

ドライバルク市況動向



＜講師＞

日本郵船株式会社

バルク・エネルギー事業統轄グループ

調査役

かくや

角谷 悟氏

●日時 2026 年 6 月 10 日 ●場所 新橋ビジネスフォーラム

日本郵船の角谷でございます。本日は「ドライバルクの市況動向」をテーマに、足元の市場環境、荷動き、船腹需給、ならびにセンチメントと市況サイクルの観点から、今後の展望についてご説明申し上げます。

本講演では、約一時間を目安に、ドライバルク市況の現在地を確認したうえで、市況を形成する主要因を順に整理してまいります。

近年、地政学、マクロ経済、エネルギー価格など、市場を取り巻く環境は大きく変化しています。その中で、ドライバルクの傭船料マーケットは数年前から徐々に水準を切り上げており、今年もその延長線で推移しています。

もっとも、ドライバルクマーケットには明確な季節性があり、現在の高水準が恒常的に維持されるわけではありません。貨物の出荷時期、需要期、休暇シーズンなどの影響を受けながら、市況は周期的・季節的に変動します。

特に六月は、市況にとって大きな節目となります。第一に、鉄鉱石の主要サプライヤーである BHP やリオティントなどが決算期を迎えるため、

この時期には駆け込み出荷が発生しやすくなります。その結果、西豪州の主要積出港に船腹が集まり、太平洋市場が引き締まりやすくなります。例年、この局面で年前半のピークを形成することが多く見られます。

ただし、荷動きのピークと市況のピークは必ずしも一致しません。今年はその典型例といえます。市場参加者は六月の需給引き締まりを事前に織り込み、CAPE サイズでは一時五万ドル近辺まで上昇しました。しかし、その節目に接近した後は反落に転じ、足元では調整局面に入っています。

この反落は、ある程度市場に織り込まれていた動きでもあります。一方で、上昇局面でも先行的な織り込みが強く働いていたため、現在はその修正・消化の段階にあると考えられます。夏場にかけては、いわゆる「夏枯れ」の局面を迎え、底値を確認した後、再びレンジ相場へ移行する展開が想定されます。

次に注目されるのは秋口の局面です。この時期には、ブラジル産コーン、米国産穀物、ブラジル産鉄鉱石などの荷動きが増加します。

ブラジルは西豪州と並ぶ鉄鉱石の主要産地ですが、鉱山地帯は雨の多い地域に位置しています。そのため、雨季にあたる一月から四月頃までは出荷が滞りやすく、乾季が進むにつれて出荷量が回復し、通常は九月から十月頃にピークを迎えます。

つまり、穀物と鉄鉱石が同時に動く秋口は、年間を通じた荷動きのピークとなります。現在の市況は、年前半のピークを通過し、秋のピークに向けたつなぎの局面に入っていると整理できます。

以上が、足元の市況に関する大枠の整理です。以下、各論に沿って順次ご説明いたします。

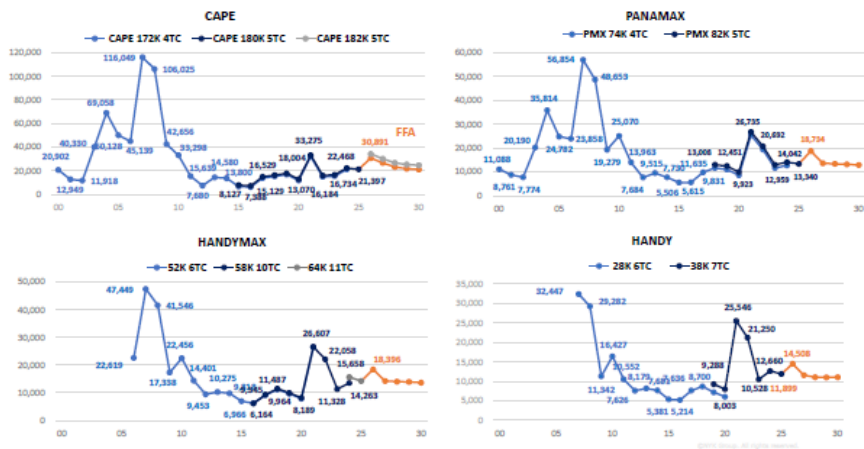
本日の構成は、第一にチャートを用いてマーケットの現在地を確認し、第二に市況を構成する荷動きを整理します。第三に、荷動きと対になる船腹量を確認し、需給バランスを把握します。最後に、需給だけでは説明しきれない要因として、センチメントとサイクルについて考察します。

まず、チャートを用いて大局的な市場環境を確認します。

こちらは年間平均の推移を示したものです。

年間平均

出所: Baltic Exchange 



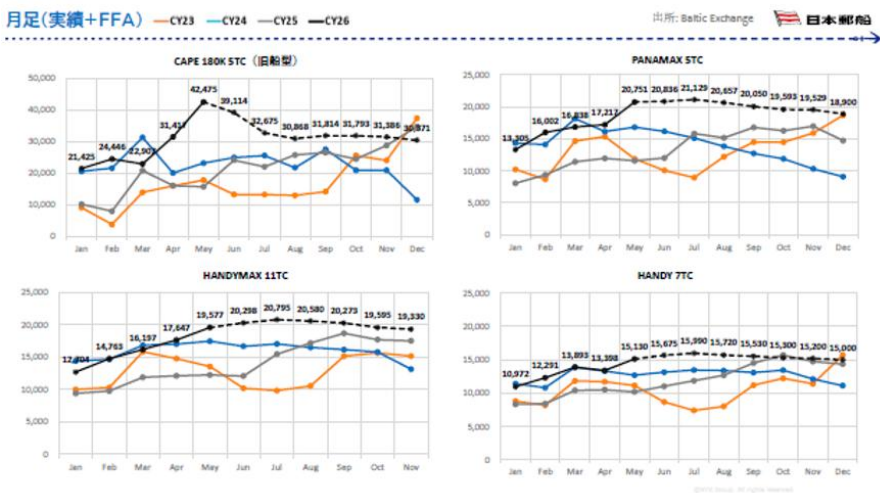
CAPE、PANAMAX、HANDYMAX、HANDY の四船型について、それぞれのレートに掲載しています。なお、HANDYMAX については、近年では Supramax と呼ばれることも多くなっていますが、本資料では大分類として HANDYMAX に含めています。

各船型のレートは、複数のベンチマークに分かれて表示されています。これは、船型の大型化や新造船の仕様変化に伴い、Baltic Exchange が公表する指標の基準船型も段階的に見直されてきたためです。そのため、過去から現在までの数値を比較する際には、ベンチマークの変更を踏まえて解釈する必要があります。

例えば、CAPE では 172K、180K、182K といった表記があります。ここの K はキロトンを意味し、182K であれば 18 万 2,000 トン級を指します。足元の水準をみると、直近の大きなピークはコロナ禍におけるサプライチェーン混乱期でした。当時はドライバルクのみならずコンテナ市況も大きく上昇しましたが、現在の年間平均は、その局面以来の高水準にあります。

オレンジ色で示しているのは、先物価格である FFA (Forward Freight Agreement) を織り込んだ年間平均です。直近高値にはやや届かないものの、過去二、三年の中では良好な水準にあります。コロナ禍における特殊な高騰局面を除けば、リーマンショック以降でも比較的高いレート水準に位置していると評価できます。

次に、月間平均と FFA の関係を確認します。



点線は FFA、すなわち先物価格を示しています。ここで注目すべき点は、現在の水準の高さと、今後のカーブの傾きです。黒い線が今年の数字を示しており、過去三年と比較して高位にあります。CAPE サイズは五月に 4 万 2,000 ドル近辺まで上昇した後、先安方向のカーブとなっています。一方、PANAMAX 以下の船型は年初から上昇基調をたどり、足元ではピーク形成の途上にあります、その後は高原相場へ移行する形が示されています。

すなわち、CAPE サイズが年前半に先行してピークを形成し、その後を PANAMAX、HANDYMAX が追隨する構図です。ただし、上昇角度は比

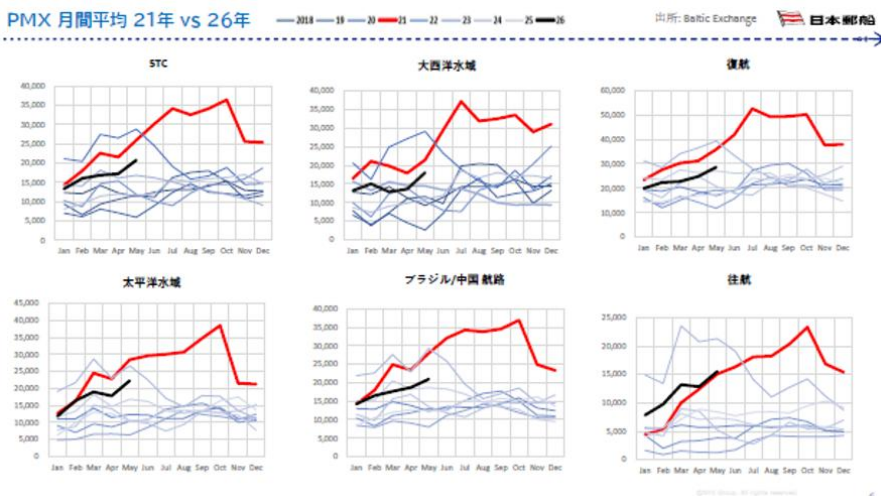
較的なだからであり、現時点の先物市場は、急騰継続よりも高値圏での安定推移を織り込んでいると考えられます。

なお、先物価格は市況予測そのものではありません。あくまで、足元で入手可能な情報や材料を織り込んだ将来の「時価」と捉えています。したがって、新たな材料が発生した場合や、既存の期待が剥落した場合には、先物価格は上下いずれの方向にも反応します。

このため、時間の経過や新たな材料の発生、あるいは既存の期待の剥落に伴い、先物価格は自然に修正されます。したがって、FFA は固定的な予測値ではなく、市場参加者の期待を逐次反映する可変的な価格指標として理解する必要があります。

