

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1744号 2004年08月23日(月)

《 still below historical highs 》

今週のレポートの主なポイントは以下の通りです。

1. 先週末のニューヨーク市場では原油相場が高値波乱だった。バレル50ドルに迫る高値を示現した後、今度は一転して47ドル台に反落した。波乱でも高値水準維持の原油相場は、原油やガソリンが依然として世界経済のエネルギー源の大宗であるがゆえに、今後の世界全体の経済や市場の行方に大きな影響を与える
2. 原油価格の高値持続は世界経済にとって打撃になる。エネルギー効率のレベルが高く、石油を長期契約で調達している日本のような国でも既に一部の関連製品が原油高故に高くなっている。外貨事情の悪い中小の国々、国の発展が急速でエネルギー需要が高まっている中国、インドなどの国では打撃が大きく、一部では夜の街のネオンサインが抑制されるとか、電力などのエネルギー供給に支障が出るなどの影響が出ている
3. 原油高を背景とするガソリン価格の上昇は、消費者の購買力を下げる。ガソリン購入にかかるお金が増加するためだ。これは国民経済の6割とか7割が消費で成り立っている先進国の経済に打撃を与える。原油価格が10ドル上がった状態では、国によって違うがGDP伸び率は0.数%は下がると見られる。70年代や80年代のように原油急騰が直ちにリセッションをもたらすわけではないが、原油の高値維持は経済にボディーブローになる
4. 世界の原油市場で起きているのは、過去に見られたような「供給ショック」ではなく、「需要水準の切り上がりによる基調的な需給タイト」だ。それが価格上昇の根底にある。よって「石油ショック後の石油価格は急落」という従来の経験則が生きないと思われる。供給サイドの産出国内の力関係も、石油輸出国機構(OPEC)が価格支配力を失うなどの変化が見られる
5. 原油価格の上昇は、市場の先行きを複雑にする。そのものはインフレ率を押し上げる要因だが、それによって経済の伸び率が低下し、また金融政策が引き締めになれば、それはデフレ圧力になる。今の世界経済には豊かな労働供給力、技術革新が持つ価格引き下げ余力などデフレ圧力も多く、どちらが出てくるかはケースバイケースである。もし世界経済がデフレ圧力を強めれば、それは原油価格の下げ圧

力になる

6. 原油相場の動向は当然ながら、株式、為替、債券などの市場に大きな影響を与える。株価はしばらくの間、「原油価格本位制」とも言える状況になった。今は脱したが、それは「原油価格もそろそろ天井」との見方が出てきたため。原油高の打撃が大きい国の通貨は売られ易くなる。債券相場は原油高がもたらすインフレ圧力とデフレ圧力の間で揺れる

バレル47ドル台にある今の石油価格の実質的な価格水準はどの程度なのか。週末のウォール・ストリート・ジャーナル（WSJ）の記事には、世界の石油価格がインフレ調整後一番高かったのは1981年で「世界の石油価格はバレル73ドルだった」と指摘している。それが本当だとすると、現在の石油価格は当時に比べて55%も低いということになる。それほど騒ぐことではない、との見方も出来る。

しかし、WSJがインフレ調整後の石油価格が73ドルになったとする80年代の前半は、第二次石油ショック後の厳しい世界的なリセッションの時期だった。インフレ率も高かった。つまり、それだけ当時の石油価格の高騰は、世界経済に対する打撃が大きかったことになる。70年代前半にもあった第一次石油ショックも、世界経済に大きな打撃を与えた。厳しい景気減速と激しいインフレである。

この過去2回の経験に照らせば、現在の原油価格を巡る状況は世界経済に対してそれほど強圧的ではない。実質価格がまだ低いこともあって、世界経済の成長率に対する押し下げ効果はまだ小さいと見られており、今回の原油高によって「世界経済がリセッションに陥る」とする見方は小さい。せいぜい成長率の低下、インフレ率の若干の上昇程度との見方だ。そういう意味では対処可能のように見える。その分だけ危機感もまだ薄い、と言える。

