

経済レポート

コモディティ・レポート(2023年1~3月)

調査部 主任研究員 芥田 知至

I. コモディティ市況全般：3月中旬に1年2カ月ぶり安値

ドル建て国際商品市況全般の動向を示すリフィニティブ・コアコモディティ CRB 指数は、2022年6月9日に2011年9月以来の高値をつけた後、2023年3月15日には2022年1月以来の安値をつけた。引き続き、ゼロコロナ政策撤廃後の中国景気回復の行方、米欧の金融政策や景気後退の可能性などを巡って思惑が交錯し、コモディティ相場は、再び方向感を欠いた不安定な推移になりやすいと思われる。

II. エネルギー市況：足元はブレントが85ドル前後、WTIが80ドル前後

国際指標とされるブレント原油は、2022年3月上旬に2008年以来の高値をつけた後、2023年3月20日には70.12ドルと2021年12月以来の安値をつけた。4月2日に「OPEC プラス」参加国が自主減産を発表し、相場は跳ね上がったが、先行きは、強弱材料が交錯する中、方向感のない推移になりやすいだろう。

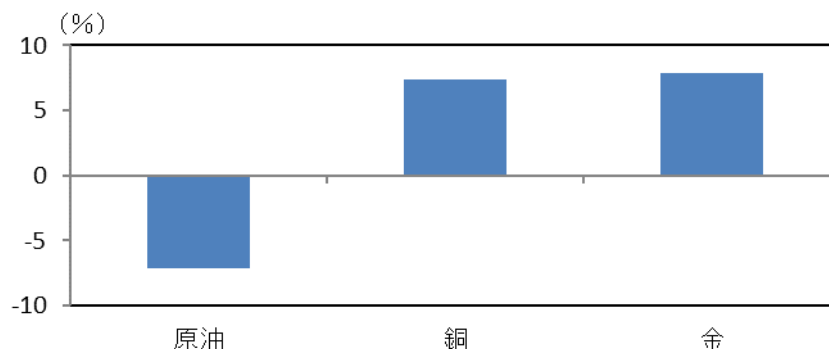
III. ベースメタル市況：銅は3月中旬に安値後、4月中旬に9,000ドル台を回復

銅相場は、2022年3月7日に10,845ドルと史上最高値を更新した後、7月15日に6,955ドルまで下落した。2023年に入って一時9,550ドルまで上昇したものの、期待先行の動きで、足元は9,000ドル前後となっている。目先は調整含みの推移が続こうが、年後半には上昇に転じると見込まれる。

IV. 貴金属市況：金相場は4月中旬に2,000ドル超と最高値に接近、1年1カ月ぶりの高値

金相場は、2022年3月8日に2,069ドルと史上最高値に迫った後、9月28日には一時1,613ドルと2020年4月以来の安値をつけたが、2023年4月13日には2,048ドルまで上昇した。米欧ではインフレ圧力が根強いものの、景気減速の兆しもあるとみられ、金相場は方向感の出にくい展開となろう。

原油・銅・金相場の騰落率（2023年3月末と2022年12月末の比較）

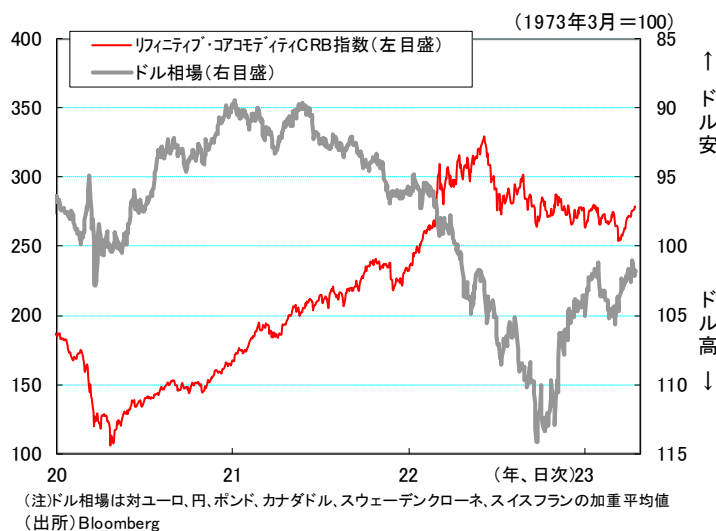


I. コモディティ市況全般の概況：3月中旬に1年2カ月ぶり安値

ドル建て国際商品市況全般の動向を示すリフィニティブ・コアコモディティ CRB 指数（終値ベース）は、2020年4月21日をボトムに上昇し、2022年6月9日には2011年9月以来の高値をつけた。その後、低下し、2023年3月15日には2022年1月以来の安値をつけた。

マクロ経済環境をみると、昨年2月のロシアによるウクライナ軍事侵攻を受けて、エネルギー、金属、穀物などの供給混乱への懸念が広がり、価格上昇圧力になった。その後、中国のゼロコロナ政策・コロナ感染拡大や主要国での金融引き締めによる景気後退・資源需要減退が懸念され、今年3月にはシリコンバレー・バンクの破綻に端を発する金融システム不安もあって、コモディティ相場は下落傾向で推移した。足元では、ゼロコロナ政策撤廃を受けた中国の需要増や米利上げ停止が近付いていることに加えて、原油は産油国の減産が相場押し上げ材料だが、不動産部門や輸出が中国景気を抑制し、米欧が景気後退に陥る可能性も意識される。コモディティ相場は、再び方向感を欠いた不安定な推移になりやすいと思われる。

（図表1）リフィニティブ・コアコモディティ CRB 指数の推移



（図表2）金・銅・原油・穀物の市況の推移



II. エネルギー




1. 原油市況：3月中旬にブレントは70ドル台、WTIは64ドル台まで下落

ロシアによるウクライナ侵攻を受けて、2022年3月7日に欧州北海産のブレントは1バレルあたり139.13ドル、米国産のウェスト・テキサス・インターミディエイト（WTI）は130.50ドルとそれぞれ2008年7月以来の高値をつけた。6月頃までWTI、ブレントともに120ドル台に上昇する場面があるなど高止まりした後、下落傾向となり、2023年3月20日にはブレントで70.12ドル、WTIで64.12ドルと2021年12月以来の安値をつけた。

足元は、ブレントが85ドル前後、WTIが80ドル前後で推移している。





【1月の動向】～上昇後、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、ドル)	状況
3日	 (82.10)	31日に中国に国家統計局が発表した製造業購買担当者景況指数（PMI）が市場予想よりも悪化し、財新/S&Pグローバルが発表した中国・製造業PMIも判断基準となる50を下回ったことで、中国を中心とする世界景気減速の動きが懸念された。国際通貨基金（IMF）のゲオルギエワ専務理事が1日に2023年は世界経済にとって厳しい年になると発言したことも弱材料とされた。WTIは4.1%安、ブレントは4.4%安と下落幅が大きくなった。
4日	 (77.84)	大幅続落となった。WTIは5.3%安、ブレントは5.2%安だった。爆発的な拡大が伝えられる中国のコロナ感染状況や米利上げが景気後退につながるとの観測で世界的なエネルギー需要の減退観測が強まった。11月の米雇用動態調査（JOLTS）は雇用の堅調さを示して利上げ長期化観測につながったとされた。
5日	 (78.69)	前日までの大幅下落の反動や、米エネルギー情報局（EIA）の週次石油統計で、ディーゼルや暖房油を含む中間留分を中心に石油製品の在庫が減少したこと、米石油パイプライン運営会社のコロニアル・パイプラインがメンテナンスのため一部パイプラインの稼働を7日まで停止すると発表したことなどを背景にやや持ち直した。

6日	＝ (78.57)	<p>ほぼ横ばい。12月の米雇用統計は平均就業者数が堅調に増加したものの、時給の伸びが鈍化するなど、懸念されたほど強い内容ではなかったと受け止められた。その後発表された米供給管理協会（ISM）による12月のサービス業PMIが判断基準となる50を割り込んだこともあって、ドル安や長期金利低下につながり、原油相場は支援された。一方で、米景気後退への懸念から、原油が売られる場面もあった。</p>
9日	↑ (79.65)	<p>前日に中国政府が新型コロナ対策で実施してきた入国時の隔離措置を撤廃したことが同国の景気拡大や原油需要増加への期待につながり、相場は上昇した。また、中国は2023年第2回の原油輸入割当量を発表し、昨年10月の第1回分と合わせて、前年を20%上回る輸入量になったと報じられたことも強材料だった。</p>
10日	↑ (80.10)	<p>EIAが月次で公表している短期エネルギー見通し（STEO）で2024年の世界の液体燃料消費量が過去最高になるとの予測を示したことが原油買い材料になった。</p>
11日	↑ (82.67)	<p>EIAの週次統計で原油在庫が市場予想に反して大幅増加したことが弱材料だったものの、翌日発表の米消費者物価指数（CPI）がインフレ鈍化を示すとの観測や中国でゼロコロナ政策が撤廃されて経済再開への期待が高まっていることから、世界的な景気後退への警戒感が和らいで原油買いにつながった。WTIは3.1%高、ブレントは3.2%高だった。原油在庫の増加は、寒波の影響で稼働を停止していた製油所の再稼働が遅れたためとされた。ロシア産石油への上限価格設定措置を巡って、EU・ロシア双方に動きがみられることから、不透明感が強まったことも相場上昇要因との見方もあった。</p>
12日	↑ (84.03)	<p>注目された12月の米CPIがインフレ鎮静化傾向を示す内容だったことを受けて、米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げ継続姿勢が和らぐとの見方につながり、原油相場を支援した。中国のゼロコロナ政策撤廃や欧州連合（EU）等によるロシア産石油を対象とした制裁も引き続き買い材料視された。</p>
13日	↑ (85.28)	<p>前日の米CPIがインフレ鈍化傾向を示したことを受けてドル安が進んだことを背景に原油が買われやすい流れが続いた。12月の中国の原油輸入量が前年比4.2%増の4807万トン（日量1130万バレル）だったことも強材料視された。</p>

16日	↓	(84.46)	米国市場はキング牧師生誕記念日のため休場。ブレントは前週までの上昇の反動などから1.3%安。それでも、中国のゼロコロナ政策撤廃を受けた需要増加観測などから高値圏での推移が続いた。
17日	↑	(85.92)	中国の10~12月期の実質GDP成長率が発表され、低水準ながら市場予想を上回ったことや、先行きゼロコロナ政策の撤廃の効果で景気が上向くと期待があることで、相場が支えられた。石油輸出国機構(OPEC)が月報で中国を中心に2023年の世界の石油需要が堅調だと見通したことも支援材料とされた。
18日	↓	(84.98)	一時、昨年12月5日以来の高値をつけたものの、その後、利益確定の売りに押された。米セントルイス連銀のブラード総裁やクリーブランド連銀のマスター総裁がやや積極的な利上げが必要とする発言をしたことや、米小売売上高など景気指標が市場予想を下回ったことからリスク回避的なムードが広がったことも影響した。
19日	↑	(86.16)	EIAの週次統計で原油在庫が市場予想に反して大幅に増加したことが弱材料であったが、国際エネルギー機関(IEA)のビロル事務局長が、中国景気の回復とロシア制裁の影響で原油市場がタイトになるとの見通しを示したことが強材料になり、相場は上昇した。
20日	↑	(87.63)	中国の石油需要の回復期待や米利上げ減速観測に加えて、米石油サービス会社ベーカー・ヒューズが発表した国内石油掘削リグ稼働数が減少して2022年11月以来の低水準にとどまったことも強材料とされた。
23日	↑	(88.19)	中国の石油需要に対する楽観的な見方などから上値を探る場面があったが、その後、利益確定売りに押された。WTIは小幅安、ブレントは小幅高だった。一時WTIは82.64ドル、ブレントは89.09ドルと12月上旬以来の高値をつけた。
24日	↓	(86.13)	S&Pグローバルが発表した米国の総合PMIは前月から上昇したものの、7カ月連続で景気拡大・縮小の判断基準となる50を下回り、やや弱材料となった。
25日	=	(86.12)	EIAの週次統計で原油在庫が増加したものの、市場予想は下回ったため、やや強材料となったが、米景気減速が懸念される状況は変わらず、小動きだった。




26日		(87.47)	2022年10~12月期の米実質GDPが発表され、成長率が市場予想を上回ったことを強気に受け止めて、景気減速懸念が幾分後退して、相場を押し上げた。米新規失業保険申請件数が市場予想を下回ったことや、春節を迎えた中国で新型コロナ防疫規制の緩和が進んでいるとされることも強材料視された。
27日		(86.66)	ロイターがロシアのバルト海沿岸の港で1月に積み出される原油が12月から50%増になると報道したことが弱材料となり、原油は下落した。
30日		(84.90)	翌31日~2月1日に米連邦公開市場委員会(FOMC)、2日に欧州中央銀行(ECB)の定例理事会、英イングランド銀行(BOE)の金融政策委員会が開催予定で、それぞれ利上げの決定が見込まれることから景気減速観測につながって、原油を含むリスク資産全般が売られやすくなった。2月1日のOPECと非OPEC産油国で構成する「OPECプラス」の合同閣僚監視委員会(JMMC)については、生産方針の変更の可能性は低いとの関係者の見方が報道された。
31日		(84.49)	10~12月期の米雇用コスト指数(ECI)の伸びが市場予想を下回ったことで利上げ減速観測が強まってドル安につながり、ドル建ての原油は割安感から買われた。アジア時間に発表された中国国家统计局による1月の製造業PMIが景気拡大・縮小の判断基準となる50を4カ月ぶりに上回ったことも強材料とされた。

