

## 太陽グラントソントン エグゼクティブ・ニュース

### テーマ：国際商品相場の現状と展望

執筆者：三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社 主任研究員 芥田 知至氏

#### 要旨（以下の要旨は3分10秒でお読み頂けます。）

ガソリン価格が値上がりし、1リットル当たり170円を超える水準（国の補助金支給後）と高騰しています。これは産油国の減産が響いているためですが、原油など国際商品相場の動きは生活や企業活動に大きく影響してきます。

今月号では原油を始めとする国際商品相場の現状と展望について、三菱UFJリサーチ&コンサルティングの芥田知至（あくたともみち）主任研究員に解説して頂きます。

IMF（国際通貨基金）の見通しでは、世界経済の成長率は2020年 $\Delta$ 2.8%、2021年+6.3%、2022年+3.5%と推移した後、今年（2023年）は+3.0%へと減速の予想である。更に来年（2024年）は+2.9%と、景気後退とされる3.0%をやや割り込む見込みだ。世界経済の成長率が景気後退前後なら、国際商品市況は方向感を欠く状況で推移すると思われる。

国際商品市況の中で特に世界経済と密接な関係を持つ原油相場（2022年原油日量9,385万バレル）では、2020年前半は新型コロナへの警戒感から石油需要が極端に落ち込み、代表的な原油指標WTI（米南部産原油）が1バレル $\Delta$ 40ドルとマイナスを付けた（売り手が金を払って原油を引き取ってもらう）。これにOPECプラス（OPECと非加盟国で構成）は大幅減産で対応し、世界経済回復から原油需給は持ち直したが、減産終了で需給は緩和した。これを受け昨年10月からOPECプラスは再び減産（日量200万バレル）を開始し、今年11月の同閣僚級会合で自主減産（同220万バレル）が発表された。

投機筋の動向を先物ポジションで見ると、今年の夏以降、産油国による供給削減策から買い越しポジションが膨らみ、9月下旬の原油相場はWTIで1バレル95ドルの高値を付けた。ただ、その後OPECプラスが減産強化を見送ったことなどから原油相場は下落した。WTIでは今後の相場を来年（2024年）は74.6ドル、再来年を76.9ドルと予想している。

次に景気に敏感な銅、アルミ、ニッケルなどベースメタルの動向を窺うと、ウクライナ危機の影響による供給懸念からLME（ロンドン金属取引所）の銅相場が昨年3月上旬に最高値（10,845ドル/トン）を付けた。今年はゼロコロナ政策撤廃後の中国景気持ち直し期待の後退や米利上げ継続への警戒感から、やや軟調となっている。

今後のベースメタル需要では、電気自動車（EV）向けの引合いが底堅く見込まれることなどから、全体に緩やかな増加基調にあると判断される。

安全資産としての金は、ウクライナ危機、ガザ地区の中東情勢不安など地政学的なリスクが大きい中で、投資妙味がある状況が続いている。今年12月4日には1トロイオンス2,135ドル（約31万円）の史上最高値をつけた。金利のつかない金だが、今後の米市場金利の低下見込みなどから堅調な相場展開が見込めそうだ。

世界経済全体の強弱感がはっきりしない中で、資源需給の方向感が出にくい。しかし、高止まりしている米国金利の引き下げが進められそうだ。米金利低下、ドル安となれば、今後の国際商品相場はやや押し上げられやすいのではないかと。

## テーマ：国際商品相場の現状と展望

三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社 主任研究員 芥田 知至

### はじめに

最近の国際商品（＝コモディティ）相場や世界経済の情勢を振り返ると、コロナ禍に伴って、2020年の世界経済の成長率は大幅マイナスを記録し、原油、銅などコモディティ相場も急速に落ち込んだ。

2021年は、かなり経済の正常化が進み、世界景気はかなり速いペースで回復し、コモディティ相場はかなり急速に上昇した。

2022年は、ウクライナ危機に伴う資源の供給制約が意識されたり、実際に制裁が行われたりして、コモディティ相場の押し上げ材料になった。

2023年春頃にかけて、米欧の金融システム不安、米債務上限問題、中国の景気回復への失望もあって、コモディティ相場は下落傾向で推移した。その後、米利上げ長期化観測の後退や中国の景気刺激策への期待に加えて、原油については産油国による供給削減策の強化も相場押し上げ材料になった。

