

Contents

特集：2008年の内外経済を回顧する	1p
<今週の”The Economist”誌から>	
”All you need is cash” 「現金こそすべて」	7p
<From the Editor> 3タイプの上司	8p

特集：2008年の内外経済を回顧する

今年も遺すところ1ヶ月となりました。師走を目の前にしてあらためて痛感するのは、「2008年はとんでもない年だった」ということです。年の前半と後半は、まるで違った年であったようにさえ思われます。前半はインフレ警戒、後半はデフレ警戒、そして前半はデカップリングシナリオ、後半は世界同時不況でした。日本経済も、年の後半から一気に景気の悪化が感じられるようになってきました。

来る2009年を予測する上でも、2008年を整理することが重要な作業になると思います。今週号は2008年の内外経済を回顧してみます。

景気の悪化が一目瞭然

同業者の島本幸治氏（BNPパリバ証券チーフストラテジスト）が、今週のレポート¹の冒頭で聞き捨てならないことを書いている。

現在最も楽な仕事はエコノミストであろう。「景気は悪くなる」と言っておけば間違いない。

思わずご本人に、「駄目です。その前にお詫びをしなければなりません」と突っ込みメールを入れてしまったが、上記の指摘には100%同意する以外にない。そもそも景気指標というものは、平時は「4勝6敗」とか「7勝3敗」くらいのもので、それを上昇局面か、下降局面か、それとも足踏み局面か、などと思悩むのがエコノミストの仕事である。

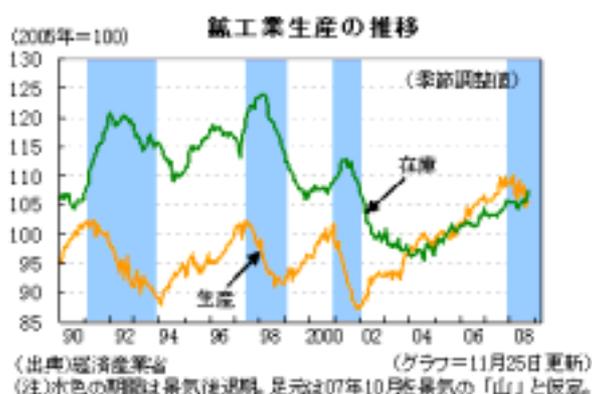
¹ “Weekly Bond Strategy” 2008年11月25日号

ところが、昨今出てくる景気指標は「0勝10敗」ペースである。これでは判断に迷う必要がない。以下は、11月28日現在の日経ネット（<http://www.nikkei.co.jp/keiki/>）「最新景気ニュース」の見出しだが、軒並み悪いニュースばかりが並んでいる。企業部門も家計部門も貿易も米国経済も、おしなべて悪い。これでは判断を間違えようがない。

最新景気ニュース

- (11/28)家計の消費支出、10月は3.8%減 景気悪化で交際費など絞り込み (X)
- (11/28)10月の消費者物価1.9%上昇 ガソリン下落で物価上昇鈍る (X)
- (11/28)10月の有効求人倍率0.80倍に低下 失業率改善も雇用情勢は悪化 (X)
- (11/28)10月の鉱工業生産3.1%低下 基調判断「低下傾向」に下方修正 (X)
- (11/26)11月の月報、景気の現状「停滞色強まる」 輸出は下方修正 (X)
- (11/26)7-9月の米実質GDP改定値、0.5%減 個人消費落ち込む (X)
- (11/25)10月の企業向けサービス価格、2カ月ぶり下落 運輸需要減少で (X)
- (11/22)11月の月例経済報告、2カ月連続で下方修正 (X)
- (11/20)10月の貿易収支、7.7%減 639億円の赤字 (X)
- (11/20)10月の米消費者物価、1.0%低下 (X)
- (11/19)10月の全国百貨店売上高、6.8%減 8カ月連続マイナス (X)

現時点のコンセンサスは、「今回の『いざなぎ超え』景気は、昨年末あたりがピーク」ある。ゆえに日経ネットなどでは、下記のように07年10月以降はグラフに景気後退を示すブルーのシャドーがついている。すなわち、景気後退はすでにほぼ1年続いていることになる。実際に鉱工業生産の動きを見ると、生産が減少して在庫が増えるという典型的な不況期の様相を呈している。



