

Economic & Market Update

2024年9月号

Marubeni

丸紅経済研究所

2024年9月18日

Economic & Market Update

2024年9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9月度（8/20～9/12）

米国の9月利下げ開始はほぼ確実。利下げ幅、およびその後の利下げペースは不透明

米国・中国・ユーロ圏で景気が減速・停滞する中、年後半は他国・地域にもその影響が波及の見込み

・ 米国

(現状) 所得の伸びが減速する一方、個人消費は底堅さを維持。非製造業に比して、製造業の景況感は低迷。

(展望・注目点) 9月FOMC (9/17~18) での利下げ開始はほぼ確実。初回利下げ幅およびその後の利下げペースは不透明。

・ 中国

(現状) 7月は消費が改善するも投資が悪化するなど景気はまだら模様。住宅市場は販売・着工・完工・価格いずれも悪化が続く。

(展望・注目点) 製造業景況感は4カ月連続で不況圏。非製造業景況感は同部門における景気拡大を示唆するが、その勢いは減退。

・ ユーロ圏

(現状) 景気は持ち直すも足元では減速。サービスインフレに根強さ。ECBは9/12の会合で政策金利を0.25%引き下げ。

(展望・注目点) ドイツの停滞および外需の減速を懸念。ECBは9月予測で24年成長率を+0.8%と前回6月予測から0.1%pt下方修正。

・ 日本

(現状) 自動車生産の再開により4~6月期の実質GDP成長率は潜在成長率以上の伸び。ただし純輸出の寄与度は2四半期連続マイナス。

(展望・注目点) 所得環境が持ち直す一方、海外経済の減速が重しとなり緩やかな成長にとどまる見通し。

・ ASEAN

(現状) 8月の企業景況感は総じて景気減速を示唆。これと整合的に8月の消費者物価指数(CPI)は多くの国で上昇率が低下。

(展望・注目点) 米中景気が停滞する中、年後半は外需減速が景気の重しに。対中輸入規制が増加する中、中国による報復リスクも。

・ インド

(現状) 4~6月期の実質GDP成長率は猛暑や総選挙といった一時的要因の影響で減速。

(展望・注目点) 一時的要因が剥落し、年後半はインフラ開発などを中心に成長は再加速。物価および金融政策の変化に留意。

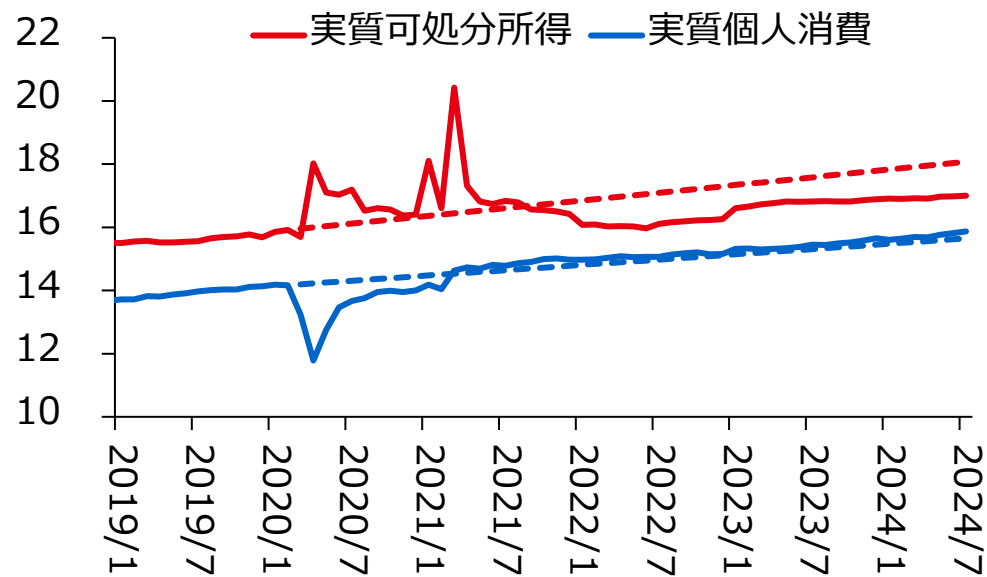
現状

所得の伸びは減速も個人消費は底堅い／製造業の景況感は低迷

- 所得・消費**：7月の実質個人消費支出は、前月比+0.4%（6月同+0.3%）とやや加速した。近年、個人消費は所得の伸びが弱まる局面でも底堅さを保ってきたが、下支え要因のうちコロナ禍対応の家計支援策を通じた超過貯蓄はすでに枯渇したとの見方が強い。労働市場が一段と軟化する局面で、労働所得減が消費減に結び付くリスクが相応に高まっている。
- 企業景況感**：8月のISM製造業指数は47.2（7月46.8）と活動拡大／縮小の目安とされる50を5カ月連続で下回った。業種別では、17業種中12業種が縮小圏に。いまだ拡大圏にある非製造業種に対し、製造業は相対的に停滞感が強い。回答企業のコメントでは、金融政策や大統領選挙に関する先行きの不透明感から、企業は設備投資や在庫投資に消極的との指摘も見られた。

▽可処分所得・個人消費（実質値）

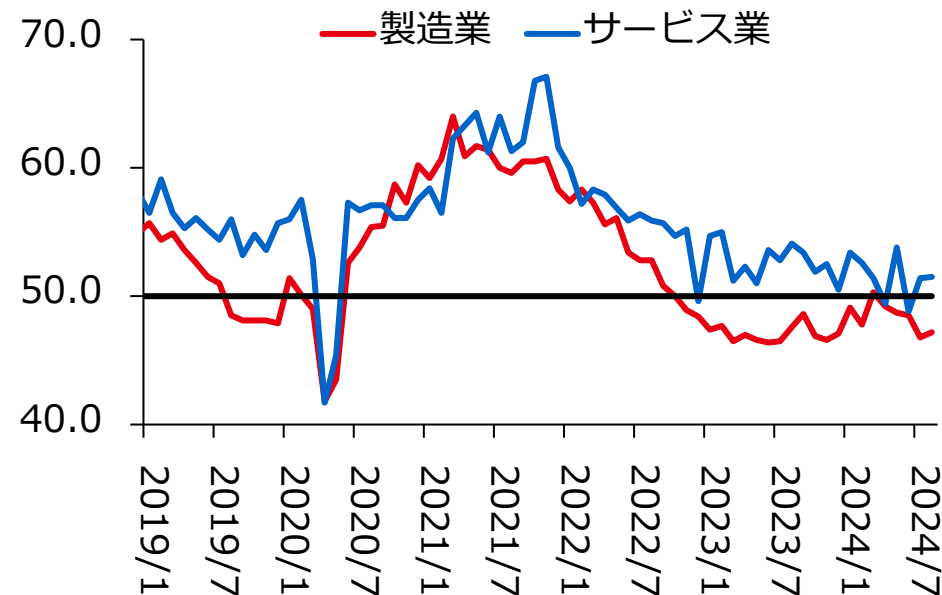
（兆ドル、年率）



（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

▽ISM企業景況感指数



（出所）Institute for Supply Management

展望・注目点

9月FOMCでの利下げ開始が迫る。以後の利下げペースは経済・物価次第

- **9月利下げ開始の確度が高まる**：8/23に年次経済シンポジウム「ジャクソンホール会議」にて連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長が行った講演をはじめ、複数の連邦公開市場委員会（FOMC）参加者から利下げ開始を支持する趣旨の発言が成されており、9月FOMC（9/17～18開催予定）での利下げ開始に向けた地合いが整いつつある。
- **利下げペースはなおもデータ次第**：今後の利下げペースは依然として不明確であり、実際の経済・物価データに左右される見通し。過去の例では、1990年以降の利下げサイクルのうち、期中に景気後退が生じたケースは利下げが長期間にわたり継続して行われ、利下げ幅は総じて500bps以上に及ぶ。一方、景気後退を回避したケースでは、利下げは短期間かつ、休止を挟みつつ実施されるのが特徴。

▽ パウエルFRB議長講演@ジャクソンホール会議

➤ 現状認識

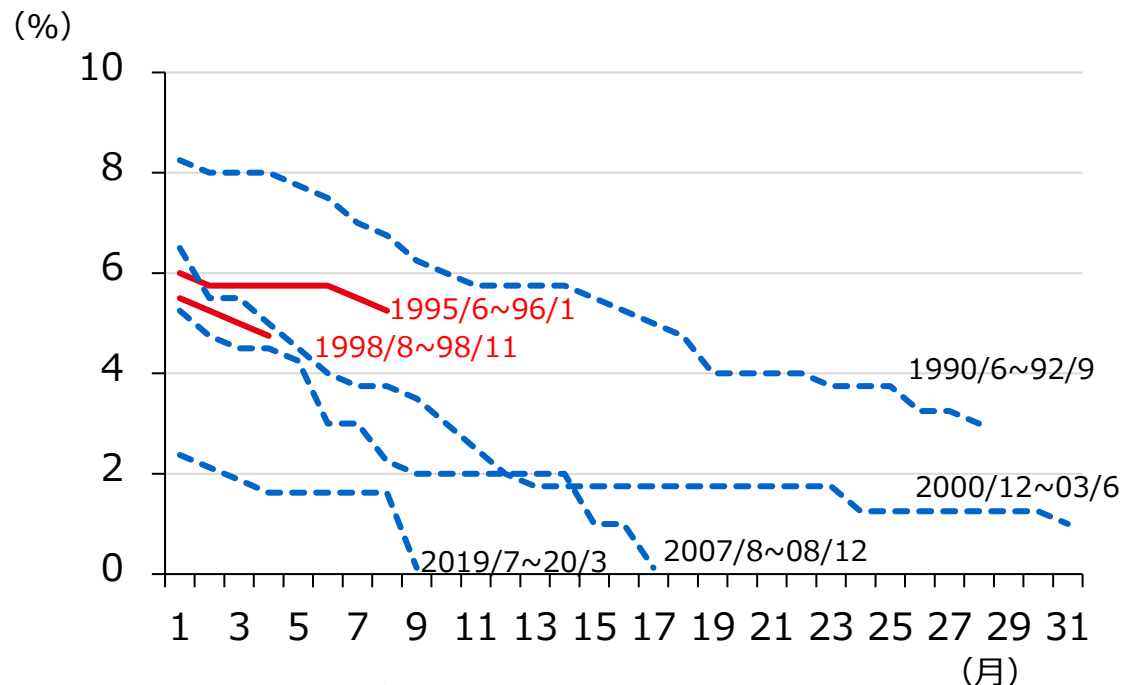
- 失業率の急激な上昇を避けつつ、物価安定に向けかなり進展した。
- 労働市場の冷え込みは明白。**労働市場の一段の冷え込みは歓迎しない。**
- FRBの2つの責務に関し、インフレ率の上振れリスクは後退し、雇用の下振れリスクが高まったことで、**両者のリスクバランスは変化した。**
- **堅調な労働市場を支えるために可能なことはすべて行う。**

➤ 政策見通し

- **政策調整の時期が来ている。**
- **利下げのタイミングとペースは、今後取得するデータ・見通しの変化、リスクのバランスに左右される。**
- 現行の政策金利水準に基づけば、労働市場の低迷をはじめとするあらゆるリスクに対応する十分な利下げ余地が得られている。

