

調査レポート

コモディティ・レポート(2025 年 10～12 月)

調査部 主任研究員 芥田 知至

1. コモディティ市況全般:金や銅が上昇も原油が下落し一進一退

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、同年 4 月には下落幅がやや大きくなり、その後は一進一退となっている。地政学リスク要因、通商摩擦や米金融政策の先行きなどの不確実性が意識される中、コモディティ相場は不安定な推移が見こまれる。

2. エネルギー市況:足元はブレントで 64ドル前後、WTIで 60ドル前後

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、やや軟調となり、足元は 64ドル前後で推移している。世界の景気動向、米中通商摩擦、産油国の原油生産方針、ロシア・ウクライナ情勢など地政学リスク要因など不確実性が大きい、目先は需給緩和が意識されやすいと思われる。

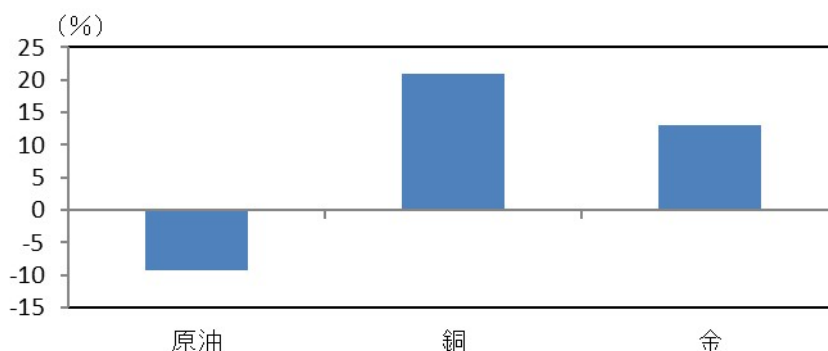
3. ベースメタル市況:銅は 1 月中旬に 13,407ドルと史上最高値

銅相場は、2025 年 4 月 7 日に 8,105ドルの安値をつけた後、2026 年 1 月 14 日には 13,407ドルと史上最高値を記録した。鉱山事故を受けた供給不安や底堅い需要動向を背景に上昇傾向となったが、足元の上昇には投機の影響も加わっているとみられ、先行きは、やや不安定な推移になる可能性がある。

4. 貴金属市況:金は 1 月中旬に史上最高値を更新して 4,700ドルを上回る

上昇傾向を続ける金は、再高値更新が相次いで、2026 年 1 月中旬には 4,700ドルを上回った。各地での地政学リスクが押し上げ材料として意識され、米利下げ観測、ドルの信認の低下、新興国などのドル離れ、インフレヘッジとしての需要なども金買いの理由とされる。強気の市場心理はまだ維持されやすいだろう。

原油・銅・金相場の騰落率(2026 年 12 月末の 2025 年 9 月末との対比)



1. コモディティ市況全般の概況：金や銅が上昇も原油が下落し一進一退

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、同年 4 月には下落幅がやや大きくなり、その後は一進一退となっている。

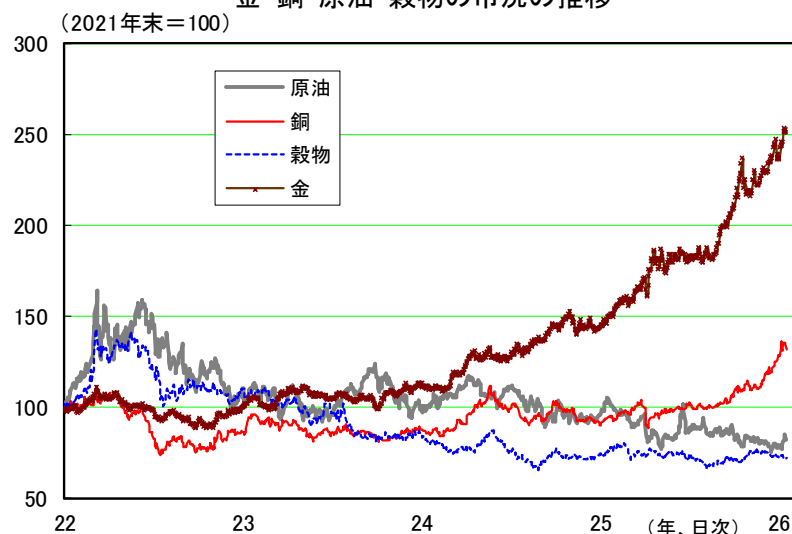
マクロ経済環境をみると、人工知能(AI) バブルが懸念される中、投資先としてコモディティに注目する動きが広がり、金属を中心に上昇傾向が強まった。金は、米利下げ観測やロシア・ウクライナ情勢などに加えて、ベネズエラやイエメンでの地政学リスクも押し上げ材料になり、史上最高値の更新が続いた。原油は、地政学リスク要因が押し上げ材料だが、需給は緩和気味との見方が有力で、やや軟調に推移した。銅は、鉱山事故を受けた供給不安や底堅い需要動向に投機も加わって上昇傾向となった。引き続き、地政学リスク要因、通商摩擦や米金融政策の先行きなどの不確実性が意識される中、コモディティ相場は不安定な推移が見こまれる。

FTSE・コアコモディティ CRB 指数の推移



(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: 足元はブレントで 64ドル前後、WTI で 60ドル前後

2025 年 4 月 9 日に欧州北海産のブレントは 1 バレル当たり 58.40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 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、同年 12 月 16 日には、ブレントは 58.72ドルまで下落し、WTI は 54.98ドルと 2021 年 2 月以来の 55ドル割れとなった。足元は、WTI が 60ドル前後、ブレントが 64ドル前後で推移している。

【10 月の動向】～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、ドル)	状況
1 日	↓ (65.35)	米政府機関閉鎖の米景気への影響が懸念されたことや、アジア各国の製造業購買担当者景況指数(PMI)が弱めに出たこと、石油輸出国機構(OPEC)と非 OPEC 産油国で構成する「OPEC プラス」の原油増産方針決定が見こまれたこと、米エネルギー情報局(EIA)の週次石油統計で原油在庫や石油製品在庫の増加が示されたことなどが弱気材料になり、原油は続落した。
2 日	↓ (64.11)	OPEC プラスの増産継続観測や、米政府機関閉鎖による景気下振れ懸念を背景に原油相場の軟調さが続いた。OPEC プラス有志 8 カ国は最大日量 50 万バレルの増産で合意するとの観測報道もなされた。前日に米紙ウォール・ストリート・ジャーナル(WSJ)が米政府がウクライナにロシアのエネルギー・インフラを長距離ミサイルで攻撃するための情報を提供すると関係者の話を報道したことは強材料だった。
3 日	↑ (64.53)	5 日の会合での OPEC プラス有志 8 カ国の 11 月の増産幅が 10 月の 2～3 倍に相当する日量 27.4～41.1 万バレルになる可能性があるとの見方が報道されたが、増産懸念は一巡したとみられ、この日の原油相場は反発した。
6 日	↑ (65.47)	5 日に開催された OPEC プラス 8 カ国の会合で 11 月の増産幅が日量 13.7 万バレルにとどまったことで、需給悪化懸念がやや後退し、原油相場は続伸した。
7 日	= (65.45)	5 日に OPEC プラスの有志 8 カ国の会合で、11 月の原油生産量の増加幅を市場の想定よりも少ない日量 13.7 万バレル増とする方針を決定したことを受けて、6 日の原油相場は上昇し、この日も上昇した値位置を維持した。

8 日	 (66.25)	5 日に OPEC プラスの有志 8 カ国が 11 月の原油生産量の増加幅を日量 13.7 万バレルにとどめた影響が続いて、この日も原油は続伸した。米 EIA の週次統計については、原油在庫の増加幅が市場予想を上回ったものの、石油消費量が堅調だったことが好感された。
9 日	 (65.22)	ガザでの戦闘を巡ってイスラエルとイスラム組織ハマスが米政権による和平案の第 1 段階で合意したことで、地政学リスク懸念が緩和し、このところの相場持ち直しの反動もあって利益確定売りが優勢となった。米政府機関の一部閉鎖が長期化することによる景気への悪影響も懸念されて相場を下押しした。
10 日	 (62.73)	米中通商摩擦の激化を懸念してリスク回避ムードが強まり、株式などとともにリスク資産の一角である原油の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米大統領は反発し、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中止することや対中関税の大幅引き上げを示唆した。WTI は 4.2% 安、ブレントは 3.8% 安だった。
13 日	 (63.32)	米中貿易摩擦再燃への警戒感が幾分和らいで反発した。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。
14 日	 (62.39)	米中貿易摩擦への懸念や世界的な需給緩和観測を背景に反落した。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。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た。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。国際エネルギー機関(IEA)は月報で 2026 年に大幅な供給過剰に陥ると予測した。
15 日	 (61.91)	米中貿易摩擦や米政府機関の一部閉鎖が景気減速や石油需要減退につながることを懸念され、原油は続落した。OPEC プラスの増産姿勢や IEA による供給過剰の予測も引き続き弱材料だった。

16 日	↓	(61.06)	前日にトランプ大統領が、インドのモディ首相が「ロシアから原油を買わない」と明言したと述べたことで、需給引き締め観測につながる場面もあったが、インド外務省は肯定も否定もせず、原油は上げ幅を縮小した。その後、米上院による 10 度目となる予算案の否決や米地銀の融資を巡る懸念が浮上したことで、投資家のリスク回避が進み、リスク資産の一角である原油は売られた。さらにトランプ大統領がロシアのプーチン大統領と電話会談したと明らかにし、ウクライナ停戦期待が浮上したことも弱材料だった。
17 日	↑	(61.29)	前日にトランプ大統領とプーチン大統領が会談することで合意したことや、トランプ大統領がウクライナのゼレンスキー大統領と会談し、米国製巡行ミサイル「トマホーク」の供与について慎重な姿勢を示したことが地政学リスク懸念を緩和させる材料だったが、この日は、それまでの下落を受けて、売り方の買い戻しが優勢になったとされた。
20 日	↓	(61.01)	前週末のトランプ大統領の発言でやや緩和したとはいえ米中対立激化への懸念がくすぶり、米国家経済会議 (NEC) のハセット委員長の発言で和らいだとはいえ米政府機関閉鎖が長期化する懸念が続く中、世界的な石油需給の緩和観測が根強く、原油相場は反落した。
21 日	↑	(61.32)	世界景気の減速懸念がある中、OPEC プラスが増産姿勢を続けており、原油需給の緩和観測が根強いものの、米中対立、米政府機関閉鎖、ロシア・ウクライナ情勢、中東和平など不確実性の大きさが意識され、この日は、押し目買いがやや優勢となった
22 日	↑	(62.59)	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ことで、米国内需給の緩和懸念が後退し、相場上昇につながった。21 日に米エネルギー省が戦略石油備蓄 (SPR) 向けに原油 100 万バレルを今年 12 月～来年 1 月に購入すると発表したことも押し上げ材料だった。清算値確定後には、米政府が対ロシア制裁を発表したことも強気材料になった。
23 日	↑	(65.99)	米欧による対ロシア制裁の強化を受けた供給懸念から大幅上昇した。前日に米政府は対ロシア追加制裁を発表し、ロシアの石油大手ロスネフチとルクオイルのほか、30 超の関連会社を制裁対象とした。また、この日、欧州連合もロシアに追加制裁を科すことで合意した。ロシア産原油を輸入する中国やインドのエネルギー企業は輸入を停止する等の意向を示した。WTI は 5.6% 高、ブレントは 5.4% 高だった。
24 日	=	(65.94)	前日に大幅上昇した反動からやや利益確定売りなどに押された。一部では、米欧によるロシア制裁がどれほど厳しいものになるか懐疑的な見方も浮上したとされた。



