

## 演 今年の株式市場を見る

講

田 邊 孝 則

小山理事長 定刻になりましたので、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が、恒例でございますので、改めて簡単にご経歴等をご紹介します。

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、野村総合研究所に入社され、投資調査室長、投資調査部長等の役職を歴任され、その後東京海上M.C投資顧問株式会社副社長及び副会長を経られまして、平成七年六月に野村證券投資信託委託株式会社専務取締役就任され、現在に至る。

ておられます。田邊さんは以前に、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おありで、今日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、先生、よろしくお願いいたします。

ただいまご紹介にあずかりました田邊です。昨年もちょうど今ごろの時期にお話をさせていただきました。去年は何を話したのかなというこ

とで、こちらの速記でまとめていただいているものをちょっと拝見しました。去年の一月にお話ししたのは、一つは、円高のトレンドは終わった、つまり、七一年から円高のトレンドで来たのですが、それはもう終わったのではないか、九五年四月の七九円台の円ドルレートが、歴史的な高値になるのではないだろうかという話をしました。それから、あとは経営力格差の時代だ、勝ち組、負け組がはっきりするということをお話ししたと思います。昨今の株式市場は、まさにそのような形になってきているかと思えます。

景気については、九五年九月に一四兆二〇〇億の経済対策が打たれまして、その効果は九六年夏で一巡する、したがって、秋には補正予算を組まないとその後の景気は危ういのではないか、民需へスイッチして民需主導の回復に入るには、ちょっと力不足ではないだろうかということであ

いう話をしまして、あと、その年の投資リスクや、あるいは401Kプラン等について、ちょっとお話をさせていただいたということでございます。

## 一、最近の株安

ことしはどうかということになるわけですが、ご承知のように、株価は、年初から大きく下げてきております。つれて円安も進行しまして、今一二〇円台に乗せてきてしまったということです。株安が、景気あるいは金融不安をかき立て、円安が海外投資家の日本株売りを懸念させる、そして、そういったものがさらなる株安を呼ぶという悪循環が、今危惧される状況だろうと思えます。株安の理由は三つあるだろうと思えます。皆様もうご存じのとおりであります。

第一は、消費税の引き上げあるいは緊縮財政な

りました。残念ながら、秋には補正予算は組まれませんが、その後も今まで緩やかな景気回復という形で、一応いろいろな景気指標は堅調な数字が出てきております。しかし、この四月以降どうなるかということで、その辺を結構株式は危惧して下げているということだと思います。

あるいは金融政策については、金融政策の転換はかなりおくれるのではないかと、超低金利が続くだろうという話をしました。

為替について、具体的には一一五円を上回る円安はあるかもしれない、しかし、一二五円を超えていく円安もないだろうという話をしました。きょうは一二〇円台に乗せてきております。その評価は皆様方にしていただければいいと思います。株価については、九三、四年の高値、二万一五〇〇円を抜くだろう、しかし、二万三〇〇〇円〜二万四〇〇〇円まで上昇するかはわからないと

どによって四月以降の景気に対する不安があります。

消費税三%が五%に上がることで五兆円の増税、特別減税の撤廃で二兆円の増税、都合七兆円の増税になる。

一方で、財政再建を優先するということで、公共投資についてはかなり抑制されてくる。ちなみに今までの状況を見ても、九二年八月に日経平均一四四〇〇円台をつけた後、都合六回の大きな経済対策が打たれました。最後の経済対策は冒頭ご紹介したように九五年九月でありましたが、合計で六四兆二〇〇億円、もちろん真水はこのうちの半分弱になると思えますが、相当大きな経済対策を打ってきた。その結果、財政赤字は先進諸国の中でも最悪といわれるぐらいになってしまった。もうこれ以上財政赤字の拡大は許されないということで、財政面からの自由度は多分

失われているだろうと思います。

二点目は、建設、不動産、ノンバンク、あるいは体力の劣る金融機関や企業で、不良債権処理に窮して、経営破綻が相次いで来ることへの不安があると思います。これまでいろいろな金融機関が不良債権問題から経営破綻になるということは、第二地銀等を含めまして結構表面化してきました。しかし、従来は、ややその金融機関の中にとどまっていたのが、今後は、建設、不動産、ノンバンクという処理がおくれているところが、いよいよ処理を迫られる。

特に、建設関係は、今まで保証債務に対して公共投資による収入で何とかつなげられてきましたが、公共投資が減ってくると、経営不安が起りやすくなってくるということだろうと思います。

また、ノンバンク関係についても、今まで処理を延ばしてきたのが、もうこの辺で処理しなければ

はその親元すら危うくなる、また、新しい経営と

いう形での脱皮もできないということ、大分処理が進められるようになってきています。

そして、体力の劣る金融機関等についても、いよいよ経営力格差も相当はつきりしてきておりますし、そういう中で、そういった企業を救済するという意味での体力のある、余裕のあるような金融機関も一方では非常になくなってきておりますので、その辺の処理がどうなるかということ、相当な不安感が今高まってきているのだろうと思います。

三点目は、一方で経済構造改革がようやく進むという状況になってきていますが、その具体的な展望がまだ見えにくい。この三つが大きな株安の理由になっているのではないかと思っております。

れない。

金融財政政策はもう弾を撃ち尽くしてしまったということだろうと思います。残りは、いかに民需に期待するかということになるかと思えます。

民需という点になりますと、多分企業収益がポイントになるだろうと思います。企業収益は、九六年度は、一応円安の効果もありまして、金融を除く全産業ベースで一〇%前後の経常増益になるのではないかと思います。ただ、上期、下期に分けてみますと、前年比で上期に一五%ぐらい伸びた後、下期は恐らく五%ぐらいの増益に鈍化してくるのではないかと思います。

九六年度の増益要因あるいは上期に非常に強く伸びた要因でございますが、これは三つぐらいありまして、一つは今申し上げた円安効果だろうと思います。しかし、この円安効果は、ここところまだじりじり円安になっていきますから、効果が

## 一、企業収益は下期鈍化

まず、景気につきましては、残念ながら、なかなかこれといった経済対策が打てない状況になっていると思います。公定歩合は、九五年九月に〇・五%まで下げた後、これ以上下げようと思えば〇・二五%もあり得なくはありませんけれども、下げても恐らくそれほどの効果は出ないだろう。もちろん低め誘導という形で、公定歩合を下げないで短期金利を下げることも一応手段としてありますが、いずれにしても、金融システムに相当不安感があったときに、流動性を十分供給するという意味での金利低下があり得たとしても、恐らくそれが景気に及ぼすインパクトは、大して期待ができないだろうと思います。財政についても相当な赤字になっていますから、もうない袖は振

