

Contents

特集：バブル崩壊後の米国経済	1p
<今週のThe Economistから>	
“Bush’s Asian challenge” 「アジアでのブッシュの挑戦」	6p
<From the Editor> 「マーケットとは何ぞや」	7p

特集：バブル崩壊後の米国経済

「米国経済もいよいよバブル崩壊ですね」と言うと、相手が日本人の場合は無条件に賛同することが多いようですが、米国人からはしばしば強烈的に否定的な反応が返ってきます。いわく、米国には不動産バブルがない、金融システムが安定している、そして政策がしっかりしている。すべてに「日本と違って」という但し書きがつきます。そう言われると悔しいかな、おっしゃる通りといわざるを得ません。

ところがナスダック指数が2000割れしたあたりから、どうやら事態は深刻な状況になってきました。米国経済の「LUV」論争も、どんどん「V」字型説が減って「L」字型論者が増えています。おそらく今後の米国経済にとっては、過去10年の日本の経験が非常に重要な意味を持つてくると思います。

ナスダック暴落の本質

昨年秋から、筆者は米国の株価が大きな転換点を過ぎ、今後はかなり長い調整過程に入るのではないかという見方をしてきた¹。その原因をひとこと言えば「ハイテクバブルの崩壊」である。ITに対する過剰な期待感が剥落し、「上がるから買う、買うから上がる」のサイクルが崩れた。今の株価の下落は、上がりすぎたものが下げる自然な現象である。その結果として、現在のナスダック市場の大幅な調整がある。

¹ 2000年10月27日号「日米の不安な株価」、11月24日号「2000年3つのユーフォリア」、12月15日「ブッシュ新政権と米国経済」、2001年2月23日号「不調の米国を考える」などを参照。

普通、大きな株価の下げは一直線には進まないものである。日経平均の場合は、89年末の最高値3万8912円から92年8月の1万5000円割れまで暴落し、よくいわれる「半値八掛け」の水準で一番底をつけた。この間、下げ止まるまでに2年半もかかっている。今回のナスダック指数は3月12日に2000の大台を割ったが、昨年3月10日の最高値5048からわずか1年で「半値八掛け」の水準を割ってしまった。この調整は相当に早いといえよう。なおかつ、いつになったら大底をつけるのかがまだ見えてこない。

ナスダックの下落は、相場全体が下がったからというよりも、ごく特定の「IT銘柄」が壊滅的な打撃を受けているからと考えた方が分かりやすい。マイクロソフトやデルも1年前に比べれば約半値になっているが、それよりもインターネットを使った新しいタイプのベンチャー企業の下落率が高い。以下に典型的な例を挙げてみる。

米国版の「ネットバブル崩壊」

	3月20日終値 (a)	過去52週間のレンジ (b) ~ (c)	下落率 1 - (a)/(c)	時価総額
アマゾン・ドットコム	10 1/4	9 9/16 ~ 75 1/4	86.4%	36.61億ドル
ヤフー	13 15/16	13 1/2 ~ 205 5/8	93.2%	77.83億ドル
プライスライン・ドットコム	2 1/8	1 1/16 ~ 93 3/8	97.7%	3.59億ドル

ちょうど1年前の光通信やソフトバンクを想起させるような下落ぶりである。

アマゾン・ドットコムは書籍の販売を皮切りに、既存の小売業をネットで代替することを目指した。ヤフーは検索エンジンから始めて、ネット上の独占的なメディアとしての地位を獲得した。それぞれ狙いどおりにビジネスは成長し、ごく短期間の間にグローバルブランドに成長した。クリック企業がブリック企業を駆逐し、ニューエコノミー時代が到来する、というシナリオが昨年のナスダック5000台乗せの原動力になっていた。

しかし問題は収益性である。クリック企業の成長が利益をもたらし、投資家に還元されるという保証がなければ、投資は最終的に無意味に終わる。加えて、ウォルマートなどの既存のブリック企業がネットを使ったビジネスに参入するようになると、クリック企業の優位性が根本から脅かされるようになった。

