

今年の株式市場を見る

田邊孝則

小山理事長 定刻になりましたので、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も名の高い野村アセット・マネジメント投信株式会社の田邊孝則専務さんです。田邊さんには、昨年もこの講演会の講師をお願いしていますし、高名な方ですからご存じの方が多くと思いますが、恒例ですので、ご経歴等を簡単に紹介いたします。

田邊さんは、昭和四八年に東京工業大学大学院の修士課程を修了して、野村総合研究所にお入りになり、投資調査部長等をお務めになった後、東京海上MC投資顧問の副社長、副会長を経て、平成七年六月に、野村投信委託の専務取締役就任されておられます。野

村投信委託は、その後野村投資顧問と合併して、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る実力者で、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、よろしくお願いたします。

一、後手にまわった昨年の政策

ただいまご紹介にあずかりました田邊でございます。

今ご紹介にもありましたように、昨年一月二二日に、やはりこの場でお話をさせていただいてます。たまたま「証券レビュー」という小冊子を日本証券経済研究所でおつくりになっていて、昨年はどういう話をしたのかなと見ておりましたら、なかなか難しい年だったという印象です。マーケットの方も、株価、為替、金利等も大きな変化がありました。

昨年一月にどういってお話をしたかといいますが、もう既に景気に対して相当危惧の念が出ておりまして、私自身も九八年を見るとときには、一つは景気対策がどれだけ打たれるか、いわゆる財政

再建優先策からどれだけ転換できるかということ

が一つ、もう一つは、いうまでもなく、不良債権、金融システム不安の解消にどう取り組むか、この二つがポイントですという話をしておりまして、この二つに対して、しっかりした政策を打てば、緩やかな回復に戻れるのではないだろうか、ただそれでも、恐らく一％に満たない成長率かなという話をしていました。

実際その後、ご承知のように、三月に資本注入が一回ありました。しかし、残念ながら、今日金融監督庁、金融再生委員会がやっているような相対本格的なものではなくて、やや中途半端な形になりました、それでは、邦銀のクレジットの回復、金融システム不安の解消にはとても至らないという状況になりました。

四月には、一六兆七〇〇億の経済対策が打ち出されました。これは相当大きな経済対策だったクレジットが、八月ぐらいから相当悪化して、格付の引下げ、はたまた日本の国債のネガティブウオッチという不名誉なところまでいってしまっただ。まさに参院選の後、金融に関するいろんな法案等が混迷をしたということで、内外に、日本の政策遂行能力に対する不信任感を決定づけるぐらいの事態になった。

その結果、八月の終わりからは、海外での株価の下落もあるのですが、日本でも株価が急落することがありましたし、また、八月にかけて円安が加速されて、一四七円台まで円が売られてしまっただ。景気についていえば、九七年の一〇―一二月から昨年の七―九までですが、4四半期連続マイナス成長という戦後最悪の不名誉な状況にもなっていましたということです。

株価は、昨年の一年をたどれば、一月二二日に一万四〇〇〇円台まで急落した後、一連のPKO

と思います。残念ながら、その実行が遅れてしまった。いわゆる地方財政の悪化等もありまして、公共投資が動き出したのは九月ぐらいからでありまして、なかなか効果が出ないという状況で、いわゆる金融システム不安あるいは景気の浮揚のための対策が、やや小出しあるいは例によって遅れ遅れという形になってしまったということだと思えます。

そういったことで、七月の参院選で自民党は大変な敗北をいたしまして、政権交代に追い込まれた。そしてその後も混乱が続きました、与野党の力関係の変化もあって、金融システムの安定化策、いわゆる金融再生三法等、あるいは具体的な例でいえば、特に長銀の処理がたなぎらしになるような形になって、金融システムについての不安が、解消どころではなくて、むしろより不安な状態になっていった。そういうことで、特に邦銀の

あるいは景気対策等の期待を受けて、三月上旬には一万七〇〇〇円台に戻すのですが、その後、なかなかこれという政策がなくて、七月ぐらいまで一万六〇〇〇円台で推移して、八月下旬から急落して、ご承知のように、一〇月九日には一万三〇〇〇円割れということになりました。

一方で、債券は相当買われまして、九月に、指標銘柄利回りで〇・六%台まで下落した。昨年年初ぐらいは一・八%ぐらいで、当時は、まさに人類史上最低金利が出るかどうかというのが一つの話題になっていたぐらいでしたが、私も確認はしていませんが、中世のジェノバで、その昔一・二五%という超低金利が出たということで、本当にそこまで行くのかと思っていたのですけれども、あれよあれよという間にそれを下回って、一%も下回って〇・六%台まで行ってしまった。もちろん、それ以前に、九五年九月から公定歩合が

になりましたし、それ以前に、先ほど申し上げましたように、残念ながら、日本の国債が、今なお世界最大の債権国であるわけでありますけれども、それにもかかわらずネガティブウォッチに入って、ダウングレードの率が出ているところまで追い込まれている。振り返れば、昨年のごころは期待もあったのが、すべて後手後手に回って、大変な年になったということだと思えます。

そういう中で、したがって私自身、景気につきましては、金融と経済対策次第ということで、前半まで期待できたのですが、その後は、そういった後手後手に回って、結局経済は回復しなかったということです。

為替についてどういうコメントをしていたのかといいますと、九八年はドル安リスクがありますといっています、理由は、最近マスコミが大分

〇・五%でありまして、これも先進国の中では、いわゆる大恐慌のときでもアメリカでは一%までしか公定歩合が下がりませんでしたので、その半分の〇・五%まで下がって、延々続いているという超低金利です。いずれにしても、そんなことが起こりました。

結局まとめてみますと、いろいろな金融あるいは景気に対する政策が、後手後手、小出しに回って、最後は政権の交代まで行って、内外での不信感を相当決定づけて、円は売られ、株価は急落した。しかし、ただ一つ、決定的に日本が売られることはなく、債券はむしろ買われた。フライト・ツー・クオリティーというのか、そこでは辛うじて日本のクレジットは残っていたということもいえないのではないのですが、しかしながら、その後、日本が本気で積極財政を行うときには、むしろ金利が上がるという形の副作用が結構強く出るよう

書いてきましたけれども、アメリカの貿易・経常赤字がうんと拡大する、もちろん史上最悪になる、それから、九九年一月からユーロが誕生してくるので、ドルの需給バランスが秋ぐらいから少し崩れてくるんじゃないか、あるいは、アメリカの経済についても、結局は減速はしなかったのですけれども、少し減速してくるリスクもありますということ、九八年はドル安のリスクがあるんじゃないでしょうかといっています。

株価についていいますと、米国株には高値のリスクがあり、それを絶えず念頭に入れておく必要があるのではないのでしょうかということで、七月に九三〇〇ドル台まで上がった後、急落しまして、八月の終わりには七五〇〇ドル台前半まで下落しました。ただ、その後利下げを好感しまして、再度上昇して、ご承知のように、ことしの年明け早々の一月八日には、九六〇〇ドル台まで上

げてきましたが、また最近やや調整ということになりました。したがって、高値リスクはあったのですが、結局米国の株価は一応戻した形になっています。

もう一つ、アジア株については、九八年は投資チャンスがあるのではないのでしょうかということ、前半は経済が相当悪いのですけれども、逆にそこが買い場になるかもしれませんみたいな話をしています、これを振り返ってみますと、特に韓国とタイに注目したいということをし申し上げたのですが、昨年後半には為替が安定化してきました、株価も秋には底打ちして、年末に向けてかなり急上昇してきました。この辺は、一応コメントしたとおりの動きになっていたのかなと思っております。