足元の FFA を見ると、CAPE については、短期的に上昇が行き過ぎたとの見方から、先安方向が織り込まれています。これは、足元のスポット水準が高かったことに対する自然な調整とも言えます。

一方、PANAMAX については、価格は上昇しているものの、CAPE ほど急激な上昇ではありません。そのため、市場参加者は、今後の材料を織り込んでも、概ね横ばいから高値圏での推移を想定していると考えられます。



穀物輸送との関連では、PANAMAX および HANDYMAX への関心が高いと考えられます。そこで、PANAMAX を例に、現在の市況の傾きが過去のどの年と類似しているのかを確認します。市場には「歴史は繰り返さないが、韻を踏む」という格言があります。すなわち、足元の上昇パターンが過去の局面と類似する場合、その後の展開にも一定の示唆を得られる可能性があります。

左上に示している 5TC は、大西洋、復航、太平洋、ブラジル／中国航路、往航の五航路に対して、それぞれの市場流動性を踏まえたウェイトを付けた指標です。単純平均ではなく、実際のスポットマーケットの厚みを反映した平均航路指標です。

この傾きをオレンジ線と黒線で比較すると、2021 年、すなわちコロナ禍における高騰局面と類似した線形をたどっていることが分かります。もちろん、出発点が似ているからといって結果まで同一になるわけではありませんが、市場参加者が過去の類似局面を意識する可能性は十分にあります。

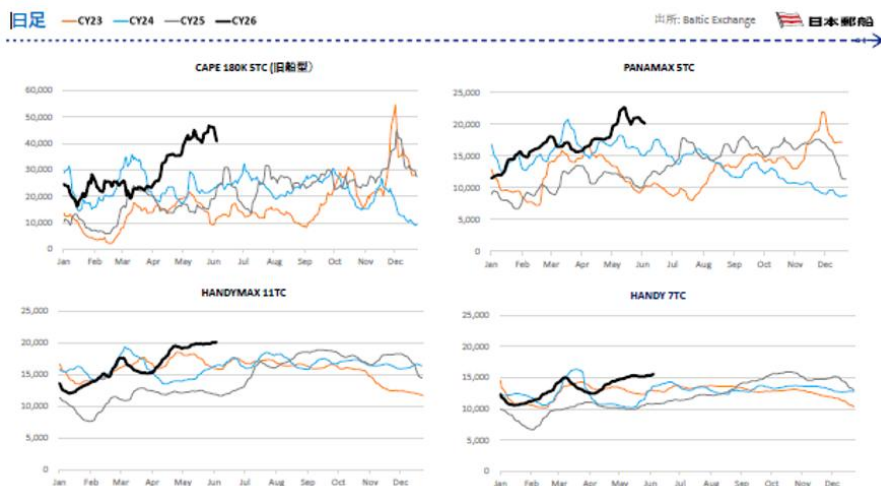
したがって、過去の類似局面は、メインシナリオを検討する上での重要な参考材料となります。ただし、実際の見通しを立てる際には、個別の需給要因、荷動き、船腹供給、センチメントを一つずつ確認し、総合的に判断する必要があります。

次に、より細かい粒度で日次レートを確認します。

Baltic Exchange は、各船型について日次でスポットレートを公表しています。CAPE は 5 航路、PANAMAX も 5 航路、HANDYMAX は 11 航路、HANDY は 7 航路を対象としており、それぞれ 5TC、11TC、7TC と呼ばれます。この日次データを用いることで、月間平均では見えにくい短期的な変化を把握することができます。

ご覧のとおり、CAPE サイズは通常の季節性を上回る高い水準にあります。PANAMAX、HANDYMAX、HANDY については、CAPE ほどのボラティリティは見られないものの、水準自体は例年より高く推移していま

す。



したがって、日次ベースで見ても、今年の市況は全体として高位にあると整理できます。

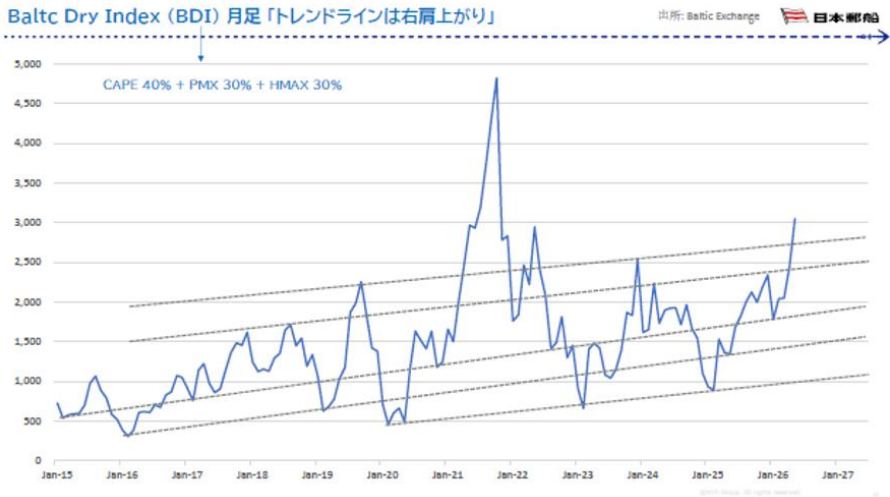
PANAMAX については、過去の後半戦において下落する年も見られますが、現水準から大きく崩れた例は限定的です。2024 年のような例外的な下落局面を除けば、一定のレンジを維持しながら推移するケースが多く見られます。

足元の市場は、まさにこの後半戦のレンジ形成局面に入りつつあると考えられます。

続いて、粒度をやや粗くし、月間平均ベースで 2015 年以降の推移を確認します。

ここでは BDI を用いています。BDI は、ドライバルク市況全体を表す総合指数であり、CAPE が 40%、PANAMAX が 30%、HANDYMAX が 30%の比率で構成されています。HANDY はこの指数には含まれていません。この BDI について、2015 年以降の上値と下値を結んでトレンドライ

ンを引くと、全体として右肩上がりの傾向が確認できます。



市場のトレンドを把握する際には、短期的な日々の変動だけでなく、より長い時間軸で確認することが重要です。細部を追うだけではなく、全体を俯瞰することで、構造的な方向性を把握しやすくなります。過去十年間を振り返ると、変動を伴いながらも、市況は緩やかな上昇基調をたどってきたことが確認できます。

もちろん、途中には大きく下落した局面もあります。しかし、ボトムの位置を見ると、下値も一定のトレンドラインに沿って形成されているように見えます。偶然の可能性はありますが、複数の局面で同様の位置に下値が形成されている点は注目に値します。

以上が、チャートから見たドライバルク市況の現在地と、過去からの大きな流れです。

続いて、市況を構成する主要要因の一つである荷動きについて確認します。ここでは、足元の荷動きがどのように推移しているのか、過去からどのような変化が生じているのか、また荷動きがマーケットにどのような影

響を及ぼしているのかを整理します。

荷動き見通し「上方修正」

出所: Clarksons

日本郵船

2025年12月時点

Dry Bulk		Million Tonnes								Trade Growth Trend				2025年12月時点
Trades		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026 (f)	2027 (f)	2026 %	2027 %	26 %
Iron Ore		1,480	1,458	1,506	1,521	1,475	1,545	1,602	1,638	1,670	1,678	2%	0%	1%
Total Coal		1,275	1,300	1,181	1,229	1,235	1,336	1,390	1,331	1,315	1,290	-1%	-2%	-2%
Steam Coal		1,006	1,030	930	961	965	1,058	1,087	1,038	1,023	996	-1%	-3%	-3%
Coking Coal		269	270	252	268	270	278	302	293	292	294	0%	1%	1%
Grain		472	480	517	525	510	519	543	548	567	574	3%	1%	2%
Wheat/Coarse Grain		330	335	356	374	362	359	378	378	382	386	1%	1%	2%
Soybean		142	145	162	151	148	160	165	170	185	188	9%	2%	4%
Total Major Bulks		3,226	3,238	3,205	3,276	3,220	3,400	3,534	3,516	3,552	3,542	1%	0%	0%
% growth		2%	0%	-1%	2%	-2%	6%	4%	-1%	1%	0%			
Bauxite		115	136	148	143	158	168	188	229	265	280	16%	5%	5%
Total Minor Bulk		2,175	2,199	2,157	2,279	2,210	2,242	2,327	2,429	2,486	2,537	2%	2%	2%
% growth		4%	1%	-2%	6%	-3%	1%	4%	4%	2%	2%			
Total Dry Bulk Trade		Million Tonnes								Trade Growth Trend				24 %
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026 (f)	2027 (f)	2026 %	2027 %	26 %
Total Dry Bulk		5,401	5,437	5,361	5,555	5,430	5,642	5,861	5,945	6,037	6,079	1.6%	0.7%	0.7%
% growth		2.9%	0.7%	-1.4%	3.6%	-2.3%	3.9%	3.9%	1.4%	1.6%	0.7%			
Total Est. Bn. Tonne-Miles		28,084	28,209	28,491	29,642	29,453	31,234	32,837	33,551	34,503	34,931	2.8%	1.2%	2.0%
% growth		2.8%	0.4%	1.0%	4.0%	-0.6%	6.0%	5.1%	2.2%	2.8%	1.2%			

growth 2026, 27, 28, 29, 30, 31, 32, 33, 34, 35, 36, 37, 38, 39, 40, 41, 42, 43, 44, 45, 46, 47, 48, 49, 50, 51, 52, 53, 54, 55, 56, 57, 58, 59, 60, 61, 62, 63, 64, 65, 66, 67, 68, 69, 70, 71, 72, 73, 74, 75, 76, 77, 78, 79, 80, 81, 82, 83, 84, 85, 86, 87, 88, 89, 90, 91, 92, 93, 94, 95, 96, 97, 98, 99, 100

荷動きに関する統計は複数の機関から公表されていますが、ここでは最も認知度が高く、長期にわたる連続データを有する Clarksons の数値を採用しています。

本スライドは、Clarksons が毎月公表している最新データを示したものです。上段からドライバルク、ボーキサイト、マイナーバルク、トータルドライバルクトレードが並び、右側には2025年12月時点の見通しと、2026年5月時点の見通しを併記しています。

