今後の経済展望と株式市場

海津政信

はじめに

海津でございます。どうぞよろしくお願い申し上げます。

大体、年初のこの時期に、皆様にお話をさせていただく機会を高橋理事長につくっていただいておりまして、大変感謝しております。

今年は、殊のほか、大納会に続き、大発会も大変波乱のスタートになっておりまして、昨年ぐらいまでですと、基調的に相場水準をどう見るのかというようなことはございましたが、世界景気が比較的拡張傾向の中で業績とか株価を考える、こういうことでございまして、さほど難しくなかったというとちょっと語弊があろうかと思いますが、今年はいろんな意味で考えるべき要素が多々ございまして、それをどう読み解くのかということで、皆さんも年初来、いろいろお考えになっておられるのではないか、かように思います。今日は、その御参考ということで、私自身はこんなふうに考えていますということを少し御披露させていただいて、御参考になさっていただければと

思っております。

それでは、多少、質問の時間も残してほしいという髙橋さんの御依頼でございますので、早速本論に入らせていただきたいと思います。

まず、一ページ目に、前半でお話ししたいと思っておりますことをざっと載せてございます。米国それから中国、日本の経済、景気の見方について最初に整理をさせていただきます。それを踏まえて、株式市場について私がどう判断をしているのかということをお話しし、そして、為替市場についてどう考えているのかということを次にお話しさせていただきたいと思っております。

後半では、もう少しミクロの話題におりて話を申し上げたいと思っております。その中では、どのセクターがおもしろいという話も多少はさせていただきたいと思いますが、今後の日本の企業経営が考えるべきポイントは何かということについて主にお話を申し上げたい、かように思っております。

もちろん、政治・政策、さまざまな課題についても山積しているかなと思っておりますので、それらも主に前半の中で触れてみたい、かように思っています。

一、サブプライムローン問題と米国経済の行方

(1) サブプライムローン問題の波及経路

それでは、お手元の資料の二ページ目、三ページ目が、サブプライムローンの問題と米国景気のパートでございます。

サブプライムローンの問題が表面化し、そして、それがさまざまに悪影響を及ぼしつつあるということは御存じのとおりでございますので、そ

の辺のことは既に御理解をいただいている、ないしは既にわかっているということで話を進めさせていただきます。

「波及経路」という二ページ目の右側のグラフを見ていただきますと、現在まさに、この黄色いところ、「金融機関の損失とバランスシートの悪化」、ここまで既に現実になっています。これを放置すると、当然のように、キャピタルクランチ、資本不足でバランスシートを圧縮する、貸し渋り、こういうことに発展する。それは当然、景気後退を決定づける、こういうことで赤の領域に踏み込むということであります。これをどうしても避けたいということで、三ページの左にございますような対応策を今まさに講じている、こういうことでございます。

私は、いろんな見方、御意見があると思いますが、住宅のバブルを起こした理由、すなわち過剰流動性、それをもたらしたのは、グリーンスパン議長の余りにも緩和的な金融政策であったと思いますし、また、人民元改革を極めて漸進的な形でしかやっていないことに伴う中国の外貨準備の急増と、米国国債への投入と長期金利の必要以上の低下、これに、最後の段階で、サブプライムローンというやや金融の規律が緩んだような形での貸し出しが影響したと思っております。やり過ぎてバブルを起こして、それが破裂した、こういうことになっていて、米国も久方ぶりにまずいことをしたなと思いますが、その一方で、起きた後の対処の仕方はさすがに米国で、早いなとも思っています。

(2) 米政府、ＦＲＢは利下げ等で米景気維持へ

不良債権処理を経済学でどう解決するかというのは、ほぼ定石がございまして、まず、とにかく

ロスを早く確定する、そして、そのロスを認定し確定したら、足りない資本を早急に資本注入して補う、そして、当然、ビジネスマインドも消費者マインドもそういう局面では下ぶれしやすいですから、金融緩和と減税等を中心とした財政でそれを支える、これが、一九三〇年代の恐慌以来、経済学が学んできた処方せんでございます。まさにその処方せんを駆使して対応している、こういうことだろうと思います。

シティで三兆円以上のロスが出たわけでありますが、二兆数千億、二回にわたって資本増強を行った。メリルリンチもあっと驚くような損失が出たわけでありますが、それはそれなりに資本増強して補っている、こういうことでございます。まさに今回の金融危機の救世主は、ソブリンウェルスファンド、政府系の投資ファンドであろうと思われます。本来であれば、米国政府が国民の税金を使って資本注入すべきところを、外国の政府系のファンドの力をかりてそれを行っているということでございまして、ＳＷＦ、ソブリンウェルスファンドがこういう格好で存在していたがゆえに割合早期に資本注入ができたという意味で、サブプライムローンの対応策の中でのＳＷＦの役割というのは、恐らく後世の記憶に残ることだろうと思います。

これに利下げ政策と減税政策を組み合わせる、こういうことになってきているように思います。ＦＲＢは既に五・二五％から四・二五％まで利下げを行っておりますが、追加的に月末にかけて〇・五％程度下げ、さらに追加の利下げの用意がある、こういうことだろうと思います。そして、米国政府は、一月二八日の一般・予算教書に向けて財政も出動させる、こういうことになってきておりまして、一〇〇〇億ドル規模で減税策をとる

可能性が出てきているということだろうと思います。

米国あたりのいろいろな情報を見ておりますと、日本の国会の貧弱な論戦が嫌になるぐらい、共和、民主、両党とも機敏に動いているような気がします。この際、政治的な論争は避けて、なるべく早く米国民に小切手で減税の恩恵を与えるべしということで、サマーズ元財務長官は、できれば一―三月中にやるべきだ、こういうところまで踏み込んだことをいっております。三月中に小切手を米国民に配るには、二月早々ぐらいには議会を通さないと間に合わないと思いますが、場合によると、委員会の審議はすっ飛ばして本会議で議決して成案を得るというぐらいの話までアメリカの民主党サイドからも出ているということなので、米国のスピードある対応というのはやはり日本が学ぶべきことかなとつくづく思うわけであります。

そういったことで、かなり処方せんに沿ったことをやっておりますので、最近の景気指標は相当に弱いものが多くなってきておりまして、ミニリセッション程度の状況にはなりつつあるのかなと思いますが、それが真性の不況になって、年の後半になっても景気が回復してこないというところまで見る必要は恐らくないのかなと思っています。

雇用も、三ページの右にございますように、確かに一二月の雇用の数字は大変弱かったということでありますが、週間失業保険の申請件数等、赤い線で示されている部分をごらんいただいてわかりますように、まだそこまで雇用情勢が急速に悪化しているという感じでもないわけで、もう一、二カ月、雇用統計等、経済データを見ないと、景気後退に入ったとか、既に確定的になっていると

いうところまでではないのかなと思います。

ただ、それに近い状況に置かれているのは恐らくそのとおりではないかと思います。米国は経済データがかなり事前に手に入りますので、昨年の一〇――一二月のＧＤＰの推計はほぼできるわけでございます。我々の最新の推計で年率一・八％ぐらいのプラスだと推定しております。ですから、一〇―一二月の終わった四半期でマイナス成長に陥っているということは、これはもう既に大方出ている経済データを見て、この間の一二月の弱かった小売統計まで入れても、それぐらいの状況だろうと思っています。

一―三月はもうちょっと弱いのではないかと思います。プラス一とか、場合によるとゼロに近いというイメージかもしれませんが、いわゆる定義上のマイナス成長が二・四半期続くというぐらいの状況が確定的になりつつあるというには、少しまだ間があるような気がしているところでございます。

全体観としては、一〇―一二月から一―三月が最も厳しくて、四―六月以降、少し持ち直してくるというのを基本観にしております。というのは、八月から、正確にいうと、九月のＦＯＭＣから利下げに踏み切って、既に一〇〇ベーシス、一％金利を下げております。流動性の供給も、昨年末を無事通過するためにいろんな新しい流動性の供給手法も駆使して、今年に入ってからは、ＬＩＢＯＲとかさまざまな金融市場のプレミアムもややはげてきているという状況になっておりまして、金利低下効果はそれなりにきいてくるのではないかと思っています。一〇〇ベーシス、一％利下げをすると、アメリカのＧＤＰを〇・六％ほど押し上げるというのが経済モデルの数字でございますので、今年の後半ぐらいになれば、金融緩和

効果も出てくるのではないかと思って見ているところでございます。

二、高成長路線を歩む中国経済

次に、中国でございますが、四ページをごらんいただきたいと思います。

中国経済についても、やや過熱ぎみで、消費者物価の上昇が足元かなり著しいということと、株価の高騰、これが極めて目立った状況になっているという二つの課題を抱えております。

消費者物価は、四ページの右上のグラフにございますように、赤い線でございますが、一昨年、二〇〇六年当時と比べると物価上昇が大分顕著になっています。足元で六％ぐらい上昇しています。豚肉価格等、食料品の値段が高いというのはよく知られておりますが、それだけで済むのかどうか、その辺は冷静に見きわめていく必要があろうかと思いますが、金融引き締めを緩やかに続ける中で何とか抑え込もうと中国政府は努力をしている、こういうことであります。

成長率は、左上にございますが、実質ＧＤＰで割った二〇〇七年が一一％絡み、今年、二〇〇八年が一〇％ぐらい。二〇〇九年はもう少し減速すると思いますが、八ないし九％ぐらいのプラス成長というところを、私どもの香港のエコノミストは考えているということでございます。私も、オリンピックが終わった後、成長率が七％とか六％とか、そういう方向にバーンと下がるというふうにも思っていないということであります。もちろん、今の一〇％成長をあと一〇年も一五年も続けるとは思っていませんで、二〇二〇年ぐらいまでの視野でいうと、中国経済の潜在成長率は、恐らく年七％ぐらいのペースにどこかで落ちていくだ

ろうと思っておりますが、オリンピックを機に年七％成長経路に移るというよりは、二〇一〇年過ぎぐらいからそうなってくるのかな、こんな感じで考えております。

中国の株式でございますが、明らかに割高だと思います。中国経済の高成長を中国の株式市場はかなり前倒しで織り込んできていて、一年先、二年先というぐらいの経済や企業業績よりは、もっと先々まで一たん織り込んでいるような気がいたしますので、しばらく足踏みをする、そして、実体経済や企業業績が追いついてくるのを待つ、こういう感じではないかなと思っています。

個別の企業の時価総額で見ても、また全体で見ても、既に中国の本土株の時価総額が、東京市場の時価総額約五〇〇兆と一致しておりまして、香港分だけ中国のほうが東京市場よりも大きい、こういう状況になっておりまして、さすがに先取り し過ぎているかな、こういう感じがいたします。

ただ、中国の本土株は、外国人が自由に売り買いできるマーケットではありませんので、いわば官製相場に近い状況かと思います。諸外国のバリエーションを当てはめて暴力的に下がるということでも恐らくないのかなと思っておりますが、このままどんどん上昇していくという見立てはさすがに難しいのではないかと考えます。