もう一つ、トピックスめいたことで、私は、資産再評価を景気対策、金融対策としてかなり本格

的なものをやるべきだといったのですが、自民党は、昨年の三月末に向けて、中途半端な資産再評価を銀行等に認めた。

いずれにしても、非常に中途半端な政策が、後には日本の経済をより悪化させてきたというのが昨年の形ではなかったかと思っております。

二、漸く回復の芽の出た経済

前置きはそのぐらいにしまして、それを踏まえ、ことしをどう見るかということになると思っています。

まず、足元の日本経済についての見方からご紹介したいと思います。これは、もちろん私の勝手な見方ですので、何かのご参考までということと聞いていただきたいと思います。

今の景気状況はまことによくない、非常に不安

定な経済だといえると思います。この経済が回復するかどうかということですが、これはいつにかかって現在小沢政権が進めている政策にかかっているということだと思います。政策は大きく二つありまして、一つは、金融システム安定化のための政策、具体的には、現在金融監督庁、金融再生委員会が相当本気になって取り組みを始めた資本注入、当然これに絡んで、いろんな銀行の再編ということがあります。不良債権の処理を三月までに大体終わらせます、大手行についてはやっしまうというマスコミ報道も最近では流れています、これをかなり抜本的にやっていますと、日本の経済の重い足かせになっていた金融システムに対する不安も、四―六月以降は少し緩和して、期待も持てるようになるのではないかと思えます。

さはさりながら、恐らく貸し渋りはなくならな

い。銀行は、自分の財務の健全性を考えれば、融資に対しても健全性を求めるわけで、優良な借り手には積極的に貸していきますけれども、不良といえますか、余り好ましくない借り手には、資金を相当絞っていくということがあると思います。したがって、公的資金を入れたからといって、今の信用収縮がなくなるわけではありません、一段の信用収縮はなくなるかもしれませんが、貸し渋りという状況は依然続いていくように思います。しかしながら、金融システムに対する不安が少し緩和されてくるということであれば、今までが非常に悪過ぎましたので、経済の回復にはもちろんプラスになります。

もう一つの政策は、積極財政による景気浮揚でありまして、これも昨年の一月に、二四兆円ぐらゐの緊急経済対策を打ち出しまして、相当積極果敢にやり出してきていると思います。この二つ

の、資本注入を柱とした、あるいは金融の再編まで頭に入れた金融機関への政策、そして積極財政によって、景気浮揚を図ろうということだと思えます。

しかしながら、長期金利の上昇、円高といった副作用も実は生じているということでありまして、いかえますと、財政に余裕はかなりなくなってきたことも事実であります。先進国の中では最悪の財政赤字を抱えているわけで、財政支出を拡大しようとはしますと、どうしても国債の増発となり、それが国債の需給関係を圧迫する、あるいは、民間での資金の需給をかなりタイトにするといったことで、長期金利が上がるといった副作用が現在出ています。それを受けて、円高といった副作用も出ている。もちろん、これは円高というよりも、一方でドル安という側面もあるわけですが、いずれにしても、この二つの副作用は

出ていると思えます。

この点につきまして、日本のエコノミストの多くは、こういった副作用の結果、小渕政権の積極財政をやったとしても、景気はなかなか浮揚しないのではないかという見方が多いように思えます。新聞報道あるいはいろんな雑誌等で見ても、ほとんどのエコノミストは相当悲観的な見方を現在持っているように思えます。

これにつきましては、私はちょっと違う見方をしております、副作用は確かに起こっています。長期金利は、債券主要銘柄利回りで、この前は二%をちょっと超えたところになりましたが、その後少し下がりました、今一・七%台でございます。昨年秋季の〇・六%という水準が異常な超低金利でありまして、これはまさに債券バブルといってもいいぐらいの水準であるということだと思います。

今年の株式市場を見る

二%の長期金利の水準は、経済を圧迫するほどの異常に高い金利かというところ、決してそうではないということがいえます。すなわち、過去の日本の長期の実質金利は大体二・五%ぐらいあるのが普通でした。現在インフレ率は〇%より若干マイナスでありますから、それでいきましたも、実質金利二・五%が一つの目安と考えれば、二%の長期金利は、過去と比べると普通の水準に戻ったということがいえます。むしろ異常な超低金利になれ過ぎてしまった結果、つまり、異常なことが常態化してきて当たり前のように思った結果、金利が急騰あるいは債券が急落したことで、経済に対して相当悲観的に見ているような感じを私は受けております。今の金利水準は、むしろノーマルな水準に戻ったという認識を私自身は持っているわけでありませう。

それから、もう一つ、円高という副作用ですけ

れども、それが外需のマイナス効果を生んで、日本の経済活動に結構マイナスになるわけですから、でも、では、今の一一〇円ぐらいの円レートは、日本の輸出にそれほどダメージを与えるかというところ、かなり首を傾げざるを得ない。昨年の春ぐらいの時点での日本の企業の輸出採算レートは、約一一〇円です。恐らく今輸出採算レートはもうちょっと下がっているんじゃないかと思えますが、この辺は、試算をきっちりしないといけないのですが、そういうところから見えてきますと、一一〇円絡みであれば、それによって輸出が大打撃を受けるようなことはちょっと考えにくいということがいえます。

無論、一三〇円、一四〇円の円レートのときに、輸出企業の収益が相当よくなった、その分がはげるといふことの利益面への圧迫はありますけれども、しかし、一一〇円になったら、輸出が、

今数量ベースで少し減ってきていますけれども、それが一気呵成、加速的にさらに縮小していくということはちょっと考えにくいと思います。今の時点でいえば、そういった意味では、積極財政による景気浮揚は、そういった副作用があったとしてもそれを吸収して、景気にはプラスに働くように私は思います。

ちなみに、今私自身は、経済の回復の芽は実際にあるように思っております。まだ非常に小さな芽ですけれども、少しご紹介したいと思います。

例えば、私がいつも見えています経済指標は、鉱工業生産の前年比の伸び率でありまして、これはいきますと、昨年五月は前年比マイナス一％ということでしたが、昨年の一二月ぐらいには、前年比で五％台のマイナスまで縮小してきています。つまり、鉱工業生産の前年比の落ち込みは縮小し始めてきているということです。もちろんマ

在庫調整の幅としては、八〇年以降でいいますと、大体五〜六％ぐらいのところ、在庫の下落のピークでありまして、今はほぼそれに近い水準まで来ているということになります。したがって、出荷は非常に落ち込んでいます。出荷の落ち込みが多少軽くなっていますと、在庫率もかなり縮小していくという期待が持てます。

在庫の伸びと出荷の伸びから在庫循環というグラフをエコノミストはよく使いますが、それは反時計回りに回って、在庫調整が進んでいくこととなります。それでいきますと、今は在庫調整の最終局面にあるという形になっています。今、反時計回りの第三象限、左下の位置に来ておりまして、在庫調整は最終局面に近いところにあるといえると思います。したがって、在庫率で見ると高いように見えるのですが、水準そのもので見ると、在庫調整は進んできているといえると思

イナスゾーンですから、これをもって景気がプラスになったとはいえませんが、少なくとも経済がどんどん加速的に悪化する局面はもう終わったというところで、むしろ底ばいの形になってきているということがいえると思います。

