

今年の株式市場を見る

田邊 孝 則

小山理事長 たい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、これまで何回かこの講演会の講師をお願いしていますし、大変有名な方なのでご存じの方が多くと思いますが、恒例ですので、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して、野村総合研究所に入社され、投資調査部長等をお務めになり、その後、東京海上M.C投資顧問の副社長及び副会長を経て、平成七年六月に野村投信委託に迎えられて専務取締役就任さ

れました。昨年一〇月に野村投信委託と野村投資顧問が合併して、野村アセット・マネジメント投信株式会社になりましたが、田邊さんは引き続き同社の専務取締役として現在に至っておられます。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の第一位に選ばれたこともありで、今日までこの分野のトップリーダーの一人として活躍を続けておられます。

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、田邊さん、よろしく願います。

一、はじめに

ただいまご紹介いただきました田邊です。

実は、昨年の一、二、同じころに同じテーマでお話をさせていただいています。ここに、そのときの小冊子がございます、これをちょっと見ていただきますが、今資産再評価というのが自民党から出ておりますが、それについても昨年ちょっと触れたりしています、きょうはその話もさせていただきます。ただこうと思っております。

昨年はどういう話をさせていただいたかといいますと、間隙の九七年といえますか、すき間あるいは空白というんでしょうか、九七年度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になってしまいうだろう、経済政策面では、金融財政政策は弾を打ち尽くして、空白が生

じてしまう年だ、いろんな構造改革が実際に実行に移されていくのは、むしろ九八年度以降ということですね。

同時に九七年という年は、バブル崩壊後、金融システムの問題とかいろんな問題があったのですが、そういったツケを全部払わなければいけない年になるだろうということです。したがって、バブル型の破綻の最終局面で、大きな金融機関の経営破綻が意外と表面化するのではないかと、あるいは生保の破綻もあり得る、あるいは建設、不動産、ノンバンクの破綻も起こるのではないかと。

しかし、そういったものが一連起こって、その後、あく抜けとはいいませんけれども、最悪のところが終わって、それから九八年度以降、いろんな新しい経済に移っていくか、あるいはきっちりした政策が打たれない場合には、日本の経済の

活力は失われてしまうのではないかと。為替については、向こう一年半か二年ぐらいはやや円高になるのではないかと、ただ、一〇年タームで見ると円安でしょうということです。

これについては、為替は、六月に一一〇円まで円高が進みまして、その後、日本の経済の不振、金融システム不安ということで、この間、また一三四円台まで円安になってしまいました。生保は、戦後初めて経営破綻に見舞われ、また、ご承知のように、建設絡みでも相当経営破綻が表面化し、大きな銀行あるいは証券会社も経営破綻になってしまったということです。

株価については、ニューヨークの株価はコレクションはあっても、暴落はないだろう、高値から一〇%ぐらいの下げはある。ただ、その高値がどこまで行くかはわかりませんが、ご承知のように、昨年の夏ぐらいに八千ドル台までいきまし

た。八千ドル乗せというのは、私自身は恐らく昨年の今ごろでしたら予想外だったと思いますが、しかし、一時高値から一〇%の下げ、あるいは一〇%強の下げもありました。東京の株価については、当時は一万七千円台だったのですが、景気の回復を受けて、消費税の引上げ後ちょっと不振になったとしても、その後少し戻していくのではないかとということ、基本的には一月が底値ではないかという言い方をしました。それはそういう形になったのですが、六月に二万四円に乗せた後、やはり日本の景気の腰折れ懸念等から、せんだって、一万四千円台まで下げてしまったということですね。

どういう投資戦略をしたらいいかというと、一つは外債と国内株の組み合わせがいいのではないかと。その考え方は、為替に注目があったのですが、株がさらに下がれば円安になって、外債で為

替益がとれる、逆に、国内が株高となれば円高になりまますから、外債では為替損が出るけれども、一〇年持てば円安でしょうから収益が上がり、為替損はなくなる、むしろ、高い利回りがそのまま手に入れられるのではないのでしょうかというような話をしました。

それから、キヤノンの例をお話しして、日本の競争力のある大企業の利益率はこれから上昇していくのではないかとということで、多少二極化めいた話もさせていただきました。

あと、資産再評価益を自社株買いの原資にするような政策を打ち出したらどうだ、そうすると株式市場は活性化するのではないかとというような話をさせていただいております。その辺のことはここに書いてあります。当たったような、あるいは若干外れたような点もあるのですが、去年はそんなお話をさせていただきました。

というような案、あるいは自民党の小委員会からは、土地を再評価して、その分を自己資本の充実に充てるというような案も出ております。ただこの辺は、今後どの程度実現していくかはなかなか難しい点もあろうと思います。

優先株、劣後債等につきましては、当初いわれられていたのは、そういうことをやっても手を挙げるところはないのではないか、自分のところの財務内容が悪いことを宣言するようなものなどというような批判も出まして、ご承知のように、では財務内容のいい銀行からそういうことをしていこうというような案が出てきた。また、それにつきましても、定款の変更が必要な銀行もありますし、あるいは優先株の枠も結構余裕がないところもありますから、枠の拡大をしなくてははいけませんので、定款変更の場合には、多分六月の株主総会後でないとは難しく、すぐに実現するのは難しい

一、金融システム安定化策と景気対策が両輪

では、ことはどう見るかということで、今からお話をさせていただきます。

まず、株価、あるいは金利、為替につきましても、もういうまでもなく、すべて景気対策次第だろうと思います。昨年からいろんな金融システムの安定化策の案が出されまして、結局は三〇兆円規模の資金の手当てを含む安定化策ができたのであります。したがって、少なくとも預金者は、二〇〇一年三月までですが、全額保護される。そういった資金的な手当てでもできました、経営破綻した銀行等についての処理のスキームも一応できたと思います。もちろん、その後、優先株等で既存の金融機関の自己資本を充実させると

かもしれません。

あるいは期末の株式の評価を低価法から原価法にする。これもそのままにしておきますと、まず原価法を採用するところは余りないと思います。原価法を採用すると、仮にそれを財務諸表の注記という形でやったとしても実体は変わらないわけでありまして、むしろ原価法を採用したことによって、痛くもない腹といいますか、さらに何かあるのではないかと疑われる可能性すらある。特に、国際的なスタンダードの中では、やや後退するような財務会計というのは、当然国際的には厳しい批判にさらされやすいわけです。そうすると、強制的に全部原価法でさせようとか、いろんなうわさが出るのですが、いずれにしてもあの手この手は出ました。

しかし、一番肝心なのは、資金の手当てを含むスキームが一応できたということです。金融機関

が経営破綻したときの処理のスキームは少なくともできなかったし、それから預金者を保護するというところも、一応資金面から手当てができていたということ、金融システムの安定化は、ほぼこれで行かざるを得ないと思えます。

