

新年の経済展望と株式市場

海 津 政 信

はじめに

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。

昨年と同じ時期に來させていただきました。お話を申し上げて一年ほどたちます。今から振り返って考えてみますと、昨年はこんなことを申し上げていたように思います。

アメリカは少し金融引き締め策に転じているものの、世界の政策金利の水準は、恐らく景氣に大

きくブレーキをかけるほどではないでしょう。そういう中では、多少減速するとしても、世界景氣の拡大は続き、日本の企業業績も基調的な拡大路線が続くだろう。そういう中で、株式も緩やかな上昇を遂げていく可能性が高い。TOPIXで一八〇〇を達成する可能性が高いのではないか。ないしは、それをやや上回るぐらいのこともあるかもしれない。こういうふうなお話を申し上げたと記憶いたしております。経済、景氣、業績についてはほぼ考えていたとおりで推移をいたしました。が、マーケットについては、私が考えていたより

は少し物足りない格好で終わったかな、こんな反省もしているところでございます。

私が一年前にお話をさせていただいた直後にライブドアの事件等がございまして、一部市場は一たん調整した後、年末にかけて大分戻したわけでありましたが、新興市場は相当な調整を余儀なくされて、昨年末に至っても十分な回復を見せることなく終わった。こういうことでございまして、このあたりは、この種のイベントというのは事前に予測できるものでもないでありますけれども、去年の相場展開がやや物足りなく終わった一つの理由ではあった、こういうふうに思っております。

さて、今年でございますが、この後詳しくお話をいたしますけれども、世界景気は拡大を持続する可能性が高いと思っておりますし、日本の景気も、昨年の夏以降、消費を中心にして多少減速感

が出ておりますが、これも恐らく息切れすることではなくて、二〇〇八年に向けて緩やかに拡大を続けていく。いざなぎ景気を超えて、なお拡大する余力を持っていると思っております。

企業業績も、この二〇〇六年度で五年連続増益ということで、過去の増益期間から比べますと相対的に来ておりますが、私どもの見方では、二〇〇七年度も増益が続いて、新記録の達成が可能だと思っております、そういう点では、株式市場も山谷あるとは思いますが、基調的には緩やかな上昇を続ける。こういうふうに考えているわけでございます。

具体的にお手元にレジュメを用意させていただきましたので、それを使いながらお話を進めさせていただきますと思います。

まず一ページ目に、内外経済と株式というところでございまして、最初に世界経済の概観、そ

れから米国経済、さらに日本経済、企業収益を踏まえた株式市場の展望、そして、為替市場の見方というお話を申し上げます、このパートの最後のところで、今年の留意点として、政治問題その他を少し整理してお話したいと思っています。後半にもなるべく時間を残して、産業の話も少し申し上げたい、かように思っております。

一、増勢を取り戻す世界経済

それでは、二ページをお開きいただきまして、まず、今年の世界経済の概観でございますが、「増勢を取り戻す世界経済」というふうにタイトルをつけさせていただきました。そして、見ていただいておりますように、二〇〇七年の米国、ユーロ、日本、アジア、エマージング

等の成長率は、中国は少し別であります、上期より下期の方が高い、こういう想定をさせていただきます。

米国経済の引き締めの影響で、昨年の後半から今年前半ぐらひにかけて、景気の拡大テンポは多少鈍化をいたしますが、まだ米国の政策金利水準は中立水準程度でございます、一定の減速を経た後、再び潜在成長率に戻っていく、こういう展開を想定しております。

ヨーロッパも、ドイツでVAT、付加価値税の引き上げが一月から行われておりますが、それも景気を大きく失速させるほどではないと思っています。日本についても、これもまた後で触れますが、日本の金利水準は、歴史的な中立水準から比べると相当にまだ緩和的でございます、そういった意味で、世界の経済がまだ減失速していくという情勢ではないと思っています。

昨年を振り返って、何が一番大事であったかと思つと、五月、六月の段階で、世界の中央銀行が短期的な株価を犠牲にしても、期待インフレ率の抑制に成功したということが極めて大事であつたように思います。

その結果として八月のアメリカの利上げストツプが実現をし、それが世界経済の息の長い拡大をさらに準備してくれたということで、去年の五月、六月、世界的に株が下がって、関係者はかなり冷や冷やしたわけでありますが、その代償を払つても、あの段階で期待インフレを抑えたというのは大変正しい政策だつたんだろう、こう思つております。そういうことで、今年も世界経済の引き続きの拡大が期待でき、上期よりも下期の方が増勢テンポは高まるだろうと思つております。

二、米国経済は軟着陸、 二〇〇七年後半から再拡大へ

そこで、三ページでございますが、まず最も重要な米国経済でございますが、昨年の一二月の末に米国にも行つてまいりましたが、軟着陸は十分できる、こういうふうにはほぼ確信をして歸つてまいりました。

最近の経済統計を見ますと、一段と軟着陸のシナリオが有力になつてきているかなという感じがいたします。十一月に参つたときは、例えばIS Iのエド・ハイマンさん、今でも全米で最も人気の高いエコノミストでございますが、彼は、今年前半に二回程度の利下げを経て、年後半からアメリカの景気は再拡大に向かう、こういうふうにおっしゃつておられました、私どもの

ニューヨークのエコノミストは、利下げをしなくても、景気は恐らく年後半から再拡大に向かう、こういう見立てでございまして、金融市場はこのところ徐々に、織り込み過ぎていた利下げを修正してきている。その結果として、一〇年のアメリカ国債も四・五％割れから四・八％ぐらいまで上昇してきている、こういう情勢になっているのは御案内のとおりであります。

一〇―一二月のアメリカのGDPが一月末に出てまいりますが、どうやら年率三％を超えている可能性が高くなっています。住宅投資は七―九同様、引き続き年率一％弱の景気押し下げ要因になっておりますが、消費が非常に強かったという格好になっています。秋口から始まった原油価格安、ガソリン価格安ですね、昨年の八月でガロン・三ドルぐらいしておりましたのが、二ドル二、三〇セントぐらいまで、三〇％ぐらい下がっ

ております。この効果が極めて大きかったと思います。

それから、八月に利上げを打ち止めたことで長期金利が下がってまいりまして、これが住宅価格の下支えを果たしている。こういうことも関係しているだろうと思います。それから、利上げの打ち止め後株価が上昇しているということも、米国景気をかなりサポートしているということでもあります。

アメリカの家計の資産構成は日本とは逆でございまして、日本は絶対地価が高いですから、三分の二が不動産、三分の一が金融資産という感じかと思いますが、米国は逆でございまして、米国の家計が保有している住宅資産はざっと二〇兆ドルですね。これに対して、その倍の四〇兆ドルの金融資産があるんですね。そして、その金融資産の半分が株式と投資信託になっているということでは

ございまして、株価の上昇は、住宅価格の上昇一服に伴う資産効果の剥落を相当程度補っている、こういうことが申し上げられるように思います。

そういうことで、原油価格安、それから長期金利の安定、そして、株高による住宅の資産効果の剥落のカバーということが、一〇―一二月の景気の堅調につながっているということでございます。それと同時に、一時高まっておりますインフレ期待、インフレ懸念がかなり沈静化してきているということもありまして、FRBのバーナンキ議長が考えていたかなり理想的な状況に近いというのが米国経済の情勢のように思います。

そういった点で、私自身は、今年のアメリカ経済のリスクは、減失速というよりは、年前半は大丈夫だと思いますが、年後半はまた景気が再拡大してきて、失業率もさほど上がっておりませんので、むしろ賃金インフレとか、インフレ期待が再

燃してくることに對して目配りをしていくことが大事ではないかなと思っています。

三、長期金利の安定が住宅価格を下支え

三ページと四ページで多少グラフがございますので、ごく簡単に触れておきたいと思いますが、三ページの右側は、FF金利と景気後退の關係を見たものでございまして、現在の五・二五%という名目FF金利は実質三%弱で、実は過去五〇年間の平均にすぎないということでございます。アメリカが明確に景気後退に陥るには、実質FFレートで五%以上の金利水準が必要だ。そのレベルからすると、まだ相当に余力がある。これがこのグラフの意味でございます。

それから、四ページの方で、左側のグラフの意

味でございますが、いかに長期金利の安定が住宅価格のサポートにつながっているのかということを示しております。日本の場合は、日本銀行の九〇年代初頭の利上げと長期金利の上昇が資産価格の下落につながった。一方で、米国は、オーストラリア、イギリスと同じように、金融を引き締めものの、長期金利はさほど上がらず、結果として住宅価格の大幅な下落を回避している。この違いがこのグラフの意味でございます。

そして、四ページの右側でございますけれども、実は住宅着工の先行指標であります、例えばミシガン大学の住宅買い時判断とか住宅の購入ローンの申請件数とか、すべて昨年の九月ないし一〇月が底で、既に回復に転じている。過去のケースからすると、着工自身もこの一月か二月に底を打ってくる可能性が高くなっているというところでございまして、二月にはバーナンキ議長の議

会証言等がございますが、さすがにその段階でインフレ懸念を口にするのではないと思いますが、少なくとも経済はほぼFRBが考えている線に沿って動いている、こういう比較的信心を持った発言をされるのではないかと見ているところでございます。

四、緩やかな回復を続ける日本経済

次に、日本経済でございますが、五ページに移っていただきまして、いざなぎ景気を超えてなお拡大が続くというのが、私どもの景気予測でございます。二〇〇六年度がプラス一・八％に対して、二〇〇七年度プラス二・二％、こういう予測を立ててございます。基本的には輸出と設備投資が強いということと、後半個人消費も一定程度回復してくる。ただ、賃金が上がって消費が強くな

る時期は、二〇〇七年度というよりはもう少し先かな。この辺は昨年の秋に、二〇〇六年度の当初見通しを大幅に見直す過程で修正をさせていたのだということがあります。

正直に申し上げて、私どものエコノミストの中でも二つの考え方があります。

企業にたまった利益は、比較の間を置かずには賃金や配当等を通じて個人に分配されて、所得環境の好転から消費需要の回復につながる。こういう考え方が一つであります。

もう一つは、二〇〇二年の金融危機とか大リストラ後まだ数年しか経ていないので、さすがに企業経営者も賃上げに慎重。労働サイドも雇用の安定確保を第一にして、賃上げ要求は手控える。したがって、賃金の上昇と消費需要の拡大を余り早急に考えるべきではない。

こういう二つの見方がございまして、やや前者

に重きを置いて短期見通しをつくっておりますが、これは少し修正しておく必要があるのかなというのが昨年の夏以降の判断でございまして、そういう面では、賃金上昇と消費の本格的な拡大という時期は、二〇〇七年というよりは二〇〇八年、こういう修正の仕方をしているところでもあります。

