

# Economic & Market Update

## 2024年 4月 号

**Marubeni**

丸紅經濟研究所

2024年 4月 16日

# Economic & Market Update

2024年 4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](mailto:research@marubeni.com)

# 1. 世界経済

2024年 4月度（～4/10）

---

## 現状・展望・注目点

### 最大の注目点は米国の利下げ時期

#### 現状：米国は景気堅調でインフレ圧力長期化懸念。中国・ユーロ圏は弱めの成長。

- 米国：インフレ沈静化に伴う実質賃金の増加などを受け個人消費は依然増加基調を維持、インフレ圧力長期化の懸念も。
- 中国：鈍い景気回復。住宅市場は一段と悪化。個人消費が弱い中、内需は財政出動に伴うインフラ建設など公需依存傾向に。
- ユーロ圏：インフレが鎮静化する中でも高めの政策金利が維持され、個人消費などを圧迫。ドイツ経済の弱さがユーロ圏全体の重しに。
- 日本：春闘の賃上げは前年を上回る勢い。日銀は非伝統的金融政策から伝統的な短期金利操作に軸足をシフト。当面は緩和的な金融環境が続く見通し。
- ASEAN：外需減速と高金利が続く中、減速するも底堅い成長。インフレが沈静化する中でも通貨安の懸念から金融緩和に対する慎重姿勢を維持。
- インド：外需が減速するも、GDPに占める比率の高い内需がけん引する形で高成長が続く。インフレ率は6カ月連続で中銀の中期目標レンジ内で推移。

#### 展望・注目点：米国の利下げ時期に注目。金融政策は多くの国で米国の政策判断に影響を受ける見通し。

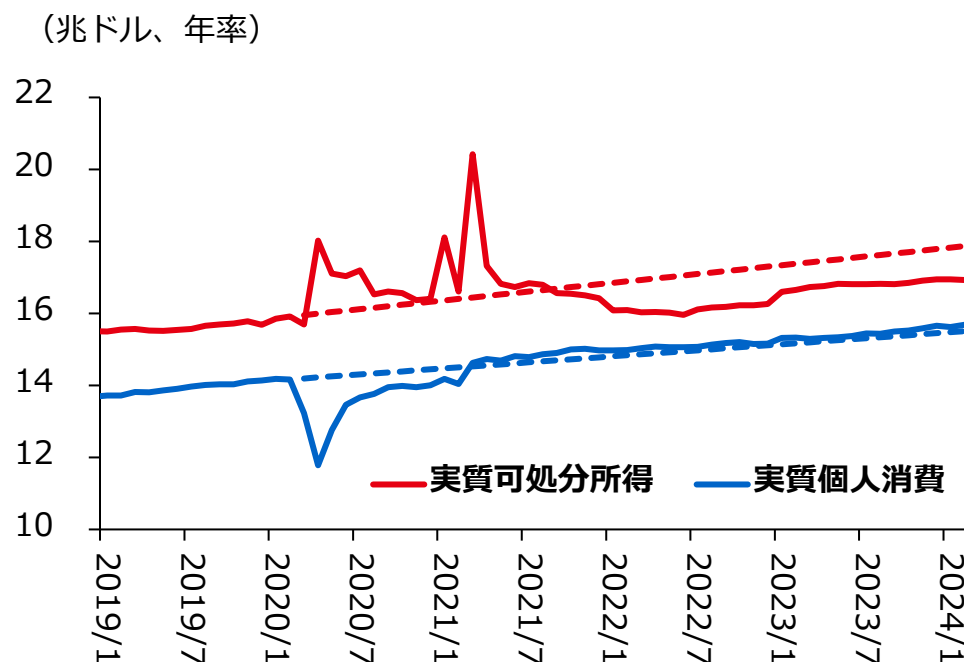
- 米国：インフレの先行きに注目。インフレ目標達成に向けた進捗が芳しくない場合、当局が利下げに踏み切るタイミングは後ずれする可能性が高まる。
- 中国：5.0%程度の経済成長など野心的な経済運営目標設定。住宅市場低迷・財政悪化・中小金融機関の脆弱性が重しとなる中、目標達成に向けた政策執行状況に注目。
- ユーロ圏：高金利を受け融資残高は欧州債務危機時以来の低い伸び率に。市場では6月利下げという見方が優勢。
- 日本：海外経済減速・人手不足を懸念し、短観の「先行き」は、大企業製造業・非製造業ともに悪化。しかしデジタル化の進展もあり、2024年度の設備投資額は前年度比+4.5%と底堅く伸びる見通し。
- ASEAN：堅調な内需と持ち直しつつある外需により景気回復が進む見通し。通貨安への警戒から米国の利下げ開始まで金融引き締めを維持する国が多いとみられる。
- インド：4%のインフレ目標達成を確実とした後、24年半ばの利下げ開始を見込むが、米国の利下げ後に後ずれする可能性も。財政赤字は縮小傾向が続く見込み。

## 現状

## 米景気をけん引する個人消費は依然として底堅い増加基調を維持

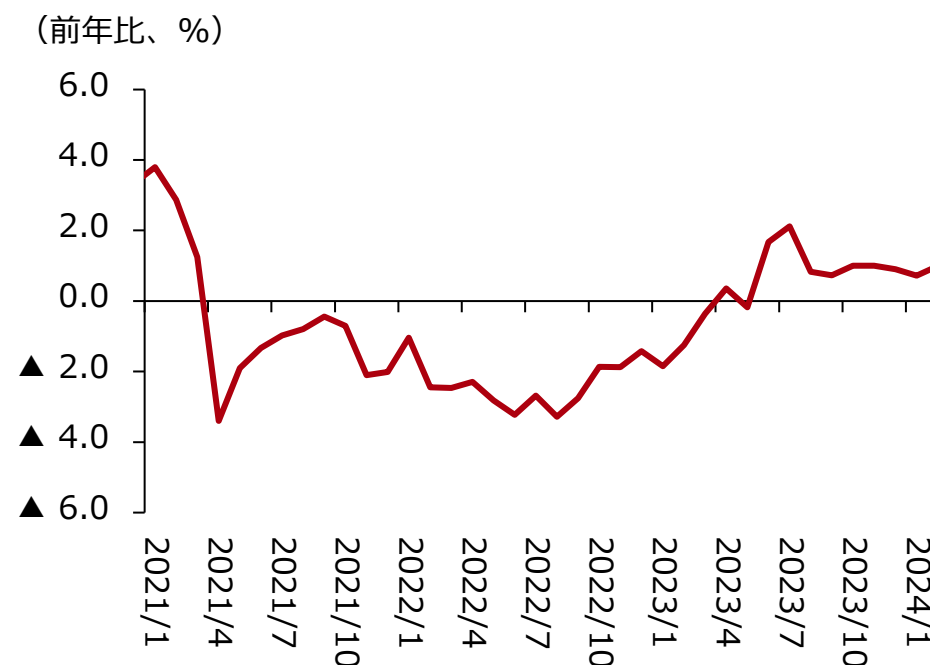
- **個人消費は堅調に増加**：現状、経済成長のけん引役である個人消費は底堅い増加基調を維持している。内訳を見ると、コロナ禍以後は大幅に上振れていた耐久財消費が概ね頭打ちとなった一方で、サービス消費の伸びが際立つ。サービス消費の堅調ぶりは米経済の先行きにとり好材料だが、一方でインフレのけん引役となっているサービス価格の上昇圧力に繋がるとの懸念も。
- **実質賃金のプラス転化が押し上げ要因**：個人消費が堅調に推移する一因として、名目賃金上昇・高インフレの沈静化に伴う実質賃金上昇の定着が挙げられる。労働市場の急減速が無い限り、実質賃金は当面プラス圏で推移する見込み。

## ▽可処分所得・個人消費（実質値）



(注) 点線はコロナ禍前のトレンドに基づく所得・消費の予想値を示す  
(出所) 米商務省より丸紅経済研究所作成

## ▽実質平均時給



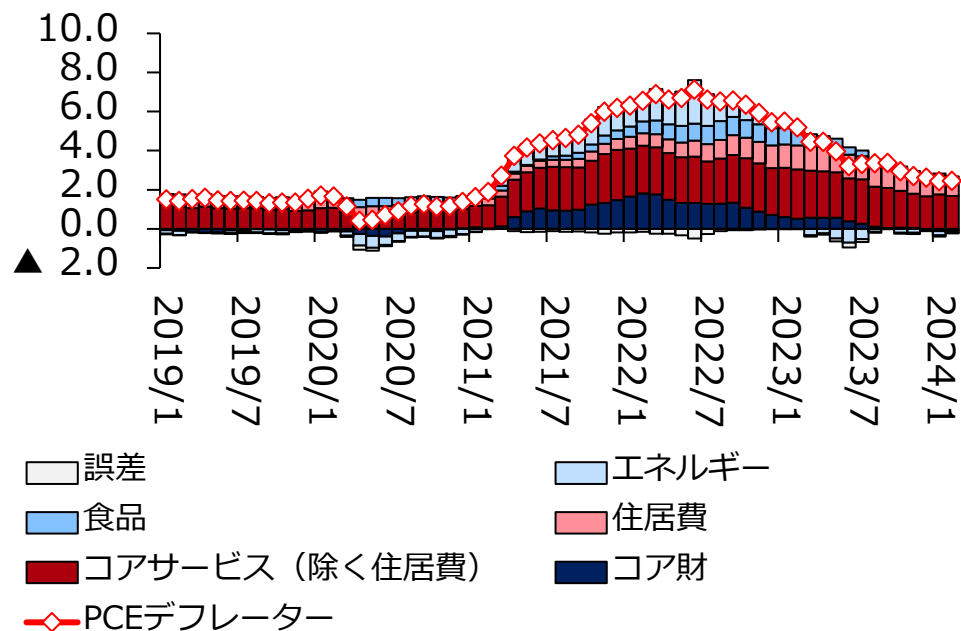
(注) 名目平均時給を消費者物価指数 (CPI) により実質化したもの  
(出所) 米労働省

