

鉄鉱石市況の大幅下落

-中国景気減速でも増える供給量のなぜ-

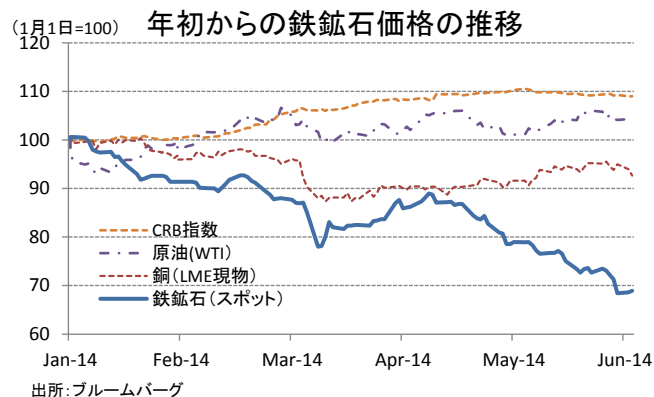
2014/06/25

(Daily Diamond (週刊ダイヤモンド・電子版) 2014 年 6 月 18 日掲載一部加筆修正)

・ 鉄鉱石市況は年初から大幅下落

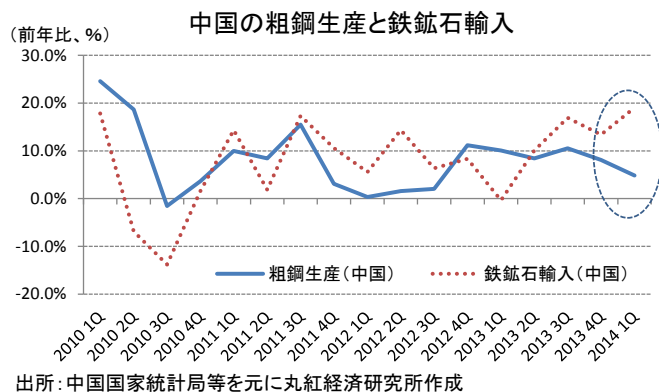
鉄鉱石のスポット価格は年初の 134 ドルから足元の 91 ドル(6 月 13 日現在)まで、大幅に下落している。同期間で CRB 指数が 9%増、原油が 9%増、銅が 9%減となっているのに対し、鉄鉱石は 30%減と値下がり感が顕著である。

これまで、最大の輸入国である中国の需要は底堅く推移してきた。中国の 2013 年の鉄鉱石輸入量は前年比 10%増の 8.2 億トン、粗鋼生産量は同 9%増の 7.7 億トンとそれぞれ過去最高を記録した。そして、供給側も中国の需要拡大に併せ、積極的に生産を増やしてきた。しかし、2014 年に入り、中国の粗鋼生産の拡大ペースも落ち着き、需給関係が変化しつつある。



・ さほど強くない中国の鉄鋼需要

まず、中国の鉄鋼需要にかつてほどの勢いはない。中国では、2013 年後半以降、鉄鉱石輸入の伸び率が粗鋼生産の伸び率を大幅に上回っており、鋼材需要の弱さが指摘できる。2014 年第 1 四半期には、鉄鉱石輸入量が前年同期比 19%増と急増したのに対し、粗鋼生産は同 5%増にまで減速している。ちなみに、2011 年後半から 2012 年の前半にかけても中国の鉄鉱石輸入と粗鋼生産の伸び率の乖離がみられたが、当時も鉄鉱石のスポット価格が大きく下落し、2012 年 8 月には一時的に 100ドルを下回っている。中国の粗鋼生産の伸びが鈍化する中で高水準の鉄鉱石輸入が続いているのであれば、需要の先食いが起こっている可能性が高い。また、鉄鉱石を担保とした融資も問題となっており、実需以外の部分で輸入が膨らんだ面もある。



