

## 経済レポート

# コモディティ・レポート(2023年7~9月)

調査部 主任研究員 芥田 知至

## I. コモディティ市況全般:9月中旬に11カ月ぶり高値

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5月31日には2022年1月以来の安値をつけた。その後、9月14日には11カ月ぶりの高値に持ち直した。ドル高や長期金利上昇が弱材料として意識された一方、中東情勢の緊迫化で原油が急伸する場面もあった。コモディティ相場は、強弱材料が交錯する中で、不安定な推移が見込まれる。

## II. エネルギー市況:9月下旬にブレントは97ドル台、WTIは95ドル台まで上昇

国際指標とされるブレント原油は、2023年3月20日に70.12ドルと2021年12月以来の安値をつけたが、9月28日には97.69ドルと2022年11月以来の高値をつけた。産油国の減産や底堅い米国景気が強材料だが、中国の不動産不況やドル高が弱材料だった。中東情勢も不透明であり、原油は不安定な推移が見込まれる。

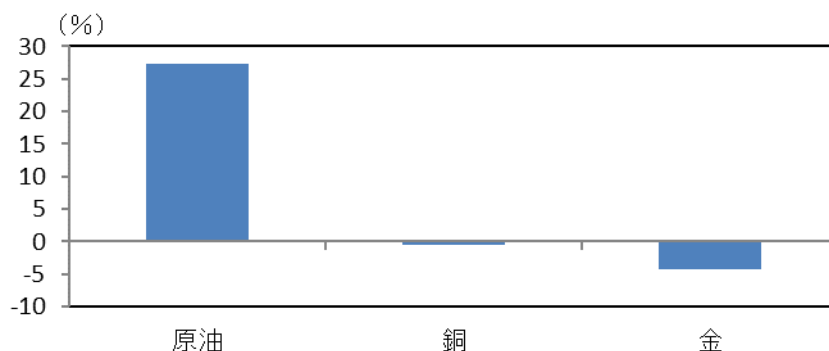
## III. ベースメタル市況:銅は10月上旬に8,000ドル割れ

銅相場は、夏場以降、8,000ドル台で一進一退が続いていたが、10月上旬には8,000ドルを割れて5月下旬の安値に迫った。中国景気の下げ止まりの兆しが強材料だが、米政策金利の高止まり観測を背景としたドル高やLME在庫の積み上がりが弱材料。今後も銅相場は、米中の経済動向などを材料にもみ合いが見込まれる。

## IV. 貴金属市況:金は10月に1,800ドル近くまで下落後、1,900ドル台を回復

金相場は、2023年5月4日には2,072.19ドルと史上最高値に迫った後、下落傾向で推移し、10月6日には1,809.50ドルまで下落した。その後、急騰して足元は1,900ドル台を回復した。今後も米金融政策、中国の不動産問題、ウクライナ情勢、米国の政治混乱、中東情勢などを材料に、不安定ながらも底堅く推移するだろう。

原油・銅・金相場の騰落率(2023年9月末と2023年6月末の比較)

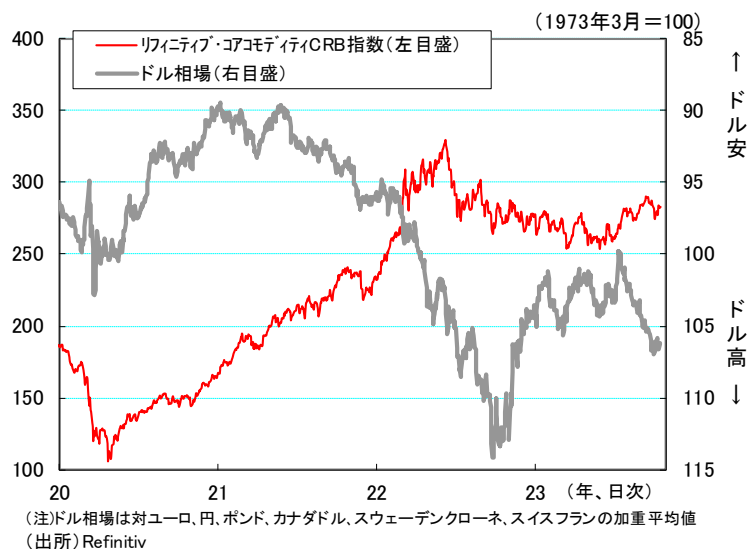


## I. コモディティ市況全般の概況:9月中旬に11カ月ぶり高値

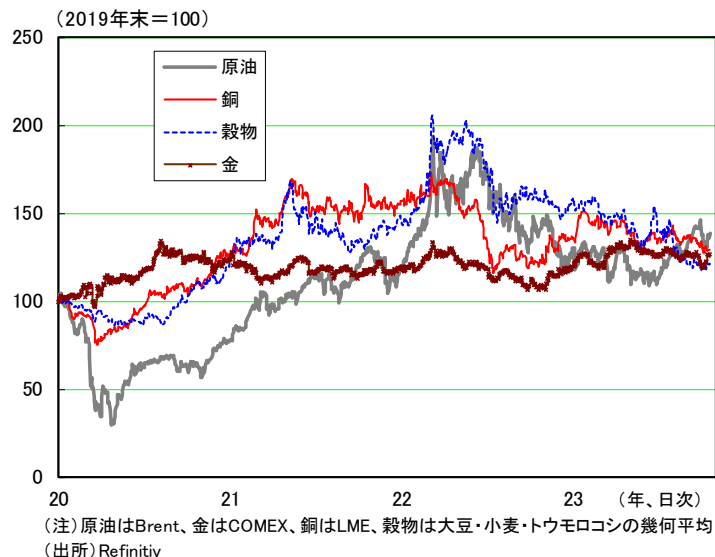
ドル建て国際商品市況全般の動向を示すリフィニティブ・コアコモディティ CRB 指数(終値ベース)は、2022年6月9日に2011年9月以来の高値をつけた後、2023年5月31日には2022年1月以来の安値をつけた。その後、9月14日には11カ月ぶりの高値に持ち直した。足元にかけてやや下落した。

マクロ経済環境をみると、今春頃にかけて、米欧の金融システム不安、米債務上限問題、中国の景気回復への失望もあって、コモディティ相場は下落傾向で推移した。その後、米利上げ長期化観測の後退や中国の景気刺激策への期待に加えて、原油については産油国による供給削減策の強化も相場押し上げ材料になった。もっとも、10月に入って、産油国が減産の強化を見送ったことが原油の弱材料と受け止められ、中国では不動産不況への懸念が再燃し、ドル高や長期金利上昇が下押し材料として意識された。一方で、中東情勢の緊迫化で原油が急伸する場面もあった。コモディティ相場は、強弱材料が交錯する中で、不安定な推移が見込まれる。

(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:9月下旬にブレントは97ドル台、WTIは95ドル台まで上昇

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・インターメディアイト(WTI)は130.50ドルとそれぞれ2008年7月以来の高値をつけた。その後下落傾向となり、ブレントは2023年3月20日に70.12ドル、WTIは5月4日に63.64ドルとそれぞれ2021年12月以来の安値をつけた。しかし、9月28日にブレントは97.69ドルと2022年11月上旬以来、WTIは95.03ドルと2022年8月下旬以来の高値をつけた。

#### 【7月の動向】～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
3日	 (74.65)	サウジアラビアが日量100万バレルの自主減産を8月も継続すると発表したことやロシアが8月に日量50万バレルの原油輸出を削減すると発表したことが強材料だったものの、世界的な景気減速や米欧の利上げに対する懸念が続き、相場は下落した。米供給管理協会(ISM)による6月の製造業購買担当者景況指数(PMI)が市場予想を下回ったことや財新/S&Pグローバルによる中国の製造業PMIが低下したことが弱材料だった。
4日	 (76.25)	ブレント原油は上昇。3日にサウジ、ロシアの供給削減方針に加えて、アルジェリアも同2万バレルの減産を行うことを発表したことが改めて強材料になった。米国市場は独立記念日の休日。
5日	 (76.65)	休場明けの米国市場で、3日に発表されたサウジとロシアなどによる供給削減方針を受けて、WTI原油は買い進まれた。4日に上昇していたブレント原油も小幅続伸となった。サウジのアブドルアジズ・エネルギー相が、OPECプラスは「市場を支援するために必要なことは何でもする」と原油価格維持に積極的な発言を行ったことも強材料だった。
6日	 (76.52)	国際的な再就職支援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米企業の人員削減数や、米民間雇用サービス会社のADPによる全米雇用報告が米国労働市場の堅調さを示したことで米利上げ観測が強まって原油には弱気材料になった。一方で、米エネルギー情報局(EIA)による週次石油統計で、原油在庫の減少幅が市場予想を上回ったことが強気材料になり、原油相場はほぼ横ばいとなった。
7日	 (78.47)	6月の米雇用統計で就業者数が市場予想を下回ったことが、9月以降の利上げ観測をやや後退させてドル安につながり、原油相場は上昇した。

10日	↓	(77.69)	反落。前週末の米雇用統計で賃金上昇率が高止まりしていたことやサンフランシスコ連邦準備銀行のデイリー総裁やクリーブランド連銀のメスター総裁がタカ派的発言をしたことで米利上げ観測が強まったこと、中国の物価指標が下振れして同国景気の鈍化が連想されたことが弱材料になった。
11日	↑	(79.40)	前週末の米雇用統計が警戒されたほど強い内容ではなく、為替市場でドル安が進んだことがドル建ての原油相場を支えた。7月3日にサウジとロシアが供給削減方針を発表したことも引き続き強材料。
12日	↑	(80.11)	6月の米消費者物価指数(CPI)が市場予想を下回ったことが原油買いにつながった。米利上げが7月25～26日の米連邦公開市場委員会(FOMC)であと1回行われた後は、見送られるとの見方が強まったため、長期金利低下やドル安が進み、原油相場を支援した。EIAの週次統計は、原油在庫の増加幅が市場予想を上回って上値を抑える材料だった。
13日	↑	(81.36)	前日発表の米CPIが引き続き強材料視される中で、この日は6月の生産者物価指数(PPI)も市場予想を下回り、米利上げ長期化観測の後退が続いた。2024年の石油需要について、国際エネルギー機関(IEA)が慎重な見通しを示したのに対して、石油輸出国機構(OPEC)は堅調を予測して、見方が分かれた。
14日	↓	(79.87)	反落。前日までの相場上昇の反動で利益確定売りが出やすかった。もともと、リビアで元財務相の誘拐に対する抗議活動として複数の油田が閉鎖されたことや、ナイジェリアの石油施設の不具合による出荷停止など前日に供給障害が相次いだことは強材料だった。
17日	↓	(78.50)	4～6月期の中国の実質GDPが前年比6.3%と上海の都市封鎖の反動で伸びが高まったものの、市場予想には届かず、同国の石油需要に対する懸念が強まり、相場は下落した。リビアで閉鎖されていた油田の一部が生産を再開したことも弱材料だった。一方、3日に供給削減方針に言及していたロシアについて、同国西部の港から輸出される石油が8月は日量10～20万バレル減少する見通しだと報道されたことは強材料だった。
18日	↑	(79.63)	米国の週次統計で原油在庫の減少が予想される中、17日発表の米シェールオイルの生産動向で8月は減少が見込まれたこともあり、需給引き締め観測から相場は反発した。中国では、政府機関など13部門が共同で消費喚起策を発表し、国家発展改革委員会も消費の回復と拡大に向けた措置を追加すると表明した。当初、景気を押し上げるには力不足との見方がなされたが、その後、やや強材料視する流れになったようだ。

19日	＝	(79.46)	EIA の週次統計で原油在庫の減少幅が市場予想を下回ったことで、原油売りが優勢となった。中国の景気刺激策への期待から強含む場面もあったが、持続しなかった。
20日	＝	(79.64)	中国の6月の原油輸入量が高水準で強材料視されたものの、米新規失業保険申請件数が2カ月ぶりの低水準となって労働市場のタイトさを示したことで、米金利上昇やドル高から原油相場の上値は限定された。
21日	↓	(81.07)	ウクライナ情勢の悪化が原油供給にも影響するとの懸念が原油買いにつながった。17日にロシアがウクライナ産穀物輸出合意の履行停止を発表し、その後ウクライナの黒海沿岸への攻撃を強化したのに対して、ウクライナも応戦し、双方が敵方に向かう全船舶が攻撃対象になると警告した。
24日	↑	(82.74)	産油国による減産で供給が引き締まるとの見方が根強く、米国がガソリン需要期を迎えていることや中国が一段の景気刺激策を打ち出すとの期待感も原油相場を支援したとされた。
25日	↑	(83.64)	前日に中国では中央政治局会議が開催され、マクロ経済政策の調整を強化し内需拡大に注力する方針を示したと報道され、強材料になった。また、ウクライナ情勢の悪化で、エネルギー商品の供給に影響が及ぶ可能性が懸念されたことも押し上げ材料とされた。
26日	↓	(82.92)	EIA の週次統計で原油在庫の減少幅が市場予想を下回ったことが弱気材料となり、5営業日ぶりに下落した。FOMC では、0.25%の利上げが決定されたが、市場ではほぼ織り込み済みとの反応だった。
27日	↑	(84.24)	4～6月期の米実質GDP が市場予想を上回ったことや、週次統計の米新規失業保険申請件数が雇用の堅調さを示したことで、米景気先行き懸念が後退して、原油買いにつながった。
28日	↑	(84.99)	続伸。米欧の利上げが最終局面に近いとの観測や、これまでの大幅利上げに関わらず、米景気がソフトランディングに成功するとの見方が強まって、相場を支えた。
31日	↑	(85.56)	続伸した。米利上げ終了観測や米景気のソフトランディング期待が続き、サウジが日量100万バレルの追加自主減産を9月も継続するとの観測も強材料になった。

