

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、野村證券投資信託委託株式会社の田邊孝則さんです。田邊さんは、マーケットアナリストとして名の高い方で、皆さんもよくご存じのことと思いますが、恒例ですので、私から簡単にご経歴をご紹介いたします。

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、野村総合研究所で投資調査室長、投資調査部長等を歴任され、また東京海上MC

投資顧問株式会社の副社長及び副会長をお務めになつた後、昨年六月に現職の野村證券投資信託委託株式会

社専務取締役に就任されています。田邊さんは以前、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たこともありで、今までこの分野のトップリーダーのお一人として活躍しておられます。

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ししていただくことといたしました。ご清聴をお願いいたします。それでは、よろしくお願いいたします。(拍手)

一、円高トレンドは終つた――

三つのコスト高

ただいまご紹介にあずかりました田邊でござります。

実は昨年、また一昨年もちょうど同じ一月ごろにお話をさせていただきまして、こちらでまとめていただいた証券レビューに、その内容が載つておりまして、去年の分をちょっと見ておりました。予測のことですから、当たつたり外れたりですが、見出しだけ見てますと、最初が「過去の経験は役立たない」という話をしていたみたいで、景気もジグザグで非常に回復力が弱い。これは皆さんも、大体同じようなことを当初は考えておられただと思います。次に、「九五年は踊り場の年か」ということで、きっちり再生できるかどうか、日

て、この辺が半年くらい早目に来ているなという感じがいたします。
少し違うのは、「企業収益が十分に回復しないかもしれない、株価の割高感が消えない」ということをいつていましたが、実際はリストラの効果や円高の修正もあって、企業収益は九五年は二けた増益になつていています。株価については、当時、短期金利が大体二・二～二・三%を前提にしていましたので割高感が消えない、しかし現実には短期金利が〇・五%まで下げてしましますから、それとの比較でいけば割高感はなくなつたと思います。

最後に、九五～九六年は転機の年で、今後の生き残り戦略が重要になるとか、国際分散投資を考えなくてはいけませんというお話をし、その後、これは一応当たったかなと思いますが、株価について私が弱気な話しかしないので、「一万から一

本経済再生の年になるかどうか難しい。当時は、景気がまだ回復過程にあったという判断ですけれども、実際は九五年の四月から、ミニ景気後退ということになつてしましました。「消費、設備投資には期待できない」んだと、割合弱気な話をしていました。

ただ、為替につきましては、円高になるかもしれない、九一～九二円ぐらいにはなつても不思議ではないという話をしております。実際は八〇円割れまでいきましたけれども、一方で、どうも円高はそれで最終局面ではないかということもいつております。若干時期が早まつたなと思うのは、「世界経済の拡大は九六年前半まで」といつてたことで、九五年ぐらいまでアメリカの水準は、減速はしておりますけれども、三%成長したということで、どうもことし前半は世界経済がかなり減速してくるという感じになつてきておりまし

万二〇〇〇円くらいもあり得るんじゃないか」とのご質問があり、九二年八月ぐらいの安値が一つのめどになるかも知れないとお話ししたら、昨年の安値がちょうど九二年八月の安値くらいにまで来たのであります。ただ、恐らくあのときに短期金利の低め誘導をやっていなければ一万とか二万二〇〇〇まで突っ込んでしまつたかもしれません。金融政策がそれなりに機動的に動いて、何か九二年八月の安値くらいのところでとまつたということだと思います。また、その後は円高も修正され、短期金利も非常に低く推移して、株価が回復してきたということだろうと思います。

さて、ことしはということですけれども、実は皆さんご承知のように、せんたつジョージ・ソロス氏の講演が東京会館であります。その後バネル・ディスカッションということで私もパネリストとして参加しました。

ジョージ・ソロス氏の考え方というのは、「グローバルな投資の点から見ると、日本株に一番投資魅力がある」一方で債券等については、「米国債やドイツ債とか海外の債券に魅力がある、それは、まだ世界の金利は下がるから」という話をしました。その後パネリストとして私たちもまた同じような話をしたんですが、実はご承知の方はいらっしゃると思いますが、私自身は昨年の六月の終わりごろ、また日経新聞の意見広告なども昨年夏場以降二回くらいやっていますが、そこのキャッチフレーズは「国内は株式、金利物は海外」ということで、たまたまだと思いますが、ソロス氏がお話しになつたのと同じ戦略を、去年からずっと主張してきました。

ことしも基本的な見方は変えておりません。ただ、昨年と比べますと円レートが既に一〇五〇一〇六円という水準にきております。また、海外の

になつてしまふのか、そのような一〇年タームで見たときの為替の方向は、この辺で投資妙味があるかどうかという判断になります。

昨年お話ししたときにはほとんど原稿ができていましたが、日経新聞社から『日本経済の大逆流』

という本を出させていただきました。そこでは、「円高最終章」ということで、最終局面です」という話をしていました。基本的には、私は今もってその考え方をえておりませんで、ひょっとしたら日本の貿易黒字は、九四年が歴史的な最高額になるかもしれませんし、そして円レートについては、昨年の七九円台の円レートが、対ドルレートでは最高値になる可能性があるかもしれないと思います。

さりとて、このまま一気にどんどん円安のトレンドに入るというわけではありませんで、しばらくは今程度のレートを中心に推移していく、その

金利につきましては、最近少し戻ってきておりますけれども、一時三〇年債利回りが六%を切るということで、大分下がってきたのであります。それを受けとめれば、昨年と比べますと海外の金利につきましては、短期的な投資という視点ではやや投資妙味が薄れたということだろうと思います。

しかし、例えば日米の短期金利はまだ相当開きがございます。ちなみに市中の短期金利は、日本が〇・五、向こうはFFで見れば五・五となっておるわけですから、相当大きな差がありますので、短期金利差に注目した資金の流れあるいは投資ということもあると思いますし、長期債につきましても、例えば一〇年タームで見たときに、一〇年後、果たして日米の金利差以上のピッチで円高が今から進んでいくのか、あるいは横ばいなのか、場合によっては今の水準よりももう少し円安

後は、日本経済の海外諸国との競争力の相対的な位置によって、場合によつては少し円安になる可能性もある。少なくとも、円の実効レートという観点からすると、円高は終わりかなと見ております。

そうした観点からいきますと、これは国によつて違いますが、多分ドルに対しては、円は最高値の更新はちょっと難しそうで、ヨーロッパ通貨については多少は有利かもしれない、しかし、もつと長い目で見れば、アジアの通貨に対しては、むしろ円がやや弱くなるかもしれないという観点で、今いった実効レートの話が出てくるわけです。したがつて、例えば、対米の債券投資ということで比較すれば、まだまだ長期には魅力があるのではないかと思つております。

ちょうど為替の話をし出したので、まず為替の話から入りたいと思います。なぜ円高が最終局

面、場合によっては、七一年からの円高ドル安トレンドが終わったのかもしれないと考えるかという理由をお話したいと思うのですが、それにはやはり幾つか理由があるわけです。

どうも日本の競争力あるいは成長力というのは、今の経済システムのままでは、アメリカに劣ってしまうのではないか、それから、八〇年代までの円高と九〇年以降の円高では、日本経済に対して質的な変化をもたらすほどの円高になってしまったということだろうと思います。

私は、三つのコスト高ということをいっておりましたが、まず一つは、日米の賃金の比較であります。これも昨年触れておりましたので余り詳しくはいませんが、一ドル＝八〇円を前提にいたしまして、日本の一時間当たり賃金がアメリカの約一・六倍近いという水準になります。一ドル＝一〇〇円で換算しても約一・三倍の高さがあります。

