

演

今年の株式市場を見る

講

田邊孝則

小山理事長　ただいまから講演会を始めます。

本日の講師は、マーケット・アナリストとして名の高い田邊孝則さんです。

田邊さんには、昨年もこの講演会の講師をお願いいたしました。恒例ですので、改めて簡単に経歴をご紹介します。

田邊さんは、昭和四八年に東京工業大学大学院経営工学修士課程を修了され、同年野村総合研究所に入社、投資調査室長、投資調査部長を歴任された後、平成二年に東京海上M.C.投資顧問株式会社副社長に、また昨年六月には同社副会長に就任しております。

この間、日経金融新聞のマーケット・アナリスト人

気ランキング一位に選ばれるなど、この分野のリーダーとして活躍しております。

本日はその田邊さんに、「今年の株式市場を見る」というテーマでお話いただくことといたしました。

それでは、田邊さん、よろしくお願いいたします。
(拍手)

一、過去の経験は役立たない

ただいまご紹介にあずかりました田邊です。

ご案内のように、きょうのテーマは、今年の株

式市場をどう見るかということで、ちょうど一年ぐらい前にやはり九四年の株式市場をどう見るかというお話をさせていただきました。

去年話したことが結果から見てどの程度当たったかを検証しないまま今年の話をしたいと思っています。ご関心の向きは、経済研究所の方で小冊子になっていますので、去年の話がどうだったかを振り返らになりたければ、それをもう一度引っくり返していただきたいと思っています。多少違ってはいるのですけれども、そう大きくは間違っていないかたかなと思いますが、さてどうでしょうか。

今年もなかなか難しいときであります。私は、九五年の株式市場を考えると、日本の経済をもちろん考えていくわけでございます。ただ、最近思いますのは、どうも今の経済とかマーケットは、過去をいろいろひもいってもよくわからない点があるのではないだろうか。

ただ、大きな意味では非常に参考になることがあります。昨年もお話したと思いますが、例えば、一九三〇年代の米国の株価の動きであるとか、あるいは最近製造業、金融市場の空洞化の問題が出ていますが、私は昨年「日経ビジネス」に簡単に紹介させていただいたのですが、一九六〇年代に米国の製造業はかなり空洞化が進んでいて、そのときの状況と今の日本は非常に似ている面があります。

株価の動きも、あのときは一九六六年ぐらいに一〇〇〇ドル近くまで値上がりして、その後は大体六〇〇ドルぐらいから、上は一〇五〇ドルぐらいのところ、八一年ぐらいまでは長期のボックスに入っていくわけです。

上がった後のボックスですが、日本の場合には、下がった後ちょっと戻して、これからボックスになるかどうかということですが、いず

れにしても、米国とのその二つの比較は意味深いといえますか、実は非常に参考になるものがあると思っています。

ただ、例えば、日本の経済あるいはマーケットの七〇年以降ぐらいをいろいろひもといても、今日のことはわかりにくい点が多いのではないかと。そういった意味では、日本での経験は今回の状況を判断するのに役に立ちにくい点があるかと思えます。それはやはり初めてのことが起こっているということなのだと思います。

景気の回復力を見ましても、非常にジグザグです。例えば、鉱工業生産の前月比の伸び率を見えますと、一応企画庁の景気判断では、九三年一〇月が景気の底であったことになっております。その後の鉱工業生産の前月比の伸び率を見ますと、非常にジグザグです。ひと月プラスになったと思うと、翌月マイナスになって、あるいはまた

二カ月連続してマイナスになる、そしてまたプラスになったと思うと、また連続マイナス。昨年の秋までずっとそういうことを続けてきているわけです。過去の日本の景気の回復は、一度景気が底打ちしたとなりますと、それから一年間ぐらいを見て、前月比で生産がマイナスになるのは一回あるかないかぐらいです。ですから、パターンも相当違う。

また、今回の不況は戦後二番目の長さということになりますが、成長率で見ますと、大体一％ぐらいの成長率を何年か続けたということで、これは初めてですし、九三年度の経済成長率はマイナス〇・二%ですから、戦後二回目のマイナス成長ですが、これは七四年度のマイナスよりも少し大きいわけですから、戦後最低であります。

名目の経済成長率と実質の経済成長率を見ても、やはり価格破壊、デフレということで、実質

成長率の方が名目成長率より高いなんていうことも多分初めての経験になってきている。企業収益は四年連続減益で、九四年度は一応回復ですが、今まで三年連続でも初めてだったので、それをもう一年延ばしてしまった。

企業の利益率も非常に低い。株主資本利益率も売上高営業利益率も過去最低です。

ご承知のように、為替は昨年円は新高値に進んでおりますし、国内だけではなく、海外でも初めてみたいなことが起こっています。

米国経済は、インフレの懸念はされていますけれども、依然インフレなき景気拡大を続けているわけです。消費者物価の上昇率は二%台。しかし、片方で設備の稼働率は八四%台で、ほとんどフル操業です。失業率は五%台半ばとほぼ完全雇用に近い。七〇年以降のアメリカ経済では考えられないようなことが起こっています。八〇年代までで

いいますと、設備の稼働率が八〇%を超えていきますと、アメリカの消費者物価上昇率の伸び率は必ず高まっていった。まさにインフレが起こってきたわけです。今回は八四%台でも起こっていない。

株価は、金利とは非常に連動しております。アメリカの長期金利は、ご承知のように九三年一〇月が一番底で、そこから上がり出しました。ニューヨーク・ダウでいいますと、昨年の一月末が高値ですから、数カ月おくれて金利の上げを受け、そこから調整です。しかし、その後ニューヨーク・ダウは昨年の秋ぐらいからまた戻ってきます。やはり金利が三〇年債だと八%に落ちたところでまた調整するのですが、ここへきてそれ以降一月に金利がピークをつけて、その後また七%台に戻ってくる中で、また三九〇〇ドルを回復してきた。要するにこれはインフレなき景

気拡大の期待が非常に強いし、現実味があるということだと思えます。これだけアメリカの経済体質も非常に変わってきている。そしてニューヨークの株価もそれを受けて、正直、予想以上の強さを示していると思います。

こういう日本の経済のいろんな指標を見ても、あるいはアメリカの経済もよみがえってきているわけで、そういった意味で初めてみたいなことがあちこちで起こってきている。そういうことで今の経済、市場は、過去の経験では割り切れない、理解しにくい点があるのだろうと思います。

これからお話しさせていただきますが、不良債権の問題とかGDPギャップが非常に大きいとか、構造的な調整の未了感も相当ある。いずれにしても初体験がいろいろ多過ぎるという感じがいたします。

二、九五年は踊り場の年か

前置きが非常に長くなりました。今年どう考えるか。

今のお話を受けますと、九五年という年を、今後の日本をやや長めに展望したときにどう位置づけるかということだと思えます。今年は経済と市場の再生の年になるのか、それとも大きな調整の踊り場的な局面になるのか。一応景気は底打ちして回復してきているわけです。

例えばこういう言い方ができます。再生という意味でいきますと、経済成長率が再び三%台の成長軌道に乗っていくことが展望できるようになるのか、それとも、二%どまりで、再び次の景気後退に入ってしまうのか、そういう言い方もできると思います。別に九五年度の成長率が三%に乗る