もともと、10月に入って、産油国が減産の強化を見送ったことが原油の弱材料と受け止められ、中国では不動産不況への懸念が再燃し、ドル高や長期金利上昇が下押し材料として意識された。一方で、中東情勢の緊迫化で原油が急伸する場面もあった。

先行きも、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状況と思われる。

## 1. 国際商品相場と世界経済の概況

### (1) 世界経済の概況

国際通貨基金（IMF）による世界経済見通しをみると、世界経済の成長率は、2020年に△2.8%の後、2021年に+6.3%、2022年に+3.5%と高成長が続いた。2023年は+3.0%に減速し、2024年は+2.9%とリセッション（景気後退）ラインとされる3%をやや割り込む成長率となる見込み。世界経済の成長率がリセッションライン前後ということは、資源需要も強くもなく、弱くもない状況で、国際商品相場としては方向感を欠くような状況になりやすい、といったところかと思われる。

一方、経済情勢をみる際には、成長率と同時にインフレの動向に注視せざるを得なくなっていたという状況がある。

日米欧中の消費者物価を総合指数の推移で見ると、2022年のピーク時には、米国で前年同月比9%超え、ユーロ圏では10%超えのインフレ率を記録していた。米欧では、総合指数の上昇率は2022年後半をピークに鈍化傾向に転じたが、食品・エネルギーを除くベースでは高止まりというのが米欧の状況。これに対して、中国の総合指数は小幅なデフレ、日本は食品・エネルギーを除くベースでは上昇率が持ち直し傾向という状況である。

こうした消費者物価上昇率の動向に影響を与えたとみられる要因を2点挙げると、まず、労働需給の動向がある。米欧日の失業率は低下しており、労働需給は歴史的にみてタイトである。賃金が上がりやすく、サービス価格の上昇につながりやすかったといえる。これに対して中国の失業率は横ばい圏で推移しており、労働需給はあまり引き締まっていない。

2点目として、サプライチェーン問題が挙げられる。ニューヨーク連邦準備銀行が作成しているグローバル・サプライチェーン・圧力指数という供給制約の強さを測る指数をみると、輸送制約や半導体供給制約などサプライチェーン問題が物価上昇につながったが、足元にかけて解消して、物価上昇率の低下につながった様子がみてとれる。

コモディティ相場をみるうえで重要な米国経済について、足元から来年にかけては、労働需給の引き締まりに歯止めがかかって、サプライチェーン問題も解消した状態が続くとすれば、懸案のインフレも落ち着いていくとみるのが自然だと思われる。

そうした中で米国の金融政策がどうなるかだが、2024年は利下げに転換することができるとみている。

これまでの状況を振り返ると、FRB（米連邦準備制度理事会）は、2021年11月に量的金融緩和を縮小（テーパリング）する方針を決定、2022年3月には利上げも開始した。2022年半ば以降、0.75%の大幅利上げを4回のFOMC（連邦公開市場委員会）連続で実施するなど、急速な利上げを進めた。その後、利上げペースは減速し、足元では、9月19-20日の会合、10月31日-11月1日の会合と2回連続で政策金利の誘導目標を5.25-5.50%に据え置き、12月12-13日のFOMCでも政策金利の据え置きがほぼ確実視される状況となった。

金利先物市場の見方に基づいた「CME フェド・ウォッチ」によると、その後、早ければ2024年3月にも利下げが開始され、年末の政策金利は4.00-4.25%といった見方が有力になっている（本稿執筆の12月11日時点）。

## （2）国際商品相場の概況

ドル建て国際商品全般の動きを表すフィニティブ・コアコモディティ CRB 指数は2020年4月をボトムに上昇傾向が続いた後、2022年6月上旬をピークに頭打ちとなっている。

