

2013年6月12日

# 資源国通貨の行方 & コモディティ市場の見通し

大和証券 投資戦略部

シニアストラテジスト 山田 雪乃



この資料は、ミーティング等における投資情報の提供活動に際し補助的資料として作成したもので、投資勧誘を意図するものではありません。投資の決定はご自身の判断と責任でなされますようお願い申し上げます。事前の了承なく複製または転送等を行わないようお願いします。ご利用に際しては、末尾の開示事項の記載もご覧ください。

# コモディティ市場の見通し

## (1) 「リスク・オン」の投資資金は株式市場へ

- 日米欧先進国の金融緩和による過剰流動性、日米などの景気回復期待 ⇒ 「リスク・オン」へ
- 投資資金は、株式市場を主体に金融市場へ流入。
- 資源のスーパーサイクルに対する統一的な見解が形成されにくい中、マネー要因で、コモディティ市場全体が上昇する可能性は低い。

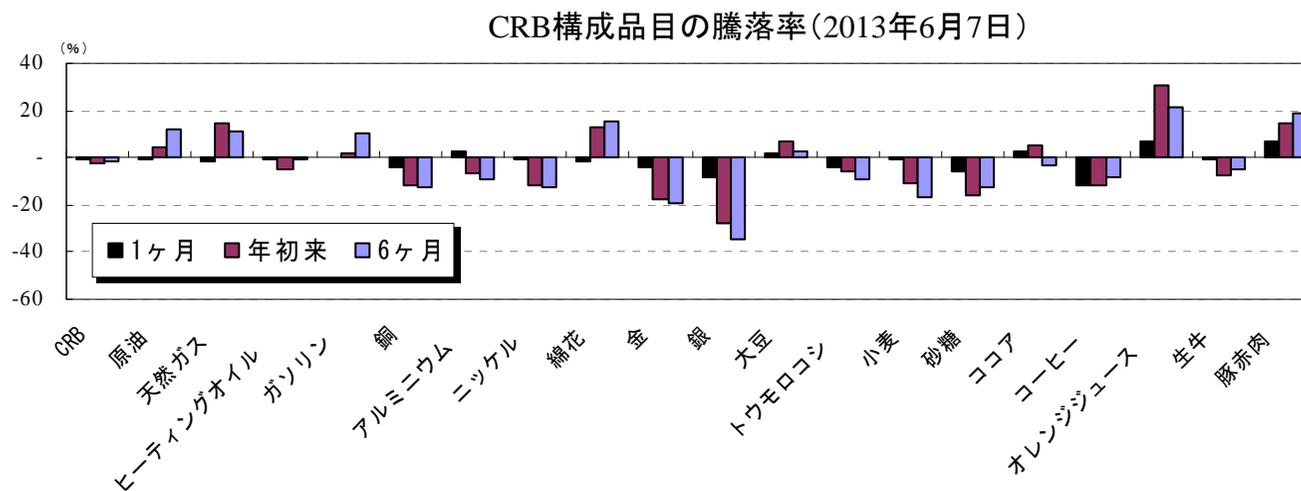
## (2) 「中国経済」見通しの下方修正 ⇒ 緩やかな景気回復へ

- 12年半ば～13年春のコモディティ市場の緩やかな調整の背景は、市場で醸成された中国の景気回復に対する期待を下方に修正する動きが反映されてきた。
- 中国の景気回復の実態と期待の乖離が縮小し、コモディティ市場の軟調な動きは抑制。
- 2013年後半は、中国経済の緩やかな回復を織り込む展開へ。

## (3) 個別商品の需給を反映した価格推移へ

- 需要サイドでは、中国など新興国経済の回復、日米欧先進国の景気回復による需要の回復見通しが牽引役。
- 供給サイドでは、現在の世界・新興国の経済・需要見通しよりも高めの成長率を前提とした開発が進められ、供給が増加し始めている(鉄鉱石など)。
- コモディティ市場全体としては一進一退で推移する中で、個別商品の需給を反映した価格推移になる見通し。

# 【1】 コモディティ市場の動向



## 【2】 コモディティ市場とマネー

### 【コモディティ市場に対する2つの見方】

#### 【QE1～QE2の局面】

- ①新興国の経済成長
- ②資源の供給不足 ⇒ 資源価格の高騰局面が続くとの観測
- ③開発の遅れ
- ④クリーンエネルギー(エタノール)

#### 【QE3の局面】

- 「① 中国経済の減速、② シェール革命 ⇒ 資源価格上昇のスーパーサイクルは終了した」との弱気の見方が台頭
- BRICs経済の巨大人口、経済成長による資源不足への懸念  
⇒ BRICsの成長鈍化で強気の見方が後退
- エネルギー関連技術、世界景気、各国の金融政策・為替動向などの不透明感台頭

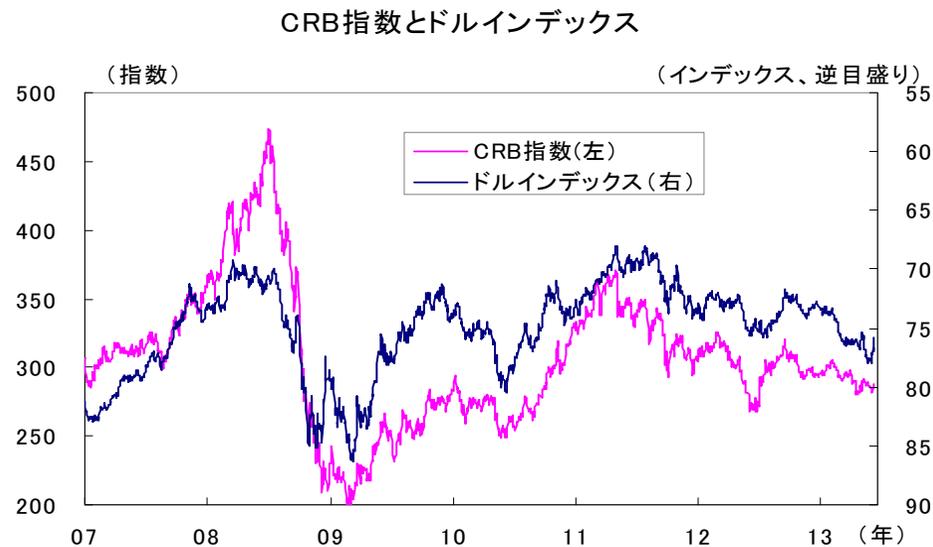
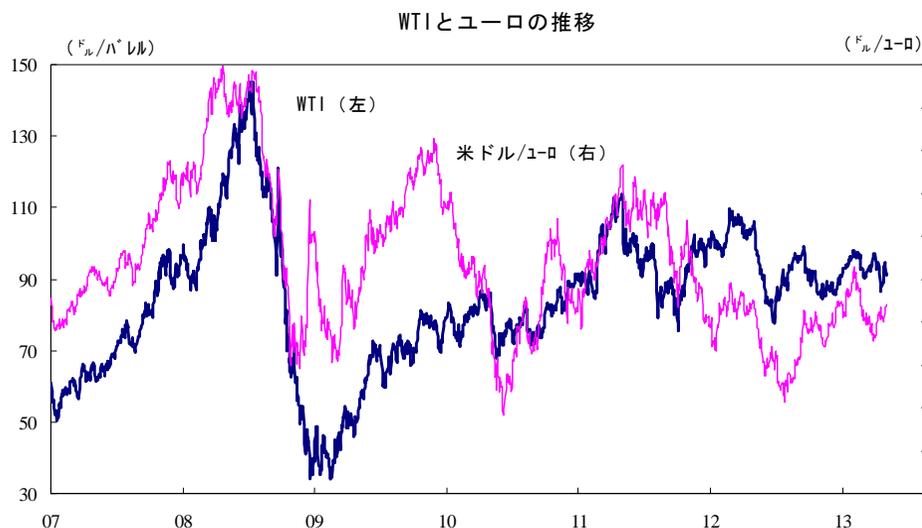
#### 【2013年5月～】

- 米国による量的金融緩和の出口戦略を模索する展開、「米ドル高」へ

※ 【QE1】 2008年11月～2010年3月 合計1兆7,250億ドル  
【QE2】 2010年11月～2011年6月 合計 6,000億ドル  
【QE3】 2012年9月～12月 毎月 400億ドル  
2013年1月～ 毎月 850億ドル

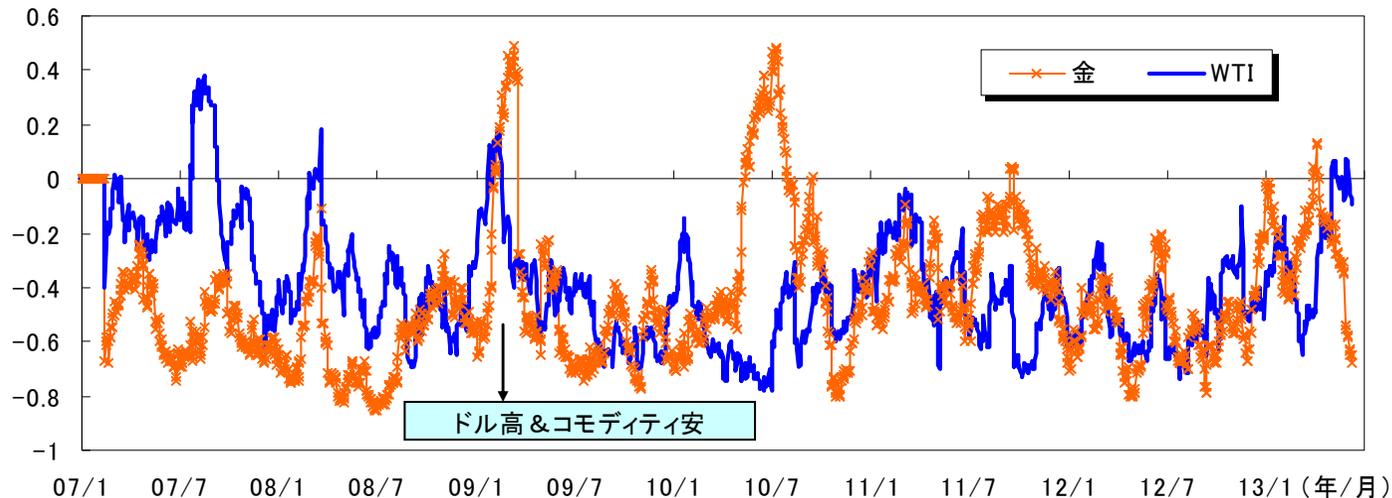
## 【3】「ドル高」とコモディティ市場

- 12年9月に米国における量的金融緩和第3弾の発動、11月以降の日本の政権交代への期待台頭、円高の修正局面への移行、12年12月には、米国で「財政の崖」回避への懸念など不透明感の台頭、などが影響した。
- 13年に入ってからのコモディティ市場の調整には、各国の金融緩和と景気見通しを反映しつつ、「ドル高」が大きく影響。

