



2023年7月17日

株式会社立花商店 生田 渉

## (新) 週刊カカオニュース第80号

毎度お世話になります。カカオトレーダーの生田と申します。今週のカカオニュースを配信させていただきます。

### 1. ロンドン市場を揺るがしたカカオの大口取引の背後にカーギルあり (7/13)

- ・ トップ・クロップ・トレーダーは市場で圧倒的な地位を築いてきた
- ・ 「チョックフィンガー」が市場を追い詰めようとして以来最大の取引

ロンドンのカカオ市場を動揺させた急激な動きの背後には、世界最大の農産物トレーダーがいる。

カーギル社は今年初めから市場で支配的な地位を築き、ICE フューチャーズ・ヨーロッパ取引所を利用して主要なチョコレート原料を大量に調達している。今月、先物市場を通じてさらに豆を購入すれば、そのポジションはさらに強固なものになるだろう。

この取引は、2年間にわたる供給不足で備蓄量が劇的に減少し、消費量に対する備蓄量を示す指標が過去40年間で最低の水準にまで落ち込んだことを受けて行われた。現物市場の供給は非常に逼迫しているため、カカオ豆を取引所を通じて引き渡そうとすると、多額のプレミアムが必要となる。

今回のケースはまさにそれだ。カーギルの動きにより、先物を売っていたトレーダーは、金曜日に7月限の先物が満期を迎える際、十分なカカオを確保するために奔走することになった。そのため、7月限は9月限に対して1トン240ポンド(314ドル)ものプレミアムがついた。

カーギル社はコメントを控えた。

【7月限月は、現物を取る覚悟のカーギルのオペレーションにより9月限月より240ポンドも上昇】



今回の取引は、異なるとはいえ、10年以上前にヘッジファンド・マネージャーである Armajaro Asset Management LLP のアンソニー・ワード氏がロンドンで過去最大級のカカオの受け渡しを行い、市場を追い詰

めようとして以来の規模である。いわゆる“スクイーズ”で、彼は「チョックフィンガー」と呼ばれ、7月先物は9月に対してさらに大きなプレミアムをつけた。

当時から市場は大きく変わった。コートジボワールとガーナは現在、収穫が始まる前に収穫量のほとんどを売却しており、スポット月での売却はほとんどない。つまり、期日の早い契約は先渡契約よりも売り圧力が少ない傾向にある。

#### ◆カカオの OPEC

西アフリカのカカオ生産国のコートジボワールとガーナは、豆の先物価格に1トン400ドルを上乗せしている。この手数料は、数年前に生産者の収入を増やすために導入されたもので、カルテルのような動きから、カカオの OPEC と呼ばれるようになった。

つまり、取引所契約を裏付けとする豆が最も安くなる傾向があるということだ。より多くの豆が取引所に持ち込まれるためには、一番手前の限月の契約価格が、現物市場で請求されている価格と同様のレベルまで上昇する必要がある。

カーギルが取引所を通じてカカオ豆を購入する理由はいくつかあるだろう。ミネアポリスに本社を置く同社は世界第2位の加工業者であり、ヨーロッパの工場を稼働させるためにカカオ豆が必要なのだろう。

国際カカオ機構 ICCO によると、世界のカカオ生産量はすでに2年連続で需要を下回っており、世界の在庫使用比率は32.2%と1984-85年シーズン以来の低水準に落ち込んでいる。さらに悪いことに、エルニーニョの天候パターンにより、西アフリカの次の作物からの供給が途絶える恐れがある。

#### 【カカオ豆の需要数量に対する在庫の比率は20年ぶりの低水準に】



カーギル社は、ロンドンで3月と5月の契約が終了した際に、合計約14万トンのカカオを市場から買い受けた。これは ICCO が予測する9月までの今シーズンの世界的な供給不足に相当する。

しかし、このトレーダーは4月にアムステルダム Vollers Group GmbH の倉庫で発生した火災により、いくつかの豆を失ったと関係者は語った。

カーギルが7月限月でどれだけのカカオを購入できるかは不明である。7月限のプレミアムは過去4日間であつという間に消え去り、取引所のデータでは現在のところ約7,000トンの少量搬入となっている。

