



## 上昇続く商品相場

調査研究部 専門研究員  
古金 義洋

### ○CRB指数は過去1年間で倍に

商品相場が上昇している。コモディティ・スーパーサイクルが到来したとも言われる。コモディティ・スーパーサイクルというのは、穀物、金属、エネルギーなど商品の価格が長期にわたって上昇する局面のこと。前回の上昇局面は1990年代後半から、リーマンショック前の2008年まで続いた（図1参照）。

ロイター・コアコモディティ・CRB指数は2020年5月7日に206.9と昨年4月21日の安値106.3からほぼ2倍に上昇し、2018年高値を上回った。

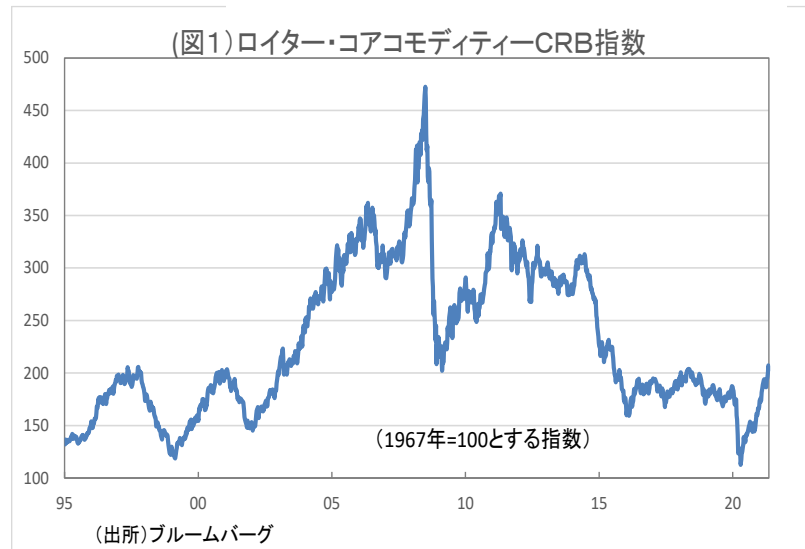
同指数は、代表的な商品先物指数のひとつで、原油や金、銀、アルミニウム、トウモロコシ、大豆など19商品で構成されるドル建て国際商品指数だ。原材料・エネルギー価格の上昇はコストプッシュ・インフレ要因（供給サイドの要因によるインフレ）であり、インフレの先行指標と言われる。

この1年間で倍になったが、今の水準は2008年の高値に比べると半値以下にすぎず、高値警戒感の強まる株式相場などに比べ、今後の上昇余地は大きいと言える。

### ○商品相場上昇の4つの要因

個別の商品にはそれぞれ値上がりする要因があるが、商品相場の全般的な上昇の背景には以下のようなマクロ経済的な要因がある。

第1に、需給の逼迫だ。例えば、銅や鉄などのベースメタルについては、主として中国の需要急増が原因だ。中国政府はコロナショッ



クに対応した景気刺激策のため、昨年春以降、インフラ投資を加速させた。建設投資用のベースメタル需要が相場を急騰させている。

原油に関して言えば、昨年春、コロナショックによる原油需要の消失に直面し、WTI先物価格が一時マイナスになった。こうした事態に対し、サウジアラビアなどOPECとロシアなど、いわゆるOPECプラスは減少した需要に合わせて協調減産を実施した。

その結果、供給過剰感は薄れる一方、世界の経済活動が徐々に上向いていることで、原油需要が増加し、需給逼迫状況が続いている。

すでに成長軌道にある中国に加え、ワクチン接種により欧米でも経済が正常化に向かっている。世界的なペントアップ・デマンド（景気後退時に抑制されていた需要が一気に盛り上がること）への期待が商品市場全体の需給を逼迫させている。

第2に、先進国各国中央銀行の金融緩和姿勢がある。とくに、米FRB（連邦準備制度



理事会)は昨年8月に金融政策についての新指針を示した。新指針では、物価よりも雇用を重視し、従来の目標値とされた「2%」のインフレ率を「一時的に」上回ることを容認することを決めた。実際、このところの米国の物価上昇に対して、パウエルFRB議長は繰り返し「一時的」と述べ、金融緩和姿勢を変えていない。中央銀行が物価上昇を容認する姿勢を示していることは、商品市場での投機熱を高めるおそれがある。

第3に、過剰流動性が投機を加速させている。コロナショックへの対応として、先進各国で財政資金としてばらまかれた個人向け一時給付金が、ほとんど使われずに残っている。例えば、米国連邦政府は昨年、家計への所得補償として1.4兆ドル支給したが、消費が抑制されたこともあって、家計貯蓄が2.9兆ドル増加した。こうした過剰貯蓄あるいは過剰流動性は、預金などを集計したマネーサプライが、日米欧各国で急増していることに表れている。

3月の米国のマネーサプライM2は前年比24%増加した。日本やユーロ圏でもマネーサプライ指標はそれぞれ前年比10%、18%増加した。貨幣数量説によれば、理屈上、マネーサプライは物価を押し上げる。