プライスライン・ドットコムの例はさらに分かりやすい。「ネットを使って行うリバース・オークション」は、画期的なアイデアだという評価もあったものの、なぜそれがビジネスモデル特許になるのか、疑問に感じた人は少なくなかったと思う。今では同社への過剰な期待は打ち砕かれ、株価はほとんど倒産価格となっている。

ナスダックの下落はイコール、ネットバブルの崩壊であり、IT革命への過剰な期待が修正されているのが今回の株安の本質である。念のために申し添えると、筆者はIT革命自体が幻であったという見方は正しくないと思う。革命には反動の時期がつきものであって、むしろ2~3年は「オールドエコノミーへの回帰」が鮮明になるものの、その後はまた第2派の革命が始まるというイメージを描いている。

NY 株価もやがて調整局面へ

ナスダックの下落に比べ、ダウ30種平均の下げはそれほど急ではない。なぜならダウ30種が採用しているIT関連企業はマイクロソフトとインテルくらいであり、ハイテクバブル崩壊が反映される度合いは小さいからだ。

では「ネット関連以外の米国企業は心配ない、ゆえに全米の株価の下落は限定的になる」と見ることはできるだろうか。おそらく以下のような理由から、そういうわけにはいかないだろう。つまりダウ30種などNYSEの主要企業の株価も、これから調整局面を迎えると考えておくべきである。

ここ数年の米国経済の牽引役となっていたのはIT投資であり、IT以外の企業も幅広くその恩恵に浴してきた。一部のネット系企業の経営が破綻する影響は、彼らと取り引きをしていた他の企業にも及ぶ。ゆえに多くの企業の収益見通しが下方修正を余儀なくされ、結局は株価の下落につながるはずである。

投資家はナスダックだけに投資をしているわけではない。ナスダックで大きな損失を出した場合は、他の金融商品売るなりして埋め合わせをしなければならない。まして買った株の値段が1年で100分の1になるような経験をしてしまったら、投資家のその後の行動はかならず慎重になるはず。家計や企業のバランスシートも悪化するのだから、その償却も必要になるだろう。

とくに米国の株式投資の主力は投資信託であり、その投資信託がナスダックで大きな評価損を出しているはずである。目下のところは「投げ売り」には至っていないが、決算期が近づけば「損切り」が必要になるのではないかと。

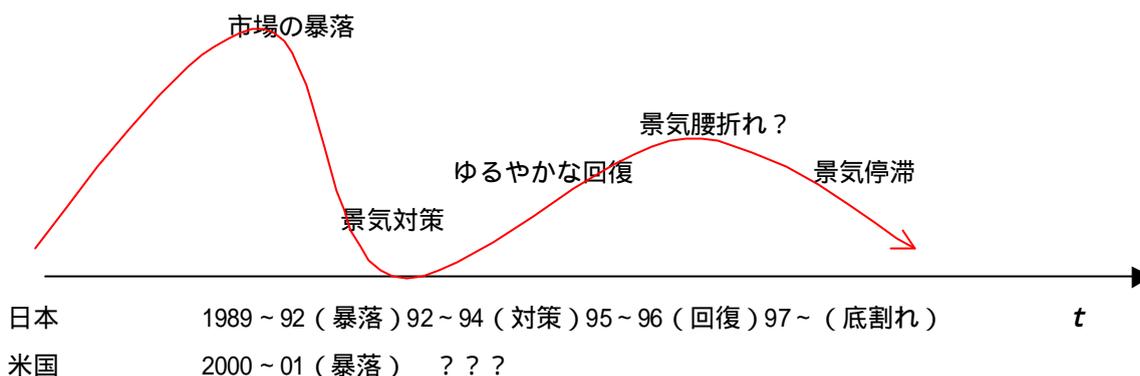
ヤフーのようなニューエコノミー銘柄は、PERなどの尺度を越えて買い進まれ、これが相場全体に一種のユーフォリアをもたらしていた。過剰な期待感の修正は、いずれ経済全体に及ぶはずである。日本のバブル崩壊過程においても、これとまったく同じことが生じている。80年代後半に不動産などの含みを多く持つ銘柄が「資産株」と呼ばれて相場のリード役になったものの、下げるときにはすべての銘柄がほぼ同じように下げた。