## 【8月の動向】～上昇後、一進一退

1日	↓ (84.91)	米景気のソフトランディング期待などを背景とした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ことや、これまでの相場上昇で利益確定売りが出やすくなっていることから原油相場は下落した。
2日	↓ (83.20)	EIA の週次統計で原油在庫が大幅減を記録したものの、米民間雇用サービス会社 ADP の統計で就業者数が市場予想を上回って長期金利上昇やドル高を促したことや、米格付け大手フィッチ・レーティングスによる米国債の格下げが投資家のリスク回避につながったことで原油売り圧力が強まった。
3日	↑ (85.14)	サウジが7月に開始した日量100万バレルの自主減産を9月も継続する方針を表明し、その後も強化する可能性を示唆して強材料となった。ロシアのノバク副首相が9月の同国の原油輸出量を同30万バレル削減するとし、8月の同50万バレルよりも小幅ながら原油供給抑制を続けることを示した。
4日	↑ (86.24)	石油輸出国機構(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)で予想通りに現行の協調減産を維持することが確認された。前日にサウジとロシアが原油供給の抑制方針を示しており、この日も強材料視された。7月の米雇用統計は懸念されたほど強い内容ではなく、米追加利上げへの警戒感が和らぎ、原油を支援した。
7日	↓ (85.34)	これまでの上昇を受けて利益確定の売りが出やすくなった。米ガソリン需要期が終了に近づいていることや中国の観光需要の弱さなどが押し下げ材料とされた。米連邦準備制度理事会(FRB)のボウマン理事の追加利上げを支持するタカ派発言も弱材料だった。
8日	↑ (86.17)	中国の貿易統計で輸出入ともに落ち込んだことが弱材料となって相場は下げる場面もあったが、EIAが月報で米景気見通しを上方修正したことが強材料視された。サウジの自主減産継続なども引き続き、支援材料とされた。
9日	↑ (87.55)	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ものの、ガソリンや中間留分の在庫が減少したことや、引き続き、産油国の減産方針が意識されたことなどが支援材料だった。
10日	↓ (86.40)	前日までの相場上昇の反動で利益確定売りが出やすかったことや、前日に発表された7月の中国CPIが前年比マイナスに落ち込んだことで同国景気の弱さが警戒されたことがマイナス材料となった。
11日	↑ (86.81)	前日にOPEC、この日はIEAが、月報で、今年の石油需要の堅調を予想したことが強材料になった。IEAは6月の世界の石油需要が日量1億300万バレルと過去最高に達し、8月も記録を更新する可能性があるとした。

14日	↓	(86.21)	11日に発表された7月の中国の新規銀行融資が急減していたことなどから改めて中国景気の不安定さが懸念されたことや、米長期金利の上昇を背景にドル高が進んだことで原油相場は反落した。
15日	↓	(84.89)	7月の中国の鉱工業生産や小売売上高の前年比増加率が前月を下回ったことで中国景気の鈍化懸念が強まった。中国人民銀行が政策金利である最優遇貸出金利(LPR)の参照基準となる中期貸出制度(MLF)の金利を引き下げたものの、景気下支えには力不足と受け止められた。
16日	↓	(83.45)	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だったものの、前日の中国景気指標が弱かった影響が残り、原油は続落した。7月FOMCの議事要旨でインフレの上振れリスクに言及されていたことが、長期金利上昇や株安につながったことも弱材料になった。
17日	↑	(84.12)	為替市場でドル安の動きがみられたことなどから、原油は反発した。この日、週内に中国人民銀行がドル売り・元買い介入を行ったとの観測が報道された。
18日	↑	(84.80)	前日に中国の不動産大手、中国恒大集団が米国で破産法の適用を申請するなど中国景気の先行き不安の強まりから原油が下落する場面があったが、米石油サービス会社のベーカー・ヒューズが週次で発表する米国の石油ガス掘削リグの稼働数が減少を続けたことや、米原油在庫の減少が改めて需給ひっ迫懸念につながったことから相場は続伸した。
21日	↓	(84.46)	ドル安を受けて買いが先行する場面があったが、中国景気の減速や米国の追加利上げへの警戒感が根強く、反落した。中国人民銀行が最優遇貸出金利(LPR)の1年物を0.1%引き下げ、5年物は据え置いたことは、市場ではともに0.15%の引き下げ予想があったため、弱材料になった。
22日	↓	(84.03)	中国景気の弱さが石油需要の減退懸念につながる状況が続いた。また、ドル高でドル建てで取引される原油の割高感につながった。3月から停止されているイラク北部とトルコを結ぶパイプラインについて原油輸送の再開が協議されたと報道されたこともやや弱材料だった。
23日	↓	(83.21)	S&Pグローバルが発表した欧米のPMIが総じて弱めに出たことを受けて石油需要の鈍化懸念が強まった。EIAの週次統計では原油在庫の減少幅が市場予想を上回ったものの、ガソリン在庫が予想に反して増加しており、全体としてはさほど強材料にならなかった。

24日	＝ (83.36)	小反発した。米新規失業保険申請件数が改善してドル高につながったことや、前日発表のPMIを受けた景気減速懸念が続いたことが弱材料だったものの、産油国による供給削減の動きへの警戒感や欧州調査会社の統計で石油製品在庫が減少したことなどが強材料視された。
25日	↑ (84.48)	米国のディーゼル相場が上昇し、原油相場を押し上げたとされた。注目の「ジャクソンホール会議」でパウエルFRB議長が「適切ならば追加利上げを行う用意がある」と述べたことがややタカ派的と受け止められ、景気や石油需要の鈍化懸念につながったことは上値抑制要因だった。
28日	＝ (84.42)	熱帯低気圧「イダリア」の米国接近で供給混乱が懸念され、買い材料となった。中国では、27日に財政省が株式取引にかかる0.1%の印紙税を50%引き下げると発表するなど、当局による市場テコ入れ策で投資家心理は一定程度改善したとされた。もともと、中国景気への懸念や、米政策金利の高止まり観測が引き続き弱材料だった。
29日	↑ (85.49)	ハリケーン「イダリア」の影響による石油需給の混乱が懸念されたことに加えて、7月の米求人数が減少したことで米利上げ観測が後退して原油買いにつながった面もあった。なお、イダリアの進路は、石油施設が集中するテキサス州やルイジアナ州からは外れ、フロリダ州に上陸する見込みで、石油施設への影響は限られるとの見方があった。
30日	↑ (85.86)	米EIAの週次統計で原油在庫の減少幅が市場予想を上回ったことや、米民間雇用サービス会社ADPによる8月の全米雇用報告で非農業部門の就業者数が市場予想を下回って米利上げ観測の緩和につながったことが原油を支援した。米フロリダ州に上陸したハリケーンやガボンでのクーデターによる供給不安に支援された面もあったとみられる。
31日	↑ (86.86)	ロシアがOPECプラスとの間で新たな原油供給削減策で合意し、翌週に具体的内容が公表されると報道されたことで、サウジアラビアが10月以降も自主減産を延長することなどが連想され、原油相場は続伸した。




**【9月の動向】～上昇**

1日	↑ (88.55)	サウジなどによる供給削減策が意識され、相場は続伸。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上回ったものの、失業率の上昇や賃金上昇率の鈍化で追加利上げへの警戒感が和らぎ、原油は支えられた。財新/S&Pグローバルによる8月の中国・製造業PMIが市場予想を上回って改善して同国景気の先行き懸念が緩和したことも強材料だった。
----	-----------	---



4日	↑ (89.00)	米国市場が休場だったが、ブレントは小幅続伸した。サウジなどによる供給削減策への警戒感や米利上げ見送り観測による相場押し上げが続いた。
5日	↑ (90.04)	産油国の原油供給削減策を受けて、2022年11月以来の高値をつけた。サウジが日量100万バレルの自主追加減産を、ロシアも日量30万バレルの自主的な原油輸出削減をともに12月末まで延長すると表明した。OPECプラスの枠組みでの2024年までの協調減産に加えて実施される。市場では、サウジとロシアが10月まで原油供給削減措置を延長すると織り込んでいたが、12月までの延長は想定以上で相場上昇につながったとされた。
6日	↑ (90.60)	米ISMによるサービス業PMIの上振れを受けた長期金利上昇やドル高が原油の下落圧力になる場面があったものの、米原油在庫減少観測やサウジとロシアの首脳が石油市場安定化で合意したとの報道が強材料になった。
7日	↓ (89.92)	米新規失業保険申請件数の減少を受けて為替市場でドル高が進んだこと、中国の貿易統計で原油輸入は高い伸びを示したものの、輸出入が全体的に低調で世界景気減速が懸念されたこと、それまでの上昇で利益確定売りが出やすかったことなどが原油相場を押し下げた。WTIは10営業日ぶり、ブレントは8営業日ぶりの下落。
8日	↑ (90.65)	オーストラリアの液化天然ガス(LNG)施設でのストライキで天然ガス相場が上昇したことや、米国でディーゼル相場高となったことが原油を押し上げたこととされた。
11日	= (90.64)	前週までの上昇で利益確定売りが出やすいとされたが、12日にOPECやEIA、13日にIEAが月報を発表する予定であることや、週内に米中の重要経済指標の発表を控えていることで様子見ムードが強かった
12日	↑ (92.06)	OPECが月報で、2023年、2024年の世界の石油需要の増加ペースは堅調との見方を維持したことが強気材料になった。
13日	= (91.88)	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弱気材料になった。IEAが月報で、年内の石油需給は供給不足が続くとしたことは、前日のOPECやEIAの月報に続いて、強材料だった。
14日	↑ (93.70)	米PPIや米小売売上高が強めに出了こと、欧州中央銀行(ECB)が利上げを行ったものの今後の利上げ停止観測が強まったことなどでドル高が進んで原油の押し下げ要因になったが、産油国の供給削減策などを背景に当面の需給引き締め観測が根強く、原油は反発した。中国人民銀行が預金準備率の引き下げを発表したことも支援材料だったと思われる。WTI、ブレントともに昨年11月以来の高値を更新した。

15日	＝ (93.93)	8月の中国の経済指標が発表され、不動産投資など固定資産投資は市場予想をやや下回ったものの、小売売上高や鉱工業生産が市場予想を上回って、中国景気の下振れ懸念がやや緩和したことが強材料になった。8月の中国の石油精製量が前年比2割近く増加したことや、ユーロ安・ドル高が一服したことも原油を支援した
18日	↑ (94.43)	10～12月期に需給が引き締まるとの観測が続いた。EIAが月次で発表しているシェールオイルの生産動向を示す統計で10月は減産が見込まれたことや、サウジのアブドルアジズ・エネルギー相がOPECプラスによる供給削減策は国際エネルギー市場の安定化に必要とする発言も強材料だった。
19日	＝ (94.34)	小反落。この日も昨年11月以来の高値を更新していたが、利益確定売りに押された。ロシアが10月1日から2024年6月まで石油製品の輸出関税を大幅に引き上げることを検討していると報道され、強材料になったと思われる。
20日	↓ (93.53)	FOMCの結果を受けて原油は下落。この会合での政策金利の据え置きは市場に織り込み済みだったものの、政策金利の見通しで、改めて年内にあと1回の利上げを見込んだことや、2024年の想定利下げ回数が4回から2回へと修正されたことがタカ派的と受け止められた。EIAの週次統計は、原油在庫の減少幅がほぼ市場予想通りで市場の反応は限定的だった。
21日	＝ (93.30)	小幅続落。ロシア政府が、国内の燃料市場の安定のため、旧ソ連4カ国以外へのガソリンとディーゼルの輸出を一時的に停止すると発表したことで上昇する場面もあったが、前日のFOMCでタカ派姿勢が示された影響で軟調だった。米新規失業保険申請件数が8カ月ぶりの低水準だったことも利上げ観測につながり、原油には弱気材料だった。
22日	＝ (93.27)	WTIは小幅上昇、ブレントは小幅安だった。弱材料として、米利上げによる石油需要鈍化が懸念された一方で、強材料として、ロシアによる石油製品の輸出停止の影響が意識された。
25日	＝ (93.29)	WTIは小幅安、ブレントは小幅高だった。ロシア政府が石油製品の輸出禁輸措置を一部緩和し、船舶燃料や高濃度の硫黄を含むディーゼル油の輸出を認めたことが弱材料だったものの、需給ひっ迫懸念も根強かった
26日	↑ (93.96)	米中などの景気先行き不安から約2週間ぶりの安値に下落する場面もあったが、産油国の供給削減策による需給ひっ迫懸念が根強く、その後、反発した。