（出所）FRB、各種報道より丸紅経済研究所作成

▽ 過去の利下げサイクルにおける米政策金利の推移



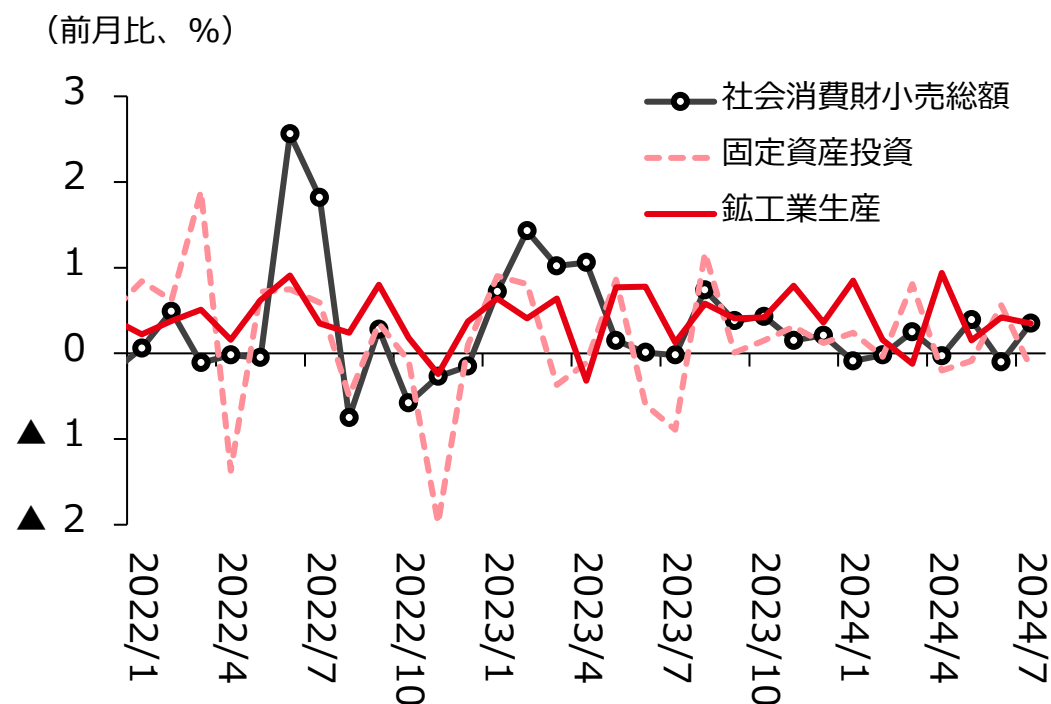
（出所）国際決済銀行、全米経済研究所より丸紅経済研究所作成

現状

主要経済指標は強弱が混在、住宅市場の低迷が継続

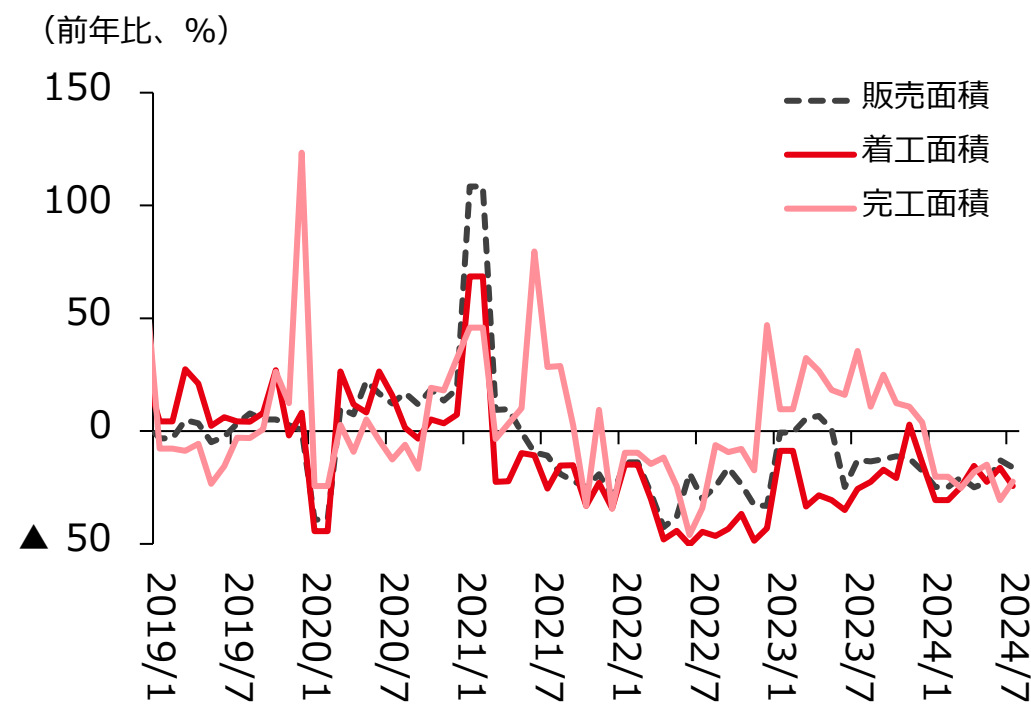
- 主要経済指標**：7月の鉱工業生産は通信機器や鉄道車両を中心に増勢を維持。社会小売総額はレジャーや食料品、医薬品の好調さが全体を押し上げプラスの伸びに。一方、固定資産投資は住宅開発投資の減少が重しとなりマイナス圏に。政府は実質GDP成長率目標（前年比+5.0%程度）の必達に向け、年末にかけて消費や投資の喚起、地方政府債の有効活用などに一層注力することを強調した。
- 住宅市場**：7月は新築住宅（面積ベース）の販売、着工、完工ともに大幅な前年割れが継続。70主要都市の販売価格は前月比で14カ月連続で下落。6月に比べ下落は2都市増加して66都市に。4大都市では、広州、深センに加えて北京も下落が続きプラス圏は上海のみに。

▽主要経済指標



(出所) 中国国家统计局 直近：2024年7月

▽新築住宅販売・着工・完工面積



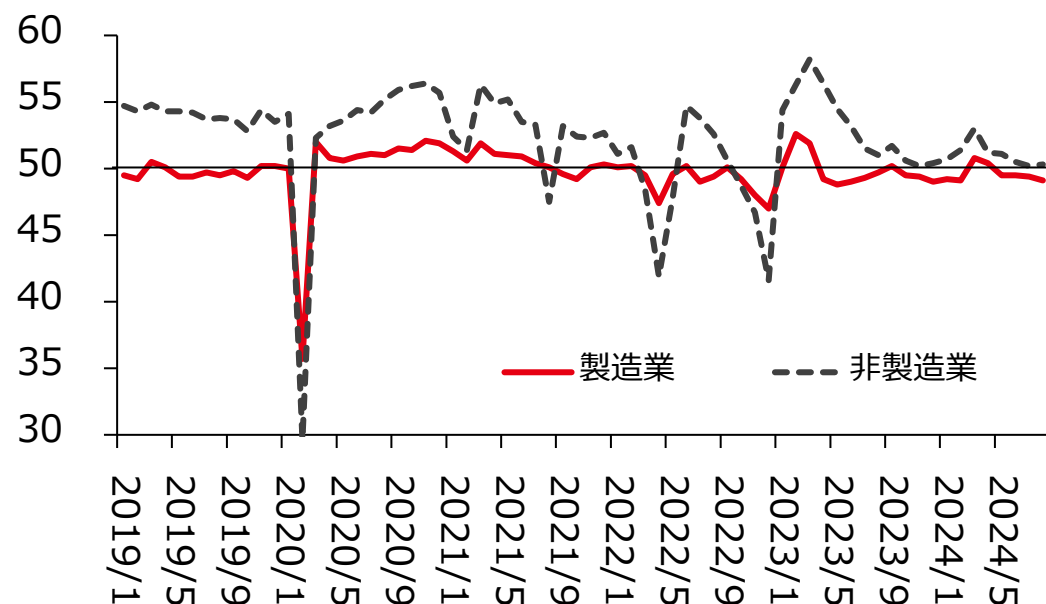
(出所) 中国国家统计局 直近：2024年7月

展望・注目点

製造業を中心に景況感が悪化

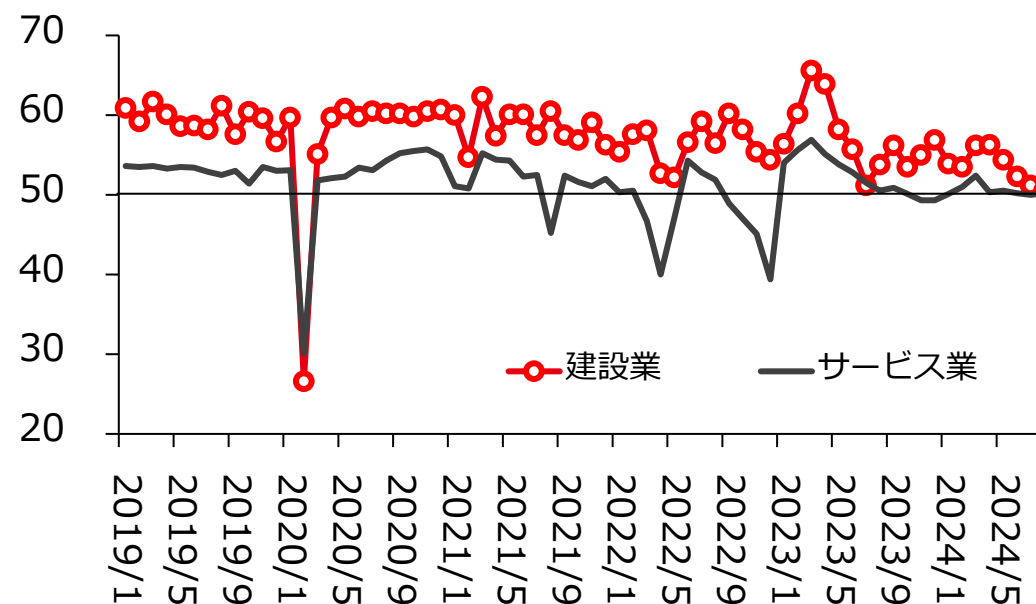
- 企業景況感（非製造業）**：8月の非製造業の購買担当者景気指数（PMI）は50.3と好不況の目安とされる50付近で推移した。**サービス業**：50.2とやや上昇。夏休みシーズンの旅行消費などの盛り上がりを受け、鉄道輸送やレジャーなどが堅調な一方、証券や不動産関連サービスが依然不況圏。**建設業**：50.6と4カ月連続で低下。長引く住宅投資の減少に加え、猛暑や豪雨を受けた建設工事の遅延も影響した。政府が打ち出した住宅支援策の効果が依然明確にならない上、インフラなどの公的投資も勢いに欠けている。
- 企業景況感（製造業）**：8月は49.1と4カ月連続で50割れに。需要不足が長引いているほか、猛暑や豪雨などの悪天候も影響し、生産や新規受注を中心に悪化した。大規模企業はかろうじて50超えが持続した一方、中・小規模企業は4カ月連続で不況圏に。石炭や原油などの価格下落を受け原材料価格の高騰が緩和してもなお、需要不足が中・小規模企業を中心に経営を圧迫。