実際、この過剰流動性資金が株式市場に流れ株価を押し上げると同時に、商品市場にも流れて商品相場を押し上げている。

第4に、ドル安傾向がある。FRBが算出するドル実質実効レート(対先進国通貨、2006年=100の指数)は、昨年4月の120.5から今年1月に110.2と1割程度低下した。

CRB指数など多くの商品指数あ

るいは商品相場はドル建てで計算される。そのため、為替市場でのドル安は通貨としての意味を併せ持つ金など貴金属を中心に、商品相場を上昇させる。

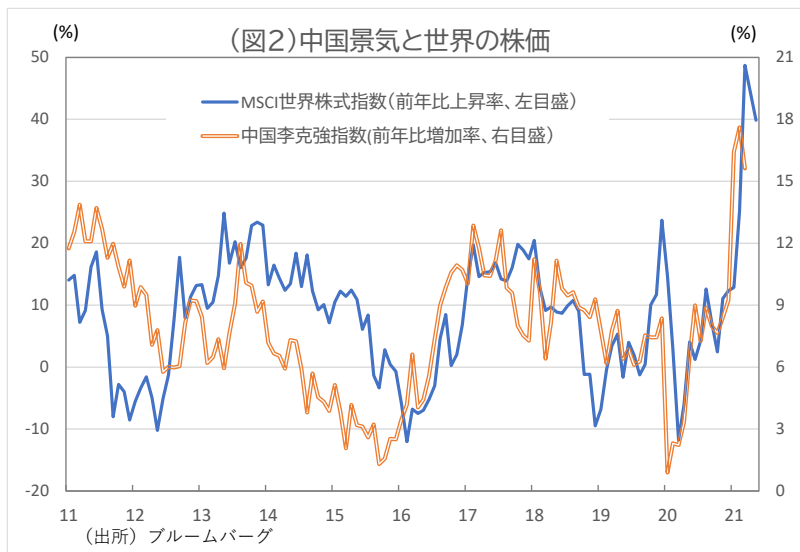
これら4つの要因は、経済全体のインフレを加速させる要因であると同時に、商品価格を上昇させるものだ。

商品相場上昇は、コストプッシュ・インフレの要因になりインフレ加速を予想させる。そして、そのインフレ加速予想が商品価格を上昇させる。

### ○商品相場上昇に歯止めをかけるリスク要因

では、商品相場上昇に歯止めをかける現実的な要因としては、何が考えられるか。

1つは、商品の需給に変化を及ぼす大きな要因として、中国経済の状況が気になる。中国では、景気刺激策の行き過ぎにより、資産バブル問題、不良債権問題が再燃しており、金融当局も緩和姿勢を修正せざるをえなくなっている。人民銀行は、ここへきて中国で事業を展開する国内外の銀行に対し、新規融資額を最大でも前年同期と同じ水準程度にとど





めるよう指示したとされる。

実際、3月の銀行新規融資は2.7兆元と前年同月の2.9兆元から減少した。これは、中国政府の政策の焦点が経済成長率の押し上げから、規制当局による信用リスクの管理強化に移ったことを示している。

中国景気の回復傾向は続いており、1～3月の中国の実質GDP成長率は前年比18.3%となったが、季節調整済み前期比で見ると0.6%と昨年7～9月の3.1%、10～12月3.2%から伸びが大きく鈍化した。電力消費量、鉄道貨物量、銀行貸出残のデータで構成され、中国の景気実態を端的に反映するとされる李克強指数<sup>1</sup>（図2参照）も、3月にやや下向いた。

金融緩和修正は限定的なものと思われるが、引き締めが予想外に強力なものとなれば、株式相場や商品相場にも大きな影響を及ぼすおそれがある。

もう一つは、米FRBの金融緩和姿勢が続くか、言葉を変えるとインフレ容認姿勢が続くかどうかという点だ。

半導体不足、サプライチェーンの問題などもあって、今年に入ってから米国では生産者物価などがかなりのテンポで上向いているが、前述した通り、パウエルFRB議長は物価上昇が「一時的」として、インフレ容認姿勢を変えていない。

金融市場では、FRBのインフレ対応が後手に回るのではないかと、との不安が強まっており、もし、FRBのインフレ容認スタンスが変われば、インフレ加速予想→商品相場上

昇→インフレ加速予想、の自己実現的な循環に歯止めがかかる可能性がある。

ただ、物価上昇がパウエル議長が述べるように本当に一時的なものなのか、それとも、物価上昇が続くFRBにとって容認できない物価上昇になるのか、を判断するにはもう少し時間がかかるかもしれない。だとすれば、少なくとも当面はFRBの物価上昇容認姿勢は続くだろうし、商品市場への資金流入も続くだろう。

<sup>1</sup> 中国第7代国務院総理の李克強氏が、2007年にGDPよりも信頼できる数値として挙げた「電力消費量、鉄道貨物量、銀行貸出残」の3つをもとに作られた中国の経済指標。2010年に英「エコノミスト」紙によって名付けられた。