必要はない。九六年度に三%台が見えてくればいいのですが、そうはいきませんで、二%台どまりで、次に景気がまた後退し始めるかどうか。そういう場合には、再生とはなかないえない。むしろ大きな調整の踊り場的な、次の景気後退で何が起こってくるかを心配しなくてはいけなくなるわけです。

もちろん理想型は前者で、再生の年であってほしいと思いますが、それには全面的な規制緩和を試みるとか、制度改革をするとか、あるいは不良債権についても一気に抜本的な処理をやるとか、相当大胆な改革をワンセットでやる。小出し漸進主義で、個々にある部分だけ規制緩和をすれば、でも、ほかはやらないとか、そういうことで非常にアンバランスで、むしろ歪めてしまう。むしろワンセットで大改革を即刻していけば、再生に向かう可能性があるけれども、どうもそれは

難しそうだ。そうすると、やはり次の景気の後退が始まるまで、私はそれほど時間的な余裕はないと思っていますので、いろいろな調整未了の問題をもう一回本当に調整しなくてはいけないという、大きな調整が次に控えている、その間の踊り場的な景気回復局面ということになりかねないのではないか。そういうことを今非常に危惧しています。

先ほど若干紹介しましたが、その最大のポイントは、要するに経済成長率及び企業の収益回復の水準が、この景気回復の過程でどこまでいくのか。私は成長率は三%台が展望できるようにあるかどうかのポイントだと思います。企業収益は、ピークに対して経常利益ですと約半分、税引きだと四割近い水準まで落ちてしまったのですが、これがピークの更新までは展望できないとしても、八〇%ぐらいの水準まで望めるかどうか。

八〇%の水準というのは、ボトムに対して二倍近い利益ということになるわけです。恐らくそこまでいきませんと、株価の割高感が多分消えないだろう。それで次の景気の後退で企業収益が再び悪化していったときには、多分株価はもう一度大きく売られる可能性があつて、それが引き金になつてまさにバブルの崩壊、特に九二年に心配されたようなことが本当に現実のものになつてしまふリスクが出てくるということを意味するのではないだろうかと思うわけです。

景気につきましては、何とか回復し、九四年度は大体一%ぐらいの経済成長率で、九五年度は二%ないし二%弱というのが大方の見方です。それでいきますと、九六年度以降、三%台に乗るかどうかということですが、今の状況ではかなりあやしいといわざるを得ないと思います。

三、消費、設備投資には期待できない

日本の今の景気回復はジグザグで、非常に弱いといえます。昨年の夏に減税と猛暑の効果、あるいはバブルの時代に売れたいろいろな耐久消費財が買い換え需要期に入ってきているということ、ある程度消費も回復しました。また、円高にもかかわらず輸出が頑張っている。ちなみに前年比の伸びで見ますと、昨年の八月から輸出数量は前年比プラスになつてきているわけです。そういった輸出にも助けられているといえます。

しかし、まず国内の需要を見えますと、やはり牽引車がありません。例えば、まず消費は、雇用については依然調整未了感があります。したがって、雇用がどんどん拡大するわけではない。

所得環境を見ますと、企業収益は回復に入っていますが、非常に低い。恐らく今年の春のベアスアップについても、例えば昨年は賃金が三・一%上がったことになっていますが、多分三%台に乗せればいいというところで、横這い、場合によっては若干伸びが低くなる可能性もあると思います。残業は少し回復していますし、企業収益が一応増益になってきていますから、賞与も多少伸びるかもしれませんが、それにしても所得の伸びは非常にわずかです。

減税については、九四年度よりも少し減ります。むしろ年金等の掛け金はむしろ引き上げられますから、可処分所得はそれほど大きくは伸びないと思います。所得要因から消費がぐんぐんよくなることはちょっと見えないと思います。特に中高年ホワイトカラーの雇用問題は依然尾を引いています。いろいろな企業が年俸制という形をどん

どん導入していきますので、所得環境、雇用の面から、消費はなかなか伸びにくいといえると思います。

設備投資も余り期待できない。企業収益は一応回復に入ってくる。証券系の予測で見ると、九四年度については、経常で一〇%ぐらいの利益回復、九五年は大体二割ぐらいという期待になっているが、利益率で見ると、例えば、売上高営業利益率は九三年度に二%そこそこまで低下してしまった。総資産の利益率で見ても、似たような水準の二%台ということです。利益が一割あるいは二割戻していったとしても、利益率はなかなか三%台には乗りにくい。乗っても三%台ちょっとというところだと思う。

そうすると、今銀行の新規の貸出約定金利は、長期金利の低下の影響もありまして、短期で三・五%ぐらい、長期は四%をちょっと切ってきてまし

た。しかし、それと企業の利益率とを比較しますと、完全に逆ざやで、銀行の金利よりも利益率の方が低い。過去を見ても、こういう状況では設備投資は伸びたためしがない。当然です。銀行から借りてくる金利よりも利益率の方が低いのですから、だれが借金してまで設備投資をするか。しかもGDPギャップもまだ相当残っています。

先般経済企画庁が一応試算して、昨年四―六月のGDPギャップは大体四・五%―四・六%という数字を出しています。ただ、注意しなければいけないのは、これは、八五年以降の日本のノーマルな景気状況に対して四・五%―四・六%のGDPギャップということであって、最大生産能力に対してではないということです。最大生産能力に対しては、恐らく一〇%ぐらいの能力余剰にはなっているだろうと思います。いずれにしても、一部半導体産業その他についてはフル操業で

非常に好調ということはありますが、全体で見ますと、産業界はまだ相当能力余剰感を持っている。そういう中で金利よりも利益率の方が低い状況になっていけば、設備投資が出るはずがないわけです。

もう一つ非常に大きい問題があります。

企業は国内に投資するか、海外に投資するかという問題も抱えてきています。例えば、為替について見ますと、今は一ドル＝一〇〇円ないし九〇円台。過去の円高と今回の円高で物すごく違いがあります。ある意味で、今後の日本の競争力を考えていくときに決定的な違いになり得ると思います。それは日米の賃金差が大逆転してしまったということです。ドルベースで換算しますと、恐らく今の日本の賃金は、アメリカの賃金に対して三〇%以上高いということだと思っています。これは昨年出た「労働白書」にもそういう数字が出ていま

す。

九一年の日米の賃金をベースに、九三年の為替レートで調整しますと、日本一〇〇に対してアメリカが八六とか、そんな数字になっていたと思います。九三年の円レートより今はさらに円高が進んでいますから、恐らくまた三割方は高くなるだろう。

これは我々の感覚としてもあります。例えば、日本で普通のサラリーマンの年収は大体六〇〇万円とか七〇〇万円といわれています。仮に六〇〇万円としても、一ドル＝一〇〇円で換算しますと、六万ドルという数字です。アメリカの一般的なサラリーマン（ホワイトカラー）は五万ドルはもっています。ハーバードを出て一〇年近く働いても、やっと五万ドルに届くかどうかということです。で、やはり相当な差があるということです。

過去の円高ではそういうことはなかった。例え

ば、以前の円高のピーク、八七年～八八年の時点でいっても、まだアメリカの方がドルベースの賃金は高かった。今回初めて起こったわけです。

日本は加工貿易立国といわれてきているわけで、水資源とか労働力資源はありません。しかし、いろんな原燃料については輸入に頼らざるを得ない。それを教科書的にいうと、我々の「良質で安い大量の労働力」で加工して輸出し、経済はここまで発展してきた。武器は、質に対して非常にコストの安い労働力が大量にあったことだったのが、それが賃金では逆転してしまっているわけです。

