

金属市場に関する展望

—最近のロンドンにおけるセミナーから—

ロンドン事務所 及川 洋、高橋 健一、オーウェン 溝口 佳美

oikawa@jogmec.org.uk takahashi@jogmec.org.uk

mizoguchi@jogmec.org.uk

はじめに

毎年恒例イベントとなっている London Metal Exchange (LME) 主催による LME ウィークが、2006 年は 10 月 9 日の週にロンドンで開催された。この期間、世界中から非鉄金属関係者が多数集い、各種セミナー、関係企業等によるレセプション、ディナー、または、各種セミナーが多数開催され、関係者の交流、情報交換等の機会が提供されている。この時期開催されるセミナーにおいては、金属市場の動向、特に、来年の価格予測をテーマとした多くの講演がなされるのも恒例となっている。その中から、10 月 9 日に開催された LME 主催の「LME Metals Seminar」と、それに先立って 9 月 14 日に、在ロンドンのコンサルタント会社である GFMS 社が主催した「Base Metal Seminar」から、2007 年の金属市場の展望をテーマとした各講演について報告する。

2005 年の同時期における 2006 年の価格予測は、それまでの価格上昇に警戒感も示唆しながら、銅価格で言えば、高値でも 5 千 US\$/t 水準、多くの予測はそれを下回るものが大半であった。しかしながら、実際の銅価格は、大幅に上昇し、一時期 8 千 US\$/t を超え、現在でも 7 千 US\$/t 台を維持している。この傾向は、ニッケル価格においても同じことが言え、2005 年時点での予想に反し、大幅に価格が高騰した。このような現象を、各専門家、アナリスト達はどのように捉えているのか、または、2007 年以降の市場をどう予測するのか、関連した講演の概要を以下のとおり報告する。

1. 金属市場全般の展望

1-1. 「The Commodity Price Cycle: Has Anything Changed?」(GFMS セミナーから)

—John Normand, Managing Director, JPMorgan London 社—

本講演は、商品（原油、ベースメタル、貴金属、農産物、畜産物）のスポット価格の変動に焦点を当て、1970 ～ 2005 年までの boom-and-bust cycle（好不況循環）また、現在の価格変動について考えられ得る要因を分析するものである。概要は以下のとおり。

(1) 1970 ～ 2005 年の商品価格の boom-and-bust cycle（好不況循環）

1970 ～ 2005 年までの 35 年の間における、商品（原油、ベースメタル、貴金属、農産物、畜産物）価格のサイクルは、いずれも 4 ～ 6 年周期となっており、極めて似通っている。高騰期の平均期間はおよそ 37 か月、低迷時期の平均期間は、およそ 36 か月である。現在の商品価格の高騰のサイクルは、全商品平均ベースでは、2002 年 2 月頃から始まり、51 か月継続しているが、その様相は継続期間、高騰の度合いともに、過去のサイクルとは異なっている。

個々の商品についてみると、ベースメタルの価格は、1970 ～ 2005 年までに高騰・低迷のサイクルを 4 回繰り返している。また、1 サイクルのうち価格の高騰期間は原油、貴金属、農産物（35 ～ 40 か月）と比較すると 28 か月と一番短く、価格低迷の平均期間が 47 か月と最長である。他方、現在のベースメタル価格高騰

は、2001 年 11 月に始まり、現在まで 54 か月、過去に例がないほどの期間継続している。

貴金属は、1970 ～ 2005 年までの間に、同様のサイクルを 5 回繰り返して来ている。価格高騰期間の平均は、30 か月とベースメタルよりは長く、価格の低迷期間の平均は、ほぼベースメタルと同じである。

なお、需給バランスが商品価格に与える影響についてみると、貴金属（特に金）については、供給ショック（供給サイドのトラブル、供給量の減少）との相関が見られるものの、一般的に他の商品については供給ショックの価格への影響は総じて小さく、むしろ需要ショック〔需要急増〕との相関が顕著に見られ、農業を除いては、どの分野においても現在の需要は、過去 20 年間における最高値を記録していると言える。ただし、銅の価格高騰に関しては、鉱山の労務問題（ストライキ）等供給の不安定性も無視すべきではない。

