

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1770号 2005年03月14日(月)

《 rising long-term interest rates worldwide 》

今週のレポートの主な内容は以下の通りです。

1. グリーンスパンが言うところの「conundrum」(難問)は引き続き金融市場において大きな論争の的だが、その論争盛んな中で現実には長期金利は上昇しており、“難問的現状”は徐々に解消しつつあるようにも見える。先週のニューヨークの債券市場では債券相場が急落して、指標10年債の利回りは8ヶ月ぶりに4.50%を上回った
2. 同利回りは先週の月曜日の引けは4.31%だったから、一週間の債券相場の下げとしてはかなり大きい。週中一貫して原油相場が高値模索を続けたことが大きな背景で、その意味では今週イランで開かれるOPEC定例総会で今後の産油方針がどう打ち出され、市場がいかに反応するかは大きな分岐点になる。今のところは「据え置き」見通し
3. OPECは従来の「価格の大幅反落を招来する可能性のある価格高騰には反対」の立場から、「インド、中国など新興工業国での需要増を見れば、ある程度の高値持続も正当化されるし、価格の大幅反落の危険性は少ない」との立場にスタンスを変えたとも思われる。OPEC議長はバレル40ドルまでを示唆しているが、業界筋からはバレル60ドル、OPEC最大の産油国であるサウジアラビアからは「バレル80ドル」といった声も聞かれる
4. 先進各国は燃料電池など新しいエネルギー源開発を模索するが、新興工業国の需要増による原油価格上昇に歯止めをかけるほどの素早さではない。当面は「高いエネルギー価格」の中での世界経済運営が続くと思われる。となると、いつかの時点で基礎的エネルギーである石油価格の上昇が各国の物価に反映される環境が生まれ、短期金利の上昇に合わせて長期金利も上がると見ることができる
5. 70年代に二度の石油危機時代と比べて今回の原油高の時代が特徴的なのは、「産油国は得た余分の石油輸出収入を遅滞なく世界の金融市場に環流させている」(ウォール・ストリート・ジャーナル)ことで、これが世界的に順調な資金循環と株高を支えている。その一方で、外国為替市場では全体的に金利水準を背景に資源国通貨に対する買い需要が強い

今週も数え切れない程の「conundrum」に関する記事を読んだ。このニュースの読者には改めて説明の必要はないかも知れないが、「短期金利を上げても、長期金利がそれに見合った上昇を示さない問題」で、これは引き続き市場関係者の大きな関心事だ。さすがに70年代の一時期のように短期金利の水準が長期金利の水準を上回るといった事態は生じていない。しかしアメリカのように今まで既に小刻みではあっても6回連続して利上げをし、そして今後も利上げを続けると言っている国で、長期金利が上がらなかった例は過去にはない。

この問題は、1767号 (<http://www.ycaster.com/news/050221.html>) で扱った。筆者が今週読んだ記事の多くは、この号で取り上げた議論の範疇を超えるものではなかったので、改めて論点を整理したい方にはその号の読み直しを御願いたい。その文章の中で筆者は、

皆が「おかしい」と頭をひねり出す頃には、その現象そのものが消える、ということは現実の世界では良くある。今回はどうだろうか。しかしいずれにせよ、筆者は、アメリカでも日本でも長期金利は上げる確率の方が、下がる確率より遙かに高いと思っている。

と書いたが、実際に先週の債券市場では週を通じて弱気が市場を支配し、長期金利が大きく上昇した。背景として取り上げられたのが、商品価格の上昇、高い原油相場、それに海外からの米債需要の先行きに対する不安だった。ニューヨーク市場の一部には、現在8ヶ月ぶりの高水準(4.50%前後)にある指標10年債の利回りは、「年末までには5.0%~5.25%になる」との見方も出ていた。

グリーンスパンが初めて「conundrum」という言葉を使って「金融市場の不思議」に言及したのは、約一ヶ月前の議会証言。その時の指標10年債利回りは4.10%だった。それが、先週一番高い水準まで上昇した木曜日には、4.57%に達している。謎は解けないままで解消しつつあるようにも見える。

《 Chinese energy demand growth in 2005 might be set to rise by 22% 》

アメリカでの長期金利上昇の背景と言われるのは、「商品価格の上昇」「高い原油相場」「海外からの米債需要の先行きに対する不安」である。商品相場の上昇は、原油ばかりでなくその他の一次産品も同様。国際的な商品指標を見てもそうだし、非鉄金属から農産物まで幅広い産品価格が上げ基調にある。

