

一次産品価格上昇のリスク

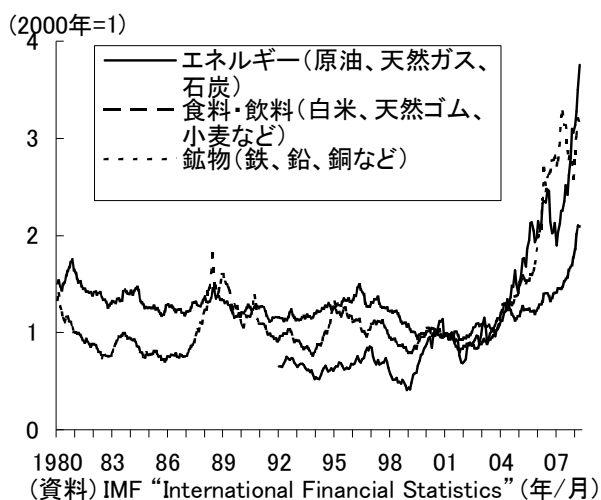
【 要 旨 】

- (イ) 一次産品価格の上昇に歯止め掛からず、原材料コストの大幅な増加は各国経済の下押しに作用。世界経済の先行き不透明感が増大するなか、さらなる一次産品価格上昇は深刻な経済失速を招来する懸念大。そこで本ペーパーでは、一次産品価格の動向と価格上昇の要因を整理したうえで、今後を展望。結論を先取りすれば、当面、一次産品価格が安定を取り戻す展開は期待薄。
- (ロ) まず一次産品価格の動向をみると、80年代から2000年代初頭まで長期にわたって安定して推移。2004～05年以降、それまでの価格帯から外れ急速かつ大幅に上昇。2000年代初頭までの安定期と、その後今日までの上昇期を対比してみると、価格変動のバラツキは安定期の方がより大。現下の上昇期では分野を問わず、大半の品目で2001年末を底にほぼ同様のペースで価格が一貫して上昇。品目ごとの事情に加え、一次産品をめぐる情勢変化が窺われる展開。
- (ハ) エネルギーと食料、鉱物の主要品目である原油、穀物、鉄鉱石について情勢変化のポイントを価格上昇の観点から整理すると、まず原油では、①可採埋蔵量が頭打ちから減勢に転じる兆し。②生産量の堅調な増加に比べて精製能力の増勢が緩慢、の2点。次いで穀物では、急速な消費増大に生産が追いつかず在庫が減少。鉄鉱石市場では、①中国の粗鋼生産の急速な増大と②それを受けた豪伯両国を中心とする鉄鉱石輸出の飛躍的増加。③資源メジャーの急成長、の3点。いずれの動向をみても個別に様々な事情。もっとも、01年末を底に価格上昇に転じた要因は不明。
- (ニ) 個別ではなく一次産品市場全体を取り巻く情勢変化という観点から要点を吟味すれば次の通り。
第1は経済成長。もっとも途上国の成長速度は昨年来鈍化し直近の価格上昇ペース加速と矛盾。
第2は所得増加。もっとも穀物市況の上昇ペースが加速した07年は成長は鈍化しており、齟齬。
第3は過剰流動性の増大。もっとも、米通貨供給量は05年まで増勢鈍化しており、説明力不足。
第4はドル安。ドル安は、実質的な手取り減少に直結して供給者の価格引き上げ意欲を増幅するうえ、投資家の投資マインドを刺激。加えて、両者はほぼ連動して推移。さらに、一次産品はドル建て。一次産品価格の上昇にドル安が作用してきたならば、ドル安影響を除くと価格水準はほぼ安定する筋合い。金建てで一次産品価格をみると、ほぼ安定して推移。
- (ホ) このようにみると、一次産品価格の上昇はドル安の反射効。先行きはアメリカ経済が重大な鍵。そこで、アメリカ経済を展望すると、当面先行き不透明感が根強く、低空飛行が持続する公算大。
第1は依然として根強い住宅市場の調整圧力。すでに住宅価格は下落しているものの、依然としてサブプライムローン延滞率の上昇は止まらず、銀行の貸出態度は既往最悪の水準へ。加えて、中古住宅では在庫が増加。住宅調整のさらなる長期化は不可避。
第2は実体経済の悪化。まず、個人セクターで雇用調整が深刻化。建設業や製造業で雇用者数の減少が続くなか、これまで雇用を支えてきたサービス業でも人材派遣分野を中心に陰り。先行き不透明感が強まるなか、消費者マインドも大幅に悪化。
一方、企業セクターでも、不動産市況の悪化に伴う悪影響が次第に本格化の段階へ。金融機関が大半の米企業の主たる資金調達先であるなか、金融機関の融資態度と設備投資とがほぼ連動する従来の経験則に即してみる限り、今後、設備投資調整は不可避。
第3に、一次産品価格上昇に伴う海外への所得流出が景気下押しに作用する公算大。輸出価格上昇に伴う海外からの所得流入分を加味しても、このところの海外への所得流出は第1次石油危機時とほぼ同様のペースであるうえ、その最悪期に比肩する規模。
なお、金融市場でも先行き不透明感を映じた動きはすでに顕在化。世界的にも有力な資金運用対象と位置付けられる米国債の入札動向をみると、外国中央銀行など、海外勢の入札シェアが趨勢的に減少。
- (ヘ) 今後の一次産品価格を、ドル安進行をケース分けして展望。すなわち、①住宅バブルで高成長した局面の緩やかなドル安、②今回のドル安が始まった02～04年のドル安、③サブプライム問題以降の急速なドル安、の3ケースに分けて、今後1年間の一次産品価格上昇率を試算。ケース①が2%、ケース②が5%、ケース③が10%、の結果。

