

Contents

特集：株価下落とブッシュ流北風政策 1p

< 今週の”The Economist”から >

”The great telecoms crash” 「大いなる通信崩壊」 7p

< From the Editor > 「ターニングポイント」 8p

特集：株価下落とブッシュ流北風政策

「アメリカは大丈夫ですか」という会話が、一日に何度も飛び交うこの頃です。なかには冷やかし半分の声もあるようですが、「米国経済が動揺すれば、日本も危ない」という危機感は、多くの人が共有するところでしょう。

ここへきて気になるのが、最近の企業不祥事問題に対するブッシュ政権のきびしい対応です。これまでに大統領が打ち出したメッセージや対応策は、株価の面から見れば裏目に出ているようですが、手綱を緩める気配はありません。ウォール街（金融界）とホワイトハウス（政府）の間に距離があるなかで、今後の米国経済はどうなるのでしょうか。

乖離する「実態」と「認識」

先週、ある勉強会に参加していたら、面白い光景に出くわした。スピーカーは若きエコノミスト。聞き手は外資系を中心とした金融関係の実務家たち。スピーカーが描く米国経済の未来は、筆者が聞いていても、けっして違和感のあるものではなかった。

- ・ 家計の減速を企業がカバー、緩やかな回復基調が継続中。
- ・ 家計部門の回復テンポはやや鈍化、かつてのような消費の急回復は期待薄。
- ・ 住宅価格の緩やかな上昇が、株価の大幅下落の影響をオフセット。
- ・ 在庫調整一巡による生産の回復基調を背景に、設備投資は緩やかに回復。
- ・ 米国経済は緩慢な回復を続け、2002年の実質成長率は+2.8%へ。

ところが聞き手からはさんざんな「ブーイング」が続いた。ひとことで言えば、「そんな生易しいものではない」というのである。毎日、マーケットと格闘している人たちから見れば、「企業会計不信」や「通信バブルの崩壊」に揺れる米国経済は、「緩慢な回復」どころか天地がひっくり返るような事態が続いている。

しかし、スピーカーを責めるのは酷と言うものだと思う。現時点で公表されている米国の景気指標の多くは、「下向き」よりは「上向き」を指している。現状のデータを使って、「お先真っ暗」なシナリオを書くのは、正直なところ難しい。筆者もまた、米国の実体経済がそんなに悪いとはどうしても思えない一人である。

エコノミストと実務家の温度差は、そのまま米国経済の実態とセンチメントの極端な乖離を示しているといえよう。つまり経済のデータを見ている楽観派には実感がなく、マーケットを見ている悲観派には数字の裏付けがない。ゆえにどちらにも説得力がないという、奇妙な状態が続いている。考えようによっては、これは非常に手の打ちにくい事態である。

米国経済の危機管理能力を過小評価するのは考えものである。1998年秋にはロシアや中南米などのエマージング危機がヘッジファンドに飛び火し、株安ドル安を招いた。しかし米連銀の迅速な金融緩和、流動性危機に陥ったLTCMの救済、ロシアへの融資といった手段で見事に乗り切った。また2001年「9・11」テロ事件による景気の急速な落ち込みは、財政の拡大と大胆な金融緩和によって早期底入れに成功した。このように、外からの危機に対する米国政府の対応能力は高いのである。

それでは今回のような「内からの危機」はどうか。これは過去の例が少ないだけに、非常に判断の難しいところである。

ブッシュの認識と手口

ブッシュ大統領は、すでに経済問題に対して3回の演説を行っている。それぞれに関する注目を以下の通りまとめておこう。

ブッシュ大統領の3つの演説

第1弾：7月9日、(ウォール街・リージェントホテル)¹

"Tough New Enforcement Initiatives for Reform"

- ・「不正会計や違法を終わらせるために、あらゆる手段を用いる」。不正企業幹部に厳罰で臨み、金融犯罪SWATチームを組織(正式にはCorporate Fraud Task Force)。
- ・10ヶ条のアカウントビリティプランを発表(投資家への正確な情報の提供、経営者個人の責任を厳格化、強固で独立した検査体制の整備など)。

