

## 調査レポート

# コモディティ・レポート(2024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:持ち直しの動きも力強さを欠く

ドル建て国際商品市況全般の動向を示す FTSE・コアコモディティ CRB 指数は 2022 年 6 月 9 日に 2011 年 9 月以来の高値をつけた後、2023 年 5 月 31 日には 2022 年 1 月以来の安値をつけた。その後、一進一退を経て 2025 年 1 月 15 日には 2022 年 6 月以来の高値に上昇した。もっとも、不透明要因が多い中、資源需要を大きく押し上げるほど世界景気に力強さはなく、コモディティ相場は底堅いながら上値は限定的とみられる。

## 2. エネルギー市況:足元は上昇傾向でブレントが 82ドル前後、WTI が 80ドル前後

国際指標のブレント原油は、2024 年 9 月 10 日にブレントは一時 68.68ドルと 2021 年 12 月以来の安値をつけ、足元は 82 ドル前後で推移している。トランプ政権発足を前に中東和平の進捗がみられたものの、米中の景気動向や政策対応など強弱材料の交錯が予想される中で、原油相場はまだしばらく方向感が出にくいだろう。

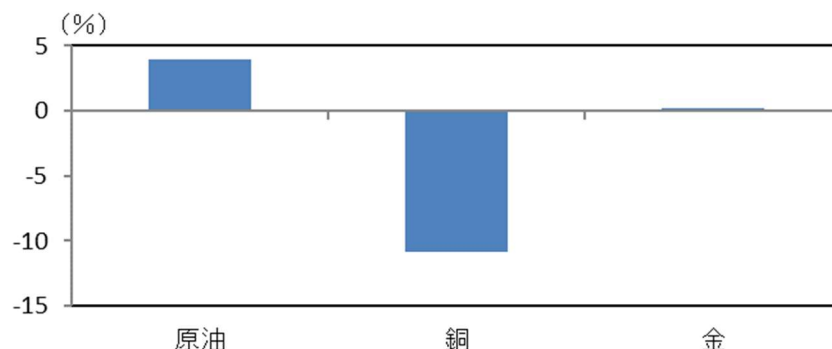
## 3. ベースメタル市況:銅は 9 月下旬~10 月上旬の 1 万ドル台から下落して足元は 9,100ドル前後

銅相場は、2024 年 9 月下旬~10 月上旬には 1 万ドル台を回復する場面があったが、足元は 9,100ドル前後の推移となっている。中国の景気刺激策をやや好感する動きがあったものの、米関税引き上げや地政学リスクへの懸念により上値は重いとみられる。銅相場は、米中の景気・政策動向をにらみ、一進一退が見込まれる。

## 4. 貴金属市況:金は 10 月下旬に史上最高値を更新して 2,800ドル近く

金相場は、2024 年 10 月 31 日に 2,790.15ドルと史上最高値を記録した。その後、上値を抑えられたが、足元では一時 2,700 ドルを回復している。米追加利下げ観測が一段と後退している一方で、地政学リスク、中国人民銀行の金購入、次期米政権の政策に対する不透明感などが支援材料となり、底堅い推移が見込まれる。

原油・銅・金相場の騰落率(2024年12月末の2024年9月末との対比)



## 1. コモディティ市況全般の概況: 持ち直しの動きも力強さを欠く

ドル建て国際商品市況全般の動向を示す FTSE・コアコモディティ CRB 指数(終値ベース)は、2022年6月9日に2011年9月以来の高値をつけた後、2023年5月31日には2022年1月以来の安値をつけた。その後、一進一退を経て2025年1月13日には2022年6月以来の高値に持ち直している。

マクロ経済環境をみると、米国の利下げ、中国の景気刺激策、中東・ウクライナの地政学リスクなどへの思惑が揺れ動く中、コモディティ相場も影響を受けた。金は地政学リスク・米利下げ観測・米大統領選に伴う不透明感を背景に10月下旬に史上最高値をつけた。原油はロシア制裁や厳冬を受けて足元は上昇傾向で推移している。銅は10月上旬の1万ドル台から下落傾向で推移した。穀物は、これまでの安値の修正や、需要の堅調さから緩やかに反発した。足元で、米景気が堅調さを維持しているが、中国景気は刺激策が打ち出されるものの、力強さを欠いている。依然、不透明材料が多いこともあり、コモディティ相場は底堅いながら上値は限定的とみられる。

FTSE・コアコモディティ CRB 指数の推移



(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

金・銅・原油・穀物の市況の推移



(注)原油はBrent、金はCOMEX、銅はLME、穀物は大豆・小麦・トウモロコシの幾何平均  
(出所)Bloomberg

## 2. エネルギー








### (1) 原油市況: 足元は上昇傾向でブレントが 82ドル前後、WTI が 80ドル前後

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、一進一退を経ながら下落傾向となり、2024年9月10日には、ブレントは一時68.68ドルと21年12月以来、WTIは65.27ドルと23年5月以来の安値をつけた。足元はブレントが82ドル前後、WTIが80ドル前後で推移している。

#### 【10月の動向】～上昇後、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
1日	↑ (73.56)	イスラエル軍が9月27日にレバノンのイスラム教シーア派組織ヒズボラの指導者のナスララ師を殺害したことなどへの報復として、イランがイスラエルに弾道ミサイルを発射したことを受けて、中東全域に戦火が広がる可能性などが意識され、原油相場は上昇した。
2日	↑ (73.90)	イランに対するイスラエルの報復攻撃として、石油施設が標的になるとの見方が浮上して、原油は続伸した。米エネルギー情報局(EIA)の週次石油統計で原油在庫が市場予想に反してやや大幅な増加となったことは上値を抑制した。
3日	↑ (77.62)	続伸。イスラエルがイランに報復攻撃を行い、イランの石油施設が標的になることや中東の混乱で世界的な原油供給に影響が及ぶことが懸念された。WTIは5.1%高、ブレントは5.0%高だった。
4日	↑ (78.05)	前日にバイデン米大統領がイスラエルとイランの石油施設を対象とする攻撃の計画を協議していると認めたことや、イランの最高指導者ハメネイ師が対イスラエルでの連帯強化を呼び掛ける演説を行ったことなど中東の緊張の高まりから原油は続伸した。一方、強めの米雇用統計を受けたドル高を背景にドル建ての原油は下押しされる場面もあった。
7日	↑ (80.93)	中東地域での紛争拡大のリスクが高まっているとの見方が広がる中、原油相場は大幅続伸した。WTI、ブレントともに3.7%高だった。
8日	↓ (77.18)	ヒズボラがイスラエルとの停戦に前向きという報道が材料視され、下落幅が大きくなった。ヒズボラのナンバー2のカセム師がレバノンのベリ国会議長による戦闘停止への努力を支持していると表明した。WTI、ブレントともに4.6%安だった。
9日	↓ (76.58)	米EIAの週次統計で原油在庫が市場予想を上回る増加となったことを受けて下落した。一方、緊迫化する中東情勢や、米フロリダ州に上陸が見込まれたハリケーン「ミルトン」の影響が懸念され、下値は限定された。

10日	 (79.40)	ハリケーン「ミルトン」の影響でエネルギー・インフラにも被害が出ている中、石油供給混乱への懸念から相場は押し上げられた。ハリケーン到来前の買いだめにより、フロリダ州の約4分の1のガソリンスタンドでガソリンが売り切れたとされた。WTIは3.6%高、ブレントは3.7%高だった。
11日	 (79.04)	前日に大幅上昇した反動から利益確定売りに押され、反落した。イスラエルによるイランへの報復攻撃が意識され、市場は緊張が高まった状態が続いているとされた。
14日	 (77.46)	続落。石油輸出国機構(OPEC)の月報で世界の石油需要見通しが下方修正されたことが弱材料だった。また、12日に中国の藍仏安・財政相が「財政赤字を拡大させる余地がある」としながらも、財政出動の規模や具体的な景気刺激策を示さなかったことが期待外れと受け止められたことや、中国については13日に発表された消費者物価指数(CPI)や14日の貿易統計が低調で、景気や石油需要の停滞観測につながった。
15日	 (74.25)	中東情勢への懸念が後退して原油安につながった。米紙ワシントン・ポストが、イスラエルのネタニヤフ首相が、イランへの報復として、イランの核施設や石油施設ではなく、軍事施設への攻撃を計画していると米政権に伝達したと報じたことを受けて、イランからのエネルギー供給が途絶することなどへの警戒感が和らいだ。また、前日のOPECに続いて、この日は国際エネルギー機関(IEA)が世界の石油需要見通しを下方修正したことも弱材料だった。WTIは4.4%安、ブレントは4.1%安だった。
16日	 (74.22)	前日に続いて、中東の地政学リスク懸念の後退や世界の石油需要の鈍化観測を背景に原油は小幅続落した。
17日	 (74.45)	米EIAの週次統計で原油在庫が市場予想に反して減少したことが強材料となって、原油相場は反発した。一方、欧州中央銀行(ECB)の利下げ決定などを受けたドル高がドル建ての原油の上値を抑えた。パレスチナのイスラム組織ハマス最高指導者シンワル氏がイスラエル軍によって殺害されたと発表されたが、相場への影響は限定的だった。
18日	 (73.06)	7~9月期の中国の実質GDPが前年比4.6%増と減速したことや9月の中国の原油処理量が前年割れを続けたことで、中国の景気や石油需要の鈍化懸念から原油は反落した。ハマスはシンワル氏の死亡を認め、イスラエルに対して徹底抗戦する姿勢を示した。

21日	↑ (74.29)	19日にイスラエルのネタニヤフ首相の私邸がドローン攻撃の標的になり、20日夜からイスラエル軍がレバノン国内の金融機関の関連施設数十ヶ所を空爆したなど中東情勢が一段と緊迫化したことを背景に、原油供給に不測の事態が起こることが懸念され、原油は上昇した。
22日	↑ (76.04)	中東情勢への懸念が続いているほか、中国需要の回復への期待が意識された。中国人民銀行が企業向け貸出金利の指標となる最優遇貸出金利(LPR)の引き下げを発表したことや、21日にサウジアラビア国営石油会社サウジアラムコのナセル最高経営責任者(CEO)が中国需要に強気の見方を示したことが支援材料だった。
23日	↓ (74.96)	米EIAの週次統計で原油在庫の増加幅が市場予想を大きく上回ったことや、為替市場では米大統領選に絡んで米財政赤字拡大・長期金利上昇などへの思惑からドル高が進んだことが弱材料になった。
24日	↓ (74.38)	米国がイスラエルにガザ停戦を働きかける協議を再開すると報じられ、地政学リスク懸念がやや後退し、原油は続落した。
25日	↑ (76.05)	中東の地政学リスクなどを意識して反発した。独IFO景況指数や米ミシガン大消費者信頼感指数が景気の堅調さを示したことも支援材料になったとされた。
28日	↓ (71.42)	26日にイスラエルが10月1日に受けたミサイル攻撃に対するイランへの報復攻撃を行ったが、標的はミサイル製造工場など軍事施設に限られ、石油施設や核施設が標的になることへの懸念は後退し、原油相場は大幅下落した。WTI、ブレントともに6.1%安だった。
29日	↓ (71.12)	前日にガザでの戦闘を4週間停止する案がイスラエル、米国、カタールの代表で協議されたと報じられ、この日にはイスラエルのネタニヤフ首相がレバノンでの停戦に向けて外交的な解決策を協議すると報道されたことなどが弱材料となり、前日の大幅下落の反動で反発の動きもあったものの、結局、小幅続落となった。
30日	↑ (72.55)	反発。米EIAの週次統計で原油在庫が市場予想に反して減少したことや、OPECと非OPEC産油国で構成する「OPECプラス」が12月に予定する日量18万バレルの増産を延期する可能性があるとの報道が強材料になった。
31日	↑ (73.16)	イランがイスラエルを近く攻撃する準備を進めているとイスラエルの情報当局者が示唆したとの米ネットメディア「アクシオス」の報道を受けて、地政学リスク懸念が高まり、原油相場は上昇した。OPECプラスによる増産延期観測も相場を支えたとされた。