【2月の動向】 ~一進一退




1日		(82.84)	EIAの週次統計で原油在庫の増加幅が市場予想を上回ったことが弱材料となった。OPECプラスはJMMCを開催して原油生産方針を維持した。その後、米FOMCの声明文やFRB議長の会見では、足元のインフレ鈍化に言及するなどややハト派的とみられて、アジア時間にかけてやや原油が買い戻される動きにつながった。
2日		(82.17)	前日のFRBに続いて、ECBやBOEも利上げを決定したことや、米製造業受注がやや弱めだったことで、主要国の景気減速が懸念されて、原油安につながった。一方、5日から欧州連合(EU)がロシア産石油製品を禁輸するなど制裁を強化する見込みであることは、相場の下値を支えているとされた。

3日	↓ (79.94)	1月の米雇用統計で就業者数が市場予想を大幅に上回るなど強い内容となったことでいったん上昇したが、その後、米利上げが長期化し景気が落ち込むとの懸念が強まり、結局、原油は下落した。ただ、EUがロシア産石油製品に上限価格を設定することで合意したこと（1日の欧州委員会の提案通りにディーゼルや灯油などは1バレル=100ドル、燃料油などは45ドル）は下支え材料だったとみられる。
6日	↑ (80.99)	5日にIEAのビロル事務局長が中国需要の回復予想を示したことや、この日、トルコで地震が発生して南部ジェイハンにある石油ターミナルの操業が停止したことなどが強材料とり、相場は反発した。
7日	↑ (83.69)	パウエルFRB議長の講演での発言内容が強かった米雇用統計を受けても以前と大きく変わっていないとの見方から利上げ長期化への警戒感が和らいで、株式など他のリスク資産とともに原油も買い戻された。
8日	↑ (85.09)	前日のパウエル議長発言を好感する流れが続いたことや、6日に発生したトルコの地震の影響で原油輸出停止が続いたことなどから続伸した。EIAの週次統計ではほぼ市場予想通りに原油在庫が増加し、前日の清算値確定後に米石油協会（API）が発表した統計で生じた需給ひっ迫懸念は後退して、原油がやや売られる場面もあった。
9日	↓ (84.50)	BPのアゼルバイジャン法人が7日にトルコのジェイハン港からの原油出荷について不可抗力条項を発動した後も、アゼルバイジャン産原油はパイプラインで輸送されていると明らかにして、地震による原油供給への影響は限定的との見方が強まった。
10日	↑ (86.39)	反発。ロシアのノバク副首相が、西側諸国がロシア産の原油や石油製品に上限価格を設けたことへの対抗措置として、3月から原油生産を日量50万バレル減らすと表明したことが強材料となった。
13日	= (86.61)	小幅続伸した。トルコのジェイハン港からアゼルバイジャン産原油を積載した船舶が出航したと報じられ、供給懸念がやや和らいだものの、ロシアの減産方針が改めて強材料視された。
14日	↓ (85.58)	前日の米政府による戦略石油備蓄（SPR）から2600万バレルを追加放出するとの発表、EIAの統計で米シェールオイル生産地の3月の生産量が過去最高に達するとされたこと、1月の米CPIが市場予想を上回って利上げ長期化観測につながったことなどが弱材料。OPECが月報で、中国のゼロコロナ政策撤廃を受けて石油需要見通しを上方修正したことは強材料視された。








15日	＝	(85.38)	EIA の週次統計で原油在庫が大幅増加となったことが嫌気され、原油相場は下落した。しかし、IEA が月報で 2023 年の世界の石油需要について日量 200 万バレル増と堅調な増加ペースを予想し、下半期には供給不足に陥るとの見方も示したことで下値は支えられた。
16日	＝	(85.14)	14 日に OPEC、15 日に IEA が中国を中心とした石油需要の増加見通しを発表したことが強材料だった一方で、クリーブランド連銀のメスター総裁やセントルイス連銀のブラード総裁が追加利上げの必要性に言及したことが弱材料となり、相場は小幅下落した。
17日	↓	(83.00)	前日の FRB 高官によるタカ派発言などを背景に、米利上げの長期化や石油需要減退への懸念が強まって、原油相場は続落した。ロシアは 3 月からの減産方針を示したが、これまでのところ原油輸出は現行水準を維持していると報じられたことも弱材料だった。
20日	↑	(84.07)	米国市場はプレジデント・デーのため休場だったが、ブレント原油は前週末の下落の反動などから反発した。米金融大手ゴールドマン・サックスが 19 日付のレポートで原油相場が年末までに 100 ドルに上昇すると予測したことも強材料との指摘もあった。
21日	↓	(83.05)	ゼロコロナ政策撤廃後の中国の需要増への期待が支援材料だったものの、S&P グローバルが発表した 2 月の総合 PMI が市場予想を上回ったことが米利上げ長期化観測やその結果としてのエネルギー需要減退懸念につながり、相場は下落した。
22日	↓	(80.60)	WTI が 3.2% 安、ブレントが 3.0% 安。1 月 31 日～2 月 1 日の FOMC の議事要旨について、タカ派姿勢が示されるとの警戒感があり、実際に公表されると、利上げ継続姿勢が示されたと受け止められた。
23日	↑	(82.21)	ロシアが西部の港湾からの 3 月の原油輸出を前月比で最大 25% 削減する計画だと報じられたことが強材料になった。ロシアは西側諸国による同国産原油と石油製品に対する価格上限設定への対抗措置として、先に日量 50 万バレルの減産を発表していたが、それよりも今回発表の輸出削減の方が規模が大きくなるとみられたため、原油需給引き締め観測が強まった。EIA が発表した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は弱材料だった。

24日	 (83.16)	ロシアによる原油輸出削減が懸念される状態が続き、原油相場は続伸した。1月の米個人消費支出（PCE）価格指数の上昇率が加速したことを受けて、米利上げ長期化懸念が強まって、相場が下落する場面もあった。前日のEIA統計で原油在庫が2021年5月以来の高水準となっていたことも引き続き弱材料視された。
27日	 (82.45)	前週末の米PCE価格指数や実質個人消費支出が上振れしたことの影響が残ったことやジェファーソンFRB理事が金融政策が十分に景気抑制的でない可能性に言及したことで、FRBが利上げを長期化させるとの観測が強まり、原油には弱材料となった。25日にロシアがドルジバ・パイプラインによるポーランド向け原油輸出を停止にしたことは強材料視されたものの、相場を押し上げるほどではなかった。
28日	 (83.89)	2月のロシア西海岸から中国への原油輸出が増加したと報じられたことなどを材料に反発した。一方で、ジェファーソンFRB理事がインフレの根強さに言及したことが上値を抑える材料になった。

【3月の動向】～下落後、持ち直し

1日	 (84.31)	中国国家統計局による製造業PMIと財新/S&Pグローバルによる製造業PMIがともに市場予想を上回り、景気拡大・縮小の判断基準となる50も上回ったことで、中国の石油需要の増加観測につながり、原油相場は続伸した。EIAの週次統計で原油在庫が市場予想をやや上回ったことは弱材料だったが、影響は限られた。
2日	 (84.75)	前日発表の中国のPMIを好感する流れが続いたことや、FRBが利上げ幅を再拡大させるとの懸念が浮上する中でアトランタ連銀のボスティアック総裁が0.25%の利上げ幅を維持すべきとハト派的発言をしたことが相場の支援材料になった。
3日	 (85.83)	アラブ首長国連邦（UAE）がOPECから脱退して原油を増産する検討を行ったとの報道を受けて、急落する場面もあったが、その後、その報道は「真実とは程遠い」との関係筋の話が伝わると急速に買い戻された。また、財新/S&Pグローバルによる2月のサービス業PMIが堅調となるなど中国景気の回復が意識された。

6日		(86.18)	前週からの上昇傾向が続いた。エネルギー業界の国際会合「CERA ウィーク」で米石油大手シェブロンの上野 CEO が「石油市場や物流の需給がひっ迫しており、予期せぬサプライチェーンの混乱に対して脆弱」との見方を示して相場の支援材料になった。5日に開幕した中国の全国人民代表大会で2023年の成長率目標が5%前後と、前年の5.5%前後から引き下げられたことで相場が下げる場面もあった
7日		(83.29)	パウエル FRB 議長が議会証言で政策金利を従来の想定よりも高い水準に引き上げる可能性に言及したことで、株式やコモディティなどリスク資産全般が売られた。WTI が 3.6%安、ブレントが 3.4%安。
8日		(82.66)	EIA の週次統計で原油在庫が市場予想に反して減少して一時原油高に振れる場面もあったものの、前日にパウエル FRB 議長が利上げ長期化や再加速を示唆するタカ派的な発言をした影響が残っており、相場は軟調だった。
9日		(81.59)	FRB による利上げ長期化や再加速への警戒感が続いたことや、米新規失業保険申請件数が市場予想を上回って増加したことで、米景気後退懸念が再燃し、原油は下落した。
10日		(82.78)	2月の米雇用統計で、就業者数が市場予想を上回ったものの、失業率が悪化し、平均時給が市場予想を下回ったことや、IT企業を主要顧客とするシリコンバレーバンク (SVB) の破綻を受けて、ドル安が進んだことが、原油相場を支援した。
13日		(80.77)	10日のSVBに続いて、12日に暗号資産企業への融資が多いシグネチャー・バンクも経営破綻したことを受けて、金融システムに対する不安が想起されて、株式など他のリスク資産とともに原油も下落した。
14日		(77.45)	金融システムに対する不安感が続いたことに加えて、2月の米消費者物価指数 (CPI) がやや上振れしてインフレ高止まりが石油需要の減退につながることへの懸念もあって、原油相場の下落幅が大きくなった。WTI が 4.6%安、ブレントが 4.1%安だった。
15日		(73.69)	スイス金融大手のクレディ・スイスについて、最大株主のサウジ・ナショナル・バンクが追加出資しない意向を表明したことをきっかけに経営不安が意識され、欧州金融システム全般への不安心理が強まる中、リスク資産全般が売られ、原油も大幅下落となった。WTI が 5.2%安、ブレントが 4.9%安だった。

16日	 (74.70)	クレディ・スイスが中央銀行のスイス国立銀行から資金供給を受けると発表したこと、米中堅銀行のファースト・リパブリック銀行が JP モルガンチェースなど複数の米金融大手と資本増強策などを協議していると報道されたことなどから金融システムへの懸念が後退し、原油相場は支援された。サウジアラビアのアブドルアジズ・エネルギー相とロシアのノバク副首相が OPEC プラスによる日量 200 万バレルの減産を継続する方針で一致したとの報道も強材料だった。
17日	 (72.97)	SVB ファイナンシャル・グループが連邦破産法 11 条の適用を申請したことをきっかけにやや後退していた金融システム不安が再燃し、リスク資産の一角である原油は売られた。
20日	 (73.79)	一時、ブレントで 70.12 ドル、WTI で 64.12 ドルと 15 カ月ぶりの安値をつける場面もあったが、前日に発表されたスイス金融大手 UBS によるクレディ・スイス買収や、主要 6 中央銀行による流動性供給策を受けて、金融システム不安が後退したことなどが支援材料となり、原油は反発した。
21日	 (75.32)	クレディ・スイスの経営危機への懸念が後退して、投資家のリスク回避行動が和らぎ、リスク資産の一角である原油が幾分買い戻された。イエレン米財務長官が講演で、銀行の取り付け騒ぎがあった場合に預金保護を拡大すると発言したことも市場心理を改善させた。
22日	 (76.69)	FOMC が開催され、政策金利の 0.25% の引き上げや、今後利上げが 1 回程度にとどまるとの見通しが明らかにされてドル安につながり、原油相場を支援した。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は弱材料だったとみられる。
23日	 (75.91)	グランホルム米エネルギー長官が、ロシア制裁による石油需給のひっ迫を回避することなどを目的として放出してきた戦略石油備蓄 (SPR) の補充には「数年かかるかもしれない」と述べたことで当面の需給引き締め要因になるとの見方が後退して、相場は下落した。
24日	 (74.99)	前日の米エネルギー長官による SPR についての発言が、引き続き、嫌気された。また、前日にクレディ・スイスと UBS について、米司法省がロシアの新興財閥が経済制裁を逃れる手助けをした嫌疑で調査していると報じられて、株式が売られたことがドイツ銀行など他の欧州銀行株安や金融システム不安の再燃につながった。

27日	↑ (78.12)	25日にトルコのジェイハン港とイラクのクルド人自治区のキルクーク油田を結ぶ原油パイプライン（日量45万バレル）の稼働が停止されたことを受けて、反発した。トルコがクルド地域政府（KRG）に対して、そのパイプラインを経由して石油を輸出することを受け入れているのは協定に違反するとのイラク政府による主張が国際仲裁裁判所で認められた。前日に米地銀のファースト・シチズンズ銀行が破綻したSVBの一括買収で合意したことも強材料だった。WTIは5.1%高、ブレントは4.2%高だった。
28日	↑ (78.65)	続伸。イラクのクルド人自治区からトルコを経由するパイプラインの稼働停止や米欧の金融システム不安の後退に加えて、中国石油天然気集団（CNPC）の調査部門である中国石油経済技術研究院（ETRI）が2023年の原油輸入量を前年比6.2%増の5.4億トン（日量1080万バレル）と予想したことも強材料になった。
29日	↓ (78.28)	EIAの週次統計で原油在庫が市場予想に反して大幅減となったことが新たな強材料だったものの、それまでの相場上昇を受けて利益確定売りに押されて下落した。ロシアの産油量について、3月第3週までの削減量が日量30万バレルにとどまり、減産目標の同50万バレルにとどいていないと報道されたことも需給ひっ迫懸念を和らげた。
30日	↑ (79.27)	前日にEIAの週次統計で原油在庫が減少したことや、イラクとトルコを結ぶパイプラインの稼働停止が続いていることを材料に相場は反発した。
31日	↑ (79.77)	2月のPCE価格指数の伸びが市場予想以上に鈍化したことで、米利上げ観測が幾分後退して、投資家のリスク資産選好につながり、原油も買われた。パイプラインの稼働停止が影響して、イラク北部で複数の油田が操業を停止したと報じられたことも強材料だった。