そういう中で、民間のエコノミストが昨年の秋以降、かなり大幅に見通し等を修正する中で、実は修正し切れずに今日まで来ているのが日本銀行ということになるわけであります。一〇月の政策委員の展望レポートは、個人消費が割と出て、物価が緩やかに拡大をしていくということを公表してしまったがゆえに、残念ながらかなり悩み多い展開になっている。これが偽らざるところかなと思います。きょうも株式市場は少し乱高下しておりますが、きょう、あす開かれております

日銀の政策決定会合での政策金利の扱い方をめぐって、かなり揺れ動いているということだろうと思います。

私の意見は昨年からはほぼ一貫しておりますが、一〇―一二月のGDP統計の速報が二月一五日に出てまいりますので、それを受けて二月の政策委員会、たしか二〇、二一だったと思いますが、そこで追加利上げを決めればいい。一〇―一二月はそれなりの数字が日米ともにそろってくるということ、それでいいのではないかなと思っておりますが、一二月は賢明に見送ったものの、一月はまだ少し利上げを模索した。こういうことの中で、政府サイドからは日銀批判が飛び出すというようなことで、ちょっとみっともない状況が展開されている、こういう感じがいたします。

一二月見送った段階で、福井総裁は消費が弱いということ、物価情勢がやや弱いということ

口にされておられますので、一月の段階で展望レポートを少し修正して、二月以降の利上げを模索すべきだったと思いますが、一月再度検討をするということになって、ややマーケットにぎくしゃくしている感が走っている、こういうことではないかなと思います。

日銀の立場で言えば、あそこまで利上げを構想したのであれば、政治サイドからの反発は押しのけて、むしろきょう、あすで決めた方がいいというぐらいに思いますが、きのうの夜の共同通信の報道ないしけさのNHKの報道などを見ておりますと、大分迷った末にまた見送るという感じのようではありますが、そこまでブレるのは、中央銀行としていかなというのが私の意見であります。

大事なことは、いずれにしても一―三月のどこかで〇・二五上げたとして、参議院選挙前はもう

ないと思いますし、五ページの右にありますように、物価情勢が消費者物価のコアで見て、二〇〇七年度も残念ながら、どうもプラス〇・一とか〇・二とかという程度にしかなりそうもないというところでございまして、恐らく参議院選挙の後もと一回程度で、年末でどうでしょうか、〇・七五ぐらいというのがせいぜいかなという感じがします。そういった意味では、長期金利もさほど上がらない。一〇年債で二%を大きく超えることもないと思います。

ですから、そういう点で言いますと、よくよくしっかりとタイミングは見えわめてやっていただきたい、こういう感じが強くしておりますし、政治サイドには、日銀法を改正して日本銀行に判断をゆだねているわけですから、日銀法の改正まで言及して圧力をかけるというのは、先進国のあり方としてはどうもいただけないという感じが強く

してならないというところでございます。

そんなふうなことで、日本経済は今年も緩やかな拡大が続ける。ただ、輸出と設備投資がその大宗を支えていくということで、個人消費の本格回復にはもう少し時間がかかるのではないかな。物価情勢は、これも当初考えていたよりは極めて緩やかな上昇にとどまり、日銀の利上げは、年を通じてあと二回程度というのが我々の判断です。

五、日本経済の新しい成長システム

六ページに進んでいただきました。もう少し中期で見た私どもの判断なのですが、そうはいっても、日本経済は新しい成長システムを備えつつあるのかなと思っております。最近いろんなところで、「ゴールドロックス経済」という言葉が使われます。これは欧米の寓話から来ている言葉でこ

ざいまして、熱過ぎず寒過ぎずという比較的穏やかな適温な経済。ですから、お風呂のお湯で言えば四三度、五度という熱さではなく、逆に四〇度以下でもなくて、四一、二度ぐらいの非常に居心地のいいということであります。「適温経済」ということで書いておりますが、三つぐらいの成長の仕組みが整ってきているかなと思っています。

一つは技術革新効果、それから規制改革、規制緩和の効果で、全要素生産性が向上をし始めてきているということであります。

そして、労働市場が弾力化をし、設備投資が活発化してきているということで、これから少し資本効果がプラスサイドに効いてくるかな。また、労働市場が弾力化して、女性の労働参加率が高まる。それから、高齢者の労働参加率が上がっていくということで、極端に労働サイドのマイナスが表面化してこない。

そして、三つ目に、企業がバナンスが非常に向上してきている。資本の論理にかなり忠実になってきている。また、市場の圧力のもとで行き過ぎも生じにくい状況が出てきている。

こういうことを言っております、結果として、過熱感なき経済成長、物価の安定、相対的な低金利の持続、こういうことが比較的長く続くのではないかなと思っています。

基本になります労働生産性の伸びは、その下にございますように、一番ひどく落ちていた時期が一九九五年―九九年の年率〇・七％。これに対して、二〇〇〇年―二〇〇四年が一・九％ということでございまして、今年の新春の財界観測に中期展望を出しておりますが、そこでは標準ケースとして年率二・二％の労働生産性の伸びを、今後五年間ぐらいで見込んでいるということでございます。実質二％、名目二・五から、いずれ三％の成

長率というのが、ここから五年間ぐらいの日本の成長イメージ、こういうふうを受けとめております。

六、拡大基調を見込む企業収益と株価

七ページの方に進んでいただきまして、株式についてでございますが、結論から申し上げますと、TOPIXで一八〇〇から一九〇〇ぐらいというのが、私の高値の想定でございます。安値は一六〇〇前後というぐらいのところでございます。

なぜそう考えているのかということでございますが、まず企業業績の点からお話をいたしますと、TOPIXベースEPSが七ページの右上に出ております。二〇〇七年度の予想EPSが九六

ポイント、こういう格好になっています。これに大体一八倍から一九倍ぐらいの予想EPSを掛けていく。九六といっても、最終的に一〇〇ポイントぐらいになるかなと思っていますので、一八、一九倍を掛けて一八〇〇、一九〇〇、こういうことであります。NT倍率一〇倍だとすれば、一万八〇〇〇円から一万九〇〇〇円ということで、一万八〇〇〇〇円台の後半ぐらいが高値のイメージということになります。

この間、野村のあるOB会でそういう話をいたしましたら、皆さん実に物足りないなという顔をされておられました、当然EPSが一〇〇ポイントぐらいあれば、PR二〇倍に買って、TOPIX二〇〇〇、日経平均二万と楽々行くのではないか。

こういう感じの方が少なくなかったんですけども、幸か不幸か、東京株式市場の六〇%は外国

人投資家が売り買いをしているマーケットでございまして、どうしても米国の一四倍から一六倍程度の予想P E。欧州株になるとそれよりもさらに低いですから、そことの比較感というのがどうしても働くというところでございまして、もちろん長期金利が、米国で四・八%、日本で一・七%。リスクフリーレートがこれだけ違えば、よほど期待成長率に日米で格差がなければ、P R二〇倍は もちろん、二五倍程度まで買ってもいいのではないかという議論をなさる方もおられますが、それはちょっと難しいなという感じで考えていまして、企業業績には私自身はかなり自信を持っておりますが、予想P E自身はそんなに高くは設定できないのかな、こんな感じでおります。

低いところでP E一六倍ぐらいというのが下限かと思いますが、そうになると、安値のイメージとして一六〇〇ぐらいというT O P I Xのイメージ

は持っていた方がいい、こういう感じではないかなと思っています。

パターンとしてはどうか、昨年一昨年もそうだったんですけれども、三月、四月、五月の中盤ぐらゐまで高くて、その後調整をしていろんな情勢が整えば、年後半再度上昇してくる、こういうパターンのように見えます。

最近、投資家さんとお会いしていると、二月に下げる可能性が少くないのではないか、こういうことがよく御質問に出ます。それはわからないことでもないんですけれども、一つは、アメリカの株価がかなり利下げを織り込んで形成されている。それが利下げなしということになってきた場合に、結構な調整を起こすのではないか、こういうことが根拠になっております。

私どもの研究所の中でも、それに近い意見を持っている人もおりますが、二月の議会証言で、

バーナンキ議長が、インフレ懸念と利上げ懸念を言うところまではさすがにないのかなと思っておりまして、多少のスピード調整ぐらいあるかもしれないませんが、二月の段階で大きく米国株が下げて、世界株安が発生するというのは、ちょっと慎重過ぎるのではないかなと思っています。

二月は、そういう面では幾つか注意すべきことは確かにあるんですね。二月九日にG7がありまして。ヨーロッパはユーロ高・円安にかなりいら立っておりますので、このあたりで少し円安懸念、円安牽制をしてくる可能性がなくなっていくことです。それから、二月一四、一五日にバーナンキ議長の議会証言がございます。この辺でタカ派的な発言が出ないのかどうかということについても、少なからず気にされているということですね。そして、二月二〇、二一日に日銀の政策決定会合がある。今回見送るとすれば、そこではか

りの確度で上げてくるかなという感じですね。

ですから、そういう点では、二月のそういったイベントを見きわめて、三月、四月でマーケットに強気が出る、こういうふうな方がいいのかもしれないませんが、私もトレーダーではありませんので、その辺は御判断くださいということでございます。まして、大きな流れは景気・企業業績で、先ほど申し上げたような感じで考えています。

企業業績の持続的な拡大について、もう少し詳しくお話を申し上げたいのですが、七ページの左のところに、過去一〇年間にわたる増収率、増益率、交易条件、円ドルレートというのを載せてございます。

先ほど申し上げましたが、二〇〇七年度も増益になりますと、一九七〇年以降NOMURA400の財務データがあるわけなのですけれども、最も長期の増益記録になります。七〇年以降で最も長

い増益記録というのは、一九七六年から八〇年の第一次オイルショックの不況を経て形成された五年連続増益です。この二〇〇六年度でこれに並んで、来年度はそれを超える。そういう面では大変意味のある増益記録になりつつあるということでございます。

三つぐらいその背景があると思います。

一つは、世界景気の持続的な拡大ですね。二〇〇三年以降、先進国のみならずBRICsの経済成長がかなり高くなっております。これもこの勉強会ではなくて、別のところでお話したかもしれないませんが、私はコンドラチェフサイクルが二〇〇二、三年ぐらいを底に上昇波動に入っていると思っております。中国、インド等の新興国の経済がかなり世界経済の拡大に加わってくる。こういう見方をしておりますが、まさにそんな流れがずっと続いているということでありまして、