見込み外れはなぜ生じたか

エコノミストの仕事とは、「もう」と「まだ」を判断することである。ここまで悪くなる前に、「もう危ない」というシグナルを発しなければならない。その点で、今年の本誌は完全に仕事に失敗しており、深く不明を恥じるしかない。

もっとも、この点については内閣府もほぼ同罪であって、月例経済報告の基調判断から「景気回復」の文字が消えたのは8月からであった。

7月「景気回復は足踏み状態にあるが、このところ一部に弱い動きがみられる」

(先行き) 先行きについては、アメリカ経済が持ち直すにつれ、輸出が増加基調となり、景気は緩やかに回復していくと期待される。

8月「景気は、このところ弱含んでいる」

(先行き) なお、アメリカ経済や株式・為替市場、原油価格の動向等によっては、景気がさらに下振れするリスクが存在することに留意する必要がある。

面白いことに、7月には景気回復の原動力とされていた「アメリカ経済」が、8月にはリスク要因になっている。要は米国経済の見誤った、ということに尽きている。

ついでにIMFの世界経済見通しが、今年前半(4月)と後半(11月)でいかに変わったかを下に示しておこう。

IMF "World Economist Outlook" の修正²

		2006	2007	2008 (4月)	Revised (11月)	2009 (4月)	Revised (11月)
全世界		5.1	5.0	3.7	3.7	3.8	2.2
先進国		3.0	2.6	1.3	1.4	1.3	-0.3
	米国	2.8	2.0	0.5	1.4	0.6	-0.7
	欧州	2.8	2.6	1.4	1.2	1.2	-0.5
	日本	2.4	2.1	1.4	0.5	1.5	-0.2
	アジア NIES	5.6	5.6	4.0	3.9	4.4	2.1
新興国		7.9	8.0	6.7	6.6	6.6	5.1
	アフリカ	6.1	6.1	6.3	5.2	6.4	4.7
	中東欧	6.7	5.7	4.4	4.2	4.3	2.5
	CIS	8.2	8.6	7.0	6.9	6.5	3.2
	アジア新興国	9.8	10.0	8.2	8.3	8.4	7.1
	(内中国)	11.6	11.9	9.3	9.7	9.5	8.5
	(内インド)	9.8	9.3	7.9	7.8	8.0	6.3
	(内 ASEAN5)	5.7	6.3	5.8	5.4	6.0	4.2
	中東	5.7	6.0	6.1	6.1	6.1	5.3
	西半球	5.5	5.6	4.4	4.5	3.6	2.5
貿易量		9.4	7.2	5.6	4.6	5.8	2.1
石油価格		20.5	10.7	34.3	40.2	-1.0	-31.8

² 最新版は11月6日発表。 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/update/03/>

最新版の IMF 予想では、2009 年の世界経済の成長率はわずか 2.2%。ここは「3%以下なら世界同時不況」と見るべき水準である。日米欧の先進国は軒並みマイナス成長ということになっている。注目すべきは、ここ数年、10%近い成長が続いて、文字通り世界経済の牽引役であった貿易量が 2.1%にまで落ち込むと予想されている点だ。こうなると、中国やインドなど新興国も、はっきりと景気減速に向かうことになるだろう。

前半と後半でまったく違った 2008 年

あらためて考えてみると、2008 年は上半期と下半期ではまったく様相が違う。以下、3 点にまとめてみよう。

(1) 金融危機

前半は、3月18日のベアスターンズ社救済が山場だった。このときは米連銀が緊急融資枠を設定して、「裏口から公的資金を入れる」と称された。このため特に政治問題化することもなく、市場では「最悪期は過ぎた」という認識が生じた。

ところが9月15日のリーマンショック以降は、前代未聞の混乱が今も続いており、「100年に1度の津波」(A.Greenspan)という言い方が定着している³。折からの米大統領選挙にも影響し、特に緊急経済安定化法が下院で否決されたことは大きな衝撃を与えた。大統領選挙におけるオバマの勝利は、金融危機によってもたらされたといっても過言ではない。

(2) 資源価格

前半は資源価格の高騰が関心事となり、インフレ警戒モードとなった。金利の引き上げに踏み切った国も少なくなかった。そして7月11日には、WTI 価格が 147 ドルという史上最高値を付けた。石油のみならず穀物価格なども高騰したが、これは「新興国の需要増を織り込んだもので、不可逆的な上昇」という見方がもっぱらだった。

