

## コモディティ価格の上昇の背景は何か？

投資家の間では、ポートフォリオの分散化と魅力的なりターンの源泉として、この数年、コモディティに対する需要が大きく伸びてきました。特に過去12ヶ月の間に見られたコモディティ価格の騰勢が、コモディティ・セクターに対する関心を高める結果となりました。弊社コモディティ運用責任者であるスティーブ・ルーカス（以下、ルーカス）およびマイケル・ジョンソン（以下、ジョンソン）が、コモディティ市場におけるファンダメンタルズおよび見通しについて所見を述べております。

### コモディティ価格の上昇に大きく寄与した主因は？

**ルーカス:** 現在の強気相場をもたらした最大の原動力は、中国を中心とする新興諸国での大幅な需要の増大と供給の伸び悩みなどのファンダメンタル要因です。投資家の間では総じて流動性の高い先物取引が行われているコモディティが注目を集めていますが、鉄鉱石やコメなど、流動性の高い先物市場がなく、コモディティ指数にも組み入れられていない多くのコモディティも大幅に値上りしています。これらのコモディティの値上りは流動性の高いコモディティ指数の上昇とほぼ同時に起きています。従って、コモディティ価格全般の上昇は投資だけに主導されてきたわけではありません。

それぞれの見解の根拠を過去の事例に求める傾向があります。コモディティ市場が上昇するたびに、とりわけ短期的に明確なファンダメンタルズの変化が見られない期間には、市場関係者の多くが投資資金の流入を都合よくその背景説明に利用してきました。投資家からは実際に資金が流入しているため、この主張を否定することはできません。しかし、このように大きく変動した後に、コモディティ価格が従前の水準に戻ったことはありません。さらに新しい水準は、結局はファンダメンタル要因をより良く反映するものだとコンセンサスが形成されます。

### 原油価格が過去12ヵ月で2倍になるなど、エネルギー・セクターがコモディティ全般の値上りを牽引してきたことは明らかです。エネルギー・セクターに対するGSAMの見通しは？

**ルーカス:** エネルギー・セクターについては長期的に強気な見方をしています。年初来の大幅な上昇を勘案すると、短期的には調整リスクがあると考えています。

エネルギー・セクターで意外だったのは、過去数年にわたって非OPEC加盟国の供給能力がアジアや中東の需要の伸びに追いつけなかったことです。北海など、一部の産油地帯では埋蔵量の枯渇に伴って産油量が減少しています。しかし、それ以外の多くの産油地帯では地質学的な問題よりも政治的な問題が大きな比重を占めています。石油セクターに対する民間の投資を禁止しているメキシコでは産油量が減少の一途を辿っています。数年前まで石油の供給を大幅に増大させる原動力になると見られてきたベネズエラでは、新規投資を制限しているほか、現在の産油量を維持できるかどうかさえ大きな問題になってきています。この数年、非OPEC加盟国の中で最大の産油国として台頭してきたロシアでは、産油量が伸び悩んでいますが、これはおそらくロシアでの投資環境の変化と何らかの関係があると思われる。天然資源を巡るナショナリズムのトレンドがすぐに変化する兆しはないと見ています。仮にこうしたトレンドが変わるとすれば、ナショナリズムがさらに高揚する方向への変化でしょう。米大統領選挙では、石油会社に対する超過利得税の是非が最近の話題になっています。さらにカナダのアルバータ州は、先頃、石油とガスの採掘権料を引き上げました。従って、従来市場原理に基づいた政策を採用してきた国でも投資環境は悪化しています。

本資料は情報提供を目的としてゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント・エル・ピーが2008年6月に作成した資料をゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社が翻訳したものであり、有価証券の取得の勧誘を目的とするものではありません。本資料に含まれている市場動向や個別銘柄等についてのコメントは、本資料作成時点での見解を示すものであり、それらの将来の動きを保証するものではありません。今後予告なしに変更される可能性があります。また、個別銘柄の売却・購入・継続保有等を推奨するものではありません。経済、市場等に関する予測は、高い不確実性を伴うものであり、大きく変動する可能性があります。予測値等の達成を保証するものではありません。

その他にも、需要が大幅に増大している地域を中心に、原油需要の伸びを助長するような政策、具体的には価格統制、が見受けられます。例えば、中東では実際に石油がギッフェン財(価格の上昇に対して需要量が増加する財)になっており、原油価格が上昇しても需要は後退するどころか、むしろ増大しています。原油価格の上昇は中東諸国に多額の富をもたらすため、需要は刺激されます。しかし、消費者向けの石油価格は一定の水準で固定されているため、このような需要の伸びを抑えるインセンティブはありません。需要の伸びを牽引する国としてその重要性を増してきている中国にはこのような富の効果はありませんが、中国の消費者も世界的な原油価格の上昇から隔離されています。原油価格上昇の原因になっている国の消費者に、知っていれば需要を抑制させることになるかもしれない情報が提供されていないという不思議な状況にあります。このため先進国では価格の上昇に拍車がかかっています。原油価格高騰の煽りを受けて需要が伸び悩んでいるのは先進国であり、また先進国の需要を十分に抑制しない限り発展途上国の需要の伸びに対処する方法はありません。