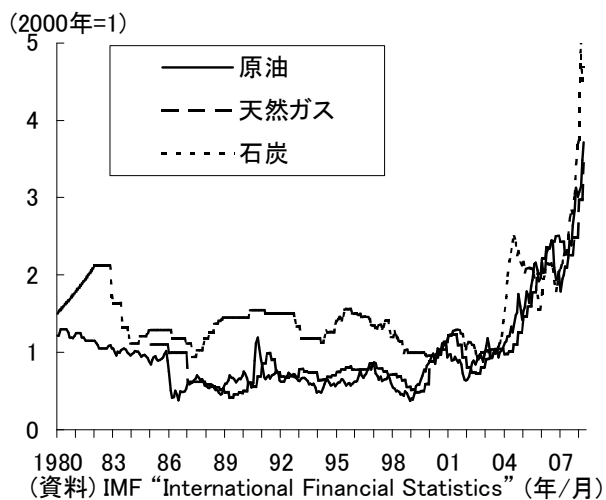
1. 上昇する一次産品価格

- (1) 一次産品価格の上昇に依然として歯止めが掛からず。原材料コストの大幅な増加は、各国経済の下押しに作用。このところ、世界経済の先行き不透明感が増大するなか、さらなる一次産品価格の上昇は深刻な経済失速を招来する懸念大。そこで本ページでは、まず、一次産品価格の動向ならびに価格上昇の要因を整理したうえで、今後を展望。結論を先取りすれば、当面、一次産品価格が安定を取り戻す展開は期待薄。
- (2) まず一次産品価格の動向をみると、80年代から2000年代初頭まで、長期にわたって安定して推移した後、2004年ないし05年以降、それまでの価格帯から外れ、急速かつ大幅に上昇（図表1）。安定期での推移をやや細かくみると、総じて緩やかに価格が下落。先進各国が輸出する工業製品やサービスの価格上昇を加味すれば、2000年代初頭まで一次産品産出国から先進国への所得移転が進行。
- (3) 今日、そうした構図は大きく転換。もっとも、エネルギーや鉱物、食料・飲料の3分野別に、さらに各分野について個別品目ごとにみても、価格下落から上昇への転換時期や上昇ペースは必ずしも一致せず（図表2、3、4）。
- (4) しかし、2000年代初頭までの安定期と今日までの上昇期との一次産品価格の動向を対比してみると、価格変動のバラツキは安定期の方がより大きく、現下の上昇期では分野を問わず、大半の品目で2001年末をボトムとし、ほぼ同様のペースで価格が一貫して上昇。品目別の事情に加え、一次産品をめぐる情勢変化が窺われる展開。