中国以外の新興国、インドにしても、ロシアにしても、ブラジルにしても、それなりのファンダメンタルズを持って成長を続けるだろうと思います。

そういう言い方をすると、お気づきのとおり、私は、どちらかというとデカップリング説をとっております。米国の景気が減速しても、中国を初めとした新興国の経済は成長を続けるということでございます。昨年の暮れぐらいから少し出てき

た仮説というかシナリオは、二〇〇七年はデカップリングだったんだけれども、二〇〇八年はリカップリング、再びまたカップリングするということで、むしろ、米国経済の減速に新興国が歩調を合わせるような形で新興国も減速していく、こういう見立てをする方々も少し出てきているということでございます。

私自身は、中国が輸出依存であることは否定いたしませんが、経済学でいうと、所得効果と価格効果の二つに分けて物事を整理したほうがいいかと思います。したがって、米国経済の減速は、所得効果を通じて中国の輸出の減速につながり得ると思いますが、一方で、人民元の為替レート、これがまだかなり実力以下の状況なので、価格競争力が非常に強いですから、価格効果まで考えると、一気に中国輸出が減速して、設備投資調整が起きて、中国経済も減速の渦に巻き込まれるというのは、少し悲観的な見方ではないかと思って見ているところでございます。

三、日本経済は二極化傾向が続く

日本でございますが、五ページをごらんいただきたいと思います。

日本経済については、左上にございますように、成長率は今年度で一・五％、来年度で二・三％、こういう予測を立てておりますが、住宅投資が思いがけず大きく減少するということもございまして、二〇〇七年度の二％成長というのは残念ながら達成困難になっていて、この一・五％というのも、最終的には一・三％程度にとどまる可能性も見え隠れしている、こういうことだろうと思います。二〇〇八年度も、米国の成長率いかんというところもございますが、二・三％というより

二％強というぐらいの感じがいいのかなと思っているところであります。

ただ、景気が腰折れるかというと、恐らくそこまでは至らないと思っています。それは、輸出の好調が継続し、輸出の成長を軸にして生産の拡張傾向が維持されるのではないか、かように考えているからでございます。その一方で、個人消費については、今年の春闘で経団連も賃上げ容認に傾いていて、賃金が少し上がってきて少し所得環境が好転してくる、こういう期待もなくはないんですけれども、これだけ世界経済が不透明な中で、企業経営がどこまで賃上げに応じるのか、難しい要素もあるかなと思っております。個人消費の回復については、余り過度に期待しないほうがいいと思っています。ですから、表題に載せましたように、二〇〇八年度も、どちらかというと、やや二極化的な傾向が続く、こういうふうに考えています。

では、輸出まで腰折れて、日本の経済全体の景気後退が進むかというと、そこまで慎重ではなくて、むしろ二極化しながら緩やかに拡張すると思っています。

輸出が腰折れしないと基本的に判断している理由は何かというと、五ページの右側にございますが、日本の輸出の地域別の構成比を見ていただいておりますが、非常に多様化が進んでいるということでございます。かつては米国が日本の輸出の最大の仕向け地でございました。今回の景気回復の起点であります二〇〇二年初頭で、米国の輸出に占めるウエートは三〇％ほどございましたが、今日、これは二〇％割れまで下がってきている、こういう状況になっております。

逆に、二〇〇二年段階で一五％ぐらいの構成比しか占めておりませんでした香港を含む中国が二

○％を超えて、米国よりも大きくなってきています。また、中国を除くアジアも、二五％から三○％、こういうウエートになっておりまして、両方合わせると五○％弱が中国とアジア。これに一五％ぐらいの構成比を占めておりますその他地域、これは中近東、ロシア、中南米などでございますが、これが一五％ぐらいあるということですから、ざっと六五％、三分の二がアジア、中国、そして新興国で占められるようになってきているということでございます。米国向けの輸出が減少しても日本の輸出全体は拡張を続ける、こういうことが成り立つ情勢になっているということでございます。昨年の一○―一二月の輸出統計の推定では、米国向けは五％減少の中で、日本の輸出は一一％から一二％増になっておりまして、足元でもそういう傾向がかなり顕著である、こういうことでございます。

中華経済圏に日本経済が組み込まれたとまでは申し上げませんが、米国の減速は中国と新興国で補って、輸出は相対的に好調を維持して生産が拡張を続ける、その間に、官製不況といってもいいと思いますが、今大きく落ち込んでいる住宅が少し戻ってくるということで、腰折れまでは何とか行かないで済むのではないか、こう思っているわけでございます。

日本経済のパートで、最近の政治・政策の話も少しさせていただきますと、投資家の皆さんとお話をしていると、非常に厳しい意見が多いという情勢でございます。幾つか例を挙げると、ほぼ異口同音に出てくるのが、建築基準法の改正と、それに伴う住宅着工の急減速。本当に国土交通省はちゃんとした準備をして規制強化に踏み切ったのかどうか、また、ちゃんとした経済への波及シミュレーションをした上でやったのかどうか、そ

のための準備期間は十分であったのかどうかということが問われているように思います。そういったことを国会で詰めて、国土交通省の幹部が陳謝したとか、だれかが責任をとったとかということも余り聞いたこともない、こういうことであります。

それから、少しさかのぼると、高金利規制、確かに、多重債務者に対して少し金利を低くするということはよくわかるわけでありますが、しかし、金利規制を突然入れて大きく下げれば、消費者金融産業が大打撃を受けるのは、経済学の論理で考えていけばわかるわけで、そういった意味では、どちらかというと倫理、エシックスのほうが先行して、経済学の分析がおくれるというようなことが引き起こされているということがあろうかと思います。

金融商品取引法も投資家保護という観点では望ましいことであろうかと思いますが、それが十分な準備をなされて施行されたのかどうかということもあろうかと思います。

外国人投資家は、日本経済の活性化、小泉構造改革を期待して、二〇〇五年に一〇兆、二〇〇六年に数兆円の規模で日本株を買いましたが、その期待が見事に裏切られた、こういう思いを非常に深くしているわけです。この後、日本の株の話をいたしますが、日本株の不ざえな状況の過半は日本固有の要素から来ている、こういうことだろうと思います。

そういった意味で、何とか景気は腰折れに至らずに拡張が続くと思いますが、一時の楽観論はなかなかとれない、これが現実のような気がいたします。

四、株式市場の見通し

(1) サブプライムローン問題が世界株安を促す

さて、そういう中で、株式市場でございますが、六ページと七ページに幾つかございます。

まず、ごく簡単に、昨年の七月以降、サブプライムローンの問題が起きた、また、七月二十九日に参議院選挙で与党が大敗したというあたりからざっとおさらいをいたしますと、左の絵ないしは右の二つの絵に見ていただけますように、日本株の下がりのほうが、サブプライムローンの震源地であったニューヨークよりもひどい、こういう状況になっているということでございます。

この理由の一つは、六ページの右下にございますように、為替が関係しております。円ドル相場が円高に振れるにつれて株価が下がってきた。これは、先ほど日本経済のパートで見ていただきましたように、圧倒的に輸出依存の景気の回復になっているということから来ておりまして、円高株安、こういう展開になっているということであります。

これに加えまして、七ページの右上でございますが、私は、七月二十九日の参議院選挙で与党が大敗し、政治が政策機能不全に陥っているという影響がやはり大きいのかなと思っています。

私は、去年もこの場で、二〇〇七年の高値は日経平均で一万八五〇〇円とか一万八〇〇〇円台の後半ぐらいでしょう、年の前半は比較的視界は開けている一方で、年の後半は参議院選挙の結果等、不透明な要素もございます、また朝鮮半島の情勢等、地政学リスクも少し考えておく必要があるかもしれませんというふうなことを申し上げていたわけであります。もちろん、サブプライム

ローンの問題が、昨年の七月、八月段階で、あそこまで大規模に問題を起こすというふうに予測できていたわけではございませんし、参議院選挙の結果も、当然、初期の段階でそれほどクリアにわかっていたわけではございませんが、そんなに大きな高値は期待できない一方で、後半は幾つかの課題があるということは申し上げていたように思います。

七月の参議院選挙の前後から、私は、選挙で与党が大敗した場合は、日本株のバリエーションは残念ながらかなり下がる、それは覚悟しないといけないということを、日経ＣＮＢＣ等、テレビないしは日経ネットの私のコラムで申し上げてきたつもりでございます。残念ながら、そういう格好でどんどんと日本株のバリエーションは低下をし、一五倍ラインを割って一四倍。最近のＴＯＰＩＸ一三〇〇という状況は、予想ＰＥＲで一三倍ぐらいのところまで低下をしているということで、これは、一九七〇年代前半以来、三十数年ぶりのバリエーションでございます。それぐらい日本株の期待値は下がった、こういうことです。それだけ逆に、外国人投資家の構造改革等への期待は大きかった、その反動が相当出ているということが、七ページの右上で御確認いただけるのではないかと思います。

(2) 配当利回り＞長期金利、株価は底値圏

さて、そういう中で現状の株価をどう判断しているかということでございますが、今申し上げたような幾つかの課題はあるものの、そうはいっても、株式市場は企業業績や景気といったものを映す場所でございますし、バリエーションも相当に下がってきています。予想ＰＥＲというふうな利益見通しに依存するものだけではなくて、七ペー

ジの右下でございますが、配当利回りと株価という関係で見ていただくと、相当売られ過ぎているというのは御確認いただけるような気がいたします。

過去一〇年間で配当利回りが長期金利を上回った局面は、九八年の秋、二〇〇三年の前半、そして二〇〇五年の景気の踊り場局面の最終段階、そして今回、これしかございません。それは論理的に考えれば明らかで、配当は企業の業績の拡大に伴って基本的に成長していく期待が持てるわけでありますが、それが、そういう期待のない長期金利よりも高くなっているということは、国債に対して株式が著しく割安になっているということを端的に物語っているわけでございまして、過去も、二〇〇三年の金融危機を除くとそんなに長い滞留期間はなかった、こういうことでございます。

そういう点では、株価は売られ過ぎの領域に入っているということで、今日も、多分、ニューヨーク株の昨日の三〇〇ドルを見て、一万三〇〇〇円の攻防ぐらいになるのではないかと朝は悲観的な感じで来られた方も少なくなかったと思いますが、今日、終わってみれば、むしろプラスで終わったということでございまして、やはり一万四〇〇〇円を割って一万三〇〇〇円台まで下がってきた現状を、多くの投資家はさすがに売られ過ぎている、こういう判断をしているということなのではないかと思います。連日、三兆円を超える売買代金もできておりますので、そういう面ではほぼ底値に達した、こういうふうに思っております。

テクニカル的にも、今週か来週ぐらいが陰の局かなというふうな感じでもございましたし、いわゆるテクニカルでいう下ひげをつけて今日は高値

で終わっていますので、今週が最悪期であったということが、あと数週間、一カ月、二カ月しないと確認はできませんが、そうなった可能性もある、こういうことではないかと思います。

もちろん、ニューヨーク株も一万二一〇〇ぐらいまで下がっていて、さらに下がる可能性もなくもないので、余り断定的なことは申し上げにくいわけでありますが、日米ともに底値圏に来ているかなと私自身は思っているということでございます。