アジアの諸国と比べますと相当な差です。ベトナムなんかは多分日本の一〇〇分の一の賃金水準です。中国の内陸部も似たようなものです。もうちょっと高くても、大体一〇分の一とか五分の一という賃金水準がアジアにある。

そこでは労働力の質が悪いかというところではなく、確かに非常に高度なものの加工まではできないとしても、普通のもものは相当つくれるぐらいのレベルではある。資本と技術が行けば、相当なことができる。そうすると、それだけの賃金差を吸収して成り立つ産業が日本にどれだけあるだろうか。あるいはさらに日本の賃金を引き上げて成り立つような産業がどんどん出てくるのだろうか。しかし、現実には難しいので、日本から相当海外に生産移転が始まってしまっている。

今のようないく高水準が長く続けば続くほど、生産の拠点が海外にどんどんできていって、それはある意味では、取り返しがつかないといえますか、もう戻ってこない。向こうではそういった生産基盤がどんどん構築されていけば、そこで事実上いろんな生産活動もできるようになってくるわけで、当初は日本から資本財とか部品が出ていっ

ても、向こうで内製化できるものがふえるにしろ、日本から新しいものが生まれてこない限りは、日本から輸出していくのは難しいということになってくるわけです。

余談になりますが、アメリカの六〇年代がまさにそうでした。アメリカでは、海外直接投資は戦前から行われているわけですけれども、それは中南米とかカナダに対して、例えば鉱山とか鉄道といった非製造業が割合多かった。製造業が海外投資を相当規模で始めたのは、一九五七年のECの設立がヨーロッパで決まり、域内の貿易には低い関税、域外からの輸入については高い関税をかけるという政策を出したわけです。それで域内貿易の振興を図った。アメリカの企業はヨーロッパに相当輸出をしていまして、これはたまらぬということ、工場をつくったり買収したりして、ヨーロッパに生産拠点をどんどん設けたわけです。

それが六〇年代に続いてきまして、したがって製造業の本格的な海外投資がヨーロッパにどつとふえていく。当然向こうに拠点が出てくるにしたがって逆輸入も始まってきます。アメリカで「多国籍企業」という言葉が出たのは、たしか一九六二〜六三年です。

その方法である程度成功をおさめてくると、今度は途上国の賃金が非常に低いことに着目して、やはりそういう生産拠点が設けられ、どんどん多国籍になっていった。そうすると、製品輸入比率が急上昇していくわけです。アメリカでは一九六〇年ぐらいには製品輸入比率は三〇%ぐらいだった。六〇年代後半には一気に六〇%を超えてくるわけです。製品輸入比率がそれだけふえてくるというのは、まさに原料を輸入して加工して輸出するのではないわけです。本当に海外でつくって入ってくる。

日本では、前回の八七年〜八八年ぐらいまでの円高で、八〇年代前半に三〇%ぐらいだった製品輸入比率が五〇%までジャンプしています。今の円高で多分六割は超えていくわけです。

海外生産移転がどういうことで起こるかを考えてみますと、最初はやはり貿易障壁で起こるわけです。日本もアメリカにいろいろいわれて、自動車の現地生産に踏み切って、アメリカにどんどん工場をつくっていった。アメリカだってECの関税障壁をクリアするために出ていった。

そこで成功してくると、今度は賃金のより安いところでという欲も出てくる。今日本はアジアにどつと出ていっています。そういうものがある程度押しすすめるのは、やはり通貨高です。アメリカの場合は、結局六〇年代後半は実質的なドル高でもあったという言い方ができます。固定相場制ではございますが、それがゆえに実質ドル高に

なっていました。

アメリカでは、製品輸入がどんどんふえ、六八年ぐらいから貿易黒字が激減します。七一年にはとうとう赤字になってしまふわけです。七一年八月にはニクソンショックがあり、そこでドルと金との交換が一時停止され、そこから延々ドル安が進んでゆく形になっているわけです。

それ以前も、黒字がどんどん減ってゆくわけですから、本当はドルは弱くなっていかなくてはいけないのですが、固定相場制でドルが無理に高く維持された。その結果、アメリカから海外への公定レートによる投資はむしろ有利になるわけですから、それでどんどん出ていくことになるわけです。

今の日本の為替の水準は、やはり相当無理をした水準といえると思います。賃金が大逆転したということも理由です。黒字は非常に大きいわけ

すけれども、利益率は非常に低いわけです。これも無理をしているということだ。ただ、無理はしているけれども、例えば貿易の考え方からいうと、やはりまだしつこい円高は続くということにもなるのだと思います。

去年もちょっと紹介したかもしれませんが、購買力平価という考え方を持ってきて、為替は幾らが妥当か。多分長期の視点では一つの目安にはなると思うんですが、日本は輸出物価指数、アメリカは卸売物価に該当する生産者価格指数で平価を算出しますと、七三年を基準として、今九一〜九二円です。要するに九一〜九二円になって初めて日本がアメリカに輸出した商品が、アメリカ国内でアメリカの国産品と競争し、均衡するのがそのくらいのレートだということです。そうしたことでいうと、まだ円高は行き過ぎていないといえます。その証拠に、九三年に比べて九四年の黒字は

ほとんど減っていない。みんな頑張って輸出して黒字になっているわけです。

しかし、日米とも消費者物価で調整すると、大体二〇〇円か二〇〇円弱です。これは我々の生活感覚の為替レートということが出来ます。ですから、国内で円を使ってもちっとも購買力がないけれども、海外だとめっちゃ安い。倍ぐらいの値打ちがある感覚がする。前者の方は、生産力をベースとした購買力だという言い方も出来ます。日本はそれだけ国内の需要に対して生産余力を持っているから、それだけ黒字が出てくる。しかもその生産力は割合無理したとはいえ、とにかく輸出は出せる競争力は持っている。

したがって、今の為替は、生産力を基準にすると行き過ぎていない。しかし、生活者の感覚だと、物すごく行き過ぎている。この調整が今内外価格差、価格破壊という形になっていくということだ

と思う。それは恐らくいろんな貿易材、いわゆる製品価格から非貿易材まで、価格のバランス上どうしても進まざるを得ない。それは、ビールだ、コーラだ、といろんなものから、さらには非貿易材の賃金、地価、あるいは株価というところまで多分修正されていく可能性はあるのだろうと思います。

ちょっと余談になりました。成長率の話から延々ほかに入ってしまって、為替まで話してしまったのですが、後で為替の話もしなくてはいけないので、若干先にお話ししてしまったということでお許しいただきたいと思います。

消費、設備投資は、なかなか期待しにくい。少しはふえるかもしれないけれども、大きな牽引車にはなりにくい。

公共投資は、財源難、歳入欠陥ですから、期待できない。もちろん非常に不幸ですけども、関

西で大きな地震があつて、当座は少しマイナスに働くとしても、その後復興需要で多少プラスに働いてくるということはありますけれども、それだつて日本の景気をもっと大きく浮揚するわけではない。