## 【11月の動向】～一進一退

1日	↑ (73.10)	イランによるイスラエルへの報復攻撃の可能性が意識されることや、イスラエルとヒズボラの戦闘が続いていることなど地政学リスク懸念を背景に相場は小幅続伸した。一方、米雇用統計や米供給管理協会(ISM)による製造業購買担当者景況指数(PMI)は弱い内容で石油需要鈍化懸念につながった。
4日	↑ (75.08)	3日にOPECプラスは12月に予定していた日量18万バレルの増産を1ヶ月延期すると決定したことが強材料になった。カリブ海で新たに熱帯性低気圧が発生するとの予報も材料視された。
5日	↑ (75.53)	為替市場でのドル安や、ハリケーンに発達するとみられる熱帯暴風雨「ラファエル」の米メキシコ湾岸の石油施設への接近が見込まれることを受けて、原油は続伸した。
6日	↓ (74.92)	米大統領選で共和党のトランプ前大統領の勝利が確実となり、財政悪化、景気刺激、関税引き上げなどから高金利環境が連想されてドル高につながり、ドル建ての原油相場は割高感から売られる流れになった。米EIAの週次統計で原油在庫の増加幅が市場予想を上回ったことも弱材料だった。
7日	↑ (75.63)	前日の下落の反動や、ハリケーン「ラファエル」の接近でメキシコ湾の原油生産の一部が停止していることに加えて、トランプ次期米政権ではイランやベネズエラへの制裁が強化されたり、中東紛争が長期化する可能性が意識されたことも原油高につながった。
8日	↓ (73.87)	ハリケーン「ラファエル」が米メキシコ湾岸の石油施設集積地域から遠ざかり、勢力も衰えるとの予報を受けて、原油は反落した。中国の全国人民代表大会(全人代)常務委員会が地方政府の財政支援に総額10兆元の新たな対策を打ち出したものの、市場では期待外れとの受け止め方になったことも弱材料だった。
11日	↓ (71.83)	中国の景気刺激策に対する失望感が続いたほか、バンク・オブ・アメリカ証券のレポートなどから原油供給の増加も意識された。9日に発表された中国の10月のCPIが低い伸びにとどまり、生産者物価指数(PPI)がマイナス幅を拡大したこともデフレを懸念させ、弱材料になった。
12日	= (71.89)	前週末から下落幅がやや大きくなっていった反動で反発する動きもみられたが、上値は重かった。中国の景気刺激策に対する失望が続いたほか、OPECが月報で世界の石油需要見通しを下方修正したことが弱材料となった。

13日	↑ (72.28)	ロシアのプーチン大統領とサウジアラビアのムハンマド皇太子が電話で会談し、OPECプラスでの緊密な連携を継続する重要性を明確にしたことや、これまでの下落で値頃感が生じたことが相場を支えた。
14日	↑ (72.56)	米 EIA の週次石油統計で原油在庫の増加幅が市場予想を上回ったことや、IEA が月報で 2025 年の石油需給を供給超過と見込んだことが弱材料だったものの、値頃感などから小幅続伸した。
15日	↓ (71.04)	反落した。10 月の中国鋳工業生産が市場予想を下回ったことや、10 月の中国原油処理量が低調だったことで、世界の石油需要の先行きへの懸念が強まった。前日にパウエル FRB 議長がややタカ派的な発言をしたことも原油の圧迫要因となった。
18日	↑ (73.30)	WTI、ブレントともに 3.2%高となった。17 日にバイデン米政権が、ウクライナが長距離ミサイルでロシア本土を攻撃することを容認したと報道され、地政学懸念が高まったことや、ノルウェーのヨハン・スベルドラップ油田(日量 75.7 万バレルの生産能力)が停電のため生産停止に陥ったことが強材料になった。
19日	= (73.31)	ウクライナ情勢の緊迫感が強まり、原油は続伸した。ウクライナ軍がロシア西部ブリャンスク州の軍事施設に向けて米国製長距離地对地ミサイル「ATACMS」を打ち込んだとロシア国防省が発表し、今後、ロシアの石油施設が標的になる可能性が意識された。プーチン露大統領は、核兵器の使用条件を示した核ドクトリン(核抑止力の国家政策方針)を改定し、ロシアによる核兵器使用のハードルが下がるとみられた。一方、ノルウェーのスベルドラップ油田の生産が一部再開されたことは弱材料だった。
20日	↓ (72.81)	反落した。ウクライナ軍は、前日の米国製長距離ミサイルに続き、この日は、英国製長距離巡航ミサイル「ストームシャドウ」でロシアの軍事施設に向けて攻撃したと報道された。一方で、ノルウェーのスベルドラップ油田が生産を完全に再開したことや、米 EIA の週次統計で原油在庫や石油製品在庫が増加したことが弱材料となった。
21日	↑ (74.23)	ウクライナ情勢の緊迫化が続き、原油は上昇した。プーチン露大統領は、ウクライナの軍事施設に対して、極超音速中距離弾道ミサイル「オレシニク」を発射したと発表した。ウクライナがロシアの石油施設を攻撃対象とする可能性が意識された。
22日	↑ (75.17)	ウクライナ情勢の緊迫化を背景に続伸した。プーチン氏は極超音速中距離弾道ミサイル「オレシニク」の戦闘におけるテストを継続すると表明した。

25日	↓	(73.01)	米ニュースサイト「アクシオス」がイスラエルとヒズボラとの戦闘を巡って、イスラエルとレバノンの両政府が停戦案に合意したと報道し、中東の地政学リスク懸念が後退したことで、WTIは3.2%安、ブレントは2.9%安になった。
26日	=	(72.81)	イスラエルがヒズボラとの停戦で合意したことが弱材料になった。一方、12月1日に予定される閣僚級会合でOPECプラスが来年1月に延期した増産開始をさらに先送りするとの観測が強まったことは下支え要因とされた。
27日	=	(72.83)	トランプ次期大統領が25日に打ち出したメキシコとカナダに対する25%の関税の対象に原油が含まれることが明らかとなり、需給引き締め観測が強まる場面があったが、米EIAの週次統計でガソリン在庫が市場予想に反して大幅増となったことが弱材料となり、原油はほぼ横ばいの推移となった。
28日	↑	(73.28)	米国が感謝祭の祝日で薄商いの中、ブレントは小幅上昇した。イスラエルとヒズボラが停戦違反の疑いを巡って非難の応酬となった状況を受けて地政学リスク懸念が強まった。
29日	↓	(72.94)	イスラエルとヒズボラの停戦合意の実効性に対する懐疑的な見方を背景に買われる場面もあったが、停戦合意に達したことで中東での戦火拡大への懸念は幾分後退しており、原油は下落した。


**【12月の動向】～一進一退**

2日	=	(71.83)	ほぼ横ばい。原油の最大輸入国である中国について、30日発表の国家統計局による製造業PMIやこの日発表の財新/S&Pグローバルによる製造業PMIが良好な数値を示したことが好感された。また、イスラエル軍がヒズボラを攻撃していると表明するなど、レバノン停戦の実効性が薄れているとの見方が徐々に強まった。一方、米利下げ観測の後退が弱材料だった。
3日	↑	(73.62)	上昇した。レバノン情勢への懸念が強まったことや、5日のOPECプラスの会合で、減産縮小開始時期を4月まで延長するとの見方が一部で浮上したことが相場を支えた。
4日	↓	(72.31)	翌日のOPECプラスの閣僚級会合で、2025年1月に予定されていた減産の段階的縮小の開始時期を4月から先送りする公算が大きいと報じられたことが強材料となり、上昇する場面もあったが、その後、利益確定の売りに押されて反落した。米EIAの週次統計は、原油在庫が減少したものの、石油製品在庫が増加し、中立的か、やや弱材料になった。



5日	↓ (72.09)	<p>小幅下落。小幅続落だった。OPEC プラスの閣僚級会合が開催され、有志8カ国による日量220万バレルの減産について、2025年1月に計画されていた段階的減産の縮小開始を4月に延期することや、2025年末までとされていた日量366万バレルの減産を2026年末まで延期することなどが決定された。原油相場は堅調に推移する場面もあったが、供給過剰への根強い警戒感からやや売りが優勢となった。</p>
6日	↓ (71.12)	<p>前日にOPECプラスが減産縮小の延期を決定したことは需給引き締め要因とされつつも、需要の低調さへの懸念が根強く、原油相場は続落した。</p>
9日	↑ (72.14)	<p>8日にシリアの反体制派が首都ダマスカスを制圧したと宣言し、アサド政権が崩壊したことを受けて、中東の地政学リスク懸念が高まり、原油相場は反発した。中国共産党中央政治局が金融政策のスタンスを「穏健」から「適度に緩和」へと変更したことで、中国景気の持ち直し観測につながったことも押し上げ材料だった。</p>
10日	= (72.19)	<p>11月の中国貿易統計は、輸出入の低迷を示す内容だったが、9日に中国共産党中央政治局が来年に一段の景気支援策を実施する方針を打ち出したことを好感する買いが優勢となった。欧州での需給引き締まりの思惑も支援材料になったとされた。</p>
11日	↑ (73.52)	<p>欧州連合(EU)加盟国がロシア産原油の取引を抑制する15回目のロシア追加制裁で合意したことで、需給引き締め観測から原油が上昇した。ロシアが制裁回避策として石油取引に利用している「影の船団」への規制を強化するとされる。もっとも、どれだけ実効性があるか懐疑的な見方があった。米EIAの週次統計で原油在庫が減少したものの、ガソリンや中間留分の在庫が増加したことや、OPECの月報で世界の石油需要の見通しが下方修正されたことは弱材料だった。</p>
12日	= (73.41)	<p>IEAが2025年の石油需給について、供給が需要を上回るとの見通しを示したことが嫌気された。前日の米CPIに続き、この日、米PPIが市場予想程度にとどまり、翌週の米連邦公開市場委員会(FOMC)での利下げ見通しが強まったことは相場の下支え材料だった。</p>
13日	↑ (74.49)	<p>西側によるロシアやイランへの制裁が需給ひっ迫につながる懸念や、米欧による利下げ、中国の景気刺激策が石油需要を押し上げるとの期待が相場上昇につながったとされた。中国石油天然気集团公司(CNPC)は、中国の精製石油の消費量が2023年に3.99億トン(日量798万バレル)でピークをつけ、2024年は3.94億トンと減少するとした。</p>