27 日	↓	(65.62)	25～26 日に行われた米中による閣僚級貿易協議の結果を受けて、米中首脳会談での通商合意が成立するとの期待が高まったことは強材料だったが、11 月 2 日に予定される OPEC プラスの有志 8 カ国の会合では 12 月分の原油生産量を日量 13.7 万バレル引き上げる方向に傾いているとの報道が弱材料になった。
28 日	↓	(64.40)	OPEC プラスの増産で需給緩和が進むとの見方や、ドイツのライヒェ経済相が、米政府がロシアの管理下でないロスネフチのドイツ事業について対ロシア制裁の対象外にすると書面で保証したと明らかにしたことが弱材料になった。
29 日	↑	(64.92)	米 EIA の週次統計で、原油在庫や石油製品在庫の減少幅が市場予想を上回って供給過剰への懸念が和らいだことが好感された。また、トランプ大統領が中国の習主席との首脳会談について楽観的な見方を示したことも世界景気への不安を和らげた。
30 日	=	(65.00)	トランプ大統領が、米中首脳会談で、中国が米国産大豆の購入を再開し、レアアースの輸出規制の導入を 1 年間延期するほか、合成麻薬フェンタニルの違法取引を取り締まることを条件に対中関税を 10%引き下げ、47%にすることで合意したと明らかにし、強材料になった。もっとも、前日のパウエル米連邦準備制度理事会 (FRB) 議長の発言を受けた米利下げ観測の後退でドル高が進み、ドル建てで取引される原油は割高感から上値が抑えられた。
31 日	=	(65.07)	米紙マイアミ・ヘラルド(電子版)による米政権がベネズエラの軍事施設への攻撃を決定し、近く空爆に踏み切る可能性があるとの報道を受けて、一時上昇幅を拡大したものの、トランプ大統領が攻撃の計画を否定したため、上げ幅を圧縮した。中国国家统计局による 10 月の製造業 PMI が半年ぶりの低水準に悪化したことや、サウジアラビアが 12 月のアジア向け販売価格を引き下げる可能性があることと報じられたことは弱材料だった。

【11 月の動向】～一進一退

3 日	=	(64.89)	2 日に OPEC プラスの有志 8 カ国が、10～11 月と同様に 12 月の増産幅を日量 13.7 万バレルとし、1～3 月は増産を停止する方針を決定したことが強弱材料入り混じった内容と受け止められた。
4 日	↓	(64.44)	ドル高がドル建てで取引される原油の割高感につながった。ハイテク関連を中心に株価が軟調だったこともリスク資産の一角である原油の重しになった。

5 日	↓ (63.52)	米 EIA の週次統計で、原油在庫の増加幅が市場予想を上回ったことが弱材料だったものの、石油製品在庫の減少幅が市場予想を上回ったことで買い戻される場面もあった。しかし、供給過剰懸念が根強く、結局、下落した。
6 日	= (63.38)	サウジアラビアが 12 月のアジア向け原油公式販売価格(OSP)を引き下げたことを受けてアジアの石油需要が懸念されたことや、米再就職仲介会社チャレンジャー・グレイ・アンド・クリスマスが発表した 10 月の人員削減数が増加していたことが弱材料になった。ウクライナのドローン攻撃により、ロシア石油大手ルクオイルのボルゴグラード製油所が稼働停止したとの報道は強材料だった。
7 日	↑ (63.63)	前日までの下落の反動で安値拾いの買いが入った。IEA が 12 日に 2025 年版の世界エネルギー見通し、13 日に月報を公表するのを控えて、見送られやすかった。トランプ大統領がハンガリーのオルバン首相と会談したことを受けてハンガリーがロシア産原油を使用できるようになるとの観測から原油が下げる場面もあった。
10 日	↑ (64.06)	前日に米上院がつなぎ予算の修正案に関する討論終結動議を可決し、政府機関の一部閉鎖が解除される見こみとなったことで、投資家のリスク志向が高まり、原油も買われた。米国による対ロシア制裁の影響でロシア石油大手ルクオイルがイラクの油田で不可抗力宣言を行ったと報じられたことも強材料だった。
11 日	↑ (65.16)	前日に続き、米政府機関の再開見通しによるリスクオン・ムードや、ロシア産原油に対する制裁の影響で中東産原油などの需要が増加するとの観測が強まって、原油相場は続伸した。
12 日	↓ (62.71)	米政府機関の一部閉鎖解除への期待からリスクオン・ムードが広がったが、原油は供給過剰懸念が根強く、下落した。OPEC は月報で、2026 年について、これまでの供給不足見通しを変更し、需給が均衡するとの見通しを示した。また、米 EIA は 2026 年の米石油生産見通しを上方修正した。WTI は 4.2%安、ブレントは 3.8%安と下落幅が大きくなった。
13 日	↑ (63.01)	前日の大幅下落の反動で安値拾いがやや優勢だった。米 EIA の週次統計で原油在庫の増加幅が市場予想を上回り、ガソリンや中間留分の在庫の減少幅が市場予想を下回ったことや、IEA の月報で世界の石油供給の伸びを引き上げたことは弱気材料だった。

14 日	 (64.39)	黒海に面するロシア南部の港湾都市ノボロシスクでウクライナによるドローン攻撃があり、船舶や石油貯蔵施設が被害を受けて、石油輸出が停止したと報じられ、原油は続伸した。ノボロシスク港からの石油輸出は日量 220 万バレルとされる。トランプ米政権は 10 月にロシア石油大手のロスネフチとルクオイルを制裁対象に指定し、11 月 21 日までに取引を全て終えるように求めており、供給混乱への懸念は一段と高まっているとされた。
17 日	 (64.20)	ウクライナの攻撃により停止していたノボロシスク港での積み荷が再開されたとの報を受けて、原油は下落した。米国による対ロシア制裁強化の期日が 21 日に迫っていることは強材料とされた。
18 日	 (64.89)	対ロシア制裁の強化で供給が抑制されるとの見方や、トランプ大統領が次期 FRB 議長の任命に向けた面接を始めたことと述べたことが材料視された。利下げに前向きな人選になるとの思惑につながった。
19 日	 (63.51)	米国がロシアとウクライナとの戦闘終結に向けて、ロシアと協議を進め、新たな計画案を作成したとの報道を受けて、ロシアからのエネルギー供給への懸念が後退し、原油安につながった。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は相場下支え要因だった。
20 日	 (63.38)	ウクライナのゼレンスキー大統領が、米国が示したロシアとの和平案について、米国と協議する意向を示したことで、和平実現への期待が高まって、原油は続落した。21 日に期限とされている米国によるロスネフチとルクオイルに対する制裁は、和平合意が近いなら先送りされるとの見方がなされた。
21 日	 (62.56)	米国によるロシアとウクライナの和平案が合意されれば、世界の原油供給が増加するとの見方から原油は続落した。この和平案へのウクライナの回答期限は 27 日とされた。和平案には、ウクライナの領土割譲などが含まれており、受け入れは不透明な状況とされた。
24 日	 (63.37)	米早期利下げ期待の強まりを背景に原油は反発した。21 日にニューヨーク連邦準備銀行のウィリアムズ総裁が 12 月の米連邦公開市場委員会 (FOMC) での利下げを支持する考えを示唆し、この日はウォラー FRB 理事が改めて利下げへの支持を表明した。
25 日	 (62.48)	ウクライナが米政府主導で作成された和平案の枠組みを支持すると観測からロシア産エネルギーの供給拡大が意識され、原油安につながった。もっとも、ロシア側が修正された和平案を受け入れるかどうかは不透明とされた。
26 日	 (63.13)	前日までのウクライナ停戦の可能性を意識した下落の反動で、やや持ち直した。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て弱気材料になったが、この日は安値修正の動きが勝った。

27 日	 (63. 34)	米国市場が感謝祭のため休場の中、ブレントは続伸した。ウクライナ停戦の可能性が意識された一方で、30 日に予定される OPEC プラスの閣僚級会合では、OPEC プラスの有志 8 カ国が 2026 年 1～3 月の増産停止方針を確認するとの見方や FRB が追加利下げを決定して景気や石油需要が刺激されるとの期待がやや強材料になった。
28 日	 (63. 20)	ロシアとウクライナの和平協議の行方や月末の OPEC プラスの会合が注目される中、原油相場は小幅下落した。シカゴ・マーカントایل取引所 (CME) などの取引所を運営する CME グループで発生したシステム障害の影響により一時取引が停止されていた。

【12 月の動向】～下落

1 日	 (63. 17)	29 日にウクライナがロシアの「影の船団」のタンカー 2 隻をドローン攻撃したと明らかにしたこと、同日にウクライナの攻撃で、カザフ原油の 8 割を輸出しているカスピ海パイプライン・コンソーシアム (CPC) の黒海側の施設が被害を受けて操業が停止となったこと、同日にトランプ大統領が南米ベネズエラ上空の「全面閉鎖」を主張し、米軍のベネズエラ攻撃が取り沙汰される中、地政学的リスクの高まりが警戒されたことなどが相場を押し上げた。一方、OPEC プラスは 30 日に開いたオンライン閣僚級会合で、日量 200 万バレルの協調減産を 2026 年末まで継続するなどとした従来の生産方針を維持し、OPEC プラスの有志 8 カ国は 1～3 月の増産見送りを確認した。
2 日	 (62. 45)	前日の上昇の反動から利益確定売りが優勢となった。ロシアのプーチン大統領が、ウィトコフ米中東担当特使やトランプ大統領の娘婿クシュナー氏とウクライナ和平案について協議を行ったことで、和平が成立する可能性が意識されて、原油売りにつながったとの見方もあった。もっとも、プーチン大統領は強硬姿勢を維持し、和平協議に進展はないとみられた。
3 日	 (62. 67)	ロシアとウクライナの和平成立への期待が後退し、地政学リスク懸念が再び高まっていることを織り込んで、原油相場は上昇した。黒海でウクライナによる船舶や石油施設への攻撃が続いていることも強気材料だった。
4 日	 (63. 26)	ウクライナ和平交渉が停滞し、ウクライナによるロシアの石油施設への攻撃が激化していることや、米追加利下げ観測が強気材料になった。米国とベネズエラとの地政学的緊張が高まっていることも支援材料だった。
5 日	 (63. 75)	米追加利下げが景気や石油需要を押し上げるとの思惑や、ロシアやベネズエラからの供給が滞る可能性が意識されたことから、原油は続伸した。

8 日	↓ (62.49)	株安とともに同様にリスク資産である原油も売られた。イラク政府が輸送パイプラインの漏れにより、ロシア石油大手ルクオイルの西クルナ 2 油田の操業を一時停止したが、その後、再開したと報道された。
9 日	↓ (61.94)	10 月の米求人数が市場予想を上回ったことが、来年以降の米利下げペースの鈍化観測につながった。引き続き、ウクライナ和平交渉の動向が注視された。
10 日	↑ (62.21)	米 EIA の週次統計で原油在庫の減少幅が市場予想を下回り、ガソリンや中間留分の在庫の増加幅が市場予想を上回ったことで下落する場面もあったが、その後、米軍がベネズエラの石油タンカーを拿捕したとの報道が強材料になり、原油は反発した。
11 日	↓ (61.28)	前日の米軍によるベネズエラのタンカー拿捕(だほ)を受けた上昇は一時的にとどまり、一方でロシアとウクライナの和平に向けた期待がやや持ち直したことから原油相場は下落した。
12 日	= (61.12)	前日にウクライナのゼレンスキー大統領が、米政権が東部ドネツク州に非武装の「自由経済区」を設ける解決策を提案していると明らかにし、ウクライナ政府高官はこの提案を受け入れる用意があると述べ、これまで絶対条件としてきた領土問題での譲歩を示唆したことで、原油にはやや弱材料となった。
15 日	↓ (60.56)	前日にゼレンスキー大統領が停戦後の「安全の保証」があれば、北大西洋条約機構(NATO)への加盟を断念する用意があると譲歩する姿勢を表明するなど、和平協議に進展がみられたことで、ロシアからのエネルギー供給増加が意識され、原油は下落した。また、11 月の中国の鉱工業生産や小売売上高は弱めの内容で、中国の石油需要の鈍化が連想された。
16 日	↓ (58.92)	ウクライナ和平合意の可能性が高まったとの観測や中国景気への懸念から原油は下落した。前日に米国とウクライナ、欧州諸国は、和平案の修正案の内容を確認し、「安全の保証」に関して米国を中心とした停戦監視の仕組みをつくるなどの方針が固まったとされた。トランプ大統領は和平合意に「これまでになく近づいている」とした。
17 日	↑ (59.68)	米政権がベネズエラに対する圧力を強化したことを材料に原油は反発した。前日にトランプ大統領は制裁対象とする石油タンカーがベネズエラの港を出入りできないように全面封鎖すると発表した。一方、米 EIA の週次統計で、原油在庫の減少幅が市場予想をやや上回ったものの、石油製品在庫の増加幅が市場予想を上回ったことは弱材料となり、上値は限定された。

