

Contents

特集：2000年、3つのユーフォリア 1p

<今週のThe Economistから>

“The making of a president” 「大統領になる方法」 7p

<From the Editor> 「加藤政局の落としもの」 8p

特集：2000年、3つのユーフォリア

エコノミストの仕事とは、「もう」という瞬間を発見することだそうです。つまり、「景気はもう底打ちした」「もうピークを過ぎた」という時期を見逃さないよう、情報を集め、感度を澄ませることが重要であるとのこと。

振りかえってみると、本誌が初めて「景気はもう上昇しているのでは?」と書いたのは1999年8月27日号「景気回復は本物か」でした。経済企画庁による事後的な判定によれば、実際の景気の谷は99年4月にあったようです。その後、1年半にわたって「ゆるやかな上昇局面」が続いてきました。各種のデータを見る限り、上昇局面は今しばらく続きそうに見えます。

しかし、「もう景気は下降局面が近づいている」と思います。そのように判断する理由は、「IT」「アジア」「金融」に関する、3つの前提が崩れているから。今週は少し大胆になって、仮説を展開してみます。

「新ミレニアム」とユーフォリア

2000年も残すところ1ヶ月と少々。振りかえってみると、2000年という年は、年初と年末でずいぶん印象が違う。年初にはY2K問題が事もなく過ぎ去り、株価は世界的に好調で、日本でも景気回復が軌道に乗った感があった。G8各国はすべてプラス成長を見込み、アジア経済危機も乗り越え、沖縄サミットではIT革命がテーマとなった。

春から夏にかけて、ムードは変わり始めた。ユーロ安と石油価格高が世界経済の足を引っ張り、米国ナスダック市場ではハイテク・バブルが崩壊。アジアの一部では政情不安も発生した。日本では、大手百貨店そごうの民事再生法申請、相次ぐ生保の経営破綻、そして株価

の大幅下落など、不透明感が高まってきた。

そこで考える仮説は、どうやら今年、われわれは大きな考え違いをしていたのではないか、ということである。

“Euphoria”という翻訳しにくい英単語がある。「幸福(感)、上機嫌(症)、多幸、陶酔、絶頂感」などの訳語があるが、こうしたいいムードが一種の錯覚によってもたらされている、というところがこの言葉のミソ。2000年初頭、新しいミレニアムを迎えた直後の世界は、一種のユーフォリアに包まれていたのではないか。

具体的にいえば、「米国におけるニューエコノミーと高株価」「アジアにおける経済危機の克服」「日本の金融不安の終焉」の3点である。新しいミレニアムの始まりは、ニューエコノミーへの心理的な期待感をあおり、IT関連株の上昇への追い風となった。これと同時に、「アジア経済危機」「日本の金融不安」といった古い問題は解決済み、というムードが醸成された。今から考えると、これらの認識の行き過ぎが、2000年の後半になって修正されたと見れば、説明しやすい。

余談ながら、紀元ゼロ年が存在しないわけだから、新しいミレニアムの始まりは本来、2001年であるべきだった。しかし欧米の大勢は、2000年で新ミレニアムと21世紀が始まったことにし、なおかつ2001年も祝うというスタンスのようだ。日本ではなぜか、「2000年で新ミレニアム、2001年で21世紀」という非論理的な使い分けをしているが、本来この2つは一致しなければおかしい¹。

IT：バブル崩壊という試練

「新しいミレニアムの始まり」の少し前から、株式市場ではお祭り騒ぎが始まっていた。Y2K対策で米連銀が流動性を供給したことにより、余剰資金がニューエコノミー銘柄に流れ込んだ。ナスダック指数は99年11月には3000ドルの大台を越え、そのまま翌年3月には5000ドル台まで到達した。

米国発の株高は全世界に波及した。とくにアジア経済の復活は目覚しく、香港やシンガポールの株式市場でもIT投資熱が生じた。日本においても、郵貯10年もの定期の大量償還を控え、投資信託がブームになり、日経平均は2万円台に乗った。いずれも主役となったのはIT銘柄であった。

新しい可能性を秘めた分野に巨額の資金が流入することは、本来、望ましいことである。夢を持った起業家はいつの時代にもいるが、彼らにチャンスを与えることができるのは投資家だけである。コロンブスのアメリカ大陸発見が、イサベル女王の支援なくしては不可能だったように、リスクテイカーがいなければ冒険家は冒険することができない。

