

今後の株式市場を見る

田 邊 孝 則

関理事長 お待たせいたしました。

きょうはご案内いたしましたように、野村アセット
マネジメントの取締役兼専務執行役員の田邊先生をお
迎えいたしました。お話を伺うことにしています。
「今後の株式市場を見る」ということで、今ほんの数
分、先生とお話をしまして、きょうは思い切ってお話
をするとおっしゃっておられます、大変期待をして
いるところでございます。

では先生、早速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ございます。

年に一回ぐらい、こちらでお話しさせていただ
いておりまして、いつも一月ぐらいだったのです
が、今年はこの時期にお話をさせていただくとい
うことになりました。

今関さんから、思い切った話をするという御紹
介がありました。実は、昨年の夏の終わりごろ
に、私は、日本の経済なり市場に対する基本的な
考え方を一八〇度変えまして、以来、そういう話
をしています。一八〇度というと、真つ逆さまと

いうことになるのでありますが、かなり大きな変化ということにして、私も野村総合研究所に入らずと調査をしてきまして、こういう言い方もおかしいのですけれども、恐らくそこまで方向感を変えてしまうというのは、今回初めてであります。逆にいえば、そのくらい大きな変化が、私の見る目からしますと、日本の経済、市場に起こっているということでございます。

それはどういうものか、一言でいいますと、戦後の日本経済というのは、基本的に競争力を強化してきた歴史で、為替でいえば、円高圧力が加わり続けたわけです。一九七一年のニクソン・ショック以来、円高方向に動いてきたわけであります。しかし、今日、日本の経済がたどり始めた道というのは、長期にわたって競争力の低下が続く、そして、かつての競争力に戻ることはないという判断でございます。当然それに付随して、為

替、金利、あるいは株価等、もろもろが大きな影響を受けるということでもあります。

きょうは、その辺のお話を中心にしたと思うておりますが、その前に、目先株価動向についてもお話ししておく必要があると思いますので、まず最初に、アメリカの景気と株価についての私の見方からご紹介したいと思います。

一、アメリカの景気と株価

アメリカの景気につきましては、ご承知のように、マスコミなども報じておりますように、二〇〇一年の年初から、かなり急速に悪化しました。鉱工業生産でいいますと、昨年の年初ぐらいから前年比マイナスになっております。しかし、昨年の年末ごろに、大体大底を打ちました。まだマイナスではありますが、そのマイナス幅も縮小して

きております。消費者マインド指数とか、製造業ISM指数（昨年まではNAPM指数）もだいたいだ底を打って、一応回復に入ってきている。特に後者の製造業ISM指数、あるいは消費者マインド指数も、五〇%ポイントを超えていて、一応回復に入ってきているというぐあいに判断していいと思います。

問題は、今後の回復力がどのくらいの強さかということになります。これにつきましては、この一―三月、あるいは四―六月ぐらいまでは、今までの落ち込みの反動もあって、四%前後くらいということ、やや高めに出ています。秋以降については、二%台という形で、やや緩やかなものになるというのがコンセンサスになっているように思います。

私自身も同じ考えでありまして、その理由とし、まして、大体多くの方が指摘されますように、

一つは、アメリカの労働分配率が昨年急上昇しているのです。業績の悪化に伴って、いろいろな人減らし、賃金の抑制などリストラをやったのですが、それでも労働分配率が七三・六、七%まで上がるということで、歴史的に見ますとかなり高い水準です。過去の平均的な水準は七二%強でありますから、そういった意味では、ちょっと高い水準まで上がりました。

それが昨年の第四・四半期には、七三%を切るような形で、やや改善はしてきておりますが、労働分配率が歴史的にかなり高いところに来たということ、アメリカの企業にとってそれだけ人件費負担が重いということを意味します。そういった意味では、今後、景気、企業収益が回復に向かうとしても、やはりこの労働分配率が七二%を下回るか、そのくらいまで落ちてこないか、なかなか雇用、賃金についてプラスにはなりにくいのだら

うと思います。したがって、当面まだ雇用、所得環境はやや厳しい、すぐに増加に入るというわけではないということです。消費については、昨年九月のテロの後、一部懸念されていたのですが、意外と根強く、その背景については、金利が大きく下がっているとか、住宅価格が上がっているとか、いろいろな要因がございました。しかし、雇用、所得環境面からは、これ以上消費がさらに強くなって伸びていくというのは難しいように思います。

そしてもう一つ、アメリカの設備投資ですが、これも、二〇〇一年ぐらいいに向けて、相当高い伸びをしてきました。その結果、名目GDPに対する比率で見ると、一三%を超えるようなところまで一時上昇しました。これは、歴史的にもかなり高い水準で、一三%を超えるというのは、八〇年代初めぐらいいにあった水準でありまして、それ以

降は今回が初めてということになります。

そのため、設備投資は、昨年からずっと絞り込んできまして、直近では、GDP比で一一%程度まで落ち込んでいますが、ITバブルのときにあった設備の余剰感は依然残っておりまして、昨年在りなりの設備投資の水準であったということからすると、景気、企業収益がこれから上向いてきたとしても、それがすぐに設備投資に結びつくわけではないだろうということでありまして、まだ設備調整が必要だという考え方をしているわけです。

ご存じのように、アメリカの場合、GDPの約七割が消費、一〇%強が設備投資でありまして、これで八割方決まるということでありまして、この二つが、落ち込んでいくというわけではないにしても、なかなか回復には向かいにくいということであれば、やはりアメリカの景気の回復力は

やや緩やかなものと考えざるを得ないと思います。

今起こっておりますのは、テロによる落込みの反動もあり、それからもう一つ、非常に重要なのは、在庫調整が大分進んできて、今後に向けて在庫の積み増しに入っているということが、やや目の先の景気の回復力を強いものに、成長率でいえばやや高いものになっていることだと思えます。

加えて、アフガンでの紛争に、ミサイルその他が結構使われたということがあります。あれは半導体等のハイテクの塊でありまして、すべて消費になります。今軍需産業が結構生産多忙だということ、これもそれなりにまた積み増しをした後、どこかで紛争がなければ、それもある程度一段落してくるということもあります。

そういった意味では、今アメリカにつきまして

は生産の回復はやや強めに来ている局面だと思っております。夏以降につきましては、在庫の積み増しの一巡感から、やや緩やかなものになってくるのではないかなと思っております。

そうしますと、株価はどうなるかということでございますが、基本的には、企業収益は、ことし回復には向かうわけですが、PER面からいいますと、いろいろな方が指摘されますように、やや割高な水準にあると判断しております。

アメリカのPERというのは二種類あります。二種類というのもおかしいのですが、ベースになるEPS（一株当たり利益）が、いわゆる決算で出てくる最終利益をベースにしたものと、それから実質利益といえますか、実体利益といえますか、リストラ等の一時的な費用なかりせば、このぐらいの利益であったはずだという、この二通りの利益で表示されます。通常S & P 500の予想

利益等は、この実体的な予想利益を使っております。それでいきますと、大体二三倍前後という予想が多いようです。過去、大体一五倍から二〇倍ぐらいが居心地のいい水準でした。もちろん、長期金利の水準によって多少の修正は必要ではございますが、過去のそういった居心地のいいレンジからすると、やや上値だということだろうと思います。

ナスダックについては、今のところ、決算で出てきたところを集計しますと、赤字でして、PERは計算できないということです。そういった意味で、二〇〇〇年の春に高値をつけた後、ナスダックの下落が一番きつかったというのは、やはり業績の悪化がこれまで発表になったところを合計すれば赤字になるぐらいまで落ち込んだ。それに対してS & P 500については、合計しても赤字になるまで落ち込んではいないというところに

差があったと思います。

今期の景気、企業収益というのは、やや回復には向かうわけですが、やはり回復すると予想されている利益は、既に株価に織り込まれているというぐあいに判断するのが妥当ではないのかなと思っております。したがって、ここから株価がさらに一つのレンジを抜けて上昇していくには、予想以上に利益がふえるか、あるいはむしろ、二〇〇三年の利益が一段と伸びるということが見えるまでは、なかなか上値には進みにくいのではないのかなと思っております。

すなわち、ニューヨーク・ダウでいいますと、私は当面九五〇〇〜一万一〇〇〇ドルぐらいの間での動きではないか。これから利益が回復して伸びてきても、その間株価は持ち合いでPERが下がっていくという形がしばらく続くのではないか。そして、秋から年末ぐらいにかけて、二〇〇

三年の利益が一段と伸びてくるという見通しになつてくれば、その辺からは上値の期待は出るかもしれませんが、ただ一方で、アメリカの景気については、二〇〇三年に本当に持続的な拡大に移れるかどうかというのは、またその時点で一度判断が必要だと私は思っております。

そういった意味では、当面夏場ぐらい、あるいは秋口ぐらいまでは、ボックスレンジをなかなか抜け切れないのではないのかなというぐあいに考えております。

二、日本の景気

次に、日本の景気について申し上げますと、これもアメリカと全く同じようなパターンでして、昨年の年初ぐらいから、鉱工業生産が前年比でマインス圏に入りまして、一時昨年の終わりぐらい

には、前年比一五%減ということで、相当大的な落ち込みになりました。

なぜ数字を挙げてこういうことを申し上げるかということですが、実際、九七年から九八年にかけて、やはり景気がかなり悪くなり、前年比一二%減に近いところまで落ち込んだわけです。今回はそれ以上の落ち込みだということでもあります。

九八年がどういう年だったかを見ますと、長銀や日債銀が破綻したり、生命保険会社が破綻するような、非常に厳しい時代であつたわけですが、昨年の落ち込みというのはそれ以上だったということ、非常に厳しい局面を経験してきているということです。

アメリカと同じように、在庫調整が大分進んできたということ、加えて日本の場合、輸出がここへ来て少し反転して回復気味になった。この二つの要因によって、少し最悪期を脱してほんわかと

するような感じの景気状況に來ているということだと思ひます。在庫調整も結構進んではきております。ただ、これもある程度この夏場ぐらいまでには一巡してきますので、米国と同じように、今後は在庫面からさらに景気が刺激されていくというのは難しいと思ひます。

また輸出についても、これが力強く伸びていきますと、かつてのように輸出主導型の力強い回復ということが期待できるわけでありますが、今回はそういう期待は難しいだろう。一番の原因は、日本の競争力が低下しているということが一つあると思ひうのですが、これはきょうの大きな課題ですから、後ほどお話しいたします。