## 展望・注目点

### 先行き最大の焦点はインフレ沈静化の進捗

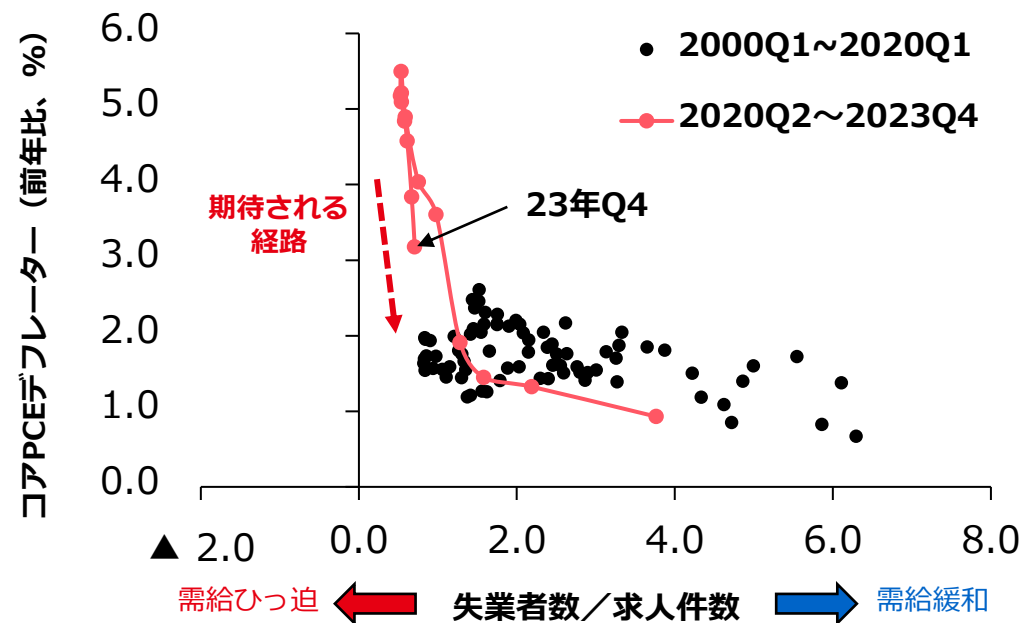
- 注目点①インフレ長期化の可能性**：PCEデフレーターは22～23年にかけて緩やかに低下し、金融政策当局の物価目標（年平均+2.0%）に接近しつつあるが、24年初頭以降はインフレ圧力再燃の可能性を示す兆候が確認されている。今後も物価目標の達成に向けた進捗が芳しくない状況が継続した場合、当局が利下げに踏み切るタイミングは後ずれする可能性が高い。
- 注目点②労働市場の動向**：労働市場において需給のひっ迫感がなおも残る中、これと相関する形でインフレ率（特に、賃金動向の影響を受けやすいとされるサービス価格上昇率）も高水準で推移している。ひっ迫感は解消に向かうものの、現状そのペースは緩やか。

▽物価指数：PCEデフレーター



(出所) 米商務省より丸紅経済研究所作成

▽インフレ率 × 労働需給のひっ迫度



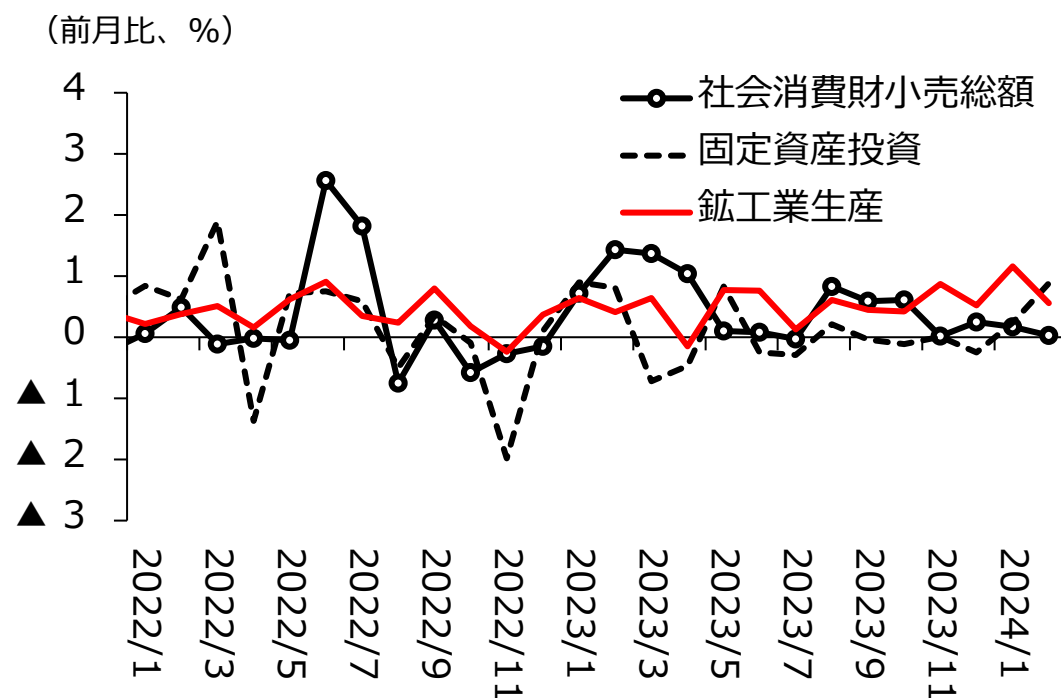
(出所) 米労働省より丸紅経済研究所作成

## 現状

## 主要経済指標は景気回復の鈍さを示唆、住宅市場は一段悪化

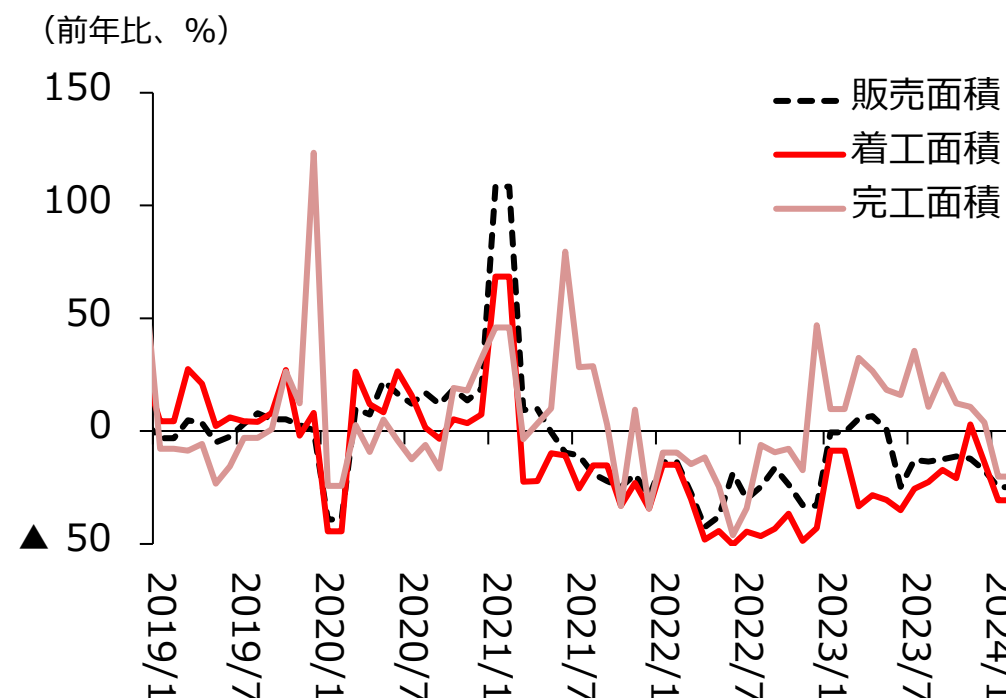
- 主要経済指標**：地方債発行の前倒しや新規国債の発行を財源とした公共投資を受け、2月の固定資産投資の伸びが前月比で加速したほか、鉱工業生産も底堅さを維持。一方、社会消費財小売総額の伸びがゼロ付近まで鈍化。コロナ禍で抑制されていた繰り越し需要が一巡する中、内需は財政出動を裏付けとしたインフラ建設などの公的需要に依存する傾向が強まる形に。
- 住宅市場**：1～2月（累計）は新築住宅の販売面積、新規着工面積とも前年同期比で大幅に減少。回復傾向にあった完工面積も14カ月ぶりに前年割れに。2月の70主要都市の新築住宅販売価格は、前月比▲0.4%と9カ月連続で下落、下落は59都市（前月比+3都市）に。

## ▽主要経済指標



(出所) 中国国家统计局 直近：2024年2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2月

## 展望・注目点

### 全人代で野心的な経済運営目標が決定、今後の経過に注目

- 全人代の主な決定事項と今後の展望**：全人代（国会、3/5～11）で、2024年の経済・社会運営方針や政府予算、国务院組織法の改定が承認された。2024年の実質GDP成長率目標が「前年比+5.0%程度」と野心的な設定となったほか、特別地方債の増額、今後数年にわたる超長期特別国債の発行、大きめの規模の流動性供給など景気刺激的な金融・財政政策を行う姿勢も示された。また、住宅部門支援策として、開発企業の合理的な資金需要への対応や、住宅需要の創出を目的とした都市化推進奨励金などが打ち出された。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足かせとなる中、諸施策の今後の執行状況や景気動向に注目。

#### 全人代で決定された主な目標

諸目標・政策方針		2023年目標	2024年目標	
経済目標	実質GDP成長率	+5%前後	+5%前後	➡
	消費者物価指数（CPI）上昇率	+3%前後	+3%前後	➡
	都市部の新規雇用創出	1,200万人以上	1,200万人以上	➡
	失業率（調査ベース）	5.5%前後	5.5%前後	➡
財政政策	財政赤字（GDP比）	3.0%	3.0%	➡
	特別地方債（インフラ建設など）	3兆8000億元	3兆9000億元	⬆
	超長期特別国債	—	重大プロジェクト向けの超長期特別国債を今後数年にわたり発行 24年は1兆元の予定	⬆
金融政策	M2・社会融資総額の増加率	≒名目GDP成長率	実質GDP成長率目標+物価上昇率目標と一致	⬆