住宅は、金利が少し上がり、融資も、財源難が一つの理由になりますがそれほど緩やかな枠ではなくなつてきていますので、これもむしろ減る方向です。

四、世界経済の拡大は九六年前半まで

そうすると、牽引車は国内にないということですから。あとは輸出ということになります。

輸出は、アメリカの景気は意外としつこくいいのではないかと思います。やはりアメリカの経済

体制は相当変わつてきている。それは企業収益がよくなつても、むやみに雇用をふやさないという企業経営に変わつてきていますし、あるいはメキシコに非常に安くて大量の労働力もある。これがやはりある意味で賃金インフレを抑えるということがあつて、もちろん多少金融政策を引き締めてきたこともありますが、インフレなき景気拡大は意外と続く可能性があると思います。

しかし、そうはいつても、スピード違反はしているわけで、実際にいろんな商品市況は少しジリ高傾向になつてきていますし、労働需給がタイトになつてきて、賃金も少しずつ上がつてきている。残業については、シカゴあたりで「これ以上の残業はごめんだ」ということでストが起きるくらい限界に近くなつてきていますから、これからやはり雇用賃金は上がってくるだろうと思います。そうすれば、いずれもう少し物価上昇率が高

まってくると思います。

ここでもいろんな考え方ができます。既にアメリカは昨年FFレートを五回にわたって大きく上げてきて、今五・五%。当然これはこれからだんだん景気に効いてくる。ここでソフトランディングできるのか、それとも結局はそうはできなくて、またリセッションという形になるのか。

過去を分析してもなかなかわからないという点はあるのですが、これは一度走り出した景気はどういうことで減速するのか。本当に人為的にうまくコントロールできるのかどうかということにあると思います。今FRBがやろうとしているのは、まさに人為的にコントロールできると信じているかどうかはわかりませんが、そういう努力をしています。果たしてそれが本当に功を奏するかどうかはこれからですが、私は自分の持論として、一度走り出した景気は、ボトルネックに突き

当たるか、あるいは強い金融引き締めでなければ本格的な減速にはならないし、そううまくコントロールはできないという考えを持っています。それが今回正しいかどうかはわかりません。

強い金融引き締めはアメリカでどういう金利なのか。過去を見ますと、大体実質短期金利で4%からは相当景気に効いてきます。今アメリカではFFが五・五%、消費者物価の上昇率は二%台半ばです。実質の短期金利は三%です。これは私の考えではまだ中立の域を出ていないと思っています。やはり四%を超え、六・五%以上のFFに引き上げられれば、景気には相当効いてくると思います。

ただ、実際は本当にインフレにならないところで、強い金融引き締めで景気を殺していくことができるかという問題はあるわけで、そんな政策は打てない。警戒的なことはやれても、そこまでは

やれない。実際には強い金融引き締めに踏み切るのは、やはりインフレがある程度顕在化してくる、例えば消費者物価上昇率が三%台に乗せてくる、そういうところで本当に強い金融引き締めに入る。それで実質金利四%といえ、やはりFFは七%の水準からには要注意だろう。そこまでは意外としつこい景気拡大が続くのではないだろうか。

私は、今年九五年いっぱい、アメリカは意外と景気がつんじやないだろうかと思うわけです。しかし、さはさりながら、スピード違反はしているわけですから、徐々にインフレは芽生えてきて、九六年前半までもてばいいところだろう。長く見ても、後半には景気は後退に向かっていくだろう。もちろん政策で見ても、九六年一月が大統領選挙ですから、後半は少し下り坂になって、前半までよければ、何とか景気面からは選挙

は戦えるということもあります。過去の経験則が余り生きないいいながらも、過去を見ますと、大統領選挙の翌年は大体景気が余りよくないということもありますから、九六年前半まではもつかもしれないけれども、しかし後半はダメだ。

ヨーロッパも景気がよくなってきました。イギリスは先駆していますが、むしろ金利の上昇懸念があるくらいだ。ドイツは遅れました。しかし、景気がよくなる中では、このところ金利は少し下げぎみではあります。ただ、依然金利水準は高いです、東ドイツに過剰な需要を抱えているという意味では、景気がもうちょっとよくなってくれば、金利はそう下がらないし、いずれまたインフレの懸念が出てくる。ヨーロッパは九五年いっぱいには景気は大丈夫だと思いますが、九六年いっぱいまで続くかというと、かなり疑問です。

アジアの景気を見しても、一部中国等で過熱

ぎみです。欧米向けの輸出もありますので、それが九六年の後半ぐらいからでも陰ってくれば、当然影響を受ける。そうすると、どう見ても、世界経済の景気拡大は九五年は続くかもしれないけれども、九六年のよくても前半、後半には要警戒に入ってくる。

五、企業収益は十分回復せず、株価の割高感は消えない—— 九五年には戻るが九六年には 下落か

そうすれば、日本は当然この影響を受けてきますので、多分景気の後退は九六年の遅くても後半から、あるいは九七年には覚悟しなければいけないといえると思います。日本の過去の景気循環を見ましても、景気の拡大が四年以上続いたのは過

去二回しかありません。つい最近では、あの平成景気です。あとは大体二年台、三年未満です。したがって、今回はどのくらい続くかわかりませんが、今いったようなことでいきましても、九三年一〇月が景気の底ですから、三年続けば九六年一〇月が天井になる。四年はちょっと難しいだろう。

ただ、景気循環は過去のもので、単純にそれだけではいえないのですが、先ほどいったような海外の景気の状態等々を考え、あるいは国内の需要要因を考えると、どうしても九六年いっぱい、あるいは七年も景気拡大が続くという見方はなかなかできないと思います。

そうすると、今から一年半ぐらいの間に経済成長率がどこまで、そして企業収益がどこまで回復するのかということで見ますと、なかなか明るい展望は見えない。過去もよく「山高ければ谷深し」

ということがありまして、平成景気の山が高かったから、バブル崩壊で谷も深いということですが、もう一つありまして、前の山が高いと、次の山は低い。それはやはり前の高い山で相当過剰な投資が行われ、不況で調整されたけれども、調整し切れずに循環的に上向いていくということだと思います。したがって、今回の景気の山はそれほど高くはないし、そして長さも今いったようなことだろう。

そういう中で、仮に企業収益の伸びが九四年度一〇%、九五年度二〇%としても、ピークの八割の水準まではとても戻れないということになります。そうすると、株価が非常に大きく問題になってきます。今東証一部上場企業の平均は約七〇倍の株価収益率です。このため、一株当たり利益がどれだけ伸びるかということになります。九五年度については、証券系の予想を見ますと、二割

の経常増益でも、税引き利益は四割近く伸びることになっています。

しかし、九六年度にもうちょっと伸びても、その後はまた減益ということできくと、企業収益が上って下る。その下るところの水準がどのくらいかを考えますと、九四年度の一株当たり利益に対してせいぜい一・四倍ぐらい。九五年に四割伸び、九六年にもうちょっと伸びても、その後また減益ということになります。あるいは、実際は経常が二割伸びて税引きが仮に四割伸びるのは、要するに累積損が税法上残っているがゆえに、九五年度は税負担が軽くて税引の伸びが高くなるという話ですから、実際はその次のときには経常の伸びよりも税引きの伸びが低くなることが普通あるもので、いずれにしても九四年度に対して一・四倍、最大見積もっても一・五倍までは税引き利益が読める。本当はもっと低いのではないかと思います