残っておりませうけれども、それ以前の円安効果と比べますと、その効果はかなり薄まってきて、一巡してくることにならうと思えます。

二つ目は、低金利効果だと思えます。公定歩合が九五年九月に引き下げられた後、じわじわと低金利効果が効いてきた。

三つ目は、リストラ効果であります。

しかし、低金利効果も、大体もう金利低下は一巡していますから、これからは余り収益への大きな機能を期待できない。それから、リストラもぞうきんを大分絞ってききましたので、多少はまだ期待できると思いますが、大きなものはないということでありませう。

そういった意味でいきますと、各証券大手の予測機関によります九七年度の企業収益予想は、恐らく八割ぐらいの増益になっていると思えますが、今の形でいきますと、もちろん円がじりじり

安くなれば、輸出セクターを中心にさらに収益がかさ上げされて、八割増益もあり得なくはないと思えますが、逆にこういうことが起こってきま

す。今まさにマーケットで危惧されていますように、ここからの円安は本当にプラスなのかということとして、交易条件がかなり悪化してきています。交易条件というのは、ご承知のとおり、輸出物価と輸入物価の比較ですけれども、基本的には、輸入原燃料が結構上がってきております。それを国内の製品価格に十分価格転嫁できればいいのですけれども、国内での価格競争が非常に厳しいために、価格転嫁がままならないということでもあります。一方で、輸出価格への転嫁は必ずしも十分にはできない。その意味で、今後交易条件の悪化により利益率が薄まってくる可能性が私は出てきていると思われませう。

また、ご承知のように、日本の企業は相当海外

進出を果たしまして、結構現地生産あるいは海外からの部品の輸入等をやっています、輸出入のバランスがかなりとれてきた企業が多いわけですから、特に電機など、従来は円安はプラスであったのが、必ずしも今までのような円安効果は出てこないということでありませう。

そういった面から考えますと、これ以上円安が続いていけば、必ずしも日本の企業収益にプラスにはならず、景気についても金利の上昇要因にもなってまいりますし、また、今市場が一部恐れている外人の売りがありうるということで、株価が大きく崩れてしまうというリスクも高まってきます。そういった点を考えますと、ここからの円安は本当にプラスかどうか、かなり疑問になってくるだらうと思えます。

そういった意味でいきますと、企業収益は九七年度、二けたに近い増益が続いてくれれば、恐ら

く設備投資も出ますし、そしてベースアップあるいは賞与もふえ、それが消費税のアップに伴う消費の減退をある程度カバーするということが可能だと思えます。しかし、企業収益がそれほど伸びないということになりますと、景気の足取りは、設備投資、消費に期待した民需がそれほど力強いものにならないということで、やや弱めといえますか、それほど強い回復にはならないといえますか、緩やかな景気回復という言葉で大変微妙ですが、けれども、どれだけの回復力を見せられるか、非常に疑問な点があるということです。

特に、四―六月は、消費税のアップ等によって消費が減るだらうということ、そこは一時的に景気の停滞はやむを得ない、七―九月以降、また緩やか回復軌道に乗ってくるんだと想定する予測が多いわけですが、しかし、七―九月以降回復するというのは、四―六月の反動で消費が少し戻る

ことにより前期比ではプラスになったとしても、景気を牽引する要因にはほとんどならないわけでありまして、単純な期待にしかすぎない、いわゆるそれを担保する確たるものはないということがいえると思います。

特に予算関係でいえば、今度補正予算により、多少はプラスになるにしても、基本的に公共投資はこの一―三月からかなり減ってきているはずでありますし、それは四―六月以降も多分続くだろうと思います。

そういった意味では、どうも経済成長率というのはそれほど高いものは期待できないと思います。一応この九六年度は、二・五―三%ぐらいの成長率を予想するところが多いと思いますが、九七年度は一樣に大体その半分ぐらいの成長率に落ちるといふ見方が多い。私も恐らくその程度だろうなと思っております。

まして、そういった意味では、構造改革が制度面からしつかり進んでいくのは、九八年以降になるうかと思えます。

一方で、金融財政政策は弾を撃ち尽くしますので、恐らく九七年度から経済政策面ではいわゆる空白の年になるのだろうと思っております。そして、そういう中でも一つ、九七年は、今までのツケを全部払わなければいけない、あるいは整理しなければいけないという年です。そういう意味で、もう経済政策はなかなか思い切ったものが打てないし、成長率も低い年になるだろうと思えます。

言葉をかえますと、多分バブル型破綻の最終局面になるのだろうと思っております。それはこういうことでもあります。今まで金融機関につきましても、信用組合その他、あるいは大手の銀行につきましても不良債権の処理はそれなりに進めてきました。また、その受け皿機関はある程度できてまい

### 三、九七年は間隙の年

金融財政政策に余り期待できない、そして、景気がそれほど高い成長率にはならないということとでいきますと、どうも九七年度という年は、九六年度の景気回復と九八年度以降の構造改革をつなぐ端境期、私は「間隙の九七年」と見ています。あるいは「空白の九七年」といった方がいかもしれません。つまり、構造改革は今議論され、実行されようとしていますけれども、法律、政省令の改正を伴います。恐らく、いろいろな関係部署等の調整も必要になりますから、今から進めたとしても、その実施は九八年度からになるはずですが。例えば外為法等の改正あるいは持株会社解禁の話も出ていますが、この三月に法案が通ったとしても、その施行は九八年からになるわけであり

りました。例えば、体力のある大手銀行に対しては、不良債権買取機構をつくって、そこに不良債権を持ち込むことで一応処理していくといった機構ができました。信用組合に対する処理につきましては、整理回収銀行をつくり、それが受け皿になって整理していく。

しかし、その間がなかったのであります。地銀、第二地銀、信金といったところを対象にするところでもあります。それについては、昨年阪和銀行が経営破綻して、今は訴訟が起きているということですから、その受け皿機関はまだ設立されておられません。多分三月までには設立されるだろう。

そうなりますと、一応大手の体力のあるところ、あるいはその間、そして信組に対して、おのおのが受け皿機関ができることになりました。そして、その実態も政策当局で相当把握されておりますので、あとは爾々と整理を進めるだけだ、多

分こういうことになるのだろうと思います。

住専についても、そこから二次損失がさらに拡大する可能性がありますけれども、一応処理のスキームはできている。残るのが、今いいました建設、不動産、ノンバンクあるいはその他の企業ということになる。したがって、この辺が今まさに不良債権の処理を迫られてきているということでありまして、恐らくこれが、ことし、いろいろな意味で進んでいくのだろうと思います。

その結果、バブル型の経営破綻がことし相当多量ということはある得ると思いますし、金融機関も、場合によっては保険会社も含めまして、相当経営破綻が表面化するリスクも出てくる。でも意外と大きな銀行が経営破綻に至るといふリスクも結構ある年だと思えます。

しかし、それはある意味で最終局面でありまして、今までいろいろなうわさされたところが、そのも影響が及ぶわけでありまして、しかし、もうその時代、局面はやや通り過ぎてきたのかなと思います。要するに、ある程度バブルの処理にめどをつけた、体力のある銀行もございまして、また、海外の格付機関も、その辺はしっかり見てきています。