輸出は、一応アメリカの景気が上向いてきたということ、アジア向けの輸出の回復が結構出てきております。アジア経済は、ご承知のように、米国経済との連動性が非常に高いわけでありまし

て、こういったことで日本からのアジア向けの輸出、あるいは対米輸出は少しふえてきている、また欧州向けも、やや底をうねるような形になつてきているというところが、日本の経済を少しほつとさせているわけでありませうけれども、先ほどいいましたように、アメリカの景気の回復力は、それほど力強いものではない、特に、夏場過ぎぐらゐからスローダウンしてくるのではないのかなということ、そしてアジアでは経済力そのものも結構ついてきているということからいきますと、必ずしも輸出が日本経済全体を引っ張っていくほどの牽引力には、今般なり得ないのではないのかなと思ひております。もちろん、今後業種によりまして明暗が結構出てくると思ひます。

そして日本の内需が上向きませんと、力強い回復過程に入つたという判断は難しいように思ひます。内需につきましては、やはり依然厳しい状況

が続くと思います。例えば、消費に絡むところがありますが、所定外労働時間、いわゆる残業は、生産の下落に合わせて、昨年の初めごろから前年比マイナスということでありまして、これも最近、生産の下落率がやや縮小してきたということ、で残業の減少も底打ちしてやや小幅にはなっています。しかしまだ前年比マイナスですから、基本的には毎月もらう残業代が減っているということになります。そして、この夏の賞与も、前三月期の業績が非常に厳しかったわけでありますから、全体では当然マイナスということになりますから、所得面からはやはり依然消費にはなかなかネガティブな要因がいまだに起こっているということだろうと思います。

ただ、雇用面では、有効求人倍率等につきまして、昨年の年初から急速に低下したわけでありますが、これもやや底打ち加減といえますか、底に

届いた感です。底を打って反転上昇という期待はなかなか難しいわけがありますが、底に届いた感じはいたします。

したがって、所得、雇用がさらに悪化していくという状況ではありませんが、回復力という点については、余り大きな期待はできないということであります。

消費というのは何で決まるかというと、いろいろありますが、今日本は貯蓄が非常に多いわけですから、消費性向が上がってくればということはありませんが、なかなか日本人の心情はそうではありません。例えば、金利が下がれば下がるほど、ゼロ金利になればなるほど一生懸命貯金をする。海外では信じられないような行動を日本人はするわけでして、そういった点からいきますと、多分消費性向を上げるというのは難しく、所得、雇用面から、やはり日本の消費の回復というのは

余り期待できないということだろうと思います。

一方で、設備投資につきましても、企業収益はこれから回復に向かうとしても、やはりまだ設備の過剰感というのは結構残っておりますし、そしてさらに、日本の企業は新しい設備等に思い切った投資をするかという点、これはやや構造的な問題もあって、そこまでの期待は持ちにくいということだろうと思います。したがって、設備投資につきましても、よくて横ばいで、むしろまだ当面マイナスの基調が続くだろうと思っております。

そういった意味では、日本はGDPに対して消費が六割ぐらい、設備投資が二割弱ということでありますから、アメリカと同じように、これで八割が決まってしまうという点でいきますと、日本の内需ひいては日本の景気全体というのは、回復力が非常に弱いと考えざるを得ない、恐らくこ

としも、ゼロか若干マイナスといった成長率にとどまる可能性が強いように私は思っております。

三、日本経済の競争力低下

そういう中で、今後のマーケットであります、その前に、日本の競争力についてお話をしたいと思います。

図表1に「変調した国際収支」というグラフがあります。昨二〇〇一年の日本の国際収支というのは、あえて大げさな表現を使わせていただきますが、劇的な変化が起きました。

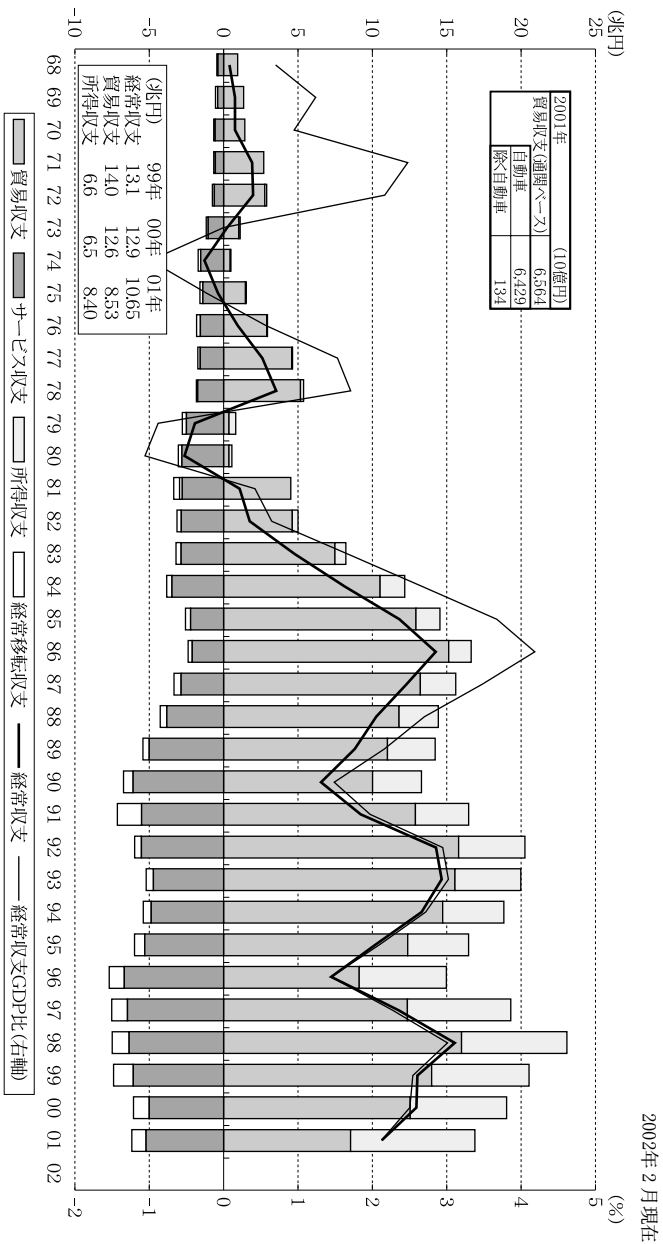
まず第一に、昨年の日本の貿易黒字というのは九六年水準を下回ったことであります。棒グラフに日本の経常収支の内訳が出ております。

マイナスの部分がサービス収支、そして移転収支です。プラスの部分が、貿易収支、そしてその

図表 1 変調した国際収支（日本の経常収支）

2001年変化

- ① 96年を下回った貿易黒字
- ② 自動車を除く貿易収支は大幅に縮小
- ③ 貿易黒字と所得収支黒字が接近



上に乗っているのが所得収支です。説明するまでもありませんが、貿易収支は物の輸出入による収支で、所得収支は、日本の企業が海外でビジネスを行った配当収入や日本の投資家が外債あるいは海外の株を買った配当利金収入、他方で外人が日本に投資した場合に受け取るもの、その収支尻ということになります。貿易収支のところをもらいいただきますと、二〇〇一年の黒字は、九六年水準より若干ですが小さくなりました。さらにさかのばれば、八三年以来の低さだということになります。

なぜ九六年と比較して小さいのが問題かということですが、九六年の貿易黒字は九三、四年に比べてかなり落ち込みました。これはその前年の九五、四年四月に、一ドル八〇円割れまで円高が急速に進んだためです。円高になりますと、そのマイナスの効果というのは大体半年から一年かけてあら

われてまいります。その結果が九六年の黒字の縮小になったわけでございます。

二〇〇一年には、その水準を若干なりとも下回ったということですが、では二〇〇〇年の為替レートは幾らだったかといいますと、一ドル約一〇八円でして、昨年は一二〇円台に円安が進み、ことしに入っては一二〇円台、今はまた一二〇円台後半に戻っていますが、一二〇円台まで円安が進んだわけであります。すなわち、九五、六年と比べますと、大幅な円安だ、にもかかわらず、日本の黒字は九六年水準より小さくなってしまったということでございます。もちろん世界景気の位置が当時と今日とでは多少違うということを割り引いたとしても、私はこれは明らかに日本の競争力が低下したということだろうと思っております。

そして、さらにそれを商品別に見ますと、もっ

とびつくりするようなことが起こっております。

一部新聞報道もございましたので、もうごらんになつてゐる方も多いかもしれませんが、日本の貿易収支というのは、自動車を除くと、ほとんど黒字がないとはいえませんが若干しか残らないぐらゐになつてゐます。図表1の左上のところに小さい表がありまして、そこに二〇〇一年の通関ベースの貿易収支が書いてありますが、全体で六兆五六四〇億円の黒字のうち、自動車が稼いだのが六兆四二九〇億円で、自動車を除いた全産業ではわずか一三四〇億円しか黒字がないということであります。したがいまして、極端にいいますと、自動車だけが競争力を保つて稼いでいて、その他の産業は、電機、エレクトロニクスを含めまして、とんとんに近いということです。

こういった数字を見るまでもなく、恐らく多くの方も実感されているはずでございますが、中

国、あるいはアジアという賃金が低いところで、結構労働力の質も高まり、それなりの品質の物がつくれるようになってしまいました。日米欧の企業がどんどん進出して、そういうことが定着してきたわけです。それをうまく利用した例としては、例えばユニクロが、最近業績は悪化しておりますが、日本から材料を送り、中国で縫製加工して、比較的高級素材といわれたフリースを日本で一〇〇〇円位で売つても、大変な利益ができるというぐらいそれなりの品質で非常に安く物ができます。スーツでも、今や八〇〇〇円、九〇〇〇円です。十分だ。このほとんどが中国でつくられる。あるいは一〇〇円ショップにも一度や二度は行かれたと思いますが、今や一〇〇円ショップが駐車場つきという位大変大規模になってますし、そして、そこでは日常生活に必要なものはほとんどそろふ。衣類から日用雑貨品、あるいは食類もほとん

どそろいます。もちろん食料品、あるいは一部のプラスチック製品につきましては日本産ということはありますが、多くは中国産、一部韓国・台湾産ということでございまして、こういった雑貨あるいは衣料品の類は、もう日本は競争力はないということだと思います。家電製品も、ほとんどがアジアでつくられ日本に逆輸入されるということでございますし、恐らくここから一年、一年半の間に、さらに驚くことが起こるわけであります。