《 but high prices are here for long 》

ただし、原油市場を巡る状況に関して我々市場の人間が認識しなければならないのは、石油市場を巡る環境の大きな変化である。

第一に言えるのは、過去の石油市場で発生したショックが「供給ショック」、つまり生産国の行為（具体的には供給の削減ないし減少）が起点となっているのに対して、今回は根底に「需要水準の切り上がりによる需給タイト」がある、という点だ。具体的に言えば、インドの今年の石油需要は昨年比で11%は増加したと言われるし、中国の今年の石油入需要は昨年比40%増加する、との見方もある。多人口のこの二カ国の需要動向だけを見ても、世界の石油市場ではこうした顕著な需要サイドの大きな流れがある。先進消費国の代表格であるアメリカの石油需要も増加基調だ。

第二に、こうした需要サイドの基調的な盛り上がりがあるが故に、「石油ショック後の石油価格はだいたい急落」という従来の経験則が必ずしも生きないと思われる点。現在の石油価格には「投機ファクター」が潜んでいることは確かだ。先週末のニューヨーク市場での値

動きを見ても、50ドルの高値に近づいた石油価格はフラジャイル（脆弱）である。株価や為替相場が今夏に動きを鈍くする中で、世界の投機資金はイラク情勢やロシア、ベネズエラの状況を理由に原油市場で仕掛けを行っている、という面もある。

投機、投資の資金が値動きを荒くしている要素は確かにあるだろう。しかし、あらゆる資金の動きには、それをある程度正当化するベースの動きがある。それが今回はアジアを中心とする経済成長の加速傾向、それに伴うエネルギー需要の増加である。

その結果はどうなるか。第一は、今のバレル50ドル近い価格が維持できない水準で今後下落するにせよ、過去に見られたような大きな、そして持続的な下落とはならず、例えばバレル30ドル台の前半で下げ止まりとなつて、過去に比べれば石油の価格水準が高止まりする可能性が高い。その均衡点がどこになるかを予想するのは難しいが、今の世界の原油市場を見ている専門家の間では、バレル30ドルから35ドルを予想する向きが多い。筆者もそう見る。

第三に、需要レベルの全体的な上昇の中で、産油国サイドの内部で力の変化が起こっているという点だ。世界の石油供給サイドを押さえてきたのは、OPEC である。過去2回の石油ショックでも、主役は OPEC だった。OPEC の供給削減（意図的、結果的）が世界の石油価格を押し上げた。それは世界の石油供給市場に占める OPEC の位置が非常に高かったからである。

石油需要は70年代、80年代、90年代と跛行的ながら増加して、インド、中国の需要急増もあって現在は日量8170万バレルに達していると思われる。しかし、そのうちOPEC の産油量は3000万バレル弱に過ぎない。つまり、世界の産油量の大宗は非 OPEC 諸国になっているのである。むろん、輸出可能量という点では OPEC の地位は圧倒的だし、団結力も他の産油国にないものだ。しかし重要なことに、OPEC 諸国は概ね国家財政が厳しいこともあって「武器としての石油」を使うようなかつての余裕はないし、実際に大部分の国はめいばいの産油・輸出を行っている。今現在で言えば、増産余地があるのはサウジアラビア程度で、それも日量150万バレル程度とも言われる。

その結果は、OPEC 加盟国以外の生産国における供給事情のわずかな変化に、世界の石油市場が敏感に反応する市場の形成だ。その結果として OPEC の価格支配力は大幅に低下した。最近の事件を例に取ると、ロシアのユーコスを巡る問題がある。同社の石油生産量はせいぜい日量で170万バレル程度。しかしこの比較的小さな産油量を巡って、世界の石油市場の相場は大きく揺れ動いた。世界の石油市場は、一時ユーコスの運命とともにあった。OPEC やサウジが追加供給宣言をしても、世界の石油市場は落ち着かなかつた。それはその宣言が空疎なものとして市場を読み取ったという以上に、OPEC の追加生産余力を市場が見切っていた面が強い。

OPEC 諸国が財政事情などから目一杯の生産を続けざるを得ない環境の中では、世界の石油市場の価格決定力は他の生産国や供給業者の動向に移る。既に目一杯に生産しているという事情以外に、OPEC には「石油価格を押し上げると、その後には価格が急落し、そ

