

Contents

特集：日米の不安な株価 1p

<今週のThe Economistから>

“Can it fly?” 「鳩は飛べるか？」 6p

<From the Editor> 「今週の新聞記事から」 7p

特集：日米の不安な株価

2000年前半はG8すべてがプラス成長を見込み、世界経済の前途は明るく見えました。沖縄サミットが「IT」をテーマにしたのも、ほかに深刻な問題がなかったからにほかなりません。しかし9月以後はユーロ安、石油高が全世界に影を投げかけています。

たしかに米国経済は頃合の減速ムードで、日本経済は民間設備投資を中心に予想外に底固く推移しています。それでも先行きへの不安さは、それぞれの株価を見れば一目瞭然。NYダウは一時1万ドルの大台を割り、TOPIXは1400前後まで急落しています。この現象をどう見ればいいのか。日米それぞれの株価について考えてみました。

米国バブルはどうか？

9月26日、経団連で行われた会合で、米国のIIE研究員のアダム・ポーゼン氏は最近の米国経済について以下のようにコメントした。

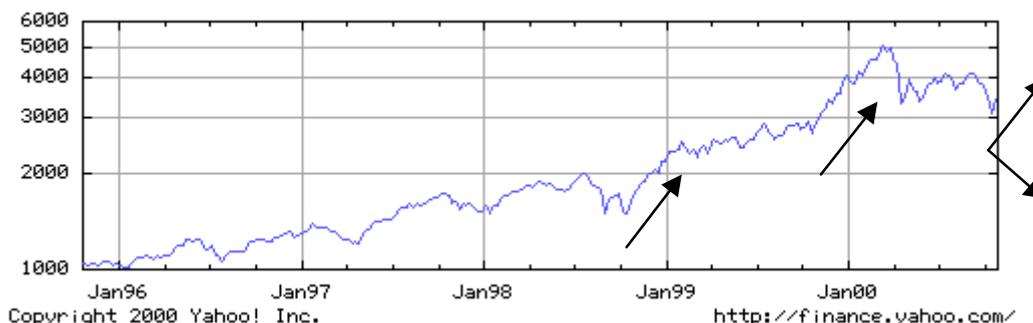
- ・日本からワシントンに来る客はかならず、「いつ米国のバブルは崩壊するのか」と聞く。私の答えは「**確かに米国はバブルだ。だが破裂する兆候はない**」。株式市場に流入したマネーは、今後は海外に向かうだろう。また日欧の経済回復により、米国のひとり勝ち状態は修正されると見る。
- ・仮にバブルが崩壊したとしても、金融システムと監視体制が強力である、实体经济に競争力がある、財政や金融政策発動の余地がある、流動性に問題がなく、分散投資が行われている、などを考えれば、**90年代の日本のようににはならない**だろう。不動産価格の上昇もたいしたことはない。

これは最近の米国エコノミストとしては平均的な回答といえよう。その背景には、ニューエコノミーに対する自信がある。本誌10月6日号でも取り上げたように、長年にわたるIT投資の結果、米国経済の生産性は向上している。**潜在成長力が高まったわけだから、経済運営の大失敗がない限り、21世紀においても高い成長が期待できる**。そして経済運営に当たっているのは、市場の信認の高いグリーンズパンFRB議長である。

ところが今月、NYダウは一時1万ドルを割り、ナスダックに至っては9月冒頭から10月中旬にかけて4000p前後から約3000pへと急落した。これをどう見たらいいのか。ナスダック市場は、98年と99年には「10月安値、12月高値」を繰り返している。98年には10月8日から12月31日までに62%上昇し、99年は10月18日から12月30日に55%上げた。今年も同じパターンがあるかもしれない。米国の投資信託の多くは12月末に決算期を迎えるので、年末高値は誰もが待ち望む展開である。ゆえに今年も「10月が買い場」という見方は少なくない。

