

二〇一七―一八年度の内外経済展望と株式市場

―日経平均二万円は通過点か、好調な企業収益―

海 津 政 信

はじめに

皆様、暑い中、お出でいただきありがとうございます。

今も御紹介いただきましたが、今年一月に、私
の他、大和総研の熊谷亮丸氏、三菱UFJモルガ
ン・スタンレー証券の嶋中雄二氏、みずほ証券の
北岡智哉氏が出席して、当研究所の「新春討論
会」が開催されました。

市場の見通しについて、「新春討論会」では、

四人のパネリストの間で、上下の幅はあるにせ
よ、緩やかな上昇相場になるだろうというコンセ
ンサスがありました。その後の流れを見まして
も、当時の見通しは大きく外れていないと思いま
す。

今日は、世界経済を簡単に鳥瞰した後、米国、
日本、ヨーロッパ、中国の経済状況を見ていただ
き、その後、石油価格、為替、そして企業収益を
踏まえた株価の見通しなどについてお話ししたい
と思います。

一、経済の見通し

(1) 世界経済

まず、世界経済の見通しを取り上げます。資料2ページをご覧ください。

右の表が野村證券の最新の世界経済見通しを整理したものです。世界の実質GDP成長率は、二〇一六年の三・三%に対して、一七年が三・七%、一八年が三・六%となっています。

一般に、成長率が3%を下回りますとかなり減速感が出てきますし、二・五%以下になりますと、企業業績もほとんど減益で、株式市場にとつてかなり厳しい状況になります。他方、成長率が3%台後半から4%ぐらいですと、企業業績はおむね増益となる一方、景気は過熱するほどではなく、インフレ率もそれほど高くないため、

中央銀行による金融政策運営は、比較的穏当なものとなるのが想定されます。

二〇一七年の三・七%、一八年の三・六%の成長率の下で、世界経済は、適度な景気拡大と落ちついたインフレ率の組み合わせが実現することになると見ています。

(2) 米国経済

(インフレ率の推移)

次に、アメリカ経済についてお話しします。資料3ページをご覧ください。

右のグラフは、一九八七年以降、おむね三〇年間にわたって、コアCPI(食料・エネルギーを除く消費者物価指数)上昇率とコアPCE(個人消費支出価格指数)デフレーターデフレーターの推移を掲げたものです。

グレーは不況期を表しています。二〇〇一年

〇二年に、ITバブル崩壊に伴う不況がありました。その前、インフレ率が三%ぐらいまで上がり、金融の引き締めが行われて、その後、景気後退が起きました。二〇〇八年には、リーマン・ブラザーズの破綻に伴って、リーマン・ショックと呼ばれる金融危機が発生しました。その前にも、インフレ率が三%ぐらいまで上がり、金融の引き締めが行われました。

(足元におけるインフレ率の下方修正)

これに対し、今回、アメリカではインフレ率が下方修正されています。左の表は、今年六月時点のFOMC参加者の経済予測・FF金利予測です。実質GDP成長率は、二〇一七年が二・二%、一八年が二・一%となっています。これらの予測値は、三ヶ月前の三月とほとんど同じです。コアPCEインフレ率は二〇一七年が一・

七%、二〇一八年が二・〇%となっています。三月時点ではそれぞれ一・九%、二・〇%でしたので、二〇一七年の予測値が〇・二ポイントほど下方修正されています。

フィリップス曲線に即して考えますと、失業率が大きく低下すると賃金が上昇し、インフレ率が上がるとされています。アメリカでは、現状、失業率が四・五%を割って、完全雇用に近い状態になっています。にもかかわらず、それほど賃金上昇率は高まらず、インフレ率も目標の二%を超えていくような状況にはなっていません。足元、インフレ率の見通しは下方修正されている状況です。おそらく失業率が四%を割るぐらいまで下がらないと、賃金上昇率は上がってこないのではないかと思います。リーマン・ショック後、個人の消費や企業の設備投資が慎重になっていることが、このようなところに表われているのではない

かと思えます。

(今後のF F金利の予想)

昨日の議会証言で、イエレンFRB議長が述べておりますように、今後、FRBは、利上げペー
 スを速めることはせず、緩慢に利上げを進めるこ
 とになるのではないかと思えます。まず、FRB
 は、九月に小幅なバランスシートの縮小を始め、
 一二月にF F金利を〇・二五%引き上げ、年末に
 一・三七五% (四捨五入して一・四%) までF F
 金利を持つていこうとするのではないかと思いま
 す。二〇一八年は〇・二五%ずつ三回の引き上げ
 を行い、二・一%までF F金利を引き上げるとい
 う予測になっています。しかし、おそらくそこま
 では行かず、一・八%程度にとどまるのではない
 かと思えます。

