

経済レポート

コモディティ・レポート(2018年4~6月)

調査部 主任研究員 芥田 知至

・コモディティ市況全般：上値重い

ドル建て国際商品市況全般の動向を示すロイター・コアコモディティCRB指数(終値ベース)は、2016年2月11日にボトムをつけた後、2017年中盤まで頭打ち傾向となっていたものの、2018年5月23日には2015年7月以来の高値をつけた。その後、米中貿易摩擦への懸念などからやや下落している。先行き、コモディティ相場の中長期的な上昇傾向は維持されるとみられるものの、上値は重くなるだろう。

・エネルギー市況：ブレント原油は5月に80ドル台まで上昇

国際指標とされるブレント原油は、上昇傾向で推移し、2018年5月17日に一時80.50ドルと2014年11月以来の高値をつけた。米国の対イラン制裁が強材料だが、米中貿易摩擦や米国の利上げが弱材料となる。当面、原油相場は高止まりが続こうが、さらに上値を追う状況にはなりにくいだろう。

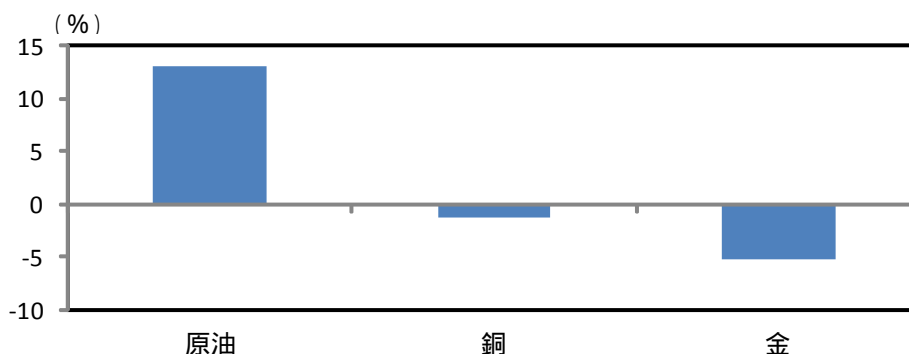
・ベースメタル市況：銅は7,300ドル台まで上昇後、6,100ドル割れまで下落

銅相場は、2017年5月8日に5,462.50ドルまで下落した後、2018年6月7日には7,348.00ドルと2014年1月以来の高値をつけたが、その後は下落している。鉱山ストの有無や、貿易戦争の成り行きが不透明要因になり、銅相場の先行きは見通しづらいが、上値が重いながらも上昇傾向で推移するものと思われる。

・貴金属市況：金は下落傾向で推移して1,230ドル前後

金相場は、2018年1月25日には1,366.07ドルまで持ち直し、3月頃まで高止まっていたが、4月以降は下落傾向となり、足元は1,230ドル前後で推移している。先行き、米利上げなどが弱材料だが、各種リスク要因が再び強材料視される可能性もある。目先は金相場の調整局面が続きそうだが、下値は限定的だろう。

原油・銅・金相場の騰落率(2018年6月末と2018年3月末の比較)



・コモディティ市況全般の概況：上値重い

ドル建て国際商品市況全般の動向を示すロイター・コアコモディティ・CRB指数(終値ベース)は、2016年2月11日にボトムをつけた後、2017年中盤まで頭打ち傾向となっていたものの、2018年5月23日には2015年7月以来の高値をつけた(図表1)。

マクロ経済環境をみると、世界景気は昨年のような勢いはないものの、底堅さは維持している。原油は、米国のイラン核合意離脱やカナダ・リビア・ベネズエラでの生産障害などが押し上げ材料になったが、サウジアラビアやロシアの増産姿勢が上値を抑えた。また、米中の貿易摩擦の激化は、コモディティ全般を押し下げた。世界景気の拡大傾向は続き、コモディティ相場の中長期的な上昇傾向も維持されようが、「貿易戦争」や米国の利上げが下押し要因となり、上値が重い展開が続くだろう。

(図表1)ロイター・コアコモディティ・CRB指数の推移
(1967年 = 100) (1973年3月 = 100)



(注)ドル相場は対ユーロ、円、ポンド、カナダドル、スウェーデンクローネ、スイスフランの加重平均値
(出所) Bloomberg

(図表2)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

エネルギー

1. 原油市況：ブレント原油は5月に80ドル台まで上昇

国際指標とされるブレント原油は、2016年1月20日に一時1バレルあたり27.10ドルと2003年11月以来の安値をつけた後、一進一退を繰り返しながらも上昇傾向で推移し、2018年5月17日に一時80.50ドルと2014年11月以来の高値をつけた。米国産のWTI原油は、同様に2016年2月11日につけた26.05ドル（2003年5月以来の安値）をボトムに上昇し、高値は2018年7月3日につけた75.27ドル（2014年11月以来の高値）となっている。

【4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
2日	↓ (67.64)	米中貿易摩擦の深刻化、サウジアラビアによる5月のアジア向け原油価格の引き下げ、3月のロシアの原油生産量の増加などが押し下げ材料となり、大幅下落した。米国による鉄鋼・アルミニウムの輸入制限措置への報復として、中国政府が農産物など128品目に対して最高25%の関税を上乗せしたことを受けて、「貿易戦争」への懸念が深まった。
3日	↑ (68.12)	前日の大幅下落の反動や株価の反発で、買い戻しの動きが出た。ロシアのノバク・エネルギー相が石油輸出国機構(OPEC)と非加盟産油国とが来年にも合同組織を設立する可能性があることと述べたことも支援材料になった。
4日	＝ (68.02)	米中貿易摩擦の激化への懸念から売られた。この日発表された米エネルギー情報局(EIA)の週次石油統計では、原油在庫が市場予想に反して減少し、原油相場の支援材料になったものの、中国政府が米国から輸入する大豆、自動車、航空機など106品目に25%の関税を上乗せすると第2弾の対抗措置を発表し、貿易摩擦の激化が世界景気の悪化につながるとの懸念が強まった。
5日	↑ (68.33)	米中貿易摩擦に対する懸念が和らいだことを背景に原油相場は上昇した。前日に米政府高官が、中国の知的財産権侵害を理由にした貿易制裁措置について、話し合いにより発動を回避できる可能性を示唆したことで、貿易摩擦への懸念が和らいだ。
6日	↓ (67.11)	トランプ米大統領が中国に対する1000億ドル規模の新たな追加関税を警告し、中国が「強力な反撃」の用意があると表明したため、貿易摩擦への懸念が強まり、原油相場は反落した。
9日	↑ (68.65)	トランプ米大統領が「中国は貿易障壁を撤廃するだろう」と楽観的な見方を示したことを受けて、貿易摩擦への懸念が和らぎ、原油相場を押し上げた。また、シリアのアサド政権による化学兵器使用疑惑を巡って、米国がシリアへの再攻撃に踏み切る可能性が意識されたことも相場を押し上げた。

10日	↑ (71.04)	中国の習近平国家主席が経済フォーラムで演説し、輸入拡大により貿易黒字を削減する意向を表明し、トランプ米政権との対話に前向きな姿勢を示したため、貿易摩擦の激化懸念が後退した。このほか、米国がシリア再攻撃に踏み切る可能性が意識されることも、相場の押し上げ要因になった。
11日	↑ (72.06)	トランプ米大統領がシリア情勢を巡って英仏と軍事行動に向けた調整をみせたことや、サウジアラビアが首都リヤドの上空でミサイルを迎撃したとの報道などを受けて、地政学リスク懸念から原油相場は買われた。
12日	= (72.02)	シリアのアサド政権に対する軍事行動について「いつになるとは言っていない」とのトランプ大統領のツイッターを受けて、早期の武力行使に対する懸念がやや後退したものの、米露の対立への懸念は続いた。また、バーキンド・OPEC事務局長が、石油在庫の削減が加速していることや、協調減産が現行の期限である年末を越えて延長される可能性があることに言及したことが買い材料視され、原油相場は高値圏の推移が続いた。
13日	↑ (72.58)	シリア情勢への警戒感や需給引き締め観測が継続したことから、原油相場は上昇した。
16日	↓ (71.42)	14日に米英仏がアサド政権の化学兵器施設に対するミサイル攻撃を行ったものの、攻撃が限定的だったとの見方から、地政学リスク懸念が後退し、原油相場は下落した。
17日	= (71.58)	翌日発表になる週次統計で原油在庫の増加が示されるとの観測や、米政府が対イラン制裁の解除継続の是非を見直す期限が5月12日に迫る中、制裁の再発動への懸念が強まっていることが相場の押し上げ材料として指摘された。
18日	↑ (73.48)	EIAの週次統計で、ガソリンなど石油製品の在庫減少幅が市場予想を上回ったことや、サウジアラビアが原油価格を80ドル、あるいは100ドルまで引き上げたい意向だと報道されたことを材料に相場は続伸した。
19日	↑ (73.78)	前日のサウジアラビアが原油高を志向しているとの報道などを材料に高値圏で推移したが、それまでの相場上昇で利益確定売りが出やすかったことなどから、ブレントで小幅高、WTIで小幅安にとどまった。
20日	↑ (74.06)	トランプ米大統領がツイッターで、「人為的に原油価格を引き上げている」とOPECを批判したことで、原油相場が下落する局面があったものの、一時的にとどまり、結局、小幅高となった。
23日	↑ (74.71)	米国による対イラン再制裁の可能性や、需給引き締め観測などを背景に続伸した。
24日	↓ (73.86)	米長期金利の上昇などを背景に株価が大幅に下落して投資家のリスク回避姿勢が強まる中、リスク資産の一角である原油も売られた。

25日	= (74.00)	E I A が発表した週次統計で、原油在庫が市場予想に反して増加し相場の押し下げ材料になったものの、対イラン制裁の再開懸念が押し上げ材料になり、この日の原油相場は小反発した。
26日	↑ (74.74)	前日にマクロン仏大統領が、トランプ米大統領がイラン核合意を破棄するとの予想を述べたことなどを材料に、相場は続伸した。
27日	= (74.64)	対イラン制裁再開への懸念など強材料となったものの、米石油サービス会社ベーカー・ヒューズが発表した米国の石油掘削リグの稼働数が増加を続けたことなどが弱材料となり、相場は小幅下落となった。
30日	↑ (75.17)	前日にポンペオ米務長官が、イラン核合意が修正されなければ離脱すると改めて警告したことや、イスラエルのネタニヤフ首相によるイランが核合意に違反している証拠があるとの発言を受けて、相場は反発した。