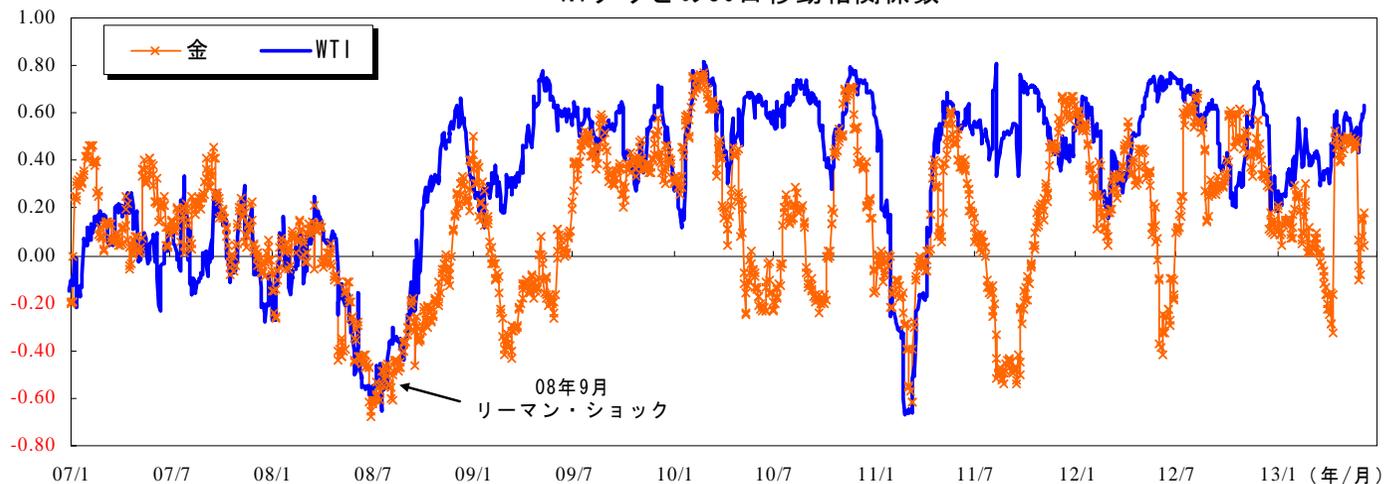


# 【4】 コモディティ市場と米ドル、米国株

ドルインデックスとの30日移動相関係数

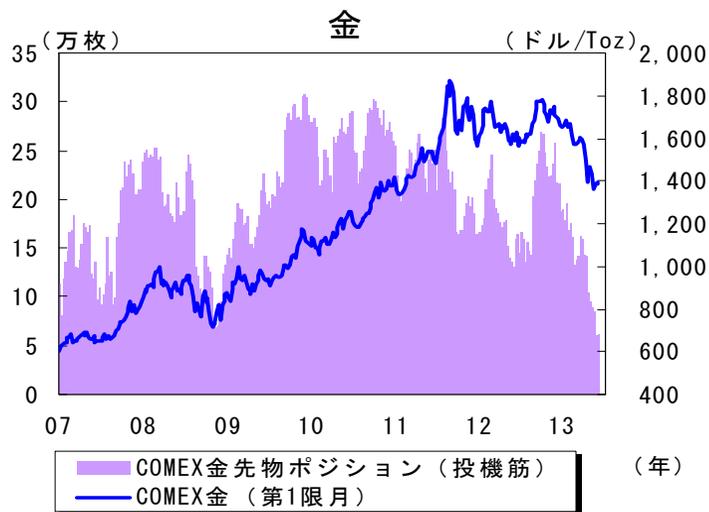
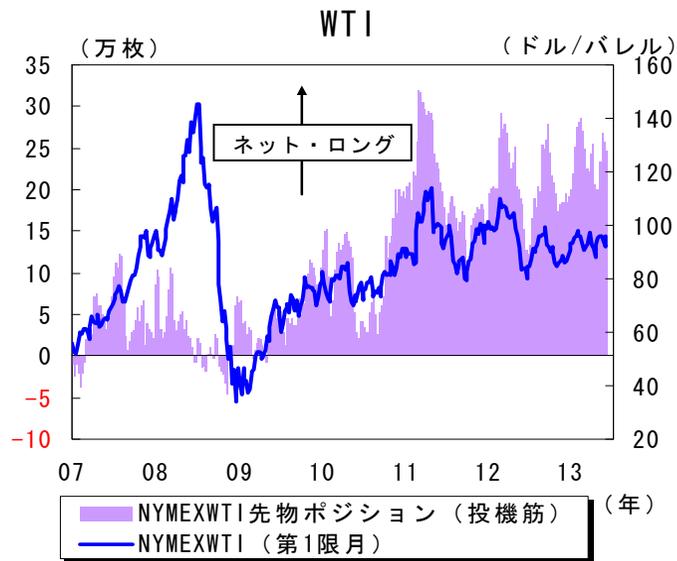
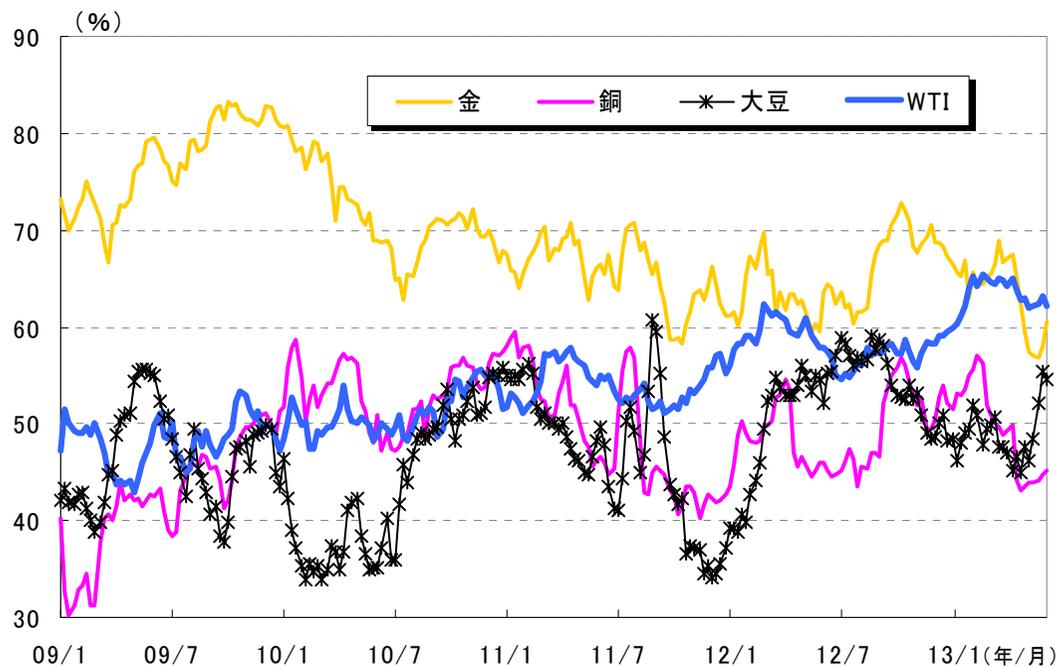