インフレ率を差し引いた実質F F金利を計算し

てみます。年末時点で、名目F F金利が一・三七
 五%、コアPCEインフレ率が一・七%だとしま
 すと、実質金利はマイナスとなります。来年も、
 名目F F金利が一・八%、コアPCEインフレ率
 が二・〇%としますと、実質金利はマイナスにな
 るのではないかと見られます。他方、Fedの推
 計によりますと、景気中立的なF F金利は、実質
 でゼロ近傍にあると見られています。

年初の段階では、私は、二〇一九年半ばぐらい
 からアメリカの景気後退が起きるのではないかと
 想定していました。それから半年が経って、今
 は、二〇一九年いっぱいには緩やかな拡張が続く可
 能性が高くなっているのではないかと見ていま
 す。

(トランプ政権の経済政策)

トランプ政権の経済政策のうち、今最大の焦点

になっているのはオバマケアの代替法案です。下院を通過した後、現在、上院で修正協議を行って通過を目指しているところです。どうやら夏休みを少し後ずれさせて、あと数週間にわたってこの法案の審議を続けることになるようです。その結果、マーケットが期待している税制改革の議論は、秋以降にずれ込むことになるのではないかと思います。しかし、アメリカの実体経済はかなりしっかりとっておりますので、この点は、あまり悪材料視されていないように思います。

トランプ政権の通商政策は、市場開放・輸出拡大でいくのか、関税引き上げ・輸入抑制でいくのか、まだ判然としていません。ロス商務長官とライトハイザーUSITR代表という担当閣僚は決まりましたが、詳細な通商政策はまだはっきりしていません。詳細な通商政策はまだはっきりしていません。詳細な通商政策はまだはっきりしていません。た

す。トランプ大統領が選挙中に言ってきたこととの関係もあり、何がしか貿易摩擦につながるような政策が出てくることは避けられないように思います。

今春以降、ここに北朝鮮の問題が加わってきました。アメリカの貿易赤字の大部分は中国との関係で発生しています。このため、本来であれば中国との貿易摩擦が高まってもおかしくないはずですが、制裁を強化して北朝鮮を抑え込んでいく上で、中国の役割には極めて大きいものがあります。アメリカとしては、中国との間で大きな貿易摩擦を引き起こしかねないような議論をしている余裕がないというのが実情ではないかと思われる

す。そうなりますと、二番目にアメリカの貿易赤字が大きい日本が狙い撃ちされかねないという懸念が生じます。そのようなことは日本にとっても決

して望ましいことではありませんので、日本側から日米経済対話を提案して、麻生副総理とペンス副大統領の間で協議を進める枠組みを作ったわけです。

トランプ政権は、アメリカとカナダ・メキシコの間 NAFTA（北米自由貿易協定）の見直しも提起しています。日本との兼ね合いで申しますと、メキシコからアメリカへの完成車の輸出が二百数十万台ある中で、日産自動車など、日本メーカーの輸出が数十万台規模となっています。それに八%ないし一〇%の関税がかかることになる可能性があるとされていますが、どうもそのようなことにはならないようです。

一月の「新春討論会」では、アメリカの通商政策の先行きの動向をマイナス要素として挙げた方もおられましたが、私自身は、これから先を展望して、それほどひどい状況にはならないのではな

いかと思っています。

(3) 日本経済

次に、日本経済について見ていきます。資料5 ページをご覧ください。

日本経済においては、昨年夏を境に輸出が回復し、それが生産を押し上げてきています。左のグラフでは、毎四半期ごとの鉱工業生産指数の動向を見ています。昨年夏以降、鉱工業生産が持続的に拡張する状況が続いています。今年四―六月期の前期比増加率は二・五%と見られます。IT・デジタル、輸送機械、半導体製造装置等を含む資本財の生産が好調です。

消費も、少しずつ堅調になってきているように思います。国内自動車販売も久しぶりに好調です。一人当たり人件費はまだそれほど上がっていませんが、雇用が増えており、マクロ総賃金は

一%〜一・五%ぐらい増加しています。

設備投資もある程度動き出しています。

これらを見ますと、金融政策、財政政策、成長戦略を駆使してデフレ脱却を目指していくといふ、いわゆるアベノミクスは、一定程度奏功してきているのではないかと思います。日本の失業率は、既に三%を下回る状況になっています。当初、私は、失業率が三%を下回れば、もう少し賃金が上がってくるのではないかと思っていました。先ほどの米国のケースと同様に、日本でもインフレ率は低迷しています。あと一年ないし二年ぐらいかけて、失業率が二・五%を割るぐらいまでいきますと、もう少し賃金上昇率が高まってくると考えています。

(4) 欧州経済

(ユーロ圏の経済)