18 日	= (59.82)	米国によるベネズエラの石油輸出封鎖や、ロシアに対する追加制裁を科す可能性が石油供給に及ぼす影響が懸念され、原油は小幅続伸した。前日に、ロシアがウクライナとの和平合意を拒んだ場合に、米国はロシアへの追加制裁を準備していると報じられた。
19 日	↑ (60.47)	ベネズエラからの石油供給の混乱が警戒される中、原油は続伸した。ロシアは和平交渉でウクライナと欧州が譲歩しない場合、軍事力で目標を達成すると威嚇した。
22 日	↑ (62.07)	週末に米沿岸警備隊がベネズエラ沖で石油タンカーを拿捕したことや、ウクライナ軍がロシアの船舶 2 隻と栈橋に損傷を与えたことで、石油供給混乱のリスクが懸念された。
23 日	↑ (62.38)	7～9 月期の米国内総生産(GDP)が市場予想を上回ったことで、米石油需要の堅調さが連想された。ベネズエラやロシアからの石油供給が混乱することへの懸念も引き続き相場を押し上げる要因とみられた。
24 日	= (62.24)	クリスマス休暇を控えて、持ち高調整が中心となる中、原油は小幅下落した。ドル高が弱材料、ベネズエラやロシアからの供給懸念が強材料とされた。
26 日	↓ (60.64)	供給過剰懸念が続く中、28 日にウクライナのゼレンスキー大統領とトランプ大統領が会談するとされてウクライナ和平交渉の進展期待につながったこともあって、原油は下落した。
29 日	↑ (61.94)	中東やウクライナの地政学リスク懸念などが相場を押し上げた。イエメンでは、反フーシ派で連携していたはずのサウジアラビアが支持するイエメン暫定政権側とアラブ首長国連邦(UAE)が支援する南部暫定評議会(STC)が対立を激化させ、STC が占領していたハドラドマウト州などをサウジが空爆を行う事態に至った。28 日にトランプ大統領は、プーチン大統領、ゼレンスキー大統領と会談し、それぞれ和平案に向けた作業部会を設けることで合意したとされた。この日は、ロシアがプーチン氏の大統領別邸がドローン攻撃の標的になったと主張したのに対し、ウクライナ側は全面否定した。
30 日	= (61.92)	この日もサウジが STC に対する空爆を行うなど地政学リスクが懸念されたものの、相場の騰勢はその後一服した。
31 日	↓ (60.85)	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、石油製品在庫の増加幅が市場予想を上回ったことが弱材料になった。米新規失業保険申請件数が少なめに出たことで米利下げ観測がやや後退し、ドル高の反応になったことで、原油価格は割高感から下押しされた面もあった。

【先行き】～地政学リスクが押し上げ材料視されるが、需給緩和が意識されてやや軟調か

原油相場は一進一退しつつ、やや弱含みとなっていたが、1月半ばにかけてやや上昇した。

11月2日には、OPECプラスの有志8カ国が、10～11月と同様に12月の増産幅を日量13.7万バレルとし、1～3月は増産を停止する方針を決定したことが強弱入り混じった内容と受け止められた。12日は、OPECが月報で、2026年の需給について、それまでの供給不足の見通しを変更し、需給が均衡するとの見通しを示したことが弱材料になった。

その後、トランプ米政権がロシアの石油大手ロスネフチとルクオイルに対する制裁を強化する方針を示して供給減が意識されて強材料になった後、ロシアとウクライナとの和平案を巡って合意への期待が浮上し、ロシアからの供給増が意識される場面もあって原油には弱材料になった。

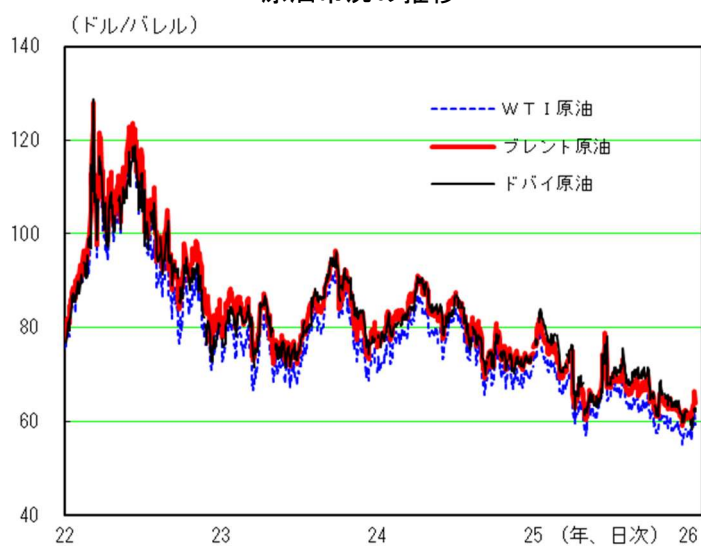
12月は、ウクライナ情勢、ベネズエラ情勢、OPECプラスの動向などを材料に一進一退しつつ、下落した。ウクライナ和平への期待が高まった16日には、一時、WTIが55ドルを割れ、ブレン트가59ドルを割れるまで下落したが、その後、ウクライナ和平交渉でのロシアの強硬姿勢が継続したことやベネズエラ情勢の悪化などを背景に原油相場は下げ渋った。

年が明けて1月4日には、OPECプラスがオンライン会合で3月まで産油量を据え置く方針を改めて確認したが、需給緩和観測が根強く、相場はやや軟調だった。

しかし、1月中旬にかけて、地政学リスク懸念を背景に原油相場は上昇した。ベネズエラ情勢が緊迫化したほか、ロシアとウクライナの戦闘も激化し、イランでは反体制デモで多数が死亡する事態となった。これら産油国からの供給が混乱する懸念が強まった。

原油相場を取り巻く環境は強弱交錯している。消費大国であ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進展しつつも依然不透明感が残る状況が続く、OPECプラスは協調減産体制を維持しつつも増産意向が根強い、ウクライナ・イラン・ベネズエラなど地政学的に不安定な情勢が続く、などである。2026年も、引き続き、強弱材料が交錯するものの、原油需給は緩和気味との見方が有力である。ロシア、イランからの供給が不透明要因であるが、短期的に落ち込んでいたベネズエラからの原油輸出は目先持ち直しが見こまれる状況であることや、これまでのOPECプラスの増産姿勢を受けて、石油の需給バランスは、2026年を通じて、供給が需要を上回る状況が続き、原油相場はやや下げやすくなると思われる。

原油市況の推移



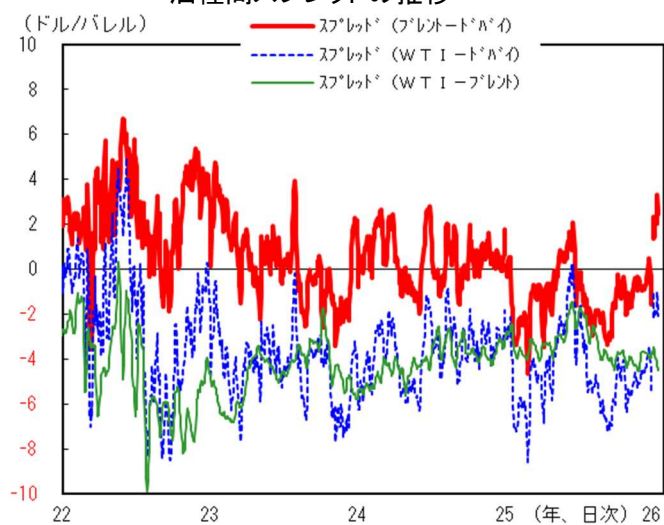
(出所) 日本経済新聞

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



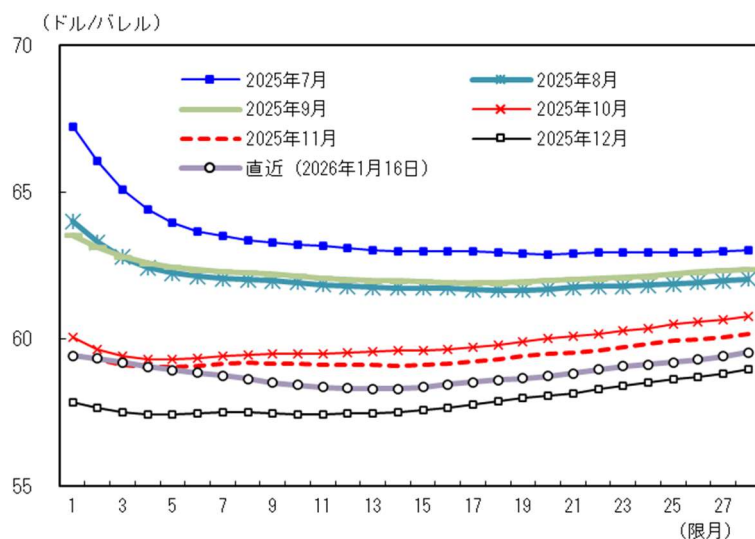
(出所) 日本経済新聞

原油先物価格と先物カーブ



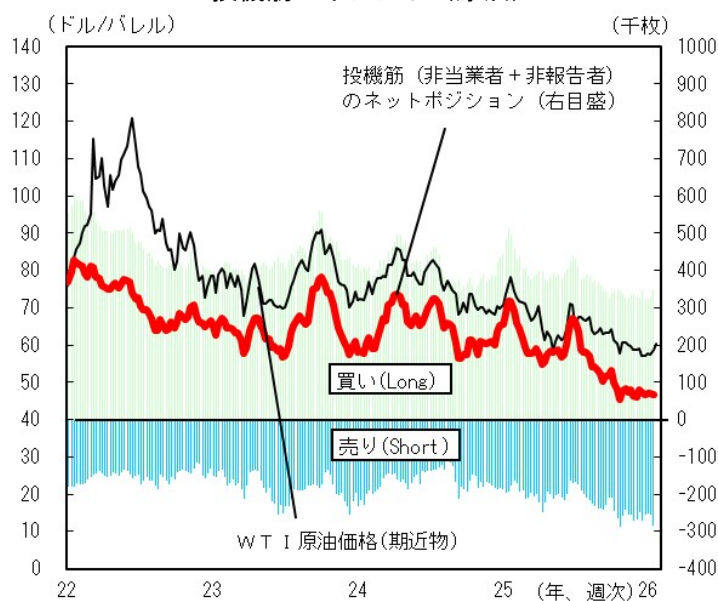
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

各時点におけるWTI原油の先物カーブ



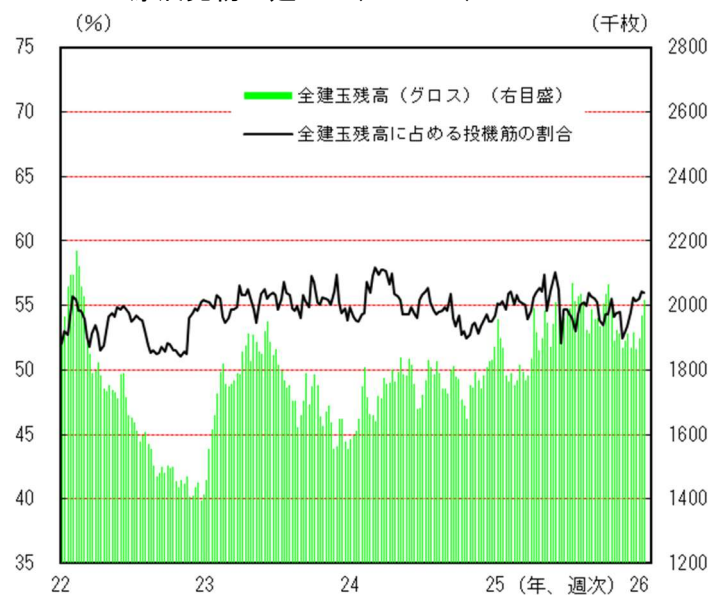
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

