

Economic & Market Update

2024年 5月 号

Marubeni

丸紅經濟研究所

2024年 5月 16日

Economic & Market Update

2024年 5月 号

1. 世界経済

1-1. 総括

チーフ・エコノミスト 榎本 裕洋

1-2. 米国経済

エコノミスト 清水 拓也

1-3. 中国経済

シニア・アナリスト 李 雪連

1-4. ユーロ圏経済

シニア・エコノミスト 佐藤 洋介

1-5. 日本経済

シニア・エコノミスト 浦野 愛理

1-6. ASEAN経済

1-7. インド経済

シニア・エコノミスト 坂本 正樹

2. 国際商品市況

2-1. 原油

2-2. 銅

アナリスト 菅原 考史

2-3. 鉄鉱石

2-4. 原料炭

シニア・アナリスト 李 雪連

2-5. トウモロコシ

2-6. 大豆

シニア・アナリスト 宮森 映理子

問い合わせ先 : research@marubeni.com

1. 世界経済

2024年5月度 (4/11~5/13)

米国金利高止まりは各国の金融政策の柔軟性を阻害 円安の弊害が日銀の政策運営に修正を迫るか？

- **米国**

(現状) 24Q1実質GDP成長率は鈍化も中身は堅調維持。消費・物価ともサービスによる牽引が目立つ。
(展望・注目点) 堅調な景気とインフレ再加速に伴い利下げ開始時期予想は後ずれ。一方、労働市場には変調の兆しも。
- **中国**

(現状) 3月は個人消費がわずかに上向いた以外、主要経済指標は軟調に推移。住宅市場は引き続き低迷し改善の兆しは見えず。
(展望・注目点) 公需拡大で24Q1実質GDPは加速。しかしIMF最新成長予測は政府目標（24年前年比+5%程度）を下回る+4.6%。
- **ユーロ圏**

(現状) 24Q1実質GDP成長率は前期比+0.3%と持ち直しの兆し。しかし高金利に伴う消費・投資の弱さもあり、力強さは欠く内容。
(展望・注目点) 景気の弱さやインフレ率の低下（4月前年比+2.4%）を受け、6月にも利下げ開始という見方が優勢。
- **日本**

(現状) 日銀は4月会合で現行の金融政策の維持を決定。物価見通しは2%インフレ目標と概ね整合的な水準にある。
(展望・注目点) 春闘賃上げは前年を上回る勢いだが、インフレ率も高止まり。インフレの影響を除いた実質賃金・消費の動向に注目。
- **ASEAN**

(現状) 概ね安定した内需に加え、輸出の緩やかな持ち直しもあり、24Q1実質GDP成長率は堅調。
(展望・注目点) 米国の利下げ後ずれ観測や中東情勢の不透明感を受けたリスクオフで新興国通貨に減価圧力。一層の利上げに注意。
- **インド**

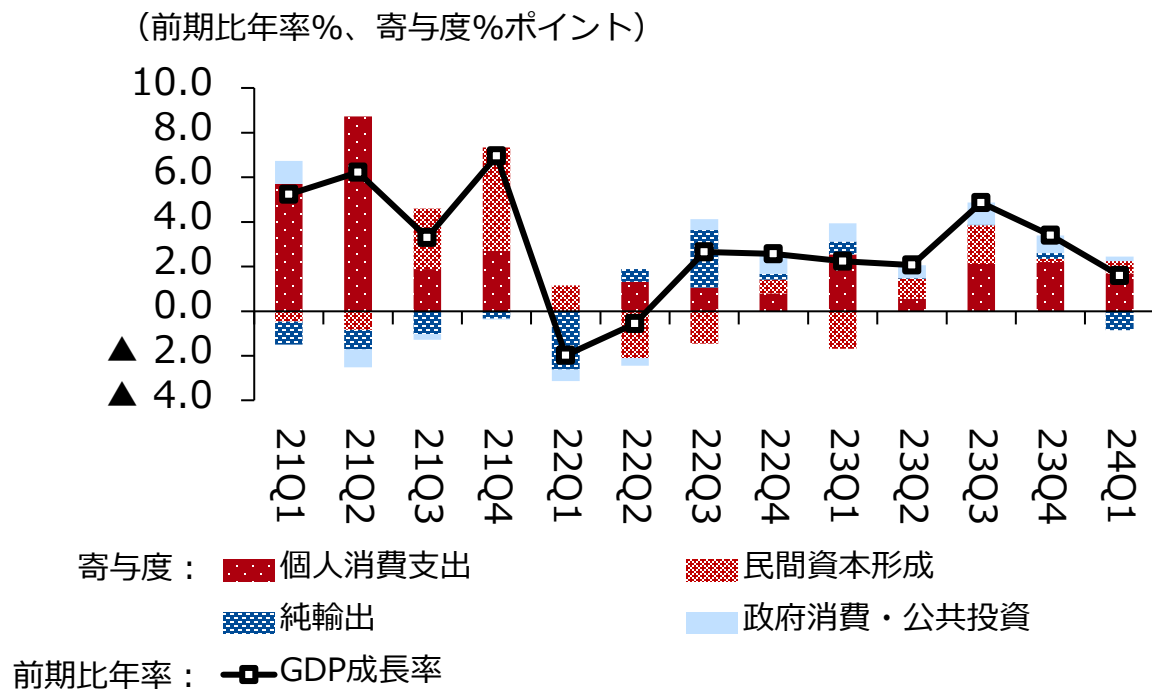
(現状) 4月の製造業PMIは58.8と3月（59.1）の記録的水準から低下するも長期平均（53.9）を大きく上回る力強さ。
(展望・注目点) インドの対内直接投資は対GDP比で減少傾向。先進国での金融引き締め、対中規制強化などが原因とみられる。

現状

米景気はおおむね底堅い増加基調を維持。サービス品目の価格上昇が根強い

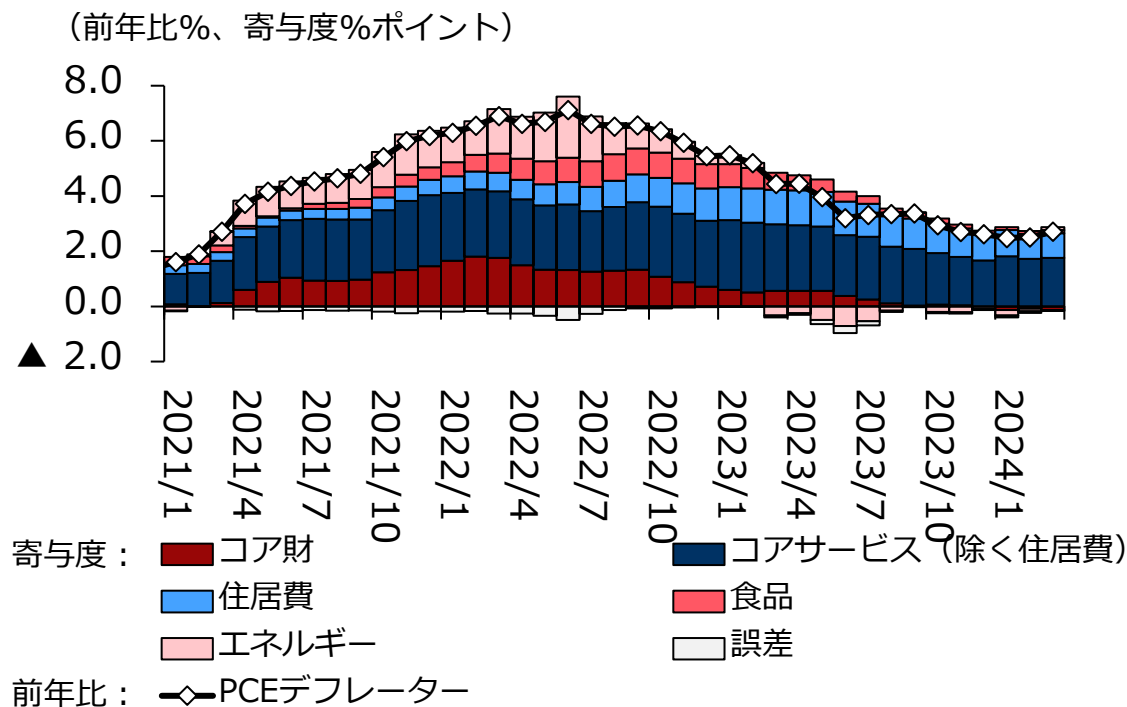
- 実質GDP成長率（1次速報値）**：24年1～3月期は前期比年率+1.6%（23年10～12月期：同+3.4%）と前期から大幅に減速し、潜在成長率（米議会予算局推計：前年比+2.2%）を下回った。ただし、減速の主因は国内需要の強さを反映した輸入増（寄与度：▲1.0%ポイント）、在庫投資の減少（同▲0.4ポイント）であり、個人消費、固定資産投資についてはおおむね底堅く推移した。
- 個人消費支出（PCE）デフレーター**：連邦準備制度理事会（FRB）がインフレ指標として重視する個人消費支出（PCE）デフレーターは3月に前年比+2.7%（2月同+2.5%）と上昇率が拡大。内訳では、サービス価格の上昇率の高止まりが際立つ。