次に、ヨーロッパ経済について見ていきます。資料6ページをご覧ください。

年初と比べて見通しが最もよい方向にずれているのは、ユーロ圏の景気ではないかと思えます。ブレグジットの悪影響も一定程度は考えておいたほうがよいというのが、一月頃の状況だったと思えます。私も、イギリスについてはかなり悲観的で、相当まずいことになりそうだと思っています。ですが、他方で、ユーロ圏の経済については、むしろかなりよいのではないかと考えるに至っています。

代表的な景気指標として、ユーロ圏の購買担当者指数（製造業PMI）をご覧ください。資料6ページの左のグラフのとおり、ドイツは六〇近いところまで上がっています。好不況の分岐点は五

○ですので、ドイツはかなり景気がよく、リーマン・ショック前の二〇〇六年、〇七年をしのぐ景気になっています。ユーロ圏全体も、ドイツに引つ張られる形で、五七〇五八まで上がってきています。フランスは、一時五〇を割っておりましたが、ここに来て五五ぐらいまで改善してきています。

(マクロン大統領の経済政策)

年初は、フランスの大統領選挙を見きわめない、なかなか正確な判断ができない状況でした。幸い、ここは非常にうまく切り抜けることができました。四月から五月にかけて行われた大統領選挙で、中道のマクロン候補が反EUのルペン候補を大差で破りました。六月一八日に行われた国民議会選挙でも、マクロン派が過半数を占めて、マクロン大統領の政権基盤も安定したものとなりま

した。マクロン大統領は、三九歳という若さにもかかわらず、それなりの政治力があるように見えます。

彼の政治姿勢や政策内容は、どちらかと言えばかつてのドイツのシュレーダー首相に近いように思われます。彼は中道左派の出身ですが、中道寄りの政策を遂行していくと思います。フランス経済の立て直しのためには、フランス企業の競争力を取り戻す必要があります。そして、フランス企業の競争力を取り戻すためには、フランスの労働法制を柔軟化し、法人税や社会保障負担の軽減を図ることが求められます。マクロン大統領の政策は、こうしたことを通じてフランス企業の競争力を強化し、フランス経済の底上げをしていこうとするものであり、極めて正しい方策だと思えます。

(今後のEU・ユーロ圏の運営)

イギリスがEUを離脱した後、EU及びユーロ圏の運営は、基本的にはドイツとフランスが牽引していくこととなります。ユーロ圏では、ユーロ圏財務省を創設することを目指しており、そうなりますと、どうしてもドイツの財政負担が増えることは避けられません。マクロン大統領は、景気のよいドイツから多目の財政支出を得て、その資金でケインズ的な政策を実施することによって、域内経済の底上げにつなげていくことを狙っていると思います。私は、ドイツもその流れを一定程度容認していくのではないかと考えています。もしマクロン大統領が失敗するようなことがあれば、五年後には、より強くなったルペンがもう一度出てくる可能性がありますので、ドイツとしても、欧州大陸の政治、経済の安定のためには、マクロン大統領の改革を一定程度サポートしていく

ことが不可欠と考えているのではないかと思っています。

(ECBの金融政策)

こうなってきましたと、ヨーロッパ中央銀行(ECB)も、金融緩和政策を修正する余地が出てきます。六月以降、ECBが姿勢を変更するという予測が強まり、長期金利がやや上昇して、若干ユーロ高が進んでいます。このことは、五月初頭に、フランスの大統領選挙でマクロンが当選した段階で、ほぼ予測できたことではないかと思えます。

しかし、ECBがすぐにタカ派化できるかと思えませんと、そう簡単ではありません。それは、南欧の銀行問題が片づいていないからです。イタリアの銀行の不良債権は何と二〇%という巨額に上っています。この問題に対処するため、欧州委

員会では、事実上、公的資金の投入を認め始めておりますが、処理を終えるまでにはまだかなり時間がかかります。今後、ECBでは、徐々に量的緩和政策の収束を図っていくことになると思いますが、短期金利を上げていくまでにはまだかなり距離があると言わざるをえません。六月から七月にかけてのECBの政策修正も、市場が期待したようなものにはならないと思います。

(今後のユーロの見通し)

私は、五月のマクロン大統領の誕生後、ユーロⅡ・一五ドルぐらいまで行くだろうと見てきました。現状、既にユーロⅡ・一四ドルぐらいになっておりますので、そうした見通しはほぼ達成されました。今後、ユーロⅡ・二ないし一・二五ドルまで行くかどうかに関しては、ECBによる利上げを織り込まなければなりません。

で、おそらくそこまでは行かないのではないかと思っています。

(5) 中国経済

(経済見通し)

中国は、ほぼ年初の「新春討論会」のコンセンサスに沿って動いているように思います。資料7ページをご覧ください。

左の表のとおり、実質GDP成長率は、今年が六・七%、来年が六・二%と見込まれており、徐々に減速してきていますが、ハードランディングになるような落ち方にはなっていません。昨年二月に上海でG20が行われました。その場で、アメリカのルー財務長官(当時)と李克強首相が会谈を行い、財政出動によって中国経済を安定化させ、人民元を安定化させることが世界経済にとって望ましいことについて、認識を共有したのでは