は、九〇年代に入つて大変なリストラ努力をしてまいりまして、それがインフレなきアメリカの経済成長に結びついているわけです。アメリカの大企業などはいまだもつて、雇用の削減ということをやっております。

それに対して、日本的一部の企業ではそういう方向に進み出しましたけれども、やはり依然として日本的な雇用慣行、すなわち終身雇用制とか年功序列制が色濃く残っておりますし、またある程度社内失業を抱えながらも、それを雇用していくなければいけないという日本の経営もすぐになくすわけにもいかない。

また、いろいろな規制という点でみましても、日本の経済規制はさまざまな分野に及んでおりまして、企業がある事業から撤退して、ある事業どんどん出ていくというような形で、大胆なリストラによる収益の向上が、アメリカほど自由度は

ます。韓国、台湾に比べますと五倍くらい高いでしょうし、ベトナムなどと比べますと、優に五〇倍くらいの高さになることになります。それだけの高い賃金で雇用して、日本の競争力を維持同上できるような産業、企業がどれほどあるか。かなりの産業、企業は適応するかもしれません。しかし、八〇年代のときのように、ほとんどの産業、企業が適応して成長を続ける、競争力を維持するということは非常に難しくて、一部において脱落者が出るということになるのではないか。と申しますのは、八〇年代までの円高の過程にあっては、日米のドル換算した賃金は、絶えずアメリカの方が高かつた。九〇年以降の円高で大逆転したことです。これが一つ。

二つ目は日本の経済システムあるいは日本的な経営慣行で、これが非常にコスト高の社会をつくってしまいます。例えば、アメリカの企業

ないだらうと思います。

一番の典型は公共料金であります。日本の経済システムというのは、一部においてはもちろん大変な競争が行われますけれども、非常に非効率な、競争から外れたところがあります。直近で見ましても、ほとんどの民間部門が価格を下げなければいけない状況の中で、昨年、ことしと公共料金だけはなぜか上がっていく。しかも世界的な比較では相当割高で、それがさらに上がる。こういった非常に非効率な部分が市場にビルトインされているという点が二つ目です。

それから三つ目は、まさに急速な高齢化ということになります。先ほど、「一〇年後の為替をどう見るかで外債投資等の分岐点になる」というお話をいたしましたけれども、今から一〇年後というと二〇〇六年になります。二〇〇六年、七年といふ年は、六五歳以上の高齢者が五人に一人の時代

になるわけです。まさに世界の先進国で一番高齢化が進んでいるということです。素朴に考えますと、そういう状況にあって、日本の経済は活力が維持できるんだろうか、あるいは潜在成長率は今より高いのだろうかと考えますと、非常に疑問が生じてくるわけあります。

そうした意味では、この三つのコスト高を考えていきますと、日本の競争力は、ある程度相対的には低下せざるを得ないだろうと思うわけであります。また、日本の貿易黒字も、そういったコスト高がありますから、当然価格競争力が劣化していくということで、減ってくることになります。

二、貿易構造の変化

実際に、今起こっている現象といいますと、例

えばパソコンなどの事務用機器で、これが前年比八割増です。そして半導体電子部品が前年比六割七割の伸びです。

一部のエコノミストの方は、「日本の製造業は空洞化しない。円高に適応している。日本は今、資本財の輸出がどんどん伸びています」といっています。しかし、機械製品というのは相当のものが資本財です。輸入も猛烈に伸びているんです。そして、半導体一つとれば、まさにハイテク製品ですけれども、日本得意とするDRAMというメモリーのトップメーカーは、昨年から韓国の三星電子ですし、まさに液晶というのは日本の牙城だと思ってましたら、韓国が昨年から参入して、どんどん値崩れが起こっている。他方、ハイテクの固まりみたいな、例えば同じ半導体でもMPU（マイクロプロセッサユニット）というのは、まさにインテルの牙城で、日本ではとても足元にも及

えば八〇円台から一〇〇円台に円安になり、これを率にしますと、三割ぐらい円安になったということです。三割以上といつていいと思いますが、にもかかわらず今起きている現象は、意外と輸出が伸びない。伸びる兆候がないのです。これだけ円高が修正されますと、過去では急速に輸出が伸びたのです。しかも国内の景気はよくはない。当然輸出圧力がかかるわけです。にもかかわらず、輸出が大きく伸びる兆候がいまだにないということです。

一方で、当然それだけ円高が修正されれば、輸入品の伸びがかなり抑制されてくるんです。しかし、今はそうではなくて、依然前年比二けたで伸びている。しかもその輸入品目を見ますと、以前とさま変わりでありまして、今輸入がどんどん伸びているのは、いわゆる機械製品で、前年比四割で伸びている。その内訳を見ると、もっと驚くべき

ばないということです。そして、それを動かすソフトウェアはマイクロソフトの牙城で、足元にも及ばないということです。

そういう意味では、日本の貿易構造が相当変わってきた。実際にはハイテクの資本財輸入が猛烈に伸びている。もちろん、それはある程度水平分業化していく意味で好ましいという方もいますが、少なくとも巨額の貿易黒字は減っていくという方向です。

そういう状況ですから、既にことしの貿易黒字は、一〇〇〇億ドルくらいになるだろうというのが大方の見方になっています。ピーカは九四年の一四五九億ドルですから、五〇〇億ドル弱が二年で減るということです。多分この黒字が減っていく過程の中には、円高は進みにくいくらいになります。もちろん依然巨額な黒字ですから、一〇〇〇億ドルのところで減り方がとま

れば、再び円高圧力が加わるかもしません。しかし一方で、本当に一〇〇〇億ドルでとまるという保証もないのです。これは今後の推移を見るしかないということになります。

ここで一つ、一九六〇年代のアメリカとの比較をしてみますと、一〇〇〇億ドルでとまるかどうかは、決して楽観はできないことになります。これも昨年申し上げまして、重複するかもしませんが、アメリカの製造業が空洞化しあるいはアメリカの貿易収支が非常に悪化したのは、八〇年代前半のレーガン・ミックスでドル高政策をとったということもありますが、実は一九六〇年代にもう進んでいたんです。一九五七年ごろ、経済復興を図るためにECがヨーロッパに設立されました。当時アメリカは世界最強の工業国ですから、ECに対しても大量に輸出していました。ECは、それではEC域内の経済復興はままで

すが、かなりの分がアメリカに逆輸入されてくるという形になる。その結果、アメリカの輸入に占めます製品輸入比率が急上昇してまいります。一九六〇年ごろには四〇%強であった製品輸入比率は、六〇年代の後半には六〇%を大きく上回るまで急上昇してきます。

アメリカの貿易黒字のピークは六四年であります。それが減っていく過程の中で、製品輸入比率が六〇%を超えた一九六八年に貿易黒字が激減いたします。そして、それから三年後の七一年には、戦後初めて貿易赤字に転落いたします。この年の八月にニクソン・ショックが起こっております。黒字が減って、今のように変動相場制であれば、当然ドルは安くなつてくるわけです。ところが、当時は固定相場制ですから、実質的には安くならなくちゃいけないドルが高く維持されてしまつた。したがつて、行き過ぎた通貨高も、アメリ

ならないということで、関税障壁を設けます。域外からの輸入品については高い関税を適用する、域内での貿易は低い関税を適用することで関税障壁を設けました。そのとき、アメリカの製造業は何をしたかといいますと、当然現地生産化に踏み切るわけです。ECの企業あるいは工場を買収する、あるいは自分で工場をつくるということをやります。したがつて、本格的にアメリカにおいて製造業の多国籍化が始まったわけです。

