

新年の経済展望と株式市場

海 津 政 信

高橋理事長 大変お待たせいたしました。

皆様、明けましておめでとうございます。本年もどうぞよろしく願ひいたします。

日本証券経済研究所では、「資本市場を考える会」と「証券セミナー」の両講演会について、できるだけ皆様方のお役に立つようにいろいろ工夫してまいりたいと思います。本年もどうぞよろしく願ひいたします。

今日は、新年でもありますので、野村證券の経営役でいらっしゃいます金融経済研究所長の海津政信さんに、「新年の経済展望と株式市場」というテーマで、本年の見通し等をお聞かせいただくこととしております。

御承知のように、株式市場は大変活況でございます。本日でも昨年来高値を更新したようでございます。こういう中で、景気回復のテンポは着実である、日銀総裁は今日支店長会議でおっしゃったようであり、企業業績も大変良いということで、私どもといたしましては、こういう市場の活況は非常に底固いものではないかと思っておりますけれども、プロの目からはどういうふうにご覧になっているか、また今後それをどう展望していけばいいのか、あるいはどういう点を問題点として認識しておくべきか等々について、海津所長にいろいろお伺いしたいと思います。

海津所長の御略歴、皆様御承知の方ばかりだろうと思いますが、お手元に配付いたしました。一九

七五年に野村総合研究所に御入社になっておられまして、組織が変わりまして九七年から野村證券の金融研究所、二〇〇二年から経営役になられまして、二〇〇四年に金融経済研究所の所長となっておられます。

大変お忙しいところ、今日はありがとうございます。どうぞよろしくお願いいたします。

ただいま御紹介賜りました海津でございます。

どうぞよろしくお願い申し上げます。

高橋さんには証券業協会時代から何度かお世話になっておまして、昨年九月に、早々と一月のスケジュールはどうかというお話をいただきました。て、わかりました、優先順位ナンバーワンでぜひやらせてくださいということで、今日参った次第でございます。

私は二〇〇三年の四、五月ごろ、日経平均が七六〇〇円とか八〇〇〇円ぐらいのころから、比較

的前向きな見通しを申し上げてきたつもりでございます。現在も基本的なスタンスは変わっておりませんで、今年も上昇相場が継続するだろうと考えております。今日は、なぜそう考えているのかを、経済のファンダメンタルズに戻ってお話をさせていただきます。と思っていますところでございます。

それでは、時間も限られておりますので、早速でございますけれども、お配りさせていただいておりますレジュメを使いながら話を進めさせていただきます。と思います。

図表1（文末参照）をご覧いただきまして、目次というか、今日お話をしたいと思って用意してまいりましたことがざっと並んでございます。

まず、経済という意味では、日米の経済について最初にお話を申し上げます。その上で、為替市場、さらに企業収益を踏まえて株式市場という順でお話を申し上げ、業種別の収益動向なども踏ま

えて、主要な産業の見通しについても、できれば後半でお話を申し上げたいと思っています。

一、投資と消費を軸に回復する

日本経済

それでは、図表2をご覧くださいまして、日本経済でございます。私どもは次のように考えております。

まず第一に、今年の日本の景気でございますけれども、景気拡大五年目になってまいります。二〇〇二年の初頭から今回の景気回復は始まっておりますので、五年目を迎えるわけであります。この秋にはイザナギ景気を超えて、戦後最長の景気拡大に至る公算が非常に高くなってきたと考えております。

二〇〇二年から二〇〇四年の前半までが一つの

山。その後、少しITの在庫調整等を受けて、二〇〇四年の下期から二〇〇五年の春先ぐらいまで踊り場がございますして、それをこなして二山目の拡張に入っていると考えております。

今回の景気拡大の原動力は企業の構造改革でございますまして、まず企業がよくなって設備投資の回復が始まったというのが、最初の二〇〇二年から二〇〇四年前半にかけての景気拡張でございます。米国とか中国の景気回復の助けもある程度ございまして、そういった形で一番目の景気の回復が進んだ。その後、踊り場を経て昨年の夏以降の景気拡大は、さらに個人消費が加わって、内需でいえば設備投資と消費が両輪相まって拡大する、こういうかなり理想的な姿になってきていると思っております。

労働市場が改善を始めたのがちょうど一年前の二〇〇五年一月。労働統計で、いよいよ雇用

が拡大し始めたのがちょうど一年前でございまして、企業の構造改革が企業収益の回復をもたらす、企業の余力が労働市場の改善につながるという格好で、二段目のロケットが点火されて、昨年の夏以降、それが鮮明になって、二こぶラクダの回復のような格好で、割と息の長い景気拡張になつてゐるわけでございます。

その間、金融システムが安定を見たというのも大変重要でございまして、二〇〇三年五月にりそな銀行に公的資金が投入されたことを契機にして、金融システムがかなり安定を見る。そして、昨年度で大手銀行の不良債権処理が完全に終わるということ、それがより盤石になつていった。直接金融市場の拡大も進んでおりますし、いつてみれば日本経済の隅々まで潤滑油が回るようになって、実物が家計と企業的好循環。それから、隅々に金融が回るようになっていった。これが今

回の景気拡張をかなり長いものにしてゐると思ひます。

私どもの実質成長率の予測は、二〇〇五年度がプラス二・八%、二〇〇六年度もプラス二・八%、こういう格好で考えております。重要なことは、二〇〇六年度には名目GDPもプラス二・七%ということで、実質と名目が両方三%弱の成長を見せる、こういうことでございます。そして、消費者物価は、昨年の一〇—十二月からいよいよ水面上に顔を出して、今年の第一・四半期以降、より鮮明になつていくと考えております。

九〇年以降、長く経済の不振が続き、最初は資産デフレ、その後は一般物価も下落するということ、一五年間にわたつてデフレ的な状況が続いてきたわけでありましたが、昨年の夏に、ほぼそれに決別ができて、今後それが色々な統計で確認されてくるだろうと思つております。

当然、日本銀行はそういった状況を受けて、異例の量的緩和政策をどこかの段階で解除する段取りに着手してくるわけでございます。私どもは、恐らく四月の政策委員会で量的緩和の解除を決めて、そこから当預残高、三〇兆円を超えておりますので、これを徐々に減らしていく。恐らく一五兆円とか一〇兆円ぐらいまで減らすと、短期金利はそれでもゼロだと思いますが、少し金利政策に移行できる状況が整っていく。

最終的に諸情勢を勘案した上で、今年の一〇―一二月のどこかでゼロ金利を〇・二五％程度のコールレートに誘導するような格好になっていくのではないかと考えております。

政府と日本銀行との間でかなり意見の隔たりがあるようですが、恐らく経済が回復し、物価情勢がだれの目にもゼロを上回る基調が継続することになれば、多分日本銀行の政策に最終的には

政府もゆだねるのではないかと考えております。そういった意味では、日本経済の正常化というのは待望久しかったわけですが、私どもはかなりの確度で達成できる、今年はデフレ脱却の年になると思っています。

二、人口減少下でも経済成長は可能

図表3に進んでいただきまして、そういう中で、幾つか注意しなければならぬ要素がございます。

日本国内でいいますと、人口が減少し始めてきておりますので、果たしてどういう見方をとった方がいいのか。次いで財政健全化の議論も当然のように出てくるわけでございます。そのあたりの点について、次に少し触れさせていただきたいと思

います。

図表3の左側に「経済成長の要因分解」を載せてございます。確かに人口は、どうやら二〇〇五年から減り始めたわけでありまして、この少子化傾向が全く改まらずに、あと二〇年もこういう状況が続くと、さすがに労働人口の減少と著しい経済の停滞が起きてくる可能性は高いと思いますが、恐らく五年から一〇年の単位で考えますと、まださほど大きな制約要因にはならないのではないかと私どもは考えております。

経済成長の要因をそこに分解してございますけれども、労働の投入寄与度というのは、実は一九八〇年代も九〇年代も、若干プラスであつたり若干マイナスであつたりしておりますけれども、プラス・マイナス〇・五程度の話でございます。どちらかというところ「資本投入寄与度」とか「全要素生産性」と書いておりますが、わかりやすい

えば技術革新の効果の方が大きいということでございます。

不良債権問題が解決するまでは、なかなか資本の効率的な利用がなされておりませんでしたので、特に九〇年代の後半から二〇〇〇年代の初頭にかけてかなり潜在成長率が落ちたわけでありまして。二〇〇五年から二〇一〇年は、私どもの試算では、潜在成長率は二〇〇〇年から二〇〇四年の年率一・三から一・六程度に上がつてくると見ております。

また、需給ギャップがなお存在しておりますので、実際にはその供給余力を埋めていく形で、しばらく年率二％ぐらいの実質成長率が達成できるのではないかと思つてゐるわけでございます。そして、徐々に消費者物価も上昇していき、実質二％、名目三％ぐらいの成長経路に徐々に移つていくのではないかと思います。

その間に、少子化問題等に抜本的にメスを入れて、何とか出生率を今の一・二台から一・五ないし一・六程度まで戻すことができれば、二〇年先ももう少し余力が出てくるのではないかと思います。

もう一つ、財政についてでございます。当然、デフレから脱却できるということになってまいりますと、金融の正常化とともに財政についても健全化論議が出てくるわけがあります。私自身は、荒っぽい試算ではありますが、次のような考え方のもとで、消費税率は欧州諸国のような二〇％ではなくて、一〇％程度で何とか切り抜けていく道があり得るのではないかと考えています。

既に二〇〇六年度の政府予算案ができておりますが、全体の予算規模は八〇兆円弱であります。税収見積もりが四五兆九〇〇億円、国債の発行額が三〇兆円。これが平成一八年度の政府予算案