16日	↓	(73.91)	11月の中国小売売上高が市場予想を下回ったことで同国の景気や石油需要の鈍化懸念につながり、原油は反落した。
17日	↓	(73.19)	続落。IFO 経済研究所による12月のドイツの企業景況感指数が市場予想を下回ったことで、欧州の景気や石油需要への懸念が強まった。
18日	=	(73.39)	小幅反発。米 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ものの、中間留分の在庫が市場予想に反して減少したことが強材料になった。FOMC で示された政策金利見通しで、来年の想定利下げ回数が引き下げられ、景気や石油需要が鈍するとの懸念につながったことは弱材料で、相場は上昇幅を縮小した。
19日	↓	(72.88)	前日の FOMC で来年の利下げペース鈍化見通しが示されたことや、この日、英イングランド銀行が政策金利の引き下げを見送ったことで、景気や石油需要の鈍化が懸念され、原油は反落した。
20日	=	(72.94)	11月の米個人消費支出(PCE)価格指数が市場予想を下回ったことで、18日の FOMC を受けて強まっていた来年の利下げペース鈍化観測が和らぎ、原油は小幅上昇した。19日に中国石油化工(シノペック)は、中国の原油輸入は25年に最大となり、ディーゼルとガソリンの需要減退で石油消費量は27年にピークをつけるとの分析を示した。
23日	↓	(72.63)	クリスマス休暇を控えて薄商いの中、21日に米つなぎ予算延長法が成立してドル高につながったことや、19日から技術的問題で稼働を停止していた「ドルジバ・パイプライン」が21日にロシア産原油などの輸送を再開したことを受けて、相場は反落した。
24日	↑	(73.58)	27日発表の米 EIA による週次統計で原油在庫の減少が見込まれていることや、中国当局が3兆元の特別国債を発行して景気を刺激する計画だと報道されたことが強材料になった。
26日	↓	(73.26)	中国の3兆元の特別国債発行による景気刺激がエネルギー需要を押し上げるとの期待が続き、原油は上値を模索する場面もあったものの、その後は、ドル高がドル建ての原油の割高感につながったことや、利益確定の売りに押されたことで下落に転じた。
27日	↑	(74.17)	米 EIA の週次統計で、原油や中間留分の在庫の減少幅が市場予想を上回ったことで、原油相場は反発した。
30日	=	(74.39)	休暇シーズンで薄商いの中、米欧での気温低下予報を背景に暖房向けに中間留分の需要が拡大するとの観測が広がり、原油は上昇した。

31日	 (74.64)	中国国家统计局による製造業 PMI が市場予想を下回ったものの、景気拡大を示す 50 以上を維持したことが好感されたことや、米軍が 30 日と 31 日にイエメンのフーシ派の拠点を空爆したことが地政学リスク懸念を高めたことが相場を押し上げた。
-----	---	---

### 【先行き】～中国刺激策やロシア制裁強化などを材料にやや上向くも上値は重い

原油相場は、2024年9月上旬にWTIが65.27ドル、ブレントが68.68ドルの安値をつけ、10月上旬にWTIが78.46ドル、ブレントが81.16ドルの高値をつけた後は、レンジ内の相場が続いている。

11月は、バイデン米政権が、ウクライナが長距離ミサイルでロシア本土を攻撃することを容認した後、ロシアとウクライナによるミサイル攻撃の応酬など状況は急速に緊迫化し、原油を押し上げる場面があったが、中国景気への懸念が頭を押さえた。

12月は、OPECプラスが増産開始を2025年4月にさらに先送りしたことや、シリアのアサド政権が崩壊して中東の地政学リスクが高まったと受け止められたことは支援材料になった。中国共産党中央政治局が2025年の金融政策を「適度に緩和的」とし、財政政策を「より積極的」にする方針を示して、中国景気の持ち直し観測につながった。もともと、ドル高が逆風だった。

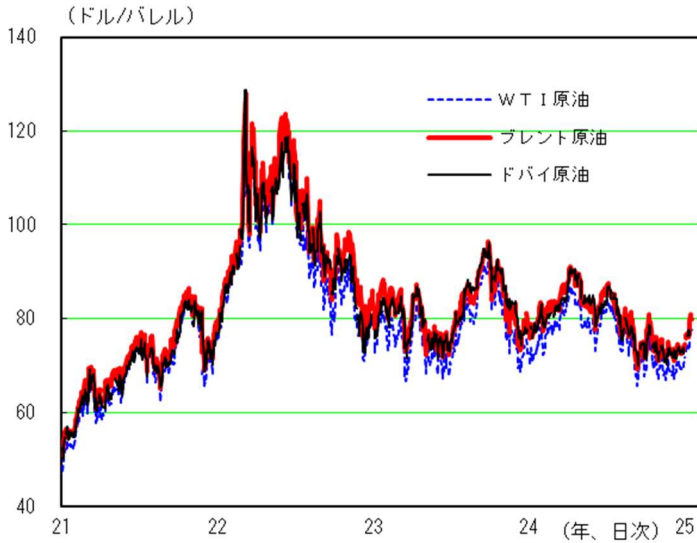
しかし、年初の1月2日には、年末の習国家主席の発言が好感され、3日には、中国・発改委が企業投資と消費拡大を促進するため、2025年に超長期国債による資金調達を大幅に増やす方針を明らかにした。さらに米国によるロシア制裁の強化などもあって、足元はWTIが80ドル台、ブレントが82ドル台まで持ち直した。

世界の石油需給はほぼバランスしており、石油在庫の水準もおおむね適正とみられる。そうした中で、ドル高が進み、ドル建ての原油価格は割高感から下押しされたが、中国の景気刺激策が石油需要の押し上げにもつながるとの見方がやや出てきていると思われる。ニューヨーク原油先物市場における投機筋のポジションをみると、買い越し幅がやや増えるようになっている。

もともと、トランプ次期米政権の政策による原油生産増、ガソリン消費増、関税引き上げ、インフレ押し上げなどが具体的にどうなるかは、まだ明らかではないため、先行き見通しが描きづらい状況が続いている。トランプ政権の発足を前にイスラエルとハマスが停戦で合意したものの、停戦が維持可能かは予断を許さず、ウクライナ情勢の先行きも不透明だ。

米中の景気動向や政策対応なども強弱材料の交錯が見込まれる中、原油相場はまだしばらく方向感が出にくいだらう。

## 原油市況の推移



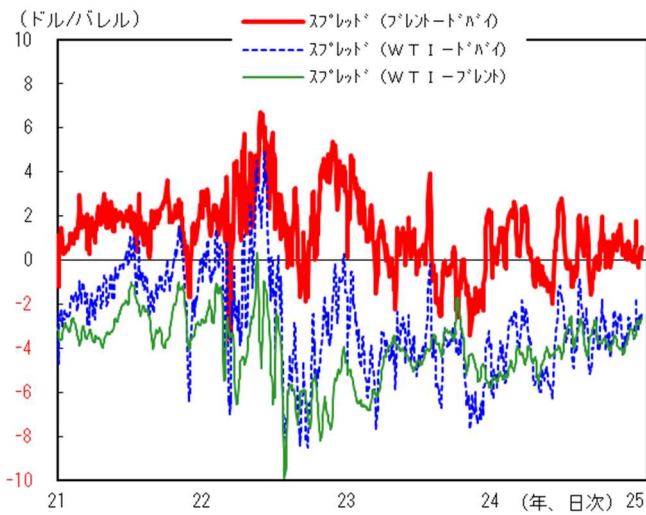
(出所) 日本経済新聞

## 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

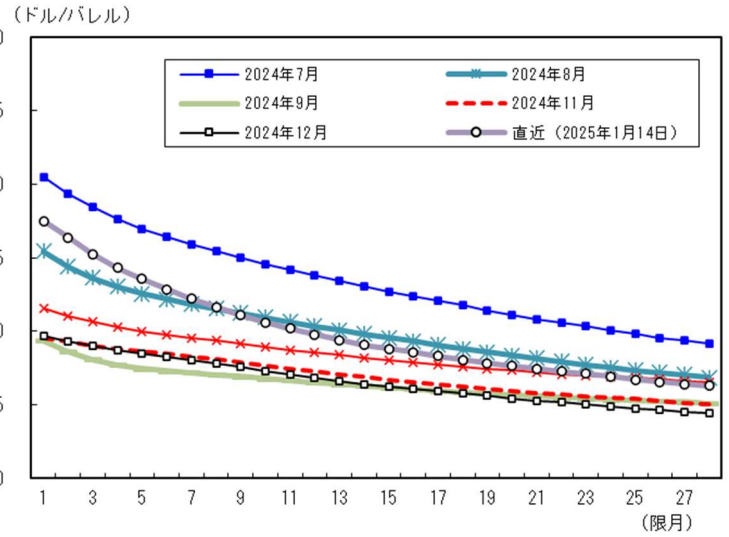


## 原油先物価格と先物カーブ



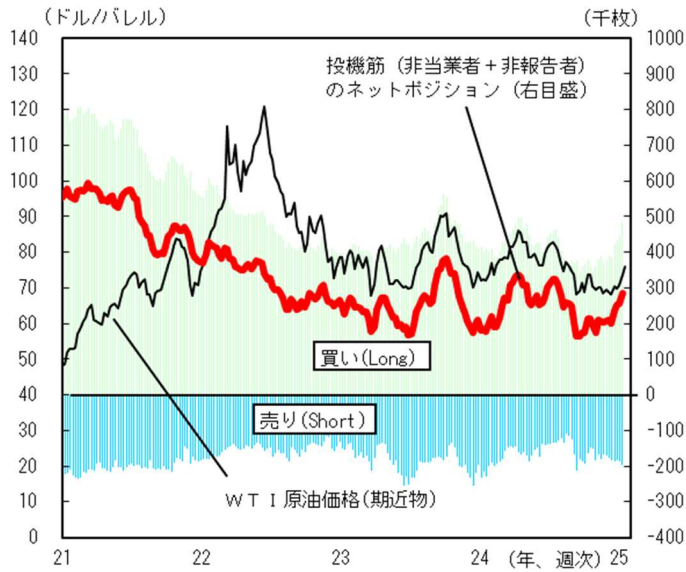
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

## 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	90.0	(1.0)	89.0	(-1.0)	106.0	84.9%	16.0
コンゴ共和国	25.0	(2.0)	23.0	(-1.0)	30.0	83.3%	5.0
赤道ギニア	7.0	(-1.0)	8.0	(3.0)	12.0	58.3%	5.0
ガボン	22.0	(-1.0)	23.0	(0.0)	22.0	100.0%	0.0
イラン	332.0	(-4.0)	336.0	(0.0)	383.0	86.7%	51.0
イラク	412.0	(0.0)	412.0	(-1.0)	480.0	85.8%	68.0
クウェート	243.0	(-4.0)	247.0	(3.0)	282.0	86.2%	39.0
リビア	123.0	(4.0)	119.0	(16.0)	120.0	102.5%	-3.0
ナイジェリア	151.0	(4.0)	147.0	(-4.0)	160.0	94.4%	9.0
サウジアラビア	895.0	(0.0)	895.0	(0.0)	1,200.0	74.6%	305.0
UAE	320.0	(-10.0)	330.0	(13.0)	465.0	68.8%	145.0
ベネズエラ	85.0	(-3.0)	88.0	(-1.0)	89.0	95.5%	4.0
OPEC12カ国	2,705.0	(-12.0)	2,717.0	(27.0)	3,349.0	80.8%	644.0

（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。

2023年11月30日には、OPECプラスの関係会合開催後に、有志国8カ国による1～3月の日量220万バレルの原油自主減産が発表された。

2024年3月3日に、OPECプラスの有志国8カ国が4～6月に日量220万バレルの原油自主減産を延長すると発表。

2024年6月2日に、OPECプラス関係会合で、2024年末が期限だった日量366万バレルの協調減産を2025年末まで、6月末が期限だった有志8カ国による同220万バレルの自主減産を9月末まで延長することを決定。ただし、後者は10月以降、2025年9月にかけて段階的に縮小するとされた。

2024年9月5日に、OPECプラスの有志8カ国で行う日量220万バレルの自主減産について、段階的縮小の開始時期を10月から12月に延期すると発表。

2024年11月3日に、OPECプラスの有志8カ国で行う日量220万バレルの自主減産について、段階的縮小の開始時期を2025年1月に延期すると発表。

2024年12月5日に、12月末を期限としていた有志8カ国で行う日量220万バレルの自主減産について、段階的縮小の開始時期を2025年4月に延期すると発表。また、2025年末を期限としていた日量366万バレルの協調減産を2026年末まで延期すると発表。

