

# 金融機関、資源商社が群がった アルミニウム取引の錬金術に入ったメス

2013/09/25

(Daily Diamond (週刊ダイヤモンド・電子版) 2013年9月18日掲載一部加筆修正)

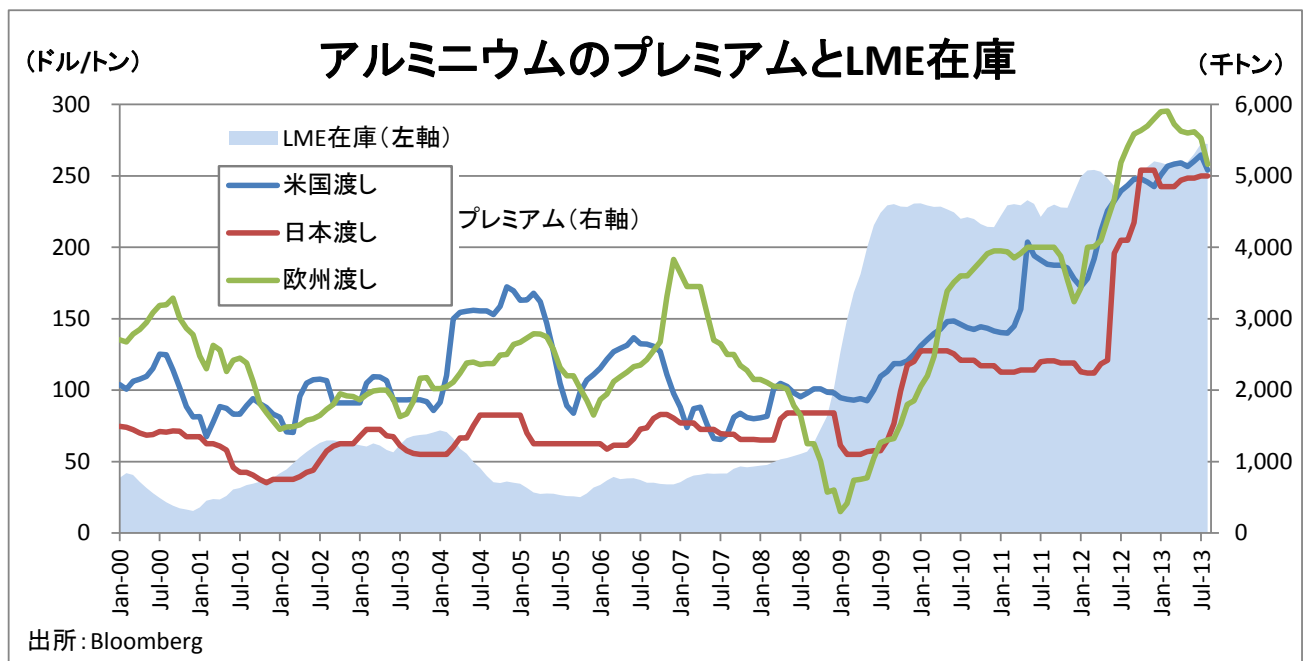
アルミニウムは、私たちにとって、とても身近な金属だ。ジュースの缶やアルミ箔といった身の回りの品や、自動車や電気機器の部品、建材にも多く使われている。ところが近年、大量のアルミニウムが我々の生活に身近とは言えない、金融取引の材料として利用されている。そして、この金融取引は、一部の企業に、錬金術ともいえる利益をもたらしてきたと見られている。しかし最近、関連機関の規制強化によって、この構図が大きく変わる可能性が出てきた。ここでは、その錬金術の仕組みと、規制強化にいたる背景を探ってみたい。

## ・LME 在庫と「割増金」の奇妙な関係

アルミニウムはロンドン金属取引所(LME)で先物の取引が行われている。アルミニウムの先物取引は、原油など他の国際商品と同様、ほとんどが期日前に反対売買で決済されるが、倉庫で現物の受け渡しをすることもできる。この受け渡し場所が、世界に約40ヶ所に存在するLMEの指定倉庫だ。在庫は生産者や需要者の倉庫にも存在するが、それらは通常適正なレベルに保たれている。一方、LME指定倉庫の在庫(以下、LME在庫)は流通在庫である。そのため、LME在庫量は、世界の需給状況を把握するための目安として注目される。