でございます。

利払い費等を除いて歳出は大体六〇兆円でございますので、四六兆円との差が一四兆円ぐらいございます。この分は、恐らくどうしても消費税率のアップで吸収するしかないかなという感じがいたしますが、名目GDPが恐らく三％ぐらいで拡張を始めると、当初は多分税収の弾性率が一・〇というよりはもう少しあると思いますので、三から四％ぐらいの税収増があり得るかなと思います。四六兆に四％を掛けますと一兆八〇〇億円ということ、一兆五〇〇億円から一兆八〇〇億円ぐらいの自然増収が期待できるかなと思っています。

そうしますと、社会保障費の増を年間一兆円ぐらいに抑えて、利払い費の増、長期金利は少しずつ上がっていくと思いますので、当然利払いの増は出てきますが、それを数千億円ぐらいに抑え込

めれば、自然増収で社会保障費の増と利払い費の増は吸収できる。それと、六〇兆円と四六兆円の差額の一四兆円を、消費税率一%で二・五兆円でありますので、割りますと大体五%強ということとで、現在の消費税率五%を何回かにわたって一〇%程度まで上げていくことで、プライマリーバランスを何とか回復させることができるのではないかと思います。

この間もテレビを見ておりましたら、竹中平蔵大臣が名目GDPと長期金利の関係についていっておりました。確かに今いったような計算をしていきますと、名目GDPよりも長期金利が低い方が運営しやすくなっているわけです。そういった意味では、なるべく歳出削減を図って、同時に名目成長率を少し上げて、そういうもとで財政再建を目指した方が、結果的にコストは小さくて済むというのは、恐らくそのとおりではないかと私も

思います。

そういった格好で事態が進んでいきますと、恐らく二〇〇八年度から消費税率の引き上げに踏み切り始めると思いますが、欧州諸国のように一五とか二〇%まで消費税率を上げなくても何とかやっていけるのではないか。これはあくまでも私の私見でございますが、そんなふうに思っております。

三、米国経済は堅調。FF金利 四%半ばへ

もう一つ課題になりますのは、米国経済でございます。図表4をご覧くださいと思います。

米国の経済の影響力は、相対的に徐々に小さくなってきておりますが、そうはいっても、米国経済が不況に入ることになりますと、デフレからの

脱却が遅れかねないという意味で、米国の情勢にも目配りが欠かせないわけですが、これについても、私はそう心配していません。

一月号の「財界観測」にも書きましたので、また必要があればぜひそれをご覧くださいと思いますし、野村證券のホームページから財界観測の巻頭言はお読みいただけますので、御興味があればぜひそれも御参照いただければと思います。

昨年一二月の中旬にニューヨークに出張いたしました。米国の経済状況を見てまいりました。日本経済のデフレからの脱却を考えていく上で、万が一、二〇〇六年に米国経済がリセッションというふうなことになりますと、思いがけない障害になりますので、大丈夫かなど。特に住宅のバブル崩壊なども繰り返しメディアで取り上げられているような状況にありますので、自分の目で見てき

たいということで、行ってまいりました。結論は、大丈夫だなということです。

まず、マクロ的な整理をいたしますと、米国が不況期入りする可能性が潜在的にあるとすると、インフレ懸念がかなり大きくなってくるケースだと思います。それによってFRB、アメリカの中央銀行が景気と無関係に短期金利を上げざるを得なくなる。また、インフレ期待が市場にかなり出てまいりまして、長期金利が上ぶれていく。こういうことがアメリカのリスクシナリオだと思います。そういった意味では、インフレ懸念を抑え込めるかどうかというのが一番重要でございます。

その点について、アメリカで今一番人気のあるエド・ハイマンというISI（インターナショナル・ストラテジー・アンド・インベストメント）の主任エコノミストで、みずから会社も経営して

いるわけですが、ハイマンさんにも会いましたし、それから、七〇代も後半ぐらいの年齢になりますけれども、ドクター・ウォージンロイヤー、グリーンズパンとほぼ同じぐらいの年齢好で、アメリカのエコノミスト界では重鎮といわれておりますウォージンロイヤーさんにもお会いいたしました。

ハイマンさんはインフレにならないとはっきりといっておりました。それから、ウォージンロイヤーさんは、そこまではいわないけれども、あくまでもインフレの初期局面で、コアのインフレ率が一・五から二・〇に上がる程度の話だ、こういうことでございました。

私が割合信用しているアメリカのエコノミストは、二人ともインフレは起きない、ないしは起きてもそう深刻なものにはならないということ、意見が一致いたしております。

恐らく、FF金利は四・七五％程度までは上昇せざるを得ないと思いますが、長期金利が五％を大きく超えていく状況には恐らくならないで済むのではないかと思っております。住宅価格の上昇はそろそろピークで、さらなる上昇にはならないと思いますが、一転して大きく下落して消費需要の足を引っ張るような状況にも、恐らくならないのではないかと、こういうふうに見てきたところでございます。

なぜインフレがさほど深刻化しないかということについての背景でございますが、まず第一に労働の余剰が米国経済の中になお残っております。失業率は五％ぐらいでございますので、大分下がってきておりますが、例えばソフトでいえば、インドにアウトソーシングができるとか、物でいえば、中国から非常に安い値段のものが入り込んでいく。労働も海を越えて大量に移動するわけで

はありませんけれども、そういった中国とかインドの余剰労働力を考えますと、まだ賃金インフレが起きる情勢ではない、これが第一番目であります。

第二番目に、設備の稼働率がまだ八〇％程度にとどまっております、設備の余剰も残っております。最も警戒すべきは原油価格等のコモディティ価格の上昇だろうと思います。これについてはハイマンさんも一定程度留保しておきたいといっております。原油価格は、私自身は六〇ドルから七〇ドルというのは、それなりにいい水準だと思っております。

一九七三年以降のオイル価格の歴史を調べてみますと、最も上昇したときが一九七三年の二ドルから一二ドルの六倍でございます。その後、何度か上昇の場面がありますが、四〜五倍とかそういったことで、今回の原油価格の最も低かった時

期は、アジア通貨危機の直後の一九九九年の一〇ドル原油でございます。既にそこから六倍、七倍のレベルまで上昇しているということでございます。一部に九〇ドルとか一〇〇ドルとかいう声もあります。私は六〇〜七〇ドルでいいところに来たと思っております。

そういった意味で、インフレが高進して景気に無関係に利上げが行われて、住宅バブルの崩壊が起きるというアメリカのリスクシナリオは限定的であろうというふうに見てまいったということでございます。

もう一つ、年末商戦の状況もたけなわでございましたので、見てまいりました。私も八〇年代の半ばごろに、研修で数ヶ月ニューヨークに滞在したことがございます。時々行ってはいろんなところに出かけて、見てもくるわけです。

駐在の経験がおありになる方はあの辺だとすぐ

におわかりいただけると思いますが、ウエストチェスター郡というのがニューヨークの北の方にございます。俗称J.J.クラブともいわれておりまして、比較的日本人とかユダヤ人の多い、割と富裕な地帯であります。そのウエストチェスターモール及びその周辺のショッピングセンターに行ってみました。

それから、タッパンジー・ブリッジを渡ってニュージャージー側の方にもショッピングセンターがございまして、そちらの方にも顔を出して見て参りました。さすがに、数年にわたって消費を拡大させておりますので、アメリカ人の胃袋も相当満杯になって、ちょっとは消費意欲が落ちてくるのかなと思っておりましたが、全くそういうことはなく、どこの駐車場も満杯で、相変わらずアメリカの消費者の購買意欲が強いことを実感してきましたわけでございます。

よくよく考えると、雇用環境が比較的好い。住宅価格の上昇による資産効果もなお残っている。ハリケーンの直後にガロン三・五ドルぐらいまで上昇したガソリン価格も、私が参った一二月の中旬には既に二・五ドルぐらいまで下がっております。そして、ハリケーン以前の状況に戻っている。

それから、アメリカも一二月は非常に寒くて、重衣料を初めとした冬物がよかった。家電量販店に顔を出すと薄型テレビが爆発的に売れていましたし、アップルの専門店なんかに顔を出すと、携帯音楽プレーヤーのiPodなんかも、レジに数人単位で並んで買い求めている。相変わらず消費需要は旺盛だなという感じで、とてもリセッションに入るような雰囲気ではなかったという実感的なこともございます。

そういったことで、恐らく今年のアメリカ景気も、コンセンサスに近い三%強ぐらいの成長を維

持する公算が高いのではないかと結論づけておきたいと思います。

ウォージンロイヤーさんは、恐らく世界と米国のもたれ合いの構図は、二〇〇六年も二〇〇七年も多分続く。実質成長率三%ぐらいが続き、経常収支赤字は若干ふえるかもしれないけれども、ドルにとってかわる基軸通貨もない中で、今の金利差があればアメリカに資金が入ってくるだろうということ、そう悲観する必要はないんじゃないですかというのがウォージンロイヤーさんの議論でもあったと、ちょっとつけ加えさせていただきます。

四、金利相場が続く為替市場

さて、図表5でございます。そういう中で、もう一つ注意しないといけないのが為替でございま

す。一二〇円ぐらいの水準からするすると円高になりまして、一一三円台、一一四円、今日あたり一一四円六〇銭ぐらいでございますが、そういう状況になっております。

今年のリスクとしてドル安・円高を挙げるエコノミストが少なくないわけでございます。この問題についても、私の見方を少し御紹介したいと思います。

私は、さほどドル安・円高にならないと思っております。あえて数字でいえば一一〇円から一二〇円ぐらいのレンジ相場ではないかと思っております。瞬間的に一一〇円を割るようなことは、相場の世界なのであるかもしれませんが、一〇〇円台の前半まで基調的に円が上昇していくことは、余り考えなくてもいいのかなと考えています。

