

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、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。田邊さんは、一昨年、昨年との講演会の講師をお願いしていますし、マーケットアナリストとして非常に高名な方ですので、ご存じの方が多いくらいで、恒例ですから、ご経歴等を簡単にご紹介いたします。

田邊さんは、昭和四十八年に東京工業大学大学院の修士課程を卒業して、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M C投資顧問の副社長、副会长を経て、平成七年六月に野村投信委託の専務取締役に就任されました。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つておられます。

田邊さんは、これまでに株式投資やバブル崩壊後の日本経済等について著書をお出しになつております。また、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おありで、今までこの分野の最も注目されるリーダーのお一人として活躍を続けておられます。

株式市場は、昨年春以来、活況を取り戻したように見えますが、市場を取り巻く環境は今後どのように変化していくのでしょうか。本日は、田邊専務さんに、「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いたしました。ご清聴をお願いします。

一、はじめに

ただいま紹介にあずかりました田邊です。

毎年一月のちょうど今ごろ、この場でいろいろお話をさせていただいておりますが、そのたびに小冊子が出されますので、また今回も、昨年何を話したのかをちょっと見てきました。

まず、景気については、九八年十一月に小渕政権が二十三兆九千億円の経済対策を打ちました。この効果につきましては、ちょうど一年前、当時のエコノミストは一様に相当悲観的でありました。経済成長率でいえば、九九年度もマイナス成長が続く。一部マーケットのアナリストは日経平均が一万円まで下がるのではないかと、相当悲観一色だったように思います。当時は、まだ銀行等に公的資金が投入されていませんで、金融システ

株価は、金融システム不安がまだ非常に根強く、公的資金がまだ投入されていませんので、その行方次第ということで、公的資金が投入されれば、金融システム不安は少しずつ緩和してくるのではないか。当時は、ジャパンプレミアムが、九八年十一月ぐらいには、一部の銀行では1%の上乗せ金利がないと外貨が調達できなかつたのですが、それも多少緩和の兆しもあつたということです。公的資金さえ投入されば、金融システム不安も大分緩和されてくるのではないか。恐らくアメリカも、株価に対してもむしろ高値警戒感を持っているということで、一方で日本には外人買いが入ってくるのではないか。

ただ、店頭株が当時からやリーダー役で上げ続けていて、店頭株リードの相場展開で全体は上がっていくのではないか。一方で、ニューヨークの株価は一万五百ドルぐらいまで上がるかもしけ

ム不安も非常に厳しいものがあつたことが、そういった背景にあつたと思います。

その時、私がどういうことをいつたかといますと、この経済対策は、公共投資を中心だらうとばらまきだらうと効果は大きい、だから経済は改善していくのではないか、企業収益は、九九年度下期から増益になつてくるでしょう、できれば、九九年度内に追加で真水七兆円規模の経済対策をやれば、九九年度の経済成長率はプラスになるのではないかという話をさせていただきました。

一方で、金利は当然上昇圧力がかかる、しかし、大幅には上昇しないだろう。為替も、やや円高基調というか、むしろ当時は一ドル一〇円ぐらいになっていて、アメリカの経常収支の赤字が大幅に拡大し、アメリカでも金利上昇圧力はあるだろうということで、ドル安圧力があるのでないかというお話をしていました。

ないし、それを超えるかもしれないけれども、行けば行くほど後が怖いのではないかと警戒感を持つていたということです。そういう意味では、幸いといったら失礼ですけれども、当時の悲観的なエコノミストの見方がおおよそは外れて、今日に至っているということだらうと思いました。経済もわずかですが一応プラス成長になりましたし、株価も大幅に上がりました。

ただ、そのときには、私が思っていた以上に外人が買い越しまして、「承知のように九兆円という過去最大の買い越しになりました。そして、国内のもう一つ大事な点は、金余りが相当進んだ。ゼロ金利政策を実施することによって、過剰流動性めいたような大変な金余り状態になつて、そういった資金が一部買いにも入りまして、店頭株についてでは、昨年一年で約三・三四倍になつた。銘柄でいえば、一極集中で何十倍にもなつた銘柄が

出たということで、これも歴史的に私が記憶にないぐらい大変大きな値上がりがあった。

もう一つ、米国の株価は意外と腰が強かったということで、崩れそうで崩れなかつたということが多い少違っていたかなと思っております。もちろん銘柄についても、もう少し物色が広がるように思つていましたが、インターネット、ハイテクを中心の一極集中になつたということをござります。

では、ことしはどうことになるわけをございます。ことしは最初から結論めいたことを申し上げますと、マクロ経済はいま一つだろう。いま一つという意味は、経済成長率で行けば一%前後だろう、しかし、企業の変化が非常に大きく出てくるということで、企業収益の回復力は強いように思いますし、むしろ、企業がリストラ等で改革の努力を大きくなってきたのが少しずつ実つてくるということです、私が最近講演でいっていますの

は約一・五倍値上がりしたということでありまして、値上がり率でいきますと、店頭株が圧倒的にリードしたことになります。

しかし、九〇年ころからの下落率からみてみると、店頭株は九七・九八年の下げが非常にきつくて、出ましたので、日経平均の下げよりも若干軽くなつたところに戻つてきた程度といふい過ぎですが、ようやく売られ過ぎが修正されてきたという感じの水準に戻つたということをございます。

ただ、そのことからいえることは、ことしの全体のマーケットが強基調で上がっていいくことになると、恐らく店頭株がこんなに大幅に上がって、日経平均がやや取り残されていくという形ではなくて、日経平均も入れた形での全体の相場上昇にならないと、スケールの大きな上昇相場にならぬかのように思います。

それから、業種別で見ますと、昨年一年間ではTOPIXが約五八%値上がりしているわけがありますが、三十三の業種分類のうち、十七業種が値上がりして、実に十六業種が値下がりしたということをござります。TOPIXを上回る値上がりをしたのはわずか七業種であります。このようにTOPIXが六〇%近く上がる中で、約半数の業種が値下がりしたのも極めて異例なことでござります。それだけ跋行相場あるいは一極化、一極集中、どういう表現でもよろしいですけれども、跋行色の相当強い相場であったとはいえると思います。この辺も、今後を考えていくときに、この物色の範囲が広がっていくかどうかが一つ焦点になるということだらうと思います。

また、昨年は主体別では外人がリードした相場で、これまで九一年の五兆六千億円の買い越しが最大でありますが、昨年は一年で九兆円であり

は、日本の企業改革が新たな日本の経済成長をもたらしてくるのではないか、ミクロ、企業に注目したい。それがことしのマーケットではないか、こういうようなお話を今しております。

きょうもそのような考え方をご紹介したいと思ひます。

一、「民需にバトンタッチできるか

ます。ことしも、基本的には外人の買い越しは続いてくると思いますが、むしろ焦点は、国内の資金がどれだけ市場に入ってくるかということだと思います。基調的な余り、そして巷間にわれておりますように、二〇〇〇年度に入つてから郵便貯金の大量満期によって、この資金がどういう形で動くのかが焦点になるうかと思います。

そして株価は、基本は経済のファンダメンタルズに裏づけられた上昇であったというぐあいに理解しております。ご承知のように、景気につまび解しております。四半期別の経済成長率で見ますと、昨年では、四半期別の経済成長率で見ますと、昨年の一~三月から前期比でプラスになり、四~六月もプラス、七~九月は、九八年十一月の二十三兆九千億円の経済対策が息切れしてしまってマイナスになっておりますが、基本的には四半期ベースでプラスに転換してきた。また、年度の成長率でも恐らくプラスだらうということだと思う