ないかと思えます。その後、中国は、昨年三月の全国人民代表大会で財政出動を行うことを決定しました。その頃から、中国経済の減速懸念はかなり収まってきました。

今年秋には、五年に一度の中国共産党大会が開催され、そこで、第二期習近平政権における政治局常務委員の人事が行われます。このため、習近平政権は、共産党大会までは極めて注意深く経済を運営しようとしていますので、それまでは波乱は起きないと見られます。その後、中国経済がどうなるかということですが、来年は、公共投資や不動産投資はやや伸び率が鈍化していくのではないかと思っています。具体的には、固定資産投資は、今年の八・二%増に対して、来年は七・二%増になると見込んでいます。このように、財政支出で支えられていた部分は、来年にかけて多少減速してくるかもしれません。

(製造業の高度化を目指す動き)

資料の右に「メイドイン・チャイナ2025」計画を載せています。中国では、製造業の高度化を目指す動きが表れてきており、一〇の重点分野の中でも、次世代情報技術産業を戦略的に強化しようとしています。この中で、「IC・LSI、関連製造装置」にアンダーラインを引きました。国策として、半導体やディスプレイの分野において投資を増やす動きが鮮明になっています。インターネット周辺のビジネスも勢いよく伸びています。スマホでの決済なども、日本よりはるかに進んでいる状況です。このようなテクノロジー周辺分野では、来年以降も、堅調な動きが続いていくのではないかと考えています。

二、市場の見通し

以上で、世界、アメリカ、日本、ヨーロッパ、中国の経済の状況を見てきました。年初考えていた線からそれほどずれていないように思います。以下では、このようなことも踏まえて、市場の見通しに関してお話ししていきたいと思えます。

(1) 石油市場

まず、石油市場について見ていきます。資料8ページをご覧ください。

原油価格は、想定していたよりやや弱い状況にあります。右のグラフのとおり、再びシェール・オイルの生産が増加しています。OPECが減産を継続しているとは言え、このところ、リビアとナイジェリアが数十万バレル規模で増産している

こともあり、石油の需給がなかなか引き締まってきました。このため、原油価格は一旦五〇ドル台まで戻ったのですが、再び四五ドル前後でうろろしている状況です。

OPECの減産は、来年三月までとされており、おそらく、その先も減産が継続されることになると思います。さらに緩やかな需要増もありますので、原油価格は、この先五〇ドル台に戻り、さらに六〇ドル近くまで上昇していくことになると考えています。ただし、その時期は来年の年央ぐらいまで、半年程度先送りされることになると見えています。

この結果、景気は好調でも、インフレ率が上がらないため、中央銀行の金融政策はタカ派化できず、緩和政策も極めて緩やかに修正されていくことになると思われます。この点、世界の株式市場にとつてはサポート要因になるものです。

(2) 株式市場

(日米の利回り差と為替レートの動き)

資料9ページの右のグラフは、日米の一〇年国債利回り差とドル円レートの推移を表しています。このグラフから、日米の一〇年国債の利回り差でドル円レートが規定されていることが御理解いただけるように思います。最近、日米の一〇年国債利回り差が二・一%ぐらいまで縮小し、ドル円レートが一〇円を割るような局面がありました。しかし、六月以降、ECBの金融政策が緩和の修正に向かう頃から、日米の一〇年国債の利回り差が二・三%ぐらいまで拡大し、これに伴って、ドル円レートはやや円安の一・三円ないし一・四円となっています。

今後、イエレン議長がタカ派化しそうにない中で、アメリカの一〇年国債の利回りがそれほど上がるとは考えにくい状況です。私は、今年の年末

で、アメリカの一〇年国債の利回りが二・六%ぐらい、日米の一〇年国債の利回り差が二・五%ぐらいになると見えています。これを前提としますと、ドル円レートは一・五円ないし一・六円、さらに円安が進むようですと一・七円ぐらいになるのではないかと思っています。野村証券は年末一ドル＝一二〇円と予測していますが、個人的にはそこまで行くのは難しいと感じています。

(株価と為替レートの動き)

左のグラフは、日経平均株価と円ドルレートの推移を表しています。

日経平均株価と円ドルレートは、極めて強くりんくして動いています。この背景として、東証時価総額に占める輸出産業の比率が、依然として四〇%に上ることが挙げられます。円安になりますと輸出産業の利益が出やすく、株価は上がりやす

くなります。逆に円高になりますと、株価は下がりやすくなります。

一ドル＝一五円ぐらいの場合、日経平均株価は二万二〇〇〇円をやや超えるぐらいになることが想定されます。したがって、サブタイトルの「二万円は通過点か」ということについて申しますと、まさにその通りで、二万円はおそらく通過点になるだろうと考えています。