（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

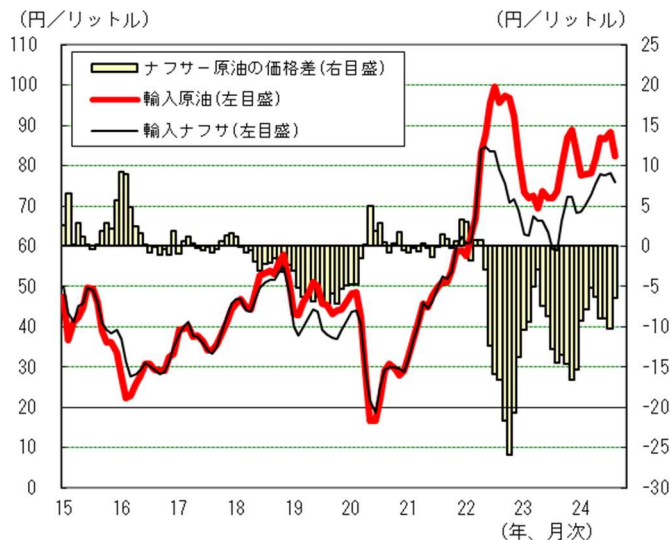
（出所）Bloomberg

## (2) ナフサ市況：足元は原油高もナフサ相場の上昇は限定的

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59.1円と1年10カ月ぶりの安値をつけ、その後、持ち直し傾向で推移していたが、足元で頭打ちとなっている。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、その後、一進一退となっている。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円まで縮小した。その後、11月に16.5円まで拡大した後、2024年11月には2.1円に縮小している。

アジアのナフサ市況の推移をみると、2022年3月に急騰して2008年7月以来の高値をつけた後、2023年6月には2021年1月以来の安値をつけたが、その後は持ち直して、2024年7月上旬には2年ぶりの高値をつけ、その後やや軟化した。原油と比べたナフサの割安度合いは、2024年4月上旬以降は縮小して、9月後半～11月前半にはナフサ高に転じたが、足元では再び拡大した。足元で原油相場は底堅さをみせているが、エチレンやプロピレンなど基礎化学品の需要が弱く、ナフサ需要も弱いとされ、相場も弱含みが続く予想される。

### 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)



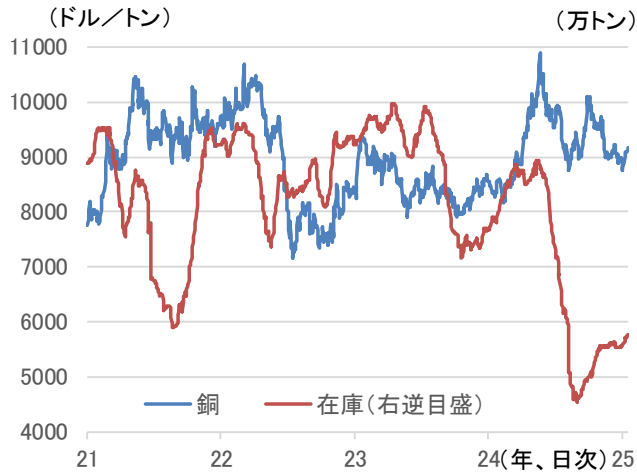
(出所) Bloomberg

### 3. ベースメタル

#### (1) 銅を中心とした概況 : 9月下旬~10月上旬の1万ドル台から下落して足元は9,100ドル前後

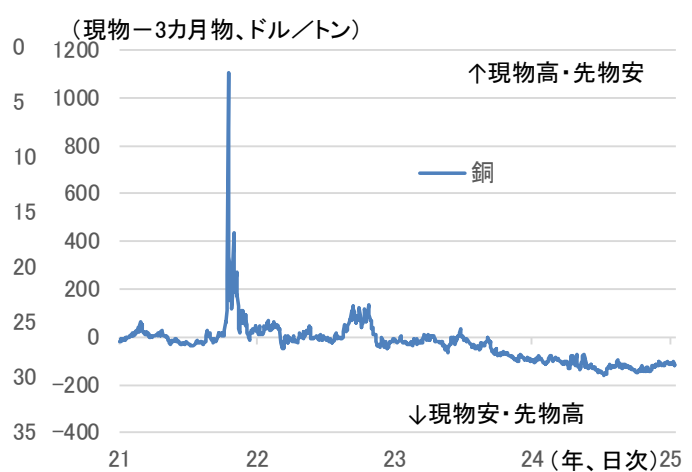
非鉄ベースメタル相場の中心となる銅相場は、2024年5月20日に1トンあたり11,104.50ドルと史上最高値をつけた後、8月5日には8,714ドルと3月以来の安値をつけた。その後、9月下旬~10月上旬に1万ドル台を回復する場面があったが、足元は9,100ドル前後で推移している。

銅相場とLME指定倉庫在庫の推移



(出所) ロンドン金属取引所(LME)

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)

#### 【10月の動向】~1万ドル超から下落

##### 中東の地政学リスク懸念や中国景気刺激策への失望から下落

1日は、前日に利益確定の売りでやや大幅に下落した反動や、中国の景気対策への期待でやや大幅な上昇となった。

2日は、中国の景気刺激策への期待が継続し、銅相場を押し上げた。

3日は、イランが1日にレバノンのヒズボラのナスララ師殺害への報復としてイスラエルに弾道ミサイルを発射したことや、イスラエルがヒズボラへの空爆を続けていることなどから、地政学リスク懸念が高まり、リスク・オフ的な市場環境となって、銅は下落幅がやや大きくなった。

4日は、9月の米雇用統計で就業者数の増加幅が市場予想を上回ったことを好感して銅は上昇した。翌週8日火曜日から国慶節の休暇明けで取引が再開される中国の銅取引が休暇前に発表された経済刺激策への評価もあり、要注目との指摘があった。

7日は、中国の景気刺激策の具体的な内容が明らかになるとの期待が下支え要因とされたものの、ドル高基調が続いたことでドル建ての銅相場は下落しやすかった。

8日は続落し、下落幅がやや大きくなった。中国の国家発展改革委員会(発改委)が公共支出を加速させると表明したものの、目新しさはなく、追加の大規模な景気刺激策を期待していた投資家を失望させた。

9日も、中国需要への懸念が続き、9月の米連邦公開市場委員会(FOMC)議事要旨などからドル高が進

んだこともあって続落した。

10日は、12日土曜日に予定される中国の財政相による記者会見で追加の景気刺激策の詳細が明らかになるとの期待で銅は反発した。

11日は、翌日の中国の景気刺激策の発表への期待が続いた。

14日は、12日に中国の藍仏安・財政相が「財政赤字を拡大させる余地がある」としながらも、財政出動の規模や具体的な景気刺激策を示さなかったことが期待外れと受け止められ、中国の金属需要が鈍化するとの見方につながった。中国については、13日に発表された消費者物価指数(CPI)の伸び鈍化やこの日発表で市場予想を下回った新規人民元建て融資や、貿易統計における輸出入の伸び鈍化も国内景気の弱さを示す内容と受け止められた。中国の銅輸入が増加したことは支援材料だったとされた。

15日も中国の景気刺激策の詳細が明らかにされないことへの失望が続き、銅は下落した。

### 中国景気刺激策への失望と期待で膠着状態

16日は、中国の景気刺激策への失望売りが一巡し、中国が追加刺激策を発表するとの期待で反発した。

17日は反落した。中国景気の停滞観測を背景に、投資家がベースメタルへの投資を手じまい、金への投資に切り替える動きがあったとの指摘があった。

18日は、7～9月の中国実質GDPが前年比4.6%増と市場予想は若干上回ったものの、4～6月期からは鈍化したことなどをを受けて、9月に検討を示唆していた株式市場対策の運用を開始すると発表したことで、さらなる景気刺激策の具体化が期待されて、銅は上昇した。

21日は、中国人民銀行が銀行貸出金利の指標となる最優遇貸出金利(ローンプライムレート、LPR)を引き下げたことをいったん好感して、銅相場は上昇したが、その後、利益確定売りに押されて下落した。利下げ幅は市場予想を上回ったものの、利下げよりも財政出動が望まれるとの反応になった。

22日は、LME在庫が減少傾向を続けていることなどが銅相場を支援した。

23日は、米大統領選を控えた思惑的なドル高などをを受けて、銅は下落した。カナダ系のファースト・クオンタムがザンビアに保有する銅やニッケルの鉱山について、サウジアラビアのマナラ・ミネラルズが少数権益を取得することを検討していると報道された。

24日は、軟調さが続き、小幅安だった。

25日は、ドル高が逆風になったものの、原油や金が上昇したことに連動して銅も上昇した。

28日は、前日に発表された9月の中国工業部門企業利益が前年比27.1%減と今年最大の落ち込みとなったことが弱材料になった。

29日は、11月4～8日に開催される中国・全国人民代表大会(全人代)常務委員会で、今後数年間で10兆元(約1.4兆ドル)超の国債の追加発行を承認することを検討していると報道されたことで、中国の景気刺激策に対する期待が再び高まった。

30日は、ドル高が一服したことで銅は支えられた。接戦とされる米大統領選や中国の景気刺激策の行方が不透明で方向感がでにくいとされた。

31日は、中国国家统计局による10月の製造業PMIが6カ月ぶりに判断基準となる50を上回ったことが強材料だったものの、中国の景気刺激策や米大統領選を巡る不透明感が強いことが嫌気されて下落した。



## 【11月の動向】～月初にやや上昇後、急落

### 米大統領選を控えてやや上昇後、トランプ氏勝利や中国景気刺激策への失望で急落

11月1日は、10月の米雇用統計で就業者数が市場予想を下回ったことを受けて、11月6～7日のFOMCでの利下げ観測が一段と強まり、為替市場でドル安が進んで、銅相場は押し上げられた。

4日は、米大統領選を巡って様子見ムードが強い中、FOMCでの利下げが見込めることなどから、為替市場でややドル安が進み、銅を含めたドル建てのコモディティの相場を支援した。

5日は、米大統領選の結果判明を待つ中、投資家の持ち高調整がドル安を促して、銅は買われた。

6日は米大統領選でのトランプ氏の圧勝を受けて、大幅下落となった。米市場金利の上昇などを受けたドル高や、バイデン・ハリス政権で支援されていた電気自動車(EV)や再生可能エネルギーへの支援が後退するとの見方、高関税が課せられると世界景気が悪化するとの見方などが銅の下落につながった。

7日は大幅上昇となった。前日の下落の反動、トランプ次期米大統領の政策について高関税を突然課すようなことはしないとの冷静な見方が広がったこと、ドル安、10月の中国の貿易統計で輸出の好調や銅輸入の底堅さが示されたことなどが銅相場を支えた。

8日は、中国の全国人民代表大会(全人代)常務委員会が閉幕したが、市場参加者が期待していたような財政出動による景気刺激策が発表されなかったことが弱材料になった。

11日は、米大統領選でのトランプ氏の勝利を受けたドル高観測や、10月の中国新規人民元建て融資が市場予想を下回ったことを受けて、銅は続落した。

12日は、トランプ次期米大統領が対中強硬派のマルコ・ルビオ上院議員を国務長官に指名する意向との報道を受けて、米中対立の激化による中国経済への逆風が連想され、銅の下落につながった。

13日も続落した。10月の米消費者物価指数(CPI)は市場予想通りにとどまったが、トランプ次期米政権の政策への思惑からドル高が進み、中国の景気刺激策への失望が続いたこともあり、銅相場は圧迫された。

14日は5営業日続落となり、8,867ドルと3カ月ぶりの安値をつけた。このところのLME安・SHFE高を利用して、LME買い・SHFE売りの仕掛けがみられたとされ、安値で買い手が戻ってきているとの見方もあった。