また一方で、昨今のように国際競争力のある企業は、最高利益を更新するところも結構出てきているということでありまして、そういうところからいち早く抜け出していく企業も見えてきたという意味では、今まで取り残され、おかれていた処理が迫られる。ある意味で最終局面で、基本的には最後っ屁みたいなものでありまして、言葉は余りきれいではありませんけれども、むしろその後、九年以降はいよいよ構造改革が実行されていって、日本経済の新しい姿あるいは方向がだんだん見えてくる。そういう意味で、九七年というのは

うわさどおりというわけではありませんが、実体を表わしているとするれば、やはりそういうところが整理に至るということでありまして、しっかり経営をしているところに破綻が出るわけではありませんし、仮にそういった企業あるいは銀行が幾つか経営破綻に至ったとしても、例えば日本の競争力のある、あるいは収益力のある財務内容のいい企業が破綻に至るということはないわけでありまして、そこにははっきり一つの線が引かれてきていると思います。

一番の不安は、そういったバブル型の破綻あるいは不良債権の処理にめどがつかない、それが日本経済全体に対して物すごい悪影響といえますか、とんでもない混乱を引き起こす、特に、取り付け騒ぎ等があちこちで勃発し、国際的にも金融不安を起こしてしまうということになれば、これはそういった、しっかり経営をされている企業に

間隙の年になるのだろうと私は思っております。

#### 四、円と金利の動向

次に、為替と金利のお話をしたいと思います。為替につきましては、昨年この場でお話ししましたように、基本は、私は長い目では円高のトレンドは終わったと思っております。長い目ですというのは、今から五年、一〇年タイムという意味で、今二二〇円の円レートが、再び一〇〇円割り、九〇円割り、八〇円割って、七〇円を割っていくという、円高の過去の高値を抜いていくようなことはもう終わったろうと思っております。恐らく、一〇年後ぐらいを見ますと、今は二二〇円ですが、今のレートと横ばいぐらいか、場合によってはもう少し円安になっている可能性もあるのではないかと思っております。

三つの高コストということを昨年申し上げました。もう一度紹介しますと、一つは日本の大変な高賃金であります。一ドル一二〇円を基準にとりましても、恐らく日米の賃金を比較しますと、まだ日本の方が二〇%程度高いのではないか。一ドル八〇円でいきますと七〇%ぐらい高いことになります。もちろん、アジア諸国と比べますと数倍から、場合によっては三〇倍、五〇倍という高さになります。そういった高賃金の労働力を雇用して、競争力を維持向上するのは国内ではなかなか難しい。もちろんそういう産業、企業もございませぬけれども、しかし、なかなか難しいと判断した産業、企業は、いわゆる低い、安い賃金を求めて、アジアその他に拠点をつくって、そこで生産活動を始めてしまうということで、高賃金を忌避している動きが今出ている。

高賃金を是正するにはどうしたらいいかという点で、また、系列取引につきましても、零細な流通関係の小売店を維持していかなければいけないのは、やはり非常に高コストになる。過去は、そういったものが全国にチャネルを持っていることで、アフターケア等を含めて大変な競争力を発揮できたのが、今、全く逆のファクターになっているという点であります。

三つ目は、急速な高齢化ということでありまして、今から一〇年後ぐらいには六五歳の方が五人に一人になってしまふ。あるいは一五年ぐらい先には四人に一人。先般厚生省が発表した数字はもっと驚くべき数字で、二〇五〇年には三人に一人、もう年金は破綻ですよという話になってくるということでありまして、急速に高齢化が進んでいく。

そういう経済社会にあって、今よりも産業、企業の競争力を維持あるいはさらに向上できるか。

と、これは単純でありまして、円ベースで賃金を下げるか円安になるかによるか国際的な調整はできないわけでありまして、我々は賃金を円ベースで引き下げることがなかなかできないわけです。ということは、いずれ高賃金を理由として、競争力がだんだん劣化する産業が出てきまして、その結果、貿易黒字が縮小して、そしてそれなりに残った産業が、競争力を維持できるレベルまで円安が進むことになるのだらうと思います。

二つ目は、日本の経済の仕組み、あるいは日本的経営がもたらす高コストです。要するに、規制があつたりして、いろいろな物が高い、特に公共料金はその代表だろうと思います。日本の経営といたしましても、終身雇用、年功制はかなり高コストになってしまふ。高齢化するに従って生産性は普通下がるにもかかわらず、年功制の賃金の下ではコストが上がっていくということでもあります。

競争力が向上しなければ円高がない。円のピーク更新は多分ないと考えていいと思いますので、そういう意味では、どうも七一年のニクソンショックから始まった円高ドル安というトレンドは、一応終わったのではないかという判断をいまだ変えておりません。

さはさりながら、当面ということで見ますと、向こう一年半ないし二年ぐらいは、少し円高になるのではないかと思っております。ここからの為替を見るのは非常に単純でありまして、日本の経済が緩やかでも景気回復を続けていけば、基本は円高になっていくと思います。円は戻ります。

しかし、景気が息切れから失速に至れば相当な円安となり、これはトリプル円安になる。株安、円安、金利・債券安というような最悪の形になると思います。外人による日本売り、あるいは日本から資金が海外にどんどん出てしまふ、日本を見

限った形での円安があるかもしれない。これはもう最悪のケースということになります。

私は、もちろんそういうところには多分至らな  
いだろうと思っております。ということであ  
れば、一二五円近い円安が、これから数カ月内にあ  
るかもしれませんが、恐らく、今の円安と  
いう一つの流れの中では、ここ一、二年で見れば、  
一番安い局面に一応来ているのではないかと思っ  
ています。

理由はこういうことであります。これも新聞、  
エコノミストの方は一部おっしゃっておりますけ  
れども、これまでの円安によりまして、輸入数量  
の伸びが大分鈍化してきました。一方で輸出数量  
が少し伸び出しまして、自動車などが典型でござ  
います。したがって、通常であれば日本の貿易  
黒字の減少は、今ほどとまっておりますはずで  
ございます。にもかかわらず、まだ黒字の減少が

なっておりますが、金利差ということでは、  
ここへ来てアメリカの金利が少し上げ歩調になっ  
てきておりますけれども、国内の景気が一応は緩  
やかに回復し続ければ金利差はそれほど拡大はし  
ない。むしろ、長い目では縮小だろうと思えます。

そういった点を考えていきますと、失速すれば  
これは最悪の円安になってしまうことであ  
りますが、私は一応低成長は続くとしても、景気  
が失速して泥沼の状態になる可能性はやや薄いと  
思いますので、そういった意味では、例えばこれ  
から一年半から二年ぐらいというタームで見れ  
ば、今の水準よりやや円高になっているのではな  
いか。

