

新年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。

この数年、一月のこの時期に、皆さんにお話をさせていただく機会をつくっていただいております。高橋理事長には、証券業協会におられたところからさまざまにお世話になっておりまして、今回も、昨年の秋に、一月のこの時期にぜひ講演をということでお電話いただきました、お引き受けさ

せていただいた、こういった次第でございます。時間も限られておりますので、早速本論に入らせていただきたいと思ひます。

なかなか難しい新年を迎えております。一年前にも多少そういう可能性は見え隠れしておりましたが、ここまで問題が深刻化すると思われておりませんでしたし、多くの方がそこまで予測していませんかったというところでございます。どうしてここまでの事態になったのかということ、また、この不況がいつ終わって、どういう格好で回復が始まるのかということ、回復が始まって、金融危機の

後の世界はどうなるのかというようなことについて、前半でお話したいと思っています。

最近では、輸出立国そのものが歴史的な使命を終えたのではないかと、内需拡大に大きくかじを切るべきではないかと、百家争鳴といえますが、さまざまな意見が出ておりますが、そのあたりについても私が今思っていることについて少しお話を申し上げたい、かように思っております。

【内外の経済見通し】

一、過剰流動性と過大なレバレッジ等問題

それでは、お手元のレジュメの二ページ目と三ページ目（巻末資料参照。以下同じ。）のところに

今回の金融危機の背景を少し整理してございますので、そこから話を実質的に始めさせていただきますと思います。

三つぐらいの背景があったかと思えます。この種のことというのは、事前に、どのタイミングで悪化するのか、バブルがはじけるのかというのはなかなかわからないわけであります。後知恵で整理をしているという感じが非常に強くなってしまつて、私自身も余り釈然とはしていないのでありますけれども、一応整理をした上でないと予測ができませんので、少し立ち返って見てみるとこういうことでございます。

①過剰流動性の問題

まず、バブルの背景には常に過剰流動性が関連してきたのは古今東西を問わないということございまして、今回もそれが一番目の大きな背景に

なっているんだと思います。

今回の過剰流動性というのは、グリーン스パン自身はかなり金融を緩め過ぎたという部分ももちろんあったかと思いますが、それ以上に、中国とか中東の余剰資金が米国に一極集中的に向かつて必要以上に長期金利が下がった、こういう二ページの左側の構図、これが大きな背景の一番目としてあったのではないかと思います。米国は、二〇〇四年にはグリーンスパン前議長のもとで金融の引き締めを再開いたしましたが、その後も長期金利はなかなか上がらない、むしろ相対的にはさらに下がる、こういう状況でございまして、これが住宅価格の上昇、バブル化に一役買ってしまった、こういうことがあったと思います。

②金融監督の問題

二つ目は、金融監督の問題が絡んでいたんだと

思います。一九九九年、思い起こしますと、今から九年ぐらい前ではありますが、一九二九年恐慌を教訓として、銀行と証券の業際を分けるということをやアメリカも長くやってまいりましたが、九九年にそれを撤廃して、銀行、証券、保険、相互参入可能ということになったわけであります。しかし、金融監督そのものはその後も余り刷新されなかったということでありまして、十分な監督がなされていなかった。また、格付機関の格付の問題等、極めてずさんなことも重なって、これを防止できなかったということがあったと思います。

③アメリカの金融機関のレバレッジの問題

それから、三つ目に、その絵にありますように、アメリカの金融機関のレバレッジ等の問題でございします。そこにありますように、大体二〇〇四年ぐらいから、特に「証券上位三社」と書いて

ありますが、公開資料でございますので、名前を申し上げても別に差し支えないと思いますが、モルガン・スタンレーとメリルリンチとゴールドマン・サックス、この三社の総資産を株主資本で割ったレバレッジを載せてございます。二〇〇四年ぐらいからぐんぐんと高くなりまして、二〇〇七年には、三〇倍を超えるというような状況に三社中の二社は立ち至ったということでございます。また、銀行上位三社も、シティとJPモルガンとバンクアムでございますけれども、二〇倍ぐらいまで高めていった銀行が出てきたということでもあります。

さまざまなアービトラージ、それから、レバレッジの拡大というようなことをやって利益をどんどん追求していったということでございます。過剰流動性と金融監督の問題と銀行、投資銀行等の経営の問題と三つが重なる形でこのバブル