二〇〇三年以降連続して四％以上の世界経済の拡大が続いておりますが、今年も多分それが続くだろうと思われるということが一番目の理由です。

二番目の理由は、言うまでもなく日本経済が正常化をしたということですね。三つの過剰がなくなり、金融システムが正常化をし、労働生産性が持続的に拡大するようになったということです。

それから、三つ目が、日本の企業のガバナンス改革がなされ、国際的な競争力がかなり回復をしてきているということでもあります。日本の企業業績の大きな特色は、製造業が利益の六割を占めているということでございます。この製造業がグローバルにビジネスを拡大して、収益を連結ベースで伸ばしているというのが、この日本の企業業績の拡大のベースにあるということです。

そういう点では、ブッシュ政権のもとで、アメリカが依然として自由貿易主義を維持していると

いうこと。それから、日本銀行の低金利政策もあって、為替レートが円安気味で推移しているということ。これも極めて大事であります、それ以上に、技術革新が日本企業の、特に製造業の競争力を高めている、こういうことだろうと思っています。

二〇〇七年度は原油価格も落ちつき、交易条件も改善してまいりますので、全体状況を考えれば二けたの増益が続く。二〇〇六年度も、恐らく最終的には二けた増益まで行くと考えています。

七ページの右下に、一二月のNOMURA400予想の七・五%増益というのがございますが、最終的には二けたに手が届くし、二〇〇七年度もさらに二けた増益が続く公算が高い、かように考えております。企業業績の拡大には、それなりに自信が持てる状況が続いていくということです。そこは強調しておきたいと思っています。

七、日米金利差がドルをサポート

八ページで、為替市場について少しお話を申し上げたいと思います。

私どもは、ほぼ一貫してドル堅調を予測してまいりました。今年もドル堅調が続くのではないかと考えております。円ドルレートで言いますと、一一〇円から一二五円ぐらいのレンジ想定をしております。二月のG7等もございまして、このまま一二五円に向かうとまでは思っておりませんが、そういうイベントがあっても、恐らく一一〇円を割ることはない。そして、また一二五円ぐらいのチャンスはある。こういう判断をしております。

実は為替の予測で一五円というのは、従来の常識からすると相当に幅が狭い予想なんです。た

だ、近年大変ボラティリティが小さくなってきています。株のボラティリティよりもはるかに小さいのが今の為替市場でございます。二〇〇一年ぐらいは、為替はプラスマイナス一五%ぐらい平気でブレたものなんです、最近は六%ぐらい、プラスマイナス六%ですね。ですから、今、一〇%強ぐらいのところにボラティリティが低下をしてくている、こういうことがございます。

ボラティリティが低下してくると、何が起きるかということ、金利差が非常に大きく影響を与えてくるといことです。上下で六%ぐらいしか動かないということになると、為替でリターンを上げようという人は、当然金利を加えてリターンを考えないと、為替変動だけでは十分ではないということです。

逆に消極的に考えても、六%ぐらいの変動であれば、日米の金利差が五%あれば、さほど為替リ

スクを意識する必要がない、こういうことだろうと思います。同時に、そういうボラティリティが小さくなってきているというのは、恐らく二つぐらいの理由があるんだと思います。

為替市場の参加者が非常にふえているということが一つですね。これはインターネットの発達と無縁ではないと思います。私も為替の専門家ではありませんが、いろいろな話を聞いていますと、最近は一〇〇〇万円ぐらいの担保で、外国為替の証拠金取引で一億円ぐらい運用している主婦の方も少なくないというぐらい、この為替取引というのは大衆化してきているということで、昔のように銀行のディーリンググループとか商社のディーリンググループで売り買いが行われていたというのは大分性格が違ってきているということがあるように思います。

それから、もう一つは、マクロヘッジファンド

の為替投機というのが下火になったんだと思います。どちらかというと原油とか商品市況とか、こういうものに運用の対象が多様化していつているということですよ。昔は、ジョージ・ソロスにしても、さまざまなヘッジファンドの剛の方々が、ポンド危機を演出したりとか、為替を使ってかなり投機的なマネーを運用していたんですが、それがかなり限られてきている、こういうことも関係しているんだと思います。

そして、実需面で大事なものは、外貨建ての投資信託が相当な規模に達してきているということだと思えます。日本の低金利が長期化する中で、金利差をねらって外債投資に行く資金が多く見られるということでございます。日本は貿易黒字国でございますので、そういう形で外にお金が出ていかないと円高になりやすいのですけれども、一〇兆円規模の外貨取引で個人マネーが外へ出て

いつているということですね。こういうことも関係していると思います。

ですから、今年も日米の金利差は余り縮まらないだろうなど。日本が仮に年末までに二回程度上げて、コールレート〇・七五％と考えても、米国は五・二五％か、場合によるとまた少し上がる方向で動き始めている可能性の方が高い。こういうことで、日米金利差はさほど縮まらないということだと思っんですね。

そういったことで、今年も米国の金利が下がって、日本の金利が上がると、結構ドル安・円高になるのではないかとという為替エコノミストも少なくないようであります。私も、今年もドル・円は比較的安定していくと思っています。

じゃ、円高に意見を変える必要が生じてくるとすると、どういう条件が整ったときかということでございますが、三つぐらいあるのではないかな

と思います。

一つは、日米の金利差が四％以下に縮まる。過去数十年調べると、日米の政策金利が二・五％を下回ると、間違いなく相当なドル安・円高になっています。四％を少し切つてくると、多少その兆しが出てくると思いますが、先ほど申しましたように、今年日米政策金利差が四％未満に縮まるとは思っていないということです。

二つ目は、日本の中期ゾーンの国債の利回りが二・五％とか三％ぐらいまで来る。こうなると、為替リスクをとって米国債券とか豪州債券とか買に行かなくても、二・五％ぐらい、三年ぐらいの運用で回るのであれば、国債でもいいや、こういう感じが出てくるということです。しかし、これは日銀が三回程度の利上げではなくて、相当、七回、八回と〇・二五ずつ上げていかない

と、そうなつてこないですね。

それから、三つ目に可能性があるとする、八ページの左の絵にありますように、日本よりも高い主要国の政策金利というところ、スイスなのですけど、スイスの金利が二％です。じゃ、この二％のスイスの金利に並んで、超すかというところ、これもまた今年じゅうに実現する話ではないなと思っております、今年もドル・円は比較的安定している。そういう年だろうと思っております。

ユーロはどうしてあんなに買われるのかということですが、日欧間の貿易黒字が三兆円ぐらいしかございませんので、自動的にユーロを買う資金が結構あるということでしょうね。それはチャートを見れば一目瞭然のように、一ユーロ一五五円、六円というのは、高所恐怖症になるぐらいユーロ高の水準なのですが、外債のバランス型の

投資信託なんかは、そういう相場観とは無関係に、平均的にユーロを一定程度組み込んでいきますので、そういう資金が少くない。そういう資金だけでも二兆五〇〇〇億ぐらいあると思いますので、日欧間の貿易黒字は十分オフセットするだけのマネーフローが欧州に出ていっているということです。

それから、もう一つは、世界の中央銀行が準備通貨としてユーロを少しずつふやしている。これも余り相場観とは関係なくやっている。こういうことでユーロが高いということだと思いますが、さすがに一ユーロ一六〇、一七〇はないと思いますので、今程度が限度かなと。ただ、大きくユーロ安・円高に転じるのも、その確度は高くないのではないかな。なぜならば、そういう格好で自動的にユーロに向かう資金が一定程度あるということでございます。

八、今年の留意点

九ページに進んでいただきまして、リスクといてもいいですが、今年の留意点は何かということでございますけれども、四つぐらいあるかなと思います。

(1) 政治面

一つは、政治面ですね。私はもちろん安倍内閣には頑張ってほしいと思いますが、客観的に見ると、残念ながら内閣支持率はかなり下がり、今後もさまざまな形で、献金疑惑等続きそうな気配が濃厚であるということです。民主党もそんなに強くありませんので、参議院選挙で与党が敗北して政治が混乱するところまでと考えておりませんが、小泉政権のような浮揚感

が再び出てくると感じる、残念ながらしない。これが一つ目であります。

(2) 原油価格

二つ目は、原油ですね。これは大きく下がっても、大きく上がっても問題です。今のところ言う、むしろこれ以上原油価格が下がると、問題が発生しかねないということです。それはどういうことかというと、瞬間五〇ドルを割るということは、もうここまで来ると十分あり得る感じがいたしますが、五〇ドルを割って四〇ドル台が定着するかという、それもなさそうに思いますが、産油国は五〇ドル原油を前提にいろんなことを考えていますので、オイルマネーが枯渇してくるということが問題になってきます。

オイルマネーは、ロンドンを通じて世界中に流動性を供給しておりますので、これが一気にしば

んでくると、世界の株式市場にも予想外の悪い影響を与えるということですね。ですから、原油安は、もちろんインフレ懸念の沈静とか、また、実質減税効果で消費需要を持ち上げるとか、そういうプラスの側面もありますが、マネー的に言う、余り下がると、これも問題ということでございます。

私の原油価格の判断は、原油の専門家ではありませんので聞き流していただいているのですが、どうも過去七三年以降のオイル価格を見ると、一三年の周期で動いているような気がします。一九七三年から八六年がワンサイクルですね。それから、一九八六年から九九年の一三年がまたワンサイクルです。その説に従うと、一九九九年に一三足していただくと、二〇一二年に原油価格は三〇ドルぐらいまで下がる。一〇ドルから始まって、七八ドルまで行って、三〇ドルに下が

る。こういうサイクルではないかな。これは余りきちつとした検証はしておりませんので、あくまで聞き流していただきたいのですが、そんな感じがしています。

過去二回の一三年の周期のちょうど中盤にピークがあるんですね。ですから、今回も二〇〇六年の七八ドルというのは、私はピークだったのではないかなど。まだ二、三年たたないとわかりませんが、そんな気がします。恐らくあの段階で、イスラエル・ヒズボラ紛争の中で、さすがにイランのホルムズ海峡の封鎖まで織り込んだかどうかかわかりませんが、イラン危機の一部も多分織り込んで形成した。ですから、私は、九〇ドル、一〇〇ドル原油が実現するというオイルエコノミストの見方は、昨年も全く採用しませんでしたし、今もそう思っておりません。恐らく七八ドルぐらいでピークをつけて、ただし、世界景気が拡大を続け

ると思いますので、大きく下がることもない。

さすがに暖冬が今のオイル価格に影響を与えていると思います。ワシントンでこの時期に桜が咲くとか、スイスの山に、スキー場にも雪がないとかというのは異常な事態でございまして、これがかなり影響を与えているということだと思いますが、平均価格で言えば、恐らく昨年よりは今年の方が安くなる。こういうことだと思えますが、余りに下がり過ぎると、これも問題だということでもあります。