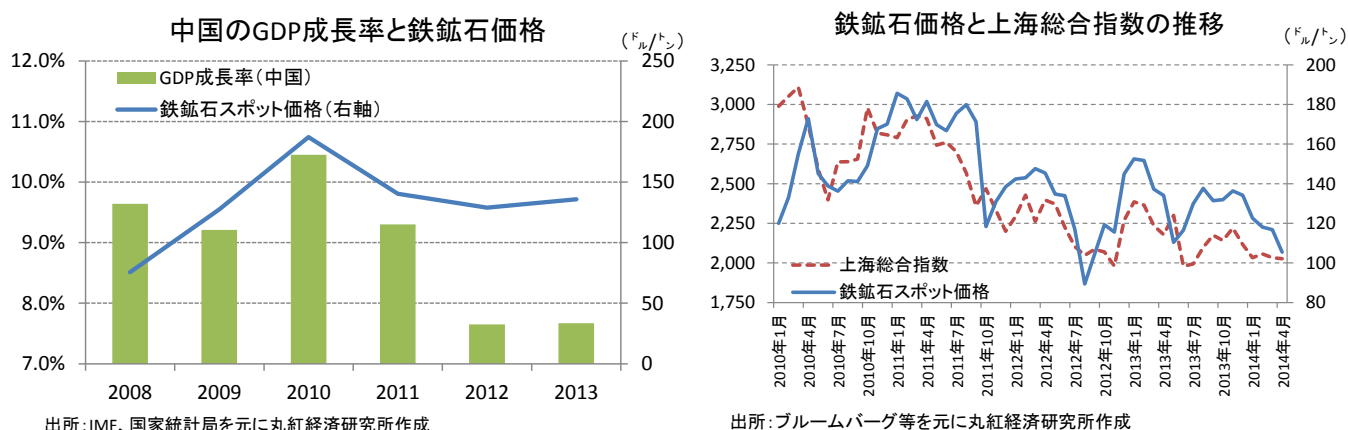
中国の国内鋼材市況が 2011 年後半から下落基調にある点も鉄鋼需要の弱さを示唆している。2014 年に入り、市況は下げ止まりつつあるものの、反転の兆しはまだ見えない。今年に入り、中国国内における不動産販売が減少に転じており、鉄鋼の最大の需要先である建設分野における投資抑制が鋼材市況に響いている。供給側では、地方政

府が雇用や税収を確保するために鉄鋼産業を支援しており、生産能力の集約化が進んでいないのも影響している。この結果、非効率な設備が温存され、過剰生産により在庫が積み上がっている。中国の鉄鉱石の港湾在庫は 2013 年末の 8,000 万トン台から足元の 1.1 億トン超まで急激に上昇しており、鋼材在庫は 3 月をピークに減少に転じているものの、在庫調整にはしばらく時間を要するとみられる。

より長期の視点で考えた場合、中国が 2000 年以降、驚異的な経済発展を遂げてきた結果、鉄鋼需要の拡大余地は狭まりつつある。中国の 1 人当たりの鉄鋼消費は既に 500kg を超えており、日本の 1970 年代のピークである 800kg にはまだ及ばないものの、成長率の鈍化は避けられない。現在は GDP に占める固定資本投資の割合が 5 割近くを占めるが、今後は経済構造の高度化に伴い、投資比率は緩やかに低下していくことになる。その結果、鉄鋼需要もかつての様に GDP 成長率を上回る様な極端な拡大は期待できず、より適正な水準に落ち着くことになる。

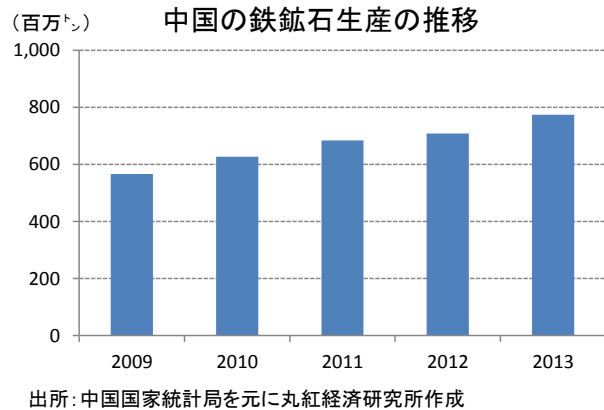
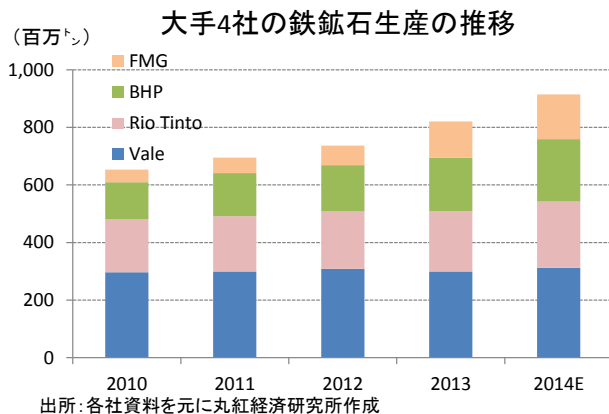
・ 中国経済全体の減速感が重し

また、中国経済全体にも減速懸念が広がっている。中国の GDP 成長率は 2010 年の 10.5% を直近のピークに、この数年は低下傾向が続いており、2014 年も 7.5% 前後に止まる見通しである。鉄鉱石価格も中国が高い GDP 成長率を記録した直後の 2011 年初めに 180 ドルを突破したものの、そこから 3 年間は下落傾向が続いている。ある意味、当然ではあるが、鉄鉱石市況は最大の需要国である中国のマクロ環境と密接に関連している。また、景気情勢を判断する上では、株価の動向も参考になる。鉄鉱石価格は上海総合指数と似た動きをしており、特に 2010 年以降の両者の相関は 0.7 と比較的高い。上海指数は 2010 年以降、長期下落傾向が続いており、直近では 2013 年末から 10% 強の下落となっている。