### ウクライナ情勢やドル相場を材料に一進一退

15日は小動きだった。中国政府がアルミニウム製品とともに銅製品の輸出税還付も撤廃すると発表したのが、アルミニウム製品とは異なり、銅製品の世界市場で中国産が占める割合は小さく、影響は限られた。

18日は、前週までの下落から値ごろ感があり、ドル安が進んだこともあって反発した。米大統領選でのトランプ氏圧勝を受けた相場の下落は、一服したとの見方があった。

19日は、ロシアのプーチン大統領が核ドクトリンの改定を承認するなど地政学リスク懸念が高まったものの、為替市場ではややドル安が進んだことに銅相場は支援された。

20日は、上昇して始まったが、米ハイテク株の軟調などから上値を削って、ほぼ前日比横ばいとなった。

21日は、ウクライナ側がロシア軍が大陸弾道弾を使用したと発表(後に、極超音速中距離弾道ミサイル「オレシニク」を発射したとロシアが発表)するなどウクライナ情勢が一段と緊迫したことや、ドル高が進行したことが弱材料になった。



22日は、ドル高が続いたことや、S&P グローバルによるユーロ圏 HCOB 総合 PMI が大幅に低下したことが弱材料になり、続落した。

25日は、前日に 9,000 ドル割れまで売られ、値ごろ感が生じたことなどから買い戻された。22日にトランプ次期米大統領が、財政規律を重んじ、経済や市場の安定を優先すると見られている投資ファンド経営者のスコット・ベッセント氏を財務長官に指名すると発表したことも投資家のリスク志向を強めたとみられた。

26日は、トランプ氏が中国からの輸入品について 10%の追加関税を課すと表明したことを受けて、市場参加者が懸念していたほどの高率ではなかったものの、銅は下落した。

27日は、米国の感謝祭の休日をひかえる中、市場金利やドル相場が低下したことや、中国の追加景気刺激策への期待を背景に、銅相場は小幅上昇した。

28日は、米国が感謝祭の休日で材料不足の中、方向感を欠く推移となり、銅は小幅安となった。

29日は、上海先物取引所 (SHFE) の指定倉庫の在庫が減少したこと、中国の PMI など製造業活動の拡大が示されるとの観測があること、世界的に株価が堅調だったことなどが銅相場を支えて小幅高となった。

## 【12月の動向】～月初にやや上昇後、8,800ドル割れに下落

### 中国の金融・財政政策への期待から上昇

12月2日は、前月末に発表された中国国家統計局による製造業 PMI、この日発表された財新/S&P グローバルによる製造業 PMI がともに市場予想を上回ったことが強材料とみられたものの、為替市場でのドル高を受けて、ドル建ての銅はやや売られた。

3日は、中国景気や米国による高関税導入が懸念されたものの、為替市場でドル売り戻しが優勢となる中、銅は買われた。

4日は、中国需要や米国による高関税導入への懸念が続き、銅は下落した。資源大手リオ・ティントは、モンゴルの鉱山などから 2025 年の銅生産は増加するとの見通しを示した。フリーポート・インドネシアは、10月に火災で操業を停止していた東ジャワの製錬所が 2025 年 7～9 月期に再開されるとした。

5日は、中国需要などへの不透明感が強い中、銅は小幅続落した。中国の翌年の経済政策の方針を決める中央経済工作会議の行方や、米国の関税政策やそれに対する中国の報復などが不透明材料とされる。一方、チリの鉱山大手アントファガスタと中国の銅精錬大手・江西銅業は、2025 年の銅精鉱の処理料について、73.4%の大幅引き下げで合意したと報道され、銅精鉱の需給ひっ迫感を示唆した。

6日は反発した。前日に続き、米中の経済政策の不透明感が弱材料となる一方、2025 年の銅精鉱の処理料の交渉結果が強材料として意識された。

9日は、中国共産党が中央政治局会議を開催し、2025 年の金融政策を「適度に緩和的」とし、財政政策を「より積極的」にする方針を示したことを受けて、金融・財政政策が世界の銅需要の半分を占める中国経済を支援するとの見方から、相場はやや上昇幅が大きくなった。

### 中国需要鈍化懸念が続き下落

10日は、11月の中国貿易統計で輸出の伸びが市場予想を下回り、輸入が市場予想に反して減少して、中国経済の停滞を示したと受け止められ、銅相場は小幅反落した。

11日は、11月の米CPIについて、市場予想通りながら、伸びがやや加速したことを受けてドル高につながったことで銅は下落した。週内に開催されるとみられる中国の中央経済工作会議で具体的な景気刺激策が打ち出されるかが市場の関心が高まっているとされた。

12日は、11月米PPIが発表され、前日の米CPIを合わせて、12月のFOMCでの利下げは揺るがないものの、インフレの粘着性を示したとの受け止めから、ドル高につながり、銅相場を抑制した。中国では11～12日に中央経済工作会議が開催され、財政出動により景気を下支えするため、財政赤字の対GDP比率を引き上げる方針等を示したものの、具体的な規模や内容を欠くと受け止められた。

13日は、LME倉庫からの出荷見込みが増加したことが強材料と受け止められたものの、翌週のFOMCで2025年に政策金利の引き上げ回数を減らす見通しが示されるとの観測が強まってドル高が進んだことで銅は続落した。

16日は、11月の中国小売売上高が市場予想を下回ったことが弱材料だったものの、9,000ドル近くでは買い戻しが優勢となり、小幅上昇した。

17日は、翌日にFOMCの結果発表を控えて為替市場でドル高が優勢となったことや、米国の関税引き上げを受けた中国の銅需要の行方が不安視されたことで、銅は下落し、9,000ドルを割れた。

18日は、前日の下落の反動から小幅高となった。この日、米国株は下落幅が大きくなったが、中国株が堅調だったことなどが銅の買い手掛かりになった。11月の中国の銅地金生産が前年比減少したことも好感された。

19日は、前日のFOMCの結果発表で2025年の利下げ回数見通しが4回から2回へと引き下げられてドル高が進んだことを受けて、ドル建ての銅は割高感から下落幅がやや大きくなった。

20日は、FOMCを受けた急なドル高の反動でドル安となったことを受けて、銅は買われた。

23日は、クリスマス休暇を控える中、為替市場でドル高が進んだことを受けて、銅は小幅下落した。

24日は、クリスマスの休場控えて薄商いの中、中国の景気刺激策への期待などを背景にやや上昇した。

クリスマス、ボクシングデーの連休明けの27日は、ドル高が上値を抑制したものの、銅精鉱の供給のタイトさが押し上げ材料となり、やや上昇した。26日には、中国の大手銅製錬が1～3月期の銅精鉱の処理料を10～12月期よりも引き下げることで合意したと報じられ、銅精鉱供給のタイトさが意識された。

30日は、年始の休日や31日に中国国家统计局による製造業PMIの発表を控えて薄商いの中、為替市場がドル高気味に推移したことで銅価格は下押しされた。

31日は、為替市場でのポジション調整の動きがドル高につながったことで、銅相場は下落した。米国株の下落もリスク回避的な投資行動につながった。中国国家统计局による12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。

### 【先行き】～米中の景気・政策動向をにらんで一進一退か

1月2日は、財新&S&Pグローバルによる中国製造業PMIが市場予想を下回ったことや、S&Pグローバルによるユーロ圏製造業PMIが速報値から下方改定されたことが弱材料となったものの、中国の景気刺激策への期待から小幅上昇した。

3日は、中国国家発展改革委員会(発改委)当局者が企業投資と消費拡大を促進するため、2025年に超

長期国債による資金調達を大幅に増やす方針を明らかにしたことや、この日はドル相場が下落したことが好感され、銅は上昇した。

6日は、米紙ワシントン・ポストが、トランプ次期米大統領の側近が全ての国に関税を適用する対象を重要な輸入品目に限る方向で検討していると報じたため、投資家のリスク回避姿勢が後退し、リスク資産の一角である銅も上昇した。

7日は、11月の米求人件数や米供給管理協会(ISM)による12月のサービス業PMIが市場予想を上回ったことで、米市場金利やドル相場が上昇し、銅相場を下押ししたものの、トランプ政権の関税引き上げが懸念されていたほど厳しいものではないとの見方が引き続き、下支え要因となり、銅相場は横ばいにとどまった。

8日は、トランプ氏が関税引き上げを巡って、国家経済緊急事態を宣言することを検討していると報じられたことが重荷になったものの、商品投資顧問(CTA)など投機筋の買いにより、銅相場は上昇したとされた。

9日は、カーター元米大統領の国葬に伴い、米株式市場が休場、債券が短縮取引となり、手掛かり材料に欠ける中、テクニカルな買いが優勢になったとされた。

10日は、12月の米雇用統計で就業者数の増加幅が市場予想を上回ったことで、米利下げペースが鈍化するとの見方が強まり、銅には逆風となったが、中国の輸入プレミアムが堅調に推移し、中国需要の持ち直し期待が維持された。

世界景気や中国景気に敏感な銅相場は、昨年8月に1トンあたり8,700ドルまで下落した後、上昇傾向に転じ、9月下旬には1万ドルを回復したが、その後は軟調な推移となった。

10月は、イランがイスラエルに弾道ミサイルを発射するなど中東の地政学リスクへの懸念の高まりや、具体策が発表されない中国の景気刺激策への失望が銅相場を押し下げた。

11月は、米大統領選でのトランプ氏圧勝を受けて、銅は大幅下落した。インフレや財政赤字の悪化懸念を背景とした米市場金利の上昇などを受けたドル高や、バイデン・ハリス政権で支援されていた電気自動車(EV)や再生可能エネルギーへの支援が後退するとの見方、高関税が課せられると世界景気が悪化するとの見方などが銅の下落につながった。中国の全人代・常務委員会で、市場が期待したような財政出動による景気刺激策が発表されなかったことも弱材料になった。

12月も中国の銅需要鈍化懸念が続いた。同国では11~12日に中央経済工作会議が開催され、財政出動により景気を下支えするため、財政赤字の対GDP比率を引き上げる方針等を示したが、具体的な規模や内容を欠くと受け止められた。また、FOMCで2025年の利下げ回数見通しが4回から2回へと引き下げられてドル高が進んだため、ドル建ての銅は割高感からやや大きく売られた。年末には株安などに連動する中、8月の安値に迫った。

年明け3日は、発改委の当局者が企業投資と消費拡大を促進するため、超長期国債による資金調達を大幅に増やす方針を明らかにして好感された。

もともと、さらなるドル高観測が根強いことや、次期米政権による関税引き上げや中東・ウクライナ政策への懸念により、上値は重いとみられる。今年の銅相場は、米中の景気・政策動向をにらみ、一進一退が見込まれる。

## (2) 各他品目の概況

## [1] アルミニウム市況:2025年1月に2,500ドル割れ後、2,600ドル前後に持ち直し

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4,073.50ドルと史上最高値をつけた後、9月28日には2,080.50ドルと2021年2月以来の安値をつけた。その後、一進一退を経て、2024年5月30日には2,799ドルと2022年6月以来の高値をつけた。2025年1月上旬に2,500ドルを割れたが、その後、2,600ドル前後に持ち直した。

10月2日は、LMEがアルミニウム市場におけるスプレッドの拡大などタイトな市場環境を監視していると報道された。翌3日には、アルミニウム相場は一時2,694ドルと5月末以来の高値をつけた。

10月8日には、ヒズボラがイスラエルとの停戦に前向きとの報道などを受けた原油安や、具体的な景気刺激策が打ち出されない中国の金属需要への懸念からアルミニウムの下落幅はやや大きくなった。