一九六二年に「多国籍企業」というレポートが発表されまして、そこで多国籍企業は一般名称になつたわけです。一度多国籍化しますと、当時はヨーロッパの方がアメリカよりも当然賃金が安かつたのですが、アメリカの製造業は、より賃金の低い国に生産拠点を設ける、いわゆる途上国に進出する。途上国のマーケットは小さいものですから、そこでつくられた製品は欧州にも輸出されま

る。この製造業の空洞化、あるいはアメリカの製造業の競争力の劣化、低下を加速してしまつたわけです。

赤字に転落したところで、金とドルとの交換の一時停止を含むドル防衛策をニクソン大統領が発表し、そこから延々ドル安円高が始まつたのであります。それを今日の日本に当てはめますと、全く似ている。つまり、通商問題から日本の電気、あるいは自動車メーカーは、アメリカに生産拠点を移していく。そして今度は、より賃金の低いアジアにどんどん生産拠点を移していくのであります。それで大変な賃金差が出る。そして行き過ぎた通貨高。現実に日本の製品輸入比率の動きを見ますと、一九八四年ごろは二〇%ちょっとであります。それが八七〇八八年に円が一二〇円に上昇する過程の中で、五〇%まで引き上がり、その後横ばつていたのですが、九〇年以降の円高で、特に

九二年からまた上昇し始めまして、直近では六〇%であります。恐らく、ことし九六年は六〇%台になると思います。

貿易黒字は、ピークの九四年の一四五九億ドルと比べると、ことしは一〇〇〇億ドル近くまで減る。これを激減というか何というかわかりませんが、ただ、絶対金額はまだ相当大きいわけであります。そういう意味では、貿易の黒字の減少がかなり続いている可能性がないとはいえないのですがあります。そういうようなことでいけば、九四年の日本の貿易黒字はひょっとしたら歴史的な黒字額になるかも知れない。

そして、為替と貿易収支の関係でいえば、明らかに為替の方が運行性です。過去を見ましても、大きな円高が今回を入れて三回あります。七七、七八年、そして八七、八八年です。いずれもその円高がピークアウトして円安に反転するのは、日

から通貨が安くなるわけであって、その逆ではない。だから、通貨が安くても競争力は回復しない。一時的には回復するが、その根っここの構造的なところを回復しない限り、通貨安は一時的にカンフル剤にはなったとしても続かない。それでアメリカは、延々二〇年以上ドル安でも競争力は回復しなかった。競争力が回復してきたのは九〇年以降です。

アメリカの企業は何をやつたか、どこが変わったか。まさに従来のアメリカ的な経営を捨てたわけです。アメリカの企業は景気、企業収益がよくなるとすぐ人をふやす、雇用をふやす。悪くなるとレイオフするということをやってきた。九〇年以降は、日本の企業経営の成功というのを八〇年代に相当学び、それに自分たちの考えを加えて、まさにリエンジニアリング、リストラクチャリングの経営をやり出した。今日に至っても景気、企

本の輸出物価とアメリカの生産者価格で調整した購買力平価の水準まで円高が進んだときですが、同時に反転した年というのは、貿易黒字がピークアウトした翌年になっています。それでいくと九四年が黒字のピークで、九五年が円高のピークになっていた、こういうことになるわけです。

いずれにしても、先ほどいいました八〇年代までと比べますと、特に象徴的なのは日米の賃金の大逆転で、日本は大変な高賃金国になってしまったという大きな変化がありました。

一方で、アメリカ経済は、逆によみがえってきているわけであります。七一年から延々ドル安にもかかわらず、アメリカの競争力は全く回復しなかつたわけであります。それは一つには、通貨安は競争力を回復しないということです。先ほどいったように、為替は貿易収支に一年遅れるというのと同じであります。競争力が低下してくる

業収益が上向いていく中で、少しも雇用をふやさない。むしろもっと減らそうと、設備投資も從来に比べて活発にやり、生産性の向上で生産の増加はかなり急上昇してきています。

その結果、八〇年代では大変インフレ的な経済体质、つまり、少し景気がよくなり、設備の稼働率が高まるごとに、すぐ物価上昇率が上昇したんですが、九〇年からは逆になっています。特に九二年以降は顕著であります。九二年以降アメリカの経済成長率はどんどん上がり、九二年は二%、九三年が三%、九四年が四%、昨年はちょっと低下しましたが、それでも三・三%くらいの成長率です。設備の稼働率は、昨年あるいは一昨年でも八四%くらいには高まっているんです。従来は稼働率が八〇%を超えると、消費者物価の上昇率は三%が四%になり、五%になりと必ず上がったといったんです。それが逆であります。現在の消

費者物価の上昇率は二・六～二・七%です。今から三年前は三%ですから、むしろ成長率が上昇する、稼働率が上がる中でインフレ率が低下してしまったんです。まさにアメリカの企業の行動が変わってきたということです。

もちろん、ほかにもいろいろな外的要因があります。NAFTA（北米自由貿易協定）があって、メキシコ等に大量の安い労働力があるとか、いろいろあります。たとえばそれは、かつて日本は高成長国、アメリカは低成長国だったんですね。ところが九一年以降を見ると、日本はほとんどゼロ成長ですね。そういう中でアメリカは成長率を高めていったんです。まさに九二年、三年、四年、五年と四年連続してアメリカの成長率の方が高い。恐らく、ことし九六年もアメリカの成長が考えられる。

ただ、まだまだアメリカは難問を抱えています。財政収支については、昨年の方向づけで明らかに減っていますが、貿易赤字は依然史上最高で高水準です。メキシコの問題等も抱えております。したがって、過去のツケは結構重い。しかし、フローの経済で見ますと、明らかによみがえつてきている。むしろ、日本の方は構造的な問題を抱えていて、ひょっとしたら低成長が長くなる可能性があります。この辺に大分変化というものが考えられる。

ただ、一つ加えておきますと、六〇年代から七〇年代にかけて、アメリカが一気に貿易黒字国から赤字国に転落してしまったが、あれだけの凋落ぶりには日本はすぐにはならないと思います。アメリカの場合、実は一つ大きな要因があります。ベトナム戦争です。六〇年代のベトナム戦争によるモラルの低下、その後遺症が七〇年代の米国の

成長は、大体二%前後という意見が多い。それも、ことしの秋に補正予算等でもう一段景気でこれ入れ策をして、やっと二%ぐらいという感じです。アメリカは減速しますけれども、多分それでも二%台半ばから後半ではないかと思います。そうするところも入れて五年連続でアメリカの成長率が高いということは日米の景気サイクルの差からあり得ても、四年、五年連続というのは構造的に変わってきたと見るのが妥当なんだろうと私は思うわけです。

そして、為替との絡みでいえば、長期にわたって経済成長の高い国の通貨は強くなるという鉄則があるわけです。そうするとアメリカは、日本に対して少しずつ通貨が強くなってきておかしくない。

経済を相当痛めつけています。日本には幸いそういふことはありませんが、ほかの要因は非常に似ています。

そうしますと、先ほどの三つのコスト高、これをやはり解決しなければならない。一つは、それはそれだけの高い賃金を支払っても、なお競争力がある産業、企業をはぐくんでいく必要があるということだと思います。それから、経済システムを大きく変えていく。規制緩和じゃなく、思い切って規制は原則撤廃してしまう。そして、いろんな日本の経営慣行等も思い切って見直し、もつともつと競争を促進させて、効率的な経済社会にしないといけなくなるということです。高齢化はもうやむを得ません。しかし、経済システムを変えしていくことによって、高齢化の問題あるいは高賃金を吸収していくことになるのではないか。それをしなければ、今いいましたように競争力が劣化

