

# 金属、インフレ、パンデミックからの回復

2021年9月

CMEグループ チーフエコノミスト  
Blu Putnam

# 本稿は投資に関する助言をするものではなく、 またそれを意図したものでもありません

ここに表された見解は筆者個人のものであり、必ずしもCMEグループ、またはその系列会社の見解を表すものではありません

例は全て、状況を仮定的に解釈したものであり、あくまで説明を目的として使用されています

本レポートおよびその内容を、投資の助言または実際に市場で経験した結果として受け取らないようにしてください

# 免責事項

世界の前進を支援する：CMEグループは、シカゴ・マーカンタイル取引所（「CME」）、シカゴ商品取引所（「CBOT」）、ニューヨーク・マーカンタイル取引所（「NYMEX」）、および商品先物取引所（「COMEX」）の4つの公認取引市場（DCM）によって構成されます。CMEの清算部門は、CMEグループのDCMのデリバティブ清算機関（「DCO」）です。

本資料/プレゼンテーションでは、CMEが世界中で提供する商品やサービスの概要と一般的な情報を提供しています。一部の商品やサービスは、日本のお客様向けに提供されていない、または変更/調整されていない場合があります。本資料/プレゼンテーションは、日本のお客様に対し、CMEの特定の商品の取引やサービスの利用を勧誘することを目的とするものではありません。

上場デリバティブや店頭取引（OTC）デリバティブは、あらゆる投資家に適しているわけではなく、損失リスクを伴います。上場デリバティブやOTCデリバティブはレバレッジ取引であり、取引価額と比較してわずかな割合の資金で取引ができることから、建玉のために当初預託された金銭の額以上の損失を被る可能性があります。本内容は、（適用される法令に定義される）証券の目論見書又は公募を構成するものではなく、特定の投資又はサービスの購入、売却又は保持を推奨するものでもありません。

本書の内容は、CMEグループがあくまで一般目的のために作成したものであり、助言の提供を意図したもので、助言として解釈されるべきものでもありません。CMEグループは、本内容に記載の情報について公表日現在における正確性を確保すべく最善を尽くしたが、いかなる誤謬又は脱漏についても責任を負わず、また情報の更新を行わない。さらに、本内容中の事例や情報はすべて、説明のためにのみ使用されたものであり、投資の助言又は実際の市場における経験の結果と考えるべきではない。過去のパフォーマンスやその実績を示す情報は、将来のパフォーマンスを示唆するものではなく、かかる情報に依拠しないでください。本書における規則・要綱等に関するすべての記述は、CME、CBOT、NYMEXおよびCOMEXの公式規則集に準拠するものであり、それらの規則が優先されます。取引要綱に関する事項を含め、いずれの場合も現行規則を参照するようにしてください。CMEグループは、本ウェブサイトに含まれる資料・情報の使用又は配布が、適用される法令に違反する法域・国において、当該資料・情報が適切に使用でき、許容されることを表明するものではありません。

オーストラリアでは、シカゴ・マーカンタイル取引所（ARBN 103 432 391）、シカゴ商品取引所（ARBN 110 594 459）、ニューヨーク・マーカンタイル取引所（ARBN 113 929 436）、および商品先物取引所（ARBN 622 016 193）はそれぞれ、オーストラリアにて登録された外国企業であり、オーストラリアの市場ライセンスを保持しています。

香港では、CMEグループは香港証券先物委員会（「SFC」）の認可を受け、証券先物条例（「SFO」）第3部に従って、GLOBEXとCME Clearingシステムを通じて、自動取引サービス（「ATS」）を香港の投資家に提供しています。

日本では、CMEは、日本の金融商品取引法に基づく外国清算機関（FCO）ライセンスを持っています。

シンガポールでは、CME、CBOT、NYMEXおよびCOMEXが公認市場運営者として規制されており、CMEは証券先物法（第289章）（「SFA」）の下で公認クリアリングハウスとして規制されています。前述の場合を除き、CMEグループの事業体のいずれも、SFAに基づく規制された活動の実施、またはシンガポールのFinancial Advisers Act（第110章）に基づく財務アドバイザーサービスの提供を許可されていません。

# 免責事項

CMEグループ会社のいずれも、インド、韓国、マレーシア、ニュージーランド、中華人民共和国、フィリピン、台湾、タイ、ベトナムなど一部の管轄区域で、CMEグループの事業運営が認可されていない管轄区域、またはかかる配布が現地の法規制の違反になる場所ではいかなる種類の金融サービスを提供するための登録や免許を取得しておらず、また提供していないことを表明します。

香港では、本書は証券先物条例で定義されたプロ投資家のみ配布されることを意図しています。本書の内容は香港の規制当局の審査を受けていません。本書に掲載された情報については、十分にご注意ください。本書の内容について何かしら疑問に思うことがあれば、独立した専門家から助言を得てください。CMEは香港の証券先物条例に基づく先物取引業・助言業の認可を受けていません。

日本では、本書は、日本の商品先物取引法(改正された1950年法律第239号)および関連する規則に定義された、特定の適格な洗練された投資家へのみ適宜配布されます。それ以外は、本書に含まれる情報は、日本の誰にも向けられていません。

韓国では、本書は、「プロ投資家」からの要請、または認可を受けた投資ブローカーを通じての要請に応じて、(金融投資サービスおよび資本市場法第9条5項並びに関連規則に定義される)「プロ投資家」のみへの配布を目的としています。

シンガポールでは、本書およびその内容は、シンガポールの規制当局によって審査または承認されていません。本書の情報は、CMEグループがあくまで一般目的のために作成したものであり、助言の提供を意図したものでも、助言として解釈されるべきものでもありません。目的、財務状況、ニーズを考慮に入れていないため、本書に記載されている情報に基づいて行動する、または情報に依拠する前に、適切な専門家の助言を得る必要があります。本書の情報は、先物、オプション契約、またはその他の金融商品やサービスを売買する申し出、招待、または勧誘と見なされるべきではありません。本書にいかなる誤謬または脱漏があったとしても、CME Groupは一切の責任を負わないものとします。さらに、本書に記載されている例は、いずれも仮定的状況に基づくもので、あくまで説明上の目的で使用しており、投資アドバイスや実際の市場取引の結果を表すものではありません。本書は、先物契約の取引のための資本市場サービスライセンスを保有している人、またはそのような要件を免除されている人へのみシンガポールで配布するためのものです。

これらの管轄区域では、本書は規制当局による審査も承認も受けておらず、ユーザーの責任でアクセスしてください。前述の管轄区域で行われるいかなる取引についても、該当する投資家が単独でリスクを負うため、必ずかかる管轄区域において適用される現地の法令を遵守して行ってください。

CME Group、地球儀ロゴ、CME、Globex、E-Mini、CME Direct、CME DataMine、Chicago Mercantile Exchangeはシカゴ・マーカンタイル取引所の商標です。CBOTおよびChicago Board of Tradeはシカゴ商品取引所の商標です。NYMEXおよびClearPortはニューヨーク・マーカンタイル取引所の商標です。COMEXは商品先物取引所の商標です。

Copyright © 2021 CME Group Inc. All rights reserved.