しかし、こうした事実がすべてコモディティ価格の無限の上昇を意味しているわけではありません。需要サイドを中心にリスクがあります。米国の景気減速は世界的な経済成長の足枷になっています。中国経済も減速すると予想していますが、どの程度減速するのか、というのがここでの問題です。中国経済が景気後退段階まで落ち込むと、コモディティ価格は深刻な打撃を受けます。これは重要な問題です。中国経済の減速が軽微なものにとどまり、需要の伸びが、引き続き供給の伸びを上回るのかが焦点となってきます。北京オリンピック後もコモディティ価格が上昇するのであれば、中国の需要は一時的に落ち込み、今年の下半期には調整局面に入る可能性があります。ただし、長期的には中国の需要は再び上昇に転じると予想しています。

## 食品価格の上昇もコモディティ価格全般の上昇に大きく寄与してきました。農産物セクターに対するGSAMの見通しは？

**ジョンソン:** 農産物セクターに関しても慎重ながら強気な見通しを持っています。新興諸国の所得の伸びと、それに伴って食生活での肉の消費量の増加が最近の世界的な農作物の価格上昇をもたらす最大の原動力になっています。食生活が穀物中心から肉中心に変化したにも関わらず穀物需要が大幅に増大するという予想外の影響が出ています。これは、肉を生産するためには動物用飼料として、穀物を直接消費する場合はるかに上回る量の穀物が必要となるためです。例えば牛肉では、同じカロリー相当量を生産するためには、7倍以上もの穀物を生産する必要があります。動物用飼料向けの穀物需要の増加を背景に世界中の在庫は過去5年にわたって減少してきました。この間、トウモロコシと小麦の世界全体の在庫は約50%減少し、過去最低の水準近辺まで落ち込んでいます。バイオ燃料の増産もトウモロコシなどの農作物に対する需要拡大の原因となっています。2008年には米国のトウモロコシ収穫高の約3分の1がエタノールの生産に利用される見込みです。

長期的に見ると、農作物の供給を巡る状況は原油よりも明るいといわれます。南米を中心に、耕作地に転用できる土地が残っています。さらに、発展途上国で最新の農業生産方法が採用されてくると、農作物の収穫高は飛躍的に増大する余地があります。1エーカー当りの米国の収穫高は中国やインドの2~3倍といいでしょう。これは、灌漑施設の向上、農地の大型化、機械化、遺伝子組替種子、その他の要因を背景にしています。市場に新たな供給源が出てくる可能性は極めて高いですが、輸出規制など、政府の介入によって新規の供給ペースは減速を余儀なくされる可能性もあり、そうなれば投資は抑制されると見られます。全体的には、少なくとも数年間は供給が需要の伸びに追いつかないと予想しています。現状では、穀物市場は非常に逼迫しており、穀物価格は上昇トレンドを迎えると予想しています。さらに、供給ショックが加わると価格の大幅な上昇を招くことになると見られます。

本資料は情報提供を目的としてゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント・エル・ピーが2008年6月に作成した資料をゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社が翻訳したものであり、有価証券の取得の勧誘を目的とするものではありません。本資料に含まれている市場動向や個別銘柄等についてのコメントは、本資料作成時点での見解を示すものであり、それらの将来の動きを保証するものではありません。今後予告なしに変更される可能性があります。また、個別銘柄の売却・購入・継続保有等を推奨するものではありません。経済、市場等に関する予測は、高い不確実性を伴うものであり、大きく変動する可能性があります。予測値等の達成を保証するものではありません。

## GSAMではコモディティに対する投資家の需要は今後も持続すると予想していますか？

**ルーカス:** 有利な規制環境が続く限り、投資家の需要は続くと考えています。コモディティ指数への投資はポートフォリオの分散投資を進める上で非常に魅力的です。S&P GSCI 指数とS&P500指数は、1991年以降、わずかながら逆相関になっています。そのため、ポートフォリオに、株式だけでなくコモディティを組み入れることによって極めて高い分散投資効果を得ることができます。さらに、コモディティのファンダメンタル要因に関するシナリオには極めて説得力があります。新興市場で需要が爆発的に増加する一方、供給は制約を受けているというシナリオを背景に、エネルギー、メタル、農作物の全体で非常に強気な見方が広がっています。弊社では、コモディティの組入比率が引き上げられる状況はかなり長い間続きそうだと考えています。