して、それに応じてだんだんと円が安くなってしまふ。

三、経営力格差の拡大

今円高は悪者のようにいわれていますけれども、本当は一番悪いのは円安です。例えば、七一年以降、アメリカは延々ドル安の中で何をしたか。失業率はどんどん上昇したわけです。インフレになり、購買力が目減りしたわけです。そして、財政赤字は巨額になつた。いいことは何もない。だから一番怖いのは円安です。それは、行き過ぎた通貨高とか、経済の仕組みが非常に硬直的になつていて、コスト高になるとそういうことになつてしまふ。今や日本は大きく変えざるを得ない。

が非常に開いているわけですから、安い輸入品がどんどん入つてくる。特に海外で供給余力があるほど、どんどん輸入品が入つてしまうことになります。それが少しぐらい円高が修正されても、なかなか輸出がふえにくい、輸入がとまらないということになっています。

もう一つの変化は、例えば企業収益の回復が景気の回復に先行している。これも初めてです。今まで企業収益の回復と景気の回復はほとんど同時です。ところが、昨年の四月以降、ミニリセッション（ミニ景気後退）で景気がずっと低迷しています。生産でいえば、昨年の四、五、六、七月は、前月比の生産の伸びはマイナスです。八月はプラスになるけれども翌月はまたマイナスだ、こんなことでジグザクして景気が低迷しているわけです。そういう中で企業収益が一五%増益、こんなことはなかつたのです。これはまさに企業のリスク

現実に日本の経済には相当な変化が出ています。それは先ほどのままで輸出が余り伸びない、輸入がとまらない。これは内外価格差の是正圧力がうんと加わっているからだと思います。非常に不自然なもののが強制的に修正されようとしているということです。

今の円レートは一〇五～一〇六円で、先ほどいた日本の輸出物価とアメリカの生産者価格で調整した購買力平価は大体九〇円割れです。しかし、両方とも卸売物価で日米調整すると一四〇円くらい、消費者物価で調整すると一九〇円くらいになります。これだけ購買力平価と実勢レートで乖離が大きい国というのは、世界を見渡しても実際ないんです。つまり、国内で一万円札を使うと一九〇円くらいの値打ちしかないということです。実勢レートが一〇五円であれば、内外価格差

トラ努力の成果プラス円高修正で、輸出セクター中心に業績が非常によくなつたということです。

企業収益がよくなりましたから、これは当然景気にプラスになり、ある程度設備投資も回復していく。したがって九五年度、九六年度は設備投資は多少プラスになります。しかし、一方で輸出企業等は海外に生産拠点を移転し、投資を続けますので、今までの一〇〇%国内で投資されたものが、ある部分は海外に投資されるということで、従来より設備投資の回復力は弱くなります。

また、企業の収益の回復は、例えばボーナスがふえるとかの雇用所得をふやすことになる。当然それは消費の拡大に効果があるわけですが、一方で輸入品がどんどん入つてまいりますから、国内の消費の何割か、何がしかは輸入品に食われて、国内の生産の回復は弱くなる。したがって、景気回復が緩やかにならざるを得ない。

さらに、もう一つ大きな変化は、リストラによる企業収益の回復だと思います。逆にいえば、大企業中心の収益回復ということです。したがつて、下請が多い中小企業はリストラの対象になりますから依然苦しいわけです。

四つ目の変化は、景気の回復はまさに失業が減るということですが、今始まっている景気回復はリストラということが基本になっていますから、そういう意味では、景気回復の中で失業者が漸増する、もちろん、今後もずっとそれが続くかどうかですが、今までなかつた構図になっていると思います。大変な変化が実は起きているということです。

さて、その結果何が起こるかといいますと、当然そういう変化にきっちり適応していくところで、大変な落差が出てくると思います。大企業と中小企業という区分けだけでは

なく、業種間あるいは同じ業種内でも、大変な企業経営力格差が出てくるのではないかと私は思います。

そういう観点で見ますと、八〇年代以前と九〇年代は本当にさま変わりです。東証一部上場企業の大型合併は七〇年代、八〇年代はそれほど数がない。ところが九〇〇年以降は、金融のところでも紙・パ、化学と大変な上場企業同士の大型合併があります。恐らく、これから自動車とか、場合によつては大手の鉄鋼などを含めて、意外な合併はまだ出てくるかもしれません。

これは何を意味するかといいますと、例えば日本では自動車一社に対し、アメリカはビッグ3、また、日本では銑鋼一貫の製鉄業で年産一〇〇〇万トン以上の設備は相当あるんですが、アメリカではたしか二つぐらいしかない。まだまだほ

かにもありますが、輸出マーケットを前提にそれだけの生産力があつたわけです。しかし、今のように非常に賃金も高くなり、円高も進めば、当然輸出市場を前提とした生産力を国内で擁する必要がなくなつてくるわけです。

となれば、当然それをいかに圧縮するかという中で整理、淘汰される企業が出てくるあるいは合併連携によって余剰な生産力を縮小していくという選択肢が出てくる。逆にいえば、もちろんそこでは海外の企業との競争も非常に劣ることになりますから、非効率な企業は存続できなくなつてくれる。したがつて、金融のところでは大変な再編が進みますが、実はメーカーのところでも今ものすごい再編が起こっているということです。非常に対応が厳しい。しかもその中にあって、個人にも大変な落差が出てくるわけです。

私は、昨年の記事で一番印象に残っているのは

とです。失礼ながら、経団連会長会社がそういうことを率先しておやりになる。年が明けましたら東レも同じようなことをいい出してきた。ものすごい変化だと思います。しかし、そういった環境への適応を考えて、猛烈に企業も変化していくかなければ勝ち残れない時代になつたんだろう、したがつて企業の優劣差は、これから相当大きいくつてくるのではないかなと思つております。

ちょっと横にすれましたけれども、銘柄選択の視点という意味では、今まで店頭とか、小さいところが華やかで、そこが成長企業と言われてきた。しかし、私はそうではない。大企業に大変な成長機会があると思う。ただ、淘汰されることもあり、大変な落差が出てくる。企業の経営も、日本経済そのものが成熟していきますから、今までのようになり上げをふやすことを追求するのではなくて、やはり利益を追求していく。売り上げを伸

緒です。大企業だってどんどん伸びます。

株価でいいますと、非常に印象に残つたのは、昨年キヤノンがバブルの時の高値を抜いて、史上最高値を更新したことです。キヤノンは、大変なハイテク製品、独自の製品を作つて、利益を上げてきてている。だから、店頭とか小さいところだけが伸びるのではなくて、大きいところも大きく伸びる、しかし、残念ながら一方で脱落者も出る、そういう時代になつてきているのではないか。そういう意味では、企業の評価あるいは経営力の評価が非常に大事です。もちろん、連結的な発想で評価していくことも重要だと思います。

四、株価はどう動くか

ここで、ことしのポイントを少し整理する形で

ばすことでも利益の拡大を望めますが、利益率の向上が非常に大事になつてくるわけです。量が伸びない状況下では、いかに利益率の高い製品をつくるか、あるいは利益率をいかに上げるかというのが大きな課題になります。もちろん、資産、資金の効率もうんと上げていくことがそれに結びつく。したがつて、大変な効率経営が求められる。

欧米では、例えは売上高営業利益率は一〇%以上が当たり前です。これはグローバル・スタンダードです。日本の場合には、過去景気のいいときでも、製造業の売上高営業利益率は大体六%台です。まさに薄利多売で量を伸ばしてきた。しかし、これから企業が勝ち残つていくためには効率経営をして、その結果、恐らく利益率が一〇%台という企業が出てくるのではないかと私は思います。そこでは、本当に力がある企業とそうでない企業とで大変な差が出てくる。大企業も中小企業も一