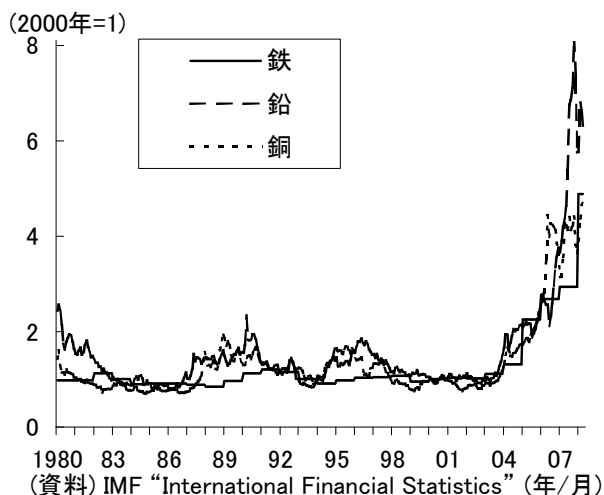
（図表1）エネルギー・食飲料・鉱物価格の推移



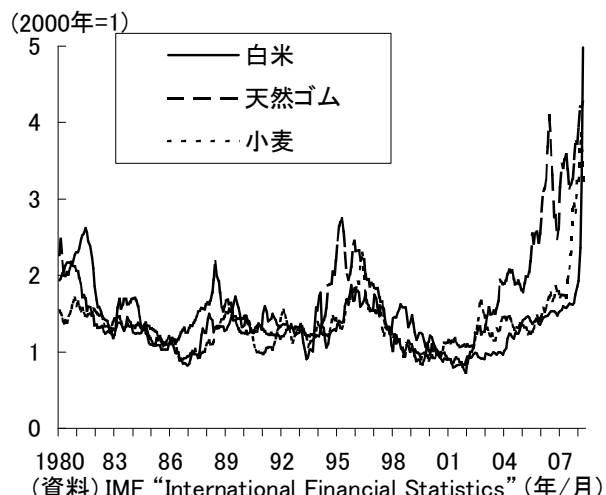
（図表2）エネルギー価格の推移



（図表3）主な鉱物価格の推移



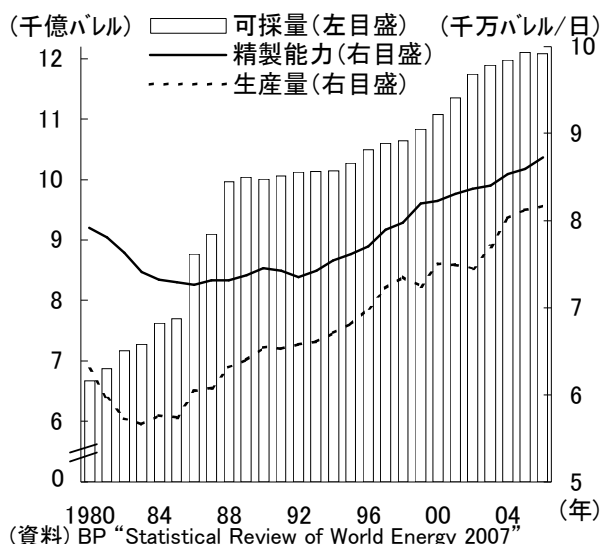
（図表4）主な食料・飲料価格の推移



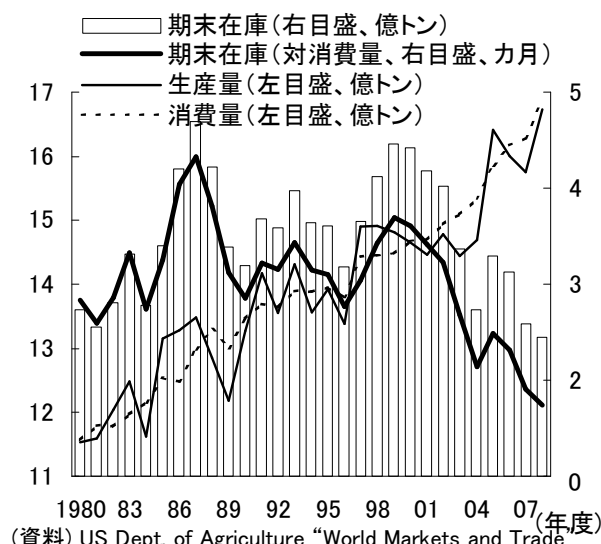
2. 一次産品市場の情勢

- (1) 一次産品の主要3分野、すなわち、エネルギーと食料、鉱物について、それぞれの中核品目である原油、穀物、鉄鉱石を取り上げ、このところの情勢変化の主なポイントを価格上昇の観点から整理すると次の通り。
- (2) まず、原油市場では次の2点(図表5)。
①可採埋蔵量が頭打ちから減勢に転じる兆し。
②生産量の堅調な増加に比べて精製能力の増勢が緩慢で、その結果、石油精製プラントの稼働率が一段と上昇。いずれも、これまで価格下落局面では散見されてきたものの、価格上昇局面ではみられない状況。
- (3) 次に穀物市場では、急速な消費増大に生産が追い付かず、在庫が減少(図表6)。消費量対比でみた在庫水準は、2002年以前の3ヵ月強からほぼ半減へ。
- (4) 最後に、鉄鉱石市場では次の3点。
①中国の粗鋼生産の急速な増大と、②それを受けたオーストラリア・ブラジル両国を中心とする鉄鉱石輸出の飛躍的増加(図表7)。
③積極投資と統合進展に伴う資源メジャーの急成長(図表8)。
- (5) 一次産品市場には個別に様々な事情。もっとも、2001年末をボトムに価格上昇局面に転換した要因は不透明。