「高い原油相場」に関しては、先週は金曜日に発表されたIEAのレポートが注目された。同レポートは、2005年の世界の年間石油需要予測を日量で33万バレル引き上げて8430万バレルとした。北米や欧州などでの今年に入ってから寒波、予想以上のアメリカ

力の高い経済成長、加えて中国などの需要増加を見据えたもの。IEA は中国については国内在庫が減少していることなどを指摘しながら、「Chinese energy demand growth in 2005 might be set to rise by 22% 」と述べている。

IEA のレポートをその HP にある概要で読むと、世界の現在の石油供給量は 8 4 3 0 万バレルとなっており、特に供給不足が生じているわけではない。問題なのは、今後中国を含めて需要が引き続き大幅に伸びる見通しにあること。中国の昨年一年間の石油輸入量は 3 6 % 増加したとされている。

それでも中国では電力不足が起きている。あれだけ輸入しても電力が不足なら、市場としては「まだ中国の輸入は増える」と考えるのが自然だ。IEA もそう考えた。石油価格には上昇圧力がかかることになる。中国がエネルギー効率引き上げの必要性に直面していることは明確だが、それは足早には実現しそうにない。

そこで重要なのは、産油国の姿勢だ。産油国と言っても、増産能力を持つ国は少ない。世界でも最も増産能力がある国であるサウジアラビアそのものが世界の需要増に対する供給への不安もあって、「原油相場はバレル 8 0 ドルに達する可能性がある」と最近警告した。インフレ調整後（実質）で見ると、現在のバレル 8 0 ドルでも、1 9 7 3 ~ 4 年に世界が経験した当時のバレル 6 0 ドルを大幅に下回っている。数字だけでは比べられない面があるが、原油価格が上昇を続ければ世界経済への影響、打撃は少なくない。

もっとも 7 0 年代の石油ショック時と大きく違うし、であるからして原油相場の上昇にもかわらず世界の金融市場が落ち着いた展開を示しているのは、「産油国に入る膨大な資金が遅滞なく各国の金融市場に投資されているからだ」（ウォール・ストリート・ジャーナル）。

しかし産業基礎資材である原油相場が例えば 1 年前、2 年前に比べてかなり上昇した水準で高値安定したり、もっと上がるかも知れないという状況が各国の物価状況に影響を与えない筈がない。

原油相場が上がるとマスコミは騒ぐが、その後に直ぐに低下すれば実態経済への影響は少ない。なぜなら長期が多い原油売買契約は、高値が短期間しか続かなければその間に締結される契約数は少ないと思われるからだ。しかし高値が一年以上続くとかなり多くの契約が高値締結となり、相場水準の高さがもろに経済活動に波及することになる。

現在の 5 0 ドルを上回るような原油価格水準は、その高値期間の持続具合で実体経済への打撃の度合いを強める。企業がその原材料である原油の価格上昇を最終製品に転嫁すれば、それは消費者物価の上昇につながる。企業がその原材料である原油の価格上昇を企業内に飲み込んで製品価格に転嫁しなければ、生産性の引き上げで足りない分は、コストの増大となって企業業績は悪化する。

先週の水曜日のニューヨーク市場で見られた「トリプル安」は、こうした原油高への懸念を反映したもの。原油相場の高騰が続けば、こうしたジレンマに各国経済が直面する危険性は高まるし、物価にも上昇圧力がかかる可能性が高い。原油相場の上昇は日本でもガ

ソリン価格の上昇という形で实体经济に波及し始めている、エネルギー効率の高い日本でもそうなのだから、アメリカでは物価上昇圧力が一段と強まる危険性がある。海外の新聞には「stagflation」という懐かしい単語が登場し始めている。原油価格の高騰持続はそういう危険性を孕む。

その意味で、イランのマフムードアバドで今週開かれる OPEC 総会は注目される。日曜日の夜のウォール・ストリート・ジャーナルには、「OPEC Could Over-Produce If High Oil Prices Persist」という記事があって、その中で OPEC 議長である Sheik Ahmed 氏は、

「Fahad al Sabah Sheik Ahmed, president of the Organization of Petroleum Exporting Countries, said he doesn't see any shortage of oil in the market, currently, but said that OPEC may react to help bring down high prices that flirted with record all-time highs last week, settling Friday at \$54.43 a barrel in the U.S.