（出所）2024年中国経済社会運営方針や中央・政府予算等より作成 ➡：23年目標と同様 ⬆：23年目標対比で規模拡大/新設

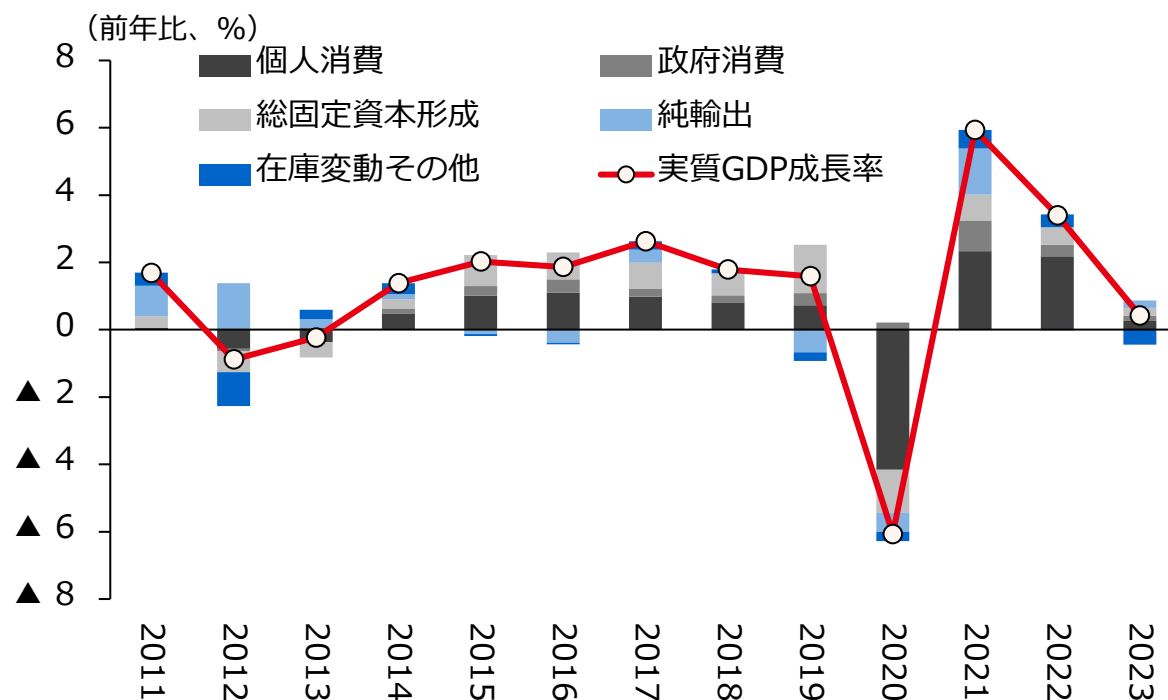


## 現状

## 低成長にとどまるユーロ圏経済

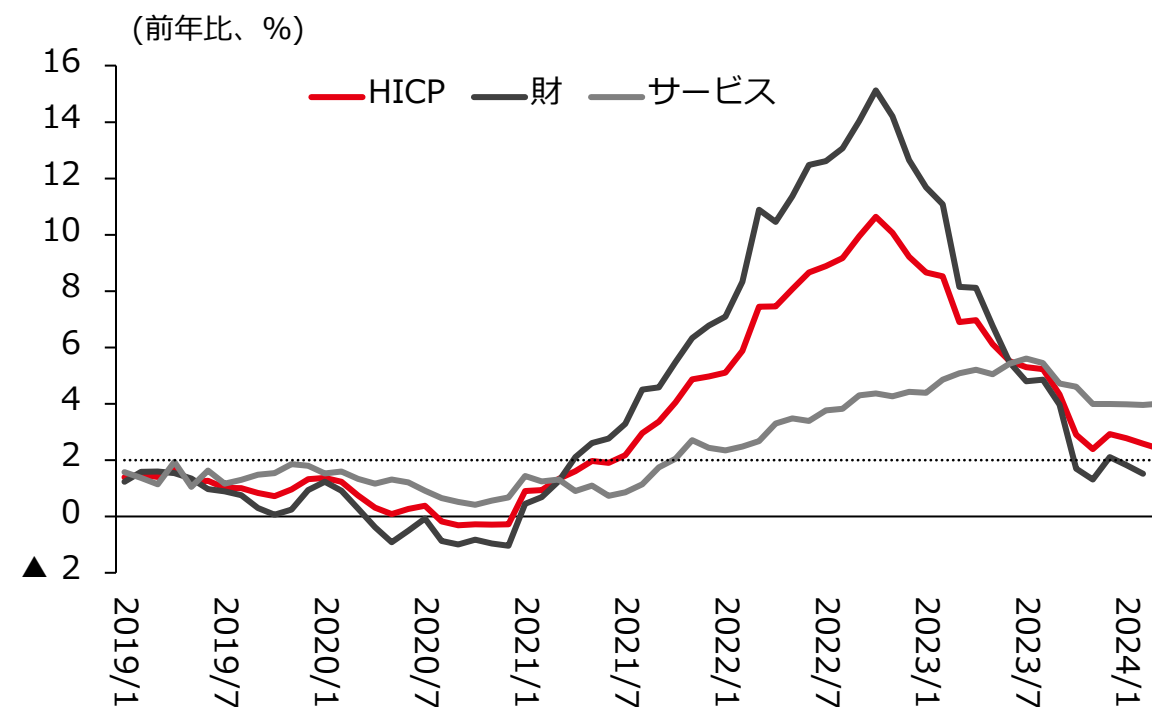
- **低成長にとどまるユーロ圏経済**：ユーロ圏の2023年実質GDP成長率は、前年比+0.4%（2022年同+3.4%）の低成長にとどまった。政策金利が高水準で推移している上、足元の個人消費関連指標なども弱い。ドイツ経済の持ち直しの動きが弱く、2024年も低成長と見られる。
- **消費者物価（HICP）**：ユーロ圏の2024年3月HICP上昇率は、前年比+2.4%（2月同+2.6%）と伸び率が縮小した。項目別では、エネルギーが前年比▲1.8%（2月同▲3.7%）と前年割れだが、サービスは同+4.0%（2月同+4.0%）と高水準で推移した。

## ▽実質GDP成長率（需要項目別）



(出所) 欧州連合統計局より経済研究所作成

## ▽消費者物価（HICP）上昇率



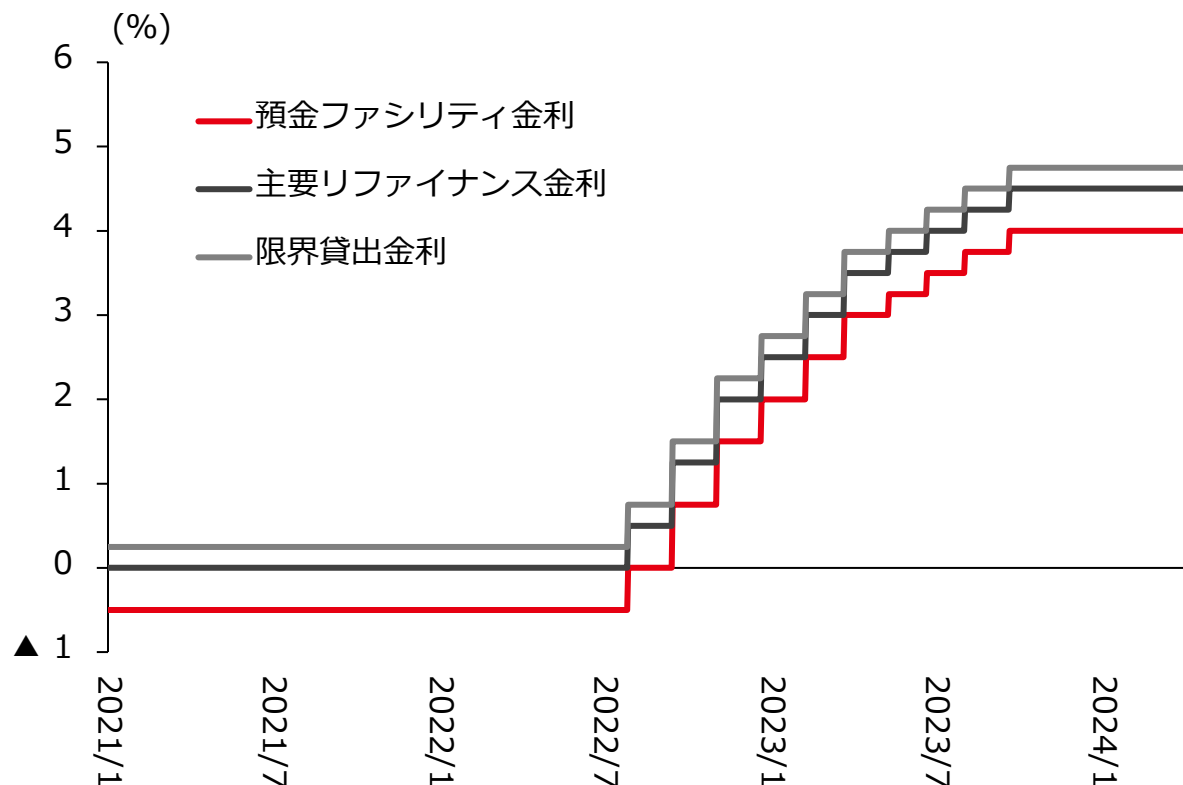
(出所) 欧州連合統計局より経済研究所作成

## 展望・注目点

### 6月利下げという見方が優勢

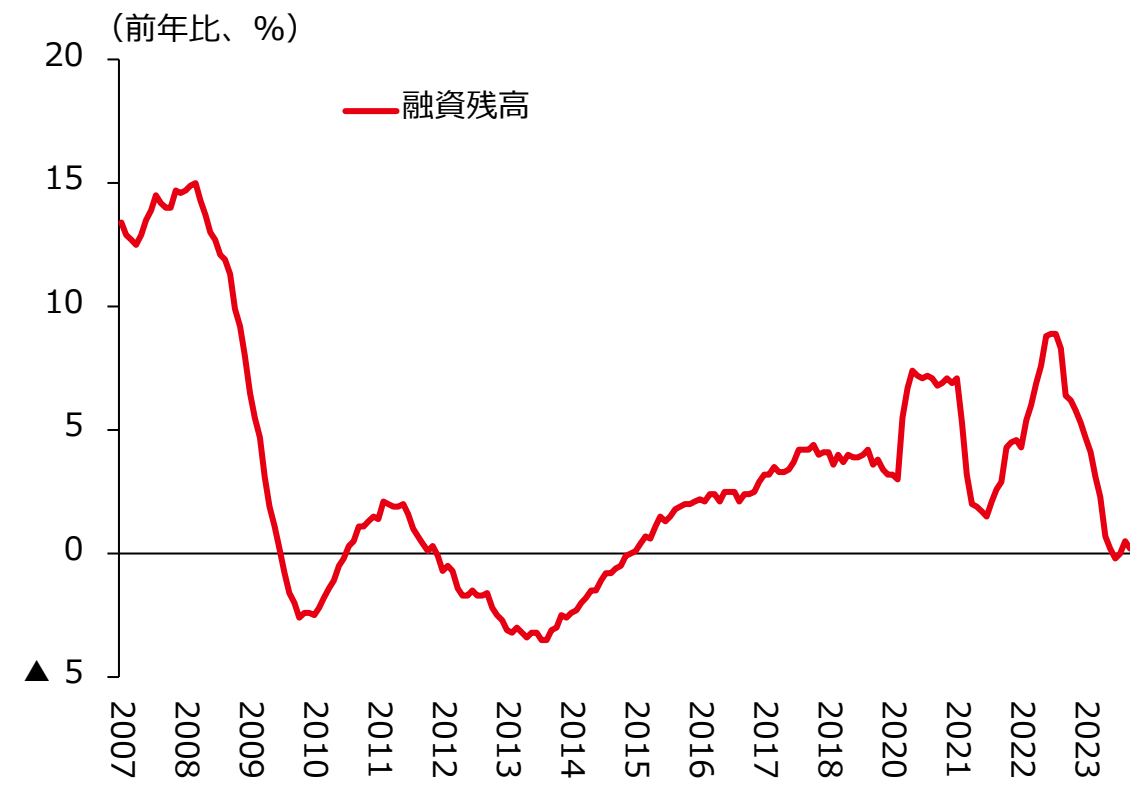
- **政策金利**：欧州中央銀行（ECB）の政策金利は、HICPの伸び率が縮小傾向にある中でも、4%台の高水準で推移。市場では6月にECBが利下げを実施するという見方が強い。
- **融資**：欧州債務危機以来の融資残高の低い伸び率にとどまっている。欧州中央銀行（ECB）が銀行貸出調査などで高金利による企業の資金需要の低下などに言及したことなどから、利下げが実施された場合、金融機関による融資が増加し、同圏内の企業による設備投資の増加が期待される。