¹ <http://www.whitehouse.gov/news/releases/2002/07/20020709-4.html>

- ・ 全米のCEOを糾弾.....「責任ある指導者は、会社の価値が下落しているときに巨額のボーナスを受け取ったりしない」「企業のアニュアルレポートに、CEOがいくら報酬を受け取っているか、大きく分かりやすく明記しておけ」

結果：演説終了とともに株価は下落。ダウ平均は前日比178ドル安。

第2弾：7月16日、(アラバマ大学)²

"Agenda for Long-Term Growth & Prosperity"

- ・ 「米国経済は回復途上にあり、ファンダメンタルズは強い」と先行き不安の払拭を狙う。
- ・ 株価低迷は、「90年代のばか騒ぎの結果、二日酔い状態が続いている」から。
- ・ 所得税減税の恒久化措置を訴える。

結果：「まるでフーバー大統領」と、市場は失望感。ダウ平均は前日比178ドル安。

第3弾：7月20日、(週末恒例のラジオ演説)³

"Radio Address of the President to the Nation"

- ・ 上下両院に対し、夏休み休会前の「企業責任法」や「テロ保険法」の成立を要請。
- ・ 短いスピーチ中、"Economic security"という言葉が6回使用。

結果：ワールドコム連邦破産法申請と重なり、週明けの相場は大荒れ。

こうしてみると、ブッシュが送っているメッセージは、少なくとも市場の期待には沿っていないように思えてくる。

ブッシュの世界観、倫理観

3つの演説を読み返して驚くのは、ブッシュ大統領は株価が下げたことが悪いとは思っていないことである。彼の世界観では、間違っているのは1990年代のダウ1万ドルの方であって、それはBinge（乱痴気騒ぎ）によるもの、となる。今日の株価低迷は、その後遺症であるhangover（二日酔い）である。つまり現在の8000ドルの株価が正しい、と言っているようなもの。これでは株価が反騰するわけがない。

つまりブッシュのメッセージは、「米国経済の実態は悪くないですよ」と言っているだけで、「株価が戻りますよ」とはひとことも言っていない。それどころか、クリントン時代の行き過ぎを是正するために、「あらゆることをやる」と言っている。提案されている内容は、経営者への罰則強化や会計事務所の監督など。これでは企業家精神を阻害し、市場の活力を低下させることにつながりかねない。

² <http://www.whitehouse.gov/news/releases/2002/07/20020715.html>

³ <http://www.whitehouse.gov/news/releases/2002/07/20020720.html>

典型的な「ブッシュ節」をご紹介します。以下は、7月20日のラジオ演説における最後の部分。総じて平板な内容になっている。

This is a crucial moment for the American economy. The economic fundamentals are strong. Inflation and interest rates are low. Productivity is increasing and the economy is expanding, which creates more jobs. **While the economy is growing stronger, confidence in our free enterprise system is being tested.**

ブッシュいわく、米国経済のファンダメンタルズは悪くない。低インフレ、低金利、生産性の伸び、高成長率、そして雇用。もっとも株価は2000年3月のピーク時から7兆7000億ドルも吹き飛んでいる。国民の金融資産は目減りし、老後を託す401 Kプランも危うくなっているはずだが、ブッシュはそういうことは問題にしない。経済は強くなっているのに、企業システムへの信認が試されているのだ、と言う。

Unethical business conduct that began in the boom of the 1990s is being uncovered. Investors have lost money. Some in retirement have lost security. Workers have lost jobs, and the trust of the American people has been betrayed.

90年代の熱狂の中から始まった非倫理的なビジネス慣行が暴かれ、投資家は損害を被り、雇用は失われ、米国民の信頼が失われた。つまりブッシュの認識によれば、悪いのは今の政権ではなく、クリントン時代なのである。

As we face these economic challenges, my administration will do everything in its power to ensure business integrity and long-term growth. We must act quickly and aggressively on a variety of fronts to increase the economic security of the American people, and I ask the Congress to join me in this urgent task.