注目すべきは、赤字で示した2026年の伸び率です。2025年12月時点の予想と比較すると、ほぼすべての項目が上方修正されています。すなわち、今年に入ってから半年間で、荷動き見通しは当初想定よりも概ね1%程度上振れしていることになります。

最下段には、トータル・エスティメート・トンマイルが示されています。荷動きそのものは、A地点からB地点まで運ばれた数量を表します。例えば、ブラジルから中国へ1トンを運んでも、米国から中国へ1トンを運んでも、数量ベースではいずれも1トンです。しかし、船腹需給を評価する

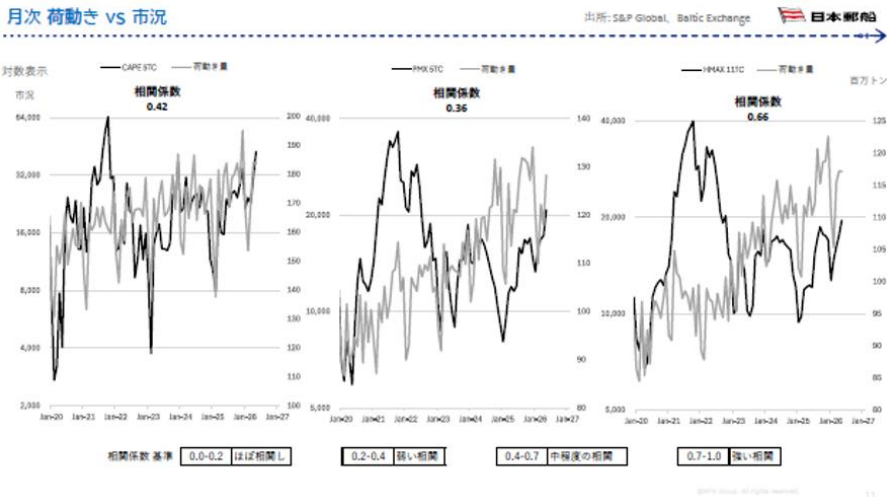
際には、輸送距離を考慮する必要があります。そのため、海運業界では、輸送量に航海距離を掛け合わせたトンマイルが重要なKPIとして用いられます。

言い換えれば、荷動きが面積を表すとすれば、トンマイルは体積に相当します。数量ベースでは約 1%の上方修正であっても、トンマイルベースでは 2.0%から 2.8%へと伸びが拡大しています。これは、単に輸送数量が増えているだけでなく、より長距離の輸送が増加していることを示しています。

このことは、トレードパターンの変化、あるいは輸送距離の長期化を示唆しています。同じ数量の増加であっても、輸送距離が長くなれば、船腹需要への影響はより大きくなります。

近年はこの傾向が継続しており、荷動きの多様化、トレードパターンの変化、さらには 1 トン当たり輸送距離の長期化が進んでいます。これは船腹需要を押し上げ、市況を引き締める方向に作用します。

次に、荷動きと市況の関係を確認します。

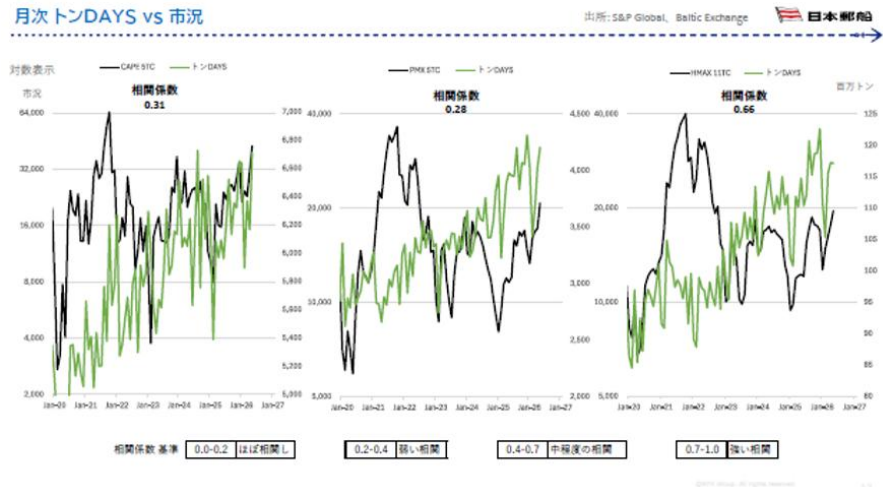


一般には、荷動きが増えれば市況も上昇すると考えられがちです。しかし、過去データを確認すると、必ずしも単純な関係にはありません。ここでは CAPE、PANAMAX、HANDYMAX の三船型について、荷動きと市況の相関を比較しています。

相関係数は、1 に近いほど強い正の相関を示します。一般的には、0.4 から 0.7 程度が中程度の相関、0.7 から 1.0 程度が強い相関とされます。本分析では、Excel 上で単純な相関係数を算出しています。

結果を見ると、CAPE サイズの相関係数は 0.20、PANAMAX は 0.36、HANDYMAX は 0.66 となっています。最も相関が高いのは HANDYMAX であり、荷動きとの関係は中程度の相関を示しています。したがって、三船型の中では、HANDYMAX が荷動きの影響を最も受けやすいと整理できます。

次に、トン DAYS という指標を確認します。



先ほどはトンマイル、すなわち数量に距離を掛け合わせた指標を見ましたが、ここでは距離の代わりに航海日数を用います。

近年は AIS (GPS 相当) データの活用により、船舶がどの航路を航行し、どこで何を積み、どの程度の速度で運航しているかを高い精度で把握できるようになっています。これにより、航海距離だけでなく、実際の稼働日数に基づく分析も可能になっています。

本スライドでは、CAPE サイズを例に、月次のトン DAYS データと市況を重ね合わせています。各種データサービスを用いれば、船型別・航路別・貨物別のデータを取得し、市況との関係を比較することができます。これにより、市場が現在どの要因を重視しているのかを把握する手掛かりになります。

トン DAYS は日数を基準とするため、日建てで評価される傭船料との親和性が高い指標です。そのため、実務上もトンマイルと並んで重要な分析指標として活用されています。

もっとも、市況との相関を確認すると、トン DAYS を用いても荷動きとの関係が大きく改善するわけではありません。HANDYMAX では一定の相関が確認されますが、中大型船型では、荷動きやトン DAYS だけでは市況を十分に説明できないことが分かります。

その理由は明確です。荷動きやトン DAYS は需要側の指標であり、船腹供給の状況を十分に反映していないためです。

そこで、船腹供給の状況を加味する指標として Laden 比率を確認します。

Laden 比率とは、稼働中の船舶のうち、貨物を積載した状態にある船舶がどの程度存在するかを示す比率です。実質的な需給バランスを把握するうえで、重要な指標といえます。

Laden 比率と市況を比較すると、CAPE サイズでは相関係数が 0.60 程度まで上昇します。これは、需給が市況を完全に支配しているわけではないものの、重要な説明要因であることを示しています。

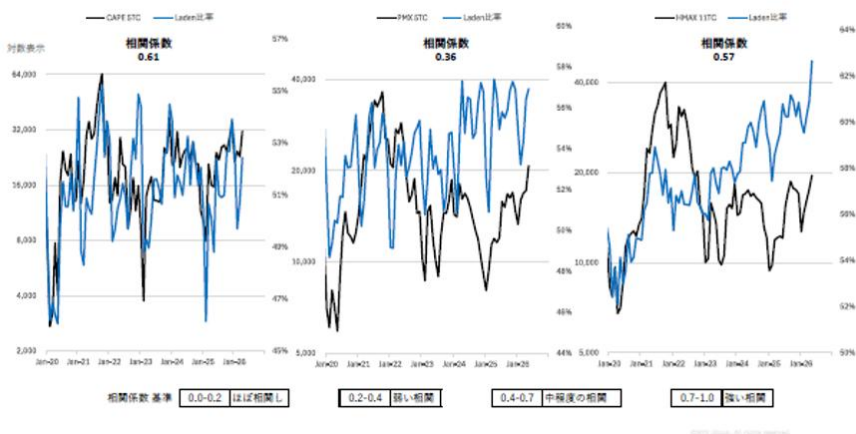
一方、PANAMAX については、荷動き、トン DAYS、Laden 比率のいずれも市況との相関が限定的です。この点は一見すると分かりにくいものの、

PANAMAX 市況は上位の CAPE サイズの動向を強く意識していると考えられます。すなわち、PANAMAX は独自の荷動きだけでなく、CAPE との相対的な水準や時間差を伴う連動性によって説明される部分が大きいといえます。

月次 Laden比率 vs 市況

出所: S&P Global, Baltic Exchange

日本郵船



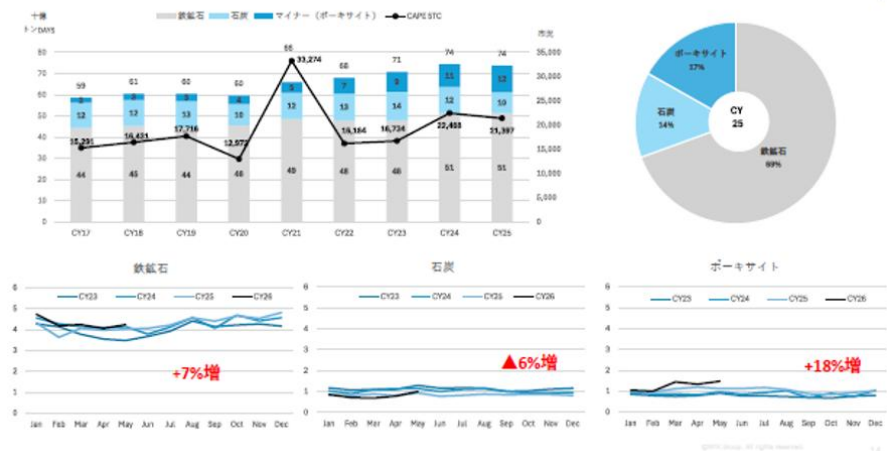
したがって、PANAMAX を分析する際には、CAPE に対してどの程度先行しているのか、あるいは遅行しているのか、すなわちラグ構造を踏まえて評価することが重要です。