▽実質GDP成長率（需要項目別）



(出所) 米商務省

▽物価指数：個人消費支出（PCE）デフレーター



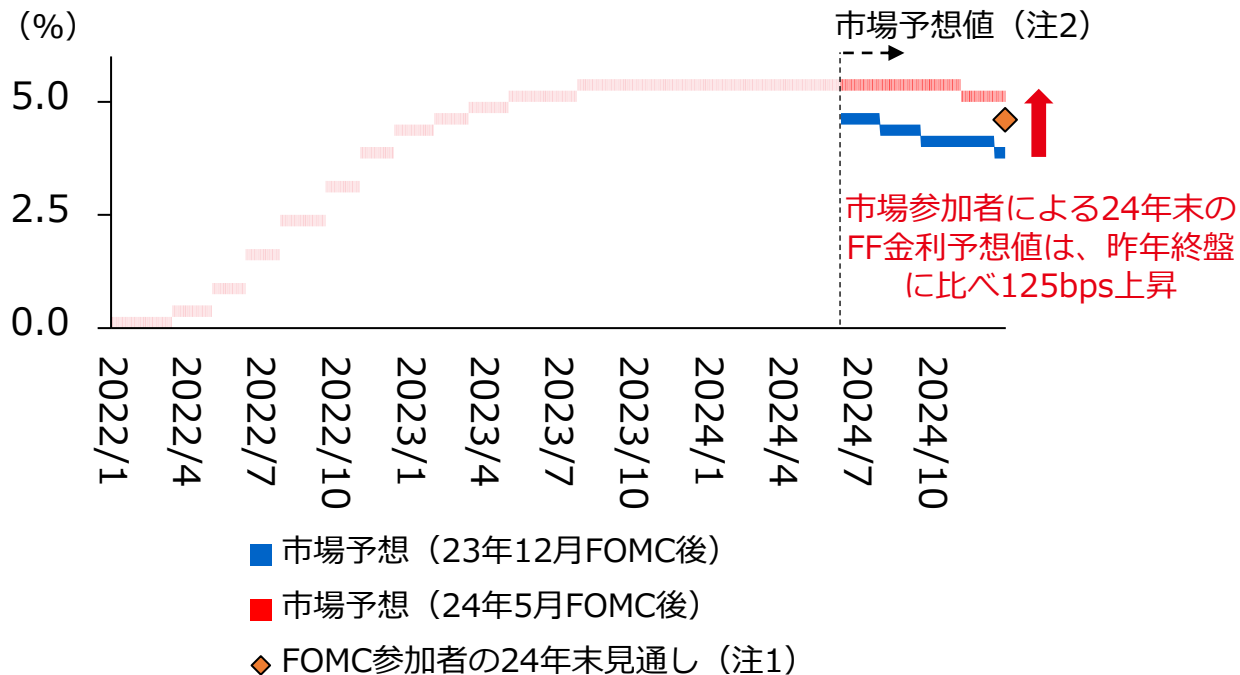
(出所) 米商務省より丸紅経済研究所作成

展望・注目点

インフレ再燃に伴い政策金利の引き下げ予想時期が後ずれ。一方、今後の労働市場は変調の可能性も

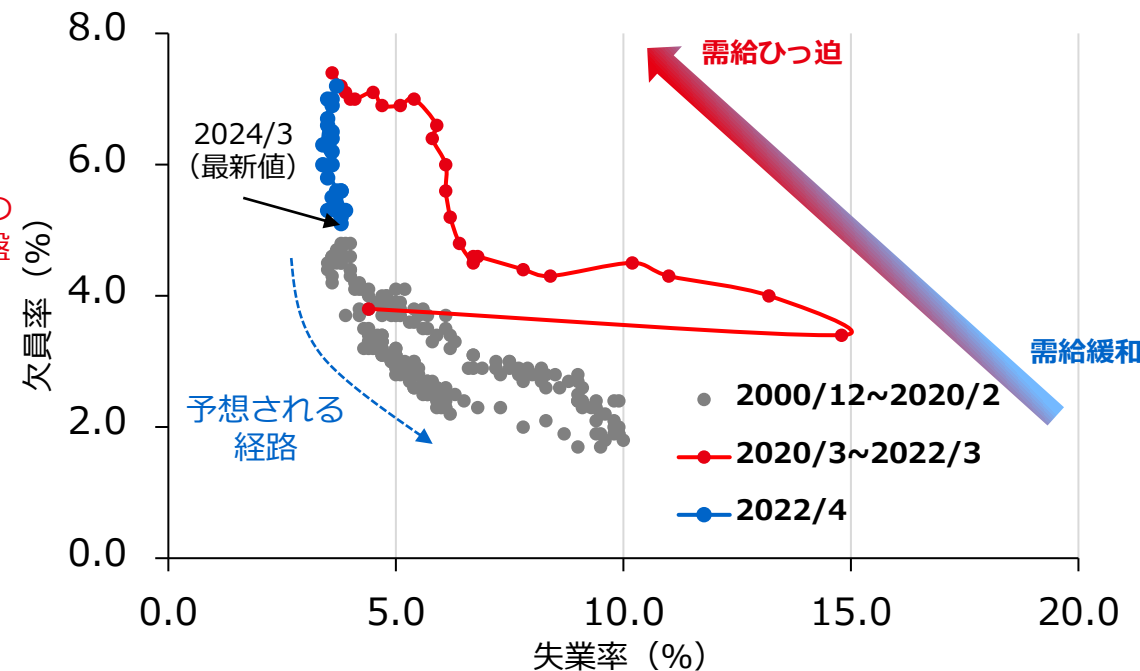
- **金融政策の見通し変化**：24年1～3月に観測されたインフレ指標の再加速に伴い、期近での政策変更は見込みづらい状況に。金融市場が織り込む利下げ予想時期は後ずれるも、4～6月期以降のインフレ再減速の可能性も相応にあり、年内利下げの織り込みは維持。
- **労働市場は変曲点に接近か**：失業と欠員が反比例する関係を経験的に示した「ベバレッジ曲線」からは、低位の失業率が続く中で欠員率の低下が確認され、コロナ禍以後に一部セクターで顕在化した労働需給のひっ迫感が解消しつつあることを示唆。当面は失業率の上昇余地は小さいと見受けられるが、欠員の解消が一段と進み求職の受け入れ余地が狭まれば、失業率の上昇ペースが加速する可能性も。

▽米政策金利（FF金利）



(注1) 19人の参加者による見通しの中央値（2024年3月会合時点）
 (注2) FF金利先物市場に織り込まれた政策金利予想値
 (出所) 連邦準備制度理事会、CMEグループ「FedWatch ツール」より丸紅経済研究所作成

▽ベバレッジ曲線



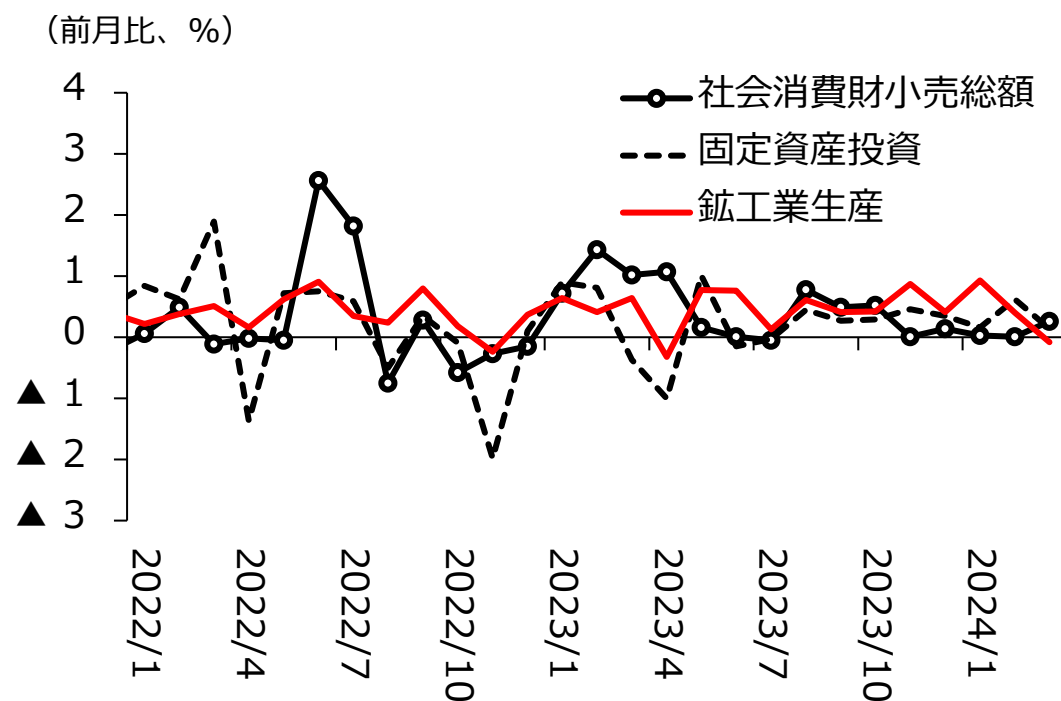
(注) 欠員率 = 求人件数 / (雇用者数 + 求人件数)。労働需要全体に占める空きポジションの割合を示す。
 (出所) 米労働省より丸紅経済研究所作成

現状

主要経済指標は軟調に推移、住宅市場の低迷が継続

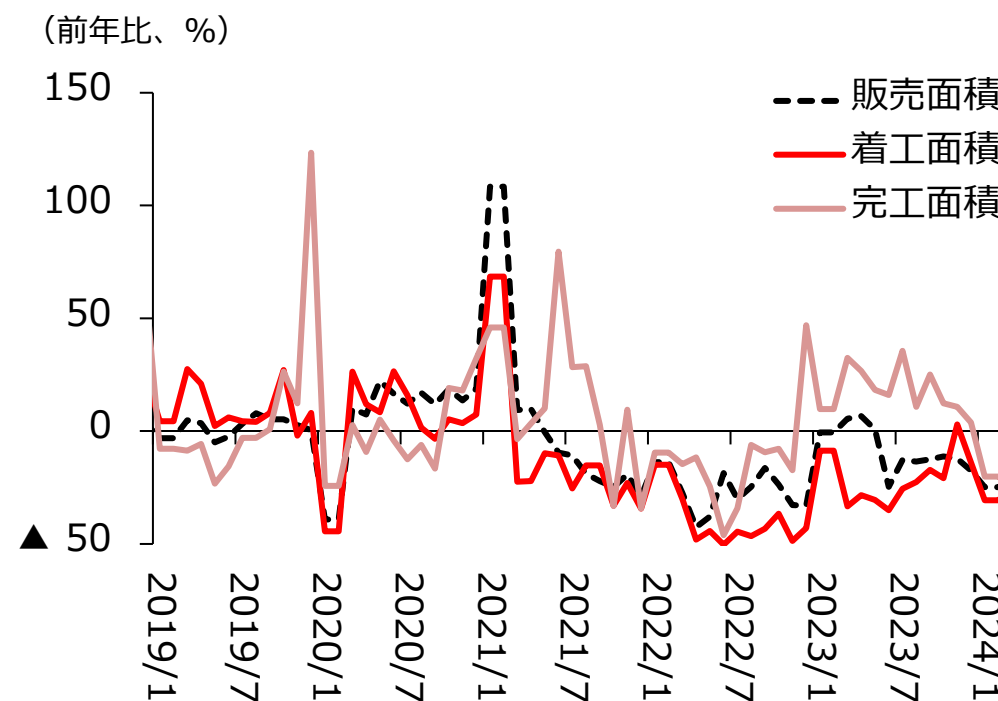
- 主要経済指標**：3月の固定資産投資が前月比+0.1%と住宅投資の停滞を受け、伸びが縮小した。鉱工業生産は同▲0.1%と11カ月ぶりのマイナス。鉄鋼生産の減少や発電量の伸び鈍化が影響した。一方、社会消費財小売総額は同+0.3%と4カ月連続での横ばい圏からやや改善した。家電、スポーツ・レジャーなどが下支えとなった一方、飲食業や自動車为重しとなり、回復は依然不安定な状況にある。
- 住宅市場**：3月の新築住宅の販売面積、新規着工面積とも前年比で大幅に減少。昨年未まで回復していた完工面積も一段と減少した。70主要都市の新築住宅販売価格は、前月比▲0.3%と10カ月連続で下落した。下落は2月に比べ2都市減少して57都市に。