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 ＜12月＞	（前月差）	生産量 ＜11月＞	（前月差）	産油能力	稼働率	生産余力 ＜12月＞
アルジェリア	97.0	(0.0)	97.0	(1.0)	106.0	91.5%	9.0
コンゴ共和国	27.0	(2.0)	25.0	(0.0)	30.0	90.0%	3.0
赤道ギニア	6.0	(2.0)	4.0	(-1.0)	8.0	75.0%	2.0
ガボン	23.0	(2.0)	21.0	(-2.0)	23.0	100.0%	0.0
イラン	333.0	(0.0)	333.0	(-3.0)	383.0	86.9%	50.0
イラク	437.0	(8.0)	429.0	(-9.0)	480.0	91.0%	43.0
クウェート	256.0	(0.0)	256.0	(0.0)	282.0	90.8%	26.0
リビア	130.0	(3.0)	127.0	(0.0)	132.0	98.5%	2.0
ナイジェリア	152.0	(2.0)	150.0	(-2.0)	160.0	95.0%	8.0
サウジアラビア	1,000.0	(0.0)	1,000.0	(-2.0)	1,200.0	83.3%	200.0
UAE	359.0	(-2.0)	361.0	(6.0)	465.0	77.2%	106.0
ベネズエラ	83.0	(-13.0)	96.0	(1.0)	100.0	83.0%	17.0
OPEC12カ国	2,903.0	(4.0)	2,899.0	(-11.0)	3,369.0	86.2%	466.0

（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。
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。
2025年11月2日に、有志8カ国で行う自主減産について、12月の生産量を日量13.7万バレル引き上げ、2026年1～3月は生産量の引き上げを停止する方針を発表した。

（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

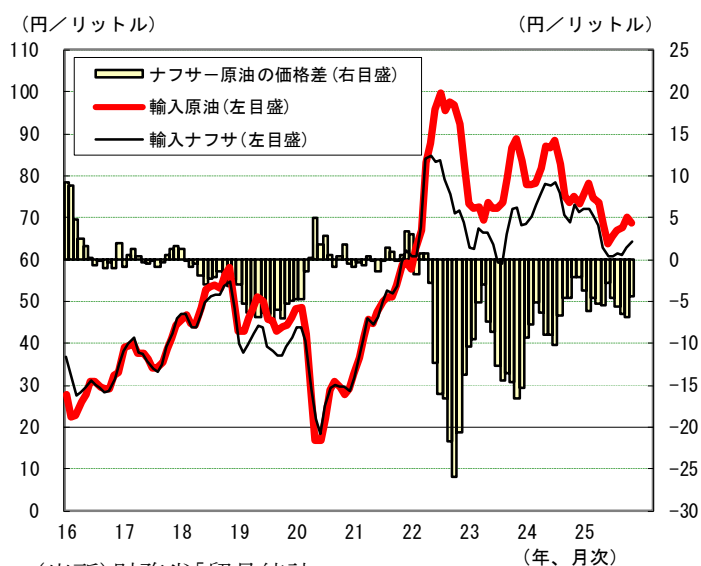
（出所）Bloomberg

(2) ナフサ市況:原油安や石化製品需給の緩和からやや軟調

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11月は4.5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。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、軟化して2025年1月5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年後半にナフサ高に転じた後、小幅ナフサ安で一進一退となった。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。原油価格は地政学リスクが押し上げ材料になったものの、需給緩和が見こまれており、ナフサ価格は石化製品需給の緩和もあって、やや軟調になると見こまれる。

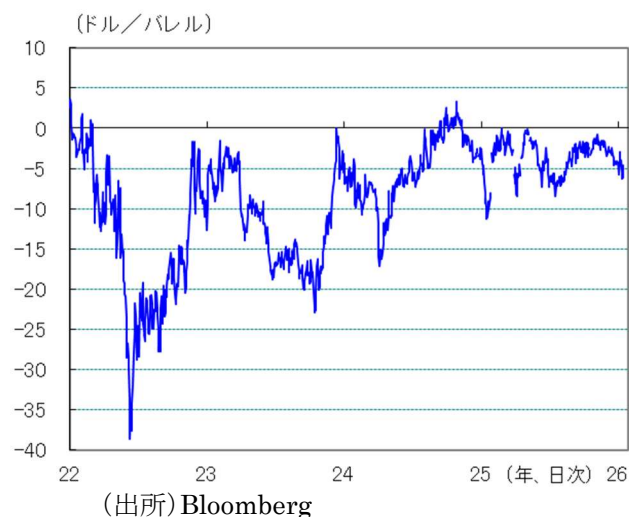
日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



アジアの原油・ナフサの市況



原油・ナフサの価格差(アジア)



3. ベースメタル

(1) 銅を中心とした概況 : 1 月中旬に 13,407ドルと史上最高値を記録

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ドルと当時の史上最高値をつけた後、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。その後は上昇傾向となり、2026 年 1 月 14 日には 13,407ドルと史上最高値を記録した。

銅相場とLME指定倉庫在庫の推移

銅の現先スプレッド(現物-3カ月物)の推移



(出所)ロンドン金属取引所(LME)



(出所)ロンドン金属取引所(LME)

【10月の動向】～乱高下を経て、下旬に史上最高値

供給障害への懸念から 10 月上旬に 11,000ドルをつけた後に乱高下

1 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)を宣言した影響が依然として残っており、銅相場を押し上げた。また、米民間雇用サービス会社ADPによる全米雇用報告が弱い内容だったことや、米政府機関の一部閉鎖が始まったことで、米利下げ観測やドル安につながり、銅には強材料になった。世界第 2 位のグラスベルグ鉱山は世界の銅精鉱の 3%を生産し、2025 年 9 月から 2026 年末まで生産が停止すれば 59.1 万トンの生産が失われるとされた。

2 日は、グラスベルグ鉱山、コンゴ民主共和国のカクラ鉱山、チリのエルテニエンテ鉱山など大型の供給障害が続く中、この日も供給不足が懸念された。

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。国慶節の休暇(10 月 1 日～8 日)で売りに傾きがちな中国勢が参加しないことも相場を上がりやすくしたとの指摘もあった。

6 日は、利益確定売りに押された。米国株価の上昇が一服して売られたことに連動したとの指摘もあった。

7 日は、ドル高が逆風だったものの、複数の鉱山での供給障害が続いていることが懸念されて、銅は反発

した。

8日は、いったん高値をつけた後、利益確定の売りに押された。国際銅研究会(ICSG)は2026年の銅地金の需給見通しについて、従来の20.9万トンの余剰との見方から15万トンの不足へと変更した。2025年は28.9万トンの余剰から17.8万トンの余剰へと修正した。2026年の銅の鉱山生産量は、チリ、ペルー、ザンビアからの新規供給の増加やインドネシアでの供給の回復によって2.3%増加すると見こんだ。銅地金の生産については、2025年の3.4%増から2026年は0.9%増へと鈍化すると予測した。一方、銅地金の消費量は、中国需要が鈍化するため、2025年の3%増から2026年は2.1%増へと鈍化するととの予測だった。

9日には、10月20～23日に開催される中国共産党の第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米大統領は反発し、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。

米中対立の緩和観測や米利下げ期待から10月下旬に史上最高値

15日は、前日のパウエル米連邦準備制度理事会(FRB)議長のややハト派的な発言から米利下げ観測が幾分強まり、ドル安が進んだことや、中国の9月の消費者物価指数(CPI)や生産者物価指数(PPI)がデフレ圧力を示したことで当局による景気刺激策が期待されたことを受けて、銅相場は反発した。

16日は、ドル安が支援材料だったものの、米中通商摩擦への警戒感や米政府機関の一部閉鎖に伴う不透明感が意識されて、銅相場は小動きにとどまった。

17日は、前日に米地銀が融資に絡む詐欺被害を発表したことから、景気不安や投資家のリスク回避が強まり、銅は下落した。一方、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た。

20日は、前週末のトランプ大統領の発言を受けて、米中対立への警戒感が緩和して世界的にリスクオン・ムードが広がる中、銅相場は反発した。中国のGDP、鉱工業生産、小売売上高、固定資産投資といった経

済統計が発表され、このうち鉱工業生産が堅調だったことを銅相場は好感したとの見方もあった。

21 日は、為替市場でのドル高や中国需要の鈍化懸念から銅が下落した。中国勢は足元の高価格では銅を購入しないとの見方が強まった。米中通商協議を巡る不透明感も銅を買いにくくした。

22 日は、下落する場面もあったが、ドル高が一服したことなどから上昇した。もっとも、中国によるレアアース輸出規制の強化に対抗し、トランプ米政権は米国製ソフトウェアを使用した製品について、中国への輸出を幅広く制限することを検討していると報道されたことは売り材料とみられた。

23 日は、中国共産党の 4 中全会の閉幕を受けて、具体的な景気刺激策が発表されるとの期待で、銅相場は上昇した。

24 日は、供給不足への懸念や米中通商摩擦緩和への期待を背景に続伸した。23 日にチリの鉱山大手アントファガスタは 2025 年の銅生産が従来計画の 66～70 万トンの下限になるとの見通しを発表した。また、23 日にレビット米報道官は、米中首脳会談を 30 日に行うなどトランプ大統領のアジア歴訪の予定を発表した。

27 日は、引き続き、米中通商摩擦の緩和観測が銅相場を押し上げ、史上最高値に迫る場面もあった。9 月の中国工業部門企業利益が 2023 年 11 月以来の高い伸びとなったことや、28～29 日の米連邦公開市場委員会(FOMC)で利下げが見こまれることも銅相場を支えた

28 日は、翌日に FOMC の結果発表や翌々日に米中首脳会談を控えて、小動きだった。

29 日は、LME 銅が 11,200ドルまで上昇し、2024 年 5 月につけた 11,104.50ドルを上回って、史上最高値を更新した。鉱山事故などの影響が続く中、この日は、資源大手のグレンコアが 2025 年の銅生産見通しを下方修正し、前日にはアングロ・アメリカンが 1～9 月の銅生産が前年割れとなったと発表した。

30 日は、前日の FOMC 後の記者会見でパウエル FRB 議長が 12 月の FOMC での利下げは既定路線ではないと述べたことや、ハイテク株が過剰投資懸念から下落したことが弱材料になり、下落幅がやや大きくなった。

31 日は続落した。中国国家统计局による 10 月の製造業購買担当者景況指数(PMI)が 7 カ月連続で景況の拡大・縮小の判断基準となる 50 を下回ったことや、米利下げ観測の後退を背景としたドル高が続いたことが銅を下押しした。

【11 月の動向】～1 万ドル台を維持して推移し、月末に史上最高値

高値警戒から下落後、米政府機関一部閉鎖の解消から上昇

11 月 3 日も続落した。引き続き、中国の製造業活動の停滞やドル高への懸念が銅相場を押し下げた。

4 日も続落した。それまでの上昇が行き過ぎとの見方や、為替市場でのドル高を受けて銅は下落した。世界最大の産銅企業であるチリのコデルコは、エルテニエンテ鉱山の事故を受けて 2025 年の銅生産量の見通しを 131～134 万トンと従来の 134～137 万トンから引き下げたものの、1～9 月期の生産量が前年同期を上回ったことなどから通期でも前年実績の 132.1 万トン超えを視野に入れるとした。