さはさりながら、一〇〇円を超えて円高が進む  
とも思っておりません。一〇〇円近いところがあ  
るかもしれないと思っております。しかし、さ  
らにそれより先は、先ほど申し上げたような理由

続いている理由は原油高だと思えます。原油の値  
段が結構上がってきておりまして、例えば昨年の  
夏場以前は、WTIベースで一八ドルくらいで  
あったのに、今は二五ドルしているわけでござい  
ます。恐らく、ことしの春以降は、原油の値段は  
少し下がってまいりますので、三月、四月ぐら  
いには、日本の貿易黒字の減少は数字の面でもとま  
るといことが多分見られるようになるのではな  
いかと思えます。九七年あるいは九七年度は、黒  
字が少しふえる可能性がある。それを為替との関  
係でいけば、黒字が減少している過程ではなか  
か円高にはなりにくい、むしろ円安になってくる  
と思えます。しかし、黒字の減少がとまれば、む  
しろやや円高圧力が加わってくるだろうと思  
います。

あとは、もちろん日米の金利差とか、あるいは国  
際情勢、いろいろな要因が為替へのファクターに  
なるのだろうと思えます。

場合によっては円安という理由は、実はもう一  
つ大きな心配事があるからであります。それは資  
源問題であります。一昨年の終わりがらから昨年  
前半、小麦、とうもろこしが担当値上がりしまし  
たのはご記憶にあると思えます。私は、今まで日  
本の経済は、二回の石油ショックを乗り越えてき  
たのですが、資源問題に対してはちょっと忘れて  
いた。九〇年の湾岸戦争のときに若干石油の問題  
が気になったと思えますけれども、しかし、これ  
からはまた資源を心配しなければいけない時代に  
入ってきていると思っております。

それは、こういうことであります。今世界を見  
渡しますと、所得の低い国々で猛烈に工業化が進  
んでいます。アジアしかり、東欧しかり、中南米

しかりであります。そして、そういうところはもちろん人口も多いわけです。そのことはこういうことを意味すると思います。つまり、工業製品はどんどん生産され、価格競争が厳しくなってきたり、原燃料に對する需要は相当ふえてくる。原燃料は、有限でありまして、設備をつくればすぐに生産できるというものではありません。そういった意味では資源は不足しがちになりまして、値上がりしやすい時代に入ってきていると思っております。

また、そういった所得の低い国々で工業化が進めば、当然所得は上がっていく、肉を食べ出します。牛肉一キロを生産するのに必要な穀物は、大体その五倍とか七倍必要になります。世界の耕地面積はふえておりませんが、単収が相当な技術革新で何倍にもふえれば別ですが、恐らくそれも難しいということであれば、当然穀物は不足しがち

になるだろうと思います。

九五年に中国が初めて穀物の輸入国に転換しまして、それがもとで小麦、とうもろこしが最高値を更新しているわけです。中国は農産物の生産に相当力を入れていることです。中国は、輸入が拡大することはないかもしれませんが、非常に長いトレンドで見ますと、やはり農産物は不足しがちな時代になってくるだろうと私は思います。

もし、何年先かわかりませんが、そういった資源が一樣に大きく上がる、過去の石油ショックのようなことを想定していただいても結構ですが、その場合、当然日本は資源輸入国でありますし、依然、日本経済のアキレス腱は資源問題でありますから、そのときは、恐らく日本の国際収支は赤字に転落する可能性が強い。これまでは、日本経済の競争力がありましたので、それを輸出価格に

### 今年の株式市場を見る

転嫁して、再び黒字を取り戻すことができましたが、恐らくこれからの日本経済は、それはかなり難しいのではないかと思います。十分には取り戻せないリスクが出てきた可能性が非常に高いのではないかと。となれば、資源が高騰するときには、円安になる可能性が相当高くなってくるのではないかと私は思います。

リチャード・クーさんが『良い円高 悪い円高』とか、いろいろ書きましたけれども、円高には基本的には良いも悪いもないと私は思っております。もちろん急ピッチの円高は困りますが、円高というのは日本の経済に活力があり、競争力が向上しているから円高でありまして、そのメリットは非常に大きいわけです。同じ所得、同じ資産でも、外貨にしますと円高分だけ資産価値がふえていることになります。

円安は、全く逆が起こるわけでありまして、円安

というのは、日本の経済の活力が減退し、そして競争力が劣化するから円安になるのであって、円安が競争力を回復させることは多分ないだろうと思います。それは七一年以降のアメリカを見れば十分理解できるし、あるいはイギリスのポンド安に伴ってイギリス経済がよみがえったかということ、決してそうではないということ、歴史的に明らかだろうと思います。

そういった意味では、今、日本のこれからの大きな課題は、いかに今の競争力を維持するか、経済構造改革が非常に重要であるとともに、一方で自分たちの資産価値をどう守るかということも、非常に重要な視点ではないかと思えます。何をしたいかということ、やはり企業も個人も国際分散投資を積極的に考えなければいけない時代に入ってきている、自分の資産価値を自分で守ることが、私は重要であろうと思うわけでありまして。

ちなみに、今、個人金融資産は一二〇〇兆円あるといわれています。一人当たり一〇〇〇万円、夫婦二人で二〇〇〇万円ということになります。一ドル一〇〇円としますと、一〇〇〇万円は一〇万ドルの価値になります。二〇〇〇円の円安になってしまうと五万ドルの価値になってしまふ。海外旅行もなかなか行きにくくなってしまふということがあります。もちろん、所得も全く同じことがいえます。

そういった意味で、今まで我々は、円高に非常になれ過ぎていて、それが当然だ、むしろそれが急速であったがゆえに迷惑で、悪いことだと思っていたのが、恐らくこれからの長い時間の中では、やはり円高がいいんだということになってくるのではないかと思いますが、そのときは恐らくもう円高ではないのだろうと思います。

次に、金利の話ですけれども、基本的には先ほ

の景気については、非常に慎重な見方をしておりますので、当分そういったことにはならないとは思いますが、今申し上げたような景気、株価の面で、やや小じっかりという形になってきた場合には、恐らく、公定歩合は一%に引き上げていくことになるかと思えます。

## 五、株価の動向

次に、株価であります。

ニューヨークの株価は相当上がりまして、このところ若干調整ということになっておりますけれども、これも昨年申し上げたかもしれませんが、金利との比較をいたしますと、それほど割高ではないといえると思えます。

データをご覧いただければよろしいのですが、アメリカの短期金利とニューヨーク・ダウの

どいきましたように、ことしの、特に構造改革等がはっきり軌道に乗ってくるまでは、経済の活力あるいは成長率が高まるのはなかなか難しいと思います。そういった意味では、やはり超低金利が意外とまだ長く続く可能性は高いと思えます。

