

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1603号 2001年08月20日(月)

《 impotence of monetary policy 》

今週のレポートの主なポイントは次の通りである。

1. グローバル・スローダウンが一段と厳しくなってきた。先週は、欧州経済のエンジンであるドイツの中央銀行（ブンデス）が月例報告で、今年第二・四半期の同国の成長率がゼロ近辺に落ち込んだとの判断を明らかにした。今週発表の同四半期公式暫定統計ではマイナス成長が明らかになるうとの見方が強い。この結果、ユーロ圏経済全体がリセッションに陥る可能性が出てきた。ドイツ経済の立ち止まりは、同国経済の牽引車である輸出鈍化を背景とするもの
2. 世界経済を見ると、日本もゼロ成長の前後をうろろうしている状況であり、韓国、台湾、シンガポールなども著しい経済成長の鈍化、マイナス化になっている。中南米経済はアルゼンチンを筆頭に苦境が続いている。今の世界経済でプラス成長を続けているのはアメリカだけで、そのアメリカも成長率が下がっている最中であり、今の世界経済はエンジンを失った形だ
3. 先週は日銀が金融緩和の度合いを強める措置を打ち出したが、市場が抱いた意外感のごく短時間で消えた。今週は21日にFOMCの利下げが予想されるが、この利下げも既に100%市場に織り込まれた状態。仮に下げ幅が0.5%であっても、市場の意外感はそのほど強いものではないだろう。ECBの利下げもいつあってもおかしくないが、これも市場は既に織り込んでいる。つまり、「金融政策の不能性」(impotence of monetary policy)が一段と強まっているというのが当たっている
4. こうした中では、世界中の株式市場は今週も下値不安の強い展開を示すことになる。日本を含めて一部の市場は底値圏に達していると思われることが唯一の反発要因で、実際にそうした局面はあるだろうが、今の企業業績の状況では持続的な反発を期待するのは時期尚早だ。前回のレポート(8月6日号)でも指摘したとおり、アメリカの景気に力強さが出てこない限りは、ドルを取り巻く環境も同通貨の上方硬直性が高く、下方誘因(円高圧力)が強い。こうした中では、日本など特殊な債券売りの要因(巨額の財政赤字)が潜んでいる国は別にして、世界の長短金利には低下圧力が強まろう

この週末で筆者が一番興味を持ったし、一つのポイントを突いていると思ったのはウォール・ストリート・ジャーナルの「There's Nothing On the Horizon To Lift Markets」という見出しの記事である。「地平線を見る限り、株式市場を引き上げる材料は何もない」というもの。

あとの「今週の予定」で見るとおり、今週は21日の火曜日にFOMCがある。それが分かっているウォール・ストリート・ジャーナルはこの記事を掲載しているのである。書き出しはこうだ。

「Monetary policy decisions normally attract a lot of attention on Wall Street. But the expected rate cut from the Federal Reserve -- one of the only scheduled events of note in the coming week -- is likely to be the very definition of "anticlimax."」

「FRBの金利操作は通常はウォール街では大いなる関心事項だ。しかし今回は、予想されるFOMCの利下げは拍子抜け意外のなにものでもないだろう」と冷たい。冷たいが、実際その通りだろう。仮に下げ幅が0.5%になっても、その効果は持続しないと考えられる。なぜなら、金利は既にかなり下がっており、これ以上金利を下げて景気悪化の一番肝心な部分の治癒に役立たないことが判明しているからである。環境整備の意味しかない。

金利の低下は例えば「住宅建設」など金利に敏感に反応するセクターには強く働き、実際アメリカ経済はそうした動きを示して、それが経済全体のマイナス成長への落ち込みを防いでいる。しかし、住宅市場の軟調が今のアメリカ経済の苦境ではないことは誰でも知っている。現在の環境では金融政策は「患部に直接効く薬」ではないから、当局（グリーンズパン）が頑張ってみても市場は直ぐにその措置の限界を悟ってしまう。