90年代の米国経済には、マイクロソフトからアマゾンドットコムまで、多くの急成長企業

¹ この間の事情については「2001年の迎え方大研究」に詳しい。<http://www.ne.jp/asahi/21st/web/index.htm>

が誕生した。彼らの奇跡を後押ししたのは、米国の優秀な資本市場であり、裾野の広い投資家層であり、ベンチャーを支援するさまざまな仕組みであった。

しかしベンチャー投資の成功体験が喧伝されるようになると、「IT関連ならなんでもいい」的な発想で資金が流れ込むようになる。オールドエコノミー銘柄であれば、収益性のものさしがあるので、割安、割高という判断を下しやすい。しかし新規事業においては収益性の計算は難しい。いきおい投資判断は利益よりも成長性を重視するようになり、ニューエコノミー銘柄には異常な高値がつくようになる。かくして「AOLがタイムワナーを合併する」といった、とんでもないことが実現するようになった。

しかしナスダック市場は、結局3月10日の5048ドルを最高値に、今日では約40%も調整している。とはいえ、この間にIT産業の実態が大きく変わったかといえば、それほどのことではない。21世紀の世界経済を切り開くのは、IT分野であることに変わりはないだろう。変わったのは投資家の認識だけである。2000年のどこかの時点で、人々は「現在のIT銘柄の株価はバブルであり、収益性から見て高すぎる」ことに気づいた。バブル崩壊の瞬間とは、得てしてそのようなものである。

ITバブル崩壊の影響として、以下の可能性が考えられる²。

- (1) 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機能不全に陥る。
- (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、株価の下落は逆資産効果を招き、消費マインドを低下させる。
- (3) 通信会社などに巨額の融資を実行している金融機関の経営が不安定になる。
- (4) 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の状態に不慣れになっている。
- (5) 日本や東南アジアなど、米国のハイテク株高を追い風にしてきた地域が打撃を受け、世界的に影響が広がる恐れがある。

株式：安心できない欧米の金融セクター

とくに(3)について敷衍しておこう。仮に株価が大幅に下落したところで、米国の金融システムは健全であるから、日本のような問題はないというのが大筋の見方である。しかし、そうではないという見解も散見される。”The Economist”誌10月28日号、“Banks in trouble”という記事は、「ハイテクバブル崩壊の行方によっては、欧米の金融機関の経営状態はけっして安心できない」という。この記事の注目点を下記しておく。

・米国連銀(FRB)と預金保険機構(FDIC)は楽観的だが、もうひとつの金融監督機関である通貨管理局(OCC)は、ここ1~2年の米銀に対して警鐘を鳴らし続けている。

² 本誌10月27日号「日米の不安な株価」で指摘したものを一部追加・修正した。

- ・ 米国では問題債権が増加しており、最近の資本市場の混乱はいくつかの商業銀行に困難をもたらしかねず、とくに通信会社への貸し出しが巨額になっていることが問題である。
- ・ 銀行は「通信」という籠に多くの卵を盛っている。通信会社の借入れは、モバイルベンチャーなど間近な収益が見込めない事業に注ぎ込まれている。負債の削減が進まない場合、格付けの再低下を招き、融資をしている銀行の経営にも影響しよう。
- ・ 米銀の平均ROEIは16.5%もあるが、リスクを取り過ぎている恐れがある。今でも米銀の利益の約6割は貸し付けに依存している。信用力のある企業は資本市場からの調達に切り替えるので、ポートフォリオの質は低下している。さらにレバレッジ・ローンの増加、株式やベンチャー・キャピタルの保有、消費者金融への参入などにより、銀行のリスクは高まっている。
- ・ その一方、不良債権への準備金は1986年以来最低の水準にある。株高が続き、経済が落ち込まない限り、問題は収拾可能であろうが、それは大きな「イフ」である。

おりから米国経済は、予想以上のテンポで減速している。これまでの景気拡大の原動力は「IT投資」と「株式市場の活況」であった。その両者がともに怪しくなっている。とくに株高が米国にもたらしたのは、「海外からの資金流入」「強いドル」「資産効果による個人消費」「税収増による財政黒字」そして「起業のための資金」などである。これらの前提が覆った場合、米国経済のハードランディングの可能性が高まってくる。