的な状況が進行し、それが破裂した、こういう格好になっているのだと思います。

二、始まった米国過剰消費体質の 是正

その裏側で実物経済がどうだったかということでございますが、三ページであります。

左側にアメリカの貯蓄率をとってございます。米国の貯蓄率は、九〇年前後ぐらいからずっと下がってきていたわけですが、一番ひどく貯蓄率が下がった時期が二〇〇五年八月から一〇月でございます。住宅価格は上昇する、株価は上昇するということで、資産価格がどんどん上がって個人が極めて豊かになったような状況になり、ほとんどすべての所得を消費してしまう、むしろマイナスの貯蓄率になった、こういう時期が二〇〇五

年八月から一〇月にございました。これの過剰消費の是正というのが裏側で昨年来進行してきている、こういうことでございます。そういった意味では、金融の過剰流動性、さらに信用バブル、アメリカの過剰消費体質の行き過ぎとその是正、こういう格好で事態が悪化してきている、こういうことでございます。

特にリーマン・ブラザーズが破綻した昨年の九月以降、この逆回転が極めて急速に起きておりまして、三ページの右側にありますように、ISMの景気指数は、製造業、非製造業とも、九〇年不況とか二〇〇一年不況をさらに超えて、八〇年代初頭の不況時ぐらいいまで悪化しておりますし、失業保険の申請件数、毎週労働省から発表されておりますが、これも、九〇年不況、二〇〇一年不況を超える格好で失業が急増している、こういうことでございます、明らかに行き過ぎと急

激な修正が起きているということでもあります。

三、大規模な政策対応で世界デフレ化は回避か

さて、これからどうなるかということですが、四ページを見ていただきたいと思います。

まず、一つ考えなければいけないのは、これを機に、米国の経済が九〇年代の日本のように、超長期の不況、すなわち、ゼロ成長が五年も一〇年も続くという状況に至るのかどうか。その結果として、世界全体がデフレに陥るのかどうかということが極めて重要な問題点ということになります。そのリスクもちろん多少はあると思っておりますが、現時点では、世界デフレ化というところまでは考えておりませんで、ぎりぎりそこは何とか回避する、こういうシナリオというか見立てでお

ります。

世界デフレ化を防ぐためには、相当大幅な金融支援と財政・金融政策の面での景気刺激策が必要だろうと思いますが、四ページの左側に整理いたしましたように、米国、日本、イギリス、ドイツ、フランス、中国、こういうところで金融危機対策と景気対策というものが打ち出されてきておりまして、もちろんまだ法案の審議過程、日本はまさにそういう状況であります、それらも含めて、そこにありますような形で金融支援策と財政刺激策が出てきております。

米国でいきますと、七〇兆円（七〇〇〇億ドル）、今の為替レートは九〇円でありますので、六三兆円という言い方のほうが正確なのかもしれませんが、七〇〇〇億ドルの金融支援策に加えて、一月二〇日にオバマ新政権が誕生いたします。そこでは一応八五〇〇億ドルと書いておきま

したが、これより若干小さいかもしれませんが、相当な規模の財政刺激策がなされるという格好であります。

F R Bも異例の対応策をとっております。日本の場合、日本銀行が量的緩和に踏み切ったのはバブル崩壊後一〇年ぐらいたってからでございますが、F R Bは、アメリカのバブルが崩壊したのが一昨年の八月のパリバシヨックあたりだと思いますと、そこから一年強、リーマン破綻から一カ月、二カ月でバランスシートを倍以上にさせて、事実上の量的緩和政策に踏み切ってきているという格好になっております。連銀のバランスシートは、リーマン破綻直前が八〇〇〇億ドルに対して、現在は二兆ドルを超えるということであります。

この間、F R Bの元理事でブッシュ大統領の経済補佐官をしていましたリンゼイ博士が日本に

来たときにちよつと意見交換をする機会があったんですが、リンゼイさんは、恐らく、四兆ドルから五兆ドルぐらいまでFRBはバランスシートを拡大して流動性の供給等を図っていくということをいつておりまして、二兆ドルもまだ道途上、こういう感じであります。