【先行き】～サプライズ減産で急伸後、膠着相場に戻る可能性

原油相場は、昨年12月頃以降、比較的狭いレンジで方向感なく推移していたが、3月は金融システムへの不安からリスク回避の動きが強まる中、リスク資産の一角である原油も下げがきつくなり、3月20日にはWTIで1バレルあたり64.12ドル、ブレントで70.12ドルと、2021年12月以来の安値をつけた。その後、官民による対応で金融システム不安が和らぐにつれて、原油相場も持ち直し、3月末はWTIが75.67ドル、ブレントが79.77ドルだった。

そうした中、石油輸出国機構（OPEC）と非 OPEC 産油国で構成する「OPEC プラス」がサプライズとなる動きをみせた。4月2日に、サウジアラビアなど OPEC プラス参加国が5月から12月まで日量約 116 万バレルの自主減産を行うとの発表があり、WTI は 81 ドル台、ブレントは 86 ドル台まで跳ね上がった。OPEC プラスが昨年 11 月から実施した同 200 万バレルの協調減産やロシアが3月から行った同 50 万バレルの減産と合わせて OPEC プラスで合計日量約 366 万バレルの減産が継続すれば、今年後半には需給が引き締まるとの見方が多いとみられる。

ただし、原油高が進むこと自体がインフレ圧力となり、各国の利上げにつながりやすいとの見方や、利上げはエネルギー需要の減退につながりやすいとの見方もあり、一方的に原油高が進むわけではなさそうである。実際、今までのところ、今年1月の高値を超えられていない。

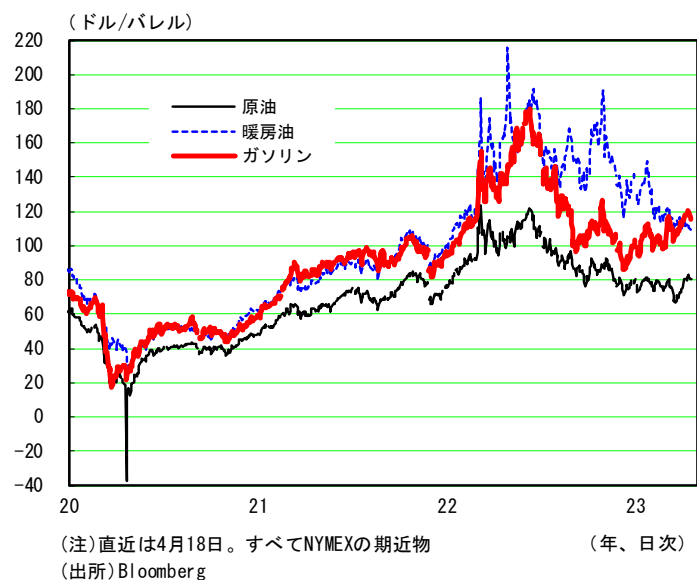
3 月後半の安値から 4 月初めにかけて、昨年のロシアによるウクライナ侵攻時ほどの変動ではないが、半月ほどの短い間に安値から高値まで1バレルあたり 20 ドル近く変動した。しかし、今後、原油相場は、再び強弱材料の綱引きで膠着した相場に戻る可能性がある。強材料としては、5 月から OPEC プラスによる大幅減産が維持される見通しであることのほか、ゼロコロナ政策撤廃を受けた中国の石油需要回復、米利上げ停止などが意識される。弱材料としては、米欧でのこれまでの大幅利上げや金融情勢混乱の影響による景気後退リスクや、不動産業や輸出産業を中心とする中国景気の停滞リスク、インフレ高止まりによる米利上げ長期化リスクなどが意識される。

2023 年度は WTI で 70～90 ドル、ブレントで 75～95 ドル程度を見込む。

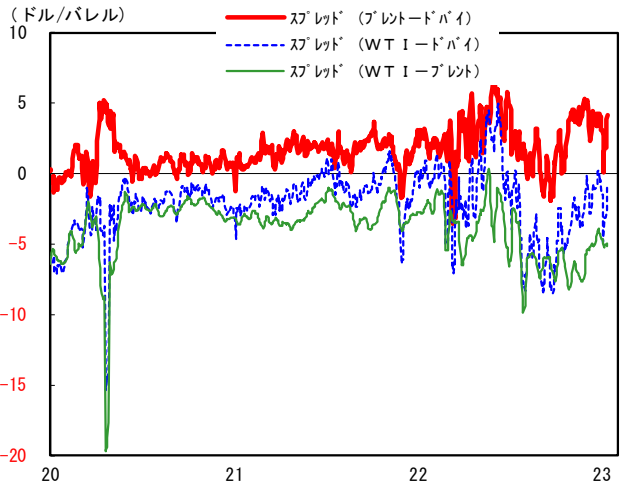
（図表 3）原油市況の推移



（図表 4）石油製品市況の推移

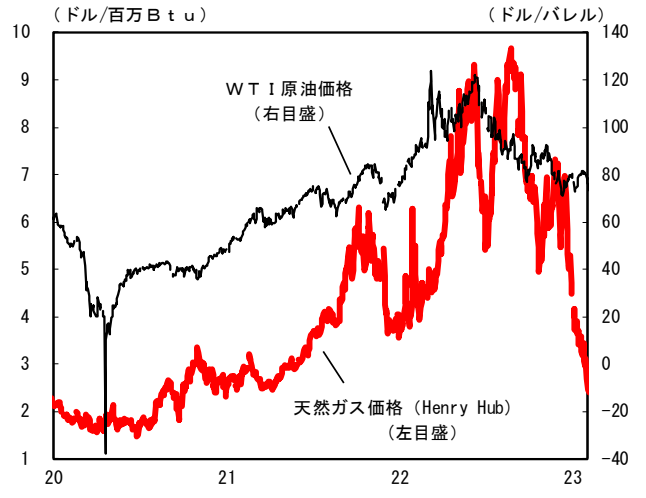


(図表 5) 油種間スプレッドの推移



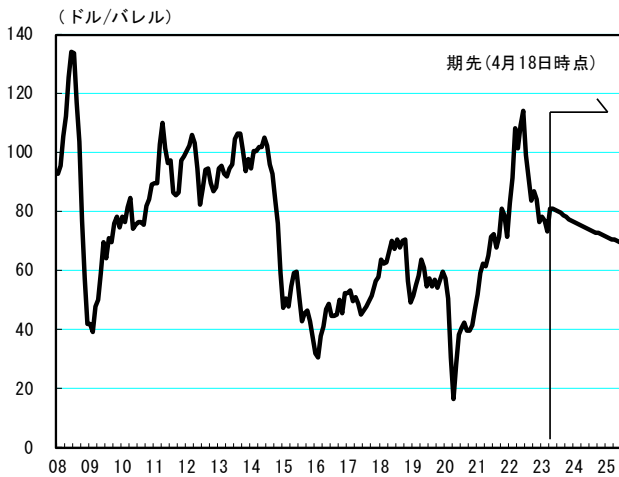
(注) 5日移動平均値。直近は4月18日
(出所) Bloomberg、日本経済新聞

(図表 6) 米国天然ガス市況の推移



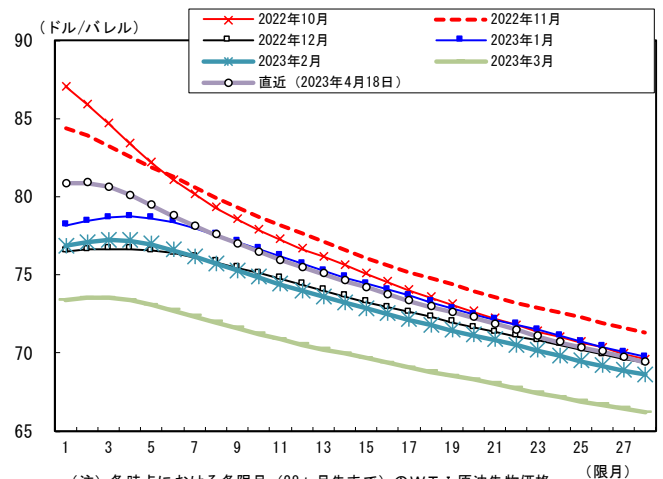
(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略
(注2) 直近は4月18日

(図表 7) 原油先物価格と先物カーブ



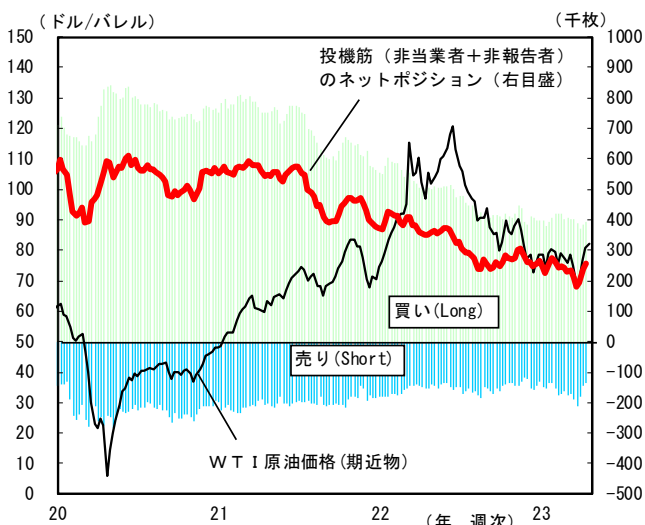
(注) 限月は28ヵ月先まで、2023年4月18日時点
(出所) ニューヨーク商業取引所 (NYMEX)

(図表 8) W T I 原油の先物カーブの変化



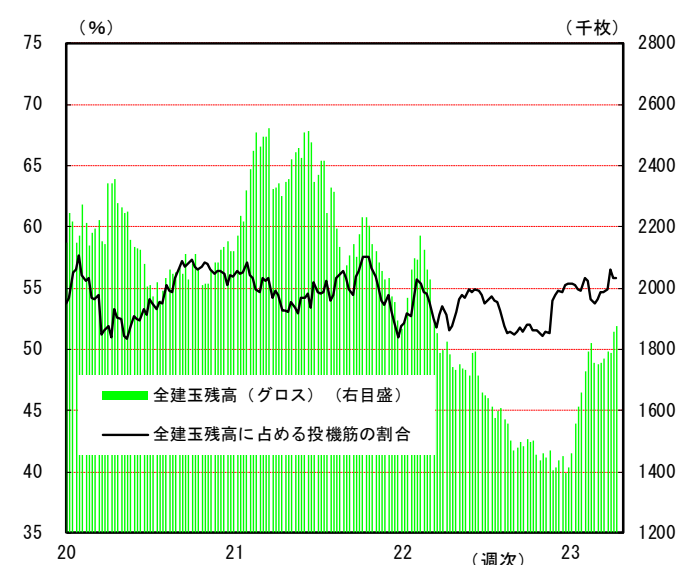
(注) 各時点における各限月 (28ヵ月先まで) の W T I 原油先物価格
(出所) ニューヨーク商業取引所 (NYMEX)

(図表 9) 投機筋のポジション (原油)



(注1) ポジションの直近は4月11日時点、WTI原油は4月12~18日の値
(注2) 旧分類に基づいた統計により作成
(出所) C F T C

(図表 10) 原油先物の建て玉 (NYMEX)



(注1) 1枚は1000バレル。直近は4月12日時点
(出所) 米国先物取引委員会 (C F T C)

(図表 11) OPECの原油生産量 (Bloomberg 集計の推計値)

(万バレル/日)

国名	生産量 <3月>	(前月 差)	生産量 <2月>	(前月 差)	産油能 力	稼働率	生産余力 <3月>
アルジェリア	102.0	(1.0)	101.0	(0.0)	106.0	96.2%	4.0
アンゴラ	99.0	(-11.0)	110.0	(-4.0)	120.0	82.5%	21.0
コンゴ共和国	27.0	(-1.0)	28.0	(2.0)	30.0	90.0%	3.0
赤道ギニア	5.0	(-1.0)	6.0	(0.0)	12.0	41.7%	7.0
ガボン	20.0	(0.0)	20.0	(1.0)	22.0	90.9%	2.0
イラン	258.0	(2.0)	256.0	(-4.0)	383.0	67.4%	125.0
イラク	441.0	(-5.0)	446.0	(-1.0)	480.0	91.9%	39.0
クウェート	268.0	(-1.0)	269.0	(0.0)	282.0	95.0%	14.0
リビア	113.0	(-1.0)	114.0	(4.0)	120.0	94.2%	7.0
ナイジェリア	152.0	(8.0)	144.0	(8.0)	160.0	95.0%	8.0
サウジアラビア	1,034.0	(-3.0)	1,037.0	(-1.0)	1,200.0	86.2%	166.0
UAE	325.0	(2.0)	323.0	(4.0)	420.0	77.4%	95.0
ベネズエラ	72.0	(2.0)	70.0	(3.0)	71.0	101.4%	-1.0
OPEC13カ国	2,916.0	(-8.0)	2,924.0	(12.0)	3,406.0	85.6%	490.0