そう考えている理由は幾つかございますが、ま

ず第一に、日米の金利差が大きいということですが。図表5の右側に主要先進国の政策金利を載せてございます。米国は既に短期金利が四・二五％であります。一月末には四・五％、三月には四・七五％、こういうことになっていくだろうと思います。

日本は、確かに一〇——十二月には〇・二五％程度まで短期金利が上がってくる可能性があります。四・四％以上の短期金利差があるわけでございます。円・ドル相場にとって死活的に重要な金利差というのは二・五％を下回るかどうかということが経験則的にいえるわけでありまして。仮に日本の金利が少し上がったとしても、そんなに小さくない金利差が残るといえます。また、実質金利という意味でいいますと、むしろ年の前半にゼロ金利政策を維持する中で消費者物価が上がってまいりますと、日本はマイナス金利になってい

きますので、むしろ実質金利で見ると、まだ米国と金利差が開く状況が想定し得るということであります。

二つ目に、個人の外物投資が非常に強く出ていることがございます。投資信託を通じて年間一〇兆円超のお金が日本から外に出ていっております。その大宗は株というよりはむしろ債券でございますが、これが二つ目に指摘できることでございます。

日本の貿易サービス収支は、原油価格の上昇もございまして、私どもの見通しでは二〇〇六年度でたかだか五兆円程度でございまして、一〇兆円を超える個人の投信を通じた海外への資金流出というのは相当な規模になると見ていただいていると思います。

三つ目に、外国人の日本株買いは昨年一〇兆円規模でございましたし、今年も恐らく五兆円は下

らないレベルで入ってくると思います。

なぜ去年あれだけ外国人の投資家が日本株を買いながら円高にならなかったのかといえば、かなり為替ヘッジをして入ってきているということだと思います。為替ヘッジをした方が投資リターンが高いんです。円に転換して日本株を持っているよりは、ヘッジをしてドルで持っていた方が日米の短期金利差だけリターンが高くなりますので、日本株を買いながらヘッジをしてドルで持っている方が少なくないということだと思います。そういうことをつらつら考えていきますと、さほど円高にはならないのかなと思っています。わけです。

双子の赤字の問題はもちろん根っこにございますが、恐らくアメリカの貿易赤字の中で、既に日本よりは中国の方が大きいわけでございます。中国の人民元は、政治的な圧力を受けてさらに上

がっていく可能性は高いと思いますけれども、必ずしも日本円がかつてのような状況ではないということもいえようかと思います。

また、一つだけつけ加えてみたいと思うんですが、一月のアメリカの貿易収支、昨日出てまいりましたが、意外に改善しておりました。その理由は、原油価格が一時的に高かったのが少し下がったという要因に加えて、輸出の改善の中で航空機の輸出が拡張しているというのが、今日ニュースで出ておりました。

ちょっと気になって、今朝調べてみたんですが、アメリカの輸出の七%を航空機の輸出が占めております。さすがに航空機はアメリカ国内でエンジンも胴体もつくっております。さらに調べてみましたら、実はボーイングは、昨年一〇〇〇機ほど受注をとっておりますが、一昨年はわずか二九〇機でありますので、三倍程度にふえておりま

す。昨年のアメリカのボーイング社の出荷は二九〇機でしかございませんので、恐らく二年ぐらいの間に倍増ぐらいしていくと思います。そういう面では、航空機の輸出が再び拡大してくる、これも恐らくばかにならないと思っております。

一般に、双子の赤字でドル安というのがほとんど常套句のように使われておりますが、冷静に分析していくとそれほど大きなリスクではないと、私自身は踏んでいるということでございます。

さて、以上のようなことで、今年は景気拡張五年目を迎え、需給ギャップの縮小からデフレ脱却が大いに期待できる。それ以外の人口の問題とか財政の問題とかアメリカ景気とか為替とか、つらつら点検しても、それを大きく阻害することには恐らくならないんだらうと思っっているわけでございます。

五、企業収益の拡大を支える経営面の变化

そこで、株式市場の展望に移るわけでございます。株式市場の価値は企業の業績にございます。企業の収益の拡大傾向が続かないのであれば、当然株価の上昇も続かないわけでございます。企業収益の拡大傾向がなお続くかどうかということ、当然その前提として吟味していく必要があると思います。

図表6の左側のグラフは、私どもがよく使っておりますNOMURA400という上場主要企業四〇〇社で構成されるユニバースでありまして、TOPIXとほとんど連動するように銘柄を選んでおります。NOMURA400の利益を的確に予測できれば、TOPIXの予測も自動的にでき

る、こういうことにさせていただきます。

そのNOMURA400の利益でございすが、この階段状のグラフを見ていただいて、びっくりされるかもしれませんが、一九八九年のバブルのピークのざつと二倍の利益が二〇〇六年度に出てまいる予測になっております。二〇〇〇年のITバブルのピークと比べても一・八倍ぐらいの利益が出てまいる状況になっております。それだけ日本の企業の収益力は、この数年で見違えるほどついてきているということでございます。

もちろん、二〇〇二年から景気がずっと拡張傾向を続けていることがその背景にございますが、同時に、非常に利益を重視する経営を多くの企業がやるようになってきていることがもう一つの背景としてあるんだろうと思います。

図表6の右側は、日本型の経営について、事業戦略からIR、ディスクロージャーに至るものに

ついて、九〇年代以前と今日を比べているわけがあります。随分と変わってきたと思います。

もちろん、トヨタの奥田会長がおっしゃるように、労使協調というか、資本と労働が極めてうまく役割を分担してやっているという根っこの部分は変わっていないのかもしれませんが、かなりの程度変わっていると見た方がいいと思います。

事業戦略は選択と集中とかM&Aの活用とか、ここに来て松下やシャープの大型の投資に見られますように、相当積極的な事業展開がなされるようになってきております。

経営要素でも、成果主義が定着し、設備投資も、九〇年代は海外生産シフトが一時はやりましたけれども、どちらかというと世界最適地生産、また国内回帰という状況になっております。

技術も随分と改善を見せてまいりました。後でもお話ししますが、幾つかの領域で技術革新

のうねりが出てきている。

金融はいうまでもなく安定を見せてきているという感じがいます。

コーポレートガバナンスも、持ち合いを解消した結果として、相当市場型のガバナンスになってきていると思います。

財務目標は、ごく少数の企業を除いてROA、ROE重視が当然のようになっております。ほとんどの企業は最も重要な利益指標としてこれを挙げるようになっていいる。

IR／ディスクロージャーも、昔は経理部、財務部の仕事だったわけですが、今やCEOの仕事になっておりますし、インターネットを使ったIRもさかんに行われるようになっていいる。そういう意味で、私は日本の経営も随分変わってきていいる。一言でいえば、株主を向いた経営に変わったということだと思います。

そういったことで、ファンダメンタルズは来年度にかけても良好だと思っていいるわけでございます。

六、拡大基調を見込む企業収益と株価

次に、図表7でございます。では一体どれぐらいの水準を予想すべきかということでございます。当然、株価の予測でございますので、二〇〇六年度にかけての企業業績のマグニチュード、増益率。それから、どの程度のPERを割り当てて考えたらいいのか、こういうことになるわけです。

まず、一株当たり利益について申し上げますと、大体現在のアナリストの予測、私どもはNOMURA400ベースで予測しております。これ

をT O P I Xに換算して申し上げますと、二〇〇五年度予想が七六ポイント、二〇〇六年度予想が八三ポイント、二〇〇七年度予想が九二ポイントでございます。

ただ、私自身は、なお上方修正の余地があると思っております。実際には、二〇〇五年度が恐らく八〇ポイント、二〇〇六年度が九〇ポイント弱、二〇〇七年度が九五から一〇〇ぐらいと踏んでおります。それぐらいの利益のポテンシャルティーが恐らくあるだろうと考えております。

では、一体どの程度の予想P E Rを割り当てて考えたらいいのかということですが、私は二〇倍前後が妥当ではないかと思っています。

七、日米株価のデカップリング

図表8で、どうして二〇倍が妥当なのかを御説

明いたします。次のようなことでございます。

まず右側のグラフを見ていただきたいと思います。これは、一一カ国ぐらいの長期金利と予想益利回りの分布を見たものでございます。日本の長期債の利回りは一・五から二％になっております。

ここにお集まりの方は株式市場に造詣の深い方ばかりでありますので、投資理論のそもそものにさかのぼらなくても大丈夫だと思えますが、今、中期の期待成長率が日米で同じ、リスクプレミアムが同じだとすれば、当然リスクフリーレートの低い国の予想P E Rがやや高くなってもおかしくない、投資理論の教えに従えばそうなるわけであり

ます。

実際、この分布状況を見ていただくとわかりますように、長期金利の低い国の予想益利回りの方が低い、すなわち予想P E Rが高い、こういう関

係が見て取れるわけであります。大体一・五から二％ぐらいの一〇年国債の利回りで考えますと、予想益利回り五％、P E R 二〇倍というのは、そういう無理のある数字ではないということでございます。

したがいまして、二〇〇六年度一株当たり利益が最大九〇ぐらいいくとする、P E R 二〇倍を割り当ててトピックス一八〇〇、二二倍で一九〇〇ぐらいの水準になってまいります。

今日の値段が一六八〇ぐらいでございますので、リーズナブルに考えてまだ上昇余地があるということかと思えます。

二〇〇七年度の業績は、まだまださまざまな不透明要素がありますので、いろんな観点から点検していく必要があるかと思えます。九五から一〇〇ポイントぐらいが実現してくれば、P E R 二〇倍、二二倍で、T O P I X 二〇〇〇ポイントと