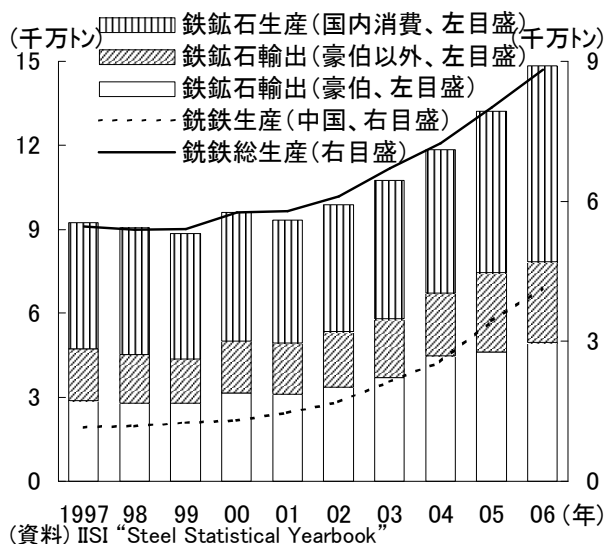
(図表5)原油可採量と精製能力、生産量の推移



(図表6)世界の穀物生産・消費、在庫の推移



(図表7)世界の鉄鉱石と鉄鉄生産の推移



(図表8)鉄鉱メジャー主要3社の概要

(百万ドル、%)

		総収入		EBITDA			利益率
				鉄鉱販売		売上シェア	
Vale	1942年、米英への鉄鉱石供給を目的に設立され、伯最大の国営企業。97年民営化。中核事業は鉄鉱。銅やアルミの採掘、鉄道運行も推進。						
<255> (19.3%)	2007年度	33,115	14,646	44.2	15,774	47.6	
	2006	25,714	12,006	46.7	11,451	44.5	
	2005	13,405	9,479	70.7	6,541	48.8	
Rio Tinto	1995年、英RTZ社と豪CRA社との連携により発足。鉄鉱事業のほか、アルミや銅、金、ダイヤモンドなどを採掘する資源メジャーの一角。						
<124> (9.5%)	2007年、加アルキャン社(アルミ世界第3位)を買収し、世界最大へ。						
	2007	33,518	8,799	26.3	13,920	41.5	
	2006	25,440	6,938	27.3	12,524	49.2	
BHP Bulliton	2001年、豪BHP社と英ブリトン社が合併して設立。鉄鉱事業のほか、石炭、石油、天然ガス、アルミ、ダイヤモンド、ニッケルなどを採掘する資源メジャー。2005年、ニッケル・アルミ大手の豪WMCリソーシズ社を買収。						
<97> (7.3%)	2007	47,473	5,524	11.6	21,127	44.5	
	2006	39,099	4,782	12.2	17,098	43.7	
	2005	31,150	3,382	10.9	11,089	35.6	

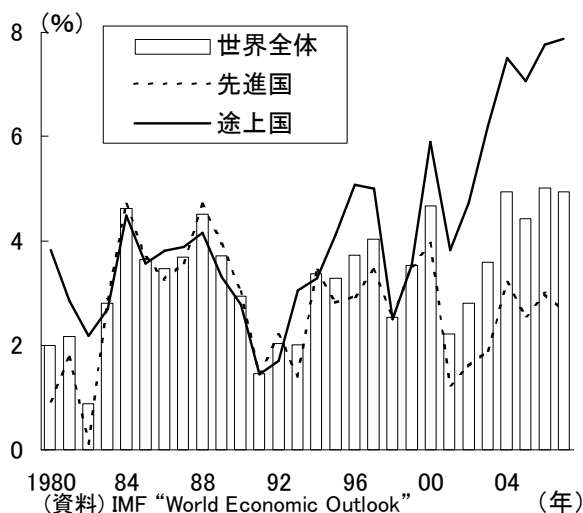
(資料) 各社年次報告書など
(注) < >内は鉄鉱生産量(百万トン)、()内は世界の鉄鉱生産に占めるシェア(%)。