過去5年間のナスダック市場

NAS/NMS COMPOSITE (NASDAQ Stock Exchange)
as of 21-Oct-2000



その一方、9月22日に起きた「インテル・ショック」のような異常な動きが気にかかる。業績予想の下方修正に伴い、株価が1日で22%も下落し、失われた時価総額は900億ドル（約9兆5000億円！）にも及んだ。その後もNY株式市場では同様の動きが続いている。9月末にはアップルの株価が1日で半値になるという事件があった。10月18日にはIBMの7-9月期決算が予想を下回ったことで、ダウ平均が1万ドルを割り込むきっかけとなった。

これまで株高の主役を務めてきたハイテク銘柄が総崩れを始めている。

株価下落の本当の理由

今のところ、株価下落の原因とされているのは「ユーロ安と原油高」である。そして難航している中東和平がその背景とされている。たしかに「平和と領土の交換」という和平の枠組みは崩壊寸前であり、イスラエルとパレスチナの間では大規模な衝突が繰り返されている。さらに米国の駆逐艦がテロに遭い、フランスでシナゴグが焼き討ちになり、英国ではユダヤ人がバスで刺されるなど、**中東の火種が全世界に波及する予兆さえある**

こうした状況を解決できる人間がいるとしたら、それは93年9月のオスロ合意からずっと調停役を務めてきたクリントン大統領を置いてほかにないだろう。しかるに11月7日には大統領選挙があり、その日を過ぎれば大統領はレイムダックとなってしまう。ゴア、ブッシュのいずれが次期大統領になるにせよ、中東和平の仲介に乗り出すまでには時間がかかる。つまり和平が成立する可能性はきわめて低いのが現状だ。

中東問題の深刻化は石油価格の上昇に拍車をかける。高い石油価格はインフレの原因となり、さらにユーロ安を加速する。ユーロ安は米国企業の欧州での収益を損なうので、株安につながるという理屈である。つまり「中東情勢悪化」「石油価格上昇」「ユーロ安」「米国企業の収益悪化」「株安」という図式が成立する。

しかしこの説明、変に筋道が通りすぎていてかえって疑わしい。ユーロ安は米国経済にとっては欧州からの輸入品が安くなるなど、メリットもあるはずである。たとえば過去の円安局面で、米国企業が打撃を受けたことがあっただろうか。石油価格についても、米国自身が産油国で在ることを考えれば、全面的なマイナス要因とは考えにくい。これらは実はあとづけの理屈であって、株価は単に上げ過ぎたから下げているのではないだろうか。

株価がバブルになるときは、「上がるから買う、買うから上がる」という循環が起きるものである。自己実現的な株価上昇期待が、実際に株価を上げてしまうのである。80年代後半の日本はまさにそうだった。

それと似ているのが、99年10月頃から始まった米国におけるハイテク株ブームだった。Y 2 Kに備えて流動性が供給されたことと、新ミレニアムを控えたニューエコノミーへの期待感がハイテク銘柄への投資を過熱した。ナスダックは3000 pあたりから一気に駆け上がり、今年3月には最高値5132 pをつけた。しかし4月には急速にネット関連株が暴落。そして現在はハイテク株全般への期待が低下し、価格調整が行われている。

米国IT産業の現場において重大な変化が進行中なのではないだろうか。シリコンバレー在住のベンチャー・キャピタリスト、梅田望夫氏は次のように書いている¹。

「今シリコンバレーは厳しい試練の真っ只中にある。 **現在の試練は、95年から99年までの5年間で支配してきたゲームのルールにかなり大きな誤りがあったことに起因している。**