ただ、問題はそれだけではもちろん片づきません、景気がさらに悪化していけば、当然不良債権の額はふえていきます。一般事業会社の経営破綻もふえます。もちろん株価が下がれば下がるだけ、不良債権の処理は非常にしくなってくることにようになります。場合によっては、地価がさらに下がれば、その部分が、今議論されているような土地の再評価の意味も薄くなっていくということ、とにかく金融システムの安定化策と景気対策というのは両輪でありまして、両方ともどちらが欠けても機能しない、経済不安、金融不安というのは解消しないわけです。したがって、も

うここからはすべて景気対策次第だろうと思えます。

この点につきましては、年が明けて、経済政策の軸足は、明らかに景気対策の方に移ってきていると思えます。昨年の一二月に、橋本首相が、急遽、予想外でしたが所得税減税二兆円を打ち出しまして、これがいわゆる財政再建優先政策からの政策転換の一つの起点になるのかなと思いましたが、けれども、財政再建優先というのは橋本政権の看板でありましたので、なかなかそれを否定するわけにはいかず、表向きは政策転換という言い方をしておりません。その後、株価がそれに対してかなり厳しい評価をしまして、さらに一段と下げていった。年が明けて、ごく直近でみますと、加藤幹事長、あるいは山崎政調会長等からも、若干景気の方に軸足を移したような政策というものが話として出るようになってきております。

私は、恐らく追加的な景気対策を含んで、かなりこの辺を一生懸命やるのではないかと思います。ただその内容がどの程度のものになるかは、まだ非常に流動的であります。現在、通常国会では、今まで発表したものを早く通して、あるいは所得税減税二兆円、この辺も補正に絡むのです。それが、それもやるということで、その後、必要であればというスタンスであります。追加的な景気対策についてはやや前向きな話にはなってきている。しかし、その内容はまだ非常に不透明ではあると思えます。

どの程度の景気対策が打たれるかというところにかかっているわけでありまして、その辺の評価は、今のところ非常にしくいと思えます。ただ、私は、ことし七月に参議院選挙がある、それから十一月にアメリカで中間選挙があるということ、私は相当思い切った、一遍にはないかも

しれません。例によって日本は小出しが得意ですから——結局は、今失速している景気を、あるいは景気後退といっていると思えますが、それを再び浮揚させるぐらいの景気対策を打たざるを得なくなる、あるいは恐らくそういう政策が打たれるであろうと思っております。昨年一二月の所得税減税二兆円というのも、アメリカサイド、特にサマーズあたりから具体的に、相当強い要求があったように思います。

最近、政府の軸足が少し動いてきたのも、私は、アメリカサイドから非常に強い圧力があるように思います。きょうも財務長官から、アジアの問題というのは、日本の景気、内需拡大策にかかっているんだという発言が出るくらいになっていまして、これはアメリカにとっても非常に重要な点になっているということです。

その一つは、通貨不安から発生したアジアの経

済不安——その経済を再建するには輸出に依存するしかないということです。その場合、輸出の受け皿になる国は、極端にいいますと今はアメリカしかない。そうすると、アメリカの貿易・経常赤字は、九八年にはとんでもない金額になってくる可能性がある。そうでなくても九七年の経常赤字は戦後最悪の赤字になっているのだからと思えますし、さらにそれが急増してくるということ、これはアメリカ政府にとってはたまらない話であります。場合によっては、ドル不安のところまでいってしまいうリスクもある。

もちろんアメリカで輸入が急増するということは、アメリカにおける外需の経済への寄与度がマインナスになるとか、さらにそれが拡大するわけで、アメリカ国内の生産を圧迫するようになりますし、安値の輸入品が入るといことは、企業の売り上げに対しても圧迫要因になりますので、企

た一面も実はあるわけです。そういう意味では、ここへ来てのアメリカから日本への内需拡大要求は相当厳しく、またせっぱ詰まったものになってきているのではないか。私は、日本の政府はその辺を受けて軸足を景気対策の方に移しているのだと思います。

もちろん、株価が非常に下がって、そして金融システム不安も非常に現実のものになってきているという点もあるかと思いますが、米国からの圧力が非常に強いということもあって、三月までに追加的な景気対策が具体的に打たれるかどうか、あるいは五、六月になってしまふのかもしれませんが、やはり追加的な景気対策が打たれるだろうと私は思います。打たれなければ、場合によっては政権交代というようなことも、もちろんあり得るのではないかと思います。

業収益も伸び悩んでくる可能性がある。そうしますとアメリカの為替、株価、あるいは債券に対する影響を心配しなければいけないと思います。そういった意味では、やはりアジアからの輸出の受け皿は、何としても日本で受け皿になってもらわなければならないということだと思います。

その日本が、今やまさに輸出が下支えしているという状況になっておりまして、これでは全く逆になっている。アメリカの認識は、去年のサミットで日本は内需拡大を約束したじゃないか、しかし秋になっても全くそういうことをしていないということ、そういう日本は内需拡大努力が行われなかった結果、あるいは日本がきちりした景気の上昇気流に乗っていないことが、あるいはそれに伴って超低金利を続けていたことが、アジアでバブルを引き起こし、アジアの通貨不安、経済不安を引き起こしているのではないかといい

三、減税よりも公共投資を

では、どういう政策があるのかというと、なかなかこれは難しいわけですが、基本的には財政構造改革路線というのは放棄しないが、多少先延ばしということが可能になれば、一段の所得税減税の拡大、そしてその恒久化というのも取り組まれていくと思います。

それからもう一つ、公共投資がやはり一つの焦点になってくるように思います。景気は、九六年度に順調に回復した後、九七年度になって停滞から後退へ向ったが、四月の消費税の引き上げ、そして特別減税の廃止、さらに秋からのいろんな社会保険料、医療費等の引き上げ、都合九兆円と見られています。そういうものに加えて公共投資を相当絞ってしまっている。そして九八年度に

は、さらに七%減らすという話でありまして、完全なデフレ政策をとってしまった結果が今日の事態を招いているわけであります。

やはり、即効性ということでは、例えば所得税減税の場合には、実際には半分ぐらしか需要の創出効果は出てこない。半分ぐらしか貯蓄に回ってしまう。特に先行きに対して景況感が明るくなければ、一般の消費者はどうしても貯蓄に回す。あるいは、最近、年金問題についても、将来のことを考えれば貯蓄はしておかなければいけないということ、減税しても景気への浮揚効果というのはその半分ぐらしかない。

それに対して公共投資というのは、一あれば一以上の効果が出るわけでありまして、需要創出効果が非常に強い。今の日本の経済にとって必要な経済対策は二つあって、一つは、そういった即効性のある景気対策を即刻やる必要があるとい