の結果産油国の受ける打撃も大きい」との学習効果が効いている。実際の処、OPEC は石油価格が法外な水準に上がることを歓迎していない。価格が上がれば新規油田の開発意欲は高まるし、大体エネルギーの開発も促進される。それは OPEC にとって地位の低下を意味する。

おそらく、世界的なりセッションが起きて、世界の石油需要レベルが大きく下がらない限り、今のタイトな世界の石油市場環境は変わらずに、危機発生時以外の大部分の時期における水準に比べれば、世界の石油価格高い水準で推移するだろう。

《 the peak could be close 》

世界的な原油相場高が各国経済や各市場に及ぼす影響は異なる。まず言えることは、下落にしろ上昇にしろ、市場の価格が直ちに経済活動そのものに影響を与えるケースとそうでないケースがある、国によって違うと言う点である。

日本は原油のほとんどを長期契約で輸入している。「長期」とは、一年間とか長い期間の輸入価格があらかじめ決められている、と言うことである。長期契約の期間中はスポット市場で何が起ころうが、基本的には輸入価格は変わらない。市場価格の変化に直ちに影響されるのは、長期契約を結ぶような力がなくて、もっぱら石油をスポット市場で輸入しているような国である。日本では信じられないことだが、最近アジアの小さな国のニュースとして、「電力などのエネルギー供給事情の急激な逼迫」を伝えるニュースがあった。短期的な石油市場の動揺が、日本の経済に与える影響は小さい。

エネルギー効率も問題だ。同率が高く、むしろ最近において輸入量が増えていない日本のような国は、価格上昇には強い。逆に、エネルギー効率が悪く、最近において石油輸入量を増加させているような中国、インドのような国は、価格上昇の打撃は大きい。輸入量が増えていると言うことは、新規の契約が増えていると言うことだから、最近のスポット相場の価格上昇を契約に盛り込まざるを得ない。

アメリカのように、交通手段のかなりの部分を車に頼っている国もガソリン価格上昇の影響を受ける。特に同国の消費（GDP の 7 割弱を占める）が受ける打撃は大きいと思われる。ガソリン価格の上昇は、日本で言ってみればいきなりいつも使っている電車などの交通手段の代金が 2 割、3 割上がったようなものである。消費全般が打撃を受けない筈はない。他の消費に回るお金が少なくなる。そしてガソリンに払ったお金は基本的にアラブの王様に行ってしまう、彼等はそれを消費にではなく、投資に回す。

全体的に言えることは、石油価格の上昇は先進国 GDP の 6 割とか 7 割を占める消費に打撃を与え、インフレ圧力を高めて金融引き締めの可能性を高める。40 ドル台の後半に石油価格が上昇する過程で世界の株式市場が不安定になったのは、それを背景にしている。石油を長期契約で調達している日本のような国でも既に一部の製品が原油高故に高くなっているが、外貨事情の悪い中小の国々、国の発展が急速でエネルギー需要が高まっている中国、

インドなどの国が受ける打撃は大きい。

為替相場に対する影響は必ずしも読み切れない面がある。例えば過去の常識から言えば、「エネルギーの大部分を原油に頼る日本は石油価格の高騰に弱い」とされてきた。しかし今回の石油価格高騰の中で進んだのは対ドル、対ユーロでの円高だった。それは「このままの石油価格の高騰は続かない」という読みがあつての動きかもしれないが、必ずしも過去の経験則は生かない。筆者は今のレベルで原油価格の高騰が止まるなら、110円前後のドル・円相場がしばらく続くものと考えている。

債券相場は複雑だ。原油高はそのものはインフレ率を押し上げる要因だが、もしそれによって経済の伸びが鈍化したり、金融政策が引き締めへ転じれば、それはデフレ圧力になる。今の世界経済には豊かな労働供給力、技術革新が持つ価格引き上げ余地などがあり、もともとデフレ圧力が強い。原油高がどちらの影響を及ぼすかは、ケースバイケースである。さらに言えば、今の原油高が行き過ぎて世界経済が大きく減速したり、マイナス成長になってデフレ圧力になれば、逆にそれは原油価格の下げ圧力になる。