ところがそれから4ヵ月後、石油価格は現在 50 ドル以下と、何と3分の1になってしまった。他の国際商品市況も値崩れが続いている。こうなると心配なのはむしろ世界同時デフレであり、各国中央銀行は争うように利下げを行っている。

余談ながら、日本政府は春先には「ガソリンの暫定税率を下げると、環境問題によるしくない」などと言っていたのに、秋には「景気対策として高速道路料金を値下げする」などと言っている。まるでマンガのような言動不一致である。ちなみに、夏頃にはガラガラとなっていた都内の高速道路は、徐々にクルマが戻ってきているようだ。

³ 「根拠なき熱狂」などと並ぶグリーンズパン氏畢生の名コピーといえよう。しかもこの言葉の裏側には、「だから自分はそんなに悪くないんだよ」というメッセージが込められているようでもある。

(3) 新興国市場

新興国の立場も大きく変わった。年の前半には、中国は北京五輪開催に向けて景気の引き締めに余念がなかった。ところが、現在は4兆元という巨額の経済対策を行って景気浮揚を目指している。中国経済のGDPは日本の7割程度であるが、そこに57兆円規模の財政支出を行うというのは、まことに大胆な実験といわざるを得ない。

新興国の立場の変化を特によく象徴しているのは、7月のG8洞爺湖サミットと、11月のG20金融サミットの対比である。洞爺湖サミット(7/7~9)の主題は「気候変動」や「資源インフレ」であった。これらの問題は、4ヵ月後にはほとんど存在感を失い、11月15日にワシントンに集まった首脳たちの頭の中にあったのは「金融」だけであった。

洞爺湖では、「もはやG8だけでは世界のことを決められない」という議論が流行し、インドや中国を新メンバーに加えることが真剣に協議された。ところがその通りとなったワシントンのG20は、むしろ新興国によるガス抜き大会の様相を呈した。

例えばブラジルのルラ大統領は、「新興国はウォール街の被害者だ」と述べたが、それを言うならば彼らはウォール街の受益者でもあったはずである。そもそもBRICsという言葉は、ゴールドマンサックスが2003年に生み出した言葉ではなかったか。ウォール街がリスクマネーを供給してくれたからこそ、新興国の高度成長が可能になったし、そのお陰で全世界は2004年から2007年まで5%前後の成長が続いたのである。

今後の新興国市場は、国際金融危機によって深刻な事態を迎えることが予想される⁴。これが政治や社会不安につながることで、2009年の大きなリスク要因といえよう。

求められる「新しいゲームプラン」

同じ年の前半と後半で、これだけ経営環境が激変したからには、今まで持っていたプランや見通しやコミットメントなどは、すべて打ち捨てるくらいの覚悟が必要であろう。日本企業について言えば、これまで約5年にわたって続いてきた外需主導型の回復トレンドが完全に変わってしまった。従って、既存の前提や発想に沿って行動すれば、100%失敗することになるだろう。もちろん、すべてのプランや見通しを放棄せよというのは、「言うは易く、行うに難い」ことであるのだが。

現実問題として、金融危機によって企業行動は大きな制約を受けている。例えば「L/Cが開けないから、商品の輸出ができない」といった形で、マネーの凍結がモノの動きまで止めてしまう。あるいはキャッシュが足りないために、優良企業までもが黒字倒産におびえなければならない。また、リスクマネーの供給が止まっているために、ベンチャー企業の育成が難しくなる、などの問題が出てくるだろう。

⁴ こんなブラックジョークはどうだろう。3人の独裁者が、「米国が国際金融危機で苦しんでいるのはいい気味だ」と祝杯を挙げようとした。ところが3人とも自国の経済がひどくて、集まることができなかった。その3人とは、プーチン首相とアフマディネジャド大統領とチャベス大統領だった。

「国際金融危機によって、企業経営の常識が変わる」ことをテーマに、”The Economist”誌の今週号が興味深いカバーストーリーを掲げている（次ページ参照）。すなわち、今や企業は「現金こそ王様」の経営を余儀なくされているが、こういった環境がすぐに復旧するとは考えにくく、企業経営にはいろんな後遺症が残ることになるだろう。

この点は、長らくデフレ下での企業経営に慣れてきた日本企業には、比較的馴染みやすい議論といえるかもしれない。今後、世界経済全体がデフレ傾向を強め、「現金こそ王様」の時代を迎えたとしたら、根本的な発想の転換が必要となる。

