

## 経済レポート

# コモディティ・レポート(2023年10~12月)

調査部 主任研究員 芥田 知至

## 1. コモディティ市況全般: 昨秋以降、やや下落

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ものの、足元にかけて下落傾向となった。コモディティ相場は、景気情勢や地政学リスクを巡って強弱材料が交錯する中で、不安定な推移が見込まれる。

## 2. エネルギー市況: 12月中旬にブレントは72ドル台、WTIは67ドル台まで下落

国際指標のブレント原油は、2023年3月20日に70.12ドルと2021年12月以来の安値をつけ、9月28日には97.69ドルと2022年11月以来の高値に上昇した後、12月13日には72.29ドルまで下落した。高値から大幅に下落して値ごろ感がある一方で、米中の景気減速懸念などが上値を抑え、相場は一進一退が見込まれる。

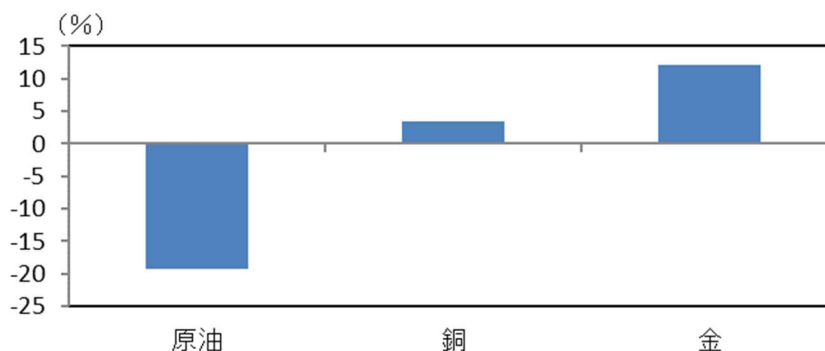
## 3. ベースメタル市況: 銅は1月にかけて8,000ドル台の推移

銅相場は、夏場以降、8,000ドル台で一進一退が続いた後、10月上旬には8,000ドルを割れたが、足元は再び8,000ドル台で推移している。先行き、米中の景気はある程度底堅く、年後半にかけては米利下げを受けてドル安が進みやすくなると想定され、銅相場は底堅さを維持すると見込まれる。

## 4. 貴金属市況: 金は12月に史上最高値後、1月も2,000ドル台を維持

金相場は、2023年10月6日には1,809.50ドルまで下落した後、12月4日には2,135.40ドルと2020年8月の2072.49ドルを上回り、史上最高値を更新し、1月に入っても2,000ドル台を維持している。米早期利下げ観測が修正される場面では金が下落する可能性があるが、米インフレの減速などを背景に底堅さが見込まれる。

原油・銅・金相場の騰落率(2023年12月末と2023年9月末の比較)



## 1. コモディティ市況全般の概況: 昨秋以降、やや下落

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ものの、足元にかけて下落傾向となった。

マクロ経済環境をみると、秋頃以降、米利下げ観測の高まりなどを背景としたドル安傾向となり、コモディティ相場は支援された。しかし、原油については石油輸出国機構(OPEC)と非OPEC産油国で構成する「OPECプラス」が閣僚級会合で強力な協調減産を打ち出せなかったこと、ベースメタルについては中国の不動産不況への懸念が続いたこと、穀物については南米の豊作観測が相場を下押しした。パレスチナ情勢をはじめ各地で地政学問題が資源供給を制約するリスクがあるものの、景気が力強さを欠くとみられる中、コモディティ相場の方向感はいきと思われる。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。

リフィニティブ・コアコモディティCRB指数の推移



(出所)Refinitiv

金・銅・原油・穀物の市況の推移



(出所)Refinitiv

## 2. エネルギー

### (1) 原油市況: 12月中旬にブレントは72ドル台、WTIは67ドル台まで下落


2022年3月7日に欧州北海産のブレントは1バレルあたり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。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。その後、9月28日にブレントで97.69ドル、WTIで95.03ドルまで上昇したが、12月13日にはブレントが72.29ドル、WTIが67.71ドルまで下落した。足元にかけて、上値が重い推移が続いた。

### 【10月の動向】～下落

(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	↓ (90.71)	米供給管理協会(ISM)による9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、米連邦準備制度理事会(FRB)のボウマン理事らによるややタカ派的発言などを受けて、米長期金利上昇やドル高が進み、原油相場を下押しした。米政府機関の一部閉鎖が回避されたことは、米景気悪化懸念を後退させ、長期金利押し上げを通じて原油を下押し側面もあったとされた。トルコのエネルギー相が、半年間停止していた同国とイラクを結ぶパイプラインを今週中に再開すると発言したことも弱材料だった。
3日	= (90.92)	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)や、週次石油統計の発表を控えて、相場調整が一服した。もともと、8月の米求人件数が堅調で米追加利上げ観測がやや強まり、原油の上げ幅は限定された。
4日	↓ (85.81)	WTI、ブレントともに5.6%の急落となった。米エネルギー情報局(EIA)の週次石油統計で、ガソリン消費量の落ち込みやガソリン在庫の急増が示されて石油需給の引き締め観測が後退したことや、ロシアによる石油製品の輸出禁止措置が緩和されるとの観測報道があったことが弱材料として指摘された。OPECプラスのJMMCでは原油生産方針の現状維持が確認されたが材料視されなかった。
5日	↓ (84.07)	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。

6日	↑ (84.58)	反発。9月の米雇用統計で就業者数が市場予想を上回ったことが利上げ長期化観測につながったことや、ロシア政府が9月に導入した石油製品の輸出禁止措置について、パイプライン経由のディーゼルの輸出禁止を解除したと発表したことを受けて、原油は下落する場面があったが、その後、これまでの下落を受けた割安感から買い戻しが優勢となった。
9日	↑ (88.15)	産油国が多い中東情勢の緊迫化でエネルギー供給に影響が及ぶとの懸念から原油は大幅続伸した。7日にハマスがイスラエルに対して大規模な攻撃を開始し、イスラエルも反撃して、戦闘が激化した。WTIは4.3%高、ブレン트는4.2%高だった。
10日	↓ (87.65)	パレスチナ自治区ガザを執行支配するイスラム組織ハマスとイスラエルとの戦闘が続いているが、原油供給に直接の影響は出ておらず、石油供給混乱への懸念がやや和らいだ。
11日	↓ (85.82)	続落。10日にサウジアラビア政府が中東情勢の悪化を防ぐため地域や海外のパートナーと協力しており、石油市場の安定に努めると表明したことが改めて評価され、供給が途絶する事態等への懸念が和らいだ。
12日	= (86.00)	WTIが0.7%安、ブレン트가0.2%高。米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大幅に上回ったことや、国際エネルギー機関(IEA)が月報で2024年の石油需要の伸びを下方修正したことが弱材料だった。一方、サウジのアブドルアジズ石油相が、ロシアのテレビのインタビューで、石油市場において積極的な姿勢を取り、市場を安定化させることが必要と述べたことや、イスラエルとハマスの戦闘が続く中、中東情勢の不透明感が強まっていることが強材料だった。
13日	↑ (90.89)	前日に米財務省が主要7カ国(G7)が設けた上限を超える価格でロシア産原油を輸送していたタンカーの船主(トルコを拠点とするアイス・パール・ナビゲーション、アラブ首長国連邦を拠点とするランバー・マリーン)に制裁を科したことが強材料になっていた。そうした中、イスラエルがガザ北部の住民に対して南部に退避するよう国連に通知し、事態が緊迫化していることが押し上げ材料になり、WTIは5.8%高、ブレン트는5.7%高だった。
16日	↓ (89.65)	ベネズエラが来年の大統領選で公正な選挙を実施することを条件に、米国がベネズエラの石油産業に対する制裁を緩和するとの見通しが強まり、原油は売りが優勢となった。中東情勢への懸念が下値を限定した。
17日	= (78.50)	18日に予定されるバイデン米大統領のイスラエル訪問が中東での軍事衝突の拡大を防げるかを見極めようとする投資家の様子見姿勢から、原油相場は横ばい圏の推移となった。

18日	 (91.50)	EIA などの週次統計で原油在庫が市場予想を上回る減少となり、特に WTI 原油先物取引で原油の受け渡し地点となる米オクラホマ州クッシングの在庫が 2014 年以来の低水準となったことが買い材料となった。また、ガザでの病院爆発を受けて、イランのアブドラヒアン外相がイスラエルへの石油禁輸を呼び掛けたことで、原油が上伸する場面もあった。
19日	 (92.38)	続伸。イスラエルのガザでの軍事作戦が周辺国を巻き込んだ紛争にエスカレートする可能性が懸念された。イスラエルのガラント国防相は、ガザとの境界にいる部隊に対して、近くガザを内側かみることになると発言したと伝わった。パウエル FRB 議長の発言などを材料に為替が変動した後、結局、ややユーロ高・ドル安となったことも原油を支援した。ベネズエラでは、マドゥロ政権と野党が公正な大統領選の実施で合意したことを受けて、バイデン米政権が同国への経済制裁を一部緩和したが相場への影響は限定的だった。
20日	 (92.16)	ハマスが人質の米国人 2 人を解放したことで、イスラエルとの軍事衝突で緊迫した中東情勢が好転して周辺国への波及や原油供給の混乱が回避されるとの期待につながり、原油は反落した。
23日	 (89.83)	下落。イスラエルとハマスの武力衝突の拡大を食い止めようとする外交努力を受けて、原油供給混乱への警戒がやや緩和した。21日には、エジプトで「カイロ平和サミット」が開催されて中東や欧州の首脳・外相らが出席し、22日には、バイデン米大統領が英国、フランス、ドイツ、イタリア、カナダの首脳と電話協議をした。また、18日に米国が対ベネズエラ制裁を緩和したことを受けて、資源商社トラフィグラがベネズエラから燃料油を輸出するための大型タンカーの手配に動いていると 20日に報道された。
24日	 (88.07)	S&P グローバルが発表した欧州の PMI が低調だったことで石油需要鈍化観測が強まった。一方、同社による米国の PMI が堅調でドル高が進んだことはドル建ての原油価格の割高感につながった。IEA の「世界エネルギー見通し」で石油需要が 2030 年までにピークを迎えるとされたことも改めて弱材料になったとの指摘があった。
25日	 (83.64)	米 EIA の週次統計で原油在庫の増加幅が市場予想を上回ったことが弱材料だったものの、パレスチナ情勢を巡る懸念が続き、供給不安から原油相場は反発した。米紙ウォール・ストリート・ジャーナルが、イスラエルが米国の要請に応じて、ガザへの地上侵攻を遅らせることで合意したと報じた一方で、ネタニヤフ・イスラエル首相が地上侵攻を準備しているとテレビのインタビューで発言したとされた。



26日	↓	(87.93)	25日夜からこの日の未明にかけて、イスラエル軍が「次の段階の戦闘の準備」として、ガザ地区北部を急襲したと伝わったが、原油相場は利益確定の売りが先行した。
27日	↑	(90.48)	カタールと米国が連携し、ハマスとイスラエルの交渉を仲介したとの情報で値を下げる場面もあったが、イスラエル軍が同日夜にも作戦を拡大すると表明し、ガザへの地上侵攻が本格化するとの観測が強まって、地政学リスクの拡大懸念から原油高につながった。
30日	↓	(87.45)	イスラエル軍がガザでの地上作戦を拡大したものの、原油供給の混乱につながるような兆しはみられないとの見方から、利益確定売りが強まった。WTIは3.8%安、ブレントは3.4%安だった。
31日	=	(87.41)	小幅続落。ロイター調査で10月のOPECの原油生産量が日量18万バレル増と発表されたことが売り材料視された。中国国家统计局が発表した10月の製造業PMIが判断基準となる50を下回ったことも弱材料だった。