#### ▽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）



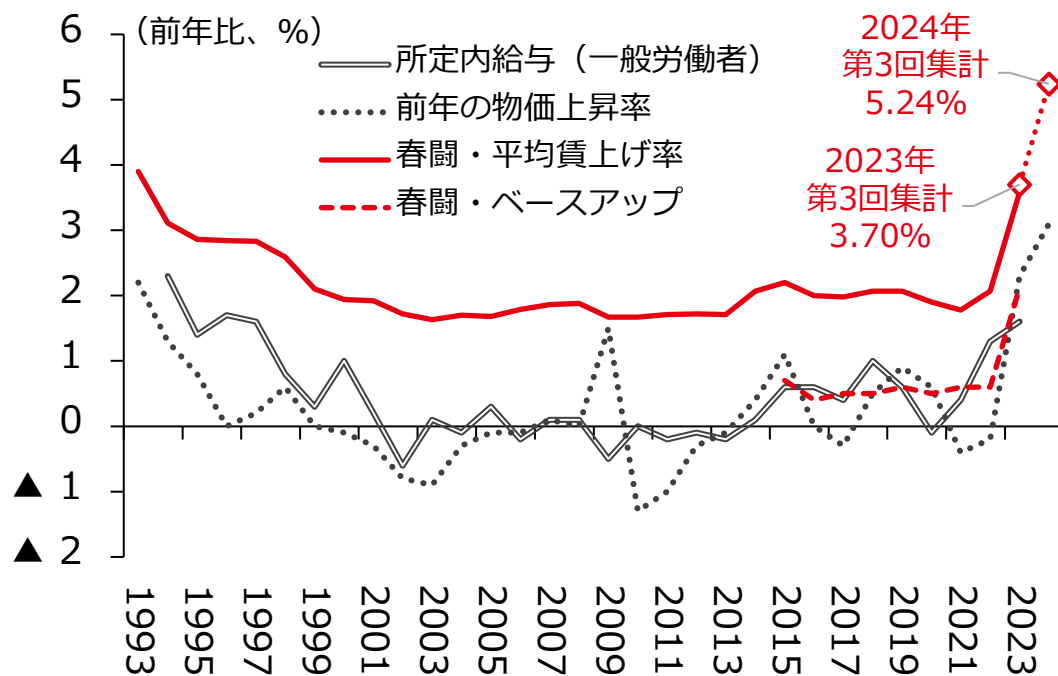
(出所) 欧州中央銀行より経済研究所作成

# 現状

## 春闘の賃上げは前年を上回る勢い、日銀は3月会合で異次元金融緩和策の見直しを決定

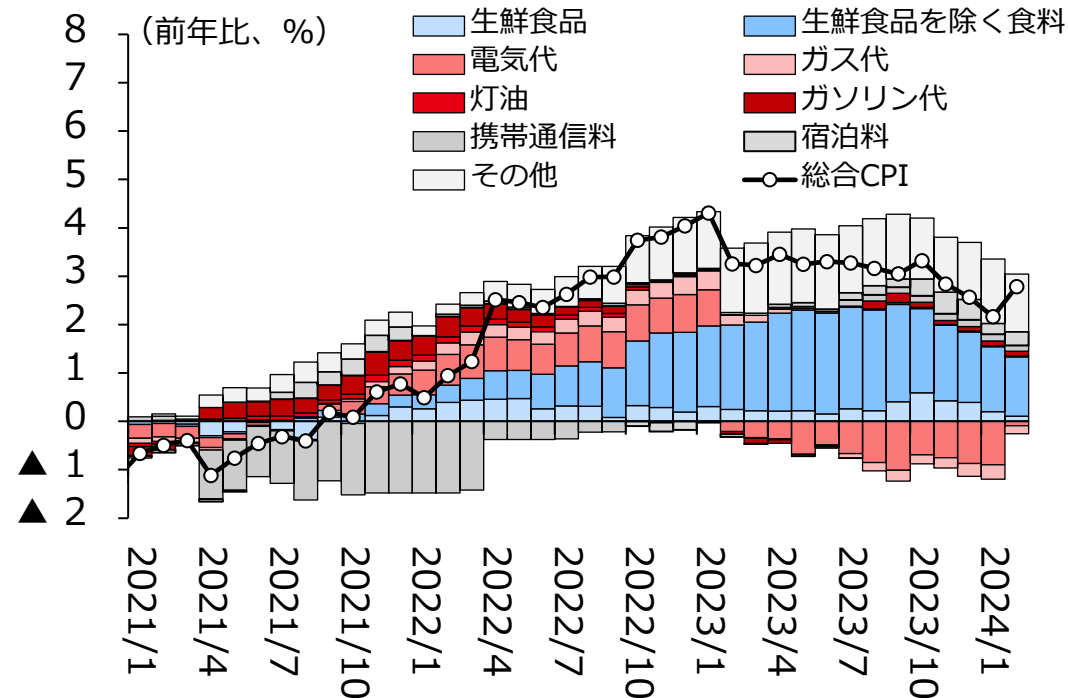
- **賃上げ**：春闘の平均賃上げ率は第3回集計時点で5.24%（ベースアップは3.63%）と前年を上回る伸び。中小組合も4.69%と高い伸び。
- **物価**：2月のコアCPIは前年比+2.8%と政策要因（政府のエネルギー価格抑制策に伴う押し下げ効果）の剥落により上昇率が再拡大。
- **金融政策**：日銀は3月の金融政策決定会合で、異次元金融緩和策の見直し（マイナス金利の解除、イールドカーブ・コントロールの撤廃、一部リスク資産の買入れ停止）を決定し、今後は短期金利の操作を主たる政策手段とする方針。当面は緩和的な金融環境が続く見通し。

▽春闘（平均賃上げ率）



(出所) 日本労働組合総連合会 (連合)

▽消費者物価（CPI）



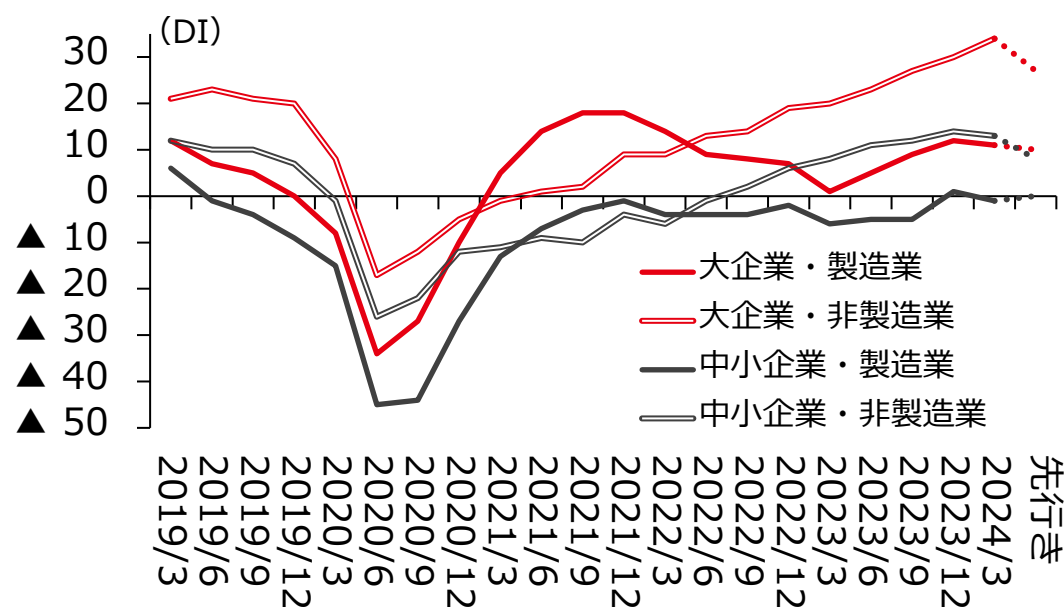
(出所) 総務省

## 展望・注目点

### 日銀短観：24年度の経常利益は減益となる一方、設備投資は底堅く伸びる見通し

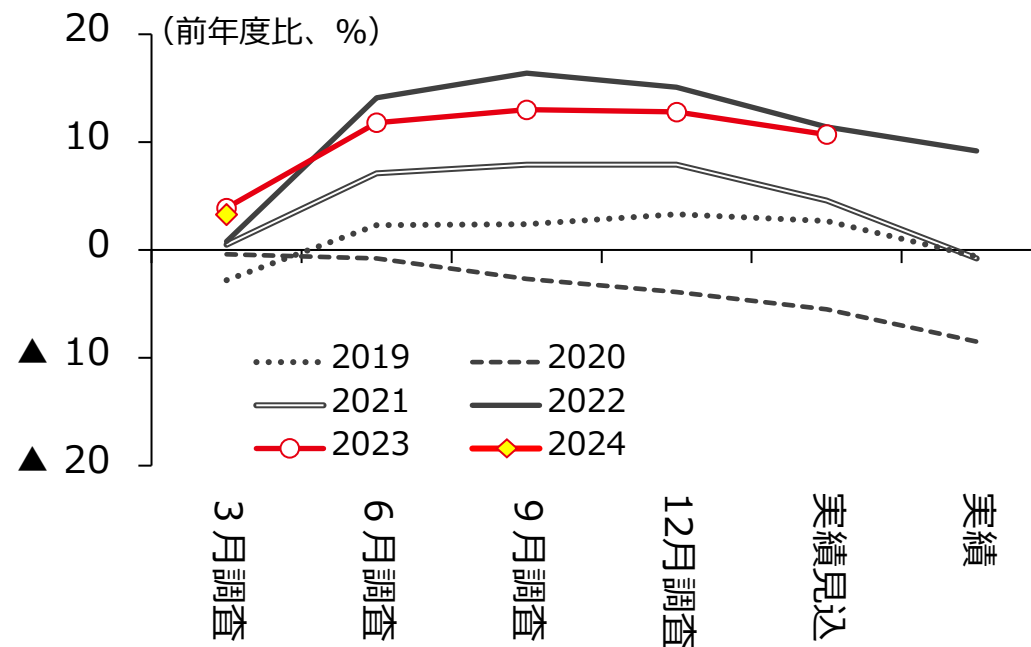
- 業況判断DI**：大企業・製造業の業況判断DIは4四半期ぶりに悪化。一部自動車メーカーの不正問題に伴う工場稼働停止の影響により、自動車を中心に関連業種で悪化。大企業・非製造業は好調なインバウンドなどを背景に8四半期連続で改善。先行きは、自動車生産の影響は一時的とみられるものの、海外経済の先行き不透明感や人手不足への懸念などを背景に製造業・非製造業いずれも悪化。
- 設備投資計画**：24年度の経常利益は同▲3.0%と減益に転じる予測だが、設備投資は同+4.5%と底堅い伸びが見込まれている。世界経済の減速が重しとなる中でも、デジタル化の進展を追い風にソフトウェア投資は同+6.6%と引き続き高い伸びが継続する見通し。

▽業況判断DI



(注) 業況判断DIは、景況感が「良い」と答えた企業の割合から「悪い」の割合を引いた値 (回答期間：2/27~3/29)  
(出所) 日本銀行

▽設備投資計画



(注) 全規模・全産業の設備投資額 (含む土地投資額)  
(出所) 日本銀行

## 現状

## 景気減速が進むも底堅く推移

ASEAN主要国：23Q4は、外需の減速と高金利環境が続く中でも内需の回復を主因に前期から成長率が持ち直した。インフレが沈静化する一方で通貨は対ドルで安値圏に留まっており、金融当局は総じて金融緩和に対する慎重姿勢を守っている。

