

## 二〇一六年の内外経済展望と株式市場

海津政信

### はじめに

明けましておめでとうございます。海津でございます。どうぞよろしくお願い申し上げます。

過分な御紹介をいただきまして恐れ入ります。

この場での講演も今年で一回目になります。今回も、昨年夏頃、増井理事長から御依頼を受けまして、このようにお話をすることになったものです。

今日は少し値を戻しておりますが、東京市場で

は年初から六営業日連続で株価が下がり、やや緊張感のある年明けになったように思います。私は、一月三日の『日経ヴェリタス』のアンケートにおいて、今年の株価について、高値が二万八〇〇円、下値が一万七五〇〇円と答えています。これは、エクイティのストラテジストの中ではおそらく最も低く、債券エコノミストとそれほど変わらないレンジ想定となっています。元々、私は、三月になってアメリカが無理に金利を引き上げようとしたとき、日本の株価が一万七〇〇〇円台前半ぐらいまで下がるのではないかと考えていまし

た。現実の方がやや展開が早かったように思いますが、特別なことが起きているとまでは思っていません。この後、そのあたりの事情も含めて御説明申し上げたいと思います。

今日はいつものように、まず世界経済の鳥瞰図的なお話を申し上げ、その後、日本、米国、欧州、中国の順に経済の見通しをお話しします。その後、原油市場、為替市場、株式市場、そしてこれらとの関係で、企業業績の見通しについても触れたいと思います。

## 一、世界経済

まず、世界経済について鳥瞰図的なお話をします。資料2ページの右側の表が、野村のグローバルな経済調査チームが出した今後の世界の実質GDP成長率の見通しです。今年の見通しは三・

二%で、昨年の三・一%とほぼ同じ水準になっています。内訳を申しますと、先進国がおおむね堅調な中で、中国の減速がさらに進んでいくと見えています。左のグラフにありますように、二〇〇八年のリーマンショックの後、中国の四兆元の財政出動もあって、二〇一〇年には世界経済は五%の成長を達成しました。しかし、その後、ヨーロッパの債務問題、さらにここに来て中国経済の減速などもありまして、二〇一一年以降、世界の実質GDP成長率は、三%を少し超える程度のやや低い水準になっています。達観して申しますと、今年についても、こうした状態が継続していくのではないかと思っています。

## 二、日本経済

### (1) 日本経済の見通し

#### (概況)

ここから地域別に見ていきます。最初は、最も重要な日本経済です。日本経済については状況はかなり好転してきており、二〇二〇年の東京オリピックに向けて、基本的には成長力を取り戻していくと考えています。

#### (円安の定着)

その背景として私が最も重視しているのは為替レートです。円安が定着して、日本の産業・企業が本来の競争力を取り戻してきています。

資料3ページの左側のグラフをご覧ください。実

線は、製造業の売上高経常利益率について、国内

拠点と海外拠点の差をとって、その推移を見たものです。左軸の格差ゼロのレベルが、右軸の円ドルレート一一〇円に対応しています。ここから、一九九〇年前後以降、国内と海外の売上高経常利益率の格差が円ドルレートとおおむね近接して動いていることが読み取れます。このグラフは、二〇円前後という円ドルレートの下では、国内で生産して輸出した方が日本企業の売上高経常利益率が高いことを表しています。円ドルレートは、このところ一一七円、一一六円で推移しており、今日は一一八円台に戻っています。それにもかかわらず、このことが多くの人に実感されなかったのは、効果が出るまでにラグがあるためです、今後、いよいよ円安の効果がはっきりと出てくると思っています。

## (円安への対応——自動車)

資料3ページの右側のグラフは、日本からの自動車輸出台数を見たものです。これを見ますと、リーマンショック前の日本の自動車輸出がいかに旺盛だったかがわかります。このとき、日本は六五〇万台を超えて七〇〇万台近くの自動車を輸出していました。その後、超円高が進む中で、自動車輸出台数は二〇〇万台以上減少し、四五〇万台まで落ち込んだわけです。日本経済の空洞化にはいろいろな要因がありますが、超円高が進んだことが最も大きな要因であったと思います。

先行きですが、二〇一六年、二〇一七年と回復しまして、二〇一七年には五二〇万台ぐらいまで増える見通しになっています。この数字は各自動車メーカーが公表した見通しを積み上げたものですので、大きな狂いはないと思っています。メーカー別に見ますと、日産自動車が二〇万台、トヨ

タ自動車が二〇万台、ホンダ技研が一〇万台それぞれ増加し、他のメーカーも合わせた国内メーカー全体で七〇万台増加するという見通しになっています。

自動車メーカーは、これまで海外にかなり工場を作りましたので、海外工場の稼働率が一定程度上がらないと、国内で生産を増やすことは難しいという事情がありました。また、生産拠点を替えるとしても、モデルチェンジのタイミングを捉えてということが多いようですので、一二〇円台の円安になった後、しばらくしてから国内への帰帰が具体化しつつあるということです。

## (個別自動車メーカーの対応)

この面で最も積極的な企業は日産自動車です。GOINCEOは、昨年、九〇万台に満たなかった輸出を、今年は一五万台ぐらい増やすとおつ

しゃっています。このことは、国内の償却が進んだ工場を稼働させ、製品を輸出することによって大きな利益を上げられることを示しています。トヨタ自動車の場合、円ドルレートが一二〇円台であれば、売上高営業利益率で二〇%を超える利益が上がるのではないかと思われます。日産自動車でも、利益率はおそらく二桁台になるのではないのでしょうか。国内で生産し国内で販売した場合の利益率は、おそらく五%前後にとどまると思われるので、輸出に振り向けた方がはるかに採算性が高いと推測されます。どの会社もセグメント会計が充実しておりますので、それを分析することによって、ある程度こうしたことを推測することが可能です。輸出を増やすことは自動車メーカーの株主にとってプラスになりますし、国内で関連の設備投資が起きてくることも期待できると思っています。