**【11月の動向】～下落**

1日	↓	(84.63)	米連邦公開市場委員会(FOMC)の声明やFRB議長の記者会見で、追加利上げの可能性が排除されなかったとの見方から、原油は売られた。米EIAの週次統計で原油在庫の増加幅が市場予想を下回ったことで原油が上昇する場面もあった。
2日	↑	(86.85)	前日のFRB議長の記者会見はハト派的だったとの見方が強まり、この日、イングランド銀行(BOE)も利上げを見送ったことで、米欧の中央銀行の利上げは終了が近いとの見方が強まり、原油相場は反発した。
3日	↓	(84.89)	中東情勢への懸念が和らぎ、反落した。レバノンのイスラム教シーア派武装組織ヒズボラの指導者ナスララ師は、中東での紛争の激化を警告する一方、レバノンとイスラエルの国境で新たな戦線が開かれるとは明言しなかった。全面的な宣戦布告に踏み込まなかったことで、中東で武力衝突が拡大するとの見方が後退した。停戦を求める国際世論の高まりも意識された。
6日	↑	(85.18)	反発。5日に、サウジとロシアは、9月に明言していた通り、自主的な供給削減策を12月末まで延長することを確認し、12月に再延長や拡大を検討すると言明し、強材料と受け止められた。サウジとロシアの供給削減策は、不需要期である1～3月期にも延長されるとの観測が出たことも相場を押し上げたとみられる。

7日	↓ (81.61)	10月の中国の貿易統計で、原油輸入が前年比13.5%の大幅増となったことは強材料だったが、輸出全体が低調だったことで中国景気の鈍化が懸念されて、結局、弱材料になった。ミネアポリス連邦準備銀行のカシユカリ総裁のインフレを警戒するタカ派発言を行ったことで、強まっていたFRBが早期に利下げに転じるとの観測が後退したことも相場を下押しした。WTIは4.3%安、ブレントは4.2%安だった。
8日	↓ (79.54)	前日の清算値確定後に発表された米石油協会(API)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を受けて、需給緩和への警戒感が強まり、売りが先行した。前日の中国の減速懸念に続き、米国の石油需要鈍化も懸念された。米EIAの週次統計は、システム更新のため、発表が15日に延期された。
9日	↑ (80.01)	10月の中国の消費者物価指数(CPI)が前年比0.2%の下落と3カ月ぶりにマイナスとなり、同国の厳しい景気情勢が懸念されたものの、原油は前日までの下落の反動で値ごろ感から買い戻された。パレスチナ情勢の緊迫化を背景としたエネルギー供給不安定化への懸念が後退する流れが一服した。
10日	↑ (81.43)	値ごろ感を背景とする買い戻しの流れが継続した。11月26日のOPECプラスの閣僚級会合を控えて、イラクの石油相が減産を支持したとみられる発言をしたことも強材料視された。
13日	↑ (82.52)	米中の石油需要の鈍化懸念が燻る中で、OPECが月報で、堅調予想の需要見通しを維持したことが好感された。2023年の石油需要見通しは日量200万バレル引き下げて日量250万バレル増とし、2024年は同220万バレル増と据え置いた。また、10日付で米財務省外国資産管理局(OFAC)が主要7カ国(G7)などがロシア産原油に設定した価格上限に違反した疑いがある約100隻の船舶に関する情報を求める通知を約30カ国の船舶管理会社に送ったとされたことも供給懸念につながった。
14日	= (82.47)	IEAが月報で石油需要見通しを上方修正したことや、米CPIがインフレの減速を示してドル安につながったことが原油相場を押し上げる場面があったが、15日にシステム更新のため2週間分が発表される米EIAの週次統計を控えて、ポジション調整の売りが出て、結局、WTIは前日比横ばい、ブレントは小幅安となった。

15日	↓ (81.18)	日本の7~9月期の実質GDPがマイナス成長と落ち込んだこと、中国の10月の鉱工業生産や小売売上高が市場予想を上回ったものの原油処理量が減少したこと、米EIAの週次統計で原油在庫が市場予想を上回ったり、原油生産が高水準だったことから需給緩和が意識され、原油は下落した。
16日	↓ (77.42)	前日の米中日の統計などを受けた原油需要の減退懸念が続き、下落幅が大きくなった。WTIは4.9%安、ブレントは4.6%安だった。米新規失業保険申請件数や米鉱工業生産が景気鈍化を示唆したことも弱材料だった。
17日	↑ (80.61)	前日の大幅下落が行き過ぎとの見方が強まり、大幅反発した。WTI、ブレントともに4.1%高だった。先日報じられたロシア産原油に対する米国の制裁強化が16日に実施されたことが意識されたほか、OPECプラスが26日に開催する閣僚級会合で追加減産を検討するとの報道が材料視された。
20日	↑ (82.32)	OPECプラスが追加減産を検討するとの報道が引き続き強材料になり、続伸した。
21日	= (82.45)	26日にOPECプラスの閣僚級会合を控える中、米国では感謝祭の休日の週であることもあり、様子見ムードが強く、積極的な取引は手控えられた。10月31日~11月1日のFOMC議事要旨で、インフレ抑制のため「しばらくは金融政策を十分に制限的な水準に保つのが重要」とされてややタカ派的と受け止められたことは弱材料だったとみられる。
22日	↓ (81.96)	OPECプラスが、26日に開催が予定されていた閣僚級会合を30日に延期すると発表したことで、会合での減産強化が有力視されていたところ、にわかに不透明感が強まったとの見方から急落する場面があった。一時、WTIは5%超、ブレントは4%超下落したが、その後、OPECプラスの交渉難航は、生産規模の小さいアフリカ諸国の増産姿勢によるものとされて安心感につながったことや、値ごろ感が出たこと、米感謝祭を控えたポジション調整などから下落幅を縮小し、結局WTIは0.9%安、ブレントは0.6%安だった。米EIAの週次統計で原油在庫が市場予想を上回ったことは弱材料だったとみられる。
23日	↓ (81.42)	米国市場が感謝祭の休場だった。ブレントは0.7%安だった。前日に続き、OPECプラスの会合が延期されたことが弱気材料とされた。
24日	↓ (80.58)	30日に延期されたOPECプラスの会合について、ナイジェリアやアンゴラなどの生産目標に関する協議が合意に近づいているとされたものの、依然、不透明感が続いたことや、イスラエルとハマスの戦闘休止合意が発効して地政学的リスクへの警戒感が幾分後退したことが弱材料になった



27日	↓ (79.98)	30日にOPECプラスの閣僚級会合が迫る中、減産強化が見送られる可能性が意識されてやや下落した。もっとも、この日は、OPECプラスは減産幅の拡大を検討するとの関係筋の声が報道された。
28日	↑ (81.68)	ウォラーFRB理事が、インフレが低下すれば「政策金利を引き下げ始めることができる」とハト派的な発言をしたことで、市場金利低下やドル安につながり、原油が買われた。黒海地域での暴風雨のため、ロシアやカザフスタンからの原油供給に支障が出たとの報道や、米沿岸警備隊が17日に発生した流出事故の後、メキシコ湾の原油生産の約3%(日量約10万バレル)が停止したままだと発表したことも強材料だった。
29日	↑ (83.10)	続伸。OPECプラスが減産幅の拡大を検討するとの報道が強材料になった。もっとも、OPECプラスの協議の行方には不透明感があり、利益確定売りが強まる場面もあった。
30日	↓ (82.83)	OPECプラスの閣僚級会合が行われ、日量約220万バレルの自主減産の発表があったものの、相場は下落した。協議は難航が伝えられていた通り、協調減産を取りまとめられなかったことや、日量220万バレルといっても、そのうち130万バレル分はすでにサウジやロシアが実施しているものであり、積み増し分は限られたことなどが弱材料になった。

**【12月の動向】～一進一退**

1日	↓ (78.88)	前日のOPECプラス会合について、協調減産で合意できなかったことや、発表した自主減産が実行されるか疑問視する見方が広がったことが相場を下押しした。アンゴラが、OPECプラスが提示した2024年の生産目標に対して不服とするなど、OPECプラスの結束力に懐疑的な見方が出ている。米ISMが発表した11月の製造業PMIが市場予想を下回ったことも弱材料だった。
4日	↓ (78.03)	OPECプラスの自主減産方針を巡って、市場では実効性に懐疑的な見方が広がる中、原油相場は続落した。
5日	↓ (77.20)	OPECプラスの自主減産の実効性への懸念が続き、続落した。ロシアのノバク副首相は「来年1～3月期に追加措置を採ることも可能」と協調減産の規模を積み増す可能性を示唆して、軟調な原油相場の動きをけん制した。一方、格付け会社ムーディーズが中国の格付け見通しを「安定的」から「ネガティブ」に変更(長期格付けの「A1」は据え置き)したことも弱材料との指摘もあった。

6日	↓	(74.30)	米 EIA の週次統計で、原油在庫が減少したものの、ガソリン在庫の増加幅が市場予想を上回ったことが相場を下押しした。米国の ADP 雇用統計の鈍化や中国の格付け見直し変更を受けた米中の景気減速懸念も弱材料だった。WTI は 4.1%安、ブレントは 3.8%安と下げ幅が大きくなった。WTI は一時 69.11ドルと 6 月下旬以来、ブレントは 74.11ドルと 7 月上旬以来の安値をつけた。
7日	↓	(74.05)	小幅続落。米中の石油需要鈍化懸念が続いた。11 月の中国貿易統計では、原油輸入が前年比 9.2%減と落ち込んだことがやや弱材料視された。
8日	↑	(75.84)	7 営業日ぶりに反発した。11 月の米雇用統計で、就業者数が市場予想を上回ったことなどを受けて、米景気減速懸念が後退した。また前日にサウジとロシアが OPEC プラス参加国に減産合意への協力を呼び掛けたことも市場心理を上向かせた。
11日	=	(76.03)	複数の米欧の主要中央銀行の金融政策決定会合が週内に予定されて、投資家の様子見ムードが強い中、積極的な取引は手控えられ、小幅上昇にとどまった。
12日	↓	(73.24)	11 月の米 CPI が発表され、前月比上昇率が 10 月に比べて高まったことなどから、来年前半にも FRB が利下げに転じるとの観測がやや後退して、原油相場の下落につながった。WTI は 3.8%安、ブレントは 3.7%安。WTI、ブレントともに一時 6 月下旬以来の安値をつけた。
13日	↑	(74.26)	反発した。米 EIA の週次統計で、原油在庫の減少幅が市場予想を上回って、強材料になった。また、FOMC 後に公表された経済見通しで、2024 年内の利下げ想定回数が 2 回から 3 回に増えていたことなども好感された。
14日	↑	(76.61)	2024 年の世界の石油需要について、弱気にみていた IEA が上方修正したことが強気材料になり、WTI が 3.0%高、ブレントが 3.2%高となった。前日の FOMC の結果を受けたドル安もドル建ての原油相場を支援した。
15日	=	(76.55)	12 月のニューヨーク州製造業景況指数、11 月の米鉱工業生産指数、S&P グローバルによる 12 月の米製造業 PMI が市場予想を下回ったことで、石油需要の鈍化懸念がやや強まり、原油相場は小反落した。
18日	↑	(77.95)	反発した。前日にロシアのノバク副首相が 12 月に同国の石油輸出削減量をこれまでの日量 30 万バレルからさらに「日量 5 万バレルあるいはそれ以上増やす」と述べたことや、イエメンの武装組織フーシ派による紅海での商船への攻撃などから海上輸送の安全性が懸念されたことが相場の押し上げ材料として意識された。英石油大手 BP は紅海経由の石油輸送を全面的に停止すると発表した