【5月の動向】～上昇後、やや下落

1日	↓ (73.13)	為替市場でドル高が進み、ドル建てで取引される原油の割高感につながったため、原油相場は下落した。
2日	↑ (73.36)	E I A の週次統計で原油在庫が大幅増加となったことなどが弱材料であったが、米連邦公開市場委員会 (F O M C) の声明が次回 6 月会合での利上げ実施観測を迫認するものであったものの、利上げペースの加速を示唆するほどではなかったことから一時的にドル安が進み、原油買い材料となった。
3日	↑ (73.62)	トランプ大統領がイラン核合意からの離脱の可否を判断する期限である 12 日が迫る中、イランのザリフ外相が核合意の修正を迫る米国の要求は受け入れられないと発言したことなどが相場押し上げ材料になった。
4日	↑ (74.87)	目新しい材料はなかったが、産油国の協調減産による需給引き締め感やイラン核合意を巡る地政学リスクが相場上昇の背景だったとみられる。
7日	↑ (76.17)	イラン核合意を巡る懸念に加えて、米石油大手コノコフィリップスが仲裁裁判所の裁定に基づき、ベネズエラ国営石油会社 P D V S A がカリブ海に保有する 20 億ドル相当の資産を差し押さえる動きに出たことが材料視された。ベネズエラの大米関係が一段と悪化し、経済・社会の混迷の影響で原油供給が一層落ち込むことが連想された。また、この日、トランプ大統領はツイッターで「米東部時間の 8 日午後 2 時にイラン核合意に関する決定を発表する」と投稿し、核合意離脱の判断の期限を 12 日から 4 日前倒しする意向を示した。
8日	↓ (74.85)	これまでの価格上昇を受けた利食い売りが出ていたが、トランプ米大統領がイラン核合意からの離脱を発表した後に下げ幅を縮小した。









9日	↑ (77.21)	E I A が発表した週次統計で、原油在庫が市場予想を上回る減少となったため、原油相場が急反発した。なお、8日には、トランプ米大統領がイラン核合意からの離脱を表明したものの、利益確定の動きが優勢となっていたが、9日は、180日の猶予期間を経て対イランの石油取引に対する米国の制裁が再発動されることなどが意識され、原油高要因になったとみられる。
10日	↑ (77.47)	イラン産原油の供給減懸念などから相場は続伸した。イスラエルとイランとの軍事的な対立激化への懸念も相場の押し上げ材料になったとみられる。
11日	↓ (77.12)	米国による対イラン制裁が発動されても、他産油国による増産で原油供給にさほど混乱は生じないとの見方が強まったことや、米石油サービス会社のベーカー・ヒューズが発表した米国内の石油掘削リグの稼働数が増加を続けたことが弱材料となった。
14日	↑ (78.23)	O P E C が月報を公表し、世界的な供給過剰が事実上解消されたとの見解を示したと報道されたことから、相場は反発した。
15日	= (78.43)	中国の固定資産投資や小売売上高が市場予想を下回ったことが弱材料となったものの、引き続き、イラン産原油の供給懸念が強材料として意識され、相場は小幅続伸した。
16日	↑ (79.28)	E I A の週次統計において、原油在庫の減少幅が市場予想を上回ったことを受けて、相場は続伸した。国際エネルギー機関 (I E A) が発表した月報で、世界の石油需要見通しが下方修正されたことは弱材料だった。
17日	= (79.30)	イラン産原油の供給減観測が強い中で、ブレント原油が一時 2014 年 11 月以来となる 80 ドル台をつけるなど相場は強含んでいたが、その後、利益確定売りに押され、結局、W T I は前日比横ばい、ブレントは小幅高にとどまった。
18日	↓ (78.51)	20日にベネズエラの大統領選を控えて、同国に対する米国の制裁が強まり、原油生産がさらに落ち込む可能性が意識されたことが強材料だったが、為替市場でのドル高がドル建てで取引される原油の弱材料になり、下落した。
21日	↑ (79.22)	20日にベネズエラの大統領選で反米左派のマドゥロ大統領が再選されたことを受けて、米国による経済制裁が強化され、原油生産が一段と落ち込むとの見方から原油は買われた。実際、トランプ米大統領は21日に、ベネズエラ政府などによる国有財産売却を制限する大統領令に署名し、制裁を強化した。
22日	↑ (79.57)	トランプ大統領が、米中貿易協議には満足していないと発言したことや、6月12日に予定される米朝首脳会談について開催されない可能性もあると述べたことが弱材料となったが、ベネズエラやイランからの原油供給が減少するとの懸念が下支え要因となり、やや上昇した。



23日	= (79.80)	ベネズエラやイランからの供給懸念が根強いものの、OPECが6月にも産油量の引き上げを決定する可能性があるとの関係筋が述べたと報道されたことや、EIAの週次統計で、原油在庫が市場の減少予想に反して大幅増加となったことが弱材料となり、上値は限定された。
24日	↓ (78.79)	OPECなど産油国が協調減産を緩和する可能性が意識されたことが弱材料となった。ロシアのノバク・エネルギー相は「生産制限をソフトに緩める可能性がある」と述べた。
25日	↓ (76.44)	サウジアラビアとロシアが協調減産の緩和を協議したことを受けて、大幅続落となった。協議には、OPEC議長であるアラブ首長国連邦(UAE)のマズルーイ・エネルギー相も加わり、産油量の日量100万バレルの引き上げを検討したと報道された。ロシアのノバク氏は、6月の会合でOPECと非OPEC産油国が協調減産の段階的な緩和を決める可能性があるとの述べた。
28日	↓ (75.30)	サウジアラビアやロシアが原油供給を増やすとの観測が下押し材料になった。米英が休日で薄商いだった。
29日	= (75.39)	これまでの大幅下落の反動で、買い戻しの動きがみられたが、サウジアラビアやロシアからの供給増観測が重しとなり、上値は限定された。
30日	↑ (77.50)	ロシア中央銀行が原油の増産案に対して、油価が下落すれば、同国金融業界にリスクをもたらすと警戒感を示したことや、イタリアの政局を巡る不安感がやや後退して投資家のリスク志向が回復したことなどを背景に、原油相場は上昇した。
31日	= (77.59)	EIAの週次統計で原油在庫の減少幅が市場予想を上回り、強材料となった一方で、サウジアラビアが、原油の供給不足が発生した場合は、供給を段階的に調整する方針だと報道されたことなどが弱材料となった。なお、米国内の需給緩和が意識されるWTIは下落幅が大きくなり、ブレントとの価格差が拡大した。

【6月の動向】～上昇

1日	↓ (76.79)	5月の米国雇用統計で雇用増加数が市場予想を上回ったことなどから為替市場でドル高が進行し、ドル建てで取引される原油の下押し要因になった。ベーカー・ヒューズ社が発表した米石油掘削リグの稼働数が増加を続けたことも弱材料だった。なお、WTIとブレントの価格差は一時11.57ドルにまで拡大した。
4日	↓ (75.29)	原油相場は続落した。22日のOPEC総会で増産が決定されるとの観測が強まった。

5日	= (75.38)	原油相場が小反発した。米政府がサウジアラビアなど一部のOPEC加盟国に対し、日量100万バレル程度の増産を要請したとの報道を受けて、原油相場は下落したが、その後、ドル安などを背景に小反発した。
6日	= (75.36)	産油量が大幅に落ち込むベネズエラの国営石油会社PDVSAが一部出荷分について、不可抗力条項(force majeure)の適用を検討していると報道されたことが買い材料となったものの、EIAの週次石油統計で原油在庫が市場予想に反して増加したことや、米国の産油量が日量1080万バレルと過去最高を更新していたことが弱材料となり、相場は小反落した。
7日	↑ (77.32)	前日にイラクのルアイビ石油相が「原油増産はOPEC総会の検討事項にない」と述べたことや、アルジェリアのギトウニ・エネルギー相が、OPECが減産緩和よりも需給均衡を重視する可能性に言及したことから、22日のOPEC総会で減産緩和方針が決定されない可能性が意識され、相場の押し上げ材料になった。
8日	↓ (76.46)	ベーカー・ヒューズ社が発表した米石油掘削リグの稼働数が増加を続けたことや、中国貿易統計で5月の原油輸入量が日量920万バレルと前月(960万バレル)から減少したことを材料に反落した。米金融大手JPモルガンが原油価格見通しを引き下げたことも弱材料になった。
11日	= (76.46)	前半は売りが優勢であったが、イラクのルアイビ石油相が「市場の増産要求を過度に強調すべきではない」とし、一部産油国による一方的な決定は受け入れられず、現行の減産合意を維持するべきとの認識を示したことを受けて、値を戻し、結局、横ばいだった。
12日	↓ (75.88)	OPEC総会や、OPEC加盟国と非OPEC産油国との会合が22~23日に迫る中、原油市場参加者の様子見姿勢は強まったとみられる。OPECが月報で原油市場の見通しが不透明だと述べたことが弱材料になった。
13日	↑ (76.74)	EIAの週次統計で、原油在庫が市場予想を上回る減少となり、石油製品在庫も市場予想に反して減少したことを受けて、原油相場は上昇した。FOMCでは、0.25%の利上げ決定は市場予想通りだったものの、今年の利上げ想定回数が4回へと引き上げられたことを材料にいったんドル高が進んだが、原油相場の反応は限られた。
14日	↓ (75.94)	ブレント原油は、ドル高の影響などから下落した。WTIは小幅高だった。WTIはブレントに比べて出遅れ感があったことなどが、WTIの上昇につながった。

15日	 (73.44)	大幅下落となった。14日にロシアのノバク・エネルギー相がサウジアラビアのファリハ・エネルギー産業鉱物資源相と会談した後に、7月1日から産油国が段階的な減産緩和(=増産)を実施する可能性があること述べたことが弱材料になった。また、トランプ米政権が知的財産権侵害を理由とした中国への制裁関税を7月6日から段階的に発動すると表明し、中国政府が報復措置を講じる可能性が高まったことも嫌気された。ベーカー・ヒューズ社が発表した米石油掘削リグの稼働数が増加を続けたことも下押し要因になった。
18日	 (75.34)	産油国による減産緩和の規模が小幅になるとの思惑が優勢になり、原油相場が上昇した。一方で、EIAのシェールオイルの生産動向を示す統計で、7月の生産量が過去最高を更新する見通しであったことは弱材料と目された。15日の取引時間終了後に、中国政府が米国による対中国制裁と同規模の制裁措置(石油を含む総額500億ドルの米国産品に25%の関税)を採ると発表し、報復合戦の様相を呈した米中「貿易戦争」も下押し材料として意識された。
19日	 (75.08)	前日にトランプ米政権が新たに2000億ドル相当の中国産品に10%の追加関税を課すことを検討すると表明したことで、米中貿易戦争への懸念が強まった。株式など他のリスク資産と同様に原油も売られた。
20日	 (74.74)	EIAの週次統計で、原油在庫が市場予想を上回る大幅な減少となったことを受けて、WTIは反発した。しかし、産油国会合で減産が緩和されるとの見方から、ブレントは続落した。
21日	 (73.05)	OPEC総会が22日に迫る中、減産緩和(=増産)に難色を示していたイランが小幅増産であれば容認する姿勢を示したことなどから、増産が決定されるとの見方が強まり、原油相場の下落につながった。
22日	 (75.55)	OPEC総会の結果を受けて、原油相場は反発した。OPEC総会では、7月からの増産が合意されたものの、増産幅が小幅にとどまるとの見方から原油高につながった。声明文には増産幅は明記されなかったが、日量60~80万バレルの増産になるとの見方が多かった。
25日	 (74.73)	22日時点では産油国の増産が小幅にとどまるとの見方が優勢であったが、23日に非OPEC産油国も含めた合同閣僚会合が開催され、増産幅がやや拡大する可能性もあるとの見方が生じ、相場下落につながった。
26日	 (76.31)	トランプ米政権が各国にイラン産原油の輸入停止を要請したことを受けて、原油供給抑制観測が強まり、原油相場は大幅高となった。