▽購買担当者景気指数（PMI）



（出所）中国国家统计局 直近：2024年8月

▽PMI非製造業（内訳）



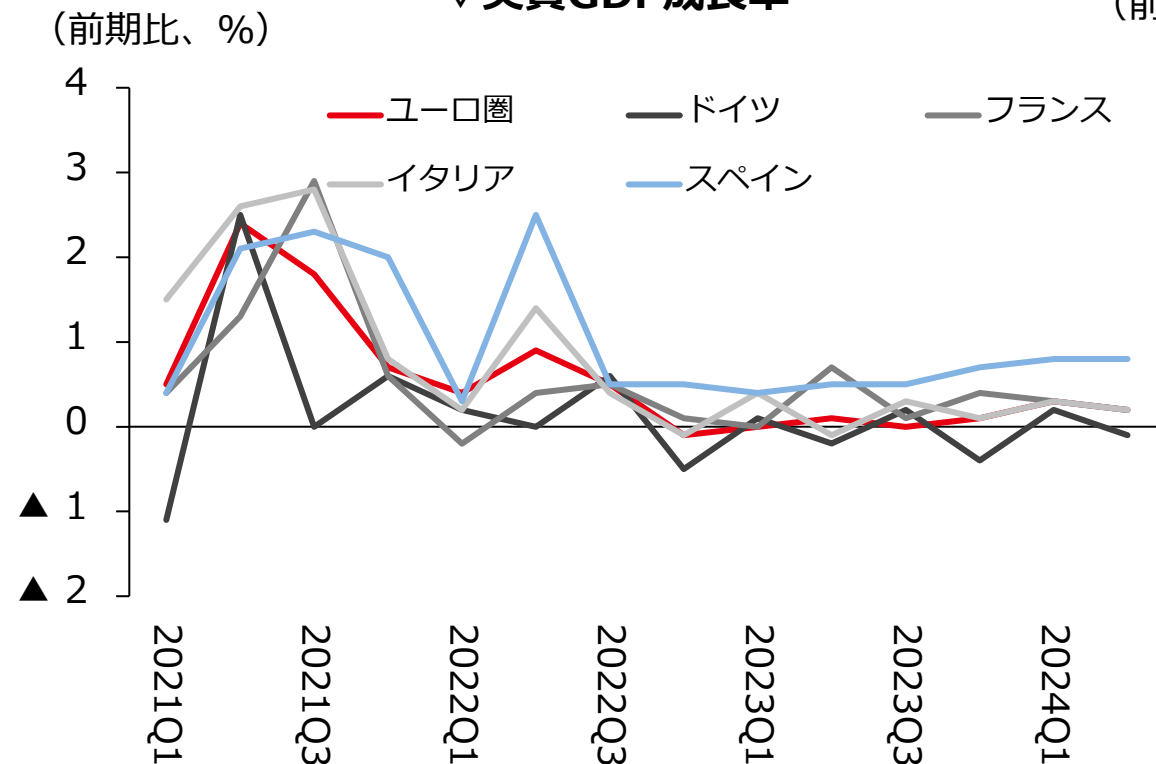
（出所）中国国家统计局 直近：2024年8月

現状

景気は持ち直す一方サービスインフレに根強さ。ECBは追加利下げ

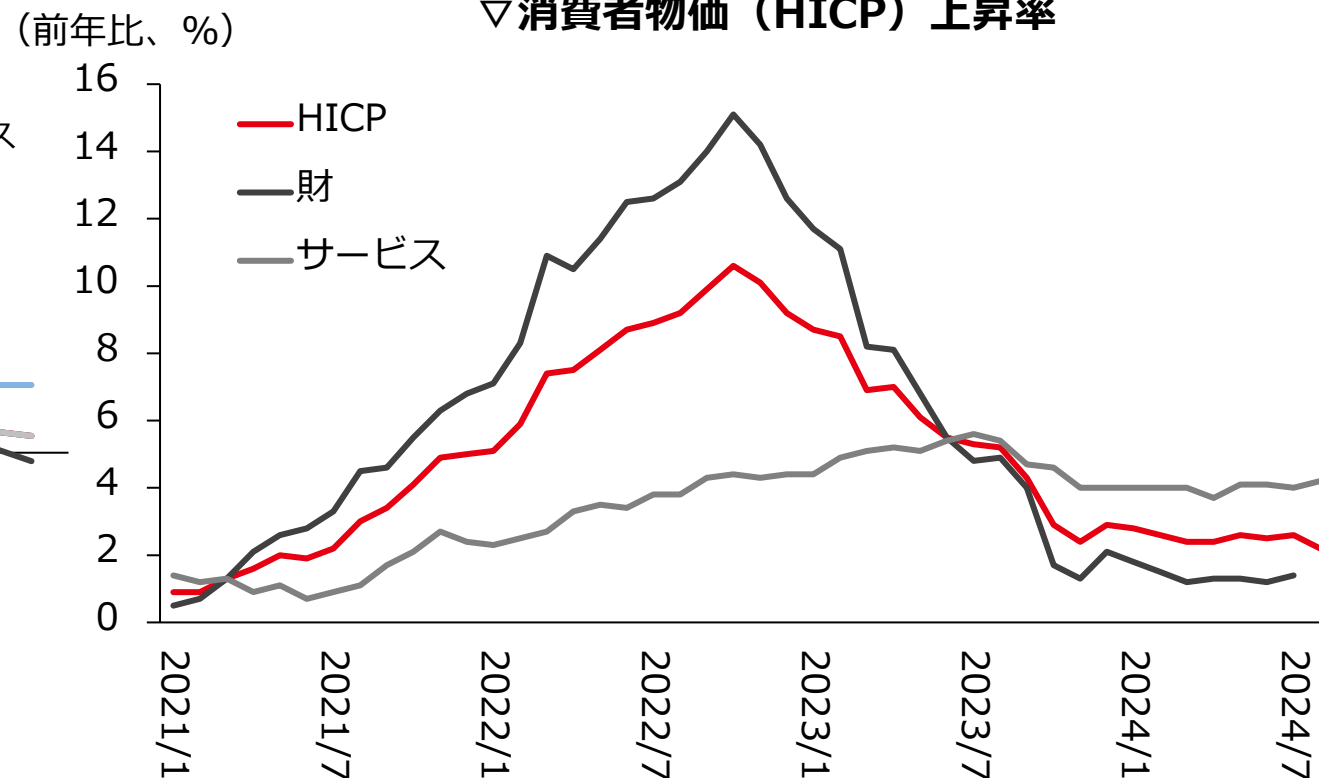
- 景気は持ち直すも足元減速**：4～6月期実質GDP成長率（2次速報値）は前期比+0.2%（1～3月期同+0.3%）と5四半期連続プラス成長となるも1次速報値から下方修正。純輸出のプラス寄与度の縮小や総固定資本形成のマイナス寄与度の拡大、家計最終消費のがマイナス寄与への転化などにより減速した。
- 根強いサービスインフレ**：8月の消費者物価（HICP）上昇率は前年比+2.2%（7月同+2.6%）と縮小した。エネルギーが前年比▲3.0%（7月同+1.2%）と4カ月ぶりの前年割れとなる一方、サービスは同+4.2%（7月同+4.0%）と加速。欧州中銀（ECB）は9月12日の会合で政策金利を0.25%引き下げた。

▽実質GDP成長率



（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



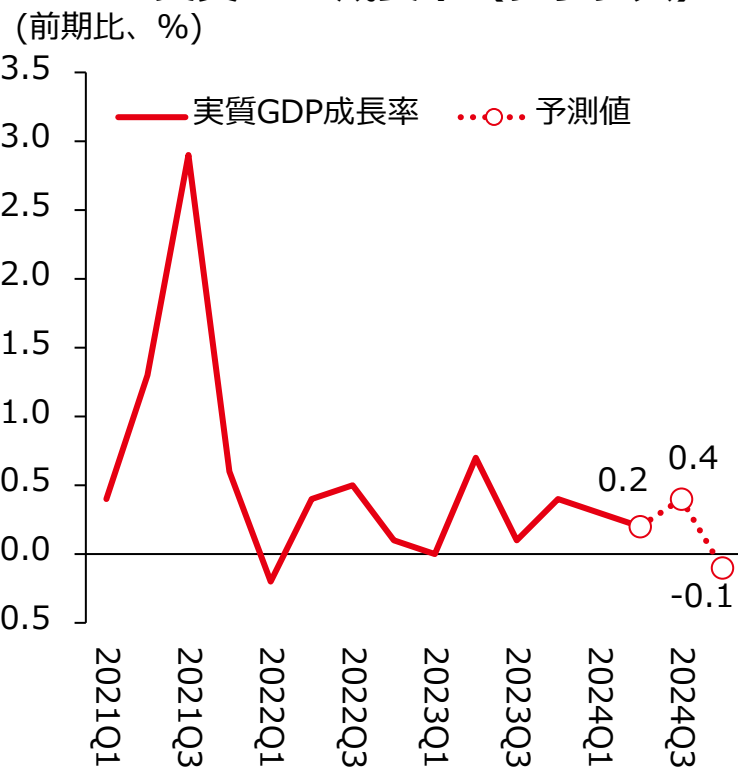
（出所）欧州連合統計局より経済研究所作成

展望・注目点

ドイツの停滞でユーロ圏景気は冴えず。パリ五輪による押し上げは一時的

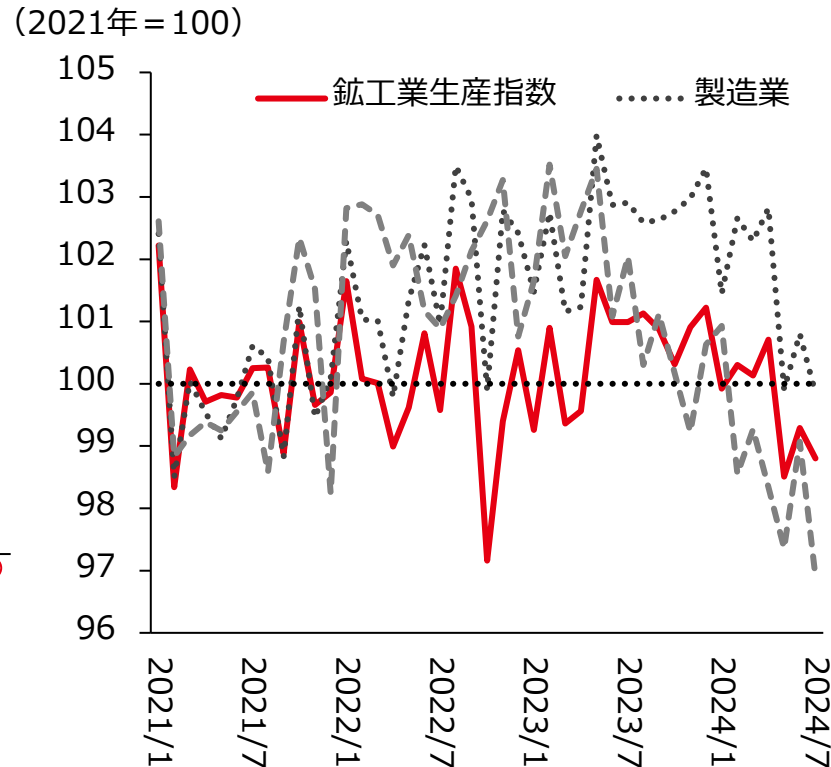
- ・ **ユーロ圏はドイツが足かせに**：ドイツ・IFO経済研究所は24年のドイツの経済成長率予測を+0.4%から0.0%に下方修正。ドイツが足かせとなるのに加え、米国・中国を中心に外需の減速も予想され、ECBは9月経済見通しでユーロ圏の24年成長率を+0.8%と前回6月予測から0.1%pt下方修正。ECBは9月に政策金利を引き下げたが、利下げ効果が顕在化するまでにはかなりの時間を要するとみられる。
- ・ **パリ五輪による景気押し上げは一時的**：パリオリンピック・パラリンピックを受け、フランス国立統計経済研究所（INSEE）は同国の7～9月期成長率を前期比+0.4%と予測したが、10～12月期には▲0.1%とマイナスに転じるとの見通し。