(資料) 各社年次報告書など
 (注) < >内は鉄鉱生産量(百万トン)、()内は世界の鉄鋼生産に占めるシェア(%)。

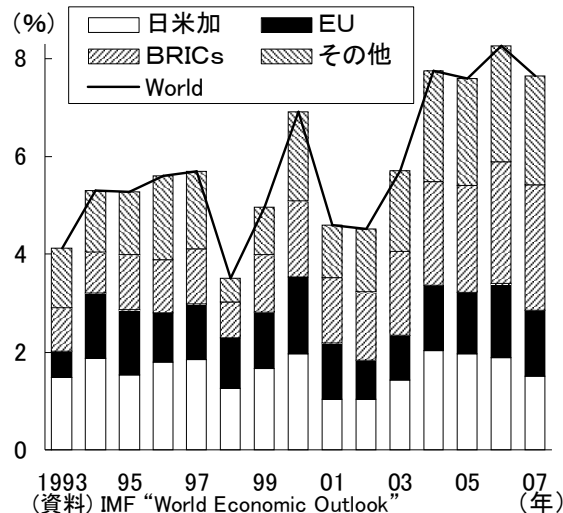
3. 一次産品価格上昇の要因

- (1) 個別市場ではなく、一次産品市場全体を取り巻く情勢変化という観点から、主なポイントを吟味すれば次の通り。
- (2) 第1は経済成長（図表9）。途上国はエネルギー効率が相対的に悪い一方、インフラ投資が旺盛で、近年の途上国経済の飛躍的成長は大幅な一次産品需要増加に作用。もっとも、途上国の成長速度は昨年来次第に鈍化しており、直近のエネルギー・鉱物価格の上昇ペース加速と矛盾。
- (3) 第2は所得増加（図表10）。とりわけ、途上国での所得増加は、生活水準の上昇に直結し、穀物多消費の食肉需要の増大をはじめ食生活を一変。もっとも、穀物市況の上昇ペースが加速した07年には、成長ペースが鈍化しており、齟齬。
- (4) 第3は過剰流動性の増大に伴う投資資金の増加。ちなみに、アメリカの通貨供給量の推移をみると、06年以降増勢が加速し、本年入り後の増勢は歴史的水準（図表11）。もっとも、05年までは増勢鈍化。02年以降の一次産品価格上昇には説明力不足。
- (5) 第4はドル安（図表12）。ドル安は、実質的な手取り減少に直結して供給者の価格引き上げ意欲を増幅するうえ投資家の投資マインドを刺激。両者はほぼ連動して推移。

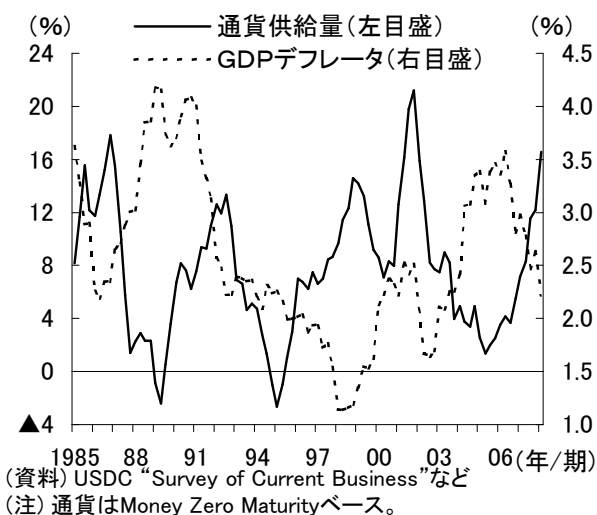
（図表9）世界の経済成長率の推移
（基準価格ベース）



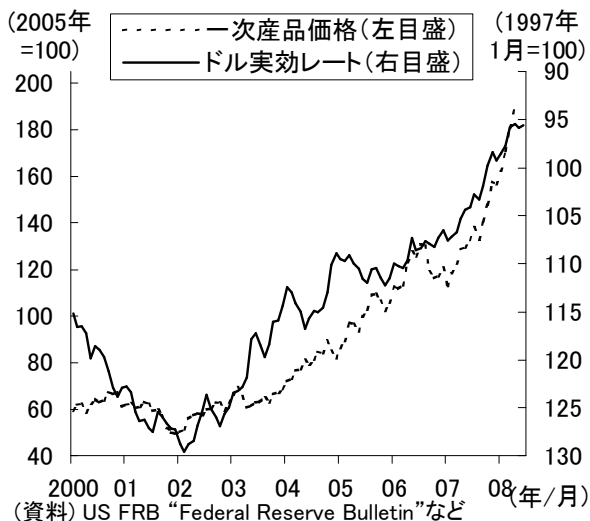
（図表10）世界の経済成長率の推移
（購買力平価ベース）



（図表11）米国通貨供給量とGDPデフレータの推移
（前年比）



（図表12）ドル実効レートと一次産品価格の推移



4. 金価格と連動

- (1) 現在、一次産品はドル建て。一次産品価格の上昇にドル安が作用してきたとすれば、ドル安影響を除くと、価格水準はほぼ安定する筋合い。こうした観点から、金建てで一次産品価格をみると、ほぼ安定して推移（図表13）。
- (2) 第2次石油危機以降の推移を分野別にみても総じて安定して推移（図表14）。なお、90年末の湾岸戦争前後の局面を除くと、86～99年までの原油価格は低水準。これは、財政悪化の回避や成長資金の調達に向けた産油国サイドの強い増産意欲と先進国での省エネ進展に伴う現象との位置付けが可能。このようにみると、一次産品価格の上昇はドル安の反射効。先行きはアメリカ経済の動向が重大な鍵。