(3) 朝鮮半島の問題

三つ目の留意点は、朝鮮半島の問題かと思っています。アメリカ発というよりは中国発だと思っています。一〇月の中国の共産党大会の後に、ひょっとすると胡錦濤政権が北朝鮮の政治体制の変革に乗り出す可能性があるかと観測をさ

れておりまして、ここを少し注意深く見ておきたいなと思っています。

もちろんうまくいけば、そして、次に構想される政治体制いかんによっては、東アジアにも冷戦構造が後退する、ないしはなくなるという喜ばしい事態になる可能性もあるわけですが、その一方で、短期的な朝鮮有事ということも起きないとも限らないということで、少し注意を要するというのが三つ目であります。

(4) 鳥インフルエンザ

それから、四つ目は、これは今年起きると思っておりますが、宮崎県で鳥インフルエンザが出ておりますので、ごく簡単に触れておきたいと思うのですが、ウイルスの専門家によると、今の鳥インフルエンザが、そのまま人から人にうつるようになることはないと言われております。ただ、

突然変異を起こして、人から人に蔓延する可能性は少なくとも言われております。

今の鳥インフルエンザは強毒性というもので、大体二月、三月にインフルエンザがはやって、一週間ぐらい静養せざるを得ないというのは普通のインフルエンザの話です。これは肺と消化器を傷つけるんですね。ただ、これはタミフルを服用すれば一週間で治る。今の鳥インフルエンザは、多臓器の不全を起こすという意味で、極めて強毒なんです。ニワトリだと二四時間で死に至る。こういう非常に強い毒性を持ったインフルエンザです。

今のところ、鳥の体温が四一度で、人間の体温が三六度という、この五度の差が大変大きなバリアになっていて、基本的には人から人にうつることはないと言われておりますが、突然変異を起こしてそうならないとも言われております。

て、ただ、半年先に起きるのか、五年たっても起きないのかは、ウィルスの専門家でもわからない。したがって、リスクの計測というか、数量化は不可能だと思うのですが、そういうものもないこともないということであります。

九、主要産業の業績展望と投資視点

(1) 業種全体の動向

四つぐらいの留意点を挙げた上で、最後のテーマとして、一〇ページ目以降で少しミクロのお話を申し上げたいと思います。

具体的には一一ページ以降でございますが、昨年の株式市場の大きな特色は、大型株優位ですね。そして優良株優位、こういうことでございました。また、配当利回りの高さが相当にファクターとして効いた年であった。大型株、優良株、

高配当株ですね、この三つが大変良好なパフォーマンスを残した。こういうことだったわけです。

じゃ、この傾向が今年も続くのかどうかということでございますが、いろいろな考え方がありまされども、大型株の昨年ほどの優位は続かないかもしれません。中小型も、昨年大幅な調整をいたしましたので、去年のような大型と中小型の格差は出ないと思いますが、この業種別の収益予想を見ていただいてわかりますように、例えば自動車株、大型株の代表でありますが、二〇〇七年度も、我々の予想ですと一一・七％増益ということ、二けたの増益が見込まれております。トヨタ自動車も二兆円を超える経常利益を上げながら、二けたで成長する。こういうとんでもない高成長を続けているということです。

それから、機械産業なんかも、今年度二三％増益を達成した後、さらに来年度も一七％伸びると

いうことであります。電機・精密セクターは、自動車ほど収益水準は高くありませんが、それでも今年度一六%、来年度二七%ほど伸びる。こういうことでありまして、大型優良株のファンダメンタルズというのはかなりしつかりしているということですね。

中小型株がそれらを上回って魅力的なものになる成長を見せないと、多くの投資家が大型株を売ってまで中小型株に行くのかというと、簡単でもないなという感じがするということでもあります。昨年ほどの大型優位、小型不利という状況ではないと思いますが、大型優良株の収益の増加テンポは結構大きいですよ、これがまず一つ申し上げたい点であります。

二つ目に、じゃ、セクターとして広がりが出てくるかどうかということありますが、去年よりは少し広がりが出てくるかなと思います。二〇〇

六年度は、業種別に見ていただいて、まとまった単位で二けたの増益というのは、実は製造業の加工型のところだけなんです。

二〇〇七年度は、加工産業が一八・二%伸びるのに加えて、非製造業も一三・三%増益ということとでございまして、二けた増益業種が加工だけにどまらないうことでありまして、少しは業種の散らばりが出てくるかなという感じがします。例えば、ソフトウェアとか通信とか運輸とか金融とか、少し二けた業種が、ないしはそれに近い業種が出てくるということですから、非製造業の中でも買われる業種が少し出てくるかなという感じはしますということです。

ですから、優良株や大型優良株から、がらっと大きく内需株にシフトするとか小型株にシフトするとかというファンダメンタルズではないと思いますが、去年ほど極端ではないかなというのが業

種のイメージであります。

(2) グローバルに成長する自動車、資本財産業

時間も限られておりますので、一二ページ目以降で、主な産業の動向についてお話を申し上げます。と思います。まず一二ページの左に自動車がございます。

昨年の暮れにトヨタの方と話をしましたが、非常によく考えられて経営をしまして、余り死角らしいものが見当たらないですね。例えば、民主党の議会が登場してどうですかと言っても、御案内のとおりフォードと提携も模索するような形で、GMとも手を結んでいますし、フォードにも手を差し伸べてということで、ビッグ3が政治問題化することをみずから防ぎに行っているということがございますね。

じゃ、CO₂問題が盛んになってきてどうです

かという、ハイブリッドは自社の技術で全面的に展開している。しかし、ディーゼルにやや弱みがある。これをいすゞ自動車と提携するような形で、ディーゼル技術についても既に手を打って補完した。こういうことで、なかなか弱みを見出すのが難しいなというのが正直なところであります。トヨタ株も相当程度高くなってきているなと思う反面で、まだもう少し上昇するのかなと、こんな感じを持っております。

加えて天然ゴムとか銅の市況とか下がってきておりますので、タイヤとか自動車部品とか、こういうところも、二〇〇七年度は収益が出やすくなってくるということも申し上げておいていいと思います。

右側が機械でございますが、昨年、機械株は実は期待したほどパフォーマンスが上がらなかったわけですね。今年はリバイバルしてくるんじゃない

いかなという感じがします。というのは、世界景気、特に製造業景気がどこかで底を打つてくると、景気敏感の塊ですので、買われやすくなってくるといことですね。特にISMの製造業指数などが底を打ち、回復をしてくると、機械株は買われやすくなってくるということがあります。

ここに出ております絵は、売上高の営業利益率でございますが、FA・ロボットとか建設機械とか、この辺は一九九〇年前後のピークの利益率をはるかに凌駕しているというところで、一段と収益力が高まってきているということがあります。

私もかつて機械のアナリストを随分長くやっておりまして、コマツなんかも一〇年ぐらいにわたって観察しておりましたが、キャタピラの営業利益率をコマツが抜いてくるとは、当時思っておりませんでしたけれども、今の経営陣のもとでそれが実現してきているということで、大変サプラ

イズであります。圧倒的に収益率を高めて成長している。こんな格好になっております。

(3) 回復に転じるハイテク産業

それから、一三ページでありますけど、ハイテクのところではありますが、最初に少し悪い話でもないんですけれども、去年のクリスマス商戦に行って、見てきてびっくりしたのは、薄型テレビのアメリカにおける値段の下がり方の大きいことです。これが実は、アメリカの一〇―一二月の個人消費を実質ベースで押し上げた理由の一つなんですけど、四二インチのプラズマテレビが、数量限定とはいっても九九九ドルで家電量販で売られておりまして、一二〇円として一二万円です。四二インチのプラズマテレビを二〇万円台でお買いになった方がこの中におられると、実にやり切れないなという感じがするかもしれません。

が、何と一〇〇〇ドル割れで売られていたということですね。それぐらい価格の低下が大きいんですね。液晶テレビは、四六インチぐらいで二六〇〇ドルですから、三〇万ぐらいで、プラズマに比べればはるかに値持ちがいいですが、相当な価格下落、それが逆に言うと数量の急増を演出しているということですね。

二〇〇八年にかけて薄型テレビの世界市場は、そこにありますように急成長を遂げていって、液晶テレビは、二〇〇八年で世界出荷八〇〇〇万台ぐらい。それから、プラズマも二〇〇〇万台弱というようなことが繰り広げられるかな。したがって、相当な設備投資が行われるということだと思っています。ですから、少なくとも設備投資を含めて、かなりマクロ景気にも貢献が大きいなと思う一方で、相当コストを下げないと利益が維持できないという感じがしております。

半導体はどうかということです、きのうインテルの決算が出てきて、相当に悪いということで改めて失望されているようですが、我々からすると当然だと思っています。半導体は地殻変動を起こしていて、インテルが得意としているマイクロプロセッサ、ここではMPUと書いてございますが、これは成熟してきている。インテルといえども、もう成熟企業だ。逆に、日系メーカーが強かったメモリーが力強く復活してきている。それぐらい半導体の地図は大きく変わってきている。こういうふうに考えておりますので、インテルの業績不振は当然。AMDの製品開発の先行を許して、能力がついてきて、インテルの独占的な価格支配力が崩壊した。結果、普通の会社になるというだけです。そういう面では、インテル神話もうほとんどなくなったと考えていただいていると思います。

一方で、このところ非常に力強く復活を遂げつつあるのが日本のメモリーメーカーでございまして、東芝のNANDフラッシュとかエルピーダメモリのDRAMとか、かなり良好な状況になっています。

ここにある絵は、MPUとフラッシュメモリーの需要予測とその比較感でございますが、NANDフラッシュもかなり値段が下がっていますので、二〇〇八年で三〇〇億ドルまではいかないと思いますが、恐らく二〇〇九年には三〇〇億ドルを超えて、マイクロプロセッサの世界出荷金額にかなり近づく。こういう展開を予想しております。

NANDフラッシュというのは、皆さんも携帯電話とかデジカメとかいろんなところで使われていると思いますが、電源を切っても記憶が消えないという非常にいい特性がありまして、どんどん

と使われるようになっていきますね。あと一年ぐらいすると、カムコーダのメモリーとしてNANDフラッシュが使われるようになると思いますし、あと二年たつと、ノートPCのハードディスクはかなりの程度NANDフラッシュで置きかえられてくると思います。

ちょっと専門的になると思いますけれども、コンデンサのキャパシタというんですが、この積層化技術を東芝はかなり身につけていまして、三〇ナノぐらいの微細加工技術はほぼロードマップに入ってますから、三二ギガバイトのフラッシュも、あと二年もすれば相当安い値段で出てくる。したがって、ハードディスクを相当程度置きかえていく。こういうことになっていくと思います。

