

## 足元の商品市況下落は景気や株価にとってプラス要因

2011年7月5日

アセットマネジメント部

チーフ・エコノミスト チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

5月から6月にかけて銀や銅などの工業原材料、原油などエネルギー関連の商品市況がやや大幅に下落した。小麦、綿花、砂糖、天然ゴム、コーヒーなど農産物はその少し前から大きく下落していたので、商品市況の下落が広範に広がり始めたことになる（2ページ図表1、2）。

急激な商品市況、特に天候に左右されない工業原材料やエネルギーなど天然資源の市況変動は、株式相場の大きな転換点となることがままある。こうした経験則もあり、株価、あるいは景気の先行きについて、一部で悲観論が強まっている。

しかし、天然資源の商品市況の下落には、景気にとって悪い下落だけでなく良い下落もあると考えられる。商品市況変動の意味を論理的に整理し、景気および株価への影響を整理する。

### 1. 天然資源の市況変動の経済学

天然資源の価格上昇は、世界経済にとってプラス要因である。地下から掘り出す天然資源の価格が上昇するという事は、天からお金が降って湧くのと一緒だ。たとえて言うなら、世の中に多くの「花咲爺さん」が誕生するわけだ。地上の富の総量が増加するので、世界経済にとっては確実にプラス要因だ。

しかし、その天然資源が貿易により売買されると、状況はやや変わる。値段が上がったので、輸出国にとってはプラス、輸入国にとってはマイナスとなる。ここだけとらえれば、輸出国のプラスと輸入国のマイナスを合計すると差し引きゼロだ。しかし、輸入国も輸出国も、差額が生じたことでその後の経済行動が変わるはずだ。たとえば輸出国では、鉱山会社の従業員の給料が増えるかもしれないし、輸入国の企業では価格上昇を製品に転嫁できず利益が減るかもしれない。

こうした連鎖的に起きる経済行動を全て累計すると、天然資源価格の市況変動が経済に与える影響を推計できる。結論的には、価格変動が経営者や消費者の想定範囲内なら、天然資源の価格上昇は世界経済にとってプラス要因となる。これは良い商品市況上昇だ。一方、想定外の価格変動は、たとえ価格の上昇であってもマイナスとなる。悪い商品市況上昇だ。地上の富の総量の増加であるにもかかわらずそうなるのは、たとえば、想定を越える価格変動により、輸出国では貯蓄の増加、輸入国では消費の減少が起こる場合などである。少し専門的な経済用語を使うと、お金は売り手、買い手、貯蓄者、投資者、などをグルグル回る。これを「リサイクル」と呼ぶ。リサイクルされず死蔵される部分は「漏出」と呼ばれ、景気を悪化させる要因となる。想定外の天然資源価格の上昇は、消費者には節約を促し、供給者には貯蓄を促す要因となる。従って、地上の富が増加というプラス面はある一方、漏出によるマイナス面がより大きいため、両者をネットアウトすると景気は悪くなるのである（注1）。

ここでは商品市況の上昇の例で説明したが、下落の場合も経済との関係性は同じだ。そして今問題となっているのは、足元の商品市況の下落が景気、更には株価にとって良い下落か悪い下落かである。

### 2. 足元の商品市況急落の背景

商品市況の高騰は、2006年頃からG7やG20など国際会議の場で問題視されてきた。特に問題視されたのはエネルギー価格と食料価格の高騰で、エネルギーが化学肥料やエタノールなどのバイオ燃料とリンクしたことで、価格が連動しやすくなったことが背景にある。エネルギーや食料品価格高騰の悪影響は、エンゲル係数が高くエネルギーの海外依存度の高い国で顕在化しやすい。2007年の「食糧危機」