が、一・四倍とすると、株価収益率は七〇倍強が五〇倍近くまで落ちることになります。

五〇倍といいますが、株式の益回りで二％という水準になりますが、ここで問題なのは、それがフェアバリューになるかどうかということです。

これも前にお話ししたと思いますが、日本の株価形成は非常に歪んだ面があります。例えば株式はリスク資産です。リスク資産は安全資産よりも利回りが高くなければ投資魅力がないというのが投資の理屈であります。ところが、日本の長短金利と株式の益回りを比較しますと、七三年以降は、ほぼ常時長短金利よりも益回りが低いという状態が続いてきた。つまり、安全資産よりもリスク資産の方が利回りが低い。それを額面どおり受け取りますと、株ほど安全なものはない、銀行の預金金利よりもはるかに安全であるという考えになります。

英米を見ますと、そんなことはありませんで、リスク資産としての価格形成になっています。米国の場合は、八〇年以前は、益回りは長短金利よりもいつも高い。八〇年以降少し変わりましたが、長期よりは上回っていませんけれども、短期金利とほぼ同じ水準か、短期金利よりは高い。いずれにしても金利とほぼ同じくらいの水準で、リスク資産としての価格形成になっている。

日本で、なぜそういうことが七三年以降延々二〇年以上続いているか。それは、株式の持ち合いに理由があるというのが私の理解です。企業取引で、株を持つことによって保険の契約がもらえる等々の優先取引がありまして、そういった利益が、配当など株主になることによる直接的な利益にオンされて、それでそろばんが合う。したがって、法人の保有比率はどんどん上がるけれども、個人の保有比率はどんどん下がる。個人というの

は純投資家で、企業とは取引関係がないわけですから、そんなうまみはない。どうしても株価が高く見えてしまうということになります。

しかし、その持ち合いも、今や非常に魅力がないものになってきました。商売がどんどん拡大していれば、持ち合っていればいいのですが、持ち合っても商売は拡大しない。持っていて、時価に対する配当利回りは〇・七%しかなく、非常に資金効率の悪いものになっている。いわんや時価発行でもされたら、資金のコストだけが高くなつて、とても間尺に合わない。

しかも、銀行等は不良債権の処理に株の売却益が必要になってきている。買い戻せば非常に資金効率が悪いので、できれば放したい。生保については、財務の健全性基準でソルベンシー・マージンが導入されましたから、リスク資産を持つのは不利になります。しかも、実際に株式のリターン

は非常に低いから、どうしても株の組み入れが高められない。買い手がいない。そういう形で、むしろ持ち合いを少しずつ崩したい、投資効率の悪いものは減らしたいということだと思います。

そうすると、純投資家が魅力を感じるようなマーケットに変わっていかなければ、買い手は出てこないということですから、やはり変わっていく。ただ、時間をどのくらいかけるかということですが、目標は、少なくとも短期金利と同じぐらいの益回りということになってくると思うわけです。

次の景気の後退局面でそこまで行ってしまうのか、もっと時間をかけて進むのかはわかりません。しかし、仮に次の景気後退で利益の落ち込みが軽くて、九四年度に対して一・四倍のペースを維持できるとしても、五〇倍で益回り二%、そのときの短期金利が仮に今と同じ二・二―二・三%

とすれば、まだ一割方株価は下がらなくてはいいかないことになるわけですし、利益の落ち込みがもっと大きかったり、短期金利がもうちょっと上の水準だと、もっと大きな落ち込みになりかねないことになります。

そういった意味で、株価の割高感は、今予想される程度の利益回復ではなかなか消えない。そういう中で次の景気後退が始まってきたときには、割高感がありますから、銀行も不良債権の処理はまだ十分ではありませんし、多分生保も買わない。

買い手が余りいないところで、外人がどう出るかということを考えますと、外人は結構買っている。昨年も四兆円買い越して、九一年から累積すると一二兆円買い越しています。それ以前は相当売り越しているのですが、外人はなぜ去年あれだけ大量に買ったか、自分なりに考えてみますと、

日本の景気は回復するだろう、企業収益の回復も結構強くなるだろうということだったと思います。仲間の外国証券のアナリストは、夏場過ぎから秋には離れてしまいました。九四年度は二割三割増益を期待していた。いずれ日本の投資家も買ってくるだろうということだったと思うのです。ところが、これは完全に空振りで、日本の経済、景気回復は何となく今までとは違う、株価に割高感もあるということで、日本の投資家はほとんど動かなかった。逆に、外人の中には日本の成長神話が残っていたといえると思います。

二割三割増益の予想、期待が、現実は一割にしかならなかったわけですが、景気が上向いている間は、そう大量には売ってこないと思います。今はやや売り越しぎみになっているとしても、また少しは買うかもしれない。九五年に増益が続けば、その間は売ってこない。

しかし、再び景気が後退して企業収益が悪化してきたときに、株価の割高感が消えていなければ、相当売ってくる可能性はある。日本の企業収益が相当向上して、株価の割高感を薄めればよいのですが、それが解消しない場合は、次の景気後退のときは外人が相当売って、買い手不在の中、株価が下がることは十分あり得ると思います。

その場合、日本は三％台の安定成長軌道に戻れなければ、そこで日本の成長神話は終わった、過去のものであったことが改めて確認されるでしょう。日本の企業の利益率がピークに対して相当低いところとまって、また減益に入った場合は、日本の神話も崩れる。それが株価に反映されてくる可能性は強いと思います。

そういう中で、例えば調整未了の問題がありま
す。不良債権の処理は、銀行間で相当格差がつい

てきています。しかし、都銀上位といえども、まだ三〜四年はかかるといわれています。実際に九月の中間決算を見ましても、三月末に比べまして、都銀一―行の公表不良債権の額は二〇〇億円〜三〇〇億円しか減っていない。株式の売却益が九〇〇億円から一兆円ありますから、その間に公表されるべき不良債権はふえてしまった。これは金利減免債権に振り替わった部分がかなり多く、新規に発生したものは少ないとは思いますが、まだ相当な額があると思います。株の含み益も各銀行間で差がありますし、不良債権の額も、三年ぐらいで償却できるところと、一〇年以上かかってしまうところと、差が出てきて、そういうところでは金融システム不安を依然として抱えている。

昨年一二月に東京の二つの信用組合が経営悪化に追い込まれ、結局日銀出資の銀行までつくらざ

るを得なかった。これは、今の株式市場は相当薄気味悪く感じていると思います。日本信託が三菱銀行の子会社にならざるを得なかった。コスモ証券が大和銀行の子会社になった。日銀出資銀行は昭和金融恐慌のときもなかったわけです。まさに特例、特例です。

あえていいますが、たかだか一〇〇〇億円の不良債権です。二つで一〇〇〇億円ぐらいの資産で、そのうち半分の一〇〇〇億円が回収不能になる。それを救うために、日銀が出資した銀行をつくらなければいけない。都銀、長信銀、信託、地銀、第二地銀なら、どこがパンクしても、一〇〇〇億円ではとまらない。ご承知のように、信組は都道府県知事の監督下にあって、日銀の直轄にはないわけですから、日銀が出る必要はないのです。出なければ信用不安が起こってしまうかもしれない。だれも引受け手がない。これで終わり