27日	 (96.55)	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や、特に WTI 原油先物の受け渡し地点であるオクラホマ州クッシングの在庫が 2200 万バレルと 2022 年 7 月以来の低水準となったことが強気材料視された。ロシアのプーチン大統領が国内の小売燃料価格を安定させるように政府に命じたことも石油製品の輸出制限を強化する動きにつながる可能性があるとして警戒された
28日	 (95.38)	一時、WTI が 95.03ドルと 2022 年 8 月下旬以来 1 年 1 カ月ぶり、ブレントが 97.69ドルと 2022 年 11 月上旬以来約 11 カ月ぶりの高値をつけたものの、その後、高値警戒感から売り戻された。米国での政府機関の閉鎖の可能性や、原油高による各国の金融引き締め長期化が景気に悪影響を及ぼすことが懸念された。
29日	 (95.31)	米政府の 2003 年度会計末を翌日に控えて、予算切れによる政府機関の一部閉鎖が迫る中、米経済への悪影響が懸念されたことや、28日に中国恒大集団の許家印会長が犯罪に関与した疑いで拘束されるなど中国の不動産問題への懸念が続いたことなどを背景に原油は小幅続落した。

### 【先行き】～需給要因や地政学リスクで不安定な推移か

夏場以降、原油相場は上昇傾向にあり、9月28日には、米国産の WTI は 95.03ドルと 2022 年 8 月下旬以来 1 年 1 カ月ぶり、欧州北海産のブレントは 97.69ドルと 2022 年 11 月上旬以来約 11 カ月ぶりの高値をつけた。

7月には、サウジアラビアが日量 100 万バレルの自主減産を 8 月も継続し、ロシアが 8 月に同 50 万バレルの原油輸出を削減すると発表したことや、6 月の米雇用統計や米消費者物価指数を受けて利上げ長期化懸念が緩和して米景気ソフトランディング期待が高まったこと、中国の景気刺激策への期待が高まっていることが相場を支えた。

8 月は、「OPEC プラス」の合同閣僚監視委員会 (JMMC) で現行の協調減産の維持が確認された。また、サウジは 9 月も自主減産を継続し、ロシアは同 30 万バレルの原油輸出を削減する方針を示して、強材料視された。

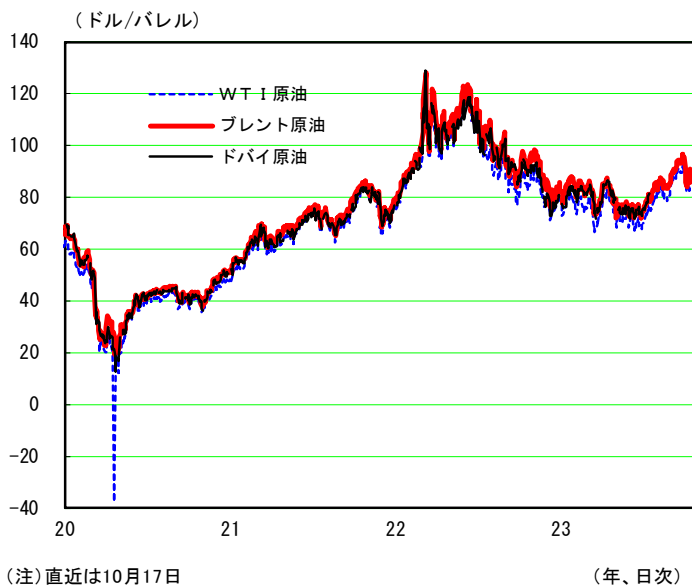
9 月は、サウジとロシアが上述の自主的な原油供給削減策を年末まで延長すると表明してサプライズとなり、相場を押し上げた。さらにロシアがガソリンや低硫黄分のディーゼルの輸出禁止を打ち出し、米国のシェールオイルも 10 月は減産見通しが示された。

しかし、10 月に入って、高値で利益確定売りが出やすくなり、原油相場は調整している。OPEC プラスは減産の拡大や延長を見送り、やや弱材料になったとみられる。堅調な米国景気は米長期金利上昇やドル高を通じて原油相場を下押しする面もある。米欧の金融引き締めの効果で石油需要が鈍化するとの懸念も

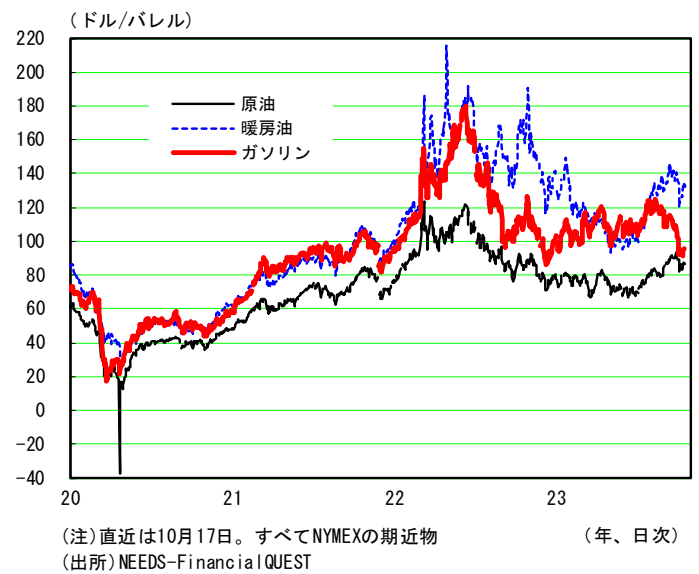
根強い。中国の不動産不況、全米自動車労組(UAW)のストライキ、米議会の混乱に伴う予算審議の難航なども需要鈍化要因だ。

一方で、中東情勢の緊迫化で原油が急伸する場面もあった。7日にパレスチナのイスラム組織ハマスがイスラエルを攻撃し、イスラエルも反撃して、戦闘が激化している。原油相場を考えるうえで、地政学的な不安定要素が増えた形だ。原油相場は、強弱材料が交錯する中で、不安定な推移が見込まれる。

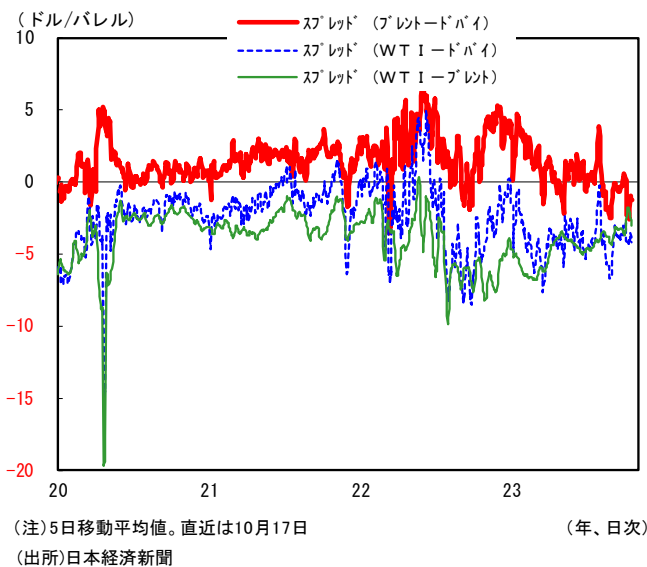
(図表3) 原油市況の推移



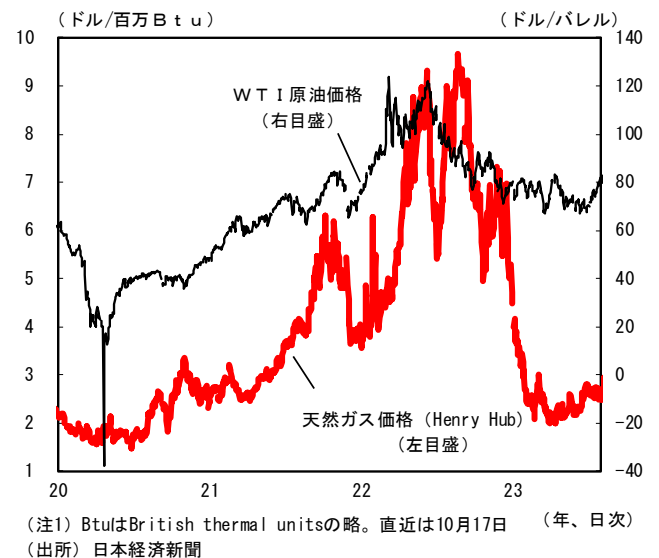
(図表4) 石油製品市況の推移



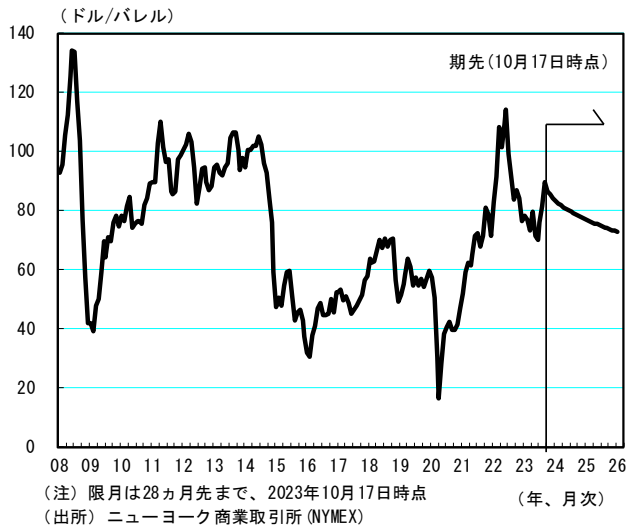
(図表5) 油種間スプレッドの推移



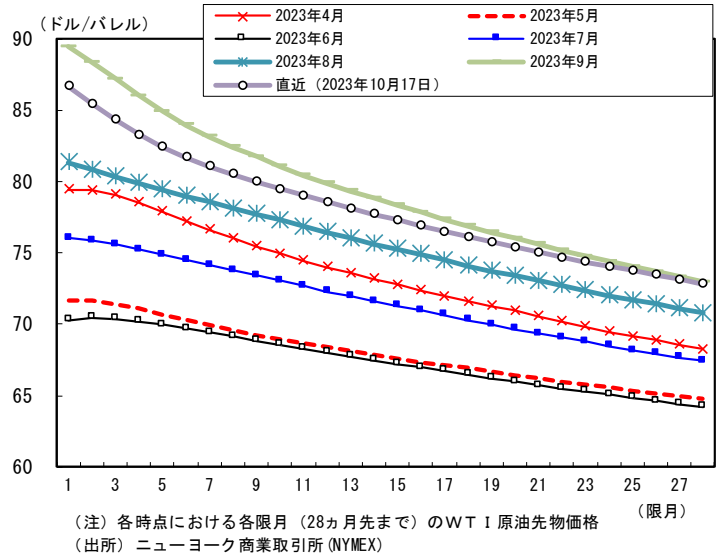
(図表6) 米国天然ガス市況の推移



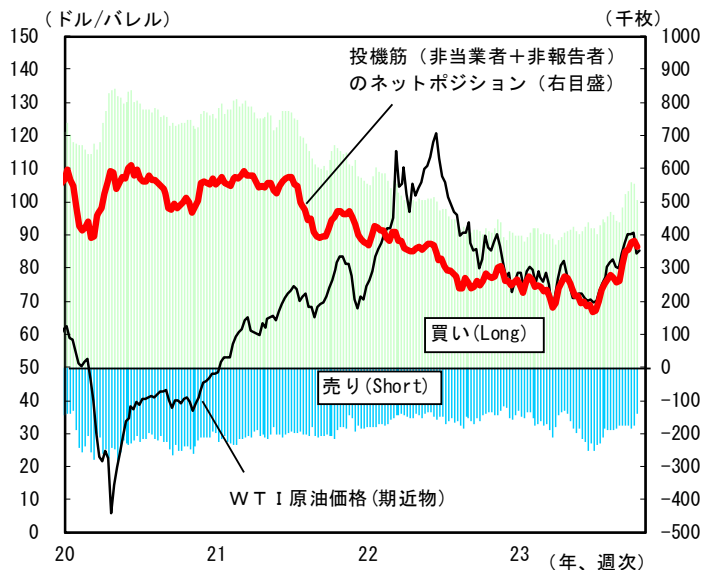
(図表 7) 原油先物価格と先物カーブ



(図表 8) W T I 原油の先物カーブの変化

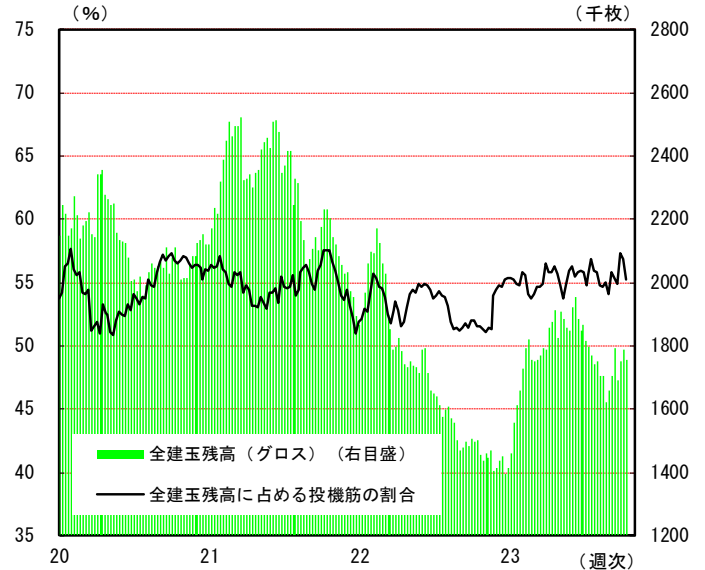


(図表 9) 投機筋のポジション (原油)