この5年間における最大の誤りは、才能に対する過信に基づいてゲームのルールが用意されたということに尽きるのではないかと思う」

過去のルールに従っていた企業は清算、合併、売却、コスト削減、戦略転換などを余儀なくされる。そしてこれからの起業家は、より早い段階での収益化が求められるだろう、と梅田氏は指摘する。最近になって、「IT関連ビジネスは投資金額が大きいわりに、収益は必ずしも高くない」ことが分かってきた。過度な期待感がはがれると、遠い将来までも織り込んでいた株価は修正されざるを得ない。株安の震源地は中東や欧州ではなく、ハイテク株バブルの崩壊だと考えた方が、現実を説明しやすいのではないだろうか。

¹ 『Foresight』2000年No.10(最新号) シリコンバレーからの手紙「見なおされるゲームのルール」

株価下落のインパクト

「仮にバブルが崩壊したとしても、米国経済は十分に対応できる」という意見は多い。前述のポーゼン氏の指摘を待つまでもなく、米国の金融機関の経営は健全であり、高い収益力を誇る。実態経済は力強く、失業よりもむしろ労働力の枯渇が懸念されるほど。80年代の日本とは違って、不動産市場に膨大なリスクが貯えられていることもない。

とくに重要なのは財政、金融などの政策出動の余地が残されていることだ。米国には財政赤字があり、すぐにでも大規模減税を実施することが可能である。98年秋の国際金融不安時のように、機動的な利下げが行われるかもしれない。2001年1月20日にブッシュ、ゴアいずれの政権が誕生するにせよ、経済政策スタッフにはそれぞれ人材が集まっており、新政権の人事が難航することも考えにくい。つまり、**政策の失敗が事態を悪化させる可能性は低い**と見ていい。

それでも株式市場の大幅調整は、いろんな点で米国経済を揺さぶることになるはずだ。

(1) 90年代の米国経済では、IPOによる資本調達、ストック・オプション、株式交換によるM&Aなど、株価の右肩上がりを前提とした経営手法が頻繁に使われてきた。これらが機能不全に陥る可能性がある。

(2) 家計の半数近くが株を保有し、401Kなど老後の蓄えとしているために、株価の下落は単に逆資産効果を招くのみならず、消費マインドを大きく低下させることが考えられる。

(3) あまりにも長期間にわたって景気拡大と株高が続いてしまったので、現役経営者や投資家のほとんどが右肩下がり状態に不慣れになっている。

(4) 東南アジアなど、米国のハイテク株高を追い風にしていた地域が打撃を受けるので、株安が世界的に影響を及ぼす恐れがある。

最悪のシナリオは、欧州勢による対米投資が逆流を始める可能性である。今年上半期だけで、欧州企業による北米企業の買収額は実に1740億ドル。逆の資本の流れは570億ドルに過ぎず、半年の間に約1200億ドル以上の資本が欧州から米国に流れていた。米国が年間4000億ドルともいわれる膨大な経常赤字を流しつつ、ドルが堅調に推移しているのはこうした資本流入のおかげである。もしもドル資産投資の流れが止まれば、ドル高ユーロ安の構図は根底から崩れてしまう。そのときこそ、米国経済にとっては危機的な瞬間となる。

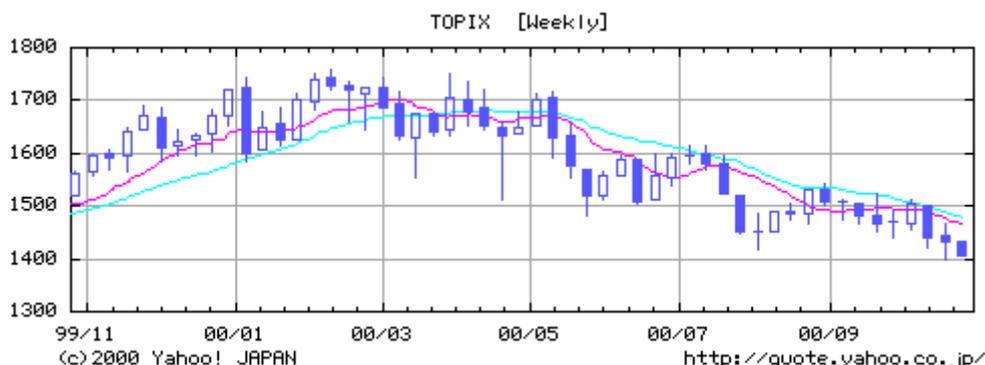
いずれにせよ、**「株が下がっても米国経済は大丈夫」とは考えない方がよいだろう**