(3) 企業の業績見通し

(来年以降の企業の業績見通し)

来年以降の株価を見通すためには、来年以降の企業業績の見通しに注目する必要があります。資料10ページをご覧ください。

左の棒グラフは、ラッセル社と野村證券による大型株ユニバース（主要企業三三〇社で構成）の連結企業業績を見たものです。ここでは金融を含

めたベースで見えておりますが、二〇一六年度がわずかな増益、一七年度が二桁の増益見込み、一八年度が八〜九%の増益見込みとなっております。一九年度は未公表ですが、一定程度の増益を見込んでいます。なお、年初には、二〇一九年の後半頃にはアメリカで景気後退が起きる可能性があると考えていました。したがって、その段階では、一九年度の増益を前提に、一八年度の株式相場を強気に見るといふ感じではありませんでした。

しかし、その後の推移の中で、アメリカでは、景気はよくてもインフレ率が上がつてこないため、FRBの金融政策はタカ派化してきています。来年末でも、実質FF金利が中立水準まで行かない可能性が高いため、一九年いっぱいには景気もつ可能性があります。そうしますと、来年は、二万二〇〇〇〜三〇〇〇円という相場展開も

予想し得るのではないかと考えています。

(企業業績と株価)

右のグラフは、半期ベースの連結経常利益と日経平均株価の推移を見たものです。左目盛りが経常利益、右目盛りが株価を表しており、経常利益の一〇兆円、二〇兆円、二五兆円と、株価の一万円、二万円、二万五〇〇〇円がそれぞれ対応するように目盛りを刻んでいます。二〇一八年度下期の連結経常利益は、金融を除くベースでは二二兆円、金融を含むベースでは二五兆円となっています。アベノミクス相場が始まった後、二〇一三年後半—一四年から、金融を含む連結経常利益と金融を除く連結経常利益のほぼ中間のところをなぞって、日経平均株価が上がってきています。企業業績が、先ほど申し上げたように拡大していけば、それほど強気に見なくても、二〇一八年は

二万二〇〇〇円—二万三〇〇〇円の日経平均株価が展望できるのではないかと考えています。

(選択と集中)

それでは、どのようにして日本企業がこれだけ稼ぐ力をつけてきたのでしょうか。

一つは、選択と集中がそれなりに効いてきているということだと思います。これには、安倍政権の成長戦略の柱の一つであるコーポレートガバナンス改革も一定程度寄与していると思います。

選択と集中の代表事例を挙げますと、例えば素材産業では、エチレンの生産能力が年間八〇〇万トンから六五〇万トンまで削減されました。三菱ケミカルは鹿島で、旭化成は水島で、住友化学も千葉で、それぞれのエチレン・プラントをシャットダウンしました。東アジアにおけるエチレン需要が強いため、今や残ったプラントの稼働率は一

〇〇%を超えています。石油化学でもかなり利益が出ています。

もう一つ、加工産業における選択と集中の代表事例として、ソニーとパナソニックを挙げることができます。取り組みが遅れたことは否定できませんが、何度かの不況をくぐって、両社は、中国、韓国、台湾とともに競争してもほとんど利益が出ないと判断して、高級品を除き、テレビや携帯電話などの製造・販売を縮小し、又は撤退しました。これに伴い、ソニーは、ゲーム、半導体、金融ビジネスに力を入れるようになり、パナソニックは、白物家電とテスラ向けリチウムイオン電池に重点を置く形で大きく経営のかじを切りました。このことが、その後の両社の収益の改善につながってきています。

(堅調な自動車産業)

これに加えて、自動車産業が依然として堅調であることが挙げられます。

トヨタの二〇一七年度決算見通しはかなり保守的なものになっており、中間決算の後、当初見通しは上方修正されることになると見込まれます。

アメリカの自動車市場は、やや伸び悩んできているものの、収益環境はそれほど悪くならないと考えています。アメリカの市場では、どちらかというと乗用車よりSUVの方が売れますので、日本企業はこちらの品ぞろえを強化しています。トヨタの場合、七月ないし八月に新規に投入する予定のカムリの売れ行きが注目されますが、いずれにせよ、それほど心配はないと考えています。

日本やインドの市場は好調です。ASEANでも、タイなどははっきりと持ち直してきています。中国の市場は減速気味ですが、日本メーカー

はそれほど中国市場に依存しておりませんので、あまり影響を懸念する必要はないように思います。

また、メキシコのリスクもやや警戒し過ぎではないかと感じています。

トランプ大統領就任後、トヨタは、インディアナ工場、ケンタッキー工場の増設、テキサスへの統括会社の設置、ロサンゼルスの販売拠点の統括会社への移管などの施策を打ち出し、又は実施しました。これらを受けて、トランプ大統領は、トヨタの対応を評価するとの考え方を明らかにしており、一月のトランプ大統領就任直後のきな臭さはかなり後退したのではないかと思います。

