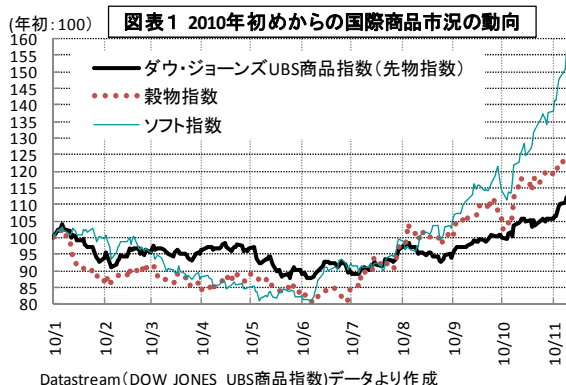


国際商品市況の反転・上昇と今後の影響

渡部 喜智

農産物関連が商品市況をけん引

国際商品市況が、過去半年で大きく反発してきた。ただし、今回の主役は穀物や綿花・砂糖・コーヒーなどの農産物関連だ(注1)。国際商品市況の動きをダウ・ジョーンズ UBS 指数(19品目の合成指数)により見ると、10年7月以降の年後半に同商品指数の上昇は約25%。一方、年後半から一転、急反発した「穀物指数」は約48%、綿花・砂糖・コーヒーからなる「ソフト指数」は約75%の上昇である(図表1)。



金融緩和への思惑と資金フロー

この上昇相場の背景には、米国の金融緩和に関連した思惑がある。米国の2段にわたる量的金融緩和で、米ドルの流動性供給―国際的なカネ余りが増し、商品市場へ投資資金が流入するという観測である。

まず、米国金融当局が市場への資金の流れを縮小から転換したことが確認される。米国の「マネタリーベース」(＝現金通貨＋中央銀行への民間金融機関の預け金)と海外政府等の預け金を合わせたものは「ワールド・ドル」

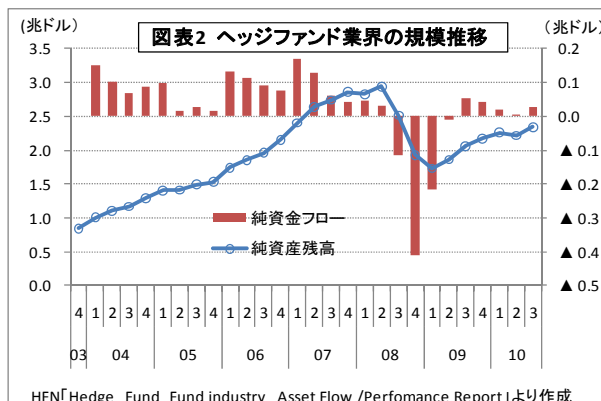
(注1) エネルギーはWTIが90ドル/バレルまで一時上昇したが、天然ガスはシェールガス生産の本格化等を材料に10月下旬に一時年初比▲55%へ下落。

と称されるが、年央に下げ止まり、10年10、11月は前月比・年率で2割を越す増加となった。このような動きは当面継続し、資金が商品市場へ少なからず回ることになるだろう。

次にヘッジファンドの動向だが、HFNの推計(対象ファンド数はファンド・オブ・ファンズなどでの重複を除く3,100弱)によれば、その運用資金はリーマン・ショック後の大幅流出から、緩やかな流入が続く状況となっている(図表2)。その中の商品への投資動向は把握できないが、ヘッジファンドの運用成績の持ち直しはリスク耐性を増し、商品への投資を強める要素となると思われる。

これに対し、ヘッジファンド規制については、欧州連合(EU)のヘッジファンド等の登録制が11年1月に発効。EU域内のヘッジファンドは13年から、域外ファンドは15年から登録が始まる。登録ファンドは資産、活動内容の報告義務を負い、最低自己資本(125万ユーロ)の規制や借入による過度なリスクを抑制するレバレッジ規制も導入される。

また、米国のドッド・フランク法では、商品関連の業者の定義が拡大され登録義務が取られるとともに、CFTC(米国商品先物取引委員会)に商品デリバティブの持ち高規制を導入