半導体の革新は、ナノテク時代を迎えて一段と進歩していて、製品開発の展開力で言うと、サムソンよりもむしろ速いぐらいのテンポで新製品を

出しているということですね。ですから、サムソンも、液晶はシャープと競合する。NANDフラッシュは東芝と競合する。DRAMはエルピーダと競合する。携帯電話はノキアやモトローラと競争するというところで、いろんなところで何正面作戦を強いられるということになっていますので、もう一時ほどの強さではなくなっていると思います。

ハイテク産業の怖いところは、インテルの独壇場も崩れてきていますし、三星電子の圧倒的な強さも、実は少し陰りが見えてきているというのが私の見立てであります。それぐらい激しい競争世界だということですね。

(3) 堅調な運輸、情報サービス産業

最後、一四ページに参りまして終わりたいと思いますが、ここでは内需から二つ産業を選んでご

ざいます。

一つは運輸でございますが、原油価格や燃料費が安くなってきていて、海運もそうですし、それから航空貨物なんかいいと思いますし、運輸業も見直されてくる可能性があるかなと。それから、情報サービスも、金融機関の情報化投資、それから、金融商品取引法の施行に伴う内部統制の強化と情報化投資のさらなる上昇ということで、業界環境はかなりよくなってきている。二〇〇八年度にかけて利益率がかなり向上して、収益が伸びるなどという感じになってきております。

私がもといた野村総研も忙しいようです。システム部門は本当に能力不足で、どうやってその需要に対応しているのか、それぐらいの情勢になっているように聞いております。ですから、非製造業サービスも、徐々に明るい分野が始まってきている。恐らく二〇〇八年ぐらいになると、もう少

し広がりが出てくるという感じではないかなと思っています。

あとテーマ的に言うと、当然ながらM&A、それから、グローバル化とか高配当とか、こういうものは引き続き今年も続いていくのではないかと、こんなふうなことも考えております。

大体予定の時間でございますので、以上でお話を終わりにさせていただきます。

どうもありがとうございます。(拍手)

高橋理事長 マクロから産業別に至るまで、大変丁寧な見通しをお示しいただきまして、大変ありがとうございます。また、留意点についても的確にお示しいただいて、大変参考になるかと思えます。

若干お時間をいただいていますので、何か御質問ありの方、御発言いただきたいと思います。

何か御発言、御質問等ございませんでしょうか。

それでは、私から一点だけですけれども、経済財政諮問会議で、金融資本市場のあり方を見直すということが議論されておりますし、自民党でも、金融庁あるいは証券業協会でも、そういうことを検討していこうという大きな取り組みが見られるようでございますけれども、そんなようなことを踏まえまして、政府に対する注文というんですか、課題ということについて、何か御意見があればお聞かせください。

海津 実は、参考1の一五ページの右下に、「アジア各国の金融関連税制比較」というのを載せていただいております。もう既に証券税制問題は決着したわけですし、まあいいかなと思います。が、私も昨年の一二月に金融担当大臣にお会いさせていただく機会がございました。そこでお話

ししたことは、証券税制の軽減税率というのは維持すべきですと。維持すべきかどうか、むしろ恒久化してもいいのではないのでしょうか。

それは、安倍政権の成長戦略との兼ね合いで言うと、法人税を減税しながら、証券を増税するというのはおかしいですね。これは当然一つあります。

二つ目に、財務省批判をここでもあれなんです、どうも日本がアジアの中で生きているというのを忘れているんじゃないかということですね。そう簡単には取ってかわられると思いませんけれども、シンガポールにしても、韓国にしても、中国にしても、東アジアの金融センターとして、それなりの役割を果たしたい、うまくいけば東京に取ってかわりたいというぐらいの野心を持っているわけで、そういう面では、アジアの金融関連税制がどうなっているのかということも十

分視野に入れて議論した方がいいんじゃないですか。

実際に、ここにありますように、香港は、利子も配当もキャピタルゲインも全部非課税ですね。それから、シンガポールは、利子が一五%ですが、配当とキャピタルゲインは非課税です。韓国も、利子、配当一五%ですが、キャピタルゲインは、大株主じゃなければ非課税という金融関連税制を持っているわけですね。

ですから、欧米との比較の中で考えるとこういうことではなくて、アジアの金融関連税制も視野に入れて考えるべきかなと思っていまして、その点については金融庁は大分問題意識をお持ちで、東アジアの金融センターとして、東京をどうやって発展させていったらいいのかということについて、さまざまに検討をしてまいりたい、こういうお話をされておりました、この間シティに行かれ

たときも、東京の金融特区構想なども御披露されたようで、それが報じられた、こんなことではないかと思います。

二一世紀の産業構造は、物づくりに強い国家として、R & D型の製造業を発展させるというのは当然のことではありますが、同時に金融・サービスを発展させていくというのも大きな国策だろうと思いますので、大いに振興策その他について議論がなされていくべきではないか、こんなふうにしておりまして、私どもでもできることがあれば協力させていただきたいとも思っております。

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した。ほかに何か御質問等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、この辺で終了したいと思います。

海津所長には、大変広範囲な観点からの確な見

通しを示していただきまして、ありがとうございます。
ました。厚く御礼申し上げます。(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、平成一九年一月一七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

81年	「厳しさ増す住宅不況の行方」	(エコノミスト)
89年	「日本企業の多国籍化」	(財界観測)
91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

2000.4～2002.10	日経ビジネス	景気読み筋
2000.1～	日経CNBC	マーケット分析
2000.2～	テレビ朝日	サンデープロジェクト
2003.9～	日経ネット	マーケットディベート

以下の当日配布資料は、講演者の海津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。

2007年1月17日

新年の経済展望と株式市場

野村證券株式会社

経営役 金融経済研究所長

海津 政信

2007年1月17日

内外経済見通しと株式市場

- 増勢を取り戻す世界経済
- 米国経済は軟着陸、07年後半から再拡大へ
- 長期金利の安定が住宅価格を下支え
- 緩やかな回復を続ける日本経済
- 日本経済の新しい成長システム
- 拡大基調を見込む企業収益と株価
- 日米金利差がバブルをサポート
- 安倍政権の特徴とその評価

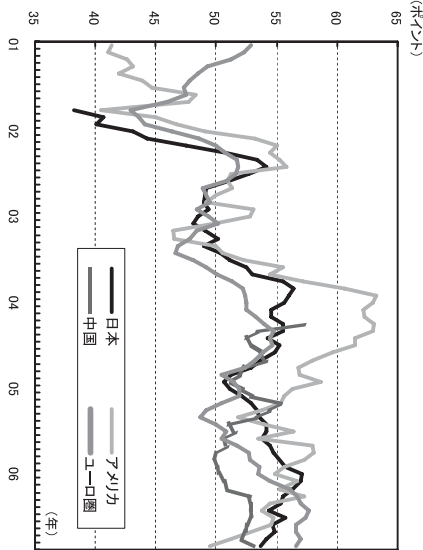
増勢を取り戻す世界経済

世界経済見通し

	2005年 (実績)	2006年 (推)	2007年 (予)	
			上期	下期
米国	3.2	3.3	2.6	2.3
ユーロ圏	1.4	2.2	1.4	1.2
ドイツ	0.9	1.8	1.3	1.1
日本 (年度)	2.4	1.8	2.2	2.0
アジア	7.3	7.6	6.6	-
中国	10.2	10.4	8.9	9.3
エマーゼンツ諸国	6.1	6.0	5.6	-

(注) 1. 日本は年度値、日本以外は暦年値の実質GDP成長率。2007年の上期、下期は前年同期比
2. アジア：韓国、中国、香港、台湾、シンガポール、マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピン
3. エマーゼンツ諸国：インド、トルコ、ブラジル、アルゼンチン、ロシア
4. エマーゼンツ諸国の成長率は、2005年の米ドル換算の名目GDP比を用いた。各国
5. 実質GDP成長率の加重平均値
6. ただしインドの実質GDP成長率は年度ベース(4月～3月)を用いた
(出所) 野村證券金融経済研究所

製造業景況感(PMI)の国際比較



(注) PMI(Purchasing Managers Index: 購買担当者指数)とは、新規受注、生産高、雇用、サプライヤー納期、購買在庫について、毎月月中旬時点それぞれ前月と比べた状況を三者択一(改善/増加、中立/変化なし、悪化/減少)で回答してもらい、新規受注(0.3)、生産高(0.25)、雇用(0.2)、サプライヤー納期(0.15)、購買品在庫(0.1)の5項目を括弧内のウェイトで加重平均したものである
(出所) NTCJ(サーサ社は、ISM(全米供給管理協会)資料より野村證券金融経済研究所作成

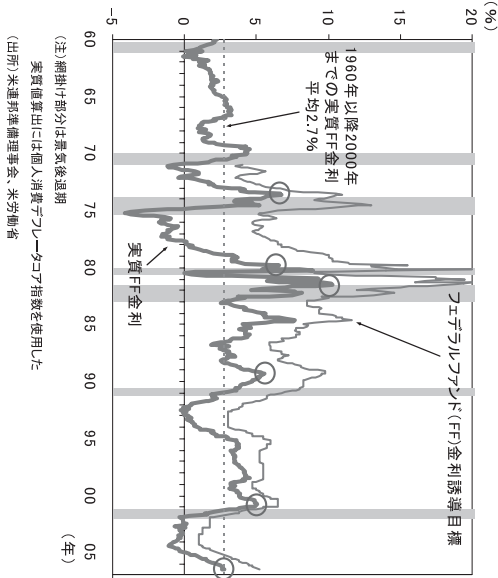
米国経済は軟着陸、07年後半から再拡大へ

米国経済見通し

FF金利と景気後退

2007年1月5日	2004年	2005年	2006年 (推)	2007年 (予)
実質GDP				
個人消費	3.9	3.2	3.3	2.6
住宅投資	3.9	3.5	3.1	2.7
設備投資	9.9	8.6	-3.5	-5.8
在庫投資	5.9	6.8	7.8	6.0
純輸出	0.4	-0.3	0.3	-0.1
輸出	-0.7	-0.3	-0.1	0.2
輸入	9.2	6.8	8.7	7.1
政府支出	10.8	6.1	6.1	3.6
名目GDP	1.9	0.9	2.0	1.2
	6.9	6.3	6.4	4.9
個人消費デフレーター	2.0	2.1	2.2	2.2
失業率	5.5	5.1	4.7	4.7
経常収支	-665.3	-791.5	-877.2	-865.9
(名目GDP比、%)	-5.7	-6.4	-6.6	-6.2