▽主要経済指標



(出所) 中国国家统计局 直近：2024年3月

▽新築住宅販売・着工・完工面積



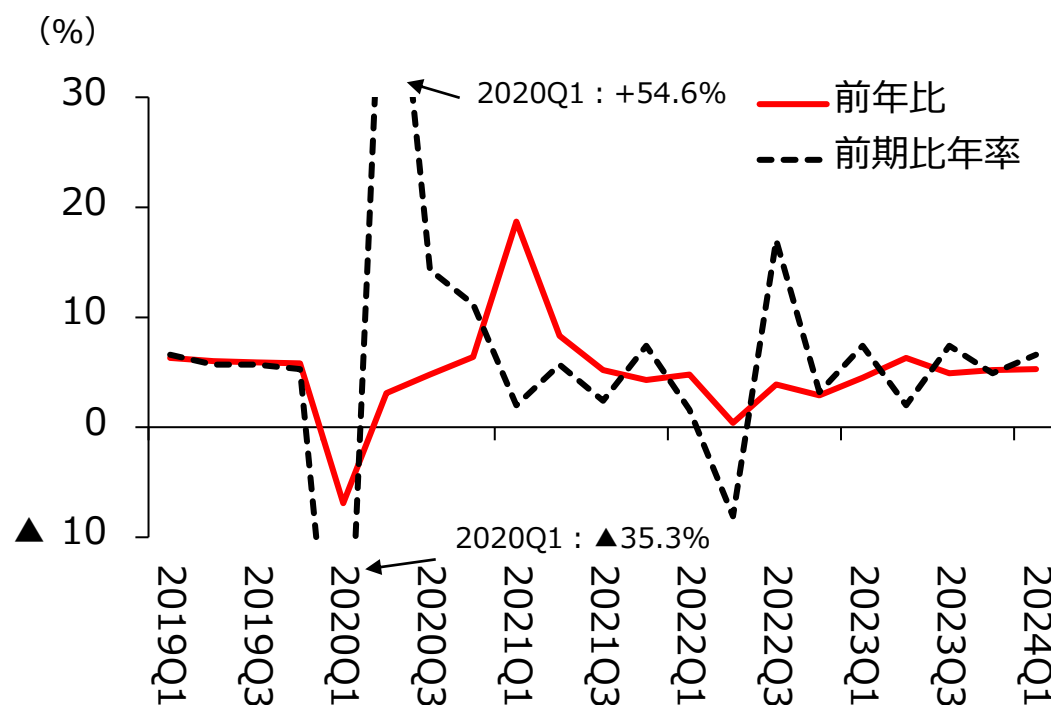
(出所) 中国国家统计局 直近：2024年3月

展望・注目点

景気は上振れするも、なお高い不確実性

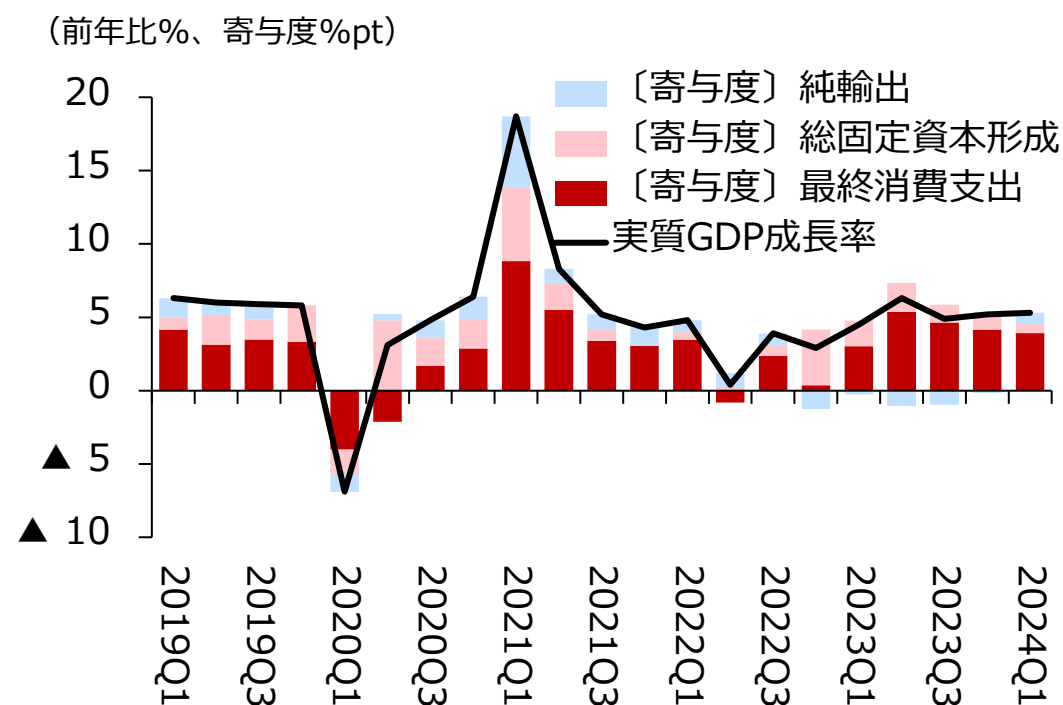
- **24年1~3月期GDP**：インフラ建設向けの需要拡大などを背景に、前年比では+5.3%、前期比年率では+6.6%と、いずれも予想を上回り、伸びが加速した。
- **今後の展望**：行動制限解除後の繰り越し需要の底堅さや、景気刺激的な金融・財政政策が押し上げ要因。その一方で、IMFは4月の世界経済見通しにおいて、住宅市場の低迷、中央・地方財政の悪化、中小金融機関の脆弱性が当面の下振れ要因であるとし、中国の2024年実質GDP成長率を前年比+4.6%と政府目標（前年比+5%程度）を下回る伸び率に据え置いた。

▽実質GDP成長率



(出所) 中国国家统计局 直近: 2024年1~3月期

▽実質GDP成長率（寄与度別）

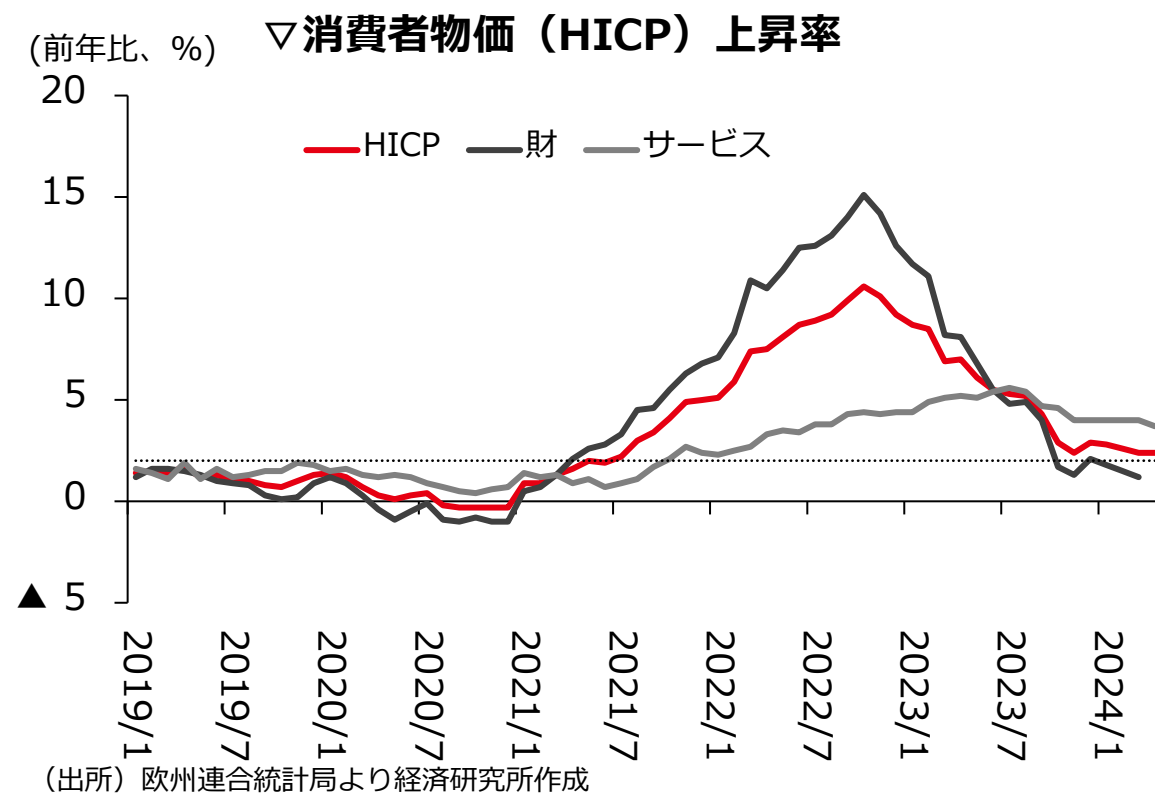
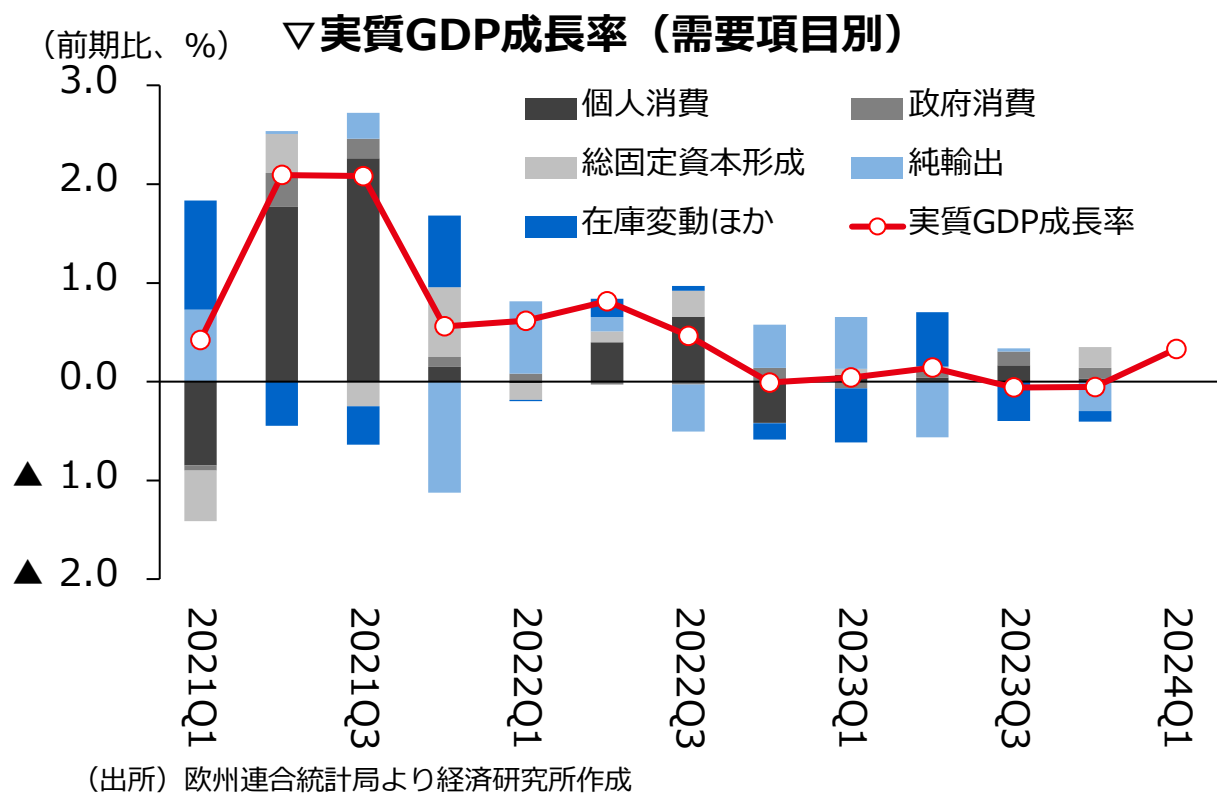


(出所) 中国国家统计局 直近: 2024年1~3月期

現状

持ち直しの兆しが見え始めたユーロ圏経済

- **実質GDP成長率**：ユーロ圏の2024年1～3月期実質GDP成長率は、前期比+0.3%（2023年10～12月期同▲0.1%）と三四半期ぶりのプラス成長。だが、政策金利が高水準で推移している上、足元の個人消費関連指標なども依然弱く、低成長が続くとの見方が依然強い。
- **消費者物価（HICP）**：ユーロ圏の2024年4月HICP上昇率は、前年比+2.4%（3月同+2.4%）と横ばいで推移した。項目別では、エネルギーが前年比▲0.6%（3月同▲1.8%）と前年割れだが、サービスは同+3.7%（3月同+4.0%）と高水準で推移した。