▽実質GDP成長率（フランス）



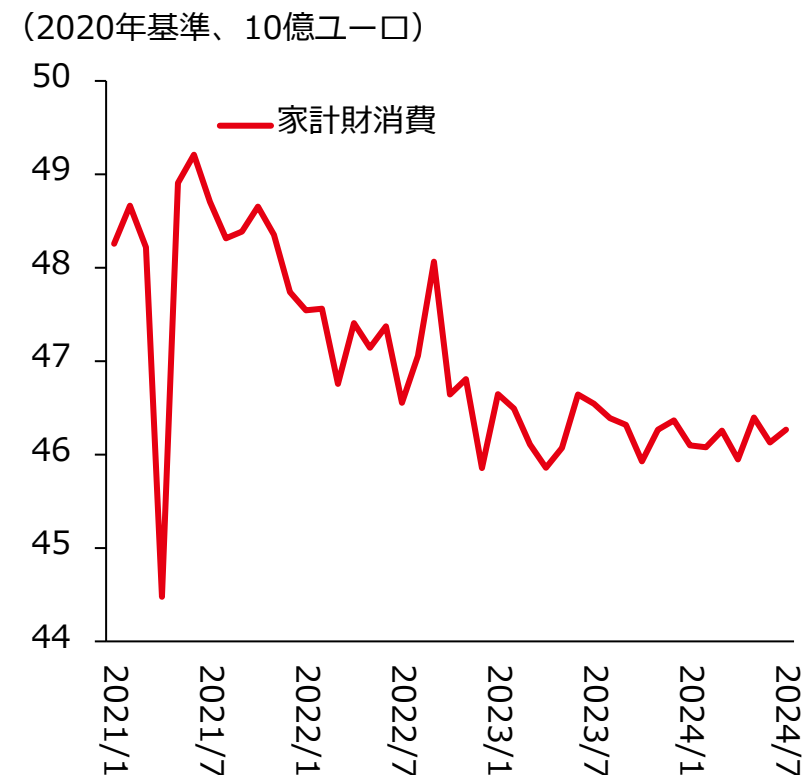
(出所) フランス国立統計経済研究所より経済研究所作成

▽鉱工業生産（フランス）



(出所) フランス国立統計経済研究所より経済研究所作成

▽家計財消費（フランス）



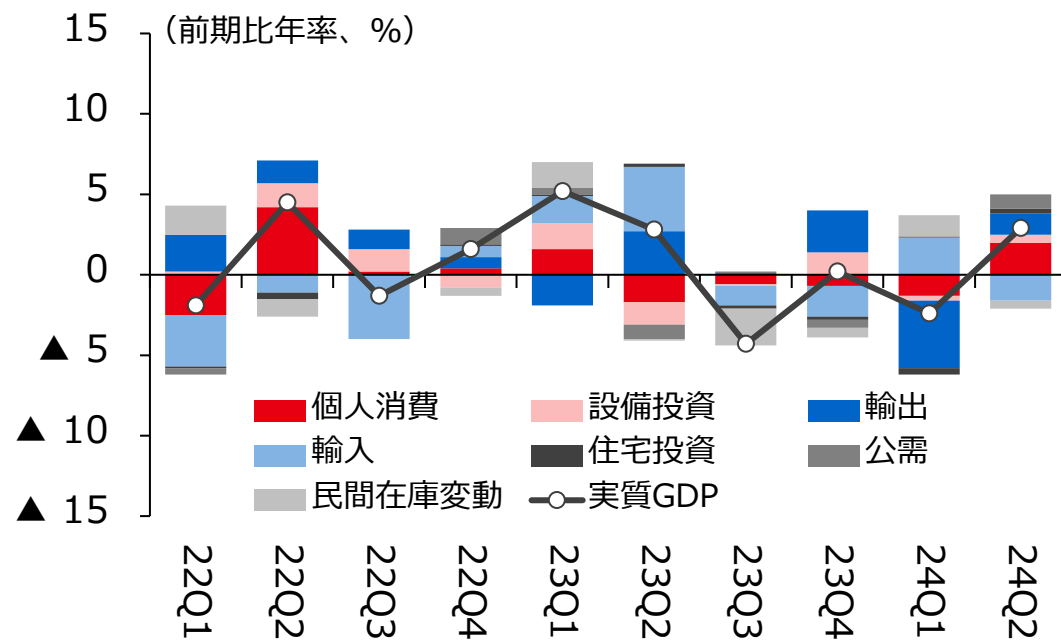
(出所) フランス国立統計経済研究所より経済研究所作成

現状

4～6月期の実質GDP成長率は下方修正されたものの、潜在成長率を上回る高い伸び

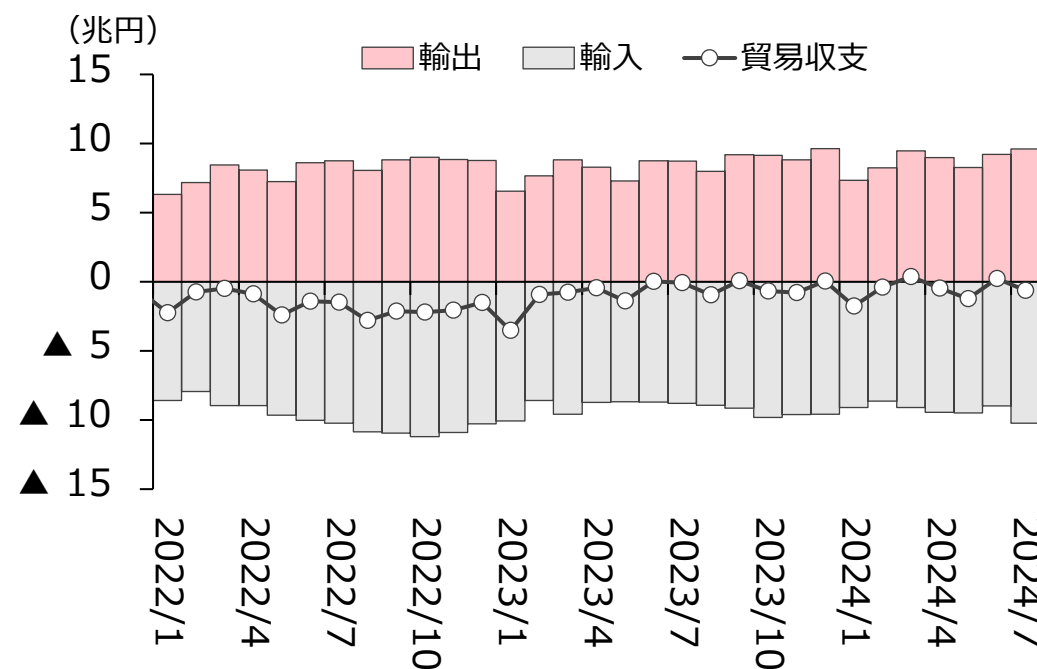
- **実質GDP**：4～6月期の実質GDP成長率（2次速報）は、前期比+0.7%（年率換算+2.9%）と、1次速報の+0.8%（同+3.1%）から下方修正されたものの、潜在成長率を上回る高い伸び。主に自動車生産の再開により、輸出、設備投資、個人消費がプラスに寄与した。
- **貿易統計**：7月の貿易収支は2カ月ぶりの赤字。輸出は半導体等電子部品や自動車などを中心に増加したが、輸入の増加がそれを上回った。地域別輸出は対米国では自動車、対アジアでは半導体等電子部品や半導体製造装置などがけん引役となる形で増勢を維持した。
- **法人企業統計**：4～6月期の全産業（金融・保険業を除く）の設備投資額（ソフトウェア含む）は前期比+1.2%と2四半期ぶりに増加。