2020年にはハーシー社も取引所を通じて大量のカカオを購入し、ニューヨーク市場を騒がせた。当時、この動きによって12月先物は次の先物に対して大きなプレミアムをつけた。

## 2. ナイジェリア・アビア州で 2023-24 年産メインカカオの収穫始まる (7/17)

2023-24 年シーズンのメインクロップのカカオの収穫がナイジェリアのアビア州で始まったと、業界関係者やトレーダーが月曜日に語った。

「アビア州のカカオ生産村の池や川に近い地域では早期のメインクロップが出ている」とナイジェリア・ココア協会の職員 Mazi Uche 氏は述べた。

これらの地域で栽培されるカカオの木は、川や池のない場所で栽培されるカカオの木よりも十分な水を受け、早く成長する、と彼は言った。アビア州の池や川がなく、降雨に依存している地域では、メインクロップの収穫は8月下旬に始まると予想される、とある業者は語った。

4月に始まったミッドクロップは7月に終わり、生産者はその後、新シーズンのメインクロップに「全力を注ぐ」ことになる、と貿易業者は述べた。ナイジェリアの業界団体によると、アビア、アクワアイボム、クロスリバーの3州は、ナイジェリアの年間カカオ生産量 25 万~28 万トンの 30%を占めている。

アクワアイボム州とクロスリバー州では、8月下旬から9月にかけてメインクロップの初収穫が始まる予定であると、アビア州のトレーダーは述べた。

## 3. アフリカカカオ：コートジボワールとナイジェリアで雨が落ち着く (7/18)

- ・ガーナの生産者では化学肥料が不足
- ・カメルーンでは雨がブラックポッド病に拍車をかけ続けている

コートジボワールとナイジェリアでは、カカオ豆のサイズを小さくし、病気の木の治療を困難にする恐れがあった雨が漸くおさまった。コートジボワール西部の生産者 Alassane Sié 氏は、「通常、嵐や洪水を伴う大雨は終わりを告げた」と電話で語った。豆の大きさは、100 グラムあたり平均的な数まで改善されたという。1週間以上続いている集中豪雨は、コートジボワール西部の生産地帯の豆のサイズを抑制し、豆の数は 100 グラムあたり平均 130 粒に対し、135 粒まで増加した。

「雨と太陽が混在するようになり、状況は正常に戻りました」と、同国中部の生産者、ジョセフ・ヤオ・コナンは語った。「カカオの木が成長し、特に新しい花を咲かせるのに役立つでしょう。乾燥した天候は、道路がぬかるんでいたために農園へのアクセスに苦労していた生産者が、より多くの作業を行えるようになったことを意味する。

ナイジェリア南東部の生産者 Neji Abang 氏は、「カカオのさやが黒いさや病で完全に破壊されていない農園では、収穫が再開された」と説明した。

生産数量世界第2位の生産国であるガーナでは、生産者はブラックポッド病と農園に散布する農薬の不足に不満を持ち続けている。ガーナ東部で豆を栽培する Michael Acheampong 氏は、「我々は現在、農薬が不足しているため、ブラックポッドの脅威に直面しています。また、肥料もなく、市場に出回っている農薬も手に入りません。カカオ栽培はますます難しくなり、ますます報われなくなっています」。

次のシーズンに向けて：

隣国カメルーンでは、雨のため、すべてのカカオ生産地帯の生産者が、ブラックポッド病に対する農薬散布や施肥を行うことが困難な状態が続いている。

「もし、このまま雨がやまなければ、来シーズンの生産に深刻な影響が出るかもしれません。

## 4. 欧州第2四半期のカカオ粉碎量は前年同期比 5.7%減の 34 万 3,283 トン (7/13)

欧州ココア協会が発表したデータによると、欧州の第2四半期のカカオ豆の磨砕数量は前年同期比 5.7% 減少した。同四半期に処理された豆の量は 34 万 3283 トンで、前年同期の 36 万 4081 トンと比較した。

この数値は、チョコレートやその他の菓子に使用されるバターやパウダーに加工された豆の量を測定するもので、需要の指標となる。今年度の第1四半期の375,375トンとの比較でも大きな減少となった。