先ほど申し上げましたように、金融機関の決算が出てきて、ロスを大きく資本注入で補う、それから、金融政策で果敢に対応していく、プラス減税を行うということが行われてきているということがその背景にあり、一月末から二月、政策協調という意味でいえば、一月二十八日の一般教書、それから一月末のＦＯＭＣ。ＦＯＭＣを待たずに緊急にＦＲＢが利下げをする可能性もあるかもしれませんが、そのあたりの状況。それから、二月九日に東京でＧ７が開かれますので、一連のそういう流れの中で協調的な姿勢が出てくるということを予見しているのかもしれないという感じもします。

一つだけ、なお気になっていることがあります。それは、アメリカのモノライン保険でございます。

金融商品等の保証を行っている機関がございまして、昨日のニューヨークの下げも、フィラデルフィアの連銀の景況指数が非常に悪かったとか、メリルリンチの決算が非常に悪かったとかというのがメディアでは理由にされておりますが、我々はどちらかというと、モノラインの株価が急落して下げどまらないということがその背景にあるのではないかと思っています。モノライン保険は、

ＣＤＯ等の保証もやっておりますし、地方債の保証もやっており、地方債を大量に組み入れたＭＭＦを通じて、個人の運用にも底流でつながっておりますので、ここの動静だけはもうちょっと、本当のところをいうと見きわめたいな、そういう感じがあるわけです。

昨年の一一月に、我々、ここ数年ずっとおつき合いさせていただいていますが、ブッシュ大統領の補佐官をやっていましたリンゼイ氏が日本に来たときに、モノライン保険の話も彼にぶつけてみたんですが、途端に顔を曇らせて、それは相当重大な問題なんだ、逆にいうと、重大な問題がゆえに、そこには相当な対応を米国政府も挙げてやっていかざるを得なくなるんだろうというようなことをいっておりました。問題の所在は認識されていると思いますので、何らかの対応がとられるのではないかと思っていますが、今のところ明確な形で出てきておりませんので、そこが疑心暗鬼を招いているのではないかと思っています。ここだけは、ちょっとまだ不安な要素として残っているということを少しつけ加えさせていただきます。

(3) 改善余地を残すＲＯＥ，世界標準はもっと高い

日本株の話に戻りますが、上値はどれぐらいあるのかということでございます。

私は、非常に悲観的な人はそんなに戻りますかとよく言われるのですが、一万七〇〇〇円、行って一万八〇〇〇円ぐらいかなと思っています。しかし、悲観派からすると、それでも楽観論に聞こえるということのようでございます。いずれにしても、去年の高値を抜けていくような相場展開は想定できない、しにくいと思っています。

それは幾つかの理由がございます。一つは、八

ページにありますように、日本の企業の改革にございます。ＮＯＭＵＲＡ四〇〇等、代表的なユニバースで見てもそうでありますが、日本の企業の自己資本利益率（ＲＯＥ）一〇％というのは、日本の歴史の中でいうと極めて高いです。しかし、世界の標準はもっと高いんです。八ページの左にございます。何やかんやいいながら米国は一八％ぐらいございますし、ドイツでも一六％ぐらいありますし、韓国でも一五％ぐらいございます。もちろん、自己資本利益率は自己資本比率という財務の安定性との兼ね合いでございますので、日本企業はどちらかというと、財務の安定性を長期不況の中で選択して、かなり自己資本を厚くしてきた。余り負債のレバレッジをきかせていないということの裏腹でもあるわけですが、もう少し長期的にはＲＯＥを上げていかないと、世界の投資家から見るとそんなに魅力的な日本株には見えない、こういうことが一つございます。

また、持ち合いも、昨年度、二〇〇六年度でじわじわとふえ始めておりまして、この辺も、外国人投資家の目から見ると、また少し買収防衛等に名をかりた持ち合いが始まったのかな、こういう疑念も生じつつあるということであります。

こういった企業面の改革努力の一服というか、そういったことも関係してくると思いますし、それ以上に、政治・政策期待、これが非常に今、剥落してしまった、こういうことがあろうかと思います。

私は、最近、日本の国会の議論を見ていて大変失望しているんですが、これだけの財政赤字のある国で、二兆五〇〇〇億円の税収の穴をあける暫定税率をめぐって、いとも簡単にそれを廃止するというようなことを民主党がいうというようなことも余り理解できません。それに対して自民党

も、いや、暫定税率は環境税にして、道路だけじゃなくてもっと一般に使うんだというふうに国民に説明すれば大いに理解されると思うんですが、いろんな既得権があるのかよくわかりませんけれども、そういう説明をしているようにも見えない、こういうことでございます。参議院選挙に負けた結果、農村票をつなぎとめるためにややばらまき的な状況に陥っているという感じがぬぐえないということです。

根本的には、参議院は農村票が多い、一方で、衆議院は小選挙区にして都市型になっているというねじれが起きているんだと思います。参議院の一票の格差も、最高裁が本気で是正しようとしていないということです。ですから、島根県とか鳥取県、ここに出身者がおられたら大変申しわけありませんが、五〇万人とか七〇万人の人口規模で参議院議員を一人出しているわけです。東京は一〇〇〇万人以上いる中で五人ということですから、一票の格差は明らかに四倍ぐらい違うわけです。しかし、衆議院選挙を本気で戦おうとしたら、ああいう選挙公約でとても戦えるようにも見えない。少なくとも都市の住民にアプローチするには、例えば、東京金融センターを本当に強化するためにはこういう政策が必要だというふうなことを訴えていく必要があると思いますが、いずれ出てくるのかもしれませんが、余りあるようにも見えないというようなことではないかと思います。ですから、もっと政治サイドには頑張ってもらわないと、世界の投資家が日本株を本気で買おうという気にはさせられない、こういうことではないかと思います。

五、為替、原油価格の動向

九ページに進ませていただきますが、為替でございます。

政策金利をどこまで米国が下げていくのかということで決まってくるのではないかと思います。財政を使って景気を刺激するということが急浮上してきて、一方的に金融政策だけでアメリカの景気後退懸念に対応していくということではなくなりつつありますので、弱気派が考えているＦＦ金利で二とか二・五とかいうのはさすがに行き過ぎた観測かなという気がします。四・二五が早晩三・七五になるのは確実でございますが、そして、そこから〇・二五とか〇・五とか追加的に下げるということも十分考えられると思いますが、三・五とか三・二五ぐらいの感じかなと思います。日本は〇・五で動かしようがございませんので、その分だけ日米金利差が縮まってまいりますが、右のグラフで見ていただけますように、三％ぐらいの金利差でも一一〇円を少し超えるぐらいの平均的なバランスでございまして、私自身は一〇五円ぐらいから一一五円、平均一一〇円ぐらいのことを考えています。

二〇〇三年後半から二〇〇四年に米国がＦＦ金利を一％に下げても、日本円は一〇一円ぐらいまでしか上昇しなかったわけでございまして、円高ドル安も限度があるかなと思っているわけでございます。

そういうふうに考えているのは、日本の個人マネーの海外への流出傾向が、金商法等の施行の影響で一時よりは少し小さくなっておりますが、それでもピークで月一五兆円ぐらいのペースだったものが、今は月八兆円ぐらいのペースに落ちてお

ります。しかし、それぐらいのペースでは出ているわけであります。

加えて、日本の輸出企業が海外で稼いだお金をすべて日本国内に戻すのであれば円高圧力が強くなると思いますが、後でお話しいたしますが、恐らく日本の企業はもう一段海外の拡張に向かうと思いますので、海外で稼いだお金は海外で使うという傾向が強まっていくのではないか。加えて、日本の内需企業は、日本国内の成熟ははっきりしてきておりますので、乾坤一擲、M&Aを通じて外へ出るということが当然のように出てくると思います。そういうことも含めて考えると、そんなに極端に円高になるとは思えないということでございます。

ヘッジをしないでドル債投資をそろそろ考えようかという方々も、私のおつき合いしている範囲の中でも結構ございますので、一〇五円ぐらいから一一五円、そういうぐらいの感じでいいかなと思っています。

むしろ、圧倒的にユーロ高ドル安論者が多いので、私は、むしろ、ユーロ圏がどこかで利下げをしてくる、それに伴ってユーロがやや安くなってくる、そういう可能性も少しお考えになっておいたほうがいいのではないかなと思っています。

ドイツのIGメタルの賃金交渉は労組側がかなり強硬で、八%ぐらいの賃上げを要求しているということで、ECBはその帰趨を見ないと軽々に利下げに踏み切れないということのようでございますが、今年の後半は利下げに踏み切る可能性は結構あると思っています。その場合の米国の経済状況にもよりますけれども、むしろ少しドルが買い戻されてくる可能性もあるのではないかと思っています。それぐらいドルの実効為替レートは歴史的に見ても安いレベルに来ている、こう考えて

おります。

一〇ページは原油価格でございます。

時間の関係もありますので、結論だけ申し上げて先へ進みたいと思いますが、七〇ドルから一〇〇ドルぐらいのレンジで考えています。目先的には少し安くなる方向に進みつつあるかと思います。一〇〇ドルの壁は余り簡単には上に抜けなかったですから、少し経済が減速してくるということであれば、多少下がってくるほうが自然かなと思います。しかし、ＯＰＥＣは六〇ドルとか七〇ドルぐらいの原油価格は当然視して、さまざまな財政計画等を立てておりますし、サウジ以外ほとんど増産余力がない状況にありますので、カルテル機能は見事にきいておりますから、下がっても七〇ドルぐらいまでかな、こういう感じで、基本的には高どまりという姿を想定しているということでございます。

六、主要産業の業績展望と投資視点

一一ページ以降で少しミクロのお話をさせていただきたいと思います。

ごく簡単に主要な業種の動向について触れた上で、やや中長期の視野で日本の企業経営をどう考えていくのか、その成否が日本株の長期的なトレンドに影響すると思いますので、そのあたりを少し具体的にお話ししたいと思っています。

(1) 企業の収益動向

まず、一二ページでございますが、日本の企業の業績でございます。

二〇〇六年度で、二〇〇二年、二〇〇三年、二〇〇四年、二〇〇五年、二〇〇六年と既に五年連

続増益でありまして、今年度で六年連続増益。これは、NOMURA四〇〇の一九七〇年以降の歴史の中でいうと最長でございます。過去最も長かったのが一九七六年から一九八〇年の五年連続増益でございますので、あと数カ月残しておりますが、二〇〇七年度も増益は疑いがないので、六年連続増益ということで新記録、こういうことになると思います。これは、法人企業統計等を使って一九七〇年以降もずっと調べてみても、いざなぎ景気のときの六年連続増益以来という記録になります。そういう面では、逆にいうと、かなり長期にわたる連続増益記録なので、そろそろ途切れてもおかしくない、こういうことも裏側ではあるわけですが、そういう中で迎えるのが二〇〇八年度ということでございます。