加えてダウ30種平均が、年頭からの利下げに反応していない事実も重い。米連銀は98年秋にはLTCMの破綻を受けて機動的な利下げを3度実施し、このときダウ平均は1万ドル割れしたものの、短期間で大台を回復している。ところが今回は1月3日に0.5%、1月31日に0.5%、3月20日に0.5%と3度、都合1.5%も下げたのに効果が見られなくなっている。それどころか、グリーンズパン議長への信認にも揺らぎが見え始めている。過去に何度も危機を救ってきたカリスマの威力が通用しなくなっていることも、米国株式市場の転換点を示唆しているように思える。

日本の教訓が教えること

米国株が本格的な下げトレンドに入ったとして、今度は10年前の日本のバブル崩壊と、今回の米国の株価下落を重ねあわせてみよう。

バブル崩壊後の経済のイメージ



株式市場が暴落すると、約1年のタイムラグをおいて実態経済も調整過程に入る。

そこで政府は景気対策を打ち出すが、このとき金融政策はあまり効果がない。日本の場合は、92年夏、93年春、94年冬、95年秋と、所得減税を含む財政政策の出勤を繰り返す。

かろうじて成長率は上昇する。しかし株価は最高値を回復できない。

経済の失政（消費税増税）や外的なショック（金融不安、アジア危機）などがあると、景気は腰折れする。

長い停滞が続く。

現在の米国経済は、ちょうど から にかけての部分となる。現時点において、 や の部分まで懸念するのは時期尚早というものだが、今後行われる景気対策を受けて米国経済は の状態を迎えることになる。ゆえに近い将来において、成長率が5%前後にまで戻るとか、株価が最高値を回復するといったことは考えにくい。

景気回復の形状は、「V」よりは緩やかで「U」よりはすばやく、ちょうどカタカナの「レ」のようになるだろう。

株主資本主義の転換期？

過去10年の日本の経験が教えることは、長い時間をかけて積み重なったバブルが崩壊した後は、調整に時間を要するということである。「株価は下がっても景気は底堅い」ということは考えにくい。90年代の米国経済の持続的成長を支えた株式市場の変調は、以下のような観点から考えると大きな意味をもつだろう。

- IPO、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これまでの経営手法が、機能不全に陥る。
たとえばストックオプションを将来の収入として予定していた社員は、代わりに現金による報酬を求めようになるだろう。これは企業の収益性を低下させるはずである。
- 家計の約半数が株を保有し、老後の備えとしているために、株価の下落は逆資産効果を招き、消費マインドを大きく低下させる。
米国民の保有する株式、不動産など資産から住宅ローンなどの負債を差し引いた純資産残高は、昨年末に1945年以降初のマイナスとなっている。
- 長期間にわたる景気拡大と株高により、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。発想の転換ができるかどうか。
不断のリストラを続けてきた米国企業は「筋肉質の経営体質」であり、状況変化への対応能力がある、という見方もある。その一方、キャッシュフロー経営を実践していると内部留保を貯えるという発想がなくなるので、意外と不況への抵抗力が弱いかもしれない。（逆に日本企業は贅肉が多かったために、90年代の不況に長期間持ちこたえることができたが、その分、方向転換が遅れたといえる）。
- 米国発の株安が海外にも影響を及ぼすことで、世界的な景気後退を招く恐れがある。
90年代の間に、アジアは米国のIT関連製品の生産拠点として発展したが、今回のハイテク調整の影響を受けて輸出が急減し、生産が低下している。

興味深いことに、"The Economist誌"3月10日号がカバーストーリーで"Waking up to equity risk"（株式リスクに目を覚ませ）というコラムを掲げている。