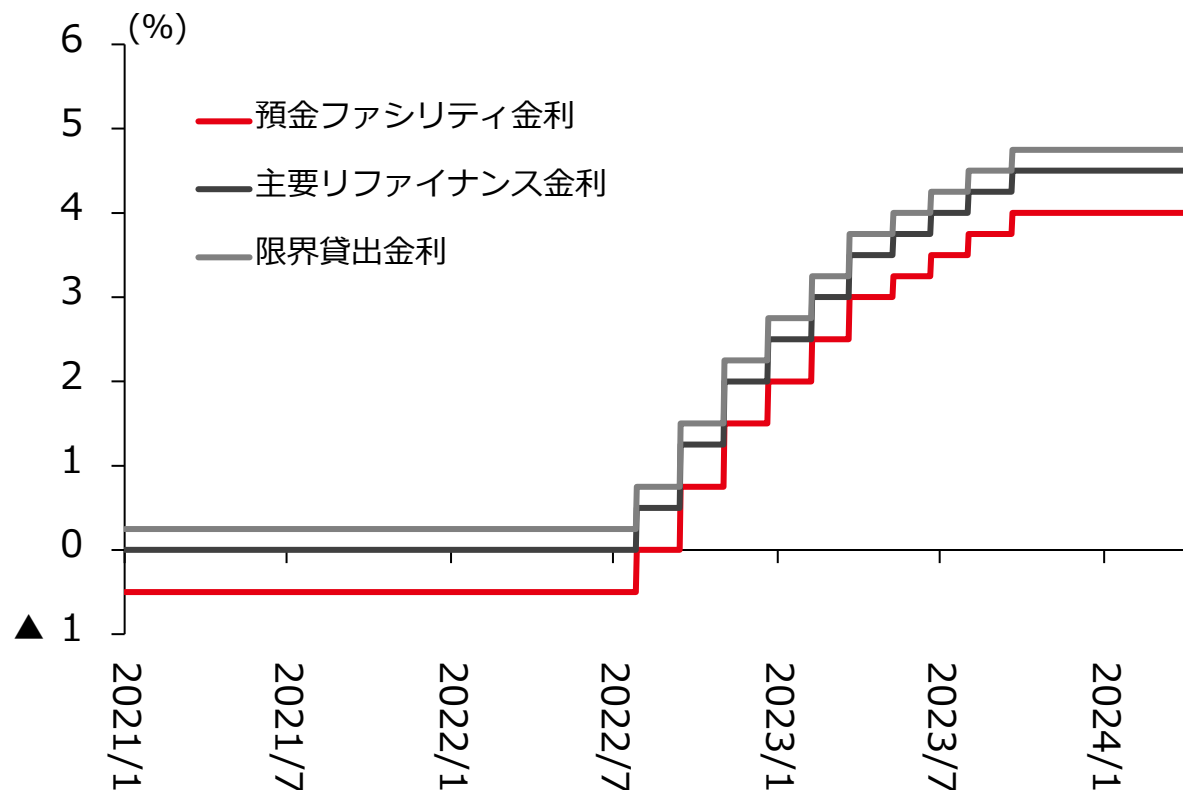


展望・注目点

ECBが6月に利下げという見方が強い

- 政策金利**：欧州中央銀行（ECB）の政策金利は4%台の高水準で推移。HICPの伸び率が縮小傾向にあり、ECBによる利上げ局面は終了。市場では6月にECBが利下げを実施するという見方が強い。今後のECBによる利下げ幅、ペースに注目か。
- 融資**：現状では、融資残高の伸び率は低位にとどまる。だが、ECBによる利下げが実施された場合、金融機関による融資が増加し、企業による設備投資の増加が期待される。ただし、利下げによる景気押し上げ効果は一定のタイムラグを伴う事に留意。

▽政策金利



(出所) 欧州中央銀行より経済研究所作成

▽融資残高 (前年比)



(出所) 欧州中央銀行より経済研究所作成

現状

日銀は4月会合で現行の金融政策の維持を決定。物価見通しは2%物価目標と概ね整合的な水準に。

- **決定内容**：日銀は4月25～26日の金融政策決定会合で現行の金融政策の維持を決定（無担保コール翌日物金利を0～0.1%へ誘導）。
- **経済・物価情勢**：展望レポートにおける物価見通しは、24年度に2%台後半、25・26年度に概ね2%程度で推移する見通しが示された。植田総裁は会見で、物価見通し通りに進めば、それだけで政策変更（政策金利の引き上げや緩和度合いの調整）の理由になると説明。

▽金融政策決定会合の主な内容（4月）

> 現状認識

- **景気**：海外経済が緩やかに成長する下で、緩和的な金融環境などを背景に所得から支出への前向きな循環メカニズムが徐々に強まることから、潜在成長率を上回る成長を続ける。
- **物価**：輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰する一方、25年度にかけては原油高や政府による経済対策の反動が前年比の押し上げに作用する。この間、需給ギャップの改善や予想物価上昇率の高まりとともに基調的インフレ率が徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移する見通し。

> 政策判断

政策金利（変更なし）

- 短期金利の操作を主たる政策手段とし、無担保コール翌日物金利を0～0.1%程度へ誘導。

量的緩和（変更なし）

- 長期国債はこれまでと同程度（6兆円程度/月）の買入れを継続。長期金利が急激に上昇する場合には、買入れ増額や指し値オペ等を機動的に実施する。
- リスク資産のうちETFやJ-REITの新規買入れを終了。CP等や社債等も段階的に買入れを減額し、1年後をめどに買入れを終了する。

> 注目点

- **円安の影響**：植田総裁は会見で、円安が基調的インフレ率に与える影響については現時点で大きな影響はないとした。一方で長期化する場合は今年のインフレ率を押し上げ、来年の春闘の賃上げ率に影響を与えることになれば基調的インフレを押し上げる可能性に言及。
- **次の一手**：①次なる利上げのタイミングや②国債買入れ減額の時期が焦点に。

（出所）日本銀行より丸紅経済研究所作成

▽経済・物価情勢の見通し（4月）※次回7月更新

	2023年度	2024年度	2025年度	2026年度
実質GDP 成長率	1.3 (1.8)	0.8 (1.2)	1.0 (1.0)	1.0 (-)
消費者物価 (コア指数)	2.8 (2.8)	2.8 (2.4)	1.9 (1.8)	1.9 (-)
消費者物価 (コアコア指数)	3.9 (3.8)	1.9 (1.9)	1.9 (1.9)	2.1 (-)

（注）政策委員見通しの中央値（前年度比）。消費者物価のコア指数は除く生鮮食品、コアコア指数は除く生鮮食品・エネルギー。

（出所）日本銀行より丸紅経済研究所作成

▽支店長会議における報告（4月）※次回7月更新

> 雇用・賃金

- 多くの地域で労働需給の引き締めや人手不足が続く中、春闘における大企業を中心とした高水準の賃上げの動きが中小企業にも広がると期待できる情勢との報告。ただし、収益の厳しさからの慎重姿勢や、他社動向を踏まえて賃上げ率等を決定する企業もあり、今後の動きを注意深くみる必要がある。

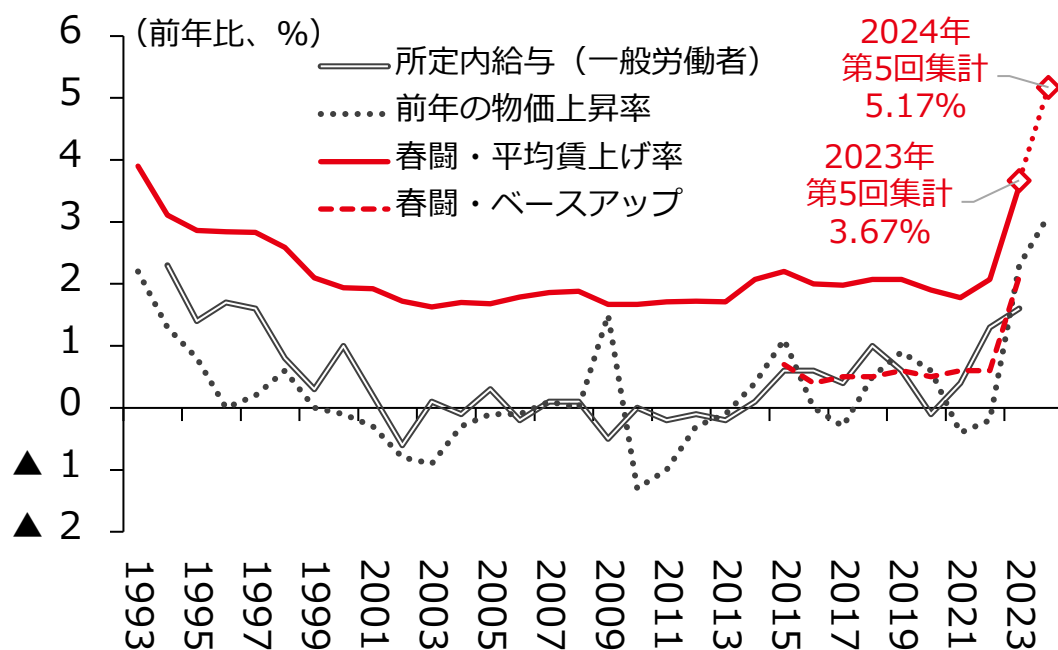
（出所）日本銀行より丸紅経済研究所作成

展望・注目点

春闘の賃上げは前年を上回る勢いだが、物価は高止まり。家計所得の改善が消費の増加につながるかが焦点。

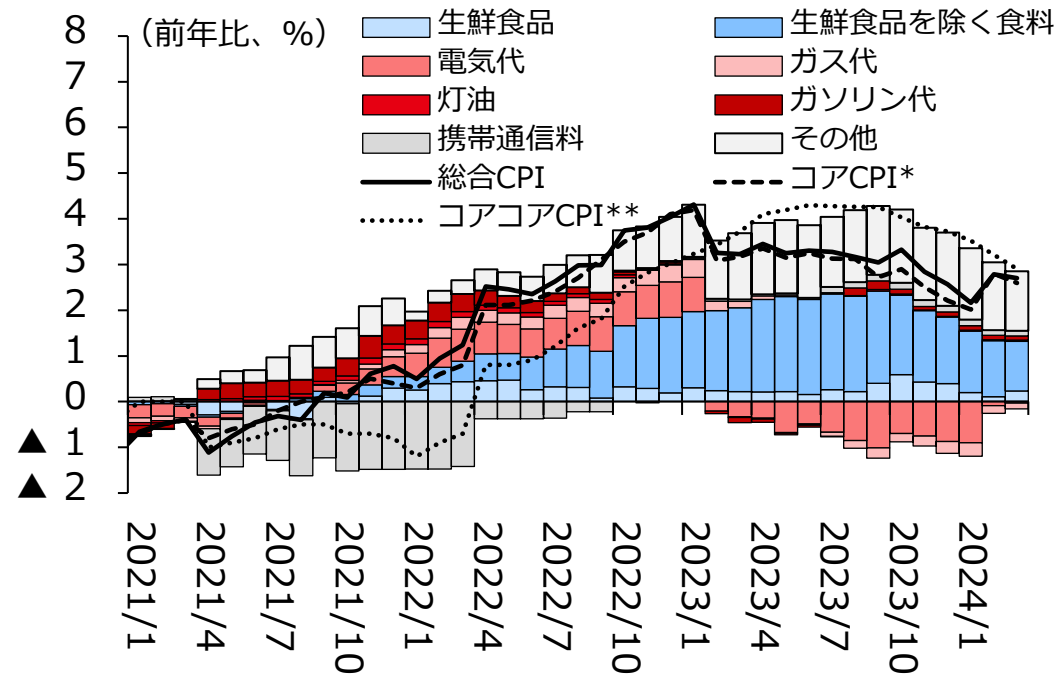
- **賃上げ**：春闘の平均賃上げ率は第5回集計時点で5.17%（うちベースアップ3.57%）と前年を上回る回答。中小組合も4.66%と高水準を維持。年後半にかけて賃上げや賞与増に伴う名目賃金の上昇が見込まれ、所得・住民税減税も家計所得の改善に寄与する見通し。
- **物価**：3月のコアCPIは前年比+2.6%と食料品を中心に多くの品目で上昇率が縮小。先行きは、政府のエネルギー価格抑制策の段階的な終了や再エネ賦課金の引き上げに伴い、物価上昇率は再び拡大する公算が大きい。足元では円安による輸入物価の押し上げがみられ、価格転嫁の動きが再び活発化する懸念も。物価の高止まりで実質賃金の改善が遅れば、家計消費の低迷が続く可能性が高まる。