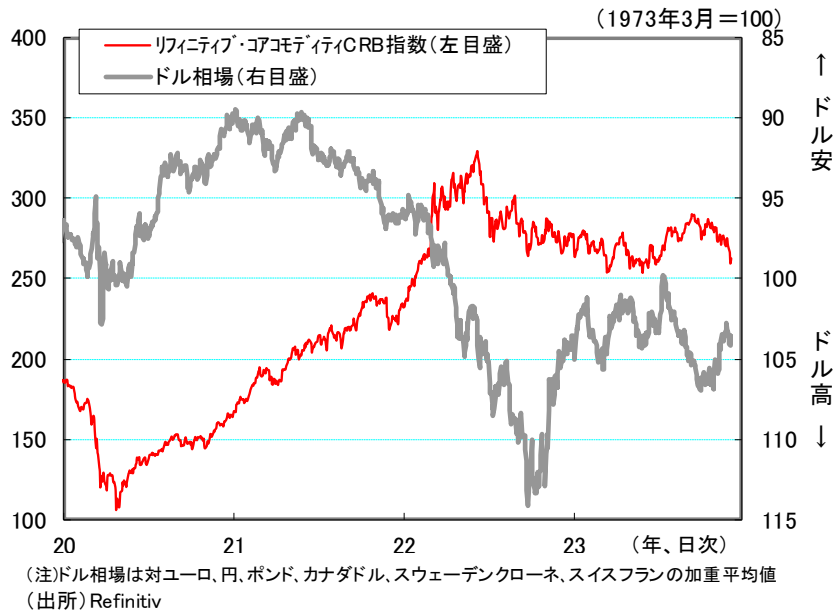
穀物や銅は2021年5月に高値をつけてやや下落していたが、ウクライナ危機を受けて2022年3月上旬に最高値を更新した。

原油も、2022年3月上旬には2008年7月以来の高値を記録した。

金は2020年8月に史上最高値をつけた後、やや下落してもみ合っていたが、2022年3月上旬や2023年5月上旬には最高値に迫った。その後、12月4日には史上最高値を更新した。

先行きは、世界景気全般が強弱はっきりしない状況で推移する中、コモディティ相場は方向感を欠いた展開になりやすいが、来年後半にかけて米利下げが進むとすると、ドル安になりやすいと考えられ、米金利低下やドル安がコモディティ相場を幾分押し上げるといった展開を想定している。

【図表1】 リフィニティブ・コアコモディティ CRB 指数とドル相場の推移



## 2. 原油相場

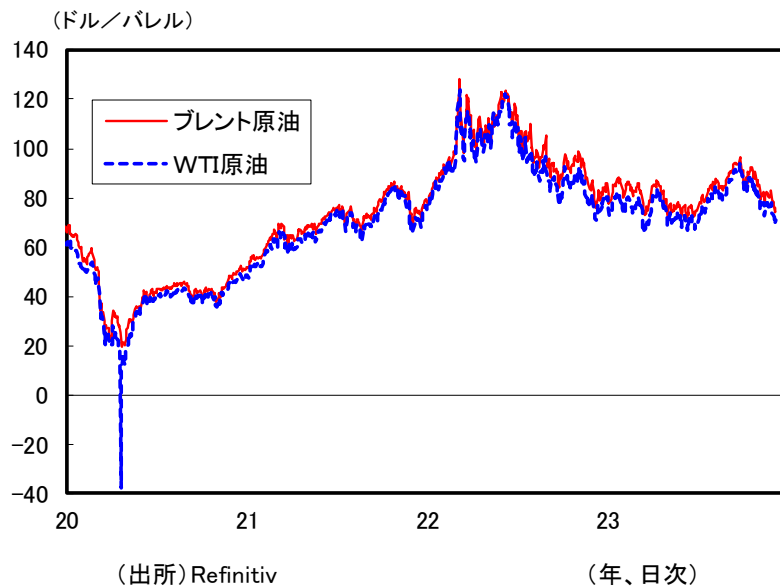
### (1) 原油相場と石油需要の動向

2020年春、コロナ危機を受けて、石油需要が急速に落ち込み、原油は極度の荷余り状態に陥った。4月21日には米国南部産原油のWTIが1バレル当たり△40ドルと「マイナス価格」に落ち込むといった異例の事態が起こった（売り手が金を払って原油を引き取ってもらう）。その後、原油相場は、他のコモディティに比べて出遅れたが、2021年春には、コロナ危機前の相場水準を回復する動きとなった。2022年にはロシアのウクライナ侵攻を受けて一段高となった。その後、EUのロシア産原油禁輸方針などを受けて上昇する場面もあったが、2023年前半にかけて米欧の急速な金融引き締めなどから石油需要鈍化や投資家心理の悪化が懸念されて下落した。夏場以降はOPECプラスによる原油供給削減策を受けて上昇傾向となっていた。