ただ、こういうことはいえます。やはり〇・五%の公定歩合は異常である。日銀は、これを緊急避難的に実施した。日銀としては、緊急避難であって、もう一年と四カ月ぐらいを過ぎようとしているわけでありますから、できれば、なるべく早い時期にこれを是正したいという気持ちは非常に強いと思います。したがって、景気が緩やかでも一応回復軌道にまた乗ってくる、あるいは株価の心配も要らなくなるということになった時点では、恐らく早期にこの是正を図ることがあると思えます。

ただ、今のところ日銀サイドは、この四月以降益回りを比較いたしますと、八〇年以降ほとんど同じ水準で推移してきております。これは短期金利と株式との間で裁定が働いていると解釈することができます。すなわち株式の利回りの方が高いということであれば、資金は株の方に流れ、金利の方が高いということであれば、資金は金利の方に流れるという形で裁定が働いて、均衡してくるということであります。

今はニューヨーク・ダウのPERは二〇倍弱だと思えます。九七年の増益率をどの程度に見るかにもよりますが、予想ベースでは一八倍から二〇倍の間ぐらいだと思います。益回りに直すと、五%強ということになります。アメリカのFFレートが五・二五%でありますので、そういった意味では、株式について、金利との比較では割安とはいえませんが、決して割高というわけではないだろうと思えます。したがって、そういう状況

が続いていけば、意外とニューヨークの株価はしっかりした動きが続いていくと思います。

しかし、もしこれが崩れるということであれば、多分今申しあげたことからおわかりのように、金利が連続的に引き上がる、あるいは長期金利でいえば、三〇年債利回りが七%を大きく超えていく。三〇年債は既に七%のちょっと手前ぐらいまで来ていますけれども、これがどんどん上がってしまふということがあれば、いわゆる暴落という状況が起こると思います。あるいは逆に、景気が減速して、企業収益が悪化する場合も暴落です。この場合の暴落は、六〇〇〇ドルを大きく切っていくことだろうと思います。

しかし、恐らく、そういった二つのことが起こらない限り、いわゆるコレクションがあったとしても、暴落ということはないだろう。コレクションというのは、高値から一〇%までの下げと考

ましたような金利と企業収益について先ほどいったようなことが起こらない限りは、そういうことには至らないだろう。コレクションの範囲内での動きではないかと思っております。

東京の株式市場はどうなるかということですが、今は買い手不在であります。決算期も近くなってきましたし、各金融機関等々、大分含みも減らしてきていて、当然ここで新たなリスクはとれない。一部生保等から投資顧問に振りかえられた年金の資金が下値拾いをしていくという状況だと思えます。あとは公的資金がどの程度動いてくれるかということですが、主たる買い手は国内には非常に見えにくいだろうと思います。

そういった意味では、やはり外人の動きがポイントで、これは一昨年、昨年とも同じであります。外人はここへきて売ってきているかというところ、決して買い越してはいないと思えますが、大きく

ていいと思います。今はコレクションにやや近い形になってきているということです。アメリカの経済指標について今発表されているのは、やや強めになっていまして、グリーンスパンの発言等もあって、長期金利が少し上の方に来ております。そういった意味では、若干警戒でありますけれども、一応コレクションの範囲内ということだろうと思います。

これから一時的に六五〇〇ドルをまた切るかもしれないけれども、この間の六九〇〇ドル近いところを超えて七〇〇〇ドル乗せということも今後あり得ないかもしれない。しかし、基本的には、上がれば上がるほど、そういったコレクションのリスクは高くなっていると思います。

したがって、ニューヨーク・ダウは、過去のほどの値上がりは期待できないとしましても、いわゆるバブル、そして暴落ということは、今いい

売っているわけではないと思います。先日出ました一月の上中旬の統計では、一応外人と分類される外人買いの項では買い越しになっていまして、ご承知のように、国内の資金が海外を迂回して入ってきているという点がありますから、恐らく買い越してはいないだろうと思いますが、決して大きく売っているわけではないということだと思えます。

外人につきましては、今動きが乏しいわけでありませけれども、私は、基本的にはこう見ております。外人については、日本経済の先行きがある程度見えるような、緩やかでも回復が続いていく、あるいは企業収益も大丈夫だということになれば、また買ってくるだろうと思っております。

それはこういうことです。今一二〇円でありますから、日経平均をドル換算しますと、一五〇ドル強になります。昨年、一昨年に買いました外人

は一八〇ドル以上のコストでありまして、そういった意味では、かなり安くなくなってしまった。もちろん、もう見切った売りというのは、最悪の日本売りという形ですが、日本経済もそこまで落ち込むわけではないということであれば、むしろこれから先は外人にとっては、大変な投資チャンスになってくるだろうと思います。すなわち円高による利益も期待できますし、株価の上昇も期待できるかもしれないという意味では、一つの投資チャンスになってくる。ただ、今のところは、日本経済の先行き、あるいは不良債権の問題が非常に不透明でありますので、なかなか手を出せないということだろうと思います。

そういう中で、これからの株価は、率直にいいまして、底値の時期、そして水準はなかなか読み切れないとおります。つい先だってザラバで一万七〇〇〇円ちょっとというところが意外や

にくい。あるいは、ここが底だというのはなかなか見えにくいだろうとおります。

そういった意味で、いつが底、そしてその水準は、なかなか読みにくい。ただ、おそらくことしの前半といえますか、夏場ぐらいまでがやはり非常に厳しい局面で、そして今橋本政権は構造改革を相当積極的にやろうとしておられますので、多分秋以降は九八年が少し展望できるようになってきて、次第に期待が持てるようになってくるのではないかと思っております。その夏場までの厳しい局面に株価がどの辺まで調整するのが読みにくいという意味でございます。

## 六、今年投資の年

投資という視点で考えますと、私自身は、ことは投資する年だろうと思っております。

意外底値になってくる可能性もゼロではないと思いますし、あるいは、やはり一万七〇〇〇円を切って一万六〇〇〇円台が底値、あるいは九二年、九五年と同じように、一万四〇〇〇円台まで突っ込んでいってしまうのか、いずれも可能性はあると私は思っています。

投資家というスタンスでいけば、一万四〇〇〇円台もあり得るということで運用に当たる方が賢明かなとは思っております。もちろん戻りは逃したくないという気持ちもございませうけれども、今の時点では、なかなかそこら辺は読みにくい。その一番のポイントは、もちろん四月以降の景気ということもありますし、バブル型経営破綻の最終局面とはいうものの、これから建設、不動産、ノンバンク、あるいは体力の劣る金融機関等ほどの程度の経営破綻が表面化してくるのか、その辺が読み切れない限りは、株価はなかなか上には行き