"I think if prices continue like they are, OPEC will behave like it did in 2004 and make sure we do something to stabilize the prices," he said. Last year, OPEC continuously produced over its self-imposed ceiling to try to dampen red-hot prices. Asked whether OPEC would produce above quota to rein in prices, Sheik Ahmed would only say the producer group would examine its exact spare capacity, as well as the real level of market demand.

と述べている。この記事の前後と読み合わせると、今回の会合では増産はせず産油量は据え置くが、価格がさらに上がるようなら増産にもやぶさかでないし、OPEC は世界の石油市場の秩序に責任を持っているので非 OPEC 産油国とも話し合うと言っている。同議長はさらに、

「The minister said prices of up to \$40 a barrel for the OPEC basket price were acceptable, but that OPEC no longer has a target price since dropping its \$22 to \$28 price band mechanism.」

と述べて、OPEC としても受容できるのはバレル40ドルまでであり、現在のバレル50ドルを超えた価格が好ましくはないという立場を表明している。もっとも、いつから OPEC が増産しても価格を押し下げる操作に出るのかは明らかにしていない。そもそも「増産」余地は限られているし、石油供給市場に占める OPEC の地位は低下している。

産油国全体としても、価格急騰後に今度は価格が急落する危険性が世界的な需要増（中国やインドの台頭により）がないとすれば、価格が高くて悪いことは少ない。OPEC の価格高騰に対する警戒感は数年前に比べて著しく低下してきていると思慮される。となると、

高いエネルギー価格の持続を消費国は前提として受け入れなければならないということになる。

あとは、「燃料電池」などの新しいエネルギーの出現を待つことになるが、これらはいずれも先の話である。

《 changing environment 》

日本を含めて長期金利の上昇には今後拍車がかかる、との見方に妥当性はあるだろうか。筆者は2月21日の第1767号 (<http://www.ycaster.com/news/050221.html>) で、以下の四つの理由を「conundrum」の背景として挙げた。

1. 世界的な労働力供給量の潤沢さ
2. ITを利用した生産性向上の持続
3. 年金運用に伴う長期債需要の増大
4. インフレが終わった後でも人々の心に長くインフレ心理が残ったように、一種のデフレ心理の持続

しかし筆者は同時に、こうした状況にも徐々に変化の波は押し寄せており、「アメリカでも日本でも長期金利は上げる確率の方が、下がる確率より遙かに高いと思っている」と書いた。その後の展開はほぼ予想通りである。

今週中国に幅広い生産活動をしている企業の幹部の方に聞いたところによると、「1. 世界的な労働力供給量の潤沢さ」については、特に中国の沿岸部の労働者不足がかなり深刻化しているようだ。それは旧正月が終わって明らかになったもので、旧正月で帰ってくる予定の労働者が帰ってこない、などから明らかになっているもの。

また「4. インフレが終わった後でも人々の心に長くインフレ心理が残ったように、一種のデフレ心理の持続」のデフレ心理についても、これだけ一次産品、何よりも石油価格が高値水準を続けるなら、物価の先行きに対する見方は徐々に転換してくると思慮される。

こうした中で、世界的に高金利、と同時に資源国通貨としての地位を占める一群の通貨群（オージー、キューイなど）の通貨は、ドルに対しても円に対しても強い展開を示すだろう。ドル・円については、アメリカの市場でトリプル安が何回も起きようだと予想外に一度円高に急展開する可能性もあると見ている。しかし、こうして起きる円高は長続きしないだろう。基調は円安である。

今週の主な予定は以下の通り。

3月14日（月）

10 - 12月GDP（2次速報）

1月国際収支

1月鉱工業生産・設備稼働率

3月 15日(火)	中国温家宝首相記者会見 ライス米長官アジア6カ国歴訪 サンフランシスコ連銀総裁講演 日銀政策決定会合(～16日) 米2月小売売上 米1月企業在庫 米3月NY連銀製造業景気指数 FRB議長議会証言
3月 16日(水)	1月景気動向調査(改定) 2月日銀金融経済月報 福井日銀総裁定例記者会見 米10-12月経常収支 米2月住宅着工件数 米2月鉱工業生産・設備稼働率 OPEC定例総会(マフムードアバド)
3月17日(木)	2月日本製半導体製造装置BBレシオ ECB理事会 米2月コンファレンスボード景気先行指標総合指数 米3月フィラデルフィア連銀指数 米2月北米半導体製造装置BBレシオ
3月18日(金)	ライス米国務長官来日(～19日) 米2月輸入物価指数 米3月ミシガン大消費者信頼感指数(速報)