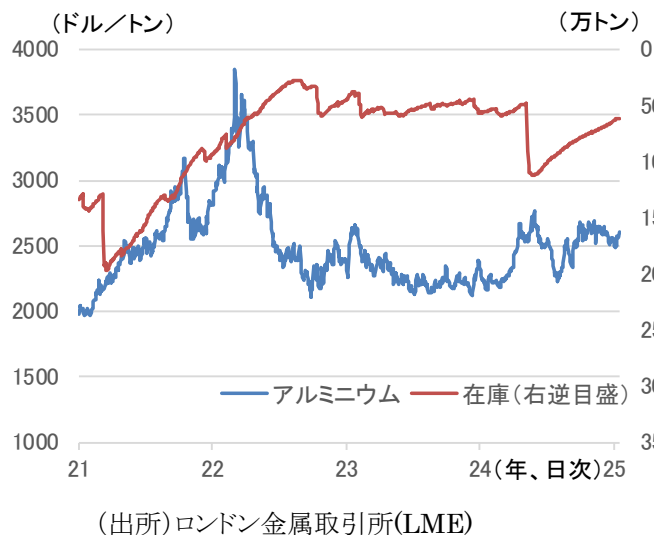
10月9日は前日からの中国需要への懸念が続き、続落した。日本の圧延メーカーなどが海外資源大手に支払うアルミニウム地金の割増金(プレミアム)の10~12月期の交渉が、1トンあたり175ドルで決着したと報道されたことは中立的だったとみられる。前期の172ドルを上回ったが、当初、資源大手が示した180~185ドルは下回った。

10月11日は、ギニアからのボーキサイト輸出が税関により差し止められていることが中間原料アルミナの価格上昇につながって、アルミニウムの価格も押し上げられた。オーストラリアでは天候や労働力不足による障害がアルミナ生産に影響したとされた。

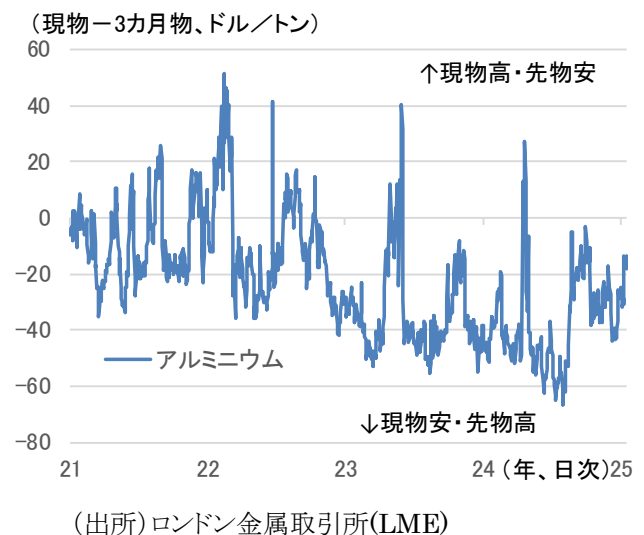
10月22日は、上海先物取引所でアルミナが最高値を更新したことを受けて、アルミニウムは上昇した。中国のアルミニウム・メーカーは、良好な収益環境から増産しており、アルミナ需要は強いとされた。23日も続伸した。

11月15日は、中国財政省が12月1日から広範な品目について輸出税還付の削減や撤廃を行うと発表、アルミニウム製品については還付を撤廃するとして受けて、アルミニウムの国際需給が引き締まるとの見方から相場は5.3%の大幅上昇となった。11月7日につけた6カ月ぶりの高値2,732ドルに迫った。

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カ月物)の推移





なお、アルミニウム相場が 2,700ドルに近づく局面では、生産者によるヘッジ売りが指摘された。一部の生産者には、電力を買って、金属を売る取引を進める動きがあるとされた。

12月16日は、11月の中国のアルミニウム生産が公表され、前年比 3.6%増の 371 万トンと示され、アルミニウムの需給緩和懸念につながった。トランプ次期米政権による関税引き上げを前に駆け込み輸出が発生しているとされた。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割増金(プレミアム)の 1~3 月期の交渉で、1トンあたり 228ドルと 10~12 月期から 3 割増しで決着した例があったとされた。

中国の輸出還付税の撤廃は中国以外での需給のタイト化につながる可能性がある。また、アルミニウムは、輸送機械の軽量化や電力網の増設などに向けて需要の増加が見込まれる金属である。精錬に大量のエネルギーを利用するアルミニウムの相場は、地政学リスクに影響されやすい原油相場の動きに連動するなど読みにくい面があるものの、底堅い推移が見込まれる。

## (2)ニッケル市況:下落傾向が続いて 1月上旬には 15,000ドル割れ

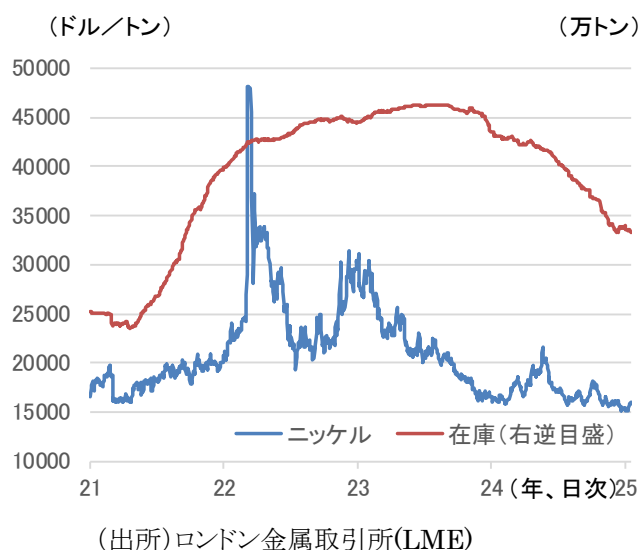
ステンレス鋼や電気自動車向けなどバッテリーの原材料になるニッケルの相場は、2022年12月8日に1トンあたり 33,575ドルまで上昇したが、その後、下落傾向となり、2025年1月3日には 14,905ドルと 2020年10月以来の安値をつけた。その後、やや持ち直して、足元は 16,000ドルに近づいた。

11月に入って需給の緩みに注目したニッケルの売りポジションが買い戻される流れとなっていたが、8日には LME 在庫の増加を受けて、相場は下落に転じた。

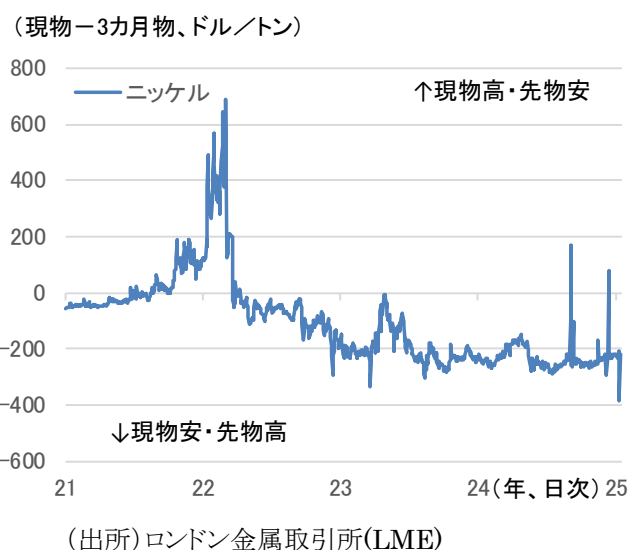
12月10日は、ロシアのニッケル大手(パラジウムは世界最大手)のノルニッケルが 2024年と 2025年の世界のニッケル市場は 15 万トンの供給過剰が続くとの予測を発表した。背景として中国からの地金の流入を挙げた。ノルニッケルは直接に西側の制裁対象になっているわけではないが、西側企業には取引を敬遠する動きもあり、ノルニッケルはアジアに仕向け先を転換しているとされる。

そうした中、2025年1月10日に、インドネシアのエネルギー・鉱物資源省は、国際的なニッケルの供給

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





過剰に対応するために、2025年のニッケル鉱石の生産量を約2億トンに設定したと発表した。2024年の鉱石生産量は2.15億トンで、これまで同省は2026年まで年間生産量を約2.4億トンとすると発表していた。

インドネシアの増産でニッケル市場は3年連続の供給過剰になったとみられている中で、インドネシアは減産を発表したが、インドネシアが実際に減産して国際需給が引き締まるか不透明感がある。ニッケル相場は高値からの下落で値ごろ感もあり、底堅さが見込まれるものの、市場参加者は上値追いには慎重な姿勢を続けると思われる。

### (3) 亜鉛市況：10月に3,200ドル台の高値後、1月には2,800ドル近くまで下落

鋼材のメッキ向けが主用途の亜鉛の相場は、2022年3月8日には1トンあたり4,896ドルの史上最高値をつけた後、2023年5月25日には2,215ドルと2020年7月以来の安値まで下落した。2024年10月24日には3,284ドルと2023年2月以来の高値にまで持ち直したが、その後、やや下落し、2025年1月15日には2,807.50ドルと9月下旬以来の安値をつけた。

上述の通り、10月24日には一時3,284ドルと2023年2月以来の高値をつけた。米シバニー・スティールウォーターが所有するオーストラリアのセンチュリー亜鉛鉱山の操業を11月半ばまで停止すると発表したことなどを材料に、投機的な買いポジションが拡大したとされた。亜鉛製錬世界最大手の高麗亜鉛の経営権を巡る争いを受けた同社株高も亜鉛高の連想につながったとされた。

25日には、LME在庫が増加したことなどから需給ひっ迫懸念が後退し、米大統領選でのトランプ氏優勢との見方がドル高につながったこともあり、亜鉛は下落幅がやや大きくなった。

11月5日には、韓国の裁判所が汚染水の流出を理由に世界第6位の規模の精錬所に操業停止命令を出したことで、相場が押し上げられた。

11月14日には、中国の亜鉛製錬メーカーが上海先物取引所(SHFE)の11月物の納会の15日を前に大量の亜鉛地金を指定倉庫に持ち込んだとされ、亜鉛相場の弱材料となり、2カ月ぶりの安値をつけた。中

亜鉛相場とLME指定倉庫在庫の推移



(出所) ロンドン金属取引所(LME)

亜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)

国の鉄鋼需要が弱く、亜鉛メッキの需要も落ち込んでいるとされた。

11月26日には、トランプ次期米大統領が中国からの輸入品について10%の追加関税を課すと表明したことを受けて他金属が下落する中で、亜鉛はLME倉庫からの在庫の大幅引き出しが見込まれたため、上昇した。

12月中旬は、中国の経済刺激策の不透明感が嫌気され、他の金属とともに亜鉛も下落する局面があった。

亜鉛は、鉱石や精鉱の供給がタイトになり、地金の供給が制約されるようになってきている。一方で、中国や欧州を中心に世界の亜鉛需要は力強さを欠くとされる。当面、亜鉛相場は一進一退が続くと見込まれる。

#### (4)錫市況：足元にかけて3万ドル前後で推移後、やや弱含み

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ドルと史上最高値をつけた後、10月31日に17,350ドルと2020年10月以来の安値をつけた。25,000～30,000ドルを中心とする一進一退が続いた後、2024年4月22日には36,050ドルの高値、11月28日には27,200ドルの安値をつけた。足元にかけて、30,000ドル前後で推移した後、やや弱含みとなった。

10月30日には、国際錫協会(ITA)が世界の錫需要について、2023年は前年比3.9%減の35.7万トンとなり、2024年は3.0%増の36.8万トンが見込まれるとの調査を発表した。2024年は中国とハイテク分野にけん引されて回復サイクルに入ったことが示唆されるとした。

12月2日の錫相場は、前日の大幅上昇の反動や、インドネシアからの供給増が続くとの見方などからやや下落幅が大きくなった。

しかし、中国の錫精錬所では、ミャンマーでの鉱石生産の障害が続くと見込まれることや、スクラップの調達もタイトになってきていることから、錫の原材料の供給はタイトな状態が続くとして、錫地金の減産を計画しているとされる。