世界の石油需要は、コロナ前に比べて一時2割減にまで落ち込んでいたが、2022年後半にはコロナ前の石油需要の水準を回復するとみられる状況になっていた。しかし、その後、需要は伸び悩み、コロナ禍前の回復は2023年になったとみられる。

主要国・地域の石油需要動向をみると、最大消費国の米国の石油需要は大幅に持ち直した後、持ち直しの動きが一巡した。欧州の需要は、ロシア産石油の禁輸の影響から減少が見込まれていたが、底堅さがある。中国の需要は堅調に増加した後、2022年はロックダウンによる需要の落ち込みがみられたが、2023年の石油需要は好調に推移している。2020年にコロナ感染の影響で落ち込んだインドの石油消費は、その後は堅調に増加している。

【図表2】原油相場（米国産 WTI と欧州北海産ブレント）の推移



## (2) 原油供給の動向

供給面では、石油輸出国機構（OPEC）と非 OPEC 産油国で構成する「OPEC プラス」による協調減産が相場を支える状態が続いた。2022 年夏場にかけて減産はいったん終了したが、その後も原油生産の協調体制は続けられ、米欧など消費国からは増産不足を指摘される状況だったところ、2022 年 10 月には日量 200 万バレルの減産を決定（原油生産 2022 年日量 9,385 万バレル）。その後、2023 年夏場にかけては、執拗に原油供給削減策の強化が行われた。2023 年 10 月の合同閣僚監視委員会（JMMC）では、供給削減策の強化が見送られ、11 月 30 日の閣僚級会合では、日量 220 万バレルの自主減産が発表された。

国別の動向をみると、3 大産油国のうち、サウジアラビアとロシアは、2020 年 4 月 12 日以降、OPEC プラスの大幅協調減産に参加した。一方、米国の原油生産も「マイナス価格」といった相場の暴落を受けて、減産が進んだ。その後、OPEC プラスは減産を緩和し、相場上昇を受けて米国の産油量も持ち直した。

協調減産に参加しておらず、ともに米国との対立が続いていたイランやベネズエラの産油量は低迷が続いた。しかし、状況は不透明ながらイラン核合意の再建が模索されたようで、産油量も持ち直しがみられた。ただ、昨今の中東情勢の緊迫化で、その話は無くなったとみられる。一方、米国による対ベネズエラ制裁は緩和の動きがある。

同じく協調減産に参加していないリビアの産油量は、不安定な推移ながら足元では日量 100 万バレル前後を回復。

供給能力の増強が続いていたイラクも協調減産を順守。増産余地を探る UAE や主要産油国の一角であるクウェートも協調減産に参加した。

一方、メンテナンス資金の不足などが指摘されていたナイジェリアやアンゴラは、OPEC プラスの小幅増産方針にもかかわらず、増産できず、減産傾向が続いていたが、足元では増産を志向して、2023 年 11 月の OPEC プラス閣僚級会合で協議が難航する原因となった。

OPEC プラスは閣僚級会合後に発表した声明で、2024 年の生産目標について、ナイジェリアは要望を下回る日量 150 万バレル、アンゴラは前回 6 月会合時の暫定評価を

下回る 111 万バレルを提示した。特にアンゴラはこの生産目標を不服として、目標に捉われず、生産する構えを公言している。

他方、米国のシェールオイルの生産動向をみると、新型コロナの感染拡大を受けてシェールオイルの生産水準は低下した後、緩やかに持ち直して、ようやくコロナ前の水準を回復した。シェールオイルの潜在的な供給圧力を示す DUC 井（未完成油井）は減少傾向にある。すなわち、足元で掘削件数は増加しているものの、更に（未完成油井からの）仕上げ件数の方が掘削件数よりも多い傾向にある。全体として、コロナ前ほど、シェール開発が盛んではない印象である。