(2) 直近の価格高騰の要因（‘X’ ファクター）

a) BRICs における需要増：

世界の商品の需要に占める中国の伸びが著しい。原油に関しては、中国の伸びは他の BRICs 諸国と比して突出しているわけではないが、ベースメタルでは顕著である。近年、消費大国（中国、日本、米国、インド）における原油、金、農産物の需要増加率は鈍化しつつあるが、ベースメタルのみ中国に牽引される形で増加している傾向にあると言える。

b) 商品の金融商品化：

2000 ～ 2002 年の期間はリターン額が少なかったた

め、金融機関、機関投資家による商品投資は、比較的最近伸びてきた。今後もこのトレンドは実需の伸びとともに継続すると考えられる。

主な投資家としては、年金ファンド、小売ファンド、ヘッジファンド（エネルギーヘッジファンド、商品先物）、銀行等が挙げられる。

資金量でみると例えば主要国（米、英、加、蘭、独、伊、仏、フィンランド、スウェーデン、デンマーク）の年金基金額全体で約 7 兆 US\$ のうち、商品で運用されているのは 210 億 US\$、その他の機関投資家の資金約 1,700 億 US\$ のうち、商品に投資されているのは約 50 億 US\$ である。

また、商品への投資は、2003 年に約 10 億 US\$ であったが、2006 年には 500 億 US\$ にまで延びており、これは鉱業・エネルギー分野における証券投資額の約 5 倍に相当する。

（３）結論

直近の商品価格高騰を過去のサイクルと比較した場合、過去と同様の傾向が見られる点は以下のとおり。

- ・需要ショック：どの商品の価格にも影響が見られる。
- ・供給ショック：金及び石油製品価格には影響するが、他の商品では影響は小さい。
- ・少なくともベースメタルについては、価格高騰による高利益が、投資・生産の増加をもたらす。

他方、過去のサイクルとの相違点は以下のとおり。

- ・原油（エネルギー）と金については、高利益は必ずしも投資や生産増加にはつながらない。
- ・商品の金融化ショック（投機対象化）

その他今後の市場（価格）に影響を及ぼしうる要素は以下のとおり。

- ・BRICs の台頭（特にベースメタル市場への影響大）
- ・中央銀行による通貨供給の引き締めの可能性
- ・在庫レベルの減少による更なる価格のボラティリティの増大懸念

2. 個別市場の展望

2-1. 銅市場の展望 - 「The Outlook for Copper」 （LME セミナーから）

—Peter Kettle, Research Director, Non-ferrous Metals, CRU 社—

銅業界には、今、正にブームが訪れたところである。これは、消費者にとっては問題であるが、銅関連企業の株主にとっては朗報である。例えば、Freeport 社、Antofagasta 社、Codelco 社、Southern Copper 社、Phelps Dodge 社などの銅関連企業の ROIC（投下資本利益率）は、2002 年には最大 20 % 程度であったのが、2005 年には軒並み増加し、50 ~ 90 % になるなど大幅に改善した（右表参照）。

ROIC（投下資本利益率）の変化

企 業	2002年	2005年
Freeport	21.5%	86.7%
Antofagasta	10.0%	85.6%
Codelco	9.5%	77.8%
Southern Copper	7.7%	56.6%
Phelps Dodge	- 5.7%	50.0%

LME メタルのうち、2001 年 9 月 11 日の WTC テロ以来、もっとも大きく価格が上昇したのは、ニッケルと銅である。銅の歴史において、このような上昇局面は、初めてのことでない。1960 年代後半から 1970 年代にかけて、同じような上昇局面があった。では今回の上昇局面の特徴は何であろうか？

1900 年から 2006 年までの、各年の銅の平均価格をみると、1.10US\$/lb から 1.50US\$/lb の間にもっとも集中している。もっとも低い水準は 0.7 ~ 0.9US\$/lb で、2001 年と 2002 年は、これに該当する。ここから 2006 年の 3.10 ~ 3.30US\$/lb まで上昇したのが、現在の銅価格である。

この銅価格の高騰により、銅業界の ROIC は 2005 年で 60 %、1996 年から 2005 年の 10 年平均でも 18 % へと上昇した。また、1978 年から 2001 年までと、2002 年以降を比較すると、銅の価格が同じであっても、ROIC は 2002 年以降の方が高くなっている。これは、長期的な生産性向上と副産物の価格上昇によるもので、さらに、よりよい経営が貢献した可能性も考えられるという。銅価格は、直近の 4 四半期で 2.00US\$/lb を上回り、“Super-Spike” の状態にある。消費在庫も 2 週間程度に減少しており、需要に生産が追いつかなければ、配給制となる可能性すら生じている。

