

コーンは好調な輸出や生産見通しの引き下げなどを手掛かりにここ数ヶ月騰勢を強めており、9月安値からの上昇率は50%以上に達している。ファンダメンタルズの強さを背景にこの先まだ上昇の余地があるとの見方がある一方、急激な値上がりで高値警戒感が出ていることも確かだろう。この先価格はどのように動くのだろうか。

まず、ここまでの価格上昇を支えてきた要因として、以下の点を挙げる事が出来る

1. イールドおよび生産推定の引き下げ
2. 期末在庫の低さ
3. 世界的な需要増に支えられ、好調さを持続する輸出
4. エタノール需要の伸び

一方、今後も価格上昇が続くかについては、次のような懸念材料もある

1. 国内需給の逼迫にともなう輸出の伸び悩み
2. 価格高騰に伴う需要低下 (レイショニング)
3. 代替品への需要シフト (主に飼料需要)
4. 来年度以降の作付増加

今回は穀物分析の原点に戻り、供給面に焦点を当てて今後の値動きを予想してみたい。

### 収穫期の生産推定引き下げ

米農務省 (USDA) は10月と11月の需給報告で、イールドと生産高の推定を前月から下方修正した。この引き下げが現在に至る価格上昇を引き起こしたきっかけとなったことは、疑いの余地もないところだ。

収穫期に入るこの時期、USDA がイールドを引き下げるとはあまり多くない。生育に重要な影響を与える夏場に気温が上昇すれば、USDA もある程度それを織り込んだ控えめなイールド推定を出す。しかしながら、イールドに致命的なダメージを与えるような干ばつとなることは稀にしか起こらない。このため、9月以降にイールドを上方修正することが多くなるわけだ。1973/74年度以降の34年間で、収穫期に入る9月から11月にかけて生産推定が引き下げられたのは、今年を除いて9回しかない。

### 春までの価格動向

では、こうした年はその後価格がどのように動いたのだろうか。次年度の作付意向調査が発表され、新穀の生産に市場の注目が移り始める3月までの値動きについて検証してみた。なお、生産の引き下げが1%以下の小幅修正にとどまった年(86/87年と84/85年)は、分析の対象からはずしてある。

生産推定が1%を超える引き下げとなった7回の今後の値動きを見ると、翌年3月の平均価格が11月から上昇している年が3回、下がっている年が4回となっている。一方、3月までの高値で見ると、高値が11月の価格を10%以上上回った年が3回あり、逆に3%以下の上昇しか見られなかったのは2回だけだ。価格のピークがどの時期になるのかには差があるが、こうした年は冬場も引き続き価格が上昇する傾向が強いといえよう。

- USDA 生産推定の推移とその後の価格動向 -

生産年度		9月	10月	11月	修正(9 11月)	価格動向	8月平均	11月平均	3月平均	12-3月高値
2006/07年	生産	11,114	10,905	10,745	-3.32%	5月限	272 3/4	370 3/4	???	???
	在庫率	10.2%	8.4%	<b>7.9%</b>	-2.31	騰落率		35.93%		
2000/01年	生産	10,362	10,192	10,054	-2.97%	5月限	212 2/4	229 2/4	210 2/4	240
	在庫率	22.6%	18.0%	16.6%	-6.02	騰落率		8.02%	<b>-8.25%</b>	4.61%
1995/96年	生産	7,832	7,541	7,374	-5.85%	5月限	295 2/4	337	399	410 2/4
	在庫率	8.5%	8.1%	<b>7.4%</b>	-1.10	騰落率		14.07%	18.37%	<b>21.78%</b>
1993/94年	生産	7,229	6,962	6,503	-10.04%	5月限	254 1/4	285 1/4	280 3/4	316 1/4
	在庫率	16.6%	13.6%	<b>11.4%</b>	-5.28	騰落率		12.23%	-1.64%	<b>10.84%</b>
1990/91年	生産	8,118	8,022	7,935	-2.25%	5月限	255 2/4	244	253	259 3/4
	在庫率	17.0%	15.7%	15.4%	-1.66	騰落率		<b>-4.42%</b>	3.69%	6.42%
1986/87年	生産	8,268	8,220	8,223	-0.54%	5月限	186 1/4	184 1/4	160 2/4	184 2/4
	在庫率	76.8%	81.6%	84.4%	7.60	騰落率		<b>-0.96%</b>	<b>-12.97%</b>	0.09%
1984/85年	生産	7,552	7,498	7,527	-0.33%	5月限	296 2/4	286 3/4	277 3/4	285 1/4
	在庫率	14.0%	15.5%	15.8%	1.78	騰落率		<b>-3.32%</b>	<b>-3.11%</b>	<b>-0.49%</b>
1980/81年	生産	6,534	6,467	6,461	-1.12%	5月限	360	406 1/4	361 1/4	416 3/4
	在庫率	11.8%	9.4%	<b>7.2%</b>	-4.59	騰落率		12.91%	<b>-11.07%</b>	2.56%
1974/75年	生産	4,995	4,718	4,621	-7.49%	5月限	355	378 2/4	285	386
	在庫率	6.9%	6.7%	<b>5.7%</b>	-1.20	騰落率		6.64%	<b>-24.70%</b>	1.96%
1973/74年	生産	5,768	5,763	5,678	-1.56%	5月限	273 2/4	264 3/4	296 1/4	349
	在庫率	12.5%	12.5%	<b>10.9%</b>	-1.59	騰落率		<b>-3.16%</b>	11.87%	<b>31.82%</b>

(出所:米農務省)

**在庫率の低迷**

需給逼迫の目安とされる在庫率(期末在庫を総需要で割ったもの)を加えると、この傾向は更に強まってくる。在庫率が15%を割り込んだ年は95/96年、93/94年、80/81年、74/75年、73/74年の5回だが、このうち3回は翌年3月までに10%以上の大幅上昇を記録している。(上昇率の低かった80/81年、74/75年は、いずれもその後在庫率が上方修正されている。)

**この先も値上がりは継続**

今年度(06/07年)は9月から11月にかけて生産推定が3.3%引き下げられ、しかも11月現在の在庫率は7.9%と11年ぶりの低さとなっている。過去の例に照らし合わせてみれば、この先も価格上昇が続く可能性は高いといえよう。

もちろん、これまでの値上りを考えれば、買われ過ぎ感が相当高いことは否めない。だが、今回の強気相場は生産面のみならず、好調な輸出やエタノール需要といった需要面に支えられていることも忘れてはならない。つい最近までの原油を見ても分かるように、需要が強い相場というのは大きく値を崩すことが少なく、ファンドなどの投機資金を買い安心感を高める効果もある。

ましてや、コーン市場はエタノール生産需要という、これまでは存在しなかった大きな要素を織り込もうとしている最中でもある。エタノール需要がどの程度の影響力を持つかはまだまだ未知数だが、少なくともこれまでであった需給の常識を大きく崩し始めていることは確実だろう。今冬だけにとどまらず、長期的に見てもかなりの強気相場が続くのではないだろうか。