アルミニウムのLME在庫は、需要の減速と生産の増加を背景に、2013年9月時点で、2008年のリーマンショック前の約5倍に拡大した。需給バランスの緩和から、2011年以降、アルミニウム価格は下落した。しかし、アルミニウムの需要家は、価格の下落を丸ごと享受している訳ではない。アルミニウムの現物取引では、需要家は、LME価格に加え、それに上乗せされる割増金(プレミアム)を支払う。日本向けの場合、受け渡しはCIF価格になっているため、プレミアムは、アルミニウムの製錬工場から需要家に現物を運送するコスト(輸送・保険料など)に極東の需給環境を反映したものになっている。そのため、経済原則どおりであれば、需給が緩み在庫が増加した場合、価格とともに、プレミアムも縮小する。しかし、2009年以降、プレミアムは在庫増に反して上昇し、2013年にはリーマンショック前の約3倍に拡大した。(図表1)

【図表1】



この不可解な現象の原因として、LME 在庫を利用した金融取引（ファイナンス・ディール）の拡大が指摘される。ファイナンス・ディールは、現物（期近・決済の早い限月）を買って、先物（期先・決済の遅い限月）を売る、という取引の値差を利用したものである。需給緩和の局面では、原理的には、金利と倉庫料分だけ、現物よりも先物の方が高くなる。これは、現物（期近）を売った場合と、それを所有・保管し先物（期先）で売った場合の採算が等しくなるように、裁定が働くためである。

ファイナンス・ディールの当事者（後述するが一部の金融機関や資源商社といわれている）は、安い現物（期近）を買って、高い先物（期先）を売る。この価格差は、金利と倉庫料に相当するが、彼らは世界的な金融緩和の中で安い金利調達が可能で、倉庫を自社で保有したり、倉庫業者から賃料の優遇レートを引き出す等の手法で、倉庫料をセーブしている。そのため、ほとんどリスクを負わずに、安定的な利益を上げることが可能となっている。まさに、錬金術だ。また、アルミニウム生産者に対して倉庫賃料の割引や資金面のインセンティブを与えて長期間の在庫を積極的に取り込み、倉庫業者として、大きな賃料収入を確保しているといわれる。

ファイナンス・ディールは、企業の在庫を買い取る形で融資が行われるため、倉庫ファイナンスとも言われる。ファイナンス・ディールに利用された在庫は担保のようなものであり、現物市場に流出せず、倉庫の中に留まる。その量は、アルミニウム LME 在庫の実に 8 割にのぼると見られている。つまり、LME 在庫の 8 割が「すぐには使えない在庫」なのだ。しかも、ファイナンス・ディールに紐づく在庫が倉庫に次々と吸収されるため、現物市場の供給が薄くなり、現物の需給は逼迫する。いわば、ファイナンス・ディールという「新しい需要」が生まれた訳だ。在庫増加にもかかわらず、プレミアムが上昇したのはこのためである。

需要家にとっては、プレミアムを払わずに、直接 LME 在庫を購入するという方法もある。しかし、個々の LME 倉庫からの出荷量は LME の規定で一日最大 3,000 トンに制限されているため、倉庫によっては出荷まで一年以上という長い待ち時間となっている。その間、金利と倉庫料を負担する必要があるため、待ち時間が長くなればなるほどコスト負担が増加する。プレミアムには、先に述べたように、現物を運送するコストや消費地の需給が反映される。LME 倉庫から調達する際のコストの上昇は、需要家にとっては供給環境の悪化となる。プレミアム上昇には、出庫までの長い待ち時間も一役買っている訳だ。

このファイナンス・ディールを推進した当事者が、一部の金融機関や資源商社といわれている。米国金融大手のゴールドマン・サックスと JP モルガン・チェース、スイスの資源大手であるグレンコア・エクストラータ、オランダの独立系国際商品取引会社トラフィギュラ・ビヘーアといった名前が挙がる。いずれも 2010 年に倉庫会社を傘下に収めており、ファイナンス・ディールを積極的に行っていたと見られている。（図表 2）