（１）需要

銅の需要は変動があるものの、30 年の平均で見ると年 3.5 % 増加しており、このトレンドが続けば 20 年後には銅市場の規模は現在の 2 倍になると見られている。しかし、今後 2、3 年に発生しうる懸念は、世界経済の減速、あるいは銅価格の高止まりにより、代替製品の利用が進むことである。銅の代替製品の利用が多いものは、水道管、自動車関連製品、電話線、屋根などで、2005 年には 225 千 t の代替製品が利用された。これは世界の需要の 1 % に過ぎないが、2004 年と比べれば 3 倍の量である。代替製品の利用は、北米と欧州に限られているが、ふたたび銅の利用に回帰するとは考えにくい。銅の代替製品の利用は、2006 年は 350 千 t から 400 千 t と予測され、2007 年は、さらにこれを上回ると予想されている。2005 年からの 3 年間で 1 百万 t を超えると考えられ、銅価格への影響が懸念される。また、世界経済の減速により、2007 年の需要の伸びは 2.5 % 程度にとどまると予測される。これは長期の需要伸び率の 3.5 % を下回るものだ。

(2) 供給

供給サイドの事情をみると、探鉱投資は、1998 年に以降低迷が続いていたが、2003 年以降は再び増加に転じている。特に 60 % と高い ROIC を反映して 2005 年の伸びは大きくなっている。非鉄企業の資本支出合計も、2003 年から増加傾向にあり、2006 年には 35 億 US\$ を超え、史上最高を記録している。ただし、開発予定の新規銅鉱山の採掘開始のピークは、2008 年以降となり、新規鉱山の開発には遅れが生じている。また、製錬所の能力増強にも 2 ~ 3 年のタイムラグが発生している。TC/RCs (熔練費/精錬費) は、スポット、コントラクトともに、低下傾向にある。

(3) 今後の予測

最後に、銅は、スプリング・ボードの上にあるのか、それとも綱渡りをしているのか、という点について考察を行った。まず、銅の在庫・消費比率は 15 年平均に対し 40 % の水準にある。そして、現在、銅の需要と供給は、ほぼ拮抗している。銅価格のトレンドは、現在の状態を 6 か月ほど維持し、2007 年上半年には、さらなる価格高騰も予想される。しかし、2007 年下半年には、下落が始まると予測される。2007 年の銅平均価格は 7,000 US\$/t にやや届かない程度の 3.10 ~ 3.50 US\$/lb の水準と予測している。また、“Super Cycle” と呼ばれる 30 年の長期トレンドで見ると、現在、銅価格は、緩やかな上昇局面を迎えているという。

2-2. 亜鉛・鉛市場の展望 — 「Zinc, Lead : A review of 2006, and outlook for 2007」(LME セミナーから)

— Michael John Cuoco, Mitsui Bussan Commodities (USA) —

(1) 亜鉛市場 — Zinc: In 2nd place thus far, Zinc is up — 75 % YTD

ベースメタル 2 番手の価格上昇率は亜鉛で、年初から現在までに 75 % 価格が上昇している。これは中国の需要増によるもので、2006 年推計で 3.2 百万 t の亜鉛が消費されると予測される。これは EU15 か国の 2.4 百万 t を上回るものである。世界の亜鉛地金の消費量予測は、2006 年が前年比 5.1 % 増の 11,284 千 t、2007 年が同 4.1 % 増の 11,750 千 t と、増加傾向は続いている。1992 年から 2005 年にかけての世界の年平均成長率は 3.7 % だが、このうち中国は 12.7 % と高い成長率を示している。

亜鉛地金の需給バランスは、2004 年が 200 千 t 超の供給不足、2005 年が約 450 千 t の供給不足、2006 年は約 400 千 t の供給不足の予測であり、3 年連続での供給不足が見込まれる。2007 年によりやく僅かながらプラスに転じる見通しとなっている。これは、2007 年に亜鉛精鉱生産量の増加が見込まれているため、オーストラリアで 300 千 t 増、中国で 250 千 t 増、北米で 230 千 t 増となっている。

2007 年は、生産と消費の 3 割を占める中国の動向、新規の鉱山開発プロジェクト (特に中国の動向)、在庫の状況、メッキ製品の消費拡大、イランの核問題や資源ナショナリズムなどの政治リスクが、亜鉛価格に影響を与える要因として挙げられている。