繰り返すが、米国経済の実態が急激に悪化したわけではない。ただ2000年中に、人々の認識が変わっただけなのだ。ちょうど、今回の大統領選挙が異常な接戦になったために、郡単位の集計や旧式な投票方式など、細かなレベルのいい加減さが明らかになって、世界中があきれ返っているのと似ている。大統領選挙の仕組みは前と同じだが、人々の認識が変わってしまえば米国の民主主義自体が疑われてしまう。

アジア：まだ多い波乱要因

アジア経済に対する認識は、1999年から著しく好転した。「97年以来の通貨・金融危機からは回復過程にあるが、国によって勢いに差がある。韓国、台湾、シンガポールなどの復調は著しく、タイ、インドネシア、フィリピンでは構造改革の遅れが目立つ。とはいえ、全体としてみれば6~7%程度の成長が期待できる」という見方がコンセンサスであった。

ところが最近になると、アジア経済の回復は意外と脆弱なものであることが分かってきた。アジア経済回復の原動力となったのは、IT関連製品の対米輸出である。このため、米国においてITバブルが崩壊した場合、受ける影響は多大なものとなる。

また、アジアでは一部の国を除き石油の輸入国がほとんど。石油多消費型産業を受け入れている国が多い中で、石油価格高騰が経済を直撃することになった。

金融システムの問題に足を引っ張られる国がなおも目立つ中で、政情不安を招く国もあらわれてきた。フィリピンのエストラダ政権（腐敗による弾劾）、台湾の陳水扁政権（人気下落）、タイのチュアン政権（選挙で劣勢）、インドネシアのワヒド政権（恒常的な不安定）など

秋頃になると、株安、通貨安がアジア各国を襲い始めた 今後の米国経済の行方次第では、回復シナリオに相当な狂いが生じることもあり得るだろう。

年初を100とした各国株式指数

	Bangkok	Hong Kong	Jakarta	Kuala Lumpur	Manila	Seoul	Singapore	Taipei
00/11/17	59.12	88.92	60.14	88.27	68.30	52.05	77.21	59.01

各国通貨対ドルレート of 年初からの下落率

	タイ	香港	インドネシア	マレーシア	フィリピン	韓国	シンガポール	台湾
00/11/16	-19.2673	+0.296	-29.81	0.000	-24.584	+0.06	-5.485	-2.628

アジア経済の行方は、日本にとって非常に重要な意味を持っている。今年の日本経済は、「生産面で好調だが消費は伸び悩む」「企業は高収益だが個人所得は伸びない」という構造になっている。

おそらくその最大の原因は、アジア向け輸出の景気への貢献度が高いからであろう。三和総研によれば、「**99年からの生産活動のプラス分は、約割が輸出関連であり、輸出が落ちればリード役は不在になる**」という。たとえば粗鋼生産は、今年上半期（4-9月）は前年同期比14.4%増の5365.8万トンと、3年ぶりの年産1億トンペースになっている。その牽引車となったのが旺盛なアジア向けの輸出である。しかし下半期には需要の伸びが止まるという見方がもっぱらだ。アジア経済が冷え込んだ場合、日本への影響は甚大である。

日本：株安が景気にもたらすもの

「IT」と「アジア」が揺らぎ始めると、日本経済が自律的な回復軌道をたどるといふ前提自体があやしくなってしまう。直近の景気の谷は99年4月とされているから、現在の景気拡大局面はすでに1年7ヶ月経過した計算になる。戦後の景気拡大局面の平均は2年9ヶ月。今回の回復局面は、力強さからいえば明らかに平均以下であろうから、「**景気拡大局面はいいところと1年程度の寿命**」と考えることも可能である。

本誌でも何度か指摘しているように、今日の経済状況は90年代前半の米国経済と同様に「ジョブレス・リカバリー」の色合いが強い³。実感なき経済成長や失業率の高止まり、企業による積極的なIT投資など、共通点は多い。**明らかに違うのは、当時の米国では株価が一貫して上昇したことである。**つまり、企業がIT投資によって生産性を向上させ、リストラによって労働分配率を下げ、収益率を上げて高株価経営を実施した。表面上、今の日本でも同じことが進行中である。実際、企業部門ではバブル期を越える過去最