郵送先住所: 20 South Wacker Drive, Chicago, Illinois 60606

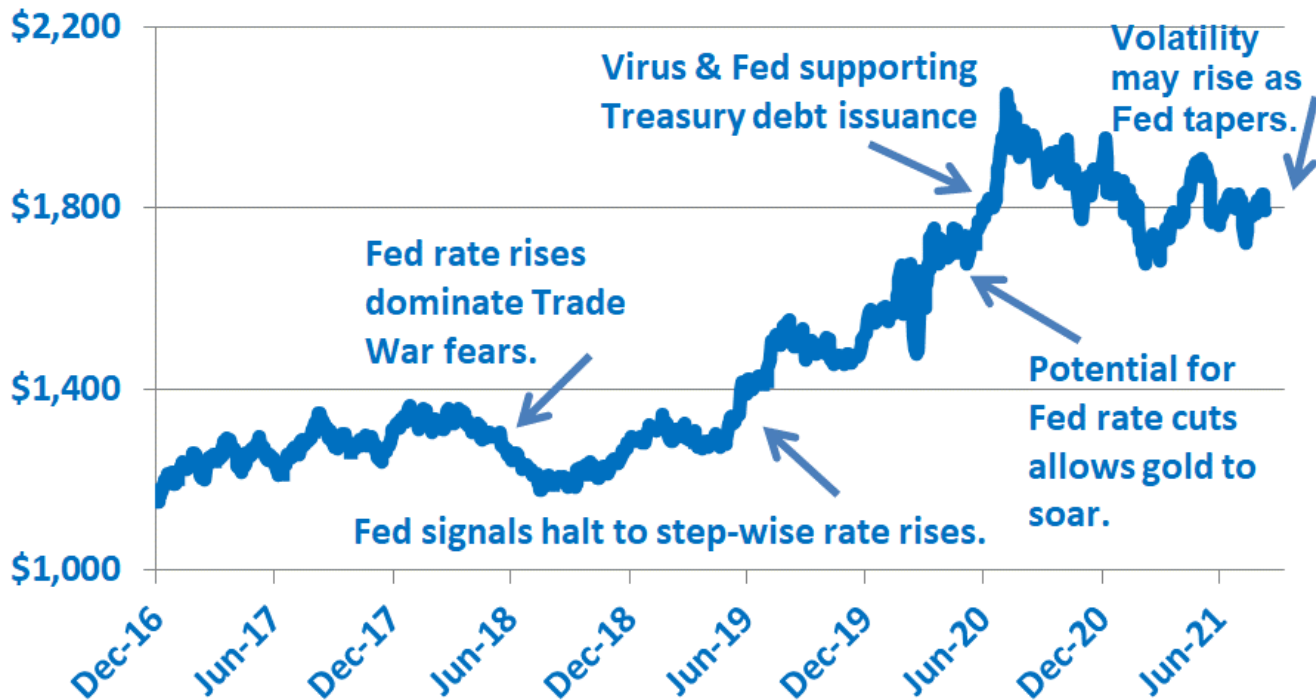
金属、インフレ、パンデミックからの回復

金、インフレ、金利

銅、パンデミックからの回復、中国

コモディティ(Commodity)のスーパーサイクル到来？

# Price of Most Active COMEX Gold Futures



金は、金利を生まない一方、米連邦準備制度理事会 (FRB) が短期金利を引き上げるか、下げるかといった予想に特に敏感

Chart Created by CME Group Economics.

Source: CME DataMine, Market Sentiment Meter,  
Powered by 1QBit (GCOG).