これはある意味で、日本の金融政策が90年代ずっと陥ってきた「金融政策の不可能性」をアメリカの金融当局も抱えたことを意味する。

〈 obstacles to growth 〉

筆者が世界経済の成長鈍化に関して感じたのは、今の世界経済は金利要因ではなく、いろいろな意味で「成長の壁」に直面している可能性があり、そうしたものをクリアしなければ金融政策で相当刺激措置を行っても、力強い成長を取り戻すことは難しいのではないかという点である。

「成長の壁」とは難しい言葉だが、身近に引き直せば判りやすい。インターネット・ブームが一服してハイテク分野でつい二年ほど前から世界の期待の星になったのは、携帯電話である。その成長ペースは実に素早かった。I modeなど電話機能にネット端末の機能を付加したサービスは、99年のスタートから猛ダッシュで、何百万の普及に及ぶ

前に1年かからなかった。先進を走った日本がそうだったから、これを世界に引き直せば素晴らしい産業になると誰もが思ったし、実際に関連株価も大幅に上昇した。

しかしその「携帯先進日本」を見ても、「携帯成長の壁」はいくつかのところで見ることが出来る。まずは携帯電話の普及がPHSを入れて7000万に近づいて、対人口比ではかなりの飽和状況が生まれているということ。この状況を抜け出すにはネット端末機能を著しく高めるIPV6システムが普及して家電などに組み入れられ、一人何台というレベルで生活にとけ込む必要があるが、そこには到達していない状況である。従って、携帯電話の普及ペースは先頭を走った日本でも今後かなり落ちてくると予想される。

ごく身近な問題に限ってみても、携帯電話の将来性を疑問と思わされるような事態が数多く発生している。「期待の星」にしては現実には解決すべき問題が多いことが明確なのだ。早急な対処が必要なのは、ネット端末であるが故に抱えた問題だ。具体的には、迷惑メール。「迷惑メール」など着信したら消せば良いという段階を今は超えている。

筆者はあえてI modeを意図的に電話番号のままメールアドレスにして使用している。多くの人に「変えた方が」と言われるが、変えない。これは携帯端末メールの世界で何が起きているか実感できるからだが、その迷惑メールの頻度たるや最近では常軌を逸するレベルなのである。例えば8月1日の午前8時から24時間、私の携帯電話に着信する出会い系メールを放置して、何通来るか見た。

その間の着信迷惑メールは、実に30通に達した。最近ではトレンドとして増加しているから、今後も増えるだろう。その割合から見れば、8月は一ヶ月で1000通は来ただろう、と推測できる。とすれば、年間では最低1万2000通。これはもう、ネットワークへの不当な負荷以外の何物でもない。ドコモが毎月100通とか200通分の着信料を料金対象から外すと言っているのをあざ笑うような実体があるのだ。

料金面でも、不用メールの処理の手間の面でも大変であり、「私はこれで携帯電話をやめました」と言う事態が生じかねない状況だ。迷惑メールを懲りずに送る業者があるということは、彼らにとってはその経済行為はペイする自信があるのだろうが、システム全体としては大きな負荷だし、携帯メールシステム全体の有効性を疑いたくなるような事態だと言える。

ドコモは「メールアドレスを変えれば…」と利用者に呼びかけているが、例えば70才を優に超えた筆者の母親がアドレスを変えられるとは思えないし、実際に変えられない。彼女の携帯メールには毎日30通以上の迷惑メールが届いたままになっている。こんなメールで利用者が多額の料金を支払わされているとしたら問題だし、システムへの負荷を軽減するという意味でも、こうしたメールは入り口で抑制するシステムが必要なのだと思うが、その対処が出来ていない。メールアドレスを変えた人でも、迷惑メールのシステムに捕まって、その後は不要メールに悩む人が多い。