▽実質GDP成長率



（出所）内閣府

▽貿易統計（通関ベース）



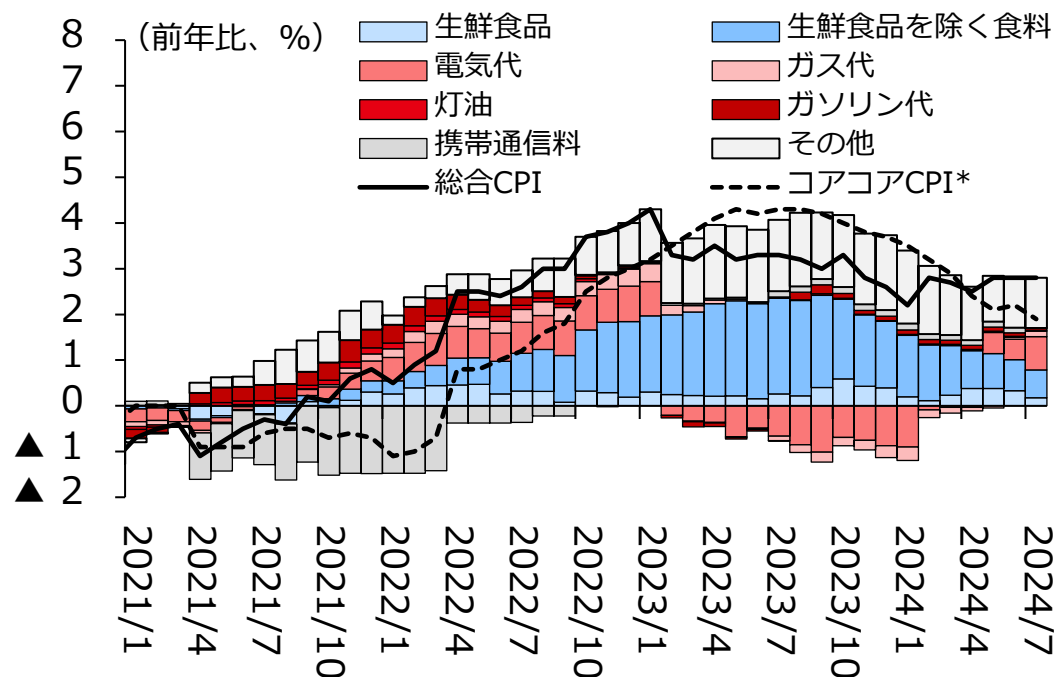
（出所）財務省

展望・注目点

所得環境の改善が追い風となる一方、海外経済の減速が重しとなり緩やかな成長にとどまる見通し

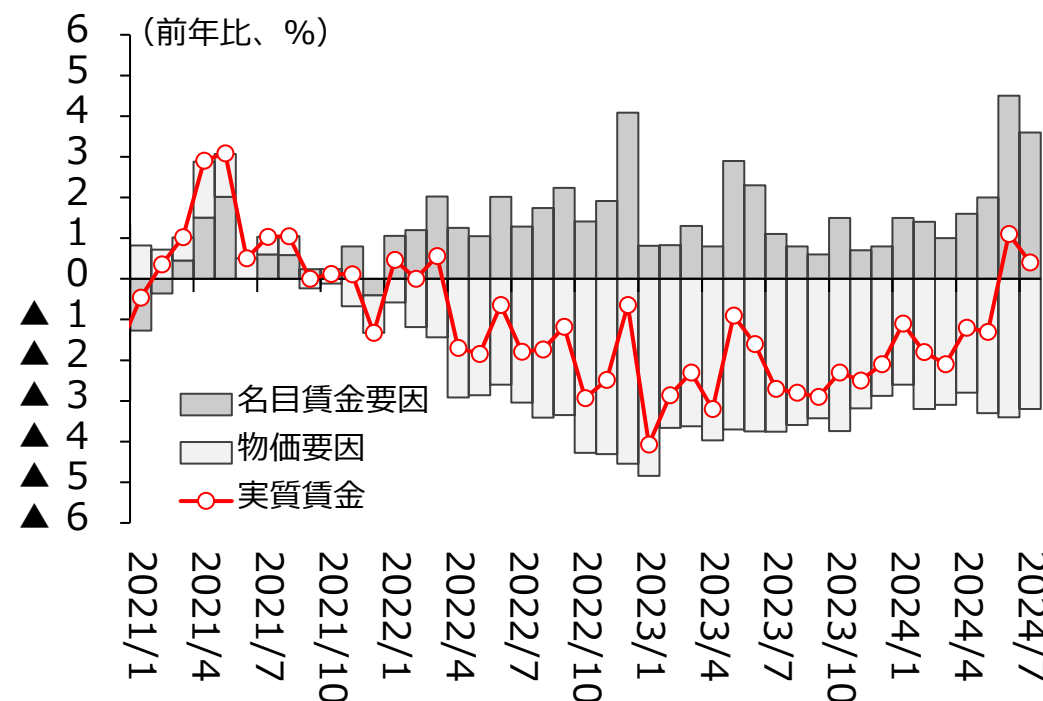
- 物価**：基調的な動きを示す7月のコアコアCPIは前年比+1.9%と日銀の2%物価目標を割り込んだ。先行きは、政府による電気・ガス価格抑制策の一時再開（8～10月使用分）が押し下げ要因に。7月以降の円急騰が年前半の円安の影響をどの程度相殺し得るかに注目。
- 賃金**：7月の名目賃金は前年比+3.6%と、特別給与の増加を主因に2カ月連続で高めの上昇率となった。物価変動の影響を除いた実質賃金は同+0.4%と2カ月連続でプラス圏を維持。ただし、先行きは特別給与の要因が剥落し、再びマイナスに転じる可能性もある。
- 見通し**：年後半は所得環境の改善が見込まれる一方、海外経済の減速や金融政策正常化の影響で緩やかな成長にとどまる見通し。

▽消費者物価（CPI）



(注) *生鮮食品及びエネルギーを除く
(出所) 総務省

▽実質賃金



(出所) 厚生労働省

現状

8月の企業景況感は総じて景気減速を示唆

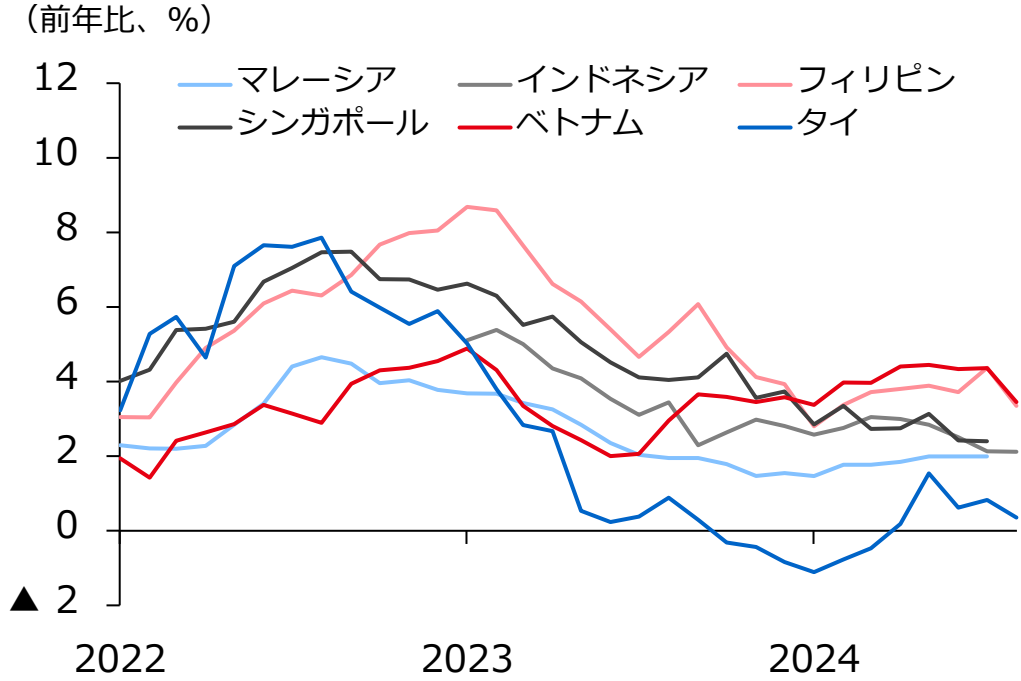
- **企業景況感**：8月の購買担当者景気指数（PMI）は、インドネシア、マレーシアが前月に続いて節目の50を下回る一方、その他4カ国は50を上回る水準を維持した。ベトナムは6～7月の急激な新規受注増に一服感。インドネシアは内需・外需ともに落ち込みが続いている。
- **インフレ**：8月の消費者物価指数（CPI）は、多くの国で上昇率が縮小。ベトナムが前年比+3.5%（7月同+4.4%）、フィリピンが同+3.3%（同+4.4%）と共に前月から大きく減速した。ベトナムでは食料価格なども含めて全体的に価格上昇が落ち着いた。特に輸送・交通費は燃料価格の低下などを背景に前年比▲0.14%（7月同+0.43%）とマイナスに転じた。

▽企業景況感（PMI、製造業）

2024年								
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月
インドネシア	52.9	52.7	54.2	52.9	52.1	50.7	49.3	48.9
ベトナム	50.3	50.4	49.9	50.3	50.3	54.7	54.7	52.4
フィリピン	50.9	51.0	50.9	52.2	51.9	51.3	51.2	51.2
タイ	46.7	45.3	49.1	48.6	50.3	51.7	52.8	52.0
マレーシア	49.0	49.5	48.4	49.0	50.2	49.9	49.7	49.7
シンガポール	50.7	50.6	50.7	50.5	50.6	50.4	50.7	50.9

（注）50を節目に高ければ景気拡大、低ければ景気縮小を示唆。
（出所）LSEG

▽消費者物価指数（CPI）



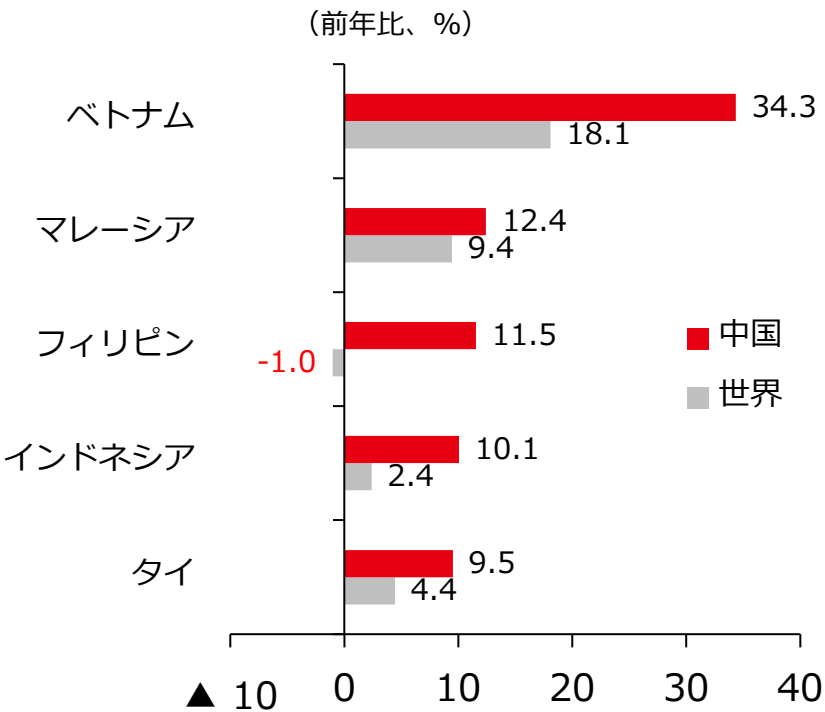
（注）インドネシアのデータは2023年1月～。直近：24年8月。
（出所）CEIC

展望・注目点

中国からの輸入急増に対する警戒感が強まる

- ・ **景気展望**：米中の景気が勢いを欠く中、年後半に向けては外需の減速が重しに。半導体など一部輸出品は堅調な拡大を見込む。
- ・ **拡大する対中輸入**：ASEAN主要国では1～7月期にかけて中国からの輸入が全体の輸入の伸びを大きく上回る形で推移している。安価な中国製品の過剰流入が自国産業に打撃を与える警戒感から、各国でアンチダンピングやセーフガードなどによる輸入規制の動きが進む。
- ・ **政策措置とその応酬がリスクに**：輸入制限措置に伴うインフレ再燃の懸念のほか、中国の報復措置が輸出産業の打撃となる恐れも。

▽中国からの輸入（1－7月期）



(出所) CEIC

▽中国からの輸入割合（2023年）

輸入額	世界 (10億ドル)	中国 (10億ドル)	中国 (シェア%)
ASEAN	1,715	410	24
カンボジア	24	11	44
フィリピン	16	5	31
ラオス	7	2	30
インドネシア	222	63	28
ベトナム	290	71	24
シンガポール	134	31	23
マレーシア	266	57	21
タイ	423	59	14
ブルネイ	7	1	10

(出所) ASEANStats

▽最近の中国製品を巡る動向

- <インドネシア>

 - ・（6月）繊維製品（約半数が中国輸入）にセーフガード発動。
 - ・（6月）セラミック協会（ASAKI）が中国製陶磁器へのアンチダンピング調査を要請。
- <ベトナム>

 - ・（6月）中国・韓国の鉄鋼製品に対してダンピング調査を開始。
- <タイ>

 - ・（7月）1,500パーツ以下の輸入品に対し7%付加価値税を導入（電子商取引による中国製の雑貨や衣料品の輸入増を念頭に国内産業の保護を図る）。
 - ・（7月）中国企業BYDによるEV価格の大幅引き下げに対し購入者が「不公平」と反発（タイ取引委員会は取引競争法に抵触しないという認識を示す）。