一方で、HANDYMAX は、荷動き、トン DAYS、Laden 比率のいずれにおいても市況との相関が比較的高くなっています。これは、HANDYMAX が多様な貨物を世界各地で輸送しており、特定航路への依存度が相対的に低いためと考えられます。そのため、各指標が比較的安定して市況を説明しやすい構造にあります。

これに対し、CAPE や PANAMAX は特定の主要航路や主要貨物への依存度が高いため、航路構成や船腹配置の変化が市況に大きく影響します。HANDYMAX は相対的に季節性の影響を受けにくい貨物も多く、需給要因が平準化されやすいと考えられます。

次に、荷動きの内訳を船型別に確認します。

CAPE トンDAYS 「1-5月 前年同期比 +7%増、増加分の7割は鉄鉱石」 出所: S&P Global, Baltic Exchange 日本郵船



まず CAPE サイズについて、トン DAYS ベースで整理します。

CAPE では、荷動き以上にトン DAYS が増加しており、輸送距離または航海日数の長期化が市況に影響していることが分かります。

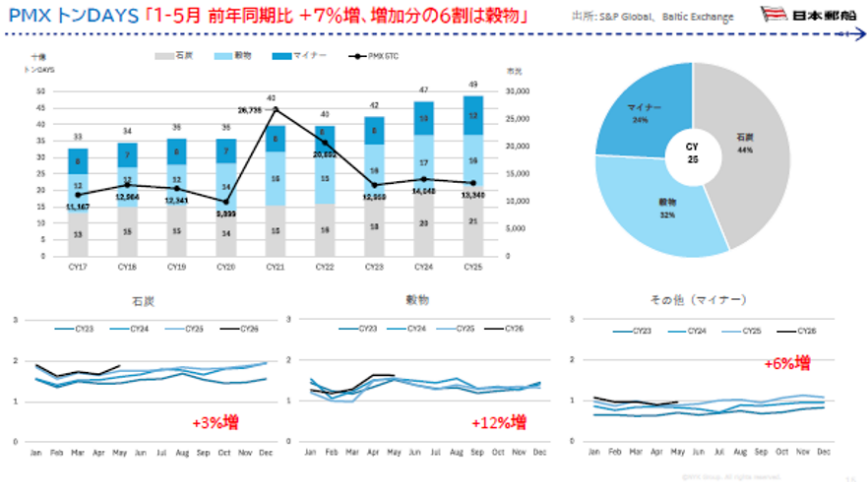
円グラフを見ると、CAPE サイズの主要貨物は鉄鉱石であり、これにボーキサイトと石炭が続きます。従来、CAPE の中心貨物は鉄鉱石と石炭でしたが、ここ 4～5 年でボーキサイトの存在感が大きく高まっています。西アフリカのギニアから中国向けのボーキサイト輸送が増加しており、CAPE 市場における重要な変化要因となっています。

一方で、石炭の構成比は徐々に低下しています。これは、ボーキサイトが増加した一方で、CAPE が担っていた石炭輸送の一部が PANAMAX へ移行しているためと考えられます。したがって、ボーキサイトの増加だけが市況上昇の要因というよりも、貨物構成の入れ替わりが進んでいると捉えるべきです。

今年については、ボーキサイトが 18%増、鉄鉱石が 7%増、石炭が 6%減となっています。特に、CAPE の本丸である鉄鉱石が 7%増加している

点は重要であり、これが足元の市況を下支えする大きな要因となっています。

続いて PANAMAX です。



PANAMAX では、石炭、穀物、マイナーバルクが比較的バランスよく構成されています。その中で、今年1月から5月にかけて最も伸びたのは穀物のトン DAYS です。航海日数を伴う穀物輸送の増加が、足元の PANAMAX 市況を支える要因となっています。

2026 年1月から5月までの PANAMAX トン DAYS は、前年同期比で7%増加しました。その増加分の約 6 割を穀物が占めており、年前半の PANAMAX 市場においては、穀物が主役であったと整理できます。

では、後半戦の主役は何になるのでしょうか。市場で注目されているのは石炭です。ただし、現時点では、期待ほど大きな動きには至っていません。その背景には、主に二つの理由があります。

第一に、地政学リスクを背景とした燃料価格の上昇です。代替エネルギー源として石炭への関心が高まり、一定程度の需要増加は見られます。さ

らに、夏場の電力需要に備えた在庫積み上げ期待もあります。しかし、実際の輸入量は期待ほど増えていません。

その理由は、石炭価格の上昇にあります。世界の石炭輸入の大きな部分を占める中国とインドは、国内炭という代替供給源を有しています。中国では、輸入炭は主に沿岸部の火力発電所向けや需給調整用のバッファとして位置づけられており、国内炭に比べて輸入炭が割高であれば、輸入を抑制する傾向があります。

インドについても季節性があり、現在はモンスーン期に入っているため、石炭輸入は相対的に低調です。モンスーンが明けると 9 月頃から需要が再び動き出す可能性はありますが、その時期には夏場のピーク需要は既に通過している点に留意が必要です。

したがって、石炭については注目度が高い一方で、現時点では大きな荷動き増加にはつながっていないと考えられます。

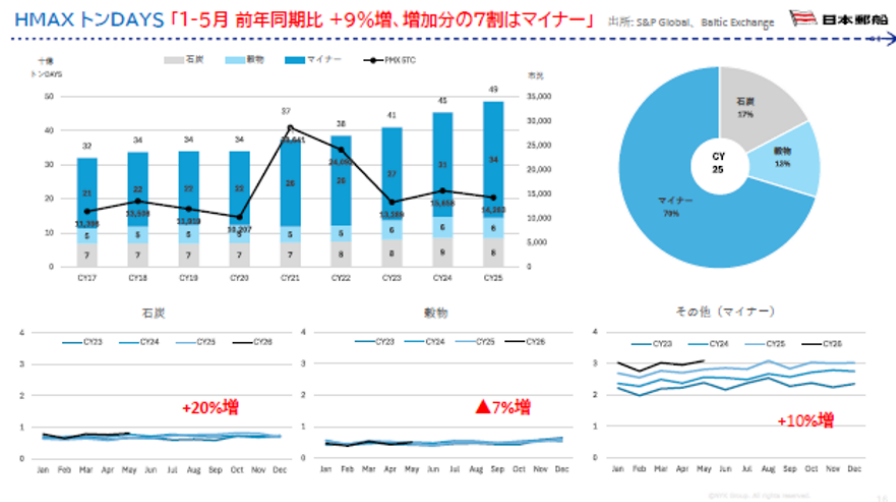
第二の要因は、今後想定される気象要因（エルニーニョ現象）です。近年は猛暑が続いており、仮に今後さらに厳しい暑さとなれば、発電需要の増加を通じて石炭輸入が増える可能性があります。ただし、現時点ではその規模や時期を明確に見通すことは困難です。

なお、少量の追加需要であっても市況に影響を及ぼしやすい地域として、欧州が挙げられます。欧州では原子力や再生可能エネルギーの比率が高まっていますが、緊急的に石炭を輸入する局面もあります。大西洋域では船腹が限定されるため、小規模な需要増でも市場を押し上げる可能性があります。

仮に欧州向けの石炭需要が動き始めれば、大西洋域の船腹を吸収し、比較的小さな数量でも市況上昇につながる可能性があります。この点は、今後注視すべき材料です。

HANDYMAX については、マイナーバルクの比率が非常に高いことが特徴です。AIS（GPS 相当）データを用いれば、貨物の動きや航路を一定程

度把握することはできますが、ここでは数量面を中心に確認します。2026 年 1 月から 5 月にかけて、HANDYMAX のトン DAYS は前年同期比で 9% 増加しており、その増加分の約 7 割をマイナーバルクが占めています。



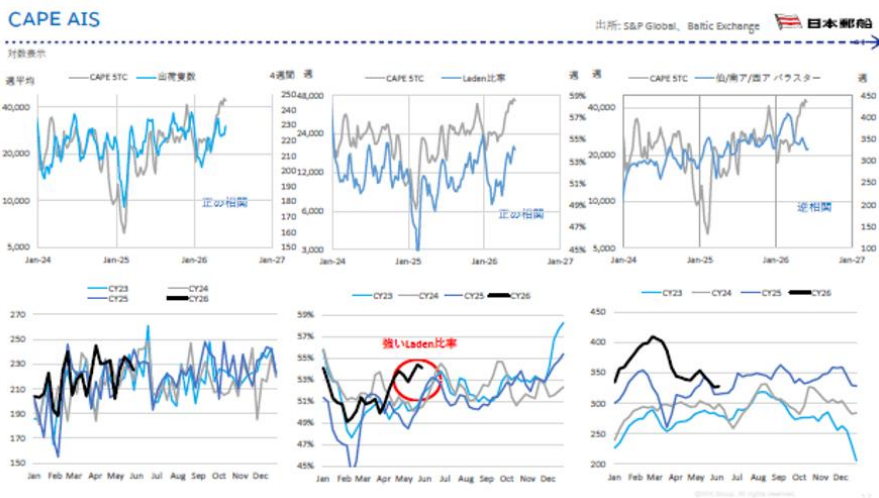
荷動きの増加幅だけを見れば、HANDYMAX は他船型を上回る勢いを見せています。これは、世界貿易がマイナーバルクを含めて広がりを見せていることを示唆しています。

次に、実務上 AIS データをどのように活用して市場を把握しているのか、具体例を確認します。

まず CAPE サイズです。基本的には、出荷量や出荷隻数が先行指標となり、その後に Laden 比率の変化が確認されます。出荷が増加し、同時に Laden 比率が上昇する場合、船腹需給が引き締まっている可能性が高まります。

また、ブラジル、南アフリカ、西アフリカなどへ向かうバラスト船の数や距離も重要です。これらを確認することで、市場が例年と比較してどの程度引き締まっているのか、また今後どの方向に動きやすいのかを判断す

る材料になります。



もっとも、これらの指標だけで翌月の市況を正確に予測できるわけではありません。荷動きと市況の相関は必ずしも高くないため、実際には複数の指標を組み合わせた総合判断が必要です。