(2) 鉛市場 — Lead: Lead's Story Two Halves

2006 年の鉛価格 (3 か月先物) は、上半期に 1,000 US\$/t 以下の水準まで下落し、下半期には一転、1,400 US\$/t にまで上昇するという現象を示した。これは、主にファンドの投機資金が鉛市場に流れ込んだことによるものである。

供給面では、オーストラリアの Zinifex 社の Century 選鉱場及び Port Pirie 製錬所の計画的操業停止等が影響し、欧州と米国の鉛価格にプレミアムがもたらされた。北米では、鉛製造業者に加えてリサイクル業者も活況を呈しているという。

消費面では、他の金属と同様、中国の消費量が大幅に増加していることに加え、北米においては、電気自動車、ハイブリッドカー等の自動車需要、通信分野での無停電電源システム等へのバッテリー需要も、特に伸びている。2006 年の世界の鉛地金の消費量は約 8 百万 t と予測されており、このうち半分は中国の消費である。

2007 年の鉛価格に影響を与える要因としては、鉛鉱山の新規開発、中国の需要動向、電動モーターや蓄電池の航空・軍事などへの利用、ハイブリッドカー、無線通信などのハイテク技術への利用、資源ナショナリズム、インドと他の新興市場における需要などである。

2-3. 亜鉛・鉛市場の展望 — 「The Renaissance of the lead and zinc industries — What does the future hold?」(GFMS セミナーから)

— Hew Roberts, CHR Metals 社 —

鉛・亜鉛については、市況の低迷のもと、長く鉱山の減産や新規鉱山の停滞期が続いていたが、近年、亜鉛・鉛の供給不足、投機資金の流入により価格が高値で推移しており、この結果、鉛・亜鉛の開発プロジェクト数も増加が見られるようになって来ている。本講演は、このような現状を踏まえ、鉛・亜鉛産業の将来を予測することを内容とするものである。

(1) 現在の鉛・亜鉛市場状況について

2006 年

世界の鉛市場は、LME 在庫の減少分により現状はバランスが取れているが、鉛需要の伸びは堅調で、2006 年の需要増は全世界で 4 % 強、西側諸国では 1 % と見込まれる。

一方で亜鉛市場は、2005 年は、400 千 t の供給不足であったが、2006 年も同程度の供給不足となる見通しである。鉱山からの鉱石供給が増加する以前に LME 在庫はさらに取り崩されることになると予想される。

2007 年

鉛に関しては、長期に亘る LME 価格低迷が、現在の供給のタイト化の一因になっているが、2007 年には需給は緩むものと CHR 社は見ている。また、亜鉛に関しては、在庫の減少が価格を下支えているが、この傾向は 2007 年も継続すると見ている。

(2) 鉛・亜鉛の供給ギャップについて

CHR 社では、2014 年までの亜鉛及び鉛の需給バランスを以下の要素の見通しを基に予測している。

- ・鉛・亜鉛金属の需要
- ・2 次原料供給量
- ・既存鉱山からの生産（2005 年までに既に生産稼働している鉱山のみ。）
- ・Committed プロジェクト（2006 年～2007 年までの間に鉱山生産が開始すると見込まれるプロジェクト。）
- ・Likely プロジェクト（生産開始日が、不明確な段階にあるプロジェクト。）
- ・中国からの生産量
- ・Probable プロジェクト（同社が 2008 年以降には鉱山生産開始と見込むプロジェクトで、2011 年以降は含まない。）

具体的な見通しは、概ね以下のとおりである。

鉛、亜鉛とも現在計画されている鉱山が予定通り稼働すれば、2007 年には需給は供給過多の状況となる。当初は、下流部門を含む金属産業の操業在庫が増加することとなる。

2008 年末までには、在庫が必要以上のレベルに達する懸念がある。

鉛については、2012 年頃から既存鉱山の生産減により、再び供給不足となることが見込まれ、亜鉛については需要増により、2014 年頃から若干の供給不足となることが見込まれるが、こうした供給不足は、将来的には、金属価格が急落しない限り、（現在の推計には含まれていない）新たな生産により埋められると見込んでいる。

(3) 鉛・亜鉛開発の特徴

他の非鉄金属においては、現在の市況下においても新規プロジェクトがそれほど多くは見込まれていない中で、何故、鉛・亜鉛のプロジェクト開発は順調に展開されているのか。その理由としては、他の非鉄金属と比して開発にかかる参入障壁が低いことを挙げている。具体的には、鉛・亜鉛開発は次のような特徴を有している。