### (3) 世界の石油需給バランス、投機筋の先物ポジション、原油相場見通し

世界の石油の需給バランスをみると、2020 年前半は、新型コロナの感染拡大への警戒感から、各国で経済活動が停止され、石油需要が落ち込んだ。OPEC プラスによる大幅協調減産が行われたが、需給バランスは大幅な供給超過になった。その後、石油需要が徐々に回復する一方で、OPEC プラスは小幅増産（＝減産の緩和）ペースを維持する中で、需給バランスは需要超過が続いた。OECD 加盟国の石油在庫は、減少傾向で推移した。

しかし、その後、需給が再び緩和して、2022 年 10 月から OPEC プラスは減産を開始し、需要が低調な中、2023 年は減産を強化したが、在庫は増加傾向で推移した。

足元については、需給バランスは均衡に近いとみられるが、先行き需給が緩和する懸念があるという状況だと思われる。

次に、原油相場と NYMEX（ニューヨーク・マーカンタイル取引所）における投機筋の先物ポジションを比べると、今年の夏場以降、産油国による執拗な供給削減策を受けて、10 月上旬にかけて、投機筋の買い越しポジションが膨らむと、ほぼ同時に原油相場も上昇していた。9 月下旬に原油相場は、WTI で 95 ドル、ブレントで 98 ドルと高値をつけた。

しかし、その後、OPEC プラスが減産強化を見送ったこと、米市場金利上昇やドル高、中国の不動産不況が改めて意識されたこと、全米自動車労組（UAW）のストライキ、米政治の混乱で予算審議が難航したこと、などから、市場心理が悪化して原油相場も下落した。

以上のような原油相場を取り巻く環境を踏まえて、WTI は 2024 年に 74.6 ドル、2025 年に 76.9 ドル、ブレントは 2024 年に 78.6 ドル、2025 年に 80.9 ドルと予想している。

シナリオとしては、世界的に景気情勢がはっきりしないような状況下だが、目先は、米欧を中心に景気が弱含む場面もあるかとみており、OPEC プラスが原油供給削減策を強化しても、原油相場は横ばい程度かとみている。その後は、米国が利下げに転じる中、ドル安が原油相場を支援し、後半には景気見通しの改善もあろうかというところで、原油相場はどちらかといえば、上昇するといった見方をしている。

### (4) 中長期の原油相場見通し等

次に、中長期の原油価格見通しについて述べると、中長期的には、より採掘コストが高い資源からの供給に依存するようになること、エネルギーの利用効率が改善しエネルギーの価値が高まることなどから、原油価格が緩やかに上昇することが見込まれる。

目先はロシア産やイラン産の石油が敬遠されることが需給タイト化につながる可能性があることに加えて、その後も脱炭素の進展などから油田開発投資が抑制された場合は、需給が引き締まり、再び高騰期を迎えるリスクもある。

なお、脱炭素の動きがある中で、コロナ禍が発生したが、原油先物市場に織り込まれている先行きの価格見通しは、あまり上下に振れず、安定していた。その後、OPECプラスの増産に慎重な姿勢やウクライナ危機を受けた西側諸国によるロシア制裁などを受けてやや上方にシフトする場面があった。

原油は消費規模の大きいコモディティで、エネルギーの代表である。また、原油相場は電力価格などに影響し、金属の製錬コストに影響を及ぼし、バイオ燃料を通じて穀物相場にも関係する。

そんな重要な原油だが、米国の関心が薄れてきているのではないかという話もある。米国は長らく石油の純輸入国であったが、足元では純輸出国に転換していることが指摘される。

米国の石油輸入は、2007年頃には日量1,400万バレルを上回る週もあったが、2020年には日量700万バレルを下回る週も多数あった。

一方、輸出は、2015年12月に原油輸出を解禁する法案にオバマ大統領が署名すると、本格的に増加した。足元では、ロシア産石油を米国産石油で補う動きも出ているとみられ、米国産石油の輸出は基調として日量1,000万バレルを超えている。

そして米国の石油・中東への関心の低下が懸念されていたが、ウクライナ情勢によって石油の重要性が増し、パレスチナ情勢によって中東の地政学リスクが改めて意識された、というところと思われる。