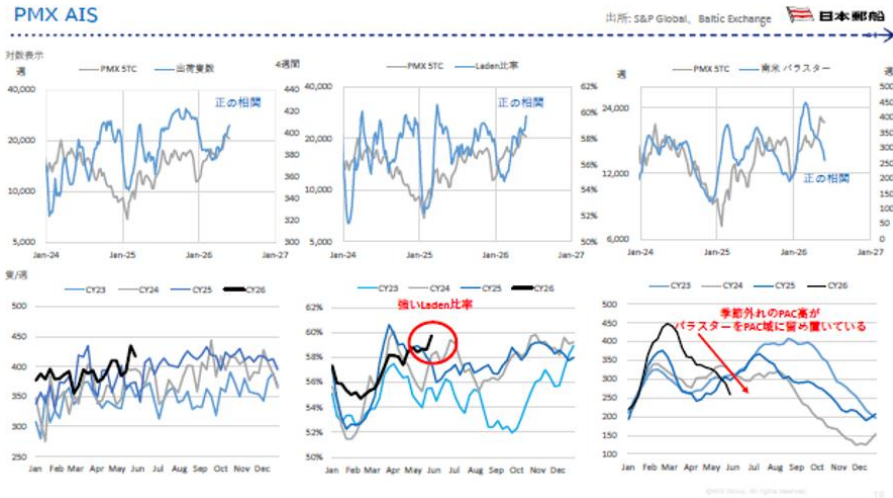
次に PANAMAX です。

中央の赤い部分に示される Laden 比率は、足元で例年を上回る水準にあります。PANAMAX 市況は現在 2 万ドルをやや上回る水準にあり、堅調なマーケットを支える一因として、高い Laden 比率が挙げられます。

もう一つ注目すべき点は、季節外れともいえる太平洋市場の強さです。太平洋域の市況が良好であるため、本来であれば南米へ向かうバラスト船が太平洋域にとどまりやすくなっています。その結果、南米向けのバラスト船が例年より少ない状況が生じています。

これは、太平洋域で船を回した方が採算性が高いため、南米まで回航するインセンティブが低下していることを意味します。その場合、7 月から 8 月にかけて増加するブラジル出し穀物に対して、南米側の船腹が例年よ

りタイトになる可能性があります。



ただし、この構図は市場参加者にも広く認識されているため、既に一定程度は市況に織り込まれている可能性があります。この点は、需給だけではなく、センチメントや期待形成の問題として捉える必要があります。

こちらは PANAMAX の週間出荷隻数です。

直近週では 428 隻から 417 隻へと減少しました。Laden 比率は高い水準にあります。出荷隻数は先行指標であるため、前半戦の勢いが一巡しつつある可能性を示すサインと考えられます。

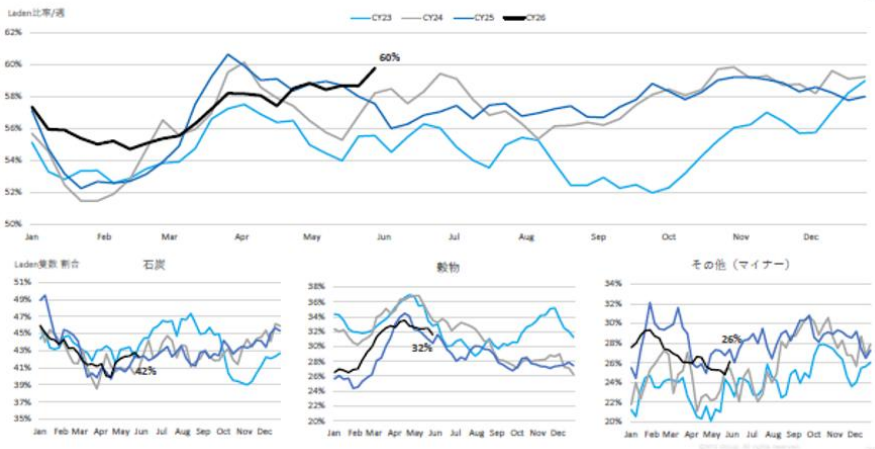
下段では、出荷隻数を石炭、穀物、マイナーバルクに分けて示しています。ここでは、前年との比較に加え、例年どおりの季節性を維持しているかを確認します。これにより、荷動きの趨勢を把握することができます。

Laden 隻数は全体の約 60% と高い水準にあります。また、Laden 隻数を 100% とした場合、石炭が 42%、穀物が 32%、マイナーバルクが 26% を占めています。現在、PANAMAX の Laden 隻数の中で最も大きな割合を

占めているのは石炭です。

PMX Laden隻数 内訳

出所: S&P Global, Baltic Exchange 日本郵船

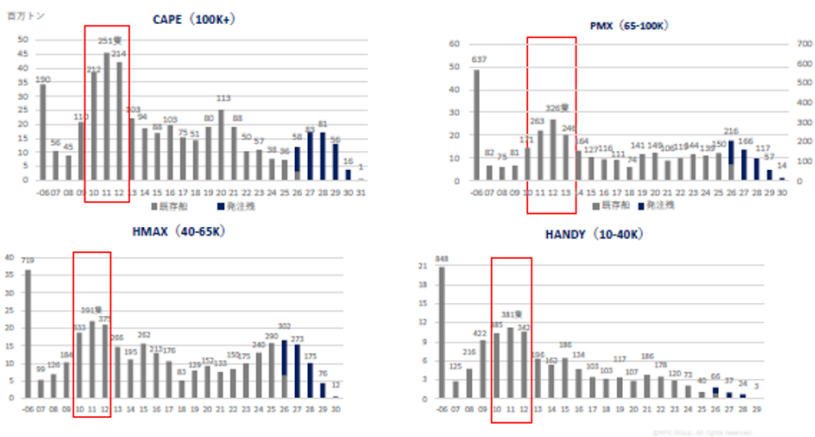


以上が、荷動きに関する整理です。

次に、需要側である荷動きに対して、供給側にあたる船腹量を確認します。

船腹量「大量竣工時代のフリートは2030年から20歳を迎える」

出所: Clarkson 日本郵船



まず、四船型の船腹量を建造年別に整理します。棒グラフの高さは 100 万重量トン为单位とし、数字は隻数を示しています。注目すべき点はいくつかありますが、第一に、近年の発注残の増加です。特に HANDYMAX では新造船の竣工が多く、船腹供給が着実に増加していることが分かります。

すなわち、荷動きが増加している一方で、船腹量も同時に増加しています。そのため、需給バランスが一方的に引き締まっているわけではありません。今後数年間では、2010 年から 2012 年にかけて竣工した船舶が順次 20 年船齢に到達します。この時期に竣工した船舶は隻数・重量トンともに多く、しかも複数年にわたってまとまった規模で老齢化が進む点が重要です。

これは、いわゆる海運バブル期に大量発注された船舶が、船齢 20 歳に達し始めることを意味します。20 年船齢に到達したからといって直ちに解撤されるわけではありませんが、老齢船として市場での評価が分かれ始めます。利用者や荷主の環境意識、安全基準、運航効率への要求が高まる中で、老齢船の使用を避ける動きは徐々に強まると考えられます。

したがって、今後は船齢構成の変化がより明確に表れてきます。船舶は毎年確実に船齢を重ねるため、いずれは解撤に向かいます。それが 20 年時点なのか、25 年時点なのか、あるいは 30 年時点なのかは市況や規制環境によって異なりますが、老齢化が進むこと自体は避けられません。

このように、船腹供給については一定程度予見可能な要素が多く、市場もその変化を徐々に織り込みつつあります。以下では、船腹の新旧入れ替えが今後の市況に及ぼす影響を確認します。

ここでは船腹量を船齢別に整理しています。注目すべきは、単に今年何隻が竣工するか、あるいは何隻が解撤されるかという点だけではありません。より重要なのは、新造船として入ってくる船舶と、老齢化により市場から退出していく船舶とのバランスです。

	船腹量						竣工実績						発注残					
	2025年度			2026年5月			2025年度			2026年5月			2026年5月			竣工年別		
	隻	百万トン	%	隻	百万トン	%	隻	百万トン	%	隻	百万トン	%	隻	百万トン	%	2026	2027	2028
Cape (100K+)	2,057	407	2,070	410	13	2.9	16	3.2	3	0.5	45	9.2	279	6.0	15%	42	83	73
Panamax (65-99K)	3,427	277	3,510	284	83	5.8	89	7.3	3	0.2	32	2.7	481	4.0	14%	127	166	117
Handymax (40-64K)	4,699	263	4,807	269	108	6.2	116	6.5	10	0.5	92	5.1	722	41	15%	186	273	175
Handy (0-40K)	4,427	119	4,453	120	26	0.7	29	0.9	16	0.4	9	0.21	101	3	2%	37	37	24
Total	14,610	1,066	14,840	1,082	230	16.4	250	17.9	32	1.6	178	17.2	1,583	143	13%	392	559	397

	DWT				隻数				発注残比率		Age20+比率	
	既存船	発注残	Age20+	既存船・発注残	既存船	発注残	Age20+	既存船・発注残	DWT	%	DWT	%
CAPE	410	60	34	470	2,070	279	190	2,349	15%		8%	
PMX	284	40	49	324	3,617	481	637	4,098	14%		17%	
HMAX	269	41	36	310	4,807	722	719	5,529	15%		14%	
HANDY	120	3	21	122	4,453	101	848	4,554	2%		17%	

市況が高い局面では、25 年船齢に達した船舶であっても十分な採算が確保できるため、直ちに退出するとは限りません。船主は収益機会がある限り、船舶を延命して運航を継続する傾向があります。ただし、いずれは退出が必要となるため、船腹供給を考える際には、この新旧入れ替えのタイミングと規模を把握することが重要です。

この分析で用いられる代表的な指標が、発注残比率と 20 歳以上船比率です。表の右側に示した発注残比率を見ると、CAPE、PANAMAX、HANDYMAX では概ね 14～15% の水準にあります。HANDY については統計上捕捉しにくい船舶も多く、ここでは参考値として扱う必要があります。