九二年、九五年に一万四〇〇〇円台になりました

たが、そのときはとにかく不良債権の問題、景気の問題、いろんな問題が山積してしまっていて、先がさっぱり読めないということだったと思います。

しかし、例えば不良債権の問題でいえば、今までツケを後送りしてきたところが清算するだけであって、むしろ体力のある銀行はその処理にきちり目安をつけてきているわけでありまして、もともと収益力のある企業は、収益的には完全に立ち直っているということでありまして。そうしますと、ある意味では先が見えてきているということだろうと思います。そうした意味では、ここで売られてくるところは、銘柄を選別した上で積極的に買うときだろう。そして、その成果は九八年以降に期待しましょうということだろうと思えます。下値はどこかはわかりません。しかし、もしそうであれば、何回かに分けて投資するというや

り方もあると思います。

そして、もしこれからやや円高になるといふことになれば、例えば、外債投資の一つのチャンスになるだろうと思います。今の時点で為替をヘッジしないで外債を買うのは、ちょっと為替リスクがあるなと思えば、もう少したって円がもし戻ってきた場合は、そこでは外債投資の一つのチャンスになるかもしれないといえると思います。あるいは、海外株の投資のチャンスということもいえるかもしれない。

少なくとも株についていえば、こういうことがいえます。

現在、株式の配当利回りは〇・八%以上あります。銀行の一年物定期預金金利は、〇・三%とか、高いところでも〇・五%です。〇・五%出すところは、むしろ危ない銀行だということもいえるわけでありまして、日本の株式の配当利回りは相当

後金利が上がる。株価の低迷が続く、景気の低迷が続く、日銀は公定歩合を上げませんから、そういった意味では、今は投資ということでは、銀行預金で余裕のある資金であれば、それを崩して株にしておいた方が、はるかに安全とはいいませんが、有利だといえると思います。

こういうチャンスは、日本は過去余りなかったわけでありまして、まさに今単純に金利との比較、そしてこれからの金利の見通しを考えたときには、今いったように、景気、株価との連動性が非常にあるわけありますから、今投資ということでは、やはり預金しておくよりも、株式の方が利回りが高いし、投資妙味もある。

また景気が上向けば、株価が値上がりして、キャピタルゲインも取れるわけです。

日本の個人金融資産に占めます預貯金の割合は大体五五%から六〇%です。アメリカでは一七%

魅力が出ています。つまり、一年物の定期預金金利よりも株式の配当利回りの方が高いのは、昨年からのことにかけて、六〇年代の後半以降初めて起こっているわけです。

そして、ROE(株主資本利益率)は、今長期金利よりもかなり上にあります。九〇年以降、株価が大きく下がったときは、ROEが長期金利をかなり下回っていました。これではやはり株式に投資魅力はない。そういった状況が長く続くのであれば、株主は企業を解散して、株主資本を取り戻して国債にしておいた方が、理屈上は安全有利ということになるわけです。しかし、今ROEは四%台半ばまで来ています。長期金利よりもかなり高い水準になっています。そういった意味では、理屈の面でも株式に魅力が出てくるわけです。

預金金利が上がるのはどういう状況かといいますと、景気が上向いてきて、株価が上がり、その一八%しかありませんし、比較的預貯金の比率が高いドイツでも三〇%強しかない。日本人は一人当たりの金融資産額では、欧米よりも多い。そういった意味では、それだけ巨額な金融資産を持っているれば、多少リスクはあっても、より高いリターンのもので投資するのが鉄則ですけれども、日本の個人は超低利のところにしがみついている。その銀行は、今や決して安全なものとは必ずしもいいがたいわけでありまして、海外から見ると本当に不思議な国民だということに多分なるのだろうと思います。

例えば、三月決算が近い。そこで配当取りを狙えば、所有期間利回りというのはあまりいい言い方ではありませんが、一つのチャンスだろうなと思います。したがって、基本的にはことしは投資する年だろう。もちろん株価の底がいつになるか、どの水準になるかは、私自身実際読みにく

いわけです。しかし、やはりそれは九八年以降を展望したときに報われるだろうと思っています。そういった意味では、バブルの破綻も恐らくそれがことし起こってくるのが最終であって、もちろん一部は九八年にも起こるかもしれませんけれども、最悪のものはことしで多分出尽くすだろう。その後はいろいろな構造改革等でいろいろな新しい動きが期待できる。そういう中で、勝ち組、負け組の企業をしっかりと選別する。

今の状況は、国際優良株の株価が非常にしっかりとおりておりますが、二極化ということで、素材市況産業関連、あるいはその他非製造業等、いろいろなところで一緒に売られてしまっている銘柄も相当多いわけでありまして。つまり、同じ業種の中でも収益格差はこれからどんどん開くはずですが、しかし、現在は、そういう中で、同じ業種なら収益力のある企業も同じように売られてしまっ

資産をしたらいいかということと言うのはちょっとおこがましいのでありますが、私は今資産四分法とっております。従来は資産三分法でありまして、現預金、有価証券、不動産の三つに分散投資しなさい、別に三分の一ずつというわけではないかもしれませんが、この三つに分散するということでした。

私はそこに外貨建て資産を加えるべきだろうと思っております。その意味は、先ほどいいましたように、長い目では、余り円高にはならないだろう、円高のトレンドは終わった。むしろ円レートは横ばいだろう。むしろ円安のリスクも出ている。先ほどの資源の話を少し頭に思い描いていただけばすぐわかると思います。そういうリスクがあるということであれば、資産保全という意味では、やはり国際分散投資ということで外貨建て資産を個人金融資産の中にそれなりのパーセン

ているということだと思っています。

株価純資産倍率で一倍を切っている企業も相当数出てきているはずでありますし、配当利回りでいえば、一%を超えるような配当利回り、それでいてその企業の財務内容が割合しっかりとっている、収益力もあるという企業は今はたくさんあるように見受けられます。そういった意味では、ことははむしろ積極的に株式に投資していく年だ。別に空元気でいっているわけではありませんで、単純に金利との比較とか、あるいは今後預金金利が上がるのはどういう局面だろうかとか、あるいは日本の経済は今までバブルで相当痛めつけられてきましたけれども、そういう中で今起こっていること、そして今日の日本の政策が動くようになっている方向を考えれば、おのずと結論が出てくるように思います。

皆様は証券界の方ですから、私自身どういう投

テージで組み入れる時代なのだろうと思います。

今は、その投資収益率が非常に高いといえます。例えば、国内で一〇年債を買えば、二%台の利回りしかありませんが、海外を見れば、六%以上のものがごろごろしているということでありまして。また、短期金利でも結構高いわけでありまして。一人一〇〇万円ですから、夫婦二人で二〇〇〇万円の個人金融資産があるということになります。仮に四%の利回り格差があれば、八〇万円違う。国内で一〇年債を持って、五〇万円か六〇万円にもならないわけですが、海外で六%、七%もあれば、一二〇万〜一四〇万円の金利収入が入ってくるわけです。それは、夫婦お二人が受取る厚生年金の約半分に相当する額で、これからの高齢化社会の中で、自分である程度収入を得ていくという意味では、非常に重要な糧になるだろうと思っております。