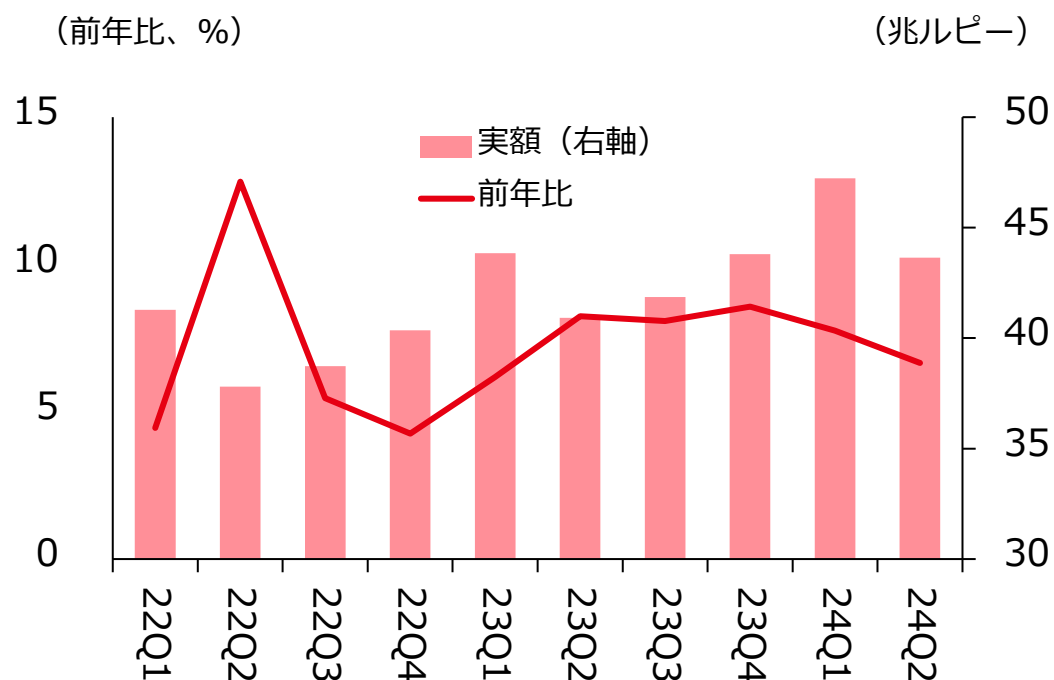
(出所) 各種報道

現状

4～6月期の実質GDP成長率は猛暑や総選挙の影響で減速

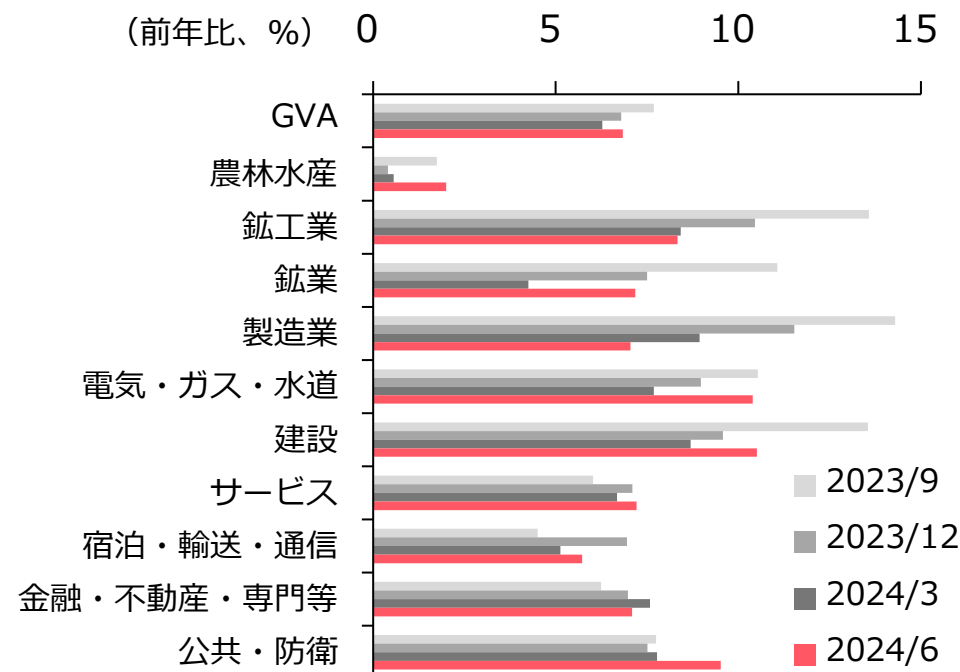
- 実質GDP**：4～6月期の実質GDP成長率（生産面）は前年比+6.7%（前期同+7.8%）と伸び率が縮小。例年と比べて厳しい猛暑や4～6月に行われた総選挙期特有の経済活動の停滞などが下押し圧力になった模様。支出面では、民間最終消費、総固定資本形成の伸び率が拡大、政府支出と貴重品がマイナスに寄与した格好だが、生産側統計との誤差が大きく、伸び率が示す消費、投資の力強さには疑問も。
- 産業別動向**：産業別ではサービス業（シェア：56.2%）が前年比+7.2%（前期同+6.7%）、製造業（16.8%）が前年比+7.0%（前期同+8.9%）、農林水産業（13.1%）が前年比+2.0%（前期同+0.6%）、建設業（9.1%）が前年比+10.4%（前期同+7.7%）だった。インフラ開発などで建設業の好調さが目立つ一方、農林水産業は低成長が続いており、全体の伸びを押し下げる形になった。

▽実質国内総生産（GDP）



（出所）インド統計局

▽実質総付加価値（GVA）構成（産業別）



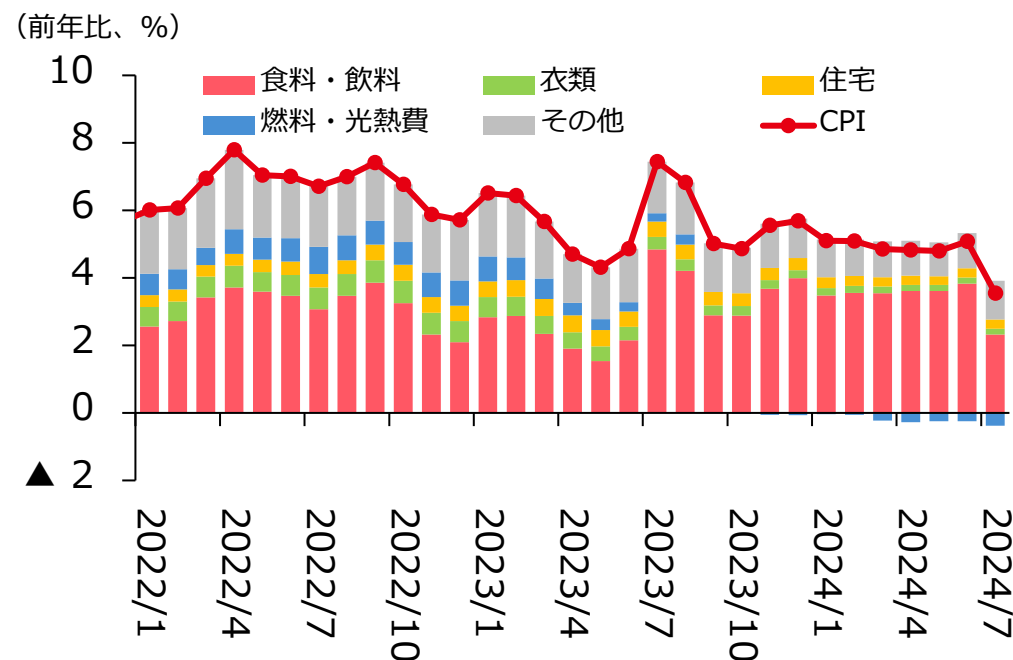
（注）GVA=GDP+間接税-補助金
（出所）インド統計局

展望・注目点

年後半は成長の再加速を見込む

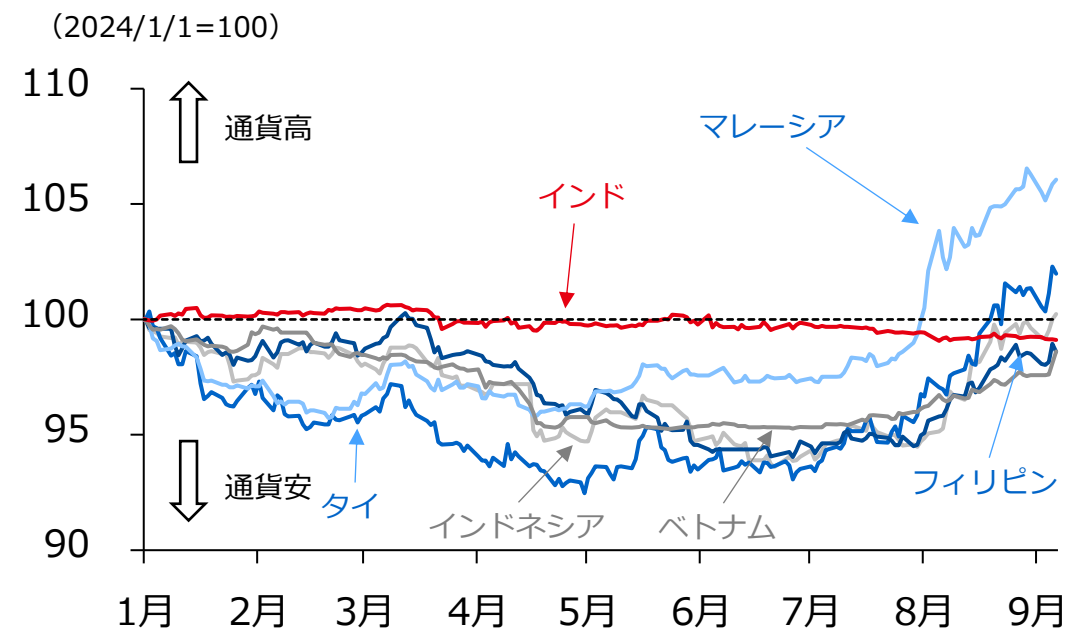
- ・ **景気展望**：4～6月期の減速は選挙などの特殊要因による一時的なものにとどまり、年後半はインフラ開発などを中心に再加速を見込む。
- ・ **インフレ**：7月の消費者物価指数（CPI）は前年比+3.5%（6月同+5.1%）と伸び率が大きく縮小した。食料価格が高騰した前年同期からの反動が主因。9月以降は再び伸び率が拡大する公算が大きいものの、現状では目立ったインフレ再燃の懸念は見られない。
- ・ **為替**：新興国通貨の多くが米国の利下げ観測を巡り振れ幅を大きくする中でも、インド・ルピーは安定的に推移。この安定性はインド準備銀行（RBI）の積極介入を背景にしており、国際通貨基金（IMF）は同国の為替制度を変動相場制より管理的な「安定化制度」と評価。1～3月期の経常収支は黒字に転化しており、経済も堅調に推移する中、先行きにおいてルピーへの減価圧力は弱まるとみられる。