▽春闘（平均賃上げ率）



(注) 前年の物価上昇率は、消費税引き上げの影響を除いたコア指数の前年比。
 (出所) 連合、厚生労働省、総務省より丸紅経済研究所作成

▽消費者物価（CPI）



(注) *生鮮食品を除く、**生鮮食品及びエネルギーを除く
 (出所) 総務省

現状

個人消費の減速が進む中、政府支出の拡大と輸出の持ち直しが下支えに

- 実質GDP**：ASEAN主要国の24Q1における実質GDPはコロナ禍前の平均成長率を下回りつつも概ね堅調に拡大。民間消費の底堅さに加えて、政府支出の拡大や輸出の持ち直しに支えられる状況となっている。ただし、①インドネシア大統領選挙の関連支出、②シンガポールでの大物海外アーティスト公演の大規模な経済効果（当局試算では四半期GDPを最大0.3%押し上げた）、③前年同期より約10日多いラマダン（断食月）期間におけるムスリム層の消費拡大など、各国で様々な特殊要因がプラスに寄与した点には留意が必要。
- 輸出**：概ね緩やかな回復基調が続いている。ベトナムは対米、対中輸出の拡大を主因に4月も前年比+10.6%（3月同+13.0%）と堅調。

▽実質GDP成長率（24Q1）

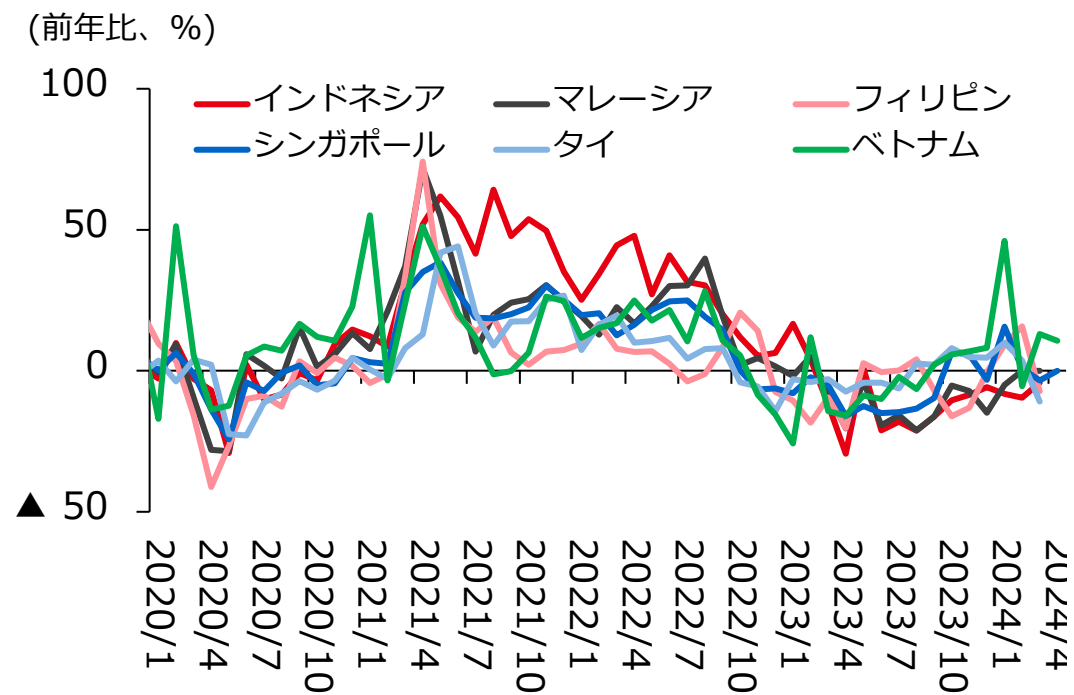
(前年比、%)	成長率	民間消費	総固定 資本形成	政府支出	輸出
インドネシア	+5.1	+4.9	+3.8	+19.9	+0.5
(23Q4)	(+5.0)	(+4.5)	(+5.0)	(+2.8)	(+1.6)
フィリピン	+5.7	+4.6	+2.3	+1.7	+7.5
(23Q4)	(+5.5)	(+5.3)	(+10.2)	(▲1.0)	(▲2.5)
ベトナム	+5.7	+4.9*	+4.7	-	+18.0
(23Q4)	(+6.7)	(+3.5)	(+4.1)	-	(▲2.5)
マレーシア	+3.9	-	-	-	-
(23Q4)	(+3.0)	(+4.2)	(+6.4)	(+7.3)	(▲6.3)
シンガポール	+2.7	-	-	-	-
(23Q4)	(+2.2)	(+3.0)	(+3.0)	(+1.1)	(+11.0)

(注) マレーシア、シンガポールは速報値（内訳は産業別の大項目のみ発表）。

*ベトナムは「民間消費」の項に政府支出との合計を掲載。

(出所) CEIC

▽輸出額



(出所) CEIC

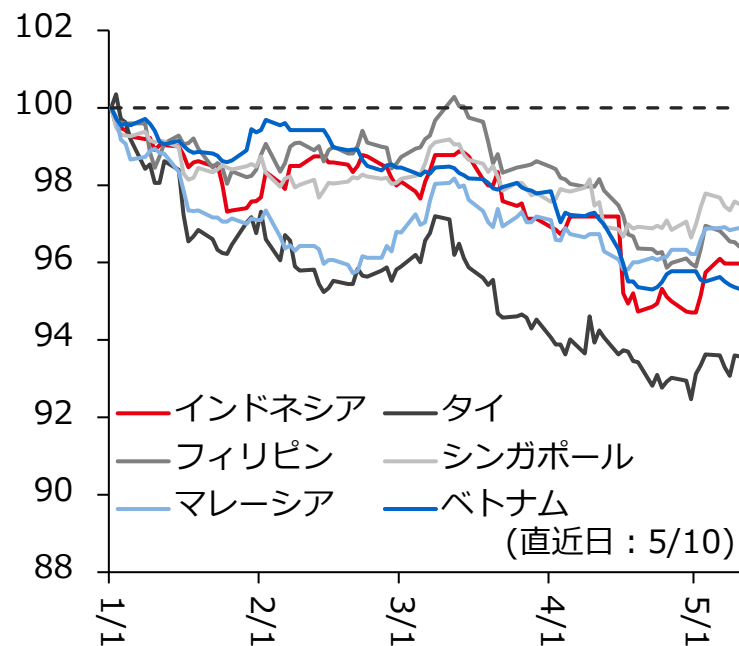
展望・注目点

米国の金融政策を巡る不透明感が新興国通貨の重しに

- **為替**：米国の利下げ後ずれ観測や中東情勢の不透明感を受けたリスクオフムードを背景に新興国通貨全体に強い減価圧力がかかっている。
- **政策金利**：インドネシア中銀は24日、主要政策金利を0.25%ポイント引き上げた（6.00%→6.25%）。利上げは昨年10月以来であり、金利水準は過去最高に到達。米国の金融政策に不透明感が残る中、他のASEAN中銀も当面は高めの政策金利を維持するとみられる。
- **外貨準備高**：4月の対ドル為替レート急落を受け、ASEAN諸国では市場介入などを通じた通貨防衛が報じられている。主要国の外貨準備の水準は総じて高めで、インドネシアで4月末に前月比▲3%と介入実施の痕跡が見られるが、当面の外貨支払い能力に不安は少ない。

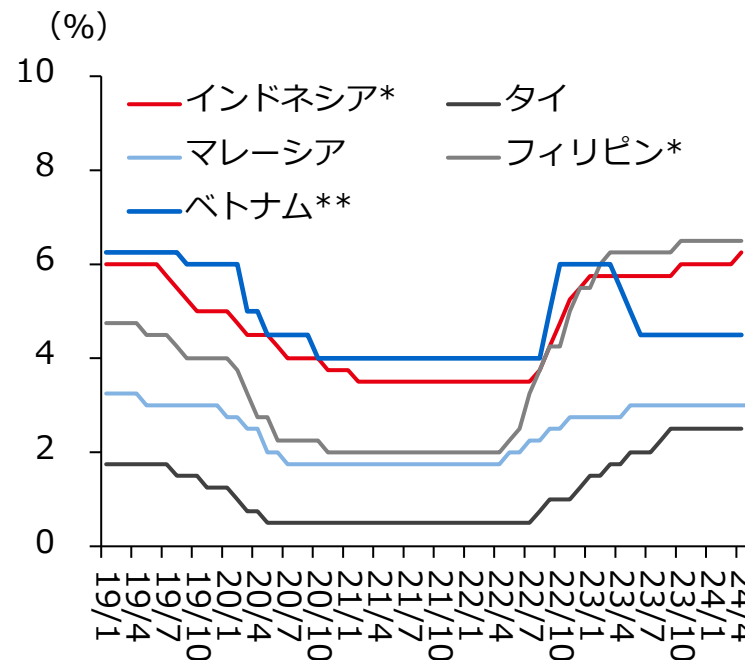
▽為替（対ドル）

(2024年初=100)



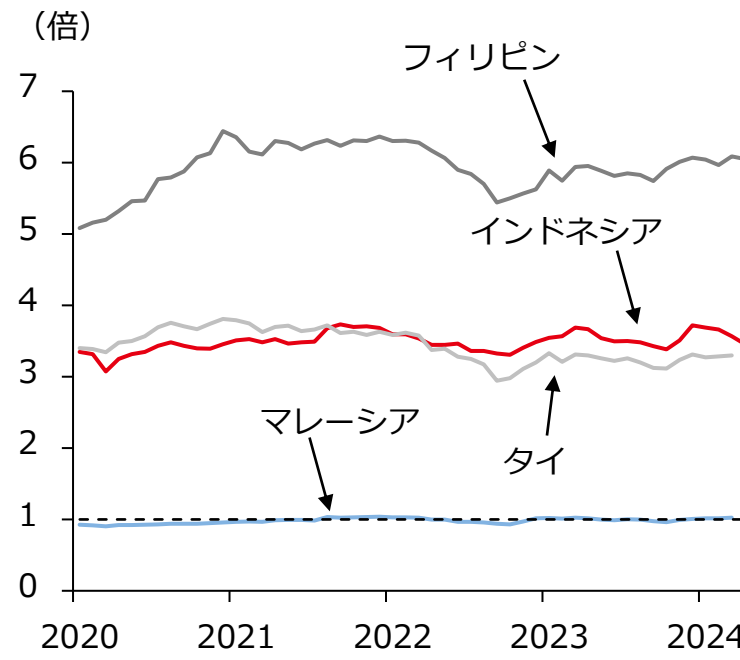
(出所) LSEG

▽政策金利



(注) *借入金利、**リファイナンス金利
(出所) CEIC、各国中銀

▽外貨準備高（短期対外債務比）



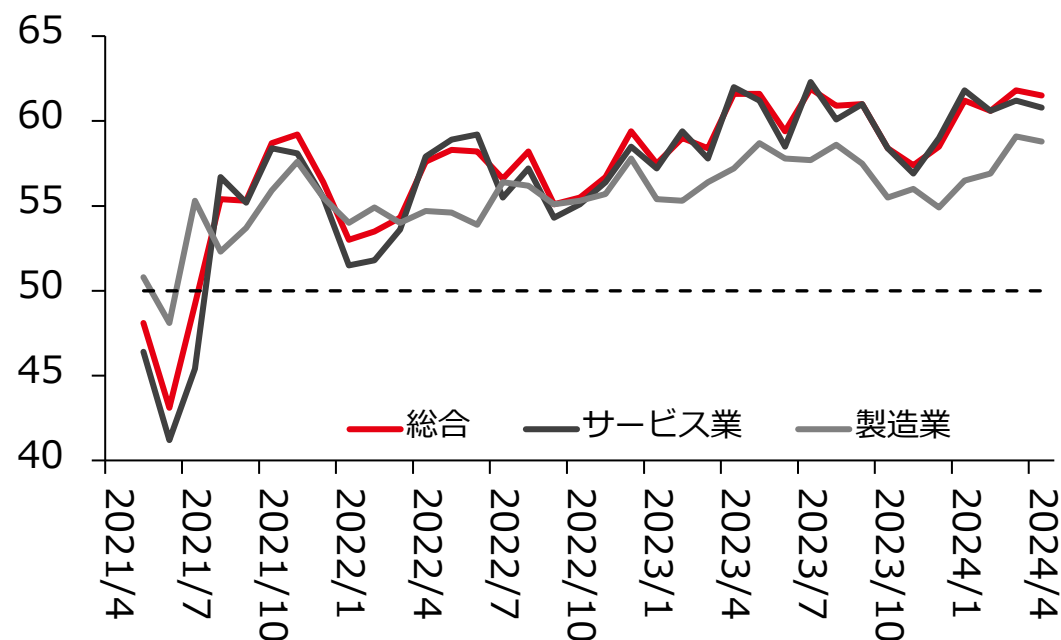
(注) 短期対外債務額は2023年末。同指標は一般に1倍以上が適正水準とされる。
(出所) LSEG、世界銀行