それから、在庫でございますけれども、在庫率は一一％ぐらいで、まだかなり高い水準にありまして、なかなか在庫調整が進んでいないと見ることもできます。しかし、これは出荷がものすごく落ちた結果、在庫と出荷を比較したものである。在庫率は結構高めにしているわけですが、在庫調整そのもの、つまり、在庫の水準そのものは、前年比で昨年の夏場ぐらいからもうマイナスになってきています。直近では、前年比で四％ぐらいのマイナスになってきているということ、在庫調整はそれなりに進んできているということがあります。

ます。

次に、消費ですけれども、やはり減税の効果がありまして、可処分所得がプラスになってきているということでもあります。所得・雇用関係は非常に厳しい状況でございます。しかし、減税の効果がありません。昨年の夏場から可処分所得は前年比プラスになっています。もちろんその後、年末にかけて減税の効果は薄れますので、前年比でまたマイナスということもあると思いますが、ことしになって、また減税が行われるわけで、そういった意味では、所得のレベルと可処分所得ではちょっと見方を変えた方がいい。いわゆる減税の効果が出てくるということでもあります。

可処分所得の落ち込みがなくなってきた効果、あるいはむしろ前年比若干のプラスになったという効果もあって、昨年一〇月には、実質消費支出は前年比プラスになりました。このまま定着すると

は思いませんけれども、それまでずっとマイナスであった実質消費支出が、昨年一〇月にはプラスになったということがあります。もちろん今後の消費につきましても、最近家電製品なんかは前年比プラスになってきているような報告も出ております。そういった意味で、あながちどんどん落ち込んでいっているところではない、消費についても底に届いているということがいえると思います。

これに對しまして、まだ相当深い経済の重みになってきているのは、設備投資調整であります。これにつきましましては、現在GDPギャップで約四〇兆円ぐらいあるうと思ひまして、資本支出面での調整が相当必要だと思ひます。そのため、企業は設備投資を相当圧縮していきまして、九八年度の設備投資は、前年比で大体一五%前後ぐらい落ち込む。マクロの予想は大体そんなところに収斂していると思ひます。そういった意味では、相当な設

備投資の圧縮は少し緩和されてくると思ひます。

もちろんそれより強いファクターとしては、企業収益が増加に転ずることがもう一つ重要であります。これにつきましましては、今企業が本気で相当リストラをやり始めました。昨年の一つの話題は、日立製作所が大赤字になる、あの日立がかとということなんです。それを受けまして、日立製作所も本気でリストラを始めた。もちろんその他の大企業も横並びで、本気でリストラチャリングをやり始めた。人員の整理、事業の再構築、いろんなことを今やる。

これは当然経済に大きくマイナスになります。しかしながら、それによって損益分岐点が下がっていきまして、この効果が企業収益面にいつ発現されてくるかがこれから大きな焦点になります。今のところは経済にはマイナス、企業収益にも、実体経済がどんどん悪化していますから、マイナ

備投資調整を今やっているということです。

これが当然九九年度も続くわけですが、大方の見方は、九九年度の設備投資は、大体マイナス一けた台後半に集中しています。そういった意味では、設備投資の下落による足の引っ張り方は、ことしよりは少し小さくなっていくといえます。さはさりながら、設備投資はまだ足を引っ張るわけですが、私どもの調べでいきますと、設備投資の前年比の伸び率は今は下落しているわけですが、資本ストックと設備投資の比率を見た、先ほどの在庫循環的なグラフを描いてみますと、今の日本の企業がとっている設備投資行動は、大体ゼロ成長ぐらいを前提としているということです。つまり、日本の今後の長期の経済はゼロ成長が続いていくということを前提として、今設備投資行動を行っているということでもあります。逆にいえば、これが少しでもプラスの方向に見えてくれば、設

スでありますけれども、私どもの試算では、九九年度下期には、損益分岐点が今よりも数ポイントぐらいい下がりそうだと、それでいきますと、下期は前年比で増益に転じてくる可能性が高いという試算を出しております。これは、マクロの経済見通しを前提として、利益は法人企業統計ベースということになりましたが、下期からプラスに転ずる可能性があるということです。

野村、日興、大和の大手の調査機関の業績予想は、昨年一二月に発表されておりますが、その九九年度の見通しは、一年以上先のことですから、なかなか当たったり外れたりという世界でございますが、九九年度の二〇%強の経常減益に對しまして、一けた台半ばぐらいからやや後半の増益を予想しています。上期は、前年比で減益ですが、下期は前年比増益に転ずるということで、これとやや符合する形になっております。

そこで、私どもの予想するような、九九年下の下期に企業収益が増益に転ずるかどうかをどういう指標で見たらいいかというのを、一つ紹介しますと、通常でいけば、九八年度、そして九九年度も、今の大方の経済見通しでは、名目の成長率がマイナス予想になっています。すなわち、九九年度も減収が当たり前だということになります。若干の減収です。そういった売上げが伸びない中で、増益に転じている企業があるとすれば、それは当然リストラクチャリングの効果といえます。そういうものが、この九九年度上期ぐらいから少しずつ散見されてくるようだと、下期には、全産業平均みたいなどころでも増益に転じてくると思います。

既に、この九八年度の下期に減収ながら増益に転ずる企業も、数は余りありませんが、散見されるようになってきております。株式市場でいえ

費が牽引して経済がどんどんよくなるわけではありませんので、むしろ設備投資の足の引っ張りを何で埋めるかということで、それは積極財政ではない。いわゆる公共事業で埋めるしかないという意味であります。今打ち出しています一連の経済対策の効果がどの程度出てくるかということ、今後の日本経済が本当に回復するかどうかの一番のポイントになります。いいかえますと、設備投資等の民需が少し回復の方向に向かうまで、公共事業でいかにつなげるかということが大きな課題だということになります。

これにつきましては、昨年四月の一六兆七〇〇億円の経済対策の効果が結局遅れたのですが、九月ぐらいから公共投資として少し出てきてまいりまして、一〇―一二期に相当出てくると思えます。多くのエコノミストの予想は、一〇―一二期は、七―九月比マイナスというのが多いと思

ば、実はそれを受けて相当上がった銘柄が幾つかあるわけですが、一つは、トステムが代表です。相当なリストラをやりまして、固定費の削減、それから変動費比率の削減をやりまして、その結果、収益の大幅な回復に転じ、株価が昨年の秋ぐらいから急騰したということがあります。こういう企業が今後少ずつ出てくるとすれば、今申し上げたように、九九年度の下期は、リストラ効果によって、前年比増益という可能性が見えてくる。となれば、設備投資の減少が、下期から一気にプラスというわけにはいきませんが、縮小幅が相当小さくなっていくということがいえると思います。

三、民需への橋渡しとしての財政

このように消費はやや底打ちきみ、しかし、消費ですが、私は、ひょっとするとゼロか、前期比でプラスになる可能性もないわけではないと思います。その後、昨年末に二四兆円からの経済対策を追加いたしました。これが早く動いてくれれば、この一―三月から期待できるのですが、これはちょっと遅れそうでありまして、この効果は多分四―六月になってしまうのではないかと。そうすると、四半期の成長率でいきますと、この一―三月はまた前期比で少しマイナスになる、あるいはマイナス幅が大きくなるのかなと思えますが、四月―六月からは、二四兆円の対策の効果で、前期比では少しプラスになってくる可能性が強いように思えます。