例えば、今世界最大の家電メーカーというのは中国のハイアール（海爾）という会社であります。三洋電機の販売チャンネルにこのハイアールの製品を載せて、国内で本格的に売り出されている。冷蔵庫とか洗濯機とか、現在日本で売られている商品と、品質の差がほとんどない、値段だけが、よくわかりませんが、恐らく三分の二とか、かなり安い値段になっているのではないのかなと

思っております。

また、半導体のメモリーであるとか液晶などは、もう数年前から韓国、台湾メーカーに負けており、日本の半導体大手五社のことしの設備投資計画は、韓国のサムソン電子一社より小さい数字になっているということでございます。こういった、ややハイテクに属するようなところでも、日本のメーカーの競争力は低下している。そして、液晶よりもさらに付加価値の高い、プラズマディスプレイに日本のメーカーはシフトしているわけですが、しかしこのプラズマディスプレイも、恐らくこれから一年ないし一年半ぐらいの間に、恐らく韓国で量産が始まってくるだろうと思っております。押しまくられてきているというのが実情ではないのかなと思っております。

そういう中で自動車につきましては、ご承知の

ように、部品の点数が四万点とか非常に多岐にわたるといふことで、非常に産業基盤、部品の基盤がないといふものがないといふことであります。電機関係につきましては、部品の点数はそれより一けたは少ないといふことでありまして、こういった部品の点数の多い、広い産業基盤が必要な自動車だけが日本はまだ頑張っているといふことでありますが、これもおいおい、もちろん一、二年といふことでありませんけれども、やはり中国に、部品メーカーを含めましてシフトしていくといふことになるかと思ひます。そういった意味では、日本はかなり製造業といひますか、物づくりにては明らかに競争力を失つて劣勢になつてきてあるといふことであります。

そして、さらにそういったことを物語るのが、貿易黒字と所得収支黒字の接近といふことです。これは、実は従来からの統計のとり方でやります

と、逆転しております。昨二〇〇一年の確報値で、財務省は、従来デリバティブズによる収益を所得収支にカウントしていたのですが、それを資本収支に変へまして、その結果、逆転は起こらなかったわけですが、速報ベースでは、従来の統計のとり方でしたので、逆転といふことで、これは、日経新聞等各新聞の一面トップを飾りました。ご記憶の方もおられると思ひます。

左下の小さい表に、九九年、二〇〇〇年、二〇〇一年の経常収支、貿易収支、所得収支の数字が出ております。従来のとり方を延長すれば逆転ですが、新しい統計に変へたためにわずかに貿易黒字が多かつたといふことでございます。要するに、日本は物づくりの国ではなくなつた、金融収支で食う国になつた、かつてのイギリスの道をたどり始めたといふことをこれは物語っているわけでありませう。

若干追加のコメントをしなくてはなりません
が、ことしにつきましては、恐らく貿易黒字はま
た二兆円ふえるのではないかと思っております。
しかし、こういった貿易収支は、ある程度円安に
なれば、少し競争力を回復して黒字がふえるとか
いうことで、そういったある程度のアップダウン
はありますけれども、むしろ方向感といえます
か、基調が大事だということです。

恐らく円安がその国の競争力を回復することは
ないというのが私の持論でありますし、過去の歴
史もすべてそうであります。例えば七一年以来、
アメリカは延々とドル安を八〇年代まで続けてき
たわけでありますが、しかしそれによって八〇年
代までにアメリカの競争力が回復したことはな
かった。一方で、円高がどんどん進んだにもか
かわらず、日本の競争力は低下しなかったわけであ
ります。私は通貨安が進んでも、国の競争力が回

復することはない、一時的に黒字がふえるとかい
う現象は見えますけれども、基調は変わらないと
思っております。あくまでも為替というのは結果
であるという考え方をとっております、そう
いった意味では、少し円安になったということであ
ることしの貿易黒字は少しふえるということになる
としても、それが日本の競争力の回復というもの
を意味するものではないと私は思っております。

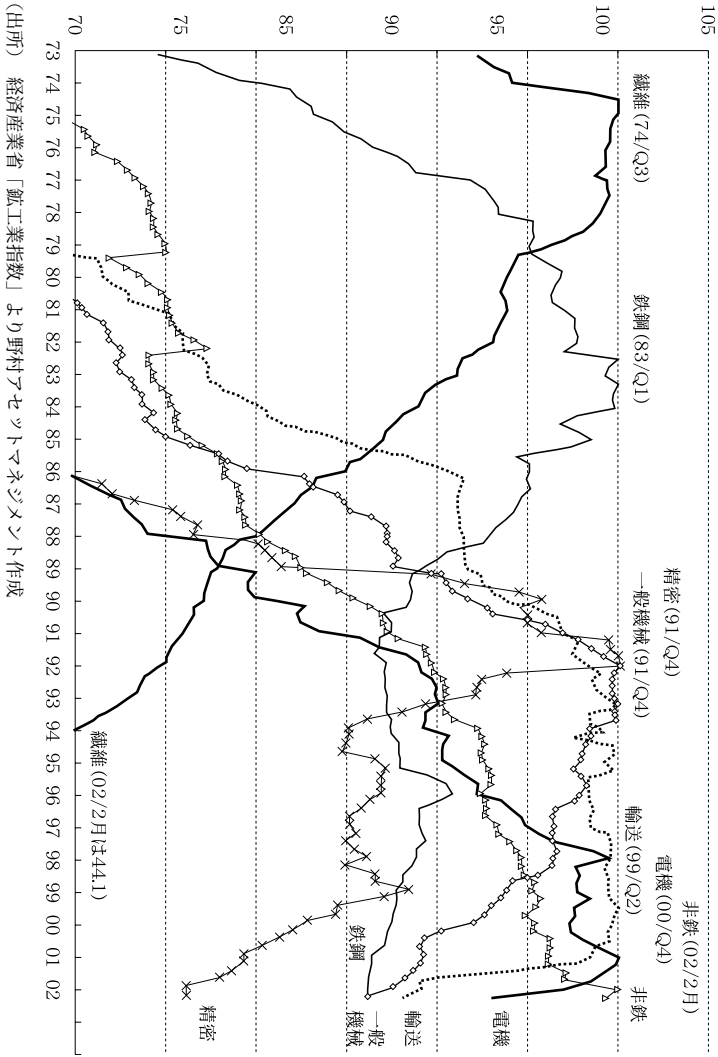
図表2をご覧くださいますと、さらにそのこと
がより強く印象づけられるのではないかと思います。
これは、日本の主要な製造業の業種別生産能
力の推移であります。過去、生産能力がピーク
だった時点を一〇〇として、その後の推移を見た
ものであります。例えば七〇年代初めぐらいまで
は、繊維の生産能力はどんどんふえていた。ある
意味では、繊維というのはリーディング産業の座
にあったし、競争力も強かったという言い方が、

図表2 リーディング産業が見当らない製造業

業種別生産能力の推移

(業種ごとのピーク時=100)

2002年2月現在



(出所) 経済産業省「鉱工業指数」より野村アセットマネジメント作成

この辺まではいえると思います。しかしその後は、生産能力を低下させ、鉄がこれにかわつてくるわけで鉄は八〇年代前半までに大体ピークをつける。もちろん実際の競争力の評価は、これよりももう少し前に低下が始まるということはありませんが、生産能力で見ても、多少の時期のずれがあつても、大体似たような傾向が読み取れると思います。

そして、その後、直近でいきますと、太線の電機も今相当生産能力を低下してきているということとであります。また復活も多少あるかもしれませんが、電機といえども、生産能力で見るとピークアウトしている。まだちょっと伸びているのは、非鉄であります。これは電子材料が伸びているわけですし、非鉄そのものは、日本の経済の屋台骨を支えるほどの大きな産業ではありませんので、かつての繊維、鉄、電機といったところとは

大分違うということだろうと思います。そういった意味では、今後のリーディング産業、日本の経済の屋台骨を背負つて伸びていける産業が、製造業においては見当たらないということでございます。

このように競争力の低下、特に製造業における競争力の低下というのが歴然としてきているように私は思いますが、こういった日本の製造業の競争力というのはこれから回復することがあるんだろうかということではありますが、それはないということでございます。

図表3の①に労働人口に占める貯蓄世代比率と貯蓄取崩し世代比率の推移を示しております。日米欧の人口構成比の推移を出しております。「貯蓄世代」というのは、ご承知だと思いますが四〇代、五〇代の人でありまして、一番働き盛り、一番稼ぐ世代です。この世代が一五歳以上の年齢人

今後の株式市場を見る

図表3 急速な高齢化

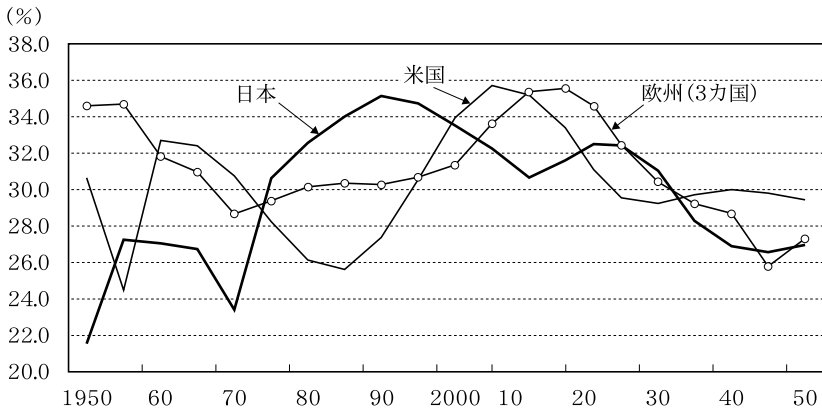
① 労働人口に占める貯蓄世代比率と貯蓄取崩し世代比率の推移

	1950	60	70	75	80	85	90	95	2000	05	10	15	20	30	40	50
日本																
貯蓄世代(%)	21.5	27.0	23.4	30.6	32.6	34.0	35.2	34.7	33.5	32.3	30.7	31.6	32.5	31.0	26.9	27.0
貯蓄取崩し世代(%)	11.9	12.7	14.0	15.5	16.8	18.8	21.3	24.0	26.5	29.4	33.4	35.5	36.2	38.3	43.6	42.5
差	9.6	14.3	9.4	15.2	15.8	15.2	13.8	10.8	7.0	2.8	-2.7	-3.9	-3.7	-7.3	-16.6	-15.5
米国																
貯蓄世代(%)	30.7	32.7	30.8	28.2	26.1	25.6	27.4	30.5	33.9	35.8	35.1	33.4	31.1	29.2	30.1	29.4
貯蓄取崩し世代(%)	16.2	19.1	19.6	19.9	20.3	24.1	21.4	21.1	20.8	21.3	23.0	25.4	28.1	31.4	31.8	32.6
差	14.5	13.6	11.2	8.4	5.8	4.5	5.9	9.4	13.1	14.5	12.1	8.1	3.0	-2.1	-1.7	-3.2
欧州-3																
貯蓄世代(%)	34.6	31.8	28.6	29.4	30.1	30.4	30.3	30.7	31.4	33.6	35.4	35.6	34.6	30.4	28.7	27.3
貯蓄取崩し世代(%)	18.8	21.0	24.0	24.6	22.7	23.3	24.8	24.9	26.6	27.4	28.7	30.5	32.8	39.0	41.5	41.9
差	15.8	10.8	4.6	4.8	7.4	7.1	5.5	5.8	4.8	6.2	6.6	5.1	1.9	-8.6	-12.8	-14.6