## 投資家が指数への投資を通じてコモディティ市場のエクスポージャーを構築する際にはいくつかの選択肢が与えられています。投資可能な各種コモディティ指数に関するGSAMの見解は？

**ジョンソン:** 市場で最も注目されているのが、S&P GSCI と Dow Jones-AIG Commodity 指数の 2 つです。この 2 つの指数の主な相違点は、指数に組み入れるコモディティの構成比率の決定方法です。S&P GSCI 指数は、生産量に比例して構成比率を決定しており、指数に組み入れられるコモディティの比重は世界的な生産量時価総額の加重平均額としています。グローバル経済におけるエネルギー生産額の大きさを背景に、現時点ではエネルギーが最大の構成比率を占めています。Dow Jones-AIG 指数では、指数への構成比率を決定するために、コモディティの生産量データと流動性データ、即ち先物の出来高、の両方が利用されています。さらに、Dow Jones-AIG 指数では、年に 1 度、構成比率を見直す際に、1 つのセクター（例えば、エネルギー）に対するエクスポージャーの上限を 33% に設定しています。

弊社の見解では、これらの指数は両方とも巧みに構成されており、コモディティに対するエクスポージャーを構築できる有効な方法になっています。当社では主として、S&P GSCI 指数の方がエネルギーの構成比率が高いため、株式との相関は低くなるだろうという理由により、同指数をやや重視しています。基本的には、Dow Jones-AIG 指数の方が構成比率は多様化されているとも言えますが、S&P GSCI 指数の方がポートフォリオ全体に与える投資分散効果は大きいと考えています。

## GSAMはコモディティ投資を検討している顧客投資家にどのような提案をしていますか？

**ジョンソン:** コモディティの過去のリターンは株式のリターンとよく似ています（S&P GSCI 指数で見ると、1973 年以降のリターンは年率 +10.92%）。こうしたリターン特性に、伝統的な株式や債券に対する低い相関、時には逆相関が加わり、コモディティをポートフォリオに組み入れる有力な根拠になっています。事実、資産クラスに関する過去のデータを利用した最適化によれば、一般的なコモディティの組入れ比率は 25% を上回っています。資産クラスのボラティリティとエクスポージャーがベンチマークとは関連しにくい性質であることを勘案すると、この組入れ比率はかなり高いと思われます。しかし、最適化分析によると分散投資型のポートフォリオにとってコモディティは不可欠であることが明らかになっていると考えています。多くの機関投資家にとって、妥当な組入れ比率は 3% から 10% であると考えています。

ご一読ありがとうございました。

本資料は情報提供を目的としてゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント・エル・ピーが 2008 年 6 月に作成した資料をゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社が翻訳したものであり、有価証券の取得の勧誘を目的とするものではありません。本資料に含まれている市場動向や個別銘柄等についてのコメントは、本資料作成時点での見解を示すものであり、それらの将来の動きを保証するものではありません。今後予告なしに変更される可能性があります。また、個別銘柄の売却・購入・継続保有等を推奨するものではありません。経済、市場等に関する予測は、高い不確実性を伴うものであり、大きく変動する可能性があります。予測値等の達成を保証するものではありません。

---

### 《略歴》

#### **スティーブ・ルーカス (Steve Lucas)** ヴァイス・プレジデント コモディティ運用責任者

コモディティ戦略における運用統括を行うと同時に、デュレーション・チームのメンバーならびに計量リサーチ・チームの責任者を兼務する。ジェームズ・B・クラークと共同で、弊社グループ独自の債券ファクター・リスク・モデルを開発。11年間に及ぶ業界経験のうち、7年間はゴールドマン・サックス・グループに在籍。プリンストン大学より学士号、イエール大学より修士号(コンピューター・サイエンス)、シカゴ大学より経営学修士号(MBA)を取得。

#### **マイケル・ジョンソン (Michael Johnson)** ヴァイス・プレジデント コモディティ・チーム

2002年にGSAM入社。GSAM入社以前は、コニング・アンド・カンパニーの株式リサーチ・グループにおいてアソシエイトとして1年間勤務。それ以前は、シグナ・コーポレーションの再保険部門においてシニア・ファイナンシャル・アナリストとして勤務。1997年にタフツ大学より学士号、2002年にシカゴ大学より経営学修士号(MBA)を取得。

---

## 追記

本資料は、弊社において入手した信頼できるとされる資料に基づいて作成されていますが、弊社がその正確性、完全性を保証するものではありません。また、過去の実績に関する数値は、将来の結果を保証するものではありません。当運用における投資価値および収益は、下落することも上昇することもあり、元本が保証されるものではありません。その他様々なリスクもご考慮ください。本資料中の弊社の見解等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更される可能性があります。

本資料の一部または全部を、(I)複製、写真複製、あるいはその他いかなる手段において複製すること、(II)当社の書面による許可なく再配布することを禁じます。

© Copyright 2008, The Goldman Sachs Group, Inc. All rights reserved.

**審査番号: TK 08060084**

本資料は情報提供を目的としてゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント・エル・ピーが2008年6月に作成した資料をゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社が翻訳したものであり、有価証券の取得の勧誘を目的とするものではありません。本資料に含まれている市場動向や個別銘柄等についてのコメントは、本資料作成時点での見解を示すものであり、それらの将来の動きを保証するものではありません。今後予告なしに変更される可能性があります。また、個別銘柄の売却・購入・継続保有等を推奨するものではありません。経済、市場等に関する予測は、高い不確実性を伴うものであり、大きく変動する可能性があります。予測値等の達成を保証するものではありません。