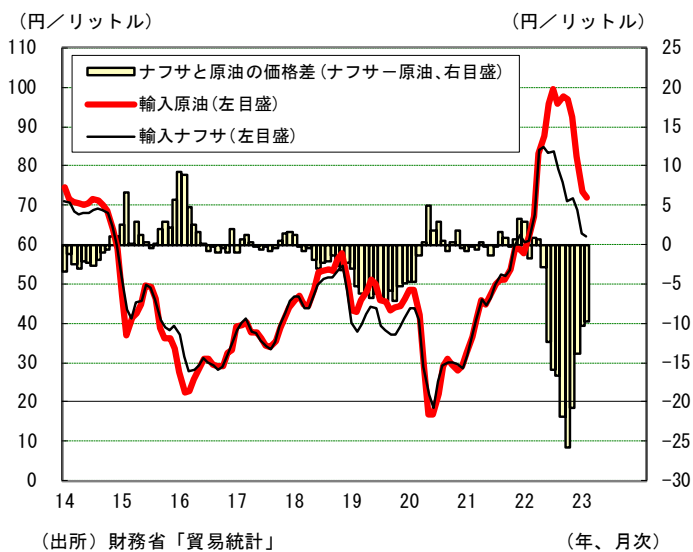
- (注1) 2016年11月のOPEC総会で、産油量を日量約120万バレル減産して3,250万バレルと決定(12月にはOPECプラスで180万バレルの減産が決定)。
 2018年12月のOPEC総会では日量80万バレルの減産を決定(OPECプラスでは120万バレル)。
 2019年12月のOPECプラスの閣僚会合では日量170万バレルの減産を決定(自主減産分を含めて210万バレル)。
 2020年3月のOPECプラスの閣僚会合では、追加減産日量150万バレルとのOPEC側の提案をロシアが拒否し、協議は決裂。
 2020年4月のOPECプラスの閣僚会合では5~6月に日量970万バレルの減産を決定(7~12月に770万バレル、2021年1月~2022年4月に580万バレル)。
 2020年6月のOPECプラス閣僚会合では5~6月の減産規模を7月も継続することを決定。
 2020年12月のOPECプラス閣僚会合では2021年1月~の減産規模を日量720万バレルに決定。
 2021年1月のOPECプラス閣僚会合では、減産規模を2月に日量712.5万バレル、3月に705万バレルと決定(サウジは日量100万バレルの自主減産)。
 2021年3月のOPECプラス閣僚会合では、減産規模を4月に日量690万バレルと決定(サウジは日量100万バレルの自主減産)。
 2021年4月のOPECプラス閣僚会合では、減産規模を5月に日量655万バレル、6月に620万バレル、7月に575.9万バレルと決定(サウジは自主減産の規模を5月に日量75万バレル、6月に40万バレル、7月に終了すると表明)。
 2021年7月のOPECプラス閣僚会合では、減産規模を8月から毎月日量40万バレルずつ縮小することを決定。一部の国について減産の基準になるベースライン生産量を2022年5月から引き上げることも合意(2022年5月以降は毎月43.2万バレルずつ減産規模を縮小)。
 2022年6月2日のOPECプラス閣僚会合では、減産規模を7月と8月に日量64.8万バレルずつ縮小することを決定。
 2022年8月のOPECプラス閣僚会合では、9月に日量10万バレル増産することを決定。
 2022年9月のOPECプラス閣僚会合では、10月に日量10万バレル減産することを決定。
 2022年10月のOPECプラス閣僚会合では、11月以降、日量200万バレルの減産をすることを決定。
 2023年4月2日にOPECプラス参加国が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)。
- (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。
- (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：中国の景気回復や米利上げ停止への期待でナフサ安に歯止めか

日本の輸入ナフサ価格（通関）は、2022年5月に1リットルあたり84.8円と2008年8月の最高値（86.8円）に近付いた後、2023年2月には62.2円と1年ぶりの安値をつけた。一方、輸入原油価格は2022年7月には99.6円と史上最高値まで上昇した後、2023年2月には71.9円まで下落した（図表12）。ナフサと原油の価格差は、昨夏以降、急拡大して、2022年10月にはナフサ安幅が25.8円となった後、2023年2月には同幅が9.7円まで縮小した。

アジアのナフサ市況の推移をみると、2022年3月上旬にかけて急騰して2008年7月以来の高値をつけた後、12月中旬には2021年5月以来の安値をつけた。年明けには、ゼロコロナ政策撤廃を受けた中国需要への期待などから持ち直したが、3月に米欧の金融システム不安が広がると、再び下落する場面もあった。原油に比べたナフサの割安度合いは緩和する傾向で推移していたが、足元ではナフサクラッカーの定期修理が増えることもあって、再びナフサ安が進んだ。米中の景気先行きが不透明な状況が続く、ナフサ相場は不安定な推移が続くとみられる。

（図表12）日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



（図表13）アジアの原油・ナフサの市況



（図表14）原油・ナフサの価格差（アジア）



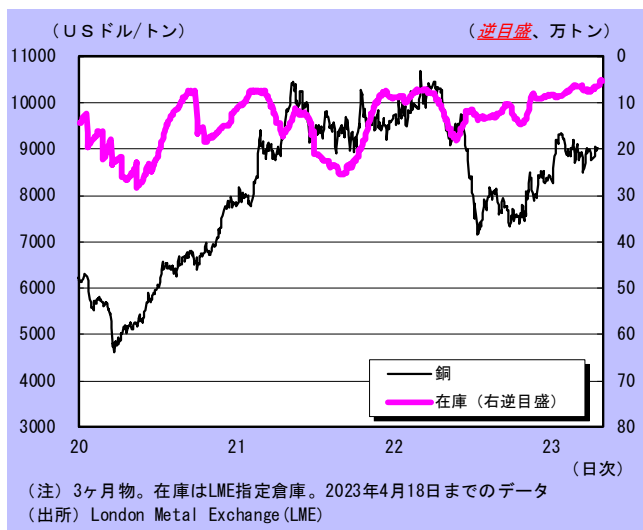
Ⅲ. ベースメタル

1. 銅を中心とした概況：3月中旬に安値後、4月中旬に9,000ドル台を回復

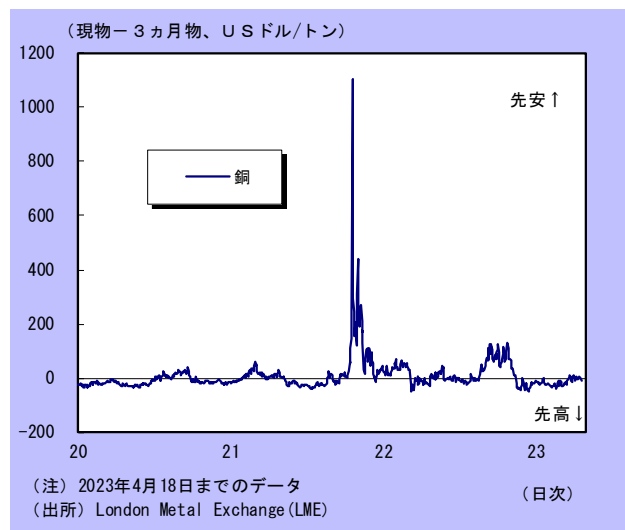
非鉄ベースメタル相場の中心となる銅相場は、2022年3月7日に1トンあたり10,845ドルと史上最高値を更新した後、7月15日には6,955ドルと2020年10月以来の安値をつけた。その後、上昇傾向で推移し、2023年1月中旬には9,550ドルと2022年6月以来の高値をつけた。3月中旬にかけて8,442ドルまで下落したが、4月中旬には9,000ドル台を回復した。

(図表 15) 銅

銅相場とLME指定倉庫在庫の推移



現先スプレッド（現物-3ヶ月物）の推移



【1月の動向】～中旬に高値後、やや下落

年初は中国でのコロナ感染拡大への懸念などにより安値

年明け3日は、財新/S&P グローバルが発表した12月の中国製造業購買担当者景況指数 (PMI) が前月31日に発表された中国国家統計局による製造業PMIに続いて前月から低下し、好不況の判断基準となる50を下回ったことが弱材料となり、銅相場は下落した。

4日は、景気減速や銅需要鈍化への懸念が強まり、下落した。中国での新型コロナウイルスの感染急拡大によって、コロナ関連規制の急速な緩和に対する楽観的な見解は後退しているといった見方がなされた。一時11月30日以来の安値となる8,188ドルをつけた。

ゼロコロナ政策撤廃などによる中国需要の回復期待で急騰

5日は、中国国営中央テレビ (CCTV) が同国南部の製造業集積地である広州で、今年に6.5兆元 (約9,450億ドル) 超に相当する1,722件のプロジェクトが計画されていると報じたことが強材料となり、相場は反発した。

6日は、12月の米雇用統計で就業者数の堅調な増加が示されたものの、賃金上昇率が市場予想を下回ったことを受けて、為替市場でドル安が進み、ドル建てで取引される銅は割安感から買われ

た。米供給管理協会（ISM）による12月のサービス業PMIが50を割り込んだことも金利低下やドル安につながり、銅を支援した。チリの11月の銅鉱石の生産量が前年比6.9%減とマイナス幅が大きくなったことも相場の押し上げ材料だった。

9日は、8日から中国本土と香港との隔離なし往来が再開される中、ゼロコロナ政策撤廃による中国の銅需要増加観測が強まって、相場は上昇した。ドル安が続いたことも支援材料だった。

10日は、国境往来の再開や金融面での刺激策により中国需要の増加観測が続いた。不動産投資抑制のために大手に対して定めた財務指針「3つのレッドライン」（①総資産に対する負債の比率が70%以下、自己資本に対する負債比率が100%以下、③短期負債を上回る現金の保有）の緩和が進みつつあり、不動産投資を支援するとの観測も出ていた。

11日は、中国のゼロコロナ政策撤廃による需要回復への期待が続き、銅は9,000ドルを上回った。

12日は、12月の米消費者物価指数（CPI）上昇率の伸びが市場予想に反して鈍化したことを受けて、米利上げ減速観測が強まり、銅は7カ月ぶりの高値に上昇した。

13日は、これまでの急騰が一服したものの、底堅く、前日比小幅安にとどまった。

16日は下落した。中国を中心とした需要の弱さが再び注目された。1月21～27日の春節休暇で経済活動が鈍化することも意識された。米利上げ減速観測から続いていたドル安傾向が、この日は一服したことも弱材料だった。

17日は、中国の10～12月期のGDP統計が発表され、実質前年比で2.9%増と市場予想を上回ったものの、7～9月期から減速し、中国景気の低調さを示したと受け止められた。しかし、中国の銅需要増加観測は根強く、この日も相場は上昇した。資源大手グレンコアがペルーに所有するアンタパッカイ銅山が反政府抗議活動の影響で操業が制限されていると報道されたことも強材料だった。

18日も、春節休暇を控えて中国の銅需要は低調だが、先行き、需要が増加するとの観測から銅相場は堅調だった。チリでは、鉄と銅を対象とするドミンガ鉱山計画が却下された。一時9,550ドルと2022年6月以来の高値をつけた。

中国需要や米利上げを巡る思惑から一進一退

19日は、春節前の中国需要の弱さや米欧の景気減速が意識され、相場は小幅下落した。

20日は、中国の経済活動の再開が金属需要を押し上げるとの期待と、春節休暇を控えて低調な需要が続くとの慎重な見方が交錯して、小幅高となった。

23日は、中国需要増加観測、ドル安、低水準の在庫といった強材料が勝り、続伸した。

24日は、利益確定の売りが出たとみられ、下落した。世界的な景気減速、中国需要の不透明感、ドル高などが弱材料として意識された。

25日は、中国の春節休暇で薄商いの中、動意を欠き、相場は横ばい圏の推移となった。ペルーではカスティジョ前大統領の罷免と拘束を受けた抗議活動が続いており、その動向が注視される。

また、チリ銅委員会（Cochilco）は、開発の遅れによって 2030 年までの同国の銅生産の伸びが従来考えられていたよりも緩慢にとどまるとの報告をまとめたと報道された（前年の報告では 2028 年の 762 万トンがピークとされていたものが、今回は 2030 年に 714 万トンとされた）。米国で銅山を操業するフリーポート・マクモランは、米国内で労働者を見つけるのが困難になっており、グリーンエネルギー移行に必要な銅生産の制約要因になっていると警告した。

26 日は、各種供給制約が意識される中、小幅高となった。チリ銅委員会が 2023 年の銅価格の予測値を 1 ポンドあたり 3.85 ドル（1 トンあたり 8,488 ドル）と、昨年 12 月時点の 3.75 ドル／ポンド（8,267 ドル／トン）から引き上げたと報道された。

27 日は、翌週に米連邦公開市場委員会（FOMC）を控えた警戒感から、米長期金利やドル相場がやや上昇し、銅価格は下落した。

30 日は、翌日に 1 月の中国の製造業 PMI の発表を控える中、連休明けの中国の需要動向が不安視されたこともあり、銅相場は続落した。中国資源大手の五鉱資源（MMG）は、ペルーのラスバンバス銅鉱山について、同国で続く反政府抗議活動の影響で輸送が中断されて物資が不足しており、状況が改善しなければ 2 月 1 日から操業を一時停止することになると説明した。

31 日は、中国国家统计局が発表した 1 月製造業 PMI が市場予想を上回って改善したことが強材料だったとみられるものの、米 FOMC でのタカ派的な動きへの警戒感があり、小幅上昇にとどまった。

【2月の動向】～横ばい推移の後、一進一退

米利上げや中国需要を巡る思惑で一進一退

2 月 1 日は、財新/S&P グローバルによる 1 月の中国製造業 PMI が市場予想を下回ったこと、米供給管理協会（ISM）による 1 月の製造業 PMI が市場予想以上に低下したこと、FOMC の結果発表を控えて警戒感が強まったことなどから、やや下落幅が大きくなった。