19日	↑ (79.23)	フーシ派による紅海での商船への攻撃を懸念して相場は続伸した。米国は、紅海での護衛活動を行う有志連合を結成したと発表したのに対して、フーシ派はイスラエル関連の標的への攻撃を継続する姿勢を表明した。
20日	↑ (79.70)	EIA の週次統計で米原油在庫の増加幅が市場予想を上回ったことが弱気材料だったものの、紅海周辺の情勢悪化を受けて原油供給が混乱することへの懸念が続き、原油相場は続伸した。
21日	↓ (79.39)	アンゴラが OPEC 脱退を表明したことを受けて、OPEC プラスによる減産の取り組みの持続性への懸念が強まり、相場は下落した。
22日	↓ (79.07)	11 月の個人消費支出(PCE) 価格指数の落ち着きを受けて米早期利下げ観測が強まって原油相場を押し上げる場面があり、また、フーシ派による紅海での商船攻撃への懸念が続いたものの、アンゴラの OPEC 脱退を受けて産油国の減産姿勢が緩むのではないかと懸念や、連休を控えたポジション調整の動きから、原油相場は続落した。
26日	↑ (81.07)	フーシ派による紅海での商船への攻撃が繰り返されていることや、ガザ地区でのイスラエルとハマスの軍事衝突に緩和の兆しがみえないこと、米早期利下げ観測が強まっていることが、原油相場の上昇につながった。
27日	↓ (79.65)	海運大手が治安悪化を背景に回避していた紅海航路を再開する動きを受けて、原油相場は反落した。24 日に紅海軽油の商船運航を準備していると発表していたデンマークの海運大手 AP モラー・マースクが今後数日から数週間間に、スエズ運河と紅海を経由してコンテナ船を数十隻運航することを計画していると明らかにした。フランスの海運会社 CMA・CGM も 26 日に紅海を運航する商船を増やしていると明らかにしていた。
28日	↓ (78.39)	米 EIA の週次統計で原油在庫の減少幅が市場予想を上回ったことが強材料になったものの、海運大手による紅海経由の運航を再開する動きが前日に続いて弱材料になり、続落した。WTI は 3.2%安、ブレントは 2 月限が 1.3%安、3 月限が 3.0%安だった。
29日	= (77.04)	ほぼ横ばいだった。対ユーロを中心にドル買いが先行したことがドル建ての原油価格を抑制した。

## 【先行き】～需給要因や地政学リスクで不安定な推移か

原油相場は上値が重い展開となっている。パレスチナ情勢の緊迫化で 10 月 20 日には米国産の WTI で 90.78ドル、欧州北海産のブレントで 93.79ドルまで上昇した後、12 月 13 日には WTI は 67.71ドル、ブレントは 72.29ドルまで落ち込んだ。その後、やや持ち直しているが上値は限定されている。

11 月は、弱めの各国の景気指標を受けて原油需要の減退観測が強まり、パレスチナ情勢への懸念が幾分後退する中で、原油相場はやや軟調だった。

11 月末には、OPEC プラスが閣僚級会合を開催した。OPEC の盟主サウジアラビアは、原油需給を引き締め、価格を維持するため、協調減産の強化を目指したとされる。しかし、全体での協調減産をまとめきれず、1～3 月期に有志国 8 カ国で日量約 220 万バレルの自主減産を行うことにとどまったことや、そのうち 130 万バレルはすでにサウジやロシアが実施していた分で、新たな減産規模が限られたことが弱材料とされた。

12 月半ばには、米早期利下げ観測が強まったこと、ロシアのノバク副首相が 12 月に同国の石油輸出削減量をこれまでの日量 30 万バレルから 5 万バレル以上増やすと述べたこと、イエメンの武装組織フーシ派による紅海での商船への攻撃などから海上輸送の安全性が懸念されたことが強材料になった。

しかし、12 月下旬には、アンゴラが原油生産目標の引き上げが認められなかったことを不満として OPEC 脱退を表明し、OPEC プラスの結束に懐疑的見方が浮上して弱材料になった。

年明け後は、イスラム組織ハマス幹部が死亡したレバノンでの爆発、95 人が死亡したイラン南東部での爆発、住民の抗議活動によるリビアのシャララ油田の閉鎖などから相場は上昇したが、その後、サウジの原油公式販売価格の引き下げもあって上値は重くなった。

また、不動産不況が続く中国経済の停滞や、これまでの利上げによる米欧景気の減速が見込まれ、石油需要鈍化がイメージされやすい状況が続く。米国などからの供給増加圧力もある。原油相場は、高値から大幅に下落して値ごろ感が出ているものの、市場参加者の思惑が一方に傾きにくい状況とみられ、相場は一進一退が見込まれる。

### 原油市況の推移



(出所) 日本経済新聞

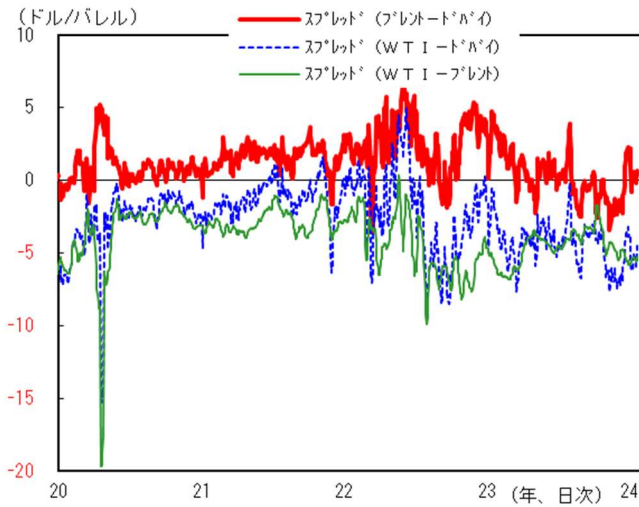
### 石油製品市況の推移



(出所) NEEDS-Financial QUEST

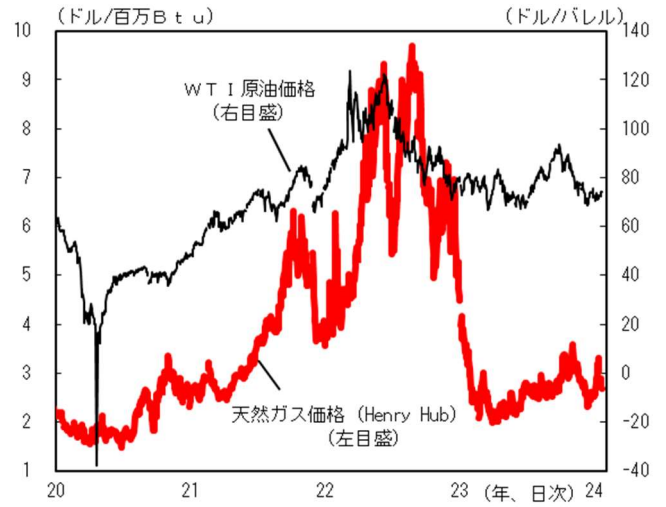


油種間スプレッドの推移



(出所) 日本経済新聞

米国天然ガス市況の推移



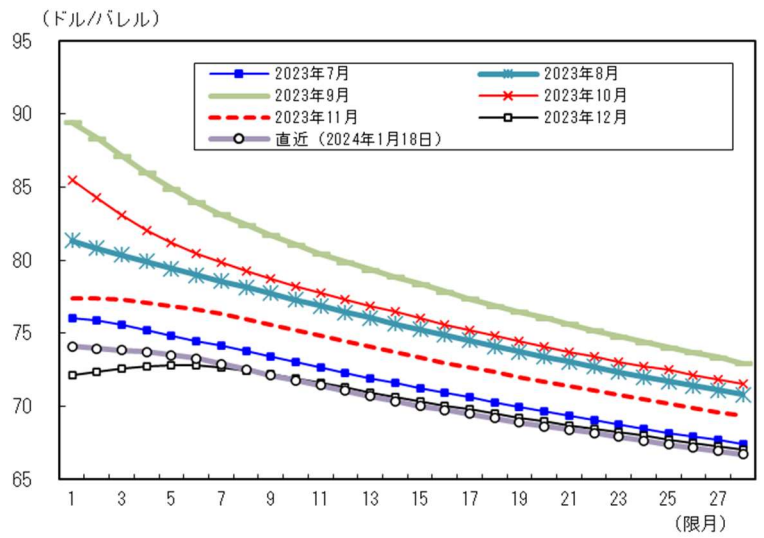
(出所) 日本経済新聞

原油先物価格と先物カーブ



(出所) ニューヨーク商業取引所 (NYMEX)

各時点におけるWTI原油の先物カーブ



(出所) ニューヨーク商業取引所 (NYMEX)

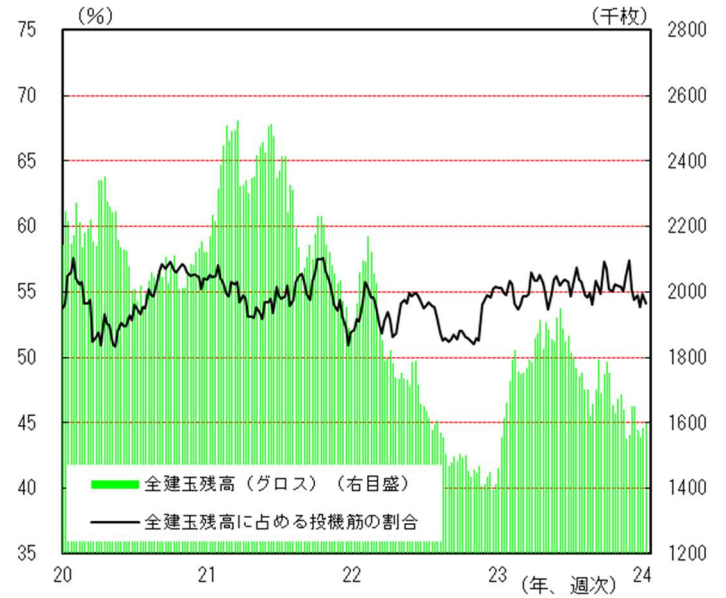


投機筋のポジション(原油)



(出所) 米国先物取引委員会 (CFTC)

原油先物の建て玉(NYMEX)



(出所) 米国先物取引委員会 (CFTC)

## OPECの原油生産量（Bloomberg 集計の推計値）

（万バレル/日）

国名	生産量 <12月>	(前月 差)	生産量 <11月>	(前月 差)	産油能 力	稼働率	生産余力 <12月>
アルジェリア	95.0	(0.0)	95.0	(-1.0)	106.0	89.6%	11.0
アンゴラ	110.0	(-4.0)	114.0	(1.0)	120.0	91.7%	10.0
コンゴ共和国	24.0	(0.0)	24.0	(-2.0)	30.0	80.0%	6.0
赤道ギニア	6.0	(1.0)	5.0	(-2.0)	12.0	50.0%	6.0
ガボン	22.0	(0.0)	22.0	(0.0)	22.0	100.0%	0.0
イラン	316.0	(0.0)	316.0	(5.0)	383.0	82.5%	67.0
イラク	429.0	(0.0)	429.0	(-5.0)	480.0	89.4%	51.0
クウェート	251.0	(-1.0)	252.0	(-4.0)	282.0	89.0%	31.0
リビア	114.0	(2.0)	112.0	(3.0)	120.0	95.0%	6.0
ナイジェリア	149.0	(5.0)	144.0	(-5.0)	160.0	93.1%	11.0
サウジアラビア	900.0	(0.0)	900.0	(-1.0)	1,200.0	75.0%	300.0
UAE	308.0	(-7.0)	315.0	(0.0)	420.0	73.3%	112.0
ベネズエラ	81.0	(0.0)	81.0	(1.0)	84.0	96.4%	3.0
OPEC13カ国	2,805.0	(-4.0)	2,809.0	(-10.0)	3,419.0	82.0%	614.0

（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で合意（2022年5月以降は毎月43.2万バレルずつ減産規模を縮小）。