NYダウとの30日移動相関係数



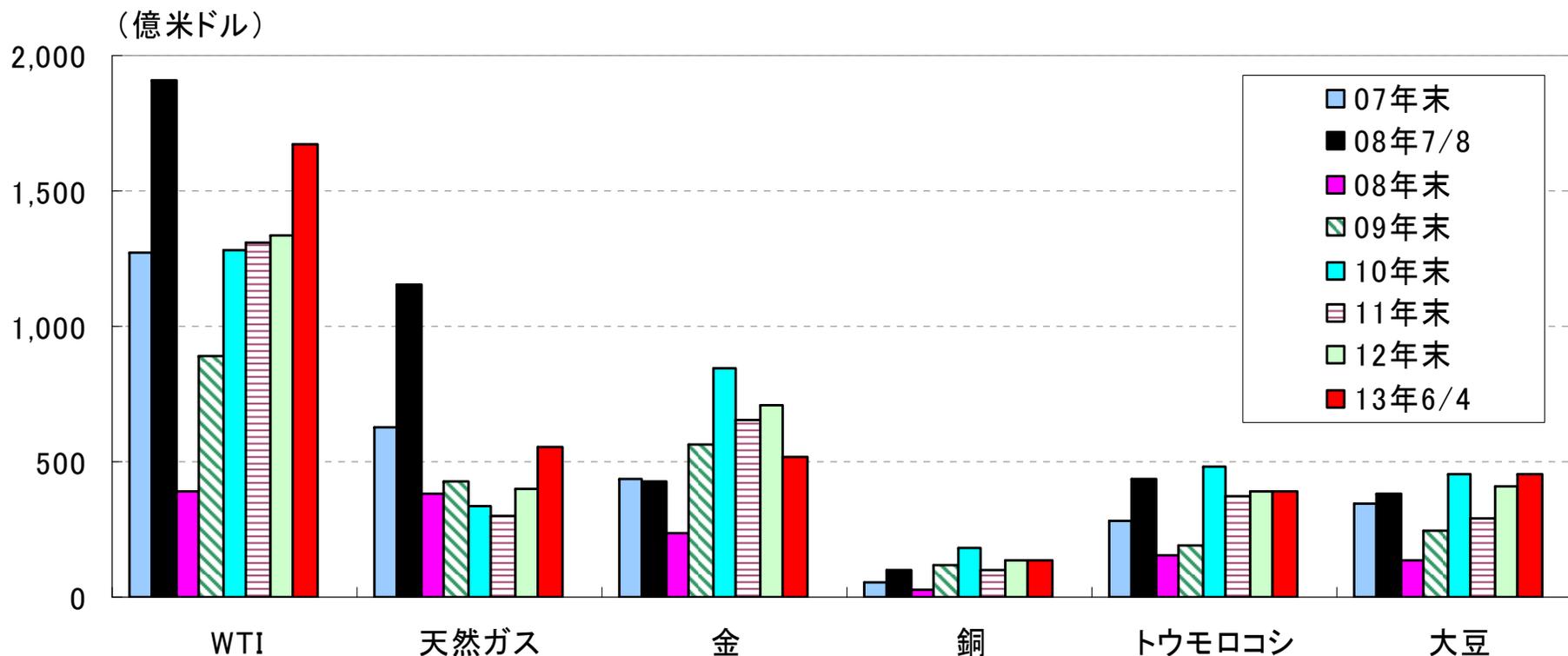
# 【5】 コモディティ市場とマネー

米先物市場における投机筋のロング・ポジションに占める割合



# 【6】 コモディティ市場とマネー ～コモディティ市場の規模

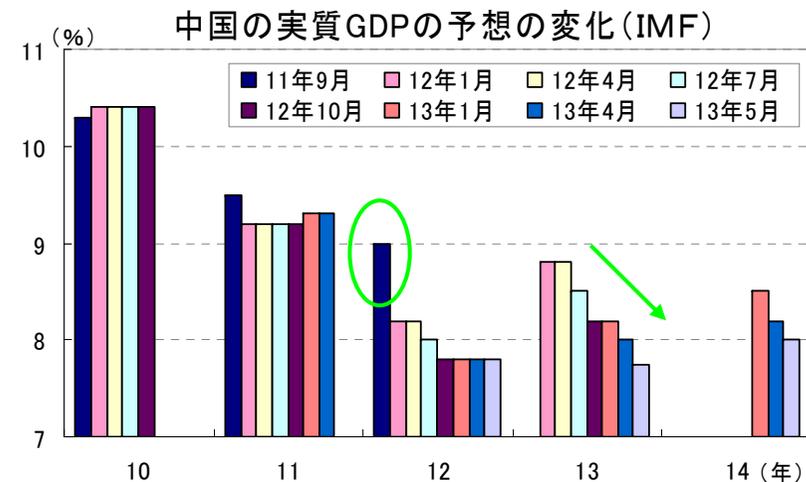
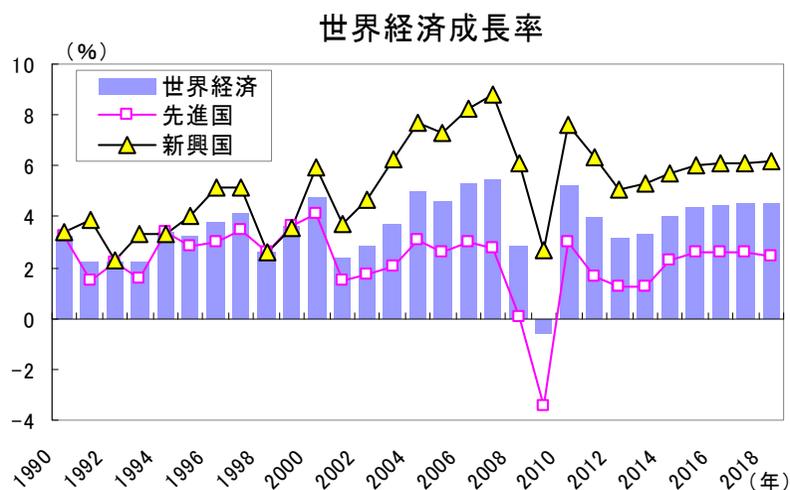
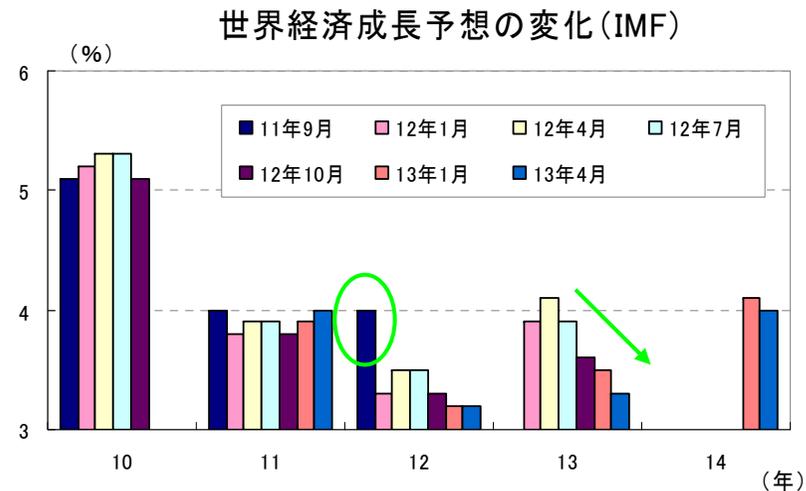
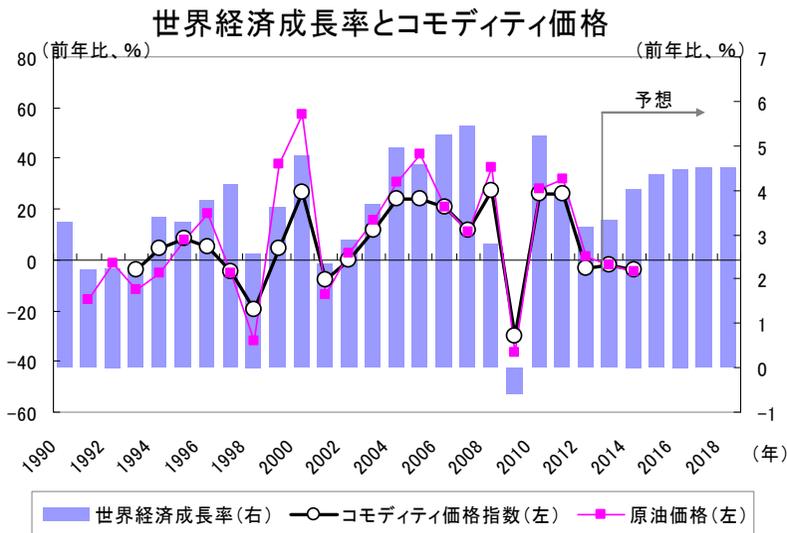
米先物市場の規模



(出所) CFTCより大和証券作成

(注) 市場規模 = 建て玉 × 取引単位 × 先物価格

# 【7】 世界経済見通しの変化



# 【8】 中国の経済見通しの変化

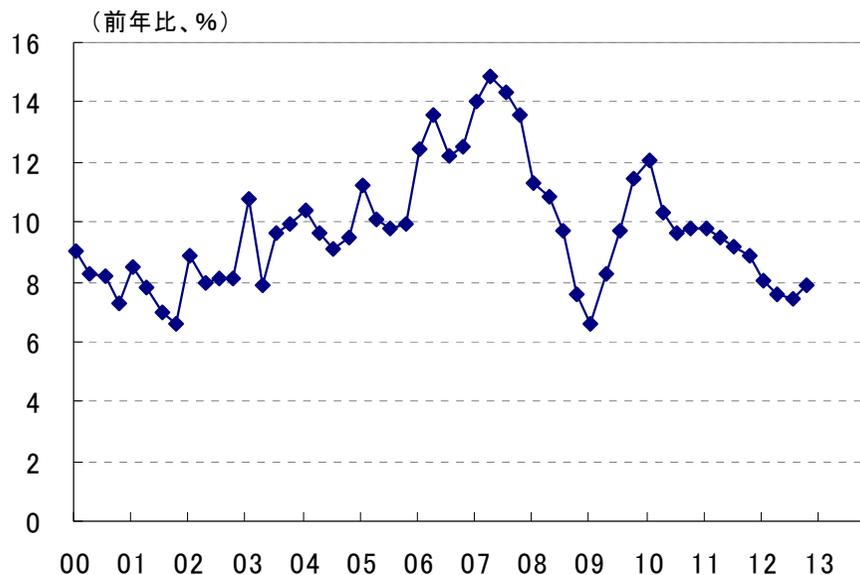
- 13年3月の全人代後に発表の経済目標は7.5%成長を目指す経済運営  
→ 市場は、中国の経済成長率の見通しを織り込み直す展開へ
- インフレと金融引き締め懸念、不動産規制の発動  
→ 中国の資源需要の抑制要因へ

◆2013年の経済目標

|             | 13年目標            | 12年目標   | 12年実績   |
|-------------|------------------|---------|---------|
| 経済政策の基本方針   | 積極的な財政政策と穏健な金融政策 |         |         |
| 実質GDP       | 7.5%前後           | 7.5%前後  | 7.80%   |
| CPI         | 3.5%前後           | 4.0%前後  | 2.60%   |
| マネーサプライ     | 13%前後            | 14%     | 13.80%  |
| 財政赤字(対GDP比) | 2%前後             | 1.5%前後  | NA      |
| 新規就業者数(都市部) | 900万人以上          | 900万人以上 | 1,266万人 |