すなわち、九七年の一〇―一二月から連続してマイナス成長を続けた四半期の成長率が、ことは、これが継続するかどうかは別として、プラス

に転ずる四半期が出てくる。少なくとも四一六月ぐらいには遅くとも出るし、ひょっとしたら一〇一二月にも出るかもしれないというぐあいに、今までとはトレンドがちょっと変わってきているといえると思います。

小渕政権は、これも私は相当本気だなど思うのは、七月に政権が誕生すると同時に、向こう一年内の経済回復に内閣の命運をかけますとはっきりいっているわけです。そして、最近におきましては、もう一步踏み込みまして、九九年度プラス成長にしますというのを公約しているわけです。この間、テレビを見ていましたら、政府の広報センターの宣伝まで出ていまして、ごらんになっている方がおられると思いますが、歯車が幾つかある宣伝が出ていまして、「いよいよ動き出します。緊急経済対策」というので、宣伝までやり出した。これは、本当に本気で取り組んでいるとい

集中しております。この前提は、昨年打ち出された緊急経済対策、プラス今通常国会で議論されている当初予算に加えて、九九年度中に真水で二、三兆円ぐらいの追加策をやるだろう、ということとで予想しているところが多いわけです。

しかし、その範囲であれば、確かにプラス成長にはならないのですが、もし今の九九年度当初予算ベースに加え公共投資をさらに真水で七兆円追加しますと、これはゼロ・プラス・アルファに転ずるぐらいの数字になってまいります。そういった意味では、二、三兆円じゃなくて、七兆円の財政支出の拡大は真水でやれないのかというと、これぐらいいは、いかに日本の財政が厳しくてもやり得ます。そういった意味では、小渕政権は相当腰が入って、それに内閣の命運をかけているわけですから、恐らく積極財政は九九年度に入っても続けるだろうと私は思うし、経済が思わしく回復し

うことだと思えます。

もちろんそれに対して、評価は今のところ非常に低いということがいえます。しかしながら、では、小渕政権がいう九九年度のプラス成長の可能性はないのか、プラス〇・五%という数字もいっているわけですが、これも芽はないのかというと、計算してみますと、結構芽はあるのです。といいますのは、九八年度の経済成長率は、多分大体マイナス二・五%ぐらいというのが大方の見方です。これでいきますと、九九年度に履くげたは、もちろんマイナスのげたを履いて入っていくのですが、大体マイナス〇・七%ぐらいのげたになります。それを埋めて、若干プラスになればプラス成長になるということでもあります。

日経が一、二週間前に集計した日本の経済予想機関の九九年度の成長率見通しは、マイナス〇・五%からマイナス〇・七%ぐらいのところ大体なければ、真水七兆円ぐらいはやるのではないかと。そうすると、これはプラス成長の芽が出てくるということになります。

もちろん選択肢としては、思い切って、昔でいえば、非常手段で日銀の国債引き受けとか、あるいは今度自連携いたしましたので、自由党が以前にいました消費税の一時凍結といったことも、ありうると思います。そういった意味では、まだまだ政策の自由度はかなり小さくはなっても、やり得る政策はあると思っております。

そういった効果で、九九年度は、前半に一たんは景気は浮揚するような形になると思います。ただ、問題はその持続性がむしろポイントになると思います。いつまでも財政支出に頼るわけにはもちろんいかないわけで、いろんな規制緩和等を含めた構造改善策、しかし、それよりも何よりも企業のリストラがいつ効果が出てくるかが、むしろ

焦点だと思っただけで、うまく九九年度下期ぐらいから企業にその効果が出てくるようですと、その下期までずっと財政等でつないでいけば、経済がある程度回復軌道に乗っていく芽もないわけではないと思っております。

財政政策につきましては、その効果について相当批判的なエコノミストが多く、例えば、バブル崩壊後、九二年の八月から経済対策が打ち出されてきたわけですが、それについて、ほとんど効果がなかったようなことをおっしゃるエコノミストが多い。しかし、これは大間違いで、それは数字上出ているわけです。ちなみに、事業規模で一〇兆円からの大きな経済対策を打ち出しますと、先ほどいきました鉱工業生産の前年比の下落率はとまるのです、そして、むしろ縮小し始めていきま、さらに追加的に経済対策を打っていけば、当然プラスゾーンの生産の伸びに変わってくる。

す。したがって、私はそれなりの効果が一時は出てくるだろうと思っております。あとは、企業のリストラの効果の発現というところにかにつなげていけるかというのが、持続的な経済回復に至るかどうかのポイントになるのではないかと思っております。

四、進むか金融再編

もう一つ、経済対策のほかに、若干前後しますが、金融システムの安定も当然不可欠であります。今般の金融再生委員会あるいは金融監督庁等の政府がやっている資本注入を中心として、これで金融システムが安定化するのということであり、これは、これにつきましても、かなり慎重な見方も多いようではありますが、しかし、最近のマスコミ報道を見るように、相当本腰を入れて、早期の

特に経済対策の効果が非常に大きく出たのは、

九五年九月、公定歩合を〇・五％に下げ、そして、このときにたしか一四兆二〇〇億円の対策を打ちました。この結果何が起こったかといえますと、円安が加わったこともあるのですけれども、九五年年度の経済成長率は三％に上がってしまった。九六年度は四・四％の成長になった。完全に三％台の成長軌道に戻ったのです。それが、九七年度マイナス〇・四％に急落したのは、まさに橋本政権が消費税を上げたり、社会保険料を上げたりということで、一〇兆五〇〇億ぐらいの経済マイナスの対策を打ったからです。その結果、経済が急速に悪化してしまったわけであります。

今小渕政権はむしろ逆で、景気を浮揚するための政策を一生懸命やっているという意味で、その規模としては相当なものだということがありま

処理に取りかかっているといえると思えます。正直申し上げまして、私は自分で考えていた以上に、銀行の再編がどうもどんどん進んでいきそうな感じがしております。

そんな感じを持ちますのは、こういうことでもあります。恐らく今の政策当局は、残す銀行と整理統合する銀行をほとんど決めてしまっているように思えます。そして、恐らく相当腹をくくって、まして、国際金融業務で残れる銀行は四、五行あれば十分、最低三行ぐらいあればいいのではないかとこのことだと思えます。残りは国内行として残して、整理統合を続けていくということだと思えます。とりあえず大手行からやる。大手は一七行ありますけれども、これについての財務内容は、株式を低価法で評価してみたり、それから、いわゆる第二分類等の不良債権の評価をどうするかということを見ますと、資本注入を相当しない

と、きわどいところにあるのも私は事実だと思えます。

第二分類債権については、欧米並みの一五%を引き当てる、きょうちよっと新聞を見ていましたら、やはり一五%ぐらいという話も出ていたようですが、それまでは、私が聞いています監督庁等の考え方は、銀行によりまして違いますが、せいぜい一〇%ぐらいまでというニュアンスだったように思いますが、むしろそれよりもうちよっと多めのところを要求するような感じであります。

仮に欧米並みの一五%を引き当て、そして日経平均が一万二〇〇〇円という前提で評価しますと、大体大手一七行の約七割方が実質債務超過になってしまふ。一万三〇〇〇円ですと、もう少し少なくなるのですが、それでも大手行の中でも少なからぬ銀行が実質債務超過という状態だと思っています。やはりこれを埋めて、BISの八%以