(注) 貯蓄世代は40～59歳まで、貯蓄取崩し世代は60才以上。欧州-3は、ドイツ・フランス・イタリアの3カ国。

(出所) 国際連合『世界人口予測』より野村アセットマネジメント作成

② 貯蓄世代比率の推移



(出所) 国際連合『世界人口予測』より野村アセットマネジメント作成

口に占める比率を数字であらわし、一九五〇年から五年刻みで示しているわけです（当研究所注…スペースの関係で一部一〇年刻みにしている）。

「貯蓄取崩し世代」というのは六〇歳以上の方でありまして、六〇歳以上の方ももちろん働く方は多いわけですが、基本的には、四〇代、五〇代にしっかり蓄えて、それを取り崩しながら余生を過ごしていくということで「取崩し世代」としております。

そして、②に貯蓄世代の比率の推移を示したグラフがあります。その中で、細い折れ線グラフのアメリカをごらんいただきたいと思います。戦後から六〇年代までのアメリカは、大変経済力、競争力の強い経済でした。まさにその時期、アメリカの貯蓄世代の比率というのは急上昇しているわけでありまして。そして六〇年代後半から、アメリカ経済は競争力をだんだん失ってまいりまして、

七〇年代、八〇年代と競争力の低下が続いたわけでありまして。そしてまさにそれに合わせるかのように、貯蓄世代の比率は低下を続けていったわけでありまして。そして九〇年代に入りまして、再びアメリカは経済力を回復してまいります。この時貯蓄世代が急上昇してきまして、このピークが二〇〇五年くらいということでもありますから、あと数年ぐらひはアメリカは強いかもしれないということでございます。しかし大体山は見えてきたという言い方もできるかもしれません。

日本はといいますと、まさに七〇年代から八〇年代にかけてまして、この世代が急上昇し、そのピークが九〇年です。まさにバブルの絶頂期で、やはりあれが日本経済の花だったということでありまして、その後この世代が低下を続け、まさに九〇年代、日本の競争力は低下してきたということでもあります。アメリカについていえば六〇年代

は、黄金の六〇年、ゴールデン・シックスティーズなどといわれたのですが、日本の場合には、まさに八〇年代がそうだったということかもしれません。

日本の人口構成でいきますと、第二次ベビーブーマーが今度この貯蓄世代に入ってくる二〇一〇年以降、少し回復するわけですが、かつての水準には戻らない。むしろ、これから欧州が二〇一〇年ぐらいに向けて、少しこの貯蓄世代がふえていくということでありまして、日本の時代は終わりました。今アメリカが強い時代です。やがてはEUになるかもしれない、こういうことです。

そうしますと、為替も大体そういう方向で動いていくかもしれないように考えます。もちろん欧州について不安はないわけではありませんが、本当にユーロという単一の通貨が定着するの

かどうか、最近右翼が大分強くなったとか、いろいろあります。ただ基本的に、こういった域内経済の比較感からみますと、だんだん欧州というのは相対的に強くなってくる可能性があるということを示唆しています。

加えまして、日本の場合にはぐあいが悪いことに、高齢化が急速に進むということがあります。取崩し世代のところの数字を見ていただきますと、まさにそれが見て取れます。例えば貯蓄世代と取崩し世代の差をとりましたところをざらにいただきますと、七五年、八〇年、八五年は一五％からの差があり、圧倒的に稼ぐ世代が多かったわけですが、二〇〇〇年にはこれが七％に縮小しております。二〇〇五年～二〇一〇年の間にはマインナスになる。すなわち四〇代、五〇代より六〇歳以上の方が多くなってしまうということになります。

こういった方向感の中で、日本の競争力は回復するのだろうかという素朴な疑問を私は持っている。難しいだろうなということでございます。そして少なくとも、これから競争力を回復するためには四〇歳以上の世代をすぐふやすかといっても、今から子供をつくっても四〇年かかるわけです。こういったデモグラフィックな要因というのがやはり経済の基本だということを私は従前から思っておりまして、まさに今そういう時代に入ってしまったなということで、それがこれまで申し上げた国際収支、あるいは生産能力指数の推移に見て取れるのではないのかと思います。

四、為替の下落・所得の減少・金利の上昇

それでは、競争力が低下すると、何が起こるかということですか。

為替は基本的には、やはり長い目で円安トレンドになることだろうと思います。ニクソン・ショックを契機にして七一年以降、そのまま変動相場制になり、一ドル三六〇円の時代から、一時は八〇円割れまで円高が進みました。今日でも、一三〇円弱ということでありますから、以前と比べ、まだ三倍弱ぐらい円が強いところにあるということでございます。その後いろいろな曲折はございましたが、日本の競争力がなくなるということは、日本の貿易黒字がいなくなるということになるわけです。

日本はまだ貿易黒字が残っておりますが、過去、七〇年以降二回ほど貿易赤字になりました。それは石油ショックのときでございます。第二次石油ショックの七九年〜八〇年頃の購買力平価をみますと、七九年初めごろには、一時、輸出物価基準で計算される購買力平価まで円高が進んでお

りました。そして、第二次石油ショックで赤字になると一気に卸売物価基準まで円が売られ、その後レーガン大統領が出てまいりますと、強烈なドル高政策もあって、結果としては消費者物価基準を上回るころまで円が売られたという経緯がございます。

今、輸出物価基準、卸売物価基準、そして消費者物価基準というのを申し上げましたが、日本で購買力平価が一番高いところに位置する物価水準が、輸出物価でありまして、日米の輸出物価で計算された購買力平価が一番円高のところに位置します。そして、日米の平均的な産業の競争力という観点からは卸売物価基準でありまして、これが真ん中に位置し、日本の一番弱い物価が消費者物価で、これで計算すると一番円が安くなるということができます。

通常、常識的に考えますと、日本は貿易黒字の

国で、アメリカへの輸出国です、アメリカは輸入国で貿易赤字の国だということからみますと、通常の為替というのは、輸出物価基準と卸売物価基準の間で振れるというぐあいに考えられます。すなわち、輸出物価基準まで円高が進んでまいりますと、日本の輸出価格競争力が失われて、輸出が減り、黒字が減るという形で円安になる。それから卸売物価基準まで実際の為替レートが安くなつてまいりますと、俄然日本の輸出価格競争力は回復して、また黒字がふえる形で円高に向かうということになります。

ただ、そういったロジックからしますと、日本の貿易黒字がなくなった日には、今度は卸売物価基準と消費者物価基準の間で振れる。ステージが変わってしまうということでもあります。今、消費者物価基準で計算しますと、一ドル一七〇円ぐらいが現時点での購買力平価の水準でありますか

ら、今すぐさま日本の貿易黒字がなくなるということになれば、そのくらいまでの円安があってもおかしくはないということになります。

過去、いずれの物価を使っても、購買力平価は円高方向で推移してまいりました。それは当たり前でして、日米のインフレ率格差、つまり日本の方が物価上昇率が低く、アメリカの方が高かったわけでした、その差分だけ購買力平価は毎年円高方向で進んでまいりました。しかし、これが逆転して、もし日本の物価上昇率の方がアメリカより高くなると、当然この購買力平価というのは円安トレンドに変わるということになります。

ではその可能性はないのかということでありますが、大いにあります。既に卸売物価基準で計算した購買力平価は、昨年の終わりぐらいから、やや円安トレンドに変わってきております。すなわち昨年一二〇円台、そしてことしになって二三

〇円台まで円安になったということを受けて、卸売物価基準での購買力平価は、定着したとはいませんが、やや円安トレンドに向かい始めています。

今試算しますと、日米の卸売物価の上昇率はまず逆転するだろう、あるいは同じになるか。為替レートが一四五円、あるいは恐らく一五〇円を超えると、まず日本の卸売物価の上昇率の方が高くなるという試算ができます。したがって、円はまだそれよりも円高水準にございますが、何かのところで一四〇円を超えていくということになりますと、いずれそれがインフレ率に跳ね返って、日米のインフレ率格差が逆転するということも、将来あり得なくはないということになります。

とりわけ日本は、ほとんどのものを輸入に頼っておりますので、通貨安による物価上昇圧力ははるかに強い。アメリカはエネルギーや食糧をそれ

なりにある程度自給もできる国でございます。日本はほとんど輸入に頼っておりますので、そういった意味では、通貨安によるインフレ圧力は強い。逆にいえば、今まで円高だったがゆえに、非常にそれが日本の低インフレに貢献してきたということです。通貨がある水準を超えて円安になってくると、そこからはむしろ、アメリカよりも日本の方がインフレ率が高くなる形でトレンドが変わってしまうということが起こるということをお願いしたいわけであります。

ただ、今は私は円—ドルでいっていますが、実はこれは正しくないのです。むしろ円の実効レートが、今までは、基本的には円高方向で来たけれども、いずれ日本の競争力がなくなつて、日本の貿易黒字がかなり小さくなる、あるいは万一赤字が見えてくるようになった時点には、まず円安トレンドに変わっているだろうということです。実

効レートですから、ある意味で世界通貨に対して円の強さを示すものであります。

なぜドルではないかといいますと、ドルにつきましては、やはり問題は抱えていると思います。ここへ来て、アメリカの景気回復の兆しを受けて、またアメリカの貿易・経常赤字が相当膨らみ始めたということです。一時落ちたとはいえ、相当な水準でありまして、年間で四〇〇〇億ドルを上回る経常赤字で、GDP比では四・三—四・四%ぐらいあったわけでして、それが再び拡大に向かう。