2022年6月2日のOPECプラス関係会合では、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。

2023年11月30日には、OPECプラスの関係級会合開催後に、有志国8カ国による日量220万バレルの原油自主減産が発表された。

（注2）インドネシアは、2016年11月の総会で加盟資格が停止。ガボンは2016年7月より再加盟。赤道ギニアは2017年5月に加盟。

コンゴは2018年6月に加盟。カタールは2019年1月に脱退。エクアドルは2020年1月に脱退。アンゴラは2024年1月に脱退。

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

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

（注5）稼働率（%）＝生産量／産油能力＊100。生産余力＝産油能力－生産量

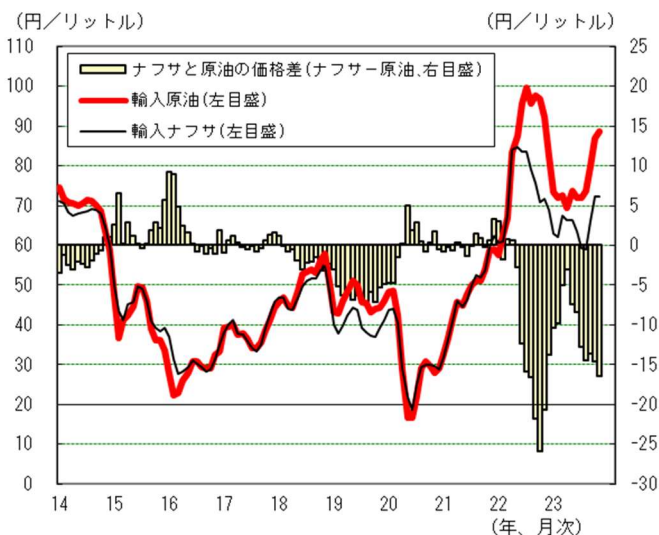
（出所）Bloomberg

## (2) ナフサ市況:原油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、その後、やや反発している。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、12月には88.7円となった。ナフサと原油の価格差は、2022年10月にナフサ安幅が25.8円となったのをピークに2023年4月には同幅が3.0円まで縮小していたが、12月には16.4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2021年1月以来の安値をつけた。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、12月下旬にも上昇する場面があった。原油と比べたナフサの割安度合いは、12月下旬にかけて縮小傾向で推移した。中東で定期修理に入るプラントがあったことなどで、アジアへのナフサ供給が絞られたとされる。中国の石化需要や原材料である原油相場は方向感を欠く展開が見込まれ、ナフサ相場も一進一退にとどまるとみられる。

日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



(出所)財務省「貿易統計」

アジアの原油・ナフサの市況



(出所) Bloomberg

原油・ナフサの価格差(アジア)



(出所) Bloomberg

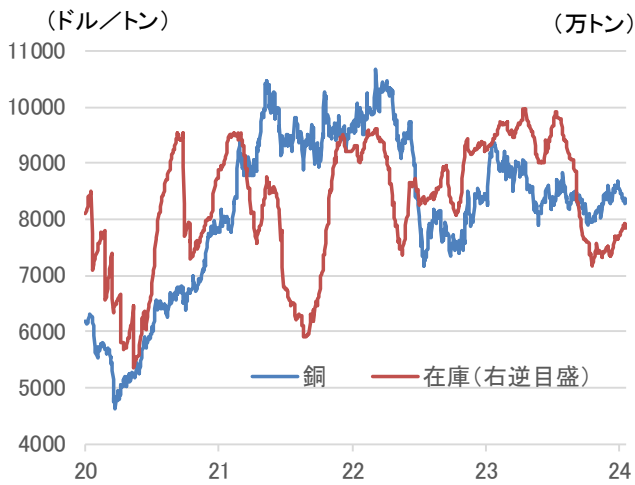
### 3. ベースメタル

#### (1) 銅を中心とした概況 : 1 月にかけて 8,000ドル台の推移

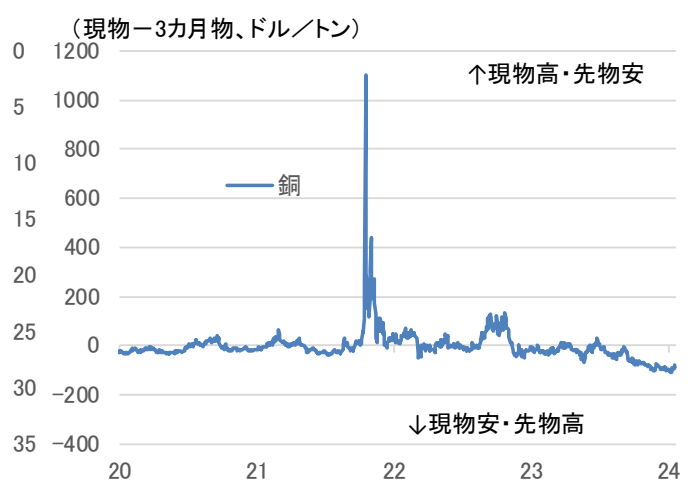
非鉄ベースメタル相場の中心となる銅相場は、2022年3月7日に1トンあたり10,845ドルと史上最高値を更新した後、同年7月15日には6,955ドルと2020年10月以来の安値をつけた。その後、2023年1月中旬に9,550ドルまで上昇したが、5月下旬には7,867ドルまで下落した。その後、8,000ドル台で一進一退が続き、10月上旬には8,000ドルを割れる場面があったが、足元にかけて再び8,000ドル台で推移している。

銅相場とLME指定倉庫在庫の推移

銅の現先スプレッド(現物-3ヵ月物)の推移



(出所)ロンドン金属取引所(LME)



(出所)ロンドン金属取引所(LME)

#### 【10月の動向】～下落後、持ち直し

月初にドル高を受けて下落後、中国需要などを巡って一進一退

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年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、ドル相場の上昇幅が大きくなって、ドル建てで取引される銅は割高感から売られた。中国の大型連休で市場の流動性が低かったことが売りを加速させたとの指摘もあった。

3日は、ロンドン金属取引所(LME)の指定倉庫の在庫が増加傾向で続いていることや、日本の通貨当局の為替介入の可能性が指摘される中、ドル高が進んだことを受け、銅は続落し、一時8,000ドルを割れた。

4日は、米長期金利が一段と上昇する場面があり、世界景気の持続性への懸念などから銅は続落した。国際銅研究会(ICSG)は、世界の銅市場について2024年は46.7万トンの供給過剰と予測した。

5日も続落した。引き続き、中国需要の停滞、米長期金利の上昇、世界景気の安定性などが懸念された。

6日は、反発して8,000ドル台を回復した。中国の大型連休が終わって、取引が活発化することなどが期待された。中国の銅やアルミニウムの需要は不動産不況の影響を受けている一方で、家電や電気自動車(EV)、太陽光発電などの分野では堅調だとされた。



9日は、中国の買い手が休暇を終えて復帰したこともあり、続伸した。しかし、中国の需要は総じて弱く、ドル高やLME在庫の増加もあって、相場の地合いは弱いとされた。イスラム組織ハマスとイスラエルの武力衝突も先行き不安につながった。

10日は、中国の不動産開発最大手の碧桂園がオフショア債務について、期限内または猶予期間内にすべてを履行できない可能性があるとして警告したことで同国の銅需要に対する懸念が強まった。

11日は小幅高だった。このところFRB高官による利上げの打ち止めを示唆するハト派発言が相次いで長期金利低下やドル安につながったことや、前日のブルームバーグ報道等による中国の景気刺激策への期待が銅相場を押し上げた。

12日は、下落した。9月の米消費者物価指数(CPI)が市場予想をやや上回ったため、米追加利上げ観測がやや強まってドル高が進んだことが売り圧力になった。

13日は、前日の米CPIを受けた米金利高止まり観測から相場下落が続いた。9月の中国貿易統計で輸出入ともに落ち込み幅が市場予想を下回ったものの、9月の新規人民元建て融資が市場予想に届かなかった。

16日は、中国人民銀行が期日を迎える1年物中期貸出制度(MLF)融資5,000億元をロールオーバーし、2,890億元を追加供給したことやドル安を背景に上昇した。イスラエルとハマスの戦闘の激化や世界景気の減速懸念が上値を抑制した。

17日は、ドル安を背景に銅相場は上昇する場面もあったが、世界的な需要減退懸念が勝り、小幅反落した。前週に開催されていたLMEウイークの会合で中国以外の需要が悪いとの認識が広がったとの指摘があった。

18日は、中国の7~9月期の実質GDPが前年比4.9%増と市場予想を上回ったことや、9月の小売売上高や鉱工業生産も強めに出了ことが好感されて、小幅上昇した。

19日も前日の中国の経済指標を好感する流れが続き、銅は続伸した。不動産不況が続く中で、インフラ投資がやや下支えの役割を果たしているとの見方があった。

20日は、米長期金利が5%に達したことが、銅相場を含めた幅広い資産価格を抑制した。

23日は、米長期金利の上昇が一服して低下したことでドル安が進み、銅相場を押し上げた。中国の不動産企業の経営危機や中国政府の景気刺激策強化に対する期待の後退、中東情勢への懸念を背景に一時7,856ドルと11カ月ぶりの安値を付ける場面もあった。

中国では景気刺激策を受けて景気安定化期待

24日は、中国で全国人民代表大会(全人代)常務委員会が1兆元の新規国債発行を承認し、地方政府が2024年の債務発行枠の一部を前倒し使用できるようにする法案も可決したと報道され、銅相場は上昇した。前日に中国政府系投資会社の中央匯金投資がETF購入したと同社のウェブサイトで発表したことも投資家心理を改善させた。

25日は、9月のユーロ圏企業向け融資が2015年以来の低い伸びにとどまって欧州景気後退懸念が強まったことが銅相場を押し下げた。

26日は、米国の金融引き締めが長期化するとの観測や、IT大手のさえない決算が重荷となり、銅相場は



続落した。

27日は、中国で9月の工業部門企業利益が2カ月連続で増加し、このところ景気支援策を打ち出していることもあって、景気が安定するとの観測から銅は反発した。

30日も、中国景気の安定化への期待が続き、銅は続伸した。翌日発表される中国の製造業購買担当者景況指数(PMI)も景気改善傾向を示すとの期待も相場を支援したとされた。

31日には、10月の中国国家统计局による製造業PMIが発表され、市場予想に反して景気の拡大・縮小の判断基準となる50を下回ったため、中国景気の先行き不安が再燃し、銅は反落した。

## 【11月の動向】～一進一退後、上昇

### FOMC や中国刺激策を受けて月初に上昇後、FRB 議長のタカ派発言から下落

11月1日は、前日発表の中国国家统计局による製造業PMIに続いて、財新/S&Pグローバルによる製造業PMIも市場予想や判断基準となる50を下回ったものの、銅相場は横ばい圏の推移にとどまった。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が強かった。

2日は、前日のFOMCで追加利上げが見送られ、パウエルFRB議長の記者会見もハト派的だと受け止められたことで、銅相場の上昇につながった。一方、中国では、全国人民代表大会(全人代)常務委員会が1兆元の新規国債発行を承認し、地方政府が2024年の債務発行枠の一部を前倒し使用できるようにする法案も可決したと24日に報道された。

3日は、10月の米雇用統計が弱めに出て米追加利上げ停止観測が強まったことや、米務長官がイスラエル首相に戦闘の中断を要請し、ヒズボラ指導者が米国にガザ攻撃停止を要請したほか、米国のイスラム団体がガザ停戦なければバイデン米大統領の再選不支持を警告したことなどを受けて、地政学リスク懸念がやや後退したことが相場上昇につながった。パナマでは、カナダのファースト・クオンタムの鉱山の操業に対する抗議活動を受けて、新たな採掘権を禁止する法案が議会を通過したが、ファースト・クオンタムの現在の操業には影響がないとされた。

6日は、前日に上海で始まった中国国際輸入博覧会の開幕式で中国の李強首相が同国は市場へのアクセスと輸入を一層拡大すると述べたことが投資家心理を明るくしたほか、前週末の米雇用統計を受けてドルが安値圏で推移したことも相場の支援材料だった。8,260ドルと1カ月ぶりの高値をつけた。

7日は、10月の中国の貿易統計が発表され、輸入は増加したが、輸出は減少するいびつな形で、中国景気の先行き懸念が強まり、銅相場は下落した。中国の銅輸入は前年比24%増だった。

8日も中国景気の先行きへの懸念が続き、銅は続落した。米長期金利低下やドル安は支援材料だったとみられる。注目されたパウエルFRB議長の講演では金融政策に言及がなかった。