例えば企業が現金を多く保有することは、株主重視経営の論理からいえば明らかに「不合理」である。投資すべき対象がないのであれば、配当か自社株買いによって余剰資金は株主に戻すべき、ということになる。あるいは「もっとレバレッジを上げて、資金効率を高めよ」という圧力が経営陣にかかるだろう。

しかるに、これとはまったく別の経営観もある。超優良企業である任天堂は、無借金経営であるのみならず、1兆円もの現金を保有している。これは株式アナリストたちの異議申し立てを招きかねない経営手法だが、同社は「ゲームは所詮水物。ヒット作が数年出なくても、社員を養えるだけのキャッシュを積んでおく」ことを方針としている。つまり目の先の収益性より、長期の堅実性を取るという選択をしているわけだ。実際に今日のような金融環境を迎えてみると、任天堂の堅実路線は正しかったということになる。

資本効率を上げるという経営は、資本市場の側から見ればまさに望ましいことであろう。ただし、その資本市場が混乱してしまったときには、企業はキャッシュ不足で苦しまなければならない。そうであれば、むしろ経営に適度な贅肉（リダンダンシー）をつけておく方が、我が身を守るためには良いということになる。

今後は企業が自己防衛のために、敢えて「資本の論理」に逆らう機会が増えるのではないだろうか。例えばレバレッジ経営から現金重視へ、株主重視から社員重視へ、「選択と集中」から総合志向への回帰、あるいは企業内ベンチャー制の復活などである。案外と、日本企業がかつて得意とした経営パターンが再評価されるのかもしれない。

少し長いスパンで世界経済の歴史を見てみると、1980年代以降にバブルが生じやすくなっている。その背景には、グローバル化やデリバティブズなど金融手法の進化といった理由とともに、先進国全体の高齢化が一因になっているように筆者は感じている。すなわち、年金資金の巨大化によって投資家の力が強くなり、企業に対して「資本の論理」を求めるようになった。結果として企業は資本効率の改善を目指し、ROEの高さを競うようになる。しかるに、世の中に「儲かる仕事」はそれほど多くはない。

「IT分野ならば利益率は高いはず」、という勘違いでハイテクバブルが生じ、それが破裂したのが2000年のこと。その後、「ニューエコノミーの失敗をオールドエコノミーで埋める」といわんばかりに誕生したのが住宅バブルであった。それが大きく破綻した今日、軌道修正は容易ではない。この間に企業経営の常識は着実に変化していくことだろう。

< 今週の”The Economist”誌から >

”All you need is cash”

「現金こそすべて」

Cover story

November 22nd 2008

* 世界同時不況の到来とともに、企業経営の常識が激変しています。企業にとっては、今や現金こそが命綱。この先はどうなるのかを”The Economist”誌が論じています。

< 要約 >

企業戦略がこれだけ急激に変わることがあつただろうか。1年前には現金を積み上げていると、配当せよ、自社株買いと投資家が煩かったものだ。80年代以降、スリムな経営、選択と集中、サプライチェーン、レバレッジ経営などが流行だった。古臭い「総合」経営は忌避され、現金を溜め込むトヨタやマイクロソフトは疑念の目で見られたものだ。

ところが。2ヶ月前に金融危機によって社債市場が閉ざされ、多くの米大手企業には転落の日が訪れた。経営磐石な企業でも、給料を支払うためにはカネを集めねばならない。かくして経営者の責務とはなるべく多く、長く現金を集めることになってしまった。

投資銀行やビッグスリーの場合、この問題は既に社会的事件となってしまった。だが問題はさらに多い。英国では優良企業が、債務の繰り延べができなくなっている。欧州では不安な会計士たちが、サインする前に事業継続の証拠を見せろと迫る。米国のフォーチュン500企業でさえ、いつまでキャッシュが続くかで悩んでいる。シリコンバレーではベンチャーキャピタルが、戦線を縮小せよとの号令を発している。新興国市場も例外ではない。インドのタタグループでも「資金需要とビジネスプランの見直し」が命じられた。

世界経済にとっては大問題である。企業が揃って支出を減らすと、ケインズが呼ぶところの「節約のパラドクス」が起きてしまう。それぞれの企業が健全性を求めると、景気が悪化して企業自身も悪影響を受けるのだ。ゆえに拡張的な財政金融政策によって需要を喚起する必要がある。連銀による社債買い入れのような信用市場の支援も求められる。