現行携帯電話システム(G2)の問題点も出てきている。特にドコモの携帯電話での発生件数が多いと思うのだが、それは「通話不能」状態。携帯の窓が「しばらくお待ち下

さい」となる。最初何を意味しているのか判らなかったが、実はこれは区域内での電話使用が多すぎて、繋がらないということらしい。

筆者は今年の夏だけで二回も経験した。まず、その時いたオフィス近くの神宮花火大会開催時に一回、次に長野県の諏訪での花火大会で一回。かなり広く区域で、完全に使えなくなる。ともに大勢の人が集まり、携帯電話を使ったからで、ドコモによれば金曜日の夜の新宿、渋谷などでも時々見られる現象だという。

私が経験したのは両方とも花火大会だから、事前に待ち合わせ場所を決めなかったカップルやグループが出会えなかったくらいで、そういつては失礼だが損害は軽微だ。しかし、これが大きな災害時であれば、一番必要なときに使えない危険性がある。現在のドコモの携帯電話システムが既に余裕のないものになっていることが明確になっている。これも、携帯電話に対する信頼性を揺るがすものだ。

そこでドコモとしても、現在の第二世代に続く第三世代（G3）の携帯電話への期待が強いのだろう。5月から正式運用の方針を変え、一歩引く形でFOMAの試験運用に入っているが、利用者が首都圏4500人しかいない試験運用の段階でも評判は悪い。

- 1．高層ビル街で特に通話が切れる
- 2．バッテリーの持続時間が短い
- 3．サービスのコンテンツが揃っていない

などが不満の主な要因だと聞いている。私は4500人の試用者の仲間に入ろうとしたが外れているのでマスコミの報道を頼りにこれを書いているのだが、どの関連記事を見てもFOMAの評判は良くない。いったい秋から正式運用できるのだろうか。FOMAが日本の秋における正式運用開始でスタートダッシュに躓けば、これは世界の携帯電話事業にとって大きな後退となる。なぜなら、携帯ネット端末事業は今後の世界経済を引っ張るハイテク分野の一番手と見られていたのに、世界経済はその重要セクターを失うか、失わなくても「エンジンとしての強い出力」を期待できなくなるからである。

こうした問題を解決しないと、せっかく次世代の日本産業のホープ、そして世界の産業の星と期待してみても、「携帯電話」と呼ばれるネット端末は成長の壁に直面するだろうし、社会からの支持も集まらなくなるだろう。日本だけでなく世界を見ても、携帯電話のモメンタムは著しく減速している。「ハイテク産業の次代の星」と見られた携帯電話がこうだから、産業のコメである半導体は元気がなくなるし、それはハイテク産業全体の足を引っ張る。

インターネットも光ファイバーの手前で足踏みしている。実は、こうした「成長への壁」または「次世代テクノロジーへの端境期」環境が、世界的なハイテク不況の背景にある。こうした問題を一つ一つ解決しなければ、産業活力源としての「携帯電話事業」は活発化、新たなテークオフをしない。金利や財政などマクロ経済政策以外の、産業政

策、テクノロジー面での支援が必要だし、それの方が景気の回復に役立つと筆者は見ている。

《 Japan might intervene....but 》

為替相場に関しては、前回の当りポートで取り上げたようにアメリカでの景気論争の高まりと、回復時期の先延ばしの中でドルは取引レンジを数円切り下げた。8月6日時点からの変更点を挙げてみると

1. 米景気回復時期が先延ばしになりつつある状況
2. それに関する現行政策の有効性に対する疑念の高まり
3. ブッシュ政権の為替政策変更への予想の高まり
4. 日本の通貨当局の円高への警告スタンスの明確化

などであろう。オニール財務長官のこの週末も「アメリカの為替政策に変更はない」と述べているが、市場の疑念は消えていない。なぜなら、「変わっていない」と主張してアメリカへの資本の流入に誘因を与えながら、実際にはドルが下がっても介入しないというスタンスを使ってドルの実質的減価を推しはかる可能性があるからだ。市場のこうした懸念を消すのは難しい。なぜなら、このレポートで何回も指摘しているように、ブッシュ政権は「介入」をあらゆる意味で忌避する傾向が強いからである。