2 日は続落した。ドル高や中国需要の弱さが嫌気された。中国需要の強さを示すとされる中国の銅輸入プレミアムは低下した。

3 日も続落した。南米などでの供給障害が需給を引き締める可能性が意識されつつも、実際の需給に引き締め感はないとされた。LME 指定倉庫の在庫は減少傾向を続けたものの、上海先物取引所（SHFE）の指定倉庫の在庫が春節休暇明けにかけて増加を続けたことは弱材料だった。1 月の米雇用統計が景気の強さを示してドル高が進んだことも相場を下押しした。

6 日も続落した。春節休暇後も低調な中国需要への懸念、気球問題などによる米中の緊張、前週の米雇用統計を受けたドル高の継続、米利上げ長期化観測を受けた投資家のリスク回避などが銅売り材料になった。パナマのコブレ鉱山を所有するカナダ系のファースト・クオンタム・ミネラルズが、同国政府と権益に関する合意に至らなかったことから、港湾での銅精鉱の積み込みを停止する事態に至ったことは強材料だったとみられる。

7 日は、ドル高やリスク資産売りが一服する中で、銅はやや買い戻された。「ディスインフレは始

まっている」とするパウエル FRB 議長の発言がハト派的と受け止められた。

8日は、米金融政策を巡る思惑が揺れる中で、ドル高が進んだことなどから銅は下落した。この日は、米ニューヨーク連銀のウィリアムズ総裁の発言がタカ派的と受け止められた。

9日は、ドル安や中国需要の回復期待を背景に反発した。中国国営で送電最大手の国家电网の設備投資計画や同国の自動車産業の堅調さからすると、銅需要は増加が見込めるとされた。

10日は反落した。足元の中国需要が依然として弱く、14日発表の米 CPI を控えて利上げ長期化観測が強まることが警戒された。

13日は、10日に中国人民銀行が発表した1月の新規人民元建て銀行融資が大幅に増加したことが不動産部門を含めた景気回復を連想させて、銅相場の押し上げ材料になった。米鉱山大手のフリーポート・マクモランは、インドネシアのグラスベルグ鉱山が豪雨と地滑りによって2月いっぱい操業停止になると報道された。

14日は、1月の米 CPI が市場予想を若干上回る内容だった。警戒されたほど CPI が上振れしなかったことを好感する見方と、根強いインフレが利上げ長期化観測につながって相場を下押しするとの見方とが拮抗した。

15日は、1月の米小売売上高が市場予想を上回ったことで、改めて米利上げ長期化観測が強まり、長期金利上昇やドル高が進み、銅売りにつながった。前日にニューヨーク連銀のウィリアムズ総裁、ダラス連銀のローガン総裁、フィラデルフィア連銀のハーカー総裁から利上げ継続を支持する発言があった。

16日は反発した。中国の1月の新築住宅価格が1年ぶりに上昇したと報道され、中国景気に対する投資家心理を上向かせた。クリーブランド連銀のメスター総裁やセントルイス連銀のブロード総裁が追加利上げの必要性に言及したことは弱材料だった。

17日は、相次いだ FRB 高官のタカ派発言などから米利上げ長期化懸念が続き、銅は売りが先行した。

中国景気回復期待でリスク選好の動き、米利上げ長期化観測からリスク回避の動き

20日は上昇した。中国の民間不動産調査大手の中国指数研究院が2月12～18日の国内16都市の新築住宅販売が3週連続のプラスとなったと発表して好感された。ペルー、インドネシア、パナマでの生産・出荷の障害も支援材料として意識された。

21日も中国需要の回復期待が続いて銅は続伸した。S&P グローバルが発表した2月の米総合 PMI が8カ月ぶりの高水準となって米長期金利上昇やドル高につながり、リスク回避の動きが出たことは下押し要因だった。

22日は、金融市場全般に前日からのリスク回避ムードが続き、リスク資産の一角である銅は売られた。

23日は、前日発表の FOMC 議事要旨で利上げ継続姿勢が示されたことや、米新規失業保険申請件数が労働需給のタイトさを示したことが、銅相場には弱材料になった。

24日も、中国需要の弱さが続いていることや米利上げ長期化観測から、銅は続落した。

27日は、1月の米耐久財受注が市場予想をやや下回ったことなどを受けてドル相場が弱含み、銅相場は支援された。

28日は、中国需要への期待を背景に投機筋が再び買う動きに出たとされた。

【3月の動向】～月央に急落後、持ち直し

中国の成長率目標などが下押し材料

3月1日は、2月の中国国家統計局による製造業PMIと財新/S&Pグローバルによる製造業PMIがともに市場予想を上回って改善したことが好感され、銅相場は続伸した。この日、2月中旬の地滑りを受けて続いていたインドネシアのグラスベルグ銅山の生産障害は復旧したとされた。また、前日には、操業停止に陥っていたコブレ銅山の操業について、パナマ政府とファースト・クオンタムが合意に近づいているとされた。

2日は、最大消費国である中国への制裁の可能性が意識されたことやドル高が弱材料となった。前日に米国が主要7カ国(G7)の構成国と、中国がロシアへの軍事支援に乗り出した場合に制裁を科す可能性について協議を始めたと報じられた。

3日は、S&Pグローバルによる2月の中国サービス業PMIも1日に発表された国家統計局によるサービス業PMIと同様に同部門の景気堅調を示したことなどから、銅相場は反発した。

6日は、中国の経済成長率目標への失望が銅相場を下押しした。5日に中国の全国人民代表大会(全人代)が5日に開幕し、李克強首相が2023年の実質GDP成長率の目標を5%前後に設定すると発表した。事前には5%超の目標設定が見込まれていたため、失望感が広がった。

7日は続落した。1～2月の中国の銅輸入が低調だったことや、ペルーの主要鉱山からの供給が再開される動きがあると報道されたことで需給緩和が意識された。

8日は、供給制約への懸念やドル高一服を背景に、銅は反発した。パウエルFRB議長の議会証言は、前日は、タカ派的と受け止められたが、この日は、今後の金融政策について「何も決めていない」と強調した。

9日は、2月の中国のCPIの前年比上昇率が市場予想を大幅に下回って2022年2月以来の低水準となったことで、中国景気の弱さが懸念され、銅の下落につながった。

10日は小幅上昇だった。2月の米雇用統計で、就業者数が市場予想を上回ったものの、失業率が上昇し、賃金が市場予想を下回って、FRBによる積極的な利上げへの懸念がやや後退した。

金融システム不安から急落

13日は上昇した。10日に経営破綻したシリコンバレー・バンク(SVB)に続き、12日にシグネチャー・バンクも経営破綻した問題を受け、荒い値動きだった。

14日は、米国の銀行危機を受けたリスク回避ムードが続き、銅は下落した。米当局による預金保護措置などの対応があったものの、金融システムへの不安が残った。

15日は下落幅が大きくなった。スイス金融大手のクレディ・スイスに対して最大株主のサウジ・ナショナル・バンクが追加出資しない意向を表明したことで経営不安が意識され、欧州金融システム全般への不安心理が強まる中、リスク資産全般が売られた。ドル高が進んだことも銅には弱材料だった。

16日は、欧州中央銀行（ECB）が0.5%の大幅利上げを決定したことを受けて、金融不安拡大への懸念が強まる場面もあったが、イエレン米財務長官の「米国の銀行システムは健全」とする議会証言や、米中堅銀行のファースト・リパブリック銀行の救済策が検討されているとの報を受けて、投資家の安全資産志向が幾分弱まり、銅は小反発した。前日にパナマのコブレ銅山の操業が、前週の政府とファースト・クオンタムの合意を受けて、通常レベルに回復したと発表された。一時8,442ドルと1月上旬以来の安値をつけた。

金融システム不安の後退で持ち直し

17日は持ち直しが続いた。米欧の当局等の対応から金融システム不安の拡大にはいったん歯止めがかかっているものの、SVBの親会社SVBファイナンシャル・グループが連邦破産法11条の適用を申請する中、投資家の不安心理は続き、上値は限られた。中国人民銀行が27日から銀行の預金準備率を0.25%引き下げると発表したことは支援材料だったとみられる。

20日は、前日にスイス金融大手のUBSが経営危機にあるクレディ・スイスの買収に合意し、日米欧の主要6中央銀行が世界的な金融不安の鎮静化に向けてドル資金供給で協調することを決定したことを受けて、幾分、金融システム不安が和らぎ、銅相場は続伸した。輸入プレミアムの上昇など中国需要に改善の兆しがあるとの見方も銅相場を押し上げた。

21日は、UBSによるクレディ・スイス買収や、主要中銀によるドル資金供給に続いて、この日は、イエレン米財務長官が預金の取り付け騒ぎが発生した場合には預金保護の拡大を行う意向を示すなど一連の危機対応を受けて、金融システム不安が後退し、銅は続伸した。

22日は、金融システム不安の後退が続き、続伸した。FOMCの結果発表を控える中、米金利低下やドル安が進み、銅買いにつながった。

23日は、6営業日続伸となった。前日のFOMCで明らかにされた声明文や政策金利見通しがハト派的だと受け止められたことで、米長期金利低下やドル安につながり、銅は買われた。

24日は、米利上げ休止観測などから買われる場面もあったが、それまでの上昇の反動で売りが優勢となった。

27日は、前日に米連邦預金保険公社（FDIC）が、米地銀のファースト・シチズンズ銀行が破綻したSVBの一括買収で合意したと発表したことで、金融システムに対する不安が後退し、銅はやや買われた。

28日は、金融システム不安が後退して投資家のリスク選好が強まってドルが下落する中、銅は小幅続伸した。

29日は、投資家のリスク選好が持ち直して株価が上昇し、銅もやや買われたが、ドル高が上値

を抑えた。

30日は、金融システム不安やドル相場などへの思惑が交錯する中、銅はほぼ横ばいとなった。

31日は、中国国家统计局が発表した3月の製造業PMIが低下し、市場予想を上回ったものの、コロナ禍後の中国製造業の回復力に懐疑的な見方が広がった。

【先行き】～足元は原油高が下押し圧力も米利下げ局面では上昇が見込める

4月2日に石油輸出国機構（OPEC）や非OPEC産油国で構成する「OPECプラス」の参加国が合計日量116万バレルの追加減産を5月から行うと発表した。このサプライズを受けて、週明け3日の原油相場は急騰し、インフレ高進や米利上げ継続による景気悪化や需要減退が意識されて、銅相場は下落した。財新/S&Pグローバルによる中国・製造業PMIや、ISMによる米製造業PMIが低調だったことも弱材料だった。

4日は、2月の米雇用動態調査（JOLTS）の求人数や製造業受注が弱めだったことが、米景気減速懸念につながり、銅相場は続落した。

5日は小反発した。低水準のLME在庫、最大産銅国チリの2月の銅生産が前年比3.4%減となったこと、世界の銅製錬所の活動を衛星から監視したデータが3月の製錬活動の鈍化を示したと報道されたこと、などが強材料になったとみられる。

6日は、財新/S&Pグローバルによる中国の総合PMIがサービス業を中心に強めに出て先日の製造業PMIによる同国の景気減速懸念を打ち消した一方で、改定された新規失業保険申請件数が弱かったことで米景気減速が懸念され、小幅上昇にとどまった。

13日は、中国の強い内容の貿易統計のほか、低めの米生産者物価指数（PPI）や米新規失業保険申請件数の悪化を受けて米利上げ停止観測からドル安が進んだことが好感された。

銅相場は、2023年に入って一時9,550ドルまで上昇したものの、期待先行の動きだった。その後、米利上げ長期化観測が強まり、中国需要の持ち直しがはっきりしない状況下では、下落しやすくなった。3月に米欧の金融システム不安が広がった際には、リスク資産の一角である銅はさらに下落した。

しかし、金融システム不安に対する官民の対応によりハードランディングは避けられたとみられること、取引所在庫が低水準にあること、これまでのインフレが金属にはコスト高の圧力となること、投資家によるインフレヘッジの対象になることなどが銅の下値を支えたようだ。

もっとも、心理面も含めてコモディティ相場全般への影響が大きく、金属にとっては精錬コストにも影響するエネルギーの代表である原油価格が4月初めに急騰した際には、銅相場は「下落」という反応になり、当面の上値の重さを示したように思われる。

銅相場の先行きについては、目先は、米利上げ圧力が残る、あるいは、中国景気停滞への失望感が広がることで下落しやすいものの、米利上げが一服し、中国景気の停滞感が後退するとみられる年後半には上昇傾向に転じよう。米金融政策が利下げに転じるような局面があれば、グリーンエネルギー化などから中長期的にタイトな需給が予想される銅は買われやすいと考えられる。

2. 各他品目の概況

(1)アルミニウム市況：1月中旬に7カ月ぶりの高値

輸送機械の軽量化や高圧電線などに使われるアルミニウムの相場は、2022年3月7日には1トンあたり4,073ドルと史上最高値をつけた後、9月28日には2,080ドルと2021年2月以来の安値をつけた。その後、上昇傾向となり、1月18日に2,679ドルと2022年6月以来の高値をつけ、足元は2,300ドル台を中心に推移している。

1月9日には、米アルミニウム生産大手のアルコアが、天然ガスの供給不足のため、オーストラリアのクィーナナ精錬所（生産能力：年間220万トン）の生産量を約30%削減すると発表した。

1月17日に発表された中国国家统计局の統計によると、2022年の中国のアルミニウム生産量は4021万トンと前年比4.5%増加した。

2月8日には、韓国の光陽市のLME倉庫へ在庫の大幅流入があったとして、相場が下落した。

2月13日にも、アルミニウムは、LME在庫が大幅増加し、銅など他金属の相場が上昇する中、ニッケルとともに下落した。

2月20日には、中国・雲南省でアルミニウム精錬業者にさらに電力使用を抑制することが要求されると報道されたことが強材料になった。雲南省は中国全体の10%に相当する525万トンの生産能力を有する。精錬業者は、現在、9月の電力使用量の水準から40~42%に削減することを要求されている。電力100万キロワットを追加抑制すれば、74万トン分のアルミニウム生産量の抑制につながるとされる。