27日	 (77.62)	E I A が発表した週次統計で、原油在庫が市場予想を上回る減少となり、石油製品在庫も市場予想ほど増加しなかった。また、カナダの石油・ガス生産最大手、サンコー・エナジーのオイルサンド施設（生産能力：日量 36 万バレル）が 6 月 20 日から稼働停止に陥ったことを受けて、W T I の受け渡し地点であるクッシングの原油在庫が大幅減となった。イラン産原油の供給減少観測や、リビアで国際的に承認された「統一政府」と武装勢力との抗争が続き、原油供給が不安定になっていることも、相場の押し上げ材料だった。
28日	= (77.85)	イラン産原油の供給減少観測、米国需給の引き締め観測、カナダ・リビア・ベネズエラの供給混乱への懸念などから小幅続伸した。
29日	 (79.44)	引き続き、イラン産原油の供給減少見通しなど複数の要因による需給引き締め観測が根強く、原油相場は続伸した。

【先行き】～上値は限定的ながら緩やかに上昇

米中貿易戦争への懸念が強まる中、多くのリスク資産は軟調だ。当事国である中国株価の下落幅が大きいか、世界経済へも悪影響があるとの見方から各国の株価が売られている。銅・アルミニウムといった工業原材料となる資源の価格も、6月以降、下落傾向が強まっている。しかし、原油は、6月に上昇傾向で推移し、7月に入っても高止まり傾向がみられる。

最近の原油相場を振り返ると、6月22日のOPEC総会では減産緩和(=増産)が決定されたものの、増産幅が小幅にとどまったとの見方が強まり、大幅上昇した。さらに、6月26日にトランプ米政権が各国にイラン産原油の輸入停止を要請した後は、相場の上昇傾向が強まった。カナダの石油・ガス生産最大手であるサンコー・エナジーのオイルサンド施設が6月20日から停電によって稼働停止に陥ったことも、北米を中心に原油需給を引き締めた。政府と武装勢力との抗争が続くリビアや、経済危機が続くベネズエラで、原油供給が不安定なことも相場を押し上げた。

一方、トランプ米大統領は、原油価格を抑制すべく、サウジアラビアなどに増産するよう圧力をかけているが、今のところ成功しているとは言い難い。7月5日には、OPECに対して「石油価格を今すぐ下げろ」とツイッターに投稿したものの、市場の反応は限定的だった。

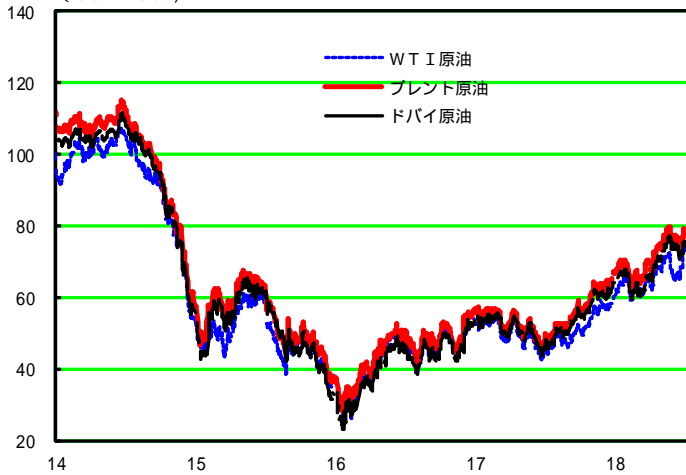
原油相場は複数の要因によって支えられているが、さらに大幅上昇しそうな雰囲気ではない。

実際、7月11日には、欧州北海産のブレント原油は6.9%の下落と2年強ぶりの大幅安となった。前日に米国が2000億ドル相当の中国製品に10%の追加関税を課す方針を明らかにしたことで米中貿易摩擦の激化が懸念されたことや、供給不安の一因であったリビアで原油輸出が再開されたことが原油相場を一気に冷やした。原油は相対的に高止まりしているとはいえ、支援材料が盤石なわけではない。

今後、イラン産原油の供給が減少し、原油相場押し上げ要因になることが見込まれる。しかし一方で、原油需要は力強さを欠きそうだ。今年に入って、欧州や中国など世界景気はやや減速している。貿易戦争や米国の利上げの悪影響が見込まれる中、当面、景気の再加速は見込み難い。原油相場は高止まりが続こうが、さらに上値を追う状況にはなりにくいだろう。

(図表3) 原油市況の推移

(ドル/バレル)



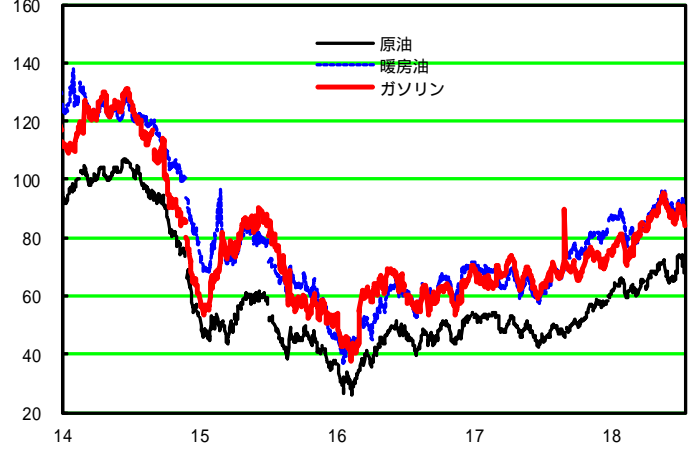
(注) 直近は7月16日

(出所) Bloomberg, 日本経済新聞

(年、日次)

(図表4) 石油製品市況の推移

(ドル/バレル)



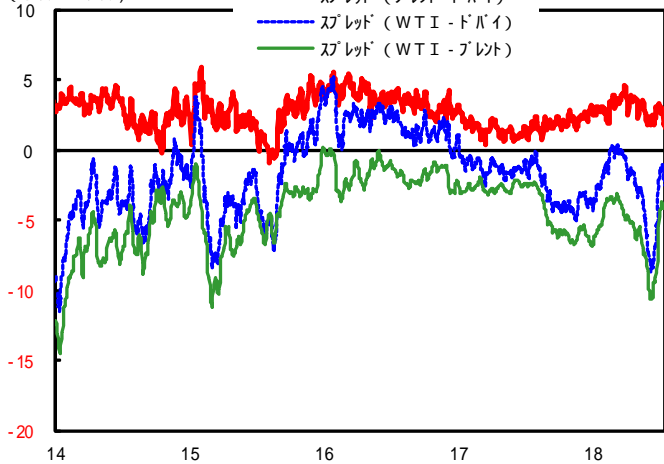
(注) 直近は7月16日。すべてNYMEXの期近物

(出所) Bloomberg

(年、日次)

(図表5) 油種間スプレッドの推移

(ドル/バレル)



(注) 5日移動平均値、直近は7月16日

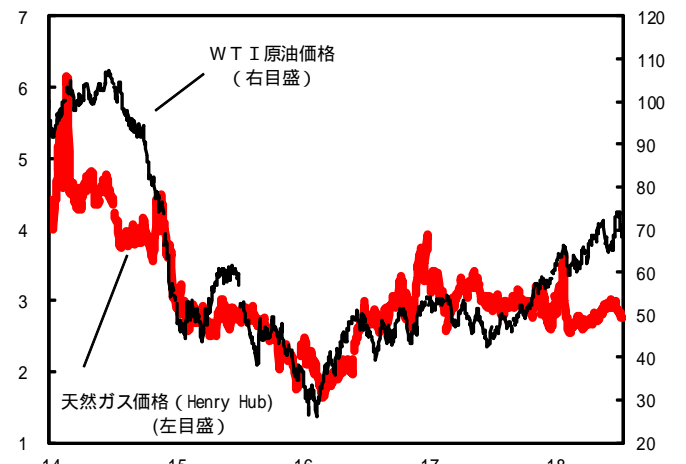
(出所) Bloomberg, 日本経済新聞

(年、日次)

(図表6) 米国天然ガス市況の推移

(ドル/百万Btu)

(ドル/バレル)



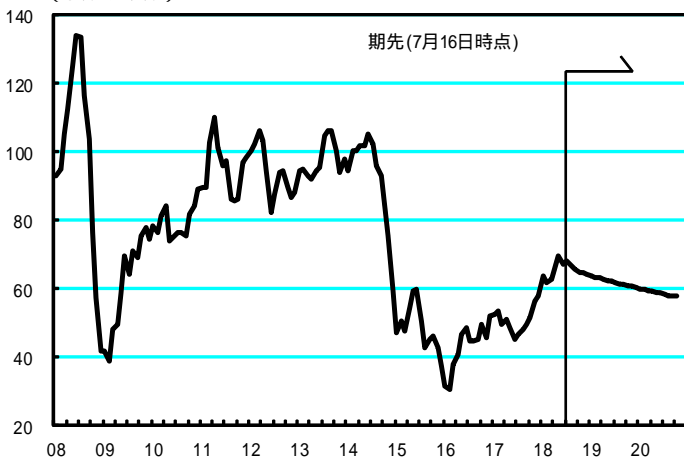
(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略

(注2) 直近は7月16日

(年、日次)

(図表7) 原油先物価格と先物カーブ

(ドル/バレル)



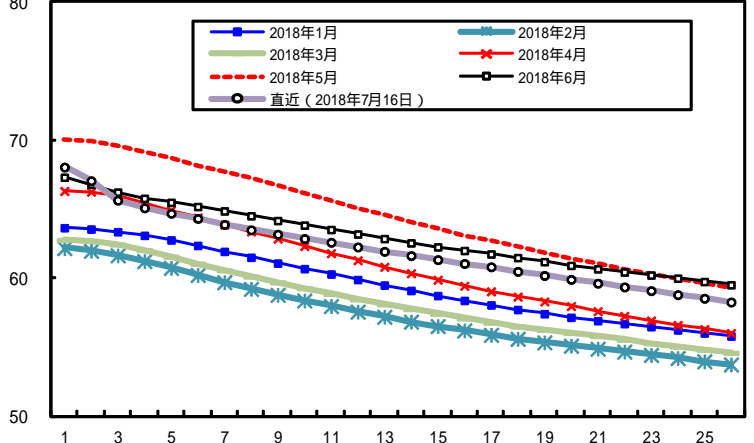
(注) 限月は28ヵ月先まで、2018年7月16日時点

(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(年、月次)