中長期的にグリーン関連(ソーラー・パネル)やデジタル化関連の需要増加が見込まれる一方で、錫供給

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)

は不安定な状況が続いており、需給はややタイト化する可能性がある。足元では、AI 関連やスマホ関連のエレクトロニクス製品向け需要の増勢に陰りがみえるとの指摘もあるが、錫相場は底堅い推移が見込まれる。

### (5)鉛市況:1月中旬に1,900ドル近くと2年ぶり安値

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、2024年5月22日に2,359ドルまで上昇した後、一進一退を経ながら下落傾向となり、2025年1月15日には1,906ドルと2年ぶり安値まで下落した。

11月6日には、米大統領選でのトランプ氏の勝利を受けて、バイデン・ハリス政権での電気自動車(EV)の推進姿勢が後退するとの観測から銅が大幅安となった一方で、従来型の鉛バッテリーに使われる鉛は、「寿命が延びた」との見方から上昇する動きとなった。

12月上旬には、ショート・カバーの買いが相場を押し上げたとされ、12月6日には2,102.50ドルと10月中旬以来の高値をつけた。

鉛需要は9割がバッテリー関連であり、自動車向け中心に安定が見込まれる一方で、供給もリサイクルの割合が高く、安定している。冬場の需要期を迎えているが、過度に需給が引き締まることもなく、鉛相場は安定的な推移が見込まれる。もっとも、銅など他金属と同様に、中国の景気刺激策などを巡る思惑に相場が影響を受ける可能性がある。

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

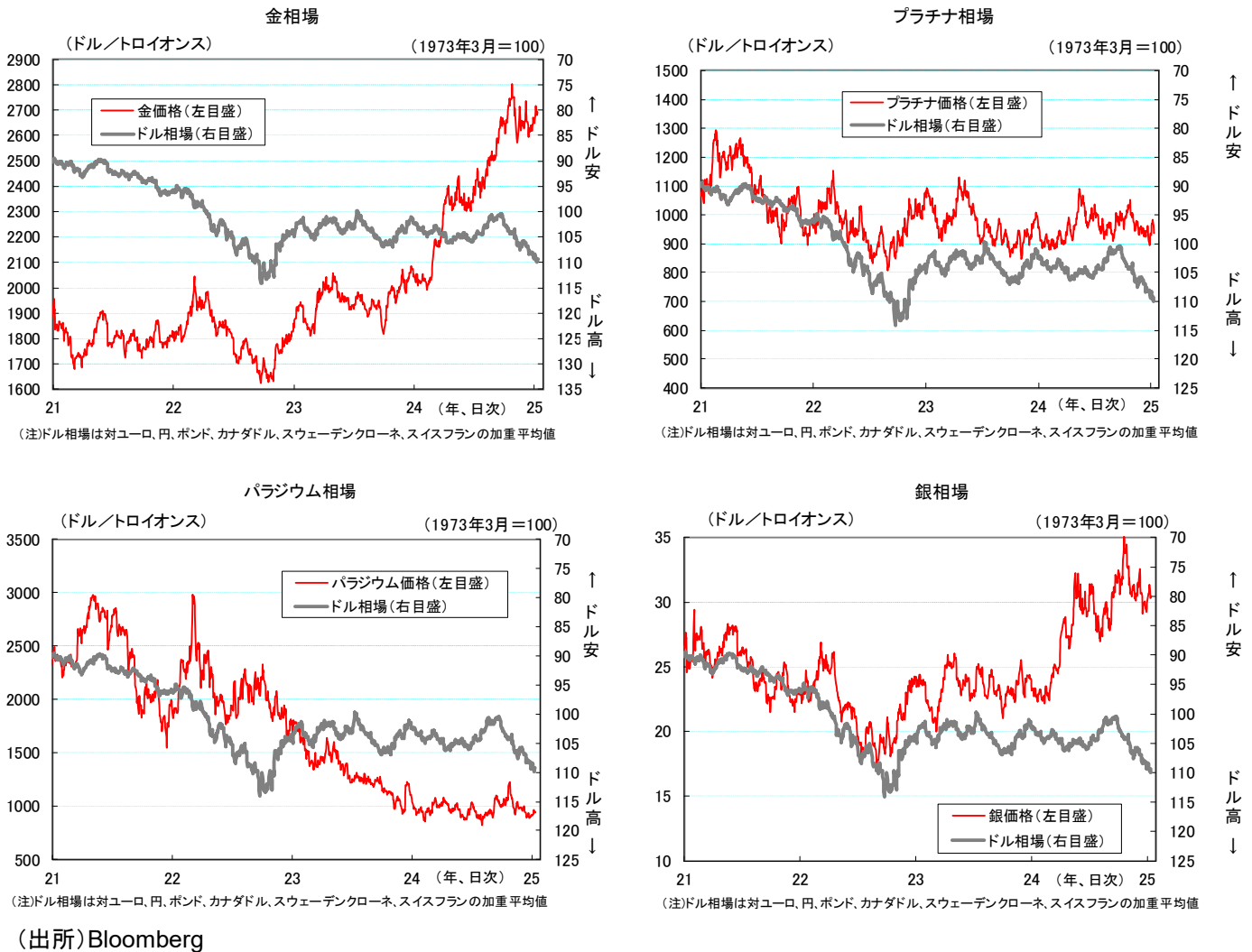


(出所) ロンドン金属取引所(LME)

#### 4. 貴金属:金は10月下旬に史上最高値を更新して2,800ドル近く

金相場(現物、出所:LSEG)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、その後、上昇傾向となり、同年12月以降は、高値更新が相次いで、2024年10月31日には2,790.15ドルと史上最高値を記録した。その後、上値は抑えられたが、足元では一時2,700ドルを回復した。

各貴金属価格の推移



#### 【10月の動向】～上旬に安値後、上昇

##### 米大幅利下げ観測の後退で金はやや売られる

1日は、イスラエル軍が9月27日にヒズボラ指導者のナスララ師を殺害したことなどへの報復として、イランがイスラエルに弾道ミサイルを発射したことを受けて、両者の全面戦争につながる可能性が意識され、安全資産需要が高まって金相場は反発した。

2日は、中東の地政学リスクの高まりが意識されたものの、この日は米民間雇用サービス会社ADPが発表した全米雇用報告で就業者数の伸びが市場予想を上回ったことで米大幅利下げ期待がやや後退してドル高につな



がり、金相場を下押しした。

3日は小動きだった。イスラエル軍が地上侵攻したレバノンでの戦闘の激化を受けて安全資産需要が意識される一方、米供給管理協会 (ISM) による9月のサービス業購買担当者景況指数 (PMI) が市場予想を上回って米市場金利やドル相場の上昇につながって金相場を下押しした。

4日は、9月の米雇用統計で就業者数が市場予想を大幅に上回ったことを受けて、11月の米連邦公開市場委員会 (FOMC) での大幅利下げ観測が後退して、米市場金利やドル相場の上昇につながり、金相場は下落した。中東の地政学リスクの高まりを受けた安全資産需要が意識されて、金の下値は限定的だった。

7日は続落した。前週末の9月の米雇用統計を受けた次回FOMCでの大幅利下げ観測が後退する流れが続いた。一方で、中東の紛争拡大懸念が下値を支えた。

8日も週内に9月のFOMC議事要旨、米消費者物価指数 (CPI)、米生産者物価指数 (PPI) など注目材料を控える中、11月の米大幅利下げ観測の後退を受けた金売りが続いた。

9日は、FOMC議事要旨の発表を控えて様子見ムードが強い中、金は続落した。

10日は、9月の米CPIが市場予想をやや上回ったことを嫌気して、売られる場面もあったものの、米連邦準備制度理事会 (FRB) による利下げ継続見通しに影響するほどではないとの見方に落ち着き、金は小反発した。

#### 中東情勢や米大統領選を巡る不透明感で上昇

11日は、9月の米PPIが前月比横ばいにとどまったことなどを背景に11月のFOMCでの利下げ観測がやや強まり、金相場は続伸した。前日にイスラエル軍が国連レバノン暫定軍 (UNIFIL) 本部の監視塔を砲撃したことも改めて不測の事態が起こる危うさを意識させ、金相場を支援した。

14日は、12日に中国の藍仏安・財政相が「財政赤字を拡大させる余地がある」としながらも、財政出動の規模や具体的な景気刺激策を示さなかったことが期待外れと受け止められ、景気停滞で中国勢の金需要が鈍化するとの見方につながった。中国については、13日に発表されたCPIの伸び鈍化や14日の貿易統計における輸出入の伸び鈍化も国内景気の弱さを示す内容と受け止められた。

15日は、10月のニューヨーク州製造業景況指数が大きく低下してマイナスに転じたことを受けて、米長期金利が低下し、金利を生まない金を支援した。

16日は、新規材料を欠く中、前日に続き、長期金利がやや低下し、金利のつかない金の投資妙味が増したとの受け止め方から、金を買われ、金先物は2,700ドルを上回る場面があった。

17日は、米大統領選挙や中東情勢を巡る不透明感から安全資産需要が高まり、続伸して史上最高値を更新した。米大統領選では、ハリス副大統領とトランプ前大統領の接戦が報じられている。パレスチナのイスラム組織ハマス最高指導者シワル氏がイスラエル軍によって殺害された。欧州中央銀行 (ECB) が定例理事会で政策金利の0.25%の引き下げを決定したことも追い風だったとみられる。

18日は、ハマスの最高指導者殺害などを受けて中東情勢の不透明な状況が改めて意識されたことなどから、安全資産である金を買われる流れが続いた。金先物はこの日も最高値を更新した。金現物も初めて2,700ドルを上回った。

## 連日の最高値更新が一服後、再び高値更新

21日は、19日にイスラエルのネタニヤフ首相の私邸がドローン攻撃の標的になり、20日夜からイスラエル軍がレバノン国内の金融機関の関連施設数十ヶ所を空爆したなど中東情勢が一段と緊迫化したことを背景に金はこの日も史上最高値を更新した。

22日は、米大統領選の不透明感や緊迫する中東情勢への懸念が続き、安全資産需要から金は続伸した。

23日は、金先物と金現物がともに5営業日連続で取引時間中の最高値を更新した。その後は、ドル高や米長期金利の上昇が金相場を抑制した。ドル高や長期金利上昇は米大統領選でのトランプ氏勝利を意識したものとの見方もあった。

24日は、米大統領選や中東情勢を意識した安全資産需要から再び上昇した。

28日は、小動きにとどまった。イスラエル軍は26日に、イランによる10月1日のミサイル攻撃への報復として、軍事施設を標的とする攻撃を加えた。もっとも、石油施設やエネルギー施設への攻撃は見送られたことから、地政学懸念は強まらなかった。

しかし、29日は、米大統領選の不透明感や中東情勢の緊張を背景とした金買いで、再び史上最高値を更新した。

30日は、米大統領選の不透明感や地政学リスクを背景とした安全資産買いで高値更新が続き、一時、NY金先物は2,801.80ドルと2,800ドルを上回った。

31日は、目立った弱材料があったわけではないが、月末要因の持ち高調整の売りやこれまでの上昇を受けて利益確定の売りが出やすかったとみられ、やや下落幅が大きくなった。金現物は一時2,790.15ドルの史上最高値をつけた。

## 【11月の動向】～下落後、やや持ち直し

### トランプ氏の圧勝を受けて金相場は下落

11月1日は、前日に下落した反動が出たことや、10月の米雇用統計が弱めの内容だったこともあって、金は上昇する場面があったが、雇用統計の弱さはハリケーンやストライキなど一時的要因によるとの見方などから、金は売り戻され、前日比小幅安となった。

