

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1471号 1998年12月07日(月)

《 fresh lows for almost all commodities 》

世界的に商品相場の下げに拍車がかかっている。12年ぶりの安値に落ち込んだ原油価格は、エクソン・モービルという史上最大の企業合併劇の背景になったが、multi-year lows（数年、数十年ぶりの安値）をつけている商品相場は原油だけではない。金はオンスあたり300ドルを割っているし、Bridge-CRB（穀物中心）、Goldman Sachs Commodity Index（エネルギー商品中心）、Journal of Commerce 商品指数（工業品中心）など代表的な商品指数を見ると、下げが例外なく1997年初め以来持続的に進んでいて、回復の兆しを示していないことが分かる。

特に最近の商品相場の特徴は、その商品の需要のピークと思われる時期に数年来（場合によっては数十年来）の安値をつける傾向があるという点だ。原油にしろ、普通は冬を迎えたこの時期は需要を見込んだ買いが入って相場は反発するのが常だったが、今年は全くその気配が見られない。今週の原油価格の見通しは11ドルの水準割れの可能性も指摘されている。

世界的な、かつほぼ全品目にわたる商品相場下落は、直接的にはアジアの経済危機とそれによる需要減退をきっかけとしているとの見方では専門家の見方は一致している。確かに、アジアの危機発生と商品相場下落開始は時期がほぼ同じである。それまでは多くの商品は、「アジアでの需要増大」を価格上昇の理由としていた。このアジアでの需要増大を見込んだ価格上昇時期に作られた最新の設備が稼働してきたのは、90年代の後半に入ってから。しかし実際には、ちょうどその時期にアジアを中心に需要は落ち込んだ。

世界的な商品相場低迷の背景には、アジアを中心とした「需要低迷」と並んで、供給サイドの環境変化、特に供給、または供給能力に影響を及ぼしているテクノロジーの著しい進歩が背景にあると筆者は見る。数多くの商品がテクノロジーの進歩や普及によって「より敏速、より効率的、そしてより安価な生産」が可能になってきている。生産、流通のあらゆる面における最新テクノロジー導入の影響が、商品の供給増大を可能にし、供給のボトルネックが出来るのをまねなことにしているのである。従って、今の商品相場の低迷、ないし下落傾向はアジア経済の回復いかんに関わらず基調としては長く続くと見る。

テクノロジーと商品生産という観点で少し例を挙げると、例えば綿花や穀物に関してはアメリカからパキスタン、アルゼンチンに新しい生産技術が渡り、つい最近まではアメリ

力からの輸入国だった両国がアメリカ産品との競争力を持つようになってきていることが指摘できる。これらは、今まで輸入国だった途上国が世界市場で供給圧力を増している良い例である。また流通に関わる技術革新の影響も指摘できる。生産、流通の無駄がなくなっただけでも、世界の供給量は著しく増加するが、この面でもテクノロジーの果たしている役割は大きい。

アジア諸国の危機からの回復に時間がかかり、一方成熟化した先進国でも需要の伸びが鈍化する「世界的な需要低迷」と、一方での供給面の革新的技術の普及を前提とすれば、商品相場が反発するためには人為的な「供給削減」しか当面道がない。エクソン・モービルの合併などは供給サイド調整の動きとも言えるが、他の商品分野ではこうした動きは現実化していない。穀物については、先進国で減反努力をしても、新しい資本、新しい技術を得た途上国では増産が続いている。原油でも、サウジアラビアが減産すれば、輸出代金が欲しいメキシコが増産すると言った具合である。

CRB グループの主要な商品指数を見れば以下の通りである。

CRB Group Indexes	12/04	11/27	Yr. Ago
CRB Futures	195.10	196.97	234.88
Industrials	192.01	196.16	218.97
Grain/Oils	182.34	182.66	222.26
Livestock	186.41	176.39	245.54
Energy	134.81	141.78	190.65
Precious Metals	228.28	232.48	241.27

1年前に比べれば全品目グループが大幅な下げを記録している。また、11月の終わりから12月の初めにかけては、エネルギーと希少金属の下げがきつかったのが分かる。需要低迷と供給過剰の中では、世界的に商品価格はまだ安値を追うと見る必要がある。

これはこうした一次産品価格の下落は、産出国に大きな負担になろう。途上国の経済危機はこうした主要産品の値下がりが続く限り、繰り返し発生すると見るのが妥当である。またこうした商品を扱う産業では一段と合併や提携が増加すると見込まれる。今朝の「日経産業新聞」の一面トップは、「石油」「自動車」「防衛」医薬「情報・通信」などの産業分野で大型合併が今後も続くことを予測した記事だが、これは他の産業分野でも進展するだろう。商品もそのような環境に巻き込まれることが予想される。