二〇〇七年度の下期から二〇〇八年度の上期は、真っ向から米国の景気減速の逆風を受けますので、かなり鈍化するということにならざるを得ないと思います。為替もかなり円高に進みましたので、そういうふうに思いますが、二〇〇八年度の下期には再び増益テンポが上がっていくと思っています。二〇〇八年度全体を通じると、ここで見ている八％ないし九％増益というのはもう少し慎重に見たほうがいいかなと思っておりますが、五％を少し超える程度の増益は、年度を通じると、上期は増減益すれすれぐらいの感じになるかもしれませんけれども、年度を通じるとそれぐらいの増益は見込めるかなと現状では思っております。

そう考えている理由は幾つかありますが、一つは、一二ページの右にありますように、生産・在庫循環が好転してきているということがございます。マーケットではこの動きが、サブプライムローンの問題とか円高ということでほとんど無視

されているんですが、二〇〇五年の第三・四半期から第四・四半期にかけて日本の生産が上向いていったという時期に匹敵するようなことが、昨年の七―九月から一〇―一二月にかけて起きているということでございます。

在庫・出荷バランスも、実は二〇〇五年の踊り場当時よりもまだ健全な状況にございまして、この生産・在庫循環の好転を考えますと、恐らく生産数量の緩やかな拡張傾向というのは輸出主導ながら続く可能性が高い。企業物価もプラスが維持されていますし、為替が極端に円高にならなければ増益傾向が続く、こういうふうに読めるということであります。

過去、減益になるのは、大体、外部環境が大きく悪化して増収率の鈍化が起きて、一方で固定費の増加がかなり収益を圧迫する、こういう組み合わせになります。そういう中でいうと、賃金の上昇をどうするかというのが非常に問題になってくるわけですが、労働分配率は今が最低水準で、長期的には少し上がっていくとしても、急速に上がっていくということには恐らくならないと思いますので、固定費の増はそんなにまだ収益を圧迫する状況にはならない。団塊世代の大量退職も、平均的な賃金コストを下げていきますので、そういうことまで含めて考えると、増収テンポは少し鈍化しても、生産数量増と企業物価の上昇の中で緩やかな増益は続くかな、こう思っております。したがって、先ほど申し上げたように、少し好転してくれば一万七〇〇〇円ぐらいはあるかなと思っている理由でもあるわけです。

(2) 好調を維持する輸出加工産業

一三ページを見ていただきますと、そういう中で輸出産業でございますが、自動車も、北米市場

いかんという状況にはなっておりますが、基本的には、世界販売が拡張して、緩やかに上昇していくということは変わっていないかなと思います。アメリカのマーケットは、昨年が一六〇〇万台ぐらいでございまして、今年は横ばいというよりは多少減って一五五〇万とか、その程度で見たほうがいいかなと思っておりますが、幸い、中国が、我々が予想していた以上に急速に自動車の販売・生産が伸びておりますし、中東、ロシア、ブラジルも相当に自動車の需要が拡大しておりまして、供給余力をどちらかというとそちらのほうに日本の自動車メーカーは向けておりまして、アメリカで無理して販売奨励金を使って売って押し込んでいくという状況ではありませんので、大丈夫かなと思っています。一〇五円を超えるような円高が定着しなければ、そんなに企業業績がガタガタと悪くなるという感じはしません。

テレビの需要も、その隣に出ておりますが、液晶テレビは引き続き好調でございます。昨年のクリスマス商戦も、私も短期間だけ米国に行って見てまいりましたが、まあまあ順調です。一昨年の暮れは、去年のこの場でＰＤＰの価格破壊的な動きが話題を集めたというような話を申し上げた記憶がございますが、去年の暮れのクリスマス商戦は、液晶テレビもプラズマテレビも値段は安定して推移しておりまして、在庫も大きくたまった状況ではありませんので、その反動減がこの年明け後来るという感じでは全くありません。そこも申し上げておいて差し支えないかなと思っております。ですから、輸出産業は、為替がよほど極端な形で円高が定着しなければ比較的順調に推移するかなと思います。

(3) 需給タイトな素材産業

素材でありますが、一四ページでございます。

中国の鋼材輸入は、恐らく二〇一〇年ぐらいまで考えても年間一五〇〇万トンぐらい高級鋼板を輸入し続けるという傾向は余り変わらないと思いますが、一方で原料コストが二〇〇八年度は相当に上がってまいりますので、よほど鋼板価格を上げないと、高炉メーカーは一時的に少し足踏みする、ないしは小幅減益になる可能性があります。

むしろ化学のほうが業績の緩やかな拡張という意味ではより確度が高い、こう思っています。一四ページの右に部門別の化学セクターの利益見通しがありますが、石油化学が緩やかに拡張が続くのに加えて、電子材料とか医薬とか、多角化部門が伸びていきますので、ここもそう悪くなるような感じは今のところしておりません。そのほか、一五ページにございますように、商社とか海運、こういったところも相対的に資源価格が高どまる中で好調が続く、こう考えています。

七、不可欠な海外事業拡大、国内産業再編

さて、今日、ミクロでお話ししたいと思っておりましたのは、一六ページと一七ページが実は中心であります。あと五分程度お時間をいただいて、その後で御質問いただければと思います。

私は、政治・政策の話をちょっと別に置くと、日本企業はもう一段の海外戦略の強化、海外事業の拡大、それから国内の産業再編と収益率の向上、これを本気でやっていくと思いますし、二〇〇八年というのはそういう年ではないかと思います。象徴的なのが、松下電器がパナソニックにブランドも社名も統合するということであります。

二〇一五年とか二〇二〇年とか、こういうところまで考えると、日本経済の成熟は、だれがどう予想しようと、成長がどんどん続くとは思えないわけであります。米国は、そうはいっても、まだ人口が毎年三〇〇万人、すなわち三億人で三〇〇万人ということは一％ふえていきますので、日本より間違いなく一％は潜在成長率が高いという状況が続くだろうと思います。ヨーロッパは、人口的には日本と似ておりますので、せいぜい一・五％とか二％ぐらいで、状況は余り変わらないかと思いますが、米国と日本の経済規模格差はさらに開いていくと思います。

何より中国の経済がどんどん大きくなっていく。毎年一〇％成長するということではなくて、先ほどちょっと申し上げたように、年七％ぐらいの成長ペースに落ちたとしても、人民元の割安が是正されていく効果も当然ありますので、二〇一二年には中国は、購買力平価ベースだけではなくて、ドルベースの金額で日本経済よりも大きくなることはほぼ見えてきていると思います。二〇一五年では、もう当然逆転をして差が開いていると思いますし、二〇二〇年では、我々の予想では一・五倍程度まで差が開くと思います。日本が一人当たりＧＤＰを伸ばすベストケースでいっても、これぐらいの差は開いてくるということでございます。

そういう中で企業経営は何を考えるかというと、当然ながら製造業はもう一段の海外シフトです。国内の工場を全部空っぽにして海外に行くということを私は申し上げているわけではなくて、国内をマザー工場として大事にする一方で、成長部分は思い切り海外に伸ばしていくということだと思います。ですから、製造業の営業利益は日本が六六、海外が三三ということですが、いずれ長

期的には日本が五〇、海外が五〇、こういう格好になっていくだろうと思います。アジアとその他地域の構成比がその分だけ高くなっていく、こういうことだと思います。

幸い、メカニカルな技術、メカトロニクスの技術、デジタルの技術、環境対応技術など、さまざまな技術分野で日本の製造業の優位性はございますので、私は、中国のみならず、ロシア、インド、ブラジル等の新興国を日本の製造業はもう一回、商品企画からマーケティングからすべてそろえて攻めていく、こういうふうに思います。そのぐらいのアニマルスピリットは今の日本の製造業の経営者には残っていると思っていて、ここは比較的楽観をしております。

問題は非製造業です。非製造業は、日本が成熟していく中で八〇％以上、日本に利益を依存している、こういうことであります。したがって、恐らく、非製造業もアジアを中心として海外に出ていくということを、今年から相当意識してやるようになるのではないかと思います。

小売業も、国内での出店よりも、むしろアジアを中心とした海外出店をふやす会社が既に一、二社出てきておりますので、多分そういう傾向に拍車がかかっていく、こういうことではないかと思います。

その一方で、国内は、M&Aも含めてもう一段の産業再編と産業構造の高度化を志向していく。そして、内需産業は、持っているキャッシュとキャッシュフローを駆使して、力のある企業はM&Aで海外に成長を求める、こういうことが出てくるんだと思います。もしそういうことが力強く出ないのであれば、日本の企業の収益は日本経済の成熟とともにどんどん弱っていく、日本株の魅力は、長期的に見てもさして見込めないというこ

とになっていくと思います。私はそこまで悲観的ではなくて、日本の企業は恐らくチャレンジしていく、結果として、日本経済の成熟の中で日本の企業の収益は、山、谷あるでしょうけれども、年率六％とか七％とかという格好で成長していって、日本の予想ＰＥＲは恐らく一五倍平均で先進国並み、もはや一八倍、二〇倍には、私ははっきりいって戻らないと思いますが、大きく下がったバリエーションが定着する中で、企業の利益成長分だけ緩やかに株価は上昇していく、そういう可能性に着地するのではないかと思っています。

八、金融資産大国を生かす

一七ページが金融でございますが、そういうことをやると同時に、金融資産の収益率を高めていく必要があります。これは恐らく余り見たことがないのではないかと思いますが、我々で、米国と英国と日本の個人の金融資産の収益率を、ある前提を置いて計算してみました。これは株価の上昇も含めて計算いたしましたので、二〇〇二年の米国株の急落の影響を受けて、米国でも一回、リターンがマイナスになっておりますが、過去一〇年間の平均は、米国が七％、英国が五％、日本がわずか二・五％ということでございます。それはどこから来ているかといえば、当然ながら、その右隣にありますように、日本の個人金融資産一五三六兆の五〇％は現預金で占められている、そして、ここがデフレの中で非常に低い預金利率に甘んじざるを得なかったということから来ているわけであります。

そういう意味では、貯蓄から投資へというのが本当にこの国にとって必要なんです。そういうことがわかっていながら、あんな中途半端な証券税

制を決めているというのは、私は非常に残念でならないわけです。どうしてもっとそれを後押しするような税制が維持できないのかと思わざるを得ません。

金融資産の収益率を一％上げれば、一五〇〇兆円で一％で、一五兆円の所得が追加的に生み出されるわけです。五〇〇兆円の経済で一五兆円というのは三％に相当するわけで、まさに成長戦略の中で金融資産の収益率を引き上げていくということがもっと強く意識されていいはずなわけですが、そうなっていないということでございます。

そういうことも含めて、最近の日本の政治・政策には非常に失望させられている、こういうことでございます。高橋さんには大変申しわけないけれども、そういうふうに思っているということであります。

ちょっと長くなりましたが、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。

大変広い分野から、いろいろな角度からの分析をお示しいただいて、大変参考になったかと思います。

時間は来ておりますけれども、少々お時間をいただいていいでしょうか。

海津　どうぞ。時間に限りのある方は御退室いただいて構いませんので、あと五分、一〇分は、私、時間がございますから、どうぞ。

高橋理事長　御質問等、おありの方はぜひ御発言いただきたいと思います。

マクロのセクターについてのお話もありました。そういう点も含めまして、御意見等ございましたら御発言いただきたいと思います。

質問を考えていただいている間に私から一つ伺

いたいんですが、最後に、日本企業は海外に展開していく、そういうシフトになる年ではないか、また、そうあるべきだというお話がありました。

先般、日本証券経済倶楽部の新春討論会のときに、政治とか政策への期待というようなお話のときに、海津さんから、「大切なのは、国民の覚悟だ、グローバリズムへ立ち向かっていく勇気ではないか」というようなお話があったかと思います。私、大変印象深く受けとめたんですが、今のお話と関連して、もう少し敷衍してお話しいただけたらと思います。