今年の株式市場を見る

ただ、こういった企業収益の改善が今後も続いているいくかどうかが、ことしの株式市場を見る一番のポイントになります。これにつきましては、設備投資あるいは消費といった民需にまだバトンタッチされているといいがたい、いわゆる自律回復軌道に乗ったとはまだいがたい状況だと思います。

ご承知のように、機械受注あるいは建設着工（床面積）等々を見ましても、まだやや右肩下がりでございまして、消費は、売れるものがあれば売れないものもあるといふまだら模様です。家電はそれなりに売っていますが、それはここにパソコンが入っているためであります、それを除くといま一つですし、自動車も、昨年は軽自動車が結構売れましたけれども、軽を除くとよくなかった。しかも、直近では軽自動車が少しあげてきているとか、あるいは、百貨店の売り上げについて

のです。

企業収益につきましては、一応上期までは前年比減益でござりますけれども、下期からは増益基調がやはつきりしてきました。通期でも、連結ベースの経常利益でみますと、私どもアナリストが二十名近くいまして、三百社余りについて独自に業績予想を継続的にやっておりますが、そのベースでも、あるいは各証券系の調査機関の予想におきましても、この九九年度は通期大体一五%前後の増益になるといふことで、一応経済は改善、企業収益も改善というものに裏づけられていたということだと思います。

言葉を少しかえますと、九八年十月が安値でそこから上がってきて、そして、経済の基調は、昨年の九九年一~三月からプラス成長になってきたという意味では、今回も株価は経済を先見しているといえると思います。

は、まだ前年比マイナスの基調が続いているといふことで、消費の基調は必ずしもまだ強くなつてない。どんどん消費が悪化するということではありませんが、消費が改善に向かっているという確認はまだ得られていない状況だらうと思います。ということで、すべからくこれまでの日本の経済回復は、経済対策の効果であったという方ができると思います。

昨年もご紹介したと思いますが、過去日本の鉱工業生産の前年比の伸び率を一つの景気指標として見て、それと九二年以降、十兆円以上の経済対策が打たれた時期とを比較してみると、九一年から鉱工業生産の前年比伸び率は右肩下がりになつてゐるのですが、九二年の夏場ぐらいに大体底打ちしている。これは、九二年八月に十兆七千億円からの経済対策が打ち出され、そこで大体下げどまつて、さらに九三年、九四年と連続して十

兆円以上の大規模な経済対策が打ち出され、その結果、九三年から九四年、九五年、経済が改善していくといったということになります。ちなみに、九五年度の経済成長率は三・〇%、九六年度は四・四%で、三・四%の成長軌道まで戻ってきたということがあります。

ただ、それが残念ながら、九七年度に当時の橋本政権が、景気はこれで大丈夫と判断したのか、財政再建優先策を打ち出し、ご承知のように、消費税の増税五兆円、特別減税の廃止二兆円、社会保険料二兆円の引き上げ、あるいは公共投資の削減一兆五千億円、都合十兆円以上のマイナスの経済対策を打ち出しまして、景気が九七年度から一気に失速することになり、九七、九八年度と二年連続マイナス成長に陥ったわけあります。

そこで、これではいけないということで、九八年四月に十六兆七千億円の経済対策が打ち出され

今年の株式市場を見る

ことがいわれていますが、そういった意味では、公共投資中心でも効果は大きいといえると思います。ただ、これはやっている間は効果がありますけれども、持続性がないことが一つポイントです。

それから、一年前にいわれたことは、こういったものがいわゆる国債の発行にある程度依存せざるを得ませんし、金利の上昇圧力になるのではないかという懸念もされていました。それについて、金利も少し強張って、国債指標銘柄利回りが一時二・一%台もあるかもしけないけれども、過去をみれば、日本の実質長期金利は大体一%から一・五%あるのが自然ですから、それが極端に景気に悪さをしないのではないかというお話をさせていただきました。実際は、景気の基調がそれほど強くないということで、日銀がゼロ金利政策あるいは量的緩和を続けまして、金利は指標銘柄利回り

たところで、生産の右肩下がりが下げるあまりまして、九八年十一月、小渕政権にかわった後、先ほど来ご紹介しているように、二十三兆九千億円の追加策が打ち出されて、九九年に入つて景気が大きく改善してきたといえると思います。

そういう意味では、公共投資中心だらうとどちらまきだらうと、やればやるだけの効果がある、特に十兆円規模の経済対策は相当効果が大きいといえるだらうと私は思います。昨年も、同じようなお話を実際させていただきました。

単純に考えれば、公共投資は一〇〇やれば必ず一〇〇の需要が出ます。以前は、一〇〇やれば一〇〇とか一二〇とか一三〇、乗数効果が働いて効果があったのですが、そういった効果は薄くなつたとしても、一〇〇やれば一〇〇必ず需要が出る。減税等については、所得税減税でも大体半分ぐらいしか消費に回つてこないとかいいろいろな

でほぼ一%台で推移してきたということでござります。

今般、そういった意味で設備投資や消費にまだバトンタッチされていなくて、また、九八年十一月に打たれた対策が昨年の夏ぐらいから息切れてきて、当然追加策が必要だということで、十七兆二千億円の経済対策の追加が行われまして、この効果によってことしの夏場ぐらいまでは景気は支えられるのではないかかと思つております。

問題は、その後民需にバトンタッチできるかといたしますが、やはり先ほどの設備投資と消費ということになります。設備投資につきましては、企業収益が今年度下期から回復に向かい、一〇〇〇年度におきましても、一応増益基調が続いていることに企業側が自信を持つてくれば、おのずと設備投資は少し回復に向かうよう

思います。実際、直近のいろいろな設備投資関連

の指標を見ても、大体底には届いてきたという感じが出てきています。一部報道でもそういうことがいわれるようになってきてるわけです。

その一つは情報関係で、情報関連投資は、日本はアメリカに比べると相当おくれている。全体の設備投資に占める情報関連投資は、日本は約二〇%、アメリカは四五%ぐらいで、ようやく日本もこの辺の投資が本格化し、そういったマーケットが広がりつつある。そういう新たな成長分野が出てきていること、そして、既存分野においては、例えば設備のビンテージ（設備年齢）を日本で比較すると、アメリカは大体七～八年、日本は十一年見当で、日本の方が老朽化してしまっている。当然企業の経営者とすれば、将来の競争力あるいは収益を考えると、どこかでこれをリプレースしていく、あるいは、さらに競争力を強めるた

めの投資が必要にならなくてきます。

企業の収益が回復し、利益率が回復してくると、過去においても、それからややおくれて、設備投資が増加に変わってきておりますが、そうした意味では、二〇〇〇年度も増益基調になりますと、来年の夏場ぐらいからは設備投資も上向きにならなくてくるように思います。

また、消費につきましては、雇用・所得不安が消費を非常に抑えているわけで、これも企業収益に依存するところが大きいように思います。企業収益が一応増益歩調になり、ことしの夏の賞与がふえてくることになりますと、消費面でももう少し強さが出てくるように思います。

さはさりながら、基調とすれば、景気の回復力はやや緩やかなものでありますと、経済成長率でいえば、二〇〇〇年度においても一%か一%若干プラスという程度になるのではないか。また、民

需の回復力いかんによつては、来年秋以降、真水で三～四兆円ぐらいの経済対策の追加が必要になつてくるように思います。いずれにしても、企業収益の面に一つ焦点が当たり、回復力がかなりしつかりしてくれば、その後、民需にもバトンタッチされ、景気も緩やかながら民需主導の自律的な回復という形に入っていくように思います。