《 have a nice week 》

週末はいかがお過ごしでしたか。冬と春が入り交じったような天気。夜は寒いが、昼になると暖かくなる。こうして徐々に暖かくなっていくのだと思いますが、日曜日の夕方からは完全な冬でした。今朝も寒い。

先週のニッポン放送を巡るライブドアとフジサンケイ・グループの攻防を巡る文章には多くの方からメールを頂きました。この問題については、週初にフジテレビによるニッポン放送株に対するTOB成功(予想外の36%超の獲得)が報じられ、週末金曜日にはニッポン放送によるフジテレビを引受人とする新株予約券発行に関しライブドアの差し止めの仮申請が東京地裁で認められるという、二つの進展があった。

日経のサイトに掲載されているので地裁判断の全文を読んでいたら、「債権者(ライブド

ア)は、債務者(ニッポン放送)が債権者の子会社となった場合、債権者の行っていたインターネットビジネスと融合することにより次のような効果が得られると主張し、後掲の各疎明資料を提出している」として、次の文章がありました。

「ア 債務者がインターネットのポータルサイトを自ら運営することになり、(1)ラジオの聴取者を債務者が運営するポータルサイトに誘導して、会員化し、聴取者情報を把握することにより、広告主への訴求力の向上や聴取者にあわせた番組づくりができ、また会員化することによって商品代金の決済に必要な情報を管理することもできるため、代金の決算が簡易になり、商品販売も増加する、(2)ラジオで紹介した商品を債務者の営むポータルサイトのショッピングサイトで特集し、ラジオでは伝達できない視覚情報も提供することで、商品販売を促進するとともに、聴取者のニーズも捉えられることになるし、販売機会を獲得できる、(3)リアルタイムの放送を聴取できなかった聴取者に対して、過去の番組を有料でダウンロードする仕組みを債務者が運営するポータルサイトから提供することにより、課金収入を得ることができることはもちろん、ラジオ放送そのものへの聴取者の繋ぎ止め効果や満足度向上に役立つ、(4)以上のようなサービスの向上によって、債務者のポータルサイトの魅力が増して訪問者が増加し、その結果、ラジオ放送自体の聴取率が上昇し、サイトともども広告媒体としての価値が増加して広告収入が増加する。」

これを読むと、ライブドアがニッポン放送を買収してやりたいのであらうと想像して筆者が3月7日の1769号(<http://www.ycaster.com/news/050307.pdf>)に書いたことが間違っていなかったことが明らかである。堀江社長は「インターネット、IT、それにフィナンシャルの融合」と言っている。はたして放送局のHPをライブドアのHPのようにポータル化して、ショッピングやオークション、さらには金融取引まですることが良いことなのか。筆者はそうは思っていない。

裁判で勝った、負けたと言っても、それは一時のことである。結局の所、50年の歴史の中で番組を作り続け、今後も作り続ける従業員の人達、その放送を聞く人々がそれをどう考えるかが一番重要だと思うし、視聴者・聴取者が離れば放送局はいくらインターネットと融合しても役割を果たせない。その辺の説明が全くないままに話しが進んでいるのが心配だ。

金曜日の東京地裁地裁判決は、商法や有価証券法を厳密に解釈し、また国際的ビジネス慣行から考えれば当然です。ライブドアがニッポン放送の株を最初に大量取得した方法を裁判所が問題ありとしなければ、フジサイドの勝ち目はなかったと言える。今回東京地裁は判決において「ライブドアは明文的にはクリーンハンド」だと言ったのだから、裁判所の判断はあなる。

筆者はこの週末に果たしてアメリカやイギリスの放送局のサイトがショッピングやオー

クション、さらには金融取引が出来るかかなり見てみてが、そういうサイトは一つもなかった。ほとんどが日本の多くに放送局サイトと同じ番組関連である。まあそれが今でも「世界の流れ」でしょう。ショッピングやバンキングは、放送局のサイトでやるものではない。

ライブドアはその意味で、報道や放送のコンテンツのところで、ネットと既存メディアで何が前進と言えるのかを言わないと、買収を仕掛けている先の企業の従業員らでさえ最終的な支持は得られないような気がする。

それでは、皆さんには良い一週間を。

《当「ニュース」は、住信基礎研究所主席研究員の伊藤 (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》