《 more cuts will come worldwide 》

こうした世界的な商品相場の低迷を背景とする物価の安定、ないし下落を受けて、世界的に一段と金利は低下してきた。この週末には、中国が5カ月ぶり、今年3度目の利下げ

を発表した。

中国人民銀行（中央銀行）の6日の発表によれば、金融機関の預金、貸出金利は7日から平均0.5%幅の引き下げとなる。これは7月1日以来約5カ月ぶりで、今年3度目、1996年以来6度目。国有企業の金利負担を軽減し、内需を刺激する狙い。公定歩合に当たる人民銀行の再貸出平均金利は年5.61%から年5.06%になる。中国経済は、アジア金融危機や洪水被害の影響を受けており、金利引き下げにより、内需拡大に弾みをつけ、安定成長を図る狙い。企業の金利負担は年230億元（約3700億円）軽くなるという。

中国の小売物価は昨年10月以来、前年同期を下回っており、実質金利は高い状態が続いていた。また、9月以来日欧米各国が相次いで利下げし、中国の利下げの環境は整っていた。

これに先立つ先週木曜日の欧州11カ国の利下げについては、週末にワシントンで行われたドイツのラフォンテーヌ蔵相とルービン財務長官との get-acquainted discussion でもルービン財務長官が「very constructive way」であると賞賛した。また同蔵相によれば、グリーンズパン連邦準備制度理事会議長は蔵相との会談で、「(欧州諸国の協調利下げを) 歓迎する」と述べたという。

本来だったら欧州が経済を統合させる渦中にあるという大西洋をまたぐ緊張が生まれがちなこの時期に、欧州とアメリカは利下げで協調することによって極めて緊密な関係を築きつつあると言える。これは、欧州とアメリカの企業間の合併などの進展でも裏打ちされる形となっている。

もっとも世界的な金利低下傾向の中でも、クレジットのレベルによって金利にも大きな格差が付く状態は今後も続きそうだ。クレジットさえ高いレベルを維持していれば、低い金利を享受できる状態が続くが、一端市場から疑念の目で見られれば金利は急上昇する。それは日本の国債金利でも同じ事である。

今週は9日にイギリス中央銀行の金融政策委員会が行われる。他の欧州諸国が協調利下げを行い、また10月の小売売上高が2ヶ月連続で落ち込み、生産活動の落ち込みも顕著になり、サービス部門にも陰りが見える中で景気の先行きに懸念が台頭していることから、利下げを行うのはほぼ確実だと見たい。

アメリカでは年内もう一度 FOMC が行われる。次回は12月22日でクリスマスの直前。筆者は依然として11月17日の利下げは、

1. 株価を史上最高まで押し上げて株式市場を不安定にした
2. 長期金利をさげるところかむしろ押し上げてしまった

という二つの点において失敗だったと考えているが、今後のアメリカの金融政策の行方については引き続き「緩和」だとの見方は変えていない。

株価が高値追いを短期間で終わり、長期金利が先週木曜日引けの段階で5%割れ寸前(金曜日は5.04%に上昇)まで低下してきたことから、FEDはもう一段の下げの準備に入ることは確実だと見ている。それは今のアメリカの物価情勢を見ても明らかである。ただしそれが年内かどうかは不明である。

《 unexpectedly and surprisingly 》

アメリカの景気については、多くの鈍化予想にもかかわらず「unexpected」で「surprise」な数字が続いている。先週金曜日に発表になった11月の雇用統計もその一つで、同月の非農業部門就業者数は26万7000人も増加して、失業率は4.4%と今年4、5月に記録した28年ぶりの低水準と同じになった。注目されるのは、家計調査による雇用者数が47万7000人も増加したこと。雇用者数の増加の中での失業率の低下が起きており、これはアメリカ経済の雇用能力が極めて高いことを示している。

統計の中味を見ると、工作機械、アパレル、繊維、エレクトロニクス装置、鉄など一次金属、運輸機械などを生産している工場関連の雇用は4万7000人減少している一方、10月は横這いだった小売業での雇用が6万5000人も増加している。小売業がクリスマス商戦を控えて、雇用を大幅に増やしたことが分かる。商務省によれば、小売業でも雇用の半分は「eating and drinking places」で生じたという。

鮮明になってきているのは、アメリカ経済の力強さを支えているのが消費者だということだ。eating and drinking places が雇用を増やしたのも、消費者の元気を当て込んだからだ。確かに「unexpected」で「surprising」なのは、株価が下がっても、ボーイングが4万8000人もレイオフを発表しても、ウォール・ストリートで首切りの嵐が吹き荒れても、アメリカの消費者が元気を保っていることです。これが、「アメリカ経済鈍化見通し」を狂わせている。なにせアメリカのGDPの7割弱は消費ですから、ここが元気なうちは経済は鈍化しない。

消費者が今後息切れしかねないことを示す統計は数多くある。貯蓄率はゼロだし、今後について言えば企業部門の不振は徐々に給与所得の減少となって消費者の懐を襲いそうだ。物価が下落基調にあって、実質可処分所得は比較的高い水準を維持しているが、名目賃金が減少すれば実質可処分所得の伸びにも限度がある。つまり、アメリカの景気の先行きは、消費者が支えている間に企業がどのくらい収益力や投資余力を取り戻すかにあるといえる。