出所: 政府活動報告などより大和証券作成

実質GDP成長率



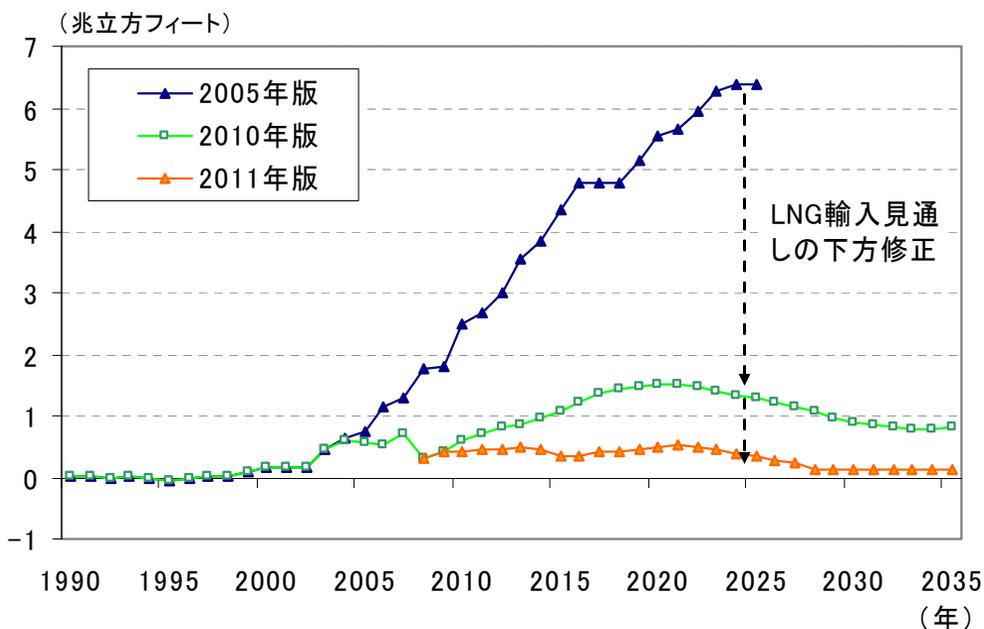
鉄鉱石・石炭の価格



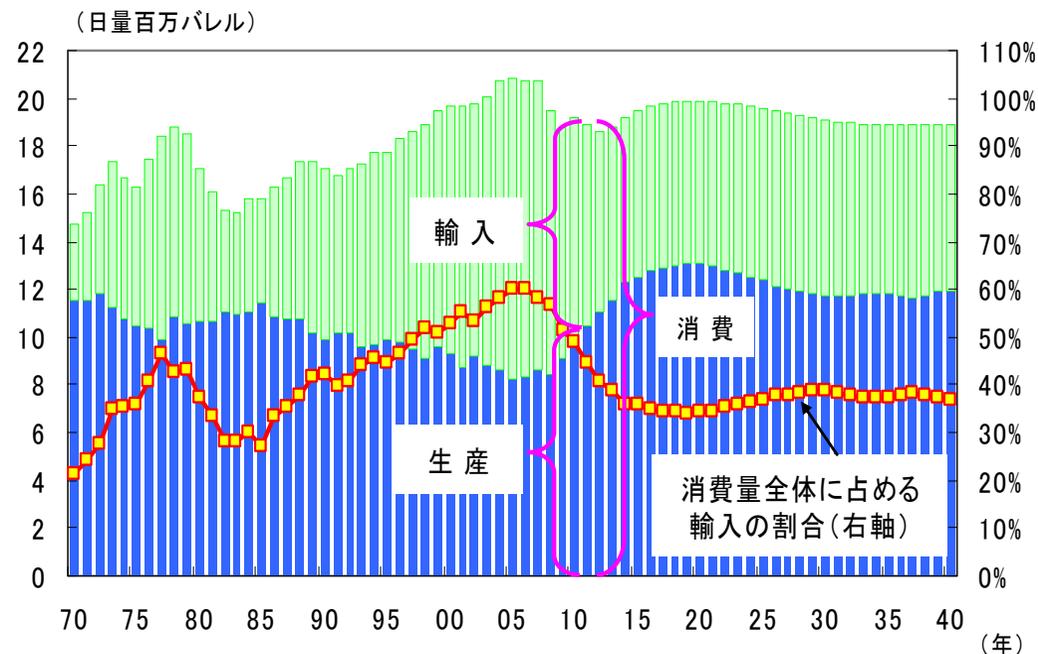
# 【9】 シェール革命

- 2005年以降、米国のLNG輸入見通しは大幅に下方修正。消費全体に占める輸入割合は2005年の6割程度から2015年以降は4割未満へ減少。
- 2020年代には、天然ガスの純輸出国へ転じる見通し。

米国におけるLNG輸入見通しの変化

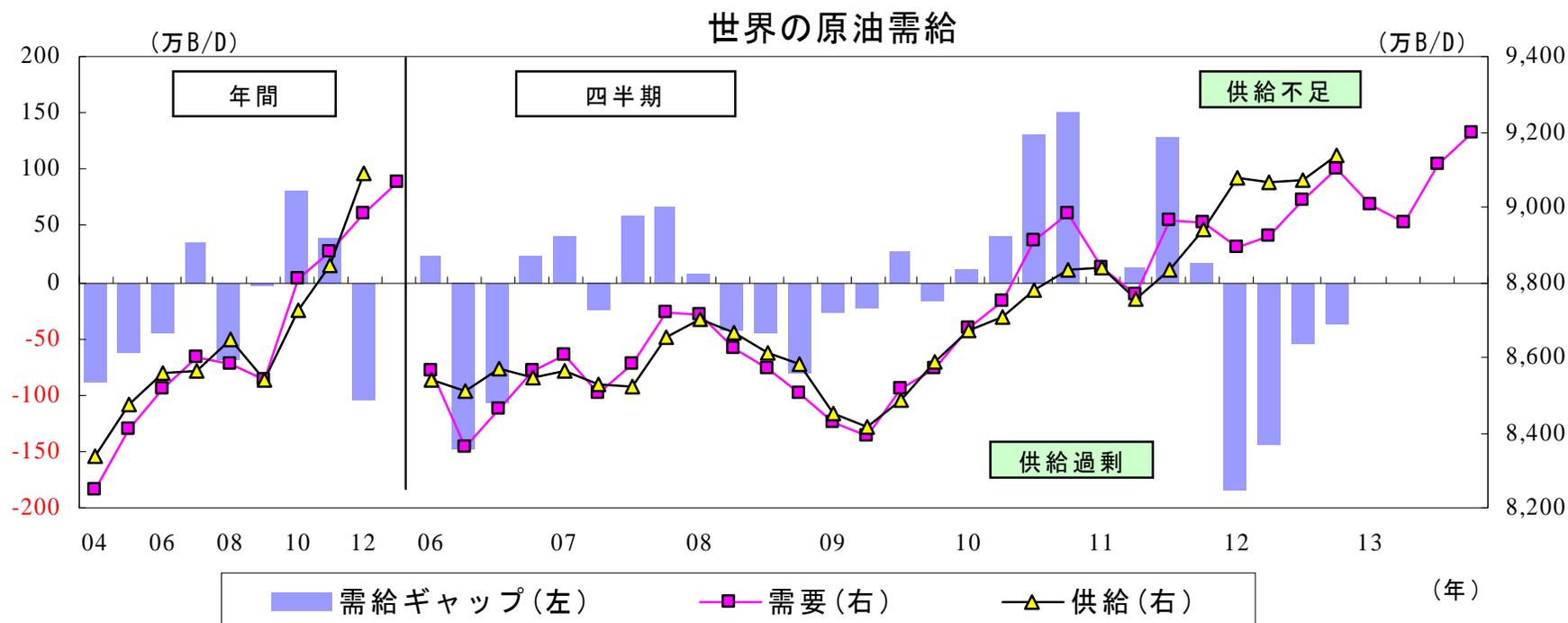


米国における石油生産量



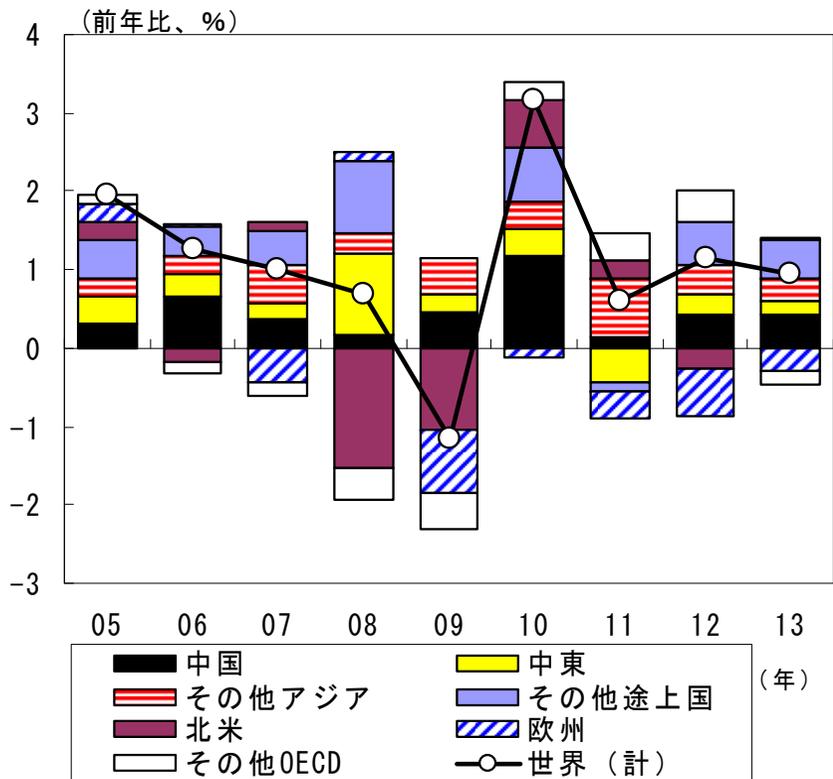
## 【10】 原油① 世界需給

- 12年は、シリアなどの地政学的リスクが原油価格を押し上げる働き
- 13年は、供給懸念の解消、米国における原油供給の増加観測を背景に、WTI先物カーブは先安感を反映する形状へ変化
- 世界の原油需要は、増加基調で推移する見通し
- 米国では、シェールガスからシェールオイルの生産へシフトする動きも出始めている。  
⇒ 原油需給は緩和気味な状況が続きやすい。