させることとなった^(注2)。取引内容のモニタリングも強化される予定である。

農産物は不作等により需給引締まり

穀物を代表に需給の引締まり感が買い材料となったことも見逃せない。新興国の所得向上に伴い穀物など世界の農産物消費は着実に増加している。このような中で、生産予想が下振れすると買いが入る。ロシアの小麦禁輸を引き金に、トウモロコシや大豆、コメも相場上昇カーブを描いた。

米農務省の2010-11年度穀物生産予想は、10年5月以降下方修正が続いた。これを受け、CFTC発表のファンド筋のネット買いポジションにおいても10年後半に急増が見られた。12月の生産予想は下げ止まったが、5月の当初予想に比べ12月時点予想は3.3%の下方修正。在庫率予想も18%から16%へ低下した。

30年来の高値となった砂糖(粗糖)も、最大消費国のインドの不作に中国やロシア、オーストラリアなどの不作も重なり、世界全体で二桁の大幅な生産減少の見通しとなった。

中国をはじめ新興国の農産物需要増大は継続的との見方が、強気な相場観を支えている。

また、玉突き的に肥料の国際価格も上昇。半年間で3割に迫る上昇で気になる動きだ。国際肥料産業協会によれば、肥料(窒素・リン酸・カリウムの合計)需要は14年にかけて2割増加するという。この見通しに沿えば肥料需給は引き締り、さらなる市況押し上げ要因となる可能性がある。国内春肥期(10年11月～11年5月)の肥料価格上げは円高等により小幅にとどまったが、国際肥料市況の上昇は需給引締まり観測がベースにあることから、長期化するとの観測も出ている。

リン鉱石など肥料原料も上昇気配だ。リン鉱石は資源の偏在のもとで需要が肥料などに加えてリチウムイオン電池・電極材料向けに

拡大していることもあり、注目度が高い^(注3)。

以上のように、11年に向け農業や畜産の生産コスト増加が警戒される状況となっている。

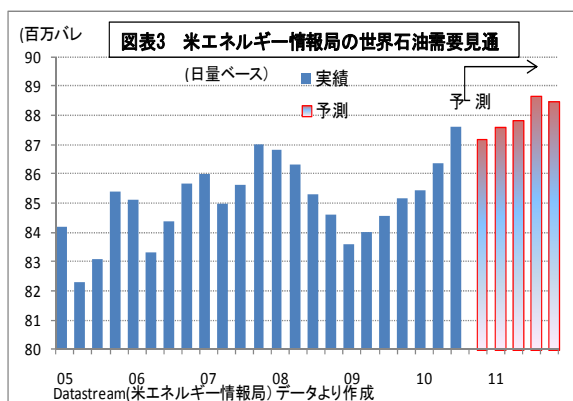
世界経済の堅調見通しは商品相場を下支え

商品需給を考える場合に、穀物のように気候変動による供給変化の影響もあるが、多くは世界景気に伴う需要変化がベースとなる。

10年の日・米・欧の成長の鈍化観測は強いが、新興国の成長見通しは高い。国際通貨基金の見通しでは、先進国:2.2%に対し、新興国・発展途上国は6.4%。この結果世界経済の成長率も4.2%と堅調な動きを予想される。

世界経済の成長持続のもとで商品への需要は増える。原油や非鉄はその典型だ。例えば、最近の石油需要は直近で前年比2%台後半の増加になっており、11年にかけても増加見通しだ(図表3)。ニューヨーク原油先物価格も、10年12月に入り同90ドル台に乗せる場面も見られるようになった。原油の需要動向に注意が必要な局面となっている。

以上、先進国の金融緩和が当面継続するとともに、新興国が引っ張る形で世界経済が堅調推移すれば、資金流入の相まって商品市況の押し上げ要因となる。これに対し、商品市況の乱高下が世界経済の不安定要因にならぬよう、前述のようなファンド等への規制強化が実効性を持って機動的に働くか、大いに注目されるところである。(2010.12.20現在)



^(注3) 国際肥料開発センターの推計では、米国や中国の埋蔵量が減少する中、モロッコの埋蔵量が急増し世界の85%を占める。リン鉱石をめぐる困り込み的な動きが見られ、豪英資源大手BHPビリトンがカナダの肥料大手ポタシュへの買収を提案した(しかし、当局の承認得られず断念)。

^(注2) 12月16日発表案では該当28商品。1社の持ち高は当月限は25%、それ以降は当初2.5万枚は10%、それを超える場合は2.5%に制限。