(図表8) WTI原油の先物カーブの変化

(ドル/バレル)

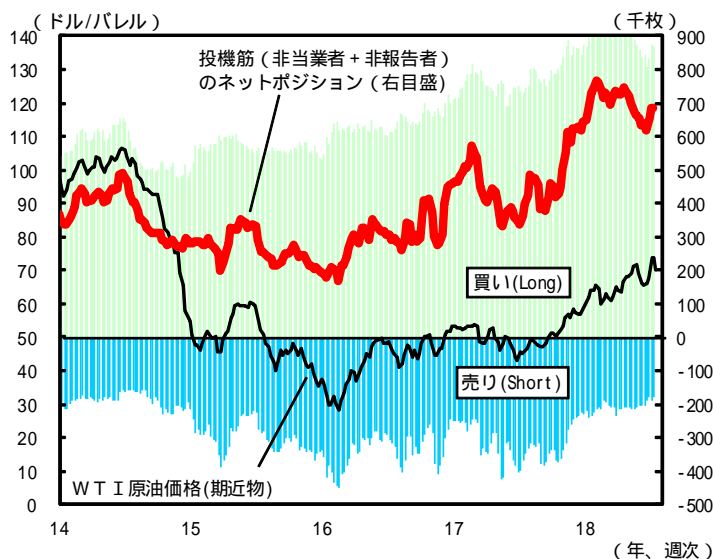


(注) 各時点における各限月(28ヵ月先まで)のWTI原油先物価格

(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

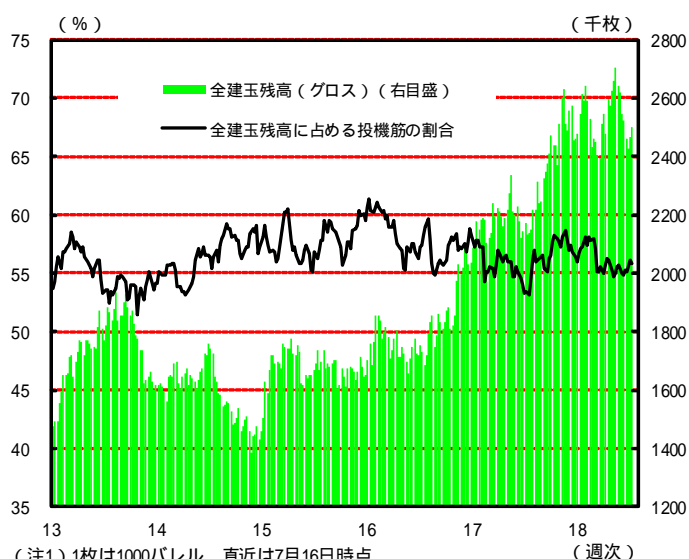
(限月)

(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7月10日時点、WTI原油は7月11日～16日の平均値
 (注2) 旧分類に基づいた統計により作成
 (出所) CFTC

(図表10) 原油先物の建て玉 (NYMEX)



(注1) 1枚は1000バレル。直近は7月16日時点
 (出所) 米国先物取引委員会 (CFTC)

(図表11) OPECの原油生産量 (Bloomberg集計の推計値)

国名	生産量 <6月>	(前月差)	生産量 <5月>	(前月差)	産油能力	稼働率	生産余力 <6月>
アルジェリア	105.0	(3.0)	102.0	(3.0)	108.0	97.2%	3.0
アンゴラ	141.0	(-12.0)	153.0	(3.0)	158.0	89.2%	17.0
エクアドル	52.0	(0.0)	52.0	(0.0)	55.5	93.7%	3.5
赤道ギニア	13.0	(1.0)	12.0	(-1.0)	14.0	92.9%	1.0
ガボン	19.0	(1.0)	18.0	(-1.0)	22.0	86.4%	3.0
イラン	378.0	(-3.0)	381.0	(3.0)	385.0	98.2%	7.0
イラク	450.0	(2.0)	448.0	(5.0)	470.0	95.7%	20.0
クウェート	276.0	(5.0)	271.0	(1.0)	300.0	92.0%	24.0
リビア	69.0	(-30.0)	99.0	(0.0)	100.0	69.0%	31.0
ナイジェリア	162.0	(6.0)	156.0	(-25.0)	170.0	95.3%	8.0
カタール	61.0	(1.0)	60.0	(-1.0)	78.0	78.2%	17.0
サウジアラビア	1,030.0	(33.0)	997.0	(7.0)	1,150.0	89.6%	120.0
UAE	289.0	(2.0)	287.0	(1.0)	315.0	91.7%	26.0
ベネズエラ	138.0	(-6.0)	144.0	(-5.0)	150.0	92.0%	12.0
OPEC 14カ国	3,183.0	(3.0)	3,180.0	(-83.0)	3,475.5	91.6%	292.5

(注1) 2016年11月のOPEC総会において、産油量を日量約120万バレル減産し、3,250万バレルとする決定がなされた。

(注2) インドネシアは2016年1月よりOPECに再加盟していたが、2016年11月の総会で加盟資格が停止された。ガボンは2016年7月よりOPECに再加盟。赤道ギニアは2017年5月に加盟。

(注3) 産油能力は、30日以内に生産可能で、かつ90日以上持続可能であることが条件。

(注4) サウジアラビアとクウェートの生産量には中立地帯の生産量が1/2ずつ含まれる。

(注5) 稼働率(%) = 生産量 / 産油能力 * 100。生産余力 = 産油能力 - 生産量

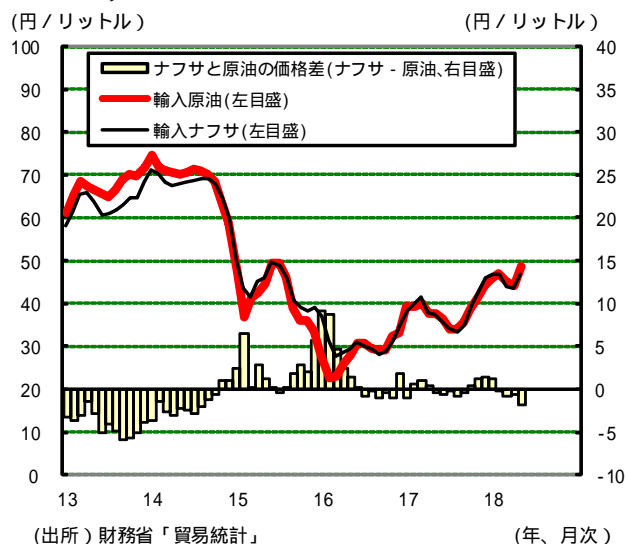
(出所) Bloomberg

2. ナフサ市況：地政学リスク要因などによる原油高に連れ高

日本の輸入ナフサ価格（通関）は、2016年3月に1リットルあたり27.7円まで下落した後、2018年1月には46.9円まで上昇した。5月は46.7円であった。一方、輸入原油価格は2016年2月に22.5円にまで下落した後、2018年5月には48.5円に上昇した（図表12）。ナフサと原油の価格差は、2016年初は9.2円までナフサ高幅が拡大したが、2016年夏場以降はゼロ前後で推移している。

アジアのナフサ市況の推移をみると、2016年2月10日をボトムに上昇傾向で推移し、2018年5月22日がピークとなっている。原材料である原油価格の動向に沿った動きになっている。原油との相対価格をみると、欧米のガソリン需要の好調を受けて、アジアへのナフサ流入が減ったことからナフサ高が進んだ後、米中貿易戦争への懸念などからナフサ安となり、足元にかけてナフサ高に戻している。先行き、米中貿易戦争、米国による対イラン制裁、サウジアラビアやロシアなどによる原油増産など強弱の材料がある中、原油とともにナフサ価格も不安定ながら、下値・上値とも限定された推移が予想される。

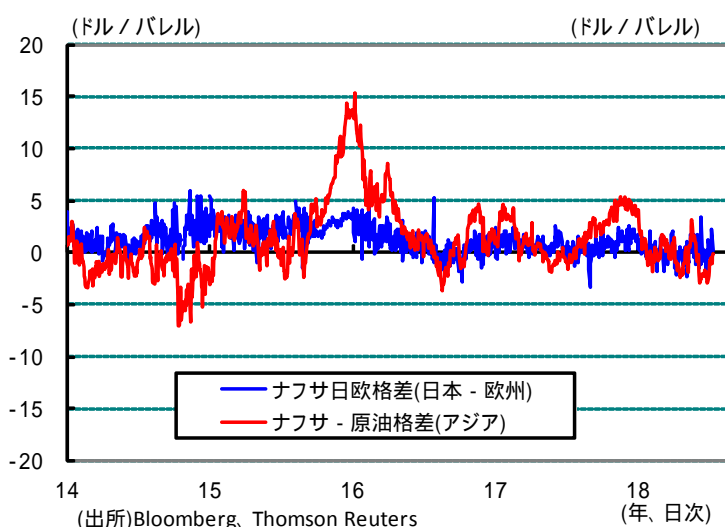
（図表12）日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