いうのも、来年の話かとは思いますが、考え得る水準であるということだろうと思えます。

先ほど日米の中期の期待成長率とリスクプレミアムが同じであればと申し上げましたが、実際には名目成長率五％のアメリカの企業の方が、日本の企業よりも中期の期待成長率はやや高いと考えるのが普通であろうと思えます。

本当に期待成長率が同じでリスクプレミアムが変わらなければ、アメリカのP E R 一五倍に対応する妥当P E R は、実は二五倍とか二六倍でございますが、さすがに期待成長率を少し割り引いて、二〇倍程度が妥当ではないか、かように考えているわけでございます。

以上のように考えておりますが、恐らくパターンでいうと、年の前半にも、先ほど申し上げた程度のレベルまでひょっとすると上がってしまった、年後半は横ばう可能性もないといえないと

思っています。

物事は、どちらかというと先駆けて織り込む癖がございますので、私どもは二〇〇六年末ぐらいに一八〇〇、一九〇〇ということを考えてはいるんですけども、前倒しで達成されてきてもびっくりはしない、こういう感じではないかと思っております。

八、海外の株式市場の動向

日本株を中心にお話を進めてまいりましたので、セクターのお話の前に、外国株についても少し見ておきたいと思います。

昨年二〇〇五年の外国株というか日本株も含めて考えてみて、一番上昇率が高かったマーケットはどこかという、実はエジプトでございます。インデックスは二・三倍になっております。一三

二％。二位がサウジアラビアで一〇四％、三位がロシアで八五％、四位がトルコで五九％、五位が韓国で五四％になっています。ちなみに、TOP IXは四三・五％でございます、日本もベステンに名を連ねているということでございます。

エジプト、サウジ、ロシアに共通しておりますのは、産油国であるか産油国の資金がかなり流れ込んだだろうなと思われるところであります。トルコも、イスラム圏であるという意味でいえばそれに近いということかもしれません。

私も去年の九月に経団連のミッションでトルコとかギリシャとかブルガリアとかを見に行っていました。イスタンブールにも二日ほどおりましたが、考えていたよりはるかに民度が高くて、トルコの発展可能性も高いなと思いました。

その後、随分勉強もしてみました、トルコの株なんかもおもしろいかもしれません。PER七

倍程度です。五九%まで上がってもPER七倍程度でございます。もちろん、経常収支赤字国でありますし、ハイリスク・ハイリターンのマーケットだと思いますが、エマージング市場も、今年もなかなか妙味があるのかもしれないと思います。

去年、実はマイナスのマーケットもございました。中国がマイナスでございました。一〇%内外の下落になっております。ただ、どうでしょうか。さすがに中国も非流通株の改革とかさまざまなことをやり始めておりますので、今年は少し流れが変わってくるのではないかという感じもしております。

いずれにしても、日本のマーケットは、恐らく上昇相場が続くでしょう。また、外国に目を転じて、おもしろいマーケットは幾つもあるな、こういうことではないかと思えます。

九、好調業種が増える業種別収益動向

それでは、先に進ませていただきました。図表9以降で業種別の収益動向とセクターについて多少お話をさせていただきたいと思います。

私自身は、基本的には業種別の収益見通しをベースに有望セクターを考えていくという極めてオーソドックスなやり方で物事を考えております。

恐らく二つぐらいのジャンルに分けられるのではないかと思います。一つは、資本財とか自動車とかエレクトロニクスといったような製造業、特に加工産業株が有力なものの一つだと思います。もう一つのジャンルは国内非製造業で、デフレから脱却する局面で恩恵を受けそうな金融とか小売

りとか、こういった内需非製造業株でございませう。恐らく交互に買われるような流れではないかと思っております。

まず、加工産業の業績は、来年度にかけてかなり良くなつてきます。二〇〇五年度までは、どちらかというと製造業でも素材の方の増益率が高かつたわけでありませうが、来年度は素材の伸びが鈍化して加工の伸びが加速していくと思います。エレクトロニクスもかなり復調してくるだろうと考えております。

その一方で、国内のデフレ脱却がさまざまな形で人々の行動を変えていく。消費行動は当然のように積極化していく。企業経営の設備投資態度がより一段と活況になっていくと思われませうし、貸し出しも伸び始める。また、株式市場の活況は証券業の業績なども押し上げていくわけでございます。国内の金融や小売り等にも大いにチャンスが

ある、こういう組み合わせになっていくのかなと思います。

一〇、グローバルに成長する自動車、資本財産業

そこで、具体的に図表10以降で、幾つかの産業を取り上げてみたいと思います。

まず自動車でございます。図表10の左側のグラフは、世界の自動車の生産台数と日本車のシェアを載せてございます。現在、世界の自動車の販売生産台数は大体六千数百万台でございます、日本車のシェアは三二％ぐらいでございます。二〇〇五年度、二〇〇六年度でどうでしょうか。二二〇〇万台前後というのが、日本の内外合わせてのエクスポージャーでございます。

日本の経済を今本当の意味で支えているのは、

エレクトロニクス以上に自動車だと思いますが、二〇一〇年ぐらいを見ても、なお生産の拡張とシェアの向上が続いていくのではないかと思います。それだけ強い生産技術力と同時に環境対応技術が追い風になると考えております。

一二月にアメリカに行ったときも、トヨタ自動車のニューヨークにある現地法人にもお寄りして、GMやフォードの問題も含めて議論してまいりましたが、今年もアメリカの自動車市場は、恐らく一七〇〇万台前後の高水準が続くだろうと思います。また、中国とかアジアとかは成長が続く。日本車の競争力をもってすれば、なお増産・増販傾向が続くだろうと思います。トヨタ自動車を初め、大変魅力的な投資対象が存在していると考えています。

右隣が工作機械の受注を見てございます。二〇〇六年度で、私どもは一兆四八〇〇億円の工作機

械の受注を予測しておりまして、一九九〇年に記録いたしました一兆四〇〇〇億円の過去のピークを更新するだろうと考えております。

数日前に、日本工作機械工業会は、年度ではなくて二〇〇六暦年として一兆二〇〇〇億円という非常にコンサーバティブな予測をされておられました。私もかつて機械のアナリストをしていたことがございますので、自分なりに計算ができました。生産が拡張していく中で工作機械の受注が減ることはほとんどございませぬ。恐らく私どものアナリストが予測しているとおり、一兆四〇〇〇億円を超えて、九〇年のピークを更新していくだろうと思います。

国内だけではなくて、アジア向けの輸出も非常に旺盛でございます。例えばタイとかインドとか、こういったところにも日本の工作機械がどんどん伸びている状況になっています。

建設機械をとつても大変力強く拡大しておりますし、プラント周辺も大変活況でございます。一九八〇年代と並んで二〇年ぶりぐらいの好況局面を謳歌しているのが資本財産業であるといえようかと思ひます。

そういった意味では、コマツとかファナックとか、大手の工作機械メーカーとか、今年もそれなりの投資リターンが期待できるのではないかと考えているところであります。

一一、回復に転じるハイテク、通信産業

続いて図表11でございます。ハイテクと通信について、少し触れさせていただきたいと思ひます。今年年初からハイテク株は大変好調でございます。松下、シャープ、さらに液晶用のガラスを

やっております旭硝子とか、今日あたりも、株価を見ておりまして、大変好調に上昇を遂げているわけでございます。

一二月に米国に行つて家電量販店、ベストバイとかサーキットの店頭も幾つも見てみましたが、アメリカでも日本同様、薄型テレビは大変に売れております。そして、プラズマテレビは日本同様松下のひとり勝ちの構図が、アメリカマーケットでも確立されております。液晶テレビはアメリカでもシャープ、ソニー製品が大変好まれて伸びている状況になっております。むしろ問題は供給能力がないということでございます。

私、家電アナリストをしていたことがありますので、家電の経営者ともおつき合いがございします。供給能力をつけないと、せっかくの需要増を享受できないんじゃないですかということを、去年の暮れもある大手メーカーの首脳と話したこと

があります。当然、皆さんよくわかっておられて、思い切って投資に打って出るというのが、おととい発表されたシャープの亀山第二工場、当初の一五〇〇億円にさらに二〇〇〇億円を追加して、三五〇〇億円の投資を行うという決断に至ったのではないかと思っております。

LCDテレビは、昨年、世界需要二〇〇〇万台であります。私どもは二〇〇八年度には八八〇〇万台程度まで需要は拡大すると見ております。亀山第二工場をフルに動かして、三三インチサイズで最大生産したとして二〇〇〇万台規模でございます。八八〇〇万台ぐらいの需要の四分の一程度を占めるにすぎないので、私は決してオーバーキャパシティーになるとは思っておりません。

プラズマは二〇〇五年に六六〇万台でございますが、私どもの予想は、二〇〇八年で一九〇〇万台でございます。松下の尼崎の追加投資を含め

て、四二インチサイズのプラズマテレビをどんなに増産しても一〇〇〇万台でございますので、半分ぐらいのシェアをとるつもりでいけば、それぐらいの設備投資をしないと間に合わない。

日本の企業経営もようやくリスクをとって設備投資をするようになったなと思っております。

カラーテレビのマーケットは非常に大きいんです。二〇〇八年にブラウン管テレビも一億台ぐらいなお残っていて、二億台ぐらいの世界需要があるということです。私は決して投資過剰ではなくて、むしろそれぐらいやって成長を追求しないと株主の利益にこたえられない、こういうことだろうと思っております。ようやくそうやってきたなと思っております。

半導体も、フラッシュメモリが大変好調でございます。iPod nanoに使われておりますフラッシュメモリは、サムスン製か東芝製でございます

て、東芝の半導体部門は相当活況になっていきます。DRAMから撤退する一方で、メモリの供給余力をすべてNAND型フラッシュメモリに向けてきているわけですが、全く足りないです。相当な増産投資をしないと賄えない状況であります。