私の脳裏に焼きついて離れないのは、八七年一〇月のブラックマンデーでありまして、あのときには経常赤字は絶対額で今の三分の一ぐらいしかなく、半分以下だったのですが、GDP比で四%弱というところでそういうことが起こってしまいました。

今日、やはりアメリカの経済に対する信認が厚く、またアメリカ側に対して投資魅力が非常にあるということで、経常赤字を埋める形でアメリカに資本流入が継続しているのでドルがしつかりしておりますが、しかしここから再び経常赤字が拡大していく。

そしてさらに、先ほどいいましたように、アメリカの人口構成をみますと、二〇〇五年ぐらいがピークになるかもしれないということで、アメリカの競争力、投資魅力というのがずっと続いてくれればいいのですが、ここ何年かのうちにその辺が峠を越えてくることになりますと、投資魅力が薄れるということで、ドルの調整はあり得るということでもあります。それは、今からすぐとはいいたしません、例えば二〇〇三年、二〇〇四年と、いつ起こってもおかしくないように思います。そういう意味でのドル安のリスクは、やはり注意

しておく必要があると思います。

もちろん、アメリカの消費につきましても、個人の負債が非常に大きいとか、それなりの構造的な問題は抱えているということでありまして、またアメリカの財政も黒字でありましたけれども、直近では、アフガンにおける戦費がかさんだという事等もありまして、財政はやや赤字歩調に変わってきているということもあります。そういう意味では、ドルに対してはこれから先、警戒感はある程度持つておく必要があると思います。外貨に投資するということであれば、ドル一辺倒はだめで、ユーロなり豪ドルなり、それなりに信頼性の高い通貨に分散しておくということが必要ないように私は思います。

今為替のお話をしましたが、次に、日本の給料の話をしたと思います。もちろん所得格差は広がるかもしれませんが、日本の給料はもう上から

ないと思っております。日中の賃金は大体三〇倍ぐらい差がございます。日本の競争力の低下は、基本的には日本の高コスト構造にあるわけでして、賃金を初め、いろいろなものが高いということとであります。そして、中国その他アジアは比較的賃金は低い中でそれなりの品質のものがつくれるようになってしまったというところに由来するわけであります。

そういった意味では、極端にいうと、日中の賃金差が相当縮小してくるまでは、日本の賃金は上がらない。むしろ、最近も、大手企業でもいわゆる五%賃金カットという形で賃金に下方圧力が加わっている。恐らくそれは今後も加わり続けるのではないかと思います。

もちろん、それを吸収するぐらいの生産性の向上が望めればいいのですが、それにはやはり日本の企業が国内で積極的に設備投資をしていけば別

ですが、現実には設備投資はことしもマイナス歩調でありますし、長い目で見て、いろいろな刺激策をこれから政策的にやったとしても、最後の方でお話ししますが、非常に難しいように思います。

そういった意味では、日本の賃金をいきなり一〇分の一ぐらいにでも下げれば、また別かもしれないませんが、しよせんそういうことはできないわけですし、この差がある程度縮まってくるまでは、日本の賃金はなかなか上がりにくいということになります。さらに、それを前倒し的に調整するには円安しかない、あるいは結果としての円安が調整していくということになるかと思えます。

そうしますと、何が起るかという点、日本人の我々の収入はふえないということを意味するわけです。現実には九五年というのは、ある意味で行き過ぎた円高だったと思いますが、九五年と二〇

○二年の一人当たりの名目のGDPを比較しますと、ある程度予想ベースでありますが、実は我々はもう三割目減りしているわけでございます。

すなわち、九五年に日本の一人当たりの名目GDPは四万二〇〇〇ドルでございました。アメリカは二万八〇〇〇ドルしかありませんで、日本の方が圧倒的に所得が高かったわけであります。しかし、二〇〇二年は一ドル＝一三〇円で換算しますと、日本は三万ドルであり、アメリカは三万七〇〇〇ドルでございます。逆転しているわけですが、むしろ九五年に対して二〇〇二年は、ドルベースで見た日本の一人当たり名目GDPは三割目減りしているというところであります。

そして、当然我々の持っている金融資産の価値等も三割目減りしているわけであります。円安というのは我々の実質所得、実質資産価値を目減りさせているということでもあります。これは極め

て重要なことで、日本人は気づくべきだろうと思います。

それにもかかわらず、日本の政府はこれまで円安、円安といっているわけです。円安というのは我々の所得・資産価値を目減りさせるということとで、それを政府が音頭をとって進める国は、世界を見ましても余りないように私は思います。

また、日本人というのは円高が悪で円安がいいような感じがいますが、行き過ぎた円高は困りますけれども、自国通貨が強いということは、仮に名目の円ベースの給料が上がらなくても、海外で一万円札を使えば余計に品物を買えるということでありまして、実質所得が上がるわけであります。

これから円が一時的に少し戻すと思います。アメリカもドルが強いわけではありませんが、それでもことしは一ドル＝一二〇円割れまではどうか

など思います。

しかしながら、去年は十分安くなりましたので、多少この辺で持ち合うとしても、長い目で円安になってくると見れば、円ベースの給料は上がらないし、一方で、実質所得は外貨換算したら目減りすることです。

今、日本国民はその痛さを感じていないと思います。それはデフレだからです。すなわち、賃金は上がらない、むしろ、やや下がっているけれども、物価も下がっていますので生活水準は下がっていないわけです。怖いのは、物価がプラスに転じたときだと思います。恐らく、プラスに転じたからといって給料は上がらないと思います。そうしますと、生活水準が下がってくる。恐らく数年内にそれは起こるだろうと思います。そのときに初めて、競争力が低下するということは生活水準が下がることだということを日本の国民は実感し

始めるのではないかと私は思っております。もちろん、為替が一四〇円、一五〇円になってきた段階では、気楽に海外旅行もできなくなるかもしれません。

もし円がある時点で円安になった時に、日本のインフレ率が先進国の平均を上回るような形でやや高くなってきた場合には、日本の実効レートは円安トレンドに変わる。そうしますと、例えばドルでいえば、一ドルが二〇〇円、二五〇円、三〇〇円だってあり得る。今から一五年か二〇年先かわかりませんが、そういうことが起こり得るということを意味するわけがあります。

それは、長い目で見たら驚くことではないのかもしれない。七一年までは一ドル三六〇円だったわけでありまして、これから日本が一五年、二〇年先、競争力を低下させていけば、三〇〇円ぐらいだってあるかもしれないということです。そう

すると、日本の所得あるいは資産価値はより目減りしているということになります。

ということは、逆にいえば、これから給料がふえない中で、いかに我々の収入をふやし、そして資産価値の目減りを防ぐかということが大きな課題になると思います。それはある意味で、答えは非常に簡単でありまして、日本の場合、一四〇兆円からの個人金融資産があるわけで、土地は海外に移すわけにはいきませんが、金融資産は幾らでも海外に移すことができますので、持っている個人金融資産の一定割合を常に外貨建て資産で保有する。外貨建て資産の部分については価値は目減りしない。

そして、なお金利物でいきますと、国内はほとんどゼロ金利ですが、アメリカでは一〇年債で五%、ドイツの国債なども大体五%台ぐらいということでした、そういった意味では、金利物は外物

が高い。当然それだけ収入はふえるということになります。

例えば、アメリカの一〇年債は五%、日本の一〇年債は一・三%台、その差が三・七%近くあるわけです。ということは、毎年三・七%ずつ円高になったとしても、日米の一〇年国債に投資した場合収益率は同じだ。もしそこまで円高にならないければアメリカの国債の方が有利でしょうし、い万円や円安になれば、大変な利益が得られることになるわけで、そういった意味では、やはり一定割合の外貨建て資産を持ち、金利物については外物のものをなるべく持つようにする。それは例えば最初は数%か一割かもしれませんが、今後私がいうような方向にいけばということで様子を見ながらそれを積み上げていくことが賢明なように私は思います。

もう一つ、金利につきましては、これは皆さん

お感じになったと思いますが、これから先、日本はどう転ぼうと長期金利は上がるしかないということだろうと思います。日本の景気がよくなれば、当然今のような超低金利があるはずがございませんし、景気がよくなければ財政赤字がどんどん膨らみ、また不良債権の処理等も進みませんから、そういったものも財政負担になってきますから、国債は一段と格下げということになります。一段、二段の格下げがあれば、それなりの金利上昇がなければだれも買ってくれない。つまり、買っていただくには金利を上げるしかないということ、どちらに転んでも金利は上がるしかないだろう。時間的な問題はあります。年内はまだしばらく超低金利かもしれません。しかし、何年後には長期金利は上がらざるを得ない。

加えて、日本の政府債務は絶望的な水準までふえてきていまして、日本の政府が黒田財務官の名

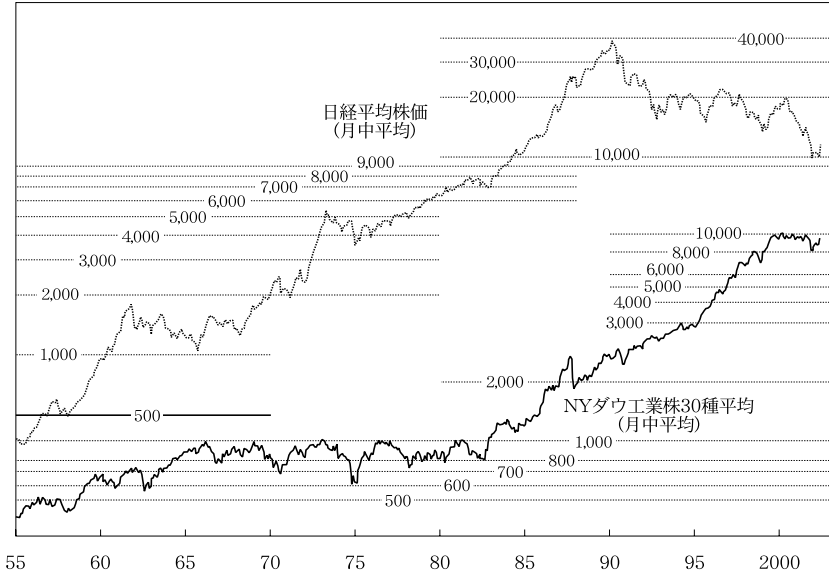
前でムーディーズ、S & P、フィッチにレターを出し、フィッチがその返事をしてきたときよう紹介されていますが、日本は債権大国ではありませんが、日本政府の債務は相当な金額に達していて、GDP比でもいざ恐れらく三年、四年で二倍ぐらいには軽く膨らんでしまうだろうと思われます。そういった状況の中では、長期金利は上がらざるを得ないことだろうと思っております。そういったこともありまして、長期債に投資するのであればやはり外物だろう、国内で債券に投資するなら、期間の短いものにしておかないといけないという自然な結論になるように思います。

