

USスチール買収はなぜもめるのか 日本人が無自覚なワシントンの視線



三井住友DSアセットマネジメント
チーフグローバルストラテジスト 白木久史

日本製鉄による、米鉄鋼大手USスチールの買収がもめているようです。日本製鉄は成長が期待されるアメリカ事業へのシフトを進めていますが、そんな同社にとって経営不振が伝えられるUSスチールの買収話は、渡りに船といったところでしょう。USスチール経営陣の賛同も得て、すんなり進むかに見えた今回の買収ですが、労働組合や政治家たちの反対もあって、現在は膠着状態となっています。日本製鉄の経営陣は「大統領選が終わったので、冷静に議論できるようになった」とコメントしたと報じられていますが、事はそう簡単に進むのでしょうか。

1 USスチールを是が非でも買収したいワケ

- 国内の鉄鋼需要の頭打ちから、日本の大手鉄鋼メーカーは海外ビジネスに活路を見出しています。米国は、中国やインドに次ぐ世界3位の鉄鋼消費国ですが、鉄鋼完成品の需要が年9,453万トンに上る一方、粗鋼生産は同8,053万トンにとどまり、米国内に限れば供給不足の状況にあります（2022年）。
- 現在は、主に中国からの安価な鉄鋼製品の輸入がこうした需給ギャップを埋めていますが、今後はトランプ新大統領による関税引き上げが想定されるため、輸入鋼材の流れが滞ることとなりそうです。また、米国内での工業生産の増加も期待され、鉄鋼需要は更に逼迫する可能性が高そうです。
- このため、日本製鉄にとってUSスチールが持つ米国内の高炉8基（うち2基は休止中）、電炉5基（うち2基は建設中）の生産能力は魅力的な資産といえそうです。もし、こうしたUSスチールの設備に日本製鉄の技術を導入すれば、その生産性、生産量はともに伸びる可能性が高く、今回の買収提案は魅力的な成長戦略と言ってよさそうです。また、USスチールは環境技術に優れた最先端の電炉メーカーを子会社に抱える上に、両社統合後の粗鋼生産高は世界3位の規模まで拡大する点も、買収のメリットとすることができそうです（図表1）。
- そんな「ウイン・ウイン」だったはずの買収計画に反対してきたのが労働組合、バイデン大統領、そしてトランプ氏とハリス氏の両大統領候補でした。特に、トランプ氏はハリス氏に先駆けて買収反対を表明し、外国企業による米国企業の買収を審査する対外国投資委員会（CFIUS）も「安全保障上の懸念がある」と表明したことで、現在この買収は膠着状態となっています。

【図表1：企業別粗鋼生産ランキング】

(万トン)

順位	社名	粗鋼生産量
1	中国宝武鉄鋼集団	13,284
2	アルセロール・ミタル	6,889
	日本製鉄 + USスチール	5,886
3	鞍山鉄鋼集団	5,565
4	日本製鉄	4,437
5	江蘇沙鋼集団	4,145
6	河鋼集団	4,100
7	POSCO	3,864
...		
27	USスチール	1,449

(注) データは2022年。

(出所) 世界鉄鋼協会のデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

「話せばわかる」というけれど

- 選挙を意識したパフォーマンスもあったのでしょうか、大統領選の激戦州であるペンシルバニアに本社を構えるUSスチールの買収について、労働組合に配慮した両大統領候補が反対したのもある意味当然だったのかもしれませんが。大統領選も終わり、延長されたCFIUSの審査が今年末に延長期限を迎えることから、日本製鉄側はその進捗に楽観的な見通しを表明しています。「今回のUSスチール買収は、米国への投資を通じて米国内の雇用拡大が図られる」ことから、日本製鉄側は「話せばわかる」とのこと。しかし、心配な点がないわけではありません。
- それは、①ハリス氏に先駆けて買収反対を表明したトランプ氏が大統領選に勝利してしまったこと、②CFIUSは既に「安全保障上の懸念」を表明しており、それを覆すには相応の材料や論理が必要なこと、そして、③来年1月のトランプ新大統領就任前の慌ただしさ（どさくさ）に、はたしてCFIUSは審査を終結させることが可能なのか、という3点です。中でも、政権移行期の「権力の空白期間」に案件審査を進めようとするれば、「アンフェアだ」と感じる人は少なくないのではないのでしょうか。