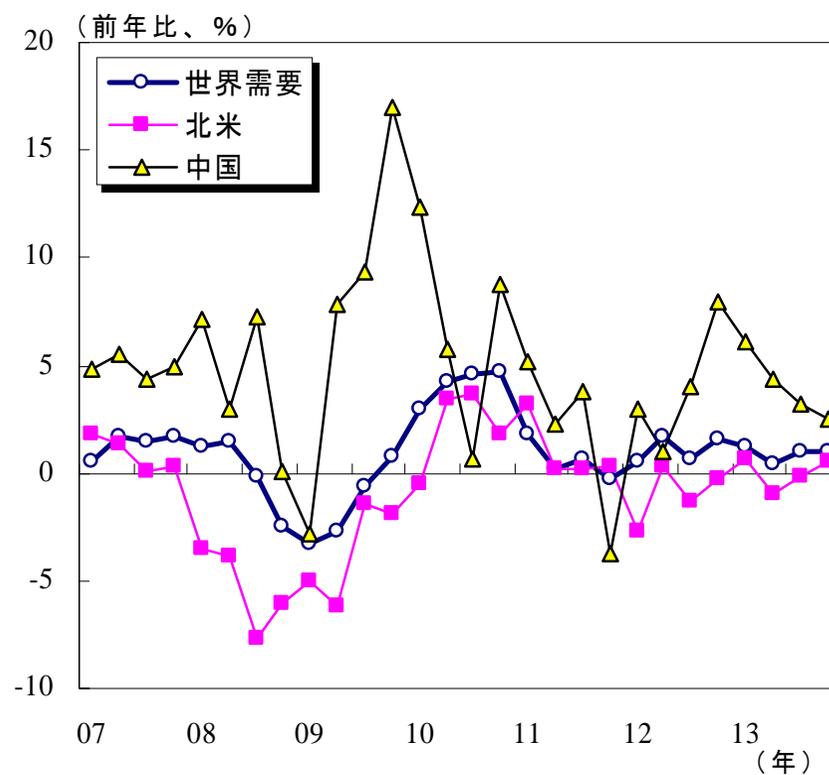


# 【10】 原油② 需要

### 世界原油需要

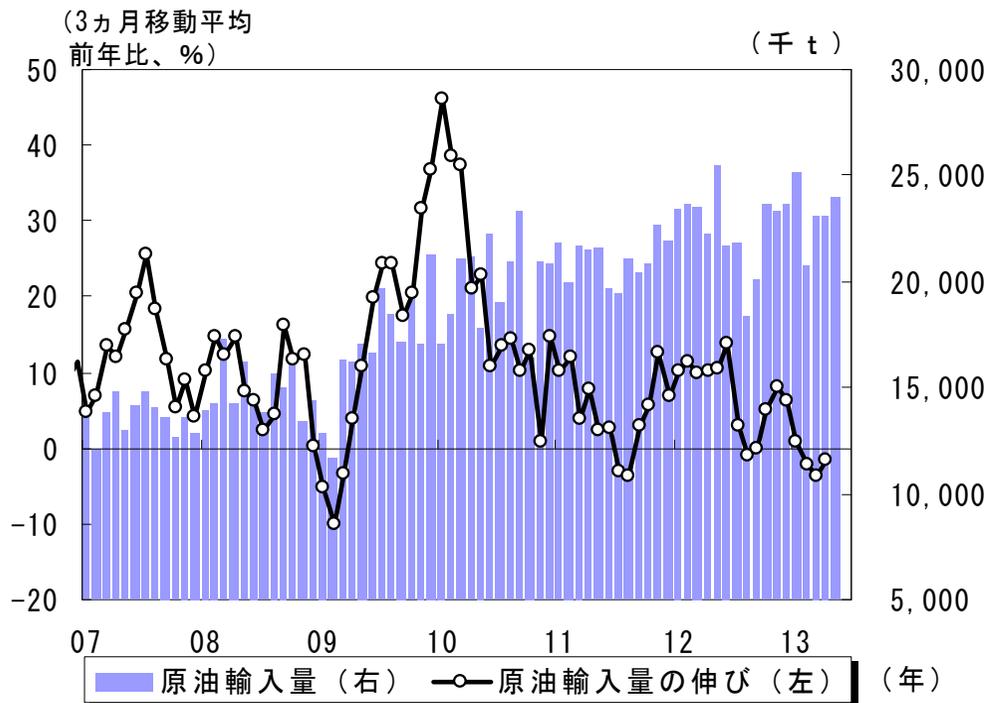


### 原油の需要予想 (IEA)

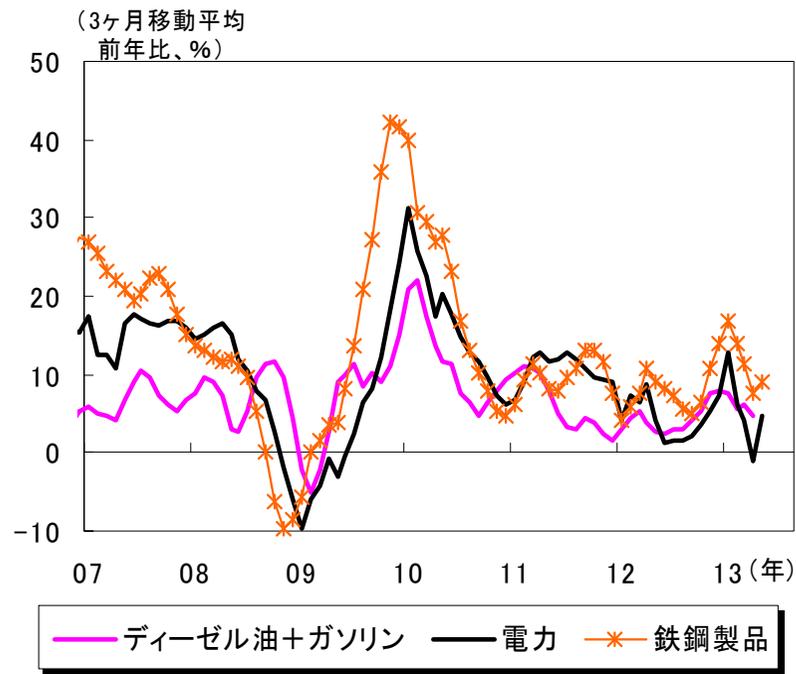


# 【10】 原油③ 中国の需要

## 中国の原油輸入量

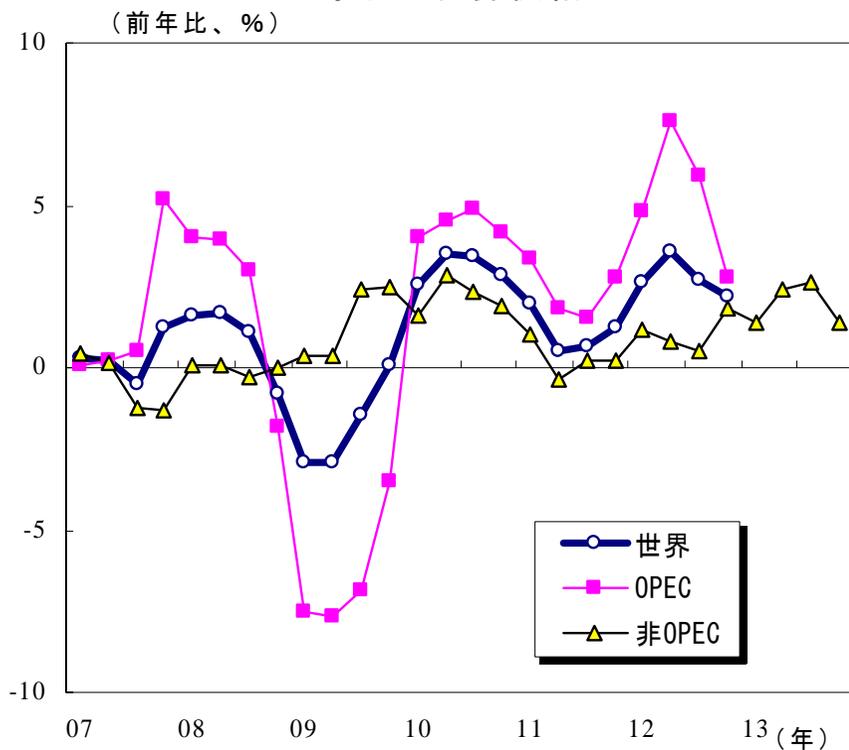


## 中国の鉱工業生産



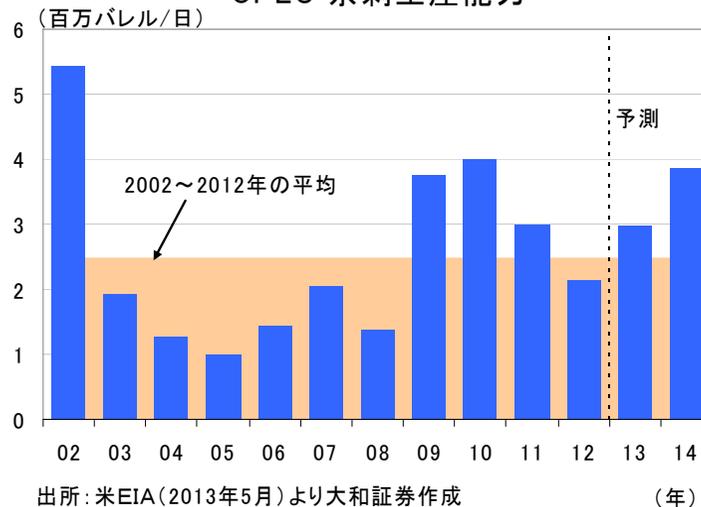
# 【10】 原油④ 供給

原油の世界供給

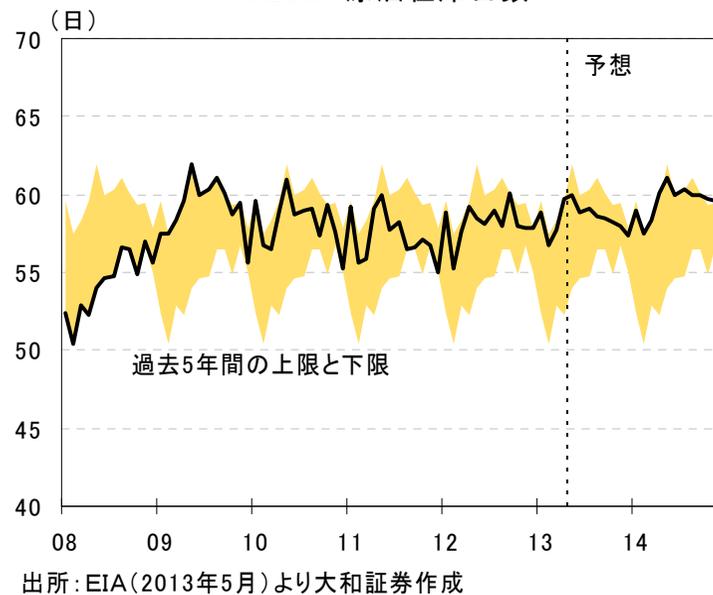


出所: IEAより大和証券作成

OPEC 余剰生産能力

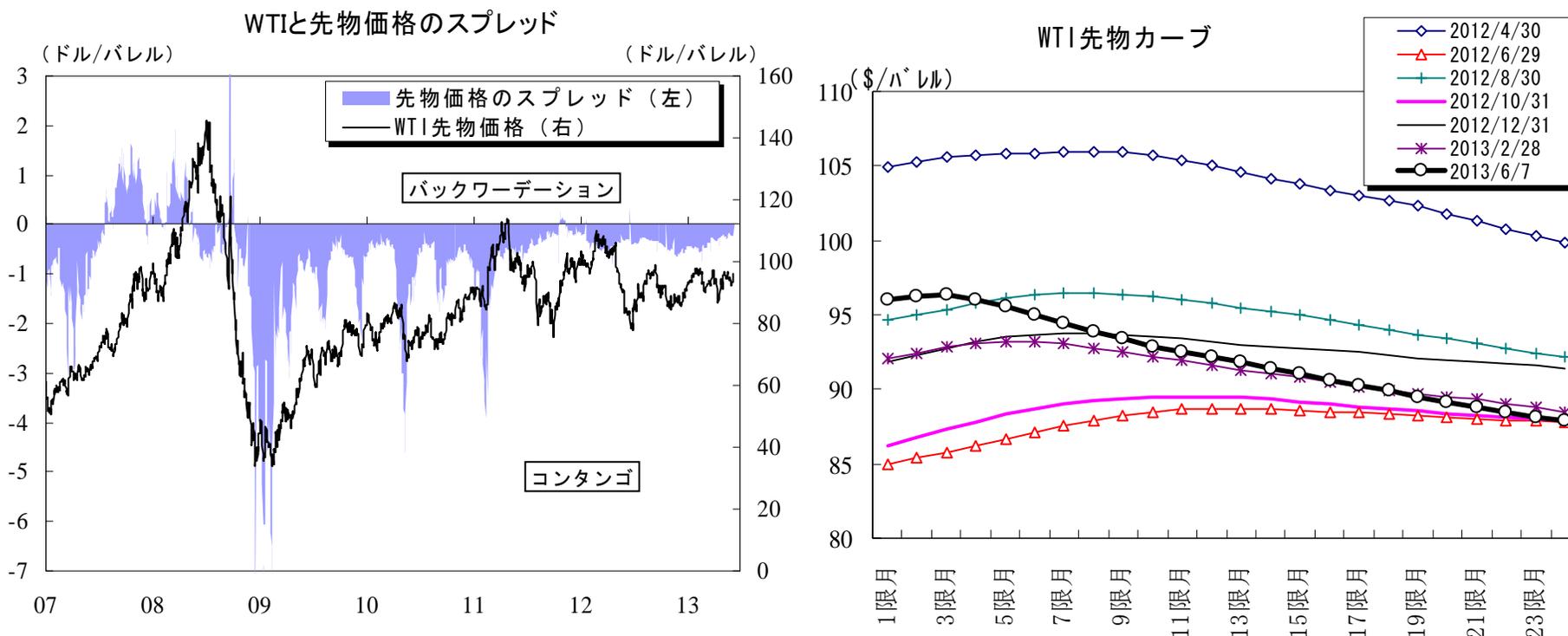


OECD 原油在庫日数



# 【10】 原油⑤ 先物市場における原油価格の見通し

先物市場における原油価格の見通し