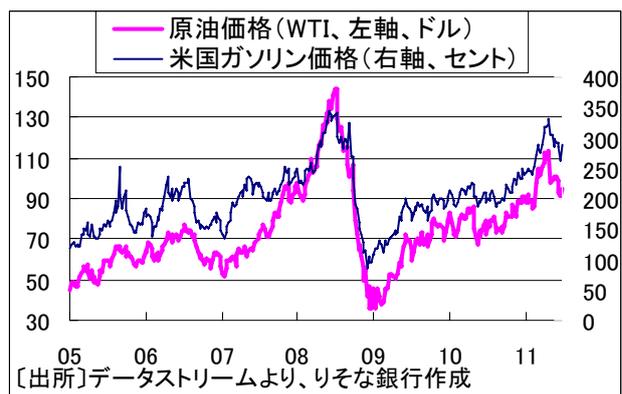
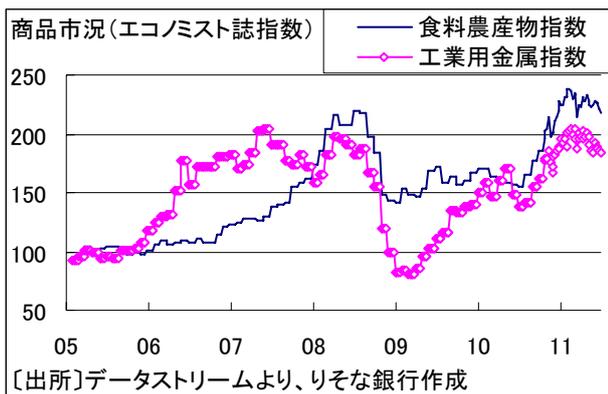
ではハイチやマダガスカルで政権が崩壊、エジプトでは政権崩壊こそ起きなかったものの民衆デモが起きた。今年にはチェニアとエジプトで民衆蜂起により政権が崩壊、サウジアラビアやシリアなどでもデモで政権の安定が脅かされている。

商品市況の高騰は、輸出国と輸入国で利害が対立するためG20など多国間での利害の集約は難しく、問題視はされても現実的な政策対応はなかなか打ち出せずにいた。しかし、暴動で政権が崩壊する例が出始めると事情は違ってくる。特に中東産油国の政治の安定が脅かされると、エネルギー輸入国である先進国の対応は早い（注2）。2007年には米当局が原油価格吊り上げに関与した疑いで商品トレーダーを摘発した。今回は、銀や原油の先物取引から投機マネーを締め出す目的で取引所が先物取引の証拠金を連続的に引き上げると、銀や原油価格が急落、更には他の商品市況にも波及した。そして6月に入ると、IEA（国際エネルギー機関）がOPECに原油の増産を要請したもののイランとサウジアラビアなどOPEC内の対立で実現しないことが判明すると、戦略備蓄の放出を決定、原油価格は一段と大きく下落した。

収穫が天候に左右される農作物には、既にやや大きく下がっているものもある。もともと農作物の価格高騰の原因は、昨年夏と今年冬の異常気象だった。昨年夏は観測史上最も気温が高い猛暑、昨年から今年にかけての冬はラニーニャ発生による異常気象でオーストラリアやブラジルで洪水など大規模な災害が発生した。その結果、2回連続で凶作となり、在庫が減少して農産物の価格が高騰した。しかし、今年には異常気象の原因となるエルニーニョは発生しておらず、まずまずの収穫が見込まれている。これがここ数ヶ月、農産物の価格が下落した原因だ。そこに工業原材料やエネルギー価格の下落も加わったため、商品市況の下落が広範囲広がった。特にエタノールの原料となるトウモロコシは、三大穀物の中で唯一高止まっていたが、6月中旬以降に原油価格下落の余波で急落した。

尚、米国の量的金融緩和が商品市況高騰を貨幣面から下支えした可能性はあるが、6月いっぱい米国の量的緩和第二弾（QE2）は終了した。これも商品市況下落の背景要因の1つになっていると考えられる。