## U.S. Core PCE Price Index Year-over-Year Percentage Change is now well above the Fed's 2% Target

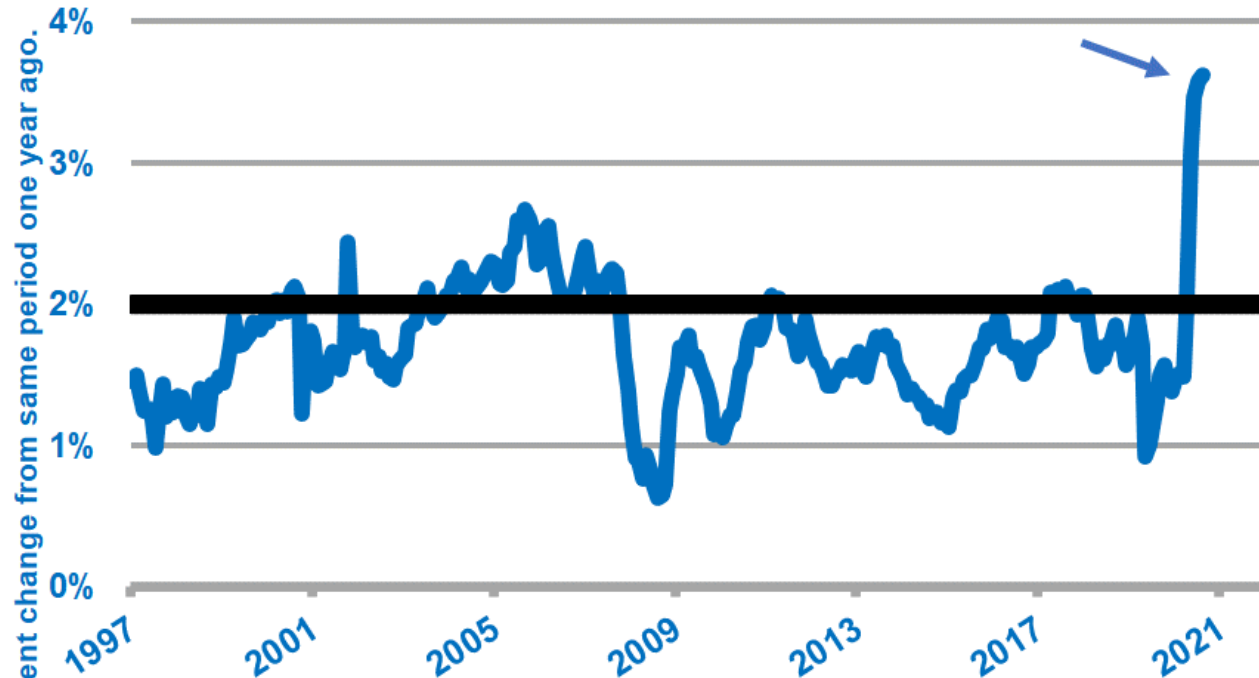


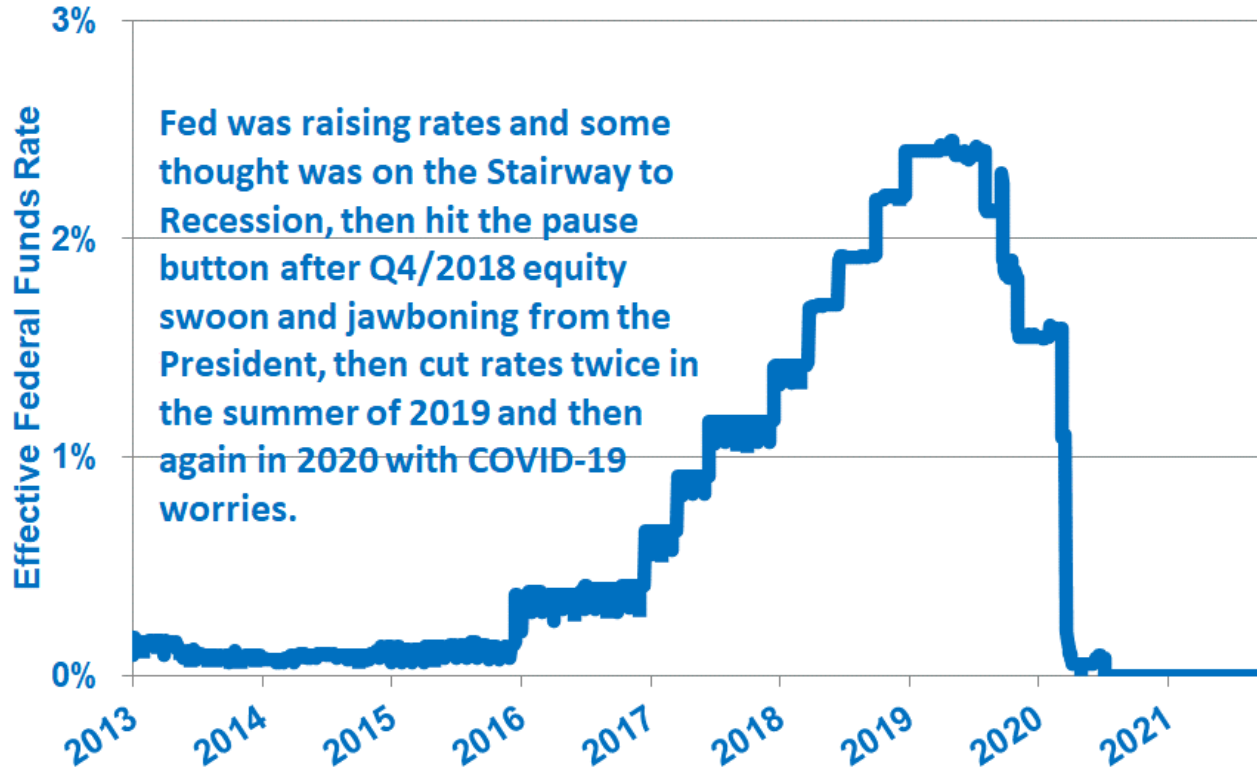
Chart Created by CME Group Economics.

Source: St. Louis Federal Reserve FRED Database (CPILFESL).

米国のコアインフレ率は、FRBによる2%の目標を大幅に上回っている

FRBのガイダンスでは、多少のオーバーシュートは容認するとしており、FRBはインフレ率の急上昇が一時的なものであると主張

# Effective U.S. Federal Funds Rate



Fed was raising rates and some thought was on the Stairway to Recession, then hit the pause button after Q4/2018 equity swoon and jawboning from the President, then cut rates twice in the summer of 2019 and then again in 2020 with COVID-19 worries.

FRBは、純資産買い入れプログラム (QE)の終了後まで、短期金利を引き上げる予定はないという指針を出している

Chart by CME Group Economics.  
Data Source: Bloomberg Professional (FEDL01).



## US Civilian Payroll Employment is Recovering, albeit at a Slower Pace compared to H2/2020 and H1/2021

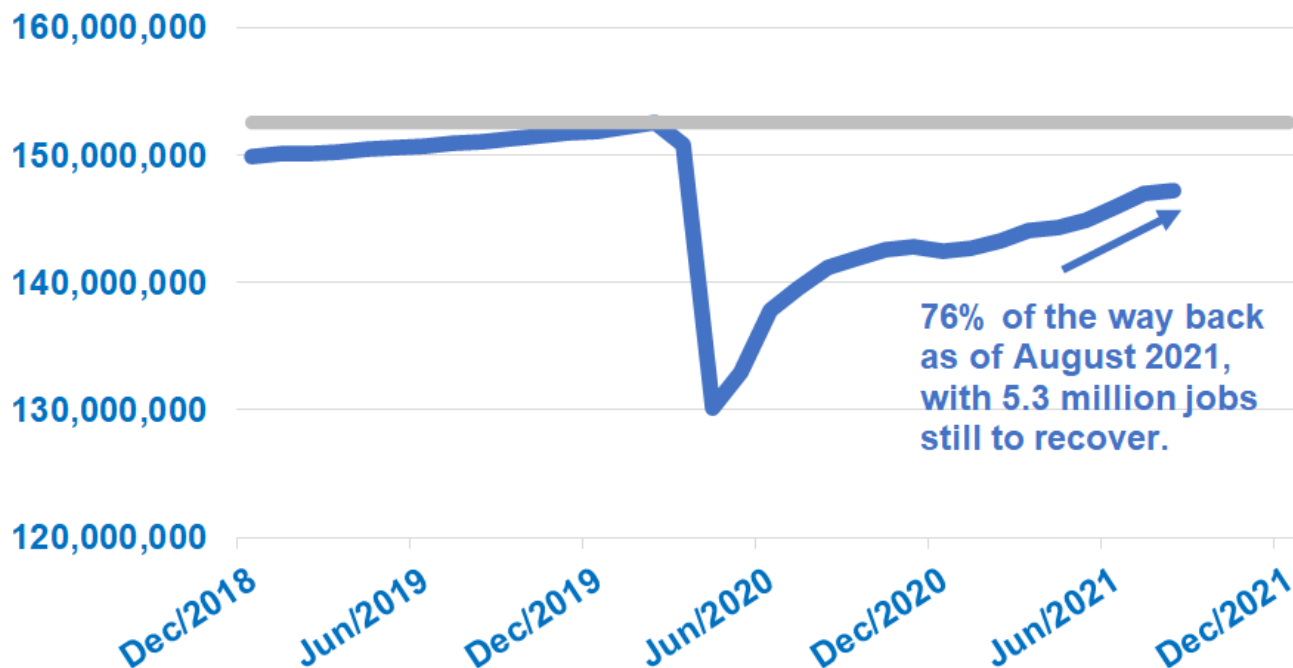


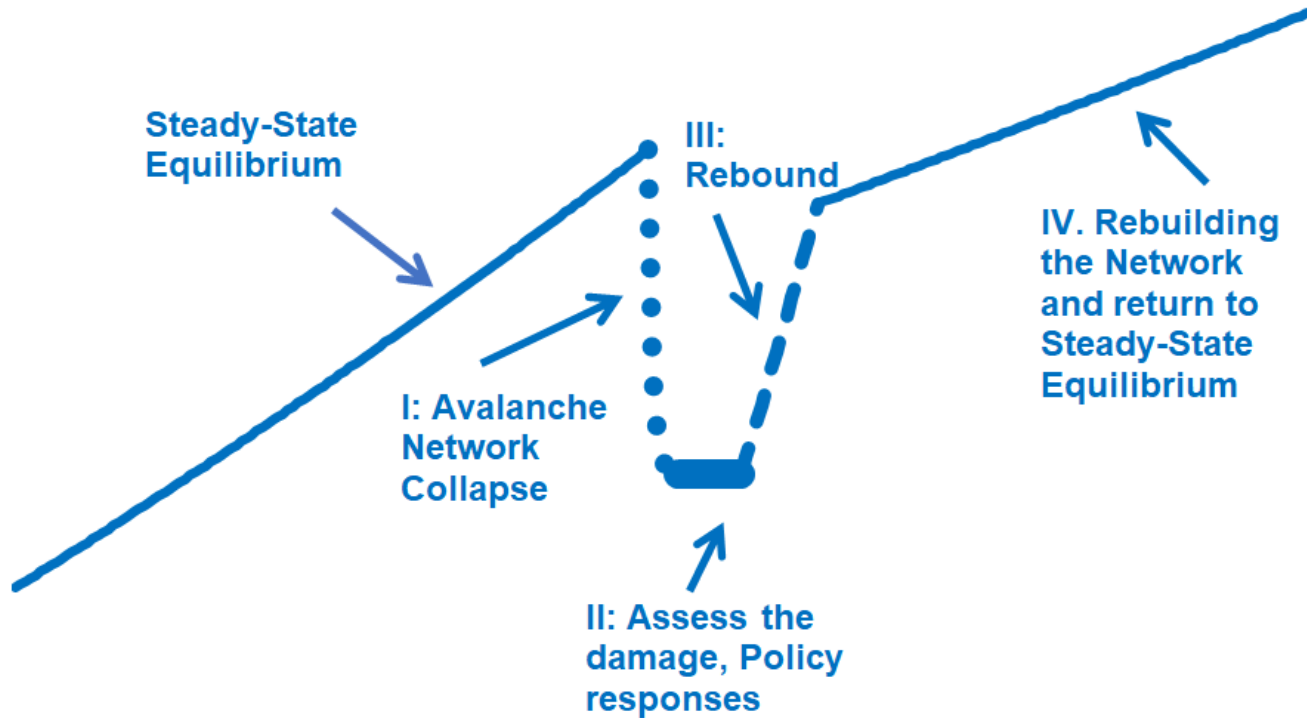
Chart Created by CME Group Economics.