現状

企業景況感は力強い水準を維持

- **企業景況感（PMI）**：4月の製造業PMIは58.8と16年ぶりの高水準だった3月（59.1）からやや低下したが、引き続き力強い景況感を示している。先行きにおいても向こう1年は需要が堅調という見方が強い。4月の新年度開始に合わせて雇用拡大の動きも広がってる模様。
- **雇用**：民間の家計調査によれば、4月の雇用者数は4.29億人（前年同月4.15億人）と増加した。失業率も8.1%と2カ月連続で前年同月を下回り、労働市場は改善傾向にある。なお、別の民間調査では4-6月期のインドの純雇用見通し（「雇用拡大企業数－縮小企業数」の割合）は36%（前年同期30%）と対象国中で最も高い割合を示している。

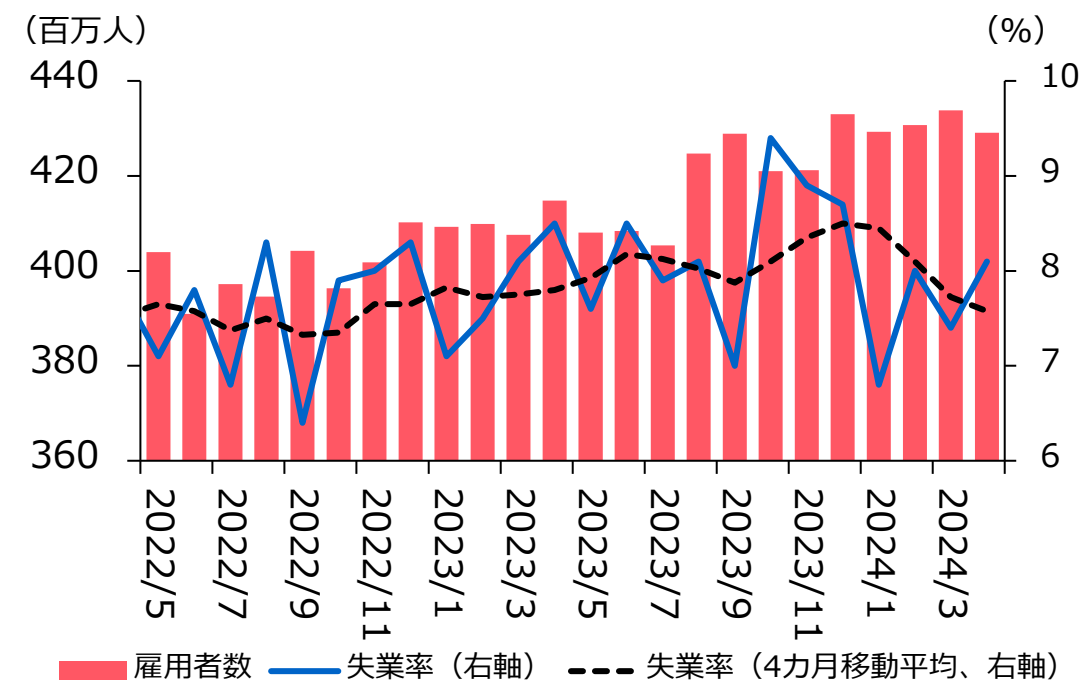
▽企業景況感（PMI）



(注) 50を節目に景気拡大・縮小を示唆。

(出所) LSEG

▽雇用統計



(注) 季節調整なし。移動平均は発表元に準拠。

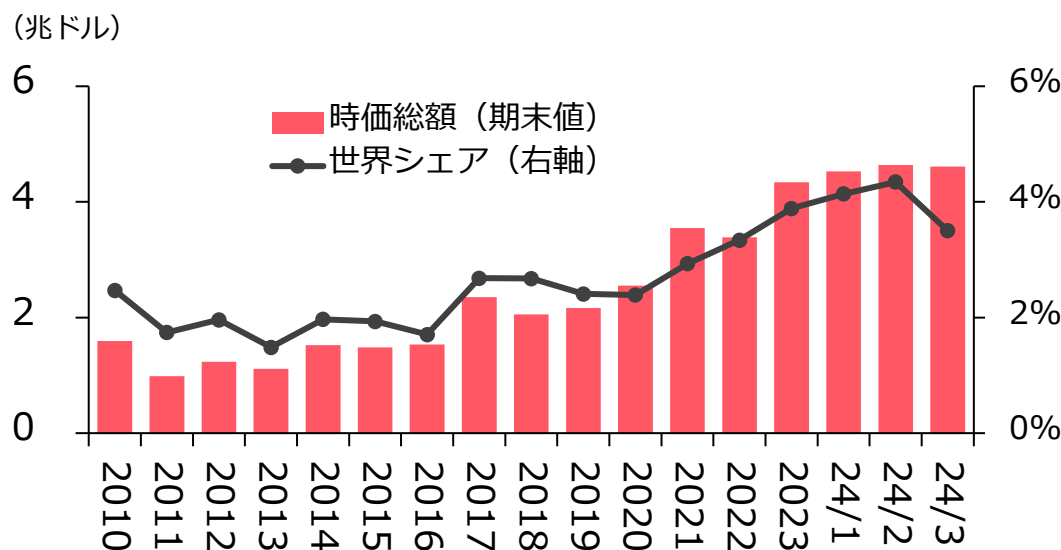
(出所) CMIE

展望・注目点

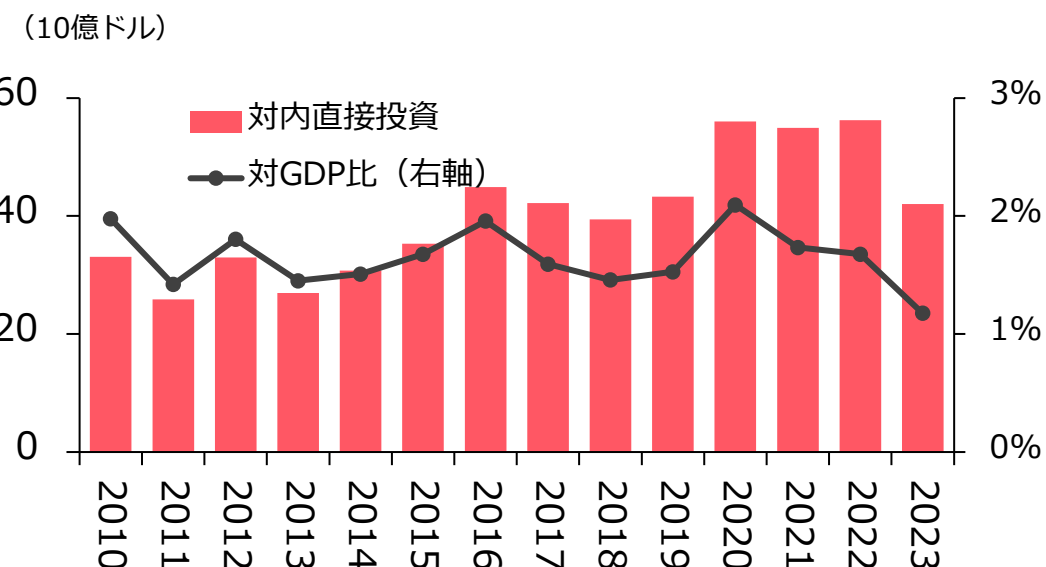
急成長するインド株式市場だが足元で警戒感も／伸び悩む対内直接投資の行方

- 株式市場**：インド株式市場の時価総額は24年1月末に香港を抜いて世界第4位に躍進した。背景には、①同国の好調な企業業績、②国内の個人投資家層の拡大、③景気減速や米中対立が重しとなる中国市場からの資金流入、などがあるとみられる。一方で、規制当局であるインド証券取引委員会（SEBI）が高リスクな中小型株への大規模な資金流入に警鐘を鳴らすなど、過熱感への警戒も生じている。
- 直接投資**：インドビジネスへの関心が強まる一方で、対内直接投資は2023年に420億ドルと前年から急減（対GDP比では過去3年も低下傾向）。主な投資元である先進国での金融緩和開始に伴う投資加速が期待される一方、中国からの投資への規制動向には不透明感が継続。

▽インド株式市場規模



▽対内直接投資（国際収支）



（バフェット指数＝時価総額／名目GDP）※株式の割高感や市場の成熟を評価
 （2010年末）95% → → → （2023年末）122%

（注）National Stock Exchange of Indiaの時価総額規模から算出。

（出所）WFE、IMF

（出所）RBI

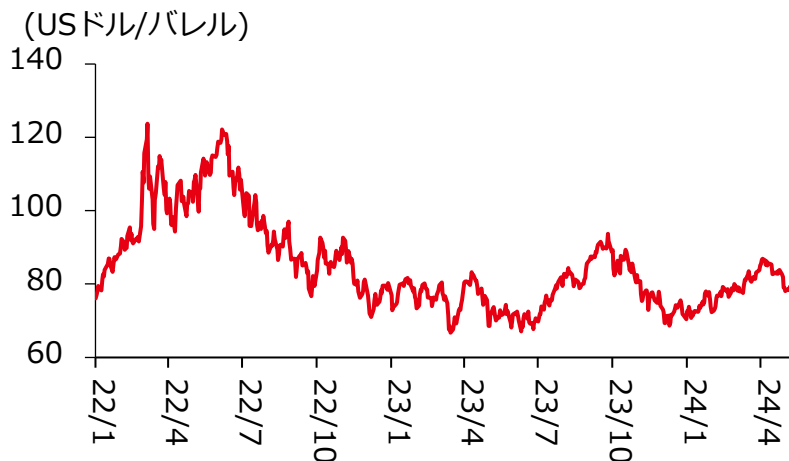
2. 国際商品市況

2024年5月度（4/16～5/15）

原油

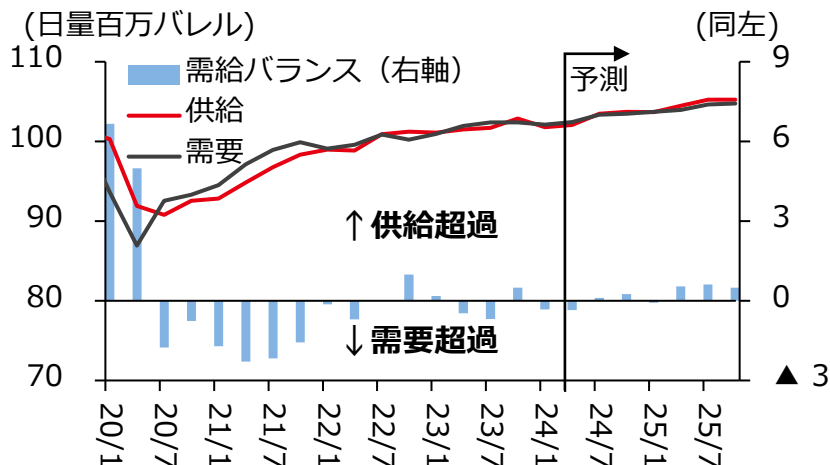
5月に入り80ドルを切る水準に

▽ WTI (期近物)