(円安への対応——電子機器)

ここで、これまでの円高の過程で競争力を失った電子機器メーカーの対応を見てみます。ソニー、東芝、日立製作所は、中小型の液晶ディスプレイ部門を切り出し、ジャパンディスプレイを設立しました。今年の夏前ぐらいには、アップルが同社に一七〇〇億円を投資し、石川県の白山市に新しい工場が建設されることになっています。また、NECの広島工場を引き継いだエルピーダメモリは、円高の過程で破綻し、最終的に米国のマイクロン・テクノロジーの傘下に入りました。同社はかなり競争力を持っており、追加的な設備投資も行われています。村田製作所等の電子部品メーカーは、円高の中でも競争力を保ち、引き続き活発に設備投資を行っています。ソニーも、イメージセンサー関連の設備投資を強力に進めています。

このように、自動車の輸出が回復することに加え、先端のデバイスについても輸出が復調していくことがほぼ見通せる状況になってきています。

### (インフラ投資)

これに加えて、国内では、二〇二〇年にかけてインフラの投資がかなり出てくると思います。建設関連のビッグプロジェクトでは、例えば、これから中央リニア新幹線の工事が本格化してきます。これまでほとんど投資は行われておりませんが、二〇一九年、二〇二〇年頃になりますと、これだけでも投資額は年間五〇〇億円ぐらいの規模に膨らんでいきます。その他、さまざまなビッグプロジェクトを積み上げていきますと、二〇一九年、二〇二〇年頃をピークに、一兆円単位でインフラの投資が行われる見通しになっています。

### (GDP六〇〇兆円の可能性)

資料4ページの左側のグラフは、野村證券の経済調査部が、安倍政権が打ち出した名目GDP六〇〇兆円がいつ頃実現できるのかを予測したものです。昨年一二月に日本経済の中期見通しとして公表したもので、どなたでもご覧いただけます。標準予測では、二〇二〇年の名目GDPは約五五〇兆円となっています。なお、ここには二〇兆円の研究開発費が入っていません。既にアメリカでは研究開発費を加えてGDPを推計しておりますが、日本ではこれからのことになります。仮に研究開発費を加えますと、二〇二〇年の名目GDPは約五七〇兆円になります。二〇二〇年に六〇〇兆円の名目GDPを達成することはなかなか難しいと思いますが、それに近づくような絵姿になってくるのではないかと思っています。

(2) 安部政権の成長戦略

(概況)

その意味で極めて重要なのは、安倍政権の成長戦略です。私は、『財界観測』の今年の新年号に「軌道に乗り始めた安倍政権の成長戦略」という題の巻頭言を書きました。以下で触れますように、昨春秋以降、成長戦略がかなり進展してきたと思つています。資料4ページの右側の表をご覧ください。

(法人税率の引き下げ)

一つ目は、法人税率の引き下げです。これによつて、二〇一六年度の法人実効税率は、二九・九七%とドイツ並みになります。他方、外形標準課税がある程度強化されます。法人実効税率は、つい数年前まで三八、三九%でした。経団連も経済同友会も、我が国の産業界の六重苦の代表が法

人税の高さであると言つていました。ここにきて、法人実効税率の一〇%幅の引き下げが実現したのはかなりの評価に値すると思つています。

(外国人訪日客促進策の成功)

二つ目は、外国人訪日客促進策の成功です。昨年の数字はまだ公表されておりませんが、おそらく二〇〇〇万人弱(その後公表されたデータで一九七三万人)になると思います。円安、ビザ発給要件の緩和、免税手続きの簡素化等が奏功したと見られています。二〇二〇年の目標を五年前倒ししてほぼ達成できたということです。ビザ発給要件の緩和については、菅官房長官がある会議で、犯罪の増加を懸念する警察庁の強い抵抗があつたが、実際には犯罪が増えるようなことはなく、規制を緩和してよかつたと言つておられたようです。

外国人訪日客の消費額は三兆五〇〇億円程度に達したと見られます。つい数年前には一兆円ほどでしたので、これも随分大きくなってきたように思います。

外国人訪日客が一気に二〇〇〇万人弱まで増えたことで、飲食店、ホテルなどの稼働率が向上し、元気が出てきています。こうした実績を踏まえ、二〇二〇年に三〇〇〇万人という新たな目標が設定されました。新たな目標も、地方周遊ルートの海外への発信、ホテルの新規供給、通訳ガイドの拡充といった体制を整備していけば十分に達成可能です。

世界で最も外国人観光客が多いのはフランスで、七〇〇〇万人ぐらいです。スペイン、イタリアでも外国人観光客は五〇〇〇万人ぐらいになっているようです。したがって、日本の観光資源をフルに活用していけば、三〇〇〇万人と言わ

ず、場合によっては四〇〇〇万人の外国人訪日客というのも考えられないわけではありません。

#### (インフラ輸出の拡大)

三つ目は、高速鉄道等のインフラ輸出で、これが軌道に乗ってきつつあります。インドネシアでは、中国に強引に奪われてしまいましたが、インドでは、昨年一二月の日印首脳会談で、ムンバイ・アーメダバード間の高速鉄道の整備に日本の新幹線方式を採用することが決まりました。アーメダバード・ニューデリー間も新幹線方式が採用されるだろうと言われています。インドは、新興国の中でも、中国に次いで規模の大きい国です。ここで新幹線が採用されることになった意味は大きいと思います。マレーシアのクアラルンプール・シンガポール間も新幹線方式が採用される可能性が高く、アメリカでも、ダラス・ヒュー



ストーン間など幾つかの路線で新幹線方式の採用が有力視されています。加えまして、日本とインドの間で原子力協定が合意されたことで、原子力発電プラントの受注も可能になりつつあります。このように、インフラ輸出については、昨年末までにかんがりの成果が出てきたように思います。