## ▽ ASEAN主要国の経済・物価・為替・金利

	GDP成長率 (23Q4、前年比)	平均成長率 (15-19年)	インフレ率 (3月、前年比)	インフレ 目標	対ドル為替 (3月末、年初来)	政策金利 (3月末時点)	政策金利の底 (22年以降の最低値)
インドネシア	+5.0% (+0.0%pt)	+5.0%	+3.0% (レンジ内)	1.5~3.5%	▲2.87%	6.00% (+2.50%pt)	3.50%
タイ	+1.7% (▲1.7%pt)	+3.4%	▲0.5% (下回る)	1.0~3.0%	▲5.47%	2.50% (+2.00%pt)	0.50%
フィリピン	+5.5% (▲1.1%pt)	+6.6%	+3.7% (レンジ内)	2.0~4.0%	▲1.37%	6.50% (+4.50%pt)	2.00%
マレーシア	+3.0% (▲1.9%pt)	+4.9%	+1.8% (注) (下回る)	2.0~3.0%	▲2.81%	3.00% (+1.25%pt)	1.75%
ベトナム	+5.7% (注) (▲1.4%pt)	+7.1%	+4.0% (下回る)	4.5%	▲2.22%	4.50% (+0.50%pt)	4.00%
シンガポール	+2.2% (▲1.0%pt)	+3.2%	+3.4% (注) (上回る)	2.0%弱	▲2.20%	—	—

(注) カッコ内表記はGDP成長率が平均成長率との比較。インフレ率がインフレ目標との比較、政策金利が最低値との比較。ベトナムのGDPは24Q1、マレーシア、シンガポールのインフレ率は2月。シンガポール金融管理局（MAS）は明示的な物価目標を置いていないが、コアインフレ率は2.0%弱が望ましいという認識を示している。

(出所) CEIC、LSEG、各国中銀

## 展望・注目点

### 堅調な内需と持ち直しつつある外需により景気回復が進む

**景気動向**：個人消費や観光業の強さが継続。中国経済の減速を背景に低迷していた輸出についても23年半ばに底を打ち、足元で持ち直しの兆しが見られる。落ち込みの続くタイの製造業PMI（企業景況感）は3月に49.1（2月45.3）と持ち直したが、依然50を下回る。

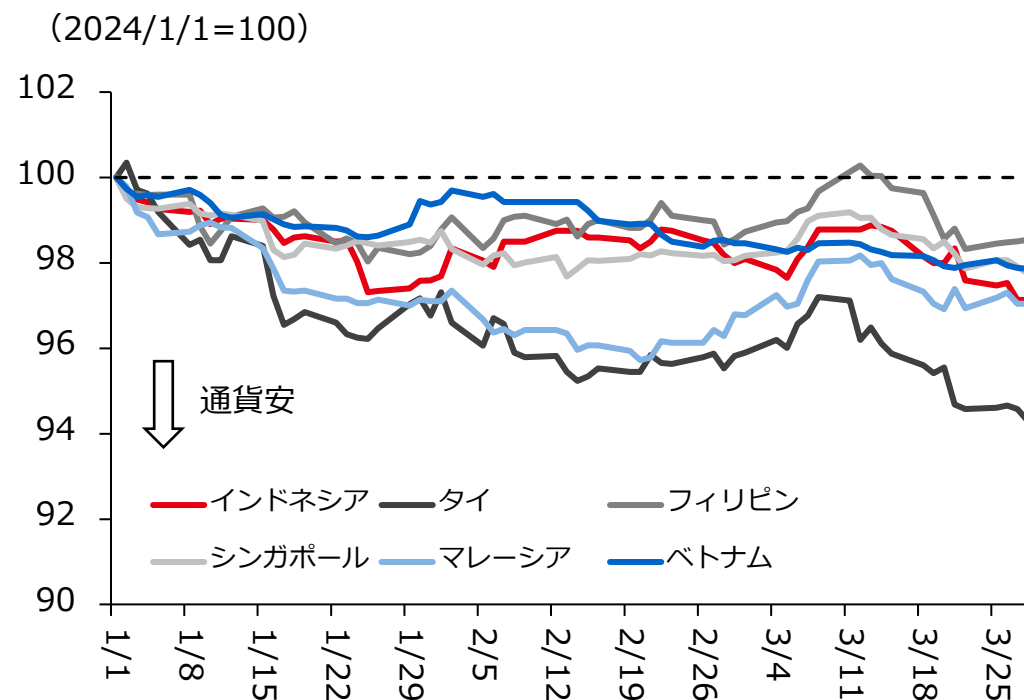
**為替相場**：米国の利下げ観測がくすぶる中でも、ASEAN主要国通貨の対ドルレートは安値圏での推移が続く。景気低迷を背景に政府の利下げ圧力が強まるタイのバーツは特に大きく下落した。通貨安を警戒する各国中銀の姿勢は継続しており、多くの国は米国の利下げ開始まで引き締めを維持する公算が大きい。

#### ▽企業景況感（PMI）

国名	PMI(3月)	経済トピックス・注目点
シンガポール	56.8 (2月)	2月16日に24年度（24/4~25/3）予算案を発表。歳出は1,118億SGD（前年度比+4.6%）。7年ぶりの財政黒字を見込む。
インドネシア	54.2	2月末時点で24年度首都移転予算（39.3兆ルピア、対GDP比0.2%）の執行率は5.8%。
フィリピン	50.9	「企業復興税優遇法（CREATE）」の改正案が下院で可決（3月18日）し、上院審議へ。企業向けの税控除基準などに不透明な面も。
ベトナム	49.9	輸出は米国向けを中心に持ち直し。海外直接投資が旺盛な一方、国内企業の設備投資や住宅市場などは勢いに欠ける。
タイ	49.1	24年度（23/10~24/9）予算が3月に議会で可決。歳出は3.5兆バーツ（前年度比+9.3%）。
マレーシア	48.4	政府・中銀はリンギ安対策の継続方針を改めて表明（為替介入、企業への国産品購入や国内資本市場への投資要請）

(注) PMIは製造業（シンガポールは総合）。50を節目に景気拡大・縮小を示唆。  
(出所) LSEGなど

#### ▽為替動向（対ドル）



(出所) LSEG

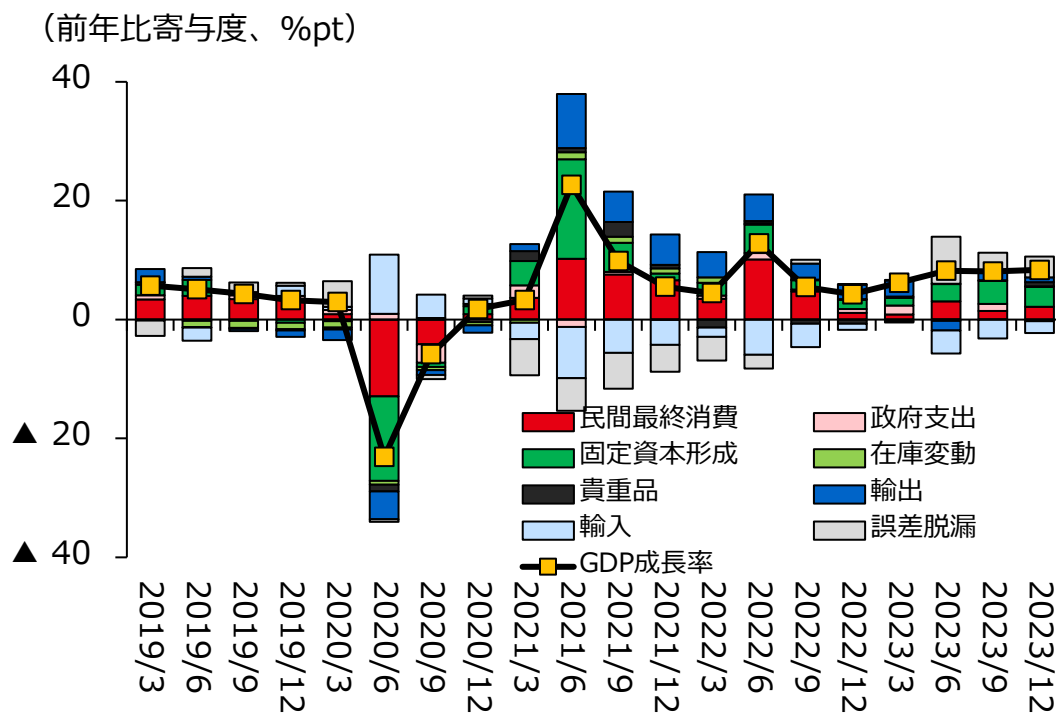
# 現状

## 内需主導の高成長が続く

**GDP**：23Q4は前年比+8.4%（前期同+8.1%）と高い成長率を維持。都市部を中心とした個人消費の底堅さやインフラ開発などを含む固定資本形成の堅調さが景気をけん引した。一方で輸出は前年比+3.4%（前期同+5.3%）と前期から伸び幅が縮小。

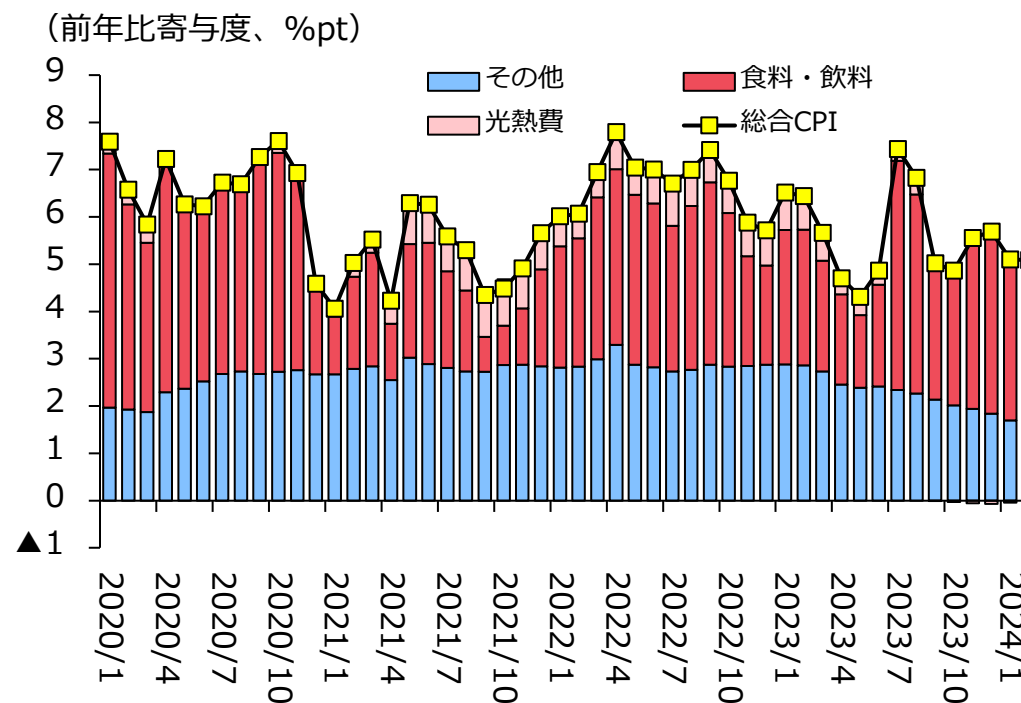
**インフレ**：2月の消費者物価指数（CPI）は前年比+5.1%（前月同+5.1%）と中銀の中期目標レンジ（ $4 \pm 2\% = 2 \sim 6\%$ ）内に6カ月連続で収まった。CPIウェイトの5割近くを占める食料・飲料が同+7.8%（前月同+7.6%）と加速した一方、光熱費は同▲0.8%（前月同▲0.6%）と低下率が拡大した。