好況下の株安が示す将来の不安

米国の株安は、当然のことながら日本の株安を招く。なぜならここ数年、日本の株式市場では金融機関が持ち合い解消のために大量の株を売却し、それを買っているのはもっぱら外国人投資家だったからだ。**外国人が買わなくなったら最後、日本株はかならず下がる** 待望久しい日本の個人投資家たちは、まだまだ本格的には株式市場に入っていない。それどころ

か、今年前半にブームになった投資信託の多くが、今年春からの相場の悪化を受けて大幅な元本割れを余儀なくされている。これでは市場が盛り上がるはずがない。

今年のTOPIXの動き



実体経済に関しては、引き続きいい数字が出ている。2000年4-6月期はプラス成長となり、7-9月期もプラス成長の見込みが大勢だ。そうなれば3四半期連続のプラス成長である。日本経済が循環的に上向き基調であることはほぼ間違いない。

しかし株価が指し示す日本経済の将来は明るいものではない。**90年代の株価は、かなり正確な景気の先行指標となってきた**。TOPIXで1400前後、日経平均で1万5000円という現在の水準は、近い将来の景気腰折れを予測しているといえよう。考えてみれば、経済企画庁が認定した直近の景気の谷は99年4月。「緩やかな景気回復」が始まってから、すでに1年半が経過している。戦後の景気拡大局面の長さは平均2年9ヶ月であるから、残りの景気回復局面が1年程度であっても少しも不思議ではない。

困ったことに、株安は日本経済の構造問題をさらに深刻にする。とくに金融機関の不良債権処理が遅れることが懸念される。99年度は株高を財源にして処理が進んだが、今年は株安という負担を背負いつつ、不良債権処理を進めなければならなくなっている。

注目すべきは、**金融再生法が2001年3月末で期限切れになること**である。現在の70兆円の公的資金注入スキームが組み替えられ、その後は危機管理枠のみになる予定。つまり2001年4月以降に公的資金を要請すると、その金融機関はみずから危機に際していることを認めることになってしまう。ゆえに資本増強を行うとしたら、来年3月がラストチャンスとなる。果たしてそれまでに金融システムの安定化が可能だろうか。

もうひとつの問題は、米国の株価下落の影響が日本に及ぶ懸念である。**日本経済の再生には、米国からのマネー供給が欠かせない**。長銀の破綻に対してはリップルウッドがリスクマネーを提供し、最近破綻した千代田生命、共栄生命に対しては、外国系生保が救済を申し出ている。「外資ばかりがうまくやっている」という批判がある一方、彼らの存在がなければこれらの企業の再生はほとんど不可能である。米国の株安が日本からの資金引き上げを意味した場合、日本経済の受けるショックははかりしれない。

現在の株安は、日本経済の前途への黄信号であると見るべきだろう。

< 今週の “The Economist” から >

"Can it fly?" October 21st, 2000 Cover story

「鳩は飛べるか？」 (p19-20)

*先の「暴力停止合意」は、両者のメンツを立てるためだけの中途半端なものだったようだ。恒久的な平和を打ちたてることは、中東においては夢のまた夢なのか。

< 要約 >

中東暴力停止合意は、脆弱で短命なものかもしれないが、慶賀すべきことである。2日間の首脳会談は失敗しても不思議ではなかった。クリントンはバラクとアラファトに対し、イスラエルとパレスチナの関係が崩壊した9月末まで時計の針を戻すよう約束させた。