発注残比率とは、既存フリートに対して、発注済みの新造船が重量トンベースでどの程度の割合を占めるかを示すものです。CAPE、PANAMAX、HANDYMAX では、いずれも 15% 前後の発注残が積み上がっています。

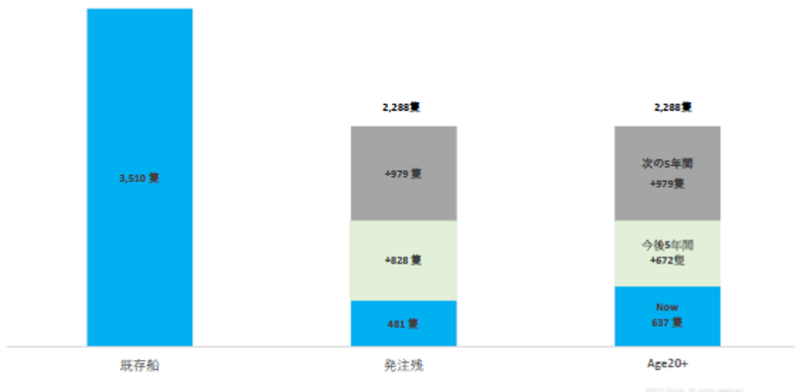
一方、20 歳以上船の比率を見ると、CAPE は 8%、PANAMAX は 17%、HANDYMAX は 14% です。CAPE では発注残の方が老齢船比率を上回る一方、PANAMAX と HANDYMAX では 20 歳以上船の比率が比較的高くなっています。したがって、今後の船腹供給を考える上では、発注残の増加だけでなく、老齢船の退出ベースを同時に見る必要があります。

PANAMAX を例に、新旧入れ替えの規模を確認します。

ビルド&スクラップ時代の到来

出所:Clarksons 日本郵船

パナマックスのケース



既存船は約 3,500 隻、発注残は 481 隻、20 歳以上船は 637 隻です。隻数ベースで見ると、20 歳以上船の数は発注残を上回っています。

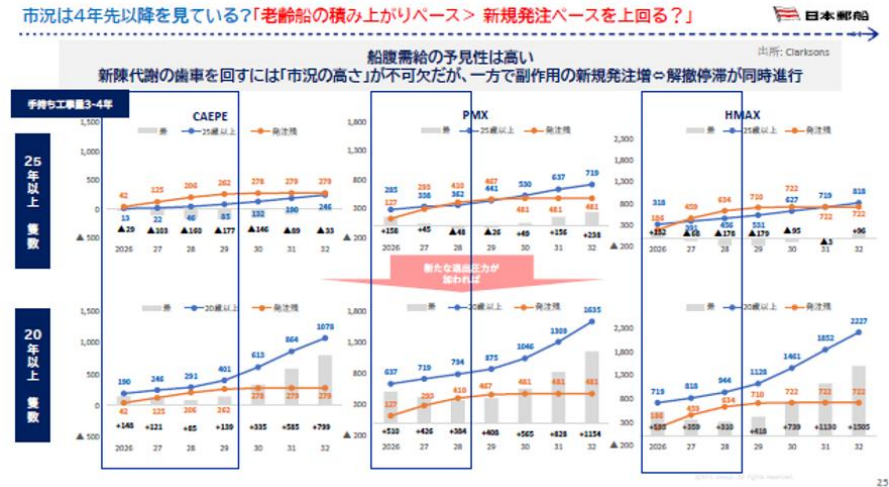
さらに、今後 20 歳を迎える船舶は 672 隻あり、今後 5 年間で 20 歳以上となる船舶は合計で 1,000 隻規模に達します。10 年程度の時間軸で見れば、老齢化の対象となる船舶はさらに増加します。

これらをすべて新造船で置き換えるためには、相応の発注量が必要となります。既に 481 隻の発注残がありますが、今後 10 年間で 20 歳以上船の入れ替えを進めるには、追加で年間 180 隻程度の発注が必要になる計算です。つまり、発注残が多く見えても、老齢船の置き換え需要と比較すると、必ずしも過剰とは言い切れません。

このため、発注残が積み上がっていること自体は事実ですが、20 歳以上船との一対一の比較では、今後も一定規模の新規発注が継続的に必要になると考えられます。

船舶は発注しても直ちに竣工するわけではありません。現在、各船型で発注残が積み上がっており、今から発注しても竣工は概ね 3 年後になります。

す。すなわち、発注から供給増加までには明確なタイムラグが存在します。



ここで重要となるのが、25歳以上船と20歳以上船をどのように評価するかです。発注残と25歳以上船を比較すれば、需給のギャップはある程度限定的に見えます。しかし、仮に20歳以上船までを実質的な退出候補とみなす場合、必要となる置き換え需要は大きく増加します。

今後、燃料規制、炭素課税、環境規制などが強化されれば、老齢船に対する退出圧力はさらに高まる可能性があります。IMOにおける炭素課税などの議論は現時点では不透明な部分もありますが、中長期的には老齢船のコストを押し上げる要因となり得ます。

その場合、20歳以上船の退出が想定以上に進み、既存の発注残だけでは十分に置き換えられない可能性があります。ここに、今後の新造船需要を押し上げる構造的な要因があります。

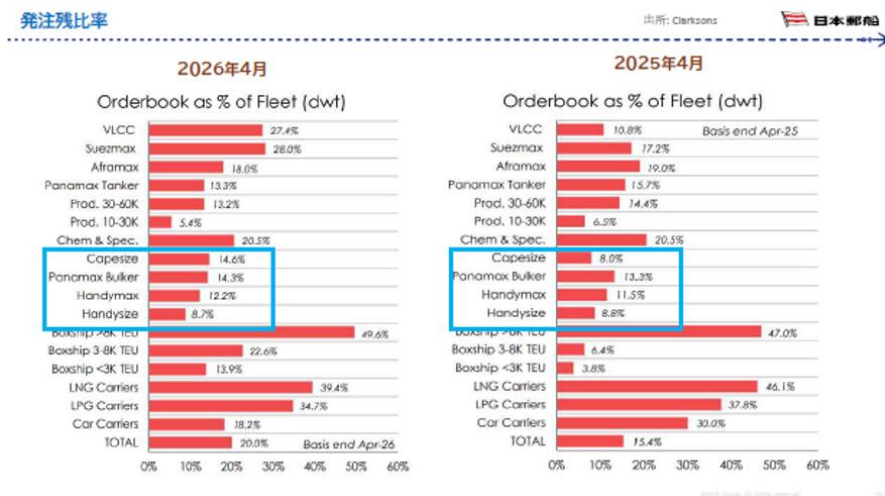
この大まかな構図は、市場参加者の間でも共有されつつあります。焦点は、老齢船の退出圧力がどの程度の速度で顕在化するかにあります。

老齢船の積み上がりに対して、新規発注がどの程度のタイムラグで追隨するのか、またそのペースにどの程度の差が生じるのかが、今後の船腹需

給を左右します。新造発注を促すためには、一定程度高い市況水準が必要です。市況が十分に高くなければ、船主は新造船投資に踏み切りにくいからです。

逆に言えば、将来的な新旧入れ替え需要が比較的に見通しやすいからこそ、現在の高い市況水準にも一定の合理性が認められます。

次に、世界的な新造発注の動向を確認します。



足元では各船型で発注が増加しており、とりわけ中国造船所の受注シェアが高まっています。ドライバルクに限らず、タンカー、コンテナ船、LNG船など幅広い船種において、中国の発注残が積み上がっている点が特徴です。本スライドでは、船種別の発注残比率を示しています。

先ほど確認したとおり、PANAMAX の発注残比率は 14%前後であり、単独で見れば高い水準にあります。しかし、他船種と比較すると、ドライバルクの発注残比率は相対的に抑制されています。これが、市場でしばしば「ドライバルクの発注残は少ない」と表現される背景です。ただし、絶対水準としては決して低いわけではなく、あくまで他船種との比較におい

て相対的に低いという理解が適切です。

この半年間で特に発注残が大きく積み上がったのは VLCC です。地政学リスクの高まりを背景に原油のトレードパターンが変化し、中東依存に加えて米国などからの長距離輸送が増えたことが、VLCC 需要を押し上げています。その結果、マーケットも高水準で推移し、新造発注の増加につながっています。

VLCC の発注増加は、ドライバルク市場にも間接的な影響を及ぼします。荷動きへの直接的な影響は限定的であっても、造船所の船台という供給制約を通じて、ドライバルク船の新造発注余地が圧迫される可能性があるためです。

すなわち、タンカーの新造発注が増えることで、ドライバルク向けに利用可能な船台が相対的に少なくなる構図です。このように、船種間の発注競争は、将来の船腹供給にも影響を与える重要な要素です。

過去にはコンテナ船の発注ブームがあり、その後も LNG 船の発注が継続してきました。足元では、エネルギー関連船、特にタンカーが新たな発注の中心となりつつあります。その中で、ドライバルクは発注ブームの最後尾に位置していると整理できます。

したがって、ドライバルクにおいても、いずれ新造発注の増加局面が訪れる可能性があります。その背景には、現在の高い市況水準と、老齢船の置き換え需要があります。

次に、荷動き量と船腹量の関係を確認します。

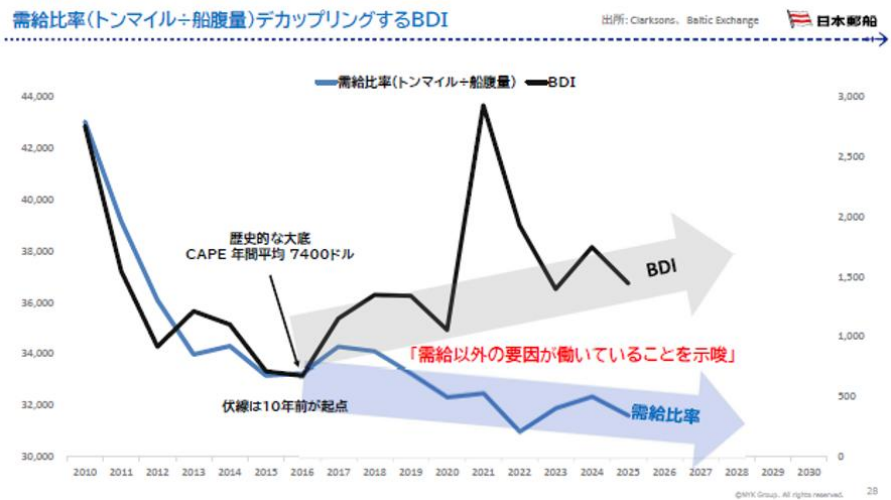
上段にはトンマイルベースの需要の伸び率、下段には船腹量の伸び率を示しています。両者を比較することで、需給バランスの方向性を把握することができます。