金利を下げることにより、あるいは金融を緩和することによりまして、民間での資金需要を生む。資金需要というのは、つまり設備投資なり消費需要ですが、そしてそういったものが出やすいように金利を下げるということでもあります。

ところが、今日の超低金利にもかかわらず、民間でそういった資金需要が出ない、あるいは多少あったとしても、銀行が財務面から貸し渋ってしまわざるを得ないという状況です。とにかく金利を下げて、総需要の拡大につながっていないわけでありまして。そういうときには、当然公共部門、つまり政府が代って需要を創出するのが当たり前の話であります。それを九七年度は逆のことをやってしまったということ、今からでもそれを交えるのは遅くないのであります。別に、ケインズ流がすべていいとは思いませんけれども、これだけ金利が低いところで国債を発行する、か

うことでもあります。足元の景気をよくしなくてはいいけませんから、遅効性のある景気対策だけではだめです。もう一つは、中長期の日本経済の成長力を高める活性化策です。これは、従来からのいろいろな規制緩和、税制改革、あるいは行財政改革といった構造改革をやっていくということだろうと思えます。

そして今は、その二つをやらなくてはいけないのですが、経済構造改革というのは、一つの流れとしても既に明らかでして、必要なのは即効性ある景気対策ということでもあります。当然、財政の積極的な役割、減税も財政の積極的な役割ですし、公共投資をふやすのも財政の積極的な役割です。

九五年九月から公定歩合を〇・五%に下げまして、まさに超低金利時代に突入しました。金融政策で景気浮揚を図るということですが、これは、

つて六%のクーポンで発行したのを今は二%台で発行すると、二・五倍ぐらゐの事業ができるわけでありまして。通常はそういった形で公的部門が中心になって需要を創出して景気をよくする、それによって当然、税収がふえる、そして景気がよくなれば、逆に公共投資を絞って、それを国債の償還に向けていくというのが当たり前の話であります。何か景気が悪くなると、財政を渋るという、全く逆さまなことをやっていると思えます。

これも皆さんよくご存じのことですが、アメリカのフーバー大統領は、一九二九年の株の暴落の後、均衡財政にこだわり続け、それがとんでもないことを引き起こしてしまった。それと全く同じような形になっているのです。

ついでながら、公的資金の導入ということでも、RFC（復興金融会社）という、アメリカの銀行に融資をする機関をつくったのもフーバー政

権のときであります。ただ、それを引き継いだルーズベルト大統領が、ニューディール政策でアメリカの大恐慌からの脱出を図るわけでありませぬ。そのときに、今度はRFCについては融資ではなくて増資という形で資金を注入するということもしました。当時は、ケインズの理論はまだ定着していなかったわけですが、結果的にはTVAをやったりしてニューディール政策を実施しつつ、その後も実は一本調子ではなかったわけですが、けれども、試行錯誤をしながら均衡財政政策から転換して、大恐慌からの脱出を図っていったのだと思います。

日本では、ご承知のように、潤沢な貯蓄があるわけです。そして、まだ経常収支も大幅な黒字だということ、体力が相当あるわけですから、私は相当なことをやり得ると思います。財政再建をするためには、税収がふえなければならぬわけ

ですが、今やっているのは歳出をカットすることだけでありまして、ますますデフレになるわけです。その結果、税収が減って財政再建はますます遠のくという悪循環になるわけです。そういった意味では、税収をふやすことも財政再建の中で当然考えなければいけない。今、積極財政で景気を浮揚して、そうすれば税収もふえてくるということでありまして、その後歳出の削減等を考えていくことが必要なのではないかと思っております。恐らく、アメリカあたりの相当な圧力のもとで軸足を移して、そういった方向に政策が打たれていくように思います。

四、資産再評価の早急な実施を

その他の経済対策、あるいは株価対策として、私は資産再評価を真剣に考えるときではないか、

むしろ、早期に実施すべきときではないかと思っております。これは、経済あるいは株式市場を活性化するのに、非常に効果があると思っております。ただ、私は、今自民党の資産再評価小委員会で検討している、銀行の保有土地を再評価してその益を自己資本に組み入れるという案ではなく、それをもっと一歩も二歩も進める必要はあると思っております。今検討されている案では、当該資産を売却したときには通常の法人課税になります。これはどういう意味かといいますと、資産再評価益は一〇〇%自己資本に組み入れるけれども、当該資産を売ったときには、税金をそこから払う、現在は法人税の実効税率が五〇%近いわけですから、半分持っていかれてしまう。すると、これは負債性のものを自己資本に入れるということになりますから、税額を控除した分しか入れないことになるのか。しかし、売るかどうかはわかりませぬ。

また、そういった流動化できないようなものを、ただ見かけ上膨らませても、これは国際的には余り信用されないのではないか。あるいは現実には、実効性といえますか、銀行の財務内容をよくするということにはつながりにくいように思います。

私が提案しているのは、これは昨年申し上げたのですが、株も土地も再評価して、その再評価益を原資とした自社株買いを認めるということです。これは効果が非常に多岐にわたると私は思っております。

まずこの案につきましては、株、土地を資産再評価して、その再評価益は資本金の部に計上する。その場合に、銀行については特例で、不良債権の処理に再評価益を使う場合には無税にします。再評価益を自社株買いの原資として使ったときには再評価税をかける。税率は、戦後の課税は六%でありましたので、六%あるいは一〇%程度

にする。再評価益のうち、税金分については負債項目に計上して、税を除いた分を資本勘定に計上する。企業は資金に余裕ができたときしか自社株買いを現実にはできませんので、資金に余裕ができたときに再評価益を取り崩す形で自社株買いを実施する。

そのときに、再評価税も納税することになりますと、再評価した時点では、企業は何ら資金負担が要らないこととなります。そして資金に余裕ができたときに自社株買いを実行することができるということです。しかも、再評価した資産は時価に近くなりますので、非常に流動化がしやすくなります。

通常ですと、今は一般の黒字企業等にあつては、再評価しますと、法人税で益の半分を持っていかれてしまいますから、まずやらないわけですが。したがって、今の含み資産というのは、企業

うに、通常の法人課税ではとてもできないわけですから、一たん資産再評価をして、そして時価に近くなったところで遊休土地や収益性が低いものを売却して流動化する。そこで得た資金で借入金の返済に回すなり新たな事業に投資していくということになりますと、相当収益は上がっていくわけであります。その結果、企業の資産効率率はものすごく上がっていくこととなります。つまり利益率が上がっていく。

非常に大事な点ですけれども、今の日本の含みのある企業については、財務資産状況の実体と財務諸表が非常に遊離しているという問題があります。今後、時価会計制度を導入していかなければいけませんので、そういった意味では、やはりどこかでこういった資産再評価をやるべきだろうと私は思います。