ならいいのですが、どうもそうではなさそうだ。結局そこまで追い込まれてきている。それだけ問題が深刻だという薄気味悪さを感じているわけです。そういう中では、金融機関は買い手としてはなかなか出てこない。むしろ株の売り手として出てくる。

内外の価格差の是正もこれから進んでいきますが、これもデフレ的な要因で、売り上げが非常に伸びにくいので、企業収益を圧迫します。

こういった不良債権、GDPギャップ、あるいは内外価格差の是正が依然として進行するといふ、やや構造的な調整未了の問題もありまして、そういった意味では、かつてのような経済成長率に戻れるのか、企業収益が十分回復できるのか、かなり疑問に感じます。

ただ一つ、もし為替が一〇円台に修正されれば、景気回復に強さが出ると思いますし、株価の

上昇も期待できると思います。しかし、先ほどいいましたように、日本の黒字は減ってきましたから、円高がどんどん進んで、円が切り上がってしまふという圧力は円側からはないと思いますが、ドルの側にはまだ問題が残っていることを考えると、どうも一〇〇円水準ぐらいのしつこい円高が続いてしまう可能性の方が強いと見ざるを得ない。

アメリカでは景気拡大が進みますから、当然赤字はまだふえる。対日赤字はなかなか減りにくい。インフレ懸念は今はないですが、いずれは顕在化してくる可能性がある。もしその次に景気後退が想定されれば、それも必ずしもドル高要因にはなりにくい。

今まで、アメリカは世界最大の債務国、日本は世界最大の債権国といわれていましたが、アメリカは昔相当海外投資をやったので、時価評価をす

るとそれほどの債務国ではなかった。しかし、投資収益収支がとうとう昨年から赤字に転落して、完全な債務国になってしまった。クリントンの政権基盤は政策遂行能力が非常に弱い状況、いわゆるレームダックみたいな状況になってきているということですから、何らかの形でドル不安的なものが起こっても不思議ではないと思います。

今年の年末から九六年ぐらいにアメリカの景気が少し下り坂になってきたときに、対日赤字が余り減っていない、しかも、九六年は大統領選挙の年で、景気が陰れば、財政赤字が再び拡大するというリスクも出てくるわけで、その辺でドルが売られるかもしれないという不安は残っている。いづれにしても、割合しつこい円高が続くのではないかと思います。

ただ、やや矛盾するようなことになるかもしれませんが、もう一段円高に進む可能性はあるけれ

ども、それは最終局面であると思います。次の日本の景気後退の後は円安トレンドに入ってしまう可能性が非常に強いとも思っています。今の円レートは明らかに行き過ぎている。結構無理したところで出ている黒字、それで出てきている為替レートで、日米で賃金が大逆転しているのもその理由です。

また、国内の投資機会が非常に薄くなっている。企業の利益率が非常に低いので、国内に投資しない。しかも、国内需要は成熟しているから、新たな投資機会は余りない。大幅な規制緩和や制度改革をして、相当投資機会をふやしてやればいいのですが、今のような状況ではそれはない。

内需よりも競争力のある生産余力が多ければ、貿易収支は当然黒字になる。競争力のある生産余力がある限り黒字は減らない。それがふえればふえるほど長期的に黒字が拡大して、それはいずれ

通貨高になるわけです。直接的には為替は資本収支というか、資本の儲けで決まりますが、基本的には経常収支黒字がどれだけ累積していくかということになりますし、それは生産余力が決めるだろう。したがって、長期的な意味で競争力は生産余力が決めるとすれば、設備投資が十分行われればそれが維持されますが、投資が縮小されれば、それはなくなってくる。国内では今投資機会は非常になくなってきました。カネはありますが、投資機会がないということで、日本の黒字は将来的には減ってくる。投資が行われませんし、賃金も高いので、競争力もなくなってくると思います。

次の景気後退でもし外人が売ってきた場合には、日本の成長神話は崩れたということが確認されて売ってくるわけですから、それは当然円安要因になる。円安になると日本の競争力は回復する

かという、それはないわけです。

アメリカで七一年から延々ドル安が進んでも、全然競争力は回復しなかった。回復してきたのは九〇年以降です。アメリカの経済の競争力が低下してドル安になったわけで、それと同じように、日本も経済の活力がなくなり、海外でどんどん強い国が勃興し、相対的に力がなくなってくる。国内に投資機会がないから、その力をよみがえらせることのできない状況に入ってくる。そういう中で円安になるわけですから、円安は長く続く可能性が出てくる。

冒頭、今年は再生の年になるのか、大きな調整、あるいは転換の踊り場的な年になるのかと申し上げましたが、再生の年になるには、相当大がかりな改革、規制緩和等を全部一気にやって、投資をうんと刺激しないと難しい。恐らくそれは無理だということであれば、次の景気後退は九六年〜九

七年に想定される。それまでに日本経済全体が力強いものにならないとすれば、そこではもう一度株が売られ、地価も下がるかもしれない。

日本の金融機関は、益出し、益出しで簿価がどんどん上がってきていますから、株価の下げに非常に弱い体質になっています。株では含み益がない。しかし、不良債権などを処理しなくてはいけない。企業あるいは生保も配当を捻出しなければいけないということで、不動産の売却に入ろうとする。しかし、土地は「不動産」といわれるように、まさに動かざる資産ですから、流動性がない。景気が上向いているときは、買い手は多少見つかるかもしれないけれども、下向いたときは、売却ができず値段だけが下がってしまうことが起こり得る。そういったバブルの崩壊で危惧されたような恐ろしいことも起こりかねないという怖さも抱えているということです。

そうはいいながらも、一気に九六年、九七年が来るわけではありません。九五年は、景気、企業収益は九四年よりはもう一段よくなる。金利はそれほどは上がらないと思います。この一―三月は国内の投資家も動けませんが、年度がわりぐらいには多少売り圧迫が薄れて、仮に九五年度が税引利益で三割以上伸びるようなことが読めてくれば、少しは買われて、昨年の高値の二万一五〇〇円を抜くようなところがある。九六年前半まで景気もいいということで、場合によっては、ことしの年末ぐらいには二万二〇〇〇―二万三〇〇〇円まで上がってくるかもしれない。

しかし、三%の成長率とか、企業の収益がさらに向上するということが見えてこなければ、上昇トレンドに入ったというよりも、ある程度戻って次の調整を待つというような形になる可能性はあるだろうと思います。

したがって私は、今年は決して弱気ではなく、今は売られていますけれども、もうちょっといいところがまたあるだろう。ただ、それが本当に再生の年になるような動きになれるかどうかは、今まで縋々申し上げた理由によりまして、今のところは非常に期待しづらいといえます。

六、九五、六年は転機の年―― 今後の生き残り戦略

そういう中で、投資家が生き残るためにはどうしたらいいかということをお話しして、終わりたいと思いますが、それは実は、今までお話しした中にインプリケーションがあったのではないかと思います。