(注1) ポジションの直近は10月10日時点、W T I 原油は10月11~17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10月10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 <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	(2.0)	94.0	(-3.0)	106.0	90.6%	10.0
アンゴラ	111.0	(-2.0)	113.0	(-2.0)	120.0	92.5%	9.0
コンゴ共和国	25.0	(1.0)	24.0	(-2.0)	30.0	83.3%	5.0
赤道ギニア	6.0	(-3.0)	9.0	(1.0)	12.0	50.0%	6.0
ガボン	20.0	(-2.0)	22.0	(2.0)	22.0	90.9%	2.0
イラン	305.0	(-5.0)	310.0	(12.0)	383.0	79.6%	78.0
イラク	430.0	(4.0)	426.0	(1.0)	480.0	89.6%	50.0
クウェート	258.0	(2.0)	256.0	(1.0)	282.0	91.5%	24.0
リビア	111.0	(-3.0)	114.0	(4.0)	120.0	92.5%	9.0
ナイジェリア	140.0	(6.0)	134.0	(8.0)	160.0	87.5%	20.0
サウジアラビア	900.0	(2.0)	898.0	(-13.0)	1,200.0	75.0%	300.0
UAE	315.0	(3.0)	312.0	(3.0)	420.0	75.0%	105.0
ベネズエラ	80.0	(0.0)	80.0	(2.0)	80.0	100.0%	0.0
OPEC13カ国	2,797.0	(5.0)	2,792.0	(14.0)	3,415.0	81.9%	618.0

(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プラスの関係会合では日量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プラスの関係会合では、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プラスの関係会合では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プラス関係会合では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プラス関係会合では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プラス関係会合では、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プラス関係会合では、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プラス関係会合では、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プラス関係会合では、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プラス関係会合では、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プラス関係会合では、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プラス関係会合では、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プラス関係会合では、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プラス関係会合では、4月2日に2023年末までとしていた減産体制を維持し、2024年1月から12月まで原油生産量を日量4,046万バレルに調整することで合意した。サウジが日量50万バレルとしていた自主追加減産を7月に同100万バレル追加して同150万バレルにすると発表。

2023年7月3日に、サウジが日量100万バレルの自主減産を8月も継続すること、ロシアが8月に同50万バレルの原油輸出を削減すること、アルジェリアが8月に同2万バレルの自主減産を行うことを発表。

2023年8月3日に、サウジが日量100万バレルの自主減産を9月も継続すること、ロシアが9月に同30万バレルの原油輸出を削減することを表明し、8月4日の合同関係監視委員会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。

(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

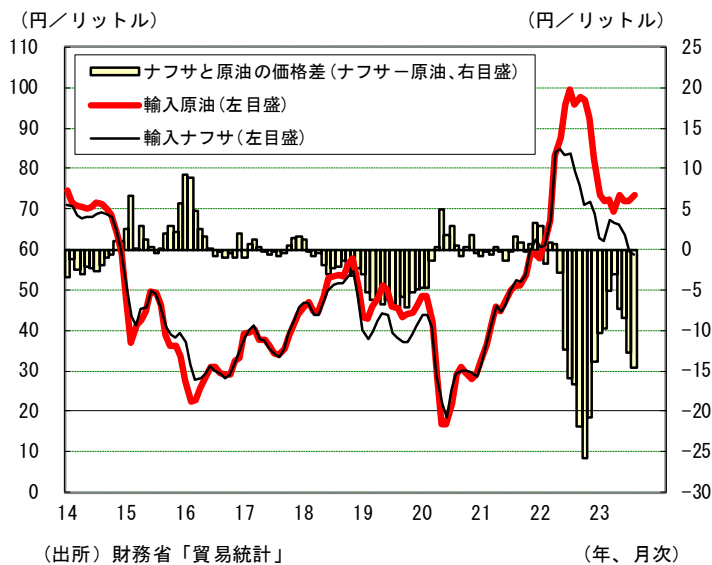
(出所) Bloomberg

## 2. ナフサ市況：原油ほどには上昇しないナフサ

日本の輸入ナフサ価格(通関)は、2022年5月に1リットルあたり84.8円と2008年8月の最高値(86.8円)に近付いた後、2023年8月には58.9円と1年10カ月ぶりの安値をつけた。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、2023年4月には69.4円まで下落し、8月には73.5円となった(図表12)。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2023年4月には同幅が3.0円まで縮小していたが、8月には14.6円まで拡大した。

アジアのナフサ市況の推移をみると、2022年3月に急騰して2008年7月以来の高値をつけた後、下落傾向で推移し、2023年3月には米金融システム不安、5~6月には中国需要への失望や米欧の利上げ長期化への懸念から安値をつけた。しかし、その後、原油高を受けて反発し、9月下旬には3月以来の高値をつけた。もともと、原油と比べたナフサの割安度合いは、拡大気味に推移した。中国の石油化学製品需要は持ち直しつつあるものの力強さを欠いており、日本の石化需要も弱く、ナフサの需要も弱いためだ。原材料である原油が上昇しても、それほどにはナフサは上昇しない状態が続くとみられる。

(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

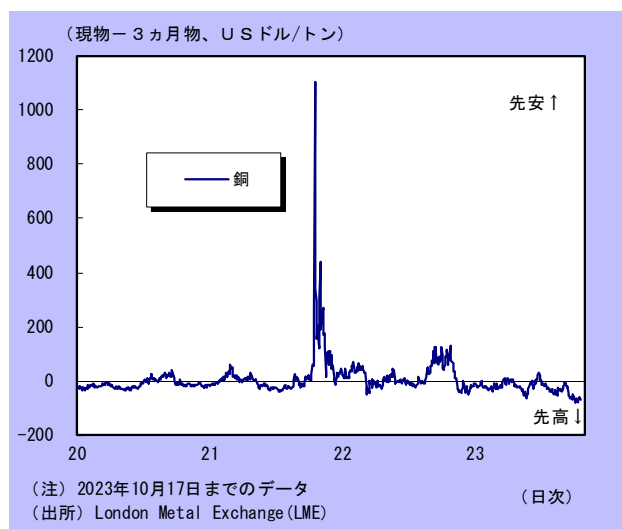
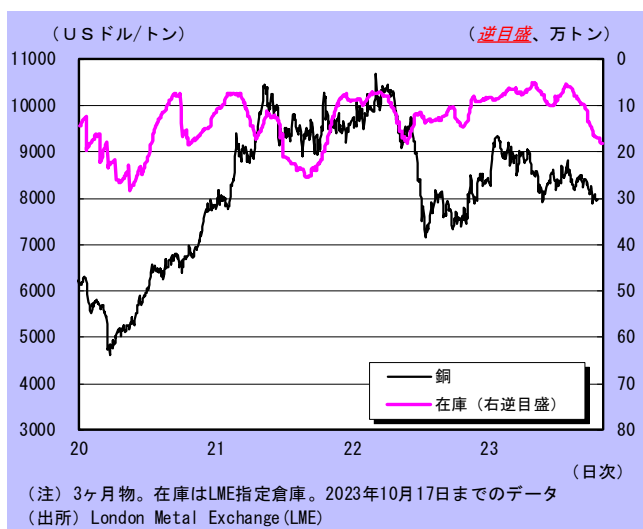
#### 1. 銅を中心とした概況：10月上旬に8,000ドル割れ

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、同年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、2023年1月中旬に9,550ドルと2022年6月以来の高値をつけたが、5月下旬には7,867ドルと2022年11月以来の安値をつけた。その後、8,000ドル台で一進一退が続いていたが、10月上旬には再び8,000ドルを割れる場面があった。

(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ヵ月物）の推移



#### 【7月の動向】～上昇傾向

##### 米利上げ終了観測や中国の景気刺激策への期待により上昇

7月3日は、中国メディアの財新と米 S&P グローバルによる6月の製造業購買担当者景況指数 (PMI) が低下して、前月末発表の中国国家统计局による製造業 PMI に続いて同国景気の減速を示したことで、追加の景気対策への期待が高まって、銅相場を押し上げた。米供給管理協会 (ISM) が発表した6月の製造業 PMI が2020年5月以来の低水準となったことを受けて為替市場でドル安が進んだことも、ドル建ての銅相場を支援した。

4日は、ロンドン金属取引所 (LME) 指定倉庫の在庫の減少が続いたことや、各国の製造業活動が低調なことが銅需要鈍化懸念となったことで、小幅反落した。

5日は、小幅続落した。LME は7月24日より銅とアルミニウムの値幅制限を現在の15%から12%に引き下げると発表した。

6日も続落した。中国の銅需要への懸念が続いたことや、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 が強めに出たことを受けてドル高が進んだことが弱材料になった。

7日には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ドル安が進んだことや、



LME 在庫が減少したことが強材料になった。

10日はほぼ横ばいだった。米利上げ局面の終了が近いとの観測からドル安が進んだことが強材料、6月の中国の生産者物価指数(PPI)や消費者物価指数(CPI)が市場予想を下回ったことで中国景気の弱さが意識されたことが弱材料だった。

11日は、6月の中国の人民元建て新規融資が市場予想を上回ったことを受けて、アルミニウム等は上昇したが、銅は、中国景気への懸念が続き、下落した。

12日は6月の米CPIが市場予想を下回ったことで、米利上げ長期化観測が後退して、銅相場を押し上げた。

13日も前日の米CPIを受けた米利上げ停止への期待が続き、銅相場は続伸した。6月の中国貿易統計が輸出入ともに低調だったが、相場への影響は限定的だった。

14日は、米利上げ停止観測が時期尚早との見方や、中国の景気刺激策が出ないことを受けて、銅は下落した。

#### 弱い中国GDPを受けて下振れも、7月末にかけて再び上昇

しかし、17日には4~6月期の中国の実質GDPの伸び悩みが下押し材料になった。

18日も前日の中国GDPが弱かった影響が残り、銅は小幅続落した。前日に経営再建中の中国の不動産開発大手・中国恒大集団が遅れていた2021~22年の決算について、2年で810億ドルの巨額赤字を計上し、債務超過になったと公表したことも市場心理を冷やしたとみられる。

19日も小幅続落した。中国で大型の景気刺激策が講じられないことや、中国の金属需要が弱いこと、中国の銅生産が堅調なことなどが弱材料とされた。この日発表された6月の中国精製銅の生産は過去最高を記録した。中国の電力部門の銅消費が前後半は減速するとの見方もあった。

20日は5営業日ぶりに反発した。中国の景気刺激策への期待が相場を押し上げたこととされた。米新規失業保険申請件数の減少を受けてドル高が進んだため、銅の上値は限定された。ペルーでの地域住民による抗議活動やインドネシアで銅精鉱の輸出税を引き上げる動きがあることも相場の押し上げ材料とされた。

21日は反落した。中国の景気刺激策について大規模なものが打ち出されず、失望感があるとされた。

24日は中国政府が景気対策に取り組む姿勢がやや好感された。中国共産党中央政治局による不動産政策を最適化する、地方特別債の発行を加速する、自動車需要を高めるといった方針が報道された。ただ、具体的な政策措置は打ち出されなかった。チリ国営のコデルコは、エルテニエンテ鉱山で岩盤爆発があったと明らかにした。

25日は続伸した。前日に中国共産党が中央政治局会議を開催し、2023年下半年期経済運営方針として、景気刺激策を強化すると表明し、不動産部門に対するさらなる支援策を講じることなどを示唆した。

26日は小幅反落した。中国の景気刺激策について具体的な措置が発表されないことで失望が広がった。米連邦公開市場委員会(FOMC)の結果発表を控えて、様子見ムードも強かった。

27日は、前日の米利上げは織り込み済みとの反応であったが、この日は4~6月期の米実質GDP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を下回ったことで、米利上げ停止観測が

やや後退して、長期金利上昇やドル高につながり、銅は小幅続落した。

28日は、6月の米個人消費支出(PCE)価格指数や4~6月期の米雇用コスト指数(ECI)の伸びが減速したことで、利上げ継続への警戒感が緩和してドル安が進み、銅は買われた。