一点申し上げるのを忘れましたけれども、資産

にとつては赤字になったときの補てんで使うか、あるいは借入金の担保価値ぐらゐの役割しか果たしていないということですが。しかも、簿価ベースでは非常に収益性があるように見受けられる資産であっても、時価に直しますと収益力が非常に低いわけがあります。例えば、株でいえば、額面に近い五〇円ぐらゐのところを昔から持っていたら、五円配当ならば一〇%の利回りですねというのが簿価ベースですけれども、今単純平均株価でも五、六百円はしているわけですから、五百円に対してはわずか一%のものになってしまふことになります。時価ベースで見た場合には、非常に収益性が低いということになります。遊休土地も全くそうです。

しかし、そういった含みを持つ低収益資産は、これを流動化できれば、企業の収益率は相当上がる可能性があるわけがあります。しかし、今のよう再評価は任意でやるということですが。強制ではありません。企業は任意で選択してやるということでありませぬ。

そして、今のような株価も地価も安いときほどチャンスだと思えます。高いところで再評価をやりますと、その後値下がりしてしまいますと、財務の健全性を損なうことになります。今みたいに、株も地価も安いときこそチャンスだと私は思っております。そうすれば、再評価後に再び評価損を立てるようなことは、最小限のリスクで済むこととなります。しかも徴税側でも、一応すぐには取れなくても、再評価税が入れ入ってくるわけでありませぬから、そういった意味では税収もふえることとなります。株主等からしますと、財務の内容が非常に見えやすくなります。いわゆる財務諸表と企業の財務資産状況の実体がほとんど同じようになってくるわけですが。そうしますと資

産効率が悪い企業が明らかになるわけでして、企業の経営者は資産効率を上げるような努力を当然していくということになります。そしてもう一つ大事なことは、含み資産がなくなることで、企業の経営者は相当緊張感を持って一生懸命経営をします、余りルーズなことはやってられないという効果も出てくると思います。

俗に、日本の企業形態は「甘えの経営」になってしまったといわれますが、これは、やはり株式の持ち合いと含み資産があることが甘えの経営を許してきたということです。かつては、これが日本の企業の競争力、成長力の源泉だったといわれたときもあります。つまり、株式を持ち合う、そして含みがあるということ、長期の視点で大胆なリスクのある投資が可能になったという言い方をされたことがあります。しかし、現実には、日本企業の利益率の推移を見ても、含み資産

を簿価のままにしておいても、大変低いわけです。非常に景気がいいときでも、日本の製造業の売上高営業利益率は六〜七%ぐらいでして、欧米の十数%に比べて、半分近い利益率でしかない。

当然、総資本利益率、自己資本利益率ともそういうことでありまして、非常に利益率が低いのです。もちろん資産再評価をしますと含みの部分が顕在化しますから、表面上の総資産利益率、あるいは自己資本利益率は下がります。

したがって、こういう方がいます。そういうのが下がるので株が下がるのではないかとおっしゃる一部のアナリストです。これは大間違いでありまして、実体は何ら変わらない。むしろそれが透明になって、そしてさっきもいいましたように、低収益資産が流動化できれば収益力の向上につながるわけですから、私はむしろ非常に株式市場では好感されて、株価というのはまず上がっていく

可能性があると思っています。それでいて、企業の収益も確実に改善される。

企業の経営者は、全部デイスクローズして、緊張感のある経営を行い、また、現実には低収益資産が流動化することによる資産効率の向上もできるということでもあります。

もう一点、資産再評価についてネガティブな意見を申しますと、地価が下がるのではないかと、いうお話をされる方もいます。私はこれも誤りだと思っています。もちろん下がるといふ土地もあるとは思いますが、再評価を地価税のベースの価格でやるか、公示価格でやるかはわかりませんが、いずれにしても基本的にはかなり時価に近くなるわけです。そしてそれを損切りするような企業は余り出ないということ、もう一つ大事なことは、今不動産投資の投資収益率が非常に高くなっているということです。意外に思われる方がおら

れるかもしれませんが、今賃貸ビルにつきましては、既に入居者があって、そこから得られる賃料を前提としてそのビルを売おうとしますと、投資収益率は七〜八%ぐらいに回るはず。したがって、今は、お金があれば不動産投資をする、非常にチャンスです。これはいろんな不動産関係の方にお聞きしたのですが、今の賃貸ビルは流動化したいと、かいろんな理由があって売り物が出ます。それに対する投資収益率は非常に高いのです。もちろん償却代はいろいろあります。それでも四〜五%ぐらいの利回りはまず確保されるはずでございます。

また、例えば昨年汐留とか八重洲の土地を華僑が買いに来たわけですが、海外から見ても投資に魅力が出てきたということでありまして、私は、いわゆる有効活用できるような土地については、もう余り下がらないだろうと思います。むしろ、

資産再評価をして、その土地が流動化していくことによって土地取り引きが活発になり、そして経済も活性化していくように私は思っております。

そういった意味では、資産再評価というのは、まず企業においては、緊張感のある経営に帰って一生懸命経営しますし、実際に資産効率も上がってくるということ、企業を活性化していくことになると思います。そして、土地等が流動化して企業が活性化すれば経済も当然、活性化してきます。

そして、また、株価も上がっていくと思いません。それは、今いったような形で、将来の企業の収益率が上がっていくことへの期待感のほかに、もちろん含みがこれだけあったのかということも現実になりますし、それから当然株式持ち合いの受け皿にもなります。

この場合には、例えば相互に相殺し合うことが

にお金が行っても国内株式市場になかなか入ってこないわけですし、継続的に株式市場に個人の資金が入ってくるという意味では、401Kプランのような確定拠出型の年金を早期に導入すべきだろう。これは個人の資産形成にとっても非常に意味があるわけですし、経済が成長していくという前提に立てば、株式が個人の長期の資産形成には一番ふさわしいわけでありまして、そういった意味ではこういうものを導入していくということであれば、株式市場には経常的に資金が入ってくることになると思います。

加えて、私が昔からいっているのは、日本の企業は活性化するときには土地、株、人の流動化を図らなければいけない。この三つが非常に固定的な経営資産になってしまっているために、企業は思い切ったリストラ等ができないということになります。

可能になります。AとBという会社が両方資産再

評価で益を立てて、それで自社株買いをやる場合には、AとBで持っている持ち合いの株式は、相互に再評価益を取り崩して相殺してしまうということも可能になります。株式の持ち合いの受け皿としても当然機能いたします。その場合特に資金の手当ては必要なしにやれることになります。