海津　だれが悪いというわけではないんですけれども、ここ一、二年、日本国民は内向きになってきていると思うんです。国家の品格も大事かもしれないし、武士道も大事かもしれないし、日本の伝統を守るというのももちろんあっていいんですけれども、グローバル化は避けて通れない傾向にあるわけです。インドや中国の人にいわせれば、我々だって豊かになりたいといって一生懸命やっている。それは、政治体制もほとんど変わらなくなって、みんな一生懸命努力していくという中で、新興国が成長していくということと、その裏腹の関係で先進国において格差がやや拡大してくるというのは、これはコインの裏表なんです。

それはちょっと考えてみればわかるわけで、インドの人がソフトウエアの開発で一生懸命力を発揮すれば、先進国のソフトウエアの仕事がそっちへ移っていくわけですし、そこにスキルがあったと思われる人たちの賃金が下方圧力を受けるとか、そういうことも当然のように出てくる。中国の繊維産業が発達して世界を席巻していけば、そこに従事していた先進国の従業員が解雇される、ないしは賃金が下方圧力を受けるというのも、これは自明のことでございます。

そういった意味では、新興国の勃興は、一方で先進国における格差を助長しやすい、こういうことの裏表なんです。ですから、そこをもっと意識して、もちろん格差が拡大していいとは、私は全く思わないし、最低の生活を国民に保障するというのが日本国憲法の精神だし、そこは大事にしないといけないんですけれども、格差論だけで対処しようとすると、グローバル化の大きな流れに日本だけが置いていかれるという危機感を非常に強く感じるということです。

政治はやはりそれを国民にきちんと説明しないといけない。グローバル化というのはそういうことを我々に挑戦として突きつけているんだということをちゃんと説明して、それに立ち向かっていく勇気と覚悟をいわないといけないと思うんです。そこをあいまいにしてやっている、これがよくないんだと思うんです。戦後の経済発展を見ればわかりますが、それがきちっとできる国民であり、国なんですから、その傾向をきちっと為政者はしゃべって、それに向けて、覚悟を決めてやるべきことをやっていくということをやらないといけないのかな、こういうふうに思っています。

私は、日本の企業経営者は、さっきも申し上げたように、その覚悟を持ってチャレンジを続ける、結果として、日本経済が成熟しても、ある程度企業の業績はグローバル化に対応して伸びていくということだと思いますが、もっと広範に日本国民がそれを共有して戦うスタンスを持つことがより大事なのではないか、そういう意味でこの間ちょっと申し上げたということでございます。

髙橋理事長　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

質問者　今日はどうもありがとうございました。

最近、中東マネーの話が結構出ていまして、新

聞紙上等では随分話題になっており、日本のＩＲ活動も随分躍起になってやっているようなんですが、それは今後かなり影響が出てくるものと考えてよろしいんでしょうか。

海津　ソブリンウェルスファンドの一つの重要な部分を中東マネーが占めているわけで、この間、ソニーにドバイが投資をするということでソニーの株が上昇したというような事例もありますけれども、その可能性は、今年は幾つか出てくるような気がします。多分、中東のマネーは、石油とか石油周辺のようなところとアライアンスを組みたいということも含めて出てくる分野と、日本が技術を持っていて、ブランドを持っているような企業を投資対象として考えてくるのではないか、こういう気がします。

　ドバイがソニー株を投資対象として考えた最大の理由は、私がソニーの関係者から聞いている感じでいうと、まず第一にブランド、第二に液晶テレビのポテンシャル、それから三つ目に、余りにも過小評価されているゲームの潜在価値、そして四つ目に、有機ＥＬというソニーしかまだ持ち得ていないこの技術に対する期待というのが背景にあったらしいということなので、ソニーに限らず、技術を含めて、ブランドも含めて持っている日本企業はかなりたくさんあると思うんですけれども、そういったところに目を向けてくる可能性はあるのではないでしょうか。

髙橋理事長　どうもありがとうございました。

　ほかにどなたか、御発言ございませんでしょうか。

　アメリカの大統領選挙がありますけれども、それの結果によって、今日のお話が何か影響を受けるとか、少しシナリオが違ってくるというようなことがあるでしょうか。さっき伺ったお話で、そ

ういうところは一致してやる、政策対応は一致しているということからすれば、余り変わらないのかなと思いますけれども、アメリカの大統領選挙をどういうふうにごらんになっていますか。

海津　結論的には余り変わらないと思っています。二つ理由があります。

一つは、ヒラリー・クリントンになろうと、オバマになろうと、彼らは民主党の伝統的な大きな政府派ではありません。ですから、民主党の中でいうと、どちらかというと、伝統的な大きな政府リベラル派でも必ずしもない人たちなので、クリントンの第二期政権に近いようなイメージで私はとらえているので、経済政策が大きく変わるとは思いません。

それから、通貨政策は、今のドルの実効為替レートを考えると、ここからさらにドル安を追求するとはとても思えませんし、幸か不幸か、今回、ソブリンウェルスファンドを通じて相当海外のマネーを導入して、資本注入してもらってシティやメリルの問題を解決していますので、そういう人たちのためにもドル安をさらに追求するというのは事実上難しいです。ですから、為替政策もがらっと変わるとは思いません。

あるとすると、ヒラリーだと、どちらかというと中国重視の色彩が強くて、ジャパン・パッシングの助長傾向が出てきやしないかなというようなことがちょっと気になりますが、根本的なところで大きくは変わらないのではないかと思います。

また、日本の企業も、二〇〇九年以降、民主党政権ができることを前提にして、余り文句をつけられないように、トヨタでいうと、この一、二年でローカルコンテンツを思い切り引き上げようということで、系列企業にも相当働きかけてアメリカに出させていますし、ワシントンでのロビー活

動は、「文藝春秋」にも書かれていたとおり、相当やってもいるし、結構したたかにグローバル企業は対応しているので、そこは余り心配していません。

髙橋理事長　ありがとうございました。

ほかに御意見等ございませんようでしたら、時間も過ぎておりますので、ここで閉会にしたいと思います。

今日は、大変示唆に富むお話をありがとうございました。厚く御礼申し上げます。（拍手）

（**かいづ　まさのぶ・野村證券株式会社　経営役　金融経済研究所チーフリサーチオフィサー**）

（本稿は、平成二〇年一月一八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　　野村證券　金融研究所　投資調査部長
2000年　６月　　野村證券　金融研究所　副所長兼企業調査部長
2002年　４月　　野村證券　経営役　金融研究所長
2004年　４月　　野村證券　経営役　金融経済研究所長
2007年　７月　　野村證券　経営役　金融経済研究所チーフリサーチオフィサー

※　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

2000.4～2002.10	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。

2008年1月18日

今後の経済展望と株式市場

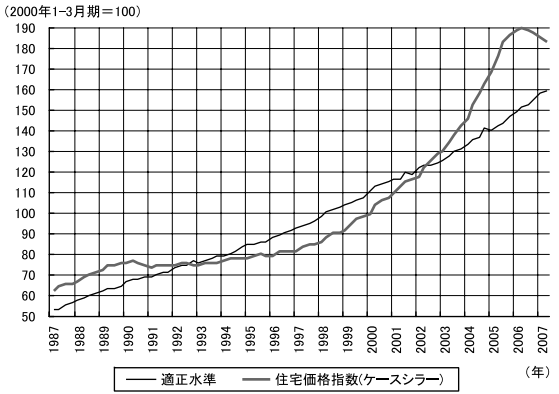
野村證券株式会社　経営役
金融経済研究所　チーフリサーチオフィサー
海津　政信

内外経済見通しと株式市場

- サブプライムローン問題の波及経路
- 米政府、FRBは利下げ等で米景気維持へ
- 高成長路線を歩む中国経済
- 日本経済は二極化傾向が続く
- サブプライムローン問題が世界株安を促す
- 配当利回り＞長期金利、株価は底値圏
- 改善余地を残すROE、世界標準はもっと高い
- 日米金利差がドルをサポート
- 政治、原油価格、地政学リスクなどの留意点

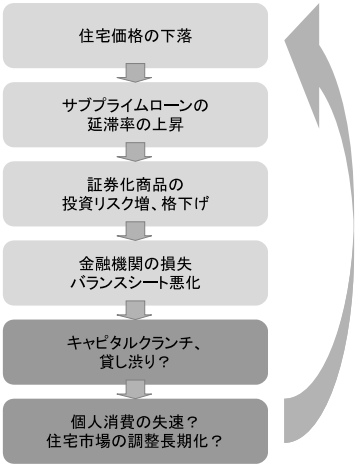
サブプライムローン問題の波及経路

住宅価格の適正水準と実際の住宅価格の推移



（注）適正水準は、1987～2001年までの住宅価格指数の対名目可処分所得比の平均から算出
（出所）S&P社、商務省統計より米国野村證券推計

波及経路



（出所）野村證券金融経済研究所

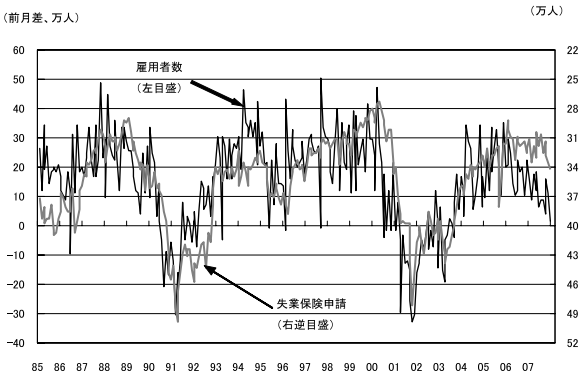
米政府、FRBは利下げ等で米景気維持へ

サブプライムローン問題への対応策

	対応策
1	中央銀行による流動性供給
2	利下げによる景気・資産価格下支え
3	大手金融機関の資本増強策 （キャピタルクランチの予防）
4	サブプライムローンの金利上昇凍結
5	GSE住宅ローン買取額拡大策