だからブッシュ政権はなんでもやる、今までの間違いを正そうではないか、議会もちゃんと手伝ってほしい、という結語になる。

たぶん**ブッシュは、株価が下がったのは自分が悪い、とは露ほどにも思っていないはず**である。こういった思考パターンは、市場関係者にとってはまさに悪夢のような話であろう。少なくとも、共和党の大統領とは思えない言動である。ブッシュは元MBAであり、企業経営の経験があり、「ビジネス界寄り」の大統領といわれている。しかし、ウォール街の資本家たちのことは、ブッシュの眼中にはないようである。

思うに**ブッシュの判断は、政治的な配慮よりはシンプルな倫理観に基づいている**ことが多い。彼が怒っているように見えるときは、本当に怒っているのである。敵味方を峻別し、味方をしっかりと固め、敵を説得しようなどとはしない。「1票差でも勝ち勝ち」と割り切っている。ただし最後は意外と柔軟で、名を捨てて実を取ることはやぶさかではない。彼のそういう行動パターンは、これまで何度も目撃してきたところである。

ウォール街とホワイトハウスの距離

かくして**ブッシュの市場対策は、「北風」オンリーの様相**を呈している。これだけ経済が混乱しているのに、「太陽」（つまりウォール街が喜ぶような対策）の出番はなさそうだ。おそらくこれは賢明な判断ではないかと思う。

「このまま株安が続くと、中間選挙で負けるのではないか？」「ブッシュは父のパターン（戦争に勝って選挙に負ける）を踏襲しつつあるのではないか」といった声は多い。

たしかにその懸念はある。しかし、**中間選挙で与党（ホワイトハウスを握っている側）が負けるのは、いわば米国政治の「お約束」**である。ブッシュにとっての最重要課題は2004年に再選されることであって、2002年はそれほど重要ではない。負けたら議会工作では苦勞するだろうが、それで今より各段に状況が悪化するわけではない。クリントンは94年の中間選挙で記録的な大敗を喫したが、96年には再選された前例もある。ブッシュとしては、本気になるのは2003年からでいい。今ここですべてのカードを使い切るのは具の骨頂である。

そもそも2000年選挙の時点で、上院の勢力図は50対50であった。その後、ジェフォーズ議員の離党により、上院の優位は民主党側に奪われた。まして今年ヘルムズなどの名物議員が引退するので、共和党の不利は否めない。議会選挙への期待値はそれほど高くはないのである。

ブッシュの経済政策スタッフを見まわしても、「株価対策をやりましょう」などという声が出てきそうにはない。もともと「オリンピック級」と言われる外交・安全保障チームに比べ、ブッシュの経済チームは層が薄い。今のホワイトハウスには、ウォール街出身者がほとんどおらず、ロバート・ルービンのように金融に強い人材がほとんどいない。**「プロ・ビジネス」といわれるブッシュ政権だが、しみじみウォール街への距離は遠い。**

ブッシュ政権の主要な経済スタッフ

- ・オニール財務長官：もともと為替問題などで失言多く、金融界の信認は低い。アルコアのCEO時代は、「株主だけでなく従業員を大切にす誠実な管理人」のイメージ。ワールドコムの粉飾決算には心底義憤を感じ、「不法行為をする経営者は監獄に行くべきだ」と発言。
- ・エヴァンズ商務長官：大統領の心の友であり、選挙への貢献の証として今のポストをゲット。無欲な人柄にファンは多いが、経済政策通という評価は聞かない。
- ・リンゼー経済担当補佐官：元FRB理事。徹底した減税とレッセフェール論者。ブッシュの信頼も厚い。以前から米国の株高に警告を発していた。今回の株安は、彼にとっては「みずからの正しさの証明」である。（株価のてこ入れ策などを進言するはずがない）。
- ・ハバードCEA委員長：コロビア大学ビジネススクール教授から政権入り。若き正統派経済学者。「米国経済は自律的な回復過程にあり、経済政策は不要」という考え。今回のコーポレート・ガバナンス改革に対しては、行き過ぎによる企業家マインドの萎縮を懸念。