そういった意味では、私は今こそ資産再評価を行って、そしてそれを自社株買いの原資として認める。もちろん、それ以外での取り崩しについては通常の法人課税をすること、できれば、税収もふえ、今の日本の経済を活性化するには、切り札になるのではないかと思っております。

資産再評価に加えて、いま一つ株価対策があります。今株式市場には資金の流入が足りないわけでありまして。巷間いわれていますように、個人の金融資産は一二〇兆円ある。しかし、外債投資

この401Kプランは確定拠出型になりますので、年金をポータブルにします。つまり、企業が変わってもそのまま年金を引き継ぐ、持つていくことができる。ところが、今の日本の企業の年金制度では、企業が変わるとそういうことができなくなり、そこで一たん退職金として取り崩すことになってしまい、非常に不利益になります。そういった意味では、労働をもっと流動化しやすくなる。もちろん、今の年功制とか年次制、終身雇用といった企業の雇用体系を変えていくことも必要です。退職金なども、ただ長く勤めれば有利になるのではなくて、むしろきっちりした年俸制に対応するような形に変えていたり、いろいろなことが必要にはなると思います。

土地の流動化は、今いきましたように資産再評価しておけば非常に流動化しやすくなってきます。株式もそうで、資産再評価すれば非常に流動

化しやすくなってくる。それでいて自社株買いあるいは株式持ち合いの受け皿にもなれるということとで、ぜひこの二つのことをやれば、日本の経済、金融市場は相当活性化するのではないかと思っています。

資産再評価は、去年私がお話ししたのを見るのと、三〇兆円という金額をいっております。当時、株式だけで日本の上場企業が持っている含みは三〇兆円以上あったわけでありまして、土地まですれれば相当な金額になるということ、相当な自社株買いの原資ができてくることになりません。

五、今年の景気、企業収益、金利、為替

次に、ことしの景気、企業収益あるいは金利、

思っております。

九七年度については、大方のエコノミストがほとんどゼロ成長と予想されたと思います。九八年度については、一％ぐらいがせいぜいではないかという見方も多いようですが、私も同じような見方でございます。もちろん、今予想されている以外の大胆な経済対策が打たれば、さらに成長率が高まるという期待もありますが、今のところは少し慎重に見ておいた方がいいと思います。

企業収益につきましては、九七年度まで四年連続増益ということになります。ただ、九七年度はそれまでの二けた増益から今は五％程度の増益という予想に下方修正されてきています。ただ、株式市場にとって非常に重要なのは、この九七年度下期において、恐らく前年比で横ばいなし減益になってきていることだと思えます。横ばいになるか減益になるかは、実は円安によって輸出セク

為替等の見通しをお話しさせていただきます。

私は、追加的な景気対策は打たれるだろうと思えます。しかし、対策を打たれても、過去のような、特に高度成長期のような景気の急回復はもちろん望みようもないと思います。やはり景気の回復力は緩やかなものにとどまるだろう。また、逆にそこまで大胆な追加的な景気対策は難しいだろう。もちろん、今考えられていないようなことが多く導入されれば、もっと力強い景気回復につながっていく可能性があると思えますけれども、所得税減税の若干の拡大とか、公共投資を減らさないという程度のものであれば、回復力は緩やかだということでありませぬ。

加えて、アジア経済の不調がアジアからの輸入圧力として日本に入ってきましたし、逆に日本からの輸出は減少するという点もございまして、日本の経済は、当面厳しい状況が続いていくだろうとターが下期利益が押し上げられる可能性があるのでも不透明ですが、実質的にはもう減益に入ってきていると考えていいと思います。九八年度上半期も、前年比ではまず減益基調が続いて、下期から企業収益が上向くかどうかのポイントになってくるということだろうと思えます。

株価は、少なくとも半年先以上の収益を見込んでいきますので、もし下期から利益が底打ちして上向いてくるということであれば、株価は既に下値から十数パーセントも戻っておりますけれども、一応底打ちになったと思えます。また、それが今後継続的に上昇していくかどうかという点については、九八年度下期以降の収益が焦点になってくるということだと思えます。それは景気対策次第ということになります。

金利につきましては、随分長いこと超低金利であります。しかも、債券の指標銘柄が一・五％

台まで金利が下がったということでありませんが、当然このところ若干金利は反転して、小幅に上がってきており、一応金利は底打ちということ、これから若干上がっていくと思います。しかし、景気の回復力がそれほど強くないということであれば、債券の指標銘柄で、年内二%台前半までの上昇ではないかと思っております。

加えて、為替が、ことしはドル高・円安が修正される年だろうと私は思っておりますので、それが大幅な金利上昇を阻むことになりますので、金利は底打ちして上がりますけれども、それほど大きく上がることはならないのではないかと思っております。

為替につきましては、昨年この席でも「ここから一年半から二年ぐらい円高に行く可能性がありますが」ということで、実際に六月まで円高が進んだのですけれども、その後日本の経済、金融に対

がまた一〇兆円規模にふえてきているということでありまして、恐らく九八年ももう少しふえていくように思います。

加えて、アメリカの場合には、経常赤字が相当な規模になってくる。双子の赤字のうち、財政赤字はほとんど解消しましたけれども、もう一つの経常赤字は、さらに悪化してきているわけであり、マーケットはいずれこの辺を見始めるのではないか。逆に、それはたまらぬということで、アメリカが日本に対して内需拡大の圧力をかけてくる。この内需拡大圧力は、マーケットではイコール円高圧力という形になります。したがって、日本の内需拡大政策が打たれるだろうし、アメリカからのそういった圧力もあるといったことで、日本の景気が一応底打ちしてくる。アメリカの景気は今非常に強いわけですが、もう少し減速気味になってくる。これが二点目の理由です。

する不安から、むしろ円安になってしまいました。

ことしは、またドル安・円高という形になるのではないかと思っております。その理由は、一つには、先ほど若干触れましたけれども、まずアメリカの経常赤字がことし急増してしまうということでありまして、為替の決定要因は、各局面、局面で違っております。今は日米の金利差あるいは景気差で円安・ドル高がずっと定着してきているかと思えます。しかし、九四年から九五年にかけては、為替は金利差とは全く逆に動いていて、これは貿易収支、経常収支に視点を当てた為替相場になっておりました。

ことしは、そういった貿易収支、経常収支をマーケットは見始めると私は思っております。もちろん日本の黒字は相当ふえてきています。きょう、昨年一二月までの速報が出まして、黒字

二点目は、恐らく日米の金利差はもうちょっと縮小するか、あるいは、もしドルが安くなってきたと、アメリカは金利が上がって、他方日本の金利は底を打って、金利差を維持するということになってしまふという可能性もあると思います。それから、金利差で為替がどうのこうのという決定要因になるというのは、今まではやや薄まっております。私は思っております。