【図表 2】

親会社	取得月	倉庫会社	保有LME倉庫の所在地
Goldman Sachs Group Inc.	2010年2月	Metro International Trade Services LLC.	Leghorn, Ravenna, Trieste, Busan, Gwangyang, Incheon, Port Klang, Kocaeli, Chicago, Detroit, Long Beach, Mobile, New Orleans, St Louis, Toledo
JPMorgan Chase & Co.	2010年7月	Henry Bath & Son Ltd.	Antwerp, Busan, Gwangyang, Johor, Rotterdam, Singapore, Bilbao, Dubai, Hull, Liverpool, Baltimore, Chicago, New Orleans
Glencore Xstrata Plc	2010年8月	Pacorini Metals Group	Antwerp, Genoa, Leghorn, Ravenna, Trieste, Busan, Gwangyang, Incheon, Johor, Port Klang, Rotterdam, Vlissingen, Singapore, Barcelona, Bilbao, Tekirdag, Dubai, Baltimore, Chicago, Detroit, Los Angeles, Mobile, New Orleans
Trafigura Beheer BV	2010年3月	NEMS Ltd	Antwerp, Busan, Incheon, Johor, Port Klang, Dubai, Liverpool, Tyne & Wear, Baltimore, Chicago, New Orleans

出所：各種報道資料、LME HPより丸紅経済研究所作成（保有LME倉庫は2013年8月28日時点で倉庫会社の現地法人分を含む）

## ・ LME のルール変更と米国金融当局による規制強化

ところが、この構図が変わる可能性が出てきた。供給過剰で在庫が大幅に増加しているにもかかわらず、現物がタイトで高いプレミアムを支払わなくてはならないという現状は、アルミニウムの需要家にとっては許容し難い状況だ。需要家からの批判が高まる中、LME は 2013 年 7 月 1 日に、LME 倉庫からの受け渡し期間短縮を目的とした、規制の改正を提案した(実施は 2014 年 4 月を予定)。新規制は、在庫搬出までに 100 日以上かかる倉庫に対して、実際の搬入量以上の搬出量を課すことで、在庫量を減少させるというものである。在庫量の減少は出荷期間の短縮とプレミアムの低下につながる一方、ファイナンス・ディールの当事者にとっては利益を減少させる要因となる。

LME 倉庫の在庫滞留問題は、米国当局の調査対象にもなっている。2013 年 7 月 19 日、米連邦準備理事会(FRB)は銀行の商品関連取引を容認した 2003 年の決定を再検討すると発表した。この決定は当時シティグループが買収した企業の傘下にあった商品取引会社をめぐり、金融取引を補完するものとして、商品の現物取引を認めたものである。銀行持株会社法(BHC 法)では、銀行に対して、金融取引以外に、それを補完するものの取り扱いを認めている。2003 年の決定を再検討するということは、今後、銀行が現物取引に関わる事が出来なくなる可能性があることを意味する。2013 年 7 月 23 日に開かれた上院の公聴会では、LME 倉庫以外に、石油タンカーやパイプラインなどを保持し商品価格への影響を強めているとして、金融機関に対する批判が高まった。その後、司法省による金融機関の倉庫部門への調査や、商品先物取引委員会(CFTC)による倉庫業者からの聞き取りなども行われており、銀行の商品取引に対する規制強化は避けられそうにない状況だ。

## ・ 進む金融機関の商品現物取引の縮小

2013 年 7 月 26 日、JP モルガン・チェースは商品の現物取引を戦略的に見直す旨を表明した。内容には商品関連の資産や部門の売却が含まれるとされている。ゴールドマン・サックスも倉庫の売却を進めており、モルガン・スタンレーも商品部門の売却を検討していると報じられている。米国の大手金融機関がこぞって商品部門の縮小を進める背景には、FRB による規制強化に加えて、商品価格下落に伴う商品部門の利益減少があると見られる。大手銀行の商品事業からの収益は、ピークの 3 分の 1 程度に縮小している模様だ。