(TPP)

四つ目は、TPP（環太平洋戦略的経済連携協定）です。昨年一〇月初頭に、これが大筋合意されたことにより、GDP三四〇〇兆円規模の自由でフェアな市場が生まれ、日本企業の活躍余地が広がることになりました。最近、全日空がベトナム航空と提携するという動きが出てきました。このように、中国や韓国とのコスト競争力の差を補うために、今後、ベトナムに進出する企業が増えるのではないかと思います。政府の試算では、T

PPが実現することによって、さまざまな分野で合わせて一四兆円ぐらいのGDP押し上げ効果があると見られています。

(コーポレート・ガバナンス改革の進展)

五つ目は、コーポレート・ガバナンス改革の進展です。私もある会社の社外取締役を務めています。この会社では、東証にコーポレート・ガバナンスに関する報告書を提出するため、昨年一二月に臨時役員会を開いてさまざまな議論を行いました。一般論ですが、企業経営者がトップラインの売上高の成長に強いコミットメントを行う、また、ボトムラインのROEについても、資本コストを十分意識して高水準をキープしていくといった内容が盛り込まれています。

このように、東証がコーポレートガバナンス・コードを定め、上場企業にコードへの対応を求め

ていることには大きな意義があると思います。

かつては、バンク・ガバナンスがかなり効いており、企業の再編などでも、メガバンクその他の銀行が大きな役割を果たしました。しかし、今はもうそういう時代ではなくなっており、コーポレートガバナンス・コードにも、エクイティのガバナンスによって企業経営の動機づけを行うことが盛り込まれています。

### (3) 名目GDPと株価水準

我が国では、十数年にわたって名目GDPが五〇〇兆円前後で足踏みしていましたが、以上で申し上げたようなことから、今後、名目GDPが六〇〇兆円に向けて少しずつ増加していくことが見込まれます。

名目GDPは株式市場にとっても無縁ではなく、むしろ極めて重要です。なぜかと申します

と、名目GDPと株式の時価総額には一定の関係があるからです。去年の最高値は、TOPIXで一九九〇、日経平均株価では二万八〇〇円、二万九〇〇円で、このとき株式の時価総額は六〇〇兆円を少し超えました。今の名目GDPは五〇〇兆円ですから、その一・二倍に当たります。日本企業は海外でも稼いでおりますので、必ずしも日本の名目GDPだけにとらわれる必要はないのですが、従来、名目GDPの規模が株式の時価総額の上限を画するようなことが長く続いてきました。その意味で、一・二倍というのはそれなりの水準であると言えます。

アメリカのバフェットもこのような考え方をしております。バフェット指数とも言われています。二万五〇〇〇円の日経平均株価を株式の時価総額に置き換えますと、七二〇兆円から七三〇兆円ぐらいになります。つまり、二万五〇〇〇円の

日経平均株価を予想することは、五〇〇兆円の名目GDPの一・四倍の時価総額を見込むのと同義ということになります。とても想像することすらできないことのように思います。

アメリカでも、名目GDPとニューヨーク株式の時価総額はそれなりに関係しています。名目GDPからかなり離れて時価総額が形成されているのは、シンガポールや香港などです。このような小さな国・地域に巨大な企業があれば、株式の時価総額が名目GDPの一・五倍ないし二倍になるようなことがあるかもしれません。また、イギリスのように国際企業が多い国でも、それに近いことが起きるかもしれません。しかし、一般的には、名目GDPと株式の時価総額の間には一定の関係があると言えます。

したがって、名目GDPが六〇〇兆円ぐらいになりますと、株式の時価総額がその一・二倍

の七二〇兆円になることを見込むことができるようになると考えられます。株価の見通しに関連して、軽々に二万四〇〇〇円、二万五〇〇〇円などと言う人がいますが、本当にその意味をわかっておられるのだろうかというのが私の意見です。さまざまなバランスをよく考えて発言された方がよいのではないかと思っています。

#### (4) 政治面の動向

##### (昨年夏以降の動き)

政治面の動向について少しお話しします。アベノミクスが進展するためには、政権の安定が欠かせません。その意味で、昨年七月、八月は、アベノミクスの推進力が落ちるのではないかとハラハラしました。私は、安全保障法制を整備することは必要であると思っており、昨年の安全保障関連法案にも賛成でした。しかし、国会で法案を通す

過程で、世論の反発を受けて内閣支持率が下がりました。これが下がり過ぎて、アベノミクスの遂行に支障を来すようなことになっては困ると思っていたのですが、何とかうまく乗り切ることができたのではないかと思います。

昨年夏は、八月一四日に出された戦後七〇周年談話にも注目が集まりました。我々の世代、すなわち戦後間もなく生まれた人たちの間では、中国に対する侵略及び韓国に対する植民地支配について痛切な反省があり、それについて談話で一定程度言及すべきだと思っていた人が多かったのではないかと思います。その一方で、三〇代、二〇代の若い人たちは、中国や韓国に謝り続けるのも何かという思いを隠していないように思われます。こうしたさまざまな気持ちを受け止め、国民の最大多数に配慮して、我々の世代までは謝るとしても、先の世代に謝罪を続ける宿命を負わせて

はならないという内容を織り込んだ談話が取りまとめられました。このことよって、流れが良い方向に向かったと理解しています。

その後、TPPがまとまり、加えて、昨年暮れには、慰安婦問題について日韓合意が取りまとめられたことで、両国関係が正常化に向けて一歩前に踏み出すことになりました。また、今年に入りまして、北朝鮮が四回目の核実験を行いました。これらのことも、おそらく内閣支持率の上昇につながっていくのではないかと思います。

#### （世論調査の結果）

資料5ページの左側のグラフはNHKの世論調査を基に、いわゆる青木率（内閣支持率＋与党支持率）の推移を表したものです。一月のNHKの世論調査では、青木率は一二月と変わらず、八三・五％でした。ほぼ同じ時期に読売新聞が行っ