逆に、今いった点は、ニューヨークの株価を見る点では非常に重要になると思えます。つまり、ドルが少し安くなって、それが理由で金利が少し上がるような形になると、株価は上がりにくいということになってきます。

九九年一月からヨーロッパでユーロが誕生します。どうも一一カ国ぐらいが参加するようになっています。ユーロそのものは、強い通貨として誕生するか、弱い通貨として誕生するか、どうもやや

弱い通貨ではないかと思えます。しかし、ヨーロッパで比較的広い地域で流通する通貨として誕生することになります。このことは、私は外貨準備あるいは民間の外貨で多少なりとも通貨の分散が進むのではないかと思えます。今は世界の外貨準備、あるいは民間の外貨のほとんどがドルで運用されている、あるいはドルで保有されているわけです。もちろん一部金も、円、マルクもごくわずかですがあります。しかし、円、マルクより、もっと流通性のある通貨が来年一月に誕生してくるということ、ドル一辺倒だったものが多少通貨の分散が進むことになり、ドルが少し余剰になる可能性があります。

加えて、アジアの諸国が輸出をふやしてくるということ、今はまさに短期の外貨建て債を返済するときにドル不足になっていますが、これが緩和されてくるということになると、ことし後半に

がちだと思えます。私はドル不安を引き起こすことにはないと思えますが、そのリスクすら考える必要がある、どこかでソフト・ランディングさせる必要があるようにも思っております。

したがって、為替につきましては、ここへ来て日本の景気対策への前向きな発言等を受けまして、きょうの為替は一二六円台を一時見ておりますけれども、ことし前半からは、去年までのドル高・円安が修正される、もう既に始まっているといっているかもしれません、いずれにしても九八年という年は、私はドル安の年になるのではないかと思っております。

六、日本株の魅力

さきほどニューヨークの株価について若干申し上げましたが、ニューヨークの株価が大きく崩れ

はドルが余剰になってくる可能性もあります。これがアメリカに少しずつ還流していくと何が起こるかということになるわけです。そうではなくても、今のドルはロシアでも、東南アジアでも、中南米でも、ドル札がそのまま通用するぐらい、世界にばらまかれているのも事実でありまして、ある意味では、国際通貨もドルしかないがゆえに、過剰なぐらまで流通しているということがあります。

昔から、どこかでドル不安が起こってしまうのではないかと潜在的な恐怖を指摘するエコノミストはいるわけでして、ここへ来てドルは余剰世界に流通しておりますので、ユーロが誕生することでも多少なりとも外貨での通貨分散が進むことになる、そういうところにアジア諸国の輸出の回復、あるいは日本の景気の回復、マーケットの回復というようなことになると、ドルは安くなり

てしまう、いわゆる七〇〇〇ドルを大きく割ってしまうということ、アメリカで景気が後退あるいは企業収益が減益になってくる、あるいはドル不安から金利が急上昇ということがない限りは、いわゆる暴落めいたことにはならないと私は思います。

ただ、上値は非常に厳しいと思えます。もちろん一時的に何かの拍子で、この前の八二〇〇ドル強のところをちょっと抜くようなことがあるかもしれない。その可能性は少し薄いとは思いますが、いずれにしても七〇〇〇ドル台のところでの動きでして、そういう意味では、ニューヨークの株式についての投資魅力は、ことしは薄いように思います。特に、為替はやや円高ということ、やはり投資魅力は薄いといわざるを得ないと思えます。

一方で、日本の株式には今大変な投資魅力が生

じていると思っております。ついこの間まで、先行きの金融不安あるいは経済不安ということで、一万四〇〇〇円台まで行きましたが、一応ここで戻り、そして店頭株も十数%戻ってきています。一応底は入れたのかなと思っております。

もちろん、このまま一本調子に戻り相場が続いていくというのも非常に難しいと思います。今通常国会で審議されている程度の景気対策では失望感になってしまふということ、もう一度売られてしまう。追加的な景気対策、それも内容の濃いものがなければ失望を得る。日本はどうも小出しが好きなのですから、二、三月に一度、ある程度失望めいたような形で、もう一回相場が追加的な中身の濃い景気対策を要求していくというようなこともあり得るかもしれません。

しかし、そのときでも、もう追加策は何もやりませんということにはならないと思います。先ほども当然マイナスという、とんでもないことになりませんでした。

ご承知のように、東証一部上場企業の二社に—社以上が株価純資産倍率一倍以下ということで、これも極めて異例です。これは過去、七〇年以降でみてみますと、七〇年、七一年といったようなIOSショック、そしてニクソン・ショックの暴落のときに、五〇%以上の銘柄が株価純資産倍率一倍以下という状況になりました。当時は七〇%ぐらいになりましたが、それ以来のことです。それ以降は、純資産倍率一倍以下の銘柄数が二〇%以上ということはありませんでした。九五年のときも一七%ぐらいだったのではないかと思っております。ということ、純資産価値に対しても、あるいは金利との比較でも非常に割安だという形になっていきます。

今株式市場を見ますと、三%とか四%ぐらいの

どいいましたが、米国からの圧力があります。そういう意味では、この前の一万四六〇〇円台は一応底なのかなと思います。そうすると、九二年、九五年同様一万四〇〇〇円台が日経平均、ペーすでは底ということになると思います。

しかし、九二年、九五年のときの一万四〇〇〇円台に比べますと、金利が極めて低いわけでありまして、金利と比べた株価は現在には非常に安過ぎるといえると思います。長期金利と株式の益回りの差をとったイールドギャップ、あるいはその比をとったイールドレシオを見てもみますと、過去八〇年から九五年ぐらいまでは、イールドギャップは二%ぐらいが下限でありまして、それが二%のところに来ると大体株が底打ちということになっていたのですが、九五年、九六年、九七年はそれを抜けてまして、今の時点ではマイナスになっています。イールドギャップはマイナス、イールドレ

配当利回りの銘柄も相当数あります。配当利回りの市場平均が1%を上回っているわけです。私は冗談でいうのですけれども、銀行が3%でお金を貸してくれるのであれば、借りるだけ借りて、3%の配当利回りの会社の株を買う。配当で金利を払って、後は値上がりだけ待っているということだっただけじゃありませんか、もちろん、その企業が倒産しない、減配はしないということが条件になりますけれども、そういうことすら可能になっているということ、です。

今、一般の企業は二%台の調達コストで三年とか五年ぐらいの資金調達ができます。個人で三%でやれば、そういうことだっただけでいいというぐらいいかに安いのです。もちろん、銀行の一年定期預金金利は〇・二〜〇・三%ですから、市場平均でも1%以上ということ、非常に投資魅力があるということ、どう見ても安過ぎる。そうい