(注) 先物価格の спреッドは、第1限月-第2限月。  
 (出所) 各種資料より大和証券作成

(出所) NYMEX等より大和証券作成

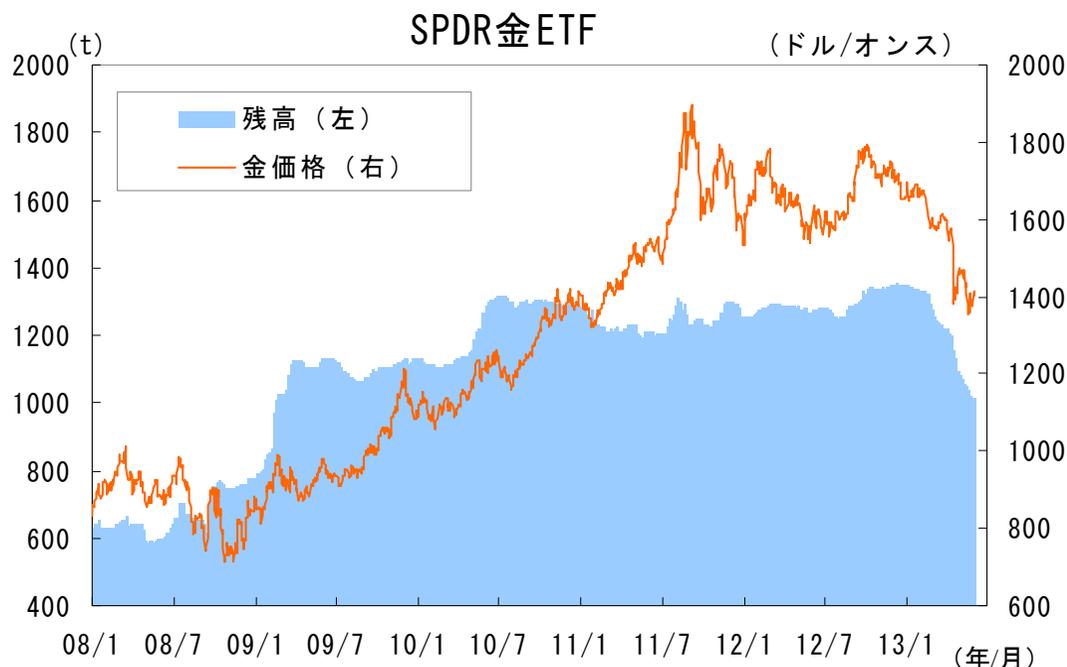
投機的資金は、期先物の投資をして、現物を売って利益を得るため、「バックワーデーション(逆ザヤ)」が望ましい。

「バックワーデーション」→ 投機筋による投資意欲を刺激 → 原油市場への資金シフトを誘引

【バックワーデーション】 現物価格 > 先物価格 【コンタンゴ】 現物価格 < 先物価格

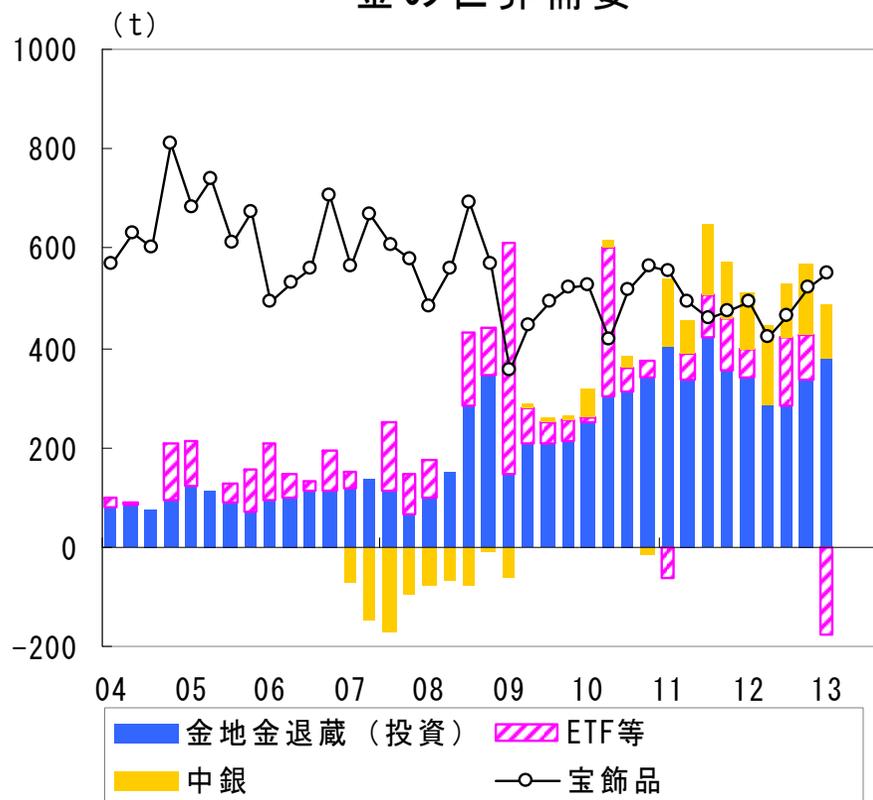
## 【11】 金① ETFの残高減少と金価格

- 金価格が4月半ばに急落した背景
  - (1) キプロスの金の売却による債務返済の発言、欧州の周辺国も金を売却するとの懸念台頭、
  - (2) ヘッジファンドによる金の売却、大手証券会社による金価格見通しの下方修正、
  - (3) 米国の金融緩和策の見直しへの懸念。
- ただし、米国最大の金ETFのSPDR金ETFはすでに12年末より大幅に売り崩されていた：投資家マインドの変化