五、株式の投資魅力

図表4をごらんいただきたいと思います。アメリカが競争力を低下させたのは六〇年代後半から

図表4 株式市場—長期往来相場
日米株価の推移

2002年3月現在



(出所) 野村アセットマネジメント作成

です。まさにゴールデン・シックスティーズといわれていたときが絶頂期でありまして、六五年以降、七〇年、八〇年代は競争力を低下させました。ニューヨークダウはその間、八二年まで完全なボックス圏でありまして、大体六〇〇から一〇五〇ドルの間ぐらいで振れてきたわけであります。

八二年以降、ニューヨークダウが上がり出します。これはある意味で、株価が、アメリカ経済の最悪の状態を織り込み、その後上がり出したというぐあいには理解しています。

すなわち、六〇年代後半からアメリカの競争力が低下した結果、何が起こったか。クリーピング・インフレであります。大きくは上がらないのです

が、じわじわ物価が上がり始めました。それに合わせて、長期金利がじわじわ上がっていくわけがあります。

まさに、競争力が低下するというのは、ある意味で物価にあらわれてくることになります。物価というのは、経済が健全かどうかの体温計だといえると思います。石油ショックを二回挟みまして、八〇年代の初めごろには、アメリカでは一〇年債で一三〜一四%、一部では一七%という金利になった。そこまで上がったわけです。

そして、レーガン、ボルカーが出てまいりました、これを抑えにかかり、八二年以降、この長期金利がピーク・アウトするということで、これを好感して株価が上がり始めたというのが私の理解です。八〇年代までアメリカの競争力は低下を続けているわけですが、基本的には金利面からみますと、八〇年代初頭にピーク・アウトしたことを

受けて株価が上がり始めます。九〇年代のアメリカの株価上昇は、明らかにアメリカの経済力の復活だろうと思います。日本は、八〇年代型の株価上昇は将来あるかもしれませんが、九〇年代型は期待しにくいのではないかということになります。

そういったことを念頭に置きまして、日経平均の方をござんいただきますと、九二年以降、完全なボックス相場です。ご承知のように、日経平均は銘柄入れかえがありまして、以前のものとつなぐとすれば、今の日経平均に三〇〇〇円強上乘せる必要があります。したがって、例えば一万一五〇〇円であれば、大体一万四五〇〇円から、一万四七〇〇円、一万四八〇〇円というところだと思います。

そういった視点でつないでいただければ、九二年以降の日経平均は一万三〇〇〇円台から二万一

〇〇〇〇円の間のボックス圏ということでありま
す。そして、あの強烈なIT相場でもこの二万一
〇〇〇円を超えることはできなかったわけであり
まして、そういった意味では、残念ながらボック
ス圏の相場が続いているということだろうと思ひ
ます。日本の競争力の低下が続いていく間、そし
てある意味で長期金利が上がり切るまでは、この
ボックス相場が続くかもしれないということを私
は危惧しております。

ただ、それでも今の時点でいえば、日本株は買
いだと思っています。それは、昔流で日経平均が
一万三〇〇〇円台から二万一〇〇〇〇円というこ
とであれば、今はそこから三〇〇〇〇円引いて、仮に
一万円割れから一万八〇〇〇〇円というボックス相
場としても、今の一万一五〇〇〇円から一万七〇〇
〇円、一万八〇〇〇〇円が望めるのであれば、やは
り割安だということだと思ひます。投資するな

ら、金利物は外物にした方がいいと思ひますが、
国内では株だということでもあります。

その理由は、図表5にございます。日本の企業
は今大変な投資魅力を持っているというぐあいに
理解するわけです。欧米市場を見ても、こんな株
価はないというものまで上場されているというこ
とであります。

①にNOMURA400（除く金融）の連結経
常利益の推移がござります。二〇〇〇年度に過去
最高利益を大幅に更新しました。そして、二〇〇
一年度は四五%ぐらいの減益、ことしは五五%ぐ
らいの増益で、V字型回復という期待になってお
ります。二〇〇〇年度が過去最高というところを
ちよつと記憶していただきまして、②のグラフを
ごらんいただきたいと思ひます。

四本の折れ線グラフがありますが、上二つはS
&P500（アメリカの主要五〇〇社）の売上高営

業利益率と株主資本利益率（ROE）の推移でございます。アメリカの株価はまさに競争力の回復あるいは経済力の回復というものを受け、九〇年代にはROEは二〇％台まで駆け上がりました。

まさにこういったことを受けて株価が大きく上がったということだろうと思います。そして、八〇年以降を見ても、売上高営業利益率、ROEとも一〇％以上が当たり前ということでございます。

対して、下二つの折れ線グラフはNOMURA 400（除く金融）について見たもので、二〇〇〇年度に過去最高利益を大幅に更新したということでございますが、売上高営業利益率では五％、ROEでは五・二％ぐらいの水準でしかございません。

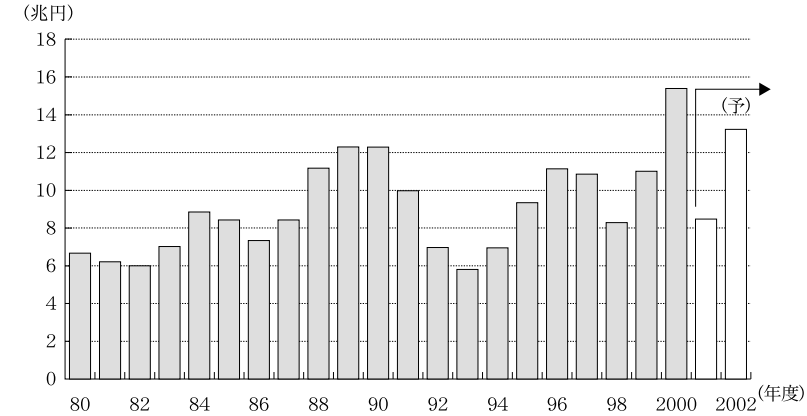
ROEを見ていただきますと、八〇年当時は一・二～一・三％ありまして、アメリカの企業とほとんど変わらないぐらいだったということでありま

す。なぜ絶対額では大幅に更新しながら、ROEは半分以下になってしまったのかということですが、その理由は、③にある株主資本比率でございます。

株主資本比率は残念ながら、八〇年以降連続する形でNOMURA 400ではとれませんので、ここでは東証一部（除く金融）ベースでとっております。数字的には余り変わらないと思います。八〇年当時、株主資本比率は一・八％でしたが、この二〇年間に日本の企業は財務体質を物すごく強化して、資本が蓄積しました。その結果、現在、株主資本比率は三五％ということです。製造業では、多くの場合には金融収支は受け取り超過というぐらいまで財務内容がよくなりました。そして、そのふえた株主資本を常にROE一〇％以上のビジネスに投資を続けていれば、当然今でもROEは一〇％以上でございます、その場合、恐

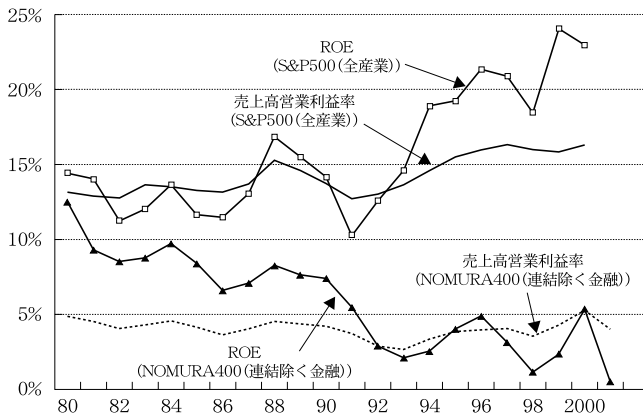
図表5 日本経済の活性化策(1)―企業の活性化

① 連結経常利益の推移



(出所) 野村証券金融研究所

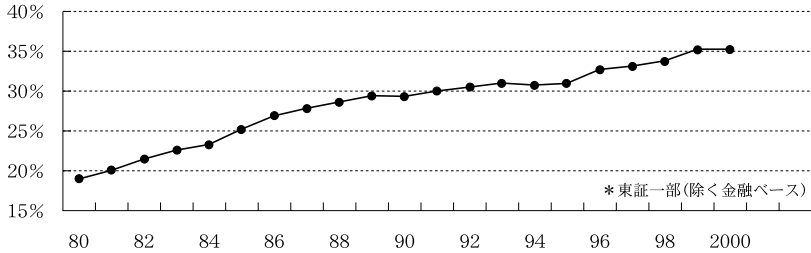
② ROE と売上高営業利益率の推移



(出所) 野村アセットマネジメント

今後の株式市場を見る

③ 株主資本比率



(出所) 野村證券金融研究所

④ TOPIX 推移と PBR 1 倍割れ銘柄比率



(出所) 東証統計等より野村アセットマネジメント作成

らく二〇〇〇年度の利益は二倍以上ということになるわけです。

ところが、日本の経営者はそうはしませんで、このふえた資本はもちろん本業にも一部投資したのですが、その多くを株式の持ち合い、あるいはキャッシュを積み上げることになりました。日本の企業はキャッシュの資金はたくさんある、あるいは不動産投資等で、立派な本社を建てたり、保養所をつくるということで、利益を余り生まないところに多くの資本を振り向けてしまったわけです。その結果、資本はふえたが、それに見合つて利益がふえていかなかったために、ROEがこのように低下してしまつたということでもあります。

ということからすれば、日本の企業でも、経営のやり方を変えれば、米国企業のようにROEが一〇%以上になるわけにあります。ただ、それは理屈でありまして、現実には非常に難しいと私も

思っております。しかし、実に衝撃的なことが起こりまして、それはまやかしのうか、言葉は悪いですが、そういう結果になりました。

それは、日産自動車です。ご承知のように、九九年度に日産自動車は赤字になり、ルノーの出資を仰いで、ゴーンという外国人経営者が入ってきました。もちろん、九九年度にできるだけの損を出し切つて、身軽になつて二〇〇〇年度に入つていたということですが、あえて「たった一年」という言い方をしますが、二〇〇〇年度たった一年間ゴーンが経営したら、一気に過去最高利益を大幅に更新したわけにあります。