経験しているわけであります。企業においては当然減収で、そういう中で、リストラ等の効果によって一応利益が改善に向かつてきているという基調だと思います。

このデフレをどう考えるかについて、私は終局を迎えてきているのではないかという考え方を持つております。

三、企業収益の回復力は強い

では、企業収益はどうなるのかということですが、その前にもう一つ、日本の成長率は非常に低いわけであります。あるいは、日本の今回の不況はデフレということで、デフレスペクトラルということが相当いわれました。実際に名目成長率がマイナスになるという戦後初めてのことを

まず、国際商品市況の動きを見ますと、CRB指数は、米国の指数ですが、ご承知のように国際的な商品市況の代表的な指標でござります。これにつきましては、九七年から九八年にかけて急落しました。八〇年以降でみても、九九年の年初に一番低いぐらいの水準まで下がってしまいました。なぜ商品市況がこれだけ急落したかということですが、ご想像できますように、九七年にタイで通貨・金融不安が発生して、これが瞬く間にアジアを大変な不況に陥れました。それに歩

調を合わせるような形で、商品市況が大幅に下落したわけです。そして、アジアの経済回復が九八年の後半ぐらいから始まりまして、九九年は結構力強いものになってきたということで、アジアの需要回復とともに国際商品市況がやや強張ってきているということを感じます。

「承知のように、石油の値段でみますと、昨年の春ぐらいには一バレル十ドル割れまで売られました。しかし、今日では、スポット価格で三十ドル近いところまで上がってきていますし、アルミ、銅等いろいろな非鉄金属関係も価格は一時よりも相当上がっています。アジアの需要は、国際商品需給には限界的に効いてくるということだと思います。人口も比較的多くて、成長率も高い。そこでの需要の急減は、需給をかなり緩和させて、市況を大きく下げさせてしまう、また、逆に、アジアでの需要回復は、需給をかなり

アジア、日本、欧洲の経済も上向いてくるということで、市況は強含みになるのではないかと考えていたわけです。

そこで、私には非常に強い印象を受けることがありました。それは、世界で、特に資源会社の間で物すごい集約統合化が行われていることあります。例えば、石油でみると、石油のメジャーは、かなり古い話でありますが、昔はセブン・シスターズということで七社・七グループであったわけですが、今や実質三グループに集約化されつつある。シェルグループ、BP・アームコグループ、エクソン・モービルグループです。また、アルミも、実際は二大グループに集約化されつあります。アルコアを核とするグループとアルキンを核とするグループです。金融でも医薬品でもどこでも今大変な合併連携が世界的な規模で起っていますが、資源も例外ではない

タイトにして市況を押し上げるということだらうと思います。特にアジアだけではなくて、日本、そしてヨーロッパも景気が改善基調でありまして、国際商品市況は一応大底を打ちまして、ことしもやや強含みで推移していくようには私は思います。

この点についてもう少し述べてみたいと思います。昨年十一月の第一週、私は海外の資源会社を訪問してまいりました。その時の問題意識は、その頃、国際商品市況が結構上がってきていましたが、秋ぐらいの時点では、OPECがまた増産して石油の値段がまた値下がりするのではないかとか、非常に弱気の意見が多かったように思いました。しかし、私はちょっと違う見方をしておりまして、世界のマネーサプライを見ると相当伸びて、そういう意味では、資金面からもどうも市況が上がりそうだ、もちろん先ほどいました

ません。集約統合することによって不採算な設備を廃棄することができますし、ある程度寡占化が進むということで、それによって価格がすぐコントロールできるというのは早計ですが、需給面での底流での改善はかなり進みますし、また、企業そのものもキャッシュフローが豊かになり新しい部門に投資もできるということで、収益面での改善効果も相当大きくなります。

加えて、技術革新がとてもなく進んでいくということにも気がつきました。非常に品位の低い鉱脈から非常に純度の高いものが精錬できるような技術、あるいは、そういった鉱脈をさがし当てる、ちょうど湾岸戦争のときに、ミサイルがピンポイント攻撃したように、それよりむしろ高いぐらいの精度で探鉱もできるということで、相当の技術革新がこの分野で進んでいると思いました。そういった意味では、まだ世界の経済は回復力が

それほど強くはございませんけれども、この一〇〇〇年代は再び資源が注目される時期が、意外と早く来る可能性もあるのかなという思いが今はござります。

ちょうど余談になりましたけれども、そういうた供給サイドでも相当集約・寡占化が進んできているということがござります。そういったことから、恐らく市況は大底を打ち、世界経済は、アメリカの景気が大失速でもしない限り、強基調が続くよう思います。

また、それを受けまして、日本でも商品市況は最悪期を脱しています。ちなみに、日経商品指数の四十二種は、非常に広い品目を対象にする指数でございますが、昨年の十二月に前年比プラスになりました。国内卸売物価は前年比マイナスでありまして、これは別に昨年だけではなくて、九二年ぐらいから、マイナスが大きくなったり小さく

なったりしながら、ずっとマイナスが続いているわけですが、しかし、恐らくそれも、この一二三月に前年比ゼロか若干プラスになる可能性があるように思います。

ちょうど一年前も一一〇円ぐらいで、今回も一〇五円、したがって、このぐらいの為替が続いていきますと、円高による輸入物価安効果はそれほど大きいものではありません。一方で、石油は、二承知のように一倍、三倍になった、その他の商品市況も上がってきているということです。また、国内での鋼材あるいは紙パその他市況商品も、大幅に下落していたものが、上昇というほどではありませんが、やや値戻しに入ってきていること等を勘案いたしますと、国内の卸売物価は、先ほどもいましたように、この一二三月に前年比ゼロか、場合によっては若干プラスになる可能性も私は出てきているように思います。だか

る。一方で、景気がそこそこで、金利が上がりやすいとなると、円高圧力にもなるということです。ざいまして、これを抑えるために、日銀は当然金融政策によって金利のはね上がりと円高圧力をかわすことになると思いますので、基調はゼロ金利が当分続き、また、金融緩和も継続するということがあると思います。

このことから、一つのことがいえます。一つ

は、金利面では、当然長期金利に上昇圧力が加わるということです。景気の回復力がいま

一つであります。一方で、ご承知のように大きな経済対策、あるいは、二〇〇〇年度の本予算においても、積極財政を組んでいますから、相当の国債の発行が必要になる。そして、郵貯の定額貯金からかなりの金額が流出していくということを考えると、資金運用部資金でもなかなか全部受け切れないということでありますから、国債の市中消化のウエートが上がってくる。そういう意味で、国債の需給悪化も長期金利の上昇圧力とな

今年の株式市場を見る

る。一方で、景気がそこそこで、金利が上がりやすくなると、円高圧力にもなるということです。ざいまして、これを抑えるために、日銀は当然金融政策によって金利のはね上がりと円高圧力をかわすことになると思いますので、基調はゼロ金利が当分続き、また、金融緩和も継続するということがあります。

ただ、日本の経済が、例えば、今般打った十七兆二千億円の効果等で、この夏場まで景気が支えられるだろうということですが、四半期別の成長率でいけば、昨年の七一九月が前期比マイナスになり、十一十二月、そしてこの一一三月も、数字そのものは前期比若干マイナスとか弱基調かもしれません。今回の対策の効果が出てくるのは、ご承知のように、大体三月ぐらいからでありまして、四一六月からまたはつきり前期比プラス成長になってきます。そうすると、場合によっては、