31日は、中国国家统计局が発表した7月の製造業PMIが景気の拡大・縮小の判断基準となる50を4カ月連続で下回って同国景気の弱さが懸念される中、同国の景気刺激策に対する期待が強まった。もっとも、国家発展改革委員会が広範な政策文書を公表したが、消費者への直接的な財政支援など具体的措置は示されなかった。

## 【8月の動向】～下落後、やや持ち直し

### 中国需要の停滞観測やドル高を背景に下落

8月1日は、米景気のソフトランディングへの期待が高まる中でドル高が進み、ドル建てで取引される銅は割高感から売られやすくなった。7月の財新/S&Pグローバルによる中国製造業PMIや米ISMによるPMIが弱かったことも下押し材料だった。一時8,860ドルと約6週ぶりの高値をつけた。

2日は、格付け大手フィッチ・レーティングスによる米国債格下げなどを受けたリスク回避のドル高などを背景に、銅は続落した。

3日は前日のリスク回避の動きが一服して、反動から銅は上昇した。

4日は、中国の金属需要低迷に対する懸念が引き続き重しとなった。7月の米雇用統計は、非農業部門の就業者数が市場予想を若干下回り、懸念されたような強い内容ではなかったため、市場では利上げ長期化懸念が後退し、長期金利低下やドル安につながって、銅は下げ幅を縮小した。

7日は続落した。中国需要の停滞観測、LME指定倉庫の在庫の増加傾向、ドル高傾向などを嫌気する状況が続いた。

8日も続落した。中国の貿易統計や自動車販売統計で、輸出入がともに前年比2桁マイナスとなったことや、自動車販売が2カ月連続で前年割れとなったことが嫌気された。

9日は、軟調な中国の経済指標を受けて、景気刺激策への期待が高まり、銅相場は反発した。7月の中国CPIは2年5カ月ぶりに前年比マイナスに落ち込んだことで、同国景気の弱さが警戒された。

10日は、7月の米CPIの前年比上昇率が市場予想を下回ったものの、やや加速したことや、30年物米国債の入札がやや低調だったことを受けて、米長期金利が上昇し、ドルは下落に歯止めがかかって、銅は売りに押された。

11日は、7月の中国の新規銀行融資が急減していたことで实体经济の減速が連想され、銅は売られた。

14日も中国景気への懸念が続き、下落幅が拡大する場面もあったが、買い戻されてほぼ前日比横ばいだった。不動産開発大手の壁桂園は13日に14日から11本のオンショア社債の取引を停止すると香港証券取引所に届け出た。

15日は、7月の中国の鉱工業生産や小売売上高の前年比増加率が前月を下回ったことで中国景気の鈍化懸念が強まった。中国人民銀行が政策金利である最優遇貸出金利(LPR)の参照基準となる中期貸出制度(MLF)の金利を引き下げたものの、景気下支えには力不足と受け止められた。

16日は、7月25～26日の米FOMCの議事要旨発表を前に、米利上げ長期化観測がくすぶる中、長期金利上昇やドル高が続いて、銅は続落した。中国国家統計局が発表した7月の新築住宅価格が前月比マイナス0.2%と今年初めて下落したことも弱材料だった(前年比でも0.1%下落)。

17日は、前日発表のFOMC議事要旨でメンバーのややタカ派よりの姿勢が示されたことが弱材料になったものの、週内に中国人民銀行がドル売り・元買い介入を行ったとの観測が報道されたこともあって人民元相場が上昇し、連動性の強い銅相場も上昇した。一時8,120ドルまで下落する場面があった。

### 中国需要の堅調やドル高一服を受けて上昇

18日は、米長期金利の上昇が一服すると、為替市場ではドルが売り戻され、銅は小幅高となった。

21日は小幅高だった。ロイター通信が中国の大手国有銀行がオフショア市場で取引されている人民元の下落の安定化を図っていると報じたことが材料視された模様。中国人民銀行が最優遇貸出金利(LPR)の1年物を0.1%引き下げ、5年物は据え置いたことは、市場ではともに0.15%の引き下げ予想があったため、弱材料になったとみられる。

22日は続伸した。前日に国際銅研究会(ICSG)が発表した今年上半期の中国の精錬銅の見掛け需要は前年比約9%増と堅調であったことが支援材料になった(世界の見掛け需要は約4%増)。当局による人民元安抑制策が奏功して元安が一服したことも銅買いにつながったと思われる。

23日も中国の銅消費が堅調との見方が銅相場を支えた。8月のS&Pグローバルによる米製造業PMIが6カ月ぶりの低水準となり、ドル安が進んだことも銅相場を支えた。

24日は、25日に予定されているパウエル米連邦準備制度理事会(FRB)議長の講演を控えて積極的な取引が控えられる中、前日までの上昇の反動もあって下落した。

25日は前日比横ばい圏だった。「ジャクソンホール会議」でパウエルFRB議長が「適切ならば追加利上げを行う用意がある」と述べたことがややタカ派のと受け止められ、ドル高が進んで銅相場を抑制する場面もあった。一方、中国国務院は、閣議で、手頃な価格の住宅を計画し、建設するための指針を承認し、中国人民銀行は、住宅ローンの規制緩和に関する指針を発表したことは強材料とされた。

連休明けの29日は、米求人件数が減少したことで米追加利上げ観測が後退してドル安が進んだこと、中国の大手国有銀行が住宅ローン金利と預金金利を引き下げる準備をしていると報道されたことを材料に銅相場は上昇した。

30日は、米実質GDPの下方修正や米民間雇用サービス会社のADPによる全米雇用報告が市場予想を下回ったことなどから、米追加利上げ観測が一段と後退し、銅相場を支援した。

31日は、中国国家統計局による製造業PMIが判断基準となる50を5カ月連続で下回ったことや、米PCE価格指数の上昇率が加速したことなどから対ユーロでドル高が進んだことなどが弱材料となった。

### 【9月の動向】～下落傾向

#### ドル高やLME在庫の増加を背景に下落

9月1日は、堅調な米雇用統計を受けてドル高が進んだことが銅価格抑制要因となったものの、中国で

は、8月30日の広州市と深圳市に続き、この日は上海市と北京市でも住宅ローン規制の緩和が発表されたことが好感された。

4日は、中国需要の停滞やLME在庫の増加が弱材料だったものの、ドル相場が先週末の反動でドル安が進んだことが下値を限定した。

5日は、中国の不動産市場支援策が景気回復につながるとの期待を背景に銅相場は上昇した。9月は季節的に需要のピーク期であって、銅相場は支えられやすいとの見方もあった。

6日は、人民元安が中国の購買力の低下を連想させ、ドル高がドル建ての銅の割高感につながる中、銅相場は下落しやすくなった。7月のドイツの鋳工業受注が市場予想を下回ったことも弱材料だった。銅は需要期ながら、盛り上がりを欠くとされた。

7日は、LME在庫が大幅に増加したことや、8月の中国の貿易統計で銅輸入が前年比5%のマイナスと低迷が続いたことが弱材料となった。

8日は、翌週のECB定例理事会での決定について見方が分かれる中、ややドル高が進んだことなどから銅は下落した。

#### 中国の不動産不況や米政策金利高止まり観測が下落材料

11日は反発した。人民元高とドル高がともに銅相場を押し上げ、強材料と受け止められ、8月の中国の新規人民元建て融資が市場予想を上回ったことも強材料になった。

12日は、為替市場でドル高が進んだことやLME在庫の増加が続いていることで、反落した。中国不動産開発最大手の碧桂园が人民元建て債券6本について、債権者から償還期限を3年間延長する承認を得たことは好材料とされた。

13日は、小幅上昇した。米CPIが予想の範囲にとどまったことを受けて、米利上げ見送り観測がやや強まったことが銅相場を支援した。

14日は、翌日に中国の鋳工業生産、小売売上高、固定資産投資といった主要統計の発表を控えて、様子見ムードが強く、ほぼ横ばいだった。中国人民銀行は、銀行預金準備率(RRR)を0.25%引き下げると発表した。

15日は小幅下落した。中国の8月の主要統計が発表され、鋳工業生産や小売売上高は伸びが加速したものの、固定資産投資の統計では不動産部門への投資は落ち込みが続いた。

18日は、中国の不動産不況が続いており、減速に歯止めの兆しがみえると受け止められていた中国景気に対して、再び悲観的な見方が強まったことから、銅は下落した。前週末に明らかになった不動産投資の低調さに加えて、8月の中国の新築住宅価格が下落を続けたことが材料視された。

19日は、翌日にFOMCの結果発表を控えて、米政策金利の高止まりが示唆される可能性が警戒されたことや、LME在庫の増加傾向が弱材料になった。

20日は小反発した。FOMCの結果発表を控えていたものの、中国の不動産部門への懸念が和らぎ始めていることが背景にあるとされた。

21日は、前日のFOMCでの政策金利の据え置きは市場に織り込み済みだったものの、政策金利見通

して、改めて年内にあと1回の利上げを見込んだことや、2024年の想定利下げ回数が4回から2回へと修正されたことがタカ派のと受け止められ、ドル高が進んで、銅相場の下落につながった。一時8,071ドルまで下落する場面があった。

22日は、前日の下落がやや大きかった反動などから、銅は小反発した。

25日は、米長期金利が再び上昇に転じ、ドル高も進んだことで金相場は反落した。前週末にボストン連銀のコリンズ総裁やボウマンFRB理事が米利上げ継続を支持する発言を行い、この日、シカゴ連銀のクルズビー総裁がインフレを目標水準まで引き下げる必要性を述べたことなどがドル高につながった。

26日は続落した。中国の不動産部門への懸念が続いたとされた。25日には中国恒大集団の本土部門の恒大産産集団が同日期限の元本40億元と利子の支払いを履行できなかったと公表した。

27日は、これまでの下落の反動などから小反発した。もともと、中国恒大集団の許家印会長が警察の監視下にあると報道されるなど、中国の不動産部門への懸念は続いた。

28日は、米長期金利が一時2007年10月以来の高水準をつけた後、低下に転じる中、ドル安や株高とともに銅は上昇した。

29日は続伸した。8月の米個人消費支出(PCE)価格指数が発表され、FRBの重視するエネルギーと食品を除いたコア指数の伸びが鈍化したことなどから追加利上げ観測が後退して、為替相場がドル安気味に推移したことが銅相場を支援した。なお、最大消費国の中国では国慶節などの祝日のため、9月29日～10月8日は連休であった。

### 【先行き】～米金融政策や中国不動産不況の動向で銅相場はもみ合いか

10月に入って、銅相場は下落した。2日は、米議会上下院が9月30日に11月半ばまでのつなぎ予算案を賛成多数で可決し、バイデン米大統領の署名を経て法が成立したことで、一部政府機関が閉鎖され、景気に対する不透明感が増すと懸念が後退したことで、ドル相場の上昇幅が大きくなり、ドル建てで取引される銅は割高感から売られた。

その後も、LME在庫が増加傾向で推移したことや、中国景気への懸念が続き、10月5日には一時7,870ドルと5月下旬の安値に迫った。

懸念される中国景気の状態であるが、ここにきて下げ止まりの兆しも散見される。中国不動産開発最大手の碧桂園が人民元建て債券の償還期限の延長で債権者と折り合えたことや、中国人民銀行が預金準備率を半年ぶりに引き下げたことも好感された。また、30日に中国国家统计局が発表した9月の製造業PMIが6カ月ぶりに判断基準の50を上回った。10月13日に発表された9月の中国貿易統計によると、輸出は前年比6.2%減とマイナス幅は市場予想よりも小幅にとどまった。電子部品などを中心に国際貿易が回復に向かう兆しが出ていると受け止められた。

一方、政策金利の高止まり観測を背景としたドル高やLME在庫の積み上がりが弱材料となる状態が続いている。今後も銅相場は、米中の経済動向などを材料にもみ合いが見込まれる。

## 2. 各他品目の概況

### (1)アルミニウム市況:10月上旬に2,300ドル台に持ち直し

輸送機械の軽量化や高圧電線などに使われるアルミニウムの相場は、2022年3月7日に1トンあたり4,073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、2023年1月18日に2,679ドルと2022年6月以来の高値をつけたものの、8月上旬には2,100ドル台と11カ月ぶり安値まで下落した。10月初めに2,367ドルをつけた後、足元は2,200ドル前後に下落している。

7月10日には、6月のLME在庫の80%がロシア産と5月の68%から増加したことや、インド産が6月は18%と5月の30%から減少したと公表された。

7月11日には、1社の日本の需要家が7~9月のプレミアムについて、127.50ドルで合意したと報道された。

7月21日に、ノルウェーのアルミニウム大手のノルスク・ハイドロがLMEによるロシア産アルミニウムの取引を停止しないとの決定を見直すように書簡を送ったと報道された。