#### 5. マレーシア第2四半期のカカオ粉碎数量は前年同期比0.3%減(7/12)

マレーシア・ココア委員会とカカオ製造業者グループによると、マレーシアの第2四半期のカカオ豆磨砕数量は前年同期比0.3%減となった（第1四半期は0.3%増だった）。

磨砕量自体は第1四半期90,655トンから第2四半期は92,087トンに増加した。

#### 6. コートジボワール、23-24年のカカオ新物の既契約量は130万トン程度、前年比減少(7/15)

コートジボワールの来年10月に始まるシーズンのカカオのフォワードセールスは、7月7日までに約130万トンとなった。契約には1トン当たり400ドルの生活収入差額の支払いが含まれている。

最近の販売価格は1トンあたり2,447ポンドであった、と関係者の一人は語っている。現地のカカオ規制当局であるLe Conseil Cafe Cacaoの広報担当者はコメントを控えた。

#### 7. コートジボワール、7月10日～7月16日のカカオ入荷量は20,532トン(7/18)

政府のデータに詳しい人物によると、コートジボワールの生産者は先週、20,532トンのカカオを港に送った。10月1日にシーズンが始まってからの到着量は229万トンとなり、これは1年前の推定約235万トンと比べてやや少ない数字となっている。下記は今シーズンの大手各社の購入量をまとめたもの。

企業名	購入数量(トン)
Cargill units	341,665
Saco	288,387
Outspan/OCP	253,159
Touton	137,092
S3C	135,282
Others	1,130,256
Total	2,285,841

#### 8. カメルーンのカカオ輸出価格、1週間で10%以上下落(7/14)

カメルーン国家ココア・コーヒー委員会が木曜日に発表した数字によると、カメルーンの主要港ドゥアラでカカオに支払われる価格が急落した。

輸出業者が提示したカカオ1キログラム当たり1,863CFAフラン（3.14ドル）は、火曜日の2,032XAFに比べ8.3%下落し、先週の木曜日から12%下落した。

一方、木曜日に生産者やトレーダーが発表したところによると、国内の農産物直売所での価格は停滞しており、南西部では1キログラムあたり1,300XAF、中部では1キログラムあたり1,390XAFであった。

#### 9. コートジボワール、5億3,000万ユーロのESG融資をスタンチャートに依頼と発表(7/17)

- ・世界トップのカカオ生産国、借入コストを7%に抑える目標
- ・融資枠はアフリカ開発銀行一部信用保証に裏打ちされる

世界最大のカカオ生産国であるコートジボワールは、環境・社会・ガバナンス（企業統治）プロジェクトに資金を提供するため、5億3000万ユーロを超えるシンジケートローンの調達支援をスタンダード・チャータードに依頼した。

スタンダード・チャータードがリード・アレンジャーとなり、ロスチャイルド&カンパニーがアドバイザーを務める。金利を下げるために、アフリカ開発銀行から債務の75%をカバーする部分保証を確保したと、ある関係者は語った。

その関係者によれば、政府は7%以下の金利を目標としており、融資期間について話し合いを続けているとのことである。

スタンダード・チャータード銀行とロスチャイルド銀行の広報担当者は、電子メールでの質問への回答を拒否した。経済財務省の広報担当者も電話でのコメントを拒否。

先進国の金利上昇により国際資本市場から資金を調達できなくなったフロンティア市場\*1の国々は、予算や開発プログラムのための資金を調達し、コストを抑えるための革新的な方法を模索している。

例えば、ベナンは、AfDBの譲許的資金調達窓口であるアフリカ開発基金（African Development Fund）の債務保証を得て、3億5000万ユーロのファシリティを12年間6%で調達した。同国は、持続可能な開発目標の下、環境、社会、ガバナンスの主要プロジェクトに資金を充てる予定である。

コートジボワールは、パンデミックから回復し始めた矢先のロシアのウクライナ侵攻と世界的な金融引き締めにより、経済リスクに直面していると、国際通貨基金（IMF）は5月、同国に対する35億ドルの拡大融資枠と拡大信用枠を合わせて承認した。