（注）GSE（Government Sponsored Enterprises）とは米連邦住宅抵当金庫や米連邦住宅貸付抵当公社
（出所）野村證券金融経済研究所

非農業部門雇用者数と新規失業保険申請件数



（出所）労働省

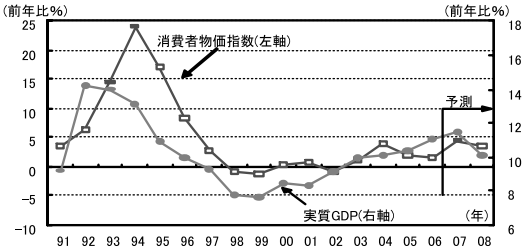
高成長路線を歩む中国経済

中国経済見通し

（年）	2005	2006	2007（予）	2008（予）
実質GDP（前年比、%）	10.4	11.1	11.4	10.1
工業総生産（前年比、%、実質、付加価値ベース）	16.4	16.6	18.1	14.5
小売売上額（前年比、%、名目）	12.9	13.7	16.1	16.7
全国固定資産投資額（前年比、%、名目）	26.0	24.0	26.0	17.8
財輸出（前年比、%、米ドル建て、通関ベース）	28.4	27.2	26.2	19.6
財輸入（前年比、%、米ドル建て、通関ベース）	17.6	19.9	19.4	18.8
貿易収支（10億米ドル、通関ベース）	102.0	177.5	279.8	339.8
経常収支（10億米ドル）	160.8	249.9	346.5	412.1
経常収支（%、GDP比）	7.2	9.5	10.7	10.6
消費者物価（前年比、%、年平均）	1.8	1.5	4.5	3.4
1年物貸出基準金利（%、年末）	5.58	6.12	7.29-7.56	7.83-8.37
人民元／米ドル（年末）	8.07	7.81	7.40-7.45	7.00-7.23

（出所）CEICデータベースより野村香港作成

中国の消費者物価指数と実質GDP



（注）2007年以降は野村證券金融経済研究所による予測値。
（出所）中国統計局資料より野村證券金融経済研究所作成

鄧小平路線 VS 温家宝の提案

	鄧小平路線	温家宝の提案
「国情」への認識	後れた生産力	後れた生産力と未熟な制度
目標	経済発展 生産力の向上	調和社会 共同富裕
手段	経済面での改革開放と先富論 政治面での一党独裁の維持	経済面での改革開放と格差の是正 政治面での民主化と法制化

（出所）野村資本市場研究所作成

日本経済は二極化傾向が続く

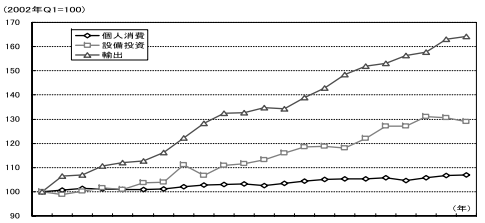
日本経済の予測要約表

（%）

		2006年度	2007年度（予）	2008年度（予）
国内総生産	実質国内総支出	+2.3	+1.5	+2.3
	民間最終消費支出	+1.7	+1.6	+2.4
	民間住宅投資	+0.2	−10.7	+3.9
	民間企業設備投資	+5.6	+0.9	+5.3
	民間在庫品増減<寄与度>	<+0.2>	<−0.2>	<−0.1>
	財貨・サービス輸出	+8.2	+7.4	+5.6
	財貨・サービス輸入	+3.0	+1.7	+6.9
	名目純輸出(対名目GDP比、%)	<+1.4>	<+1.9>	<+1.5>
	名目国内総支出	+1.6	+1.2	+2.6

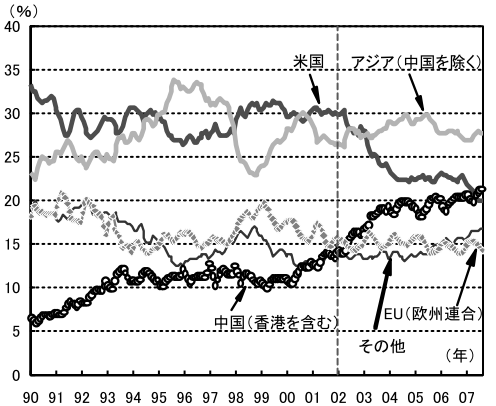
（出所）野村證券金融経済研究所

マクロ経済の特徴
（輸出、設備投資　vs　個人消費）



（注）いずれも実質値。
（出所）内閣府資料より野村證券金融経済研究所作成

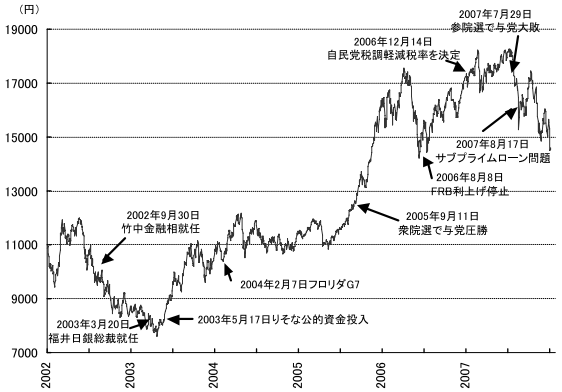
日本の輸出の国・地域別構成比の推移



（注）3ヶ月移動平均値。
（出所）財務省資料より野村證券金融経済研究所作成

サブプライムローン問題が世界株安を促す

主な政治・経済イベントと株式市場



（出所）野村證券金融経済研究所

7月以降の日米欧の株価動向
（7月19日＝100）

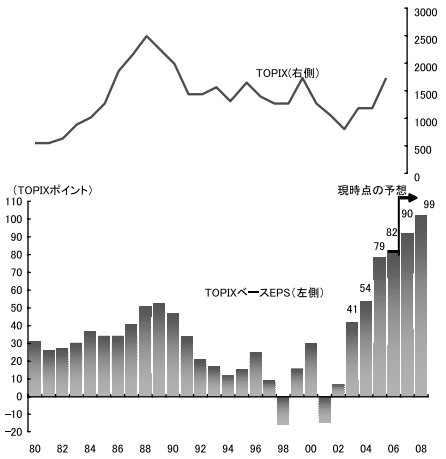
（出所）野村證券金融経済研究所

円ドル相場と日経平均株価

（出所）野村證券金融経済研究所

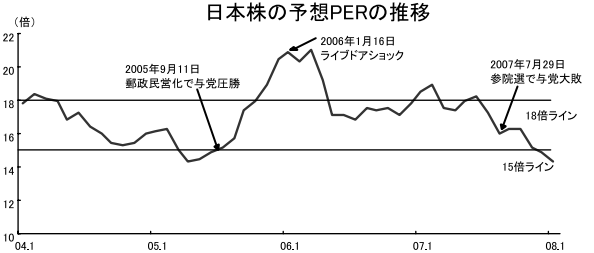
配当利回り＞長期金利、株価は底値圏

TOPIXベースEPSとTOPIX



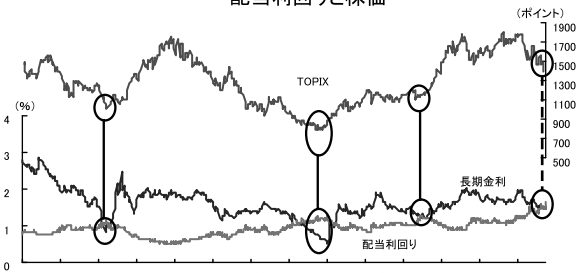
(注)TOPIXは毎年度末。
(出所)野村證券金融経済研究所

日本株の予想PERの推移



(注)予想PER＝株価÷一株当たり利益。1年後予想利益をもとに計算。
(出所)野村證券金融経済研究所

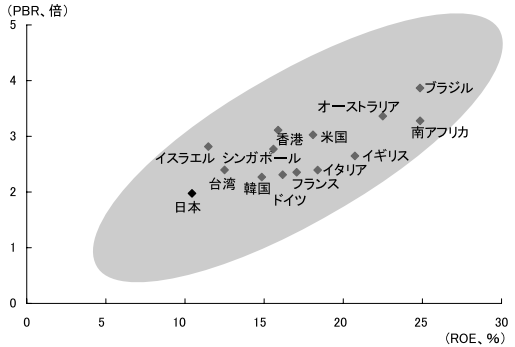
配当利回りと株価



(出所)野村證券金融経済研究所

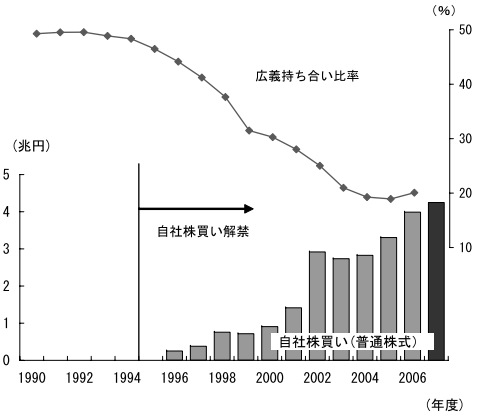
改善余地を残すROE、世界標準はもっと高い

世界各国企業のROEとPBR



（注）バリュエーションは2007年10月末
（出所）野村證券金融経済研究所作成

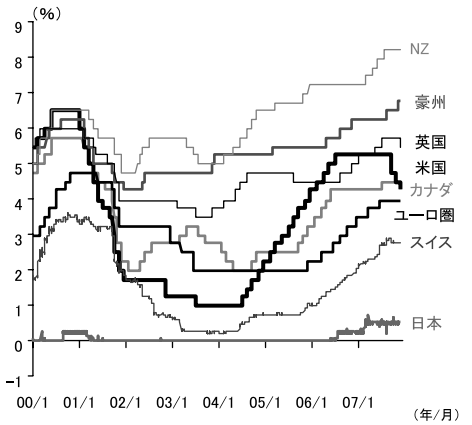
日本企業の自社株買いと持ち合い比率



（出所）野村證券金融経済研究所

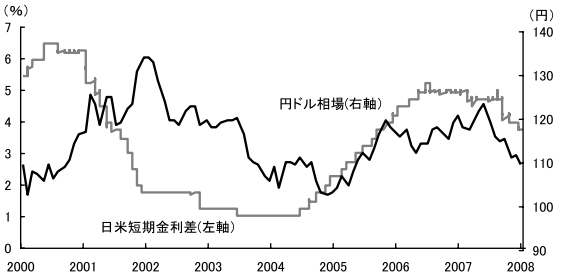
日米金利差がドルをサポート

主要国（地域）政策金利の推移



（注）各国政策金利は以下のとおり。
ニュージーランド（NZ）：オフィシャル・キャッシュ・レート
豪州：オフィシャル・キャッシュ・レート　英国：オフィシャル・バンク・レート
カナダ：翌日物銀行間金利　ユーロ圏：短期オペ最低応札金利
米国：フェデラルファンド・レート　スイス：3ヶ月LIBOR
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

日米金利差と円ドル相場



（出所）野村證券金融経済研究所作成

政治、原油価格、地政学リスクなどの留意点

5つの留意点

① 政局と財政・金融政策

② 米国大統領選挙

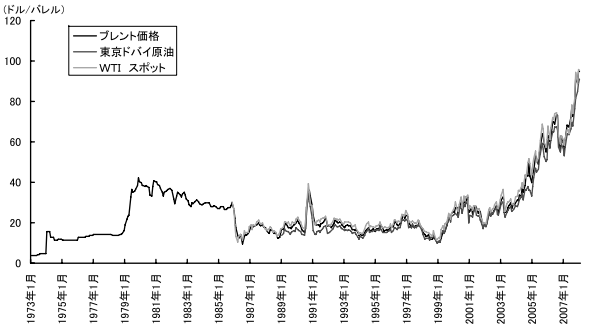
③ 原油価格の動向

④ 地政学リスク
ー 朝鮮半島、イラク・イラン情勢 ー

⑤ 新型インフルエンザ

（出所）各種資料より野村證券金融経済研究所作成

原油価格の動向



（出所）野村證券金融経済研究所作成

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
- 好調を維持する輸出加工産業
- 需給タイトな素材産業
- 好調続く資源インフレ関連
- 不可欠な海外事業拡大、国内産業再編
- 金融資産大国を生かす