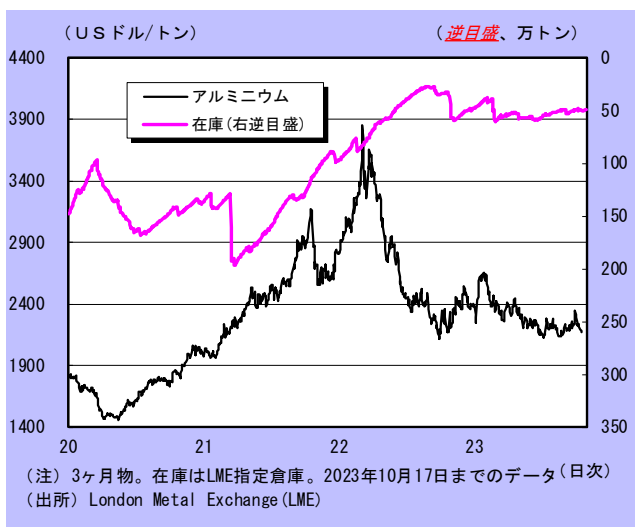
7月28日は、ロシアのアルミニウム大手のルサールが2013年から停止しているナイジェリアにあるアルスコン製錬所(ルサールが85%、ナイジェリア政府が15%を所有)の再開についてナイジェリア政府と協議していると明らかにした。

8月15日には、現物と3カ月先物のスプレッドが2008年11月以来のバックワーデーション(現物安・先物高)の大きさになり、需給緩和を示しているとされた。

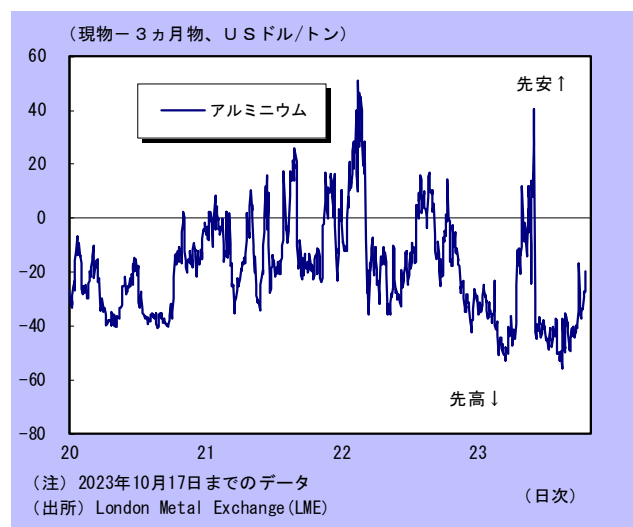
8月に入って、上海期貨交易所(SHFE)の指定倉庫在庫の減少傾向が強まり、9月上旬には8.8万トンと3月中旬の31.1万トンから7割減となって、強材料視された。中国のアルミニウム輸入が堅調なことも中国需要の強さを連想させた。

(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



9月下旬には再びSHFEの在庫の低さが意識され、10月2日には2,367ドルと5月初以来の高値をつけた。なお、同日には、日本の圧延メーカーなどが海外資源大手に支払うアルミニウム地金のプレミアムについて、10~12月期は1トンあたり97ドルで決着したと報道された。

アルミニウム相場は、7~8月頃をボトムにやや上向きで推移して、10月初めにかけて2,300ドル台をつけたものの、その後、2,200ドル前後に下落した。中国需要の回復期待や米欧の利上げ打ち止め観測が相場を押し上げていた一方で、中国の不動産不況、欧州の景気停滞、全米自動車労組のストライキや米議会の混乱を受けた予算審議の難航などが弱材料として意識され、上値を限定していたとみられる。先行きも強弱材料が交錯する中で、一進一退の推移が見込まれる。

## (2) ニッケル市況：足元は18,000ドル台まで下落

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日には33,575ドルまで上昇したが、2023年10月11日には18,290ドルと2022年7月以来の安値をつけた。

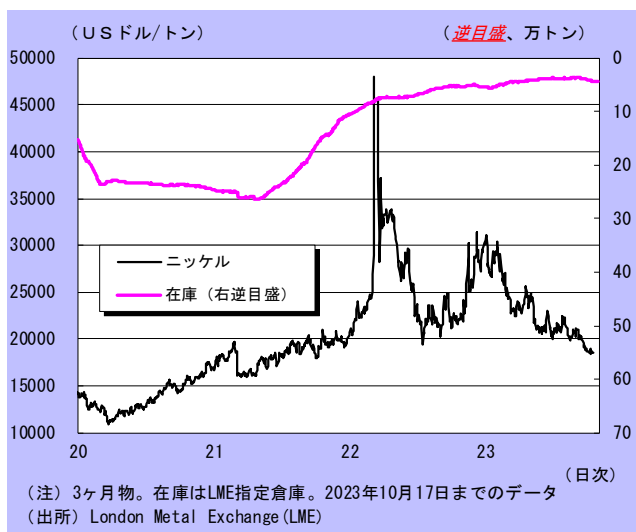
8月2日にロシアの金属生産大手のノリスク・ニッケルは、2023年上半期の売上高に占めるアジアの比率が約50%に達し、同社として初めてアジアが最大の市場になったと発表した。

8月28日には、インドネシアのエネルギー・鉱物資源省が、ニッケル採掘量の企業への割り当て手続きが遅れていることを明らかにしたと報道され、その後、インドネシアがフィリピンから鉱石を輸入しているとの報道もあった。9月1日にはニッケル相場の上昇幅が大きくなった。

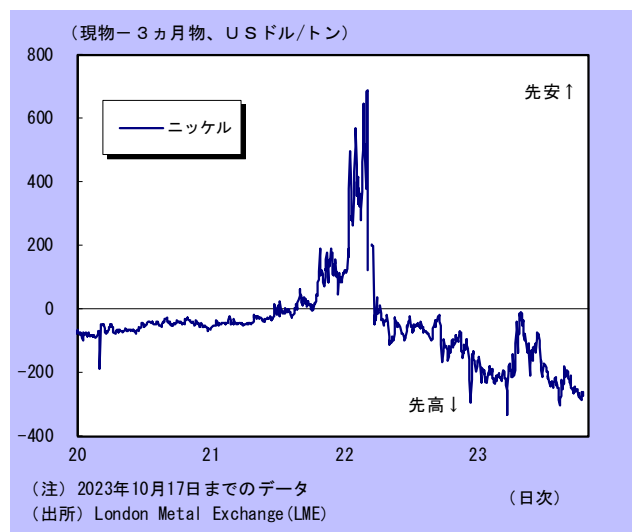
しかし、その後、軟調に推移し、10月11日には18,290ドルと2022年7月以来の安値をつけた。

(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



やや長い目で見れば、最大生産国のインドネシアの増産が続き、ニッケル需給は緩和気味の推移が見込まれる。中国需要は底堅さがあるが、不動産不況が続いており、ステンレス鋼の生産は伸び悩んでいるとみられる。米欧の利上げによる景気抑制効果も見込まれ、ニッケル相場は低調な推移が続くと見込まれる。

### (3) 亜鉛市況：10月上旬に2,600ドル台と5月以来の高値

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。その後、一進一退ながら下落傾向が続き、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。その後はやや持ち直し、10月2日には一時2,675ドルをつけた。

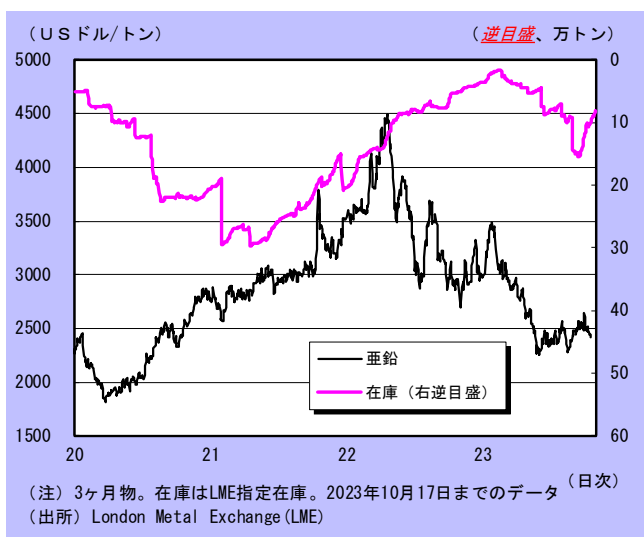
LME 指定倉庫の在庫は、5月31日には8.75万トンと2月上旬の1.56万トンから5倍増となっていたが、7月中旬にかけて7万トン割れまで減少した。その後は、再び増加に転じて、8月中旬に急増した後、8月31日には15万トン超と17カ月ぶりの水準になった。

しかし、その後、亜鉛のLME在庫は再び減少に転じ、亜鉛相場は10月2日には2,675ドルと5月10日以来の高水準まで上昇した。もっとも、現物と3カ月物の価格差などからは、需給引き締め感は見られない状況である。

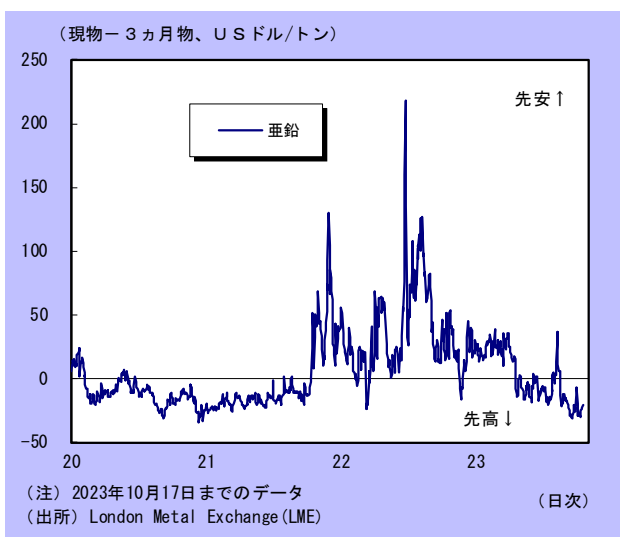
実際、中国の見掛け消費量は、春頃まで堅調な伸びを示していたが、夏場には鈍化していると思受けられる。亜鉛相場は底を打ったとみられるものの、上値は重い展開となると見込まれる。

(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：足元は25,000ドル前後で推移

電子部品のはんだ付けなどに使われる錫の相場は、2022年3月8日に1トンあたり51,000ドルをつけた後、10月31日には17,350ドルと2020年10月以来の安値をつけた。2023年1月26日に32,680ドルまで上昇した後、3月17日に21,605ドルまで下落したが、足元は25,000ドル前後で推移している。



主要生産国ミャンマーの少数民族ワ族の武装組織は4月に、8月1日から支配地域での採掘を禁じると発表。国際スズ協会(ITA)は2日に禁止令が発効したことを確認したと報道された。最大消費国の中国では在庫が潤沢で需要が弱いことや、南米やインドネシアからの供給は堅調なことから、相場への短期的な影響は限定的とされた。また、錫はワ族政府の収入のうち大きな比重を占めており、いつまでも全面的な禁輸を続けるとは考えにくいとされた。錫相場は2日に上昇したが、その反動で3日は下落した。

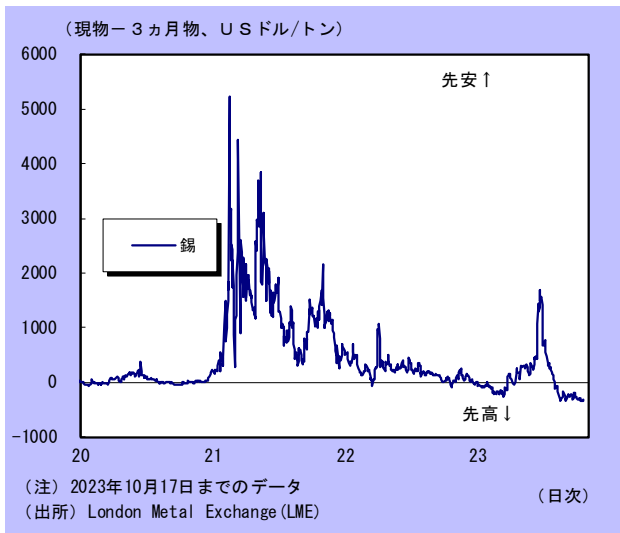
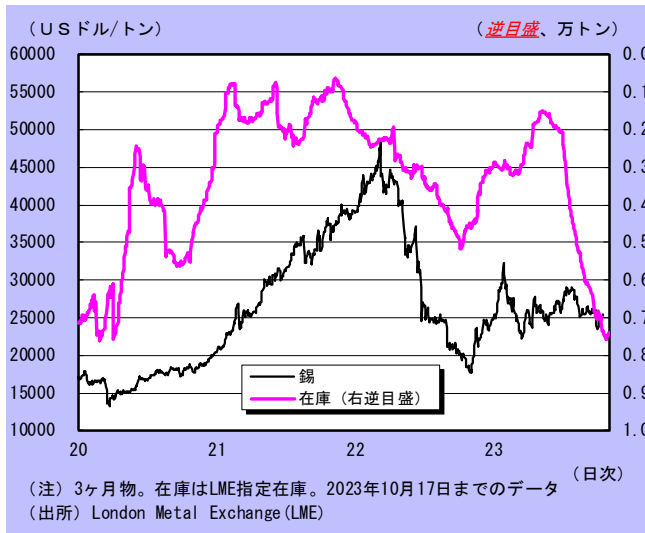
その後、LME在庫の増加などを受けて、錫相場はやや軟調な推移となった。