買収成功に懐疑的なマーケット

- USスチール買収に自信を見せる日本製鉄の説明とは裏腹に、市場では買収成功に懐疑的な見方が広がっているように思われます。日本製鉄は昨年12月にUSスチール株を1株55ドル（時価39.33ドルに約40%のプレミアムを加えた価格）、総額約141億ドルで買収すると発表しました。そして、買収提案の発表直後に株価は急騰し、一時50.20ドルの高値を付けました。しかし、今年3月15日にバイデン大統領が買収への反対を表明したことをきっかけに株価は急落し、足元では買収提案前の株価水準となる40ドル近辺での推移となっています。
- 通常、買収提案を受けた企業の株価は徐々に買収価格に向かって収斂していくのが普通ですが、USスチール株に関する限り、現状ではそうした動きは見られません。市場は今回のデールの失敗を織り込みに行っているようにも見えますが、何が日本製鉄のUSスチール買収を妨げているのでしょうか。



2 米国が「鉄」に敏感な理由

- 日本では今回のUSスチール買収への反対を、「大統領選前の政治問題」として片づける見方が多いようです。しかし、事はそんなに単純な話なのでしょうか。
- 日本でも近年、経済安全保障を重視する動きが広がっています。2022年12月20日には、内閣府が経済安全保障推進法が定める「特定重要物資」として、半導体や蓄電池など11の物資を指定しています（図表3）。この重要物資を見ていくと、リチウム、ニッケル、コバルト、マンガンといった「重要鉱物」は鉄と混ぜて精錬することで合金鉄を作る素材ですし、「航空機部品」、「工作機械・産業用ロボット」、「永久磁石」、「船舶部品」といった重要物資の主な原材料は鋼材ですから、鉄鋼生産はこうした重要物資の「サプライチェーンの上流」に位置していることが確認できます。

安全保障上のチョークポイントとしての「鉄」

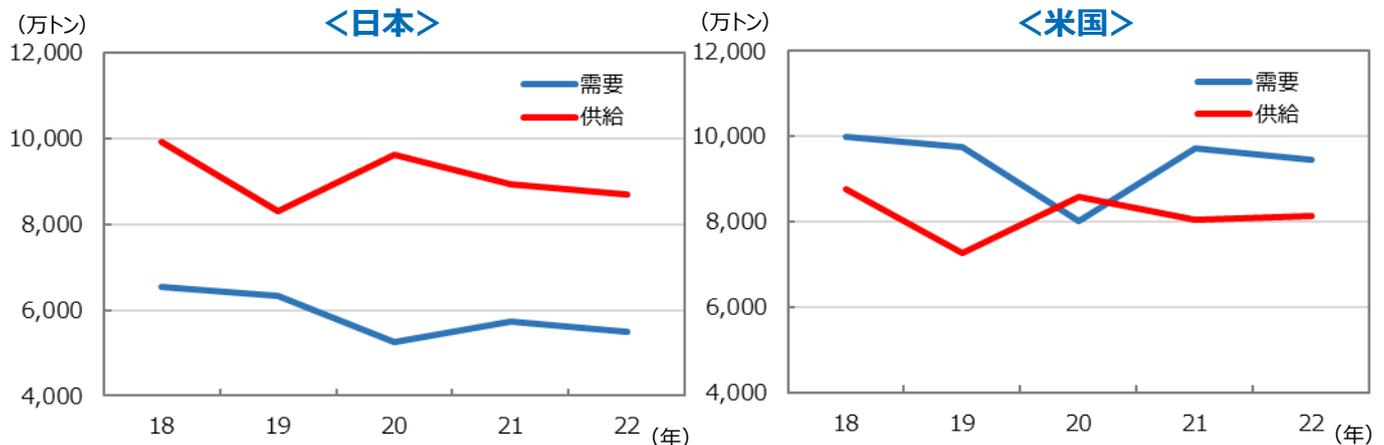
- こうしてみると、鉄鋼の供給は食糧やエネルギーと並び、滞れば命に関わる「安全保障上のチョークポイント」といえそうです。日本の粗鋼生産は年間約8,900万トンと需要の同約5,500万トンを大きく上回るため（2022年）、日本の鉄鋼生産能力を心配する人はほとんどいないでしょう。しかし、米国ではその需要を国内生産では賅い切れない状態にあり、世界最大の軍事大国の屋台骨を支えるには、心もとない状況が続いています（図表4）。
- ふんだんな供給力を持つ日本からするとピンときませんが、鉄鋼製品は米国にとってその軍事力を維持する上で欠くことができない「重要物資」かもしれない、と言ったら言い過ぎでしょうか。