海外を見渡すと、エマーシングカンツリーの国もたくさんあります。私は昨年十一月に中欧（セントラル・ヨーロッパ）へ行ってきました。ポーランド、チェコ、スロバキア、ハンガリーです。特に驚いたのはポーランドです。一年前と比べると雲泥の差で、物すごい活気があって、そこで働いている人はみんなニコニコして仕事が早いのです。私が一番印象に残ったのは、歩く速さです。あれだけとっと歩いている国民は、私が過去に見たのは東京と香港、シンガポール、ニューヨークしか記憶にありません。決しておっとりしていません。それでいて非常にニコニコして、物すごく活気が出てきていました。ポーランドの株は、かつての東南アジアの株と同じように、恐らく何倍にもなる可能性があるのではないかと思えます。

るわけでありませう。そういった意味では、私は国内株と外債の組み合わせは、ことしポートフォリオとして一つあり得ると思っています。

また、あと国内株については、銘柄選択が非常に重要でありまして、まさに市場開放、そして国際化された時代にあつては、やはり物すごい企業間の経営格差が出てくる時代に入ってきたといえると思います。これも以前にご紹介したかもしれません。例えば、売上高営業利益率を見ますと、アメリカの企業は大体二ケタ、特に一二%以上が当たり前であります。ROEもそうでございます。

ところが、日本の企業は、製造業ベースで見ますと、過去景気のいいときでも六%台しかありませんでした。欧米の半分の利益率です。薄利多売で伸びてきたのが日本の企業だったということでもあります。しかし、国内の需要も成熟し、海外で

もちろん東南アジア諸国でも、まだまだこれからという国はたくさんございます。あるいは、中南米にもあります。そういったエマーシングカンツリーの国の株に投資するのも、国際分散投資の一つの視点だろうと思います。あるいは、先ほどいきました資源株、あるいは資源国への投資も非常に意味のあることではないかと思っております。ことしの投資のポートフォリオの一つとして、私は国内株と外債の組み合わせがいいという話もしております。それは、今株式と外債を買って、もし株価が下がることになれば、円が安くなるということでありますから、外債で円安益が取れるということになります。もし株価が上がることになると、やや円高になりますから、外債は為替の評価損が出るが、これは一〇年債ぐらいで持っていれば、先ほどの為替に対する判断からすれば、クーポン収入だけが影響を受けるということにな

も薄利多売であれば、やはり通商問題でパッシングされることになりませうから、そういうことでもきなくなつた。そして、国内市場も十分開放されているわけでありまして、そういった本当の意味でグローバルスタンダードというか、グローバルな経営、グローバルな競争をしていきます。そういうところで競争力を十分持っている企業、勝ち残るところは、日本企業といえども、いわゆるグローバルスタンダードな利益率まで上がっていくのだろう。具体的にいえば、売上高営業利益率は多分一〇%に乗せていくのではないかと思っております。もちろん負け組は脱落していくということだろうと思います。そういった動きは既に出ているということでもあります。

これも前回ちょっとお話ししたのですが、一番最初に気づいたのは、九五年十二月にキャノンの株価が史上最高値を更新したときであります。そ

して、キャノンの決算が出ました九六年二月の時点で、やはり史上最高利益を更新していたということでありませう。

キャノンは大変な大企業です。今では売上げは単独で一兆二〇〇億円以上ありますし、連結では二兆円以上あるわけです。単独、連結とも東レ、住友化学の二倍の売上げがある企業であります。そういう企業がピーク利益を更新し、しかも利益率が相当上がってきています。三菱重工も本田もしかりだし、日本の本場に競争力のある企業はそういう動きを続けてきているということで、欧米並みの二ケタの利益率、ROEも二ケタというところに競争力のある企業はある。逆にいえば、利益率の上昇による利益成長は、日本の競争力のある大企業にはそういう余地が十分あるということだと思います。

今までは店頭企業あるいは小型企業といったと

は、ことしの夏場まではかなり厳しい景気についても、ある程度力強さが出てくるものもなかなか難しいと思っております。しかし、秋以降は、逆に九年以降に向けてのいろいろな動きが鮮明になってくると思えますし、また仮に多少の混乱が起こっても、あるいは金融システムで不安が起こっても、先ほどいいましたような企業はほとんど影響を受けないという点を考えれば、やはりことしは思い切って株式投資を考える年ではないかと思っております。

## 七、市場参加者それぞれの課題

時間があと一五分ほどありますので、少し言ひ方をかえて、おのおの市場参加者が考える問題に触れて終わりたいと思ひます。

市場参加者は、投資家、企業、証券会社、政策

ころが成長性が高く、またそこしかないようなところがいわれた時代もあったと思ひますが、決してそうではなく、大企業にも大変な利益成長をする時代が来ていると思っております。そういった競争力のある企業に投資されてもよろしいと思ひますし、あるいは、高い配当利回りで体力がしっかりしている、つぶれない企業、そして景気敏感株も、さきほどの銀行預金との比較観でいけば、投資対象になると思ひますし、あるいは、昨年の秋から相当下げました小型店頭株への投資タイミングもはかる必要はあると思ひます。もちろん構造改革等が具体的な形である程度進み出せば、それに絡んだ企業も当然注目していいだろうと思ひます。そういった意味では、投資対象になる企業は、株価が安いこともありませうし、相当数多いと思ひます。

ということ、私のマーケットに対する見方当局と四つの主体があるわけで、今回の株安を受けまして、そのおのおのが考える必要があると思ひます。投資家というのは、今までの話の繰り返しになります、冷静な投資判断が非常に重要なのだろうと思っております。要するに、単純に預金金利と配当利回りとか、いろいろ比較していけば、十分株式に魅力があることはわかるわけでして、実際個人の現物の取引は、今少し買い越しになってきているわけです。そういった意味では、よく見ている個人投資家もおられるということだろうと思ひます。

二番目の企業は、先ほどいいましたように、やはりROE等をどんどん高めていただく、投資魅力の向上に努めるといふことだろうと思ひます。これは、証券界から発行体である企業に対して相当声を大きくして言ひたいことだろうと思ひます。実際、最近の企業経営者は、そういう意

識を相当持ってきているように思っております。

三番目は、証券会社でございませけれども、冷静に見て投資価値があるんだということを、やはり投資家に広めていくことが大事ではないかと思っております。同時に、過剰な引き受け競争はやめるといふことを企業にちゃんと伝えていくことも重要ではないか。

私がぜひこれをおやりになったらいいと思うのが、海外へのキャンペーンであります。日本の今の経済、あるいは産業、企業の強い部分について海外の投資家に説明したら、先ほどの為替に対する判断からすれば、外人にとって一つの投資チャンスだろう。為替の益と株価の上昇という両方が取れることとなります。もちろん逆に、日本に失望すれば、外人売りが出て、それは恐らく日経平均一四〇〇〇円台ということになるのだろうと思っております。しかし、日本の経済は決してそんなに