た世論調査の結果などを見ますと、青木率はもう少し上がるのではないかと思います。安全保障関連法を廃止するため、昨年来、共産党がかなり動いており、民主党も一時それに呼应した動きを強めようとしていました。しかし、先日の北朝鮮の核実験を受けて、国民も、朝鮮半島有事に十分に備えていくべきだという意識を持つようになってきたと思います。これらのことを踏まえますと、今後とも安定政権が続く可能性が高いと総括できるのではないかと思います。

(今後の政権運営)

安倍総理は、ひそかにメルケル超えを考えているようです。昨年一二月三一日に、ケルンで難民がからんだ忌わしい事件が起き、メルケル首相は対応に奔走しています。昨年一年だけで一一〇万人の難民がドイツに入っています。その中に不心

得者がいて、忌わしい事件を引き起こしたという事です。ドイツの人口は八〇〇万人ですから、一年で一一〇万人というのは大変な数です。与党の中からも、一年でせいぜい二、三〇万人が限度だという意見も出てきています。四選が当然視されていたメルケル首相ですが、樂觀できなくなったのではないとも言われています。

今年五月には伊勢志摩サミットがあります。世界の主要国の中で最も政治が安定しているのは日本である、安部総理が、伊勢志摩サミットを通じてこのことをアピールしたいと思ったとしてもおかしくありません。

安倍総理の周辺には賢い人がいるようです。もしソウルの日本大使館前の慰安婦像が移転されることになれば、韓国の朴槿恵大統領をオプザーバーで伊勢志摩サミットに招くようなこともあるかもしれません。今年の夏には参議院議員選挙が

行われますが、これと同時に、又は時間差を置いて衆議院議員選挙が行われる可能性もあります。いずれにしましても、安倍総理の下で安定した政権運営が続き、アベノミクスが推進されていくと思えます。

### (消費税増税のリスク)

そのような中、株式市場の観点からやリスクがあると思っておりますのは、消費税の再増税です。右側の表にありますように、野村證券の経済調査部は、二〇一七年四月に消費税の一〇％への引き上げが実施されることを前提に、二〇一七年度の実質GDP成長率がマイナス〇・二％になると予測しています。このように、二〇一七年度には、一時的にミニ景気後退が訪れることを覚悟しなければならぬと思いますが、いずれにせよ、少なくとも消費税の一〇％への引き上げは避けら

れないと思われれますので、増税を先延ばしするより、むしろ二〇二〇年までまだ時間がある間にこの問題に片をつけておいた方がよいのではないかと思います。

## 三、米国経済

以下では、海外の経済について見ていきます。最初は米国経済です。資料6ページの左側に非農業部門雇用者数の推移のグラフを載せています。

この資料には入っておりませんが、出たばかりの昨年一二月の雇用統計では、非農業部門雇用者数は二九万人という大幅な増加となりました。

もつとも、雇用情勢が良いとは言え、今年末までに四回の利上げを行うことは簡単ではないと思っております。資料6ページの右側の表の一番下にありますように、FRB（連邦準備制度理事

会)は、昨年二月一六日のFOMC(連邦公開市場委員会)で、昨年末の〇・三七五%に対して、今年末には一・三七五%まで一%ほどFF金利を上げるとの見通しを公表しております。

三ヶ月に一回、〇・二五%ずつ四回利上げを行うということ。下から二段目のFF金利は野村證券のニューヨークのエコノミストの予測です。

今年末で〇・七五%から一・〇%、中央値をとりますと〇・八七五%となっています。つまり、今年は、六月と二月に〇・二五%ずつ上げて、年末に何とか〇・八七五%まで持つていくことになるという予測です。言い換えれば、四回の利上げは難しいだろうと見ているわけです。

なぜかと申しますと、アメリカでは、国内の住宅や個人消費は旺盛で死角がないように見えますが、輸出が良くありません。また、原油価格がここまで下がりましたので、シェールオイル関連の

投資が止まっています。また、アメリカではGDPに占める製造業のウエートはかなり小さく、二〇%を切っておりますが、伝統的な経済指標のISM製造業指数を見ますと、去年の一月が四八・六、二月が四八・二で、好不況の分岐点である五〇を下回っている状況です。加えまして、アメリカで利上げが行われ、中国がこれに追従できないことになりまして、人民元が元安に振れることが懸念されます。

このようなことを勘案しますと、米国で、今年中に四回も利上げを行うようなことは考えられず、せいぜい二回ぐらいにとどまると思っています。しかし、いずれにせよ利上げは行われますので、予想PERの低下を通じてやや株価の頭が押さえられることになるかと考えています。

## 四、欧州経済

次に、欧州経済を見ていきます。資料7ページをご覧ください。左側のグラフは、製造業PMI（購買担当者指数）という景気指標の推移を表したものです。丸で囲みましたように、ドイツでは最近の指数は五〇を超えています。フランスもここに来て五〇を上回りました。非製造業PMIは五四から五五となっています。ヨーロッパでは景気はおおむね堅調に推移しているということです。

しかし、欧州経済が力強く回復を続けられるかと申しますと、必ずしもそうではないと思っております。ドイツの経済政策はあまりにも財政緊縮に偏っています。私は、南欧諸国に財政緊縮を求めるのはやむを得ないとしても、ドイツやオランダ

のような国々は、むしろ財政拡張でヨーロッパの内需を引っ張っていくべきだと考えています。その意味で、私は、ドイツの経済政策はおかしいということをよく言っています。

話は逸れますが、今回のフォルクスワーゲンの不正事件は極めて悪質だったと思います。同社が行った不正は、アメリカで試験を受けるときだけ触媒が働いてSOxやNOxを除去する、しかし、実際に走らせるときは触媒の働きを緩めるといふ、極めて巧妙な操作を電子コントロールで行うというものでした。ドイツ国民は、これについて真摯に反省するというより、むしろ米国から言われて認めさせられたという意識を持っているように思われ、どうかしているのではないかと思えます。いずれにせよ、この問題はかなり尾を引くだろうと思います。