5 日は、それまでの下落の反動でやや買い戻された。もっとも、ドル相場が堅調なこと、中国需要への不安、供給懸念がやや和らいでいることなどが銅の上値を抑えた。

6 日は、10 月 29 日に史上最高値をつけた後、利益確定売りが優勢となり、再び下落した。米政府機関の

一部閉鎖が長引いていることや、米雇用関連指標の悪化からリスクオフ・ムードがやや強まった。

7日は、10月の中国貿易統計で銅輸入が前月比9.7%減少したことが弱材料とみられたものの、米中対立の緩和や為替市場でのドル安を背景に銅は反発した。

10日は、米上院が9日に難航していたつなぎ予算案の修正案に関する討論終結動議を可決し、近く政府機関の一時閉鎖が終結する見通しとなったことや、9日に中国の生産者物価指数の前年比上昇率がマイナス幅を縮小し、消費者物価指数の前年比上昇率がプラスに転じたことを投資家が好感し銅相場は上昇した。7日に中国商務省がレアアースの対米輸出禁止措置を1年間停止すると発表したことも好感された。

11日は、米民間雇用サービス会社ADPによる統計の速報値で10月25日までの4週間で雇用が1万人強削減されたとの発表を受けてドル安が進んだことや、中国国務院が「民間投資の一層の促進に向けた若干の措置」を発表して景気刺激策への期待がやや膨らんだことが銅相場を支えた。

12日は、米政府機関の一部閉鎖が終結するとの楽観や、政府統計の発表が再開されればFRBが利下げを行う理由を得られるとの見方が銅買いにつながった。

13日は、米国でつなぎ予算が成立したことが強材料だったものの、複数のFRB高官が追加利下げに慎重な見方を示したことや、10月の中国人民元建て新規融資が前月から減少したことが弱材料となり、銅は小幅上昇にとどまった。

ハイテク株の割高感への警戒で調整後、米利下げ観測の強まりなどから史上最高値

14日は、複数のFRB高官が追加利下げに慎重なタカ派的発言を行ってリスクオフ・ムードが広がったことや、10月の中国の鉱工業生産や小売売上高が1年超ぶりの低い伸びにとどまったことが嫌気された。

17日は、ドル高、米利下げ観測の後退のほか、マクロ的な不透明感などを背景に続落した。米国の経済指標の発表は遅れて景気判断が難しく、足元の中国の工業活動や金属需要は低調だとみられる。

18日も続落した。ハイテク株の割高感や米追加利下げ観測の後退がリスクオフ・ムードにつながったことや、供給懸念などから史上最高値をつけた反動が指摘された。

19日は、前日までの下落で値ごろ感が生じたことや、注目されるエヌビディアの四半期決算の発表前に株式相場が下げ止まったこと、供給懸念の継続などを背景に銅は反発した。

20日に中国税関総署が発表した統計で銅地金の輸入が前年比22%減となったことやこのところのドル高を背景に銅は反落した。エヌビディアの決算が好調だったことで銅が上値を追う場面もあったが、ハイテク株全般の割高感が嫌気された。

21日は、ニューヨーク連邦準備銀行のウィリアムズ総裁が雇用の方リスク増大とインフレ上昇リスクの一部後退を理由に追加利下げを支持する可能性を示唆したため、利下げ観測が持ち直して、銅相場は反発した。

24日はほぼ横ばいだった。ニューヨーク連銀総裁の発言を受けた米利下げ観測の強まりが続き、銅相場は支えられた。

25日は、9月の米小売売上高や米生産者物価が市場予想を下回ったことで米利下げ観測が強まり、銅買いにつながった。またニューヨーク商品取引所(COMEX)倉庫への銅地金の流入が続いており、銅需給を

タイトにしているとされた。

26 日も、米利下げ観測のさらなる強まりやドル安を背景とした銅買いが続いた。なお、中国政府は、銅の生産能力過剰に対応するため、銅製錬能力を新たに 200 万トン拡大する計画を一時停止したと発表した。過剰製錬能力の抑制には不十分と受け止められた。

27 日は、10 月の中国工業部門企業利益が 3 カ月ぶりに前年比マイナスとなったことや、中国の不動産開発大手の万科企業の資金繰り問題が報じられたことを嫌気して、銅は小幅反落した。

28 日は、米国外での需給のタイトさや為替市場でのドル安を背景にやや上昇幅が大きくなり、10 月 29 日につけた高値を上回って史上最高値を更新した。中国の製錬業者が 2026 年に 10% の減産を行うと報道されたことも強気材料になった。

【12 月の動向】～史上最高値の更新続く

米利下げ・中国の生産抑制などが相場を押し上げ

1 日は、中国の減産に向けた動きを好感する流れが続き、銅相場は続伸した。もともと、過去に減産計画が実行されなかった例もあり、減産の実効性について懐疑的な見解もあった。

2 日は、前日までの上昇の反動で利益確定売りが出やすかった。中国株式が下落したことも下押し材料だった。

3 日は、中国の減産計画や米国への銅地金の流入傾向などを背景とした強気ムードが続く中、上昇幅がやや大きくなり、史上最高値を更新した。

4 日は、それまでの需給の引き締まりを懸念して生じたパニック的な買いが一服し、利益確定の売りが出たことで小幅下落した。

5 日は、米金融大手のシティが銅価格の見通しを引き上げた後に、史上最高値を更新した。米利下げ観測や弱いドルも銅買いにつながったとされた。

8 日は、中国の景気対策への期待、米利下げ観測、鉱山事故による供給障害などを背景に、続伸して最高値を更新した。中国共産党は、中央政治局会議を開催し、2026 年の経済政策として「内需主導を堅持し、強大な国内市場を構築する」など、積極的に景気を下支えする方針を確認した。ただ、米利下げは「タカ派的な利下げ」になるとの見方が有力になっており、ドル高につながって銅の上値を抑えた。

9 日は、FOMC の結果発表を翌日に控えて、利益確定売りが優勢となり、銅は下落した。中国の経済政策については、早期に具体的な景気刺激策が打たれる状況ではないとの見方が強まったとされた。

10 日は、中国の不動産大手の万科企業が債券保有者会議で返済延期を巡る投票を開始したことや、中国当局が 4,000 億元の住宅ローン補助金に関するうわさを背景に不動産部門の回復期待から銅相場は上昇した。

米国への地金流入・ドル安などで相場上昇継続

11 日は、再び史上最高値を更新した。10 日に FOMC で利下げが決定され、為替市場でドル安が進んだことを背景に銅は上昇幅が大きくなった。米政権が銅に輸入関税を課すとの思惑から銅地金が米国へ向かい米国以外では銅地金の需給がタイトになっていることも銅相場上昇の背景として指摘された。

12日は一時11,952ドルと史上最高値をつけた後、大幅反落した。人工知能(AI)バブルへの懸念が強まり、ハイテク株を中心にリスク資産が売られる中で、リスク資産の一角である銅も下落幅が大きくなった。

15日は、中国の経済指標が発表され、11月の鉱工業生産、小売売上高、新築住宅価格、1～11月の固定資産投資がいずれも低調な内容で銅には弱材料となったものの、この日は、為替市場でのドル安や前週末の急落の反動が銅相場を支えた。一時ほどではないものの、COMEXとLMEの価格差を背景とした米国への銅地金の流入も続いており、米国外での銅需給を引き締めているとの指摘もあった。

16日は、年末が近づき薄商いになる中、反落した。11月の米雇用統計で失業率が4年ぶりの高水準に上昇したことなどで世界景気減速や金属需要鈍化の懸念につながった。

17日は、鉱山事故による供給障害で2026年は供給不足になるとの見方が根強い中、金融市場全般にリスクオン・ムードが広がる場面があり、銅も押し上げられた。

18日は、11月の米消費者物価指数(CPI)が市場予想を下回ったことで米利下げ観測が強まり、株価が上昇する中、銅も上昇した。

19日は、米金融大手ゴールドマン・サックスが2035年に銅価格が15,000ドルに達するとの強気見通しを改めて示す中、LME相場は史上最高値に迫った。

22日は、チリの鉱山会社アントファガスタと中国のある精錬所が2026年の銅精鉱について製錬・精製料ゼロで合意したと報じられたことで、銅精鉱の供給のタイトさが改めて認識され、銅は史上最高値を更新した。

23日は、銅供給のタイトさやドル相場下落を背景に投機的な買いに弾みがつき、12,000ドル台に乗せて連日の高値更新となった。7～9月期の米国内総生産(GDP)が強めに出たことも需要増加観測につながった。

24日も堅調な米景気や軟調気味なドル相場を受けて、銅相場は高値を迫る展開となり、12,300ドルに近づいた。

25日はクリスマス、26日はボクシングデーの祝日のため、休場だった。

29日は、供給不足懸念や軟調気味のドル相場に支えられて、史上最高値を更新し、一時12,960ドルまで上昇した。上海先物取引所(SHFE)やCOMEXでは26日の取引で高値をつけており、LMEも追いついた。ただ、高値をつけた後は、利益確定売りに押された。

30日は、前日の高値には届かなかったが、リスクオン・ムードがある中、続伸した。

31日は、薄商いのなかで利益確定売りが優勢となり、反落した。

【先行き】～需要増加観測、供給懸念に投機熱も加わったが持続可能か

年が明けて、1月2日は、薄商いのなかで利益確定売りが優勢となり、反落した。

5日は、チリの鉱山でのストライキ、今年の供給不足見通し、低水準のLME在庫などを受けて供給懸念が強まり、銅相場は初めて13,000ドルを上回った。2日にチリ北部にあるカプストーン・コッパーが操業するマントベルデ銅・金鉱山でのストライキが開始されたことや、4日に中国の銅陵有色金属集団がエクアドルの鉱山の開発遅延を発表したことが供給懸念を強めた。

6日も需給タイト化懸念が続き、一時13,387.50ドルまで上昇した。

7日は、前日までの上昇の反動で利益確定売りに押されて、下げ幅が大きくなった。

8日も利益確定売りが続いた。10月の米貿易統計で貿易赤字が市場予想を下回ったことや米新規失業保険申請件数が少なかったことを材料にドル高が進み、銅相場を下押しした。米金融大手ゴールドマン・サックスが2026年前半の銅相場見通しを11,525ドルから12,750ドルに引き上げたと報道された。同社は2026年10～12月期の見通しは11,200ドルに据え置き、13,000ドル超の価格は持続的でないとした。

9日は、将来の需要増を見こんだ買いが強まったとされた。中国では昨年末に、消費財下取り制度の支援に向けて2026年は超長期特別国債の資金625億元を割り当てることや、中央予算による約2,950億元規模の建設プロジェクトを含む2026年の早期投資計画を発表したことが支援材料とされた。

12日も中国需要の増加観測や継続する供給障害などを背景に続伸し、史上最高値に迫った。

13日は、ドル高に上値を抑えられたが、需給ひっ迫観測が根強く、下値は限定的だった。

14日は、史上最高値を更新し、13,407ドルまで上昇した。高値のため産業筋の購入が減るとの懸念もあったが、投機筋からの買いが続いたとされた。

15日は、14日にトランプ大統領が重要鉱物について、当面、関税は課さないことを選択したと述べ、銅についても米国による関税が課される懸念が後退し、米国へ銅地金が流入する動きが弱まると思惑につながって、銅相場はやや下落した。

16日は、利益確定売りや実需筋の高値による買い控えで相場は下落した。中国の需要の強さを示すとされる銅の輸入プレミアムは低下したことが指摘された。

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。先行きは、米中通商摩擦、これまでの関税引き上げの影響、米金融政策の先行きなどの不透明要因を中心に強弱材料が交錯しているものの、AI関連を中心に株高の行き過ぎが懸念される中、消去法的に投資先として金属が有望視されているように思われる。

銅は、将来的にAI・エネルギー転換・防衛の関連分野を中心に需要が伸びるとの見方は揺らぎにくく、比較的安全な投資先とみえている可能性があるが、実需筋の需要減退など高値警戒感も出てくると思われる。投機的な買いも加わっているとみられ、銅相場は不安定な動きとなる可能性がある。

(2) 各他品目の概況

[1] アルミニウム市況:1月中旬に一時 3,200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、2026 年 1 月 14 日には 3,225 ドルまで上昇した。

2025 年 10 月 22 日は、米センチュリー・アルミニウムの子会社がアイスランドで操業するアルミニウム製錬所での事故で、生産量の 3 分の 2 を減らしたと発表したことを受けて、アルミニウム相場は 2022 年 5 月以来の高値に上昇した。