これも、東芝の経営陣は、社運をかけて投資していくことを事実上決めつつございます。半導体も、幾つかの領域を取り出せば、日本の復活可能性もあると思っております。

通信でございますが、図表11の右側をご覧いただきたいと思います。気がつけば世界一というのがブロードバンド通信の私の言い方になります。ソフトバンクの孫さんが切り開いたんだとは思いますが、ADSLの値段を非常に安くして普及させた。それに刺激されて、NTTがFTHの値段を非常に大きく下げた。これによって、世界中で最も光ケーブルが家庭に敷設されている国に

なってきたわけでございます。

二〇一〇年にかけて、私どもは、その絵にございますように、ブロードバンドは固定網だけで三五〇〇万回線ぐらい敷設されるだろうと思っております。また、携帯通信、携帯のブロードバンドも急速に普及に入ってきております。携帯電話を通じてオークションの参加もできますし、証券取引もできますし、クレジット決済もできます。これは近未来の話ではなくて、もう既に始まっていることでございます。

固定も携帯も、日本が世界最高のブロードバンド大国になってきている。これを使ってさまざまなコンテンツやソフトが生み出されて、ビジネス機会を拡大していくだろうと思っております。大変楽しみな領域が育ってきているということだろうと思います。

ですから、自動車とか資本財はもともと強いわ

けであります。ハイテクとか通信もまた復活を遂げてくると考えております。

一二、業績改善に向かう消費、 住宅関連産業

図表12をご覧いただきたいと思ひます。消費、住宅を取り上げてみたいと思ひます。

小売業も、左側のグラフにございますように、ここにかけてかなり収益の成長が顕著でございます。二〇〇五年度で主要二八社合計で一五%増益、二〇〇六年度で一三%増益。さらに増益率が上がっていく可能性が出てきているかなと思ひます。

当然、専門店が出店増を中心に成長を加速してありますし、百貨店とか総合スーパーとか、こういった大型小売店も、デフレから脱却できる中で

かなり収益が改善してきている状況になっております。

日本の歳末商戦も大変順調でございまして、年初の初売りも、どこのデパートも大変よかったわけでございます。

このグラフを見ていただいてもわかりますように、名目の家計消費支出がプラスになってくると、小売業の経営にとっては相当プラスが生み出されてくるということです。名目の家計消費支出がほとんどゼロの中で横ばいを維持してきたわけでありまして、これがプラスになってきているわけですから、当然大きく利益が伸びる環境になってきているわけでありまして。セブン&アイもありませんし丸井もありますし、ファーストリテイリングなどもありますし、さまざまな小売り企業に投資チャンスがあるのかなと思ひます。

それから住宅も、今のところほとんどのマー

ケットの参加者を見ておりまして、さすがに住宅までは波及しないだろうと思っている節が大変強いですが、私は可能性があるんじゃないかと思っています。

私どものアナリストは六五〇銘柄ぐらいをカバーしておるんですが、おととい、どれぐらいPBR一倍割れ銘柄が残っているのか。またPER一五倍未満に据え置かれている銘柄はどれぐらいあるのかなと思って、リストを出してもらって調べてみました。まだあるんです。これだけ株価が、インデックスは底値から倍になっているんですが、PBR一倍割れ銘柄が三〇銘柄ぐらいございました。

中身を見ていくと、こんなにバランスシートが良いにもかかわらず全く放置されているというのが、住宅関連で結構あります。ということは、マーケットは、さすがに住宅までは景気拡大は波

及しないかと思っているとしか思えないわけでありますが、我々は恐らく徐々にチャンスが出てくるんじゃないかと思っております。

ちなみに、PER一五倍未満の銘柄も六〇銘柄ぐらいありましたので、まだ一割ぐらい残っています。一けた台の予想PERの銘柄もまだかなりあります。

そういった意味では、随分と株価が上がったように見える一方で、割安に放置されているものも残っていて、それらの業種を洗い出していくと、住宅とかトラックとかタイヤとか、さらに地方銀行株なんかも、こんなにバランスシートの良い地方銀行株が何でPBR一倍割れたまま放置されているのかなと思うようなものがあります。

私のところによく新聞記者も取材に来るんですが、口を開くともうバブルじゃないですか、株式

市場はちょっと行き過ぎているんじゃないですかという御質問が多い。バブルだと思えばバブルだといえます。そうじゃなくて、ちゃんとファンダメンタルズに基づいて株価が形成されているので、メディアはそんなにバブルだバブルだと書かない方がいいですよと、申し上げております。

二万円を超えて三万円とかという話がごく短期で出るようであれば、それはさすがに行き過ぎていると申し上げると思いますが、まだ一万六〇〇〇円台でそういう警告を口にする必要はないと思っているわけであります。

四時半までということですが、高橋さんから五分程度時間を残していただければ御質問の時間もとれるのでというお話でございましたので、ここで一たん終わりにさせていただきます。もし御質問があればよろしくお願いしたいと思います。

ありがとうございました。（拍手）

高橋理事長 どうもありがとうございました。

各方面から大変わかりやすい丁寧な分析をしていただきまして、大変参考になったと思います。本当にありがとうございました。

そういうわけで、御質問の時間をとっていただきました。せっかくの機会でございますので、ぜひ御質問なり御意見等がありましたら、御質問等をいただきたいと思います。

質問者 もし住宅の方まで波及するとしたら何がきっかけになるとお考えになっていますでしょうか。

海津 幾つかございますが、一つは、図表12に住宅投資の推計を載せてございますので、それを見ていただいたらよろしいと思います。

私どもの推計では、二〇〇六年、二〇〇七年、二〇〇八年に、住宅投資はそれなりに回復すると思っておりますが、一番大きいのは期待所得

要因であります。デフレから脱却して所得の見通しが変わっていくのが一番大きいと思っております。

それから、恐らくほとんどの消費者は、まだデフレ前提の消費、投資行動になっていると思います。ですから、物を買うのはなるべく先送りした方が安く買える。これが一たん物価が上がり始めると、むしろ先に手当てをしないといけないというふうに、消費行動はがらっと変わってくる。また、長期金利が上がり始めると、当然ローン金利も上昇してくるだろうということで、支出計画のある人は少し前倒しで動き始める、そういうことも関係してくるのではないかと思います。

それから三つ目に、実は人口は減り始めるといっても、ここから五年、一〇年を考えますと、住宅を取得する層の人口はふえます。二〇〇七年から団塊世代の大量退職が起きるといわれており

ますが、昭和四七年、四八年、四九年ぐらいに生まれた団塊ジュニアが三〇代の前半ぐらいになってきています。これから五年、一〇年で、三〇代後半、四〇代前半ということで、住宅取得の時期に差しかかってくる。実は、世帯要因も最終的にはプラスに効いてくるんじゃないかという感じがしております。

以上でございます。

高橋理事長 どうもありがとうございます。

ほかに何か、御質問ございませんでしょうか。

質問者 本日は、貴重なお話をどうもありがとうございます。ございました。

お話を伺いまして、テクノロジーセクターに対してもかなり前向きの方をされておられるようですけれども、そのテクノロジーの中の、特にサブセクターで温度差が若干あるのかなと思います。サブセクター的にはどういったあたりに注目

されておられるのか、お聞かせいただけますでしょうか。よろしく願います。

海津 一つは民生用エレクトロニクスです。先ほどのLCDとかプラズマとか、結局九〇年代に中・韓に追い上げられてなかなか収益が出ない中で考えたことは、やっぱり垂直統合モデルに持ち込む以外利益はとれない。組み立て単独で利益を上げる時代はとうに過ぎておりまして、上流工程に遡及して利益をとっていかないと無理なんです。

その上流工程というのは、液晶テレビやプラズマでいえばパネルであったり、そこで使われる半導体であったりということですが、松下にしてもシャープにしてもそこに遡及して利益を上げる構図をつくりつつあるということです。

それから二つ目に、関連の部材、結局サムスン電子もLG電子もプラズマとか液晶テレビとかを

やっておりますが、部材はほとんど日本の企業から買っております。液晶の偏光フィルムであれば日東電工とか住友化学から買っていますし、カラーフィルター、ガラス、さまざまな部材が使われておりますが、これはほとんど日本企業が世界に高いシェアを持っております。それが二つ目です。

三つ目に、製造装置があると思います。半導体の領域も、先ほど紹介したフラッシュメモリのようなかなか伸びて収益性がとれそうなデバイスもありますが、相対的に見ると、やはりアメリカのインテル、TI等の競合メーカーがおりますし、サムスン電子も大変強力でありますので、そう数多くの企業が利益成長の恩恵にあずかれるものでもないと思います。

製造装置は依然として日本企業がかなりのシェアを持って、競争力を保持しております。東京エ

レクトロンとかアドバンテストとか、さまざまな製造装置メーカーがありますが、そういったところも挙げられるのではないかと。

あとは電子部品です。今年は久しぶりに携帯電話が良くなってくると思いますので、ルームとか、ハードディスクの関連でいえばTDKとかこういうところですか。

ですから、サブセクターと同時に、やっぱりその中で経営戦略を的確に打って、成長機会をとらえている企業、銘柄を選別していく、そういうところだと思います。

高橋理事長 どうもありがとうございました。

ほかに何か御質問ございませんでしょうか。

—— それでは、時間でもございますので、ここで終了したいと思います。

海津所長には、改めて厚く御礼を申し上げますと思います。どうもありがとうございました。

海津 どうもありがとうございました。（拍手）

（かいづ まさのぶ・野村證券 経営役金融経済研究所長）

（本稿は、平成一八年一月三日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。）

海 津 政 信 氏

略 歴

1975年 4月 野村総合研究所入社
1990年 6月 野村総合研究所 企業調査部次長
1994年 6月 野村総合研究所 投資調査部長
1997年 4月 野村証券 金融研究所 投資調査部長
2000年 6月 野村証券 金融研究所 副所長兼企業調査部長
2002年 4月 野村証券 経営役 金融研究所長
2004年 4月 野村証券 経営役 金融経済研究所長