(出所) LSEG

▽ 世界の原油需給バランス



(出所) 米エネルギー情報局 (EIA) 短期エネルギー見通し (2024年5月版) より丸紅経済研究所作成

足元の動向

- 原油価格は、4月後半、おおむね80～85ドルのレンジで推移したが、5月1日に80ドル割れまで下落。米国の在庫が市場予想以上に増加したことや、中東情勢に関する過度な警戒が後退したことから、利益確定売りが入った。4月30日～5月1日の米連邦公開市場委員会 (FOMC) で政策金利が据え置かれたことも相場の重荷に。
- 供給面は、強弱材料が混在。中東情勢は、5月9日にイスラエル・ハマスの休戦協議が合意に至らず、先行きの不透明感が増したものの、原油供給に直接の影響は見られず市場の反応は限定的。また、11日にイラクの石油相がOPECプラスのさらなる減産に同意しない旨発言したが、翌日一転して、減産方針を遵守する意欲を示し前言を打ち消すなど情報が錯綜した。
- 需要面では、米中の需要回復期待が価格を下支えした。中国では労働節の旅行者数が過去最高を更新し、4月の原油輸入量も前年比+5.5%に拡大。また、全米自動車協会 (AAA) によると、米国のドライブシーズンに向け、ガソリン需要は底堅い見通し。

先行き

- OPECプラスによる自主減産の不透明感や米国等の増産を受け、供給超過が意識され始めている。一方、中東情勢への警戒感は根強く、価格は下支えされる展開が予想される。
- 米エネルギー情報局 (EIA) は5月の月報で、2024年および2025年の世界生産量を上方修正した一方、2024年の世界消費量を下方修正。2025年の世界消費量は据え置かれた。また、世界の原油需給バランスは足元の需要超過から2024年後半に供給超過に転じ、2025年も供給超過が継続する見込み。
- 当面の注目点は、6月1日に開催予定のOPECプラス閣僚級会合。同会合で6月末まで予定されている現行の自主的な追加減産体制を年後半まで延長する見方が多い。一方、7～9月に一時的に増産する余地があるとの見方も。加えて、需要国の景気動向や米金融政策の動向にも留意が必要。

銅

10,000ドルを超えて上昇

▽ 銅 (LME、3カ月物)

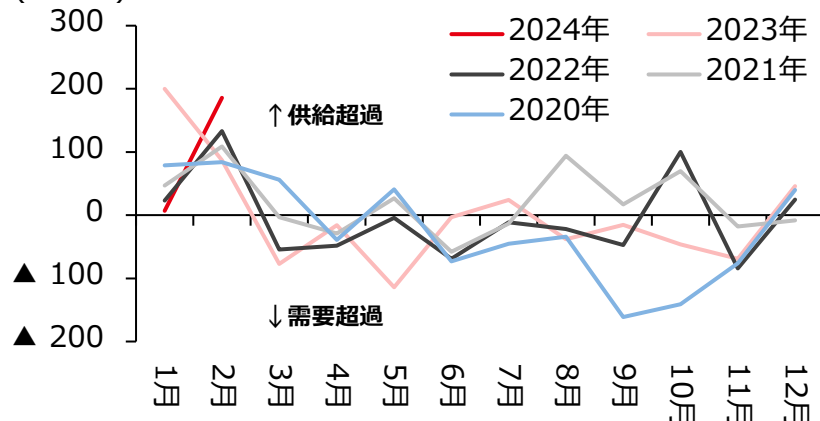
(USドル/トン)



(出所) LSEG

▽ 世界の精錬銅需給バランス

(千トン)



(注) 需給バランスは供給量から需要量を差し引いたもの

(出所) LSEG (原典WBMS: 2024年4月版)

足元の動向

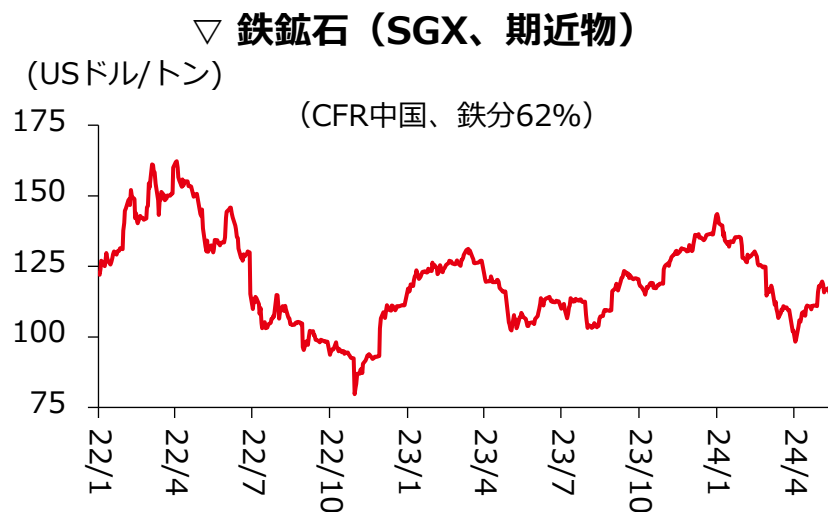
- 銅価格は上昇継続。5月15日には2022年4月以来の高値である10,401ドルをつけた。年初からの上昇率は約2割に及ぶ。足元ではニューヨーク商品取引所 (COMEX) の銅が大型の売り持ち (ショート) ポジションの解消に向けた買いから高騰し過去最高値を更新、LMEも裁定買いから上昇した。
- 供給面では、不安定さが警戒された。利益の源泉である製錬費 (TC/RC) の大幅な落ち込みから中国精錬企業の協調減産規模が拡大するとの観測や、4月中旬に発表された米英取引所におけるロシア産非鉄金属の取引制限が相場を押し上げた。
- 需要面では、中国の製造業PMIの低下が懸念視され、上値を抑えた。一方、中国はインフラ投資の資金調達に向け、1兆円相当の超長期特別国債の発行を17日に開始すると発表。産業活動の回復期待が高まっている。
- World Bureau of Metal Statisticsによると、2024年2月の精錬銅の月次需給バランスは、過去5年の同月に比べて供給過剰幅が拡大。2月の春節休暇を挟み、不動産開発やインフラ建設の需要が落ち込んだことが背景に。

先行き

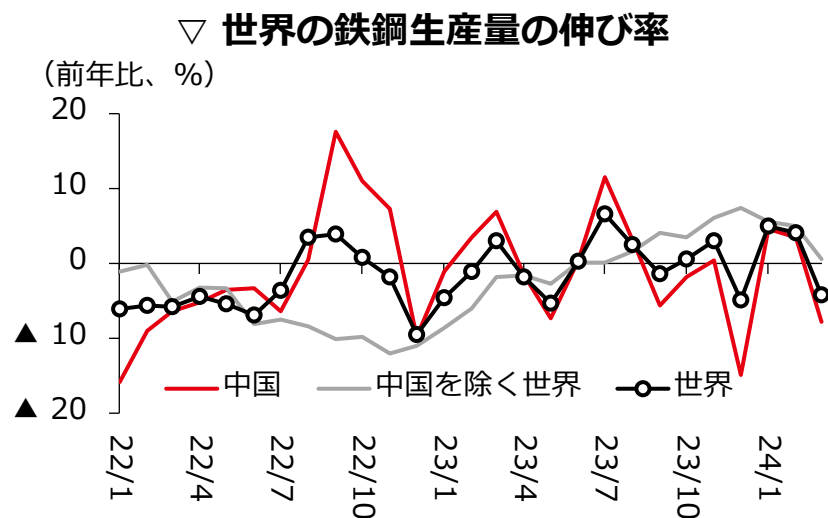
- 引き続き中国の需要に注目。供給面でも、同国銅精錬企業の減益が相次ぐ中、3月中旬に発表された協調減産の継続が見込まれる。
- COMEXのショート保持者は納期に向けて現物の確保を急いでおり、手当が進めば価格は落ち着くとみられる。なお、米国の制裁によりロシア産の受け入れが制限されていることも、上昇に拍車をかけた一因とされる。
- 中長期トレンドとしては、脱炭素潮流に注目。EVの普及や電力インフラの拡大に関する銅需要は底堅い。また、新たな動向として、AI普及などを受けたデータセンターの建設も進展しており、銅需要を押し上げるとみられる。

鉄鉱石

120ドル付近に上昇後、やや軟化



(出所) LSEG



(出所) 世界鉄鋼連盟

足元の動向

- 鉄鉱石は、5月初めに2カ月ぶりに120ドル付近に上昇した後、やや軟化した。
- 供給面では、主力鉱山では引き続き潤沢な出荷が続いている。4月に豪州とブラジルの出荷量合計が前年比+7.2%と3カ月連続で前年同月を上回り、5月第1週にも一定の増勢を維持した。ブラジルの出荷量は11カ月連続で大幅に拡大してきたが、5月第1週には減少した。一方、豪州の出荷量はサイクロンやエルニーニョ現象による影響の緩和を受け、4月に2カ月連続で拡大し、5月第1週にはさらに増勢を強めた。
- 需要面では、世界の鉄鋼生産量は3月に3カ月ぶりに前年割れしたことが市況の押し下げ要因となった。中国は前年比▲7.8%と3カ月ぶりに減少したほか、中国を除く世界も同+0.6%と増加率が大きく縮小した。鉄鋼生産量の上位10カ国を見ると、中国のほか、韓国に続き、日本も減少に転じたことが重しとなった。一方、好調さが目立つのはインド、トルコ、ドイツ、ブラジル。イランやロシアは小幅な前年超え、米国は前年並みとなった。なお、世界貿易量の7割を占める中国の鉄鉱石輸入量は、4月に前年比+12.6%と大幅に拡大した。輸入増は安値拾いが目的であるとみられており、鉄鋼生産が減少する中、鉄鉱石の港湾在庫が約2年ぶりの高水準に積み上がった。中国は総じて住宅部門を中心に需要のファンダメンタルズが依然弱い状況は変わらず。

先行き

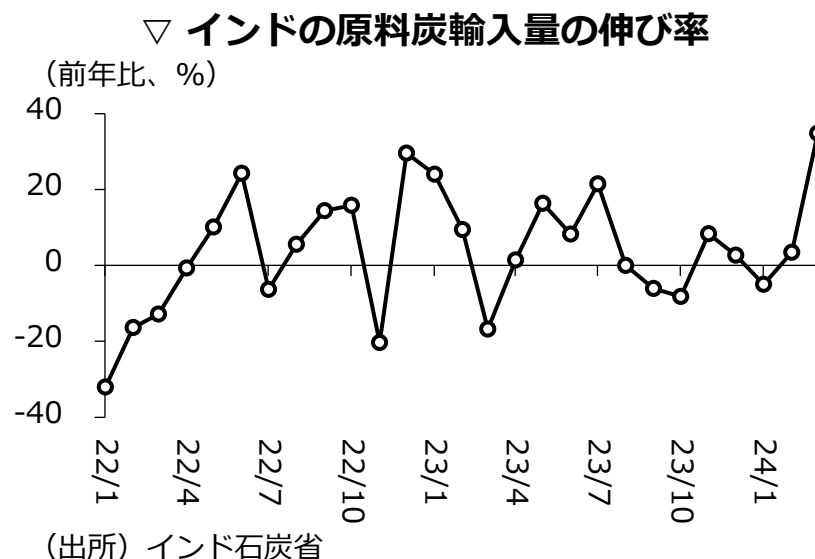
- 今後は、豪州とブラジルを中心にやや潤沢な供給が見込まれる一方、世界鉄鋼需要の回復が鈍いことが予想され、当面軟調な展開が見込まれる。需要面では、米欧での早期利下げ観測の後退や、中国での住宅不況が引き続き市況の重しとなるほか、同国の鉄鋼生産抑制策の継続（4月3日公表）、高水準の鋼材在庫の削減要請（業界団体5月10日）、記録的な鋼材輸出を巡る貿易摩擦にも留意が必要。供給面では、エルニーニョ現象の後、ラニーニャ現象が発生する可能性が高まっており、引き続き天候不安に留意が必要。