### 3. 金属相場

#### (1) 銅相場

銅相場（LME＜ロンドン金属取引所＞3カ月先物）は、2021年5月10日に10,747.50ドルと当時の史上最高値をつけた。インフレに強いコモディティが投資先として注目され、特に電導性の高い銅は、電気自動車（EV）の普及や再生可能エネルギー関連の投資により、需要が増えるとの期待が高まった。チリやペルーで資源ナショナリズム的な動きが強まったことも相場の押し上げ材料だった。

その後、中国政府がコモディティ価格抑制方針を打ち出し、備蓄放出や不正の取り締まりを行ったことや、FRBが量的緩和の縮小方針を示唆し、利上げ姿勢を鮮明にしてドル高が進んだことが弱材料になった。しかし、需給のタイトな状況は続き、ロシアのウクライナ侵攻を受けて2022年3月7日にはトン当たり10,845ドルの史上最高値をつけた。

しかし、中国でコロナ対策のロックダウンが長期化し、米利上げが継続される中、銅は下落し、2022年7月には6,955ドルの安値をつけた。

2023年は8,000ドル台を中心に推移。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出たが、景気押し上げには力不足か、という状況である。

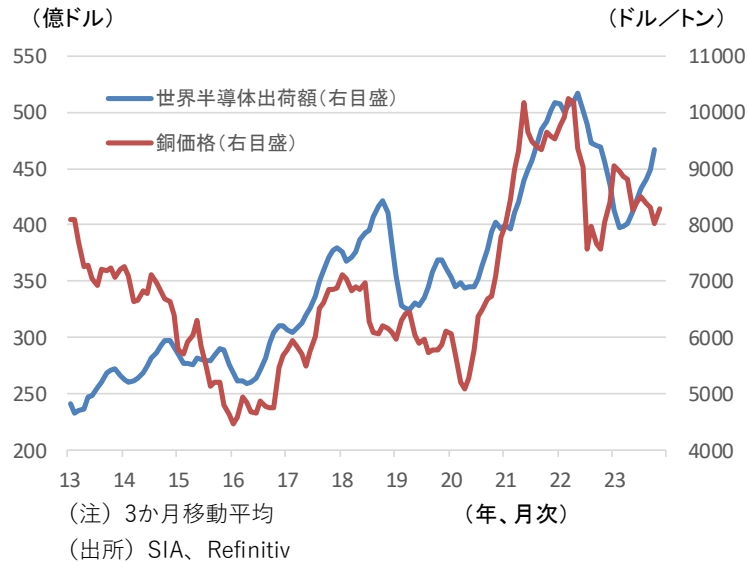
#### (2) 金属相場の関連指標

以下では、金属相場の関連指標をみていきたい。

まず、第1に世界半導体出荷額は、エレクトロニクス製品の「巣ごもり需要」などを反映して、増加傾向で推移した。もっとも、その後、半導体不足が制約要因となって、最終製品の生産・消費が抑制され、半導体価格の高止まりが半導体出荷額を押し上げた面もあった。その後、エレクトロニクス製品の需要が減退し、半導体出荷額が

落ち込んでいたが、足元では回復の兆しがみえる。米中の景気は停滞気味であり、基調が読みにくい状況だが、緩やかながら半導体の出荷・受注の回復が続いている状況とみられる。

【図表3】銅相場（月次）と世界半導体出荷額の推移



第2に、自動車販売は、各国でコロナ対策のロックダウンなど制限措置が採られ、落ち込んだが、2021年夏場にかけて中国や米国では、ほぼコロナ前の水準を回復していた。しかし、その後は、半導体不足などサプライチェーン問題が生産抑制要因となった。2022年は、中国でのロックダウンやウクライナ情勢の悪影響もあった。2023年はやや増加も、足元は主要国の景気停滞を受けて頭打ちか、というところかと思われる。

第3に、米国の家計部門の状況を見る。雇用が堅調な米国でも、物価上昇の影響で、2022年に個人の実質可処分所得は前年比マイナス圏で推移していた。それでも、個人消費が堅調を保っていたのは、政府からの給付金やコロナ禍での消費抑制で蓄えられた「強制貯蓄」があったためだとされる。

強制貯蓄の取り崩しと、物価上昇率の減速や所得増加の、どちらが速いかで景気シナリオは変わってくるとみられた。現時点では、まだ強制貯蓄の残りで賄われた消費が続く、その間に、所得増加や物価上昇率の鈍化が進んで、景気はソフトランディングしつつあるという見方をしている。消費・景気が強すぎてインフレが懸念された場面もあったが、消費・景気は適度に減速しているとみられる。