4日は小動きだった。高値圏にある金は、利益確定の売りが出やすい面があったとみられるが、5日に米大統領選の投開票、6～7日にFOMCの開催を控えて、様子見ムードが強かった。

5日は、この日も様子見ムードが強い中、為替市場でややドル安が進んだことで金は小幅高となった。

6日は、大幅反落となった。米大統領選で共和党のトランプ前大統領の勝利が確実となり、財政悪化、景気刺激、関税引き上げなどから高金利環境が連想され、米市場金利とドル相場が高まり、金売りにつながった。また、米政治を巡る不透明感が後退したことで安全資産の魅力が低下した。

7日は反発した。FOMCを控える中、市場金利が低下し、金買いにつながった後、FOMCでは市場予想通りに0.25%の利下げが決定されたことを受けて、ドル相場が下落し、金は上昇幅を広げた。

8日は、前日のFOMCで今後の追加利下げについては慎重な姿勢が示されたとの受け止めや、トランプ次期政権の政策で金利が押し上げられやすいとの観測などから、ドル高が進み、金は反落した。

11日も為替市場でドル相場が続伸したことが弱材料となり、金は下げ幅が大きくなった。米国の関税引き上げがユーロ圏経済に打撃となる可能性が意識されたとの指摘があった。

12日は、米景気拡大期待を受けて前日まで株式などリスク資産が上昇する中で、金は安全資産としての魅力が低下したことや、ドル高がドル建ての金の割高感につながったことなどから続落した。

13日は、10月の米CPIが市場予想通りにとどまったことが、米利下げ観測やドル相場の下落につながり、金相場が持ち直す場面もあったが、トランプ次期政権の政策による米金利上昇圧力やユーロ圏景気の停滞懸念からドル高が再開すると、金は売られた。

14日は、10月の米PPIの前年比が市場予想を若干上回ったものの、当面の米利下げ見直しには影響しないとの見方がなされたが、米次期政権の政策によるインフレ圧力で米利下げペースが鈍化すると懸念を受けて、金は続落した。金現物は一時2,536.71ドルと2カ月ぶりの安値をつけた。

15日も続落した。10月の米小売売上高が市場予想を上回ったことや、前日にパウエルFRB議長が「米景気は極めて好調」で、「利下げを急ぐ必要はない」と述べたことから米利下げペースの鈍化が意識された。

### ウクライナ情勢の緊迫化で急反発

18日は、ウクライナ情勢の緊迫化を背景に安全資産需要が高まり、金は反発した。17日にバイデン米大統領が、北朝鮮部隊が参戦したことなどを背景に方針転換して、ウクライナに供与した長距離ミサイルについて、ロシア領内への攻撃に使用することを容認したと報じられた。この日は米関税引き上げ観測などを背景としたドル高が一服して、ドル安だったことも金を支援した。

19日は、ウクライナ情勢が一段と緊迫化し、原油は続伸した。ウクライナ軍がロシア西部ブリャンスク州の軍事施設に米国製長距離ミサイル「ATACMS」を打ち込んだとロシア国防省が発表した。ロシアのプーチン大統領は、核兵器の使用条件を示した核ドクトリン(核抑止力の国家政策方針)を改定し、ウクライナを軍事支援する欧米各国なども核を含む攻撃の対象になりうると警告した。金などと並び安全資産とされる米国債が買われ、長期金利が低下したことも金相場を支援した。

20日もウクライナ情勢を巡る懸念が金相場を押し上げた。ウクライナ軍は、前日の米国製ミサイルに続き、この日は、英国が供与した長距離ミサイル「ストームシャドー」をロシア領に打ち込んだと報道された。また、19日にバイデン米大統領は、ウクライナに対人地雷を供与すると決定した。

21日もウクライナ情勢の緊迫化で金相場は続伸した。この日は、ロシア軍がウクライナの軍事施設に対して、極超音速中距離弾道ミサイル「オレシニク」を発射した。また、前日に米半導体大手エヌビディアが発表した業績見通しが一部投資家の高い期待に届かなかったことが金買いにつながったとの指摘もあった。

22日もロシアのプーチン大統領は「オレシニク」の戦闘におけるテストの継続を表明したことなどから続伸した。

### 投資家のリスク資産志向やレバノン停戦が弱材料

25日は、22日にトランプ次期大統領が、財務長官に、財政規律を重んじ、経済や市場の安定を優先すると見られている投資ファンド経営者のスコット・ベッセント氏を指名すると発表して投資家のリスク資産志向が強まったことや、この日、イスラエルとヒズボラとの戦闘を巡って、イスラエルとレバノンの両政府が停戦案に合意したとの一

部報道があり、中東の地政学リスク懸念が後退したことで、安全資産需要が減退し、金は下落幅が大きくなった。

26日は、前日の大幅下落の反動で安値拾いの買いがあったと指摘された。トランプ次期米大統領は中国、メキシコ、カナダに新たに関税を課すと表明したが、金相場の方向感は出なかった。貿易摩擦の激化でリスク回避的な金買いにつながるとの見方があった一方で、インフレ再燃につながり米利下げペースが鈍化して金買いを抑制するとの見方もあった。

27日も週初的大幅下落を受けた値ごろ感からの買いで上昇した。10月の米個人消費支出(PCE)価格指数がインフレ鈍化ペースの停滞を示したものの、12月17~18日のFOMCでは利下げが決定されるとの見方がやや強まった。

感謝祭の休日明けの29日は、米財務長官にベッセント氏が就任することを好感した米長期金利の低下が金買いにつながったとされた。中東情勢やウクライナ情勢の不透明感も金の支援要因になった。

## 【12月の動向】～月半ばに上昇後、下落して一進一退

### もみ合い後、人民銀の金購入再開やシリア情勢の急展開で上昇

2日は、前月末にトランプ氏がBRICSに対して、脱米ドルの動きには「100%の関税を課す」と警告して、為替市場でのドル高の動きにつながったことで、金は反落した。

3日は、フランスの政局流動化への懸念があるものの、米利下げ観測が持ち直していることなどから、対ユーロでドル安が進んだことなどが金相場を支えた。

4日は、米民間雇用サービス会社ADPによる11月の全米雇用報告や、米ISMによる非製造業PMIが市場予想を下回ったことが、やや金相場を支援する材料になった。

5日は、米新規失業保険申請件数が悪化したことで長期金利を押し下げ、金買いにつながる場面もあったが、翌日に米雇用統計の発表を控える中、金はポジション調整から売られる流れとなった。

6日は反発した。11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、12月17~18日のFOMCで利下げが決定されるとの見方はむしろ強まって、金相場を支援した。

9日は続伸した。7日に公表された統計で中国人民銀行が11月に6カ月ぶりとなる準備資産での金購入を行ったことが確認されて、市場参加者が好感した。8日にシリアの反体制派が首都ダマスカスを制圧したと報じられて地政学リスクへの懸念が高まったことも金を支援した。

10日も続伸した。シリア情勢の不透明感が強いことや、前日に中国共産党が中央政治局会議を開催して「より積極的な財政政策」とともに「適度に緩和的な金融政策」を来年導入すると発表して同国の金需要が増加するとの観測につながった。

11日も上昇し、現物・先物ともに4日続伸となった。11月の米CPIが発表され、翌週のFOMCでの利下げを妨げない内容と受け止められたことや、中東情勢やロシア・ウクライナ情勢が不安定なことが金相場を支援した。

### 米想定利下げペース鈍化を受けて下落

12日は上昇後、下落した。11月の米PPIが市場予想をやや上回ったことがやや弱材料となり、前日までの上昇で利益確定売りが出やすかったこともあり、金は下落に転じた。



13日は続落した。翌週のFOMCで政策金利見通しの修正が行われるとの思惑などから長期金利が上昇し、金相場には弱材料となった。

16日は、12月のニューヨーク州製造業景況指数が市場予想を下回ったことが市場金利やドル相場の低下につながり、金には強材料となったものの、S&Pグローバルによる12月の米総合PMIが市場予想を上回ったことなどが弱材料となり、金は小動きだった。

17日は、翌日にFOMCの結果発表を控えて、来年の利下げペースが鈍化するとの見方が強まり、米長期金利やドル相場の上昇につながって、金相場は下落した。11月の米小売売上高が市場予想を上回ったことが弱材料になった一方で、11月の米鉱工業生産が市場予想を下回ったことは下支え材料になった。

18日は、FOMCの結果発表前に、持ち高調整の売りから続落した。FOMCではFRBが3会合連続の利下げを決定したものの、来年の想定利下げ回数を従来の4回から2回に引き下げたことが嫌気され、金の下落幅は大きくなった。

19日は、7～9月期の米実質国内総生産(GDP)確定値が市場予想を上回り、米新規失業保険申請件数が市場予想を下回ったことが弱材料となり、下落する場面があったが、値ごろ感からやや買い戻された。金は一時1カ月ぶりの安値をつけた。

### インフレ指標の落ち着きや地政学リスクを背景に緩やかに買い戻し

20日は、11月の米個人消費支出(PCE)価格指数が市場予想を下回ったことで、18日のFOMCを受けて強まっていた来年の利下げペース鈍化観測が幾分和らぎ、金は買い戻された。

23日は、クリスマス休暇を控えて薄商いの中、ドル相場や米長期金利の上昇を受けて、金は売り優勢となった。21日に米国でつなぎ予算延長法が成立したことで政府機関の一部閉鎖が回避され、投資家のリスク警戒感が緩んだことも売り材料とみられた。

24日は、薄商いの中、持ち高調整で買いがやや優勢となり、金は小幅高となった。

26日は、ウクライナ情勢や中東情勢の悪化が、安全資産である金の相場上昇につながった。ロシア軍は24日夜から25日にかけて、ウクライナのエネルギー施設を標的に大規模な空爆を行い、これに対して、バイデン米大統領はウクライナ軍への支援増強を指示した。イスラエルとハマスの和平交渉では非難の応酬が続き、再び交渉が行き詰まるとの懸念が強まった。また、イスラエルはイエメンの首都サヌアでフーシ派への空爆を行った。

27日は、今後の米利下げペースの鈍化が意識されたことなどから米長期金利が上昇し、金相場は反落した。一方、中東やウクライナなどの地政学要因は金相場を支えた。

30日は、休暇シーズンで薄商いの中、前週末の下落の反動で持ち直す場面もあったが、その後、売られた。

31日は、米長期金利やドル相場がやや上昇して逆風となったものの、米軍が30日と31日にフーシ派の拠点への空爆を行ったことがリスク回避の金買い要因になった。

## 【先行き】～トランプ政権の施策を巡る不透明感が下支え

12月に入ってもみ合っていた金相場だが、その後、中国人民銀行による金購入の再開、シリア情勢の急速な不安定化、中国景気を持ち直し期待など強材料が相次ぎ、2,700ドル台を回復する場面があった。

人民銀行の金購入再開によって、各国公的部門による金購入が持続して、金の需給を引き締めていることが再び意識されやすくなっているとみられる。中東やウクライナなど地政学的要因やトランプ米次期政権の経済政策運営の先行きが不透明なことも金の支援材料になっている。

もともと、18日のFOMCで利下げが決定されたものの、2025年の米金融政策は、利下げペースがかなり鈍化したり、見合わせたりすることが見込まれる。米国で景気堅調やインフレ率の下げ渋りが続けば、再利上げ観測が浮上して金相場を抑制するようなケースも考えられる。

しかし、1月に入って、米景気堅調との見方が強まって、利下げ観測が一段と後退しているものの、地政学リスク懸念が継続したこと、中国人民銀行による金購入も続いたこと、トランプ政権始動後の政策運営について不透明感が強いことなどが金相場を支えている。トランプ政権の施策の全容がみえるには、時間がかかるとみられ、先行き不透明感は続き、金相場が支援される状況はしばらく続くことになろう。

### － 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。