世界半導体出荷などの動きから判断すると、エレクトロニクス関連の需要は底入れしつつあるとみられ、錫消費量も増加に転じていくと思われる。もっとも、エレクトロニクス関連需要の回復は力強さを欠くと見込まれ、錫相場の上昇は緩やかなものにとどまろう。

(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ヵ月物)の推移



### (5)鉛市況: 足元は2,000ドル近くで推移

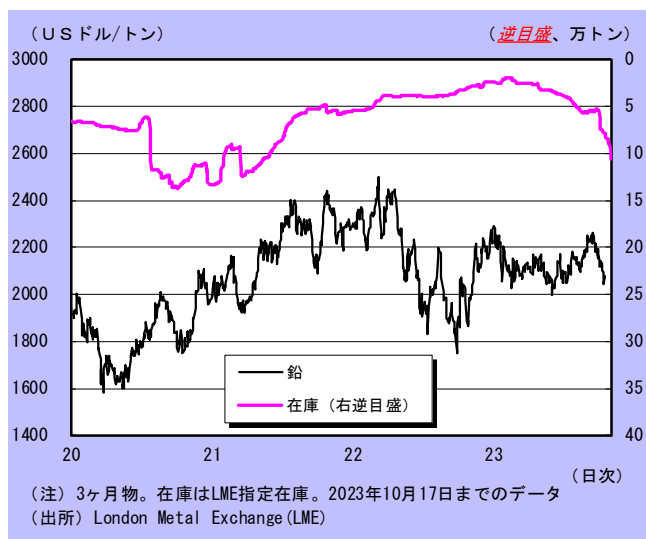
自動車のバッテリー向けなどに使われる鉛の相場は、2022年3月8日に1トンあたり2,700ドルと2011年7月以来の高値に上昇した後、9月27日には1,746ドルと2020年6月以来の安値をつけた。その後、2023年1月9日には2,310ドルまで上昇した後、6月1日には1,976ドルまで下落した。9月1日に2,300ドル超をつけた後、足元は2,000ドル近くで推移している。

9月上旬には、LME在庫の大量保有が報告され、地金の入手可能性が懸念される場面があった。9月後半には、LME倉庫への大量の地金搬入があり、需給ひっ迫懸念は後退した。

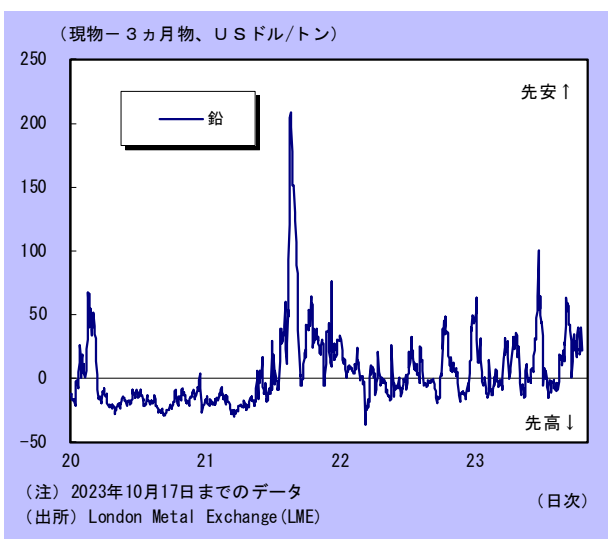
中国を中心に夏場の鉛需要は低調に推移した模様であり、自動車生産の回復などによる鉛需要の持ち直しは秋以降に持ち越されたようだ。冬場には季節需要が高まることもあり、鉛相場は底堅い推移が見込まれる。

(図表 20) 鉛

鉛相場と LME 指定倉庫在庫の推移



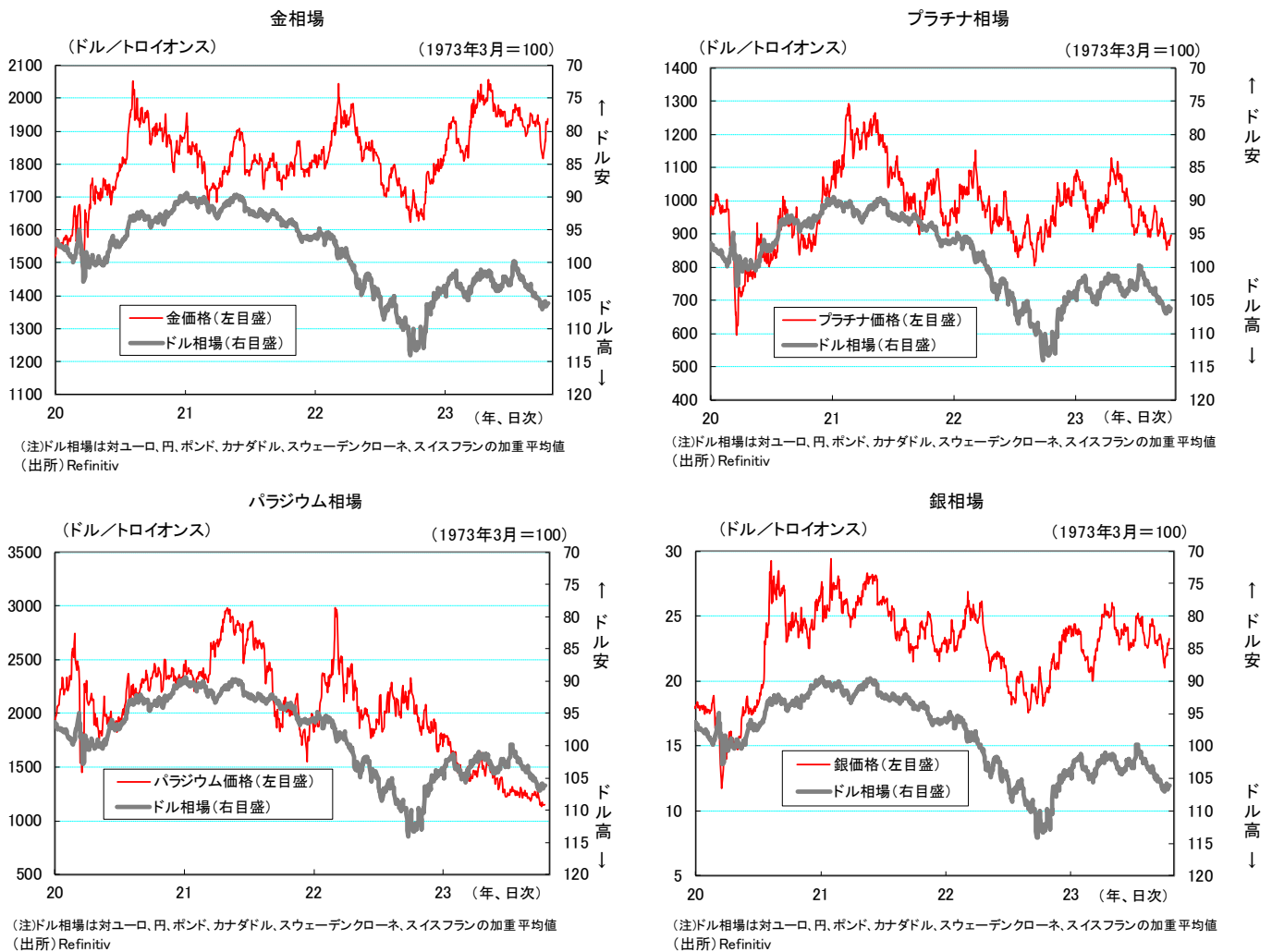
現先スプレッド (現物-3ヶ月物) の推移



#### IV. 貴金属: 金相場は 10 月に 1,800ドル近くまで下落後、1,900ドル台を回復

金相場は、2022年3月8日に1トロイオンスあたり2,069.89ドルと2020年8月につけた史上最高値(2,072.49ドル)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5月4日には2,072.19ドルと史上最高値に再び迫った。その後、下落傾向で推移し、10月6日には1,809.50ドルまで下落した。その後、急騰し、足元は1,900ドル台を回復した。

(図表 21) 貴金属価格の推移



#### 【7月の動向】～中旬に一時1,980ドル超の高値

##### 米雇用統計に続き米CPIや米小売売上高も金買い材料

7月3日は、米供給管理協会(ISM)による6月の製造業購買担当者景況指数(PMI)が市場予想を下回って2020年5月以来の低水準となったことで、米利上げ観測がやや後退して金は買われる場面もあったが、総じて4日の米独立記念日の祝日を控えて取引は低調な中、やや売り戻され、結局、前日比ほぼ変わらずに落ち着いた。

祝日明けの 5 日は、6 月の米連邦公開市場委員会 (FOMC) 議事要旨が公表され、参加者の一部が 0.25% の利上げ継続を主張していたなどややタカ派的とされたものの、それも想定内と受け止められた。

6 日は、国際的な再就職支援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米企業の人員削減数や、米民間雇用サービス会社の ADP による全米雇用報告が米労働市場の堅調さを示したことで米利上げ観測が強まって弱気材料になった。

7 日は、6 月の米雇用統計で就業者数が市場予想を下回ったことがドル安につながり、金は反発した。

10 日はほぼ横ばいだった。前週末の米雇用統計がやや弱めだった一方で、サンフランシスコ連邦準備銀行のデイリー総裁やクリーブランド連銀のメスター総裁による追加利上げを見込むややタカ派的な発言があった。米金融政策をみるうえで重要指標である消費者物価指数 (CPI) の発表を 12 日に控えて、様子見ムードが強かった。

11 日は、米 CPI の発表を控えた様子見ムードの中、米長期金利がやや低下し、為替市場ではドルが下落して、金相場の上昇につながった。

12 日は、6 月の米 CPI が市場予想を下回ったことが買い材料になった。米利上げが 7 月 25~26 日の FOMC であと 1 回行われた後は、利上げが見送られるとの見方が強まったため、長期金利低下やドル安が進み、金相場を支援した。

13 日は、前日発表の米 CPI が引き続き強材料視される中で、この日は 6 月の生産者物価指数 (PPI) も市場予想を下回り、米利上げ長期化観測の後退が続き、金相場を支援した。

14 日は、米利上げ長期化観測の後退を背景とした金買いが一巡し、ほぼ横ばいだった。前日に米連邦準備制度理事会 (FRB) のウォラー理事が行った発言がタカ派的だと受け止められた。

17 日は、前週の米インフレ指標が落ち着いていたものの、FRB 高官のタカ派発言もあったことから、9 月以降の利上げ停止について見方が収斂しない状態が続いており、金相場はほぼ横ばいだった。

18 日は、6 月の米小売売上高や米鉱工業生産が低調だったことを受けて、7 月の FOMC で利上げが打ち止めになるとの見方がやや強まり、金は買われた。

### 米利上げ停止観測で高値、FOMC は中立的もその後やや下落

19 日は、新規の材料不足の中、相場は動意が乏しく、横ばいであった。

20 日は、米新規失業保険申請件数が市場予想を下回って、労働需給のタイトさが意識される中、米長期金利上昇やドル高につながり、金相場は下落した。ただ、FRB は 7 月の FOMC を最後に利上げを停止するとの観測が根強く、下値は限られた。一時 1,987 ドルと 5 月中旬以来の高値まで上昇する場面があった。

21 日は続落した。前日からの米労働需給のタイトさへの懸念が続き、FOMC で利上げ継続姿勢を示して、市場の利上げ打ち止め観測に冷や水を浴びせる可能性がやや意識された。

24 日は、FOMC を控えて様子見ムードが強い中、S&P グローバルによる 7 月のユーロ圏総合 PMI が弱かったことなどからドル高が進み、金には売り圧力になった。

25 日は小反発した。FOMC の声明やパウエル FRB 議長の会見で、利上げ局面の終了が示唆される可能性があるとの見方から、金相場は底堅く推移した。前日に中国共産党が中央政治局会議で、内需拡大を

重視した政策支援を強化する方針を明言したことも同国の金需要を支えるとの見方につながった。

26日は、FOMCの結果を受けて、米長期金利低下やドル安の反応となったことなどから、金は上昇した。FOMCでの0.25%の利上げは市場に織り込み済みで、パウエル議長の記者会見は「多くのフォワードガイダンスを示すのに望ましい状況ではない」と金融政策の先行きは今後のデータ次第との姿勢を示し、タカ派にもハト派にも寄らない中立的なものだった。

27日は、4～6月期の米実質GDP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を下回ったことで、米利上げ停止観測がやや後退して、長期金利上昇やドル高につながり、金はやや売られた。

28日は、6月の米個人消費支出(PCE)価格指数や4～6月期の米雇用コスト指数(ECI)の伸びが減速したことで、利上げ継続への警戒感が緩和してドル安につながったこともあり、金は買われた。

31日は、前週末のインフレ関連指標の落ち着きもあって、米利上げが終了に近づいているとの観測が強まり、金買いにつながった。前営業日に一時2,000ドルを上回った先物は、この日は、清算値ベースでも5月15日以来の2,000ドル台乗せとなった。