上をクリアするには、大手行の場合には、特に上位行の場合には、恐らく八〇〇〇億円から一兆円ぐらいの資本の追加が必要になる。これをいわゆる増資等による自己調達と公的資金とで合わせて埋めていくことになると思います。そのぐらいの金額が必要だということです。

最初は大きいところでも大体五〇〇〇億円ぐらいというところだったのですが、最近相当上積み政策当局に求められると同時に、銀行自体も相当上積みを覚悟してきているということです。そういう意味では、それぐらいの金額を、自己調達あるいは公的資金で入れますと、財務内容的には相当健全化してくるといえると思います。しかし、そこまで資本注人ができないところについては、恐らく国内行として残して、整理統合していくということだと思えます。

とんど大手行についてはどういう形になるか見えてくるのではないか。むしろ、今はそれより前倒し的にやっているという印象が私は強い。九九年度に入ってから、次の焦点は地銀以下ということになり、その整理統合を相当進めていくのではないか。現在地銀以下には検査が入っているように思えます。昨年の秋まで大手行の検査をして、その上で、どう対応していくかという政策を決めたわけですが、今まさに大手行に次いで動いてきている。そうすると、意外に一年、二年もぐずぐずしているのではなくて、向こう半年か夏場ぐらいまで、この金融の再編等についても相当見えてくるように私は思います。そうなれば、それに合わせて、金融システムの不安も少しづつ緩和してくるようになっておきます。

もう一つ、生保の問題もこれから出てくると思いますが、今の政策当局の考え方は、早期に抜本

的な解決をしていくという方針で、ようやく動き出したという印象を持っております。そうした意味では、こういった財政を中心とする経済対策と、それからいわゆる金融に対する対策が、ようやく両輪でかみ合い始めるということが期待できるのではないかと考えています。

その辺については、恐らく四一六月には方向がはっきりすると思います。もしそれが成功しない場合には、まさにハードランディング・シナリオということですが。財政にも余裕はありませんし、金融政策はもって余裕がないということで、今一連の金融あるいは景気に対する政策の効果が出ず、最終的には消費税の一時凍結を含めても効果が出ない場合には、完全に日本経済のハードランディング、破綻シナリオの方に行ってしまうという事です。

今はまさに崖っぷちに立っている。どちらに行

くか。極端にいえば、小淵政権はとり得る最終、最大の施策を今打ち出した。その政策は、どうも戦略的、体系的に練られてやられているとは思えませんが、思いつきを寄せ集めたという感じがしないではないのですが、しかし、ようやく相当な決意を持ってやり出したということは事実だと思えますので、この政策が成功しない場合には、完全に残った道はハードランディングしかない。日本には、それをさらに新しい政策でソフトランディングに持っていくような余裕はもうないということ、まさに崖っぷち、大きな岐路に立っている。しかし、私は、この政策は、民間の多くのエコノミストが悲観するほどのことではなくて、それが効果を上げるのではないかという期待を持っております。

て好調ということ。また、財政も大黒字ということで、日本とは全然違ふということになってきます。

しかし他方、幾つかの点で相当警戒信号がもっているのも事実です。ちなみに、景気の代表指標である鉱工業生産の前年比の伸びで見ますと、昨年の六%を超えるようなところから、年末ぐらには一%強ぐらいのところまで、急速に低下しています。つまり、生産ベースで見ると、明らかに景気は相当減速しているということがございます。

また、物価は極めて安定といえますか、生産者価格は前年比マイナスゾーンにあるわけですが、これは、見方によれば、企業収益はかなりマイナスになることとなります。つまり、海外からの安値の輸入品あるいはドル高の効果でインフレが抑えられ、生産者価格はマイナスになっているので

五、米国リスク——ニューヨーク株下落とドル安

次に、マーケットを考えると、海外の経済についても触れなくてははいけません。ことし、九年の場合、最大のリスクは、米国リスクだと思えます。申し上げるまでもなく、ブラジルに端を発して、米国のマーケットに対する危惧が出ております。足元の米国経済は極めて好調であり、個人の消費は、実質ベースで見ますと、伸び率では、九〇年以降で年末にかけて最大の伸びになってきています。本当に好調です。住宅の着工件数も、九〇年以降では最大規模になっています。極めて絶好調というぐらになる。一応減速ということはありますが、少なくとも消費あるいは個人の住宅といった個人ベースでは、極めて

すが、生産の数量が減速し、単価である生産者価格が前年比若干マイナスになると、企業の売り上げがほとんど伸びないこととなります。

それでいて、米国の賃金は、昨年は一昨年比で四%台の上昇率となり、最近ちょっと下がっています。それでも三・五%前後です。つまり、売り上げが非常に伸びにくい中で、賃金だけが上がっていることになりました。これは当然企業収益の圧迫要因になって、昨年の七月九月は前年比で減益になりました。一〇—二月は、前年同期が余り思わしくなかったこともありまして、一応増益にはなると思いますが、この一—三月、四月にかけては、また前年比で減益の方向に行く可能性が私が高いと思っております。

そして、消費等を見ると、一番のポイント、これも多くの識者が指摘されているように、アメリカの個人貯蓄率がとうとうゼロ%になって

しまうということですが、アメリカ経済の最大の問題は、過去から過剰消費体質だということであり、日本経済の最大の問題は何か。それは過剰貯蓄体質です。貯金ばかりして、金を使わないから景気が悪くなるということですが、アメリカはほとんど使っているということですが、個人の貯蓄率が〇%ということは、昔の日本でいいますと、「宵越しの金は持たない」というところまで来てしまったということですが、もらった給料は全部使っていることになりました。

加えまして、一部では、401Kプラン等の年金資産を担保にしてまで金を使っているということともいわれています。このように貯蓄率をゼロ%まで持ってきているのは、まさに株高効果でありまして、金融資産がふえていることに依拠していると思います。しかし、逆に、一たん株価が下落するようなことになって、それが昨年の秋のよ

この辺も、アメリカの企業収益、マクロのアメリカ経済に相当圧迫要因になってくるといえます。というようなことで、今景気面では足元が極めて好調ですが、結構危惧する要因は出てきたという事です。それから、もちろんアメリカの経済が本場に減速、あるいは悪化してくるようになること、株安というリスクが出てくるわけですが、もう一つ、ドルにつきましても、経済が今まで好調だった、株価もよかったということでした。しっかりといたのが、やはりマイナスになります。

特にここからの焦点は、最近相当報道がされていますように、アメリカの経常赤字の大ききさであります。これは、昨年のこの場でも、アメリカは九八年、過去最大の赤字になってしまふ、恐らく今は金利差だけで為替が決まるように見えているけれども、いずれは貿易収支、あるいはそれを広げて、アメリカの対外純債務の大ききに市場の焦

うに一時的なものであればいいのですが、やや長期的な下落あるいは値下がりした後なかなか戻らないということになってきますと、意外と早い時期に、アメリカ経済に消費面からかなりマイナス効果が出てくるリスクがあるということであり、そういう意味では、株価の動向によって、相当アメリカの経済は影響を受ける。

もう一つは、やはり中南米の問題でありまして、ブラジル、アルゼンチンについては、既に生産は前年比ではマイナスでありまして、それにブラジルでは財政問題、通貨不安、さらにはそれによって金利まで上げてしまいましたから、より景気を悪化させますので、中南米、特にブラジル経済は相当な不況に入っていくと思います。多分これは、周辺の中南米諸国にも影響、波及していくと思いますので、アメリカの「裏庭」といわれている中南米経済は、ことしは相当危惧されます。