当面の最大の焦点は、SECが設定した8月15日の期限である。その前日までに、前年度の売上高が120億ドル以上の企業は、2001年度にさかのぼって財務諸表が正確であることを書面で宣誓しなければならない。つまり残り2週間少々は、「次はXXの会社が...」という懸念が市場を蠢き続けることになるだろう。

こういうスピード感が、ブッシュ流「北風政策」の威力である。エンロンのときにも痛感したことだが、米国の自己革新能力は高いし、行動も早い⁴。この点を無視して、「米国も日本と同じ轍を踏む」という議論はいささかの外れではないだろうか。

ブッシュは安全保障>経済政策

ところで7月19日、つまりラジオ演説が行われた前日、ブッシュはニューヨーク州の陸軍基地で第10山岳部隊を前に演説をしている⁵。ここでは、ブッシュはラジオ演説の精彩のなさとまるで別人のような雄弁を振るっている。大統領が何かいうたびに、兵士たちから大歓声が上がリ、途中では"Let's get Saddam."という声もあがっている。

そして最後は、6月1日のウェストポイント演説と同じ「先制攻撃容認論」である⁶。

The enemies of America no longer need great armies to attack our people. They require only great hatred, made more dangerous by advanced technologies. Such enemies -- against such enemies, we cannot sit quietly and hope for the best. To ignore this mounting danger is to invite it.

ふたつの演説を比べれば、ブッシュが本気になっているのは19日の陸軍演説であって、20日のラジオ演説ではないことがすぐ分かる。迫力がまるで違うのだ。つまり、大統領の頭の中を占めているのは、株価の下落などではなく、対テロ戦争、そしてイラク攻撃ということだ。

ブッシュ政権の経済政策が、安全保障政策の一環として組み込まれていることは、今年の年頭教書を読み返せばすぐに分かる。ブッシュは「対テロ戦争での勝利」、「国土防衛の強化」、「経済の再活性化」という3つのsecurityを目標として掲げている。企業会計不信問題も、こういう枠組みで捉えてみれば優先順位は低いのであろう。

それにしても6月1日に続き、ブッシュが陸軍に対して強硬姿勢をアピールしているのは怖い話である。対イラク戦において、サダム・フセインの体制を崩すためにはバグダッドでの市街戦を制する必要がある。それは陸軍の仕事となるだろう。市街戦となれば、砂漠の戦いとは比べ物にならないリスクが発生する。そこまで考えて兵士の士気高揚を心がけているということは、やはり「本気」だと解釈する以外にはない。

⁴ 本誌2002年3月8日号「エンロン・ショックと米国型資本主義」を参照。

⁵ <http://www.whitehouse.gov/news/releases/2002/07/20020719.html>

⁶ 本誌2002年6月7日号「再び米軍のイラク攻撃を考える」を参照。

< 今週の”The Economist”から >

”The great telecoms crash”

July 20th 2002

「大いなる通信業崩壊」 (p.11)

Cover story

* 通信業界のバブル崩壊は、ドットコム企業の比ではない、という指摘に思わずうなります。

それでも”The Economist”誌は「長期楽観」のようです。

< 要約 >

技術の神様、ジョージ・ジルダーは2001年2月に予言した。「グローバルクロッシングと360ネットワークスは世界で覇を競うだろうが、何兆ドルもの市場に敗者は存在しない」。だが1年も持たずに両社とも破産した。後に残された敗者は銀行と株主である。

ここ2~3週間、米国株価は下落を続け、投資家を安心させようとするブッシュの努力は効果がない。現時点のデータによる裏付けはないものの、新たな不況を心配した方がいいかもしれない。企業不祥事の中核にある産業が問題なのだ。それは通信業界。

通信バブルの崩壊はドットコムの10倍もひどい。史上最大のバブルかもしれない。通信企業の負債は1兆ドルにもものぼる。しかも会計上のトリックで規模が隠されている恐れがある。ワールドコムは、通信維持コスト38億ドルを試算項目に計上して巨額損失を隠していた。

金融市場にとっても世界経済にとっても問題は深刻だ。ブームによる供給過剰と巨額の負債をリストラするまで何年もかかる。かつての航空業のように倒産続出となろう。米国には倒産した企業が復活し、ライバルを食うという悪循環がある。欧州では政府がかつての独占企業をつぶさないものの、資産リストラは不可避。大西洋の両側で大型統合が始まるだろう。