弱くなっているわけではないわけでありまして、依然として海外の経済との比較でいえば、まだ非常に健全であるし、強い部分もあるわけですから、その辺で私は海外へのキャンペーンをぜひおやりになったらどうかと思っております。

最後に、政策当局であります。これは証券界からも要求したらいと思いますが、やることはたくさんあると思います。経済構造の改革の早急な実施ということ、規制緩和などの前倒し実施、これは法改正を必要としない政省令でできるということは、極端にいえば、調整さえすればすぐにもできるわけですし、それは非常にたくさんございます。

また、予算配分の見直しは、今予算審議をしておりますが、これはなかなか難しいし、それに大幅な予算修正に及びますと、内閣不信の要因にもなります。ただ、基本的な方向としては、来年度市場に直接的に絡むものとして、有価証券取引税、配当二重課税の撤廃は国際的に見ても当然だと思えますが、例えば、アメリカで注目されている401Kプランがあります。

日本版の401Kプランは、税をいじるだけで相当可能性があるわけです。例えば、年金型の投資信託、あるいは税制適格年金もその対象になるのですけれども、これは運用益に対する課税の繰り延べが認められていないのです。生保の個人年金とか、あるいはアメリカの401Kプランは、課税の繰り延べが認められています。それを年金として取り崩すときに課税されるという仕組みになっていくわけです。

年金型の投資信託、あるいは税制適格年金等も、日本の生保の個人年金あるいは企業年金に認められていますように、もし課税繰り延べが認められれば、すぐにでも401Kプランに近いよう

予算の決着がついた後は、予算配分の見直しは当然行われてくると思えますし、そういうことを政策当局はアナウンスしていく必要があると思えます。予算が通った後は、特に株式市場が低迷している場合には、リップサービスだけでも、相当なけれども、税財政の改革、規制緩和など、相当いろいろな案があの手、この手で出てくると思えます。

そういう中で、今株式市場に一番効果があると思うのは、税制だろうと思えます。いわゆる金融財政政策では弾を撃ち尽くしたわけですから、税制を変えていくことについて、具体的な方向性をアナウンスすれば、相当効果があると思えます。ご承知のように、税制というのはお金の流れを決める側面があります。もちろん特別減税の継続とか、産業界が予期している法人税制の見直し、あるいは所得税の見直しも重要ですが、株式

な投資信託は可能ですし、適格年金による株式投資も多分もっと広がっていくことになります。もちろん、その掛け金の所得税控除についても、個人年金(五万円)などと同様に認めてくれればもっとベストでございますけれども、そういった税をいじることで日本版401Kプラン的なものもかなり可能性があるといえます。

アメリカで株価が上がっているのは、401Kプランによる資金が株式投資に流入していることによるほか、もう一つ、自社株買いが非常に大きいわけです。これは現在日本では、一応みなし配当課税を凍結するということで自社株買いを促進するということになっています。

ただ問題は、企業には十分な原資がないということでもあります。配当可能利益の範囲内ということになるのですが、それは今五〇兆円ぐらいあります。しかし、現実には現預金と有利子負債を比

る。というのは、そういった資産を売却して益が出ますと、半分法人税等で持っていかれてしまします。再評価税は一〇%以下とかなり低いものにする。そして、納税は、その再評価益を取り崩して、自社株買いを実施するときまで繰り延べることを認めるということにすればどうか。つまり、資産再評価を任意で認め、そして資産再評価益による自社株買いを認めるということにすれば、自社株買いの原資は一気に五倍程度は軽く膨らんでしまうわけです。

この意味はもう一つあります。三〇兆円は株だけですから、土地を入れるともっとふえることになりませんが、もっとあるという意味は、今日本の企業では、財務諸表と企業の財務実体が遊離しているということ。含みがあるために、財務諸表は企業の財務実体を必ずしもあらわしていないという点であります。これは国際会計基準等から

較して、自社株買いに回す資金があれば、まず有利子負債の返済を先行させるのが当たり前でありますから、配当可能利益が五〇兆円あるとしても、丸々自社株買いに振り向けることも不可能ではないのですが、物の順序からいえばそうではない。そうすると、現預金と有利子負債とを考慮しますと、大体五〇兆円の十分の一近くまで自社株買いの原資が減ってしまうのです。したがって、今余り大きなものが行われていないわけです。

しかしながら、日本の企業は依然株式、土地について大変巨額な含み資産を持っているところが数多くあるわけです。その資産再評価を企業自身の判断で任意に行うことができ、その再評価益を原資とした自社株買いを認めれば、相当これが広がります。今の株価でも上場企業の株式の含み益は三〇兆円はあるはずであります。再評価税はごく小幅なものにして、できれば一〇%以下にいきますと、非常に問題があるわけですが、その一つは是正にもなります。

もう一つ重要なことは、企業経営者の方には失礼ですけれども、含みがあるために甘い経営が行われてきたという面もあるわけです。これが全部明らかになれば、やはりかなり収益を重視した経営になって、それが企業を活性化し、収益の向上にもなって、それは株式市場を活性化するようになるのだらうと思うわけです。

したがって、金融財政政策はなかなか動きようがないわけですが、税の改正は割合簡単とはいいますが、やり得る。有価証券取引税は今でも三〇〇億円ぐらいの収入がありますから、大蔵省はなかなか放したがないかもしれないませんが、資産再評価税なんていうのも考えられるわけです。もちろん401Kプラン的な益に対する課税の繰り延べは、大蔵からすると歳入が少し減る

ことになるかもしれませんが、それによって株式市場が活性化して売買がふえれば、それに伴う税収の方がふえるということもあります。そんな余計なことを考えなくても、株式市場の活性化には、やはり金融財政政策に手がなければ、税制を思い切っていない。しかも、証券あるいは株式市場に絡む税制を思い切っていないことで株式市場の活性化に相当り得るし、また先ほどの日本版401Kプランは、将来の日本の年金を考えますと、それを自己防衛的にやっていくという意味では、やはり奨励すべきものだろうと思うし、あるいは、資産再評価は財務諸表と企業の財務実体とを整合化させていくという意味でも、私は非常に意味があるように思います。

ということ、最近はそのような政策を思い切つてやれば、市場も意外と早くよみがえってくるのではないかなと思っております。しかし、そ

ういった政策が打ち出されなければ、この夏場まではかなり厳しい局面が続くと、腹をくくっておいた方がいいのかなと思います。しかし、繰り返しですが、そこは積極的に投資をするときなのだろう、その成果は九八年以降に期待できると信じております。

ちょうど時間になりましたので、私の話はこれで終わらせていただきます。

どうもありがとうございました。(拍手)

小山理事長 時間になりましたので、本日の講演はこれで終わりにいたします。

どうもありがとうございました。

(たなべ たかのり・野村證券投資信託委託(株)専務取締役)

本稿は、平成九年一月二十八日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。