幸いにバーナンキ議長は世界恐慌の研究者でございまして、また、九〇年代の日本を反面教師にして、日本のような長期経済停滞に陥らない、デフレに陥らないためにどうするかということさまざまな政策を練り出しています。これに加えて、日本、イギリス、ドイツ等々の金融危機対策、景気対策、及び中国、これも後でお話しいたしますが、かなり大規模な財政刺激策をとろうとしておりまして、それらを通じて何とか世界デフレは防いでほしいし、ぎりぎり回避できるのではないかと現状思っています。

四、米国経済の回復は二〇一〇年 半ばから

それでは、ぎりぎり回避するとして、米国経済は一体いつごろから回復が始まるのかということについてでございますが、五ページに進んでいたきたいと思います。

私どもの中にもいろんな意見がございまして、年内から景気回復が始まるという見立てはほとんどないのでありますが、二〇一〇年の初頭ぐらいという見方から、二〇一〇年もかなり押し詰まって、二〇一一年に近いという意見ももちろんあります。二〇一〇年半ばぐらいからというのが私どもの研究所のほぼ平均的な意見かなということでございます。二〇一〇年半ば、こういう格好にしております。

二〇一〇年半ばから回復が始まる、逆にいうと、そこまでなかなか回復の見通しが立たないと考えている理由が三つぐらいございます。

一つは、今回のアメリカの経済調整の大根つこのところに住宅価格の調整ということがございます。

住宅価格は一体いつごろ底をつけるのかということがかなり強く関係してくるだろうということ、五ページの左側には住宅価格の先行き見通しを書いてございます。今後のオバマ政権の中でどの程度思い切った住宅の借り手保護策が出てくるかによって、時期については多少前倒しもあり得る状況かとは思いますが、今のところ、よく使われておりますS & Pケース・シラーの住宅価格の先物指数は、一月七日時点でも、やはり二〇一〇年の半ば以降に底入れ、こういう格好になっております。住宅価格は既に高値から二〇%以上下げ

ておりますが、あと追加的に一〇%ぐらい下げて、ようやく来年、二〇一〇年の半ば、後半に底入れをする、こういう感じになっているというのが一つの理由として挙げられます。

二つ目の理由は、私どものエコノミストが、一九七〇年以降、住宅価格が三年間で二割以上下がった、いわゆる住宅バブルの崩壊という事例を世界中で調べてみて、大体どのぐらいの経済調整が平均的に観測されたのかということを調べてみたものが五ページの右側のグラフでございます。

点線はその平均値でございます。ここで使っている事例というのは一三ほどございます。当然、日本がありますし、イギリス、スペイン、イタリア等、一三ぐらいの事例がございまして、これの平均が、住宅価格のピークから、ざっと一二・四半期、丸三年間ぐらいゼロないしマイナス、こういう実績になっております。実線の部分に見られ

ますように、輸出の影響を除きますと、米国もその跡をなぞるような形になっております。米国の住宅価格のピークは二〇〇六年の第四・四半期でございますので、丸三年という二〇〇七年、二〇〇八年、二〇〇九年、今年いっぱいかかる、こういうことでございます。かつ、リーマンを破綻させたという政策ミスも加わっておりますので、二〇一〇年の半ばぐらいというのが、こういう過去の事例からいっても一つの考え方になるのかなというのが二つ目の理由でございます。

三つ目は、先ほどこちよと御紹介した貯蓄率の問題でございます。米国の家計は初めてみずからのバランスシートの調整を余儀なくされていて、アメリカ人というのは、特に九〇年代以降顕著だったんですけれども、借金して消費するのが当たり前、こういうことが長く消費行動として続いておりましたが、どうやら今回はさすがにそれ

が難しくなってきたということ、恐らく貯蓄率が五%とか六%とか戻ってきて、ようやく消費意欲が戻ってくるのかなと思います。

例えば話でいうと、米国経済は暴飲暴食の結果、相当ひどく胃腸を壊して、とてももう消費できない、消費する意欲がない。胃腸が治って何とか消費が始まる、貯蓄率が五%を超えてきて普通に消費ができるようになるのにかなり時間がかかる、やはり二〇一〇年の半ばぐらいになるのかな、こういうことでございます。

米国は、大体一〇〇〇兆円ぐらいの名目所得に対して一〇〇〇兆円の消費をして貯蓄率ゼロ、こういう状況だったわけでございまして、恐らく昨年と今年で消費は五%ぐらい減って、一〇〇〇兆円が九五〇兆円。それぐらいまで減らすと、名目所得が何とか一〇〇〇兆円維持できれば貯蓄率が上がって五%を超えてくる、こういうことござ