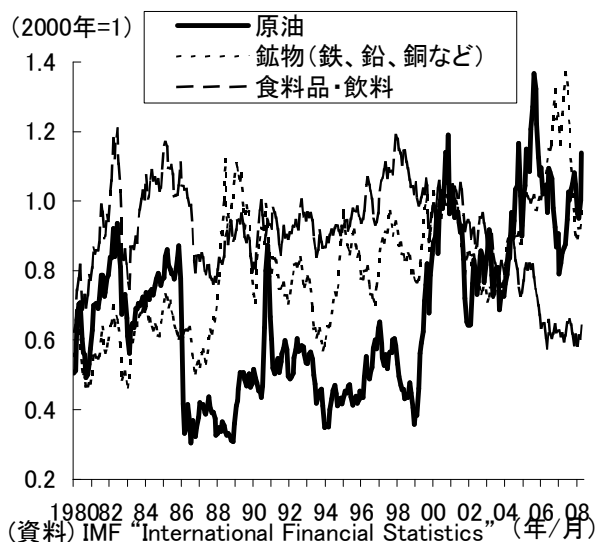
5. アメリカ経済の行方

- (1) アメリカ経済の先行き不透明感は根強く、低空飛行が持続する公算大。
- (2) 第1は依然として根強い住宅市場の調整圧力。すでに住宅価格は大幅な下落に陥っているものの、依然としてサブプライムローン延滞率は上昇傾向に歯止めが掛からず、銀行の貸出態度は既往最悪の水準へ（図表15）。新築住宅では在庫調整が進展するも、中古住宅では逆に在庫増（図表16）。住宅調整のさらなる長期化は不可避の懸念大。

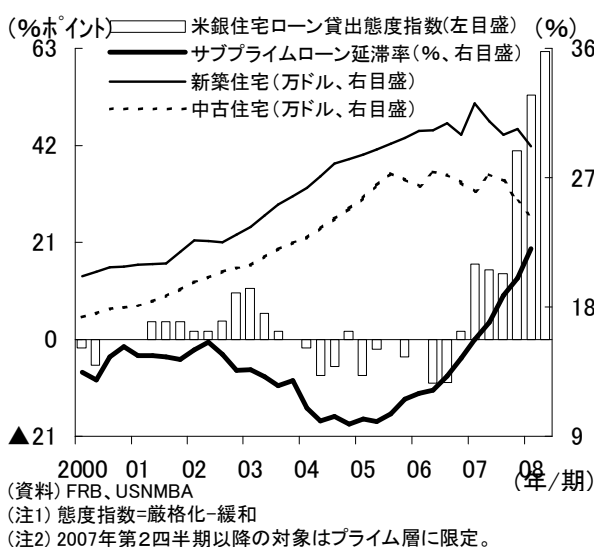
（図表13）金・資源価格と相対価格の推移



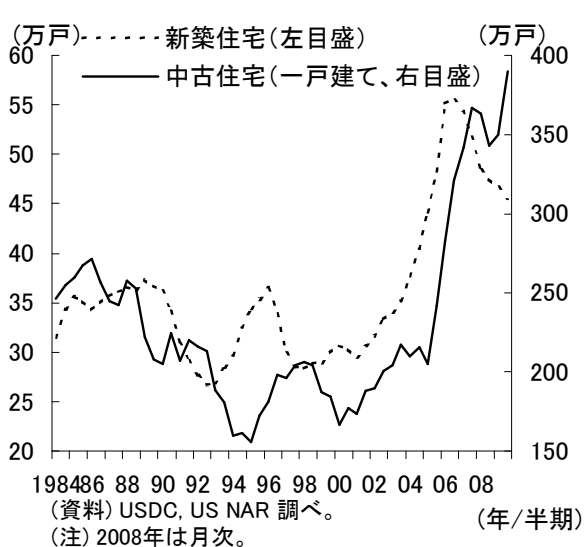
（図表14）各資源価格の対金相対価格の推移



（図表15）米銀融資態度と延滞率、住宅価格の推移



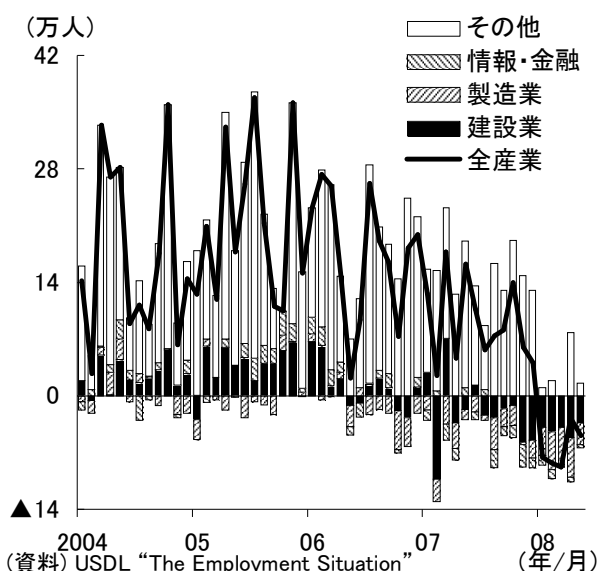
（図表16）米国新築・中古住宅在庫の推移(季調済)