IMFによると、コートジボワールの経済成長は2022年の6.7%から今年は6.2%に減速すると予測されている。アフリカ開発銀行は7月12日の声明で、コートジボワールは持続可能な農業と農産業、水と衛生、再生可能エネルギー、保健衛生を促進するために資金を使用すると述べ、融資に対する4億ユーロの部分信用保証を発表した。アフリカ開発銀行は7月12日の声明で、4億ユーロの融資に対する部分信用保証を発表し、残りは手ごろな価格の住宅、教育、職業訓練、金融包摂、起業家精神のためのものだと述べた。

アフリカ開発銀行の金融セクター開発担当ディレクター代理であるアーメド・アットアウト氏は、「商業銀行の参加を促すだけでなく、国際金融市場へのアクセスが多くのアフリカ諸国にとって困難である現在、コートジボワールにとって、大幅な満期延長と競争力のある金利による資金調達条件の最適化が可能になる」と述べた。ある関係者によると、この取引は9月末までに完了する予定だという。

注\*1 フロンティア市場とは、一般に、発展途上国の中で、金融市場は存在しているものの、その市場規模が新興諸国よりも小さく、流動性が低い市場のことを指します。近い将来において新興市場の仲間入りが期待できそうな国々であり、次世代の新興市場と目されている国々の市場です。

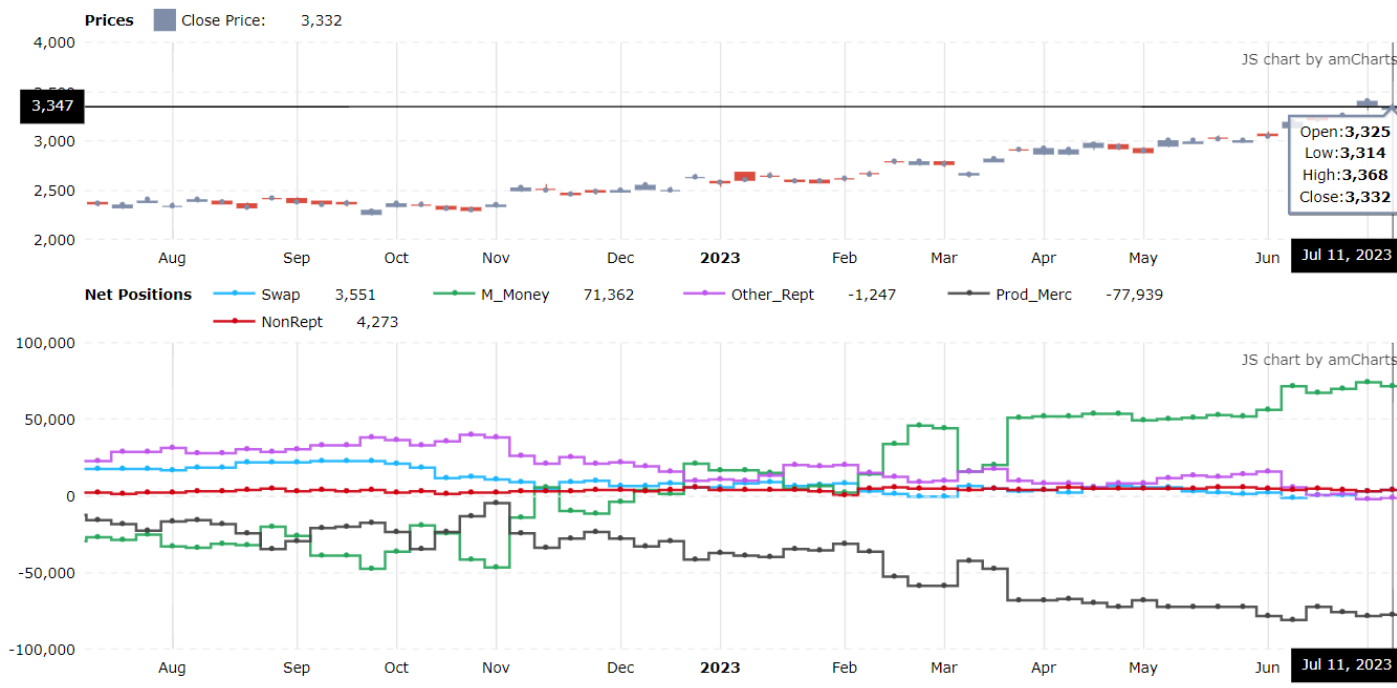
## 10. ファンド勢のNY先物は買い越しポジションが減少(7/15)