第4に、建設部門の関連指標を見る。米国の建設支出は前年比増加率が高まっているが、日本の建築着工床面積は足元で鈍化している。ただ、米国でも住宅着工等は減速してきている。

また、中国の固定資産投資は、中長期的に伸びが鈍化する傾向がある中で、2020年にコロナ対策が採られた際には大幅に落ち込み、2021年はその反動で伸びが高めに出た時期があった。2021年は、前年比プラスを維持して推移したものの、不動産問題の影響もあり、+4.9%とやや低い伸びにとどまった。2022年も+5.1%と伸び悩んだ。2023年も不動産不況の影響が残り、1-10月は+2.9%にとどまった。

こうした中、10月24日には、中国の全国人民代表大会（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。



その中国の不動産部門について、同部門の GDP をみると、ゼロコロナ政策が撤廃された 2023 年 1~3 月期に前年比プラスに浮上したものの、4~6 月期、7~9 月期は再びマイナスに落ち込んだ。

中国の新築住宅価格も 2023 年 5 月に小幅ながら前年比プラスに転じたものの、7 月以降は小幅ながら前年比マイナスが続いていた。11 月 16 日には 10 月の新築住宅価格も前年比マイナスが続き、翌 17 日には、人民銀行など当局が、金融機関に対して、銀行融資、債券、株式による不動産開発会社の合理的な資金調達を支援するように求めた。

### (3) 中国の銅需要

11 月 7 日に発表された 10 月の中国の貿易統計では、輸入全体は増加したが、輸出全体は減少するいわづな形で、中国景気の先行き懸念が強まり、銅相場は下落した。

その貿易統計で、10 月の中国の銅輸入は前年比+24%と高い伸びを示した。しかし、10 月は需要が弱めの月であり、前年の水準が低かったことが影響し、水準は必ずしも高くなかったとみられる。12 月 7 日に発表された 11 月の中国の貿易統計では、銅輸入は前年比+2%とほぼ前年並みに落ち着いた。

一方、銅地金輸入プレミアムは 8 月以降、足元にかけて上昇傾向で推移しており、中国の銅需要が強いことを示唆している。

しかし、期待先行の面が強いとみられる。不動産部門や輸出部門が景気の足を引っ張っており、コロナ禍明けの経済活動の持ち直しや当局による景気刺激策による押し上げ効果を相殺していると思われる。実際、中国の GDP 成長率は、上海ロックダウンの反動の上振れを除けば、ほぼ横ばいで推移している。

### (4) チリとペルーの銅の鉱山生産と今後の銅相場見通し

チリの鉱山生産量はコロナ前から伸び悩んでおり、2021 年以降、前年水準を下回る傾向で推移していたが、足元では前年比プラスに転じる動きとなっている。2023 年 1 月に発行されたチリ銅委員会 (Cochilco) による 2022~2033 年までのチリの銅生産見通しでは、以前の見通しよりも増加ペースが鈍化したものの、今後、銅生産は増加していくことが見込まれている。

ペルーの銅生産量は増加傾向で推移している。2023 年も 2 桁増が見込まれ、好調を持続。ただし、足元では中国系の 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していた。ストは短期間で終わったものの、労使関係は改善しておらず、波乱含みと思われる。

また、パナマでは、11 月 13 日にファースト・クオンタム・ミネラルズ (FQM) が操業する Cobre Panama 鉱山で、同プロジェクトに反対する封鎖行為によって、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受けて、鉱石処理量を縮小させていた。28 日にはコルティソ大統領が同鉱山を閉鎖する命令を発出した。

銅の需給は、一進一退の推移が続いているとみられ、目先は中国経済の停滞や米国の景気減速が気になるものの、電気自動車 (EV) や再生可能エネルギーの普及に伴う需要増加観測は大きく揺らいでいないとみられ、相場は底堅く推移すると見込まれる。

### (5) 金 (ゴールド)

コモディティの中で最も金融商品に近い性格を持つ金は、長期金利やドル相場との連動性が高い。

金利のつかない金は、長期金利が上昇すると投資妙味が低下し、長期金利が低下すると投資妙味が増す。また、ドル建ての取引が多く、ドル高局面では他通貨建てでみた割高感が強まり、ドル安局面では他通貨建てでみた割安感が強まる。