図表1、2 商品市況の推移



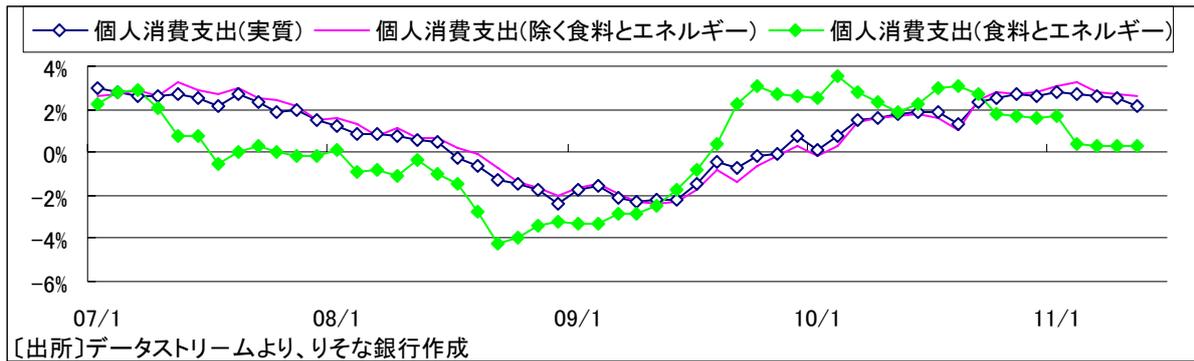
### 3. 商品市況の価格変動と株価

地上に富の増加をもたらす天然資源の価格上昇は、想定範囲内なら経済にとってはプラス要因だ。だからこそ商品市況と株価の方向性は概ね一致する（3ページ図表4）。たとえば、商品市況が上昇すれば株価も上昇する。冒頭で「急激な商品市況、特に天候に左右されないエネルギーや金属原材料の価格変動が相場の大きな転換点となることがままある。」と述べた経験則の背景には、理屈通りの経済メ

カニズムがある。

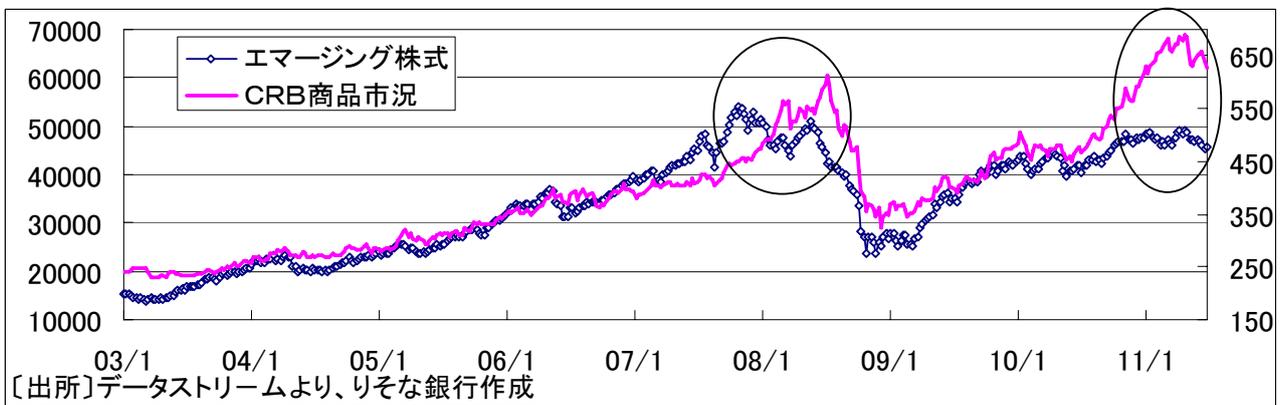
ただ、今年に入ってからの商品市況の高騰は、想定外の価格変動で、価格の上昇ではあるが世界経済にマイナスとなった可能性が強い。たとえば、米国ではガソリンが消費の9%を占める日常生活に密着する物資なのだが、原油価格上昇の影響で大きく値上がりして消費を圧迫した可能性が強い。