また、ヨーロッパでは、大量の難民が流入し、



対応のために多額の追加政府支出が必要になりま  
すし、テロのリスクにもさらされています。ヨー  
ロッパは、シェンゲン協定を通じて国境をなく  
し、統一通貨ユーロを導入することによって発展  
してきました。そうした欧州経済発展の原動力に  
根本的な問題が生じているということですので、  
循環的にヨーロッパの景気が少し持ち直している  
としても、そう楽観はできないというのが私の意  
見です。

## 五、中国経済

(実質GDP成長率の見通し)

次に、中国経済を見ることにします。今、世界  
の投資家から最もリスク視されているのが中国経  
済です。私は、現在の中国経済は、一〇%成長か  
ら五%成長に移行する過程にあると考えていま

す。

資料8ページの左側のグラフは、昨年七月に日  
本経済研究センターが行った中国の実質GDP成  
長率の中期予測です。ここには標準シナリオを載  
せています。これによりますと、二〇一六年から  
二〇二〇年が年率五・九%、二〇二一年から二〇  
二五年が年率四・五%という見通しになっていま  
す。二〇一六年から二〇二〇年までの実質GDP  
成長率について、習近平政権は昨年暮れ、年率  
六・五%の目標を打ち出しました。しかし、この  
中期予測にもありますように、習政権の目標を達  
成することはなかなか難しいだろうと思います。

右側のグラフは、野村證券の香港のエコノミス  
トによる予測です。昨年七月九月の六・九%に対  
して、一〇—十二月が六・四%、今年の一〇—  
二月が五・六%という予測となっています。もは  
や六・五%の実質GDP成長率はコンセンサスに

なっていないと思いますが、六%を切ってさらに減速していくという見通しは、金融市場ではまだ十分織り込まれていないように思われます。したがって、今年、世界経済は、少なくとも年央まで、場合によっては年末ぐらいまで、一定程度、中国の構造調整の痛みを受け続けると考える必要があると思っています。人民元も、今の一ドル＝六・六元ではなく、六・八元ないし六・九元あたりまで下がっていくと考えるのが常道だろうと思います。

### (産業別に見た中国経済)

資料9ページの左側のグラフは、中国の経済の状況を産業レベルまで下りて見たものです。リーマンショックが起きた二〇〇八年から二〇一四年までの六年間について、前半の三年と後半の三年に分けて、産業分野ごとの年平均成長率を表した

ものです。上半分がオールドエコノミーで、下半分がニューエコノミーです。最近三年間についてオールドエコノミーだけを見ますと、5%の成長すら難しいというのが実情です。住宅着工床面積、鉄道貨物輸送、石炭生産、板ガラス生産、コークス生産など、多くがマイナス成長か、せいぜい若干のプラス成長にとどまっています。ようやくセメント生産、鉄鋼生産、非鉄金属生産が5%から一〇%の成長の範囲に収まっている状況です。

これをカバーしておりますのが、ニューエコノミーの携帯電話生産、通信サービス、電子商取引などです。アリババなどいろいろな優良企業があり、徐々にニューエコノミーのウエートが増えています。

これらのオールドエコノミーとニューエコノミーを合わせて、5%ぐらいの成長というのが新

常態の姿であり、六%台半ばの實質GDP成長率を達成することは難しいと考えるべきだということです。

#### (日本経済への影響)

日本経済は、一九七五年の不況を契機として九%成長から決別しました。私はこの年にアナリスト活動を始めたのですが、上場会社の三社に一人は赤字になるような相当な不況でした。この不況を機に、九%成長が四%成長に移ったということをよく覚えています。中国も、今まさに、一〇%成長から五%成長に下方屈折する局面にぶつかっているということです。アベノミクスを推進する日本の立場からしますと、もう少し遅く、日本がデフレから明示的に脱却した後下方屈折が起きた方がよかったですでしょうが、これがやや早目にやってきたわけで、現実として受け入れるし

かないと思います。日本としては、それを受け入れた上で、さらに日本の成長力を強化するため、さまざまな政策展開をしていかなければならないと考えています。

## 六、原油市場

#### (原油需給の見通し)

以上のようなことを踏まえた上で、徐々に市場の話に移っていききたいと思います。

まず、原油市場を取り上げます。中国を含む新興国の経済の減速は、当然、原油需給の軟調に係しています。しかし、それだけではなく、供給サイドがかなり原油市況に影響しており、この点は既に多くの方が感じておられることと思います。供給サイドでは、サウジアラビアの増産があります。これには、国王が代わったことがかなり大

大きく影響しているように思います。同国は、アメリカのシェールオイルのシェア拡大を阻止するために、自ら原油を増産して原油価格を下げています。原油市況の下落は一昨年の夏から始まりましたが、昨年六月、七月あたりからそれがより鮮明になってきました。

サウジアラビアは日量一二〇〇万バレルぐらいの供給能力を持っており、今は、一〇五〇万バレルから一一〇〇万バレルぐらいの生産を続けています。また、核開発の凍結に伴う制裁の解除で、イランが原油市場に戻ってきましたと、日量七〇万バレルぐらいの追加的な供給が出てきます。他方、世界の実質GDPが年率約三%で成長するとしますと、日量で一三〇万バレルぐらい需要が増加します。この結果、資料10ページの左側のグラフにありますように、原油需給は、少なくとも今年の前半は日量一五〇万バレルぐらいの余剰にな