ニューヨークのカカオ先物市場において、ヘッジファンド等投機筋（Managed Money）は今週、純買い越しポジションを2,643ロット減少させ、72,624ロットとした。毎週発表されるこのポジションレポートの取引数字は毎週火曜日まで、（今週で言えば、7月11日）の取引が含まれている。

- 総買い数量は 4,983 ロット減少し、125,227 となった。（5週ぶりの低い数字）
- 総売り数量は 2,340 ロット減少し、52,603 ロット となった。
- 総売り数量は、過去15週間で1番少ない数字。

## 参考分析資料；過去1年のNY市場の実需家VS投機筋のポジションと相場価格

## Prices & Net Positions



黒線・・・カカオ磨砕業者やチョコレート製造会社など実需家

緑・・・ヘッジファンドなどの資金運用者

水色・・・投資銀行などスワップディーラー

### 11. ファンド勢のLDN先物は純買い越しポジション減少で14週ぶり低水準。(7/15)

ロンドンのカカオ先物市場において、ヘッジファンド等投機筋（Managed Money）は今週、先週の買い越しポジションを3,245ロット減らし、88,109ロットとした。毎週発表されるこのポジションレポートの取引数字は毎週火曜日まで、（今週の数字で言えば、7月11日）の取引が含まれている。

- 純買いポジションの88,109ロットは過去14週で最も低い数字。
- 総買い数量は今週3,167ロット減少し、91,919ロットとなった。14週ぶりの低い数字まで減少。
- 総売り数量は今週258ロット増加し、3,810ロットとなった。

### 参考) ロンドン市場の主要なプレイヤーのポジション状況

#### Commitments of Traders Futures and Options

##### ICE Futures Europe

11/07/2023

MktDate	OI	Producer/Merchant/ Processor/User		Swap Dealers			Managed Money		
		Long	Short	Long	Short	Spreading	Long	Short	Spreading
11/07/2023	446139	208461	275466	20948	57660	37622	91919	3810	25415

#### Percent of Open Interest Represented by each Category of Trader

11/07/2023	100%	46.7%	61.7%	4.7%	12.9%	8.4%	20.6%	0.9%	5.7%
------------	------	-------	-------	------	-------	------	-------	------	------

#### Number of Traders in Each Category

11/07/2023	171	44	40	13	12	14	53	5	20
------------	-----	----	----	----	----	----	----	---	----