さらに、LME 倉庫を保有する金融機関においては、上述の LME ルールの改正見通しや、複数のアルミニウム需要家からのクレームや告訴も、倉庫を手放すインセンティブになったと見られる。2013 年 8 月に入り、ゴールドマン・サックス、JP モルガン・チェース、グレンコア・エクストラータ、そして、LME と LME の親会社である香港取引所(HKEx)は、アルミニウム価格を操作したなどとして、米国の複数の州で、独占禁止法違反で提訴された。銀行にとって商品事業は、リスクに見合わない取引になりつつあるのかもしれない。

## ・ 今後の展望

グレンコア・エクストラータは 2013 年に入り、傘下の LME 倉庫数を 14 増加させた。ゴールドマン・サックスや JP モルガン・チェースが保有する LME 倉庫の数を減らしたこともあり、グレンコア・エクストラータは最大の LME 倉庫保有者となった。大手銀行が撤退しても、グレンコア・エクストラータやトラフィギュラ・ビヘアなどの商品取引会社は、金融機関の撤退を機に、当局の規制に抵触しない範囲で、むしろ商品取引の規模を拡大しながら倉庫を利用したトレードを続ける可能性が高そうだ。

商品取引会社は、金融機関の商品現物取引からの縮小がすすむことで、その機能の一部を肩代わりして業務を拡大する可能性がある。2013 年 7 月、商品取引会社のフリーポイント・コモディティーズは、石油・ガス生産事業向け

に「ボリューメトリック・プロダクション・ペイメント(VPP)」による融資を行った旨を発表した。VPP は、前払いで現金を受け取り、将来生産する現物で支払うという契約だ。VPP は金融機関によるほぼ独占分野といわれてきたが、商品取引会社の参入は既に始まっている。

金融機関の商品関連業務の縮小は避けられそうにない。しかし、2008 年の金融危機を引き起こした過去の例を見ても、何かまた、新しい錬金術を生み出す可能性は高い。そして、それが新たな市場の歪みを生み出し、また規制強化につながるのかもしれない。

懸案のアルミニウム在庫は、LME の規制変更にともない、過剰な LME 在庫は徐々に解消に向かうと思われる。ただし、通常であれば在庫の減少は価格を上昇させる要因となるが、この場合は「使えない在庫の減少」ゆえに、需給は一時的にさらに緩和する可能性がある。アルミニウムのプレミアムは、既に下落を始めている。LME のルール改正が発表された 7 月以降、欧米のアルミニウムのプレミアムは急落した。日本向けのプレミアムは四半期契約だが、2013 年第 4 四半期は前期から下落する見込みと報じられている。

プレミアム下落は、アルミニウムの需給にも影響を与えそうだ。アルミニウムの価格は 2013 年 9 月時点で 1 トンあたり 1,800 ドル程度である。アルミニウムの生産コストは、2012 年時点で 1 トンあたり 1,900 ドル程度とされており、価格は生産コスト割れの水準だ。アルミ生産大手のアルコアは、2013 年 7 月の同社の第二四半期決算発表で、アルミニウムの生産部門が黒字を維持するためには、これ以上プレミアムが下落しないことが重要だと述べている。プレミアム下落は、アルミニウム生産者にさらなる減産を促すことが予想される。

生産調整によって、アルミニウムの供給過剰状態は将来的に収束に向かうと思われる。一方、ファイナンス・ディールは、現物(期近)が先物(期先)に対して十分に割安でなければ成り立たない。しかし、この値差は需給がタイトになると縮小し、供給不足時には逆転する可能性が大きい。また、金利が上昇した場合は当事者のコストは上昇する。つまり、ファイナンス・ディールが成立するためには、需給の緩和状態と低金利の継続が必要となる。将来的に供給過剰状態が解消し、各国の金融緩和の縮小が進む局面では、ファイナンス・ディールという錬金術はその能力を失うことになる。結果、アルミニウム市場における過剰在庫とプレミアムの上昇という市場の歪みは解消に向かう。

担当	シニア・アナリスト 村井 美恵	T E L : 03-3282-7686 E-mail: Murai-M@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	<a href="http://www.marubeni.co.jp/research/index.html">http://www.marubeni.co.jp/research/index.html</a>	

(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。