ると見込まれています。

原油需給は、今年末になって、ようやく五〇万バレルぐらいの供給過多に収まってくるのではないかと見込まれています。

#### (原油市況の見通し)

これに伴い、原油価格は、右側のグラフにありますように、WTIで見て、今年の前半が二五ドルからせいぜい四〇ドルぐらい、後半が三〇ドルから五五ドルぐらい、年末が五〇ドルぐらいになるのではないかと思います。一年半前が一〇〇ドルでしたので、今は三分の一まで下落しており、今年末でようやく半分程度まで戻るとい感じます。

#### (金融市場への影響)

原油市況が下がりますと、サウジアラビアなど

は、持っている株式等を金融市場で売って財政赤字の補填に充てようとしています。このため、米国内市場でも日本市場でも、産油国は金融資産を売っています。また、アメリカで発行されるハイ・イーールド債の基になっているクレジットは、シェールオイル業者に対するものです。このため、これらの業者の倒産可能性が高くなる中で、ハイ・イーールド債の市場が崩れてきており、これがアメリカの金融市場の一角に緊張感をもたらしています。金融市場は、しばらく原油市況の低迷につき合わせるを得ないということです。

## 七、為替市場

(概況)

次に、為替市場を見ていきます。今年の為替市場は、基本的には膠着状態で推移すると思ってい

ます。野村證券の為替チーフストラテジストはドル＝一三〇円という見通しを表明しておりますが、私は、個人的にはそこまでの円安はなかなか難しいと考えており、一一六、七円から一二六、七円ぐらいのレンジ相場になるのではないかと思っています。その理由は以下のとおりです。

(米国の金融政策)

先ほども申し上げましたように、アメリカでは、利上げが行われるとしても、年四回ということとはなく、年二回か、せいぜい三回にとどまると見えています。資料11ページの左側のグラフにありますように、一二月のISM製造業指数は四八・二まで下がっており、これが利上げに対して一定程度足かせになるということです。

したがって、円ドルレートがどんどん円安に振れるようなことは考えにくいと思います。

## (日本の金融政策)

逆に、円ドルレートが一一五円を超えるような円高になるとも思いません。今後、日本銀行が追加緩和を行うのではないかと考えているからです。追加緩和が行われる場合、具体的な緩和策として予想される内容は、右側の表の中段あたりに整理したとおりです。

一つ目が、長期国債の年間買い入れを増やすことです。現在の八〇兆円からおそらく九〇兆円ぐらゐまで増やすのではないかと想像しています。二つ目が、ETFの年間買い入れを増やすことです。現在の三兆円から五兆円程度まで増やすこともあり得ると見えています。

追加緩和の時期ですが、一月二八日、二九日に次の金融政策決定会合が開催されます。日本銀行は、おそらくその段階で追加緩和に踏み切るのではないかと考えています。その理由は、一つに

は、これだけ原油価格が低迷する中で、期待インフレ率が徐々に下がってきており、日本銀行として座視できないということです。二つ目は、株価が一気に一万七〇〇〇円台まで下げてきていることです。三つ目として、二月には極めて重要なイベントである春闘があります。労使交渉で今年の春闘相場が決まるわけです。多くの企業経営者が、中国の減速を肌身で感じていますし、円ドルレートが一六円あたりまで円高に振れ、株価が一万七〇〇〇円すれすれまで下落することになりますと、予定どおりベアを実施することは難しいというのが多くの企業経営者の実感だと思えます。このようなことを踏まえて、黒田総裁がこれらに先んじて緩和に動く可能性はかなりあると思っています。

日本銀行は、昨年一二月の金融政策決定会合で補完措置を実施しました。しかし、補完措置に関

しては、正直に申し上げて、ヘッジファンド等の投資家の評判が良くないというのが実情です。私も同じように感じています。補完措置は必要ですが、実施するのであれば、追加緩和とセットで実施すればよかったと思います。今後、予想される追加緩和策として、長期国債やETFの買い入れの増額が考えられますが、このようなことを可能にするためには、枠組みそのものを少し修正する必要があります。一二月の措置は補完措置にとどまり、中身がありませんでしたので、市場関係者はみんな失望することになりました。したがって、日本銀行はできるだけ早期に投資家の信認を回復することを求められていると思います。

元々、日本銀行は、中国の減速がここまで早くやってこなければ、おそらく消費税増税後の景気ミニ後退局面で最後のカードを切りたいと考えていたと思います。残念ながら、予想より早く中

国の成長屈折がやってきましたので、日本銀行としては今の段階でカードを切りざるを得ないということになるのではないのでしょうか。

日本銀行に最後に残されたカードとして、日銀当座預金の付利をゼロ%ないしマイナスにすることが考えられます。現在、ヨーロッパではマイナス金利が導入されていますが、日本では、金融機関が日銀当座預金に大量の資金を置いておりますので、マイナスにするのは相当難しい選択にならざるを得ません。したがって、マイナスまでは下げられないとしても、将来的にゼロ%にするという選択肢はありうるように思います。しかし、今回はこのカードは切らず、最後まで取っておく可能性が高いと思っています（結局、日本銀行はマイナス金利を採用しました。今後はマイナス金利とQEの組み合わせで緩和策を考えていくこととなります）。

このようなことを踏まえ、円ドルレートが一五円を超えて円高になるようなことはないと思っています。

## 八、株式市場

(米国株の見通し)

以下では、株式市場の動向を見ていきます。まず、米国株です。世界の時価総額の半分近くを米株が占めています。米国で利上げが行われる中で、米国株のバリュエーションがどうなるかが重要であり、この点を十分に点検する必要があります。思います。なぜ多くのストラテジストが米国株のバリュエーションをよく吟味しないのか、私にはわかりません。