一方、最も典型的なコモディティでインフレに強い資産であるという面もある。

2020年8月に1トロイオンス 2,072.49ドル（現物）と当時の最高値をつけた際には、長期金利の低下やドル安が支援した。コロナ禍や米中対立などのリスクに対して安全資産である金を買う動きもあった。2022年3月にロシアがウクライナに侵攻した際も高値に迫り、米金融システム不安のあおりを受けた2023年5月4日には2072.19ドルと2020年8月の史上最高値にほぼ並んでいた。そして、12月1日には史上最高値を更新し、4日には一時2,135ドル（約31万円）をつけた。

金相場を何か一つの指標で説明しようとする、米実質長期金利の当てはまりが良いとされる。もっとも、足元では、実質長期金利の上昇の割には、金相場が高止まりしている。

つまり、米政策金利高止まり観測から長期金利（名目・実質）が上昇・高止まりしているが、ウクライナ情勢、米中対立、パレスチナ情勢、米中の景気情勢などへの警戒感から安全資産需要は根強い、インフレ高止まりへの懸念がある、といったところかと思われる。

金の需給や市場心理への影響が大きい金ETF（上場投資信託）残高は、2020年後半をピークとなり、2022年や2023年に増加する場面もあったが、減少傾向で推移している。

金の需給を引き締めているのは、ETFではなく、中央銀行等による金購入という構図が続いている。特に中国やロシアの金購入が目立つ。中央銀行等による金の保有は2008年まで減少傾向だったが、その後、増加傾向に転じている。

一方、短期的な相場動向に強い影響を及ぼす先物市場における投機筋のポジションは金相場との連動性が見て取れるが、必ずしも2,000ドル絡みの高い相場水準を説明できるわけではなさそうだ。

金相場の先行きは、中央銀行の買いが続きそうなこと、米市場金利の低下が見込めることなどから堅調な相場展開が見込めると考えている。

【図表4】金相場（ドル建て）と米実質金利（米10年物価連動債利回り）の推移



## (6) パラジウム・プラチナ

ガソリン自動車触媒が主用途のパラジウムは、2021年には自動車生産の減速を受けて下落していたが、2022年に入ってウクライナ危機を受け、世界生産の4割を占めるロシアからの供給が滞ることが懸念されて、上昇に転じた。その後、ロシアの供給懸念が一服し、半導体不足等による自動車生産の停滞が長期化したこともあって、下落傾向が続いた。足元は、中国のEVシフトや世界景気減速懸念が下押し材料とみられる。

2015年に発覚したディーゼル車の排ガス不正問題後に低迷が続いていたプラチナ相場は、パラジウムに比べた割安感などから2021年前半には動意がみられたが、自動車生産の減速の影響などからプラチナも下落に転じた。ウクライナ危機では世界生産の1割を占めるロシアからの供給が懸念された。足元ではパラジウム同様、世界景気減速懸念が弱材料だが、パラジウムに比べ、安定した推移になっている。

先行きは、米利下げ・ドル安がサポート要因として考えられるが、工業用金属としての比重が高いパラジウム・プラチナは、世界経済が強くもなく、弱くもない状態の中で、一進一退の推移になりやすいと思われる。

## おわりに

世界経済全体の強弱感がはっきりしない中で、資源需給も方向感が出にくいと考えられる。そうした中で、米利下げが進められそうなことで、ドル安にもつながりやすいとみられる。市場金利低下・ドル安となれば、コモディティ価格はやや押し上げられやすいのではないかと思われる。

(本稿は、2023年12月11日に脱稿したものである。)

以上

執筆者紹介

---

**芥田 知至(あくた とみち) 1967年 兵庫県生まれ**  
三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社 主任研究員

<学歴・職歴>

1992年 早稲田大学政治経済学部経済学科卒業

1992年 山一証券経済研究所入社

1995年 ニューヨーク事務所勤務

1998年 三和総合研究所(現三菱UFJリサーチ&コンサルティング)入社

2002年 青山学院大学国際政治経済学研究科修了

2005年 主任研究員