点、為替の焦点が行く可能性もありますということとを申し上げて、九八年にはドル安のリスクがありますということを申し上げましたが、それが今一段とひどくなって、悪化しております。

アメリカの経常赤字の過去の最大は、八七年の一六八〇億ドルで、これが一たん改善した後、また九七年に一六六〇億ドルまで達しました。昨年は、二二〇〇〜二三〇〇億ドルぐらゐの経常赤字になっているはずですが、貿易・サービス収支でいけば、一七〇〇億ドル前後ということになるので、経常収支でみますと、二二〇〇〜二三〇〇億ドルの赤字です。過去の最悪の数字を三割方上回るということになります。

そして、この九九年は、それが三〇〇〇億ドルになるといわれております。物すごい金額です。そして、アメリカの対外純債務は九七年末で一兆三〇〇〇億ドルに膨らんでおります。私は一兆下

ルぐらいかなと思っていましたら、意外と資本関係のところでもっと膨らんでいまして、九七年末の数字は一兆三〇〇億ドルです。九八年末は、これに経常赤字分がまず乗っかるはずでありますから、一兆五〇〇億ドルを超える。もちろん世界最大の債務国であります。逆に、日本の黒字は相当ふえておりまして、九七年末は一兆ドルの対外純資産を持っていたのですが、九八年末はそれに経常黒字分がさらに乗っかっていくということになります。

対外純債務は、ブラジルなどでは、GDPの四割ぐらいになっているのですけれども、アメリカはそこまできませんが、一五%を優に上回るどころまで純債務を抱えてきていることになりました。そういうところにユーロが誕生したわけです。ほとんどの国の外貨準備あるいは民間の保有外貨は、昨年までドルで保有されてきましたけれ

ども、やはりユーロができて、多少通貨分散が進んでいけば、これもドルの需給がやや緩和する要因です。もちろん中南米ではドル不足になると思いますが、しかし、それはアメリカにストレートに投げかけてくることでありまして、むしろアジアその他では、ドル需給は少し緩和していく可能性があります。韓国、タイは、既に経常収支は大黒字になってきていますので、そういった意味では、対外ドル債務の返済はもう軌道に乗っているということもいえると思います。

そのようなことを考えていきますと、ことしドル安のリスクはやはりあると思います。一気に一〇〇円を超えて、さらに一〇〇円を超えてという円高にならないと思いますが、一〇〇飛び台ぐらいの、あるいは前半ぐらいまでの円高・ドル安はあり得るかもしれませんし、アメリカの株価の動向あるいは景気の減速の仕方、さらにはアメリカ

今年の株式市場を見る

の国際収支等に目が向いていくようでありまして、言い方をかえると、通商問題に目が向いていくようになりますと、意外な円高・ドル安もあり得るかもしれないということで、アメリカの株価とドルは、ことし大きなリスクファクターとして考えておく必要があるように思います。

ニューヨークの株価につきましては、最近はいンターネットということで噴き上げて、NASDAQに追随する形で、ニューヨークダウは一時新値をとりましたが、直近はこのインターネットがちよっと崩れてきているということで、また少し調整きみになってきております。

ちょうどこのパターンは、八九年から九〇年の日本とも似たようなところがありまして、ただ一つ、NASDAQは日本の店頭株市場のようないわゆる小型株でありませんが、時価総額が非常に大きな会社が入っていますから、むしろ大型株指

数に近いという見方をした方がいかもしれませんが、ただ、店頭と上場というだけの単純な区分けでいきますと、日経平均の高値が八九年末でありますけれども、日本の店頭市場の高値は九〇年の中ぐらいだったと思います。運行です。ニューヨークダウは、一応新値はとりましたけれども、むしろそれを牽引したのはNASDAQで、これで一たんニューヨークの株価は終わりにかなというのを夏からの急落で見たわけですが、その後する戻した後、店頭が噴き上げてきているというのは、何となく日本の八九年から九〇年に似た面もないわけではないなという感じがします。

特にインターネット株については、一〇〇年、二〇〇年分の利益を買い込んでしまっていて、やや実体から遊離したような株価形成に相当なっているといえると思います。

そういった意味で、ニューヨークの株価も、場

合によってはもう一回戻して、最大で一〇%ぐらいの値上がりがあるかもしれない、一万ドルを超えていく、あるいはまた一万五〇〇ドルぐらいまで超えるようなことがあるかもしれないけれども、しかし、上に上がれば上がるほどダウンサイドリスクが非常に大きくなる。あるいは、アメリカ経済もそうで、好調が続けば続くほど、恐らくその後の不況というか、経済の悪化はより深刻になるように私は思います。ある意味で、バランスはもう崩れ始めた。むしろそれを拡大していくだけという形になるのではないかなと思っております。

六、金利の持続的上昇はない

為替について申し上げましたが、あと金利につきましては、先ほどいいましたように、今の日本

の経済状況でいえば、金利がどんどん上がるといふわけではございません。しかし、ノーマルな金利水準に戻ったということで、今の金利は高いと思います。ただ、今回の金利上昇の経済への影響は、中小企業には相当出るだろう。

ただ、上場企業でみますと、製造業は、実質金利は受け取り超過でありますので、むしろ金利が上がると、上場企業の製造業平均では増益要因になります。エコノミストは、この辺を余りご存じないのではないかと私は思います。それから、非製造業を入れますと、売上高比で実質金利はマイナス〇・五%ぐらいで、非製造業はちょっと痛手ですが、製造業ベースでは決して悪い話ではないのです。

それから、個人はといいますと、住宅ローンその他では確かに金利負担がふえるような形になりますけれども、しかし、日本は圧倒的に貯金が多

いわけでありまして、もし預貯金の金利が上がれば、必ずしも個人にとってはマイナスばかりではないということになります。もちろん新規に住宅等を購入されるという方には、金利の上昇はマイナス要因にはなりますけれども、余りにもマイナスのファクターばかり見ているように思います。そういった意味では、金利がここからさらに上昇を続けるということであれば、経済に対する影響を相当考えなくてははいけませんし、株価に対する影響も考えなくてははいけませんけれども、今の一%台後半から二%前後ぐらいの債券主要銘柄回りであれば、余り気にすることはないように私は思っております。

また、今の経済の状況あるいは物価の状況からすれば、そしてまた、為替もやや円高きみということからすれば、金利が持続的に上昇することは多分ないだろうと思えます。

一方で、米国につきましては、一時金利は相当下がりましたけれども、この辺も、為替と金利の動きは少し変わってきています。例えば、以前はアメリカの金利が低下する中で、ドルは高かったということがあったわけですが、直近は、金利が下がるとドルが売られる、こういうそれ以前の普通の関係に戻っているように思います。そういった視点からいきますと、アメリカでは、利下げはなかなかしにくくなったといえると思います。もちろん株価がかなり急落してきた場合には、また幾らか利下げを考慮するでしょうけれども、それは、昨年の秋のようにうまくいくかどうかは疑問です。恐らく、今度株価が下がった時、それを利下げで消そう、支えようと思しますと、ドルが売られてしまうのではないかと思っております。して、昨年のようにうまくはいかない可能性の方がやや強いように私は思っております。