この需給比率と、先ほど確認した BDI を重ね合わせると、長期的な関係が見えてきます。BDI は約 10 年前に大きなボトムを形成した後、全体として右肩上がりの傾向を示しています。一方で、トンマイルベースの需給

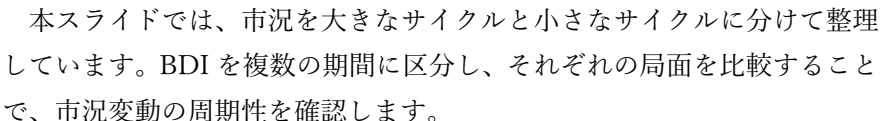
比率は低下傾向にあります。



すなわち、単純な需給比率だけを見ると、市上昇しにくいはずですが、実際には BDI は上昇基調にあります。この乖離は、需給以外の要因が市況水準を押し上げている可能性を示しています。



大きなサイクルと小さなサイクルが重なる局面

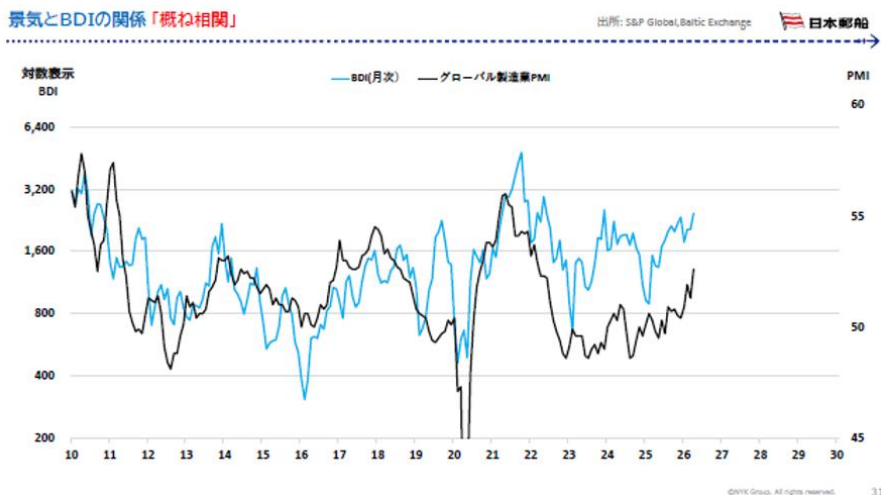


28

一方で、大きなサイクルとして注目すべきは、過去の大量発注船が 20 年船齢を迎え始めていることです。これは、ドライバルク市場がこれまで十分に経験してこなかった、新たな船腹更新サイクルの始まりを意味します。

このサイクルの本質は、船腹の新旧入れ替えです。一般にはスクラップ・アンド・ビルドと表現されますが、実際には新造発注が先行し、その後に老齢船の退出が進む、いわばビルド・アンド・スクラップの構図です。新造船が発注されてから竣工し、老齢船の退出が本格化するまでには、4~5 年程度の時間差が生じる可能性があります。現在は、その長期サイクルが始まりつつある局面と考えられます。

次に、センチメントについて確認します。

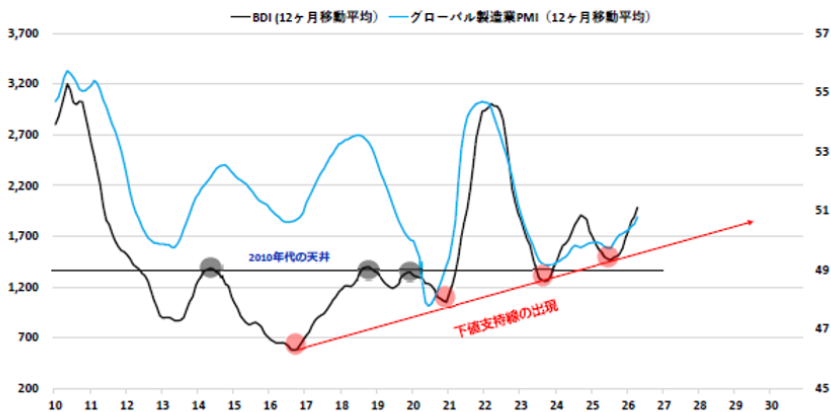


ここでは、市場心理を測る一つの指標として、グローバル製造業 PMI と BDI の関係を見ています。両者を月次で比較すると、概ね連動していることが確認できます。これは、ドライバルク市況が実体経済の景況感と密接に結びついていることを示しています。

ドライバルク市況には季節性があるため、ここでは 12 カ月移動平均を用いて短期的な振れをならしています。これにより、PMI と BDI の関係はより明確になります。本スライドで注目すべき点はいくつかあります。

景気とBDIはサイクルで動く「下値支持線が適温相場の道案内人」

出所: Baltic Exchange, S&P Global



©NYK Group. All rights reserved. 32

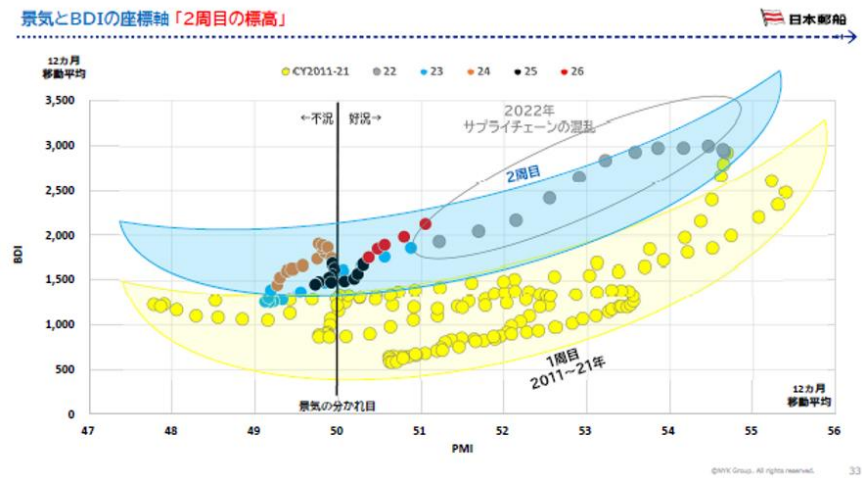
第一に、下値支持線が形成されているように見える点です。2016 年以降のボトムは複数回にわたり近い水準で形成されており、全体として右肩上りの傾向が確認できます。

第二に、2010 年代に天井として意識されていた水準が、2020 年代には下値圏として機能し始めている点です。これは、市況の水準感そのものが切り上がっている可能性を示しています。短期的な変動はありながらも、市場の座標軸が過去とは異なる水準に移行していると考えられます。

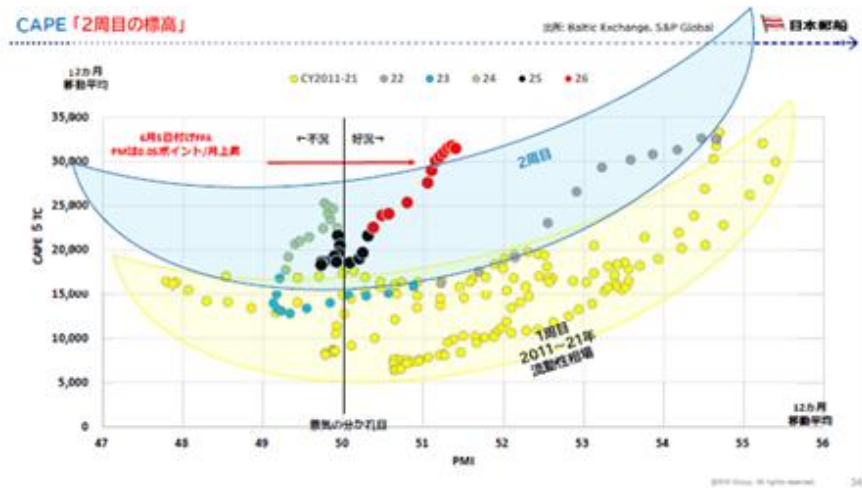
この関係を散布図で確認します。横軸に PMI、縦軸に BDI の 12 カ月移動平均を置くと、2021 年以前のデータと、2022 年以降のデータとの間に明確な水準差が見られます。すなわち、同程度の景況感であっても、近年の BDI は過去より高い水準に位置しています。

PMI の 50 は、景気拡大と縮小の分岐点とされます。その 50 近辺で比較

しても、近年のBDIは過去より高い水準にあります。この背景には、船腹更新サイクルの始まり、市場の成熟化、そして一方的な船腹増加局面から新旧入れ替えを伴う循環局面への移行があると考えられます。



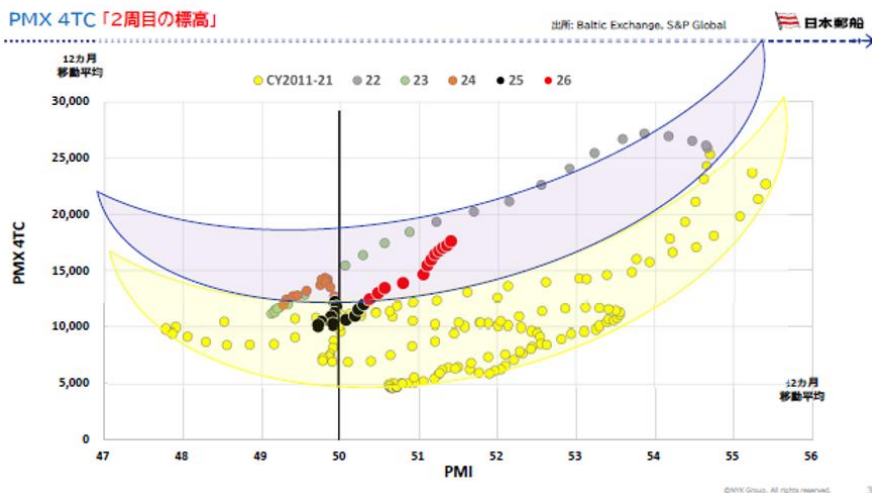
言い換えれば、過去の市場を第一サイクルとすれば、現在は第二サイクルに入っている可能性があります。第二サイクルでは、同じ景況感であっても、市況水準が以前より高い座標軸に位置していると整理できます。