法人税等は通常どおりには払っておりませんが、それを払つたという前提で計算しても、ROE一五%の企業に変わったわけです。赤字から、一年で一五%のROE企業に変わった。ゴーンさんが来て、日産の車が売れたかという、売り上げ

は横ばいであります。すべからくコストダウン、いわゆる効率経営に徹したということであります。

すなわち、持ち合っている株式あるいは遊休資産を売り払って借金の返済に充てるとか、不採算工場を閉鎖して人を減らす、部品、資材の購入価格の値引きを要求して新日鉄等もそれに応じ、その結果コストがどんと下がって、利益がどんとふえたということであります。まさに、効率重視の経営に変えたら、たちまち大変な利益が出てしまったということであります。もちろん、一部のアナリストは、あれは一過性だ、一時的だなどといった方もおられたように記憶しておりますが、結果は二〇〇一年度もその利益水準を維持する。日産がこれで本当によみがえったかどうかは、これから車が本当に売れるかどうかということにかかるわけですが、少なくとも大変な効率経営に徹した結果、収益力を高めたというの

は事実でございます。

株価もそれを素直に好感して、私の記憶では、ルノーが出資したのはたしか四〇〇〇円の時だったと思いますが、今や九〇〇円台で、わずか三年足らずで株価は二倍以上になっていますし、ストック・オプションでも大変な利益が出ているというぐらい様変わりになってきているということでございます。

日産自動車という会社は決してだめな会社だったわけではありません。自動車の大変熾烈な国際競争の中で闘って生き残ってきた会社であります。それはトヨタあるいはその他の企業の方がもっとコストダウンをやったかもしれませんが、日産でも部品のコストダウンを一円、一銭単位で努力してきたわけです。

国際競争の荒波にもまれてきた日産自動車ですから、外国人の経営者によりますと、ジャブジャブ

の濡れ雑巾だったということでありまして、そういった荒波にもまれていない一般の日本企業は推して知るべしでありまして、非効率な経営になった結果、資本効率が非常に悪い、それがROEを低いところにとどまらせているということです。

そういった意味では、経営のやり方一つ変えるだけで、日本の企業には収益の浮上のチャンスが大きいということでもあります。もちろん、日本の経営者もほかではありませんので、昨年からことしにかけて、経営の形をそういった方向に大きく変えてきているように思います。

NEC、富士通、日立、あるいは松下を初め、日本を代表するいろいろな企業が大胆なリストラに取り組みまして、過去では想像もできないような人減らし、リストラ、事業の再編に進んでいるわけでありまして。欧米の企業と比較しますと、まだまだ手ぬるい、あるいはスピードが遅いという

ことがいえるかもしれませんが、日本の経営が大きく変わり始めたということは紛れもない事実だと思います。

もちろん、その効果がこれから期待されるわけでありまして、仮にそういう方向に踏み出さない企業があるとすれば、買収されるなり、いずれは経営者が更迭されることが起こるということでございます。まして、日本の多くの企業では、まだまだ豊かな経営資産を持っております。大変な設備、技術も持っておりますし、質の高い労働力も持っている。そして、キャッシュその他も持っている。

そういうものをいかに効率よく収益に結びつけていくかということに切りかえれば、利益の相当な成長機会はあるように思います。

そういった意味では、極端に言えば、売り上げがふえなくても、日産自動車のように利益は相当ふえる。現実には株式市場を見ますと、④のとおり

純資産倍率が一倍を割る企業はまだ半分ぐらいあるという状況ですし、言い方をかえますと、プロの経営者、投資家から見ると、よだれが出るぐらいおいしい対象がゴロゴロしているということだと思います。

二三日に東京スタイルの株主総会があります。日本で、ある意味で本格的なプロキシファイトが行われているわけです。短期有価証券につきましては、前期に一部投資有価証券に変えましたが、それを合わせるとまだ時価総額よりも現預金及び有価証券の額が大きいということでございます。

東京スタイルに限らず、まだまだ無借金で、そして純資産倍率が〇・何倍で一株当たり一〇〇〇円ぐらいあって、実際の株価は四〇〇円台ぐらいしかないというところがあるのです。あるいは、現預金及び短期有価証券を合算したものから、有利子負債を差っ引いたネットキャッシュが時価総

額よりも大きいなどという企業も、実際に東証一部に上場されているわけです。

こういうものは、その株価で全株買収できれば、即座に現金で買収資金は回収できて、残った資産は全部利益ということになりますから、欧米市場にはまず存在し得ないような株式が上場されているということですよ。それを許してきたのは、やはり終身雇用によって生え抜きの経営者で経営が固められ、そして労使協調、株式の持ち合いによって、そういった値段では実際は全株は所有できなかったということなのだろうと思います。

逆にいえば、終身雇用、株式の持ち合いが崩れてくれば、そういうことが起こり得るということでありまして、まさに今そういった過渡的な段階に來ている。その一例が東京スタイルだと思います。そういった意味では、日本の経営も変わらざるを得ませんし、変わらなければ、外からの圧力

によって経営が変わり、いずれ効率経営になり、収益も上がってくるということになる。そういった意味では、資産価値等から見ても、あるいは将来のポテンシャルからみても、日本の企業は大変な投資魅力を持っていると思います。

加えて、例えば配当利回りということで見ますと、預貯金金利はほとんどゼロに近いという中で、東証一部で配当利回りが二%以上の銘柄も相当数あります。あるいは成長性があるとされるエレクトロニクス関係でも、配当利回りで〇・五%とか〇・七%以上のものもあります。そういった意味では、配当利回り面から見ても非常に魅力があるように思います。

社債で二%以上の利回りのものを探しますと、それなりに格付の低いものということになります。しかし、株式で配当を今しっかりやっている会社はいい会社だと思っています。収益力、財務

内容がよくなければ、このご時世に配当なんかできるはずがないわけでありまして、減配無配のリスクもない、しっかり配当ができるというのは、それだけいい会社ということです。つまり、社債と株とは全く違うということだと思います。

利回りから見てそういった配当を取りながら、そして将来の経営の展開から株価の値上がりを期待できるということ、さらに、資産価値からみても、配当利回りの高い銘柄は純資産倍率が大体一倍以下というものも相当数あるわけでありまして、株式には大変な魅力があります。残念ながら、日本の個人投資家からは、そこに資金がなかなか入ってきておりませんが、そういう銘柄を預貯金と同じように資産として保有していくことが大事なように思います。

あえていいますと、やはりこれからの銘柄選別は二手に分ける必要がある。まさに値上がり利益

を追求する形で成長性を追求する銘柄選択と、むしろその利回りを取りながら資産として保有していくという二通りがあります。もちろん、その場合、保有した銘柄が上がったときは売らなくてはいいけません。

といいますのは、仮に日本の株式市場が今後長期にボックス相場を続けた場合は、投資のやり方を変えなくてはいいけないことです。八九年まではいろいろ紆余曲折がありまして、基本的には上昇相場、成長株相場で、そのときは高値をつかんでも次の相場でそれを抜いていってくれたわけでございます。ある意味で順張りであります。ところが、ボックス相場で順張りをしますと、上がってきた株を高値で買えばもう二度と売れないかもしれない。むしろ逆張りに徹しないといけないかもしれない。しかも、上がったら売らないといけないということにして、インデックス

を長期保有すると行ったり来たりということがあり得る。こういうことで、基本的には投資のやり方すら全く変えなくてはいいけないかもしれないということになります。

そういった意味では、利回りを取りながら、値上がりしたら売るということも、これからではできません。あるいは、逆にいえば、日本の成長株というのは、これまでよりもはるかに数が少なくなってくるはずですから、成長株の選別がかなり難しくなる、絞られてくるように私は思います。というようなことで、ただ値上がり一辺倒ではなくて、利回りというものをベースに銘柄選択をするというのも重要だと思えます。

あえて、もう一ついいますと、ことしはまだ円が強かったり、ドルに対する不安もここ数年はあるかもしれませんが、長い目で見て仮に円安になるとしますと、そのときには当然円安で潤うとい

う発想が出ると思います。しかし、必ずしもそれは輸出企業だけを潤すわけではありません。内需企業も相当潤います。なぜならば、日本の内需企業で生き残っていった企業につきましては、円安に合わせて、安値の輸入品圧力が薄れてくるわけですから、それなりに価格の是正ができて、収益的には絶対潤ってくるわけです。

したがって、必ずしも輸出企業だけが円安で潤うわけではないということでもあります。要するに、業種を問わず、今後日本にとって残る業種の中で俗にいえば「勝ち組」といいますか、生き残れるような力を持った企業は、実は大変な投資チャンスがあるということだろうと私は思います。

六、税制改革と規制緩和の必要性

それでは、競争力の回復に向けて、もう手はな

いのかということでもあります。理屈上は、あります。そして今、政府あるいは経済財政諮問会議がやろうとしているのは、まさにこれでございます。一言でいえば、「貯蓄・投資バランスの改革」であります。

すなわち、日本の競争力を回復させるには、日本の企業に国内で設備投資をさせることです。そのためには、例えば、税制改革をやって、個人金融資産の半分を占める預貯金を投資に直接振り向かせる。いわゆる間接金融から直接金融へです。個人投資家が企業に直接投資していくことを税制面からバックアップしていくのです。また、企業に対しても投資減税あるいは加速度償却、場合によってはストック・オプション等についても、いわゆる企業に投資をするインセンティブを与えていくのです。

そしてまた、規制緩和をどんどん進めて、企業

にビジネス機会を広げていく。もちろん、一部には逆に規制強化をした方がいいものもあるかもしれません。環境などはむしろ規制を強化することによって、そこに新しいビジネス機会が生まれてきます。

国内でビジネス機会を広げ、そして税制面からバックアップしていくということで、これはまさに経済財政諮問会議でも議論され、やろうとしている方向でございます。

図表6に日本の部門別の投資貯蓄差額がGDP比率で出ております。日本の貯蓄をもたらしめているのは基本的には家計であります。九〇年以降起こっている現象は、政府がこの貯蓄をがぶ飲みし、企業が排除されていることです。黒く塗ったのは一般政府で、財政赤字で我々の貯蓄をほとんど食いつぶしているのです。これを企業に投資させるということでございます。

こういった政策が正しいわけですが、仮にそういう政策をとったとしても、私は日本の企業の多くは国内で設備投資をしないのではないかと思います。それは、日本はまだそれなりに設備を結構持っているのです。「競争力のない設備は設備と言わない」と私は定義しているのですが、競争力はかなり低下した設備であるものの現実には物をつくらうと思えばつくれる、稼働させる能力のある設備があるわけです。そういった意味では、国内にある設備は余剰です。