3月15日には、米アルミニウム生産大手のアルコアが55%を出資するオーストラリアのポートランド精錬所の稼働率を75%に引き下げると発表した。

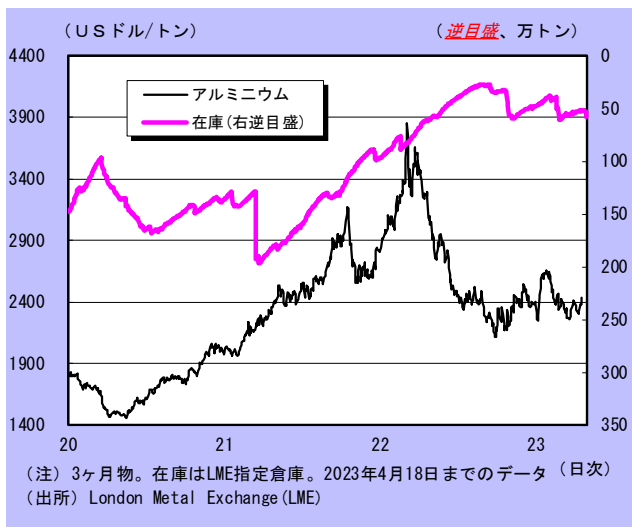
1月中旬にかけて、上海取引所（SHFE）の在庫が昨年末頃をボトムに急増する中でも、アルミニウム相場の上昇が続く場面があった。アルミニウムも他金属と同様に、最大消費国である中国の需要が、昨年の低迷からゼロコロナ政策の撤廃を受けた今年は回復するとの見込みが強まったためであった。しかし、その後は、中国需要の明確な回復はみられなかったことや、エネルギー価格の高騰で操業を停止していた精錬所の再開が想定されるといった思惑も生じて、相場は下落するという流れになった。

4月に入って、産油国がサプライズとなる減産方針を発表して原油価格が上昇した。エネルギー価格の上昇は、アルミニウム精錬コストの上昇につながるが、アルミニウム相場は上昇せずに、下落するという反応になった。原油高がインフレ圧力になり、各国で消費者の購買力低下や中央銀行の利上げにつながって、景気減速やエネルギー需要の減退が意識され、相場下落につながったようだ。

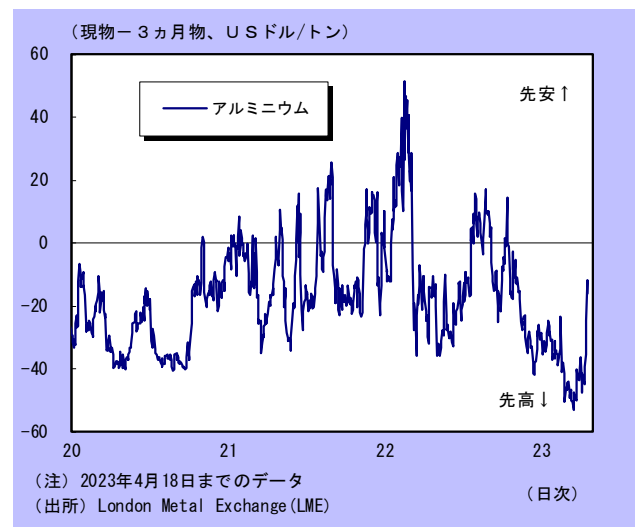
アルミニウム相場の先行きは、ゼロコロナ政策の撤廃を受けた中国需要の回復期待と米欧の利上げによる景気減速懸念の間で、一進一退の推移になりやすいとみられる。

(図表 16) アルミニウム

アルミニウム相場と LME 指定倉庫在庫の推移



現先スプレッド (現物-3ヶ月物) の推移



(2) ニッケル市況：足元は 24,000 ドル前後を中心に推移

ステンレス鋼や電気自動車向けなどバッテリーの原材料になるニッケルの相場は、2022年3月7日には1トンあたり 55,000 ドルの史上最高値を記録した後、7月15日には 18,230 ドルと 2021年10月以来の安値をつけた。その後、12月8日は 33,575 ドルと 8 か月ぶりの高値をつけたが、2023年3月23日には 22,074 ドルと約 5 か月ぶりの安値をつけた。足元は 24,000 ドル前後を中心に推移している。

1月16日に、インドネシアのニッケル精錬所で前週末に、賃金や安全性を巡る抗議活動が制御不能となって数百人の治安部隊が投入され、2人の労働者が死亡する事態があったと当局が発表した。

3月17日に、ロンドン金属取引所 (LME) は、20日に予定していたニッケルのアジア時間の取引の再開を 27日に延期すると発表した (LME が認可する業者が倉庫で保管していたニッケル 6337 件のうち 9 件 (54 トン) が条件を満たしていない (石が詰められていた) という不正が発覚したため)。この不正な商品を受け取ることがないようにニッケルの買い手は、期近を売って期先を買い戻す動きが出ているとされた。LME は一度成立した取引を取り消す異例の事態があった昨年3月からアジア時間の取引を停止していた。

3月24日は、ニッケルの上昇幅が大きくなった。上海先物取引所 (SHFE) の在庫の減少が続いたことや、これまでの価格下落を受けた値ごろ感から投機の買いが入りやすかったことが指摘される。世界景気減速による需要鈍化やインドネシアの増産を背景とした需給悪化観測から、前日には 22,074 ドルと 5 か月ぶりの安値をつけていた。

その後も上昇傾向で推移し、3月29日には、3週間ぶりの高値をつけた。

3月30日は、LME がニッケル取引の復活に向けて、ニッケル新銘柄の入荷待ち時間の短縮と手

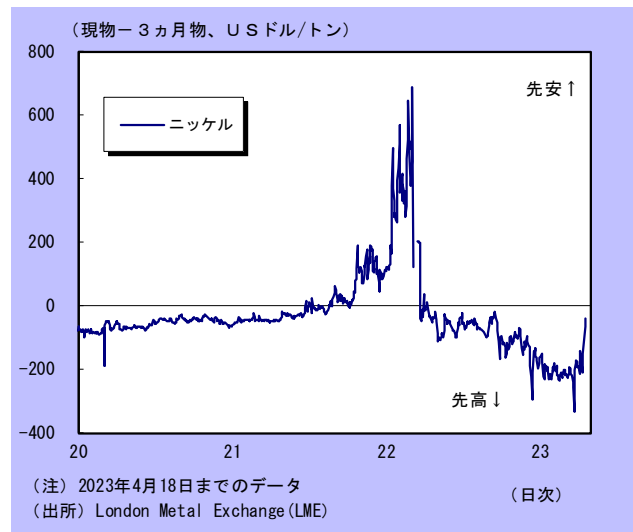
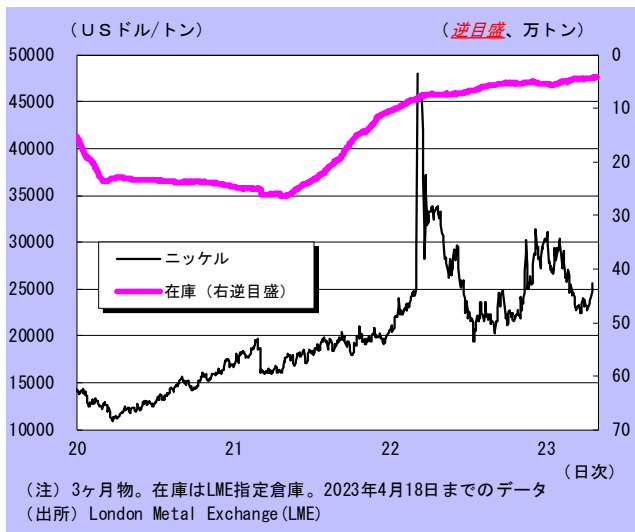
数料の撤廃、低在庫水準への対処、電子取引の流動性の向上など包括的な改革計画を発表した。これがニッケル相場への弱材料になったとみられる。

ニッケルは、LME 指定倉庫の在庫が低水準で推移する中、中長期的に電気自動車（EV）用バッテリー向け需要の伸びや、ゼロコロナ政策撤廃後の需要回復が見込まれる。しかし、昨年 3 月の取引取り消しや取引停止等のあと、市場参加者の信頼を失い、取引が激減しているとされる。ニッケル相場は方向感を欠いた動きが続く可能性がある。

(図表 17) ニッケル

ニッケル相場と LME 指定倉庫在庫の推移

現先スプレッド（現物-3 ヶ月物）の推移



(3) 亜鉛市況：4月中旬に5カ月ぶりの安値

鋼材のメッキ向けが主用途の亜鉛の相場は、2022年3月8日には1トンあたり4,896ドルの史上最高値をつけた後、11月3日には2,653ドルと2021年3月以来の安値をつけた。その後、1月26日には3,512ドル台まで持ち直したが、4月12日には2,734ドルと5カ月ぶりの安値まで下落した。

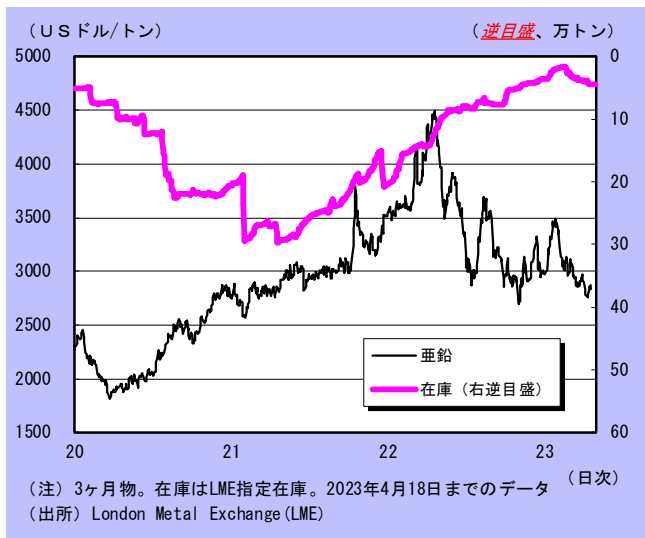
亜鉛は、LME 指定倉庫の在庫減少が続き、1月に過去最低を更新してからも一段と減少し、2月上旬には1.6万トン弱となった。2021年には30万トン近くあったところからの大幅減であった。

もっとも、2月3日には、LME 在庫が減少傾向を続けたものの、上海先物取引所（SHFE）の在庫が急増したことが嫌気されて、亜鉛相場は4.2%の大幅下落となった。SHFE 在庫は、春節休暇前の前回1月20日の発表値から2月中旬にかけて3倍弱に増加した。

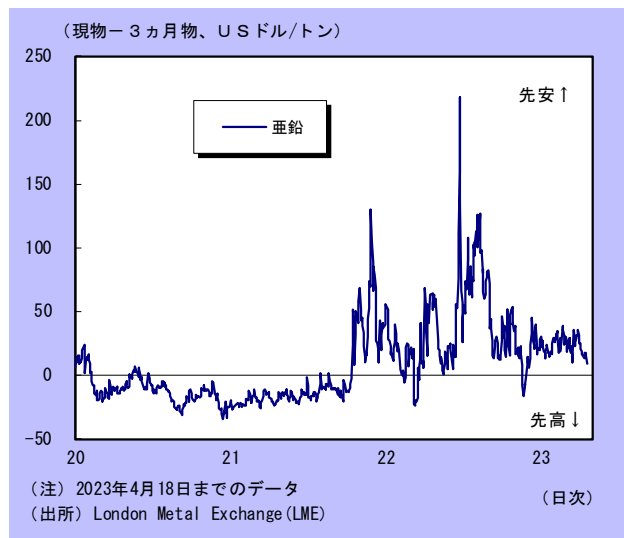
ロシアのウクライナ侵攻を受けて欧州を中心にエネルギー価格の高騰から製錬所閉鎖の動きが続いたが、今年は供給制約が緩和に向かうと目されている。LME 在庫は低水準を続けているものの、エネルギー価格の落ち着きや景気減速を受けて、上値が重い展開が続くと思われる。

(図表 18) 亜鉛

亜鉛相場と LME 指定倉庫在庫の推移



現先スプレッド (現物-3ヶ月物) の推移



(4) 錫市況：1月下旬に7カ月ぶりの高値

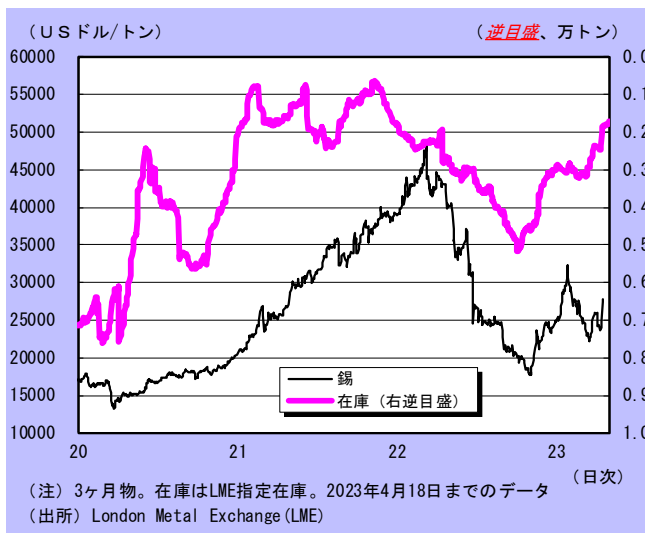
電子部品のはんだ付けなどに使われる錫の相場は、2021年7月以降、史上最高値の更新が続き、ニッケルが取引停止に陥った2022年3月8日には1トンあたり51,000ドルをつけた後、10月31日には17,350ドルと2020年10月以来の安値をつけた。その後、2023年1月26日に32,680ドルと7カ月ぶり高値まで上昇し、足元は25,000ドル前後を中心に推移している。