9日は、10月の中国の消費者物価指数(CPI)が前年比0.2%の下落と3カ月ぶりにマイナスとなり、同国の景気や金属需要の停滞が懸念されたものの、為替市場ではFRB議長講演を控える中、ドル安が進む場面もあって銅相場は支えられ、前日比横ばい圏にとどまった。

10日は、パウエルFRB議長の講演での「追加利上げが適切なら躊躇しない」、「十分な引き締めを行ったとは確信していない」といった発言がタカ派的と受け止められ、銅は下落幅がやや大きくなった。

## 米インフレ鈍化やパナマ鉱山の生産障害が強材料

13日は、やや上昇幅が大きくなった。銅相場を弱気にみていた投資家がショート・ポジションの解消に動いたとされた。

14日は、10月の米消費者物価指数(CPI)が前年比3.2%上昇と前月(3.7%)から鈍化し、市場予想も下回ったことなどをを受けて、FRBの利上げ局面は終了したとの見方や、来年に利下げに転じるとの見方が強まり、長期金利低下やドル安とともに銅は買われた。

15日は、中国の主要経済指標が発表され、10月の鉱工業生産や小売売上高が市場予想を上回って増加して強材料になったものの、不動産投資を含む固定資産投資の低調さが続いたことや為替市場で幾分ドルが買い戻されたことで上値が抑えられた。

16日は、一時8,321ドルと10月初め以来の高値まで上昇した後、下落した。鉱山からの供給が増えて、需給バランスは一段と緩むとの見方があるとされた。

17日は反発した。ドル安、中国の不動産部門への支援策、鉱山供給の懸念などが銅を支援した。ファースト・クオンタム・ミネラルズは、13日にパナマの大鉱山「コブレ・パナマ」で、同プロジェクトに反対する違法な封鎖行為によって、発電に必要な物資の調達や銅精鉱の積み出しが妨害されていることをを受けて、鉱石処理量を縮小させたとされた。前日に発表された10月の中国の新築住宅価格は4カ月連続で前年比0.1%の下落となった。この日、中国人民銀行、国家金融監督管理局、中国証券監督管理委員会は、金融機関に対して、不動産開発会社の銀行融資、債券、株式を通じた合理的な資金調達を支援するように求めた。

20日は、2カ月ぶりの高値まで上昇した。パナマでの抗議活動、ペルーでのストライキ、中国の不動産部門支援策が強材料になった。ファースト・クオンタムはコブレ・パナマ鉱山の操業停止を警告し、ペルーでは中国系のMMG(五鉱資源)が運営するラス・バンバス鉱山で労組が11月28日から無期限ストライキを行うと発表した。ストは、この日予定されていた利益配分に関する情報を得るための会合が開催されなかったためとされた。

## パナマ、ペルーの生産障害や中国需要を巡って一進一退

21日は、前日にブルームバーグが「中国の監督官庁は金融機関が融資する際に指針となるよう国有、民間の双方から構成される不動産企業50社のホワイトリストを策定中」と報じたことや、人民元高が進んだことが銅相場を支援して小幅上昇した。

22日は、翌日に米国の感謝祭の休日を控えて利益確定の売りが出やすかったことやドル高から、銅は下落した。

23日は、人民元高が中国の購買力を高めるとの見方から銅は買われた。

24日は、最近の中国の不動産市場支援策、ドル安、金融市場におけるリスク志向ムードなどが銅相場を支えた。

27日は、10月の中国工業部門の企業利益が前年比2.7%増に鈍化したことが弱材料となり、この2週間余りの相場上昇もあって利益確定の売りが出た。

28日は、カナダのファースト・クオンタムがパナマで操業するコブレ・パナマ鉱山について、パナマの最高裁判所が採掘契約が違憲だと判断したことや、中国のMMG(五鉱資源)がペルーで操業するラス・バンバス

鉱山で労組が無期限ストライキを開始したことが銅の供給懸念につながった。中国人民銀行の潘功勝総裁が景気下支えのため緩和的な金融政策を継続すると述べたことも支援材料とされた。

29日は、前日にパナマのコルティソ大統領がコブレ・パナマ鉱山を閉鎖する命令を発したことや、ペルーのラス・バンバス鉱山で無期限ストが継続していることが強材料だったが、ドル安が一服したことや中国の株価が下落したことで銅は軟調だった。

30日は、10週ぶりの高値圏での推移が続いたが、中国国家统计局による11月の製造業PMIが2カ月連続で判断基準の50を下回ったことや、10月のユーロ圏消費者物価指数(HICP)が市場予想を下回ってドル高につながったことを受けて、銅相場は下落した。

## 【12月の動向】～下落後、上昇

### 月初に高値後、ドル高や中国需要懸念から下落

12月1日は、財新/S&Pグローバルによる製造業PMIが市場予想や判断基準の50を上回ったこと、パウエルFRB議長の講演を受けて米利上げ終了観測が強まったこと、パナマのコブレ鉱山の問題などが銅相場を押し上げ、8,640ドルと8月4日以来の高値をつけた。ファースト・クオンタム社は、コブレ鉱山の生産見通しの発表を停止して政府との契約を巡る争いについて国際仲裁を開始したと発表した。アングロ・アメリカン社も2024年の生産見通しを73~79万トンと20%引き下げ、2025年を69~75万トンと18%引き下げた。

4日は、前週末の長期金利低下やドル安の反動で、長期金利上昇やドル高が進んだため、銅相場の下落幅もやや大きくなった。LME指定倉庫の在庫増加も相場を圧迫した。

5日は、格付け会社ムーディーズが中国の格付け見通しを「安定的」から「ネガティブ」に変更(長期格付けの「A1」は据え置き)したことが中国需要の鈍化懸念につながった。LME在庫の増加が続いたことも弱材料だった。

6日は、ドル相場が高値圏で推移したことが嫌気されて、銅は下落した。

### 中国・中央工作会議がやや失望もFOMCを好感

7日は、11月の中国貿易統計で輸出が6カ月ぶりに前年比増加したことや、ドル安が進んだことが好感された。

8日は、中国での堅調な金属需要や米欧の利下げ観測が銅相場を支えたとされた。11月の中国の乗用車販売が前年比25.5%増と高い伸びを示して、強材料になった。

11日は、9日に発表された11月の中国の消費者物価指数が前年比0.5%の低下と3年ぶりの低水準となったことで、中国景気への懸念が強まり、銅やアルミが下落した。

12日は、注目された11月の米消費者物価指数が発表され、ほぼ市場予想に沿った内容となったことで、米長期金利やドル相場が小動きとなる中、銅相場も小幅高と動きが限られた。

13日は、11~12日に開催された中国の中央経済工作会議では、2024年の景気を支えるため政策調整を強化する方針を示したが、新たな具体策が示されなかったことが失望につながり、銅はやや下落した。

14日は、前日まで開催されたFOMCで来年の想定利下げ回数が増えていたことや、パウエルFRB議

長の記者会見で「利下げ開始の問題が視野に入っている」と述べたことを背景に、米利下げが米景気を支援し、金属需要の増加につながるとの見方が強まり、銅相場は上昇幅が大きくなった。また、中国で北京市や上海市が、最低頭金比率の引き下げといった住宅購入規制の緩和を発表したことも支援材料だった。

15日は、一時8,600ドル台をつける場面もあったが、ニューヨーク連邦準備銀行のウィリアムズ総裁が「現時点で利下げについて話し合っていない」など、市場で強まる利下げ観測をけん制する発言を行ったことで、上値が重くなり、結局、前日比小幅下落となった。

18日は、タイトな供給状況があるものの、不動産不況による中国の需要停滞が意識されて、銅は軟調だった。

19日は、ファースト・クオンタムのコブレ鉱山の停止などを受けた供給懸念から銅は反発した。

20日は、在庫の補充などを背景に中国の現物需要が強いと指摘された一方で、ドル高がドル建てで取引される銅の相場の下押し圧力になり、結局、銅は小幅安だった。

21日は、7～9月期の米実質GDP成長率が下方修正されたことや、インフレ指標として注目される食品とエネルギーを除くコア個人消費支出(PCE)価格指数が下方修正されたことで、米早期利下げ観測がやや強まって、銅は、幾分、支援された。

22日は、中国の景気刺激策への期待やイエメンの武装組織フーシ派による紅海での商船攻撃を受けた供給混乱への懸念を背景に、コモディティ全般に上昇圧力がかかる場面もあったが、クリスマス休暇を控えて取引が低調な中、銅は小幅下落となった。

27日は、11月の中国の工業部門企業利益が前年比29.5%の大幅増と発表されたことで、中国景気への懸念が後退し、銅をはじめとしたベースメタル全般が買われた。

28日は、一時8,716ドルと8月初以来、約5カ月ぶりの高値をつけたものの、その後、利益確定売りに押され、下落した。

29日も年末で利益確定売りが出やすく、ドル高もあって、銅は続落した。2023年通年では銅は2.2%上昇した。

### 【先行き】～一進一退が続く銅相場、底堅さを維持か

年明け1月2日は、中国の製造業PMIの上昇やLME在庫の減少が強材料視されたものの、為替市場でドル高が進んだことが弱材料となり、小幅下落した。年末31日に中国国家统计局が発表した12月の製造業PMIが市場予想を下回って低下したものの、この日、発表された財新/S&Pグローバルによる12月の製造業PMIが市場予想を上回って上昇した。

3日は、米ISMによる12月の製造業購買担当者景況指数が市場予想を上回ったことなどからややドル高が進み、銅相場は小幅下落した。中国景気の弱さも懸念された。

4日は、前日発表になった12月のFOMC議事要旨で利下げについての新たな情報がほとんど得られなかったことが弱材料になったとされた。

5日は、12月の米雇用統計が景気の堅調さや労働市場のタイトさを示して一時早期米利下げ観測が後退して銅相場を圧迫したが、その後、米ISMによる非製造業PMIが市場予想を下回ったことで、銅は買い戻され、結局、前日比横ばい程度となった。



9日は、米金融政策の先行きを占ううえで注目される米CPIの発表を控える中、為替市場でややドル高が進んだことが弱材料になり、銅は下落した。

17日には、10～12月期の中国の実質GDP成長率が市場予想を下回ったことや、12月の中国の新築住宅価格が約9年ぶりの落ち込みとなったことが嫌気された。

昨年11月に最大消費国の中国では、ようやくまとまった規模の景気刺激策が打ち出されたが、それでも不動産部門の停滞を考慮すれば、なんとか景気の下支えになるかといった程度の規模であり、景気全体を押し上げるには力不足とみられる。

米国では、早期利下げ期待が根強いものの、FRB高官は総じて早期利下げには慎重姿勢を示している。利下げ開始時期が後ずれすると、銅相場にはやや弱材料になる可能性がある。また、これまでの大幅利上げを受けて、米景気は減速に向かっていることも銅相場の下押し圧力になるとみられる。

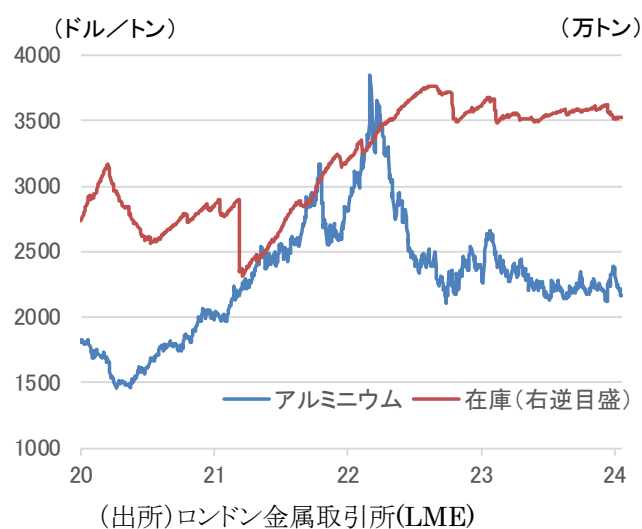
銅相場が下落傾向を辿った後、一進一退にとどまっているこれまでの推移は、米中経済など先行き不透明感が強い世界の景気情勢を映していると思われる。先行き、米中の景気はある程度底堅く、年後半にかけては米利下げを受けてドル安が進みやすくなると考えられ、銅相場は底堅さを維持すると見込まれる。