（参考）業種別株価指標

NOMURA400収益動向にみる好調・堅調業種

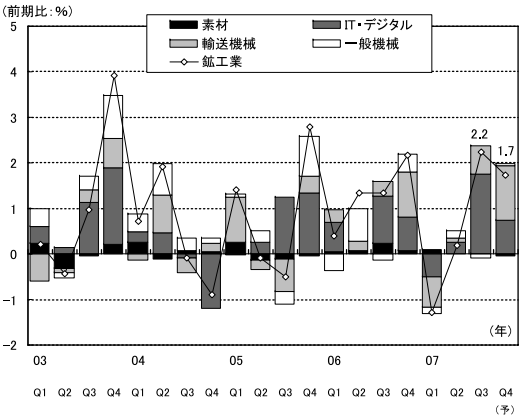
業種別経常利益見通し（連結ベース）

（単位：%）

	06年度 伸び率	07年度（予） 伸び率	（前回）	08年度（予） 伸び率
NOMURA 400	6.6	10.1	(10.2)	9.6
NOMURA 400（除く金融）	10.9	10.7	(10.6)	8.3
製造業	11.5	13.8	(13.7)	8.1
素材	12.2	4.9	(5.1)	1.7
加工	12.6	19.0	(18.7)	11.0
非製造業	0.9	5.3	(5.8)	11.6
非製造業（除く金融）	9.8	4.5	(4.5)	8.7
化学	11.8	4.6	(4.8)	3.8
鉄鋼・非鉄	13.0	5.4	(5.5)	-2.1
機械	26.4	19.8	(16.5)	19.3
自動車	5.8	13.4	(13.5)	10.1
電機・精密	17.3	25.7	(26.3)	9.0
医薬・ヘルスケア	6.5	17.2	(17.2)	5.6
食品	5.4	3.0	(3.0)	7.2
家庭用品	5.3	**-0.7**	(-1.2)	11.1
商社	35.0	7.7	(7.7)	11.2
小売り	6.8	**-0.3**	(2.3)	10.6
サービス	-3.8	**-0.3**	(0.1)	10.8
ソフトウェア	36.9	48.5	(48.5)	19.8
メディア	8.3	2.8	(2.8)	10.9
通信	-5.6	17.6	(17.6)	-1.0
建設	-8.3	**-16.7**	(-16.7)	9.6
住宅・不動産	18.1	4.6	(4.6)	8.2
運輸	8.1	19.4	(17.0)	6.7
公益	4.3	**-44.3**	(-43.9)	16.2
金融	-11.5	6.7	(8.2)	16.5

（注）連結子会社は控除して集計している。2008年1月10日時点。
前回は07年12月3日時点。
（出所）野村證券金融経済研究所

鉱工業生産の業種別内訳

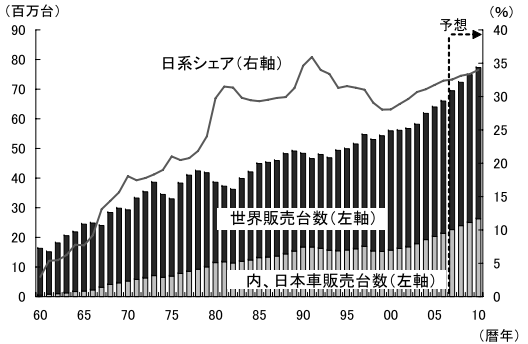


（注）直近2ヶ月は製造工業生産予測調査に基づく試算値。実現率、予測修正率による調整を行っている。素材は、鉄鋼、非鉄、化学。

（出所）経済産業省資料より野村證券金融経済研究所作成

好調を維持する輸出加工産業

日系自動車メーカーの販売台数と世界シェア



（出所）日本自動車工業会データ等を基に野村證券金融経済研究所作成

世界テレビ需要のディスプレイ別予測

（暦年）	05	06	07予	08予	09予
					（千台）
世界テレビ出荷数量	186,288	189,590	190,000	201,700	209,300
（前年比：%）	(1.7)	(1.8)	(0.2)	(6.2)	(3.8)
ディスプレイ別					
CRT	154,930	130,000	101,200	83,800	68,000
（前年比：%）	(−6.6)	(−16.1)	(−22.2)	(−17.2)	(−18.9)
（構成比：%）	(83.2)	(68.6)	(53.3)	(41.5)	(32.5)
LCD	21,167	46,000	75,000	103,700	127,000
（前年比：%）	(141.5)	(117.3)	(63.0)	(38.3)	(22.5)
（構成比：%）	(11.4)	(24.3)	(39.5)	(51.4)	(60.7)
PDP	5,878	9,290	11,000	12,800	13,500
（前年比：%）	(108.7)	(58.0)	(18.4)	(16.4)	(5.5)
（構成比：%）	(3.2)	(4.9)	(5.8)	(6.3)	(6.5)
RPTV	4,314	4,300	2,800	1,400	800
（前年比：%）	(−23.5)	(−0.3)	(−34.9)	(−50.0)	(−42.9)
（構成比：%）	(2.3)	(2.3)	(1.5)	(0.7)	(0.4)

（注）CRTはブラウン管TV、LCDは液晶TV、PDPはプラズマTV、PPTVはリアプロTV
（出所）ディスプレイサーチ集より野村證券金融経済研究所作成

需給タイトな素材産業

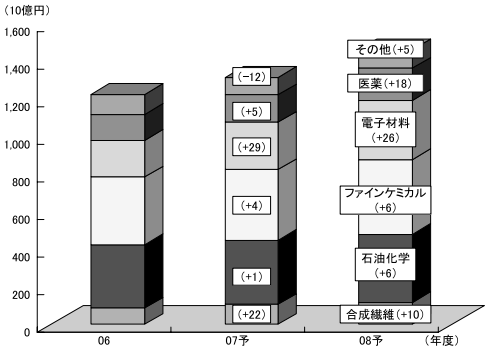
中国の鋼材需給見通し

（千トン）

	粗鋼生産	鋼材生産	見掛け消費	消費－生産	鋼材輸入	鋼材輸出
01	150,871	160,676	173,156	12,480	17,220	4,740
02	181,552	192,183	211,223	19,040	24,490	5,450
03	220,115	235,816	266,874	31,058	37,169	6,111
04	269,261	295,547	311,708	16,161	29,238	13,077
05	348,061	369,333	375,028	5,695	26,010	20,315
06	421,569	466,993	443,699	**−23,294**	18,486	41,780
07予	480,000	530,000	496,000	**−34,000**	16,000	50,000
08予	520,000	570,000	540,000	**−30,000**	15,000	45,000
09予	550,000	600,000	570,000	**−30,000**	15,000	45,000
10予	575,000	625,000	600,000	**−25,000**	15,000	40,000

（注）予想は野村證券金融経済研究所
（出所）日本鉄鋼連盟「海外鉄鋼市場の動き」より野村證券金融経済研究所作成

化学セクター：部門別営業利益の推移

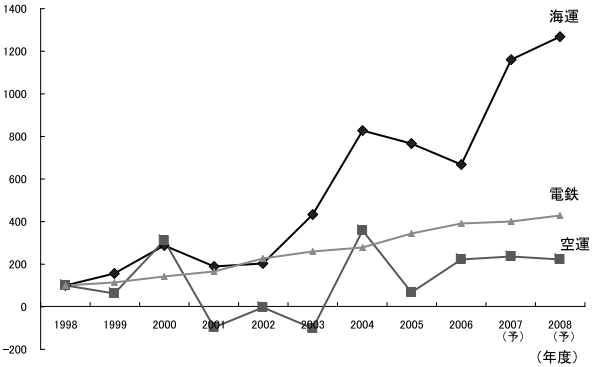


（出所）野村證券金融経済研究所

好調続く資源インフレ関連

商品市況と商社セクター株価

運輸セクター：部門別営業利益の推移



（出所）野村證券金 融経済 研究所

（注）各指数は直近のCRB指数の安値である10月3日を100として算出。

ただし、商社セクターの相対株価は、時差を考慮して10月4日を100としている。

（出所）Bloomberg、CRB、野村證 券金融 経済研 究所作 成

不可欠な海外事業拡大、国内産業再編

2020年の世界実質GDP予測（05年ドルベース）

単位：兆米ドル

	2005年	2010年	2015年	2020年
日本	4.6	5.2	5.8	6.4
中国	2.3	4.0	7.2	9.9
米国	12.6	14.6	16.8	19.3
EU	12.8	14.0	15.3	16.7
アジア主要国計	8.4	11.2	15.5	19.5

（出所）野村證券金融経済研究所

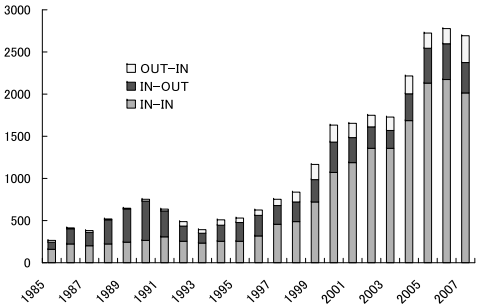
NOMURA400の地域別営業利益構成比（2006年度）

(%)

	日本	北米	アジア	欧州	その他の地域
NOMURA 400	71.1	11.7	9.8	4.9	2.6
製造業	66.6	13.1	11.5	5.7	3.2
素材	61.9	5.3	18.2	4.6	10.1
機械	70.7	8.9	10.5	9.3	0.6
自動車	54.5	26.5	10.7	6.4	1.8
電機・精密	78.0	5.0	12.0	4.6	0.4
医薬・ヘルスケア	74.0	17.0	1.8	7.2	0.0
非製造業	82.9	7.9	5.2	2.9	1.0
小売り	88.7	7.3	4.0	0.0	0.0
情報	87.9	3.5	0.0	8.1	0.4
公益・インフラ	83.8	7.2	5.1	2.8	1.1
金融	81.6	8.6	5.8	2.9	1.1