お話ししたいと思います。

まず、景気でござりますけれども、私は、この一二三月が、緩やかな景気回復に入つてくる起点だと思います。理由は単純で、円高が修正されたことです。一ドルで一〇円の円安になりますと、それだけで経済成長率を〇・五%強上昇させる効果があります。仮に、今まで九〇円ぐらいのレートの下でゼロ成長とすれば、今の一〇〇円台は、成長力を〇・五%以上押し上げる要因になつてゐるということです。

もう一つ、昨年の一四兆一〇〇〇億円という経済対策の効果があげられます。真水は六兆ないし七兆円あります。この六兆ないし七兆円の真水の効果は、成長率を一%から一・二%ぐらい押し上げる要因になります。

合算しますと、それだけで一・五とか一・七ぐらにはなつてくる。そのほかに、今まで利下げ

は景気に効かなかつたという言い方がありますが、決してそうではなかった。ここまで低金利になりますと、お金が動いてくるという効果等もござります。それから、企業の収益がよくなつてくるという効果等もありますと、年率で二%ぐらいの成長率には戻っていく過程に今あるだらうと思います。

ただ、公共投資を中心とする経済対策の効果につきましては、ことしの夏で一巡する。そつしますと、秋以降、民需主導の景気回復にバトンタッチされなければ、景気息切れのリスクがあるということになります。とすれば、やはり秋に、財政支出の増加という意味での補正予算を組む必要が出てくるのではないかと思ひます。しかし、補正予算をやれば、歳入が不足しておりますので、当然、赤字国債の発行を含む国債の増発によって財源を調達しなければいけなくなる。となれば、債

がなかつたという言い方をするかもしれません

が、それは決して正しくありません。誤りでありまして、そういう経済対策をやらなければ、常識的に考えましてもマイナス成長になつていた失業者はもつとふえていた、こういうことになつたと思ひます。それだけの対策をやつた結果、何とかゼロ成長で来たということだと思います。

しかし、思うような景気回復を果たせなかつたのも事実であります。これは何を意味するかといいますと、今後の景気回復に伴う金融政策の転換はかなりおくれるということになります。つまり、ようやく景気が向いてきたのを、金利が上昇することによつてその回復の芽を摘むことは避けたいというのが、多分金融政策当局の考え方だろう。ということは、景気が十分に回復するまでは金融政策の転換はない。もちろん、それ以外の、円が暴落するとかほかの要因があれば、やむを得

券の需給環境は余りよくないうことに当然なるわけであります。もちろん、郵貯等に回った財投資金で国債の発行を受けるやり方もありますが、全体的には需給が悪化していく可能性がある。

一方で、日銀は、さはざりながら、長期金利の上昇はなるべく抑えたいということでありますから、それを抑える意味でも低金利を続けていくと思ひます。特に、九二年度以降ほとんどゼロ成長であり、その九二年度以降今回の経済対策まで、計六回の総額六七兆円に及ぶ大きな経済対策を打ち出しています。実際の真水は、その四掛けが五掛けぐらいかもしませんが、実は大変な金額の経済対策をやってきました。その間に、公定歩合は〇・五%まで下げてきたわけです。にもかかわらずゼロ成長だったということです。一部のエコノミストの方は、それをもつて、だから効果

ず政策転換をしますが、景気との絡みでいえば、従来に比べて金融政策の転換はかなりおくれるだろう。あるいは、不良債権の処理のためにも、やはり低金利政策が必要でございます。

言い方をかえますと、景気回復が十分になるまで、ということは、株価が相応に上がるまでは金融政策の転換はなくて、今のような低金利政策が続くのではないだろうかと思うわけです。そして、今のように金利が非常に低い、一方で景気の収益が上向いていくということでいけば、やはり株式に値上がりのチャンスが相当あるということにならうかと思います。しかし、一方で秋以降の景気については、ちょっと要注意であるということがいえます。

また、為替につきましても、先ほども申し上げましたが、私は、当面は九五円から一一〇円ぐらいいのところで推移していくのではないかと思いま

す。通常ですと、二月、三月は、日本の生命保険会社等が決算の絡みで対外証券投資をやりにくく

ということは、円高になりやすいためにあります。

ほどの要因等もあって、ことし仮に円

が一時的に買われるような局面があつたとして

も、九〇円台前半までで、九〇円割れではない

だろうと思います。逆に、円が売られることがあります。

りましても、一一〇円を大きく超えてきますと、

当然アメリカの産業界からブーリングが出てくる

ということもあります。そういう意味では、一

時、一二五円かそれを上回るぐらいの円安はある

かもしませんが、売られても、それほど大きく

上回って、一二五円を超えていくような円安もない

だろうと思います。したがって、当面は九五円

から一二〇円ぐらいで、為替は割合安定的に推移

していくのではないかと思っています。そういう

ことであれば、為替の面からも、企業収益の回

で下がることになります。九〇年以降も全くそう

であります。ここにはちょっと資料をお配りして

おりませんが、マーシャルのKと日経平均の動き

を比べてみれば、本当に全く同じ動きをしており

ます。

マーシャルのKは、九〇年以降ずっと下がった後、ここ二年ぐらい底打ちかげんになってきました。最近少し上向きになってきています。ということで、このマーシャルのKが右肩上がりでずっと上がっていますと、ボックス圏を抜けて上昇トレンドに入る期待が持てるようになります。その意味は、これから景気が回復してくる、それを上回ってマネーサプライの伸び率が高まっていけば、マーシャルのKが右肩上がりになるわけです。から、株価上昇のトレンドが期待できるというこ

とであります。九二年にアメリカがとった金融政策と日本の今の金融政策は非常に似ております。アメリカは、九二年に実質金利ゼロという政策をとりました。アメリカは九一年は景気が悪かつたため、その年の初めごろには六・五%ぐらいであった公定歩合を九一年中にずっと下げていった後、たしか九二年の七月に公定歩合を思い切って三%に下げまして、実質短期金利をゼロにしました。要するに、実質金利ゼロですから、超金融緩和にしたわけです。そして、アメリカのマネーサプライM₁は二けたで伸び出すわけです。

ちなみに、九一年のM₁の年平均の伸びは六%ぐらいたた。ここでも金融緩和をずっとしていたわけですが、九二年は一二%台の伸び率に高まります。九三年も一一%台の伸び率です。そして、実質金利をゼロにしてお金をジャブジャブにして、その金が株式市場に入っていくわけです。

では、マネーサプライはどうなるのかというこ

一方で、企業は、九一年は「五%ぐらいの減益だったのが、九二年は二〇%程度の増益に転換します。景気が少し上向いた効果もありますが、リストラの効果が大きかったわけです。そして、アメリカ経済は、それをもってインフレなき経済成長に入り、先ほどもいましたが、九二年以降、九三年、九四年と成長率を高め、その中でインフレを起こしていないわけです。まさに企業はリストラを継続し、また、そのための景気浮揚として大胆な金融政策を打ったわけです。打った理由は、景気が悪かったということもありますが、実はあるのとき、アメリカの銀行も相当苦戦していました。日本ほど不良債権問題はありませんが、金融には問題があったということで、実質金利ゼロという政策をとったわけです。そして、九二年の頭ぐらいに三一〇〇ドル台であったニューヨーク・ダウが今日の五〇〇〇ドルまで上がってきたとい

けです。ところが、日本は、経済規制があつたり日本の経営慣行がある。それでも思い切つたことをやれる企業もあります。恐らく、そういう企業はどんどん伸びると思います。しかし、過去のそういうものにとらわれていると伸びられない。今、全体で見れば、やはりアメリカの企業に比べますと、日本の企業の行動は、いろいろな規制、あるいは日本的な経営慣行によって相当制約されている。それをなるべく早く取り払って、企業をもつと自由に行動させ競争させていけば、今日のアメリカのようになり得る、日本の経済の復興はあるということになるわけです。