Source: Federal Reserve Bank of St. Louis FRED Database (PAYEMS).

米国の失われた雇用のうち、残り24%を回復するには、最初の76%よりも非常に長い時間がかかる可能性あり

依然として500万件強の雇用が回復しておらず、回復のペースは減速ぎみ

# Phase Transitions



パンデミックを分析するフレームワークとして、相転移の物理学が非常に有用

『Review of Financial Economics』「From phase transitions to Modern Monetary Theory: A framework for analyzing the pandemic of 2020」、2020年秋号より

Chart Created by CME Group Economics.

Original Inspiration: Dr. John Rutledge, "Far from Equilibrium".

Academic paper: "From phase transitions to Modern Monetary Theory: A framework for analyzing the pandemic of 2020", *Review of Financial Economics*, 9/2020.

## Central Bank Assets as a Percentage of Nominal GDP

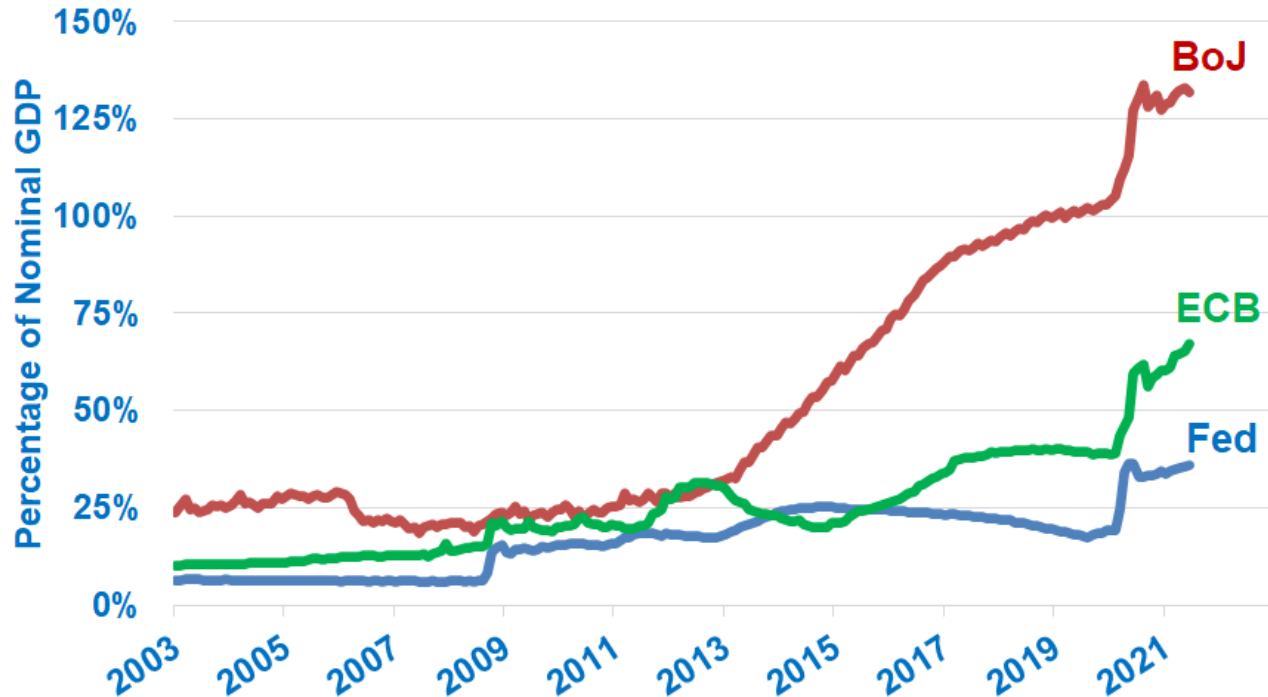


Chart Created by CME Group Economics.

Source: Bloomberg Professional and  
St. Louis Federal Reserve Bank FRED Database.