米国株のバリュエーションは既に低下し始めています。資料12ページの左側のグラフをご覧ください

い。黒い線は、S & P 500 指数に織り込まれている長期の利益成長率の推移を表しています。グレーの線は、経済政策の不確実性指数の推移を表しています。昨年の四月、五月、六月頃、私は、米国株の調整に備えた方がよいと言っていたのですが、流動性相場の中でその種の議論はあまり注目されませんでした。しかし、やや遅れたのですが、昨年八月下旬になって、人民元の切り下げを機に米国株の調整が起きました。S & P 500 指数が二一三〇ポイントの高値をつけた後のことで、それまで、一〇%ぐらいの利益成長を織り込んで高く買われていました。当時、利上げが差し迫り、原油価格が低迷していることなどを背景に、経済政策の不確実性指数が上昇していました。グラフでは、黒い線が上がり、グレーの線が下がって、二つの線の間がワニの口のように開いていたわけです。そうした状態にあったのが、昨



年の八月から九月にかけて一気に調整されたので  
す。

今回も、昨年一二月の戻りで、S & P 五〇〇指数に織り込まれた長期の利益成長率は七・五％くらいまで上がっていました。経済政策の不確実性指数は、昨年九月より改善しましたが、それでも九〇ないし一〇〇というレベルでしたので、株価はやや割高の状態でした。年初にS & P 五〇〇指数が一〇〇ポイントほど下がり、経済政策の不確実性指数に見合った水準になっているというのが、アメリカの株式市場の現状です。

今年の米国株は、今年の安値の一八六〇ぐらいから二二三〇ぐらいのレンジ相場の可能性が高いと見ています。二〇一七年の企業の収益見通し、原油価格の上昇などを受けて、今年末には二二三〇を超えて二一八〇ぐらいまで上昇するかもしれませんが、いずれにせよ、レンジ相場の色彩が

なり濃いのではないかと考えています。

(日本株の見通し)

次に、日本株を見ていきます。右側のグラフをご覧下さい。日経平均株価と円ドルレートは極めて近接して動いていることがわかります。その背景ですが、これまでもしばしば申し上げてきておりますように、東証上場企業の利益・時価総額の中で、輸出企業がおよそ四〇％を占めています。他方、輸入企業としては、例えば電力会社や石油会社などがありますが、これらが東証の利益・時価総額に占めるウエートは一〇％未満です。したがって、円安は輸出企業の利益を押し上げ株高をもたらし、逆に、円高は株安をもたらしというのが、東京株式市場の大きな特色です。

二〇一二年の終わり頃からアベノミクス相場が始まりましたが、その後もこのような関係が成立

しています。私は、今年の円ドルレートを、一六・七円から一二・六、七円と予想しています。それとの関係で、今年の日本株は、一万七〇〇〇円台から二万円台ぐらいの範囲に収まるのではないかと思っているわけです。

(企業業績の見通し)

以上で申し上げましたのは一つの切り口です。そこで、以下では、企業業績との兼ね合いで、日本株の見通しについても少し補強して御説明します。

資料13ページの左側のグラフをご覧ください。昨年八月初頭に、東証株価指数が一六九〇ポイントの高値を付けました。そのとき、TOPIX換算ベースの一株当たり利益(EPS)は一〇三ポイントで、予想PERは一六・四倍という計算になりました。

今後、アメリカが利上げを行う中で、米国株のバリュエーションは下がりますし、日本株のバリュエーションも下がることが見込まれます。これに伴って、PERは、株価が安いときで一三倍台の半ばから前半、株価が高いときで一五・五倍ぐらいになると見込まれ、これらを平均しますと一四・五倍ぐらいということになります。日本、アメリカのいずれも、昨年より一倍分ほどバリュエーションは下がると見込まれます。

仮に一六九〇を一五・五で割りますと、TOPIX換算ベースのEPSは一〇九ポイントとなります。これだけの利益がないと、株価は高値を更新できないということです。左側のグラフの脚注にありますように、EPSに関するアナリスト予想は一〇五ポイントとなっています。このような点からも、株価が昨年八月の高値を今年更新していくのは難しいだろうと考えています。

(株式需給の動向)

次は株式需給です。資料14ページの左側の表をご覧ください。海外投資家は、昨年五月まで買い越しておりましたが、六月以降は売りに転じ、年間で三兆二八二〇億円売っています。今年の株式市場を強気に見ている人の中には、その根拠の一つとして、海外勢が三兆円売り売った中でT O P I Xも日経平均株価も上昇したことを挙げる方がおられます。確かに昨年は海外勢が売る中で、国内勢が買ったわけですが、私が最も重要だと思っておりますのは個人と投資信託です。昨年、個人は四兆九二一〇億円売りました。投資信託は一兆一七九〇億円買ってありますが、個人と投資信託を合わせますと三兆七四二〇億円売ったことになりました。

そうした中で、信託銀行の一兆七九八〇億円の買いと事業法人の二兆九四七〇億円の買いが必要

を引つ張ったとすることができません。なお、信託銀行の買いには、G P I Fと日本銀行の買いが含まれています。

国内投資家の存在感は、全体としてはじわじわと上がってきておりますが、現段階では、多くの個人がデフレ脱却を意識するようになり、六〇〇兆円の名目G D Pの達成が見通せるようになって、時価総額が七〇〇兆円を超えていくようなどころまではとも見えていません、まだ道半ばであると思います。今後、個人が本格的に買っていくようになれば、海外勢が少々売っても問題はなという理屈が成立するわけですが、まだそこまでは行っていないと考えています。

(業種別の動向)

資料15ページ、16ページに業種別経常増益率予想と業種別バリュエーションの表を載せていま

す。自動車株、建設株の他、現状、原油価格は歴史的に大底に近いと見られるようであれば、商社株などを買っていくことが考えられるのではないかと思います。

以上では、主にマクロを中心としたお話を申し上げましたが、残りの時間で御質問にお答えする中で、さらに補足させていただきたいと思います。

最後まで御清聴いただきまして、ありがとうございます。(拍手)