## 【8月の動向】～中旬には1900ドル割れ

### 底堅い米景気とFRB高官のタカ派発言が上値を抑制

8月1日は、米ISMによる製造業PMIや米求人件数が市場予想を下回ったものの、景気は底堅いとの見方は揺るがず、長期金利上昇やドル高が進む中、金は売られた。

2日は、格付け大手フィッチ・レーティングスが米国債の格付けを引き下げたことから、安全資産としての金買いが先行する場面があったものの、その後、米民間雇用サービス会社ADPが発表した統計で就業者数が大幅増加したことを受けて米追加利上げ観測が強まると、金は下落に転じた。

3日は、翌日発表の米雇用統計が強めに出ることへの警戒感がある中、長期金利が上昇したことを嫌気して、金は続落した。

4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市場予想を若干下回り、懸念されたような強い内容ではなかったことで、市場では利上げ長期化懸念が後退し、長期金利低下やドル安につながって、金相場を支援した。

7日は、ニューヨーク連銀のウィリアムズ総裁が米紙のインタビューで来年にも利下げに踏み切る可能性に言及していた一方で、ボウマンFRB理事は追加利上げを支持するタカ派発言を行って、金の弱材料になった。

8日は、中国の貿易統計で輸出入の落ち込みが示されて同国景気の弱さが連想され、米国の景気の底堅さとの対照からドル高材料とされたことや、中国の金需要の鈍化観測につながったことで、金は続落した。

9日は前日の軟調な流れを引き継ぎ、続落した。翌日に7月の米CPIの発表を控える中、積極的な取引は見送られた。

### 米長期金利上昇やドル高で3月中旬以来の安値

10日は、7月の米CPIの前年比上昇率が市場予想を下回ったものの、やや加速したことや、30年物米国債の入札がやや低調だったことを受けて、米長期金利が上昇し、金は売りに押された。

11日は、7月の米PPIが市場予想を上回ったことが米利上げ長期化観測につながり、金相場は続落した。

14日は、前週末の流れを引き継いで、金は軟調に推移した。米長期金利が9カ月ぶりの高水準に上昇し、ドル指数が1カ月超ぶりの高値をつけ、金価格を抑制した。

15日は、7月の米小売売上高が市場予想を上回ったことで、米利上げが長期化するとの見方が改めて浮上し、米金利上昇やドル高が進み、金は続落した。中国の小売売上高や鉱工業生産が弱かったことも同国の金需要の停滞観測につながった。

16日は、7月のFOMC議事要旨では、一部のメンバーが行き過ぎた利上げによる景気へのリスクを指摘したものの、大半のメンバーはインフレ抑制を引き続き優先する考えを示したとされ、ややタカ派的内容との見方から金は下げ幅を拡大した。

17日は、前日のFOMC議事要旨が弱材料になったことに加え、米新規失業保険申請件数が市場予想よりも減少して労働需給の引き締まりを示したことも米利上げ長期化観測につながって金相場を抑制した。一時1,883ドルと3月中旬以来の安値をつけた。

### 米長期金利の上昇一服で金買い戻し後、米経済指標で追加利上げ観測が後退

18日はほぼ横ばい。米利上げ長期化観測が根強いものの、米長期金利上昇が一服し、前日に中国不動産大手、中国恒大集団が米破産法の適用を申請したことでややリスク回避のムードが広がったことも金の支援材料だった。

21日は、市場の関心がカンザスシティ連銀主催の「ジャクソンホール会議」でのパウエルFRB議長の25日の講演に向かう中、為替市場では対ユーロ中心にややドル安が進み、金は支援された。

22日は続伸した。米長期金利がロンドン時間に前日に続いて2007年11月以来の高水準を更新したものの、その後、上昇は一服したことを受けて、金は買われやすくなった。米長期金利はFRBが早いペースでの利上げを続けていた2022年10月の水準を上回った。

23日は、S&Pグローバルが発表した欧米のPMIを受けて、ドル安や米長期金利低下という反応になったため、金は続伸した。

24日は、米新規失業保険申請件数が2週連続で減少し、労働需給のタイトさを示したことが金には弱材料になったが、翌日にパウエル議長の講演を控えて、様子見ムードが強くなり、金相場はほぼ横ばいだった。

25日は下落した。パウエル議長の講演直前に思惑的に買われる場面もあったが、講演は「適切ならば追加利上げを行う用意がある」と追加利上げの可能性に言及があつてタカ派的内容との受け止めから直後は金売りが優勢となり、その後、バランスのとれた内容だったとの見方から下げ幅を圧縮したという流れだった。

28日は、前週末のパウエル議長講演を波乱なく通過した後、米長期金利の低下やドル高一服の動きを受けて、金が反発した。

29日は、7月の米雇用動態調査(JOLTS)で求人件数が減少したことや、米調査会社コンファレンス・ボードによる8月の消費者信頼感指数が市場予想を下回ったことで、米追加利上げ観測が後退して金利のつかない金の買いにつながった。ドル安が進んだこともドル建てで取引される金を支援した。

30日は、米民間雇用サービス会社ADPによる8月の全米雇用報告で就業者数の増加幅が鈍化したことや4~6月期の米実質GDPが下方改定されたことでFRBは利上げをいったん停止するとの見方が強まり、金は続伸した。

31日は、7月の米PCE価格指数が市場予想通りながら前年比上昇率が加速したことや米新規失業保険申請件数が減少したことが金には弱材料になった。

## 【9月の動向】~1,900ドル前半で一進一退

### 月初に高値後、高官発言や経済指標を受けて下落気味も1,900ドル台を維持

9月1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上回ったものの、失業率が上昇したことや賃金上昇率が鈍化したことで9月19~20日のFOMCでの利上げ見送り観測がさらに強まり、金は1,952ドルと8月上旬以来の高値まで買われた。もっとも、その後、米ISMによる製造業PMIが市場予想を上回ったことを受けて上げ幅を縮小した。

連休明けの5日は、財新/S&Pグローバルによる8月の中国サービス業PMIが弱めに出たことで同国の景気回復の遅れや金需要の停滞が意識されて金売りにつながった。ウォラーFRB理事が今後の追加利上げの可能性を排除しないという主旨のややタカ派的な発言を行ったことも弱材料だった。

6日は、米ISMによるサービス業PMIが市場予想を上回って長期金利上昇やドル高につながり、金相場は続落した。

7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米追加利上げの可能性が意識されて金の続落につながった。

8日は、FRB高官による9月のFOMCでの利上げ見送りを示唆する発言などを受けて長期金利が小幅低下する中、金は小幅上昇した。

11日は、9日付の読売新聞での植田日銀総裁へのインタビュー記事を受けて日本の金融政策の正常化がやや意識されたことや、中国人民銀行による人民元安阻止の姿勢を材料にドル安が進み、金相場を支援した。

12日は反落した。利益確定の売りに押されたことや、翌日に米金融政策への影響が大きい米CPIの発表を控えて利上げ停止観測の後退が警戒されたことが影響した。

### FOMC前は利上げ見送り見通しから上昇

13日は、米CPIが発表され、やや市場予想よりも伸びが上振れした内容だったことで、為替市場ではややドル高が進み、金は小幅安となった。もっとも、CPIはほぼ予想の範囲内でインフレ鈍化傾向を示すものとの見方に落ち着き、長期金利はやや低下して金相場を支えた。

14日は、8月のPPI、小売売上高、新規失業保険申請件数など米経済指標が市場予想よりも強めに出

たことや、欧州中央銀行（ECB）が政策金利の引き上げを決めたものの今回の利上げで打ち止めとすることを示唆したと受け止められたことで、ドル高が進み、金は 1,900 ドル近くまで下落した。ただし、その後は買い戻され、前日比小幅高となった。

15 日は続伸した。全米自動車労組（UAW）が米自動車大手 3 社の従業員による一斉ストライキを決定したことを受けて、金には安全資産買いが入った。米ミシガン大学による 9 月の消費者調査で、予想インフレ率が低下したことも米利上げ見送り観測をより強め、金の支援材料になると受け止められた。

18 日は、19～20 日に FOMC を控えて、積極的な取引が手控えられる中、為替市場でややユーロ高・ドル安が進んだことを受けて、金はやや買われた。

19 日は小動きだった。翌日の FOMC の結果発表を前に積極的な取引は手控えられた。

20 日は、FOMC の結果を前に為替市場でドル安が進み、金相場は押し上げられた後、FOMC の結果を受けて、金は上昇幅を圧縮した。FOMC での政策金利の据え置きは市場に織り込み済みだったものの、政策金利の見通しで、改めて年内にあと 1 回の利上げを見込む姿勢を示したことや、2024 年の想定利下げ回数が 4 回から 2 回へと修正されたことがタカ派的と受け止められ、長期金利が反転上昇し、ドル高が進んで、金相場を押し下げた。

## FOMC 後は軟調

21 日は、前日のタカ派的な FOMC を受けて、ドル高や長期金利上昇が進み、金は下落した。米 10 年債利回りは約 16 年ぶりの高水準になった。

22 日は、米長期金利の上昇が一服したことで金相場は支えられた。ボストン連銀のコリンズ総裁やボウマン FRB 理事が米利上げ継続方針を支持する考えを示したことは上値抑制材料とみられた。

25 日は、米長期金利が再び上昇に転じ、ドル高も進んだことで金相場は反落した。ラガルド ECB 総裁が政策金利を高水準で維持する姿勢を示したことが市場金利の上昇圧力になり、シカゴ連銀のクールズビー総裁がインフレを目標水準まで引き下げる必要性を述べたことが金利高・ドル高につながった。

26 日も米長期金利の高止まりやドル高を受けて、金は下落した。ミネアポリス連銀のカシュカリ総裁は、公表したレポートで、もう 1 回利上げを行った後、長期間金利を据え置けば「ソフトランディング」できる確率は 60%、インフレのため金利を大幅に引き上げる確率は 40%、との見方を示して、高金利の長期化観測につながった。金現物が一時 1,900 ドルを下回った。

27 日も金は続落した。この日もミネアポリス連銀総裁のレポート内容などを材料に米政策金利の高止まり観測が続いた。金先物が 1,900 ドルを下回った。

28 日も米金利の先高観を嫌気した金売りが続いた。連日のように上昇している 10 年物米国債利回りは、この日も、一時 4.69%と 2007 年 10 月以来の高水準をつける場面があった。ドル高が一服したことは金の下支え材料になった。

29 日も続落した。8 月の米 PCE 価格指数が発表され、FRB が重視するエネルギーと食品を除いたコア指数の伸びが前月から鈍化したことで長期金利低下やドル安につながり、金は上昇したが、その後、期末要因や利益確定の売りから下落に転じた。ニューヨーク連銀総裁は講演の準備原稿で利上げを終了する



可能性を示唆した。

### 【先行き】～不安定ながら高水準の長期金利の割に底堅い推移か

9月のFOMCでは、広く予想されていた通り、利上げ見送りが決定された。今後の政策金利の行方については、年内にあと1回の利上げが示唆され、2024年は4回の利下げを見込んでいたものが2回へと修正されたため、金には弱材料となった。一方、「CMEフェドウォッチ・ツール」によると、市場が織り込んでいる年内の利上げ確率はやや高まったとはいえ、4割前後の状態が続き、金相場は一進一退だった。

そうした中、10月2日は、米ISMによる9月の製造業PMIが市場予想を上回ったことや、ボウマンFRB理事やバーFRB副議長によるややタカ派的ととれる発言を受けて、米長期金利上昇やドル高が進み、金相場を下押しした。

6日は、9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大幅に上回ったことで、長期金利(10年物米国債利回り)が一時4.9%に迫って2007年8月以来の水準に達し、金は1,809.50ドルまで下落した。しかし、その後、失業率が横ばいにとどまったことや平均時給の伸びが鈍化したことを改めて評価して、長期金利は低下し一時4.7%台をつけ、金は買い戻しが優勢となった。

7日には、パレスチナのイスラム組織ハマスがイスラエルを攻撃し、安全資産である金は買われた。また、9日にはジェファーソンFRB副議長とダラス連銀のローガン総裁、10日にはアトランタ連銀のボスティック総裁、ミネアポリス連銀のカシュカリ総裁と、ハト派発言が相次いで、米追加利上げ観測が後退し、金相場を押し上げた。

さらに13日には、イスラエルがパレスチナ自治区ガザに歩兵部隊と戦車部隊を投入したと発表し、戦闘の激化が想定される中、中東情勢の不安定化が懸念され、安全資産としての金需要が膨らみ、金相場は大幅上昇し、1,900ドル台を回復した。

米金融政策の行方は、依然として、データ次第の状況が続いているとみられる一方で、ウクライナ情勢は改善がみられず、米中対立の構図は変わらず、米国では政治の混乱が続いているうえに、中東情勢の緊迫化も加わって、リスク回避の金買いの材料には事欠かない。金相場は、不安定ながら、高水準の長期金利の割に底堅い推移が続くだろう。

－ 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さまの決定、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。