います。

デフレに陥って名目賃金が伸びなくなると極めて困難なことが起きてくると思うんですが、今のところ、三%ぐらいの一人当たり賃金の伸び率が続いていくということになれば、失業率が二、三%上がっても何とか名目所得は一〇〇〇兆円を維持できる。そのもとで九五〇兆円ぐらいまで消費を圧縮すれば貯蓄率が正常化してくる、こういう姿を想定しております、総合的に見て、来年、二〇一〇年の半ばぐらいから、こういう見方をしているということでございます。恐らく、半年ぐらいたつと、その辺の確からしさというのがもう少しはつきりしてくるのではないか、かように考えております。

五、大型財政出動で成長維持を目指す中国経済

それでは、他の経済はどうかということですが、六ページに進んでいただきたいと思います。

米国経済と並んで非常に大きなきを占めておりますのがお隣の中国だろうと思っております。中国経済も今や名目GDPでも四兆ドルですから、九〇円として三六〇兆円ぐらいということ、日本経済が五〇〇兆円でございますが、今の為替レートでも七掛けぐらいの規模になっております、ドイツを抜いて中国が第三位、こういう状況であります。

また、物価を調整して購買力平価で見ると、恐らく七、八〇〇兆円の経済で、日本経済よりも実

質的に大きい、米国経済に次ぐというぐらいのことでございまして、中国がどれぐらい踏ん張れるかということが世界経済を占う上で極めて重要、こういう格好でございます。

中国経済も足元はかなり減速してきておりまして、恐らく、この一―三月は輸出調整がかなり成長率を押し下げるといふ格好で、前年比六%台、悪くすると五%台ぐらいまで一時的にせよ成長率が落ちてきそうな感じでございます。特に広州とか南部、上海以上に深圳、広州が米国その他向けの輸出拠点でございますが、かなり倒産も相次いで、そこだけ見ると相当な減速に見舞われているという状況にございます。

それを何とか金融・財政政策、特に財政政策で補って、今年も、悪くても八%の成長を維持したいというのが中国政府の考え方であるわけでございします。私どもの香港のエコノミストは、年前半

は六%台ぐらいの成長に落ちる一方で、年後半は八%台、一〇―一二月ぐらいは九%ぐらいという格好で、財政政策の効果が後半には効いてきて、何とかぎりぎり八%か、八%を若干下回っても七%台後半ぐらいの成長、こういう見通しを立てておりますが、これがそのとおりうまくいくかどうかというのが極めて重要なかぎを握っているといふことだろうと思います。

需要項目別に見てみますと、六ページの左のグラフでありますが、一昨年まで、二〇〇六年、二〇〇七年と中国は二けたの成長をたどっております。ここでは、民間消費、政府消費、それから投資に加えて外需、これも大幅に成長にプラス寄与をしていたということでございますが、昨年後半から外需が減速してきて、そして、今年は逆に外需はマイナスに寄与する、こういう状況になろうとしております。

これを、公共投資を中心とした財政出動で何とか補う、こういう政策で臨もうとしているということでございます。斜線部分、中国の統計というのは、日本のように民間設備投資と公共投資と明示的に分かれておりませんで、投資がいくくりになっているんですけれども、公共投資がふえて、これが外需を何とか補うということで、著しいストック調整は何とか起こさない、こういう格好で考えているということでございます。金融政策も既に昨年の夏以降、緩和政策に転じておりまして、何としても中国政府も、国内の雇用問題等もありますので、八%を維持する、こういう格好で動いているということでございます。

ですから、多くのコンセンサス的な見通しも、政府の努力で何とか八%、ないしは若干下回っても七%台後半、ストック調整が起きないという見立てになっておりまして、我々もそう思っている

わけですが、ここが悪い方向に外れると、世界経済は中国経済という下支えさえ失うということで、さらに深刻な不況が進行することになってしまいます。この場合は、先ほど申し上げた二〇一〇年の半ばぐらいから米国経済が回復し、今年後半から中国経済が持ち直していくという中で何とかデフレ化は避けていくという見通しそのものにかかなり大きな影響を与えます。特に二月の春節後の中国の経済統計は全体を占う上でも極めて重要だ、こういうふうに思っていたく必要があるのではないかと思います。