主要な論文・著書

1981年 「厳しさ増す住宅不況の行方」(エコノミスト)
1989年 「日本企業の多国籍化」(財界観測)
1991年 「環境主義経営と環境ビジネス」(共著)(野村総合研究所)
2000年 「グローバルマネーシフト」(共著)(東洋経済新報社)
2002年 「中国の産業競争力」(財界観測)

定期寄稿・テレビ出演

2000年 4月～2002年10月 日経ビジネス 景気読み筋
2000年 1月～ 日経CNBC マーケット分析
2000年 2月～ テレビ朝日 サンデープロジェクト
2003年 9月～ 日経ネット マーケットディベート

以下の図表 1 ～12は、講演者の海洋政信氏の御了解を得て掲載しています。図表の著作権者は、野村證券に帰属しており、著作権者に無断で複製または転送等を行うことは禁じられています。

図表1

2006年1月13日

- 投資と消費を軸に回復する日本経済
- 人口減少下でも経済成長は可能
- 米国経済は堅調。FF金利4%台半ばへ
- 金利相場が続く為替市場
- 企業収益の拡大を支える経営面の変化
- 拡大基調を見込む企業収益と株価
- 日米株価のデカップリング
- 好調業種が増える業種別収益動向
- グローバルに成長する自動車、資本財産業
- 回復に転じるハイテク、通信産業
- 業績改善に向かう消費、住宅関連産業

図表 2 投資と消費を軸に回復する日本経済

日本経済の予測要約表 (前年比、%)

	2004年度	2005年度	2006年度
実質国内総支出	+1.7	+2.8	+2.8
民間最終消費支出	+1.7	+2.2	+2.2
民間企業設備投資	+5.4	+7.9	+10.5
民間在庫品増減(寄与度)	<-0.3>	<+0.2>	<+0.1>
財貨・サービス輸出	+11.4	+6.9	+6.7
財貨・サービス輸入	+8.7	+7.7	+9.9
名目純輸出(対名目GDP比、%)	<+1.8>	<+1.1>	<+0.8>
名目国内総支出	+0.5	+1.7	+2.7

(出所) 野村證券金融経済研究所

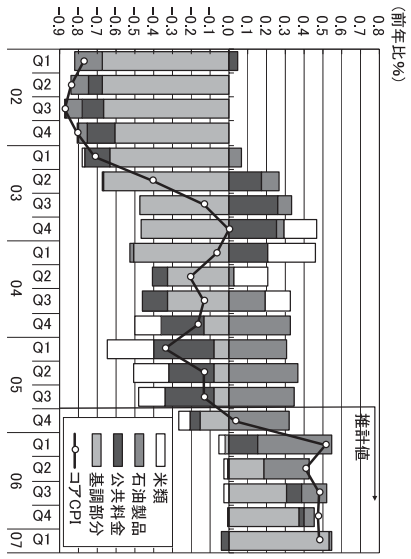
原油輸入額

	原油輸入額(兆円)	原油輸入額/名目GDP(%)
2002年	4.6	0.9
2003年	5.3	1.1
2004年	6.1	1.2
2005年	8.6	1.7

(注) 2005年は野村證券金融経済研究所による試算値。

(出所) 財務省、内閣府資料より野村證券金融経済研究所作成

消費者物価見通し



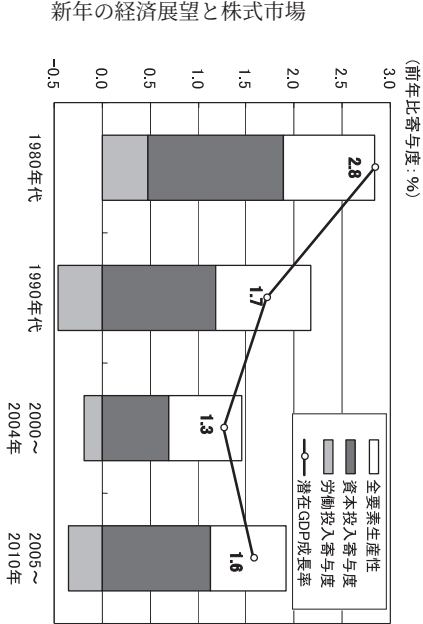
(注) 1. コアCPI、生鮮食品を除く消費者物価指数総合。
2. 基調部分は、コアCPIから公共料金、石油製品、米類を除いたもの。
3. 2005年10月までは実績、以降は当社推計値。予測の前提は、原油入着価格が52.3ドル/バレル、F101バレルが116.3円/バレルで先行き一足を假定(いずれも12月28日までの45日移動平均を参考としている)。
4. 対象年第2位を四捨五入しているため、寄与度合計と全体が一致しないことがある。
(出所) 各種資料より野村證券金融経済研究所作成

2006年1月13日

図表 3 人口減少下でも経済成長は可能

2006年1月13日

経済成長の要因分解



（注）最大産出量方式による推計による潜在成長率の要因分解。
推計にはコブダグラス型生産関数を用いた。
設備除却率は中期的に1980年代平均に復すると想定している。
全要素生産性は最近の伸び率で延長。
（出所）野村證券金融経済研究所

想定される財政・税制改革

年度	想定される財政制度改革等
2005年度	市場化テスト法案の国会提出（06年度施行） 定率減税の縮小（06年1月） 研究開発・IT投資減税等の縮小・廃止（06年3月31日）
2006年度	高齢者医療費の患者負担割合の引き上げ 公務員人件費の削減 定率減税の廃止（07年1月）
2007年度	税体系の抜本的改革（所得税控除見直し、特定財源の一般財源化） 郵政民営化（07年10月） 特別会計改革 所得税から個人住民税への税源委譲（08年1月）
2008年度	消費税率引き上げ 政府系金融機関改革 高齢者新医療保険の導入
2009年度	基礎年金の国庫負担割合の1/2への引き上げ
2010年代初頭	基礎的財政収支の黒字化

（注）本表は各種の報道、資料等をもとに作成したものであって、必ずしもその実現を当社が予想するものではない。
（出所）各種資料より野村證券金融経済研究所作成

図表 4 米国経済は堅調。Ff金利4%台半ばへ

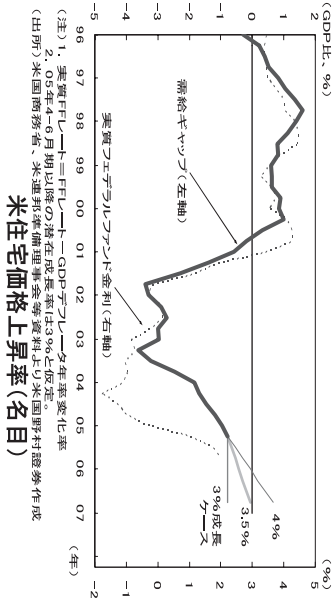
2006年1月13日

米国経済見通し

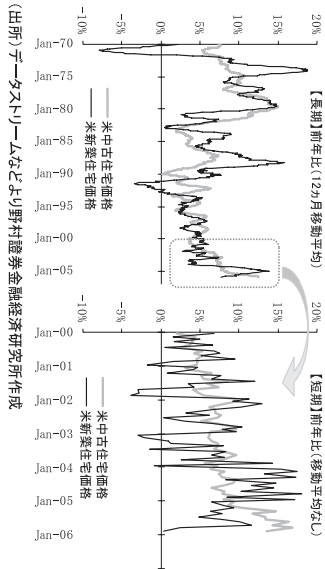
(2006年1月3日現在)	2003年	2004年	2005年 (推)	2006年 (予)
実質GDP	2.7	4.2	3.6	3.2
個人消費	2.9	3.9	3.5	3.1
住宅投資	8.4	10.3	7.2	5.9
設備投資	1.3	9.4	8.7	7.2
在庫投資	0.0	0.4	-0.3	0.0
純輸出	-0.5	-0.8	-0.3	-0.5
輸出	1.8	8.4	6.8	5.4
輸入	4.6	10.7	6.2	6.7
政府支出	2.8	2.2	2.0	2.1
名目GDP	4.8	7.0	6.4	5.7
個人消費デフレーターコア	1.3	2.0	2.0	1.9
失業率	6.0	5.5	5.1	5.0
経常収支	-519.7	-668.1	-785.2	-811.3
(名目GDP比、%)	-4.7	-5.7	-6.3	-6.1

(注) 前年比 (%)。在庫投資と純輸出は成長寄与度。経常収支は10億ドル単位。
(出所) 米国野村證券(NSI)

需給ギャップと実質フェデラルファンド金利



米住宅価格上昇率(名目)