それを受けて、国債指標銘柄利回りを一%台に乗せることもあり得なくはないと思いますが、多分大幅な上昇にはならないと思います。

物価の話から金利の話になりましたが、もう一度が大体終局を迎える一方的な物価の値下がりが始まること、企業の売り上げが伸びやかくなるということは、企業の売り上げが伸びやすくなるということです。今までの減収基調から増収基調に変わっていくことになるらうかと思います。また、今まで一方でリストラを相当やってきましたから、增收効果による利益への寄与は非常に大きくなるように思います。また、リストラの成果として、労働分配率が九八年ぐらいから傾向的にずっと下がってきております。逆にいえば、資本の分配率が上昇しており、企業側の利益の取り分の方が大きくなるということです。

企業のリストラが相当進み、今後も基本的には

につきましては、私どもでは約一〇%ぐらいの増益になると見ております。証券系の各調査機関でも、大体九九年度は一五%前後、一〇〇〇年度で一〇%前後という予想数字になっております。二〇〇〇年度の予想が当たるか外れるかということになりますが、一応今のところでは基調としては、九九年度も一〇〇〇年度も一けた増益で、二〇〇〇年度の方が増益率が高いという結果になります。これを前提としますと、経常利益の水準そのものは、過去ピークの九〇年三月期の利益に比べまして、一〇〇一年三月期には、大体九五%ぐらいの水準まで戻っててくることになりますて、収益の水準はかなり高いものになってくるといえると思います。

したがって、マクロでは成長率は一%か、一%強ぐらいでございますが、企業収益の回復力は結構期待できそうだ、強そうだということでありま

リストラは継続すると思いますが、大きな山場を越え、コストダウンが大分進み、労働分配率も傾向的に下がってきており、雇用については、有効求人倍率等の動きを見ると、雇用の削減は大体山を越え、人減らしが続いている。雇用の削減を緩やかに減らしが続いていると思います。雇用の減少はやや歯どめがかかりかけています。

しかし、所得面では企業収益の悪化等もあり、賞与等を見ますと、個々の所得ベースでは伸びないということでありまして、それが労働分配率の低下にあらわれているわけですが、こういったリストラ効果、労働分配率の低下、そしてデフレの終えんということで、企業収益の改善度合いは結構強いものになりそうだと思います。

先ほど九九年度の連結ベースの経常利益が十五%前後の増益になるとお話ししたのは、全産業（除く金融）ベースでありまして、一〇〇〇年度

です。

四、進展する企業改革

それは、これからやや定性的な話になりますが、日本の企業改革が今相当進んで、それが企業の収益力を相当高める形で効果が出てきているというように思っております。私どもは、昨年の三月に日経新聞に意見広告を出しました。野村証券が昨年三月一日から三日間、全国の主要紙に「日本本の株式を見直しましょ」という意見広告を出しましたが、それからやや十日おくれて、三月十日ぐらいからですが、私どもも独自に三日連続で出しました。そのときの私どもの主張は、「日本の再生は企業から」ということで、日本の経済が再生していく、よみがえっていくためには、日本の企業がよみがえるということだ、そして、その

芽が出てきている、したがって、株式に注目しましょうという論法がありました。七月に入りましたで、もう一回意見広告を出しまして、そのときに「企業の再生」という言葉を「成長」という言葉に切りかえまして主張を展開し、今日に至っておられます。日本の企業のいろんな経営の努力が新たな企業成長を生み出し、それが日本の新たな経済成長をもたらしていくというぐあいに現時点では考えております。

その辺のお話をこれから紹介したいと思います。

一つのポイントは、日本の経営改革、経営革新であります。日本の企業の経営者の意識は、もうさま変わりに変わったと思います。やや古い話ですが、九八年四月、日経が「社長百人アンケート」を行いました。大体毎年やっているわけであ

それが一年たって、昨年、個々の企業で見ますと、まさにそういうものが中期の経営計画なり経営者の口からもう一步踏み込んだ形で聞かれるようになりました。ソニーという会社は、以前から時価総額經營を相当意識していて、株価に対する意識も強く、企業の将来のビジョンを明確に打ち出して、成長してきたわけです。これは代表でありますて、別に昨年からということではなくて以前からですが、出井社長が昨年、「企業の時価総額の日米の劇的な逆転は（バブルのころは、日本の方が株式の時価総額が多かったみたいですが、それが逆転した）、日本の経営者がデジタルネットワーク時代に向けた新規分野のリストラにおくれをとったからだと思います」と、日本はもうおくれてしまつたということをいつていました。

そして、今ソニーはまさにデジタルネットワー

りますが、九八年の質問に対する回答で、「事業絞り込み、会社の価値を明確に示せる専業型企業が強みを發揮する」というのが七一%、「不採算部門は撤退、売却を含めて考える」が六五%でした。日本の経営者は、例えば、九八年秋に日立が大幅な赤字決算予想を出し、総合型経営はやめた、これからは収益性のある部門に集中していく、あるいは、それを起点にして「選択と集中」という言葉も一つの標語になってきたわけです。が、まさに事業を絞り込んでいく、不採算部門から撤退するという意識を九八年四月の段階ではつきり持っていた。

また、「利益確保にある程度の雇用の犠牲はやむを得ない」が六七%という数字で、終身雇用、系列取引等の日本的な経営からは決別していくという意識が当時からあつたということになります。

ク時代への挑戦ということで、エレクトロニクスだけではなくて、銀行業務、その他広い分野を開をしようとしています。この結果、ソニーの企業収益は、この九九年度は、連結決算ベースでもかなりの減益になり、二〇〇〇年度も、恐らく過去のピーク利益には届かないぐらいの回復にとどまりますが、株価は、昨年最高値を大幅に更新して一時三万円台になり、ちょっと行き過ぎではないかという出井社長の発言があつたとかなかつたとかいう風評も流れましたけれども、減益の中でも最高値を大幅に更新している。かつては、こういったタイプは仕手株といわれるものでは散見されましたがけれども、ソニーのような日本を代表する優良企業がこういった値動きをしたことはなかった。まさに経営者の経営の方針、考え方を市場が高く評価する時代になつていったわけです。

必ずしも足元の業績にとらわれなくて、企業の長

い日での成長性に投資していく、こういう形があらわれたということだと思います。

例えば、日立ですが、まさに製造業においては日本を象徴する代表的な企業の一つでございます。九八年の秋に大幅な赤字決算予想を出し、その後、その立て直しということで中期計画を練つてきましたが、昨年の十月か十一月ですが、その発表の席で、「中期計画の実行で、株主の期待にこたえる高収益企業に変身させ、時価総額を拡大させる」と社長のミッションである」と庄山社長がおっしゃった。これは、日経ビジネスその他、一部新聞、雑誌でも紹介されています。

以前は、日本の経営で、どちらかというと雇用重視あるいは系列重視だったものが、収益重視という方針を掲げるようになった企業は、多数出てきておりますが、それだけではなくて、ROE経営あるいは収益重視は市場からむしろ評価される

ものです。その理由は、GMの傘下にヒューズ・エレクトロニクスという会社がある。このヒューズ・エレクトロニクスは、ご存じのように、ヒューズ・エアクラフトのエレクトロニクス部門でありまして、衛星の技術では世界ナンバーワンの企業です、航空宇宙関係のエレクトロニクスは相当なものを持っていて、こここの技術が欲しい、あるいはこの会社が欲しい、GMがヒューズ・エレクトロニクスを分離して売却できるようにならないと、GMが丸ごと買われてしまうのではないかという記事です。あの大きな会社、GMを買うところがあるのかと見ていましたら、もう一行入っていまして、GMの時価総額はマイクロソフトの十分の一であるということであります。

日立は、一時、株価は五百円台まで落ちました。時価総額でいうと二兆円を切ったということであります。時期は違いますが、今急成長

必要がある。それがあらわれるはまさに株価（時価総額）で、ただ収益を伸ばすだけではなくて、それを市場から正當に評価され、時価総額を拡大させる、それが社長のミッション（使命）だ、ということ今までおっしゃるようになってきたわけです。まさに日本の経営者はここ一年余りで大幅に意識が変わったということだと思います。