勝ち組になると目されるのは、米国の「ベビーベル」と欧州の元独占企業。いずれも顧客への「ラストワンマイル」を握っているのが強み。通信自由化で急成長した相手に比べると金城湯池がある。地方の独占通信会社は、巧みに回線の開放を渋っている。

通信規制当局のマイケル・パウエルは、ベビーベルによるワールドコム買収を認めることを示唆した。独禁法はベル各社が長距離通信に参入することを禁止しているが、それはさておく。ベル各社は、高速ブロードバンド網の建設を認めさせようともしている。

すべては通信自由化前に逆戻りのように見える。はたして自由化は失敗だったのか。

だが、自由化は利用者には役立った。競争の出現によって価格は下落し、新しいサービスが生まれた。長距離電話は格安になり、携帯電話が人気になった。たしかにバブル崩壊の原因は過当競争による過剰投資だが、だからといって独占時代が正当化されるわけではない。

通信危機のあまりの深刻さに、独占時代への逆戻りがあるかもしれない。たしかに安定は歓迎だが、将来の競争から守る必要はない。調整が終われば、早速値上げになり技術革新が止まるかもしれない。政府は規制のドアを開けておくべきだ。

< From the Editor > ターニング・ポイント

もしも「90年代後半の米国はバブル」だったとすれば、97年7月頃がその入口だったような気がします。このとき何があったかといえば、デンバーサミットがあって、クリントンが絶好調の米国経済を自画自賛、グリーンSPANが議会証言で「経済の現状はExceptional」と発言し、ダウ平均が8000ドル台に到達、Foreign Affairs誌上で「New Economy論争」が行われ、「景気循環はなくなった」という主張が誕生、アジア通貨危機が始まり、エマージング市場の資金が米国に還流するようになった、などが挙げられます。

おそらくこの頃までの米国市場の株価上昇は、企業収益の上昇で正当化できたのでしょう。株価が上昇を続けるためには、利益率の向上が続かなければなりません。そして株価が上がらないことには、資金調達がしにくくなるし、CEOはストックオプションでいい目を見ることができない。そこで何が起こったかといえば、資本効率の競争です。コカコーラなどはROEが50%という超効率経営を実現し、これぞ株主重視経営のお手本、といわれました。企業経営の尺度も、EVA、MVA、EVITDAといった新たな手法が次々に考案されました。

こうなると、企業はただ儲けるだけではいけない。資金需要はなるべく少な目にして、遊休資産や収益の低い事業はどんどんリストラした方がいい。儲かったお金の使い道に困ったときは、「自社株買い」を実施して株主に利益を還元する。いわゆる「選択と集中」で、本業以外の仕事にはなるべく手を出さない。「シナジー効果」を求めるのは時代遅れとなりました。

しかし、企業が利益の「額」ではなく「率」を競争していると、いつかは無理をしなければならなくなります。なにしろ2桁のROEを実現できる産業なんて、そんなにあるはずはありません。資本は奇跡のようなリターンを求めて、「ドットコム企業」に流れ込むようになります。そして99年春にはダウ平均が1万ドルを突破。2000年春にはナスダックが5000ポイントに。

おそらくこの頃には、現在の企業会計疑惑の病巣は広がっていただろうと思います。そうでもしなかったら、企業が毎年利益率を上げ続けるなんてできるはずがない。おそらく資本効率の競争が行き過ぎたことが、企業会計疑惑の根底にあるのだと思います。

ところで、もしも1997年7月がターニングポイントだとしたら、当時の株価はダウで8000ドル前後。ということは、そろそろ下げどまりという可能性があります。早過ぎますかね？

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、日商岩井株式会社および株式会社日商岩井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にてお願いします。

〒135-8655 東京都港区台場 2-3-1 <http://www.niri.co.jp>

日商岩井総合研究所 吉崎達彦 TEL: (03)5520-2195 FAX: (03)5520-2183

E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@nisshoiwai.com