【図表3：内閣府が定める特定重要物資】

所管官庁	特定重要物資
経済産業省	半導体
	蓄電池
	重要鉱物
	航空機部品
	工作機械・産業用ロボット
	永久磁石
	天然ガス
国土交通省	船舶部品
厚生労働省	抗菌性物質製剤
農林水産省	肥料

（出所）内閣府の資料を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【図表4：日米の鋼材需給】



（注）データは2018年～2022年、需要は鉄鋼完成品、供給は粗鋼生産。
（出所）世界鉄鋼協会のデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

3 日本人が無自覚なワシントンの視線

- 少しばかり地政学に類する話題になりますが、安全保障を考える上で重要な鉄鋼製品は、船舶、航空機、軍用車両、ミサイルなど、主要な国防装備の原材料です。例えば、ニミッツ級航空母艦ジョージ・H・W・ブッシュには水兵6,000名が乗艦し、その製造には実に47,000トンの鋼材が使われているとされています。そして、空母の心臓部には2基の原子炉が搭載されていて、敵の攻撃から船体を守る構造部分の鋼板の厚みや強度、そして砲撃への耐性（Ballistic penetration）は軍事機密でももちろん非公開です。
- 第二次世界大戦のハイライトであるルマンディー上陸作戦で活躍した、揚陸艦の増産に貢献したことで知られるUSスチールですが、同社の内部情報には安全保障上の機密が含まれるのは当然かもしれません。そう考えると「経済的理由だけで外国企業に買収されるわけにはいかない」と考える米国人がいても、納得感がありそうです。

ワシントンの目に映る日本製鉄

- 米国と同盟関係にある日本を代表する大企業の日本製鉄が、「安全保障上の懸念」で今回の買収から排除されたとしたら、不可解に感じる日本人が大多数ではないでしょうか。しかし、米国の視点から日本製鉄を眺めると、その印象は少なからず違ったものとなる可能性があります。
- 少しばかり話は横にそれますが、時事の話をさせていただきます。日本製鉄は、合併前の旧新日本製鐵（新日鐵）時代に、中国の周恩来首相や鄧小平副総理の要請を受けて、中国宝山鋼鉄の最新鋭の高炉建設を全面的に支援しました。その後、宝山鋼鉄が製造する鋼材は中国の高度経済成長をけん引することとなりますが、こうした貢献が感謝されたこともあってか、日本製鉄と中国との親密な関係は長期にわたり続くこととなります。

モンスターの生みの親

- 21世紀に入り、中国の工業化が急速に進展すると、2004年には新日鐵と宝山は合併で自動車向け鋼板会社を設立します。そして、今年8月に合併が解消されるまで約20年にわたり、共同で世界トップの規模に発展する中国の自動車産業を支えてきました。現在、宝山鉄鋼は世界最大の鉄鋼メーカーですが、インフラ整備や自動車生産だけでなく、その鋼材で中国の急速な軍備拡張にも貢献しています。そんな「モンスター」ともいべき宝山鉄鋼や中国鉄鋼業界が大きく成長する過程で、日本製鉄が果たした役割は大きかったように思われます。
- こうした日本製鉄と中国の「長く、深い」付き合いから、日本製鉄の元経営トップは、日中友好会館の理事や日中経済協会の名誉顧問を務めています。また、最近まで同社の最高幹部を務めた取締役の一人は、日中経済協会の会長職にあって、日中間の経済外交の第一線で活躍しています。
- 例えば、今年1月25日、日中経済協会は経団連や日本商工会議所と共同で、日本経済界訪中団を率いて北京を訪問し、人民大会堂で李強首相に謁見（えっけん）しています。また、今年9月26日には中華人民共和国成立75周年祝賀レセプションが都内のホテルで開催されましたが、日中経済協会の会長は鳩山由紀夫元首相、公明党の山口那津男代表（当時）、社民党の福島瑞穂党首、日中協会の野田毅会長、日中友好議連の小淵優子事務局長らとともに、主賓の一人として招待されています。