今のところ、世界の市場が発している原油高騰に対するシグナルは、「そろそろピークだ」という理解だ。例えば先週一週間のニューヨークの株式市場は、原油高の進展にもかかわらずダウで2.9%、Nasdaqで4.6%も上昇した。それまで売られすぎていたという事情はあるが、こうした値動きは原油相場に対する先行きに対する「見切り」がなければならぬ展開である。筆者は、先週ニューヨーク市場が示した「見切り」は十分な妥当性があると見ている。

今週の主なレポートは以下の通りです。

8月24日(火)	閣議再開 経済財政諮問会議(引き続き、郵政民営化集中審議) 米7月中古住宅販売
8月25日(水)	米7月耐久財受注 米7月新築住宅販売件数
8月27日(金)	7月労働力調査 7月家計調査(勤労者世帯) 8月東京都区部消費者物価指数 7月全国消費者物価指数 米2四半期GDP(速報) 米2四半期GDPデフレーター(速報) 米2四半期個人消費(速報) 米2四半期企業収益(速報) 米8月ミシガン大学消費者信頼感指数

先週のニュースの中で「やはりそうか」と思ったのは、テラー米財務次官が19日にニューヨーク市内で記者会見し、10月開催予定の先進7カ国財務相・中央銀行総裁会議(G7)に中国を招待する方向で関係各国と協議していることを明らかにしたこと。当然でしょう。中国を抜きには世界経済を語れないことが多い。

同次官は「中国は世界経済の大きなプレーヤーで、先行きにも重要な影響を与える」ことを理由に挙げ、中国の閣僚級が初めて、討議に参加する方向で調整が進められていることを示唆した。その上で、対米ドルで事実上の固定相場制を採用していることを牽制し「柔軟な為替制度への移行が中国、世界各国にとって好ましい」と強調したという。ただ、中国の参加は世界経済に関する議論など会議の一部にとどまる見通しという。

《 have a nice week 》

眠い日が続きますね。今朝も眠い。野口さんがゴールするまでじっと見てしまいました。高橋さんはどういう気持ちでこのレースを見たんでしょうか。でも二大会連続の日本勢の女子マラソン金。素晴らしい。夏の暑さは収まらないのですが、風が少し涼しくなったので、夜更かししてもちょっと助かる。

別にオリンピック効果と言うことではないのですが、「こういう人間が住んでいる日本って国は好き」と思うシーンが増えてきたな。オリンピックで言うなら、負けた奴も、勝った奴も、面白い日本人が数多く登場している。勝った直後に雄叫びを上げてインタビューの最初に聞かれもしないのにアナウンサーの顔も直視しないで「チョー気持ちいい」と独り言を言った奴、銀を取り「ランクを上げるのに20年かかったので、もう20年…」と言った41才。へえ、61才で金かよ。夜中にテレビを見ていて、「ほんとかよ……」と思って身を乗り出した女子自由形800メートルの彼女。歯が不揃いなのがかわいいですね。

田中雅美選手にはもう次のオリンピックはないだろうが、まあでもシドニーの時のチームの銅が一つ残った。個人で取れなかったのは、なにか糧になりますよ。千葉すずさんのように、相方がメダルを取るかもしれないし。井上康生だって終わった訳じゃない。人間にはバイオリズムがある。彼には悪かっただけで、柴田さんには最高にそれが働いただけだと思う。

日本人が思っている以上に海外の連中が、日本を「cool」(クール)だと思う理由は私は外国人でないから分からない。しかし、一つ言えるのは選択肢の多様性が豊かさや自由さの中で保証される中で、おもしろい連中が増えていて、勝手なことをし出している、その中でもいろいろな意味で美意識を忘れていないからだと思う。

北島もそうだが、オリンピックのインタビューを聞いていると、「気持ちいい」という言葉が数多く聞かれる。統計を取ったわけではないが、勝った直後に「気持ちいい」と言った日本人ってこれまでそんなにいたかな。安心したっていうのが多かったような。「気持ちいい」というのは、本当に自分も楽しんでいる証拠だと思う。もっとおもしろい人間が増え

れば良い、とも思う。

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 (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》