（出所）野村證券金融経済研究所

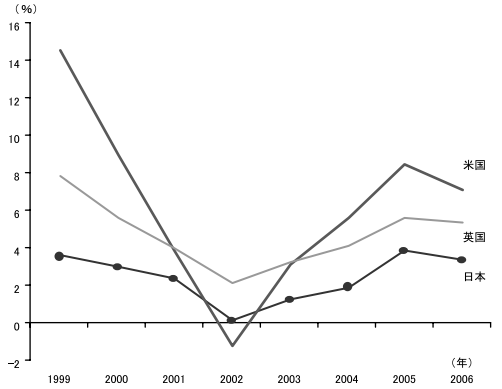
日本のM&Aの形態別件数



（注）2007年は1-11月実績の年率換算値
（出所）レコフ資料より野村證券金融経済研究所

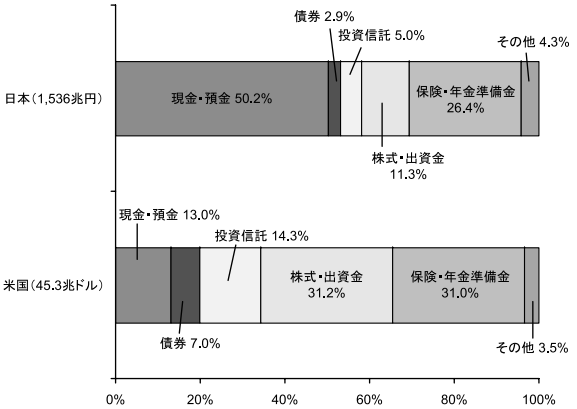
金融資産大国を生かす

日本・米国・英国の個人金融資産収益率の試算



（注）1.3年移動平均値。
2.国民所得統計における家計部門の利回り・保険金収入を株式・出資金を除く家計金融資産で除した収益率を試算し、株式収益率（代表的株価指数上昇率+国民所得統計上の配当収入/家計保有の株式・出資金）との加重平均値（ウェイトは株式・出資金比率とその他の資産）を計算。
3.日本の財産所得は06年1-3月期までしか公表されていないため、独自に季節調整を施した上で、同期の収益率を元に試算。
4.財産所得から賃貸料収入は控除。
5.株価上昇率の計算にはTOPIX、S&P500、FTSE100を用いた。
（出所）内閣府、日本銀行、米国商務省、米国連邦準備制度理事会、英国統計局、トムソン・データストリームより野村證券金融経済研究所作成

日米の個人金融資産の内訳（07年9月）



（出所）日銀「資金循環勘定速報」、FRB「Flow of funds accounts of United States」データより野村證券金融経済研究所作成

（参考） 業種別株価指標

		連結EPS				連結CFPS			連結BPS	連結PER				連結PCFR			連結PBR	配当利回り				連結ROE			
		06年度	07年度 予想	08年度 予想	09年度 予想	07年度 予想	08年度 予想	09年度 予想	06年度	06年度	07年度 予想	08年度 予想	09年度 予想	07年度 予想	08年度 予想	09年度 予想		06年度	07年度 予想	08年度 予想	09年度 予想	06年度	07年度 予想	08年度 予想	09年度 予想
										倍	倍	倍	倍	倍	倍	倍	倍	%	%	%	%	%	%	%	%
	NOMURA 400	51.8	59.9	66.0	72.3	－	－	－	693.6	21.6	15.6	14.2	12.9	－	－	－	1.61	1.13	1.62	1.82	2.01	9.3	9.9	10.1	10.3
特殊分類	NOMURA 400(除く金融)	48.6	55.2	60.2	65.9	114.3	121.2	127.9	592.0	21.1	15.9	14.5	13.3	7.7	7.2	6.8	1.73	1.16	1.64	1.83	2.01	10.1	10.5	10.5	10.7
特殊分類	製造業	58.3	68.2	73.1	79.7	130.9	139.3	147.5	694.6	20.5	14.9	13.9	12.7	7.8	7.3	6.9	1.72	1.16	1.68	1.89	2.10	10.3	11.1	10.9	10.9
特殊分類	素材	54.2	60.3	59.2	62.3	118.7	122.4	126.7	558.5	17.1	13.0	13.2	12.6	6.6	6.4	6.2	1.66	1.18	1.60	1.63	1.68	12.5	12.2	10.9	10.5
特殊分類	加工	61.4	73.4	82.0	90.2	144.6	155.8	166.2	755.2	20.4	14.2	12.7	11.6	7.2	6.7	6.3	1.66	1.14	1.73	2.02	2.29	10.2	11.1	11.4	11.4
特殊分類	非製造業	47.2	53.8	61.7	67.8	－	－	－	730.3	23.1	16.6	14.5	13.2	－	－	－	1.50	1.09	1.54	1.72	1.89	8.1	8.7	9.3	9.5
特殊分類	非製造業(除く金融)	5.6	6.0	6.8	7.5	14.4	15.1	15.9	71.3	22.3	18.0	15.9	14.4	7.5	7.1	6.8	1.75	1.16	1.57	1.70	1.83	9.5	9.4	9.9	10.1
大業種分類	素材	11.7	13.0	12.8	13.5	25.7	26.4	27.4	120.7	17.1	13.0	13.2	12.6	6.6	6.4	6.2	1.66	1.18	1.60	1.63	1.68	12.5	12.2	10.9	10.5
大業種分類	機械・自動車	10.9	12.4	13.8	15.1	21.3	23.2	25.0	111.9	17.1	12.4	11.1	10.1	7.2	6.6	6.1	1.67	1.30	2.07	2.48	2.88	12.5	12.8	12.9	12.8
大業種分類	エレクトロニクス	4.6	6.1	6.9	7.6	14.7	15.6	16.4	76.2	27.0	17.4	15.6	14.1	7.3	6.8	6.5	1.64	0.94	1.30	1.45	1.57	7.4	9.1	9.4	9.7
大業種分類	消費・流通	6.3	7.2	7.9	8.6	11.7	12.7	13.4	72.4	21.6	16.9	15.6	14.3	10.5	9.7	9.2	1.88	1.26	1.64	1.82	1.98	10.0	10.6	10.7	10.8
大業種分類	情報	3.8	4.7	5.2	5.8	14.0	14.1	14.8	46.9	26.7	21.1	19.0	17.1	7.1	7.0	6.7	2.18	1.15	1.54	1.78	2.02	8.3	10.0	10.3	10.6
大業種分類	公益・インフラ	6.8	6.1	7.1	7.9	17.6	18.5	19.5	105.8	24.5	20.7	17.9	15.9	7.2	6.8	6.5	1.56	1.08	1.52	1.53	1.57	8.7	7.4	8.0	8.5
大業種分類	金融	4.4	5.6	6.6	7.2	－	－	－	94.6	24.8	14.4	12.4	11.3	－	－	－	1.16	0.96	1.48	1.76	2.02	6.3	7.8	8.5	8.6
中業種分類	化学	10.0	11.5	11.3	12.1	24.2	25.2	26.5	116.6	18.6	13.9	14.2	13.3	6.6	6.4	6.1	1.60	1.13	1.47	1.50	1.50	11.0	11.0	9.9	9.8
中業種分類	鉄鋼・非鉄	16.1	17.0	16.8	17.2	29.6	29.8	30.1	132.1	14.8	11.4	11.5	11.3	6.5	6.5	6.4	1.81	1.27	1.86	1.89	2.03	16.0	14.9	13.2	12.2
中業種分類	機械	8.7	10.4	12.0	13.3	17.0	19.0	20.5	107.0	22.6	15.8	13.7	12.4	9.7	8.7	8.0	1.84	1.02	1.50	1.69	1.82	10.2	11.1	11.7	11.8
中業種分類	自動車	11.8	13.2	14.5	15.9	23.1	25.0	26.9	114.2	15.5	11.3	10.2	9.4	6.5	6.0	5.5	1.60	1.42	2.32	2.82	3.35	13.4	13.4	13.3	13.2
中業種分類	電機・精密	4.6	6.1	6.9	7.6	14.7	15.6	16.4	76.2	27.0	17.4	15.6	14.1	7.3	6.8	6.5	1.64	0.94	1.30	1.45	1.57	7.4	9.1	9.4	9.7
中業種分類	医薬・ヘルスケア	6.2	7.8	8.2	8.9	9.8	10.2	11.0	72.5	25.6	17.7	16.9	15.5	14.1	13.6	12.6	2.18	1.41	2.01	2.27	2.52	9.8	11.8	11.4	11.5
中業種分類	食品	4.7	5.0	4.8	5.5	11.0	12.1	12.6	72.7	29.8	26.1	26.9	23.5	11.8	10.8	10.4	1.91	0.89	1.10	1.15	1.22	6.8	7.1	6.6	7.2
中業種分類	家庭用品	4.3	4.5	4.7	5.1	8.9	9.2	9.6	59.2	27.4	24.1	23.1	21.1	12.2	11.8	11.2	1.97	1.27	1.57	1.71	1.89	8.1	8.0	7.9	8.2
中業種分類	商社	27.6	32.9	37.2	39.5	44.7	49.4	52.3	186.9	11.6	9.5	8.4	7.9	7.0	6.3	6.0	1.71	1.53	1.96	2.21	2.36	16.4	16.8	16.5	15.4
中業種分類	小売り	3.5	3.5	4.1	4.6	6.8	7.7	8.1	51.0	25.8	21.3	18.2	16.5	11.1	9.9	9.3	1.79	1.05	1.34	1.48	1.62	8.9	8.2	9.0	9.3
中業種分類	サービス	3.0	3.3	3.7	4.2	8.0	8.6	9.1	55.3	27.8	22.1	19.9	17.5	9.2	8.5	8.1	1.48	1.39	1.65	1.77	1.89	6.1	6.6	7.0	7.6
中業種分類	ソフトウェア	3.0	4.1	5.1	5.9	5.2	6.1	6.9	18.6	31.1	27.8	22.4	19.3	22.2	18.9	16.6	5.02	1.64	1.86	2.21	2.57	12.4	17.0	18.9	19.6
中業種分類	メディア	3.3	3.9	4.1	4.5	6.9	7.2	7.5	88.7	32.9	20.3	19.3	17.9	11.6	11.2	10.7	1.21	0.95	1.38	1.41	1.51	4.6	5.8	5.9	6.1
中業種分類	通信	4.0	4.8	5.0	5.4	19.6	19.3	19.8	57.3	23.8	17.6	16.7	15.5	4.3	4.3	4.2	1.68	0.92	1.30	1.51	1.68	8.3	9.2	9.0	9.0
中業種分類	建設	4.7	3.9	4.5	4.9	6.4	6.9	7.4	137.0	23.4	21.0	18.4	16.7	12.8	11.8	11.1	0.80	1.35	1.68	1.68	1.72	4.7	3.8	4.2	4.5
中業種分類	住宅・不動産	6.9	7.5	8.0	8.5	11.6	12.2	12.7	124.1	32.7	20.6	19.4	18.3	13.4	12.8	12.3	1.82	0.67	1.14	1.15	1.17	8.6	8.5	8.5	8.4
中業種分類	運輸	6.8	8.7	9.2	9.7	20.6	21.5	22.4	74.2	21.7	14.9	14.1	13.3	6.3	6.0	5.8	1.99	0.93	1.28	1.35	1.41	11.0	12.6	12.1	11.6
中業種分類	公益	7.3	2.7	4.7	6.4	22.4	23.9	25.3	123.4	21.9	43.4	25.1	18.3	5.3	4.9	4.6	1.30	1.62	2.18	2.12	2.12	8.4	3.0	5.1	6.8
中業種分類	金融	4.4	5.6	6.6	7.2	－	－	－	94.6	24.8	14.4	12.4	11.3	－	－	－	1.16	0.96	1.48	1.76	2.02	6.3	7.8	8.5	8.6

（注） 株価は08年1月10日終値。