▽実質国内総生産（GDP）



(出所) CEIC

▽消費者物価指数（CPI）



(出所) CEIC



## 展望・注目点

### 利下げ開始は24年半ばを見込むが、米国の金融政策動向が左右

**金融政策**：4月の金融政策決定会合では、主要政策金利を6.50%に据え置いた（7会合連続）。インフレ率は6カ月連続で中期目標レンジ（4±2%）に収まっているが、天候・地政学リスクなどの不透明感を挙げ、4%の目標達成が確実となるまで引き締めを維持する姿勢をとっている。利下げ開始は24年半ばを見込むが、米国の利下げ開始時期次第で後ろ倒しの可能性も残る状況。

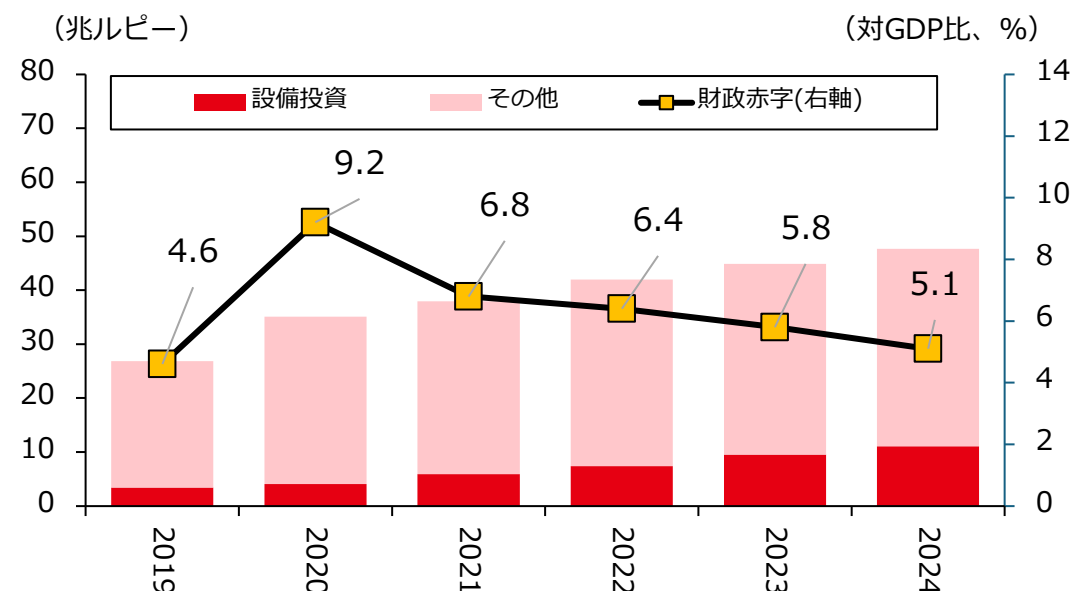
**財政政策**：2月にインド財務省は2024年度（24年4月～25年3月）の暫定予算案を発表（総選挙後の7月頃に正式な国家予算案が発表される）。設備投資向け予算の増額で成長を後押しする一方、全体としては堅実な内容で財政赤字の縮小を見込む。

#### ▽中銀見通し

	2024 4-6月	7-9月	10-12月	2025 1-3月	2024年度
<b>実質GDP 成長率</b>	+7.1%	+6.9%	+7.0%	+7.0%	+7.0%
	農業、製造業は堅調。サービス業はコロナ禍前のトレンドを上回る。個人消費は農村・都市部共に好調。企業・金融機関のBSは健全で設備投資を後押し。				
<b>CPI 物価上昇率</b>	+4.9%	+3.8%	+4.6%	+4.5%	+4.5%
	23年度の穀物収穫は好調も天候リスクで食品価格には不透明感。LPG価格引き下げなどで燃料価格は当面抑制されるが地政学リスクに注意。				
<b>政策金利 (期末)</b>	+6.50	+6.25	+6.00	+6.00	+6.00
<b>ルピー(期末、 対ドル)</b>	82.89	82.50	82.25	82.00	82.00

(出所) インド準備銀行 (RBI)、LSEG (政策金利、ルピーはLSEGコンセンサス)

#### ▽2024年度暫定予算案 (歳出)



(注) 24年度は暫定予算。インドでは毎年2月1日に翌年度の国家予算案が発表されるが、24年度は総選挙の年度のため暫定的な予算案を提示、総選挙後の7月頃に正式な国家予算案が発表される見込み。

(出所) インド財務省



## 2. 国際商品市況

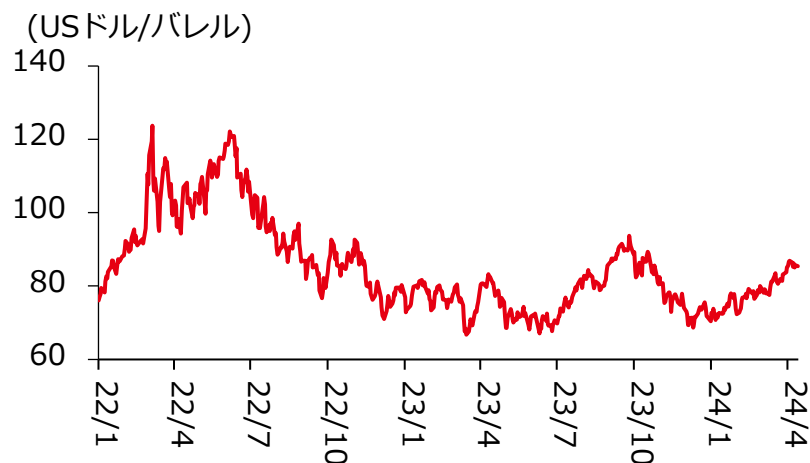
**2024年 4月度 (3/16~4/15)**

---

## 原油

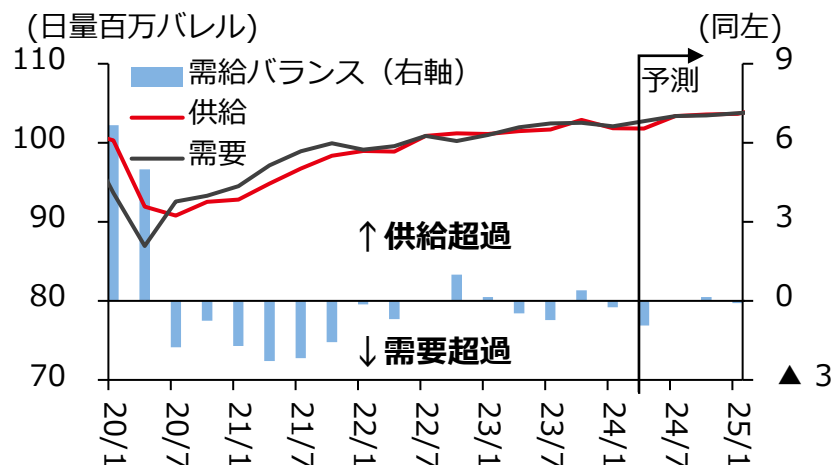
## 85ドルを超える水準に上昇

## ▽ WTI (期近物)



(出所) LSEGより丸紅経済研究所作成

## ▽ 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4月版) より丸紅経済研究所作成

## 足元の動向

- 原油価格 (WTI) は、3月後半は80~84ドルのレンジ内で推移していたが、4月に入ると地政学的緊張の高まりを受け、85ドルを超える水準に上昇した。4月1日、イスラエルがシリアのイラン大使館を空爆。イランによる報復懸念を受けて、12日には一時、87.67ドルと昨年10月以来の高値まで上昇。13日にイランがイスラエルに向けて攻撃。緊張感が高まるも実質的な被害は少なかったため、原油価格への影響は限定的だった。
- 供給面では、3月、ウクライナによるロシア製油所へのドローン攻撃が影響し、14~20日のロシアの原油処理量は10か月ぶりの低水準に。4月3日、OPECプラス合同閣僚監視委員会 (JMMC) は、現行の協調減産を維持する姿勢を表明。
- 需要面では、3月31日に発表された中国の製造業PMIが50を超えたことなどを好感し、イースター休暇明けの買いが入った。一方、4月10日、米エネルギー情報局 (EIA) 発表の週間石油在庫統計では、原油在庫が市場予想以上に増加。11日発表の3月の米消費者物価指数 (CPI) は前年同月比+3.5%と上昇率が拡大。仮に高インフレが定着するリスクが金融当局により強く認識された場合、景気を冷ます必要性から政策金利を高め維持する可能性が現実味を帯びるため、原油需要にも影を落とす可能性がある。

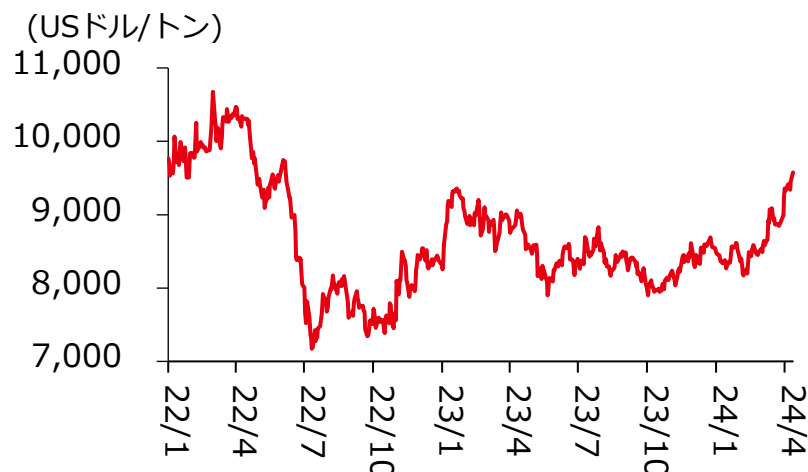
## 先行き

- 中東情勢の緊張増大やロシア・ウクライナ双方の攻撃継続など、地政学リスクへの警戒感が強まれば、価格は当面強含む可能性。
- OPECプラスの一部の過剰生産国は、4月末までに改善計画をOPEC事務局へ提出する。既にイラクは過剰分の減産を開始しており、減産がより厳格に行われる可能性も。
- 4月のOPECの月報では、今夏の需要は堅調に増加と予測。国際エネルギー機関 (IEA) の月報も、24年は供給不足との見通しを示した。今後の原油需要を占う主要国の経済指標や米金利の動向にも留意が必要。