双方が仲介に否定的になり、ほとんどのパレスチナ人が拒絶するとき、平和の回復はこのほか難しい。100人以上が殺され、宗教的情念がかきたてられ、撃たれる子供の映像が流れ、イスラエル兵士がリンチに遭う。流血は中東を越えて、欧州にも飛び火している。深い誤解の溝を埋めなければならないが、そのための良識は蛮行のために失われている。

バラクは脅しをかけ、アラファトは秩序を目指す、言い聞かせることは容易ではない。米国は国連の協力を得て事実調査の機関を作るとしたが、アラブは疑いの目で見ている。9月28日にシャロン党首が嘆きの壁へ行進したことが、暴力沙汰を招いたことは疑いがない。それ以前にはまだ希望があった。希望から絶望への突然さは衝撃的であり、双方の傷の深さを物語る。双方は最終妥結に向かっていただけだ。

7月のキャンプデービッドでは両者は歩み寄れる距離にいた、と本誌は見ている。詳細は明らかではないが、バラクは勇敢にも嘆きの丘の国際管理を検討する用意があったと伝えられている。これが最終オファーだった。だが、アラファトは彼らが望みうる最良の取引を拒絶した。「公正さ」は得られなくとも、現実的な妥協だったのではなかったか。

その一方、両者が歩み寄りすぎれば、それぞれの民族の怒りに触れたかもしれない。過去3週間の感情を見るに、双方のリーダーが平和のために妥協することはかくも難しい。今となっては譲歩は不可能だろう。アラファトにはパレスチナ人の抗議を止めることが出来ない。バラクは妥協を許さないシャロンと連立を組んでいる。

両者が常人離れに忍耐強ければ、容易でない安定が得られるだろう。それだけでは持続しないので、国際協力が必要である。それ以外の選択肢は乏しい。パレスチナ人の不満は休むことがない。たとえばヒズボラのようにイスラエルを追い出したら？そんな真似をすれば賢明ならざることになる。イスラエルも植民者や宗教家といった勢力を抱える不安定に直面している。新たなテロの脅威は近く、のどかな暮らしへの期待は失われつつある。

当面の課題は単に衝突を止めるだけだが、なるべく早く平和を協議しなければならない。以前よりも難しくなったが、やらなければならない。

<From the Editor > 今週の新聞記事から

10月23日(月)朝の日経金融新聞の誤植に気づいた方は、日本中でどれだけいたでしょうか。もし、現物がお手元にありましたら、20p 右上の「今週の相場」をご覧ください。こんなことが書いてあります。

日本株、一段安も

北野一・東京三菱証券チーフストラテジスト。

「協栄生命保険の更正特例法適用申請は、日本の不良政権処理が終わっていないことを改めて市場に認識させよう」

思わず大笑い。株安の原因は不良債権だけではなかったのですね。

さらに笑ったのが、10月25日の朝日新聞ネット版の記事。本紙を探したけれども載ってないのが残念です。

中川官房長官「まったく不可解」 自宅寝室の女性の写真

中川秀直官房長官は25日の記者会見で、同日発売の写真週刊誌「FOCUS」に自宅の寝室で撮ったとみられる女性のスナップ写真などが掲載されていることについて、「なぜああいう写真があるのか全く不可解。場合によっては(女性が)勝手に入り込んだかも知れないし、ある意味では衝撃だ」と述べ、報道された内容に覚えがないと強調した。寝室のベッドのうえで女性が犬を抱いている写真については、自宅で飼っている愛犬であることを認めた上で、「頭をなでればだれにでもなつくような犬ですから」と説明した。

苦しまぎれなんだろうが、飼い主が犬の悪口を言うのはなんとも情けない。これでは辞任もやむなしでしょう。本物の「不良政権」になってもらっては困ります。

編集者敬白

- 本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、日商岩井株式会社の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記までお願いします。
日商岩井ビジネス戦略研究所 吉崎達彦 TEL:(03)3588-3105 FAX:(03)3588-4832
E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@nisshoiwai.co.jp