実際には、例えばアメリカだって、九二年、九三年、九四年を経て、昨年五〇〇〇ドルまで来たんです。時間はかかっているわけです。したがって、日本も、一気にやることが望ましいわけですけれども、ともかく相当なスピードで日本の企業

うことです。

さて、日本はというと、昨年の九月に公定歩合を〇・五%まで下げました。実質短期金利はほとんどゼロです。そして、翌月の一〇月のM1は一二%伸びました。一月は一四%の伸びです。全く同じような形になってきたわけです。企業収益はいうと、アメリカと同じで、日本の企業は、景気低迷の中でリストラによって収益の向上を果たしてきた。非常に似ているわけです。これが継続していくば、八九年一二月の高値を抜けるとしても思えませんけれども、一つの上昇トレンドに入る可能性はある、新しい相場に入れる可能性は出てくるということになります。

ただ、大きな違いがあります。それは、先ほどもちょっと申し上げましたが、アメリカの企業活動は非常に自由で、思い切つたりストラをして、収益の向上をどんどんやっていくことができるわ

活動をどんどん自由にさせて、インセンティブを与えていく。インセンティブという意味では、経済規制だけではなくて、今日日本の法人税率は結構高いですから、税も変える。あるいは、雇用の問題等も思い切つて変えて、その雇用の受け皿も政府として考えていく。そういうことをやっていけば、大きな上昇トレンドに入れるかもしれないということです。しかし、それに至らなければ、やはり株価の上値は乏しいということになります。

また、もう一つ疑問があります。マネーサプライが伸びればそうなる。例えば日本の鉱工業生産でいいますと、昨年の一十三月の生産は割合高い水準だったんです。したがって、前年比の伸び率でいきますと、ことしの一十三月はほとんどゼロぐらいになってしまいます。しかし、四一六月ぐらいうからには、日本の生産の伸びは少し右肩上がりになっていくと思います。それを上回って、生産

の上昇以上にマネーサプライが伸びていればいいということです。

そのときに、従来は、マーシャルのKにしても、我々は「 $M_2 + C_D$ 」で見てきたわけです。アメリカは M_1 です。ここでは、個人の金融資産に対する行動の差があります。ですから、私は、まだ日本の場合、 M_1 だけじゃダメだと思っています。「 $M_2 + C_D$ 」が伸びないとダメだと思っています。それは、アメリカの場合、個人金融資産に占めます現金及び預貯金は二割ぐらいしかないです。欧米は大体一割から二割しかないんです。日本は個人金融資産に占めます預貯金の比率が五五%あるんです。お金が余るとまずどこへ行くかというと、銀行、郵貯に行っちゃうわけです。ところが、アメリカ等の場合には、預貯金に行かないで、株式とか債券に行くわけです。そういった行動様式の違いがある。

よってマーケットが金融相場になるというわけにはいかない。

実は、先ほどもいいましたが、生産の伸び率が回復してくる、それに合わせてマネーサプライも伸びていく、そして、生産の伸び以上にマネーサプライの伸びが高い状態が続くということは、こういうことがいえます。生産の伸びは物の経済のものです。それ以上にマネーサプライが伸びると、ということは、金の経済の伸びの方が高いということになりますから、これは、もちろんマーシャルのKが右肩上がりで上がることになるんですけども、そうすれば当然、金融も緩和される。つまり、金融業績相場になるということです。生産の伸びが上向いていくって、それ以上にマネーサプライの伸びが高まれば、まさに金融業績相場です。今、その芽が出ているということです。したがつて、もしそういう形になれば、かなりの高値が期

したがって、本来であれば、アメリカのようには M_1 も伸び出してきたんですから、当然そういった資金の一部は株式市場に相当入ってきて自然なんです。ところが、日本の個人投資家、あるいは機関投資家も一部そうかもしれませんのが、どうもそういう行動とはちょっと違う。ということであれば、日本でマネーサプライがふえて、それがマーケットにも相当程度入ってくるというのは、やはり日本経済全体の信用の拡大がないと難しいかなと思います。過去、マーシャルのKが右肩上がりに上がるときは、まさに信用が拡大していく、その金が市場に相当入ってくるということであつたわけです。

つまり、日本の場合は、今本当に金が余つてきているかどうかという判断は、やはりまだ「 $M_2 + C_D$ 」でみる方が適当なのかなと思います。そういった意味で、 M_1 だけが伸びただけでは、それに

待できる。

しかし、信用が拡大しないで、「 $M_2 + C_D$ 」の伸びが意外と高まらないようですが、やはり相場の天井はある程度限定されるということではないかと思っております。したがいまして、私は、多分ことは三万一五〇〇円はあると期待していますが、それをどれだけ抜いて、二万三〇〇〇円、二万四〇〇〇円という値段にいくのか、あるいは意外と低かったということになるのかは、まさに「 $M_2 + C_D$ 」の動きを見てればわかるのではなかと思っております。

五、投資リスクについて

次に、投資のリスクについてちょっとお話ししたいと思います。

今年の株式市場を見る

一つは、やはり国内の景気です。秋以降の景気切れのリスクがあります。やはり、政策をまたきつちり打たなければいけないということです。二つ目は、やはりアメリカの景気であります。今減速中で、極端には悪化しないであろうということであります。もし景気減速が行き過ぎて業績が悪化することになりますと、ニューヨークの株価はかなりのダメージを受ける可能性があります。

今、ニューヨーク・ダウは五〇〇〇ドルでございます。しかし、今のアメリカの金利水準と比べますと、ほぼフェア・バリューといつていいと思います。

それはこうのことです。一九八〇年以前は、ニューヨーク・ダウの株式の益回りは長短金利よりも大体高かったのです。八〇年以降はちょっと変わりまして、長期金利はやや低くなつたんです

ります。私は、恐らく業績の悪化までには至らないだらうと思っておりますが、一つのリスクではあります。

三つ目は、リスクといつていいかどうかわかりませんが、ことし前半は世界経済がかなり減速してまいります。日本はやや緩やかな回復ですが、世界経済はかなり減速する。そうすると、金利は世界的に下がっていく、金が余るということになります。それが、例えばことしの後半以降、あるいは九七年になるかもしれないが、世界景気がちょっと底打ちして上がってきたときに、この金がどう動くかです。もちろん、株その他にも動いているかもしませんが、物に動く可能性もないとはいえないということで、いわゆる国際商品市況の動きには注意が必要だと思います。

ただ、今は余り心配ありません。穀物市況等は、ここにところ少し軟化しているものの、国際的に

が、益回りは、短期金利とほとんど同水準で推移しています。今五〇〇〇ドル台のニューヨーク・ダウですが、株価収益率は予想ベースで約一六倍です。株式平均益回りに直しますと六%です。アメリカのFFレートは五・五%で、益回りの方がやや高いということですから、八〇年以降、短期金利と益回りはほぼ同水準で推移してきたという構図の中では、株価に割高感はないということになります。

しかし、もしこれから短期金利が大きく上がる、あるいは業績が悪化することになればこの限りではありませんので、その場合には大きな下げがあるだらうと思います。それがなれば、ニューヨーク・ダウは堅調に推移し、これらもう一段の利下げ等を含めて、そういう中でもリストラ効果等もあって業績が伸び続けられれば、まだ上値があるかもしれないということになります。