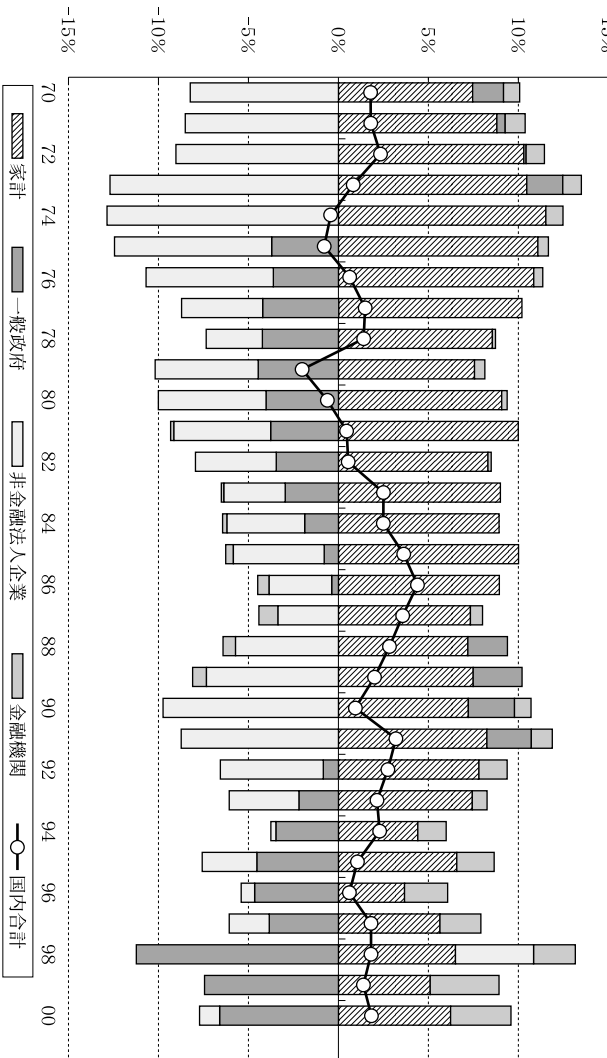
そういう中で、そういう設備を捨てて、新しい設備にするかというと、新しい設備をつくるなら、競争力のある国にしたい、中国とかアジアでやった方がいいということで、外国に設備投資を持っていったものではないかと思っています。その根っこは日本の高コスト構造だということです。我々の賃金を含めて、いろいろなコストを

図表 6 日本経済の活性化策(2)―貯蓄・投資バランスの改革

①税制改革
②規制緩和

(名目GDP比)

部門別投資貯蓄差額GDP比率 (年間ベース)



※89年度までは68SNAベース、90年度以降は93SNAベース

(出所)

内閣府資料より野村アセットマネジメント作成

相当下げていかないと、日本企業といえども国内で設備投資をしないのではないかということでございます。

したがって、正しい政策は出たとしても、それに日本の企業が呼応して国内で投資をするかどうかはまた別の話だというぐあいに私は理解しております。そういうことを考えますと、日本は競争力の回復はなかなか難しい。こういうことをやることによって、低下をある程度緩やかなものにする、あるいは押しとどめることはできても、方向感の基本は変わらないと思っています。

ということになりますと、あいつは随分と悲観的な話をしたなということになります。私はきょうの話を、決して悲観、楽観で聞いていただきたくない、強気、弱気ではない、これは構造的にそういうぐあいに変わってしまったというんだという認識を持っているということです。

逆にいえば、これは必ずしも悲観することではありません。むしろ、我々が持っている個人金融資産をいかにうまく使うかというのが、これから非常に重要なのです。給料が上がらなくても、これをうまく使うことによって収入がふえますし、資産価値についても海外等に投資していけば、目減りではなくさらにもっとふえることだってあり得るし、国内においても、企業の復活なくして日本経済の復活もないわけありますから、ちゃんとした企業に投資をしていく。

また、日本の経済が全体では競争力がやや低下しても、全部がなくなるわけはありませんので、そういった意味では、日本の企業は資産あるいは今後の経営の展開からすれば、収益的にもまだ魅力があるわけですから、こういった安いときにしっかりと株式投資をしていくということで、むしろここにおられる方は証券界の方ですから、証

券界にとつては実は大変なビジネスチャンスなんだということがいえると思います。したがいまして、悲観、楽観ということではない。むしろそういった構造的な変化を踏まえて、個人投資家の方に投資あるいは資産の今後の運用の仕方を皆さんの方から、いかに収入をふやし、いかに資産を保全するか。特に、運用というのはいかに大事かということ、証券界は声を大きくして伝えていくべきではないかと思ひます。

七、当面の株価の動向

最後に、当面の株価につきましては、先ほど申し上げたような経済状況等を考えますと、もう一つ触れておかななくてはなりません。不良債権の問題もまだ終わつたわけではありません。ただ、これは来年の三月で終わりだと理解しております。

すなわち、来年四月からは普通預金等、決済性預金のペイオフも始まります。ということは、来年三月までに、問題の銀行はこの不良債権をある程度処理しておきませんと、その時点で懸念の残るところは間違いなく預金の流出が起つて存続が不可能になりますから、それまでに何らかの手が入るように私は思つております。

普通預金金利につきましては、今度新たに上限金利が設けられましたが、預金金利は定期預金並みの金利を差し上げるから、定期預金を解約して普通預金にして置いておいてください、といううな手で今のところは預金の流出をとめることができるわけですが、来年の四月以降はそれすらできなくなるわけです。

公的資金が必要であれば早目にやつて処理することがいいと思いますが、それをしない場合には、暴力的に市場の方から要求される。その場合

には、ことしの年末から来年の三月にかけて、こ
とし心配されたようなことが再び起こるというリ
スクもありますし、もしそういうところになれば、
再び日経平均一万円割れということもあり得
なくはないと思います。ただ基調としてはそうい
うことがなければ、一万一〇〇〇円から一万三〇
〇〇円の間ぐらいの推移かなと思っています。

企業業績につきましても、V字型とはいいますが、
実のところ、この二〇〇一年度は前倒し的に
リストラ等をすすめたとか、あるいは円安の効果
というのがある、実体的な利益回復は五五%ほ
どはありません。また収益を一番牽引するのは、
製造業の中の加工産業で、電機、機械の利益が大
体四倍ぐらいにふえるということですが、
ただ、それは確かにV字型になるわけでありま
す、その利益をもつてしても、大手の主要なエ
レクトロニクスメーカーのP E Rは四〇倍から五〇

倍でございます。一部部品メーカーは五〇〜六〇
倍ということでもあります。

四〇〜五〇倍のP E Rというのは、国際水準か
らすれば決して低いとはいえません。米国の企業
でそれなりに活力があるところでもそんなに高い
P E Rはない。そういった意味では、今程度の利
益というのはある程度株価に織り込まれていると
いうことで、それ以上に利益が伸びるというよう
なサプライズがないと、やはりエレクトロニクス
のところでもなかなか上値は重いということにな
ろうかと思っています。

むしろ、中低位株とかその他忘れられていた銘
柄の中で、多少回復してくるところの多少の水準
訂正という芽はまだ残っているということで、全
体の相場とすれば、不良債権問題をかかえる銀行
をしっかり処理して将来展望が出れば、一万四〇
〇〇円、一万五〇〇〇円は望めると思いますが、

そういった大きな政策が打ち出されなければ、一万二〇〇〇円台はあったとしても、一万三〇〇〇円に向けては難しいのかなと思っております。

ということで、目先の話もあらかた終わりましたので、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）

関理事長 大変ありがとうございました。時間をたっぷり使っていただきましたけれども、一―二問、もし質問があればちょっと合図をしていただきますか。――いらつしやいませندしようか。

田邊 なければ、私の方から一つつけ加えさせて頂きます。実はきょうお話ししたことは、去年の夏の終わりごろに、国際収支を見ていて自分の考え方を変えたということです。ただこれには伏線がございます。

実はここに本が一冊あります。私が書いた本で恐縮ですが、『日本経済の大逆流』という本です。

日経新聞から出した単行本です。副題が「円安と金融破綻が襲う」です。帯には、宣伝文句ですが「株・土地の下値不安 金融財政の危機」「製造業王国の崩壊 知られざる円安の恐怖」とあります。まさに今日、自分勝手ですが、書店に置いてあっても全然不自然な表題ではないように思っています。これは九五年三月、七年前に出た本です。中身も、きょうお話ししたようなことの心配を書いています。

改めて見ましたら、はしがきの終わりに、「最後にこの本に取り上げたことが筆者の思い過ごしであることを願っている」なんて書いてありまして（笑）、思い過ごしでなくなってしまったというのがきょうのお話です。さきほど申し上げた人口構成などもここに書いてあります。あるいは、アメリカでドル安で何が起ったか、犯罪がふえたり、いろいろなことが起ったわけです。そう

今後の株式市場を見る

いうこともやはり心配しなくてはいけないのかなと思います。今は書店にはございませんので、図書館などには置いているところがあるかもしれません。

もう一つ、ことしの三月四日の『日経ビジネス』の「景気読み筋」というところに、きょうお話しした内容のことを書いてございますので、もしご関心があれば、一度お読みいただければと思います。

どうもありがとうございました。

関理事長 本日は大変ありがとうございました。
これで終わらせていただきます。

(たなべ つかのり・
野村アセットマネジメント(株)取締役兼専務執行役員)

(本稿は、平成十四年五月九日に行われた講演会の
記録で、文責は当研究所にある。)

田 邊 孝 則 氏

略 歴

昭和48年3月 東京工業大学大学院 経営工学修士課程修了
昭和48年4月 株式会社 野村総合研究所入社
平成1年11月 同 投資調査部長
平成2年6月 東京海上MC投資顧問株式会社
副社長 就任
平成6年6月 同 副会長 就任
平成7年6月 野村証券投資信託委託株式会社
専務取締役 就任
平成9年10月 野村アセット・マネジメント投信株式会社 (平成12年11月 野村ア
セットマネジメント株式会社に商号変更)
専務取締役 就任
平成12年6月 同 取締役兼専務執行役員 就任

現在に至る

著 書

『新産業シリーズ・鉄鋼業』(東洋経済新報社、1981年)
『株は死んだか』(共著、日本経済新聞社、1991年)
『間違いだらけの株式投資』(日本経済新聞社、1992年)
『日本経済の大逆流』(日本経済新聞社、1995年)