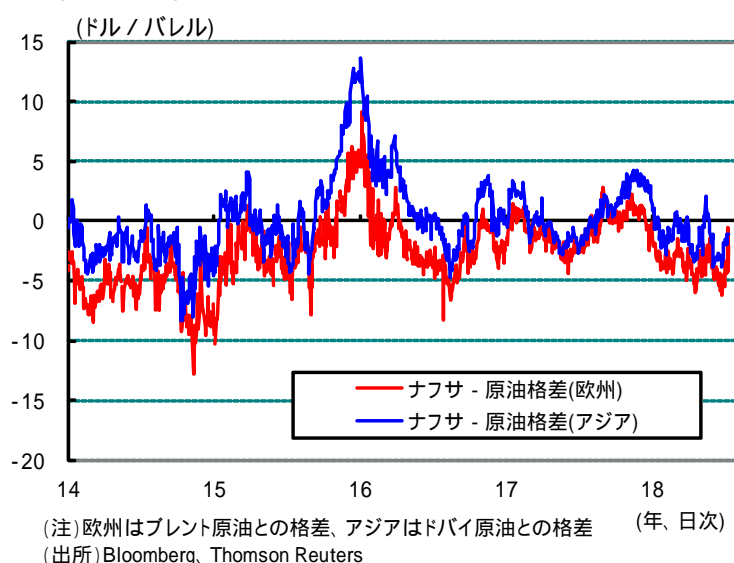
（図表13）アジアの原油・ナフサの市況



（図表14）ナフサの日欧格差とナフサ・原油価格差



（図表15）日欧でのナフサ・原油の価格差

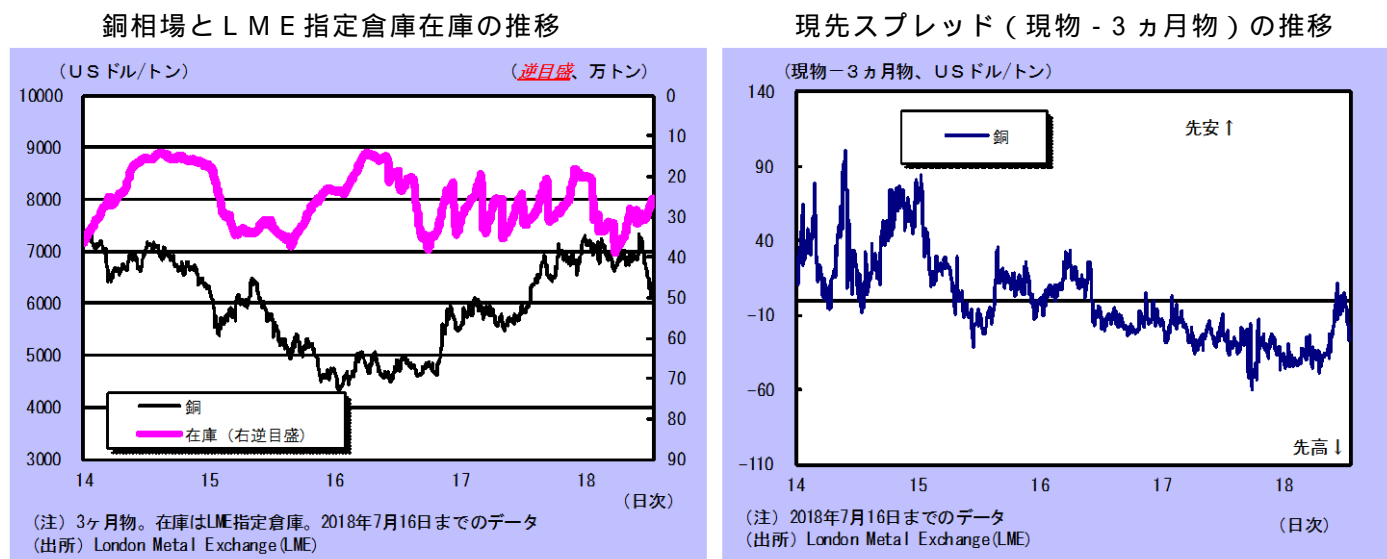


. ベースメタル

1. 銅を中心とした概況 : 7,300 ドル台まで上昇後、6,100 ドル割れまで下落

非鉄ベースメタル相場の中心となる銅相場は、2016年1月15日に1トンあたり4,318ドルと2009年5月以来の安値をつけた後、上昇傾向で推移している。2018年6月7日には7,348.00ドルと2014年1月以来の高値をつけた。その後は下落して、足元は6,200ドル前後で推移している。

(図表 16) 銅



【4月の動向】～上昇後、下落

中旬に一時7,100ドル超まで上昇

イースター休暇明けの3日は、31日に中国国家统计局が発表した3月の製造業購買担当者景況指数(PMI)が市場予想を上回ったことなどがやや相場の押し上げ材料になった。1日に中国国務院が米国による鉄鋼やアルミニウムの輸入制限措置への報復として、米国産の豚肉や果実類など128品目に最大25%の関税を上乗せすると発表し、2日から実施したため、「米中貿易戦争」による景気の落ち込みなどが懸念されたが、この日は、銅相場にはあまり影響がなかった。

しかし、4日の銅相場は、米中貿易戦争への懸念から、下落した。3日には、米通商代表部(USTR)が中国による知的財産権の侵害に対する制裁措置として、25%の追加関税を課すリストの原案を発表した。航空宇宙・情報通信技術・機械などのハイテク分野を含む1300品目からなり、金額は500億ドル規模であった。これに対し、中国政府は、4日に米国産の大豆・航空機・自動車など106品目、500億ドル相当に25%の追加関税を課すとの対抗措置を発表する動きとなった。

5日は、前日に米国のロス商務長官やクドロー国家経済会議(NEC)委員長が交渉によって制裁を回避できる可能性を示唆したことや、中国の崔天凱・駐米大使が米中双方の協力が必要と述べたことから、両国の通商摩擦への懸念が後退し、銅相場は上昇した。

しかし、6日には、前日にトランプ米大統領が「中国の不当な報復」への対抗措置として、1000億ド

ルの追加関税の検討をUSTRに指示し、これに対し中国も新たな対抗措置を講じる構えをみせたことで、通商摩擦の激化懸念が強まり、銅相場の下押し材料になった。

その後、注目された中国の習近平国家主席の演説が米中の通商摩擦への懸念を強めるような内容ではなかったこと（10日）や、資源大手リオ・ティント社が、銅需給は、当面、均衡した後、2020年代には供給不足になるとの見方を示したこと（10日）が銅相場の押し上げ材料になった。中国では鉱工業生産や固定資産投資といった経済指標が市場予想を下回り（17日）、やや下落材料になったものの、19日には、一時、7,100ドル超まで上昇した。

なお、世界最大の銅鉱山エスコンディエダで公式交渉の前に時期を早めて行われていた労使交渉は、進展がないまま26日に終了した。

27日には、ドル高などを材料に2.4%とやや大幅な下落になった。30日には、中国国家统计局が発表した4月の製造業PMIが市場予想よりも小幅低下にとどまったことを受けて、銅相場はやや上昇した。

【5月の動向】～小動き

米中の通商摩擦や景気動向を材料に一進一退が続く

財新/マークイットが発表した4月の中国の製造業PMIが市場予想に反して上昇したこと（2日）、4月の米国雇用統計で雇用増加数が市場予想をやや下回ったとはいえ景気の底堅さを示したこと（4日）、4月の中国貿易統計で輸出入が堅調だったこと（8日）、4月の中国の鉱工業生産が冬場に行われていた環境規制が緩和されたことを背景に市場予想を上回ったこと（15日）などが銅相場の支援材料となったが、為替市場でドル高が進んだことや、LME指定倉庫の在庫の減少に歯止めがかかったこと（14日）、中国の4月の小売売上高や固定資産投資が市場予想を下回ったこと（15日）などが銅相場の下押し要因になった。

なお、3～4日には北京で米中通商協議が行われたものの、大きな成果なく終了したとみられ、「貿易戦争」への懸念は残った。

その後、17～18日には、通商摩擦を巡る米中による2回目の公式協議が行われた。中国は輸入拡大や規制緩和など対外開放姿勢をアピールして交渉の決裂は回避されたものの、米国が重視する対中貿易赤字削減に向けた数値目標の導入や、中国による知的財産権の侵害問題の解決策に踏み込むことは出来ず、結論は先送りされ、やはり「貿易戦争」への懸念は残った。

中国景気の減速懸念がやや緩和も、貿易戦争への懸念が続く

20日には、ムニューシン米財務長官が「米中が互いに関税を課すのを控えることで一致した」と述べ、貿易戦争への懸念が緩和したが、22日には、トランプ米大統領が最近の米中通商協議に「満足していない」と発言し、再び貿易戦争への懸念が強まった。こうした状況を受けて、銅相場は一進一退となった。

その後、米中通商摩擦やイタリア政局を材料に、もみ合う展開となった。28日には、インド南部のタミルナド州の政府がインド系資源大手のベダント傘下の銅精錬所（年産40万トン）に対して、環境汚染を理由に閉鎖を命じた。同精錬所では、環境汚染に抗議するデモ参加者のうち13人が死亡する事件が発

生していた。31日は、中国国家统计局が発表した5月の製造業PMIが市場予想を上回ったことで、中国景気の減速懸念が和らぎ、銅相場は小幅高となった。

【6月の動向】～上昇後、下落

エスコンディエーダ鉱山のスト懸念で上昇

6月1日には、英豪系資源大手のBHPビリトンが操業する世界最大の銅鉱山であるチリのエスコンディエーダ（年産90.3万トン）の労使交渉が始まった。同鉱山では、昨年春頃に労使交渉が難航して44日間のストライキに陥ったことや、4月に行われた早期交渉も不調だったことから、今回の交渉への警戒感が出ている。労組側は、1人当たり34,000ドルのボーナス、5%の給与の引き上げなどを求めている。

銅相場は、5日に4月下旬以来となる7,000ドル台に乗せ、7日には7,348ドルと2014年1月以来の高値をつけた。なお、LME市場における現物と先物（3カ月物）との価格差は、コンタンゴ（先高）からバックワーデーション（先安）に変化し、現物需給の引き締まりを示唆するようになっていたが、実際の銅需給は、それほどタイト化していないとの見方があった。

中国景気減速観測で下落

しかし、8日には、エスコンディエーダの労組が交渉が順調に進む可能性を示唆し、ストライキ懸念が後退した。11日には、BHPビリトン傘下でチリにあるスペイン鉱山（年産19.9万トン）で労使交渉が妥結したため、エスコンディエーダ鉱山でも労使交渉が円滑に進むことが連想された。

その後も、5月の中国の新規人民元建て融資が市場予想を下回って減少したこと（13日）、鉱工業生産、固定資産投資、小売売上高といった5月の中国の景気指標が市場予想を下回ったこと（14日）、米利上げペースの加速観測やECBによる低金利継続観測を背景としてドル高が進んだことなどを背景に銅相場は下落気味に推移した。

米中貿易戦争懸念で下落

6月半ば以降、米中の通商摩擦が激化して、世界景気の減速や資源需要の減退につながる懸念され、銅相場の下落が続いた。

15日には、トランプ米政権が中国による知的財産権侵害を理由にした貿易制裁の対象品目の最終案を公表した。25%の関税を課す中国製品は1102品目、総額500億ドルで、7月6日に第1段階として340億ドル分を実施するとした。中国政府は、即刻、同様の対抗措置を採ると反応し、16日に659品目の米国製品、総額500億ドルに対して25%の関税を課すと発表した。

これに対し、トランプ米大統領は、18日に、中国による知的財産権侵害に対する制裁として、さらに2,000億ドルの中国製品に10%の追加関税措置を検討すると表明した。中国政府が再び対抗措置を採れば、さらに2,000億ドルの中国製品に追加関税をかけるとも警告した。また、トランプ米政権は、中国などによる対米投資により技術流出が起これ、安全保障が脅かされる事態を憂慮し、外国による投資規制案を月内にもまとめるとの見方が浮上した。

24日には、中国人民銀行が7月5日より預金準備率を0.5%ポイント引き下げると発表し、銅など金属相場の押し上げ材料視されたものの、相場上昇は持続しなかった。

25日には、米財務省が、中国資本が25%以上を占める企業が産業上重要な技術を有する米国企業を買収することを禁じる規則を策定していると報道された。米中の貿易摩擦が一段と強まることが懸念され、銅相場の下落材料になった。もっとも、27日には、中国企業の対米投資に関する規制について、既存の対米外国投資委員会（CFIUS）による審査の厳格化で対応する方針が明らかにされた。中国に狙いを絞ったより厳しい方策が検討されているとの見方もあったが、強硬策は見送られた。それでも、貿易戦争に対する懸念は続き、銅相場は軟調に推移した。