³ 本誌の3月31日号「2000年度日本経済を読む」など。

高利益が続出している。それでも株価は低落傾向にある。ここに問題がある。

現在の株安はかなり構造的なものである。象徴的なことに、10月にはなんと株式月間売買高の53%を海外投資家が占めることになった。「最近の日本株はナスダックに連動している」といわれるのは当然で、取引の主役はすでに外国人なのである。金融機関や事業法人は時価会計の導入もあり、持合株式の解消のために構造的な売り手となっている。年金は既に国内株式を目一杯買い込んでおり、郵貯の満期資金は思ったほど流出しない。投信は今年春にスタートした分が軒並み赤字となっており、苦戦中。さらに個人投資家の多くは、ネットバブル崩壊で深手を負っている。

かくして海外投資家が日本株を買った99年は株価が上昇し、関心を失った2000年は下げるとい結果になっている。TOPIXでいえば、99年年初は1048.33からスタートし、2000年2月7日に最高値1754.78をつけ、現在は1341.82(11月24日終値)まで下げている。それではなぜ海外投資家の姿勢が変わったかといえば、「日本そのものに対する不信感が強まっているから」ということに尽きるだろう。企業会計には嘘が多く、政府のGDP統計さえ恣意的であり、企業のリストラ努力は不足気味であり、金融機関の不良債権問題も残っている。光通信やソフトバンクの大暴落を見た後では、IT銘柄にも食指はわからない。もちろん、日本経済に対する誤解も少なくない。これに政治情勢の不透明さが加われば完璧である。

株安は、個人消費を冷やして景気にマイナスだというだけではない。ジョブレス・リカバリーの期間を経て、日本経済がじっくりと立ち直るといったシナリオが成立しなくなることも大きな問題なのである。

金融：再浮上するバランスシート問題

株安によるさらに深刻な影響は、金融機関の不良債権処理が遅れることである。

日本銀行の「金融経済統計月報」の「時系列表：3、株式にかかわる調整額」を見ると、1999年(暦年)には金融機関全体で52.0兆円、預金取扱機関(銀行)に限っても18.0兆円の利益が株によって発生したことが読み取れる。このうちかなりの部分が不良債権処理に使われたことは想像に難くない。ところが2000年になると、Q1で1.0兆円、Q2では-10.3兆円とマイナスに転じている。銀行に限ると、それぞれ-0.9兆円、-4.9兆円になる。7月以降は株安が加速したので、さらにマイナス幅が拡大しただろう。

つまり2000年の金融機関は株安への備えをしつつ、同時に不良債権処理を進めるという難題に取り組まなければならない。

そうなるとう再浮上してくるのが「金融システム不安」の亡霊である。99年3月末、7兆円を超える公的資金投入が行われ、その後は「みずほホールディングス」などの大きな再編の道筋が明らかになり、金融不安は一掃されたと見られてきた。しかし「大手百貨店そごうの民事再生法申請」「中堅生保2社による更正特例法の適用申請」などの現実を見るにつけ、問題は片付いていないという感は否めない。

11月7日、通商産業研究所主催のコンファレンス「バランスシート再建の経済学」が開催された。会場ではこの問題に関する厳しい指摘が飛び交った。

「不良債権処理の先送りにより、日本経済にディスオーガニゼーションが生じて潜在成長力が低下した」（小林慶一郎・通商産業研究所特別研究員）

「そもそも金融界は商法上のルールを守っていない。経営者が『株安だから償却できない』などと言うのは論外」（木村剛・KPMGフィナンシャルサービス代表）

「建設・不動産や流通には、社債利回りが30%もする危機的な企業がある。これ以上の先送りは限界」（滝田洋一・日経新聞編集委員）

不良債権問題に決着をつけるには、「家計と企業部門の資金余剰を所得移転する」（奥村洋彦・学習院大学教授）以外にないことは明白だ。しかし具体的にどうやって実行するのか。生保の予定利率引下げでさえ、実行しようと思えばいろんな壁にぶち当たらざるを得ない。

この問題への解決策が見当たらない限り、日本経済の前途を楽観視することは難しい。

< 今週の “The Economist” から >

"The making of a president"

Nov.18th, 2000 Leaders

「大統領になる方法」

(p20)

* どこまで続くぬかるみぞ。投票日から週間を経て、なおかつ合衆国大統領は決まらない。次期大統領の任務とは何か。”The Economist”誌は「正統性の構築」だという。

< 要約 >

日は過ぎ、再集計は進み、弁護士はからみ、世界は驚き始めている。あまりの接戦ゆえに、どちらが勝っても政権は低い支持率で始まるだろう。去り行く大統領の業績に「弾劾」や「モニカ」が付きまとうように、次の大統領はこの選挙のいざこざ抜きには語れなくなる。