「ナスダック指数が過去1年で55%も下落したことは、本格的な弱気市場の始まりを意味している。このことは単なる景気後退以上のことを意味しているかもしれない。90年代はインターネット時代の始まりというだけでなく、世界が株式を発見した10年だった。株式を保有することは、富を拡散し、経済の自由を促進し、行動的な株主を育成する。こうした株式文化(Equity Culture)は、アメリカを中心に全世界に広がった。（日本でもこの間に株主重視経営が急速に広まった）。ところが**株価が下落することで、世界中で勃興しつつあった株式文化はどうなるのだろうか？**」

"The Economist"誌の答えは条件付きのイエスであり、株式文化は収益性という知恵をつけることで生き残ることができるとしている。

ちょうど日本における10年前のバブル崩壊が「土地本位制」を直撃したように、今回の米国の株価下落は行き過ぎた「株主重視主義」を修正することになるように思える。それに代わるものはすぐに見つかるわけではないだろうし、ましてや日本型経営に戻れば済むという話でもない。それでも、米国バブルの崩壊が本格的なものだとしたら、従来の尺度を見直すことは避けられないのではないだろうか。

景気対策の有効性

日本の経験から得られるもうひとつの教訓は、バブルの崩壊に対して有効なのは金融政策ではなくて財政政策であるということだ。なぜならバブル崩壊が生じると、企業や家計はバランスシートに含み損を抱えてしまう。そうすると借金返済を優先することになるので、消費や設備投資は停滞する。金利が少しくらい下がったところで、景気を刺激することにつながらないのである。

幸いなことに、今日の米国には巨額の財政黒字があり、ブッシュ政権は10年間で1.6兆ドルという大型減税を目指している。これが成立すれば「真水」の景気対策となり、景気を下支えする効果が期待できる。ところが減税が成立するのは「早くても7月」といわれている。野党・民主党は「減税策は金持ち優遇」との批判が強い上に、財政の急速な悪化懸念もあって減税規模の縮小を求める声強い。他方、共和党内にはキャピタルゲイン課税の見直しにより、むしろ減税規模を増額しようという動きさえある。与野党伯仲の議会は、減税問題では容易にまとまりそうにない。

なにしろ民主党側にとっては、むしろ景気の回復が遅れたほうが、2002年の中間選挙を有利に戦うことができるという計算が働く。米国版の「永田町の論理」が減税の実現を妨げる可能性があることを注意しておくべきだろう。

< 今週の “The Economist” から >

"Bush's Asian challenge"

March 17th, 2001

Cover Story

「アジアでのブッシュの挑戦」

(p.13-14)

* 日米中トライアングルにとっては微妙な季節。「ブッシュは日本と中国を相手にいかに付き合うべきか」を"The Economist" 誌がアドバイスする。

< 要約 >

ブッシュにとってのアジア問題は、ホワイトハウスへの訪問客の順序を調整するだけでは済まない。ブッシュは同盟国である日韓を重視し、前任者のように中国に幻想を追いたくはない。だが森首相が政治トラブルの犠牲になったので、最初に握手する榮譽は金大中のものとなった。森首相としては中国の銭外相が訪米する直前に、握手に駆け込まねばならない。

動きの鈍い日本と勃興する中国は、米国がアジア戦略を構築する上で二者択一の選択肢ではない。どちらも慎重に扱う必要がある。

日本は米国の友邦であり、地域大国である。経済では世界第2位、寛大な援助国でもある。欧州と違って不安定なアジアではこれは意味がある。日本はアジアで最高の軍備を持ちながら、平和的(Pacifist-sounding)憲法が米国を支援する以外のことを妨げている。ブッシュは日

本がより大きな負担を担うように説得する必要がある。そうすれば、いつの日か中国が米国の軍事力を試そうという誘惑に駆られることがあっても、静かに話し合うことができよう。

ブッシュの課題は日本とは協力を管理し、中国とは競争を管理することである。ただし中国は容易な相手ではない。この10年で大胆に経済開放を進めたとはいえ、依然として共産主義独裁国家である。現状に満足せず、超大国であらんと欲し、米国を脅威と見なしている。