30日には、中国国家统计局が発表した6月の製造業PMIが市場予想を下回って低下した。

【先行き】～上値重いながらも上昇傾向維持か

銅相場は、6月に入って、エスコンディータ鉱山での労使交渉が難航するとの見方から、7,348ドルと4年超ぶりの高値まで上昇した。しかし、その後は、米中の「貿易戦争」が世界景気や銅需要を落ち込ませるとの懸念から、下落を続け、7月に入って6,100ドル割れまで低下した。

エスコンディータの労使交渉は、期限である7月24日が迫る中、労使の主張は、依然として隔たりが大きく、潜在的な銅相場の押し上げ材料として意識されている状況である。一方で、米中の貿易戦争は、7月6日からついに双方が追加関税を課す状況となり、報復合戦がエスカレートする可能性も無視できない状況となっている。足元では、貿易戦争への警戒感が鉱山ストへの懸念を上回っているようだ。また、銅需要が低迷する傾向がある夏季を迎えていることや、世界景気に昨年までのような力強さがないことも、銅相場下落の要因とみられる。

鉱山ストの有無や、貿易戦争の成り行きが大きな不透明要因になり、銅相場の先行きは見通しづらいものの、世界景気が拡大基調を維持する中、銅需給は緩やかな引き締め傾向を示すと考えられ、銅相場は上値が重いながらも上昇傾向で推移するものと思われる。

2. 各他品目の概況

(1)アルミニウム市況：4月の高値から下落して7月中旬には2,000ドル強

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、2015年11月23日には1トンあたり1,432.5ドルと2009年6月以来の安値をつけた後、上昇傾向で推移している。4月5日には1,977ドルと2017年8月以来の安値まで下落したものの、4月19日には一時2,718ドルと2011年5月以来の高値まで上昇した。その後、7月中旬にかけて2,000ドル近くまで下落した。

米国による対ロシア追加制裁がアルミニウム相場の押し上げ材料になった。4月6日には、米国政府が、2016年の米大統領選へのロシアの介入疑惑などを理由に、ロシアのプーチン大統領に近いとみられる実業家、企業、政府高官を対象とした追加制裁を発表し、この中には、アルミニウム生産世界2位のUCルサー社と同社前CEOのオレグ・デリパスカ氏が含まれていた。他金属が下落する中で、供給懸念が強まったアルミニウムは上昇した。4月10日には、ロンドン金属取引所（LME）が17日以降、ルサ

ールのアルミニウムを公認ブランドのリストから外すと発表した。ちなみに、6日時点のLME倉庫のアルミニウム在庫126万トンのうち、東ヨーロッパの在庫は45万トンであり、このほとんどがルサル製だとされた。

11日にはスイス系資源大手のグレンコアが、13日には英豪系資源大手のリオ・ティントが、それぞれ、ルサルに対する米国の制裁を受けて、一部顧客との契約で不可抗力条項（force majeure）を発動する方針を明らかにした。グレンコアはルサルの株主かつ顧客であり、リオ・ティントにとってルサルは合弁先である。19日には、LME相場は、一時、2,700ドル超まで上昇したが、中国の国内価格に比べて割高になったため、中国からアルミニウム地金の輸出が行われるとの見方が強まり、その後は下落に転じた。

23日には、米財務省が、ルサルから供給を受けている米企業の対応期限を6月5日から10月23日に延期するとともに、デリパスカ氏が経営から手を引けば制裁緩和を検討する方針を示した。これを受けて、2,500ドル前後で高止まりしていたアルミニウム相場は、2,200ドル台まで急落した。

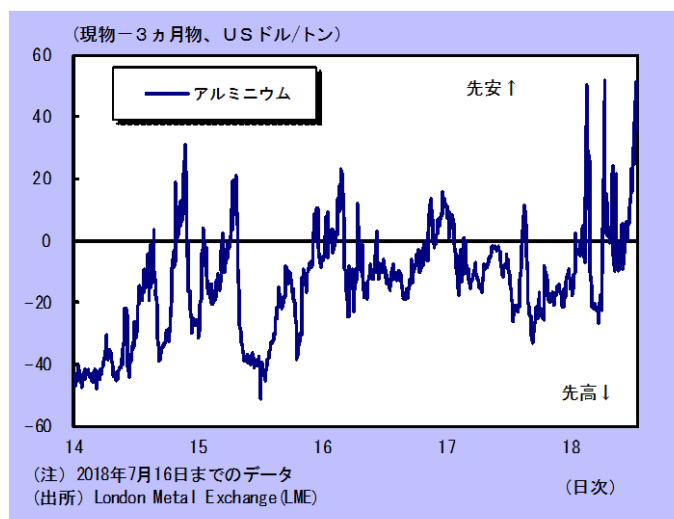
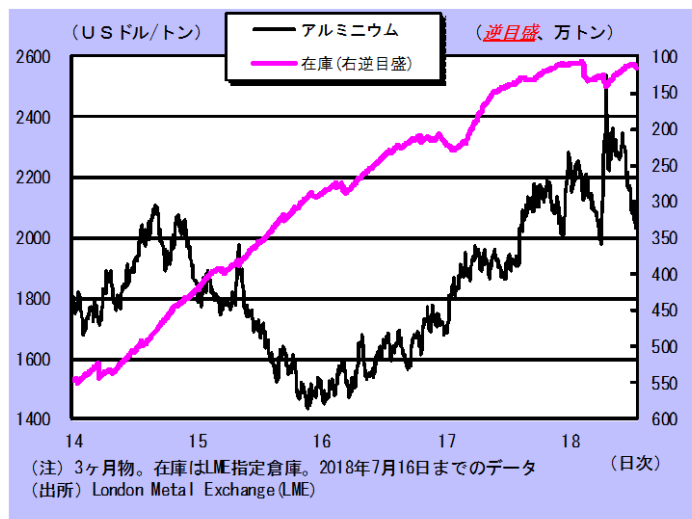
5月18日には、ルサルが、「デリパスカ氏はルサルの親会社であるエンプラス（En+）を辞任し、ルサルの取締役に戻ることもない」と発表した。

一部では、7月16日の米露首脳会談で、ルサルの制裁の件が取り上げられる可能性が取りざたされたが、特に言及はなかったものとみられる。

(図表 17) 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ヵ月物）の推移



(2) ニッケル市況：4月に16,000ドル台の高値後、13,000ドル台に下落

ステンレスの原材料になるニッケルの相場は、2016年2月11日に1トンあたり7,550ドルと2003年以來の安値まで下落した後、11月11日には12,145ドルまで上昇した。2017年6月13日には8,680ドルの安値をつけたが、その後は、上昇傾向で推移している。2018年4月19日には一時16,690ドルと2014

年 12 月以来の高値まで上昇した。その後、7 月中旬にかけて 13,000 ドル台に下落した。

4 月 6 日に米政府は、2016 年の米大統領選への介入疑惑などを理由に、プーチン露大統領に近い企業や実業家などを対象とした追加制裁を発表し、その中に UCL 社が含まれていたが、同社はニッケル生産世界 2 位のノリリスク・ニッケル社の株式 28% を保有していることなどから、米政府の制裁がニッケルにも波及することが懸念された。

18 日には、ノリリスク・ニッケルの 2 製品が LME の公認ブランドから外れたことが材料視された可能性が指摘される。この LME の決定は、昨年 10 月になされたもので、米国の対ロシア制裁とは無関係だが、誤って、関連付けて受け止められたものとみられる。

5 月 17 日には、国際ニッケル研究会 (INSG) が、3 月の世界ニッケル市場は 1.57 万トンの供給不足だったと発表した。

6 月 1 日には、ステンレス製造の際にニッケル地金の代替原料となるニッケル銑鉄の大手メーカーである山東鑫海科技 (Shandong Xinhai Technology) が減産を発表し、買い材料となった。

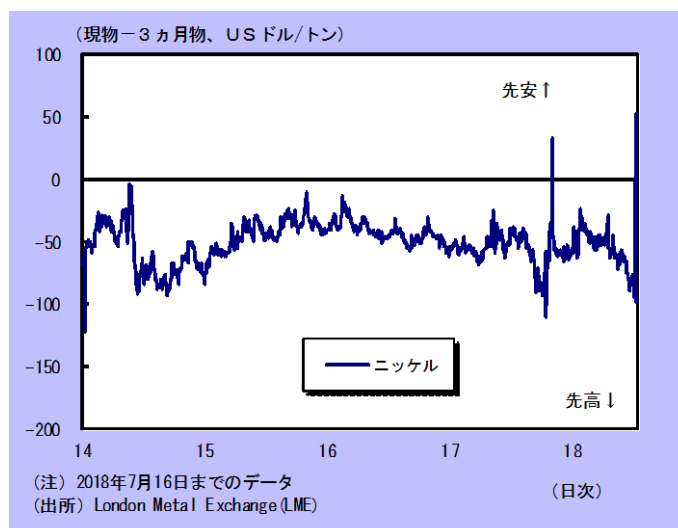
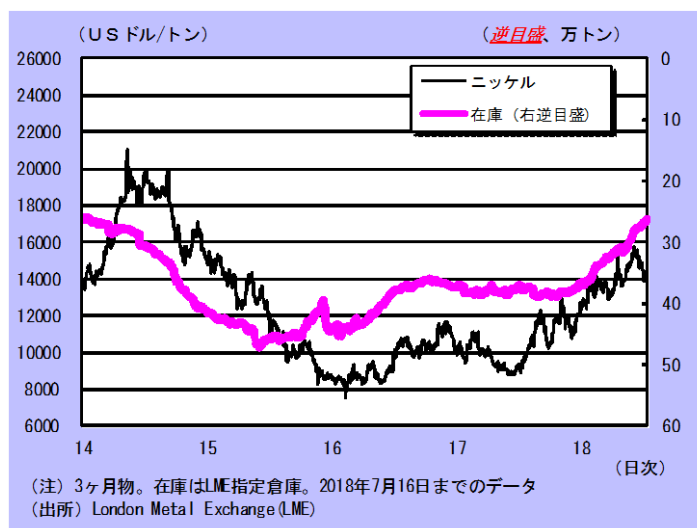
14 日には、中国の粗鋼生産量が前年比 8.9% 増、前月比 5.8% 増と大幅増になったことがニッケルや亜鉛の強材料になった。

なお、フィリピンでは、18 日付で小規模鉱山については、政府の開発許可の一時停止措置を解除する方針が示されたとされる。鉱山事業者は、大規模鉱山についても開発禁止が解除されるように政府に促しているようだ。

(図表 18) 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：2,500 ドル近くと 2017 年 6 月以来の安値まで下落