**増井理事長** 海津さん、いつもながら明快な御説明をいただきありがとうございます。まだ若干時間がございますので、どなたか御質問はございますでしょうか。

もしないようでしたら、私から質問させていただけます。いろいろなお話をしていた中

で、アメリカの利上げや原油市場の動向などについても御説明を伺いました。それぞれ、中国やヨーロッパへの影響もあるかと思いますが、それ以外の地域、例えば石油でしたら中東やロシア、あるいは、アメリカの利上げでしたら東南アジアなど中国以外の地域への影響についてはどのようなお考えでしょうか。

**海津** 中東について申し上げますと、サウジアラビアとイランの敵対関係は、IS問題を複雑にし、その解決を難しくしています。IS問題が片づかないと、シリアの難民問題が続き、ヨーロッパに大きな圧力がかかることとなります。

原油価格安が続きますと、ロシア経済も厳しい状況が続くことが避けられません。ブラジルも、BRICSの中ではロシアと並んで極めて難しい状況にあります。日本企業もブラジルに投資していますので、ビジネスの先行きを厳しく見積もつ

て減損処理を行うようなことも起きてくるのではないかと考えています。

経済や市場の先行きを見通すに当たっては、常に上に外れる可能性と下に外れる可能性の両面を見ておかなければなりません。

上に外れる可能性としては、二〇一七年四月の消費税の一〇％への再増税が先送りされる場合が考えられます。先ほどご覧いただきましたように、二〇一七年度の実質GDP成長率について、消費税再増税を織り込んで、マイナス〇・二％になると予測しています。前回、消費税率を五％から八％に引き上げたとき、ミニ景気後退的な状況が生じました。今回の消費税の再増税においても、企業の利益が悪化し、横ばいから小幅減益に陥るようなことが起こり得ると思っています。このため、安倍政権が、成長を重視する立場から、消費税の再増税を少し後ずれさせる可能性もなく

はないように思います。その場合、二〇一七年の景気と企業収益の見通しが変わり、年後半の株式市場のありように影響を与えるのではないかと思っています。

逆に、株価が一万七〇〇〇円前後からさらに下落する可能性もゼロではありません。もし想定外の株価下落が生じるとしますと、アベノミクスへの期待が剝落する場合があります。アベノミクス以前の日本株のバリュエーションは一二、三倍でした。それが一四、五倍まで上がり、さらに昨年は、流動性相場の中で一六倍台まで上がりました。これが一二、三倍まで戻るとしますと、TOPIXで一三〇〇、日経平均株価で一万六〇〇〇円まで下がることも考えられないわけではありません。何らかの理由で、投資家の間にアベノミクスへの失望が広まった場合、それぐらゐまで下がる可能性もゼロではないと思われれます。

**増井理事長** 毎年このような見通しを立てておられますが、今年について自信のほどは如何でしょうか。

**海津** 十分あります。先ほども申し上げましたように、私は、名目GDPで六〇〇兆円を目指し、二〇二〇年にそれに近い線まで行けば、七〇〇兆円ぐらいの時価総額は可能だと思っています。その時点の株価は、二万四〇〇〇円ないし少なくとも二万三〇〇〇円に達している可能性が高いと思います。私は、日本経済と日本株の長期的な見通しについては比較的楽観しています。

ただ、今年に関して申しますと、中国がやや早目に成長屈折を迎えたこと、そして米国が利上げフェーズに入ってきたことが、株式市場にとって重しにならざるを得ないと思っています。このようなくとも織りこんで、中短期については割合慎重な見通しを持っているということです。

ロジカルに考えてこのように整理していますので、上下にリスクがあるは言っても、それなりの自信を持ってお話ししたつもりです。

**増井理事長** 先々を見る目が開けたような感じがいたします。

他に御質問がないようでしたら、そろそろ時間ですので、このあたりでおしまいにさせていただきます。最後に、海津さんに拍手をお願いいたします。

(拍手)

(かいづ まさのぶ 野村證券株式会社 金融経済研究所  
シニア・リサーチャー・フェロー兼アドバイザー)

(本稿は、平成二八年一月一三日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)

海 津 政 信 氏

略 歴

- 1975年 4月 野村総合研究所入社  
1990年 6月 野村総合研究所 企業調査部次長  
1994年 6月 野村総合研究所 投資調査部長  
1997年 4月 野村証券 金融研究所 投資調査部長  
2000年 6月 野村証券 金融研究所 副所長兼企業調査部長  
2002年 4月 野村証券 経営役 金融研究所長  
2004年 4月 野村証券 経営役 金融経済研究所長  
2007年 7月 野村証券 経営役 金融経済研究所 チーフリサーチオフィサー  
2012年 1月 野村証券 金融経済研究所 シニア・リサーチ・フェロー兼アドバイザー

※主要な兼職

- 2013年 6月 公益財団法人財務会計基準機構 理事  
2013年 8月 公益社団法人日本証券アナリスト協会 副会長  
2014年 6月 SMC 株式会社 社外取締役

※主要な論文・著書

- 1979年 「明日への土木建設業」 (土木学会誌)  
1981年 「厳しさ増す住宅不況の行方」 (週刊エコノミスト)  
1982年 「FA 化は日本の産業構造に地殻変動を起こす」 (週刊東洋経済)  
1989年 「日本企業の多国籍化」 (財界観測)  
1991年 「環境主義経営と環境ビジネス」(共著) (野村総合研究所)  
2000年 「グローバルマネーシフト」(共著) (東洋経済新報社)  
2002年 「中国の産業競争力」 (財界観測)  
2009年 「脱ガラパゴス戦略」(共著) (東洋経済新報社)

※テレビ出演

- 2000.1 ~2011.11 日経 CNBC 昼エクスプレス マーケット分析  
2000.2 ~2003.8 テレビ朝日 サンデープロジェクト 経済・マーケット分析  
2013.7 ~ BS ジャパン 日経プラス10 経済・マーケット分析