10 月 28 日には、英豪系資源大手リオ・ティントがオーストラリア最大のアルミニウム製錬所トマゴ・アルミが電力調達を巡る問題で操業を停止する可能性があるとして発表した。2028 年末の現行の電力契約終了後の採算に見合う電力調達のめどが立っていないとした。

11 月 3 日には、アルミニウム相場は 2,920 ドルと 2022 年 5 月以来の高値をつけた。中国需要の見通しが改善していることが背景として指摘された。当局が精錬能力の抑制を進める一方で、生産量が増えて供給余剰感が緩和しているとされた。

12 月 16 日には、オーストラリアの資源会社サウス 32 がモザンビークにある傘下のアルミニウム製錬企業モザール(年間精錬能力 56 万トン)が製錬施設の保守のため来年 3 月半ばから操業を休止すると発表した。地元電力会社およびモザンビーク政府との協議で十分な電力を確保できなかったことによる。

2026 年 1 月 5 日には、2017 年以降続けている中国のプライマリー・アルミニウムの生産を 4,500 万トン以下に抑制するとの政策などによって、アルミニウムが供給不足に陥るとの懸念が強まり、相場は 3,000 ドルを上回った。その後も相場上昇が続き、1 月 14 日には 3,225 ドルと 2022 年 4 月以来の高値をつけた。

金属全般の世界景気の減速観測があるものの、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。他金属と同様に投機の影響には注意が必要と思われる。

アルミニウム相場とLME指定倉庫在庫の推移



(出所) ロンドン金属取引所(LME)

アルミニウムの現先スプレッド(現物-3カ月物)の推移



(出所) ロンドン金属取引所(LME)

(2) ニッケル市況: 1月中旬に 19,000ドル近くまで持ち直し

ステンレス鋼や電気自動車向けなどバッテリーの原材料になるニッケルの相場は、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。その後、14,000～15,000ドル台で低迷が続いたが、2026 年 1 月 14 日には 18,905ドルと 2024 年 6 月以来の高値まで持ち直した。

2025 年 11 月 21 日には、インドネシアの QMB 社はスラウェシ島のモロワリで 2 次電池向けの材料のニッケル・コバルトのプラントで、尾鉱処理の能力不足から生産を削減したと報じられた。

12 月 17 日には、ニッケル価格の持続的な下落への対応として、インドネシア政府がニッケル鉱石の生産量を 2026 年に 2.5 億トンと 2025 年の目標である 3.79 億トンから大幅に削減する提案を行った。その後、ニッケル相場の上昇幅はやや大きくなった。

12 月 30 日には、リスクオン・ムードがある中、ショートカバー（売り方の買い戻し）やインドネシアからの供給減少観測を背景にニッケル相場の上昇幅が大きくなった。

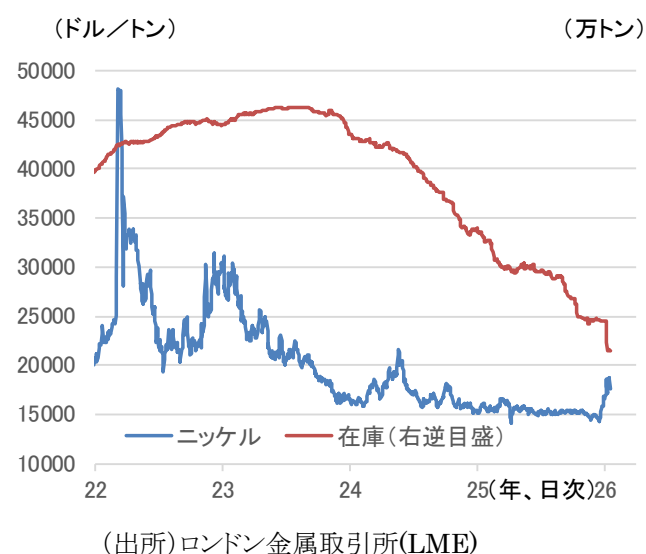
2026 年 1 月 6 日には、銅とともにニッケルも供給懸念から相場の上昇幅が大きくなった。2 日に、ニッケル鉱山会社のバーレ・インドネシアが、インドネシア政府が承認する年間生産計画 (RKAB) がまだ承認されていないため、採掘活動を停止すると発表した。

インドネシア政府によるニッケル鉱石減産の姿勢がニッケル相場の先高観測につながっているが、ニッケルの需給は依然として供給過剰が続くとみられており、ファンダメンタルズからすると相場上昇は行き過ぎとの見方から 7 日の相場は下落幅が大きくなった。

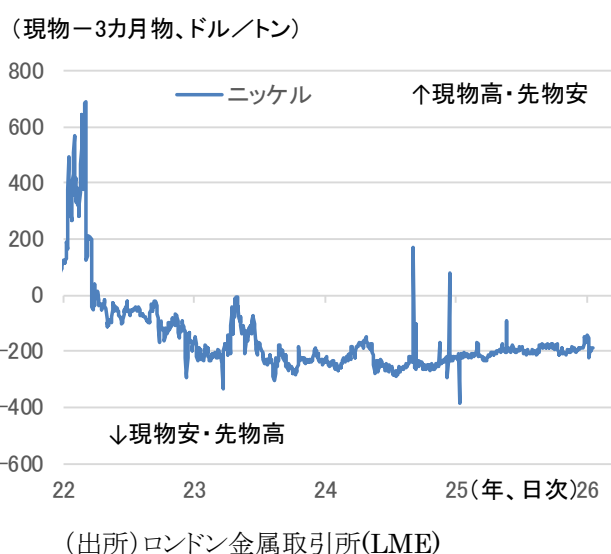
8 日には、インドネシア当局が 2026 年の生産枠を示さなかったことを受けて、この日もニッケル相場の下落幅が大きくなった。

14 日には、インドネシア地元紙が 2026 年のニッケル鉱石の生産量を 2.6 億トンとして承認する方針と報じた。

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カ月物)の推移



ニッケル相場は低調な推移が続いて値ごろ感が生じていたところに、インドネシア政府が鉱石の減産方針を示し、他金属とともに投機的な関心も高まったとみられ、足元にかけて上昇ペースが速まった。先行きは、インドネシアの減産を背景に底堅い展開が続くと思われる。

(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2026年1月15日には3,355ドルをつけた。

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こみだと発表した。

LME在庫が減少を続ける中、10月22日には亜鉛の現物と3カ月物のスプレッドが338ドルに達するなど、需給のタイト感が生じた。

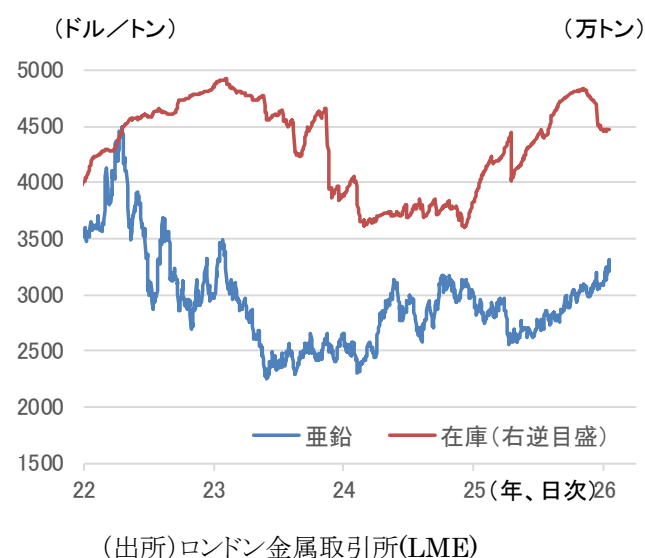
11月上旬に2024年12月以来の高値をつけた局面では、一部に、米通商拡大法232条(国防条項)に基づく調査の結果、亜鉛に輸入関税が課される恐れがあるとの懸念も出ていたとされる。

一方、中国勢が亜鉛精鉱の輸入を増やしており、亜鉛地金の生産が増えるとみられるが、電力価格高の影響で生産停止に追い込まれた製錬所が多いこともあって、亜鉛需給を緩和するには時間がかかるとの見方がなされた。

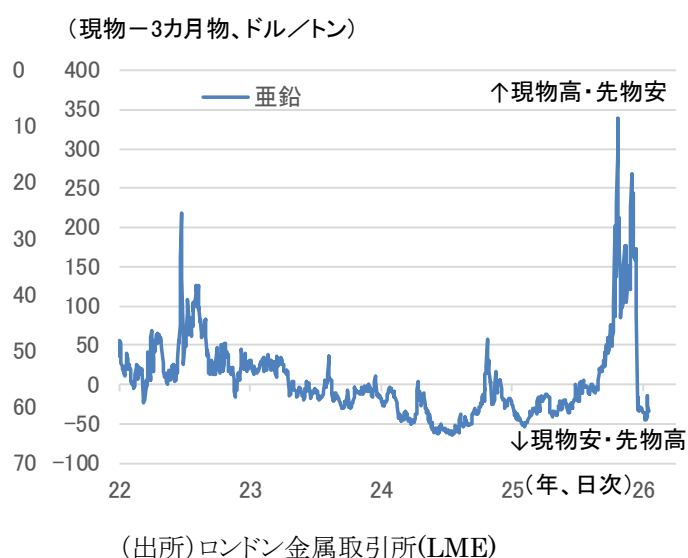
11月20日には、中国の亜鉛地金の輸出が10月に急増していたことが明らかにされた。中国の亜鉛精錬業者が、供給不足に陥っている海外市場に出荷したためと受け止められた。

亜鉛のLME在庫は、11月初めをボトムに増加に転じており、需給ひっ迫度合いはやや緩和したとみられた。もっとも、その後、他金属とともに投資先として亜鉛に注目する向きが増えたとみられ、相場は上昇傾

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カ月物)の推移



向を辿った。ただし、2026 年にかけて亜鉛需給は供給超過が見こまれ、亜鉛相場の上昇力はさほど強くないと思われる。

(4)錫市況：1月中旬に史上最高値を更新して 55,000ドルに近づく

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ドルと当時の史上最高値をつけた後、同年 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 年後半は上昇傾向となり、2026 年 1 月 14 日には史上最高値を更新して 54,760ドルをつけた。

9 月 30 日に、インドネシアのプラボウォ大統領が錫の違法採掘や密輸を取り締まり、錫資源の豊かなバンカ島とブリトゥン島の 1,000 の違法鉱山を閉鎖すると表明した。もっとも、インドネシアの錫採掘は小規模な採掘者によっており、誰が適法で誰が違法なのかを見分けるのが難しい状況とされる。

インドネシアでの違法採掘の取り締まりなどから錫需給はタイト感が強まっており、11 月下旬には現物と 3 カ月物のスプレッドが 4 月上旬以来の高水準となった。

その後、LME 指定倉庫の在庫は増加したものの、投資家の買いが続き、12 月中旬には 44,000ドルに迫った。

2026 年に入って騰勢を強め、1 月 14 日には 54,760ドルと 2022 年 3 月の 51,000ドルを上回って史上最高値をつけた。電子部品のはんだ付けに使われる錫は、半導体部品や太陽光パネル向けを中心に需要増加観測が根強い。また、インドネシアでの違法採掘の取り締まりが、供給引き締め要因になっている。地政学リスクや通商摩擦などの不確実性がやや後退する中、銅などと並んで錫も需給タイト化が見こまれるコモディティとして注目された。投機的な買いも加わっているとみられ、相場は不安定な動きが見こまれる。

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カ月物)の推移



(出所)ロンドン金属取引所(LME)

(5)鉛市況: やや上昇して 1 月中旬に 2,100 ドル前後

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。その後、2,000 ドル前後で一進一退が続いた後、2026 年 1 月 15 日に 2,102 ドルまで上昇した。