鋼材のメッキ向けが主用途の亜鉛の相場は、2016 年 1 月 12 日に 1 トンあたり 1,444.5 ドルと 2009 年 7 月以来の安値をつけた後、上昇傾向で推移している。2018 年に入って、2 月前半に下落する局面があったが、2 月 15 日には 3,595.50 ドルと 2007 年 7 月以来の高値をつけた。その後は、下落傾向で推移し、7

月中旬には2,500ドル割れと2017年6月以来の安値まで下落してきている。

6月14日には、中国の粗鋼生産量が前年比8.9%増、前月比5.8%増と大幅増になったことが亜鉛やニッケルの強材料になったものの、マクロ経済指標の鈍化を背景に中国景気の減速観測が強まり、6月後半の亜鉛相場は下落傾向となった。

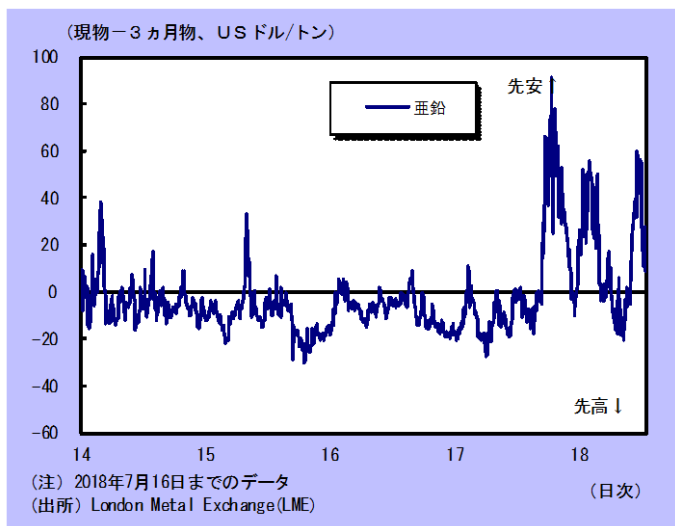
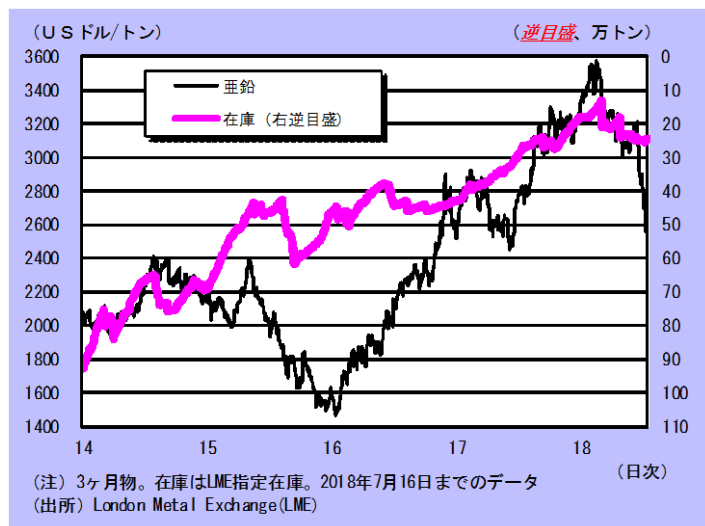
また、国際鉛亜鉛研究会（ILZSG）によると、亜鉛は2018年中に新規鉱山からの供給能力が88万トン程度増加するとされており、先行きの需給緩和観測が生じやすくなっている。

市況の軟化に対して、28日には、中国の主要亜鉛製錬会社が10%の減産を計画していると報道された。亜鉛相場は、一時的に下げ止まったが、中国企業による減産計画について懐疑的な見方が多く、7月にかけて安値を更新する動きになっている。

(図表 19) 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ヵ月物）の推移



(4) 錫市況：緩やかに下落して7月は20,000ドル割れで推移

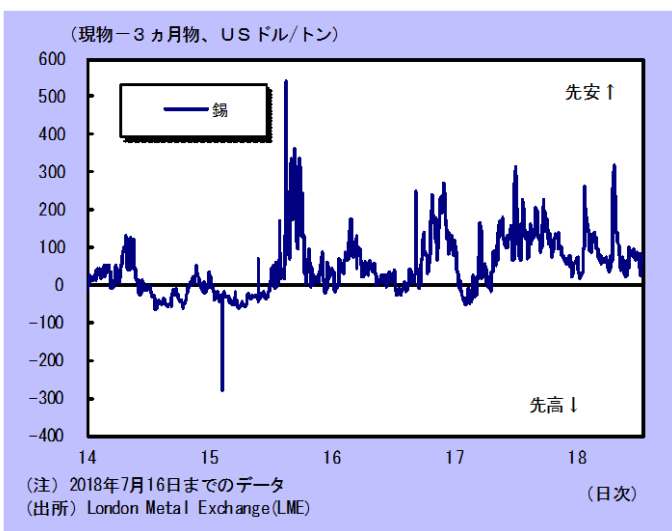
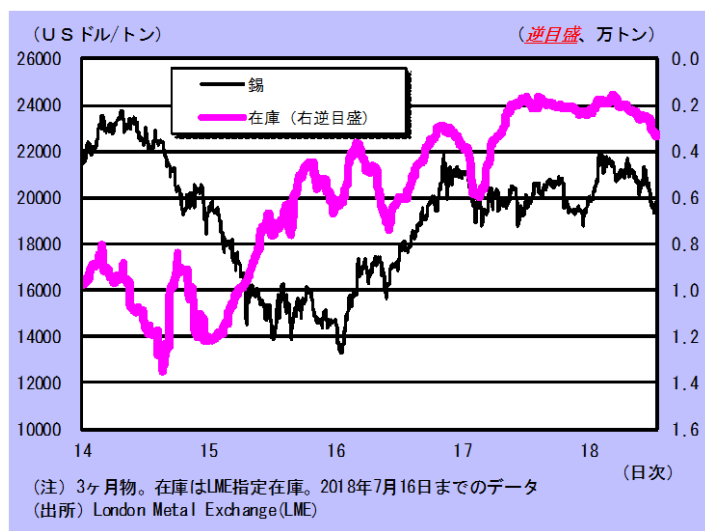
電子部品のはんだ付けなどに使われる錫の相場は、2017年に1トンあたり19,000～21,000ドルを中心に小動きとなった後、2018年1月は上昇し、29日には22,000ドルと2016年11月につけた高値に並んだ。その後は下落傾向となり、7月は20,000ドル割れで推移している。

インドネシアからの供給が潤沢な状態が続いたとみられる。6月22日には、5月のインドネシアの錫輸出が大幅増（前年比では132%増）になったと報道された。

(図表 20) 錫

錫相場と L M E 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



(5)鉛市況：下落して2,200ドル前後

バッテリー向けなどに使われる鉛の相場は、2015年11月中旬には1トンあたり1,566ドルと2010年6月以来の低水準となっていたが、その後は上昇傾向となり、2018年2月2日には2,685ドルと2011年7月以来の高値をつけた。その後は下落傾向となり、7月中旬は2,200ドル前後で推移している。

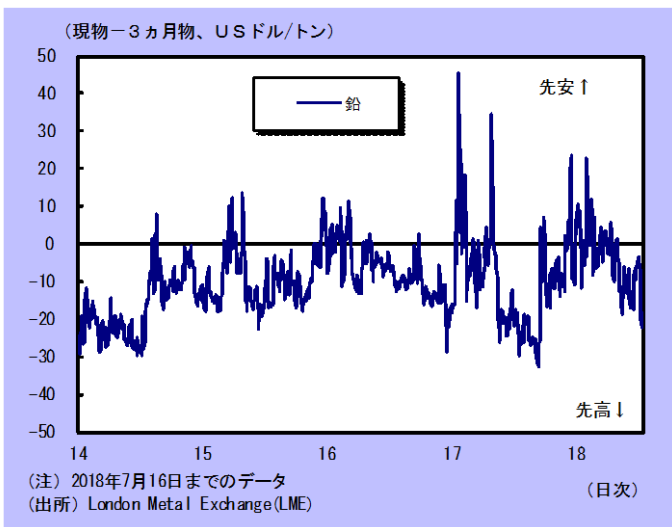
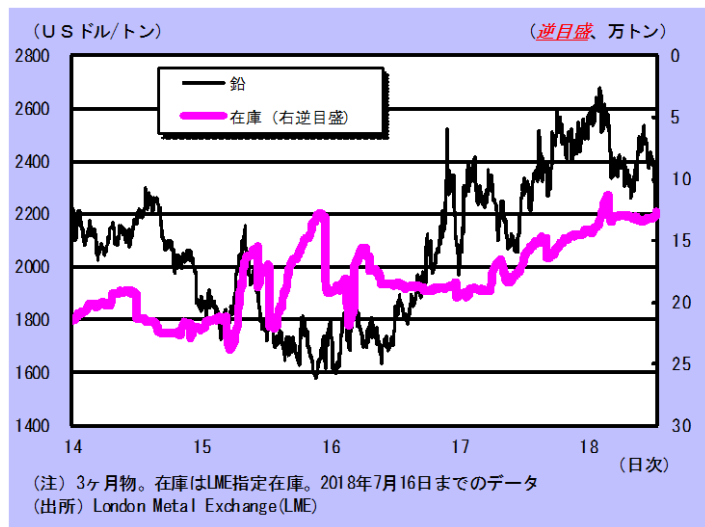
有害物質である鉛を扱う精錬所への環境査察によって鉛生産が減少していることや、同一鉱山で生産されることの多い亜鉛との価格差が開いていることを狙って鉛を買って亜鉛を売る取引が活発になったことを背景に、5月21~22日は、鉛相場の上昇幅が大きくなった。

なお、国際鉛亜鉛研究会 (I L Z S G) によると、鉛は 2018 年中に新規鉱山からの供給能力が 12.3 万トン程度増加するとされており、亜鉛ほどではないが、需給緩和観測が生じやすくなっている。

(図表 21) 鉛

鉛相場と L M E 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



・貴金属：下落傾向で推移して1,230ドル前後

金相場は、2016年7月6日には1トロイオンスあたり1,374.91ドルと2014年3月以来の高値まで上昇した後、12月15日には1,122.35ドルまで下落した。その後、上昇傾向で推移し、2018年1月25日には1,366.07ドルまで持ち直し、3月頃まで高値圏にとどまっていた。しかし、4月以降は下落傾向となり、7月中旬は1,240ドル前後で推移している。

【4月の動向】～上昇後、下落

米中貿易戦争への懸念が上昇材料

2日は、中国政府が、トランプ米政権による鉄鋼・アルミニウムの輸入制限への報復措置として、豚肉・ワインなど米国からの輸入品128品目に対して最高25%の関税を上乗せした。米中の「貿易戦争」への懸念が強まり、リスク回避先として安全資産である金を買われた。3日は、ドル高が進んだこともあり、利益確定の売りに押された。