(良好な半導体製造装置)

以上で申し上げてきた選択と集中、自動車の堅調に加えて、半導体製造装置が極めて良好である

ことが、企業業績にプラスに作用すると見ています。資料12ページをご覧ください。

右の図は、二〇二〇年に向けたフラッシュメモリの成長の見通しを表したものです。データ生成量は、8ZB（ゼタバイト）から五倍の40ZBまで増加すると見込まれています。グーグルやフェイスブックなどが成長していく過程で、データ生成量が伸びることを背景とするものです。生成されるデータはサーバーに記憶させる必要があります。サーバーの記憶装置として、従来は、ハードディスクドライブが多く使われてきましたが、今後、NANDフラッシュに急速に置き換わっていくことが見込まれます。ここでは、現在一五%弱のNANDフラッシュ使用率が、約五倍の七〇%まで上昇すると見込まれています。他方、微細化による収量増が三倍程度期待できますので、NANDフラッシュの製造能力は、五かけ

る五割る三で、八倍強まで増やさなければならぬ
いことになります。その意味で、半導体製造装置
の活況は二〇二〇年にかけて続くと見込まれ、企
業業績の拡大につながる事が期待されます。

(金融業)

この他、時価総額が大きい業種として金融業が
あります。

意外と思われるかもしれませんが、アメリカの
利上げは、日本の銀行株にプラスの影響を及ぼし
ます。三メガバンクの中でも、国際資金収支が最
も大きいのはMUF Gです。MUF Gの場合、国
内のホールセールとリテールから上がってくる利
益は全体の四〇%にとどまり、六〇%は海外及び
証券その他の業務の利益から成っています。カリ
フォルニアにあるユニオンバンクなどでは、アメ
リカの利上げは利益にプラスの影響が生じます。

アメリカの利上げはメガバンクの一角にとつてプ
ラスになるのです。

資料13ページの左のグラフにありますように、
この一年間、日本の銀行株はそここのパフォーマンス
を挙げています。

右下のグラフで、持分法損益の推移を見ます
と、三メガバンクの間で大きな違いがあります。
MUF Gがダントツのプラスになっている一方、
みずほFGやSMFGはほとんどゼロの近傍で推
移しています。これは、MUF Gがモルガン・ス
タンレーの株式を持分法で持っていることによる
ものです。リーマン・ショックのさなかに、MU
FGは、モルガン・スタンレーに九〇〇〇億円の
出資を行いました。この出資は、危機に陥ってい
たモルガン・スタンレーを救済するとともに、今
はむしろMUF Gに虎の子の利益をもたらしてい
ます。

(株式の需給)

ここで、株式の需給について少し触れておきたいと思います。資料14ページをご覧ください。

左のグラフは主体別売買動向を表しています。

大きな特色は、海外投資家が再び買い戻しの動きをしていることです。海外投資家は、五月のマクロン大統領誕生の前後から欧州株をかうと同時に、分散投資の観点から、日本株にもかなりの資金を振り向けてきています。

事業法人の買いが継続しておりますが、これは自社株買いによるものです。日本企業でも、配当性を三〇%ぐらいまで引き上げる、あるいは、総還元性を五〇%以上に引き上げるような動きがかなり出てきています。日本企業は、多すぎる自己資本を抱える中で、自社株買いを進めているわけです。

日本株の配当利回りは平均でも二%程度ありま

す。配当利回りが高い株の代表である日産自動車の場合、四%以上の配当利回りがあります。日産自動車の株価は、予想PERで六倍から七倍ぐらいのところにあります。将来の技術開発の方向性等が見通しがたいところもあって、予想PERがかなり下がっており、結果的に配当利回りが高くなっているということです。

要約して申し上げますと、日本の株式市場では、全体の予想PERが一四倍台、配当利回りが二%ぐらいあります。ROEも九%から一〇%に向かつており、伝統的なバリュエーションを踏まえても、日本株を買い進めることができる状況になっていきます。その背景には、世界景気が緩やかに拡大していること、日本企業が一定程度稼ぐ力を取り戻してきていることがあります。その意味で、アベノミクスは大きな成果を挙げていると言えるように思います。

三、政治面の動向

(国内政治の動向)

次に、国内政治の動向についてお話ししたいと思います。資料17ページをご覧ください。

一ヶ月前までは、世界の先進国の中で日本の政治が最も安定していると言われていました。しかし、七月二日の都議会議員選挙前後に起きたことが、国内の政治にかなり大きな影響を与えています。

左に掲げたのは、今回の東京都議会選挙と二〇一五年四月の大阪府議会選挙の結果を比較したものです。両者は、知事に近い地域政党と公明党が三分の二を占めるなど相似形となっています。人気が高い知事が地域政党を作り、選挙戦の前面に出てそれを応援していくと、このようなことが起