欧州経済については特に資料は載せませんでしたが、恐らくアメリカよりも回復はおくれることになるだろうと思います。それは、ECB（欧州中央銀行）の金融政策がFRBほど大胆ではない。それから、残念ながら、欧州には統合的な政府がないということがございます。金融問題は、

アメリカはかなりもう表に出て、あとはどうやって修復するかということですが、ヨーロッパは九〇年代の日本に似たところがございまして、損失がやや水面下に隠れているということもございしますので、恐らくアメリカよりもヨーロッパの景気回復がおくれる、二〇一一年ぐらいに入ってからようやく回復が始まるというぐらいの感じだろうと思っています。

ただ、この後お話をする日本経済は米国と中国の影響力が非常に強いですから、この二つ、米国が二〇一〇年の半ば、中国が二〇〇九年の後半というようなことを受けて、七ページになります。日本経済は二〇〇八年度、二〇〇九年度と二年連続マイナス成長の後、二〇一〇年度から回復する、こういう見通しでございます。

六、日本経済も後退局面入り

二〇一〇年度からの回復を予想

そこで、日本経済の見通しでございますが、七ページの左側が日本経済の予測表でございます。

今年度が実質成長率でマイナス一・五%、来年度がマイナス一・一%としてございます。現在国会で審議中の第二次補正予算と二〇〇九年度通常予算でGDPを大体〇・八%程度押し上げる経済対策が組まれておりますが、それらを考慮しても二〇〇九年度のマイナス成長は避けがたい、こう思っております、二年連続のマイナスと見ております。

七ページの右側に図が出ておりますが、過去、いざなぎ景気を超えたといわれる二〇〇二年以降、二〇〇七年まで続いた六年間にわたる景気拡

大も、圧倒的に輸出と設備投資に支えられたものでございます。そこに輸出寄与度と設備投資寄与度を載せてございますが、二〇〇三年、二〇〇四年、二〇〇五年、二〇〇七年と数年にわたって続いた二%を超える成長は、すべて輸出と設備投資で支えられていたということでございます。この世界不況は日本経済を真つ向から不況に突き落とす格好になっているということです。

それが端的に出ておりますのが、左の表の中段にございます鉱工業生産でございます。今年度がマイナス七・四%、来年度がマイナス一〇・五%ということ、生産が二年間でおおむね二〇%ぐらい低下する、こういう格好になっております。昨年の一〇—十二月は、七—九月と比べて一〇%以上生産が四半期で落ちた模様でございます。

私は、先ほど高橋さんの御紹介にもありましたように、七五年からアナリストの仕事をしており

ますが、過去、四半期で一〇%以上生産が落ちたというのは経験がございませんで、戦後初めてのことだと思えます。それに最も近いのが一九七五年の一—三月の第一次オイルショックの後です。

四半期でマイナス六・七%という数字がございましたが、それをはるかに超えた落ち込みになっております。かつ、この一—三月も、一〇—十二月と比べてさらに一〇%ぐらい生産が落ち込みそうな状況になっているということでもあります。いかにこの世界不況の影響が、日本のグローバル企業の生産調整を通じて日本経済に悪影響を与えているかというところが出てくるかと思えます。

こういったことを通じて、輸出貿易立国モデルそのものが崩壊したのではないか、こういう議論さえ出てきているわけですが、これはやや極端な話かなと思っております。その辺については、後でまたまとめてお話ししたいと思っています

す。

七、原油価格の下落、経済対策の実施は下支えに留まる

一方で、八ページになりますが、原油価格が大幅に下がっている。これは、中東諸国等から原油を輸入している日本にとっては相当なプラスではないかということがよくいわれるわけでありまして、実際そういう側面があるわけでありますが、それを考慮したとしても、先ほど申し上げたぐらゐのマイナス成長はやはり避けられない、こう思っています、下支えにとどまるというのはそういう意味であります。

経済対策も、八ページの右側に書いておきましたが、第二次補正予算、それから、二〇〇九年度通常予算等で〇・八%ほど実質成長率を押し上げ

ると見込まれる経済対策が組まれております。これを織り込んでも先ほど申し上げたぐらゐの状況、こういうことでありまして、これをもって経済を回復させるのはなかなか難しく、やはり米国が回復する、中国が持ち直す、そして輸出が持ち直すということを通じないと日本経済はなかなか回復してこないというのが率直な現実である、こういうことでございます。