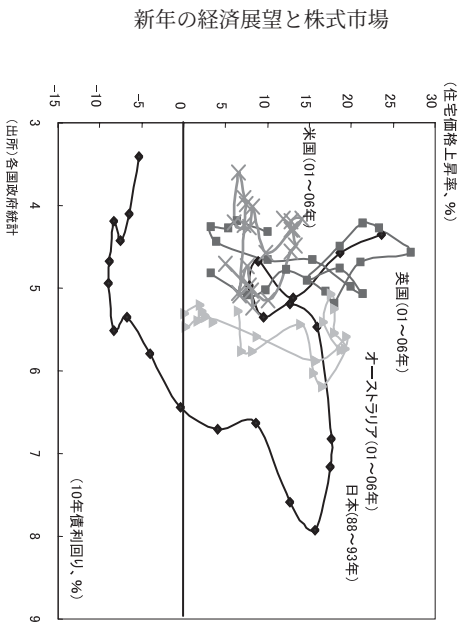
(注)前年比(%)、在庫投資と純輸出は成長率と度、経常収支は10億ドル単位。
(出所)米国際野村證券(NSI)



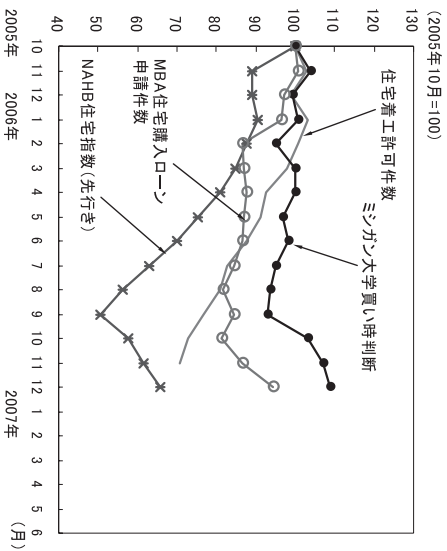
(注)網掛け部分は景気後退期
実質値算出には個人消費デフレーター指数を使用した
(出所)米連邦準備理事会、米労働省

長期金利の安定が住宅価格を下支え

長期金利と住宅価格上昇率



住宅関連先行指標の動き



(注) 今回の住宅調整局面の12月のMBAローン申請件数は、12月第1週～第3週の平均。
(出所) 商務省、ミシガン大学、全米抵当銀行協会(MBA)、
全米住宅建築業者協会(NAHB)資料より
野村證券金融市場情報管理部調査課作成

緩やかな回復を続ける日本経済

日本経済の予測要約表

	2005年度	2006年度 (予)	2007年度 (予)
実質国内総支出	+2.4	+1.8	+2.2
民間最終消費支出	+1.9	+0.8	+2.0
民間住宅投資	-1.0	-0.3	+5.5
民間企業設備投資	+5.8	+7.8	+5.3
民間在庫品増減(需与度)	<-0.1>	<-0.0>	<-0.1>
財貨・サービス輸出	+9.0	+7.9	+6.1
財貨・サービス輸入	+6.0	+4.0	+5.0
名目総輸出(対名目GDP比、%)	<+1.3>	<+1.5>	<+2.1>
名目国内総支出	+1.0	+1.4	+2.5

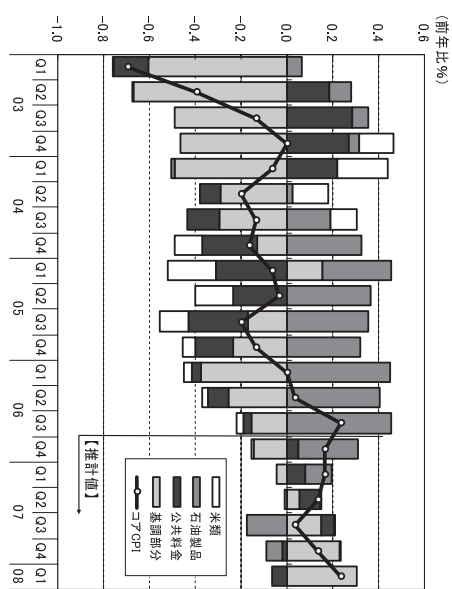
(出所) 野村證券金融経済研究所

展望レポートの「政策委員の大勢見通し」

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(前年度比、%)
2006年度	+2.3~+2.5	+2.9~+3.5	+0.2~+0.3	<+0.3>
	<+2.4>	<+3.0>	+0.4~+0.5	<+0.5>
2007年度	+1.9~+2.4	+1.1~+1.5	+0.2~+0.3	<+0.5>
	<+2.1>	<+1.2>		

(注) <>内は政策委員見通しの中央値
(出所) 日本銀行

消費者物価指数(コア)の見通し



(注) 1)コアCPI:生鮮食品を除く消費者物価指数総合、公共料金は移動電話通信料を含む。
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)2006年7-9月期までは実績、以降は当社推計値。予測の前提は、原油入替価格が67.8ドル/バレル(WTIは60ドル/バレル)、円ドルレートが117.5円/ドルで先行き一定を仮定。
4)少数点第二位を四捨五入しているため、需与度合計と全体が一致しないことがある。
(出所) 各種統計より野村證券金融経済研究所作成

日本経済の新しい成長システム

新しい成長システム

適温経済

技術革新や規制改革を通じた全要素生産性の向上
労働市場の弾力化と活発化する設備投資
「物言う株主」の登場による企業ガバナンスの変化



過熱感なき経済成長
物価安定
低金利の持続

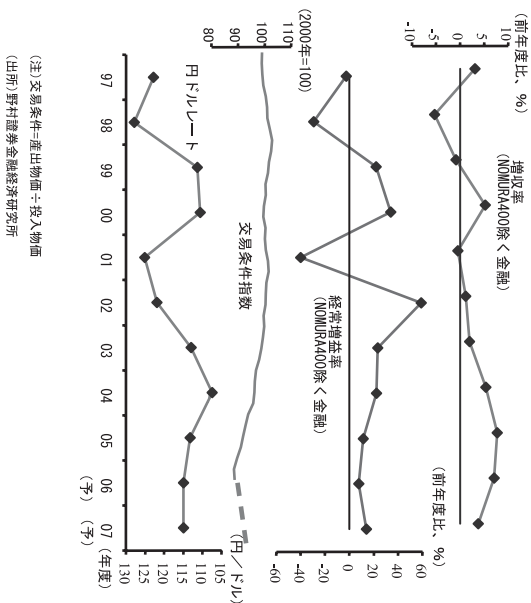
労働生産性成長率の要因分解

(年)	労働生産性成長率(三就業者一人当たり実質GDP成長率)	(単位: 年率%, %ポイント)				
		資本深化効果	労働力移動効果	TFP効果	労働時間効果	その他効果
1960-1964	9.1	4.66	1.68	0.30	-0.92	3.41
1965-1969	8.4	4.42	1.21	0.88	-0.79	2.72
1970-1974	5.2	5.59	1.31	0.63	-1.35	-1.03
1975-1979	3.5	2.24	0.44	-0.20	0.06	0.96
1980-1984	1.6	2.03	0.16	-0.03	0.08	-0.62
1985-1989	3.5	3.01	0.03	0.18	-0.39	0.67
1990-1994	1.1	2.87	0.34	0.13	-1.86	-0.36
1995-1999	0.7	1.51	-0.11	-0.02	-0.71	0.08
2000-2004	1.9	0.96	-0.11	0.47	-0.11	0.72

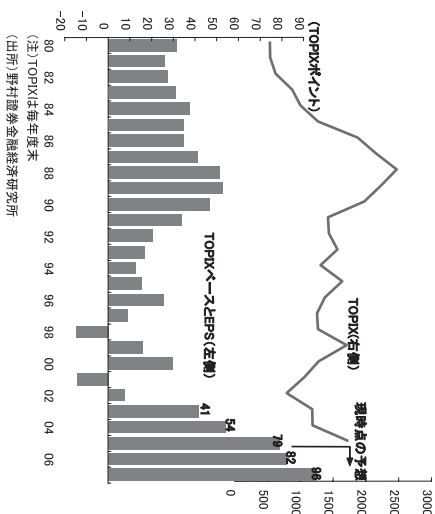
(注) 労働生産性成長率＝実質GDP成長率－就業者数増減率
(出所) 内閣府『国民経済計算年報』、総務省『労働力調査』、厚生労働省『毎月勤労統計』などより
野村證券金融経済研究所作成

拡大基調を見込む企業収益と株価

マクロ指標とNOMURA400業績動向



TOPIXベースEPSとTOPIX



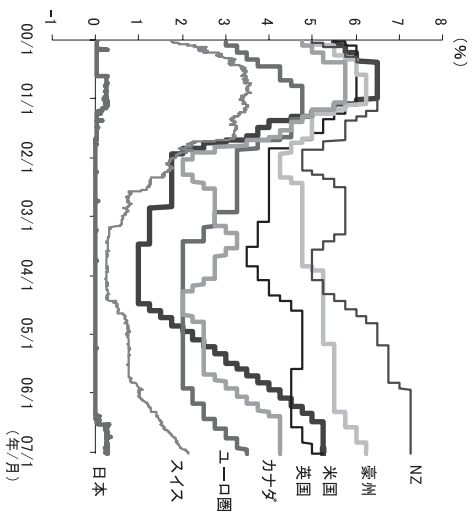
NOMURA400(除く金融)経営増益率(%)

	期初予想	9月予想	12月予想	3月予想	実績
2005年度 (会社)	1.0	1.6	3.2	5.7	11.3
2005年度 (野村)	3.8	5.4	6.3	7.1	-
2006年度 (会社)	1.7	2.0	5.7	-	-
2006年度 (野村)	6.6	7.4	7.5	-	-

(出所) 野村證券金融経済研究所

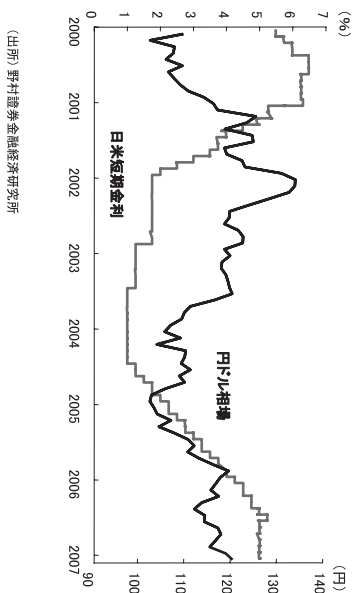
日米金利差がドルをサポート

主要国(地域)政策金利の推移



(注) 各国政策金利は以下の上おり。
 ニュージーランド(NZ): オーストラリア・ニュージーランド
 豪州: オーストラリア・ニュージーランド
 米国: 連日物銀行間金利
 ユーロ圏: 短期オランダ中央銀行金利
 カナダ: 連日物銀行間金利
 スイス: 3ヶ月LIBOR
 日本: 無担保コール翌日物レート
 (出所) テータストーム資料より野村證券金融経済研究所作成