マーケット全体では余り注目できません。しかし、金融業も一般産業もこれから非常に競争が厳

しくなつて、海外への進出をどう考えるかによつて、いろいろな意味で企業間の格差が出てくる。

九三年、九四年という年は、セメント、紙・パ、化学その他、一般企業において大型合併が相当出ました。これは七〇年代、八〇年代は余りなかった。生産力が非常に余剰ですから、それを調整しなくてはいけない。国際競争力との比較で余剰の分を少なくするためには、いろんな合併が起こる。例えば自動車一社、高炉大手五社は多過ぎる。これは輸出マーケットがあつて初めて成り立っていたわけで、当然そういうものは縮小してくる。これは一社、五社のうち幾つかが倒産することを意味しません。業態を転換していくとか、海外でもいろいろなやり方があると思ひます。もちろん合併もあるかもしれませんが、いずれにしてもそういうことが起こってくる。

そういう中で、また再び活力、競争力をよみが

えらせる企業は当然出てくるわけで、株式市場を見ましても、今の中でも収益格差は相当出ていると思ひますし、株価を見ても、株価収益率が二〇倍ぐらいの優良企業は結構ある。そういう企業を将来どう評価したらいいかをよく考えると、一部上場企業クラスでも魅力がないわけではない。

これからはいろいろな意味で格差が出てくるだろうと思うのです。全体のパイは大きくなりませんから、その中で奪い合う。比較優位を持った企業はまだまだ成長機会がありますが、逆に脱落するところもある。脱落する企業の株を買ったらえらいことになる。

私は、店頭の新規公開だけが魅力があるわけではないと思ひます。むしろ、全部が全部ではないのですが、日本の場合、新規性では買われるかもしれないけれども、新規公開企業の中で本当にあすの日本をつくっていく企業がどれだけあるの

か、非常に疑問です。アメリカでは、店頭にマイクrosoftとかインテルという企業がある。日本でそれに該当するような企業がこれから果たして出てくるのだろうか。その場合、もう一回基礎からつくり直さないと、そういう非常に創造的な企業は出てこないのではないか。

そういう話をすると、日本は均質な社会で、受験競争などで創造性をみんな奪ってきたという議論もできるわけですが、いずれにしても、そういう企業はなかなかない。我々が見ても、終身雇用の中でスペシャリティーの乏しい人間がたくさんいる。社内で人事ローテーションをするから、スペシャリティーが磨かれないわけです。

これは前にもご紹介しましたが、外人のアナリストやエコノミストが、大活躍してランキングでトップの方に行くのは東京市場だけです。日本人のアナリストはアメリカのマーケット、経済でラ

ンナーズアップにはとてもなれないですよ。それは、翻つていうと、彼らも優秀でしょうけれども、日本人に余りにもそういったスペシャリストが少ないということだろうと思います。量産型経営、均質社会の中で、安くてよいものを大量につくれるということ、今日まで伸びてきたのですが、逆にそれが今とがめになっているという点がある。

それはなかなかすぐには変わらないわけで、そういう土壌の中から果たして新規の企業がどんどん出るかというと、首をかしげざるを得ない。むしろ、一部上場企業の中でも、そういう力を持つ企業はあるのではないかという気がいたします。したがって、これからは、いい株と悪い株の差が非常に出てくる。企業というのは全部がへたるわけではなくて、みんないろんな戦略があり、成長のためにいろんなことを考えているわけで、それ

をもっともっと掘り起こして評価してもいいのではないかと思います。

二つ目は、これはもっと声を大にしていきたいのですが、国際分散投資のすすめです。

今の日本の仕組みの中では、国内の投資機会は非常に少ない。だから企業自身も海外へ投資をする。我々投資家も、我が身を守るには仕方がない。それはある意味では時代の宿命だと思います。これだけ金融資産大国になり、成熟した経済になったわけですから、その資本を外にも投資して海外の国々を成長させ、配当という形でその果実を得るのも一つの行き方で、日本はそういう時代に入ってきていると思います。

日本は今カネが余っていますから、いずれこのカネが動いて、国内の債券、株を買うだろうという期待もあるかもしれませんが、私は多分買わないと思います。もちろん、企業の利益が大きく伸

びて割高感が修正されるか、純投資家から見ても非常に魅力的な株価水準まで下がる、あるいは国内に企業の事業機会がたくさん出てくれば別ですが、今のところ見当たらぬ。

今、金融機関は財務内容が非常に悪化して、リスクをとれなくなっている。今円高のリスクが怖いわけですが、先ほどもいきましたように、外人も売ってくる、あるいは景気後退によって、日本の成長神話が崩れてくると、日本の投資家も外にカネを出していく可能性は相当ある。円高のリスクさえなくなれば、国際分散投資は非常な魅力になります。

国際分散投資は、自分の国より成長性の高い国に投資するのが大原則です。ですから、今までアメリカに投資したのはみんな失敗している。アメリカの方が日本より成長性が低いわけですから、ハイクーポンの債券を買っても為替で全部やられ

て、むしろ持ち出しになってしまふ。ところが、今は日本とアメリカの成長率が逆転しました。九三年、九四年はアメリカの方が経済成長率が高いんです。九五年も、日本が二%足らず、アメリカは三%近い成長をする。三年続けてこういうことが起こった。アメリカはよみがえった。だからといって、アメリカがいいとはいいません。アジアはもっと成長性があります。

日本も一本調子で伸びてきたわけではなく、好不況があつて伸びてきた。六〇年代後半に、海外の投資家がソニーやホンダを猛烈に買ってきました。そのときは、日本の配当利回りを基準にしたものから「P E R 革命」というようなこともいわれました。当時のソニー、ホンダは、非常に成長性はあるけれども、今みたいに立派な会社ではなく、非常に不安定だったと思います。日本経済そのものも不安定だった。しかし、海外の投資家は

買ってきた。買った投資家は、そういった株が大きく値上がりすると同時に、七一年以降は延々とドル安・円高になって、為替でも儲かった。

日本より成長性が高い国の成長企業に投資をすれば、株価の値上がりと為替の益と両方取れるわけで、アジアにはそういう投資機会があるわけです。まだ非常に不安定ですし、リスクもあります。しかし、チャンスはある。その期待収益率は非常に高い。私は、日本においても国際分散投資の時代はそう遠くない将来来るだろうと思います。

成長性も低い、株価も余り上がらない、金利も低いということで、国内では円資産利回りが非常に低い状態が長期に続く。一方、海外では、投資のタイミングなり銘柄をうまく選べば、非常に高いリターンが得られる。

しかも、これはまだ断定はできませんが、ひょっとしたら、次の景気後退以降は本当に緩や

かな円安トレンドに入って、七一年から延々続いてきた円高トレンドが終わってしまう可能性はあるだろうと思います。生産力拡大、あるいは投資機会がないということがその最大の理由ですが、そういうことを考えますと、九五年、九六年という年は、改めて日本経済が大きな転機を迎えているということが如実に確認されるときになるのではないかと思います。

もちろん、希望をいえば、再び日本が成長力を取り戻してよみがえってほしいとは思いますが、でも、どうもそうではなさそうな要因ばかりが目につくのですが、それを自然に受け入れ、むしろそれをとらえて、国際分散投資を真剣に考える、あるいは、国内においては銘柄間の格差が相当出てくるということで、対応は可能だろうと思います。

今年は九四年より企業収益もよくなる。金融機

関のところにはリスクは多少残るにしても、普通ならそう大きな波乱にはならない年になるだろう。しかし、次の景気後退までそう余裕はない。そういう中で、一般の企業の方には、次の景気後退に備えて、生き残りのために、急いでいろいろやらなければいけないということを申し上げていますが、投資家の立場から見ますと、こういうときに長い目で見た投資戦略をしっかり考える。過去の延長の考えではなくて、大きなトレンドの変化が改めて確認される可能性がある今回の景気回復にないのでないかと思っています。