きるわけです。なお、今のところ、株式市場は、東京都議会選挙といえども、一地方選挙であると受けとめ、選挙後も二万円台をキープしています。

問題は、右のグラフにあるように、安倍内閣の支持率がこの選挙の前後で大きく低下しているということです。ここでは、NHKの世論調査の結果に基づき、小泉内閣以降の内閣支持率と与党支持率を合わせた数値（青木率と呼ばれます）の推移を表しています。この数値は、六月には八四%ありましたが、七月には六六%まで下がっています。

ここからも明らかのように、青木率が六〇%台半ばぐらいまでなら、支持率を取り戻すことが可能です。しかし、これが六〇%を割るところまで下がりますと、立て直しはかなり難しくなります。現状、六〇%までまだ六ポイントぐらいあり

ますが、安倍総理は、相当慎重な政策運営をしていかなければならない状況に置かれています。

安倍総理は、再度求心力を取り戻すため、八月三日に内閣改造を行う予定と伝えられており、その成否がどうなるかが当面の注目点です。国政レベルでは、民進党も支持率を上げておりますので、自公政権に代わる受け皿があるわけではありません。安倍内閣は、この四年半、金融政策、財政政策、成長戦略を駆使して、景気の回復、企業業績の改善、株価の上昇を実現してきました。いろいろな御意見があるかと思いますが、私は、あと数年、今の政策を続け、デフレからの脱却を確実にし、経済基盤を固めていくことが重要ではないかと思っています。そのためには、高めの内閣支持率を維持し、安定した政権運営に努めることが重要であり、この点が大きな課題になります。

(世界の政治日程)

最後に、今後の世界の政治日程を見ていきます。資料18ページをご覧ください。

ヨーロッパでは、九月にドイツの総選挙が行われます。難民問題もあって、一時、メルケル首相の人氣が下落した時期がありました。しかし、ここに来て、メルケル首相の人氣はかなり戻っており、九月の総選挙では大きな波乱はななく、メルケル首相が四選される運びになると見込まれます。ヨーロッパ経済、ひいては世界経済の安定にとって、フランスとドイツの政治的安定は極めて重要です。

アメリカでは、来年、中間選挙が行われますが、まだ一年以上先のことです。今、ロシアゲートの問題が注目されていますが、そのことでトランプ大統領が弾劾されるかと申しますと、おそらくそこまで行くことはないように思います。アメ

リカの税制改革がどのようになるかは注目点の一つですが、いずれにせよ、それほど大きな波乱の種になることはないと思っています。

中国では、一〇月か十一月に共産党大会が開催され、そこから習近平政権の二期目が始まります。この他、北朝鮮の問題が懸念事項として残っています。

以上で私のお話は終わらせていただき、御質問があればお受けしたいと思います。御清聴どうもありがとうございます。（拍手）

増井理事長 海津さん、どうもありがとうございます。世界経済から日本の政治まで含めて、大変幅広く、明快なお話を聞かせていただきました。

若干時間がございますので、御質問は、何かありますでしょうか。

質問者A 明快な御説明をいただきありがとうございます。

昨年は、ブレグジットとトランプ大統領の誕生という、誰もが想定しなかった出来事が起こりました。向こう一年を展望して、北朝鮮の問題も含め、不可解なショックと言えるものが起こりうると思えば、どのようなことに着目しておけばよろしいでしょうか。

海津 北朝鮮の問題は、これから数年間にわたって、非常に注意深く見ていかなければなりません。この問題は、日本株のバリュエーションにも一定程度影響を与えると思っており、P E Rが一五倍を超えるところまで大きく買っていくのは難しいと思います。ややリスクプレミアムを乗せて、一四倍台後半ぐらいの予想P E Rで推移するのではないかと思います。

この問題が日本株に死活的な影響を与える時期

がいつ頃になるかですが、今年、来年というよりは、むしろ二〇一九年以降ではないかと思つています。北朝鮮が自ら進んで核開発、ミサイル開発をやめることは考えられませんので、時間が経つほどICBMは完成に近づいていきます。この前の弾道ミサイルは六〇〇キロメートルの飛翔が可能とされ、アメリカのアラスカまで届くと言われています。アメリカにとってレッドラインがどこかと申しますと、北朝鮮の弾道ミサイルがワシントンやニューヨークのある東海岸まで届くようなことは座視できないということになるでしょう。北朝鮮としては、ミサイルの開発と並行して、核の小型化の技術も開発していかなければなりません。核を搭載し、東海岸まで届くような弾道ミサイルを開発するまでには、少なくとも二年から三年はかかると思われます。したがいまして、北朝鮮がアメリカのレッドラインに到達す