金に関する焦点は、  
中央銀行が資産買  
い入れプログラムを  
いつ終わらせるか、  
また最終的に金利  
を上げるかという点

# U.S. Treasury Yield Curve

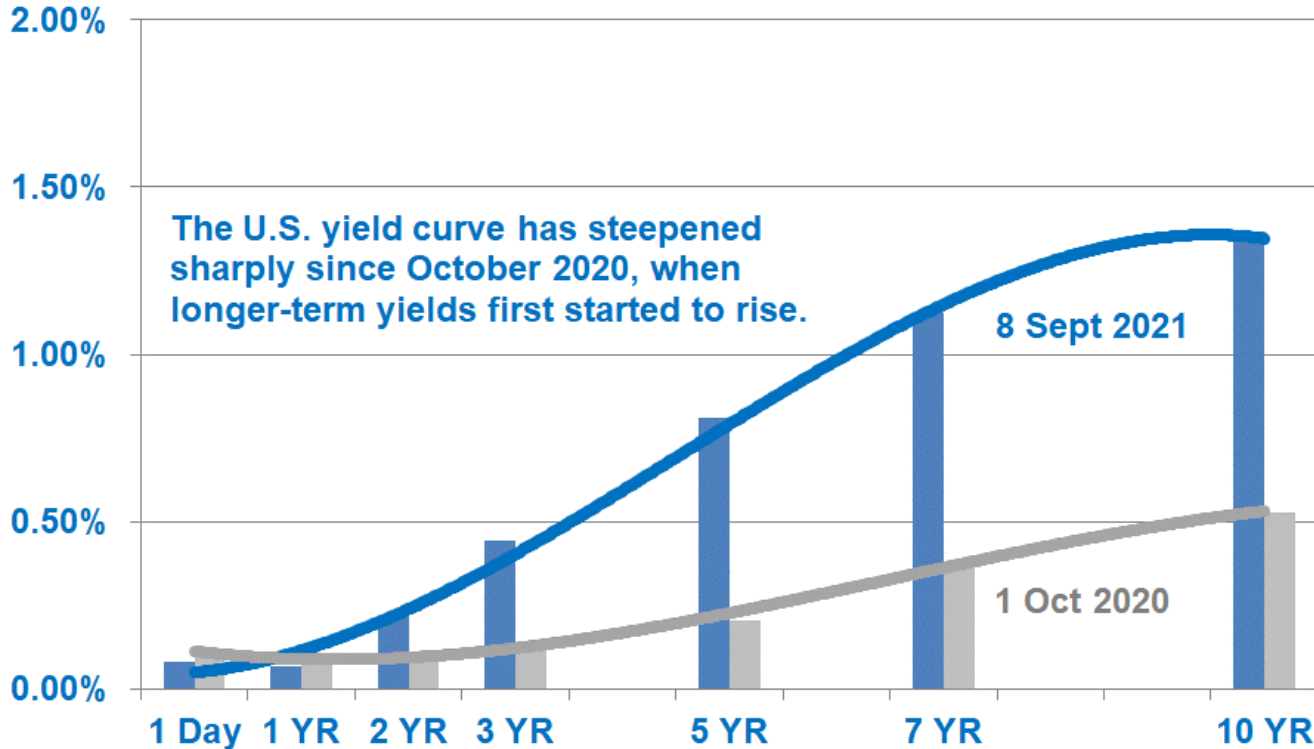


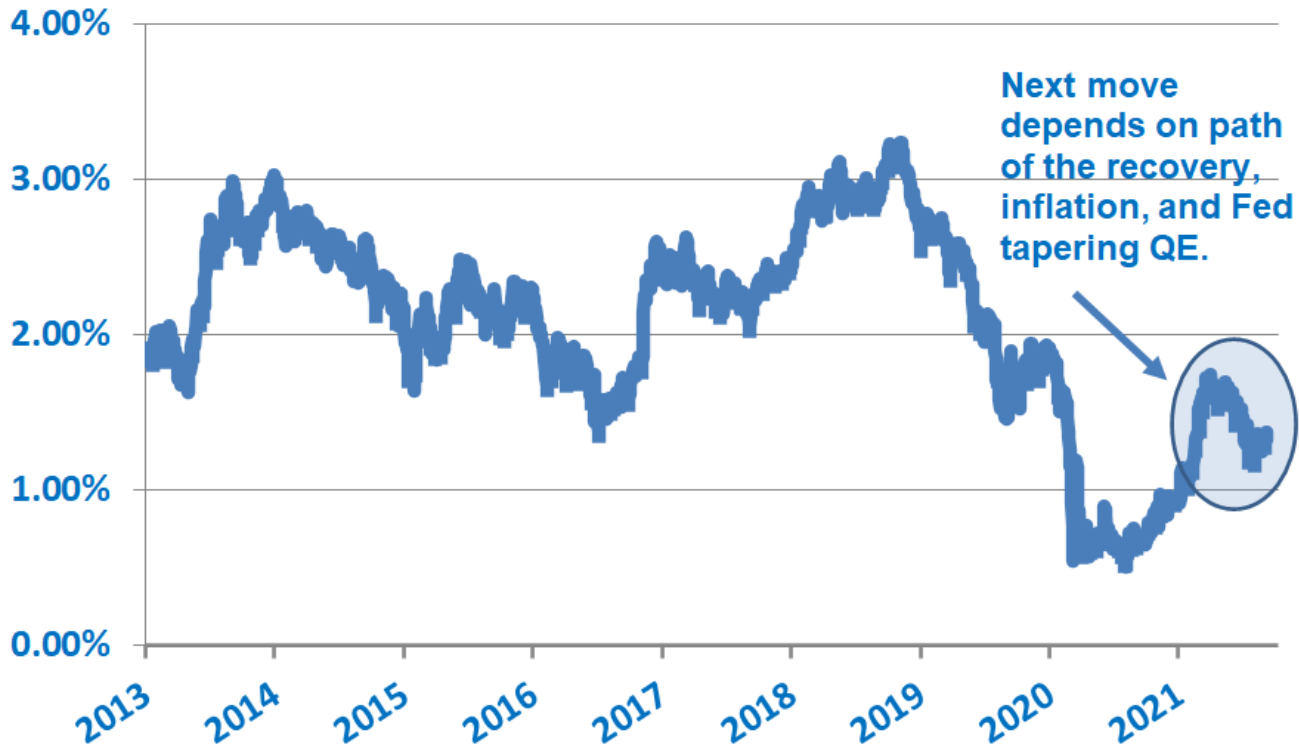
Chart Created by CME Group Economics.

Source: Bloomberg Professional (FEDL01, USGG3M, USGG12M, USGG2YR, USGG3YR, USGG5YR, USGG7YR, USGG10YR)

米国債のイールドカーブは2021年10月から2022年3月まで急勾配

今後の動向は、FRBがQEを終了し、短期金利を引き上げるかどうか、またどの時期に行うかに左右される

# US Treasury 10-Year Note Yield



10年物米国債の利回りは、インフレ率の動向、労働市場、FRBの対応によって大きく左右される

Chart Created by CME Group Economics.  
Source: Bloomberg Professional (USGG10YR).