結構シリジリ上がってきていますが、世界経済が減速しても、このまま一気にインフレにはならないと思います。ただ、ご承知のように穀物在庫はかなり低くなっていますし、中国が結構買い出していることがあります。もちろん、これから的作用付け、そして豊作になるかどうかにも影響します。一方で、非鉄金属で在庫の低いものが始めていますから、そういう中で、アジアを中心に、成長率の高い国々がどんどん経済成長を遂げていくと、当然、資源に対する不安が潜在的には広がる。そういう中で金が余っていると、国際商品市況がどう動くか。これは、ことし前半は心配する必要はありませんけれども、後半からあるいは来年ぐらいにかけて、その辺は多少注意する必要があると思います。

特に原油の値段につきましては、イラクがいよいよ輸出市場に出てくるかもしれないということ

で、原油の需給が緩んでくる可能性はあります。しかし、例えばこういうこともあります。ちょうど一年前に阪神大震災がありました。「天災は忘れたころにやってくる」といいますが、第二次石油ショックから一五年以上たっているわけです。今の原油の値段は、一バレル二〇ドル弱です。この実質価値が相当目減りしているんです。

第一次石油ショックでは、三ドルの原油が一〇ドルに上りました。その後、その一〇ドルに上がった年から最近時点まで、アメリカの消費者物価の上昇率は三倍になっているんです。インフレが三倍になったわけです。ということは、今の二〇ドルは、当時に引き直すとその三分の一ですから、一バレル六七ドルということになります。第一次石油ショックで上げた一〇ドルよりもかなり低いんです。やはりその辺を少し念頭に入れておく必要があると思います。

が余って来る、その反動がどうなるのかというのも、ことし一年注目したいと思っています。

もう一つ選挙があります。ロシア、アメリカ、イギリスもそうでしょうし、台湾も選挙の年です。国際的に大変な選挙の年でありまして、やはり国際政治情勢への注意は怠れないことにならうかと思します。

以上のようなリスクのほか、もちろん、不良債権の問題も依然大きなリスクです。爆弾を抱えているようなものです。ただ、これについては、たしか昨年の今ごろも申し上げたのではないかと思いますし、その後、機会があるごとに話していますけれども、こういう言い方をするとやや言い過ぎるくらいでございますが、金融の問題と経済の問題はやや切り離されてきてると考えた方がよろしいと思います。それは、完全には切り離されません。不良債権、そして金融仲介機能の弱さが

私は、すぐに第二次石油ショックがあるとも思いません。ただ、原油の値段が一時期より相当値下がりしているということです。サウジの財政は大赤字ですし、ほかの産油国も財政的には非常に厳しいですから、何かで原油の需給関係がきつくなってくれば、値上げ圧力は加わりやすいということです。

逆にいえば、日本は資源がありませんから、やはり資源に対するヘッジは考えておく必要があるということだと思います。したがって、向こう半年、一年ではなくて、もっと長期で考えれば、やはり資源への投資ということも考える必要があるのではないか。そういうタイミングをはかるのが、これから一年後ぐらいにあるのかもしれないということです。それが意外と早く来たり、あるいは全く来なかつたりしますので、私としては、世界の景気がこれからかなり減速して金

今景気の回復力を弱めている要因であるのは、いまだに変わっておりません。しかし、例えは今まで金融機関の差がなくてほとんどでかぶつていたものが、これからは不良債権の処理がほとんど終わるような銀行も出てくる。そういう意味では、健全な銀行が一部で出てくるというのは、一步も二歩も前進だらうと思います。

それ以上に重要なことで、私が一番心配していましたのは、政策当局が不良債権、あるいは問題金融機関の経営実態をしつかり把握しているだろうかということです。この不安がずっとつきまとつておりました。私は、九四年の夏場まで、そういった不安を非常に抱いておりました。しかし、九四年一二月には東京の二信組の経営破綻を表面化させ、その処理として、共同銀行を設立するというスキームが発表されました。あのスキームは非常にいいスキームだったんですが、大蔵省の

プレゼンテーションのまざさから、一部で大変な反感を買ったわけです。しかし、結果としては、今のように共同銀行を中心いろいろな処理が進もうとしているわけです。

その時点では、恐らくもう切羽詰まつたこともあるんでしょうが、不良債権の実態とか問題金融機関をほとんど全部洗って、九四年の秋から年末にかけて、政策当局がほとんど全部把握したと思います。把握すると何が起るかといいますと、仮に経営破綻が表面化しようとしても、流動性等を十分供給して、いわゆる取付け騒ぎやパニックは抑えられます。その後、昨年七月にコスモ信組を表面化させ、八月には木津信組や兵銀を表面化させた。一時的な混乱はありましたけれども、取付け騒ぎは起らなかった。

何が一番怖いかというと、やはりパニックが起こることです。しかし、政策当局がしっかりと把握

していれば、そのリスクはかなり薄くなるということです。そしてもう一つは、国際金融市场にそれが波及することの怖さです。これは、昨年の六月ぐらいの時点で、F.R.B.も日本の問題金融機関の形態を相当把握していたと思います。そして、巷間いわれますように、日本の政策当局との間で、国際金融市场で邦銀がドルの資金ショートを起こした場合には、F.R.B.から供給するということも約束されたといいますか、そのようなこともできるようになった。邦銀が国際金融市场での信用不安を起こすリスクもなくなってきた。何とか最悪の事態は起こさずに済むようになつたということがあります。不良債権は、依然爆弾であり、何かで破裂すると怖いわけですが、政策当局がきっちり把握して対応していくば、経済の問題とは少しずつ切り離されてくるのではないかと思つております。

私など、昨年ぐらいから、株式等についても割

合強気になつてきました。それは、金融のところでは、七月のコスモ信組等を見て、やっぱり切り離されてきているという判断をしたからであります。ただ、その判断は、今までのところは当たつているといいますか、間違つていないように見えますが、今後も私の判断が正しいかどうかはわかりません。意外と変なところで大変な爆弾が爆発してしまって、大変になる可能性もないとはいえないですが、私自身は、政策当局はばかな人たちの集団ではありませんから、政策当局が把握すれば、当然きっちりした対応を考えてやつていただけるものだと思っておりますので、そういういたい味では、やや切り離して考えていいんじゃないかなと思っています。

今年の株式市場を見る
六、日本版四〇一Kプランの創設
今、日本の個人金融資産は一一〇〇兆円ある。そのうち、現金及び預貯金は五五%ぐらいであります。私は、個人金融資産の構成を大きく変えていくことは、国民経済的に非常に意味があることだと思います。特に高齢化社会に向けては、預貯金というのは安全ではあるが、一方で銀行もつぶれる時代ですから、これからは全く安全というわけではありませんが——利率は大体低いということであります。

例えば、一一〇〇兆円は、一人当たりにしますと一〇〇〇万円です。夫婦二人で二〇〇〇万円という個人金融資産です。おれはそんなに持っています。

ないよという方が多いかもしませんが、平均値ではそうなります。二〇〇〇万円を一年の定期預金にしても、〇・五%ですから、一〇万円の利息しかねえ。もし六%に回せますと、一二〇万円という利息になります。一二〇万円という金額は、夫婦二人の厚生年金が年間大体二五〇万から三〇〇万の間ですから、大体その半分に近い額ということで、これは大変な金額です。

では、六%に回すすべがないかというと、そんなことはないわけです。外に目を向ければ六%の金利物はありますし、もし円高のリスクがなければ、その高金利をそのままいただけるわけです。あるいは、株式だって、今や一年物定期預金金利が〇・五%に対して、株の配当利回りは〇・七%あるわけです。これは、七〇年以降ずっと見ても、配当利回りが一年物金利よりも高いのは初めてのことです。

るということは、日本の経済成長、それはとりもなおさず企業の成長ですから、その成長の果実を、配当なり株価の値上がりの形で手にすることになる。また、その企業で働いて、給与等がふえていく。