同じ分析を CAPE サイズについて行くと、足元の水準は第二サイクルの座標軸を上回っています。すなわち、PMI が 51 前後という景況感のもとでも、CAPE の 12 カ月移動平均はかなり高い水準にあり、一定の過熱感が見られます。

したがって、長期的には市況水準が切り上がっている一方で、足元の CAPE 市場については、やや過熱気味である可能性を念頭に置く必要があります。

次に PANAMAX です。



ここでは、長期的な連続性を確保するため、旧船型ベースの 4TC も参照しています。PANAMAX については、足元の水準が第二サイクルのレンジ内に比較的きれいに収まっています。

以上を踏まえると、現在の市況は、荷動きの堅調さ、需給比率、センチメント、そしてサイクルの各要素が重なり合って支えられていると整理できます。ただし、小さなサイクルが反転すれば、短期的には下押し圧力が強まる可能性があります。一方で、大きなサイクルである船腹更新局面は

なお途上にあり、その進展が今後の下値支持線を形成する重要な要素になると考えられます。

最後に、本日の内容を整理します。

市況を読み解く公式「その時、市況を支配するものは何か？」



「(需要÷供給)± 滞船」× 感応度(センチメント) + サイクル

需給は“方向”を決め、感応度で“振れ”、サイクルで“居場所”が決まる

	公式の状態	地形	市況の解釈	判断軸
イラン戦争 後	需給△ 感応度大 サイクル↑	上り坂	上がる	過熱感警戒
イラン戦争 前	需給△ 感応度中 サイクル↑	中腰	大きく崩れない	押し目対応
イラン戦争 中	需給△ 感応度低 サイクル↑	中腰	横ばい〜調整	追いかけない
	需給× 感応度低 サイクル↓	下り坂	崩れる	防御・撤退

26年は需給“そのもの”より、感応度とサイクルが市況を支配するフェーズに入りその結果、年始からFFAはリスクオン

開戦後はリスクオフ局面に突入し感応度は低下するも、

約1か月で消化し心理的な重荷下ろし、元の居場所+αに戻る

©NYK Group. All rights reserved. 36

ドライバルク市況を見る際には、「需給×センチメント+サイクル」という枠組みが有効です。言い換えれば、需給が方向性を規定し、センチメントが振れ幅を増幅し、サイクルが市況の居場所を定めるということです。

センチメントについては、地政学リスク発生後に FFA が一時的にリスクオフへ傾く局面が見られました。しかし、その後は比較的短期間でリスクオンに転じ、先物価格はショック前の水準を回復しました。

近年は関税、地政学リスク、エネルギー価格上昇など、複数のマクロショックが発生しています。そのたびに先物価格は一時的に下落するものの、その後は反発し、時には下落前を上回る水準まで回復するケースも見られます。これは、市場参加者が過去のショックを経験する中で、一定の耐性を獲得しつつあることを示しています。

その結果、ドライバルク市場、とりわけ FFA 市場には、マクロショッ

クに対する一定の強靱性が備わりつつあります。今後は、先物市場で形成された期待を、現物市場がどの程度追随できるかが重要な論点となります。

以上をもちまして、本日の説明を終了いたします。ご清聴ありがとうございました。

(編注：本稿の文中資料 1 ～36 は全て、日本郵船㈱提供です)

質疑応答

司会 それでは、質疑応答に移ります。ご質問のある方はお願いいたします。

質問 最近のイラン情勢を背景に燃料価格が上昇しています。燃料価格が上がれば、船舶は経済速度を下げる可能性があり、航海日数が長くなることで、実質的な船腹供給は減少します。その場合、市況は強含みやすくなると考えられますが、この点についてご見解をお聞かせください。

角谷 ご質問ありがとうございます。まず、スポットマーケットには、運賃マーケットと傭船料マーケットがあります。燃料価格が上昇した場合、運賃には上昇圧力がかかりますが、傭船料マーケットに対しては、短期的にマイナスのセンチメントが生じやすい面があります。ただし、その影響が必ずしも一方向に働くわけではありません。

また、燃料価格が上昇すれば直ちに船速が低下するかというと、必ずしもそうではありません。AIS データを見る限り、燃料価格と船速の連動性はそれほど高くありません。むしろ、船速とより強く連動しているのは市況水準です。市況が上昇すれば船速は上がり、市況が下落すれば船速は低下する傾向があります。船速の基調水準は徐々に低下しているものの、短期的には燃料価格よりもマーケット水準に敏感に反応していると考えられます。

イラン情勢が緊迫した局面では、燃料供給への不安から、市場は一時的

に動揺しました。燃料の確保を急ぐ動きが見られ、燃料を十分に保有している船舶が相対的に高く評価される場面もありました。

しかし、その後は中東以外からの供給や在庫状況も確認され、過度な供給不安は徐々に緩和されました。足元の燃料価格は依然として高い水準にあります。マーケットはその水準を相当程度織り込んでいます。したがって、運賃には上昇圧力が残る一方で、情勢発生直後に比べれば、市況への影響度は平常化しつつあると考えています。

司会 ありがとうございます。

司会 ほかにご質問はございますでしょうか。

質問 貴重なご講演をありがとうございました。私は本分野を担当して間もないため、初歩的な質問となるかもしれませんが、当方にとって重要な穀物輸送について伺いたします。

資料の中で、石炭輸送の一部が CAPE から PANAMAX へ移行しているとのご説明がありました。また、石炭価格の上昇により、輸入炭から国内炭への切り替えが促される可能性についても触れられていました。

一点目として、PANAMAX で石炭を輸送していた船舶が穀物輸送へ転用されることはあり得るのでしょうか。二点目として、今後 PANAMAX による穀物輸送の稼働がさらに増加すると見てよいのか、伺いたします。

角谷 ご質問ありがとうございます。理想的には、穀物輸送に従事している船舶は、継続して穀物を輸送することが望ましいと考えられます。ただし、石炭輸送から穀物輸送へ切り替わるケースもあります。その場合、貨物倉、いわゆるホールドを、穀物積みに適した状態まで十分に清掃・養生する必要があります。穀物フィッティングに関する検査に不合格となれば、追加の作業やコストが発生するため、切り替えには一定のリスクが伴います。

質問 そうしますと、PANAMAX が石炭輸送から穀物輸送へ転用される規模は、数量としては大きく表れにくいという理解でよろしいでしょう

か。

角谷 一定のリスクはありますが、リスクがあるということは、裏返せば収益機会が存在することも意味します。そのため、条件次第では、石炭輸送から穀物輸送への切り替えを選択する市場参加者もいると考えられます。

質問 当方は穀物を扱っております。足元では紛争リスクや燃料価格の高騰に加え、環境対応も重要な課題となっています。燃料の燃焼効率を高める添加剤や、スラッジ・燃焼不良を改善する改良剤の採用について、決定権は船会社、燃料供給会社、エンジンメーカーのいずれにあるのでしょうか。

角谷 ご質問ありがとうございます。燃料添加剤は数年前から市場に流通しており、市販品もあれば、当社で開発したものもあります。実証面でも、燃焼効率の改善効果が確認されているものがあります。

誰が採用を決定するかについては、基本的にはその効果による利益を享受する主体、すなわち燃料費を負担する主体が重要になります。例えば、NYK が運航する船舶において、NYK が燃料を手配し、その燃料費を踏まえて運賃を受け取っている場合、添加剤を使用するかどうかの経済的判断は、一次的には NYK 側にあります。

ただし、これは自社船の場合です。傭船の場合は事情が異なります。燃料には通常、使用できる燃料の規格が定められており、規格内の燃料を供給することは傭船者の義務です。燃料添加剤は、燃料に通常とは異なる成分を加えることになるため、その効果検証や責任は使用を希望する側にあります。一方で、実際に使用を認めるかどうかの最終的な判断権は、船舶を所有する船主側にあります。

質問 ありがとうございます。二酸化炭素排出など環境課題への対応が求められる中で、穀物由来の成分を燃料添加剤として使用する動きはありますでしょうか。また、御社グループ内に、燃料添加剤を製造・研究している会社はございますでしょうか。

角谷 燃料添加剤に関しては、添加剤そのものに限らず、日本油化工業という当社グループ会社が、長年にわたり燃料関連製品を扱っています。同社の商品もございますので、公開情報でご確認いただけたらと思います。

また、燃料添加剤ではなく、穀物由来の燃料そのものは存在します。ただし、それらは現時点では次世代燃料の一部として位置づけられます。代表的な次世代燃料としてはLNG、アンモニア、エタノールなどがあり、選択肢は多様化しています。その中に穀物由来燃料も含まれますが、現時点では一般的に普及している段階には至っていません。

質問 ありがとうございます。日本油化工業は日本郵船グループの企業とのことですが、同社製品は、例えばコンテナ船事業会社である ONE においても使用されているのでしょうか。それとも、日本郵船が関与する船舶での使用に限られるのでしょうか。

角谷 ONE については別会社であり、具体的にどの製品を使用しているかについて、当方では把握しておりません。同社として、最適な製品を選択しているものと理解しています。

一方、日本郵船が運航・関与する船舶については、自社グループ製品を使用しているケースが多くあります。

質問 つまり、日本油化工業の製品が使用されているケースが多いという理解でよろしいでしょうか。

角谷 はい、そのようにご理解いただいて差し支えありません。

質問 ありがとうございます。

司会 それでは、以上をもちまして本日の海上運賃セミナーを終了いたします。角谷様、本日は誠にありがとうございました。

(了)