今や株式公開による企業買収も可能になっています。まだアメリカのような株式公開による企業買収はやや制限があるようでございますが、制度的には一応可能になってきています。この庄山社長のお話は、QUICKの画面を見ていたときに知ったのですが、その時えっと思つた記事が流れました。その後、日経本誌等にそういう記事が出たかどうかわからぬのですが、GM（ゼネラルモーターズ）が買収されるのではないかという

企業が出ていまして、時価総額だけでいえば、ここの一年間でトップ・テンに、ソフトバンク十兆円、光通信六兆円などというのが出てきています。大変な地殻変動が起こってきております。やはり企業というのは、自分の企業の価値というか正当な評価を受ける時価総額の水準を知つていなければ、いつ何どき買収されるかもしれない。できれば将来の期待値を乗せて、企業の実際の今の価値プラスアルファの時価総額とということが望ましいわけであります。そういう意味では、制度変更等によって、経営者といえども安閑とはしていらっしゃれないということだと思います。

また、新日鐵も中期の連結の経営計画を発表しましたが、その説明資料の中に「中期の計画の策定に当たっては、高位の市場評価を獲得し得る水準をねらうこと」とし「云々、「ROA管理を加えて連結収益、財務体質の強化を図る。」1991年

今年の株式市場を見る

度に連結の経常利益千八百億円以上を目指す」と記載されていました。以前私も長らく鉄鋼のアナリストをやっておりまして、この千八百億円という利益が二〇〇一年度において多いか少ないかは皆さんの判断に任せるとして、私が知る限り、新日鐵が中期の利益計画を出してきましたというのには、多分なかつたように思います。鉄鋼そのものは市況産業として、非常に収益変動が激しい面もあり、目標をはつきり公言してそれに邁進するというようなスタンスは、過去になかったように思います。実際、新日鐵はリストラに早く着手しまして、いわゆる雇用面での調整というのは相当進んでいるということです。

もう一社紹介したいと思います。東京電力であります。この四月から、電力事業が自由化されます。当然競争も厳しくなる。しかし、電力の自由化ということは、電力会社は電力以外の事業も

けてきたわけですが、こういった日本の伝統的な大企業においても、ことしは経営方針が明確になって、それに合わせて企業の組織が動いてくる。私は、勝手に「頭は変わった、体がまだついていない」としから体がついていくようになるのではないか」といつておりますが、恐らく日本のある企業においては、相当な経営改革、そしてそれに伴う結果としての収益の改善、あるいは再び成長性を取り戻すというのが、いろいろな業種のある企業から私は出でてくるように思います。

ちなみに、アメリカでは昨年まで、時価総額ナンバーワン企業はマイクロソフトでありました。しかし、たしか十月か十一月にGEが逆転しました。一時、時価総額ナンバーワン企業に返り咲きました。その後、またマイクロソフトの株価が上がりまして、今一位がマイクロソフト、二位がG

自由にやれるということを意味するわけであります。「承知のように、既に東京電力はT T n e t という電話通信会社を持っておりますし、ソフトバンク、マイクロソフト等々とインターネットの会社もつくろうとしているということで、どんどん情報通信メディアに出でています。東電の荒木会長は、「大事なのは思い切って踏み出すことだ。失敗したら撤退すればいい。やるぞ」、こういうような意気込みのことをおっしゃっているわけであります。そういった意味では、日立、新日鐵、東京電力と、まさに日本を代表する伝統的大企業の経営者の意識というのは、もうガラリと変わっていることだろうと思います。

昨年までは、まさに小回りの効く新興企業、あるいは以前から英米的な経営をやってきた、ソニーを代表とするような企業では、まさに経営方針がはつきりして、市場から非常に高い評価を受けています。あのGEという企業も、日本でもいろいろその経営が紹介されておりましたが、まさにゴーイング・コンサーンとして、企業としての成長を徹底的に追求してきて、必ずしも本業にこだわらないということで、大企業でありながら大変な成長を続けてきたわけでござります。たまたまきょうの日経に、一兆円からの純利益が出てくるという記事が出ていました。まさに伝統的大企業というのは、それだけの技術なり人材を持っているわけとして、経営の采配次第、そして経営資源の投入の仕方によっては相当な成長力を持って、株式の時価総額では、また巻き返していくことも当然起こり得ると思います。そういう意味では、本当に日本の企業の経営者の意識が変わり、まさにそれがことし実践に移されていくのではないかと思います。また、それをサポートするような制度改革が日本で行われ、

企業の経営者も、そういう意識に追い込まれざるを得ないということだと思います。ご承知のように、会計制度が変わって、今や時価会計、そして連結決算制度ということになりますと、含み損を子会社に隠すなどという芸当もできない。全部がラス張り経営でありまして、経営者は日々緊張感を持って経営に当たざるを得ないということです。

また、規制緩和によって、電力の自由化に象徴されますように、あるいは通信でもそうですが、物すごい企業の競争や参入が行われます。この業界のトップ企業だからといって安閑としていられない。いつ何どき力のある企業が入ってくるかもしれない。逆に自分に力があれば、どんどん他の成長分野に出ていくこともできるということで、まさに規制緩和の効果というものは、相当経営者の意識を変えさせると同時に、それ自体新しい企

と、先ほど、海外で大変な合併連衡といいますか、集約統合化がすすんでいるというお話をいたしましたが、日本でもこういった大型の再編が猛烈に進んでおります。これまでの話を申し上げると、例えばセメント業界では、古い話になりますが、日本セメントと秩父小野田セメントが合併して太平洋セメントになった。秩父小野田自身も合併会社であります。あるいは、三菱マテリアルと宇部興産がセメントの販売問題で統合するとか、紙パルプでも日本製紙ができました。化学でも三井化学、三菱化学ということができました。石油でも日石と三菱石油が合併し、エッソ、ゼネラル石油、キグナス等が提携して、エッソモービル連合が日本でもできる。あるいは、ジャパンエナジーと昭和シェルが合併する。非鉄でも日鉱金属、三井金属、同和鉱業等、銅精錬で提携して、国内シェアが五割強になってしまつというようなことが出て

業成長の機会をもたらしているということが多いえます。

また、そういう中で、情報インフラ等の投資が行われ、あるいは成長分野が大きく広がり、それに直接関連するだけではなくて、それを応用することによって、既存の事業の中でも大変な成長、あるいは大きなビジネスの広がりを持つことも可能になってきている。そういう意味では、昨年、情報通信企業でも株価が大きく上がり、大変注目されました。また、情報関連投資は、猛烈な勢いで、まだまだ伸びていくと思います。そういうものは、必ずしもそれに直接関連する企業だけを潤すわけではなくて、むしろそういう企業に加えて、ことしからはそれを応用して、再び成長力を取り戻してくるという企業が、いろんな業種から私は出でてくるように思います。

また、一方で、企業の収益力という点でみます

きております。通信あるいは金融では、今までもなく、大変なグループを超えた統合が今進んでおりますし、自動車も、世界での再編の中に日産自動車以下大きく組み込まれてきてているということで、日本の国内でも大変な集約統合化が行われてきている。

こういうものは、長い目では、私は企業の収益力を相当強化していくことにつながっていくのだろうと思います。そういった意味で、企業の意識はグループを超えて、まさに大きな企業改革の進展に合わせて新たな成長が始まると期待してもいいような状況に私はなってきているように思いました。