## (2) 各他品目の概況

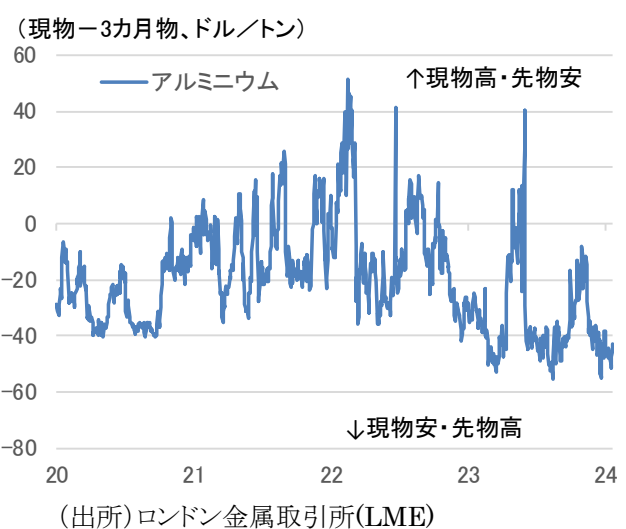
### [1] アルミニウム市況：10月上旬に2,300ドル台に持ち直し

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、2023年1月18日に2,679ドルまで上昇したものの、12月13日には2,109ドル台まで下落した。その後一進一退となり、12月下旬に2,400ドルまで上昇したものの、1月中旬には2,158ドルまで下落した。

アルミニウム相場とLME指定倉庫在庫の推移



アルミニウムの現先スプレッド(現物-3ヵ月物)の推移



夏場の中国需要が堅調だったことなどから、10月2日にアルミニウム相場は、2,367ドルと5月2日以来5ヵ月ぶりの高値をつけた。9月30日に中国国家统计局が発表した9月の製造業PMIが6ヵ月ぶりに判



断基準となる 50 を上回ったことも強気材料だった。

11 月 1 日には、中国雲南省のアルミニウム精錬所が合計 115 万トンの生産削減を開始したと報道された。乾季入りで水力発電用の水が不足との懸念があるため電力会社からの要請があったため、4 月まで続く見込みだとされた。雲南省の生産能力は約 570 万トン。

11 月 10 日には、10 月末時点で LME 指定倉庫にある払い出し可能な(オン・ワラント)在庫のうち 16.2 万トンがロシア産で 79.5%を占め、9 月の 76%(13.2 万トン)から上昇したと報道された。西側諸国ではロシア産品の扱いを自発的に減らす傾向がある中、春頃にかけて引き取り手のないロシア産が LME 倉庫に流入する状況が強まり(5 月には 26.3 万トン)、夏場以降、ロシア産の割合が高止まり(8 月には 81.5%)している。

12 月 9 日に発表された 11 月の中国の消費者物価指数が 3 年ぶりの下落幅となったことで同国景気への不安が強まった。そうした中、11~12 日に開催された中国の中央経済工作会議では、2024 年の景気を支えるため政策調整を強化する方針を示したが、新たな具体策が示されなかったことが失望につながり、供給過剰懸念となって、アルミニウム相場は 13 日に 2,109ドルと 2022 年 9 月以来の安値をつけた。

15 日には、イギリス政府がロシアへの新たな経済制裁としてロシア産金属の取引を制限すると発表して、その後、ロシア産の比重が大きいアルミニウムの需給が引き締まることが意識されて、アルミニウム相場は反発した。

18 日には、アルミニウムの原材料のボーキサイトの大生産国であるギニアの石油施設で爆発火災が発生し、ボーキサイトの供給障害につながることで連想され、22 日にはアルミニウム相場の上昇幅が大きくなった。商品投資顧問(CTA)のファンドの買いも指摘された。また、イエメンの武装組織フーシ派による紅海での商船への攻撃によって、アルミニウムの供給地域である中東からの輸送に影響が出るとの懸念もアルミニウム相場を押し上げた。連休明けの 27 日も上昇し、一時 2,400ドルと 8 カ月ぶりの高値をつけた。

2023 年通年では、アルミニウムは 0.3%上昇した。

2024 年年明けには、ギニアでの爆発火災後も同国からのボーキサイトの出荷に障害は生じていないとされて、アルミニウム相場は下落に転じた。アルミニウム相場は、昨夏以降、一進一退が続いており、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:下落後、足元は 16,000ドル前後で推移

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ドルの安値をつけていた。2022 年 12 月には 33,575ドルまで上昇したが、その後、下落傾向となり、2023 年 11 月 27 日には 15,840ドルと 2021 年 3 月以来の安値をつけた。

ドル安や景気回復期待から他金属の相場が上昇する中でも、ニッケルは、インドネシアからの供給圧力が意識されたことなどから相場が弱含んだ。

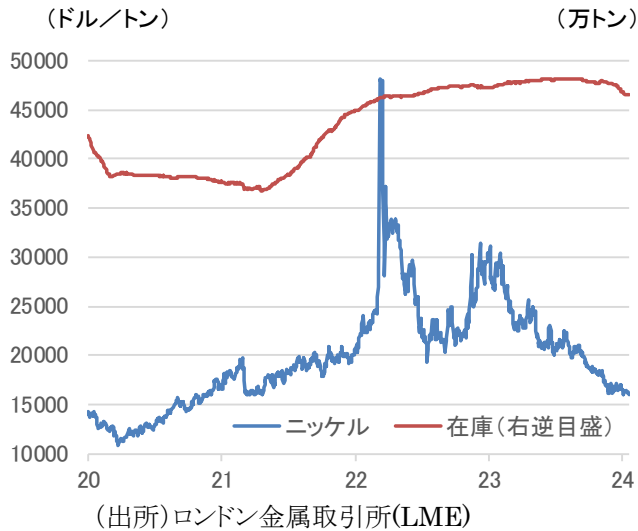
インドネシアでは伝統的に LME 相場に基づいてニッケルの取引価格を決めてきたが、政府は 5 月に今年に新指標を開発すると発表しており、11 月下旬には、価格決定方式の変更を警戒してショート・ポジションを持つ投資家がポジションを解消するショート・カバーの動きから、価格が上昇する場面があったとされた。

しかし、12月にかけては、ニッケルの供給圧力が意識され、ニッケル相場は軟調に推移した。2023年通年ではニッケルは44.7%下落した。

ニッケル需給は、最大生産国のインドネシアの増産が続き、緩和気味の状態が続くと見込まれる。中国需要は底堅さはあるものの、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、米欧の利上げによる景気抑制効果も見込まれる。もっとも、ニッケル相場はこれまでの下落で値ごろ感も生じつつあるとみられ、先行きには横ばい圏の推移が見込まれる。

ニッケル相場とLME指定倉庫在庫の推移

ニッケルの現先スプレッド(現物-3ヵ月物)の推移



### (3) 亜鉛市況: 昨秋以降、2,500ドル前後で一進一退の動き

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た後、2,500ドル前後で一進一退の動きが続いている。

11月1日にオランダに本拠を置く亜鉛大手のニルスター社が米国にある2鉱山を一時的に閉鎖すると発表した。同日には、亜鉛相場は2,598.50ドルと1ヵ月ぶりの高値をつけた。それまでに、6月にはスウェーデン系のポリデン社がアイルランドの亜鉛鉱山(年産10.3万トンの亜鉛精鉱)の操業を停止し、9月にはポルトガルのアルミナミナス社が亜鉛精鉱で年産21.5万トンの鉱山を停止していた。

11月8日に、ロシアのオゼルナヤ・マイニングが運営する東シベリアの亜鉛鉱山の施設での火災発生が報じられたことも供給懸念を強めた。

11月半ばには、LME在庫が減少傾向を続けていることを受けて、亜鉛相場の上昇幅がやや大きくなる場面があった。

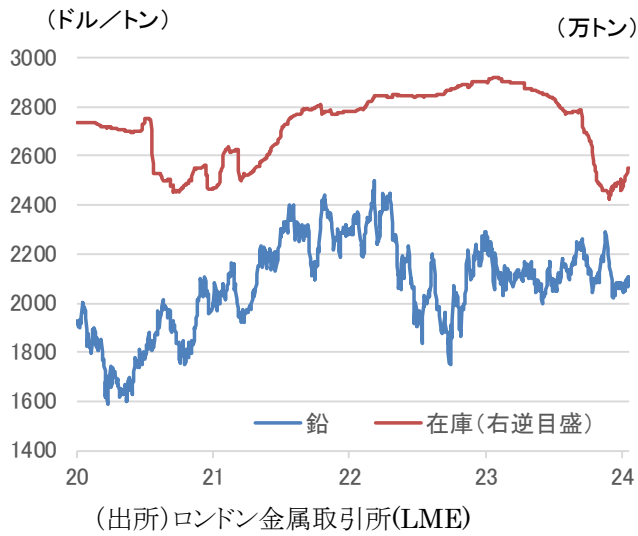
しかし、11月後半以降は、LME在庫が増加に転じ、12月に入ると、2021年後半以来の高水準となり、亜鉛の供給過剰が意識される状態となった。

2023年通年では、亜鉛は10.6%下落した。

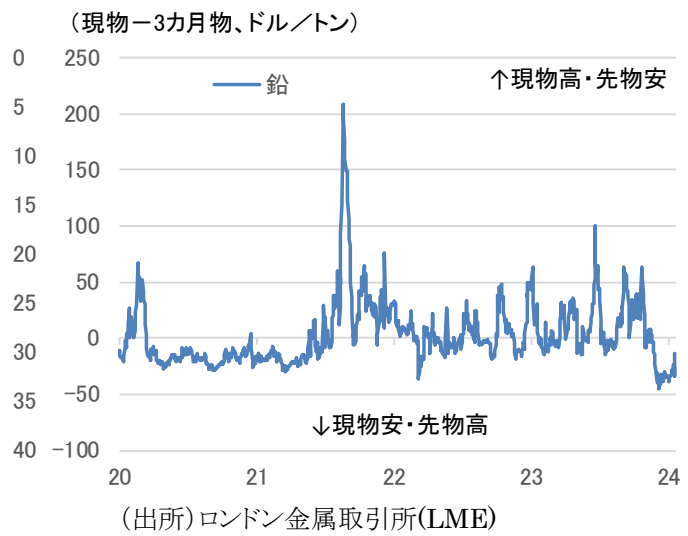
亜鉛相場は、底堅さはあるものの、LME在庫が高止まりするなど需給の引き締め感も乏しく、上値は重

い展開となると見込まれる。

亜鉛相場とLME指定倉庫在庫の推移



亜鉛の現先スプレッド(現物-3ヵ月物)の推移



#### (4)錫市況:足元にかけて 25,000ドル前後での推移続く

電子部品のはんだ付けなどに使われる錫の相場は、2022年3月8日に1トンあたり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、足元にかけて25,000ドル前後での一進一退となっている。

錫の有力生産国であるミャンマーでは、10月末から3つの少数民族の武装勢力が東部シャン州で一斉に攻撃をはじめ、中国との国境付近の町を制圧する事態となった。10日には、ミャンマー軍政の大統領はこの暴力を効果的に制圧できていないとして、国内は分裂の危機にあると述べ、中国外務省は国境における安全と安定を確保すると表明した。

1月5日には、武装勢力のミャンマー民族民主同盟軍(MNDAA)がシャン州コーカン自治区ウカライから国軍が撤収したと発表、国軍側も兵士の家族の安全や中国との関係に配慮してウカライの支配権を放棄したことを認めた。12月中旬に中国の仲介により3武装勢力とミャンマー国軍の停戦でいったん合意していたが、その後も戦闘が続いた。