ちょうど時間になりましたので、これで終わらせていただきますが、ご質問がありましたら、お答えしたいと思います。

質疑応答

小山理事長 あと一〇分ぐらい時間が残っておりますので、ご質問なさりたい方がおられましたらどうぞ。

問 今、金がアップ・アンド・ダウン、行ったり来たりしていて、きょうは三八三ドルぐらいですが、今後の先生の見通しを簡単にお聞かせ願えたらと思います。

答 金の価格というのはまさにインフレの指標ですから、今の水準より下がるということはちょっと考えにくいと思います。世界経済の拡大が続けば、いずれある程度インフレ率が高まってくる。そうした意味では、少しは上に行って、四〇〇ドルに乗せる可能性はある。ただ、過去のように世界的にハイインフレーションになる時代ではなく

なっていますから、そういった意味では金が暴騰するところまでは至らないと思います。世界的にはこれから少しずつインフレ率が高まってくるのですが、デイスインフレ的な傾向がまだ残っているのではないかと思いますので、下値は余りないと思いますが、大きく上に取れるかどうか。

ただ、国際分散投資という視点でいきますと、しつこい円高は、半年、一年は続く可能性はあると思います。円が切り上がるのではなくて、一〇〇円前後の水準が意外としつこく続く。それが日本の生産力の拡大、競争力を劣化させるわけですが、もし将来円安トレンドに入っていくということであれば、金は魅力があるでしょうね。

日本でも、今はデフレですが、恐らく何年か先ぐらいからは、じりじりとクリーピング・インフレというか物価上昇率が少しずつ高まり、円も少しずつ安くなっていくということであれば投資対

象になると思いますが、私は、どちらかというと、外物を買う場合は、金よりも元気のいい海外の企業への投資の方がいいのではないかと思っています。

問 先ほど先生の日経225のフェアバリューをラフに考えますと、益回り二・五%ぐらいに落ちつく。そうするとP/E四〇倍、若干の増益を計算しても一万円から一万二〇〇〇円ぐらいのゾーンが考えられると思うのです。そうになると、不良債権問題とか年金、保険、投資信託とか、もちろん今までのメカニズムが大きく乱れる。

それはいろんな意味でぐあいが悪いわけで、それを何とか避けるために、株価に直接介入するのではなく、ほかの政策手段で、整合性をとるような方法はないものだろうかと考えてみて、どうも答えがないのですが、その辺についてご意見を伺わせていただければと思います。

答 今の日本の経済は、いろんな仕組みの問題も含めて閉塞状況になっていて、どんどん悪化しているわけです。したがって、ワンセットで大改革をやる。それは恐らく血も流れると思います。極端に言えば、企業の倒産、失業の増大も一度は経験する。あすの雇用をふやすために今を我慢するか、それとも、今の雇用を維持してジリ貧になるかということで、意見が集約せず、現実にはなかなか踏み切れないと思いますが、長い目で見ると、結局はマーケットの力によって大きな調整を強制されると考えています。

策はないわけではない。例えば証券業界でいえば、手数料自由化をやったらいと思うのです。有取税を撤廃し、いろんな商品、業務も自由化する。いろんな規制を全部撤廃してもらう。そういうことをやればいいと思うのです。有取税だけ撤廃してください、手数料の自由化はダメですよと

いうのは通らないわけで、この際全部一気にやってもらう。

恐らくその中では、倒産する証券会社、運用会社も出るでしょう。でも、そこでもう一回市場が活性化して、また証券会社が伸び、新しい証券会社も生まれてくる。新しい雇用も創出される。痛みを一回経る覚悟をすれば、私はやれると思います。ただし、そのときも、例えば商品の規制は残して手数料だけは自由化するとか、小出し漸進主義はダメで、全部セットでやる。策はあると思いますが、現実には意見が集約できなくてやれないということがあるんだろうと思います。非常に残念です。

株価については、一万〇一万二〇〇〇、三〇〇〇円もあるかもしれませんが。私は多少期待を持っていたのですが、九二年八月の安値ぐらいが一つのめどになる、それを大きくは下回らないだろう

という見方を持っています。

それは、今後の企業収益が、私が理想とするようなところまでは回復せず、今の水準の一・四倍程度というのやや楽観的ではあると思いますが、ただ次の景気後退のときに、短期金利を今の二・二〇二・三から二％、あるいはもっと下げることでも可能です。したがって、今のところ私は、九二年八月の株価を大きく割るというふうには考えていないのですが、パニックになった場合、そういうことはあり得ると思います。

パニックになるかどうかは、そのときの経済の状況、企業収益のレベルがどの辺まで踏みとどまるか、金融のところにもどれだけ大きな亀裂が生じるかということにもなるかと思っています。そこで非常に大きな亀裂が生じれば、底を抜けてしまふということになるが、そこまでは至らずにすむと思います。

簿価も上がって金融機関間の体力差が猛烈に出てきていますから、幾つかは経営破綻が起ってくることは当然あり得ると思いますが、そこをどうやって処理するかという策さえあればいいわけで、金融機関は、ともかく債務超過になっていなければ救えるということです。債務超過になれば他に迷惑をかけるわけですが、債務超過にならないければ、解散しても残余財産が残るわけで、そこに対して債権を持っている金融機関は、すぐには回収できませんから、一時的に資金繰りに困るのですが、それは日銀が融資をすればいい。大きく債務超過になると問題ですが、恐らく、債務超過になる以前にそういう整理をするという選択肢もあると思いますので、危機的な状況が生まれる可能性はあると思いますが、仮にそうだったとしても、かろうじて対応が可能だし、株価も、さっきいったぐらいのところだとどまるのではないか。

ただ、その後も株価は割合長期に低迷する。その水準で横這うという意味ではなくて、一つのヒントは、先ほど申し上げましたアメリカの一九三〇年代の株価、六〇年代後半以降の株価は参考になると思います。一九三〇年代の株価の動きは、水準は違いますが、日本の九〇年以降の暴落の動きと非常に似ています。三七年春ごろに高値をつけ、その後また長期にボックス低迷が続く。ちょうど六〇年違いですから、九七年ということになるわけですが、そこでも日本の次の景気後退が想定されるところから、長期のボックスが八年ぐらい続く。六〇年代後半以降の株価との比較でいうと、七〇年代に一〇五〇ドルぐらいまで抜くこともあったのですが、仮に六六年が一番元気がよかった年とすると、一五年ぐらいボックスに入ってしまう。

そういった形で、次の景気後退が起って、い

ろいろ危機はあるのですが、完全に日本経済が破綻することはないと思います。しかし、それをあ
る程度しのげたとしても、その後も長期にわたっ
て日本の経済は低迷を続け、株価が低迷する可能
性はある。ただ、繰り返しですけれども、すべて
の企業がそうなるわけではない。いろいろなとこ
ろで格差が出てくると思います。

小山理事長 ありがとうございます。

では、時間になりましたから、本日の講演会を
終わります。(拍手)

(たなべ たかのり・東京海上MC投資顧問株式会社副会長)

本稿は、平成七年一月二〇日に行われた講演会の
記録で、文責は当研究所にある。