図表3 原油、ガソリン価格と米国個人消費



株価と比較するとより鮮明だ。ここでは重厚長大産業のウエイト高くエネルギー価格変動の影響が出やすいエマージング株を取り上げる。

図表4 商品市況と株価



(注) CRB商品市況は主な商品市況を指数化したもので、構成比は農畜産物41%、エネルギー39%、金属原材料13%、貴金属7%。ウエイトが高いのは原油23%、天然ガス6%、アルミ6%、銅6%、トウモロコシ6%、大豆6%、金6%、生牛6%、ガソリン5%、綿5%、砂糖5%、コーヒー5%、小麦1%、豚肉1%、オレンジジュース1%、銀1%など。

今年に入ってからの商品市況の値動きは、2007年と似ている。その特徴としては、ゆっくりと株価と歩調を合わせて上がるのではなく、急加速する格好で上昇する。2007年にはほぼ同じタイミングで株価が崩れたが、2011年は株価が下落することなく横ばい圏にとどまった。株価が横ばい圏にとどまったのは、市況高騰の原因が一時的な現象だと見られたからだろう。その代表例が原油や農産物価格だ。

図表1で農産物価格の上昇が加速したのは、異常気象で凶作となった昨年夏場以降だ。図表2で原油価格が跳ね上がったのは、エジプトのムバラク政権の崩壊、リビアの内戦などと同じタイミングだ。

そして足元の原油価格は、急落して中東情勢が混乱する前の水準に戻ったのである。繰り返しになるが、既に市況の下がった農産物に工業原材料やエネルギー価格の下落も加わったため、商品市況の下落が広範囲に広がり始めたのである。

この市況下落は、景気にとって悪い想定外の上昇が終わったわけであり、景気や株価を下支えする良い下落と考えられるのではないか。特に農産物の価格下落は、エンゲル係数が高く輸入依存度の高いエマージング諸国にとって大きなプラス要因だろう。

ただ問題は持続性だ。世界の景気が良くなると商品市況が上昇して景気の頭を押さえるジレンマは、2007年頃から目立ち始め、2010年もその傾向が強かった。この問題の解決には、短期と長期の両方の視点がある。短期的には、供給を増やして価格の想定外の上昇を抑制するための供給サイド主導の行動が必要だろう。通常なら価格メカニズムが見えざる手として機能するのだが、供給制約のある資源や食料品などに関しては、何らかの呼び水が必要となる場合もある。I E Aによる戦略備蓄原油の放出は、そうした呼び水の代表例だが、まだ警戒は怠れない状況だろう。長期的には、供給サイドだけでなく需要サイドでも、1970年代から80年代にかけての省エネ、省資源化に匹敵する技術革新、産業構造の変化が必要ではないか。今後の産業政策の中心的テーマとなるだろう(注3)。

以上

(注1)単純化した縦軸の価格、横軸に数量をとる単純な需要線と供給線を想定すると、需要線は左上から右下への直線、供給線は左下から右上への直線となる。想定内の価格上昇は需要線が右上へシフトする格好で価格も数量も増加する。一方、想定外の価格上昇は、供給線が左側へシフトすることで価格は上昇するものの数量は減少する。

(注2)5月のG8サミットでは、アラブの春を1989年のベルリンの壁崩壊になぞらえ、アラブの民主化を支援することで合意した。詳細は以下サイト。

[http://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/summit/deauville11/g8\\_sk\\_arab\\_ky.html](http://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/summit/deauville11/g8_sk_arab_ky.html)

(注3)これまで多くの国では、CO2など温室効果ガスの排出抑制を目的に再生可能エネルギー(創エネ)を有望産業と位置づけてきた。たとえば、米国のグリーンニューディールや日本の新成長戦略などだ。これらはいくまでエネルギー源の脱石油であり、省エネ、省資源化ではない。なお、1970年代の2度の石油ショックから世界で最も早く立ち直ったのは日本経済で、1979年には有名な「ジャパン・アズ・ナンバーワン」が出版されている。当時は通産省の産業政策が非常によく機能した時代で、サンシャイン計画やムーンライト計画が省エネに大きく寄与したと評価されている。

- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承下さい。
- ・本資料に関わる一切の権利はりそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。