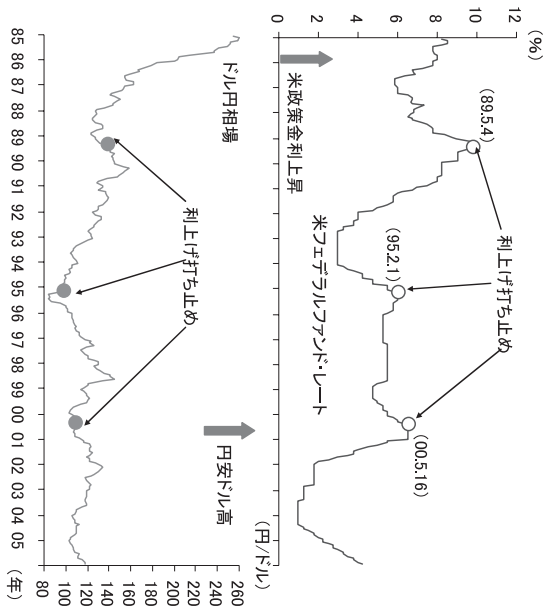


(出所) テーサストリームなどより野村証券金融経済研究所作成

図表 5 金利相場が続く為替市場

2006年1月13日

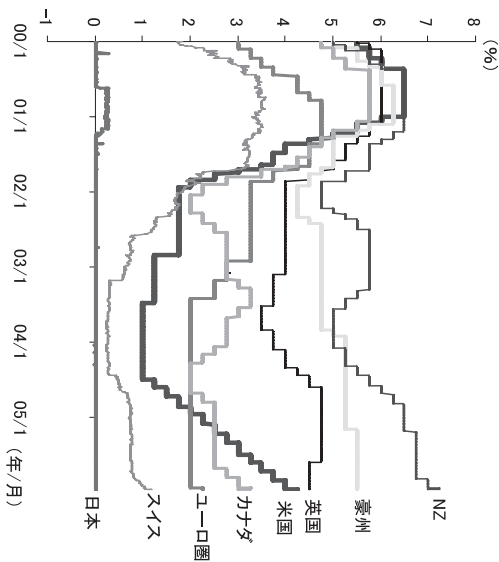
米国政策金利とドル円相場



(注) 1989年当時の利上げ打ち止め日については、当局によるフェデラルファンド・レート誘導目標水準の公表がなかったため、データソースによって設定日付に数ヶ月単位のずれがある。

(出所) データストリームより野村證券金融経済研究所作成

主要国(地域)政策金利の推移



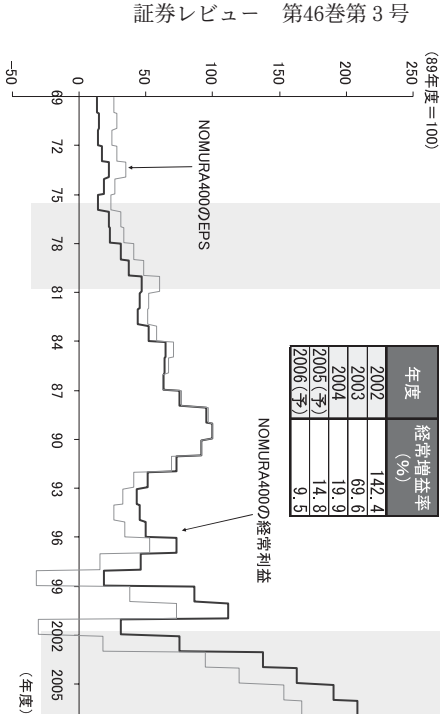
(注) 各国政策金利は以下のとおり。
 豪州: オーストラリア・キャッシュ・レート
 カナダ: 翌日物銀行間金利
 ユーロ圏: オペル・最低入札金利
 米国: フェデラルファンド・レート
 スイス: 3ヶ月LIBOR誘導目標
 日本: 無担保コール翌日物・レート

(出所) データストリーム資料より野村證券金融経済研究所作成

図表 6 企業収益の拡大を支える経営面の変化

2006年1月13日

可能性高まる70年代後半以来の5期連続増益



(注) 1. 各年度のNOMURA400構成銘柄の経常利益総額、及EPS。1989年度を100としている。
2. EPSは、期末時点株価指数／(期末時点時価総額／税引利益)として算出。
3. 2005年度以降は当社による予想値。
(出所) 野村証券金融経済研究所

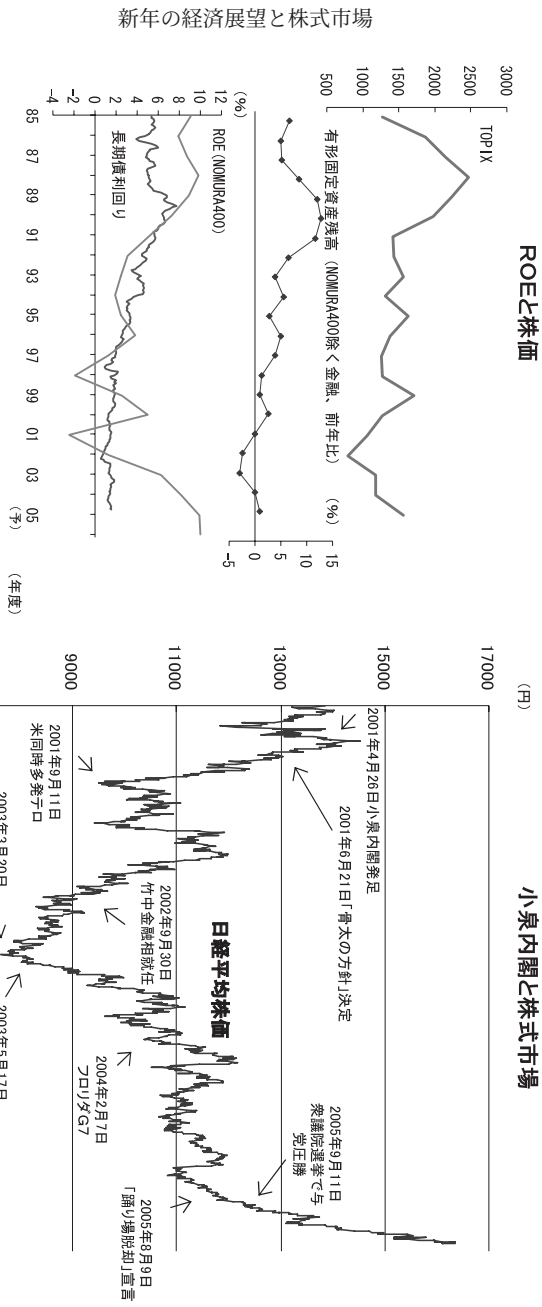
変わる日本型経営

	～1990年代	21世紀初頭～
事業戦略	多角化・総合経営	選択と集中、M&Aの活用
経営要素	人 設備投資	成果主義の定着 最適地生産、国内回帰
技術	海外生産シフト	水平分業化の挑戦
金融	地価下落と不良債権問題	金融システムの安定
コーポレートガバナンス	株式持合い解消	市場型ガバナンス
財務目標	経営増益主義	ROA、ROE重視
IR/ディスクロージャー	財務・経理中心	トップの関与、ネットIR

(出所) 野村証券金融経済研究所

図表 7 拡大基調を見込む企業収益と株価

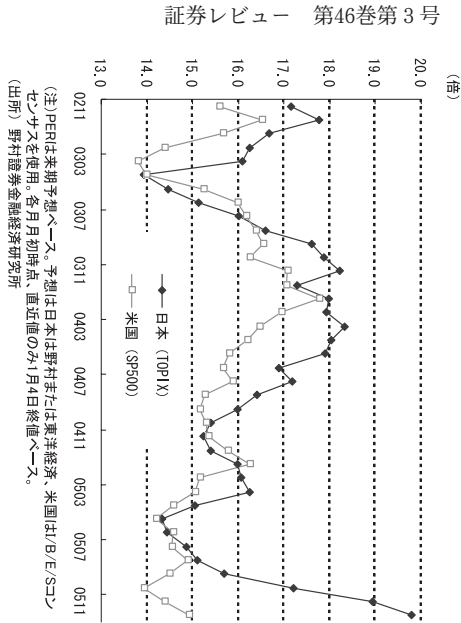
2006年1月13日



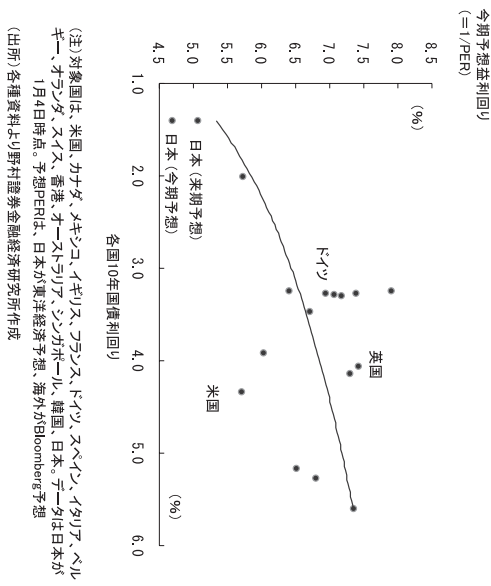
図表 8 日米株価のデカップリング

2006年1月13日

日米の予想PER(06年度基準)



長期金利と予想益利回り



図表 9 好調業種が増える業種別収益動向

業種別経常利益見通し(連結ベース)

	(単位：％)			
	05年度(予)		06年度(予)	
	伸び率	(前回)	実績	(前回)
NOMURA 400	14.8	(12.7)	17.0	(14.9)
NOMURA 400 (除く金融)	6.3	(5.4)	8.7	(7.7)
製造業	8.5	(7.7)	-	-
素材	14.1	(12.3)	-	-
加工	7.0	(6.3)	-	-
非製造業(除く金融)	22.8	(19.0)	28.4	(24.3)
化学	2.3	(1.1)	9.0	(7.7)
鉄鋼・非鉄	8.6	(7.4)	-	-
機械	24.8	(21.9)	-	-
自動車	16.3	(8.1)	-	-
電機・精密	7.9	(6.6)	-	-
医薬・ヘルスケア	2.8	(5.2)	-	-
食品	8.2	(6.4)	-	-
家庭用品	0.8	(4.9)	-	-
小売	7.5	(6.5)	-	-
サービス	68.5	(56.6)	-	-
ソフトウェア	12.3	(10.7)	-	-
メディア	4.7	(5.8)	-	-
通信	1.8	(4.8)	-	-
建設	-8.5	(-5.4)	-	-
住宅・不動産	-14.8	(-20.8)	12.5	(4.5)
運輸	9.0	(6.5)	-	-
公益	11.4	(11.4)	-	-
金融	-3.2	(1.7)	-	-
	-13.8	(-9.7)	-	-
	72.9	(61.6)	-	-
				8.6
				(12.9)