▽消費者物価指数（CPI）



(出所) インド財務省

▽新興国通貨（対ドル）



(出所) LSEG

2. 国際商品市況

2024年9月度（8/16～9/15）

原油

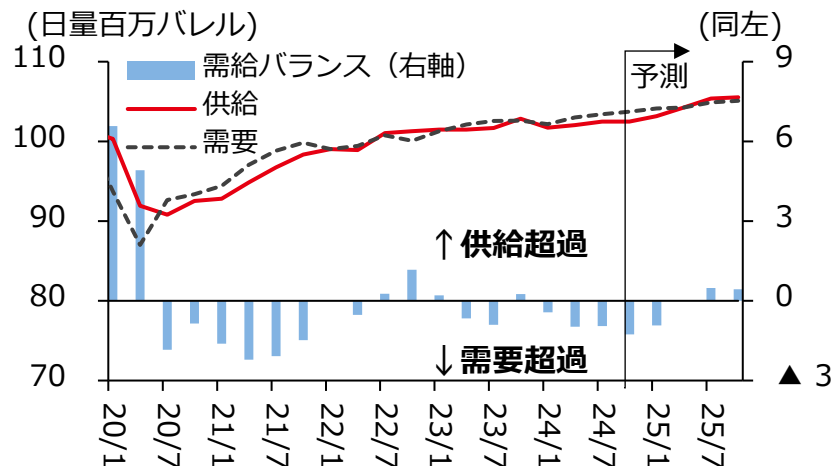
一時65ドル台まで下落

▽ 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9月版）より丸紅経済研究所作成

足元の動向

- 原油価格は、8月後半に70ドルから80ドルのレンジ内で推移していたが、9月4日に70ドルを割り、9月10日には一時65.27ドルと約1年4カ月ぶりの安値をつけた。その後は65ドルから70ドルのレンジ内で推移している。米国や中国の景気減速懸念が続く中、需給バランスの緩和から、価格を下押す展開となった。
- OPECプラスは、6月に決定した10月以降の段階的な減産縮小計画について、9月5日に2カ月延期を発表。ただし相場の反発には至らず。また、8月26日からリビア国内における政治的対立を背景に、同国の原油生産量および輸出量が縮小。事態の早期解決に向けた協議が進み、輸出量も回復しつつあるが、同国の対立構造は根深いため再燃の可能性も。
- 需要面は、米国で夏の需要期が終了し、また中国の製造業PMIが悪化し続けており、主要国の原油需要に対する警戒感が強く持たれている。加えて、9月の連邦公開市場委員会（FOMC）での利下げが観測が高まる中、各種経済統計に市場が反応する格好に。

先行き

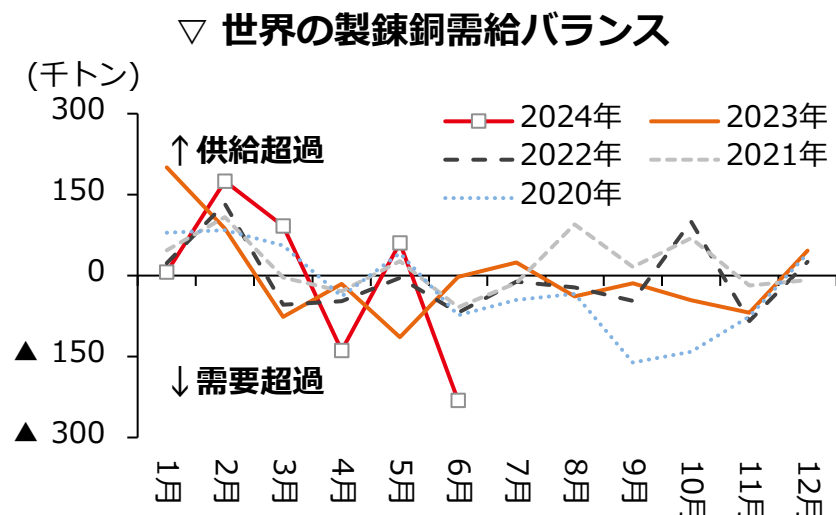
- 9月の月報では、EIA、OPEC、IEAの主要機関が揃って中国を中心とする世界の石油需要の伸びの減速を指摘。OPECプラスの減産縮小計画は、需給見通しや市場価格次第で時期などが調整される可能性があり、今後、需給の不確実性が増すとみられる。
- リビア情勢の悪化や継続中の中東リスク（イランの対イスラエル報復可能性など）は、価格の下支え要因。一方、米国では夏の需要期が終了し、製油所がメンテナンスに入るなど生産稼働率の低下が見込まれる。金融要因として、米国の利下げ幅とペースに注目。

銅

8,900～9,500ドルで推移



(出所) LSEG



（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8月版）

足元の動向

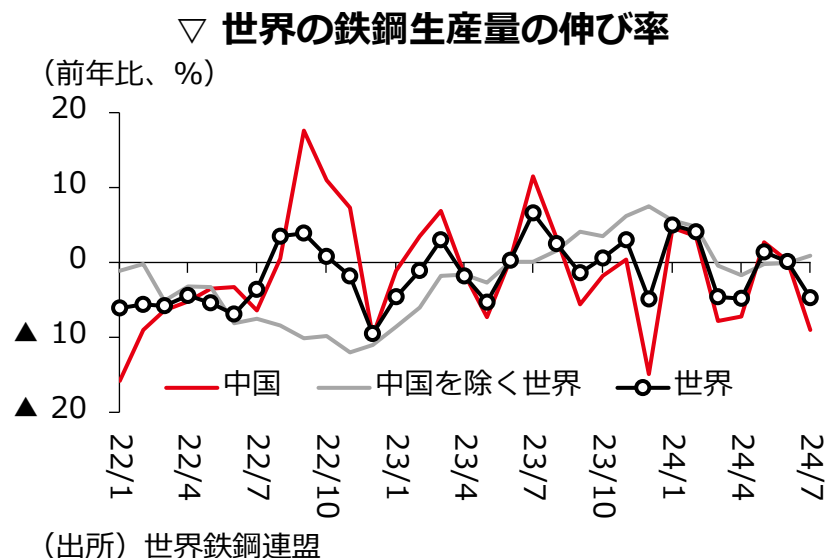
- 銅価格は、8月後半は9,000～9,500ドルで推移していたが、9月4日に8,890ドルまで下落。しかし、9月13日には9,300ドル台を回復した。
- 供給面では、足元でLME在庫の増加が頭打ち。中国産のLME在庫への流入ペースが鈍化した模様。また上海先物取引所（SHFE）の在庫は6月のピーク時より半減している。しかし、主要取引所の銅在庫は依然4～5年ぶりの高水準を維持しており、潤沢な供給を示唆している。
- 需要面では、中国経済の減速見通しが重しに。8月の製造業PMIは前月よりもさらに悪化。猛暑などの悪天候も影響しているが、抜本的な景気刺激策が乏しい中、低迷が続く不動産市場などの持ち直しが依然不透明。
- World Bureau of Metal Statisticsによると、2024年6月の製錬銅の月次需給バランスは、過去4年の同月水準を大幅に超える需要超過となったが、在庫増加が寄与している可能性が大きい。一方、在庫変動の影響が少ない国際銅研究会（ICSG）の需給バランスは今年2月以降供給超過が継続。

先行き

- 安定的な供給と最大消費国である中国の需要低迷という構造が継続するとみられる中、今後も中国の景気動向や米国の金融政策が重要材料に。
- 供給面ではおおむね安定的な供給が見込まれる一方、南米鉱山のストライキなど、突発的な生産停止リスクに注意が必要。
- 中長期的には、脱炭素の潮流に伴うクリーンテクノロジー向けの需要など、世界的な需要は底堅い。一方、9月の米投資銀行の見通しによると、2025年の銅価格は平均10,100ドルとされた。同行の5月の見通しである15,000ドルから大幅に下方修正され、銅価格の持ち直しの遅れが示唆される。

鉄鉱石

需要軟化などを受け下落



足元の動向

- 鉄鉱石は、需要の軟化などを受け90ドル台に下落した。
- 供給面では、主力鉱山の潤沢な出荷が続いている。8月の豪州とブラジルの出荷量合計は前年とほぼ変わらず、9月第1週は増勢がやや強まった。英豪資源大手リオ・ティントの出荷量は列車の脱線事故を受け、4～6月期が予想を下回った。一方、天候の改善や増産を受けブラジルのヴァーレと豪州のBHPは1～6月期の生産計画を上回った。
- 需要面では、世界の鉄鋼生産の減少が市況の下押し要因に。世界の鉄鋼生産量は7月に前年比▲4.7%と3カ月ぶりに減少した。中国を除く世界は前年比+0.9%とインド、米国、ドイツ、トルコ、ブラジルを中心に小幅に拡大したが、中国は同▲9.0%と大幅な前年割れとなり全体を押し下げた。住宅不況に伴う中国内需要の軟化に加え、猛暑や豪雨による建設工事の遅延も影響し、中国の鉄鉱石輸入量は8月に約2年ぶりに減少した。

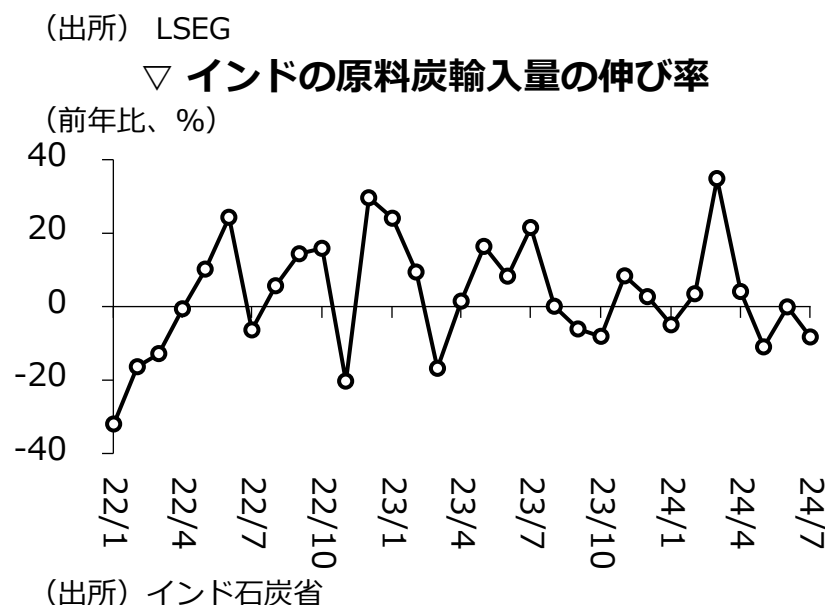
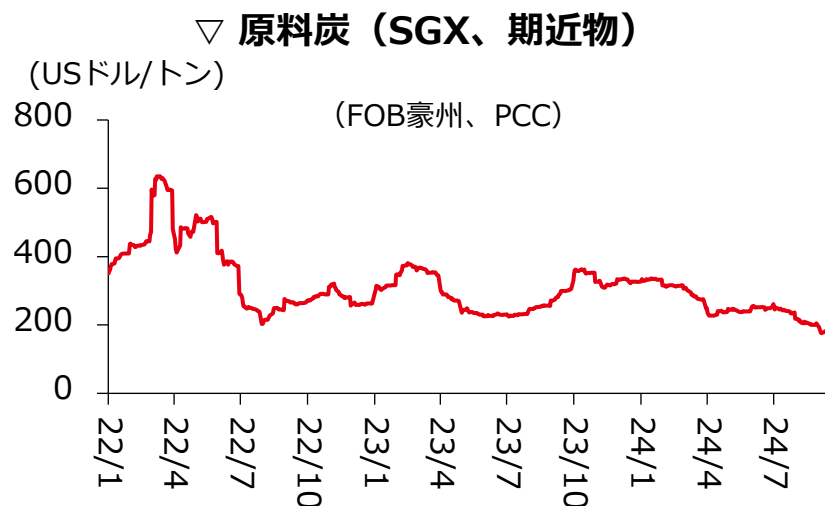
先行き