ヨーロッパも景気がやや減速済みでありまして、ドイツ等もやや減速です。ただ、金利については相当低いところまで来ていますので、金利の低下余地はドイツなんかでは薄いと思います。イギリスその他では金利の水準が高いですから、もうちょっと金利が下がる可能性があると思います。

ということでは、米国については、一応物価面からは金利下げ余地はありますけれども、やはり今後金利を為替との絡み、ドルとの絡みで考えない、間違えてしまうように思っております。

七、株価の見通しと投資戦略

株価でございますが、先ほどニューヨークの株価については申し上げました。特に景気、企業収益の方向と今の株価水準等を考えていくと、

じてくるように思います。韓国もほぼ同じような見方ができます。それを受けて、既に通貨は安定し、一時売られ過ぎたところからむしろ戻す形になってきておりまして、經常収支は黒字が定着ということでありまして、恐らくことは夕、韓国の株価は、方向とすれば上げ歩調が続くように思います。

その他のアジア市場もいろいろ問題のあるところがありますけれども、基本的には、そういうものに引きずられるような形で、一応底を打って、やや上げ歩調の方に入るように思います。

焦点は日本ということになります。これにつきましては、もちろん金融システムの問題と景気、この二つがどう動くかということにかかっております。このうち、金融システムについては、今政策当局が相当積極的かつ果敢に処理を進めようとしております。それから、もう一つ、本当に一連

ちょっと行き過ぎということでは、調整があってもおかしくない、むしろ上がれば上がるほど、ダウンサイドリスクを考えなければいけないということとを申し上げました。

一方で、株式投資で投資妙味があるところは、欧米はややリスクがあるとする、残るはアジアになるわけですが、アジアは、昨年は投資タイミングをはかる年で、投資妙味がありますということとを申し上げました。既にタイ、韓国は完全に上げに転じておりまして、基本的にはことしも上昇トレンドが続くように私は思います。

それは、例えば、タイについては、金融の問題については、相当処理が進んできています。しかしながら、それによって信用の収縮をもたらしています。実体経済にまだ相当悪い影響を与えています。ただ、これもことし前半には、マイナス成長が終わりまして、下期からはプラス成長に転

の経済対策で景気が浮揚していくのかということでありまして、これは、冒頭申し上げましたように、私は積極財政によって、一たんは景気が浮揚するのではないかと。加えて、特にまだ政策手段はありまして、九九年度も七兆円からの真水の追加をやれば、十分ゼロないし若干プラスには持つていける可能性があると思いますし、最悪の場合には、消費税の一時凍結といった非常手段も残っているということ、一たんは景気は底打ちきみという感じが出てくるように思います。

ここへ来て、日経平均も一万四〇〇〇円台に戻しているということ、相当悲観的なムードから、このまま楽観はできませんけれども、ひょっとしたらという感じもマーケットには少し出ているように思います。ここでもおもしろいのは、日本も店頭市場がむしろ先導しまして、ご承知のように、今店頭株が日経平均に先駆して、昨年の終

わりぐらいいからずっと上がり続けてきている。

店頭株は、従来から景気敏感株といわれております、もちろん店頭株は相当売られ過ぎてきていることのリターン・リバーサル的な動きがありますけれども、一方で、店頭株は株の持ち合いがございませぬので、割合素直に上がれる。しかし、上場企業の場合に、持ち合いの崩れがありますので、特に三月末まで、上値は持ち合い解消売り等で重く、四月以降も解消売りは依然続いていくと思えますから、そういった意味では、比較的少額の資金で持ち合いの売りの懸念がない店頭株あたりが先駆してきたかなと思います。

逆にいえば、景気に対する期待は、そこには少しは入ってきているように思っております。

今日の日経平均株価は、先ほどご紹介した鉱工業生産の前年比の動きと極めて連動しております、特に九七年終わりぐらいいから連動していま

ている、P E Rを基準として株価の高官を判断するいわゆるP E R理論、これはいいかえると成長株理論といわれますが、これとは矛盾するものがあります。すなわち、このP E Rで株価を評価するという理論は、景気の循環はあっても、経済や企業は長期には成長を続けるという前提で成り立っているわけです。その前提でいけば、今の利益をベースとした株価との比較は、将来利益が成長していけば、もう利回りが上がらない債券に比べれば、低くていい。そして、長い目で見れば、国債の利回りよりも高い利回りを享受できる。こういうことで、成長株理論は成り立っています。

この株価形成から見ますと、国債の利回りと株の利益回りが逆転しているということは、今の株価形成は、長期にわたって日本の経済、企業の利益はマイナス成長が続くという前提での株価形成になっていくという見方をすることができます。

す。鉱工業生産の前年比伸び率の下落幅が縮小していく、グラフでいうと右肩上がりになっていくに従って、株価も相応に戻していくように私は思っております。

現在の日本の上場企業の株価もなお相当割安の水準にあります。特に景気指標と株価は極めて連動するのではないかという論拠は次のようなことであります。

これも昨年ちょっとご紹介したかもしれませんが、日本の一〇年の国債利回り（長期金利）と株式の利益回りを過去長い期間で見えますと、基本的には国債の利回りの方が株の利益回りよりも大体三%以上高いという状況をずっと続けてきました。それが九八年は逆転いたしました、国債利回りよりも、株の利益回りの方が高いという状況が生まれました。

これは、今世界で、あるいは特に日本で定着し

逆にいえば、経済がプラス成長に転ずれば、自然と株価の水準訂正が起こることになります。すなわち、株の利益回りが国債の利回りよりもかなり低くていいというところの水準ぐらいいには戻る。その過程においては、もちろん景気が上向くということでは、金利がある程度上がると思いますが、一方で、株価も上がるという現象が起こる。

その経済がプラスになるかどうか、私が注視しているのは、一つは、その一番早いデータが生産の動きですし、あるいは四半期の経済成長率が前期比でプラスになってくるということになれば、ずっとマイナス成長が続くことは払拭されるわけで、そういった意味で、鉱工業生産の前年比の伸びの指標、あるいは四半期での前期比の経済成長率、こういう指標を見れば、大体株価の方向感はずかってくるように思います。そういった意

味で、景気指標等は、今の株価と極めて連動性が高いところにあると思います。

先ほどの益利回りの関係では一つ注意しておく必要があります。今特別損が、各企業相当出しきておりますので、いわゆる通常の税引き利益を用いますと、間違えます。経常利益に五〇%ぐらゐの実効税率を掛けたEPSをベースに計算する必要があります。それでいきますと、今の株の益利回りは、恐らくまだ二%以上でございます。

それから、株式は、個人の方にとって極めて割安だと思えますが、それは一年の定期預金金利と比べますと、東証一部の配当利回りは一%でありまして、定期預金は〇・二〜〇・三%です。最近三月の年度末越えの資金の取りが強くて、大口定期などは〇・七%とか〇・八%ぐらゐ出すところもありますけれども、それでも一%は超えていません。それに対して、株の配当利回りは一%、

程度長期保有ということであれば、相当なリターンが期待できるのではないかと。

ちなみに、銀行に一年預けておいても、〇・三%です。配当利回りで三%のものが仮にあれば、一〇年分の金利がもらえることになるわけで、ましてや、株価も一〇%上がりますと、三〇年分だとすごいことになる。株価が個別銘柄で一〇%ぐらゐ上がるというのは、今の株価水準からいえば、ちょっとフォロウの風が吹いたら、一カ月もたたない間に上がってしまうという水準で、私は非常に投資魅力があるように思います。