# Implied Federal Funds Rate 2-Years Forward

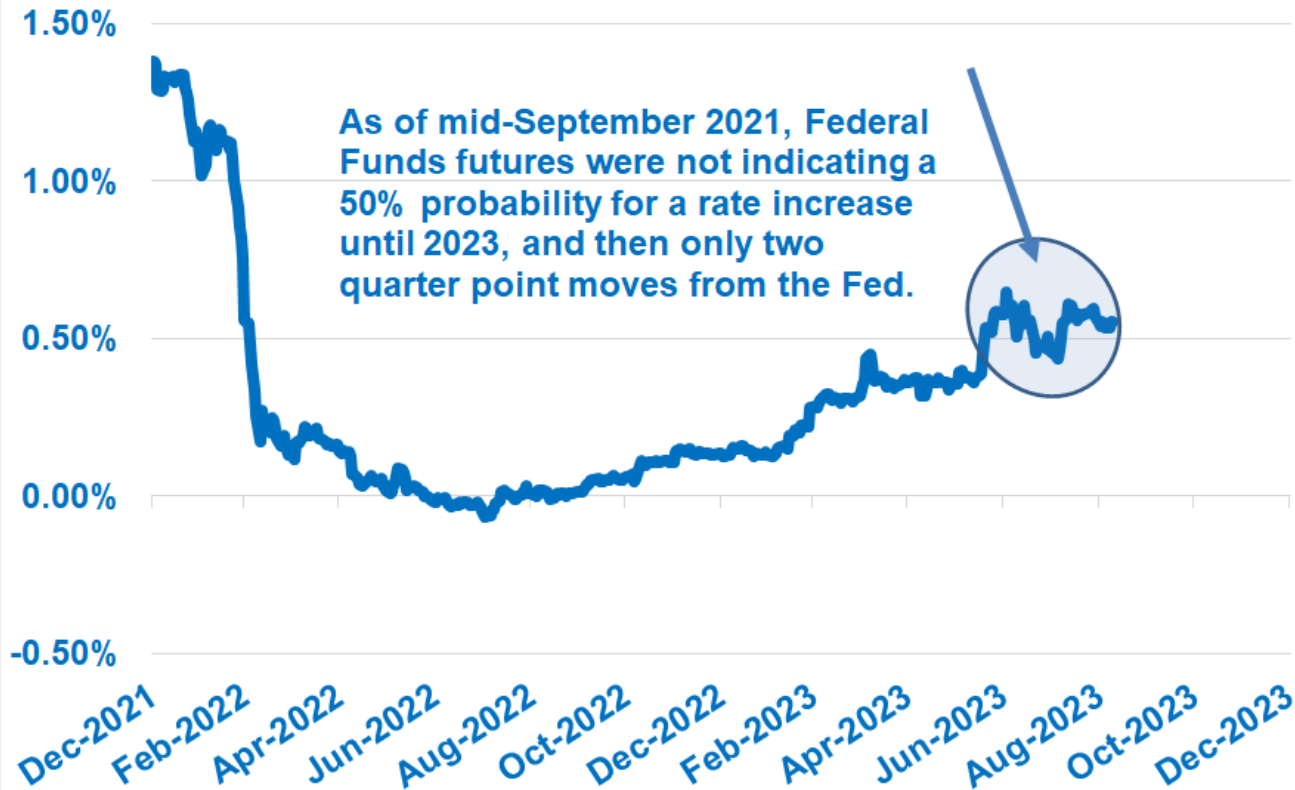


Chart Created by CME Group Economics.  
Source: Bloomberg Professional (USGG10YR)

フェデラルファンド先物は、FRBが2023年になるまで利上げを行わず、利上げ幅は0.5ポイントにとどまると示唆

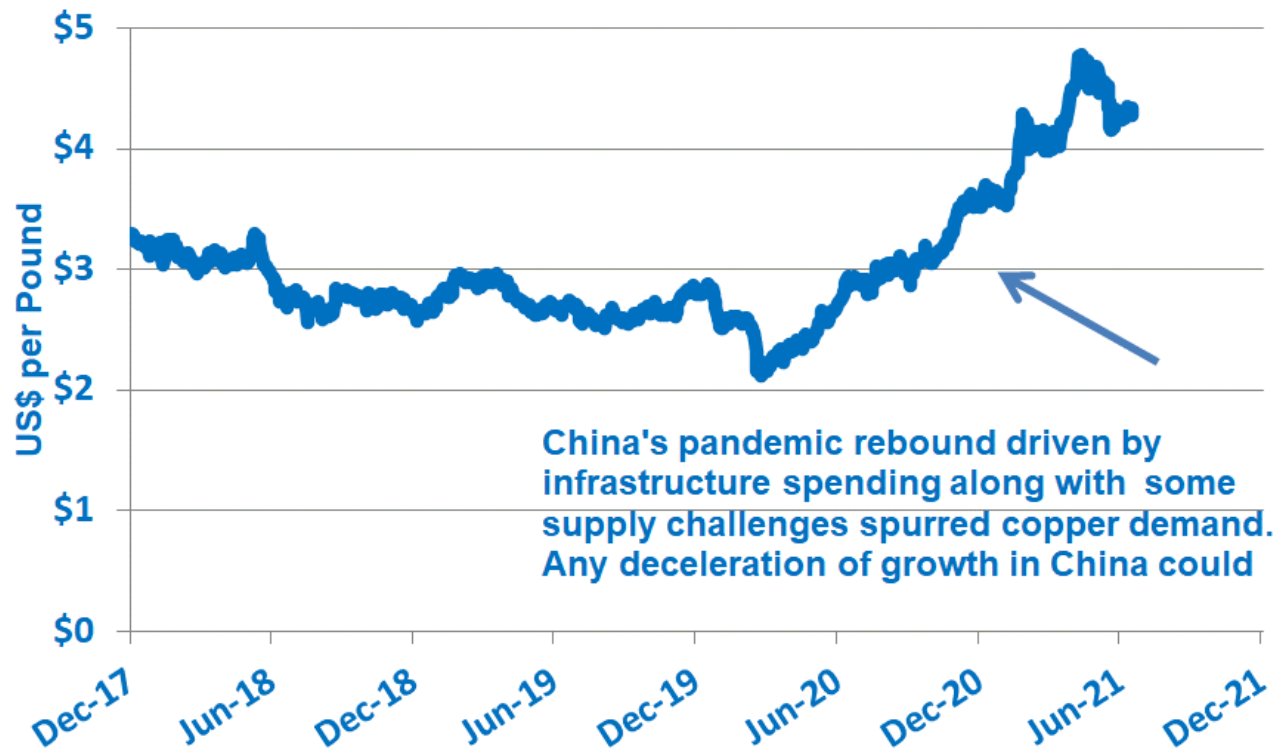
金属、インフレ、パンデミックからの回復

金、インフレ、金利

銅、パンデミックからの回復、中国

コモディティ(Commodity)のスーパーサイクル到来？

## Copper Futures: Narrative focuses on China



China's pandemic rebound driven by infrastructure spending along with some supply challenges spurred copper demand. Any deceleration of growth in China could

銅は産業用の金属であり、世界貿易の成長に加え、特に中国の成長見通しに左右される

Chart Created by CME Group Economics.  
Source: Bloomberg Professional (HG).



## World Trade Index

World trade stagnated with the trade tensions, collapsed as the pandemic started, then recovered with the pandemic rebound.