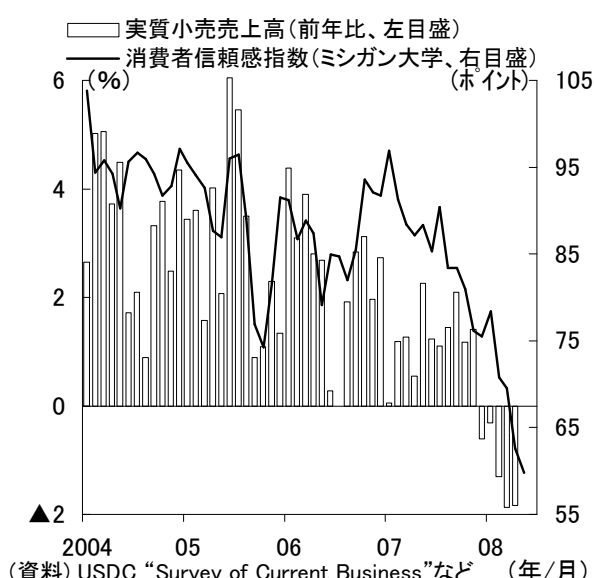
5. アメリカ経済の行方（続）

- (3) 住宅調整に端を発した変調はすでに実体経済に波及。まず、個人セクターで雇用調整が深刻化（図表17）。建設業や製造業で雇用者数の減少が続くなか、これまで雇用を支えてきたサービス業でも人材派遣分野を中心に陰り。
- (4) 先行き不透明感が強まるなか、消費者マインドも急速かつ大幅に悪化（図表18）。実質小売売上高は昨年末減少に転じた後、月を追ってマイナス幅が拡大。
- (5) 一方、企業セクターでも、不動産市況の悪化に伴う悪影響が次第に本格化の段階へ。金融機関が大半の米企業の主たる資金調達先であるなか、金融機関の融資態度と設備投資とがほぼ連動する従来の経験則に即してみる限り、今後、設備投資調整は不可避（図表19）。
- (6) 加えて、価格競争が厳しいなか、コスト増の製品・サービスへの価格転嫁は難しく、企業業績がさらなる悪化に陥る懸念大。ちなみに、生産者物価と消費者物価の上昇率格差の推移をみると、昨年半ば以降、従来には見取されないギャップに（図表20）。