1月12日に、ペルーのミンスル社が反政府デモで多数の死者が出たことを受けて、犠牲者やその家族への連帯や哀悼の意を表すためサン・ラファエル錫鉱山の操業を停止したと発表した。

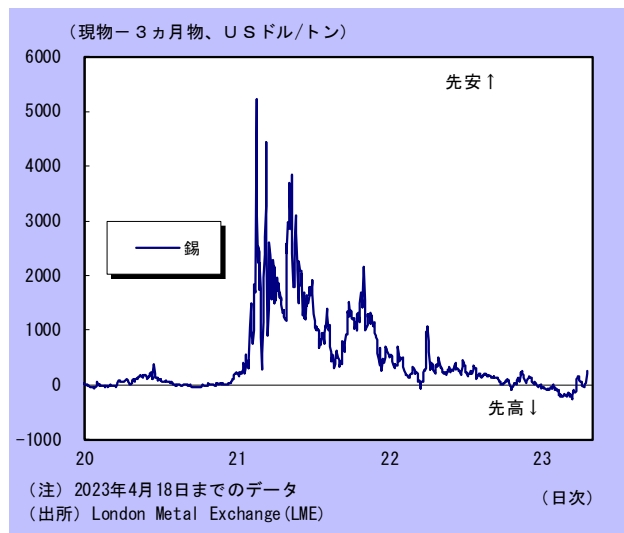
2月13日に、国際錫協会 (ITA) は2022年の世界の錫生産38.04万トンと前年比0.3%増と

(図表 19) 錫

錫相場と LME 指定倉庫在庫の推移



現先スプレッド (現物-3ヶ月物) の推移



なると推定されると発表した。2023 年は、中国の経済再開による生産押し上げがインドネシアや南米での生産障害の影響を上回り、小幅増加が続くとの見方が示された。

3 月 10 日にはインドネシアのエネルギー・鉱物資源省が「2020 年 1 月から輸出禁止としたニッケル鉱石に続き、2023 年 6 月からボーキサイトも確実に禁輸を開始する。銅・錫・金は調整中で、大統領の決断次第だ」と述べたと報道された。インドネシアでは、2020 年の工業法によって 2023 年 6 月から未加工鉱物の全面輸出禁止が予定されていたが、銅・錫・金については、延期が示唆されたと受け止められた。

4 月 18 日には、主要生産国のミャンマーでの採掘禁止に関する報道が伝わったことを受け、供給不安から相場の上昇幅が大きくなった。

一方で、足元の錫消費は底堅さを維持しているようである。

今後の錫相場は、ゼロコロナ政策の撤廃を受けた中国需要の回復期待と米欧の利上げによる景気減速懸念の間で、一進一退の推移になりやすいとみられる。

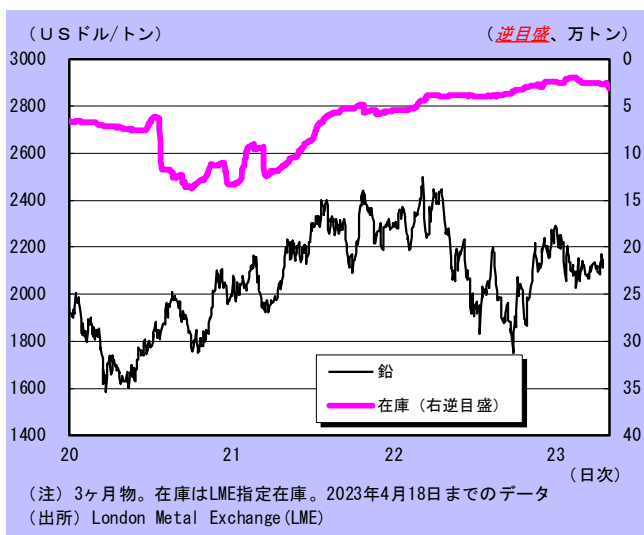
(5)鉛市況：足元は 2,100 ドル台を中心に推移

自動車のバッテリー向けなどに使われる鉛の相場は、2022 年 3 月 8 日に 1 トンあたり 2,700 ドルと 2011 年 7 月以来の高値に上昇した後、9 月 27 日には 1,746 ドルと 2020 年 6 月以来の安値をつけた。その後、2023 年 1 月 9 日には 2,310 ドルまで持ち直したが、足元は 2,100 ドル台を中心に推移している。

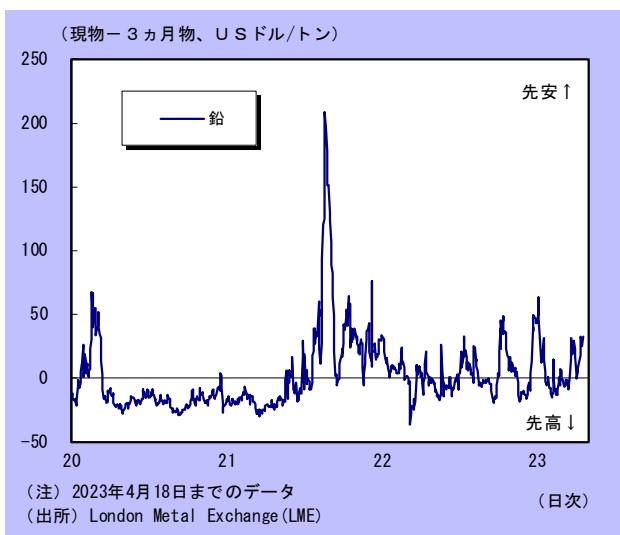
鉛需要は、半導体不足による自動車生産の停滞などの影響で伸び悩んでいたが、2023 年は回復が見込める状況と思われる。ただし、ゼロコロナ政策の撤廃を受けた中国需要の回復期待と米欧の利上げによる景気減速懸念の綱引きで強弱材料が交錯しやすいのは他金属と同様とみられ、相場は一進一退になりやすいとみられる。

(図表 20) 鉛

鉛相場と LME 指定倉庫在庫の推移



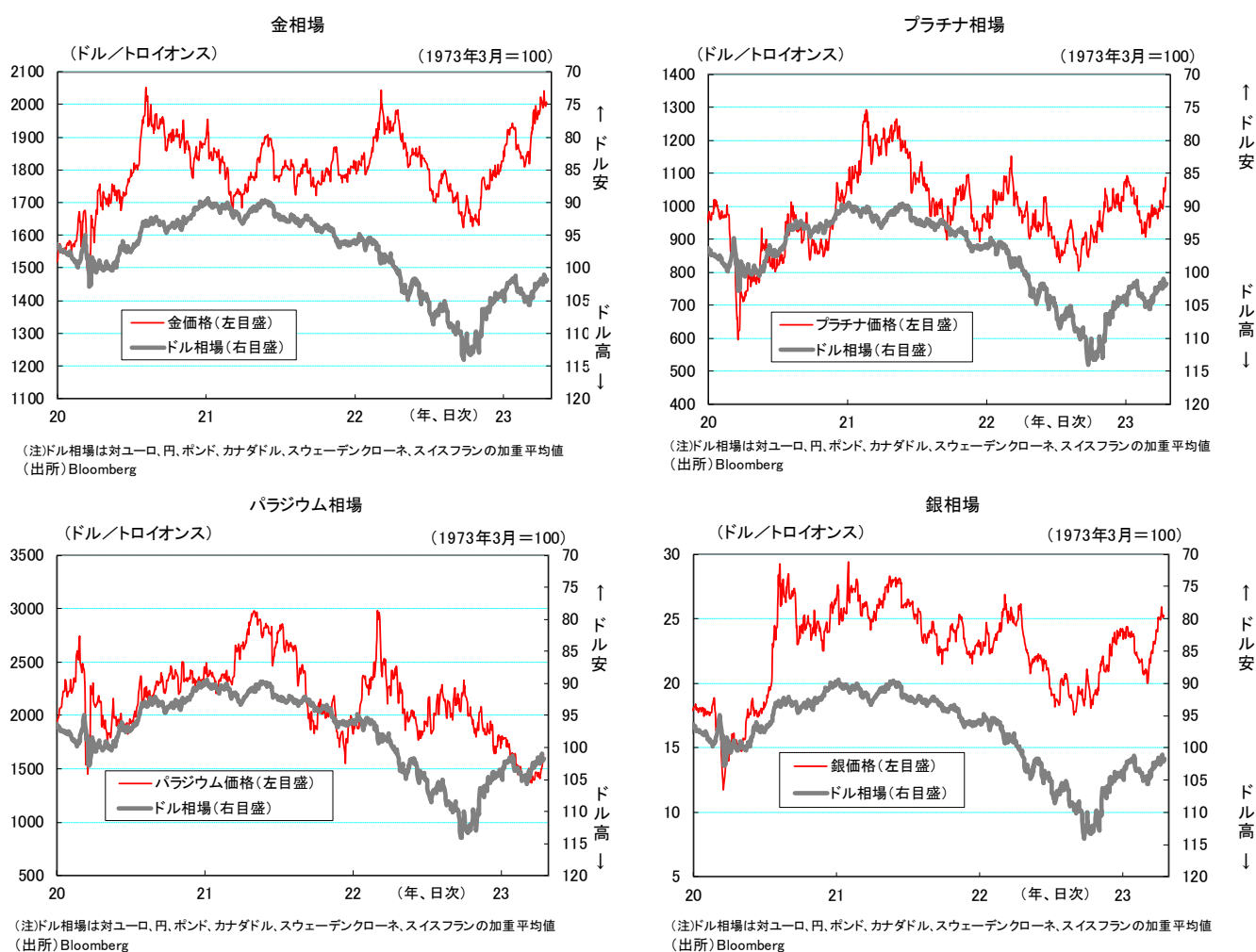
現先スプレッド（現物-3ヶ月物）の推移



IV. 貴金属：金相場は4月中旬に2,000ドル超と最高値に接近、1年1カ月ぶりの高値

金相場は、2022年3月8日に1トロイオンスあたり2069.89ドルと2020年8月につけた史上最高値に迫った。9月28日には一時1,613.60ドルと2020年4月以来の安値まで下落したが、その後は上昇し、2023年4月13日には2,048.71ドルと2022年3月以来の高値をつけた。

(図表 21) 貴金属価格の推移



【1月の動向】～下落後、横ばい

年初は強地合が継続

連休明け1月3日は、値頃感から米国債が買い戻されて長期金利が低下し、金相場を支援した。金は一時2022年6月中旬以来の高値をつけた。

4日は、12月の米連邦公開市場委員会（FOMC）の議事要旨発表を控えて、次回会合（1月31日～2月1日）での利上げ幅縮小が示唆される可能性があるとの見方から金は買われた。

5日は、前日のFOMC議事要旨で年内利下げの可能性が否定されたことや、民間雇用サービス会社ADPによる統計や新規失業保険申請件数が強めの数字で労働需給逼迫が懸念されたことが米

政策金利高止まり観測につながり、金は反落した。

6日は、12月の米雇用統計で、就業者数が堅調に増加した一方で平均時給の伸びが鈍化して、懸念されたほど強い内容ではないと受け止められたことや、米供給管理協会（ISM）による12月のサービス業購買担当者景況指数（PMI）が弱めの内容だったことを受けて、ドル安や長期金利低下につながり、金相場は反発した。

9日は、前週末の弱めの米経済統計を受けた金買いの流れが続いた。金は一時2022年5月上旬以来の高値を更新した。

10日は、前日までの上昇の反動で売りに押された。もっとも、米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長の講演では警戒されたようなタカ派的発言がなく、相場の下値は限られた。

11日は、翌日発表の米消費者物価指数（CPI）を控えて、インフレ鈍化観測から、やや長期金利低下やドル安が進み、金は小反発した。

米利上げ減速観測強まる

12日は、12月の米CPIが発表され、ほぼ市場予想通りに鈍化傾向が示されたことを受けて、次回FOMCでの利上げ幅が0.25%に減速されるとの見方が強まり、長期金利低下やドル安が金相場を支援して、一時1,900ドル台を回復した。

13日は、前日に続いてFRBの利上げ減速への期待を背景とした金買いが続いた。21日から始まる中国の春節休暇を控えて、同国の金需要も意識された。

米連休明けの17日は、前週末までの相場上昇の反動で利益確定売りが出やすくなった。もっとも、10～12月期の中国の実質GDPの伸びが鈍化するなど、世界的な景気減速が懸念される中、リスク回避的な金買いが意識されて下値は限定的だった。

18日は、12月の米生産者物価指数（PPI）や米小売売上高が市場予想を下回って、米国でのインフレや景気の減速観測から、次回FOMCでの利上げ幅を0.25%に縮小するとの見方が改めて強まって金相場を支援する場面があった。しかし、その後は、それまでの相場上昇の反動で利益確定売りが強まった。セントルイス連銀のブラード総裁の0.5%利上げの可能性に言及するタカ派的発言も弱材料だった。

19日は、米利上げ長期化観測などからリスク資産全般が売られる中で、安全資産である金は、買われる流れになった。ボストン連銀のコリンズ総裁のややタカ派的な発言や、米連邦債務が上限に達したことなどが材料視された。

20日は、ウォラーFRB理事が次回FOMCで0.25%への利上げ減速を支持するとしつつも、利上げ継続を支持する意向を示したことを受けて長期金利が上昇し、金相場を下押しした。