景気回復に加え、企業も相当変わってきて収益を高めていきそうだ、また、そういうものがいろいろな業種で広がりそうだ、だからといって、各業種の中での勝ち組、負け組は当然出てくると

思いますが、必ずしも昨年のように約半数の業種で株価が値下がりしてしまうことではなく、値下がりした業種の中から新たな成長力を取り戻してくる企業も、ことし以降、結構出てくるようになると思います。

五、金余りと株式の魅力

そういうたものに加えて株式市場を見るときには、もう一つ重要な点があります。金余りで「」をいます。これが、今猛烈に進んでいるように思います。

「」承知だと思いますが、「マーシャルのk」というのがあります。マネーサプライと名田GDPの比をとったもので「」をいますが、この「マーシャルのk」が九七年ぐらいからずっと右肩上がりになってきております。右肩上がりになって伸びました。

がったのみならず、物皆上がる」ということで、絵とか切手とか、いろいろな商品が上がったんですが、最後は石油が三倍になって石油ショックが起これまして、猛烈な値上がり、過剰流動性相場が出現しました。

一回目は、八〇年代後半で、バブルといわれた時代であります。このときも同じように「マーシャルのk」はトレンドラインを大きく上回って伸び続け、大変な金余り相場が出たわけです。今日、それと全く同じような状況になってきております。

これは先ほど「」紹介しましたように、今後の経済回復を軌道に乗せるために、金利のはね上がりと田高を抑制するために、日銀は量的緩和を基本的に続けていくということで、恩らっこの傾向は今後も続いていくことになろうかと思います。そういうものに加えまして、今後個人の資金が大き

びていくということは、「マーシャルのk」の式を頭に浮かべていただければおわかりになると思いますが、マネーサプライを割ることの名田GDPですから、日本の名目の経済成長よりも、お金の伸びの方が高いということでありまして、日本の名目の経済活動以上にお金が流通する、したがって、それだけ金余りが進むということです。

長期のトレンドラインを上回ってきますと、過去においては大変な過剰流動性、金余り相場が出ておりまます。今日、それとほとんど同じ状況でありまして、「マーシャルのk」はトレンドラインをかなり上回って伸び続けています。

ちなみに、過去においては、七一、七三年にそういう状況が起きました。七一年から七三年にかけて「マーシャルのk」は大きく伸び、トレンドラインを大きく上回りました。当時は、狂乱物価といわれた時代でもありました。株も土地も上

く流動化していく可能性がある。郵便貯金の大量満期が始まつてくるわけだ「」をいます。

郵政省の試算によりますと、二〇〇〇年度から一〇〇一年度の二年間に、百六兆円の定額貯金が満期になるということです「」をいます。ここから、限度超過額を超えた分、そして金利が非常に低いために再預け入れされない分を合わせたもの、約四十九兆円のお金が、郵便貯金から出ていくという試算がござります。二〇〇〇年度は約二十七兆円、二〇〇一年度は二十二兆円という試算が出てきています。郵政省が試算したわけですから、恐らく「郵便局しつかり頑張れよ」ということで、やや危機感を伴つた数字で多目に出ているのかもしませんけれども、相当なお金が郵便貯金から流出していく可能性は高いと思ひます。今からちょうど十年ぐらい前というのは、一時六%を超える金利で預け入れられていたわけとして、それ

が十年たつて再預け入れすると〇・数%という世界金利が落ちてしまって、もう一二三さらつます。

では、このお金はどこに出ていくのか。当然銀行預金には行くはずがないわけであります。もちろん貯金であつたわけですから、安全性志向が非常に強い。したがつて、為替リスク等のある海外へ投資される資金は、余り多くないだろう。それならば国内なら不動産にこのお金が流れるかといふと、やはり不動産にも流れにくい。そうすると、残るは債券と株式になる。もちろん預貯金に比べると、リスクはありますけれども、利回り面では結構魅力があるということで、流出した資金

は基本的には国内に滞留し、債券あるいは株式市場に流れていく可能性が強いと思います。

逆に証券界の方からすれば、こういったお金をどれだけ証券市場に取り込めるかが、ことしの大好きな課題だということもいえると思います。大変

値の半分とか三分の一ぐらいで大きく売られていて

る銘柄もあります。全体で押しながらみると、株価はまだまだ安いことがいえると思いま
す。

この説明につきましては、時折いろいろなところで紹介させていただいておりますので、やや重複いたしますけれども、私は三つぐらいの視点から、まだまだ安いということを紹介しています。

一つは、十年の国債利回りと株の益利回りの比較であります。単純に金利の形にして、イールド・スプレッドでやつてもよろしいんですが、一応十二年の国債の金利と株の益利回りの推移を過去ずっと歴史的に見てまいりますと、十年の国債金利よりも株の益利回りの方が、日本においても、大体二・五%から三%ぐらい低いところに位置するという形で株価が形成されてきております。これは、アメリカ、ヨーロッパでも全く同じ形でござ

なビジネスチャンスです。お金は動きたがつてゐる。それを証券界が持つてゐる商品で、どれだけそういうのが大きな課題だといふことがあります。ここ大体一年ぐらいの間で個人金融資産の伸びについて、それが現預金によるものなのか、あるいは株式がふえていることによるものなのかというのをちょっと見てみましたら、株式の伸びが結構高くなつてきております。もとの分母が小さいということもありますし、株価が上がつたということもありますが、株式への選好度が少しずつ高まつてきていて、気配は、データでも出てきていると思います。

そういう中で、株価が魅力があるのかといふことになるうかと思います。これにつきましては、個々の銘柄でみると、とんでもない高値をつけているものもあると思いますが、一方で、純資産価値をバックにして投資をしていけるからだといふことは、いろいろが、直近では、十年の国債金利と株の益利回りといふのは、さほど差がなくなつてきております。差がないということは、どういうぐあいに理解するかということなんですが、これまで十一年の国債金利と株の益利回りが大きなスプレッドを伴つて推移してきたといふことは、私流の理解でいえば、世界の投資家といふのは、成長株理論

で説明させていただいている。

じの承知のように、成長株理論というのは、基本的には、企業は五年、十年、二十年という長期のタームでは必ずプラス成長するという前提があって、その将来伸びる利益を現在価値に割り引き、今の株価と比較して高いか安いかによって投資判断をしようとするもので、その代表的な尺度が株価収益率（PER）です。したがって、利益成長性の高い企業の株式は、PERが高くていい。百倍、二百倍でもいい。しかし、成長性が低いものは二十倍、三十倍、こういう形で使われているわけであります。

したがって、通常は、購入したときの金利を満期償還まで維持し、利回りの成長が絶対にあり得ない国債の利回りよりも、株式の場合には、利益成長にあわせて益利回りが成長するわけですから、そういう意味では、利回りの成長しない国

債利回りよりも、各時点、時点においては、益利回りが低くて当然ということになる。過去、日本においては、そのスプレッドが大体三%ぐらいあったということであります。

ところが、直近はほとんどその差がない。ほとんど差がないということは、やや強引といいますか、ちょっと無謀ではござりますけれども、成長株理論をそのまま当てはめますと、今の株価水準は、日本の経済あるいは企業というのはゼロ成長が続きますというような水準であるということがあります。

て、やはり利益が伸び、株価も上がり、金利も上がるという形で、以前のような形に戻っていくと考えるのが自然のように思います。これが一つです。

二つ目は、銀行の定期預資金利と配当利回りの比較であります。過去においては、圧倒的に一年

金利の方が高かった。配当利回りも低かったわけであります。九五年に逆転して以来、今は、むしろ配当利回りの方が高い。今日でも、東証一部の配当利回りは〇・五%以上ございます。それに對しまして、銀行の一年金利はせいぜい〇・数%という世界でございます。個別銘柄でいえば、二%、三%の配当利回りのものも相当数ある。電力等はその代表でありますし、市況産業あるいは内需型の企業で財務体质も割合しっかりしていく、