ご承知のように、欧米では直接、間接を含めれば、株式のほとんどは個人が保有しているわけです。日本の場合には、残念ながら法人が七割ぐらい持ち合っているわけです。この持ち合っている株式をいかに崩していくかです。受け皿はあるわけです。個人金融資産は今一一〇〇兆円、一二〇〇〇年には一四〇〇兆円です。今の東証の時価総額は四〇〇兆円です。徐々にであれば全部受けられるんです。また、五五%の預貯金の比率をもつと低めて有価証券投資に回していくば、もつと金額は上がるわけです。だから、資金はあるんです。それは国民経済的に非常に意味がある。あとは制

また、例えばROEも、九〇年以降はずっと長期金利よりも低かったのが、ことしはROEが長期金利を大きく上回っている。まさに株に魅力があるわけです。しかも、企業収益が上向いていけば、そういった高い配当利回りプラス値上がり益も期待できるということだと思います。そして、個人金融資産の中をちょっと見てみると、個人金融資産に占める株式は七%ぐらいしかないです。そして、外貨建て資産はほとんどないです。我々は生保等を通じて保険に加入していますから一部は外債等に投資していますが、ほとんどネグリジブルです。

やはり、これからは円高リスクが薄れてきて、場合によっては長期的には、やや円安の可能性すらある、そして、海外に高金利のものがあれば、当然、個人も積極的に本格的な国際分散投資を考える時代だろう。一方で、株式を持つ。株主にな

度をつくればいいんです。

私は、その制度のキーポイントは、アメリカにおける四〇一Kプランだと思います。これは、個人が掛けるアメリカの年金です。日本の場合、個人年金というと、その運用が非常に制約されていて、生保とか信託銀行しかできない。ところが、四〇一Kプランは自発的な年金の仕組みですから、例えば、個人が投信という形で年金資産の運用を委託することもできるわけです。選択肢が非常に多いわけです。例えば、フィデリティーやマゼラン・ファンドは大変巨額なファンドですが、この約六割は年金を運用しているといわれています。それは、四〇一Kプランの効果です。

もう一つは、従業員持ち株会です。日本でもあります、アメリカのは全然異質です。アメリカでは、企業の利益が出ますと、その利益配分として従業員持ち株会にその利益を配分します。従業

員はみんな従業員持ち株会に入っていますから、それで持ち株をふやしていくわけです。これは、ある意味で自社株買いにもなるわけです。

その従業員の持ち株は、いろいろな利点があり、税制面で優遇されると同時に、逆にその企業をやめるときしか取り崩せないことになっているんです。したがって、ある意味で年金、あるいは退職金がわりみたいになつております。要するに、退職した後の資金のためにやる。これはある意味で、今度は逆に従業員にとってインセンティブになるわけです。企業の株価が上がつていけば、自分の持ち株の価値も一緒に上がっていく。そして、利益が上がれば、賞与のかわりに従業員持ち株会に利益配分があつて、自分の持ち株もふえるわけです。企業側からすれば、資金の調達が必要なときには、従業員持ち株会に株式を上げて、そこから資金を得ることもできる。企業の資

金調達も非常にやりやすくなるわけです。そういう仕組みがある。アメリカは、まさにピーブルズ・キャピタリズムなんです。

しかし、日本にはそういうのがないわけです。資金があつて、そういう制度を作り、株式を個人にどんどん渡していくば、市場は当然活性化しますし、企業も活性化します。なぜかといいますと、今持ち合つてある株式、あるいは遊休土地等は、ほとんど収益を生まない、資産効率が非常に悪い資産になつております。それをもつと流動化できれば、もっと資産効率、資金効率が上げられて、もつと収益の向上が果たせるわけです。そういうぐあいに思い切つて制度を変える。だから、規制緩和とか税制、あるいは日本的な経営慣行も変えると同時に、そういう個人の株主をふやしていく前向きの制度をつくつていく必要があるのではないかと思っています。

最近、四〇一Kプラン、あるいはアメリカ流の従業員持ち株会の話があちこちで少し話題にのぼるようになりました。私どもも、ぜひそういう実現に努力したいと思いますが、これは証券界の大きな課題だし、それは、国民経済的に非常に意味のあることだらうと思っております。

あと三~四分ござりますので、もしご質問があればお受けしたいと思います。どうもありがとうございました。（拍手）

クファクターは、どんなものをお考えになつてますか。今のお話ですと、少なくとも二万一五〇〇円は行くだろう。つまり、秋口の景気の腰折れを心配されていると思うんです。ですから、それがわかる年央ぐらいまでの目先で余り大きくなりスクファクターが見られないというイメージで受け取つたんすけれども、もしあるとすれば、田邊さんが一番気にされている、これがあつたらまずいなというのがあつたら、それをちょっと教えていただきたいと思います。

二つ目は、金利です。住専の公的資金導入の問題がこじれれば、〇・五%なんていう金利は明らかに銀行に対する利益供与である、これも公的資金と同じだというようなところををして、それに選挙が絡んでくると、いわば〇・五%なんていう公定歩合を維持できなくなる。つまり、利上げがある可能性もある。利上げをするような環境でな

質 疑 応 答

小山理事長 それでは、ご質問のある方がいらっしゃいましたら、手を挙げてください。

問 二つお願いします。

一つは、田邊さんが今一番気にされているリス

いのは事実ですけれども、感じとしては、為替さえ動かなければ、一%になつても一・五%になつても相当な低金利ですから、景気の腰折れにつながるとはとても思えない。そういう意味では、変な話ですが、夏場あたりの状況判断もいいとなれば、日銀が思い切った利上げに走る、公定歩合を上げるという可能性があるんじゃないかなと思うんです。その辺で、もし田邊さんのご意見があれば、お聞かせいただきたい。

答 最初の方のご質問につきましては、やはりこの秋以降の国内の景気を、一つ心配はしております。もう一つは、先ほどいましたアメリカの景気減速が、想定の範囲内に入つてとまるかどうかということだろうと思います。余り悲観する必要はないと思いますが、やはり日米がきっちりした政策を打たないと、リスクはあるということになります。

後者の問題につきましては、確かに今、我々

般個人は大変な被害をこうむっています。一つは、金融の問題を抱えたために金融仲介能力が低下して、景気の低迷が長引き、雇用面で大変な損失をこうむっている。それから、低金利によって、銀行に我々からの所得移転が強烈に起こります。その上に、不良債権の処理で税まで使われるのか、これはたまらぬということになると思いま

しかし、それをもって、では預貯金の金利を上げるかというと、景気についてはますます警戒せざるを得ない。特に、今はマイノードといいますか、心理的な問題が非常に大きいときでありますから、やはりここはもう少し低金利を我慢する。日銀も、いろいろ批判はあっても、やはりそれを統けざるを得ないんではないだろうか。

いろいろな批判は出ますけれども、ここで景気

(本稿は、平成八年二月二九日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)

今年の株式市場を見る

を殺すことは最悪でありますから、そういった意味では、景気が多少に向いてきた時に、あるいは批判が出たからといって、公定歩合の引き上げにはなかなか踏み切れないのではないかと思つております。もしここで引き上げて、仮に〇・五を一%にしたところで、実は景気には余り影響はないかもしれません。しかし、心理的な問題、あるいは逆に、本当にそれでまた景気が息切れすれば、恐らく、日銀という存在そのものが維持できなくなるぐらいの失点になると思いますので、多分そういう選択はしないのではないかと思っております。

小山理事長 それでは、時間になりましたので、これで本日の講演を終わりにいたします。どうもありがとうございました。(拍手)

(たなべ たかのり・野村證券投資信託委託専務取締役)