- ・資源の地域的な偏在性が小さいこと、鉱床の規模が相対的に小さいこと。このため、資本コストが小さいこと
- ・大企業による M&A の動きが少なく、また、主導的企業が少なく（中小の企業が多いこと）
- ・廃業にかかる費用（特に製錬所の閉鎖）が相対的に高いこと

その証左として、同社の調査によれば、現在進行中の 135 の探鉱プロジェクトと、83 の稼行鉱山のうち、亜鉛埋蔵量が 100 万 t 未満の鉱山が 8 割以上を占めており、また、いくつかの鉱山のオーナーシップは統合する傾向にあり、2003 年には上位 10 社で総生産量の 38 % を占めていたものが、2006 年には、41.8 % へと寡占化が進んでいるが、他の金属と比して依然多くの企業が存在しているとのこと。

(4) 結論（鉛・亜鉛の将来）

鉛：

鉛の需要は引き続き堅調と見込まれ、これに伴い鉱山生産による増産が見込まれる。特に中国においては製錬能力増加が見込まれている。中国の環境規制基準が問題視されているが、2007 年下半年から 2008 年にかけて、西側諸国の中国への鉛地金依存度は増加すると見込まれる。逆にこのことは西側諸国にとっての供給リスク増大に繋がる。なお、在庫が予想外に速く増加すれば、新規鉱山開発は縮小する可能性もある。

亜鉛：

亜鉛価格の回復と TC（熔錬費）の低下により鉱山操業の事業環境は改善しつつあり、このため、2006 年下半年には、ボリビアで大規模なプロジェクトが開始されるのをはじめ、2007 年以降生産開始が見込まれるいくつかのプロジェクトがある。他方、FS の完了、鉱業権の取得、資金調達、鉱山建設等にまだまだ時間が要するものも多いのが実態である。また、鉱山エンジニア等の人材不足あるいは鉱山機械不足が懸念材料となっている。したがって、短期的には新規鉱山からの生産は限られている。製錬能力においては、中国以外の地域で有望な増産が見込まれるところはない。

2-4. ニッケル市場の展望 - Nickel : A review of 2006, and outlook for 2007 (LME セミナーから)

—Michael John Cuoco, Mitsui Bussan Commodities (USA)—

2006 年のニッケル価格は、6 ~ 9US\$/lb のレンジにある。ニッケル価格に影響を与える主な要因は以下のとおりである。

- ・中国におけるステンレスの生産能力の拡大
- ・ニッケルとステンレスの在庫
- ・フェライト（非ニッケル）代替製品
- ・新しいニッケルの供給
- ・高い燃料費

2006 年におけるニッケル価格の上昇過程は以下のようであった。2005 年末、ニッケル価格は底値をつけ、在庫が積み上がり始めていた。しかし、2006 年上半年には、中国の需要増などにより、価格が上昇し始める。さらに、7 月に入ると、生産不足が噂されるようになり、価格が急騰、8 月には、期日近価格が先物価格を

大きく上回る逆ザヤ状態となったため、LME は、両者間の価格差 300US\$/t の取引制限を設定するなど、ニッケル価格は、バブルの様相を呈している。

世界のニッケルの需給バランスは、2005 年が約 30 千 t 超の供給超過だったが、2006 年は約 25 千 t の供給不足に転じた。2007 年は、供給不足は若干緩むものの、約 20 千 t の供給不足となる見通しである。2007 年の価格の見通しは、7 ~ 10US\$/lb。中国のニッケルとステンレス鋼への需要、代替製品の普及、ステンレスの在庫積み上がりで低価格化、供給が需要を追いかけること、生産者のさらなる統合、戦略的な備蓄などが、価格に影響を与える要因として考えられる。

2-5. 銅、ニッケル市場の展望 - 「Copper and Nickel: Putting the Super Cycle Theory to the Test」(GFMS セミナーから)

—Neil Buxton, Managing Director, GFMS Metals Consulting 社—

本講演は、最近の「スーパーサイクル」といわれる銅とニッケルの市場動向について、その要因、将来について GFMS 社が行った分析を紹介するものである。概要は以下のとおり。