2023年通年では、錫は2.4%上昇した。

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、先行き、錫消費量も増加に転じていくと思われる。もっとも、当面、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。

錫相場とLME指定倉庫在庫の推移



(出所)ロンドン金属取引所(LME)

錫の現先スプレッド(現物-3ヵ月物)の推移



(出所)ロンドン金属取引所(LME)

### (5)鉛市況:足元は 2,000~2,100ドル台で推移

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。その後も一進一退の動きが続き、足元は2,000~2,100ドル台で推移している。

冬場の需要期に差し掛かる11月下旬には年初の高値をほぼ回復する動きとなっていたが、その後、下落した。2023年通年では、鉛は9.8%下落した。

自動車販売は持ち直し傾向だが、米欧が暖冬なこともあり、鉛相場は一進一退にとどまるとみられる。

鉛相場とLME指定倉庫在庫の推移



(出所)ロンドン金属取引所(LME)

鉛の現先スプレッド(現物-3ヵ月物)の推移



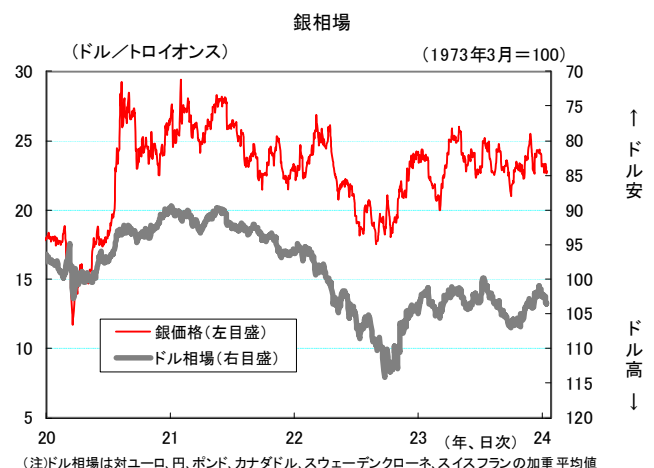
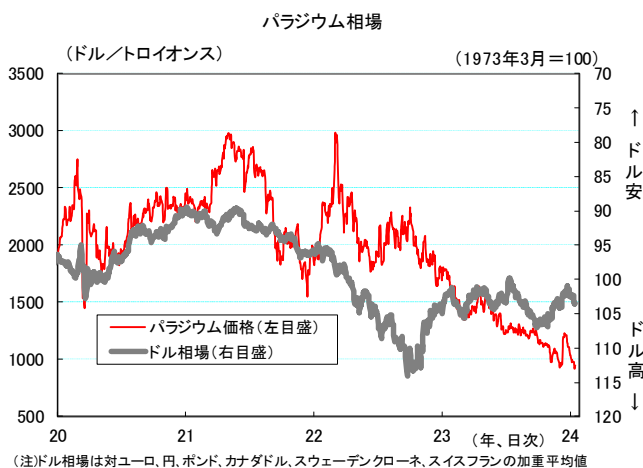
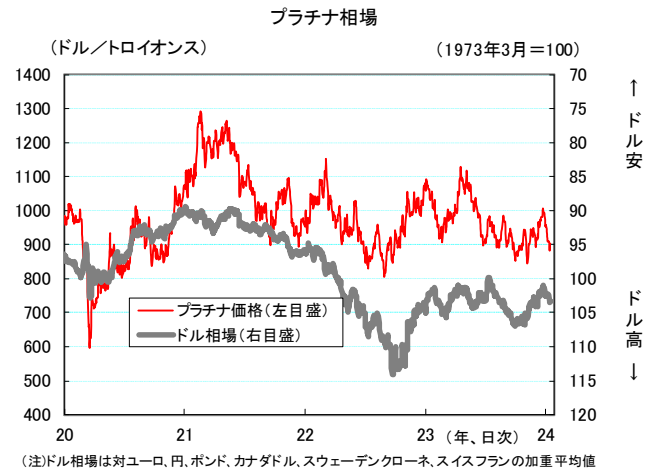
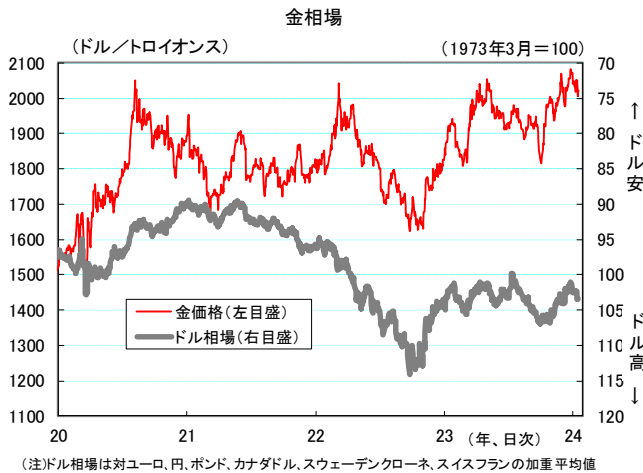
(出所)ロンドン金属取引所(LME)



#### 4. 貴金属:金相場は12月に史上最高値後、1月も2,000ドル台を維持

金相場は、2023年10月6日には1トロイオンスあたり1,809.50ドルと7カ月ぶりの安値をつけた。しかし、12月4日には2,135.40ドルと2020年8月の2,072.49ドルを上回り、史上最高値を更新した。その後、やや下落する場面もあったが、1月に入ってもおおむね2,000ドル台を維持して推移している。

各貴金属価格の推移



(出所)Refinitiv

#### 【10月の動向】～上旬に安値後、大幅上昇 米利上げ長期化観測から10月上旬に安値

10月2日は、米供給管理協会(ISM)による9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や、米連邦準備制度理事会(FRB)のボウマン理事やバーFRB副議長によるややタカ派的な発言を受けて、米長期金利上昇やドル高が進み、金相場を下押しした。

3日は、8月の米求人件数が市場予想に反して増加したことで米追加利上げ観測がやや強まり、金を下押しした。ドルが対円で150円台に乗せた後、急落して、日本の当局の介入の可能性が指摘される中、金は一時上昇する場面があった。

4日は、米民間雇用サービス会社ADPが発表した9月の全米雇用報告で就業者数の増加幅が市場予想

を下回ったことを受けて、金は小幅上昇する場面があったが、米利上げ長期化観測が根強いことなどから金は下落に転じた。

5日も続落した。米新規失業保険申請件数は2週連続で悪化したものの、市場予想を下回って低水準が続いており、労働市場のひっ迫を示唆した。

6日は反発した。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ドルまで下落した。しかし、その後、失業率が横ばいだったことや平均時給の伸び鈍化を改めて評価して、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。

### 中東情勢の緊迫化で急騰して1,900ドル台回復

9日は、7日に始まったパレスチナのイスラム組織ハマスによるイスラエル攻撃を受けて、安全資産である金は買われた。イスラエルも反撃し、双方に多数の犠牲者が出た。金相場は現物、先物とも9月29日以来の高値をつけた。ただ、この日はコロンブスデーで、米為替市場や米債券市場が休場で一段の上値を迫る動きにはならなかった。

10日は、ハマスとイスラエルの軍事衝突を背景とした金買いはやや弱まった。ニューヨークの先物は小幅高だったが、現物は小幅安だった。死者数は増えているものの、中東全域に軍事衝突が広がる兆しはなく、冷静な見方がなされた。

11日は、FRB高官の発言を受けて追加利上げ観測が後退したことを受けて、金相場は上昇した。9日にはジェファーソンFRB副議長とダラス連邦準備銀行のローガン総裁、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のハト派発言が相次いだ。米長期金利低下やドル安が金相場を支援した。

12日は、9月の米消費者物価指数(CPI)が発表され、食品とエネルギーを除くコア指数の伸びは市場予想通りにとどまったものの、全体の伸びは市場予想を上回ったため、それまで後退していた米追加利上げ観測が再びやや強まって、金は下落した。

13日は大幅上昇した。イスラエルがパレスチナ自治区ガザでの大規模作戦の実施方針を発表し、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んだ。

16日は、これまでの急騰を受けて、利益確定の売りが先行した。もともと、中東情勢の緊迫化に対する投資家の警戒感は持続し、金の下値は限定された。

17日は、9月の米小売売上高の堅調を受けて長期金利が上昇し、金を下押す場面もあったが、中東の地政学リスク懸念から買われる動きがやや優勢だった。

### パレスチナでの武力衝突の激化で2,000ドル超え

10月18日は、前日にガザの病院での爆発で約500人が死亡したことを受けて、中東情勢の一段の悪化が懸念されて、リスク回避の金買いが強まった。中国の7~9月期の実質国内総生産(GDP)や9月の鉱工業生産や小売売上高が市場予想を上回ったことは中国需要増加を連想させた。

19日は、米新規失業保険申請件数が19.8万件と今年1月以来の低水準となったことが金には弱材料と

目された。その後、パウエル FRB 議長が「一段の金融引き締めが妥当となる可能性」を述べて弱材料になったが、「最近の市場金利上昇で追加利上げの必要性が低下する可能性」を述べると強材料になった。一方、イスラエルのガラント国防相は、ガザとの境界にいる部隊に対して「近くガザを内側からみることになる」と発言したと伝わった。米長期金利は一時 5% 超となった。

20 日も続伸して、一時 2,000 ドルを上回る場面もあった。ハマスとイスラエルの武力衝突が激化すると懸念が続いた。前日のパウエル氏の発言がハト派的との見方も相場上昇を支援した。

23 日は、5 営業日ぶりに反落した。パレスチナ情勢の緊迫化が一服した。また、米長期金利が、一時、再び 5% 超をつけたことも金利のつかない金の売りを促したとみられる。これまでの上昇で利食い売りが出やすくなった面もあるとされた。

24 日はほぼ横ばい。対ユーロでドル高が進んだことが金価格の抑制要因となり、中東の地政学リスクを背景とした安全資産買いを相殺した。

25 日は、米紙が、イスラエルが米国の要請に応じて、パレスチナ自治区ガザへの地上侵攻を遅らせることで合意したと報じた一方で、ネタニヤフ・イスラエル首相が地上侵攻を準備しているとテレビのインタビューで言明し、パレスチナ情勢が注視される中、金への安全資産需要が高まった。

26 日は続伸した。7~9 月期の米実質 GDP の伸びが市場予想を上回ったことを受けて、政策金利の高止まり観測が強まって、金は売られる場面があったが、中東情勢への懸念が続いたことなどが金相場を押し上げた。

27 日は、9 月の個人消費支出(PCE) 価格指数のコア指数の前年比伸び率がやや鈍化したものの、消費の伸びが強く、相殺された。その後、イスラエル軍がガザへの軍事行動を強化すると発表したことで、金は 2,000 ドルを上回る場面があった。

30 日は、イスラエル軍がガザでの地上作戦を拡大したことを受けて金は続伸した。

31 日は反落した。前日までの上昇の反動で利益確定売りが出やすかった。翌日に米連邦公開市場委員会(FOMC)の声明発表やパウエル FRB 議長の記者会見を控えて、様子見ムードが強かった。

## 【11 月の動向】～前半に下落後、後半に上昇

### 米追加利上げ観測の後退で高止まり後、FRB 議長発言をタカ派的と受け止めて下落

11 月 1 日は、FOMC の結果発表を前に、小幅続落した。FOMC 後の FRB 議長の会見では「政策スタンスが十分に景気抑制的と確信できない」といった発言などがタカ派的と受け止められ、金は下落幅を広げる場面があった。

2 日は、前日の FRB 議長会見は追加利上げに慎重なハト派的なものだったとの見方が強まって、米長期金利は低下、ドル安も進み、金相場を支援した。

3 日は続伸した。10 月の米雇用統計で就業者数の伸びが前月から減速し、市場予想も下回ったことで、米利上げが終了したとの見方が強まった。

6 日は、米利上げ観測の後退やパレスチナで著しい戦闘拡大がなかったことで、投資家のリスク志向が強まり、安全資産の金は売られた。

7 日は、前日の流れが続き、売りが先行した。FRB 議長の講演を 8 日、9 日に控えて持ち高調整の売りが

膨らんだとされた。

8日は、この日予定された複数のFRB高官の講演や、翌日に予定されるパウエルFRB議長の講演を控えて様子見ムードが強い中、金相場は続落した。イスラエル軍は、ガザ市の中心部に侵攻し、ハマス兵器製造部門のトップを殺害したと発表した。市場では中東地域の紛争拡大がエネルギー供給の混乱につながるとの観測はやや後退しているとの見方が優勢とみられた。