先の土曜日、不在者投票を含めたフロリダの再集計は結果が出た。しかるにその後の遅れは、両候補者の品位を貶める効果があった。ゴアは敗北宣言を取り下げ、両者は競って弁護士を起用し、ブッシュは自分がテキサス州で認めた手作業集計に反対した。ゴアが求めたのは理にかなった公平な回答である。民主、共和のいずれが優勢かを問わず、フロリダのすべての郡で手作業集計をやるというもの。時間はかかっても、正確さと公平性の方が重要だ。しかし勝ちを急ぐブッシュは提案を拒絶。法廷闘争は長期化する公算だ。

勝者には2つの基本課題が存在する。まずこういう事態を2度と招かないこと。次に分裂した国論を再統一し、政権の正統性を打ちたてることである。実はいずれも難事業ではない。

現在の危機への批判は選挙人制度にある。批評家は一般投票による大統領選出が良いと主張する。しかし一般投票は、さらに大規模でのろい集計を招くかもしれない。選挙人制度は小さな州の支持を得ている。メインやネブラスカ州のように、選挙人を比例配分する州が増えるかもしれない。しかし選挙人制度が今の問題を起こしているのではない。

非難されるべき点は2つ。ひとつはお粗末な投票方式。今ではブラジルでさえタッチスクリーン方式で投票している。もうひとつは独立した監視人の欠如。フロリダではすべての関係者がどちらかの党に肩入れしている。これが終わったら、次期大統領は連邦選挙委員会がもっと独立性を高めるようにすべきだろう。

何も米国の民主主義を改造せよというのではない。ちょっとした政治的工夫により、勝った側の候補者は国の再統一を図ることができる。双方の支持者の1/3は、相手の勝利を認めないと言っている。その中には党の運動家が多く含まれており、ワシントンが機能不全に陥る可能性はなしとしない。ゆえに勝者は、単にいい政府を作る、では済まされない。野党の人物を閣僚に起用するなどして、超党派の支持を得ることが必要だ。ブッシュ大統領は減税の規模を減らし、ゴア大統領は財政支出を減らせば良い。

お二人に出来ないはずがない。世界は、今は笑いながら米国の選挙騒動を見ているが、民主主義の守り手のゴタゴタが続くようなら、笑顔は消えてしまうだろう。

<From the Editor > 加藤政局の落としもの

テレビのワイドショーが政治問題を取り上げ、11月20日夜には国会中継が高い視聴率を得たそうです。久々に国民の政治への関心が高まったものの、森首相への不信任案審議は加藤・山崎派の欠席という竜頭蛇尾の結末となりました。最後は「コップの水」まで飛び交い、なんとも後味の悪い幕切れでした。

今回の加藤政局の中で、気になったコメントがひとつありました。「加藤=野中対決」が繰り返された11月19日日曜午前のテレビ番組の中で、加藤元幹事長は、野党の不信任案に賛成する理由のひとつとして、「来年2月か3月には、金融不安が再来するという説もある。そうなったらまた公的資金の投入をしなければならない。そのときに森首相でいいのか」という意味のことを言っていました(確認していませんが、毎日新聞のインタビューでも同様の発言があったそうです)。

これが事実だとしたら、森政権は今から大急ぎで対応すべきです。公的資金の投入は、金融再生法が期限切れとなる来年3月末までならいつでもできるのですから、早い方がいいに決まっている。タイミングの遅れが犠牲を大きくすることは、過去の経験が十分に立証済みです。逆に事実無根の話だとしたら、責任ある有力政治家が公共の電波を使って流言蜚語(最近「風説の流布」というようですが)を飛ばしたことになります。

生憎なことに、加藤発言と似たような趣旨の話をいろんな場所で耳にします。おそらく加藤氏の危機感は本物なのでしょう。しかし彼以外の政治家はこの件では口を閉ざしているし、なにより金融界からも悲鳴が聞こえてこない。またしても問題の先送りをしようとしているのでしょうか。しかし2001年3月末の金融再生法期限切れ、2002年3月末のペイオフ解禁を考えれば、これ以上の先送りは不可能なはず。

俵に足がかかる前に、未然に危機を收拾することができないのはなぜなのでしょう。

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をお願いします。
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