2005 年は、需要の伸びは弱かった一方、供給は構造的に不足気味であり、また、銅、ニッケルともにファンドによる投機資金の増加により市場は強含みとなった。2006 年に入り、需要のリバウンド及び供給のタイト化の強まり、さらなる投機資金の流入が今日の価格高騰につながっている。

それぞれの要素ごとの動向及び将来的に市場に及ぼしうる影響は以下のとおりである。

(1) 需要

最近の需要動向

一人当たり GDP の伸びと一人当たりの金属の消費量の伸びは、正の相関関係があるが、特に中国は、台湾、韓国、日本と比して、一人当たり GDP の増加に対する金属需要の伸びが極めて大きい。中国では、2000 ~ 2005 年までの 5 年間で銅需要は 13.9 % 増加、ニッケル需要は 25.1 % 増加している。このように最近の価格高騰に関して、中国の需要増に目が向きがちではあるが、他方、同期間の全世界での需要増加は、銅については 1.9 %、ニッケルについては 3.8 % であり、これまで他の地域での需要減を中国の需要増が補ってきたともいえる。特に最近 5 年間の銅の世界需要の伸び（中国含む）1.9 % という値は、1990 ~ 2000 年の間の世界需要の伸び（3 % 程度）よりも小さい。

なお、直近の需要と価格の関係について見ると、2005 年は、銅、ニッケルとも世界需要が対前年比で微減であったが、対して価格は 28 % 上昇し、さらに、2006 年 1 ~ 7 月期における中国の需要が、前年同期

比で銅は 3 % 減、ニッケル 2 % の微増という水準下でも、同時期の価格は 108 % 増と大幅な上昇を見せていることは、注目すべき点である。

需要の見通し

上記を踏まえると、経済は引き続き堅調であると見込まれること、在庫の減少は底を打ちつつあること、下流部門（銅加工品、ステンレスなどユーザー部門）の生産活動は引き続き堅調であると見込まれること、現物に対するプレミアムも引き続き高止まりしていることから、現在の市場サイクルの中で、当面、銅、ニッケルの需要は堅調に推移するものと予想される。

(2) 供給

供給面での考慮要素としては、次の点が挙げられる。

- どの位の供給障害が織り込まれているか。
- 供給サイドのボトルネックは構造的なものか、それとも一時的なものなのか。
- 進行中のプロジェクトはどの位あるか。
- どのような政治的 / 技術的なリスクがあるのか。

実際の銅鉱山生産に関して、基本的に楽観的な見通しを示しており（国際銅研究会）、また、2006 ~ 2009 年までの間、ニッケルの鉱山生産は前年比 4 ~ 8 % の伸びを見込んでおり（GFMS）、銅は 2007 年以降、4 ~ 5 % 程度の伸びを見込んでいる（国際銅研究会）。

(3) 企業の合併・統合の影響

探鉱投資の増加につながらない企業の合併・統合が、市況を押し上げる一因となっている。また、このような市況下で、企業収益はやがて下降するであろうという前提に立てば、供給の価格弾力性は今後更に高まると見込まれる。

(4) 価格の見通し

上記のような状況を踏まえ、市場関係者のコンセンサスとなっている銅、ニッケル価格の見通しは概ね以下のとおりである。

銅

2006 年

今後の最高値は 7,000US\$/t 強、最低値は 4,600US\$/t 程度。中間値は 6,200US\$/t 程度。

2007 年

最高値は、8,000US\$/t、最低値は 3,800US\$/t 程度。更に長期的には 2,800 US\$/t 程度と予想されている。

ニッケル

2006 年

今後の最高値は 20,000US\$/t、最低値は 13,000US\$/t 程度。中間値は 17,000US\$/t 程度。

2007 年

最高値は 21,000US\$/t、最低値で 12,000US\$/t 程度、中間値は 15,000US\$/t 程度。

更に長期的には、10,000 US\$/t と予想されている。

なお、今後の市場を見る上では、過去のサイクルと比べ、次のようなファンダメンタルズの変化があることを認識する必要がある。

- ・ 長期的に消費の増加率は上昇傾向にあること。
- ・ 世界の消費の変動（ボラティリティ）は小さくなってきていること。
- ・ 生産サイドの価格弾力性が高くなっていること。
- ・ 商品の投機対象化が進んでいること。
- ・ 価格上昇局面が既に5年目に入っていること。
- ・ 低在庫水準が定常化してきていること。
- ・ 一方で市場が弱含みになることもある程度織り込まれていること。

（2006.11.15）