ゆえに銭外相の訪米は重要である。長年の懸案事項も、今であればクリントンが交渉したWTO加盟の条件（核開発やミサイル輸出の制限）の下に管理することができよう。もちろん中国がその通り実行するかどうかは見極めがたい、日本や欧州も加わって合意したという事実は、中国に圧力をかけることに役立つだろう。

米中間で共通認識がないのは台湾とNMDである。中国にとっては、みずからの核抑止力が損なわれかねないし、在日米軍が台湾防衛に使われる恐れもある。もっとも中国自身の行動が防衛上の懸念をもたらしているのだが。しかしこれは両国にとって機会でもある。

長年にわたり、中台米は「ひとつの中国」で一致していた。ただし中国は「一国二制度」、台湾は「一国二政府」である。台湾が民主化し、民意が中国の主張を退けたために、台湾防衛への米国の関与はきわどい均衡を保っている。クリントンは98年に「3つのノー」（2つの中国、台湾の独立、台湾の国連加盟）発言で中国側に踏み込んだ。ブッシュはこれに「中国による軍事力の行使」と、「台湾住民の支持抜き取引」を加え「5つのノー」にすべきだ。

それと同時に、台湾への武器売却の動きはなだめた方がいい。イージス艦を売ったところで中国が本気になったら台湾は守れない。ブッシュは中国と取り引きの余地を残しておき、先方が乗ってこなかったら態度を変えることができる。米中が台湾問題での衝突を避けられるなら、ミサイル防衛問題でも危険は避けられよう。

ブッシュは防衛整備の推進を決意している。中国は声高に反対することもできるし、交渉の席に就くこともできる。銭外相と握手を交わした後、両者が語るべきことは多い。

<From the Editor > マーケットとは何ぞや

変な話ですけど、仮にJRA主催のレースにおいて、サラブレッドに混ざって一頭だけブタが走るとします。するとこの馬券ならぬブタ券を、買おうという奇特な人がかならず現れることでしょう。

なぜなら競馬場に集まる人たちは、実にさまざまな思考をするからです。なかには、世にもめずらしい「勝豚投票券」を記念に買っておこうと思う人だっているでしょう。およそ合理的な推論から不合理な妄想まで、ありとあらゆることが馬券を買う理由になりえます。だからこそ毎回あらゆる可能性の組み合わせが買われ、レースが成立します。巨額の万馬券が出るがあっても、「当たり馬券なし」という話は聞いたことがありません。

株式市場も同じことだと思います。マーケットで価格が決まるのは、いろんな立場の人が

多様な情報を持ち寄って、それぞれに違う判断をするからでしょう。同じ値段であっても、ある人は買いたいと思ひ、ある人は売りたいと思ふ。立場や意見が違ふから取引が成立します。つまり参加者の多様性こそがマーケットの命といえます。

それでは参加者がみな同じ情報、同じ価値観、同じ動機付けを共有していたら、どうなるでしょうか。おそらく値段は決まらないか、あるいは極端に上下することになるでしょう。マーケットが賢明であるためには、不合理な思考法の持ち主や、全体の逆を狙うような投機家が参加していなければならないのです。

グローバル化や情報化が進んだおかげで、今では世界中の市場参加者が似たような情報を持ち、似たような考え方をするようになってしまいました。加えてカリスマ的なアナリストのひとことで、投資家がなだれをうつこともあります。これでは市場の多様性が死んでしまいます。市場が賢明さを保ち、妥当な「値付け」を行うためには、参加者が「グローバルスタンダード」的な思考に縛られない方がいいのではないのでしょうか。

今週は日米ともに株式市場が激しい動きを見せました。サプライズがあったのだから当然とは言ふものの、ひょっとすると参加者全員が、正しい情報の下に合理的な行動を取ろうとしているのではないか。ふとそんな危うい印象を受けました。

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。
〒135-8655 東京都港区台場 2-3-1 <http://www.nisshoiwai.co.jp>
日商岩井ビジネス戦略研究所 吉崎達彦 TEL:(03)5520-2195 FAX:(03)5520-2183
E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@nisshoiwai.co.jp