原料炭

引き続き軟調な展開



(出所) LSEG



足元の動向

- 原料炭は、需給の緩和が持続し軟調な展開が続いた。
- 供給面では、主力産地である豪州クイーンズランド州からの石炭輸出量は、3月に前年比+0.1%と増加率が縮小し、市況の下支えとなった。
- 需要面では、世界の鉄鋼生産量が減少に転じ、市況の重しとなった。世界最大の原料炭輸入国（海上輸送ベース）であるインドでは、3月の鉄鋼生産量が前年比+7.8%と好調さが持続した。同国の原料炭輸入量も同+34.8%と大幅に拡大した。一方、中国の3月の原料炭輸入量は、前年比▲1.8%（2月同+13.9%）と15カ月ぶりのマイナスとなり、鉄鋼生産の減少が響いた。原料炭輸入量のうち、カナダからが4カ月ぶりに減少したほか、米国からも伸び率が大きく縮小した。一方、中国との間で鉄道路線が強化されたモンゴルからは一定の増勢を維持、ロシアからも3カ月ぶりに拡大した。中国による豪州産の輸入は2023年2月に再開されたが、輸入量は依然限定的な水準にとどまっている。3月にはさらに大きく減少し輸入再開後2番目に低い水準を記録した。

先行き

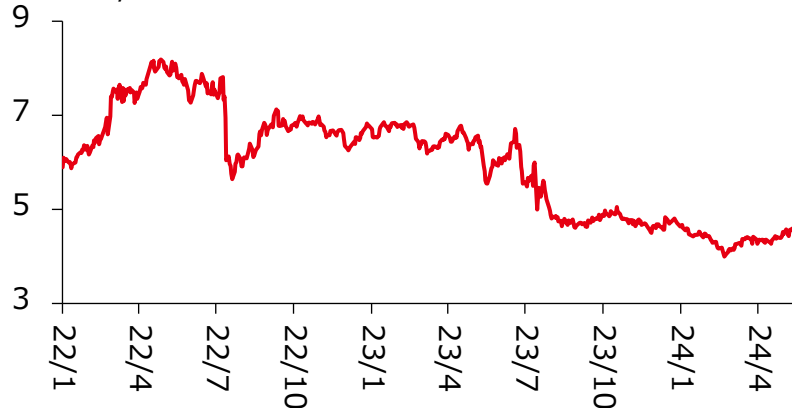
- 今後は、豪州炭に対してインドの需要が下支え要因となる一方、中国の輸入低迷が引き続き下押し要因になり、当面軟調な推移を見込む。足元では、ボルチモア港閉鎖に伴う米国石炭輸出量の減少や、炭鉱事故などの影響による中国主力産地の供給減が引き続き市況の下支え要因。他方、豪州産業・科学・資源省の見通しによれば、2024年の主要国の原料炭輸出量は豪州を中心に拡大することが見込まれている一方、輸入量は中国の減少分がインドの拡大分により補てんされ2023年並みにとどまる見通し。同省はこうした需給の緩みを背景に、価格（スポット、名目ベース）は2023年の292ドルから2024年には277ドル（2029年に向け205ドル）に下落することを予想している。一方、今年の後半には、ラニーニャ現象による影響で供給が不安定化する可能性に留意が必要。

トウモロコシ

4ドル台前半から半ばへ、足元1カ月でわずかに上昇

▽ トウモロコシ価格 (CBOT、期近物)

(USドル/ブッシェル)

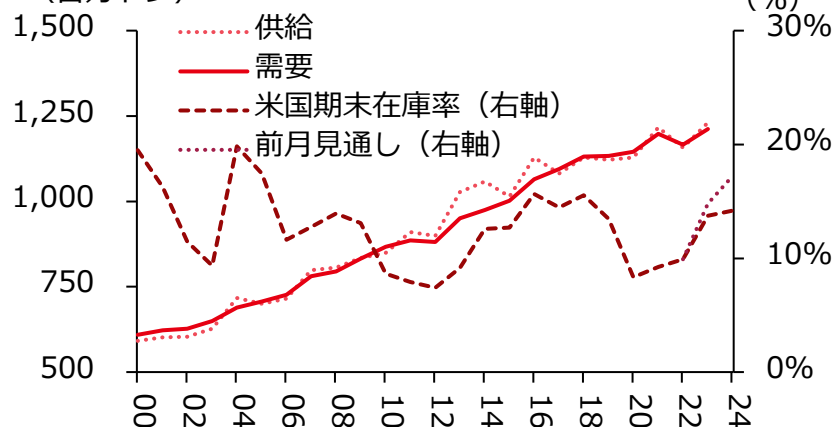


(注) 1ブッシェル=25.4012kg

(出所) LSEG

▽ 世界のトウモロコシ需給と米国期末在庫率

(百万トン)



(注) 23年度:推計、24年度:見通し、穀物年度:米農務省基準

(出所) 米国農務省 (USDA)

足元の動向

- 価格は、4.3ドル付近から4.6ドル付近へ足元1カ月でわずかに上昇。
- 期末在庫は、米農務省が5月11日に発表した需給報告では、2023/24年度米国産の見通しは51百万トン（前年度比+49%）、期末在庫率にして13.8%（前年度は9.9%）と事前予想平均を下回った。同報告では2024/25年度の米国産見通しも示され、期末在庫が53百万トン、期末在庫率が14.2%と、事前予想平均を下回った。
- 供給面では、同省需給報告において、2023/24年度の米国生産量見通し（390百万トン）は据え置かれた一方、ブラジルとアルゼンチンは下方修正（124百万トン→122百万トン、55百万トン→53百万トン）。なお、アルゼンチンのブエノスアイレス穀物取引所も病害の拡がりから同国の生産量見通しを47百万トンに下方修正しており、米農務省よりも厳しい見方を示す。ブラジルの国家配給公社は同国の生産量見通しを112百万トンにわずかに上方修正したものの、引き続き米農務省よりも厳しい見方である。なお、米農務省発表の作付進捗率は過去5年平均を下回る。
- 需要面では、同省発表の2023/24年度の5月半ばまでの累積の輸出検証高と輸出成約高はいずれも過去5年平均並み。同省需給報告では、2023/24年度の米国産輸出量見通しおよび米国内需要量見通しはいずれも上方修正。2024/25年度は前年度をわずかに上回るとの見通し。ただし、中国の輸入量は中国政府見通しよりも多く見積もられている。

先行き

- 供給面では、南米の生産量がもう一段下方修正される可能性を孕むものの、それを踏まえても前年度比で供給は潤沢。2024/25年度の米国産の作付進捗は、降雨により遅れが見られるため、大豆への作付シフトの可能性に留意。需要面では、米国産の輸出向け需要は過去5年平均並みと見通されるが、中国政府の見通しとの乖離には注意が必要。今後は、米国の天候と米国産の中国向け輸出動向を睨みつつ、強含む展開を予想。

(注) 百万トン以下を四捨五入して表記したため、出所と数値がずれている場合がある。

大豆

上昇の後、足元は12ドル付近に下落

▽ 大豆価格 (CBOT、期近物)

(USドル/ブッシェル)

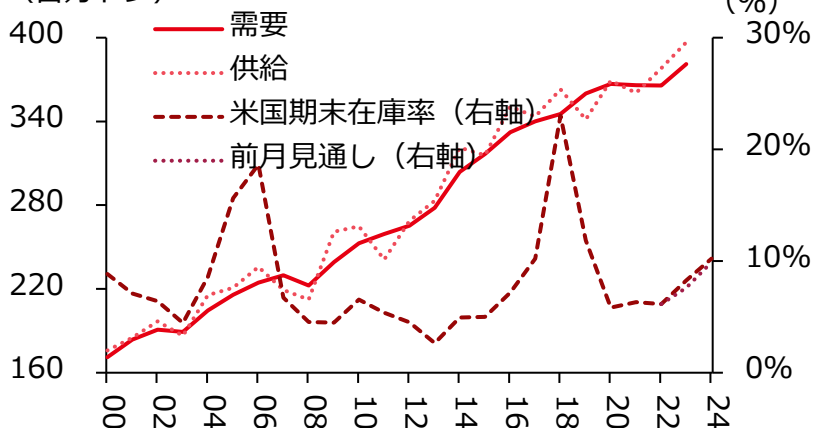


(注) 1ブッシェル=27.2155kg

(出所) LSEG

▽ 世界の大豆需給と米国期末在庫率

(百万トン)



(注) 23年度:推計、24年度:見通し、穀物年度:米農務省基準

(出所) 米国農務省 (USDA)

足元の動向

- 価格は、4月後半以降上昇したものの、その後下落し足元は12ドル付近。
- 期末在庫は、米農務省が5月11日に発表した需給報告では、2023/24年度米国産の見通しは9.3百万トン（前年度比+29%）、期末在庫率にして8.3%（前年度は6.1%）と据え置かれ、事前予想平均と同程度。同報告では2024/25年度の米国産見通しも示され、期末在庫が12百万トン、期末在庫率が10.2%と、事前予想平均を下回った。
- 供給面では、同省需給報告において、2023/24年度の米国、アルゼンチンの生産量見通し（113百万トン、50百万トン）は据え置かれた。一方、ブラジルの生産量見通しは干ばつを背景に下方修正（155百万トン→154百万トン）された。ブラジルの国家配給公社は天候の改善を受けて同国の生産量見通しを148百万トンにわずかに上方修正したものの、依然として米農務省よりも厳しい見方を示す。なお、米農務省発表の作付進捗率は過去5年平均並み。
- 需要面では、同省発表の2023/24年度累計の輸出検証高と輸出成約高はいずれも過去5年平均を下回る水準。同省需給報告では、2023/24年度と2024/25年度共に、米国産輸出量見通しは過去5年平均を下回る一方、米国内需要量見通しは上回る。

先行き

- 供給面では、南米の生産量の下方修正観測が依然として燻るものの、仮に修正されても供給量に不足感はない。2024/25年度の米国産は、作付遅延に伴うトウモロコシから大豆への作付シフトにより現在の見通しを上回る増産となる可能性がある。需要面では、2023/24年度から2024/25年度を通じて米国内需要の拡大が見通されるものの、米国産の輸出向け需要が強くない見込み。今後は、現時点で潤沢な生産見通しが価格を下押すが、米国内需要の拡大が下支えとなり底堅く推移しよう。

(注) 百万トン以下を四捨五入して表記したため、出所と数値がずれている場合がある。

Marubeni

丸紅経済研究所

〒100-8088 東京都千代田区大手町1丁目4番2号

<https://www.marubeni.com/jp/research/>

(免責事項)

- 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- 本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰属するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
- 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。
- 本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど（以下「情報」といいます）は、当社の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用および引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で、複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。