日本経済に関しては、空元氣的な「景気先行き楽観論」が台頭している。筆者に言わせれば、もともと日本経済は大きな調整期、変革期にあるのであって「跛行」が顕現化しているわけだから、どこを見るかによって見方は大きく違う。成長率など丸めた数字は今までも悪かったし、今後も悪いと見込まれるが、楽観論の背景はやっとその中でも「良い面

を見よう」という空気になったに過ぎないと思う。むろんこれは、positive な動きではありますが。

日本経済をパーツに分けて考えると、数多くの悪い部分と数少ない良い部分で構成されている事態は変わらないわけで、今後一つ一つのパーツがどの程度良くなるかが問題であると思う。日本経済の先行きについては、消費者の消費などは循環的に増加する局面が来ると思われるが、懸念されるのは企業の設備投資意欲が低いままなこと。先週日本経済研究センターが発表した第25回の見通しでは、民間企業の設備投資は今後数年間に渡ってマイナスを続けるという。企業マインドの転換がどうしても必要である。

今週の主な予定は以下の通りです。

7日(月曜日)	11月の日本の卸売物価
8日(火曜日)	企画庁の月例経済報告
9日(水曜日)	ページブック(米地区連銀経済報告) 英中銀金融政策委員会(10日まで)
10日(木曜日)	日本の10月の機械受注
11日(金曜日)	欧州連合首脳会議 11月の米小売売上高 11月の米卸売物価

為替については、アメリカ経済は強く、株価も比較的しっかりしているが、再びルービンの辞任説が出たり、ブラジルの政情不安が顕在化したりとドルにとって不安定な要因が数多い。日本の銀行窓口での投信販売の影響は期待外れに終わったようで、ドルが大きく上値を追う雰囲気はない。下値不安を残した展開になると思われる。

《 have a nice week 》

12月に入っての最初の週末はいかがでしたか。東京は土曜日が冷たい雨で冴えない一日でしたが、日曜日は晴れも覗いてまずまずの天気。しかし土曜日でも日曜日でも繁華街では人出が多かった。人出は多くても、売れるもの、売れる店のはっきりしているようで、例えば週末のニュースによれば三越の新宿南館は閉鎖が決まったようです。ちょっと場所が悪かったですな、あの南館は。家具の大塚が使うという。

週末に笑ったニュースは、「韓国人青年が“エクソン・モービル”のアドレスを先取り」という朝日新聞のそれ。アメリカの大手石油会社エクソン、モービルの両社は1日合併を発表し、新会社「エクソン・モービル」が誕生させることになりましたが、この合併のうわさを聞きつけた韓国人青年が発表に先立ち、インターネットに「エクソン・モービル」(exxonmobile.com)の名前でアドレスを登録していたことが分かったというもの。

日本でもそうですが、世界の主要会社はほぼ例外なく自社の名前をそのままインターネット・アドレスにしている。これは広報的価値も高いし、消費者もアクセスしやすいからです。しかし、このアドレス（URL）は誰も取れる。それ以前に登録がなければです。報道によれば、この韓国の青年は「エクソン・モービル」の合併の報道を受けて、急ぎ URL（exxonmobile.com）の登録手続きをしたら通ってしまったという。私の経験（ycaster.com の URL を取得した）でも、登録には数日しかかからない。だからこの青年にも出来た。

面白いのは、「exxonmobile.com」の登録を思いついたのが世界でも韓国の青年、という点。このようなことをするのは、欧米にいそなのに。まさに「世界的な舞台」のインターネットというわけです。世界的な巨大企業も、韓国人青年に虚を突かれたということで、おそらく新会社はアドレスを高額で買い取らざるを得ないでしょう。まあ、品格の問題は別にして、合併しそうな企業の名前をくっつけた名前を事前に URL として登録するというのも「投資」になりうるということです。ただし、URL の登録には代行してもらおうと大体 1 万円かかる。その分はリスクです。

うーん、多分日本の新会社の URL は「essomobile.co.jp」または「essomobile.ne.jp」になるのでは。で、これは存在するのですかね……？

携帯電話、PHS の 1 1 桁かが問題になっているようですが、以前にもお伝えしたとおり「携帯エディー」などのソフトウェアを持っていれば、99 年 1 月 1 日の午前 2 時にこのソフトで登録電話番号を一挙に 1 0 桁から 1 1 桁に変換することが可能です。それにしても、NTT も変な時間を選んだものです。元旦のこの時間は結構移動通信の使用は多い筈なのに。常識のない方がいらっしゃいますな。元旦が区切りが良いと思ったんでしょうが。1 月 3 日の深夜くらいが良かった。来年は、大阪の電話番号も 1 桁増える。

それでは皆様には良い一週間を。

《当「ニュース」は、住信基礎研究所主席研究員の伊藤（ 03-5410-7657 E-mail ycaster@gol.com ）が作成したものです。許可なき複製、転送、引用はご遠慮下さい。また内容は表記日時に作成された当面の分析・見通しで一つの見方を示したものであり、売買を推奨するものではありません。最終的な判断は、御自身で下されますようお願い申し上げます》