八、もう一段進む国内産業再編

それでは、日本経済はこの先、どういうことに留意して見ておく必要があるのかということでございますが、九ページをごらんいただきたいと思えます。

まず、短期的に注意しないといけないことは、残念ながら、デフレ的な状況が再燃してくるとい

うことでございます。

九ページの左側にGDPギャップと物価動向をお示ししたグラフを載せてございます。点線がGDPギャップで、実線が消費者物価の動きでございます。GDPギャップが最も広がってデフレスパイラルが懸念されたのが二〇〇一年の末でございます。このグラフは、物価と合わせるために一年間右方向にずらしておりますので、図では二〇〇二年の末がGDPギャップが最も大きくなっておりますが、一年、後ずらししておりますので、実際のところは二〇〇一年の末、ここが最も需給ギャップが広がってマイナス六%近い。ですから、五〇〇兆円の経済で二五兆円から三〇兆円ぐらい需要不足・供給超過という状況だったわけがあります。

二〇〇二年以降、先ほど申し上げましたように、輸出好調、設備投資好調という中で、二%な

いは二%を超える成長を六年間にわたって続けてきた結果として、GDPギャップが二〇〇七年にはゼロまで戻ったため、何とかデフレから脱却できるのではないかと期待されました。株式市場でも、二〇〇五年から二〇〇六年、二〇〇七年ぐらいにかけて、日本経済はいよいよデフレ脱却だということで、デフレ脱却期待で外国人投資家が日本株を買うということが起きたわけでありますが、残念ながらそれは期待にとどまってしまいまして、もう一度需給ギャップが悪化する、こういう状況に入ってしまったということでございます。二〇一〇年にかけてマイナス四%ぐらいまで再び需給ギャップが悪化するのではないかと。そうすると、ほぼ軌を一にするような形で物価が再度マイナスに転じていくということでございまして、デフレっぽくなってくるということでございます。

したがって、輸出産業から景気悪化が進んでおりますが、国内の物価情勢が徐々に悪化してまいりますので、国内産業もややデフレ圧力に悩まされるという状況がここから数四半期、一年余り続く、こういうふうに考えられます。当然ながら、これは、二〇〇一年、二〇〇二年にかなり大きく国内産業の再編が起きたわけでありますが、もう一段これを促すことになっていくだろうと思います。既にエレクトロニクス産業で始まっておりますし、後でまた業種別の話をいたしますが、恐らくあらゆる産業でさまざまな形で再編が起きていく、こういうことではないかと思えます。

九、長期的には不可欠な海外事業 拡大

一〇ページをお開きください。では、長期的に

輸出立国モデルを変えるべきなのかどうかということですが、私は、現実的にいって、変えようもないし、また、変えるべきでもないと思っています。

幾つかの理由がありますが、まず第一番目の理由は、日本経済そのものが大幅に成熟化が進んでいるということでございます。一〇ページの左側のグラフを見ていただきますと、黒い部分が日本なんですけれども、存在感が非常に小さくなっています。これはIMFの購買力平価を使った世界経済成長へのそれぞれの国・地域の寄与度を見たものでございまして、購買力平価で見ると、アメリカ以上に中国の成長寄与度が一国としてはここ数年最大になっています。それに、米国、ユーロ、日本と載せているわけですが、日本の経済は、少子高齢化も始まっておりますし、潜在成長率をどんなに引き上げても二％は超えない。

最近では年率一・五%の潜在成長すらどうかという議論が出ているわけでございます。

では、アメリカのように国を開いて移民大国を目指すのかというと、そこまでの覚悟もないし、準備もできていないということでありまして、日本の内需を中心として成長モデルを構想していくのは、言うのは簡単ですが、具体的なものとしては極めて不十分なものしか出てこないだろうと思います。もちろん、農業をどうするとか、地方の中核都市の都市化をさらに進めてコンパクトシティ化を目指すべきだとか、私どもも、今年の一月の『財界観測』で、地方再生の一つとして、そういうった考え方もありますということは紹介させていただいておりますが、それで日本経済が成長を取り戻すというわけにはなかなかまいらないということが一つあります。