## 銅

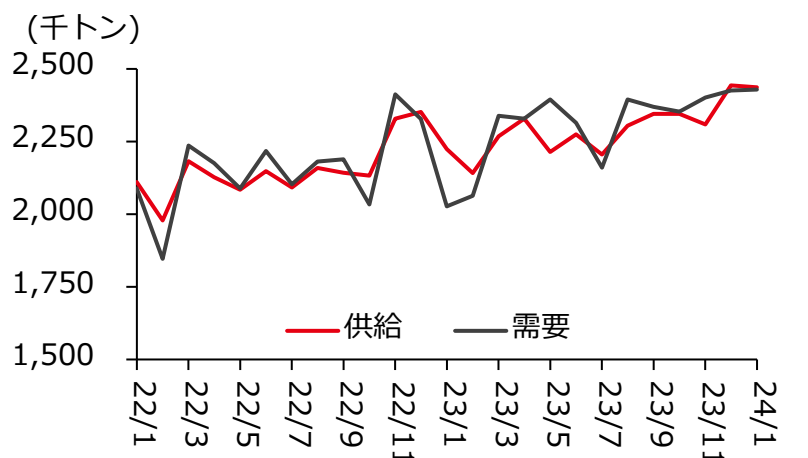
## 1年10か月ぶりの高値圏に

## ▽ 銅 (LME、3カ月物)



(出所) LSEGより丸紅経済研究所作成

## ▽ 世界の精錬銅需給バランス



(出所) LSEG (原典WBMS: 2024年3月版) より丸紅経済研究所作成

## 足元の動向

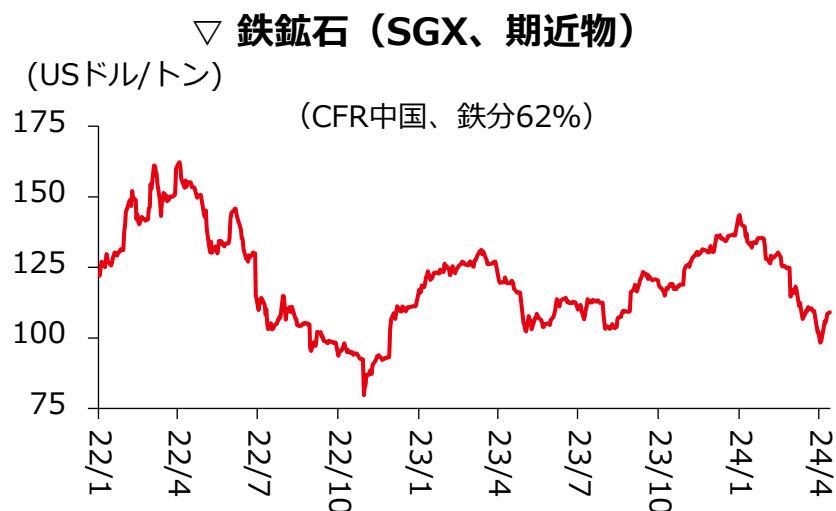
- 銅価格は、3月後半は8,800~9,000ドルのレンジ内で推移した。しかし、31日に発表された中国の製造業PMIが50.8と6か月ぶりに50を超え、中国の景気回復を期待した買いが入り、9日に一時、9,523ドルをつけた。急激な価格上昇を受け、10日には上海先物取引所 (SHFE) が12日から銅先物の取引高を制限する旨を発表。12日には、米英もロシアに対する制裁の一環で、シカゴ・マーカントイル取引所 (CME) とロンドン金属取引所 (LME) におけるロシア産銅やアルミニウムなどの一部取引禁止を発表。15日に9,640ドルをつけ、2022年6月以来の高値を更新。
- 供給面では、3月中旬に中国の銅精錬大手が一部工場で協調減産に合意したことが価格を上押した。足下ではLME在庫が増加に転じているほか、上海在庫も高止まりに。
- 需要面は、引き続き中国の景気動向が焦点。4月11日に発表された中国の3月の生産者物価指数および消費者物価指数は鈍化し、堅調な米ドルもあいまって上値が抑えられた。
- World Bureau of Metal Statisticsによると、世界の精錬銅の供給量から需要量を差し引いた月次の需給バランスは、23年12月に5か月ぶりの供給超過となった。翌24年1月も供給超過を維持していた。

## 先行き

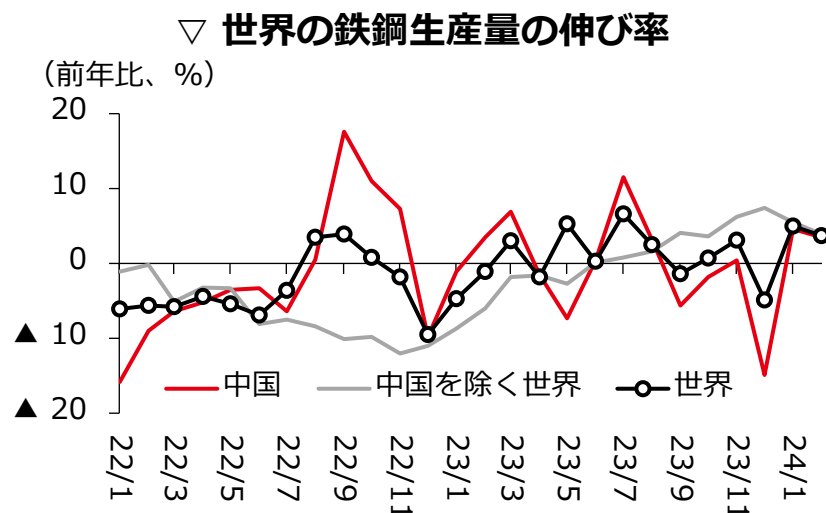
- 中国経済の持続的な回復が焦点に。今後、融資の拡大や事業者の経営統合など、不動産セクターのテコ入れに向けた取組みが加速すれば、価格の下支え材料に。加えて、中国における協調減産の効果出現は価格の上昇圧力となる。
- 一方、世界の在庫水準が戻る中、LME3か月先物に対するスポットの値差 (順ざや) は一時130ドル超まで広がる。足下の供給不安が落ち着きを見せる中では、一段高は見込みにくい。また、各種の取引制限により、短期的に値の荒い展開が予想される。

## 鉄鉱石

## 引き続き軟調な展開



(出所) LSEGより丸紅経済研究所作成



(出所) 世界鉄鋼連盟より丸紅経済研究所作成

## 今月の動向

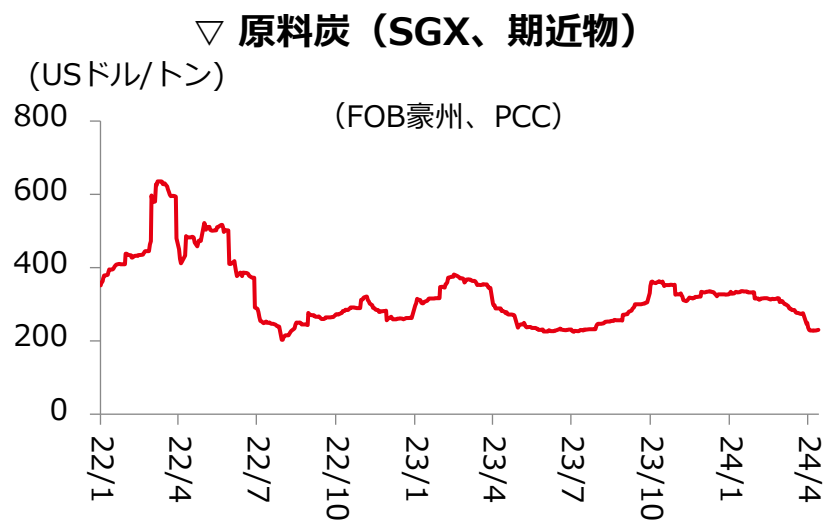
- 鉄鉱石は、4月初めに約1年半ぶりに100ドルを割り込んだ後、持ち直した。
- 供給面では、3月に豪州とブラジルの鉄鉱石出荷量の合計が大幅な前年超えとなり、4月第1週にもその増勢を維持した。ブラジルの3月の出荷量は10カ月連続で大幅に拡大し、4月第1週にはさらに増勢を強めた。また、サイクロンなどの影響を受け昨年末から減少が継続していた豪州の出荷量は、3月に5カ月ぶりに拡大に転じた。一方、4月第1週には再び小幅な前年割れとなり、依然不安定な状況が続いている。
- 需要面では、世界全体で鉄鋼生産量の前年超えが続き、市況の下支えとなった。中国は2月に前年比+3.5% (1月同+4.6%)、中国を除く世界は同+3.9% (1月同+5.5%)、世界は+3.7% (1月同+5.0%) といずれも若干伸びが縮小したものの、依然底堅く推移した。鉄鋼生産量の多い国を見ると、好調さが目立つインド、トルコ、イラン、日本に加え、ブラジルとドイツも拡大に転じた一方、米国に続き、韓国、ロシアも前年割れした。なお、中国の鉄鉱石輸入量は、1~2月累計では前年同期比+7.8%と高めの水準を維持したが、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

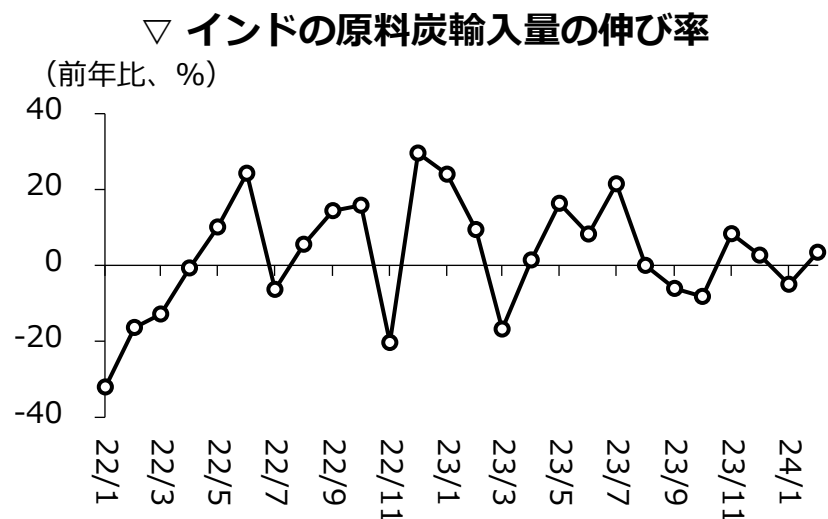
- 今後は、ブラジルを中心に比較的潤沢な供給が見込まれる一方、世界鉄鋼需要の回復が鈍いことが予想され、当面軟調な展開が見込まれる。需要面では、米欧での早期利下げ観測の後退や、中国での住宅不況が引き続き市況の重しとなるほか、同国の鉄鋼生産抑制策の継続 (4月3日公表) にも留意が必要。世界鉄鋼連盟の4月見通しでは、世界鉄鋼需要量が2年連続の減少を経て24年は前年比+1.7%、25年は同+1.2%と拡大が続くが、25年の生産量は直近ピークである21年を依然やや下回ることが予想された。中国は24年は同0.0%、25年は同▲1.0%と需要が停滞する見込み。供給面では、エルニーニョ現象の後、ラニーニャ現象が発生する可能性があり、引き続き天候不安に留意が必要。