1月下旬、FOMC意識し神経質な動き

23日は、利益確定売りが先行したものの、その後、買い戻され、前日比小幅高となった。26日の米GDP統計や次週のFOMCが意識される中、神経質な動きとなった。

24日は、S&P グローバルの米 PMI が改善したことで利益確定売りに下押しされる場面もあったが、その PMI は、依然、判断基準の 50 を下回っているとして、FRB が想定よりも早く利上げを停止する可能性も意識され、金買いにつながった。

25日は、為替市場でドル高が進んで金は割高感から売られる場面もあったが、その後、ドル安に転じると金は買われた。翌日に米 GDP の発表を控えて様子見ムードが強かった。

26日は、10～12 月期の米 GDP が発表され、実質成長率が市場予想を上回ったことで景気減速観測が後退して、米利上げ長期化懸念が強まり、相場を押し下げた。米新規失業保険申請件数が市場予想を下回ったことも金には弱材料になった。

27日は、米長期金利やドル相場が小幅上昇したことを受けて、金はやや売られた。12 月の米個人消費支出（PCE）価格指数は上昇率が減速して、長期金利はやや低下したが、その後、次週に FOMC を控えた警戒感などから長期金利は上昇し、ややドル高が進んだ。

30日は、2月1日に発表される FOMC の結果を見極めたいとの思惑から、様子見ムード強い中、金は小幅下落した。

31日は、10～12 月期の米雇用コスト指数（ECI）が市場予想を下回ったことで、インフレ鈍化観測や米利上げ減速期待につながり、金買い材料になった。

【2月の動向】～上旬に高値後、下落

米雇用統計で大きく売られる

2月1日は、12月の米雇用動態調査（JOLTS）が雇用堅調を示す内容だったことで金はやや売られた後、FOMC の結果が発表され、予想通りに 0.25% の利上げが決定された。その後、パウエル FRB 議長の記者会見がインフレ鈍化に度々言及するなどややハト派的だと受け止められ、金は上昇に転じた。

2日は、前日の FRB 議長発言などを受けて、一時 1,959 ドルの高値をつけた。しかし、為替相場がドル高に転じると、金は売られた。欧州中央銀行（ECB）は定例理事会で予想通りに 0.5% の利上げを決定したものの、ラガルド総裁のややハト派的な発言から利上げ打ち止め観測が浮上してユーロ安・ドル高につながった。

3日は、1月の米雇用統計で就業者数が市場予想を大幅に上回ったことなどを受けて、利上げが長期化するとの懸念が強まり、金は大幅に売られた。節目の 1,900 ドルを大きく割り込んだ。

6日は、前週末の大幅下落の反動で安値拾いの買いがあり、やや反発した。

7日は小幅続伸。パウエル FRB 議長が対談で「ディスインフレの過程は始まっている」など、3日の雇用統計で景気の強さが示されたあとも発言内容は変わっていないとして、利上げ長期化への警戒感が幾分和らぎ、金相場は上昇した。

8日も米金融政策を巡る思惑などから売り買いが交錯する中、小幅続伸となった。

9日は利益確定売りに押された。リッチモンド連銀のバーキン総裁は利上げ継続を支持する発言をした。市場参加者の関心は 14日に発表される米 CPI に移っているとされた。

強い景気・インフレ指標や FRB 高官発言が弱材料

10日は、様子見ムードが強い中、金は小幅続落した。2月のミシガン大学の消費者調査で1年先の予想インフレ率が上昇して米利上げ継続観測につながった。

13日は、米 CPI 上振れへの警戒感から売りが優勢となった。ボウマン FRB 理事は講演でインフレ警戒感を示した。

14日は、1月の米 CPI が市場予想を若干上回る内容だった。警戒されたほど CPI が上振れしなかったことを好感する場面もあったが、インフレが根強いとして利上げ長期化観測から下落する場面もあった。結局、金相場は前日比ほぼ横ばいだった。

15日は、1月の米小売売上高が市場予想を上回ったことで、改めて米利上げ長期化観測が強まり、長期金利上昇やドル高が進み、金売りにつながった。ニューヨーク連銀のウィリアムズ総裁、ダラス連銀のローガン総裁、フィラデルフィア連銀のハーカー総裁から利上げ継続を支持する発言があった。

16日は、1月の米 PPI の上昇率が市場予想を上回ったこと、新規失業保険申請件数が雇用の堅調さを示したこと、クリーブランド連銀のメスター総裁やセントルイス連銀のブラード総裁が追加利上げの必要性に言及したことなどが米利上げの長期化観測につながって、金は売りが先行したものの、フィラデルフィア連銀の製造業景況指数や米住宅着工件数が弱めに出たこともあり、その後、買い戻された。

17日は、最近の FRB 高官のタカ派的発言などから米利上げ長期化懸念が続き、金は売りが先行した。その後、ドル安や長期金利低下から金は下げ幅を縮めた。

米プレジデント・デーの連休明けの21日は、下落した。S&P グローバルが発表した2月の米総合 PMI が上昇し、サービス業を中心とする景気の堅調さがインフレ圧力や利上げ長期化につながる懸念が強まった。

22日は、1月31日～2月1日の FOMC の議事要旨で、利上げ継続姿勢が確認されたとしてやや弱材料になった。

23日は、米新規失業保険申請件数が市場予想に反して減少したことが弱材料になった。

24日は、1月の米国の PCE 統計で、インフレ指標である価格指数が加速する一方で、実質 PCE は高い伸びを示し、FRB による利上げが長期化するとの懸念が改めて強まった。

27日は、米株価が小反発し、リスク回避のドル買いが一服してドル安気味となったことで、金は小反発した。もっとも、米利上げ長期化懸念から金の上値は重かった。

28日は、米株式相場やドル相場が小動きな中、金は小幅続伸した。一時 1,804 ドルと 12 月下旬以来の安値をつけた。

【3月の動向】～上旬に安値、急騰後は高値維持

中国需要への期待で変動

3月1日は、中国国家统计局による製造業 PMI と財新/S&P グローバルによる製造業 PMI がと

もに市場予想を上回り、景気拡大・縮小の判断基準となる 50 も上回ったことで、世界的な景気後退懸念が和らぎ、リスク回避的なドル買い圧力が後退して金相場を支援した。人民元相場の上昇が中国の金需要を支えるとの思惑も生じた。ドイツの消費者物価指数（HICP）が上振れしてユーロ高・ドル安が進んだことも金買いにつながった。

2 日は、米新規失業保険申請件数が市場予想を下回ったことで、長期金利上昇やドル高が進み、金は売られた。

3 日は、前日の米金利上昇やドル高が一服して、金買いにつながった。財新/S&P グローバルによる中国のサービス業 PMI が上昇したことで同国の金需要増加が連想されて強材料になった。

6 日は小幅下落した。米利上げ長期化観測は市場に織り込み済みとの見方もあったが、中国政府が今年の経済成長率目標を 5%前後に引き下げたことで中国需要への期待が後退した。また、7 日のパウエル FRB 議長の議会証言や 10 日の米雇用統計を控えて様子見ムードが強まった。

7 日は、パウエル議長が米上院銀行委員会での証言で、政策金利を従来の想定よりも高い水準に引き上げる可能性に言及し、ドル高が進んだこともあって、金は売られた。

8 日は、前日の米上院に続き、下院金融サービス委員会で、パウエル議長が証言し、改めて政策金利がこれまでの予想よりも高まると言及し、やや弱材料視された。

SVB 破綻に続き、シグネチャー・バンク破綻、クレディ・スイス経営危機で上昇

9 日は、米新規失業保険申請件数が市場予想を上回って増加したことを受けて、労働市場の需給が緩む兆しと受け止められて、利上げ懸念が緩和し、金相場の上昇につながった。

10 日は、IT 企業を主要顧客とするシリコンバレーバンク（SVB）の経営破綻が発表され、金融市場ではリスク回避ムードが強まり、安全資産である金は買われた。SVB ファイナンシャル・グループは、8 日に資本増強策を発表したが、9 日以降に預金流出が加速し、株価暴落で資本調達もできなくなり、いったん身売り交渉が報じられたが、間もなく米連邦預金保険公社（FDIC）が事業停止を発表した。2 月の米雇用統計で、就業者数が市場予想を上回ったものの、失業率が上昇し、平均時給が市場予想を下回って、FRB による積極的な利上げへの懸念がやや後退したことも、相場押し上げ材料だった。

13 日は、10 日の SVB に続き、12 日に暗号資産企業への融資が多いシグネチャー・バンクも経営破綻したことを受けて、金融システムへの不安が高まる中、安全資産である金を買われる流れが続いた。

14 日は、米金融当局による預金保護措置などを受けて金融システムへの不安がひとまず後退し、米金利やドル相場が持ち直す動きになったことで、金への需要が一服した。

15 日は、スイス金融大手のクレディ・スイスに対して最大株主のサウジ・ナショナル・バンクが追加出資しない意向を表明したことをきっかけに経営不安が意識され、欧州金融システム全般への不安心理が強まる中、金は買われた。

16 日は、ECB の 0.5%の大幅利上げ決定を受けて、金融不安拡大への懸念が強まる場面もあつ

たが、イエレン米財務長官の「米国の銀行システムは健全」との議会証言や、米中堅銀行のファースト・リパブリック銀行の救済策が検討されているとの報を受けて、投資家の安全資産志向が幾分弱まった。

17日は、SVBの親会社SVBファイナンシャル・グループが連邦破産法11条の適用を申請したことを受けて、金融システムへの不安が継続したため、金は反発した。

20日は、前日にスイス金融最大手のUBSがクレディ・スイスの買収に合意し、日米欧の主要6中央銀行が金融不安の鎮静化に向けてドル資金供給で協調することを決定したものの、投資家の不安心理を払しょくできず、安全資産買いが続き、金は一時2,009ドルの高値をつけた。

SVB買収などで金融システム不安がやや和らぐ

21日は、イエレン氏が預金の取り付け騒ぎが発生した場合には預金保護の拡大を行う意向を示すなどこれまでの一連の危機対応を受けて、金融システム不安が後退し、リスク資産が買い戻される中、金は下落した。前日に節目の2,000ドルを突破した反動で利益確定売りが出やすくなった面もあった。

22日は、FOMCの結果が発表され、0.25%の利上げ決定やメンバーによる政策金利予想で一連の利上げが終了に近いと示唆されたことで、金相場は上昇した。

23日は、前日のFOMCの結果がハト派的だと受け止められたことで、米長期金利低下やドル安につながり、金は続伸した。また、前日にイエレン氏が預金保険制度の保護対象を「全ての預金に拡大することは検討されていない」と述べて大幅拡大に慎重姿勢を示したことなどで金融システムへの不安が続き、金には支援材料になった。

24日は、米利上げ休止観測や米欧の金融不安の再燃を背景に買いが先行したものの、その後、利益確定の売りに押され、結局、反落した。前日にクレディ・スイスとUBSについて、米司法省がロシアの新興財閥が経済制裁を逃れる手助けをした嫌疑で調査をしていると報じられて株式が売られ、ドイツ銀行など他の欧州銀行株安や金融システム不安の再燃につながった。

27日は、前日にFDICが破綻したSVBについて、米地銀のファースト・シチズンズ銀行が一括買収で合意したと発表したことで、金融システムに対する不安が後退し、安全資産である金は売られた。

28日は、金融システム不安が後退する流れの中、高金利通貨が買われてドルが下落したことを受けて、金は割安感から買い戻された。

29日は、投資家のリスク志向が持ち直して株価が上昇する一方、金はやや売られた。

30日は、3月のドイツの消費者物価が市場予想を上回ったことでECBによる利上げ観測が強まって為替市場ではユーロ高・ドル安が進み、金買いにつながった。

31日は、2月の米PCE価格指数の伸びが市場予想以上に鈍化したことを受けて、米利上げ長期化観測が後退し、金買いにつながる場面があったものの、その後、利益確定売りに押されて、下落した。ドルが買い戻されたことも金売り材料だった。

【先行き】～米インフレ圧力と景気減速の兆しで方向感出にくい

金相場は、2023年4月13日に2,048.71ドルの高値をつけた。2022年3月にロシアによるウクライナ侵攻に伴う経済混乱が懸念された際につけた2,069.89ドルや、2020年8月に新型コロナウイルスの感染拡大に伴う混乱の際につけた史上最高値の2,072.49ドルに接近した。

3月上旬には米利上げの長期化観測が強まり、金が売られる場面もあったが、突如としてシリコンバレー・バンクが破綻し、米欧の金融システム不安が懸念されると、金は逃避先として買われた。

金融システム不安が一服しつつあった4月初めにはサウジアラビアなどOPECプラスの参加国が自主減産を発表し、原油相場の急騰につながった。原油高を受けて、インフレの高止まりや米利上げの長期化などが連想され、景気後退懸念からリスク回避的な金買いにつながるようになった。

しかし、4月14日には、ウォラーFRB理事が利上げ継続の必要性に言及したことや、3月の米小売売上高が強めだと受け止められたことから米早期利上げ停止観測の後退につながり、16日には、4月のニューヨーク製造業景況指数が大幅に上昇、市場予想も上回ったことで、5月2～3日のFOMCで0.25%の追加利上げが決定されるとの見方が一段と強まった。金相場は下落し、一時2,000ドルを下回った。

今のところ、金融システム不安は後退しているが、金相場は堅調に推移している。もともと、米景気やインフレが想定されているように鈍化しなければ、FRBによるさらなる追加利上げへの警戒感が強まる可能性があるだろう。米経済はインフレ圧力が根強いものの、景気減速の兆しも出てくるとみられ、金相場は方向感の出にくい状況となる可能性がある。

－ ご利用に際して －

- 本資料は、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様の決定、行為、及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、お客様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。