日本にとっての「当たり前」が米国に通じるとは限らない

- 中国と近い関係にあるとされる政治家が揃う注目されやすい会合に、日本製鉄を代表する人物が参加していることについて、対中強硬姿勢を強める米国政府・軍関係者がどう感じるかは推して知るべしと思います。もちろん、日中の密接な経済関係を考えれば、日本の有力な財界人が日中交流の橋渡し役を務めるのは、日本人からすれば「当然の事」といってよいでしょう。しかし、米国人が我々と同様な見方をしてくれると期待するのは、少々虫が良すぎるように思えます。
- 2018年7月、北大西洋条約機構（NATO）のストルテンベルグ事務総長と会談した当時のトランプ大統領は、大量の天然ガスをロシアから購入していたドイツを念頭に、「ロシアに大金を払いエネルギーを買っている国を、どうして米国がロシアから守らなければいけないのか」と痛烈に批判しました。こうした発言の背景にはおそらく自国のシェールガスを売り込みたい米国側の思惑もあるものと思われませんが、米国の軍事力に依存しながら相反する国に巨額の資金を提供する「身内の不義理」にイラ立つ米国の本音が垣間見えます。

買収成功への切り札、ポンペオ氏の招聘

- 「このままではマズイ」と日本製鉄も感じていたのではないのでしょうか。乾坤一擲（けんこんいってき）の策に打って出ます。今年7月20日、日本製鉄は前トランプ政権でCIA長官や国務長官を務めたマイク・ポンペオ氏を、USスチール買収のアドバイザーとして起用すると発表しました。ポンペオ氏は「対中強硬派」として知られますが、国務長官時代に中国を厳しく糾弾したこともあって、2021年以降、中国外務省から中国本土、香港、マカオへの入境を禁じられています。
- こうしたロビー活動が奏功するかはまだ分かりませんが、今回のディールを成功させたい日本製鉄の「危機感の表れ」と考えるのが自然ではないのでしょうか。
- 16～17世紀にかけての大航海時代の後期、オランダはスペインとの長い独立戦争を戦いました。当時、その強欲さで名をはせたとされるオランダ商人は、戦争相手のスペインにも武器や軍事物資を売り渡し、世の颯（ひんしゅく）を買いました。考え方の一つかもしれませんが、米政府・軍関係者から見れば、極東地域の地政学リスクを高める恐れのある中国と積極的に交易を行い、中国の「強国戦略」に貢献している日本企業があるとすれば、かつてのオランダ商人のように映っても不思議ではないでしょう。

まとめに

米国の公立学校では、朝のホームルームで直立した子供たちが左胸に右手を当てながら、星条旗に向かい忠誠の言葉を唱えます。プレッジ（Pledge of Allegiance）と呼ばれる儀式で、真剣な表情で国家と国旗への忠誠を誓います。戦後の平和教育を受けた日本人からすればぎょっとしかねない光景ですが、1775年の独立戦争以来、ほぼ休むことなく戦争を続けてきた米国人にとっては、当たり前光景とのことです。今回の日本製鉄によるUSスチール買収についても、長らく平和に暮らしてきた日本人の感覚からすると「意外な結果」となってしまうのかもしれない。

※ 個別銘柄に言及していますが、当該銘柄を推奨するものではありません。

ここも
チェック

2024年11月 7日 米大統領選後のマーケット展望 トランプ再選がもたらす「残酷な結末」
2024年10月18日 石破ショックは2度来る？

■ 当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。■ 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■ 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■ 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■ 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■ 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■ 当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。

 三井住友DSアセットマネジメント

Be
Active.