うことで、このところ少し売り込まれた低位株あるいは純資産倍率が非常に低い銘柄の値戻しが始まって、リターン・リバーサル的な動きが出てくる。ものによっては低位株オープンがありまして、低位株に投資する投信があるのですが、これは下値から二〇%以上も値上がりしています。わずか一週間ぐらいで二割アップというような状況になってきています。そのぐらゐ急速なリターン・リバーサルが今出ているということをございます。

一つ申し上げたいのは、もしこういった純資産倍率一倍以下の銘柄が相当数ある、何十%以上もあるというような状況を正当化するとすれば、それはアメリカの七〇年代のようなことが起こったときということでありませう。そうでない限りは、いかにも売られ過ぎということになります。

そこで、アメリカの七〇年代型と九〇年代型と

その結果、アメリカの貿易収支はずっと黒字だったのですが、六八年に黒字が激減して、七一年に戦後初めて貿易赤字に転落して、この年にドル防衛策、いわゆるニクソン・ショックが起こったわけです。それ以来延々ドル安であります。

六〇年代後半以降は、競争力が劣化した形で国際収支が悪化し、そしてクリーピングインフレといえますか、インフレが徐々に高まっていて、金利も上げ始めていく。そして、国際収支は赤字になって、競争力の劣化でさらに失業もふえ、財政赤字もふえ、金利も上昇という中で、株価がボックス圏をつくっていったわけです。このときはひどくて、ニューヨーク市場のSP500ベアスだったと思いますが、七〇年代の株価純資産倍率は一倍以下だった、〇・六倍、〇・七倍という銘柄はごろごろしていました。

いうお話をさせていただきたいと思えます。

日本の株価は九〇年に暴落して以来、昨年までで八年間完全ボックス相場を形成してきました。日経平均の一四〇〇〇円台から二万二〇〇〇円台と、かなりボックス相場が続いています。

これと同じようなことは、一九六六年に一〇〇〇ドル手前のところで高値をつけたニューヨークダウが、八二年まで一七年間、延々ボックス相場をつくる。その約半分ぐらゐの年月を日本の市場も過ぎたということになります。

アメリカで、六〇年代後半から、どうしてそういうボックス相場が続いたかというのは、六〇年代に入りまして、アメリカで徐々に産業の競争力が低下してきました、特に六〇年代後半には非常に顕著になった、ベトナム戦争の悪影響としてモラルが低下して、アメリカの企業も経済の活力が失われ、競争力が低下しました。

それは、企業の成長性に対して、ほとんど期待が喪失し、赤字企業であれば資産が減っていきまから、純資産倍率一は、むしろそれでも高いくらいですけれども、アメリカの場合、黒字企業であっても、やはり将来性への期待がなくなつて、純資産倍率が非常に低い状況が続けたということでありませう。

日本の経済がそのように競争力がなくなり、活力のない経済になる、あるいは今後もそうだろうことであれば、アメリカは一七年間続けたわけですから、日本もあと八九年続けることになるわけです。ただ、アメリカの場合には、私はデモグラフィックな要因といっていますが、日本よりも人口構成は若いのです。日本の方が今は人口構成は高齢化し、しかも、もう既に急速に高齢化社会が始まっていますから、これはもう解決のしようがない。したがって、今から五年ぐらゐで経済

が活性化しなければ、将来も競争力が低下するしかないということになってきます。そういった意味では、この九八年という年は非常に重要な年になると思います。

一連の不良債権の問題等、いろいろなツケを先送りしたことが、とうとう去年、全部一気にツケを払わされたわけです。そして、今一方で非常にいい目は、いろいろな規制緩和等を含む構造改革をやるうとしてしていることとして、当面の景気をちゃんと浮揚して、そして一方で長期の視点での構造改革をきっちり進めていけば、経済は活性化していくことになります。しかし、そのようにきっちりつないでいかなければ、六〇年代後半から七〇年代型のアメリカ経済に陥っていく可能性はある。そしてマーケットもそうになってしまうという可能性が高い。

行ったり来たりしますが、アメリカの六〇年代なるということでありまして、その大きな岐路に立っているということでございます。

私はやや楽観論者で、期待を持ちたい方ですから、九〇年代型になるような政策を打っていただけけるのではないかと思います。そういった意味でも、追加的景気対策をいろいろ加えて、早く資産再評価をし、それを自社株買いの原資にするとか、あるいは401Kプランを二年後ではなくて、すぐに導入するというような大胆な政策を実行すれば、経済も企業も株式市場も活性化するように思います。

七、今年の株価はどうなるか

次に、ことしの日本の株価でございますが、一応底入れはした。あとは景気対策次第で、二、三月に失望売りの局面が若干入る可能性もあると思

後半から七〇年代と違うのは、日本には巨額な貯蓄があるということです。そして貿易収支は、まだ史上最高に近いぐらいの黒字だということで、手は幾らでも打てる。しかし、打てる手を打たなければ、まさに七〇年代のアメリカのようになってしまいうリスクがある。その政策的な最後の転換の年が、まさにこの九八年ではないかと思っています。

九〇年代型のアメリカのマーケットは、もうご存じのとおりで、九二年以降、アメリカは長期にわたるインフレなき経済成長を続け、そして株価はずっと上がってきたわけでありまして。アメリカは当然企業も競争力を回復し、非常に活力ある経済に変わってきている。日本が、そういった即効性のある短期的な景気対策と、そして長期の視点でのそういった改革をしっかりとやっていけば、九〇年代型のアメリカの経済あるいはマーケットに

いますが、基本的には戻し相場が続いていく。むしろ、ポイントは昨年までのような極端な二極化相場、物色の跛行性がことしも続くかどうかということだと思えます。これはもう既にリターン・リバーサルが始まって、是正され始めていますが、私は基調としては是正されていく可能性は強いと思います。

それは、政策の軸足が内需拡大策に移り、やや円高になっていく可能性があるからであります。日本の経済は今まで円安に伴う輸出依存で景気が支えられ、そして輸出セクターの企業が非常によかったです。自動車、電機、その他です。ただ、その辺も銘柄が相当絞り込まれて、逆に言えば株価で脱落していくところが出てきているわけです。そういう形の極端な二極化がどんどん強まっていったわけですが、これからやや円高傾向になり、内需拡大の方に軸足が入っていくということ

であれば、当然銘柄の物色も変わってくる。今まで買われた銘柄が下がるという意味ではありませぬけれども、利益の伸び率は、今までのようなわけにはいかない。高値で持ち合うことはあり得るとしても、これがどんどん新値をとって、売られるものはさらに売られるというようなことはもうなくなつて、むしろ内需関連のところ、あるいは景気敏感というところで、売られてきたものが少しづつ是正されてくるという形になるのではないか。