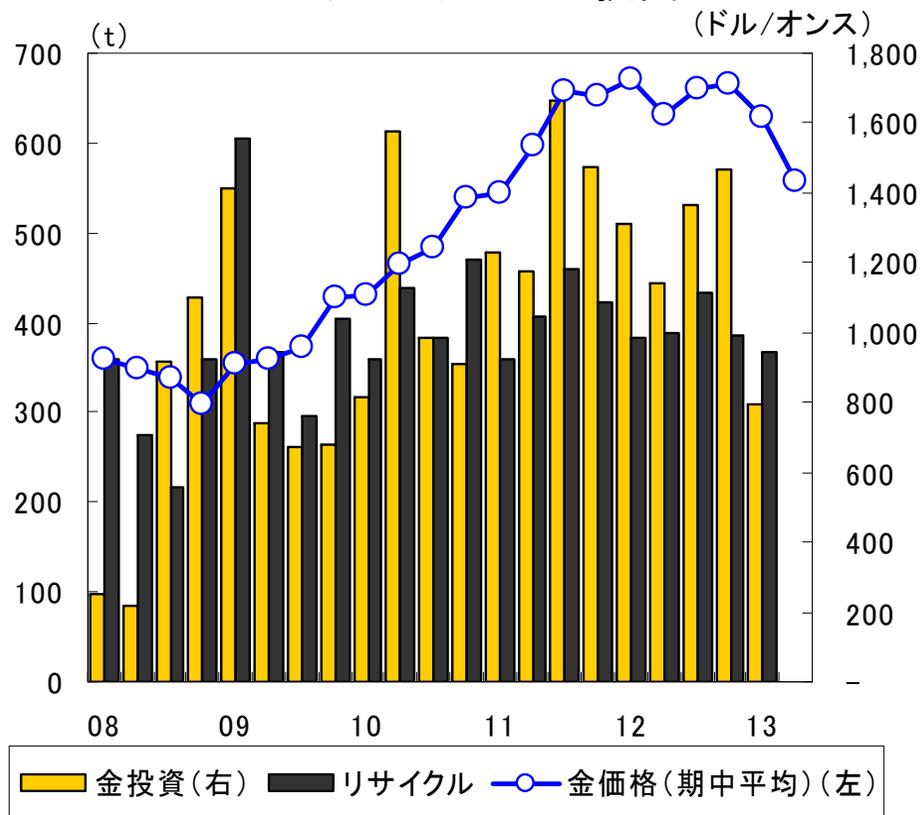


# 【11】 金② 需要

### 金の世界需要



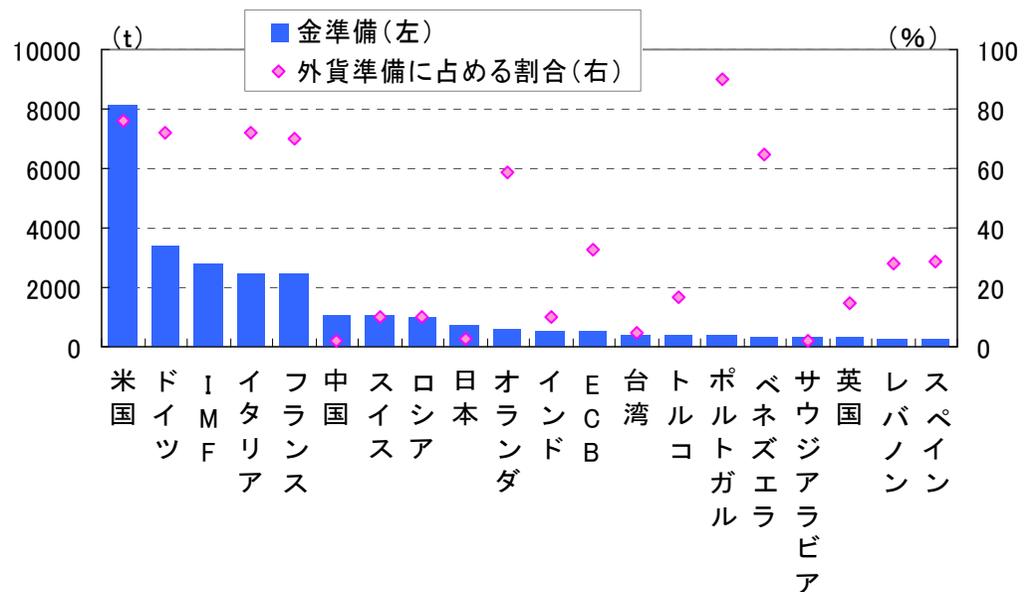
### 金のリサイクルと金投資



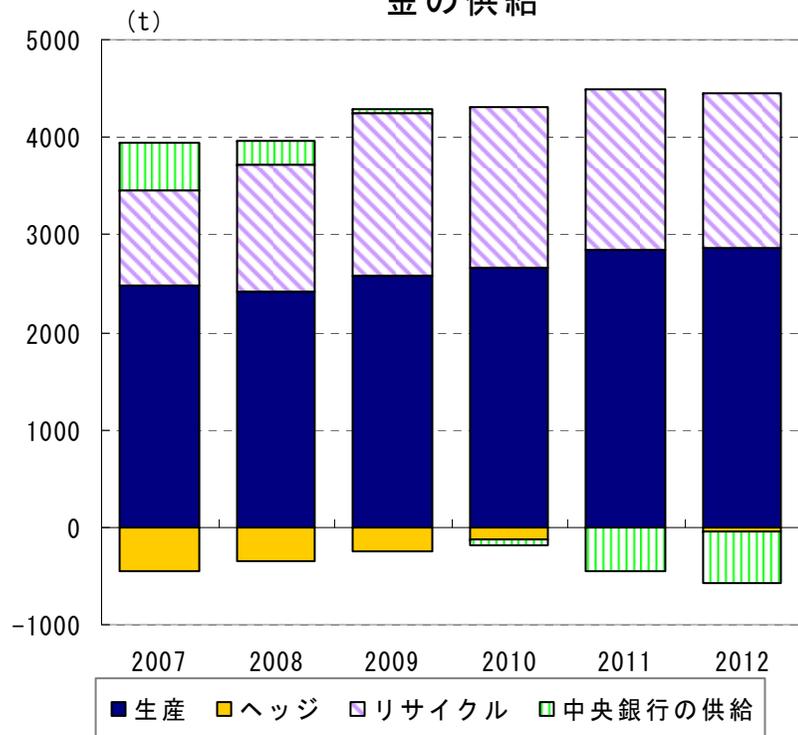
(出所) WGC、GFMSなどより大和証券作成

# 【11】 金③ 供給

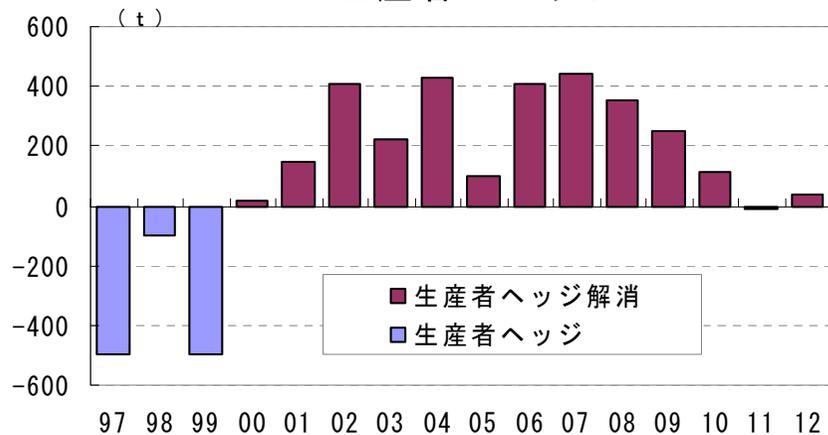
中央銀行の外貨準備に占める金



金の供給

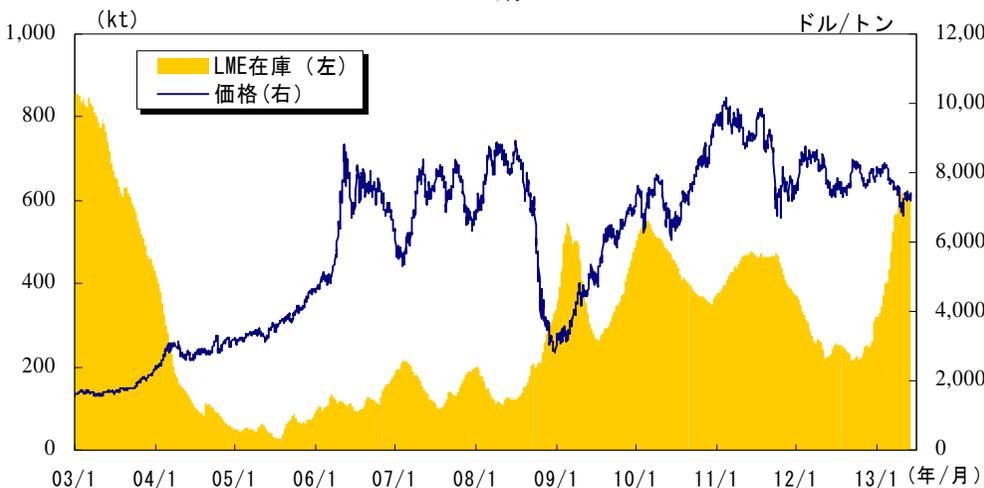


生産者のヘッジ



# 【12】 非鉄金属

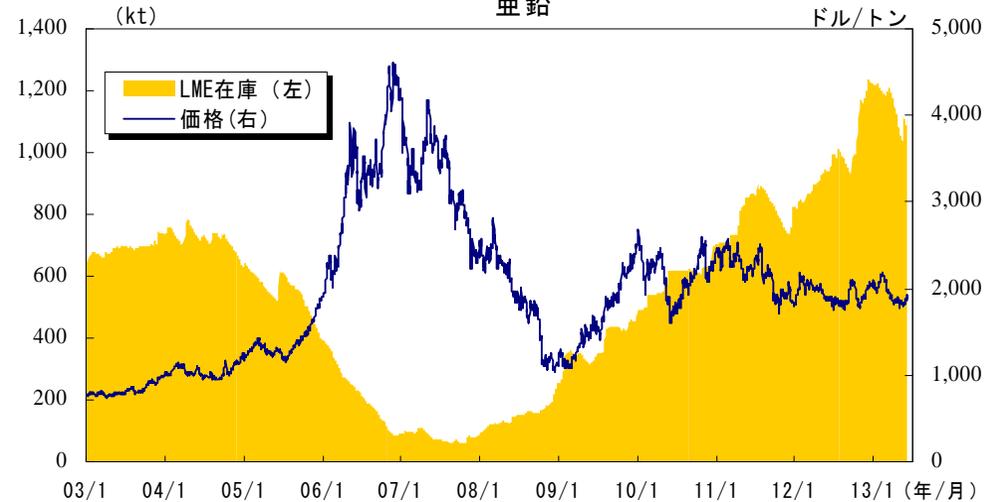
銅



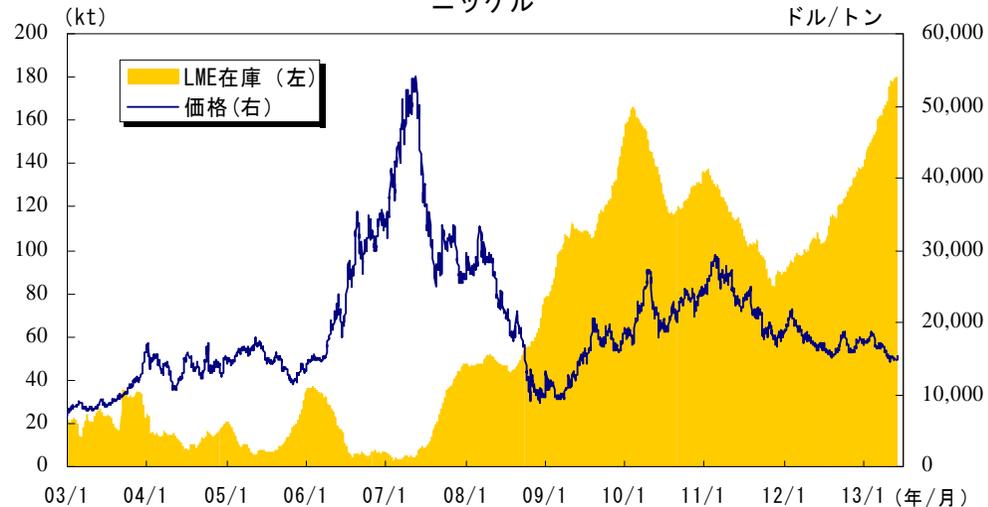
アルミニウム



亜鉛



ニッケル

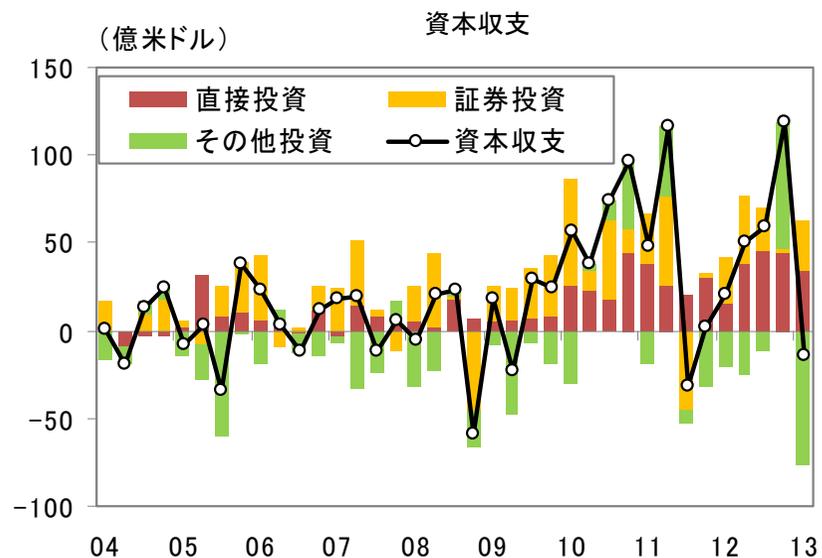
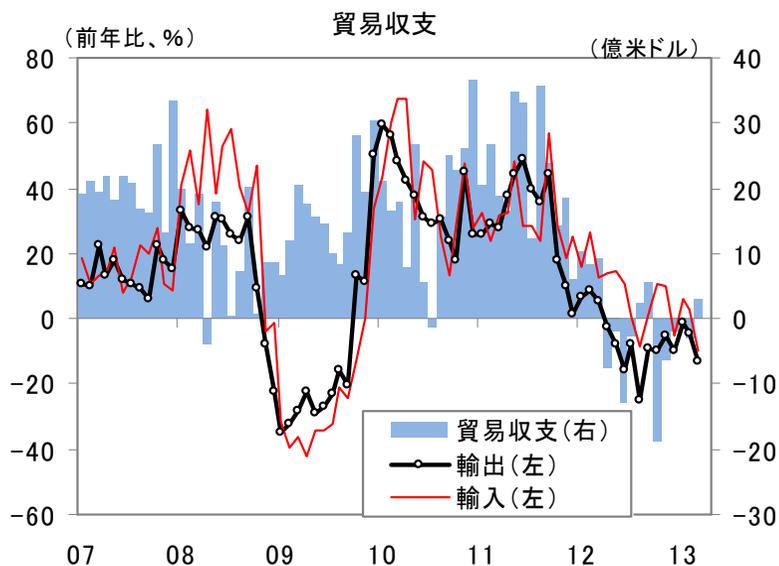


# 【13】 資源国通貨の見通し① ～インドネシアの場合

## 【今後の見通し】

- 資源需要の鈍化&価格調整 ⇒ 貿易赤字の拡大 ⇒ 経常赤字の拡大を国際収支の黒字(資本の流入)でまかなえるか？

インドネシアの通貨



# 【13】 資源国通貨の見通し② ～オーストラリアの場合

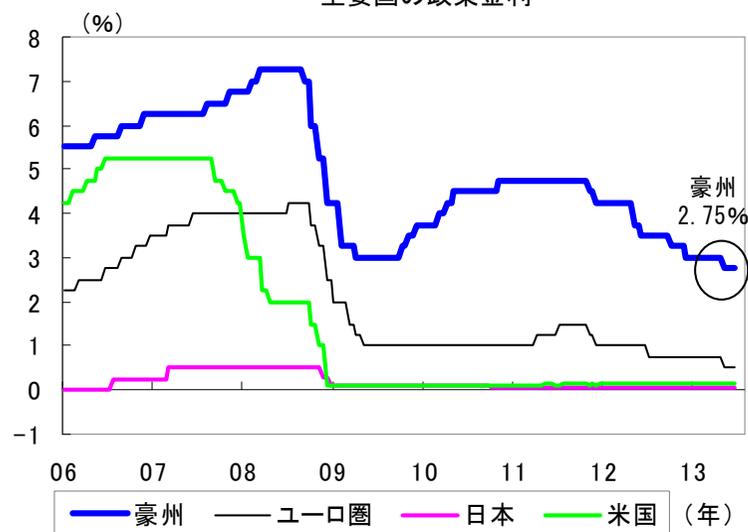
豪ドルの推移



貿易収支



主要国の政策金利



## 開示事項

### 【株式レーティング記号について】

株式レーティング記号は、今後6ヶ月程度のパフォーマンスがベンチマークとする株価指数の騰落率と比べ、以下の通り判断した事を示します。

- 1 (買い) =15%以上上回る
- 2 (アウトパフォーム) =5%~15%上回る
- 3 (中立) =±5%未満
- 4 (アンダーパフォーム) =5%~15%下回る
- 5 (売り) =15%以上下回る

各国におけるベンチマークは以下の通りです。

日本：TOPIX、米国：S&P 500、欧州：DJ STOXX 600、香港：ハンセン指数、シンガポール：ストレイト・タイムズ指数、韓国：韓国総合指数、台湾：加権指数、オーストラリア：S&P ASX200指数

### 【利益相反関係の可能性について】

大和証券は、このレポートに記載された会社に対し、投資銀行業務に係るサービスの提供、その他の取引等を行っている、または行う場合があります。そのような場合には、大和証券に利益相反が生じる可能性があります。

### 【当社及び大和証券グループについて】

大和証券は、(株)大和証券グループ本社の子会社です。

### 【保有株式等について】

大和証券は、このレポートに記載された会社が発行する株券等を保有し、売買し、または今後売買することがあります。大和証券グループが、株式等を合計5%超保有しているとして大量保有報告を行っている会社は以下の通りです。(平成25年5月31日現在)

コメ兵(2780) セプテーニ・ホールディングス(4293) 西菱電機(4341) ラクオリア創薬(4579) メビオファーム(4580) 日精エー・エス・ビー機械(6284) オカダアイオン(6294) 三社電機製作所(6882) アストマックス(7162) ニホンフラッシュ(7820) カーディナル(7855) きもと(7908) 大興電子通信(8023) マネースクウェア・ジャパン(8728) マネーパートナーズ(8732) 大和証券オフィス投資法人(8976) 角川グループホールディングス(9477) セレスポ(9625) 帝国ホテル(9708) (銘柄コード順)

### 【主幹事を担当した会社について】

大和証券は、平成24年6月以降下記の銘柄に関する募集・売出し(普通社債を除く)にあたり主幹事会社を担当しています。