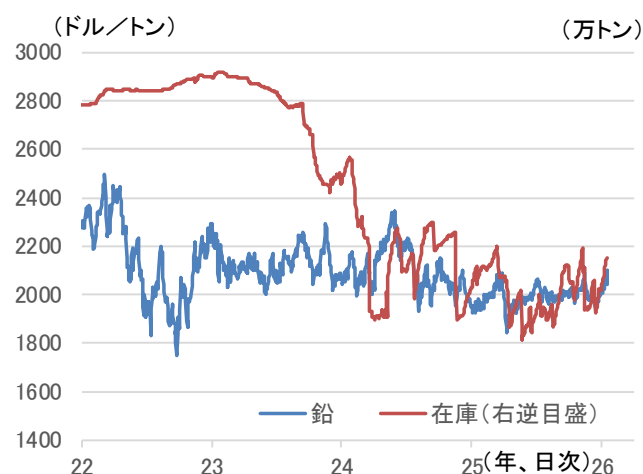
10 月 13 日に国際鉛亜鉛研究会 (ILZSG) が発表した見通しによると、鉛地金の需給バランスは 2025 年に 9.1 万トンの供給超過となった後、2026 年は 10.2 万トンの供給超過と予測された。最大消費国の中国では、需要が 2025 年の前年比 1.3% 増の後、2026 年は 0.1% 増にとどまると見こまれた。

10 月 23 日には、中国河北省でトラックの排ガス規制を強化した影響で、鉛の供給に遅れが生じていると報道された。

11 月 14 日に鉛の LME 在庫は大幅な増加を記録し、17 日には LME 相場下落幅がやや大きくなった。

鉛も他金属とともに昨年 12 月後半頃から、相場の上昇傾向が強まった。もともと、銅、錫、アルミのように鉛の需要が増加している訳ではない。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カ月物)の推移

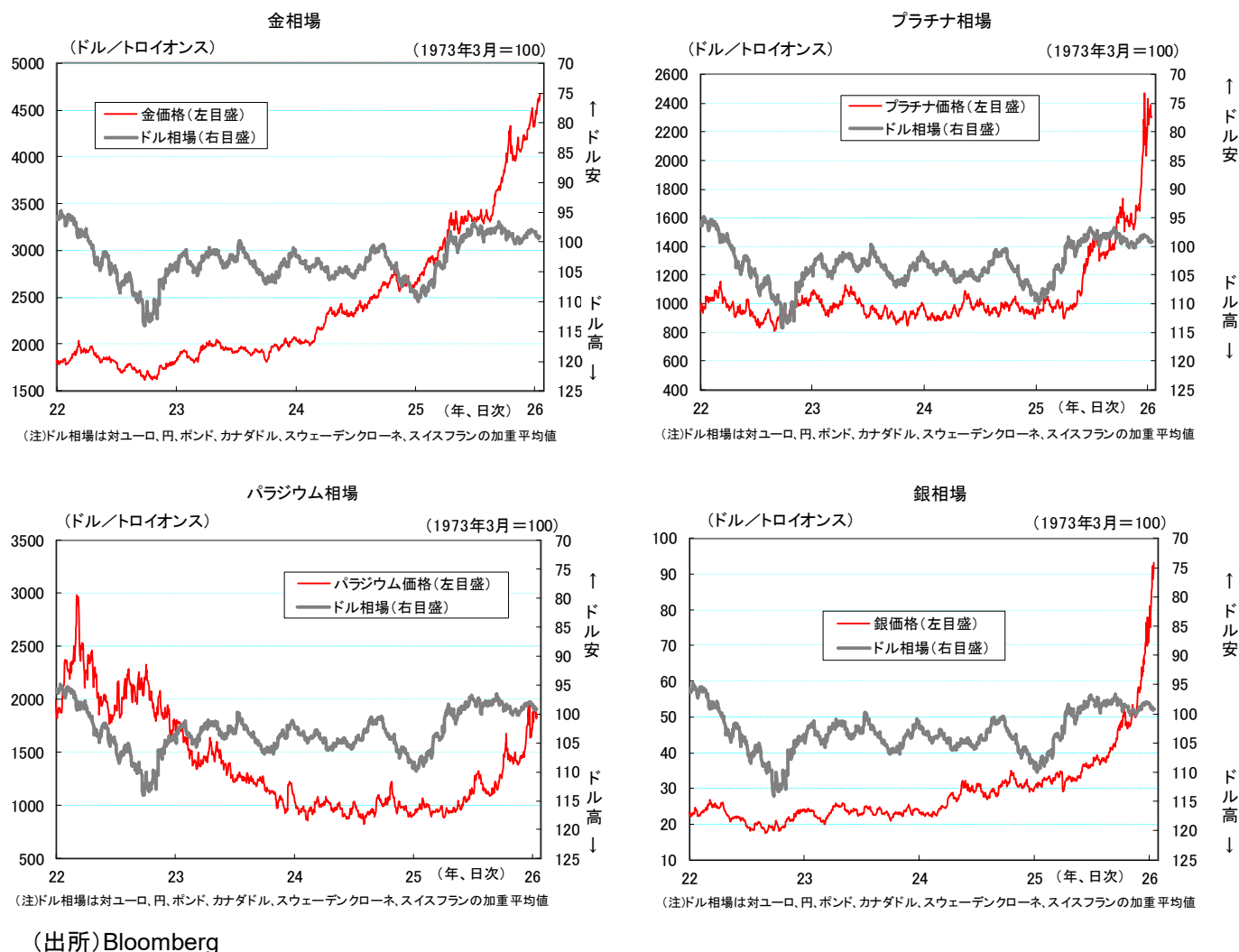


(出所) ロンドン金属取引所(LME)

4. 貴金属:金は1月中旬に史上最高値を更新して4,700ドルを上回る

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、2026年1月20日には4,700ドルを上回った。

各貴金属価格の推移



【10月の動向】～大幅上昇して一時4,300ドル超 米欧日の政治情勢や米利下げ観測が押し上げ材料

10月1日は、米政府機関の一部閉鎖を背景に、安全資産である金を買う動きから、最高値更新が続いた。為替市場でのドル安も金を支援した。

2日は、金は一時、最高値を更新する場面もあったものの、利益確定売りに押されて反落した。米与野党の対立のため、つなぎ予算案の議会通過の目途はたっていないとされた。

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。イスラム組織ハマスがトランプ米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。

9 日は、それまでの相場上昇の反動で利益確定売りが出やすかった。ガザでの戦闘を巡ってイスラエルとハマスがトランプ大統領による和平案の第 1 段階で合意したことで、地政学リスク懸念が緩和し、金の安全資産需要が減退することが意識された。

米中摩擦再燃や米政府機関一部閉鎖の長期化が強気材料

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 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。

14 日は、米中貿易摩擦への懸念が強まり、安全資産である金は史上最高値の更新を続けた。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。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た。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。

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ことを表明していた。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、金現物・先物とも、一時、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。

20 日は、大幅高となり、金現物は 4,3781.21 ドル、金先物は 4,398 ドルと史上最高値を再び更新した。前週末のトランプ大統領の発言を受けて、米中対立への警戒感が緩和して大幅反落した反動や、翌週の米連邦公開市場委員会(FOMC)で追加利下げが見こまれることが金相場を押し上げた。

利益確定売りで急落後、一進一退に

21 日は、急反落した。これまでの相場上昇で利益確定売りが出やすかったことや、為替市場でのドル高を背景に下落幅が大きくなった。また、金融市場にリスクオン・ムードが広がったことでリスク資産が選好され、安全資産は見送られた、などとされた。

22 日は、24 日に 9 月の米消費者物価指数(CPI)の発表を控えて、利益確定売りが続いたとされた。

23 日は反発した。米国が対ロシア追加制裁を発表し、地政学リスク懸念が強まった。前日にトランプ米政権は対ロシア追加制裁を発表し、ロシアの石油大手ロスネフチとルクオイルのほか、30 超の関連会社を制裁対象とした。また、ウクライナ情勢を巡って、停戦に応じないことを理由にロシアのプーチン大統領との首脳会談の中止も明らかにした。

24 日は反落した。史上最高値をつけるに至った相場上昇の反動で再び売り圧力が強まった。トランプ米大統領が中国の習近平国家主席と 30 日に韓国で首脳会談を行うと正式に発表され、米中通商摩擦が緩和する兆しと受け止められ、安全資産需要が後退した。もともと、9 月の米 CPI は前年比伸び率が前月から加速したものの、市場予想を下回ったことで強材料になり、金下落幅は縮小した。

27 日は、米中通商摩擦の緩和観測が安全資産である金への売り圧力になった。25～26 日に米中両政府が行った閣僚級の貿易協議で、米国による 11 月 1 日から課すとされていた 100%の対中追加関税は回避され、この度の米中対立のきっかけとなった中国のレアアース輸出規制強化は再検討のため 1 年先送りされた。

28 日も、30 日に米中首脳会談を控える中、閣僚級の貿易協議を受けた米中対立の緩和観測が金相場の売り圧力なる状況が続いた。

29 日はやや下落した。この日は FOMC で利下げが確実視されていたことや前日までの相場下落の反動が相場を支えていたが、米中対立の緩和観測から投資家のリスク回避志向が後退して金の上値は限られた。その後、FOMC では予想通りに政策金利が 0.25%引き下げられたが、記者会見でパウエル FRB 議長が 12 月の追加利下げの是非を巡って各メンバーの意見に「大きな相違があった」と認めたことで、市場の追加利下げ観測は後退し、金相場下落につながった。

30 日は、トランプ米大統領が、米中首脳会談で、中国が米国産大豆の購入を再開し、レアアースの輸出規制の導入を 1 年間延期するほか、合成麻薬フェンタニルの違法取引を取り締まることを条件に対中関税を引き下げることで合意したと明らかにした。もともと、こうした米中対立の緩和や前日のパウエル FRB 議長の発言を受けた米利下げ観測の後退が材料として消化される一方で、一部では今回の米中合意には内容がないとする懐疑的な見方が浮上したこともあり、この日の金相場は上昇した。

31 日は、FRB 高官が相次いで利下げに否定的な見解を示したことで、米利下げ観測が幾分後退し、金は反落した。今年の FOMC で投票権を持つカンザスシティ連銀のシュミット総裁、来年投票権を持つダラス連銀のローガン総裁とクリーブランド連銀のハマック総裁がこの週の利下げに反対だったと述べた。

【11 月の動向】～一進一退

米利下げ観測が強材料

11 月 3 日は、前週末の下落の反動もあり、安値拾いの買いから相場は反発した。米供給管理協会 (ISM) による製造業購買担当者景況指数 (PMI) が弱めに出たことでドル安が進んだことも相場を支えた。

4 日は、株安やドル高が金売りにつながった。米金融大手ゴールドマン・サックスのソロモン最高経営責任者 (CEO) は人工知能 (AI) 関連銘柄がけん引する株高について「相場が 10～20% 下がる可能性がある」と警鐘を鳴らした。

5 日は反発した。株式相場の過熱が警戒される中、安全資産需要の高まりから金が改めて選好された。米民間雇用サービス会社 ADP による全米雇用報告や米 ISM によるサービス業 PMI が景気の堅調さを示唆したことは金には弱材料だった。

6 日は小反落した。米連邦政府機関の一部閉鎖は 5 日で 36 日目と過去最長を更新して長引いていることや、トランプ政権による関税措置の合法性を巡る不透明感などから安全資産需要が高まった。米再就職仲介会社チャレンジャー・グレイ・アンド・クリスマスが発表した 10 月の人員削減数が増加していたことも金買い材料だったものの、利益確定売りに押された。

7 日は、米株価が不安定な動きとなり、米政府機関閉鎖が長引く中、安全資産需要が高まり、金は上昇した。

10 日は、前週発表された民間経済指標を受けて米利下げ観測がやや強まったことで金は買われた。

11 日は小動きだった。米政府機関閉鎖が解除されて、経済指標の発表が再開されるのを控えて、様子見ムードが強かった。

12 日は上昇した。米経済指標の発表が再開されれば、FRB による利下げ実施を後押しする材料が増えるとの見方が優勢で、金相場を押し上げた。

米利下げ観測の後退が弱材料

13 日は一時 4,240 ドル超まで上昇した後、下落した。複数の FRB 高官が追加利下げに慎重な姿勢を示したことで、12 月の追加利下げ観測が後退し、金には逆風になった。ミネアポリス連銀のカシュカリ総裁、クリーブランド連銀のハマック総裁らが追加利下げに慎重な姿勢を示した。12 日に米下院がつなぎ予算案の修正案を可決し、同日、トランプ大統領が署名し、予算は成立した。