配当性向でも余裕のある企業に高い配当利回りのものがある。銀行だって経営破綻する、ペイオフ

もあり得るという中で、むしろ電力会社とか、そういう財務内容のしっかりした会社の方が、倒産リスクの面では安全かもしれないということもいえなくはないということでありまして、配当利回りに着目しても、株式の方に相当魅力のある銘柄があるということであります。

また、三つ目は、株価純資産倍率であります。これも昨年ぐらいから、いろいろな局面で紹介されてきていると思います。年末の時点で、東証一部上場企業、千三百五十社余りですが、株価純資産倍率が一倍以下の銘柄が何社あったかというと、七百十九社ございます。実に全体の五一・七%であります。半数以上の企業の株価が、純資産価値と同じかそれより低いという状況であります。これも極めて異常な状況だらうと思います。もちろん中には含み損を抱えている企業もござりますが、大多数の企業については株としては含

み益になつてゐるわけでありまして、資産価値と比べても、非常に株価が安いということではござります。したがつて、全体のマーケットでいえば、まだ株価は低いところにある、投資魅力があるということだらうと思います。

また参考までに、そういう意味では、銘柄も売られ過ぎたものが修正されてくるという局面が、ことしどこかで起ころうかと思います。また、昨年は約半数の業種で値下がりしたということであ

りますが、これも極めて異例であります。過去において、例えば過剰流動性相場といわれた七年、七二年、あるいは六年から九年は、ほとんどの業種が値上がりしたわけで、それが自然であります。せいぜい下がった業種は数業種といふことであります。そういう意味では、ことしは景気、企業収益の回復というのがやや広がりを見せていて、市場での物色も広がりを見せてい

景気は既に改善基調に入つてゐるわけでありますが、景気が回復するということは、実質成長がプラスでも、物価が下がつていればそうとはいえないわけでありまして、企業の売り上げが伸び、我々の所得がふえ、税収もふえる、これが景気回復が広がるということであります。名目の成長率が上がるが、景気回復ということだらうと思ひます。

そういうものがことし以降期待できるようになつてくるということでいきますと、デフレといふ物価が下がつてきた局面から、ある程度物価が少しずつ上昇していくだらう。別にインフレといふわけではありません。アメリカでも物価上昇は、大体一%台が続いているわけで、それで物価安定といつてゐるわけでありまして、それが自然な姿、ノーマルな経済といえるのだと思ひます。日本は、そういう形の経済に戻つていく。

く形に私はなつていくように思います。また、基本的に、企業においても不況業種あるいは昨年売られた業種の中で、再び成長力を取り戻していく企業が出てくることになろうかと思います。そういう中で、今私自身は、新たな企業成長が始まることの意味で、株式の時代が来たと申し上げてゐるわけでありまして、恐らく、今後、割合長期にわたつて株式に投資資金が入つてくるようになります。

新たな日本の経済あるいは企業の成長が始まるということであれば、まさにことしのようなときに長期の視点で株式を保有することが、極めて重要ではないかという主張もしております。その理由は、こういうことでござります。今、日本は一生懸命積極財政をやり、ゼロ金利政策をとり、金融緩和をして、景気浮揚に努めています。企業も一生懸命努力していきます。

そのときに、年金資産あるいは個人の金融資産を、将来いかにインフレから守るか、あるいは、これは老後のための資金であれば、日本の名目の経済成長率と同じように資産が成長してほしいという希望は、どなたも非常に強く持つようになります。単純にインフレをヘッジするだけではなくて、実質成長もヘッジする。これは、名目の成長率と同じように、あるいはそれを上回る金融資産の成長があれば可能である。そうしますと、将来全体の所得水準が上がつても、今の貯蓄で資産成長していけば、その時点における社会の中で相対的な生活レベルを下げないで済むことができるわけでござります。

では、それが可能な投資対象はあるのかというと、もちろん金利商品ではできません。債券は、利回りが成長する」とはいわぬでありますから。そういう意味では、やはり株式ということ

だと思います。実際に過去を調べてみると、例

えば八四年以前にTOPIXという株式を今日ま

で保有していると、日本の名目の経済成長率と

同じだけ資産が成長しております。しかし、バブルといわれた高いときにTOPIXという株式を

買っていると、日減りしている。単純であります

。株は安いときに買って、長く持つということ

です。そしてそれはまさに今これから新たな経済

成長が始まっていくという前提に立てば、今のよ

うな株式の安いときに、株式を取得し長期に保有

するというのは非常に意味があると思いますか

ら、そういった将来の資産成長、あるいは日本の

インフレその他をヘッジするという目的を達成す

ることは可能だ。これは平たくいえば、ある意味

で当たり前として、資本主義国にあって経済が成

長するというのは企業が成長するということでした

て、企業に投資していけば、同じように資産が成

長していくことは可能なわけであります。

ただ、その場合、一、二の銘柄に集中投資しま

すと、その企業に何かあった場合にはその目的が

達せられない。非常に広く分散したマーケット全

体に投資するだけで、今なら十分目的が達成でき

るということだと思います。もちろん個々に特定

の業種等に集中投資するということでも、一年、

二年、三年というやや短期的な中では大変なパ

フォーマンスを上げてくると思います。しかし、

一方で、非常に大事な資金を長期に資産成長させ

ていくことであれば、むしろ広く分散した

形に投資することが重要だと思います。

そういう意味では、まさにこれから新しい日本

の企業成長が始まる、そうなれば、恐らく株価

も持続的な上昇が期待できるわけとして、そういう

うときこそ個人の投資家、あるいは年金資産にたくさん

の株を持っていただくということが、私は

非常に意味があるようになります。

六、アメリカの株価とドル

時間も少くなりましたので、米国その他について、じく簡単にお話ししたいと思います。

アメリカの景気は、非常に絶好調であります。小売売り上げの前年比の伸びを見ますと、九〇年以降で最大の伸びになっています。しかし貯蓄率の低下は、依然ずっと続いている。やはり過剰消費体質も相当なところに来ているということになりました。

そういう中で、インフレといふことを考えますと、過剰消費体質がいざれ物価の上昇圧力になる可能性はあると思います。そういうところに、国際商品市況が反転してきている。アメリカの今までのインフレなき経済成長というのは、ここ数

年、非常に恵まれた環境にもあった。すなわち、アジア、日本、ヨーロッパの景気が余りよくなくて、その結果、商品市況が下がり、ドル高になつた。これによって、輸入インフレが抑えられていたということです。

しかし、今やその環境は逆になりまして、アジア、日本、ヨーロッパの景気が回復してくれば、当然、ドルもやや弱くなつてくる。商品市況は、もう既に上がってきているわけです。

国内要因を見ても、アメリカでは九八年から極めて異例なことが起こっています。すなわち、失業率がずっと低下傾向が続く中で、時間当たり賃金の上昇率も低下してきたということになります。一時四%を大きく超え、四・数%ぐらいあつたのが、三・五%～三・六%まで、徐々に低下してきています。しかし、最近は時間当たり賃金の上昇率の低下も、どうもとまってきておりまし

て、若干上昇率が上向く兆しも出てきておりま
す。そういう意味では、潜在的なインフレが高
まってはきている。

当然、F.R.Bのグリーンズパン議長は、この辺
のことをよく知っているわけでして、この二月の
F.O.M.Cで利上げがあるだろうという観測が多い
わけですが、それとどちらず、アメリカの経済
が相応に減速するまでは、金利上昇圧力は加わる
と思います。しかし、かじ取りはなかなか難しく
て、景気がかなり減速して企業収益が悪化する、
あるいは、伸びが相当鈍化するだけでも、株価の
かなりの調整リスクもありますし、またそれがド
ルに影響してくることもあり得るということです。