特に四月以降は、低位株につきましては、売物が相当需給面で薄れてくると思われまます。どう見ても、こんな値段でどういう人が売れるのかなというような値段まで売り込まれていったわけです。一〇〇円割れの銘柄とか、一〇〇円台の銘柄とかが相当出ました。しかも純資産価値を下回る、配当利回りも三%ぐらいで信じられない数で

騰して、その後二日ぐらい押しした後また四連騰で、一応底打ちはしてきているということで、むしろことは今まで売り込まれた銘柄が、値上がり率では相当なものが期待できるのではないかと私は思っています。

一方で、国際優良株については、ニューヨークの株価の上値が重くなってくる、為替もやや円高傾向ということていくと、投資の妙味はちょっと薄れてくるのではないか。もちろん、そういうものが押してきたところは、長期の視点では買いたいということかもしれません。しかし、ことは上昇率ということていきますと、売り込まれたところに宝物がある。ただ、過去のように下がったものが全部上がるという単純なものではないと思えます。一様に売り込まれたのは素材とか内需関連のセクターが多いわけですけれども、基調的に競争が非常に厳しくなつてきています、今後も当然

す。こういう値段で売れるところは金融機関しかないわけでありまして、これはどう見ても早期是正措置に伴って、銀行がリスク資産としての株式を圧縮するために売っているというぐらいにしか、理解できない。あとは買い戻しが必要な信用売りのものというぐらいにしか考えられないわけでありまます。早期是正措置は四月以降も続きまますから、株式というリスク資産の圧縮は続くとは思いますが、規模は相当小さくなってくるということだと思ひます。

そういった意味でも、こういった低位株等について、いわゆる売り圧力が弱まってくる。それから、金融システムの安定化策や景気対策によって信用不安も薄らぐということで、極端な二極化は是正されてくるということがいえると思ひまます。

また店頭株につきましても、せんだって九日連

勝ち組、負け組が出てくるわけでありまして、そこでこの銘柄の選択は極めて重要になると思ひまます。

ただ、押しなべてそういった銘柄の中から、恐らくことしから来年、向こう一二年といつておいた方が安全かも知れませんが、何倍という値上がりをする銘柄がごろごろ出るのは自然だろうと私は思つております。したがひまして、ことしは日本株の投資チャンスの年だ、好機だと思ひつてます。実際ここへ来て海外からも、この間パートナー・ビックスが、きのうかきょうの新聞に出ていましたけれども、日本株のウエイトを今までよりも上げるとか、売り込まれてきたアジア株について、海外のストラテジストは少し組み入れを上げるような形での発言をし始めてきています。もちろん、円も少し強くなりそうだといいことになれば、外人にとっては大変な魅力で、為替の益と株

高と両方取れることになると思います。

ここまで売り込まれた中で、まだ表面化していませんけれども、どこか海外の資本が買い占めをしているような銘柄も発覚するというか、表ざたになる可能性もないわけではないと私は思います。資産価値なり何なりに注目して、どこかの株を非常に集めていたというふうなことも、つまり、そこまで日本の株は売り込まれてしまっているということ、そういったニュースも出ないとも限らないというぐらい、海外から見ると相当な魅力が出てきていると思っております。

もう一つ、アジア株についても投資タイミングを考える年だろうと思います。通貨不安から経済不安になって、今起こっているのは企業倒産です。これは、タイでも韓国でも、あるいはインドネシア等でも、通貨不安が起こったところでは、ことし前半は大変な企業倒産ブームになってくる

なっています。株価は底入れしているけれども、通貨は安くなっている。通常は株が上がれば通貨もしっかりしてくるのですが、今そこでミスマッチが生じている。ただ、これは長くは続かない。半年ぐらいではないか。逆にいえば、ことし前半は、アジアの株式に対する投資チャンスが来るのではないかと私は思っております。

したがって、ことし九八年は日本とアジアへの株式投資は積極的に考える年になるだろうと思います。そして、その他の外国株については、ニューヨークはことしは投資魅力は薄い、ヨーロッパの方が多少あるのかなと思っております。外債投資につきましても、去年相当ふえましたけれども、私はややドル高・円安の修正が進むと思っておりますので、やはり魅力はちょっと薄まると思います。

ただ、昨年申し上げましたように、長い目で見

と思います。それは、当然金融機関が資金を絞る、景気も悪くなる、あるいは企業自身で海外から資金を借りていてその返済を迫られる、いろいろな要因がありますけれども、いずれにしても、ことし前半に相当ふえてくると思います。

ただ、今のような為替レートでいけば、韓国でもタイでも輸出競争力は相当出てくるのは事実であります。タイでは輸出の回復の兆しがもう既に出始めています。そういった意味では、株価だけで見ますと、現地通貨ベースではやや株は底打ちになってきていると思います。韓国は相当下げた分、かなり埋めてきています。

ただ通貨不安は依然続いています。それはこういう事情です。証券投資ではアジアの株式市場に注目する外人が相当出てきましたけれども、しかし一方で、アジアの国々の企業や金融機関の外債繰りが厳しいわけですから、それで通貨が安く

ますと基本的には円安の方向だと思えます。例えば、一〇年債ぐらいを長期投資でお持ちになるのは非常に意味があると思います。これも申し上げたかもしれませんが、日本はこれからある程度金融資産で食っていく必要がある国です。個人もそうだと思います。ということならば、海外に投資して外貨建て資産を持つ。かつてイギリスが世界を席巻して、大変な富を得て、それを海外に投資しました。したがって、その後イギリスで起こったことは、貿易収支は真っ赤、しかし経常収支は真っ黒ということで、投資収益で貿易赤字を埋めてやってきたわけです。戦後になると、さすがにそれもだめになりましたけれども、今イギリス経済はサッチャー政権以降、また再びよみがえりつつあります。

日本の場合には、国、企業、個人とも、これだけの富を海外にある程度投資して、そして

将来長い目で投資収益を得ていく。そういった意味では、私は資産四分法をかねてからいっていましたが、いわゆる預貯金、有価証券、不動産に加えて、外貨建て資産を自分の資産の中に、あるパーセンテージしっかり組み入れる必要があるのではないか、長期の視点での海外への投資は、依然考える必要があると思っております。

しかし、いわゆるリターンということであれば、ことはやはり日本株ではないか、それから、タイミングを見たアジア株に大変な投資チャンスがあるように私は思っております。

いろいろな点を幾つも取り上げながらお話ししましたけれども、時間が来たようですので、これで私のお話を終わらせていただきます。

どうもありがとうございます。(拍手)

小山理事長 大体予定された時間に来ましたので、これで本日の講演を終わります。

(たなべ たかのり)

野村アセット・マネジメント投信(株)専務取締役

(本稿は、平成一〇年一月二日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)