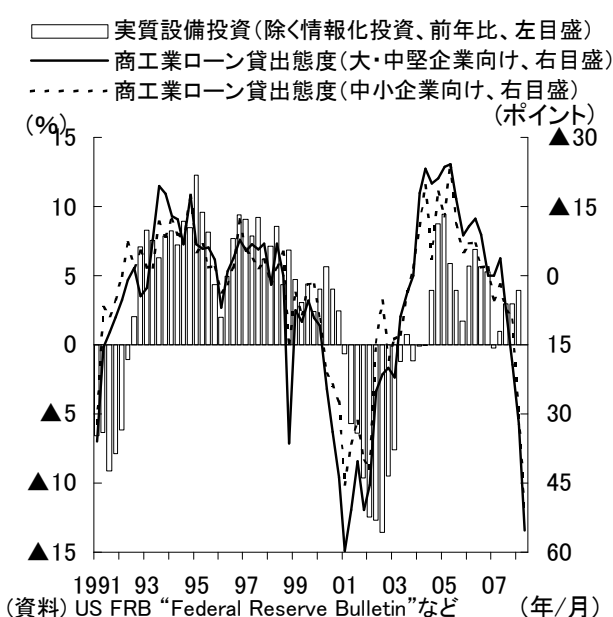
（図表17）米国非農業部門雇用者数（前月差、季調済）



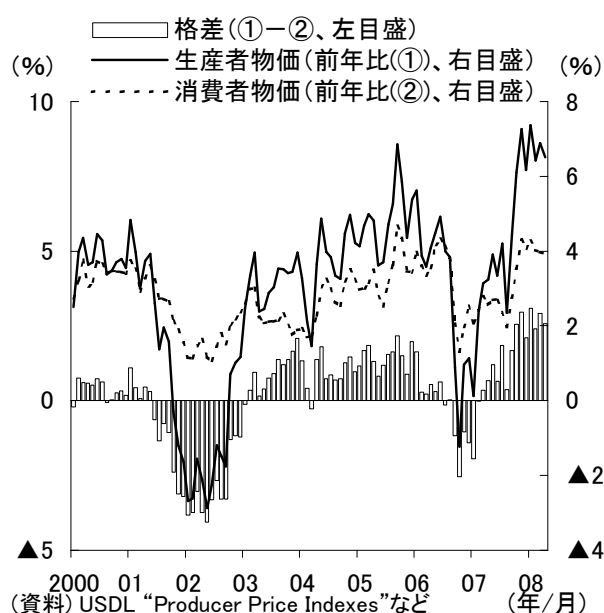
（図表18）米國小売売上高と消費者信頼感指数



（図表19）米国実質設備投資と金融機関貸出態度



（図表20）米国生産者物価と消費者物価の推移



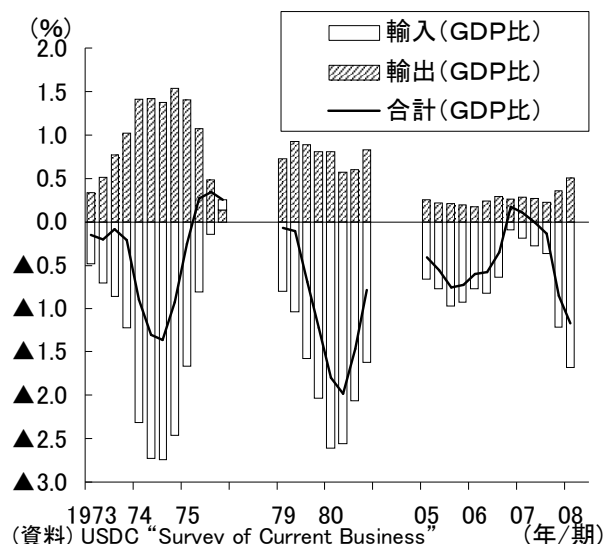
5. アメリカ経済の行方（続）

- (7) さらに、一次産品価格上昇に伴う海外への所得流出が景気下押しに作用する公算大。輸出価格上昇に伴う海外からの所得流入分を加味しても、このところの海外への所得流出は第1次石油危機時とほぼ同様のペースであるうえ、その最悪期に比肩する規模（図表21）。第1次、第2次石油危機とも原油価格の騰勢は持続せず、所得流出の悪影響は2年弱で一巡。しかし、現下の一次産品価格の上昇がアメリカ経済の失速および先行き不透明感の増大に根差したドル安に起因する点に着目すれば、今後、早急に一次産品価格の上昇が止まる展開は期待薄。むしろ、先行き不透明感の払拭が遅延し、一次産品価格が一層の上昇となるなか、経済失速とドル安が連鎖して進行する懸念大。
- (8) 金融市場でも先行き不透明感を映じた動きはすでに顕在化。世界的にも有力な資金運用対象と位置付けられる米国債の入札動向をみると、外国中央銀行など、海外勢の入札シェアが趨勢的に減少。

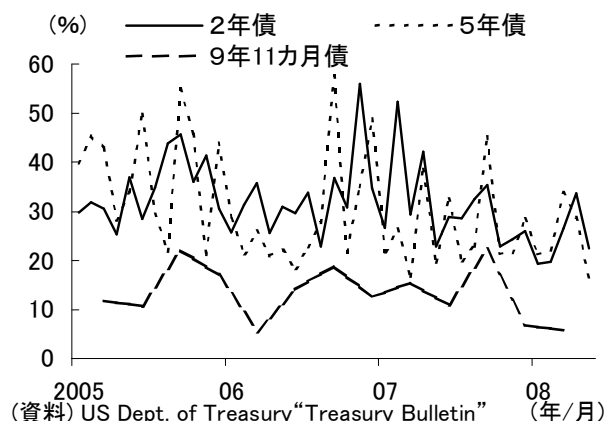
6. 今後の一次産品価格上昇率（図表23）（参考図表）

①住宅バブルで高成長した局面の緩やかなドル安、②今回のドル安が始まった02年～04年のドル安、③サブプライム問題以降の急速なドル安、の3ケースに分け、今後1年間の一次産品価格上昇率を試算すると、①2%、②5%、③10%、の結果。

（図表21）米国輸出入価格変動に伴う所得流出入

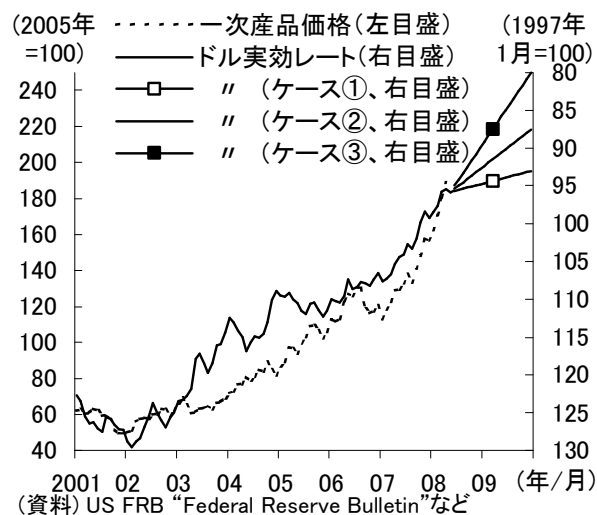


（図表22）米国国債入札シェア（外国中銀等）



	2005年	06年	07年	08年最新月
2年債	34.6%	32.8%	31.0%	22.4%
5年債	38.1	29.3	26.3	16.5
9年11カ月債	15.4	12.8	13.9	5.8

（図表23）一次産品価格の展望



（参考図表）ドル実効レートと一次産品価格の推移