4日は、やや粗い値動きになった。前日に、米通商代表部(USTR)が中国による知的財産権の侵害に対する制裁措置として、25%の追加関税を課す1300品目、500億ドル規模リストの原案を発表し、これに対し、中国政府は、4日に106品目、500億ドル相当に25%の追加関税を課すとの対抗措置を発表する動きとなった。これを受けて、一時、リスク回避的な金買い進んだが、その後、株価の下落幅が縮小すると、金は売り戻された。

5日は、米中双方が、貿易交渉に前向きな姿勢を示す中、株やドルの買い戻しが続き、金は売られた。

6日には、トランプ米大統領が「中国の不当な報復」への対抗措置として、さらなる追加関税の検討を指示し、中国政府も新たな対抗措置を講じる構えをみせたため、米中貿易戦争への懸念が強まり、金相場は反発した。

その後も、米中貿易戦争への懸念が続いたほか、米財務省が2016年の米大統領選へのロシアの介入などに関連して、プーチン大統領に近い新興財閥関係者や企業に対する追加制裁を発動したこと(6日)、シリアでの化学兵器使用疑惑を巡り、米国による軍事行動の可能性が高まったとみられたこと(10日)などが金相場の押し上げ材料となり、11日には一時1,365.23ドルと1月25日以来の高値をつけた。

地政学リスク懸念の後退やドル高・長期金利高が相場を抑制

しかし、その後は、シリアの化学兵器使用疑惑に関して、米英仏が週末にも軍事行動に踏み切るとの懸念が強まったこと(13日)などが相場の押し上げ材料になったものの、為替市場でドル高が進んだことなどが抑制材料となり、金相場は下落気味に推移した。米英仏は、14日にシリア空爆を行ったものの、軍事行動がさらにエスカレートする事態は避けられるとの見方が強まり、上値は限定された。

トランプ米大統領が安倍首相との会談で、6月上旬までに予定される北朝鮮の金正恩朝鮮労働党委員長との会談の成功に自信を示したこと(18日)、FRB高官による利上げ継続姿勢を示す発言が相次いだこと、米長期金利が上昇傾向で推移したこと、ドル相場が上昇傾向で推移したこと、トランプ米大統領がムニューシン財務長官が訪中して貿易問題を協議するとの見通しを示したこと(24日)、韓国と北朝鮮の

首脳会談を受けて緊張が緩和したと受け止められたこと（27日）なども金相場の下落材料になった。30日には、1,310ドル程度まで下落した。

【5月の動向】～中旬に下落

FOMCなどの材料をこなし底堅い推移

1日は、2日にかけて米連邦公開市場委員会（FOMC）が開催される中、米利上げ継続姿勢が確認されるとの見方から金相場は下落した。2日は、FOMCで予想通りに利上げが見送られ、声明文についても警戒されたタカ派化は見られなかった中、金相場は小動きとなった。

その後は、FOMCで利上げペースの加速が示唆されなかった安心感や、3～4日に米中の貿易問題に関する協議が行われたものの部分的な合意にとどまって引き続き貿易戦争が懸念されたこと、4月の米国雇用統計で雇用増加数が市場予想を下回ったこと、トランプ米大統領がイラン核合意からの離脱を表明したこと（8日）、イランとイスラエルとの本格的な軍事衝突への警戒感が強まったこと（10日）などを背景に、1,310～1,320ドル台程度で金相場は底堅い推移となった。

ドル高や米長期金利の上昇が下落要因

しかし、米長期金利の上昇などを背景にドル高が進むと、15日の金相場の下落はやや大きくなり、節目の1,300ドルを割り込んで、1,290ドル前後まで下落した。その後、小動きとなった。トランプ米大統領による米朝首脳会談の中止発表（24日）が相場押し上げ材料になり、1,300ドル台を回復したものの、上値は限定的だった。イタリア政局の混迷も金買い材料だったが、ドル高が金売り材料になった。月末にかけて、1,300ドル前後の推移となった。

【6月の動向】～月末にかけて下落

重要イベントが目白押しの中、膠着状態が続く

1日は、5月の米国雇用統計で雇用増加数が市場予想を上回ったことなどが嫌気され、金相場は下落した。その後は、1,300ドルを挟んでもみ合う動きが続いた。イタリアの政治リスクの低下を背景に対ユーロを中心にドルが下落気味に推移したことが金相場の支援材料になった一方で、米国の利上げについて年内合計4回との見方が広がる中で金利の付かない金の売り材料になった。

また、8～9日に先進7カ国（G7）首脳会議、12日に米朝首脳会談、12～13日に米連邦公開市場委員会（FOMC）、14日に欧州中央銀行（ECB）定例理事会、14～15日に日銀金融政策決定会合などの重要イベントが並ぶ中、様子見ムードが広がった。

FOMCでは年内の利上げ想定回数が4回へと引き上げられたことなどが弱材料になった一方で、ECBが2019年夏まで政策金利を据え置く方針を示したことは強材料になったとみられる。

月半ば以降は下落基調

15日の金相場は、やや大幅な下落となった。FOMCの結果を受けて利上げペースの加速が意識され

たことや、米朝首脳会談で両国の融和ムードが示されて投資家のリスク志向を強める材料になったことが金相場下落を促したとみられる。

その後も、米利上げ加速懸念や、米中貿易戦争による金を含めた商品需要の減退観測などによって、金相場は下落傾向が続いた。なお、米中貿易戦争を巡る懸念が続く中で、金は逃避先として選好される動きがあった一方で、ドルは円などとともに安全資産として買われて、ドル建てで取引される金の価格抑制要因となった面もあった。28日には、一時 1245.32 ドルと 2017 年 12 月以来の安値をつけた。

【先行き】～調整局面続くが、下値は限定的

4 月以降、金相場が下落傾向で推移している。5 月半ばには節目である 1,300 ドルを下回り、その後、やや持ち直す場面もあったものの、7 月半ばにかけて 1,250 ドルを下回ってきた。米国の利上げ観測などを弱材料として、金相場がある程度、下落すると、中国やインドを中心とした新興国の個人客の買いによって、下値が支えられたというのがこれまでのパターンだったが、現在は、米国の利上げや米中貿易戦争が世界景気の下押し要因となり、ひいては新興国の個人層の所得増加ペースが鈍化して金需要が伸び悩むことが懸念されるようになっているようだ。

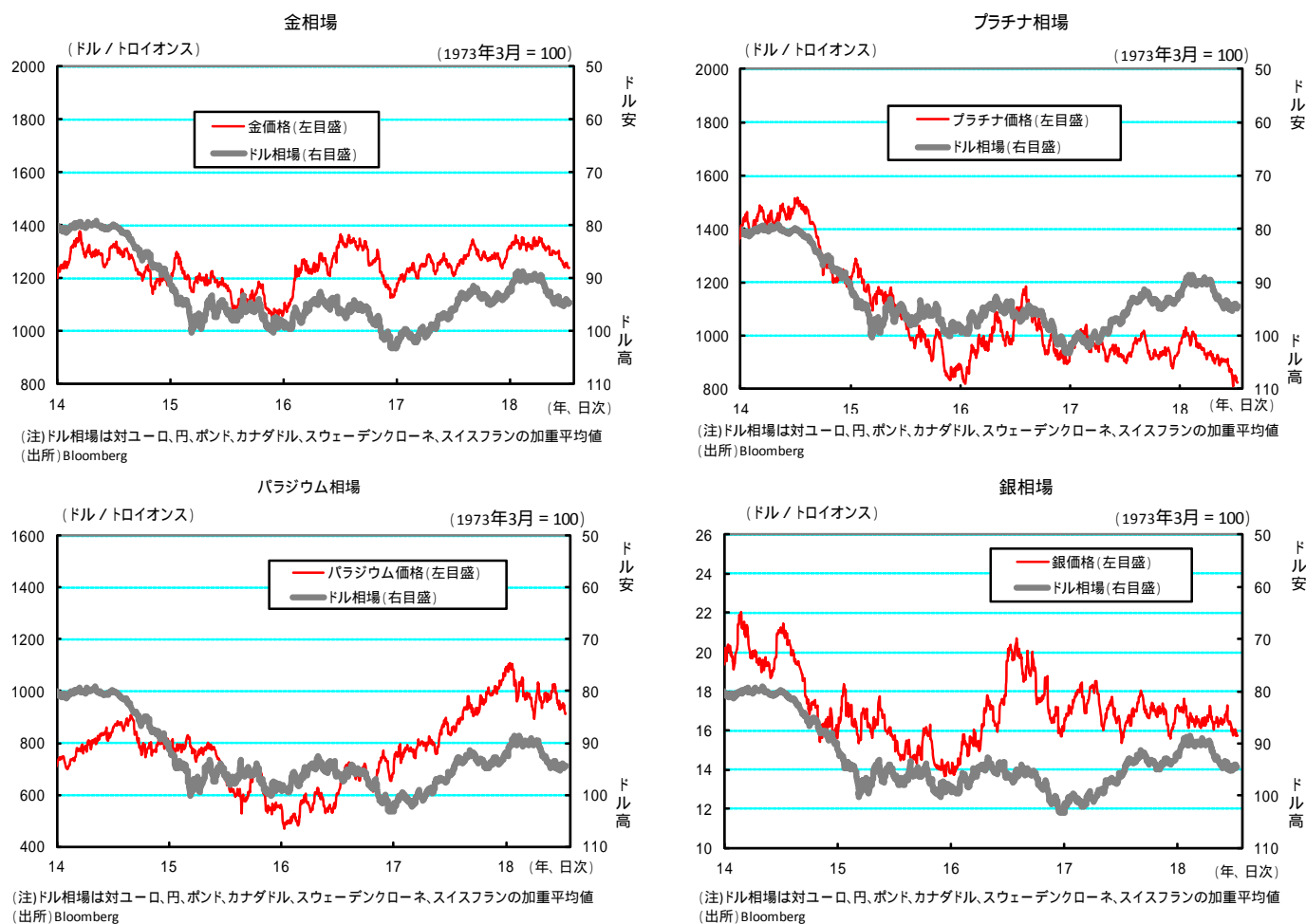
金は、安全資産、つまり各種リスクからの逃避先と考えられて、当初は、米中の貿易戦争懸念が高まる局面でも買われる傾向があったものの、米中貿易戦争は、新興国を中心に金を含めた各種資源の世界需要を下押しするとの見方が強まっている。

一方で、米国では、景気は底堅く推移しており、利上げ観測が強まって、金利のつかない金の売り材料になっている。ドル高もドル建てで取引される金の価格抑制要因だ。

もっとも、中東の地政学リスクや米欧の政治リスクなど各種リスク要因は燻っており、米中貿易戦争についても再び金買い材料視される局面も考えられる。

目先は金相場の調整局面が続きそうだが、下値は限定的だと思われる。

(図表 22) 貴金属価格の推移



- 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、当社の統一した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。