当然、こういうことは外人投資家も全部知っていると思います。ご承知のように、昨年は残念ながら、売り越しになりました。しかし、それ以前までは、基本的には外人は買い越しで来ました。その買いのコストは、ドル建て日経平均で一七〇ドルでございます。直近では円高になりましたけ

企業によっては二%、三%というのも相当あります。それは、比較的財務内容がしっかりしている減配のリスクもなさそうところで、しかもそのような高配当利回りの銘柄が相当あるわけです。

特に今一月ですから、年一回三月配当の決算会社が相当多いわけで、それでいけば、私は相当魅力のある銘柄があるように思います。それでいて、例えば、純資産倍率などで見ると、一倍を大きく割っているような銘柄が相当ありまして、今でもPBR一倍割れ銘柄は、東証一部上場で大体半分以上あります。物によっては、〇・五倍、〇・三倍というものもありまして、〇・三倍ぐらゐになりますと、ちょっと気をつけなくてはいいか、隠れた損があるのではないかと思われまけれども、相当純資産倍率の低いものがあります。そういった意味では、そういう中で、財務内容をチェックして、配当利回りの高いところをあ

れども、まだ二二〇〜二三〇ドルのところがございますまして、相当割安にあります。しかも、グローバルに運用しているファンドでいきますと、マーケットの時価総額では、日本株のポーションは一〇%ございますが、実際のグローバルファンドに入っている日本株の比率は、高いものは、最近一部のファンドで七、八%に上げていたりしているのがありますが、平均的には大体五%から低いのは三%です。したがって、日本株が上がったときの、いわゆる超過収益で置いていかれてしまいうリスクを、絶えずグローバルファンド・マネージャーは抱えていることになります。

ただ、それでも、この一月、外人が入ってくるのではないかと期待が空振りになっているのは、日本の金融システムあるいは景気の回復に対する懸念があるからでございます。逆にいえば、その辺が薄らいでくれば、自然外人買いが入って

くと私は思います。去年からいっていますので、最近は何れも耳をかさない人が多いと思います。が、バートン・ウィックスあたりは日本株がいいんじゃないかということに相当はなっているわけです、やはり株式でいけば、欧米の株式に比べると、欧米はアップサイドリターンは小さくて、ダウンサイドリスクが結構ある。一方で、アジア、日本については、アップサイドのリターンは相当高そうだが、ダウンサイドリスクはかなり小さくなっているということがいえるように私は思います。一たん外人が入ってきますと、意外な値動きが起こり得るのではないかと考えています。

そういった意味では、ことしの投資戦略という視点でいきますと、私は、基本的には株式について、アジアと日本にチャンスがある、特に大きなリターンが期待できるチャンスがあると思います。欧米についてはリスクが高い。債券について

上がることになりません。すべて経済は名目値で見えています。実質成長率は物ベースで見ると考えますが、実際は名目値で見ているわけです。

昨年「調整インフレ」という言葉が頻繁に出るようになりました。まさにしかりで、そこにしか脱出の道はない。実は今は調整インフレ策をやっているわけです。ただ、効果が出ないので、デフレスパイラルがきつ過ぎて、積極財政をやりたい、超低金利で金融緩和をここのまでやっても、残念ながら今のところ効果が出ていない。しかしこれはすべてインフレ策です。

これから、恐らく小沢政権は積極財政を続けるでしょうし、日銀も場合によっては、もう一段の利下げ、金融緩和をやるかもしれませんし、あるいは、日銀による国債引き受けというところまで踏み出すかもしれない。あるいは、消費税の一時凍結をやる。これはすべてインフレ策で、名目

は、円の金利がどんどん上がるわけではありませんが、今の水準そのものは、魅力がないわけではないのですがやや乏しいように思います。むしろ、数年以上先を考えますと、やはり金利の上昇リスクを考えなくてはいいかと思っています。

それは、これまでの中で申し上げた方がよかったです。今、日本の経済がこの苦境から脱するには、私は一つの道しかないと思っております。それは、名目の経済成長率を上げることです。不良債権の処理、そして景気の回復、企業収益の回復、そして財政の再建を全部やる方法は、名目の成長率が上がることにしかありません。名目の成長率が上がるということは、税収がふえるということであり、企業の売り上げが伸びて、収益もよくなっていくということでもあります。もちろん下落している地価も下げどまりから、場合によっては、利用価値によっては少し

の成長率が上がるということです。一気に一、二年でインフレになるとは思いませんが、こういう大きな量的緩和、積極財政をやれば、もちろんその後財政をすぐ引き締めれば別ですけども、それによって長い目で見れば、ある程度の金利上昇は考えざるを得ない。少なくとも金利低下局面は終わった、今やノーマルなところに来たということはいえるのではないかと思います。

海外については、利率で見ますと、外債はやや魅力はあると思いますが、やはり円高のリスクを絶えず考えておく必要があるということだろうと思います。私は、株でいいますと、日本株では、今までは「二極化」というのがありました。これが昨年少し変動を来しております、国際優良株一辺倒の二極化ではなくなってまいりました。今後も収益が好調な競争力あるいは成長性のある銘柄が引き続き物色はされていくと思えますが、そ

これは相応に株価が上がっておりますし、あるいは欧米との株価の連動性も高い。また、円高が進むと収益がマイナスになる企業も、今まで二極化とすることで買われた銘柄には相当あるわけです。それにかわって、もし今度物色されるものがあるとするれば、私はリストラ、いわゆる減収増益企業が焦点になってくると思います。

それは、先ほども申し上げましたように、リストラによって日本の企業の収益体質を変えていかなるを得ない。それがあって、初めて持続的な経済成長に戻るわけでありまして、それは九九年の下期から一部平均的には出てくる。もちろんそれ以前からそういう効果が出てくる企業も、私は少しずつつづえていくように思います。

そういった企業は、まさに収益力、競争力を今までよりも強化するわけでありまして、いわゆる経済がある程度上向いてきたときには、相当な収益を上げることが出来るように思います。

また、昨年もセメント会社その他が結構合併等をして、収益を安定化させてきています。紙パナどもそうですね、そういう傾向は今後も続いていくと思いますので、日本の企業の収益体質も、ある意味で勝ち組、負け組がいろんな業種で出てくると思います。景気がパッとしない中でも、収益体質を強める企業が相当出てきますし、一方で、M & A的な対象になる銘柄も絶えず出てくるように私は思います。

時間が予定より若干オーバーしてしまいましたけれども、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 ありがとうございます。

それでは、ちょうど予定された時間になりましたので、これで、本日の講演を終わります。

益回復の期待がもてるということでありまして、「減収増益企業を探せ」といいますか、しかも、名目の成長率は、九九年度については大方のエコノミストはマイナス予想をしておりますから、若干の減収が当たり前で、そういう中で、上期は減益だが、下期から前年比で増益に転ずるような企業は、結構活躍が期待できるように思います。そういう企業をよくサーベイするのが、一つの投資のポイントかなと思います。

それから、M & Aも実は静かに起こっています。最近日本で破綻した企業に外資の食指が結構伸びてきております。あるいは、上場企業でも収益体質、財務体質がかなり悪いところにも伸びてきています。米国のように、M & Aが過去期待されながら、市場の大きなテーマにはなかなか増えてきませんでしたけれども、その辺も少しずつ広がってくるような年になってくるように思います。

(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、平成十一年一月二十二日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)