# 原料炭

## 需給が緩み下落の基調



(出所) LSEGより丸紅経済研究所作成



(出所) インド石炭省より丸紅経済研究所作成

### 今月の動向

- 原料炭は、需給の緩和が持続し下落が続いた。
- 供給面では、豪州産業・科学・資源省は3月28日に公表した四半期報告書で、2024年1～3月期の豪州の原料炭輸出量が前年比+24.7%（2023年10～12月期同▲5.2%）と大幅な増加に転じる見込みを示した。サイクロンやエルニーニョ現象による影響が軽減され、供給体制が大きく回復していることが市況の押し下げ要因に。
- 需要面では、世界の鉄鋼生産量が比較的高めの伸びを維持した。世界最大の原料炭輸入国であるインドでは、2月の鉄鋼生産量が前年比+11.4%と好調さが際立った。同国の原料炭輸入量も同+3.5%と2カ月ぶりに拡大した。中国の2月の原料炭輸入量は、前年比+13.9%（1月同+73.1%）と伸びが縮小した。そのうち、ロシアからの原料炭輸入が2カ月連続で減少したほか、モンゴルやカナダからも大幅に鈍化した。一方、米国からの輸入は好調さを維持。豪州からの輸入は2023年2月に再開されたが、コロナ禍前の2019年平均輸入量の15%程度と依然として限定的な水準にとどまっている。

### 先行き

- 今後は、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。豪州政府の予測によれば、2024年の原料炭輸出量について、米国、カナダ、ロシア、モンゴルは小幅に減少、豪州は前年比+14.4%と大きく拡大することを見込んでいる。輸入国別では、中国は小幅に減少するほか、日本、欧州連盟（EU）、韓国は2023年と同様な水準にとどまり、インドは小幅に拡大する見通し。こうした需給の緩みを背景に、価格は2024年に227ドルと、2023年の292ドルを下回ることが予想され、年後半、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も指摘された。他方、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、事故などの影響による中国主力産地の供給減が市況の下支え要因になり得る。

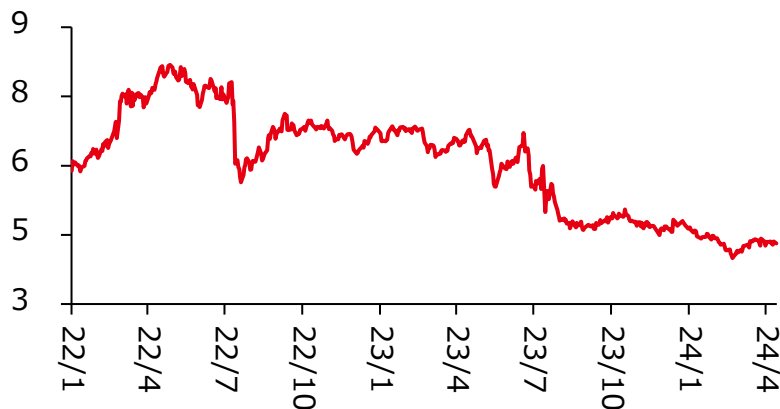


## トウモロコシ

## 4ドル台前半で上下しつつ、足元1カ月でわずかに下落

## ▽ トウモロコシ価格 (CBOT、期近物)

(USドル/ブッシェル)

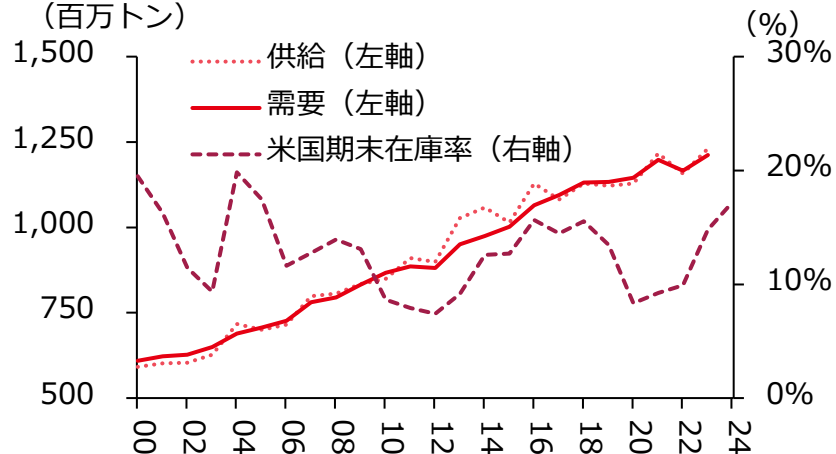


(注) 1ブッシェル=25.4012kg

(出所) LSEGより丸紅経済研究所作成

## ▽ 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) より丸紅経済研究所作成

## 今月の動向

- 価格は、4.3~4.4ドル付近で上下しつつも足元1カ月でわずかに下落。
- 米農務省発表の米国産の3月1日時点の在庫は、212百万トン（前年度比+13%）と、事前予想平均を下回った。一方、同省の4月11日の需給報告では、2023/24年度米国産の期末在庫見通しは54百万トン（同+56%）、期末在庫率は14.5%（前年度は9.9%）と事前予想平均を上回った。
- 供給面では、同省需給報告において、2023/24年度の米国、ブラジル生産量見通し（390百万トン、124百万トン）は据え置かれた一方、アルゼンチンは小幅に下方修正（56百万トン→55百万トン）。ただし、ブラジルの国家配給公社は過去数カ月の干ばつの影響から同国の生産量見通しを111百万トンに下方修正し、アルゼンチンのロサリオ穀物取引所も病害の拡がりを受けて51百万トンに下方修正。米農務省よりも厳しい見方を示す。また、同省発表の2024/25年度作付意向面積は90百万エーカー（前年度比▲2.2%）。2月時点の同省見通しや事前予想平均のいずれをも下回る水準であった。
- 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年平均並み。同省需給報告では、2023/24年度の米国産輸出量見通しは据え置かれた一方、米国内需要量見通しは飼料向けとエタノール向けともに上方修正された。

## 先行き

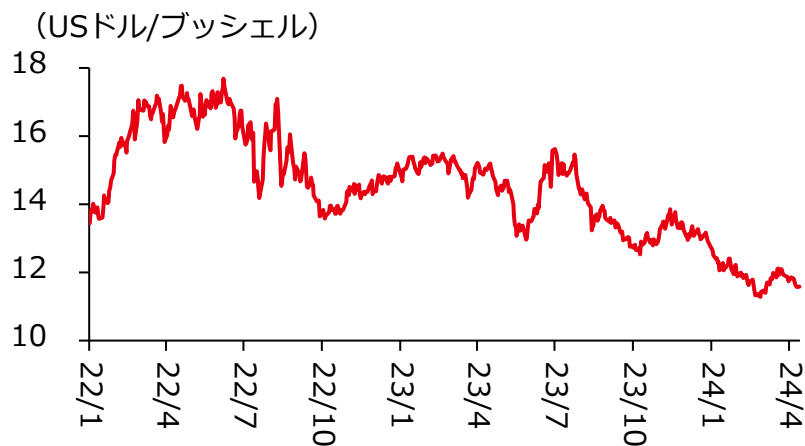
- 供給面では、ブラジルでの干ばつやアルゼンチンでの病害に伴う南米産生産量の下方修正観測が燦る。ただし、南米産生産量が米農務省見通しを下回ったとしても前年度比で供給は潤沢。また、2024/25年度の米国産の作付進捗も目下のところ順調である。需要面では、米国産の輸出向け需要は過去5年平均並み、米国内需要は微増の見通し。今後は、下押し圧力がかけつつも、買いを支える材料もあり、底堅い展開を予想。

(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

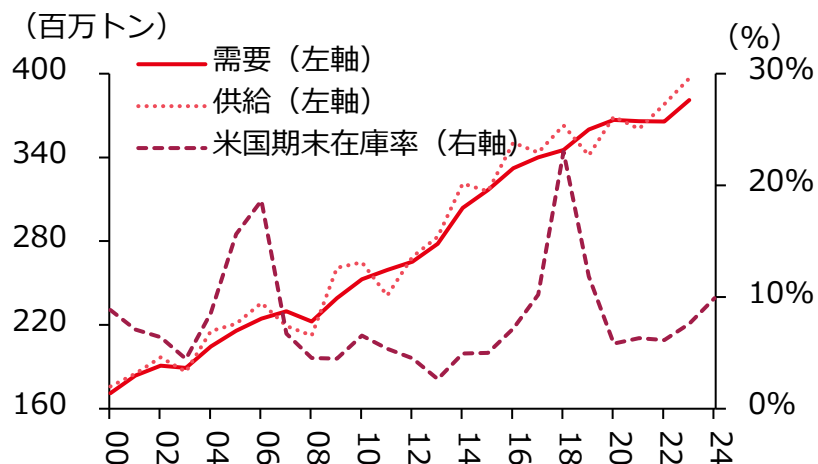
## 3月下旬以降、12ドル付近から11.5ドル前後まで下落

## ▽ 大豆価格 (CBOT、期近物)



(注) 1ブッシェル=27.2155kg  
(出所) LSEGより丸紅経済研究所作成

## ▽ 世界の大豆需給と米国期末在庫率



(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) より丸紅経済研究所作成

## 今月の動向

- 価格は、3月下旬以降、12ドル付近から下落基調で足元は11.5ドル前後。
- 米農務省発表の米国産の3月1日時点の在庫は、47百万トン（前年度比+9%）と、事前予想平均を上回った。さらに、同省の4月11日の需給報告でも、2023/24年度米国産の期末在庫見通しは9.3百万トン（同+29%）、期末在庫率は8.3%（前年度は6.1%）と事前予想平均を上回った。
- 供給面では、同省需給報告において、2023/24年度の米国、ブラジル、アルゼンチンの生産量見通し（113百万トン、155百万トン、50百万トン）はいずれも据え置かれた。ただし、ブラジルの国家配給公社は過去数カ月の干ばつの影響から同国の生産量見通しを34万トン下方修正し147百万トンとしており、米農務省よりも厳しい見方を示す。
- また、米農務省発表の米国の2024/25年度作付意向面積は87百万エーカー（前年度比▲1.1%）。2月時点の同省見通しや、事前予想平均をわずかに下回った。
- 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。同省需給報告でも、2023/24年度の米国産輸出量見通しと米国内需要量見通しはいずれもわずかに下方修正された。

## 先行き

- 供給面では、ブラジルでの干ばつに伴う南米産生産量の下方修正観測が燦る。ただし、南米産生産量が米農務省見通しを下回ったとしても供給量に不足感はない。今後は、2024/25年度の北米産の作付進捗に注目が集まる。需要面では、米国内需要は微増の一方、米国産の輸出向け需要は対中輸出量の減少に伴い過去5年平均を下回っており、需要の弱さが見られる。今後は、南米産減産観測が下支えとなりつつも、下押し圧力が強く軟化を見込む。

(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。