14 日も、FRB 高官による追加利下げに否定的な発言があったことで、金下落幅はやや大きくなった。カンザスシティ連銀のシュミット総裁が 10 月の FOMC に続いて 12 月の FOMC でも利下げに反対する可能性を示唆し、セントルイス連銀のムサレム総裁も利下げに慎重な姿勢を示した。その後、ダラス連銀のローガン総裁も 12 月の追加利下げを支持することは困難との見解を示した。

17 日は、12 月の利下げ観測の後退で金は続落した。ジェファーソン FRB 副議長は、政策金利は中立水準に

近づいており、利下げは慎重に進めるべきとの見解を示した。

18日も、米追加利下げ期待の後退から金相場は続落し、一時 4,000ドルを割れた。一方、10月18日までの週の失業保険の継続受給件数が 195.7 万件と 8 月初旬以来の高水準となったと発表され、雇用情勢の悪化懸念につながった。

19日は、前日までの下落の反動で、やや安値拾いの買いが入りやすかった。この日の午後に発表された 10 月の FOMC 議事要旨では、FOMC メンバーの根強いインフレ警戒感が示された。金利先物市場が織り込む米政策金利見通しが反映される「CME フェド・ウォッチ」によると、12 月の FOMC での利下げは 3 割程度しか織り込まれなくなった。

米利下げ観測の持ち直しで金は 4,200ドル前後に持ち直し

20日は、米労働省が 9 月の雇用統計や 11 月 15 日までの週の新規失業保険申請件数を発表し、強弱入り混じった内容だったことで、米利下げ見送り観測が継続し、金相場は下落した。

21日は、12 月の FOMC での利下げ観測の持ち直しを受けて、金は反発した。ニューヨーク連銀のウィリアムズ総裁は、雇用の下方リスク増大とインフレ上昇リスクの一部後退を踏まえて、追加利下げを支持する可能性を示唆した。

24日も利下げ観測の強まりを背景に金は続伸した。この日は、ウォラーFRB 理事が改めて 12 月の利下げを支持する発言を行った。

25日も続伸した。9 月の米小売売上高や米生産者物価が市場予想を下回ったことで米利下げ観測が強まり、金買いにつながった。欧州中央銀行(ECB)の利下げに一服感が出ていることなどを背景に、対ユーロでドル安が進んだことや、ハト派とされる米国家経済会議(NEC)のハセット委員長が次期 FRB 議長の最有力候補として浮上したとの報道も金買い材料になった。

26日も米利下げ観測やドル安を背景とした金買いが続いた。

27日は米感謝祭のため休場だった。

28日は、米利下げ観測の強まりを背景に金の投資先としての相対的な魅力が高まり、金相場は続伸した。CME グループで発生したシステム障害の影響により一時取引が停止されていた。

【12月の動向】～1トロイオンス＝4,500ドル台まで高騰

FOMCにかけて米利下げ観測が金相場を下支え

1 日は、米利下げ観測がわずかながらさらに強まり、ドル安も進んだことから金は続伸した。一方、日本銀行の植田総裁の発言で利上げ観測が強まったことで、世界的に長期金利に上昇圧力が及んだとされ、金の上値を抑える要因になった。

2 日は、このところの上昇を受けて利益確定売りが優勢となった。市場の関心は、米民間雇用サービス会社 ADP による全米雇用報告や、個人消費支出(PCE)価格指数に移っているとされた。

3 日は、ADP による全米雇用報告で 11 月の民間就業者数が減少したことを受けて、市場金利がやや低下し、ドル相場も下落して、金相場を支援した。

4 日は、米新規失業保険申請件数が低水準にとどまったことなどから米景気の底堅さが示唆されたものの、市場の反応は限定的で、米利下げ観測は維持されたことが金相場を支えた。

5 日は、インフレ指標として注目された 9 月の米 PCE 価格指数が市場予想並みにとどまり、米利下げ観測が維持される中、金先物は横ばい、金現物も横ばい圏となった。

8 日は、ドル相場や米市場金利がやや上昇して金相場を抑制した。もっとも、10 日に FOMC の結果発表を控える中、金利投資家は慎重姿勢だったとされた。

9 日は、翌日に結果が発表される FOMC で利下げが決定されるとの観測を背景に金買いが優勢となった。銀も上昇しており、1 オンス当たり 60 ドルの節目を上回った。

10 日は、FOMC 前には、利食い売りが優勢となり、小幅下落していたが、FOMC では、市場予想通りに 0.25% の利下げが決定され、為替市場でドル安が進んだことを受けて、金は買われる流れになった。

FOMC メンバーによる緩やかな利下げ見通しやドル安を背景に金は最高値に接近

11 日は、前日の FOMC で緩やかな利下げ見通しが示されドル安が進んだことなどから金は上昇幅が大きくなった。

12 日は、ドル安を背景に金は買われた後、上昇幅を削った。12 月の FOMC で利下げに反対したシカゴ連銀のグールズビー総裁とカンザスシティ連銀のシュミッド総裁の発言のほか、クリーブランド連銀のハマック総裁の金利据え置きを支持していた発言も報じられて、米長期金利がやや上昇し、金相場の上値を抑えた。

15 日は、ニューヨーク州製造業景況指数が弱い内容だったことやミラン FRB 理事のハト派的発言を受けて、金はやや上昇した。一方、14 日にゼレンスキー大統領が停戦後の「安全の保証」があれば、北大西洋条約機構 (NATO) への加盟を断念する用意があると譲歩する姿勢を表明するなど、ロシアとウクライナの和平協議に進展がみられたことで、安全資産需要の鈍化が意識され、金には弱材料だったとされた。

12 月 26 日に 4,549.71 ドルと 2025 年の最高値

16 日は、遅れていた 11 月の米雇用統計が発表され、就業者数が市場予想を上回ったものの、失業率の悪化や賃金上昇率の鈍化が示され、FRB による利下げ見通しを強める内容と受け止められ、一時、金相場は上昇した。S&P グローバルが発表した 12 月の米 PMI が弱めの内容だったことも金には強材料になった。もっとも、その後、利益確定売りが優勢となり、金は反落した。

17 日は、ベネズエラを巡る地政学リスクの高まりが金の安全資産需要につながったとされた。米政権は、石油タンカーの出入港の全面封鎖、ベネズエラのマドゥロ政権のテロ組織指定などを発表した。

18 日は、11 月の米 CPI が市場予想を下回ったことを受けて、米利下げ観測が強まり、米市場金利やドル相場の低下につながって、金は買われる場面があったが、その後、利益確定売りが優勢となって下落に転じた。

19 日は、米追加利下げ観測などを背景に金相場が反発した。

22 日は、20 日に米沿岸警備隊がベネズエラ沖で石油タンカーを拿捕(だほ)したとの発表を受けて、地政学リスク懸念が強まり、金は史上最高値を更新した。モスクワ南部での自動車爆発でロシア軍のサルワロフ中將が死亡したことも地政学的懸念につながった。

23日は、7～9月期の米実質国内総生産(GDP)成長率が市場予想を上回って利下げ観測がやや後退し、金は売りが先行する場面もあったが、12月の消費者信頼感指数が市場予想を下回ったことやベネズエラ情勢が強材料となり、連日で高値更新となった。

24日は、クリスマス休暇を前にした利益確定売りが下押し要因だったが、地政学リスク懸念などを背景に連日の高値更新となった。

26日は、米政権がベネズエラへの圧力をさらに強め、米軍がナイジェリアで同国政府と連携して過激派組織「イスラム国」の拠点を空爆したことで地政学リスク懸念が高まり、金相場を押し上げた。トランプ大統領が次期FRB議長に対して「市場が好調な場合でも政策金利引き下げを望む」としたこともやや強材料視された。金は、史上最高値を更新し、一時4,549.71ドルまで上昇した。

29日は、28日にトランプ大統領がウクライナのゼレンスキー大統領の会談後に和平協議について「大きな進展があった」とし、地政学リスク懸念が後退したことや利益確定の売りで、金の急落につながった。

30日は、29日にロシア政府がプーチン大統領の別邸にウクライナがドローン攻撃を試みたと発表し、和平交渉への姿勢を「再考する」と宣言したことで、金の安全資産需要が強まった。

31日は、米新規失業保険申請件数が20万件を下回り、景気の堅調さを示唆したことで、米市場金利とドル相場が上昇し、金の投資妙味が減退した。

【先行き】～依然、強気心理は維持されやすいか

年が明けて1月2日は、材料不足の中、米長期金利がやや上昇したことを背景に金はやや売られた。

5日は、3日にトランプ米政権がベネズエラを攻撃し、同国のマドゥロ大統領を拘束したことで、金は安全資産としての魅力が高まり、3営業日ぶりに上昇した。

6日は、ベネズエラ情勢を受けた地政学リスク懸念が続き、金は続伸した。もともと、9日発表の米雇用統計を前に積極的な取引は控えられたとされた。

7日は、ベネズエラ情勢を材料とした騰勢が一服し、利益確定売りに押された。

8日は小動きだった。ブルームバーグ商品指数など主な商品指数のリバランスが行われる中で、昨年大幅に上昇した金のウエイトが引き下げられる見通しであることが金の上値を抑えた。

9日は、12月の米雇用統計で就業者数が市場予想を下回ったことや、イランでのデモ激化やロシア軍による大規模なウクライナ空爆など地政学リスク懸念の高まりを受けて、金を買われた。注目されていた米最高裁による「相互関税」に関する司法判断は、この日には示されないと報道された。

12日は、12月26日の高値を上回って史上最高値を更新した。トランプ政権によるパウエルFRB議長に対する刑事捜査を受けて、ドルは信認低下につながりかねない状況が懸念されて売られる中、金は安全資産としての需要が高まった。トランプ大統領の対外政策も投資家の安全資産志向を強める材料だった。抗議デモが続くイランへの軍事介入を警告したほか、中南米での影響力拡大を目指してキューバやコロンビアなどを攻撃するとの懸念も広がっており、さらに、グリーンランド領有への意欲も示した。

13日は、12月の米CPIが落ち着いていたことなどから、一時、史上最高値を更新したものの、その後、利益確定売りに押されて小幅下落した。米政権がイラン攻撃の検討を本格化させているとされた。一方、ロシアは13

日朝にかけて、ウクライナ全土をミサイルとドローンで攻撃した。

14 日は、地政学リスクを意識した金買いが続いた。前日にトランプ大統領がイラン各地で続く反体制デモを巡って、デモ支援に向けて介入する姿勢を強めた一方で、イラン政府高官は、米国がイランを攻撃すれば、中東にある米軍拠点へ報復攻撃を行うと警告した。トランプ大統領が領有を主張するデンマーク領グリーンランドを巡って、13 日にグリーンランドのニールセン自治政府首相がデンマークの一部であることを望むとした一方、この日、トランプ大統領は、グリーンランドは入手する以外受け入れられないと述べた。

15 日は、米新規失業保険申請件数が労働市場の堅調を示したことで、為替市場でドルが強含み、ドル建てで取引される金は割高感から売られた。

16 日は、トランプ大統領がハセット国家経済会議 (NEC) 委員長について「現職にとどまって欲しい」と述べて、次期 FRB 議長の人事に指名しない考えを示唆したことで、市場金利やドル相場がやや上昇し、金相場には売り圧力となった。

12 月下旬には、それまでの上昇を受けた利益確定売りに加えて、ウクライナ和平で進展があったとされたこともあって、金相場の下落幅が大きくなる場面もあった。しかし、年明けには、ベネズエラやイエメンなどの地政学リスクが懸念され、安全資産である金相場を押し上げる状況になった。引き続き、各地での地政学リスク懸念が金相場の押し上げ材料として意識され、米利下げ観測、ドルの信認の低下、新興国などによるドル離れ、インフレヘッジとしての需要なども金買いの理由とされる状況は変わらないだろう。強気の市場心理はまだ維持されやすく、金相場は底堅い推移が見こまれる。

－ 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。