政治家や規制当局はそれでいいとして、問題は経営者たちだ。カネを使えば世のためになるが、株主の利益には背くことになる。向こう2~3ヶ月がまことに重要だ。

資金を退蔵している者にとっては絶好の機会である。日本企業は今年、記録的な710億ドルの外資買収を行っている。ビル・ゲイツの会社は売り上げゼロでも1年は生き延びられる。キャッシュリッチな医薬企業は、今こそバイオ技術を買う機会だと明言している。資金を蓄えている企業は、負債の多い企業よりも経営状況がいいという研究もある。

カネのない企業の収支は行き詰るだろう。株価を支えようなどとは考えない方がいい。配当や自社株買いは自殺行為だ。スリム経営ではなく、銀行預金のようなムダを抱えていることが健康の証。ジャストインタイムではなく、ジャストインケースが重要なのだ。

こんなことがいつまで続くのか。この手の保守的経営はカネ詰りだけが原因ではない。家計も企業も需要は冷え込んでおり、いつ復活するかは分からない。

景気後退期は、リストラの巧拙が成否を分ける。首切りを何度も繰り返すと、士気が低下する「死」のスパイラルに陥る。最近になって「人こそ資産」と言い出すような企業は、やがて労働市場で痛い目を見るだろう。既存の大企業が成長を諦めるからこそ、不況期は新事業を始めるチャンスなのだ。かつてオラクルやマイクロソフトがそうだったように。

この30年ほどの西側式経営スタイルは、生産性を向上させた。だが、キャッシュが有り余るようになったとしても、経営者がそれを当たり前だと思えるとは限らない。この態度の変化こそ、今日の企業が直面する信用不安の最大の後遺症ということになるだろう。

< From the Editor > 3 タイプの上司

人はなぜ上司の命令に従うのでしょうか。おそらく3通りの理由が考えられます。

- (1) かなわないから
- (2) 逆らえないから
- (3) 何をするか分からないから

(1) 仕事の面で自分より優れた人が上司であった場合、これはもう素直に言うことを聞くしかありません。こういう上司に仕えることは、幸運なことといえるでしょう。自民党でも、竹下さん以降は見かけなくなって久しいと思います。

(2) その次に、何らかの理由で圧倒的な力を持っていて、逆らわないほうが身のためだという上司がいます。客先の受けがいいから、出世しそうだから、など理由は何でもいいですが、こういうケースって意外と多いんですね。自民党では、橋本さん、小泉さんなど「党内人気はないけど、国民の人気があるから逆らえない」上司がときどき出ます。

(3) 最後に、もうむちゃくちゃな人で、言うことを聞かないとどんな報復をされるか分からないから、とにかく従っておいた方が無難という上司がいます。こういう上司に仕えるのは不幸なことですが、あいにく親と上司は自分では選べません。自民党では、昔はよくいたのですが、野中さんを最後に見かけなくなりました。あるいは小泉さんを(2) + (3)のタイプと見なすこともできますね。

上記のどれにも該当しない上司は、得てして無視されてしまうのではないのでしょうか。

さて、問題は自民党です。今の麻生首相は、どうやら能力的には思ったほど高くないみたいだし、支持率も落ちてきているし、何かひどい報復措置をしてくるほど悪い人でもなさそうだ。となれば、皆が言うことを聞かなくなるのは当然というものです。この1週間くらいで、マスコミも「こうなったら全部書いてやれ」というモードになったらしく、「漢字が読めない」などと言いたい放題になっています。

こんな風になってしまっただけでは遅過ぎるので、その点、バラク・オバマ次期大統領は上手にやっています。彼なんぞ(1)+(2)+(3)の自分を演出していますね。

ところが、解散総選挙前に「もう1回首相を変える」にも、もう上司が務まるタマが党内に見当たりません。総選挙は来年の9月までに必ずありますから、そのときは政権交代かもしれません。その場合、民主党には究極の(3)の上司が控えているのですね。

で、民主党もその人以外には、(1)も(2)も見当たらなかつたりする。日本の政治のリーダーシップの危機は、とっても深刻なのではないでしょうか。

* 次号は少し間が空きますが、2008年12月22日(月)を予定しています。

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、双日株式会社および株式会社双日総合研究所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。

〒107-8655 東京都港区赤坂6-1-20 <http://www.sojitz-soken.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)5520-2195 FAX:(03)5520-4945

E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@sea.sojitz.com