日米短期金利差と円ドル相場



(出所) 野村證券金融経済研究所

安倍政権の特徴とその評価

安倍首相の政策

基本は小泉構造改革路線の継承

「骨太の方針2006」を継承・実現

成長重視。市場重視。格差が固定しない社会。

2011年度のプライマリーバランス黒字化を目指す

『美しい国へ』の内容

はじめに-「闘う政治家」「闘わない政治家」

第一章

わたしの原点

第二章

自立する国家

第三章

ナショナリズムとはなにか

第四章

日米同盟の構図

第五章

日本とアジアそして中国

第六章

少子国家の未来

第七章

教育の再生

おわりに

安倍政権の特徴

① 官邸主導強化の布陣

② 成長重視の布陣

③ 消費税増税先送りの布陣

④ 日銀包囲網の布陣

主要産業の業績展望と投資視点

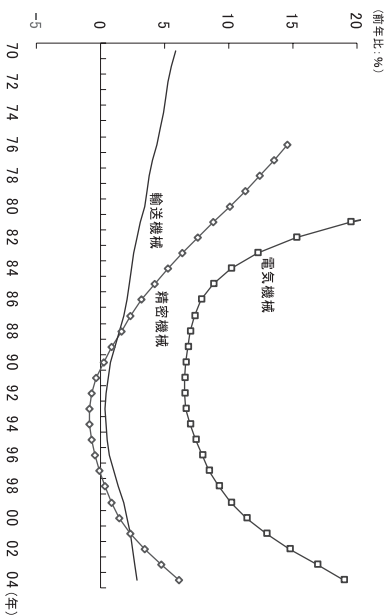
- NOMURA400収益動向にみる好調・堅調業種
- グローバルに成長する自動車、資本財産業
- 回復に転じるハイテク産業
- 堅調な運輸、情報サービス産業
- ＜参考1＞ 21世紀型産業構造への視点
- ＜参考2＞ 業種別株価指標

NOMURA 400収益動向にみる好調・堅調業種

業種別経常利益見通し(連結ベース)

	05年度 伸び率	06年度(予) 伸び率 (前回)	07年度(予) 伸び率 (前回)
NOMURA 400	20.5	6.5 (7.3)	13.6 (11.8)
NOMURA 400(除く金融)	11.3	7.5 (7.4)	13.9 (11.6)
製造業	14.5	8.9 (9.3)	13.7 (11.6)
素材	21.6	6.1 (4.4)	5.1 (5.5)
加工	14.1	11.5 (13.3)	18.2 (14.6)
非製造業	28.3	3.8 (5.0)	13.3 (12.1)
非製造業(除く金融)	5.7	4.8 (3.7)	14.1 (11.7)
化学	17.1	7.0 (4.6)	7.0 (7.2)
鉄鋼・非鉄	30.4	4.4 (4.2)	1.6 (2.5)
機械	25.4	23.2 (19.6)	17.1 (17.2)
自動車	14.8	5.0 (5.2)	11.7 (9.0)
電機・精密	9.4	16.4 (22.6)	27.0 (20.4)
医薬・ヘルスケア	11.2	3.6 (1.7)	15.5 (10.7)
家庭用品	-1.5	5.5 (4.4)	5.5 (8.8)
小売り	0.4	3.2 (5.8)	10.0 (10.5)
会社	82.1	24.7 (19.4)	6.3 (5.6)
サービス	13.3	12.3 (14.0)	10.9 (11.2)
ソフトウェア	5.9	-0.5 (3.5)	12.9 (14.2)
メディア	-0.7	10.4 (0.4)	17.5 (22.0)
通信	-2.1	3.2 (6.8)	5.3 (4.0)
建設	-17.8	-4.3 (-2.9)	9.8 (9.7)
住宅	11.9	-4.3 (-0.5)	3.9 (5.2)
金融	20.7	14.4 (10.5)	5.0 (4.7)
不動産	2.2	0.4 (-2.8)	7.6 (6.4)
運輸	-7.2	-9.2 (-8.6)	58.2 (36.1)
公益	83.5	2.3 (6.9)	12.2 (12.7)

(単位：%)



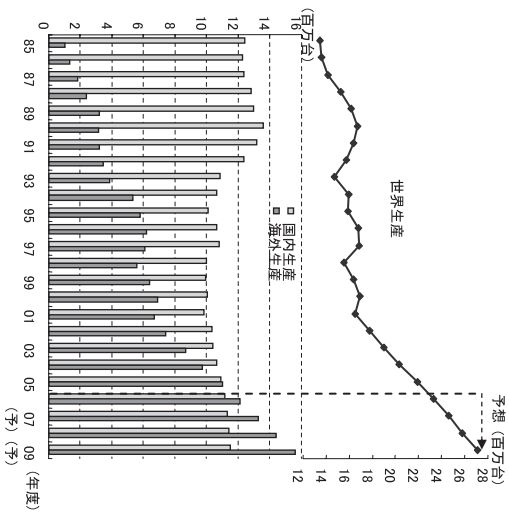
(注) 全要素生産性とは、労働、資本の投入以外の主に技術革新や組織効率の向上による成長を表す概念で、経済成長を測る一手法となっている。

(出所) 野村證券金融経済研究所

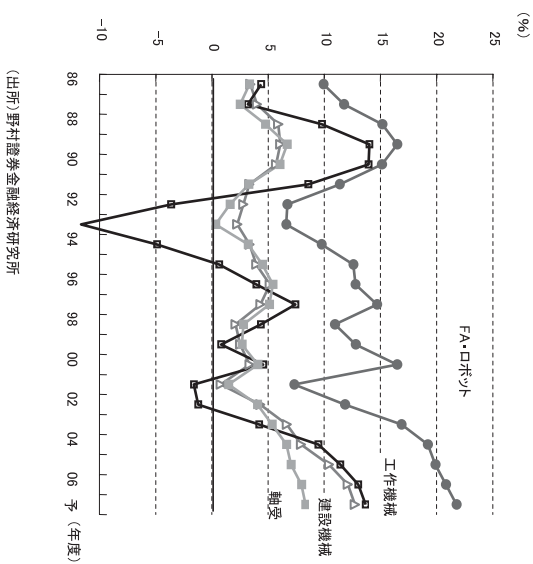
(注) 連結子会社は控除して集計している。2006年12月8日時点。
前回は06年9月11日時点。為替レートの前回はドル=115円
(出所) 野村證券金融経済研究所

グローバルに成長する自動車、資本財産業

日系自動車メーカーの生産台数

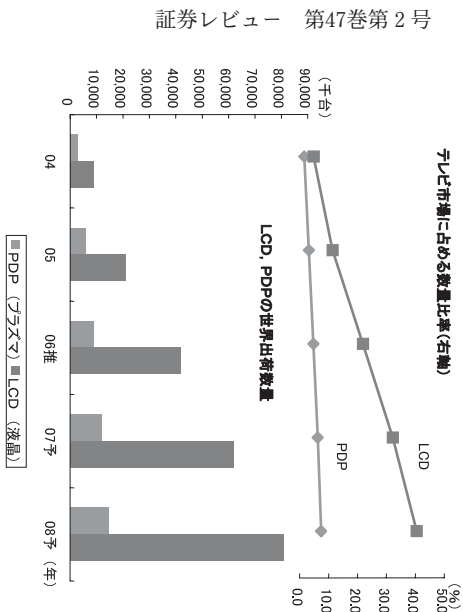


売上高営業利益率：機械のサブセクター



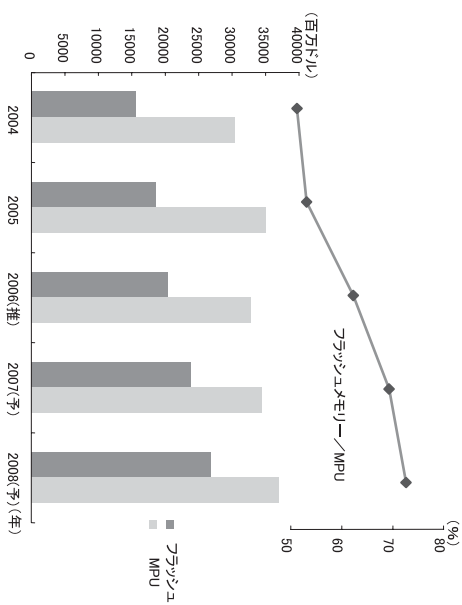
回復に転じるハイテク産業

薄型テレビ市場の中期展望



(出所) 野村證券金融経済研究所

MPUとフラッシュメモリーの世界出荷金額

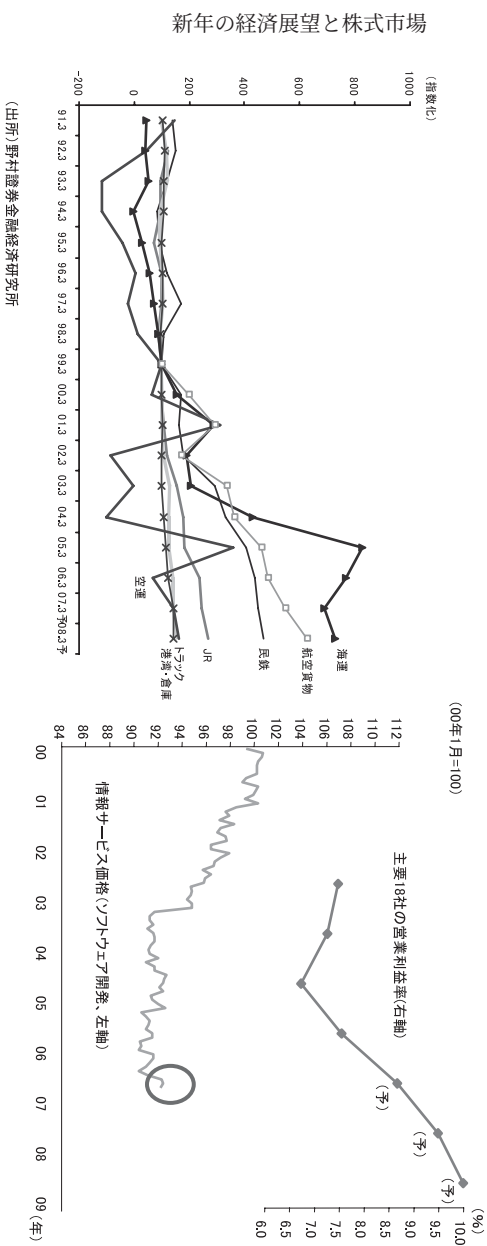


(出所) 野村證券金融経済研究所

堅調な運輸、情報サービス産業

運輸セクター：サブセクター別の経常利益の推移

情報サービス価格と主要18社の営業利益率の推移



(出所) 野村證券金融経済研究所

(出所) 日本銀行「企業向けサービス価格」より野村證券金融経済研究所作成

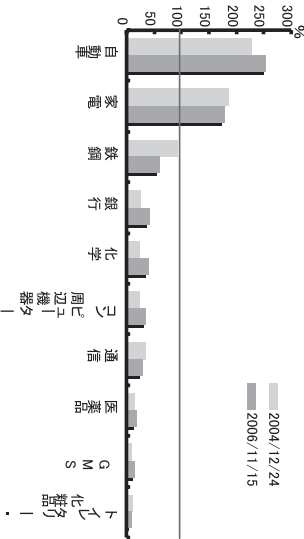
(参考1)