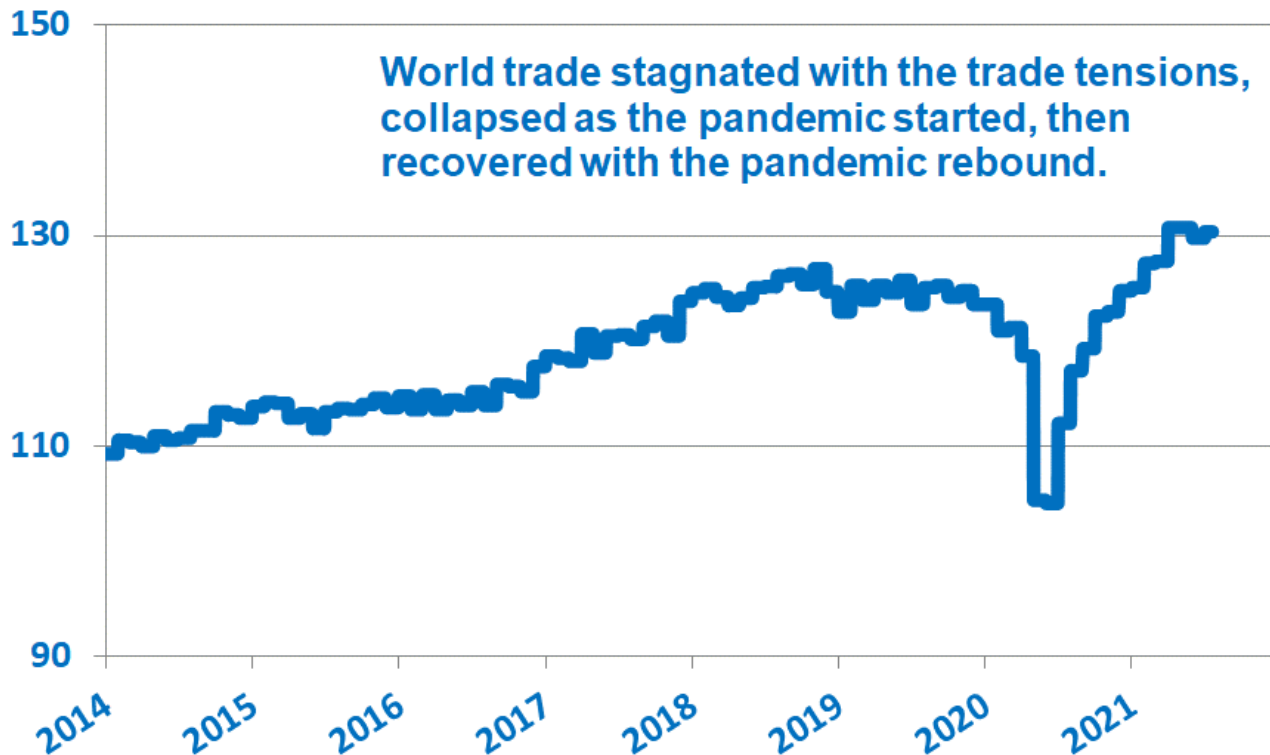


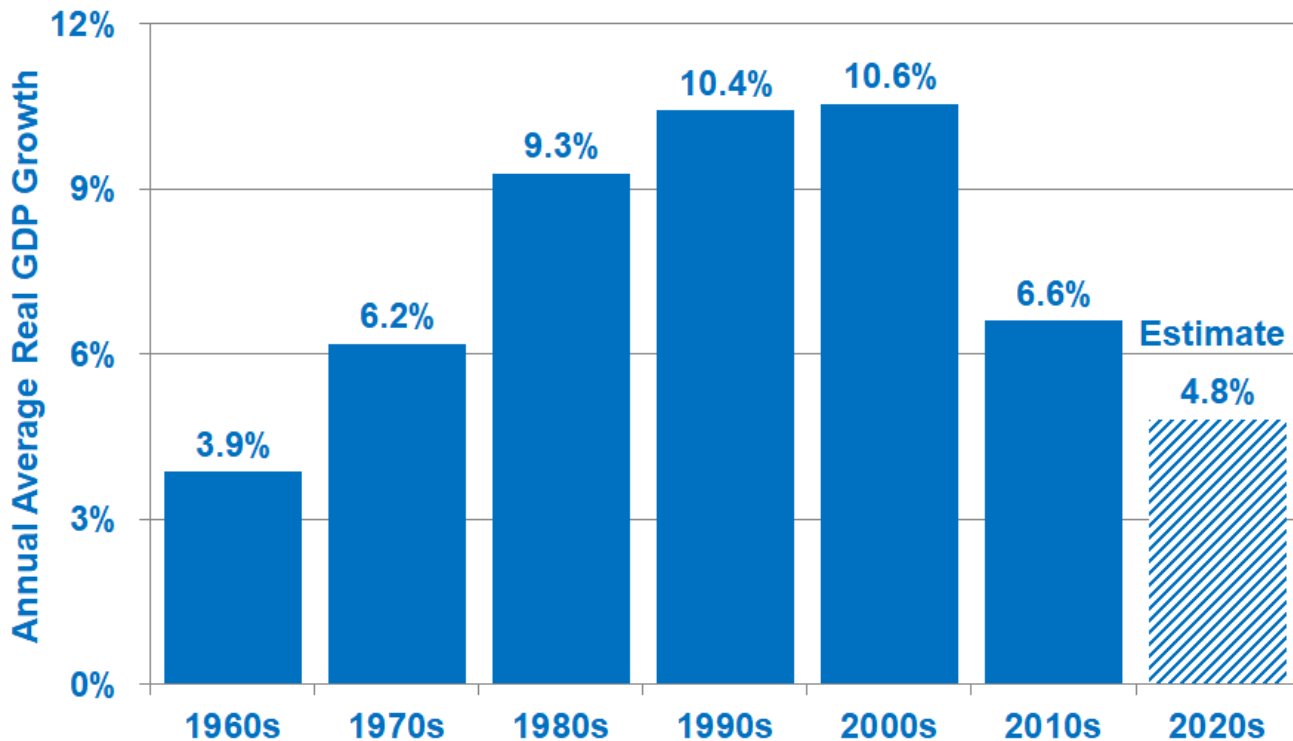
Chart Created by CME Group Economics.

Source: CPB Netherlands, World Trade Index Monitor  
(Bloomberg Professional = MWT VWT Index)

世界貿易は2020年のパンデミックから回復

2022年の世界貿易の成長は、中国の経済成長に大きく左右される

# China: Real GDP Growth Rates by Decade



2020年代に入って、中国が成熟し、労働力の伸びが停滞するにつれて、経済成長は減速する可能性あり

Chart Created by CME Group Economics.

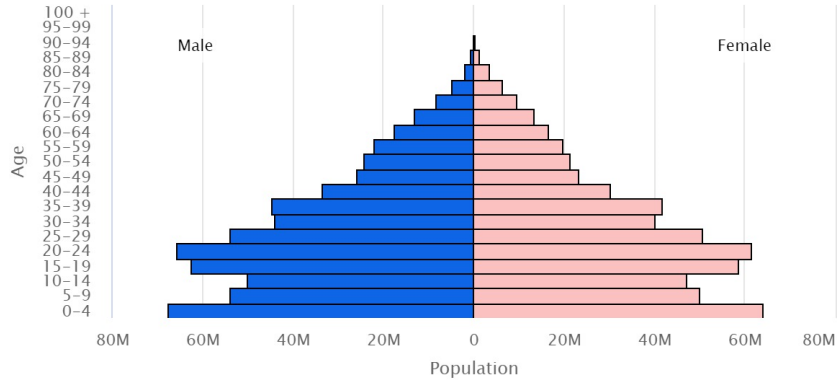
Source: World Bank Real GDP Index from the Bloomberg Professional (WRGDCHIN).

# 中国の人口ピラミッド

## 1990

Population Pyramid

China (1990)

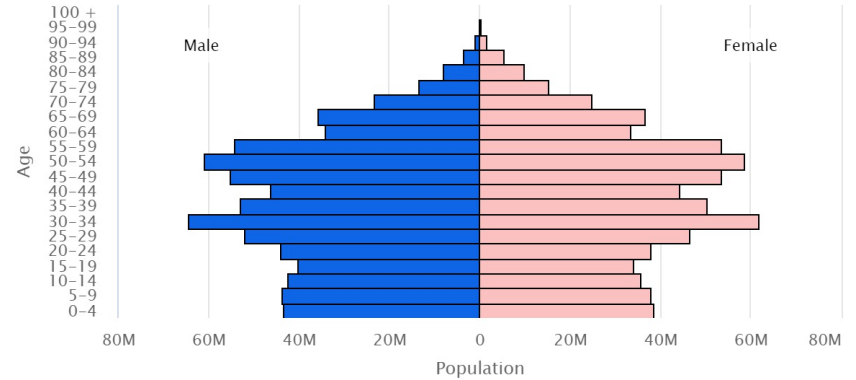


U.S. Census Bureau, International Data Base

## 2021

Population Pyramid

China (2021)



U.S. Census Bureau, International Data Base

# Chinese Renminbi (CNY per USD)



Chart by CME Group Economics.  
Data Source: Bloomberg Professional (CNY).