- 今後は、大きな供給不安要因が見込みにくいですが、世界鉄鋼生産の軟化を受け、当面軟調な展開が見込まれる。
- 需要面では、米利下げ観測の高まりが下支え要因となるが、中国の住宅不況や鉄鋼生産抑制策、鋼材輸出をめぐる貿易摩擦の増大が引き続き重しとなる。
- 供給面では、資源大手の生産量予想の上方修正に注目。ヴァーレは2024年の生産量予想を従来の310Mt～320Mtから323Mt～330Mtに上方修正した。BHPは7月から始まった2025年度の実産量予想を、昨年（254Mt～264.5Mt）を2%程度上回る255Mt～265.5Mtに引き上げた。他方、米海洋大気庁は、ラニーニャ現象が9月から11月にかけて71%の確率で発生するとしており、その影響には引き続き留意が必要。

（注）Mt：百万トン

原料炭

需要軟化などを受け下落



足元の動向

- 原料炭は、需要の軟化などを受け一時180ドルを割り込んだ。
- 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、8月に前年比+8.2%と増加し、潤沢な供給は市況にとって一定の重しとなった。
- 需要面では、世界の鉄鋼生産量の落ち込みが市況の下押し要因に。中国の鉄鋼生産の大幅な減少に伴う需要軟化が大きな重しとなったが、インドの鉄鋼生産量が7月に前年比+6.8%と増加率がやや拡大し一定の下支えとなった。なお、豪州産の輸入で見ると、インドは足元振るわないが、中国の8月の輸入量は大幅に拡大し豪州産輸入再開以降で初めて月間100万トン超え（月間輸入量はコロナ禍前2019年平均値の45%）となった。

先行き

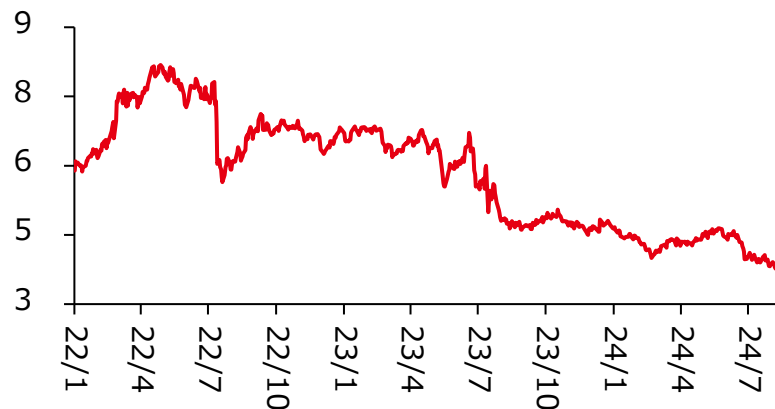
- 今後は、需要の軟化が重しとなり当面軟調な展開が見込まれる。
- 需要面では、世界鉄鋼生産の低迷に伴う原料炭需要の軟化が予想される。中国では鉄鋼生産抑制策やCO2削減義務を受け、年末にかけて鉄鋼生産が抑制される見通し。インドは高めの鉄鋼生産量を維持する見通しだが、同国政府は石炭の国内生産増加と輸入削減を目指しているため、豪州産原料炭に対する需要が低調に推移する可能性がある。
- 供給面では、豪州や中国産の出荷は炭鉱事故を受け一定の供給減が見込まれるものの、モンゴルやロシア、インドネシア、北米を中心にやや潤沢な出荷が続く見込み。英Anglo American社は、クイーンズランド州炭鉱（年産350万トン）の火災を受け、10～12月期に対する不可抗力を宣言。豪Qcoal社も8月23日、同州炭鉱（年産1千万トン）で2回連続で従業員の死亡事故が発生したことを受け鉱山を一時閉鎖することを発表。中国の原料炭大手も9月2日に、鉱山事故が起きた2カ所の炭鉱（年産490万トン）を一時閉鎖。また、天候面では、引き続きラニーニャ現象発生の可能性に留意。

トウモロコシ

3.8ドル付近で上下

▽ トウモロコシ価格（CBOT、期近物）

(USドル/ブッシェル)

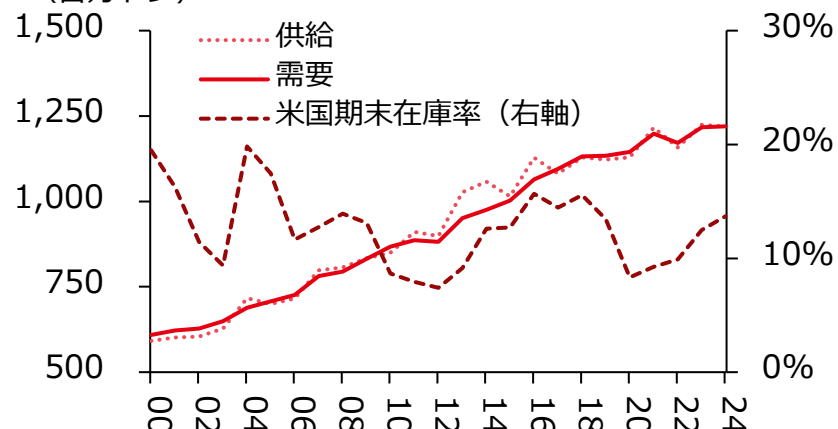


(注) 1ブッシェル=25.4012kg

(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、8月中旬以降、3.8ドル付近で上下。
- 米農務省が9月12日に発表した需給報告では、2024/25年度米国産の期末在庫見通しは52百万トン（前年度比+10%）、期末在庫率にして13.7%（前年度は12.6%）。いずれも前月見通しからわずかに減少した。
- 供給面では、米農務省需給報告における2024/25年度の米国産生産量見通しは、前月見通しより+1百万トンとなり、3カ月連続での上方修正となった。今夏は過度な乾燥もなくシルキング（授粉）が順調に進み、作柄良好、収穫の滑り出しも順調である。
- 需要面では、米農務省発表の2023/24年度（～8月末）の累計の輸出検証高と輸出成約高は過去5年平均を上回った。中国向け輸出成約高が過去5年平均を下回る一方、日本や韓国、台湾、メキシコ、コロンビアなどに向けた輸出が増加している。なお、同省需給報告では、2023/24年度の米国産輸出量見通しは前月から上方修正されており、2024/25年度は前月から据え置きであるものの、いずれも過去5年平均を上回る水準。米国内需要量見通しも同様に過去5年平均を上回り、需要は総じて強い。

先行き

- 供給面では、現時点での作柄が良好であり、収穫期の気象予測において天候不順も見込まれないことから、大きく予報が外れなければ豊作の見通し。今秋ラニーニャ現象発生が予測されているが影響軽微とみられている。需要面では、中国政府の穀物自給率向上や輸入先多様化の方針を背景に、中国向け輸出が伸び悩むものの、米国産の輸出向け需要は過去5年平均を上回る見通しであり、2024/25年度初めの輸出量も過去5年平均並みに持ち直した。今後は、米国の収穫進捗と米国産の輸出動向を睨みつつ、底堅い展開を予想。

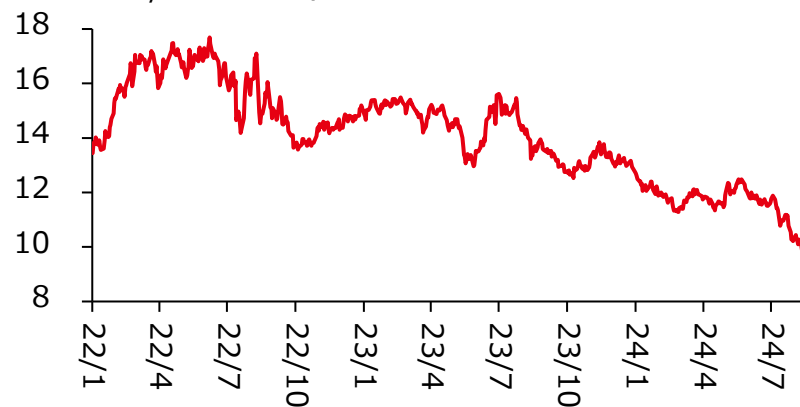
(注) 百万トン以下を四捨五入して表記。

大豆

10ドル付近で上値の重い展開

▽ 大豆価格（CBOT、期近物）

(USドル/ブッシェル)

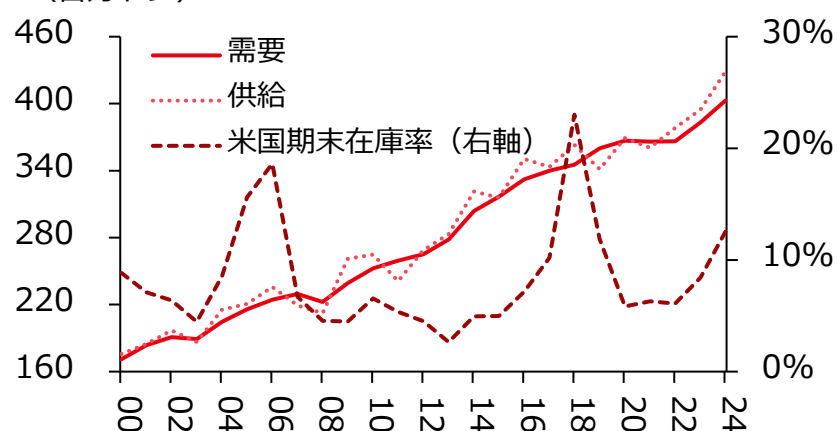


(注) 1ブッシェル=27.2155kg

(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、8月下旬に9.4ドルを割り込んだのち、9月に入って10ドル付近まで上げるも足元は上値の重い展開。
- 期末在庫は、米農務省が9月12日に発表した需給報告では、2024/25年度米国産の見通しは15.0百万トン（前年度比+59%）、期末在庫率にして12.5%（前年度は8.4%）。いずれも前月から微減したが、期末在庫率見通しは依然2018年来の高水準。
- 供給面では、米農務省需給報告において、2023/24年度の米国、ブラジルの生産量見通しは据え置かれた一方、アルゼンチンの生産量見通しはわずかに下方修正されて48百万トン。また、2024/25年度生産量見通しは南米は高水準のまま前月から据え置かれ、米国は前月見通しからほぼ横ばい。今夏は過度な高温乾燥状態にならず順調に生育しており、同省発表の作柄は良好。
- 需要面では、米農務省発表の2023/24年度（～8月末）の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年度と2024/25年度共に、米国産輸出量見通しは過去5年平均に比べ▲5%以上。一方、中国向け輸出成約高は過去5年平均並み。また需給報告における米国内需要見通しは両年度共に前年度を上回り、過去5年平均を10%前後上回る水準。米国産輸出需要の弱さを米国内需要の伸びがカバーするものの、米国産供給量の水準に比べると需要はやや弱い。

先行き

- 供給面では、2024/25年度の米国産、南米産共に豊作が見通されており世界的に供給は潤沢。収穫期の大幅な天候不順も見込まれておらず、現時点での作柄も良好であり、懸念材料は少ない。需要面では、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は強くない見込み。今後は、米国内需要が相場を下支えしつつも、現時点で潤沢な米国産生産見通しと伸び悩む米国産の輸出向け需要が価格を下押そう。

(注) 百万トン以下を四捨五入して表記。

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。