(注) 連結子会社は控除して集計している。05年度予想の実質値は通信の株式売却益を調整したもの。2005年12月6日時点。前回は9月9日時点。為替レートの前値は1ドル＝110円

(出所) 野村證券金融経済研究所

セクターアロケーションの基本観

セクター	05年後半	06年前半
素材・商社	中立/強気	中立
エレクトロニクス	中立/強気	中立/強気
自動車	強気	強気
資本財	強気	強気
食品・ヘルスケア	弱気/中立	弱気/中立
小売	中立/強気	中立/強気
通信・メディア	中立/強気	中立/強気
金融	中立/強気	中立/強気

(注) 2006年1月時点。アナリスト、ストラテジストの意見を総合
(出所) 野村證券金融経済研究所

為替感応度

	1円円安の経常利益押し上げ効果(%)
NOMURA 400	0.44
NOMURA 400 (除く金融)	0.52
素材	0.07
機械・自動車	1.36
エレクトロニクス	0.89
消費・流通	0.22
情報	0.40
公益・インフラ	-0.15
金融	0.10

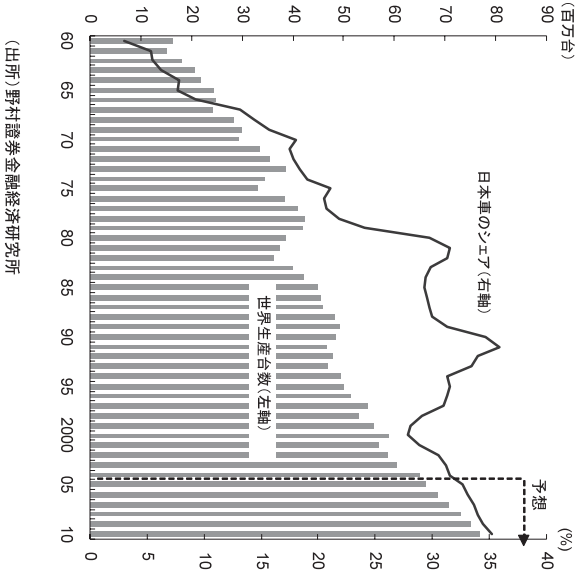
(注) 各アナリストからのヒアリングに基づいて作成。公益セクターの料金スライド制を考慮した場合の試算値。(2005年6月9日)

(出所) 野村證券金融経済研究所

図表10 グローバルに成長する自動車、資本財産業

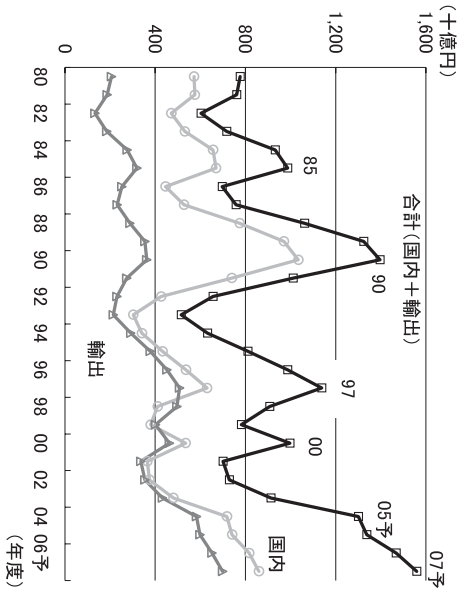
2006年1月13日

世界生産台数と日本の自動車メーカーのシェア



(出所) 野村証券金融経済研究所

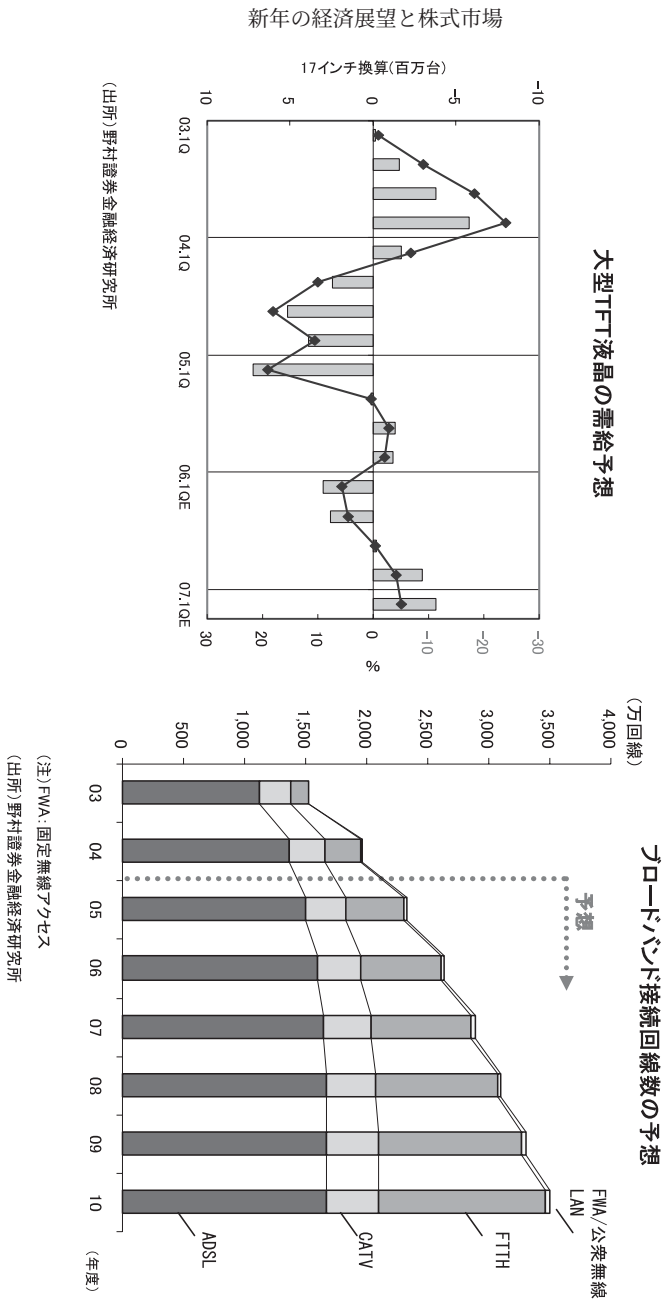
日本の工作機械受注：国内向け、輸出向け



(出所) 野村証券金融経済研究所

図表11 回復に転じるハイテク、通信産業

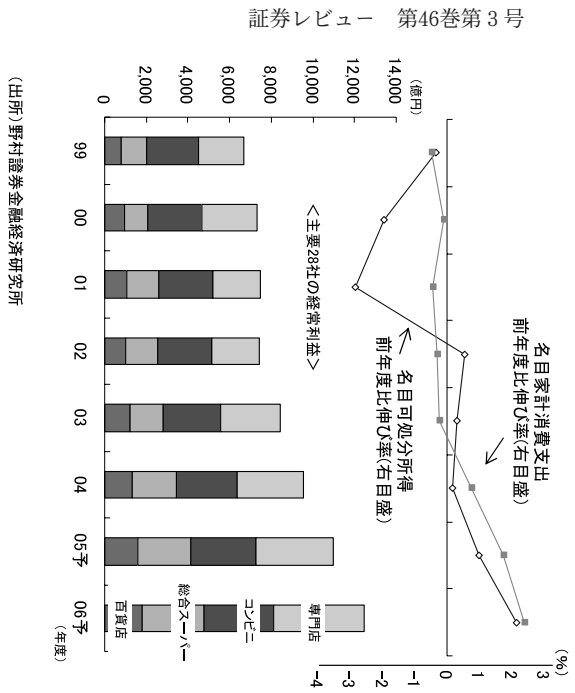
2006年1月13日



図表12 業績改善に向かう消費、住宅関連産業

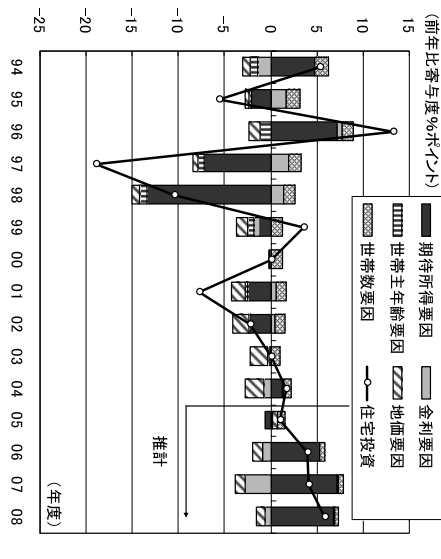
2006年1月13日

個人消費と小売業の収益動向



(出所) 野村證券金融経済研究所

実質住宅投資推計



(注) 推計式は以下の通り。
1) 世帯当たりの実質住宅投資 = $3.68 \times 9.45 \times$ 世帯の期待所得増加率 $- 2.66 \times$ 国債10年物の利回り $+ 0.99 \times$ 世帯主年齢の30歳~40歳の世帯比率 $- 0.47 \times$ hci市街地価格指数(全国、住宅地) $+ 0.40 \times$ 世帯主年齢 $+ 1.84 \times$ (1) (1)は推定
2) 実質住宅投資 = Δ 世帯当たり住宅投資 $+ \Delta$ 世帯数
(出所) 各種資料より野村證券金融経済研究所