タマホーム(1419) 日本たばこ産業(2914) サムティ(3244) ポールトゥウィン・ピットクルーホールディングス(3657) エイチチーム(3662) エニグモ(3665) テクノスジャパン(3666) enish(3667) コロプラ(3668) 阿波製紙(3896) プレステージ・インターナショナル(4290) ダイト(4577) 早稲田アカデミー(4718) コロナ(5909) リブセンス(6054) トレンダーズ(6069) パンチ工業(6165) ナブテスコ(6268) 荏原製作所(6361) エレコム(6750) イマジカ・ロボットホールディングス(6879) 三社電機製作所(6882) F P G(7148) 全国保証(7164) ファルテック(7215) タカショー(7590) 藤森工業(7917) ワキタ(8125) あおぞら銀行(8304) イー・ギャランティ(8771) 東祥(8920) サンフロンティア不動産(8934) オリックス不動産投資法人(8954) フロンティア不動産投資法人(8964) 平和不動産リート投資法人(8966) 大和ハウス・レジデンシャル投資法人(8984) ジャパン・ホテル・リート投資法人(8985) 鴻池運輸(9025) 日本航空(9201) ステップ(9795) (銘柄コード順)

### 【その他の留意事項】

このレポートは、投資の参考となる情報提供を目的としたもので、投資勧誘を意図するものではありません。投資の決定はご自身の判断と責任でなされますようお願い申し上げます。レポートに記載された内容等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく修正、変更されることがあります。内容に関する一切の権利は大和証券にあります。事前の了承なく複製または転送等を行わないようお願いします。

## お取引にあたっての手数料等およびリスクについて

### 手数料等およびリスクについて

- 株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗（支店担当者）経由で国内委託取引を行う場合、約定代金に対して最大1.20750%（但し、最低2,625円）の委託手数料（税込）が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては、現地諸費用等を別途いただくことがあります。
- 株式等の売買等にあたっては、価格等の変動による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほか、為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- 信用取引を行うにあたっては、売買代金の30%以上で、かつ30万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行うことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- 債券を当社との相対取引により売買する場合は、その対価（購入対価・売却対価）のみを受払いいただきます。円貨建て債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外貨建て債券は、金利水準の変動に加え、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。また、債券の発行者または元利金の支払いを保証する者の財務状況等の変化、およびそれらに関する外部評価の変化等により、損失を生じるおそれがあります。
- 投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費、等をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。

### ご投資にあたっての留意点

- 取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書、等をよくお読みください。
- 外国株式、外国債券の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行われていないものもあります。

商号等 : 大和証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第108号  
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会