伸し、金現物が 4,000 ドルを上回った。米利下げ観測が強力な押し上げ材料となる中、「トランプ関税」に伴うインフレ高進や景気悪化、地政学リスク、米連邦準備制度理事会(FRB)の独立性や米財政赤字などへの懸念に加えて、足元では米政府機関閉鎖も安全資産需要につながる状態が続いた。

10 日は、米中通商摩擦の再燃が懸念され、金は反発した。9 日に中国政府がレアアース(希土類)の輸出規制の対象を大幅に拡大したことにトランプ大統領は反発し、この日、アジア太平洋経済協力会議(APEC)首脳会

議に合わせて予定される中国の習近平国家主席との会談について「会う理由がない」と述べたことでリスク回避ムードが高まった。

13 日は、米中通商摩擦への懸念が継続し、根強い米利下げ観測もあって、金相場は続伸して史上初めて 4,100 ドル台に乗せた。もっとも、トランプ大統領は 12 日に「中国のことは心配するな。大丈夫だ」と SNS に投稿し、ベッセント米財務長官は 13 日に「トランプ大統領が 10 月下旬に韓国で習主席と会談する予定に変更はない」との見方を示した。

15 日は、米中貿易摩擦や米政府機関の一部閉鎖への懸念が安全資産買いを促したことに加えて、ヘグセス米国防長官がウクライナでの紛争が終結しなければ、米国と同盟国はロシアの侵攻継続を巡り「代償を課すために必要な措置を講じる」と述べた。トランプ大統領は、12 日にウクライナ向けに巡航ミサイル「トマホーク」を提供する可能性がある」と表明していた。金現物は 4,200 ドルを上回った。

16 日は、米中摩擦の激化や米政府機関一部閉鎖の長期化などを懸念して投資家のリスク回避志向が強まる中、質への逃避が進み、金は大幅続伸した。ウォラーFRB 理事が講演で労働市場がすでに縮小しているとの見方を示したことなどから米追加利下げ観測が強まったことも金相場を押し上げた。金現物は 4,300 ドルを上回った。

17 日は、米中摩擦や米政府機関閉鎖に加えて、前日には米地銀が融資に絡む詐欺被害を発表したことから、投資家のリスク回避が強まって、金先物は一時 4,392 ドルの史上最高値まで上昇した。金現物も 4,378.69 ドルと史上最高値をつけた。しかし、この日は、トランプ大統領が中国に 100% の追加関税を課す案は持続可能ではないとし、予定通り、APEC に合わせての中国の習主席と会談をする意向を示したことで、米中対立激化への警戒感が緩和し、金は反落した。

金相場を押し上げる材料が相次ぎ、連日のように史上最高値の更新が続いている。ここにくて、危ぶまれていたトランプ大統領と中国の習近平国家主席との首脳会談が実施される見通しとなり、ウクライナ情勢を巡る対面での米露首脳会談も急浮上しており、これまで金相場を押し上げてきた通商摩擦や地政学リスクが解消される可能性も意識されるようになりつつある。それでも、根強い米利下げ観測、FRB の独立性問題や米財政赤字などを背景としたドルの信認の低下、新興国などによるドル離れ、安全資産やインフレヘッジとしてのニーズなど金買いの理由が多数ある状況は続きそうに思われる。

－ 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。