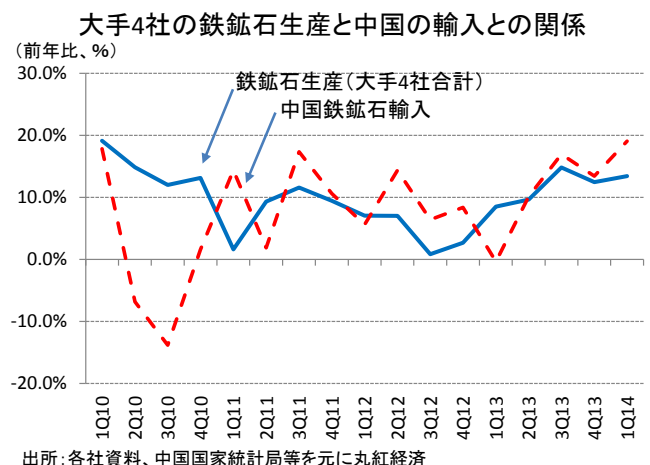
・ 止まらない大手サプライヤーによる生産拡大

一方、供給サイドで目立つのは大手サプライヤーの増産である。鉄鉱石市場は、Vale、Rio Tinto、BHP Billiton、FMG の大手 4 社を中心とした寡占状態にあり、世界輸出の 7 割がオーストラリアおよびブラジルに集中する。4 社のうち、特に FMG および BHP Billiton が積極的に増産を行ってきた結果、2010 年から 2013 年にかけて、4 社合計の生産量は 6.5 億トンから 8.2 億トンまで年率 8% で拡大した。競合が積極的に増産する中、同調しない企業はシェアを落とすことになるため、開発競争は簡単には止まらなるとみられる。実際、ここ数年、認可取得の遅れ等で出遅れた Vale は失ったシェアを取り戻すべく、現行 3 億トンの生産量を 2018 年までに 4.5 億トンに拡大する計画を持っている。



こうした背景により、2014年第1四半期の大手4社の生産量は前年同期比13%増となり、増産ペースが一段と加速している。各社の計画を積み上げると、2014年全体でも2年連続の二桁増となる見通しである。大手生産者は相対的に生産コストが低く、現状の鉄鉱石市況でも利益を確保できているため、生産調整を行う必要性は小さい。むしろ、既に大規模な投資を行っているため、生産・販売を通じた投資資金の回収を急ぐ必要がある。また、市況悪化局面では、生産コストの高い小規模のサプライヤーを市場から排除しようとする思惑が働く。特に、中国の国内鉱山の生産コストは競争力が劣るため、現在の市況水準では赤字操業に追いやられているとみられる。今のところ、中国国内における鉄鉱石生産は減少しておらず、我慢比べが続いている状態である。

鉄鉱石生産は過去最高ペースでの増産が続いているのに対し、2013年後半以降は中国の鉄鉱石輸入がサプライヤーの増産を上回るペースで拡大している。その結果、増産分は吸収され、サプライヤーは販売数量の増加で収益を確保できている。しかし、こうした状況は、市場全体として中国の輸入動向への依存が強まっていることを意味する。中国の鉄鉱石需要に変調が生じた場合、供給過剰が深刻化するリスクを孕んでいることになる。従って、スポット価格の下落は中国の鉄鉱石輸入の持続可能性を疑問視しているとも言える。



・ 生産量の適正化が市況底打ちのサイン

今後、鉄鉱石価格はどの様に推移するのだろうか。初めに、中国の鋼材需要だが、経済の成熟化および固定資本投資中心の産業構造からの転換により、かつてのような高水準の拡大は見込みにくい。また、既存の鋼材在庫の消費にも時間を要するとみられる。中国のGDP成長率についても、IMF予測では2014年:7.5%から2019年:6.5%まで、緩やかな減速が続く見通しである。一方、大手サプライヤーの供給量の拡大については今後も続く可能性が高い。大手は中長期的な需要拡大を前提にした開発を進めており、生産コストも現状の市況を下回っていることから、本格的な生産調整に踏み切るインセンティブは小さい。むしろ、競争力の劣る中小の生産者が存続できるかが焦点となろう。

言い換えると、短期的には、市況低迷が続くことで体力のない中小の生産者が淘汰されるかどうかという、供給側

の要因がポイントとなる。年初からの鉄鉱石価格の下落率は、同じ鉄鋼原料である原料炭価格の下落率を上回っていることから、現状では需要不足よりも供給過剰がより大きな問題であるという捉え方ができる。今後は、生産者の集約化が明らかになった段階で、市況も次第に底打ちすると考える。一方、中長期的には、インド等、中国以外の新興国が鉄鉱石輸入を増やし、需要のけん引役となる可能性が高く、供給側よりも需要側に注目が移ることになろう。

担当	丸紅経済研究所 シニア・アナリスト 井上 祐介	T E L : 03-3282-7945 E-mail: Inoue-Y@marubeni.com
住所	〒100-8088 東京都千代田区大手町1丁目4番2号 丸紅ビル12階 経済研究所	
WEB	http://www.marubeni.co.jp/research/index.html	

(注記)

- ・ 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。