アメリカのP.E.Rは、予想利益ベースでも三十
倍近くで、歴史的にもかなり高い。また、十年金
利と益利回りの比較でも一%を大きく超えていま
す。

アメリカ一国だけが好調だったものが、非米地域で
の経済回復によってドルの実効レートはやや切り
下されております。ご承知のように、経常収支
の赤字は巨額になってきていまして、今やGDP
の四%になります。これまで、三%を超えると要
警戒、三・五%だとぎりぎりといわれております。
ます。ブラックマンデーのときには三・五%だった
わけですが、今はそれをはるかに上回るところま
で、経常収支の赤字がふえてきております。

ドル・円レートで見ますと、金利差で為替が決
まるよくいわれますが、もう一つ、ベースマ
ネーの伸び率でも、結構説明力があります。アメ
リカのベースマネーの伸びが日本より高いと、ア
メリカのドルが余剰になるという意味で、円高・
ドル安になります。逆に日本のベースマネーの伸
びが高いと円が余剰ということで、円安・ドル高
ということになりますが、昨年以来、米国のベー

今年の株式市場を見る

して、二%を超えると割高感が強くなつて、株価
調整になるといわれていますが、今はそういう水
準にあります。そういう意味では、まだ少し上
値はあるかもしませんが、相当な高水準で、上
がれば上がるほど怖いということだろうと思いま
す。

また、ニューヨークの株式の時価総額とアメリ
カの名目GDPの比をとったものは、大体今一・
三倍であります。一時一・四倍を超えたわけで
すが、日本ではバブルといわれた最盛期には一・
五倍がありました。それにかなり近い水準であり
まして、いろいろな指標から見ても株価の割高感
は拭えないということになります。だからといっ
て、アメリカの株価が暴落するということに短絡
的に結びつける必要はないと思いますが、やはり
慎重に見ておく必要があるかと思います。

また、為替につきましても、世界経済の中でア
メリカの経常赤字をファイナンスしてきたの
は、昨年はヨーロッパ勢であります。日本からも
一部入りましたが、以前より細りました。ただ、
ヨーロッパがことしさらに景気の回復力を強めて
いきますと、当然アメリカの資金源が細つてくる
ことになりますし、やはりドルについては、ドル
安圧力が働きやすいということです。これまで
円高でしたが、むしろこれからはドル安リ
スクを考える必要があるということです。当然、
為替とアメリカの株価に対するある程度の警戒
感、この裏返しから、海外の投資家が、もっと魅
力のあるところはないかということで、アジア、
日本に資金を振り向けてきているということで、
ことしもそういうものが続いていくと思いま
す。

昨年ほどの買い越しにはならないかもしませんが、あるいは、一時的にニューヨークが大きく売られたときには、利食い売り等で外人の売り越しもあるかもしませんが、基調は、外人の買い越しは続いているように思います。

七、一〇〇〇年代は株式の時代

最後はまとめということで、簡単に要約して終わりたいと思います。

国内の投資環境は、今回打たれた十七兆二千億円の経済対策、そして一〇〇〇年度の積極予算ということで、景気、企業収益の回復基調は続くと思います。しかし、一方で、財源の問題から国債の大量発行が行われ、需給の悪化から長期金利に上昇圧力が加わる、また円高圧力も加わるということで、そのため日銀は、金融緩和を続け、低金

は非常に好調ですが、経常赤字の大きさ、インフレ懸念ということで、あるいは株価水準についても高値警戒、ドル安リスクということがございます。アジアの経済回復がありますので、アジアには魅力があるかもしれません、欧米につきましては、債券ではユーロの方にことしは魅力が出てくるかもしれません、株式ということをいえれば、依然海外の投資環境はやや慎重に見ておく必要があるだらうと思います。

以上のようなことで、基本的には国内に多くの資金が滞留して、国内で投資対象を求めるということになるうかと思います。そういう意味では、過剰流動性、余り相場は、個人の資金が流動化してきますと、もっと大きくなってくる可能性もあると私は思っています。

そういう中で、恐らくことし、証券界の一番の課題は二つあります、一つは国債の個人消化で

利と金余りが継続すると思います。こういったところで郵便貯金の大量満期を起点にして、個人の資金の流動化が起こってきます。そういうことは、相当いろいろな業種で改革が進んでいて、収益力が高まっているという点で魅力を回復していく。そういう中で、企業は資産効率の改善のために持ち合いの解消を継続していく。持ち合い解消は、それ自体が企業の収益力を将来的に高めると同時に、安い値段で個人投資家等に株式を渡していくということが可能になります。そういった意味では、値段面でも非常に魅力のある株式投資ができる環境だ。

また、昨年の株式委託手数料の自由化以降、個人投資家層が急速に広がっていったという現象がございます。

他方、海外の投資環境を見ますと、米国の景気

す。やはり、魅力ある国債を当局からどんどん出していただいて、個人に持っていたら。個人金融資産の中で預貯金は、大体日本の場合は六〇%ですが、アメリカでは十数%です、比較的ウエートの高いドイツでも二五%前後であります。过剩に超低金利にしがみついているお金を、安全性もあり、利回りにも魅力がある国債に組み入れていただいて、個人金融資産はある意味で健全化していく。

それから、二つ目は株式の持ち合い解消売りの受け皿です。これは、安い値段で魅力あるところがたくさんあるわけです。あるいは、配当利回りだけとっても、預貯金よりもはるかに魅力があるわけでして、こういうところで個人に投資家層を広げ、そこでの保有をふやしていく。日本の株式の保有構造の中で持ち合いというものを解消して、これから日本の経済、あるいは企業の成長

の果実をすべからく個人が享受できるようになります。まさにアメリカの株式市場はそうなっているわけです。経済が成長し、企業が成長し、株価が成長し、その果実を個人が得ることによって、アメリカ経済というのはこんなに大きく成長してきたわけあります。株式保有構造を健全化し、日本でも成長の果実を、個人が年金等を通じて享受できるような形を持っていく。そしてその結果、個人金融資産の構成の中で、過度に預貯金に傾斜しているものを大きく是正していく。証券界にとって、まさにそういう大変なビジネスチャンスが到来してきているように思います。

ちょっと大きさですが、私も野村に入りました、歴代の野村の社長の話を何回も聞かされてきました。まさに個人金融資産の構成を変えたい、ここにもっと債券、株式を入れていきたい、株式の保有構造を変えていきたいんだというような悲

願がありました。これは別に野村の経営陣だけではなくて、証券界の悲願であったわけです。株式の持ち合いを企業自身が崩していく、そして超低金利で、個人は資金運用難になっている、そういう中で、国債、債券、株式その他非常に魅力のある商品を証券界は持っているということで、こういった過去の悲願をいよいよ実現できる時代が今来ている。またそれが、国民経済的にも非常に意味があり、重要であり、それが実現できる局面がきてきているように私は思っています。

株式市場だけについていいますと、今の株式市場というのは、値上がり益を重視する、いわゆる成長重視の投資もできますし、配当利回りに着目した、利回りを重視した投資もできるということでありまして、さまざま性格の資金を受けられるのが今の日本の株式市場であるというぐらいにも理解しております。

今年の株式市場を見る

小山理事長 どうもありがとうございました。
それでは、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・マネジメント投信係専務取締役

(本稿は、平成十二年一月二十一日に行われた講演会の
記録で、文責は当研究所にある。)