9日は、パウエルFRB議長の講演を控えて、様子見ムードが広がる中、前日までの下落の反動で値ごろ感から買われる流れになった。もっとも、FRB議長講演では、「追加利上げが適切なら躊躇しない」、「十分な引き締めを行ったとは確信していない」とタカ派的と受け止められる発言があり、金は上げ幅を縮小した。

10日は、前日のFRB議長発言をタカ派的と受け止める動きが続き、金相場は続落した。11月のミシガン大学消費者調査で、予想インフレ率が上昇したことも弱材料視された。インドのヒンズー教の祭典「ディワリ」が始まって需要を押し上げているものの、今年は価格上昇の影響で需要が前年より弱めとされたことも弱気材料だった。

### インフレ鈍化やドル安を材料に金は反発

13日は、翌日に米CPIの発表を控えて様子見ムードが強い中、対ユーロでドル安が優勢となり、金は反発した。

14日は、10月の米CPIが前年比3.2%上昇と前月(3.7%)から鈍化し、市場予想も下回ったことなどを受けて、FRBの利上げ局面は終了したとの見方や、来年に利下げに転じるとの見方が強まり、金は買われた。

15日は、米小売売上高が発表され、10月の減少幅が市場予想を下回り、9月分が上方修正されたことが長期金利上昇やドル高につながって金には弱材料になった。一方、10月の米生産者物価指数(PPI)は、市場予想を下回って、前日の米CPIに続き、インフレ鈍化を示唆する内容となり、金の下値は限定された。

16日は、米失業保険申請件数が市場予想を上回って悪化したことが、長期金利低下やドル安につながり、金相場は反発した。

17日は、前日からの上昇が一服し、小反落した。FRBの利上げ打ち止め観測を背景としたこのところの上昇傾向が一服したとの見方があった。ボストン連銀のコリンズ総裁の「追加利上げを議論の対象から外さない」との発言がややタカ派的との見方もあった。

20日は、10月31日～11月1日FOMCの議事要旨公表を翌日に控えて様子見ムードが強い中、感謝祭の休日が近いことで持ち高調整の売りが出やすかったとみられ、金相場は下落した。

21日は、FOMC議事要旨公表を前に、米利上げ停止観測が広がる中、金買いが優勢となり、2,000ドル台を回復した。公表されたFOMC議事要旨では、メンバーが「インフレ低下の進展が不十分な場合のみ、追加利上げが適切になるとの考えで一致」したことなどが明らかになり、米政策金利がピークに達したとの見方が広がり、金は支援された。

### ウォラー理事のハト派発言で上昇加速

22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を示したことや、11月のミシガン大学の消費者調査(確報値)で予想インフレ率が上方修正されたことなどが金には弱材料になり、



2,000ドルを下回った。

24日は、S&P グローバルによる製造業 PMI が弱めの数字だったことなどからドル安が進み、金相場は2,000ドルを回復する動きになった。

27日は、米利上げ局面の終了観測を背景としたドル安が継続したことなどから金は続伸した。10月の新築一戸建て住宅販売件数は市場予想を下回った。

28日は、金融引き締めに積極的なタカ派とみられていたウォラーFRB理事が、インフレが低下すれば「政策金利を引き下げ始めることができる」とハト派的な発言をしたことで、市場金利低下やドル安につながり、金を買われた。

29日は、米利下げ観測が一段と強まる中、金は一時2023年5月の高値や、2020年8月の史上最高値に近づく動きになった。

30日は、11月の米シカゴ地区 PMI が市場予想を上回ったことや、サンフランシスコ連銀のデイリー総裁による利下げ期待をけん制する発言があったことで、この日は利下げ観測が後退して、金は反落した。

## 12月4日には2,135.40ドルを記録

12月1日は、パウエルFRB議長の講演が警戒されたほどタカ派的でないと受け止められたことや、米ISMが発表した11月の製造業 PMI が市場予想を下回ったことを受けて、米早期利下げ観測が強まり、金相場は最高値を更新する動きとなった。

4日は、一時2,135ドル(先物は2,152ドル)と史上最高値まで上昇した後、前日比下落に転じた。急伸後で利益確定売りが出やすかったことや、為替市場でドル高が進んだことで下落幅が大きくなった。

5日も利益確定売りが出やすかったとされた。10月の米求人数が前月比減少したものの、米ISMによる11月のサービス業 PMI が市場予想を上回ったことがドル高につながり、金相場には売り材料になった。

6日は3営業日ぶりに反発した。米民間雇用サービス会社ADPによる11月の全米雇用報告で就業者数の増加幅が市場予想を下回ったことで、米長期金利の低下が進み、金は買われた。

7日は、翌日に米雇用統計の発表を控えて様子見ムードが強い中、利益確定売りに押された。日本銀行の植田総裁の発言などを受けて日銀による早期緩和解除観測が浮上して、ドル安の動きがあったこともドル建ての金相場を支援した。

8日は、11月の米雇用統計で就業者数が市場予想を上回ったことや、失業率が低下したことを受けて、市場で強まっていた2024年3月の利下げ観測が後退し、ドルや長期金利が上昇する中、金は売られた。

11日は、FRBなど主要な中央銀行の金融政策決定会合が週内に予定される中、米長期金利が小幅上昇したことを受けて、金は続落した。12月上旬に最高値をつけた後、利益確定売りが先行する流れとなった。

## 12月のFOMCを受けて大幅に値戻し

12日は、11月の米CPIが発表され、ほぼ市場予想並みにとどまったことなどから、金相場はほぼ横ばい圏で推移したが、翌日発表されるFOMCの結果を見極めたいとの思惑が強い中、小幅下落となり、前日に続き2,000ドル割れとなった。

13日は、FOMCの結果発表を控える中、11月の米PPIの上昇率が市場予想を下回ったことで、金はや

や上昇する場面があったが、ほぼ横ばい圏で推移した。FOMC 後には、公表された経済見通しで、2024 年内の利下げ想定回数が 2 回から 3 回に増えていたことなどが好感され、金は急伸して再び 2,000 ドル台を回復した。金利先物の動向に基づいて市場が織り込むフェデラル・ファンド・レートの先行きを示す「CME フェドワオッチ・ツール」によると、次々回 3 月の FOMC で利下げが行われる確率を 7 割以上織り込む状態となった。

14 日は、前日の FOMC で来年の想定利下げ回数が増えていたことや、パウエル FRB 議長の記者会見で「利下げ開始の問題が視野に入っている」と述べたことを背景に、米長期金利低下やドル安が進んで、金は続伸した。

### FRB 高官が利下げ観測をけん制もインフレ指標の減速を好感

15 日は、ニューヨーク連銀のウィリアムズ総裁が「現時点で利下げについて話し合っていない」など、市場で強まる利下げ観測をけん制する発言を行ったことで、金は 3 営業日ぶりに反落した。

18 日は、欧州中央銀行 (ECB) 当局者が政策金利を高水準に維持する姿勢を変えない中、ややユーロ高・ドル安が進んだことや、イエメンの武装組織フーシ派が紅海で商船を攻撃したことで地政学リスク懸念がやや高まったことが金の支援材料になった。

19 日は、市場参加者の米早期利下げ観測が根強い中、米長期金利やドル相場がやや低下したことを受けて、金は続伸した。

20 日は、英独の物価指標の落ち着きなどから欧州長期金利が低下し、為替市場でややドル高が進む中、金は小幅下落した。

21 日は、米 GDP 統計の 7~9 月期の確定値が発表され、GDP 成長率が下方修正されたことや、インフレ指標として注目される食品とエネルギーを除くコア PCE 価格指数が下方修正されたことで、米早期利下げ観測が強まって米長期金利の低下やドル安につながり、金は支援された。CME フェドワオッチ・ツールによると、3 月の FOMC での利下げ確率を 8 割以上織り込む状態となった。

22 日は、11 月の米個人所得・消費支出統計が発表され、PCE 価格指数の前年比上昇率が 2021 年 2 月以来の低水準となったことなどを受けて、米早期利下げ観測を後押しして金相場の上昇につながったが、クリスマスの連休を控える中、その後、上げ幅を縮小した。

連休明け 26 日は、市場参加者の少ない中、動意を欠き、前週末比小幅上昇だった。米早期利上げ観測を背景にドル相場がやや軟調に推移して金相場を支援した。

27 日は、経済指標などの材料があったわけではないが、米早期利下げ観測から長期金利が低下し、ドル安も進んだことから、金相場は上昇した。先物の清算値は 2,093.10 ドルと清算値ベースでの史上最高値を更新した。

28 日は、ドルを買い戻す動きが優勢となり、前日の高値の反動もあって、金は利益確定売りが出やすくなった。

29 日は、年末の持ち高調整で長期金利が上昇したことが圧迫材料となり、商いが閑散な中、金相場は下落した。

## 【先行き】～米早期利下げ観測の修正でネガティブに反応する場面も

年明け1月2日は、材料難の中、早朝に2,080ドルに近づいた後、米長期金利の上昇を受けて下落し、その後、前日比小幅プラスに回復した。

3日は、米ISMによる12月の製造業PMIが市場予想を上回った一方で、11月の米求人数が市場予想を下回って、経済指標が強弱まちまちとなる中で、為替市場では利下げ開始時期を巡る不透明感などからややドル高が進み、金相場は下落した。

4日は、前日公表された12月のFOMC議事要旨で2024年内の利下げは適切との意見がメンバーの大勢を占めていたことなどが判明し、金を支援した。ガザでの戦闘に加えて、フーシ派による紅海での商船攻撃、イランでの爆発など中東情勢への懸念が金買いにつながった面もあった。

5日は、12月の米雇用統計が発表され、米景気の堅調さや労働市場のタイトさを示す内容で一時ドル高や長期金利上昇が金相場を圧迫したが、その後、米ISMによる非製造業PMIが市場予想を下回ったことで、金は買い戻され、結局、前日比横ばい圏に落ち着いた。

その後も、11日には、12月の米CPIが市場予想を上回ったことが弱材料になるなど、金はやや軟調な推移が続いたが、それでも2,000ドル台を維持している。米利下げ観測が金相場の支援材料になっているとみられる。

米金利先物市場の動向から政策金利であるフェデラル・ファンド・レートの先行き見通しを示すCMEフェドウォッチ・ツールによると、次回1月30～31日の米連邦公開市場委員会(FOMC)では、政策金利の据え置きが9割以上の確率で見込まれており、これはほとんど揺らいでいない。

次々回の3月19～20日のFOMCについては、足元では、5割前後の確率で政策金利の引き下げが織り込まれる状況となっている。12月下旬に9割の確率で利下げを織り込む状態だった頃に比べると、利下げ観測はかなり後退してきたとはいえ、依然、根強い利下げ期待がある。

しかし、米連邦準備制度理事会(FRB)当局者からの情報発信では、利下げは差し迫ったものではないとの声が高く、市場の見方とは乖離がある。今後も、FRB高官による早期利下げ観測をけん制する発言が続くと見込まれ、実際に、3月のFOMCでの利下げが見送られ、5月以降の利下げ観測も後ずれすることになれば、その過程で金相場はネガティブに反応する可能性がある。

もっとも、それでも米インフレ指標の減速は続くとみられ、利下げ期待は大きく揺るがないと見込まれる。そうした中で米景気が減速する局面があれば、市場金利が低下し、金相場を押し上げる可能性もあろう。

－ ご利用に際して －

- 本資料は、執筆時点で信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一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さまの決定、行為、およびその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱 UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。