人民元は、貿易戦争、次いでパンデミックの変動に反応

2022年には、相対的な経済成長見通しが重要となる

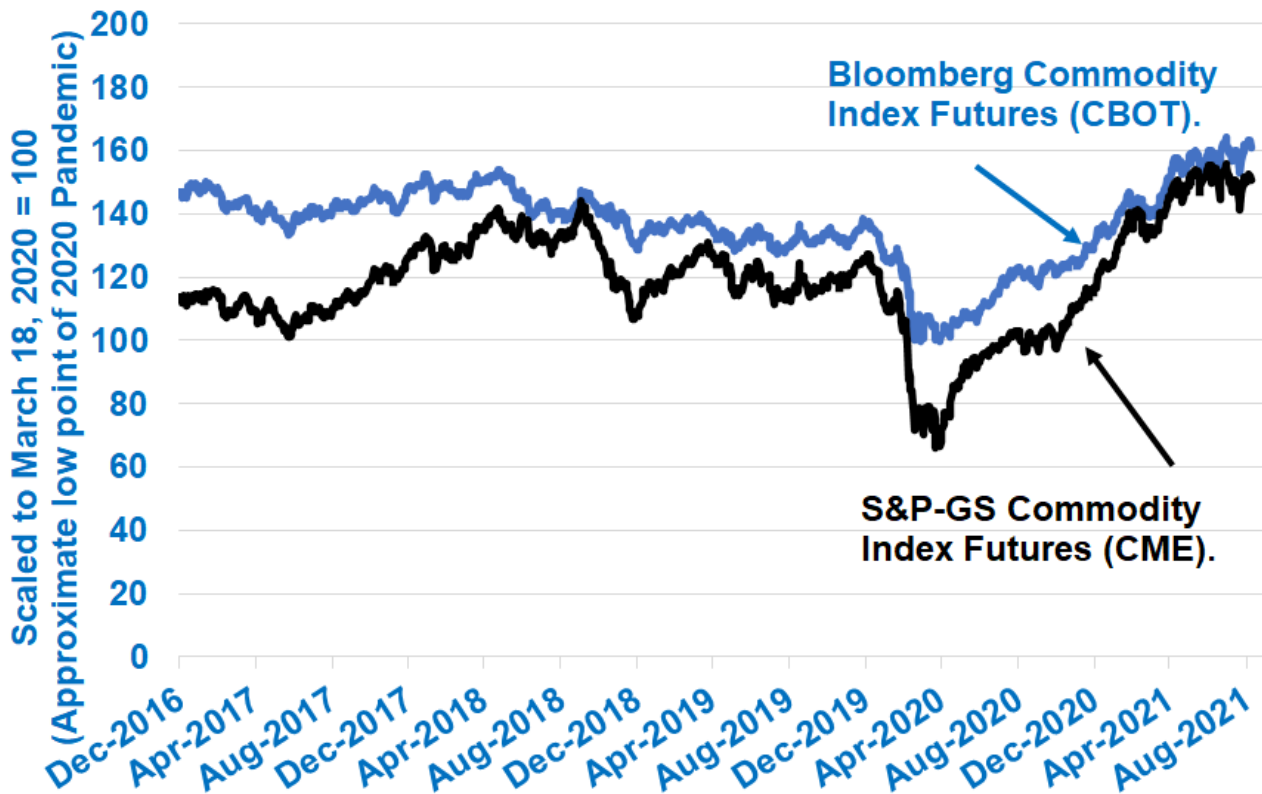
金属、インフレ、パンデミックからの回復

金、インフレ、金利

銅、パンデミックからの回復、中国

コモディティ(Commodity)のスーパーサイクル到来？

# Commodity Index Futures Prices



コモディティ(商品)指数先物価格は、2020年春のパンデミックによる底値から100%超上昇

Chart Created by CME Group Economics.

Source: Bloomberg Professional (DN1 <Index>, GI1 <Index>)

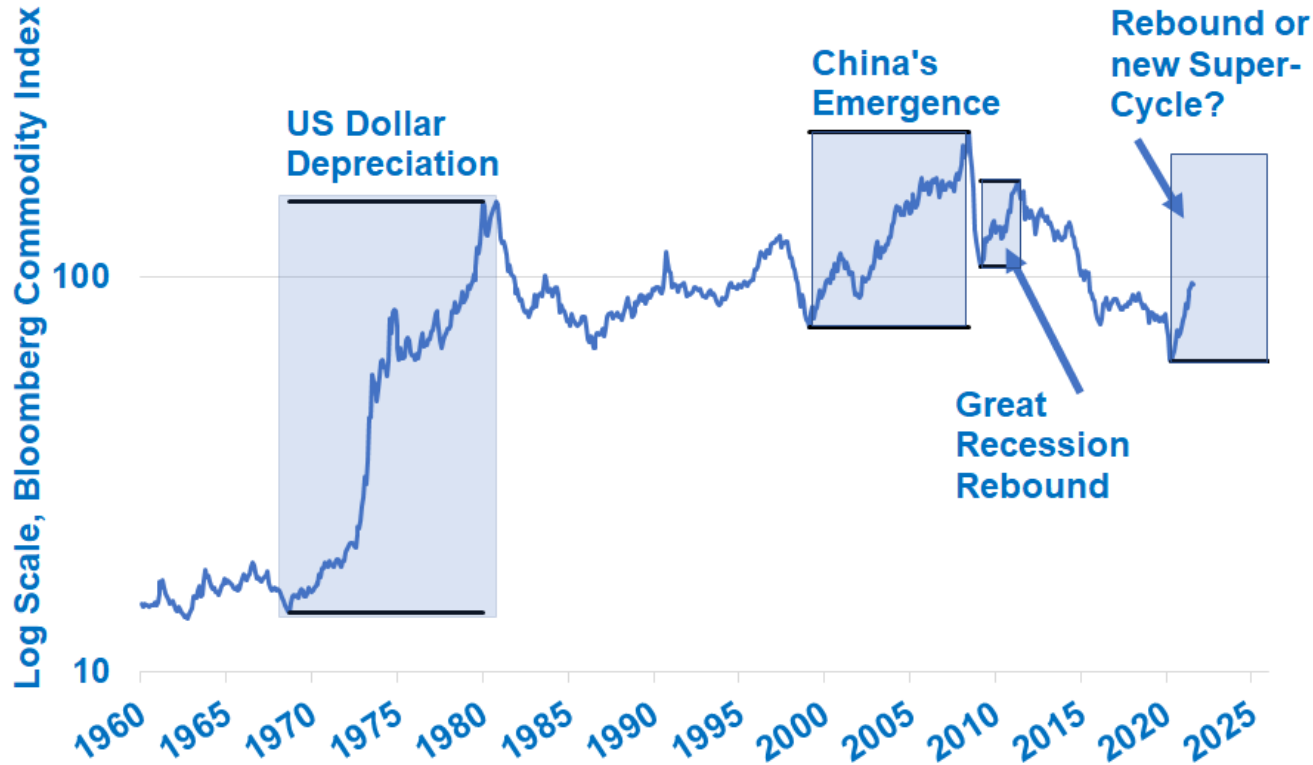
## コモディティ(Commodity)スーパーサイクルの定義

「コモディティ」= 1~2つに限らず、幅広い商品を集めたポートフォリオ

「スーパー」= 3~4倍以上の大規模で並外れた価格変動

「サイクル」= 経済ショックからの反発だけではなく、非常に長年にわたる商品価格の上昇

# Commodity Cycles



Created by CME Group Economics.  
Source: Bloomberg Professional (BCOM).

1970年代の米ドル安と、2000年代前半の中国の高度経済成長から、コモディティ(商品)指数の10年にわたる上昇、すなわちスーパーサイクルが引き起こされた



# 要約： 金属、インフレ、パンデミックからの回復

ご清聴ありがとうございました