7月13日のロンドン市場は今までのトレード経験の中でも、珍しい大きな相場の下げだった。7月、9月、12月限月は1日で100ポンド以上の下落幅を記録した。

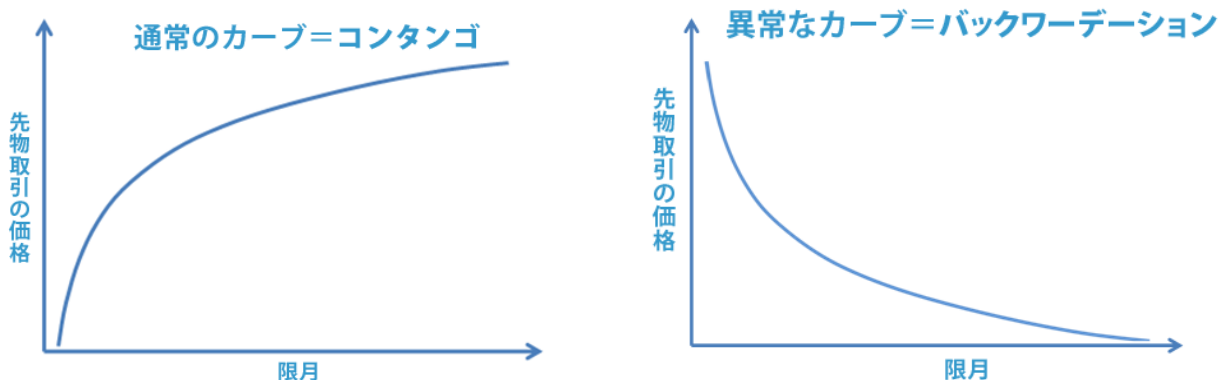
	I.C.E EU CLOSE		HI	LOW	OPEN INTEREST		VOLUME	VALUE DATE
JUL 23	2458	-166	2,602	2,447	2,599	-741	1889	07/19/23
SEP 23	2453	-116	2,562	2,443	93,139	-1,273	20593	09/20/23
DEC 23	2420	-103	2,517	2,412	63,311	579	19765	12/20/23
MAR 24	2382	-83	2,460	2,373	101,429	827	17845	03/20/24
MAY 24	2348	-76	2,419	2,341	29,818	-61	9364	05/15/24
JUL 24	2315	-75	2,385	2,308	13,805	405	4455	07/17/24
SEP 24	2289	-70	2,355	2,282	7,283	37	1460	09/18/24
DEC 24	2260	-62	2,320	2,251	5,467	8	436	12/18/24
MAR 25	2232	-59	2,281	2,227	890	-2	160	03/19/25
MAY 25	2219	-57	2,254	2,206	267		21	05/21/25

\*参照 ソシエテジェネラルレポート

LIDという制度がスタートしてからというもの、現物と先物市場を結ぶルールに、L I Dという特殊なシステムが急に導入された事で、カカオの先物市場から健全な“価格のヘッジ機能”というものが欠落してしまったように感じる。

詳細の説明は、またどこかで特集したいと考えるが、今日は要点を簡単に話したい。

コモディティの価格構成は左下図のようなコンタンゴを基本としている。ある商品の価格が同じだとして、未来に行けば行くほど価格が高いのは、金利と保管料が発生することからも想像は出来ると思う。



\*図参照：楽天証券HP

この通常型の反対をバックワーデーションと言い、手前であればあるほど価格が高いという異常値の価格構成である。例えば、天候以上や、天災等の特殊な理由で手前の時期だけ商品がないような状態になるとこのようなカーブを描くようになる。

最近だとオレンジジュースの不足のように急激に病害などが広まり供給が滞ると当然、今のオレンジジュースの価格は、1年後のオレンジジュースの価格より高くなる。ただし、これは需給にしたがい突発的に発生する事であり完全な需給を示すという意味で市場の動きとしては健全である。

カカオでこの数年恒常的に起こっているバックワーデーションは、これとは違うから問題だ。なぜなら、コートジボアールとガーナのカカオ豆の価格は昔からロンドン市場の価格と同額が基準であり、現在ではL I Dのトン当たり400ドルは先物市場の取引価格には追加で加算されていない=考慮されてない。

しかしながら、先物市場が先物市場としての意味を成す所以は、現物資産に裏付けされた取引であるからであり、実際に市場からカカオ豆を売るもしくは買う時の価格にもL I Dが加算されるべきなのであるが、L I Dというルールは先物市場との念入りの相談がなく始まった制度であり、現在の先物の価格決定制度はL I D以前と変わっていないのである。

その結果、実際の現物を受け渡す限月である、一番手前の限月にカカオ豆を市場に納めるとすれば、価格は西アフリカ両国の販売している価格に近付いていくしか方向性はない。

そうでなければ、誰が市場にカカオを納品する事が出来るのであろうか。ガーナから先物相場価格+LID プレミアム 400 ドルで買い付けて、先物市場に先物相場価格+0 で販売する“アホ”はいないのである。もちろん、他にも様々な要素はある。しかしこの数年のカカオ先物相場のバックワーデーションに関連する問題の根本はLID制度なのである。

更に、そして一番の問題ともいえるのが、このバックワーデーションというものは、先物で販売用のポジションを保有し、それをお客様に徐々に販売をしていく我々トレーダーにとってもっとも難しい取引状態なのです。ではなぜそうなのか。。。これについては、次回以降にまた書いていきたいと思えます。