こうした中で徐々に明確化してきたのは日本の通貨当局の「円高嫌悪姿勢」である。それはより鮮明に黒田・財務省財務官の発言に見られる。今の日本の経済情勢では、「一番欲しくないのは円高」であることは明確で、米政府が介入に消極的なのは対照的に、日本の通貨当局は必要があったら介入するとの姿勢が鮮明だ。それがドルのレベルを対円で保っていると言える。

しかし、この「介入」示唆は「使うまで有効な宝刀」にとどまる可能性もある。抜いた瞬間に「(介入が)単独」であることが分かれば、その威力は著しく落ちる。日本の過去の介入実績は高くない。成功するためには、「協調」が必要だが、その可能性はブッシュ政権の下では極めて怪しい。日本の通貨当局にとっては、難しい局面が続く。

今週の主な予定は以下の通りです。

8月20日(月)	米7月コンファレンスボード景気先行指数 米7月財政収支
8月21日(火)	米FOMC
8月22日(水)	6月産業活動指数 米7月半導体製造装置受注
8月23日(木)	経済財政諮問会議「経済動向分析・検討チーム」

8月24日(金)

全体会合
米7月耐久財受注
米7月新築住宅販売

《 have a nice week 》

先週はお休みしました。2週間ぶりですが、皆様にはいかがお過ごしでしたか。最近でこそ少し暑さも緩和してきたのですが、今年の夏は本当に暑かった。私がよく行く諏訪は、「避暑地」として有名なのに、今年の夏はエアコンを入れなければとても過ごせないほど暑かった。私が子供の頃など、諏訪には冷房装置など一般の家にはなかった。今でもほとんどない。必要ないからです。夏でも、夕暮れになればスッと涼しくなる。

ところが、今年は違った。夜は、まるで熱帯夜の東京だった。で、私も今年の7月に両親の家に「必要だから」とエアコンを買った。同月に日本全体でエアコンを買った166万人の一人となったのです。両親は最後まで「必要ない」と反対した。彼らには自分達の歴史にはなかったから、受け入れられなかったのだろう。しかし入ったら、「やっぱしょかった」と。それほど今年の夏や暑かった。

次に吉野家。280円、280円とうるさいので、どんなもんだろうと思って10日ほど前に入ってみました。夕方の時間で、えらく混んでいた。私が興味を持っていたのは、特盛、大盛、並盛の値段がそれぞれ下がったのは報道されているから分かったが、他のモノは... という点。

私の過去の記憶と比較する限り、それらは何も変わっていなかった。たまごは50円で据え置き、みそしるも50円で変わらず、コールスルー(でしたっけ)は140円、おしんこは90円。変わっていない。つまり、吉野家は代表商品を大幅に値下げしたのは確かだが、代表的な食事例のトータルで見たらそれは報じられているほど下げ幅は大きくないということが分かった。

なぜなら見ていると、「並盛り+お茶」という完全に280円の組み合わせで食事をする人はあまりいない。というよりほとんど居ない。最低「並盛り+みそしる+お茶」で、もっと典型的には「大盛り+みそしる+たまご+お新香」となっている。

つまり、消費者が吉野家で食事する時に使うお金はやはり500円を大きく上回っている。400円から280円への120円なりの下げは、この分母に対する下げ幅と見るのが自然だということが分かった。でそれを自分のサイト(ネット)に書いたのです。そしたらそれを読んだのか<^!^>、吉野家は「その他品々」も下げると言い出した。どのような価格帯になるのか。

一つ分かったことがある。それは、吉野家で一人で1000円食べようと思ったら、至難の業だということだ。ビールなどの飲み物を取らないケースでは。しばらく店内にいて気づいたのは、凄い「顧客回転率」だということだ。今まで食べていたと思う人が、

もういない。

平均何分ぐらいいるのだろうか。多分7～8分ではないか。1時間に同じ席に例えば8人が座り、その人が平均500円を払うとすると4000円。最近では居酒屋で2時間食べて飲んでも4000円くらいの店はあるから、はるかに吉野家は回転率が高い、効率が良いということになる。まあこれからの店は、「どちらを取るか」「特徴を何に求め、ウリをどう作るか」でしょう。

《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》