るまでには、まだ相応の時間があることになりま

す。以上を踏まえ、北朝鮮の問題が日本株に死活的な影響を与える可能性が出てくるのは、二〇一七年、一八年というより、むしろ二〇一九年以降ではないかと考えているところです。

国内政治からも目を離すことはできません。安倍内閣への支持率が回復しない場合、来年九月の自民党総裁選挙の結果、安倍総理とは別の方が総理の座を占める可能性がないとは言えません。そうなった場合、アベノミクスの推進力が保たれるかどうかということも、頭の片隅に置いておかなければならないと思います。

外交面では、中国、ロシアとの関係があまりまず。安倍総理は、日中関係の改善に向けて、来年春に中国を公式訪問し、その答礼として、来年秋に習近平総書記が来日するというスケジュールを描いておられるのではないかと思います。また、

今年九月には、ウラジオストクで東方経済フォーラムが開催されます。そこで、日口交渉が相当な前進を見ることが出来るか否かが、安倍政権の先きを占う上でかなり重要になってきます。以上のようなことを考えておく必要があると思っております。

質問者B 貴重なお話を聞かせていただきありがとうございます。ありがとうございました。

今はゴルディロックス的な状態にあつて、日米欧の間で均衡のとれた問題のない状態であるというイメージでお話を伺いました。しかし、財政や金融の状態をストックベースで見ますと、累積する公的債務と日米欧の中央銀行のバランスシートの拡大という大きな問題があると思います。このような不均衡は、今後どういう展開をたどるのでしょうか。じわじわと解消の方向に向かつていくと見ておられるのでしょうか。

もう一つ、昨日のイエレンFRB議長の議会証言の後、FRBはタカ派化しないと受け止められ、ニューヨーク・ダウも上がりました。しかし、FRBも、今後、バランスシートの圧縮に取り組んでいかなければなりません。二〇一三年五月に、テイパータントラムと言われる問題が起りました。今後においても、バランスシートタレントラムと言われるような状況が生じる可能性はないのでしょうか。

海津 大変重要な点について御質問いただきありがとうございます。

リーマン・ショック以降の八年で、世界経済がここまで持ち直してきた背景には、一九三〇年代の経験が学習効果として生きていることがあります。そのときの経験を踏まえ、今回、財政政策の活用、中央銀行による国債の買入れ、長期金利の人為的な引き下げなどの施策が講じられました。

た。一九二九年恐慌からの脱却には一六年かかったわけですが、今回は八年でここまで来ることができました。この間の経済学の進歩が、これまでの経済回復をもたらす原動力になったと思えます。

私は、量的緩和政策は、経済学の進歩の中で生み出されてきたものであり、決してまずいことをしているとは思っていません。もちろん、いずれこれを収束させていくことが課題になりますが、もし量的緩和政策を実施していなければ、ここまですぐ早く世界経済が回復することはなかったように思います。

量的緩和政策の収束に向けて、米国は、九月以降、バランスシートの縮小を開始します。私は、イエレン議長がバランスシートの縮小を言い始めたとき、株式市場に一定の圧力がかかるのではないかと思います。しかし、それから数ヶ月が

経っているにもかかわらず、この段階で問題が起きてくるようなことはありません。その背景には、バランスシートを縮小すると言っても、極めて緩やかな縮小にすぎないこと、過去に流動性として供給されたドルが市場に潤沢に存在すること等の事情があります。したがって、実際に九月にバランスシートの縮小を始めても、金融市場がびびくりするようなことは考えられません。

量的金融緩和政策の収束に向けた動きですが、ECBは九月の理事会で、ようやく来年以降、量的緩和を少しずつ縮小していくことを決定する段階にあります。日本銀行は、今、国債買い入れ額を年間五〇兆円〜六〇兆円にとどめていると思いますが、それでも、今後まだしばらくは、国債の買い入れを継続することになると見込まれます。量的緩和政策の収束は、FRBの後にECBが続き、日本銀行はもう少し先になるのだろうと思

ます。したがって、市場に対してそれほど極端な影響を及ぼすようなことは考えられません。

市場への影響を見る上でのリトマス試験紙は、新興国の通貨と株式市場であり、これらを丹念に見れば、何が起きるのかはある程度事前に予想できると考えています。

増井理事長 まだいろいろと聞かせていただきました。いいこともあるのですが、既に時間もオーバーしておりますので、このあたりで本日の「資本市場を考える会」を終わらせていただきたいと思います。

海津さん、どうもありがとうございました。

(拍手)

(かいつ 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・フェロー兼アドバイザー)

(本稿は、平成二九年七月一三日に開催した講演会での講演の要旨を整理したものであり、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（建設、住宅・不動産、家電・電子部品、機械担当）
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 兼 日本株ストラテジスト
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

※主要な公職

- 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 「厳しき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)
2017年 「価値向上のための対話」(共著) (日本経済新聞出版社)

※テレビ出演

- 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