21世紀型産業構造への視点

21世紀型産業構造への視点

	視点	コンテツツ
I	R&D型製造業と高度サービス業の組み合わせ	日本： R&D型製造業 韓国・台湾： 量産型製造業 中国： ローコスト製造業
II	経済産業省「新産業創造戦略」(2004.5)	先端的新産業群： 燃料電池、情報家電、ロボット、コンピュータ ニース対応新産業群： 健康・福祉・機器・サービス・環境・エネルギー・機器・サービス、ビジネス支援サービス
III	技術革新からみた新産業展開(2003.5)	マルチメディア・ナノ触媒、超電導 ゲルム工学、再生工学 精密重合、酵素重合 分子素子・量子コンピュータ

(出所)「技術革新と経済発展」(弘田正明著)、経済産業省「新産業創造戦略」などから
野村證券金融経済研究所



(注) 日本、海外の時価総額上位3社について、海外3社の時価総額合計を100として日本3社の時価総額合計を指数化。

(出所) Bloombergより野村證券金融経済研究所作成

アジア各国の金融関連課税制比較

	日本	香港	韓国	シンガポール
利子	20%	非課税	15% (ただし居住者)	15%
配当	10% (〜2009/3)	非課税	15% (ただし居住者)	非課税
キャピタルゲイン	10% (〜2008/12)	非課税	居住者は3%未満 の保有であれば非課税	非課税

(出所) 野村資本市場研究所

(参考2)

業種別株価指標

2007年1月17日

	2006年度			2005年度			2004年度			2003年度			2002年度			2001年度			2000年度			1999年度		
	実績	予想	変動率	実績	予想	変動率	実績	予想	変動率	実績	予想	変動率	実績	予想	変動率	実績	予想	変動率	実績	予想	変動率	実績	予想	変動率
全株	501.1	553.1	81.5	66.5	101.8	110.5	115.9	522.8	22.0	20.5	17.7	16.3	-	-	-	2.04	0.97	1.13	1.24	1.33	10.1	9.6	10.3	10.2
金融	475.3	481.7	65.2	59.3	113.4	125.6	115.9	512.3	22.6	20.8	17.8	16.6	9.6	8.9	8.5	2.18	1.05	1.16	1.22	1.42	9.6	10.0	10.5	10.5
製造業	451.5	457.7	65.0	55.1	104.6	109.6	112.2	470.4	22.7	20.9	17.9	16.7	10.3	9.7	9.3	2.13	1.03	1.14	1.20	1.42	9.6	10.0	10.5	10.5
卸売・小売	51.5	53.6	55.5	55.1	104.6	109.6	112.2	470.4	22.7	20.9	17.9	16.7	10.3	9.7	9.3	2.13	1.03	1.14	1.20	1.42	9.6	10.0	10.5	10.5
サービス	51.2	51.0	73.0	81.3	124.3	139.8	150.9	517.1	23.4	20.5	17.1	15.4	10.0	8.9	8.3	2.16	0.96	1.15	1.24	1.50	9.4	10.1	11.1	11.3
非製造業	51.3	50.7	59.5	64.1	-	-	-	552.2	22.0	20.8	17.7	16.4	-	-	-	1.91	0.91	1.08	1.14	1.22	10.1	8.9	9.6	9.6
非製造業(除金融)	4.8	5.5	6.4	6.7	13.5	14.3	14.6	56.2	23.9	20.8	18.1	17.1	8.5	8.1	7.9	2.05	1.03	1.20	1.29	1.45	9.3	12.4	11.5	10.6
金融	11.1	11.6	11.9	11.9	22.6	23.7	24.3	88.7	17.2	15.7	15.3	15.3	8.1	7.7	7.5	2.05	1.08	1.25	1.30	1.45	13.3	12.4	11.5	10.6
製造業	10.0	10.9	12.3	13.5	12.3	12.7	20.7	82.6	16.6	17.3	15.3	13.9	10.1	9.1	8.4	2.08	1.09	1.31	1.32	1.49	12.9	12.5	12.7	12.7
卸売・小売	3.1	4.5	6.1	6.9	12.3	14.1	15.1	60.7	30.6	22.1	20.2	17.6	10.0	8.7	8.1	2.03	0.80	0.93	1.11	1.26	5.3	7.5	10.1	10.5
サービス	3.7	3.8	4.4	4.6	13.0	13.5	13.9	47.4	24.7	25.4	22.2	20.2	17.5	17.2	17.0	2.24	0.94	1.14	1.34	1.51	8.9	8.4	9.4	9.4
金融	6.0	6.5	7.7	7.9	17.5	18.6	18.7	74.5	23.7	23.1	19.4	18.8	8.5	8.0	8.0	2.00	1.16	1.16	1.17	1.29	8.6	8.4	8.4	8.4
製造業	6.8	5.5	6.6	7.4	-	-	-	66.0	19.9	20.8	17.1	15.5	-	-	-	1.73	0.76	0.89	0.89	0.91	11.2	8.0	9.1	9.3
卸売・小売	9.5	10.2	10.6	11.2	21.4	22.7	23.9	96.5	20.3	17.3	16.6	15.7	8.2	7.8	7.4	2.04	0.98	1.16	1.17	1.19	11.3	11.3	10.7	10.4
サービス	15.2	15.1	15.3	13.8	25.8	26.6	26.5	95.5	12.5	12.1	13.0	14.4	7.7	7.5	7.8	2.09	1.34	1.44	1.53	1.40	17.8	14.9	13.4	11.0
金融	7.1	8.5	9.9	10.8	14.2	15.8	16.9	81.5	27.1	21.3	18.3	16.7	12.8	11.5	10.7	2.23	1.26	1.40	1.45	1.56	14.3	13.4	13.5	13.4
製造業	14.1	11.8	13.3	14.6	20.5	22.7	24.6	83.2	32.3	16.1	14.4	13.6	9.3	8.4	7.8	2.28	1.28	1.40	1.45	1.56	14.3	13.4	13.5	13.4
卸売・小売	13.1	13.3	14.6	14.6	20.5	22.7	24.6	83.2	32.3	16.1	14.4	13.6	9.3	8.4	7.8	2.28	1.28	1.40	1.45	1.56	14.3	13.4	13.5	13.4
サービス	6.0	6.0	7.3	7.6	7.9	9.1	9.7	63.5	22.9	26.0	21.4	19.8	19.7	17.1	16.0	2.45	1.33	1.36	1.45	1.46	10.0	9.1	10.3	10.4
金融	4.7	4.8	5.1	5.4	10.3	10.7	11.1	66.2	25.6	28.1	27.5	26.1	13.6	13.0	12.6	2.11	0.93	0.89	0.91	0.94	7.1	7.1	7.1	7.1
製造業	3.8	4.3	4.6	5.1	8.5	8.9	9.4	51.6	29.3	26.0	24.3	22.0	13.2	12.6	12.0	2.17	1.17	1.32	1.41	1.51	7.6	8.1	8.2	8.6
卸売・小売	21.3	27.2	28.4	28.6	36.4	37.7	38.1	153.2	13.0	9.2	8.8	8.7	6.8	6.6	6.5	1.63	1.30	1.79	1.96	2.02	16.5	16.5	15.1	13.5
サービス	2.6	4.0	4.6	5.1	6.8	7.6	8.3	38.0	44.4	24.2	21.0	19.4	14.1	12.6	11.6	2.52	0.61	1.02	1.14	1.27	8.1	10.0	10.6	10.9
金融	2.9	3.1	3.8	4.3	7.3	8.2	8.6	47.8	31.6	21.1	21.9	19.4	11.4	10.1	9.7	1.74	1.10	1.26	1.32	1.39	6.2	11.0	12.5	12.5
製造業	3.0	2.7	3.3	3.6	6.0	6.8	7.3	43.7	46.0	33.4	27.5	23.9	24.5	21.0	19.0	1.83	1.30	1.46	1.50	1.56	12.5	11.3	12.5	12.5
卸売・小売	4.0	4.1	4.6	5.0	18.1	18.4	18.9	44.7	21.8	21.5	19.3	17.7	4.9	4.8	4.7	2.00	0.74	1.04	1.36	1.48	9.2	8.9	9.2	9.4
サービス	4.9	5.3	5.0	5.0	7.7	7.4	7.4	97.5	26.5	19.4	20.6	20.6	13.3	13.9	13.9	1.05	1.06	1.46	1.43	1.43	5.5	5.3	4.6	4.7
金融	5.0	6.7	7.0	7.3	10.4	10.9	11.3	77.4	37.9	30.0	29.3	26.9	19.0	18.1	17.5	2.55	0.69	0.72	0.74	0.75	6.8	8.2	8.1	8.0
製造業	5.5	6.6	7.1	7.9	11.8	18.6	19.7	58.7	24.2	22.1	18.8	16.9	7.5	7.2	6.8	2.28	1.00	1.04	1.07	1.42	10.1	10.9	10.7	10.8
卸売・小売	7.8	6.5	10.0	9.4	26.1	28.4	27.2	84.3	15.7	22.8	15.0	15.7	5.7	5.2	5.5	1.71	0.96	1.66	1.66	1.66	9.7	7.6	10.0	10.0
サービス	6.8	5.5	6.0	7.5	-	-	-	65.0	19.9	20.8	17.1	15.7	-	-	-	1.73	0.76	0.89	0.89	0.91	11.2	8.0	9.1	9.3

(注) 株価は2001年1月11日終値。