二つ目に、日本の強みというのは一体どこにあ

るのかということを冷静に考えますと、やはり物づくり、ここに一日の長があり、技術革新も含めてここにやはり最大の強みを持っている。その強みを捨てて、では、何をよりどころにして経済を発展させていくのかというと、それに簡単に取っかわるようなものは、恐らく残念なならないということだと思います。

そして、三つ目に、やや長い目で見ると、新興国にかなり大きな事業機会が存在しているように思います。

一〇ページの右側のグラフは、野村総研のほうで調べてつくってくれたものですけれども、二〇〇八年と二〇二〇年で棒グラフにしてございます。濃いグレーの二〇二〇年のところをぜひ見ていただきたいんですが、所得一万ドル以上の世帯数について、中国、ブラジル、インド、インドネシア、「その他」というのは、脚注に書きました

が、タイ、マレーシア、ベトナムでございまして、この七カ国について調査してまとめたものがございします。

所得一万ドル以上の世帯数という格好でそこでは表現しておりますが、中国は、昨年が六三〇〇万世帯に対して、二〇二〇年で三億六〇〇〇万世帯という格好になってまいります。ブラジルで六〇〇〇万世帯、インドで三六〇〇万世帯、インドネシアその他で六二〇〇万世帯ということでございまして、所得一万ドル以上の世帯になると日本製品がかなり好まれるという状況が出てまいります。

新興国に行くと、どちらかというと、サムスンとかLGといった韓国製品が非常に人気があるといわれますが、よくよくいろんな人に聞いてみると、所得が上がってくると、やっぱりソニー製品を買いいたいという人が非常に多いわけでございます。

して、日本の製品へのあこがれ、また、いずれはそういう製品群を持ちたいという基本的なニーズが非常に強いということでございます。そういう新興国で所得一万ドル以上の世帯数が相当な規模でふえてくるということでございます。こういったところの需要をむしろ積極的に取り込んでいくことが不可欠だろうと思います。うちに閉じこもって、内需を拡大して何とか別のモデルでやれないかというのは、わからないことはありませんが、現実的には非常に無理があるということではないかと思ひます。

また、為替も、恐らく、目先、まだ多少の円高が一時的にせよ進むかもしれませんが、一〇年にもわたって一ドル八〇円台とか九〇円台が続くと私自身は思っておりませんで、いずれどこかで少し円安に振れていくのではないかと思います。米国のドルが崩壊するという説も有力な意見として

もちろんありますけれども、ユーロが取ってかわるという情勢でもありませんし、まして、日本円とか人民元が取ってかわるというわけでもなく、目先、財政赤字の拡大で米ドルはやや弱含み傾向が続くかもしれませんが、ドルが崩落をし、ドル体制が崩壊すると私自身は思っておりません。

総合的に見て、ここ一年、一年半、輸出調整、設備投資調整で日本経済もかなり多難な時期を過ぎざるを得ないわけですが、中長期的にはやはり海外の成長を取り込んで何とか成長を維持していく、こういうモデルで行くしかないし、そうすべきだと思つているところであります。

一〇、政治、国際商品市況などの留意点

一一ページは、幾つか残されている論点でござ

います。

国内政局については、解説を申し上げるまでもなく、極めて不全な状況になっております。恐らく、第二次補正予算と通常予算が通った後に解散・総選挙が行われるということで、政権交代もあり得るような状況になってきているということではないかと思ひます。ただ、政権交代が起きても、すぐにいい政策が打たれるかどうかともこれまたわからないということで、政治・政策に期待するのはしばらく難しいのかな、こういう感じがしております。

国際商品市況でございますが、原油価格は、昨年の七月にWTIで一四七ドルというのは本当にあったのかどうかというような気さえするぐらい、現在三〇ドル台ということで、余りにもボラティリティが高い状況になっております。私自身、金融に身を置いておりますので、こういうこ

とをいうと天につばをするような感じになるかもしれないませんが、余りにもアメリカの投資銀行はあらゆる商品を投機の対象にし過ぎたと思っております。まして、原油価格もそういった色彩を極めて強く受けてしまった、こういう感じがいたしております。今年は、三〇ドル台と七、八〇ドル台と、平均的に見て五、六〇ドル台ぐらいと思っております。

地政学リスクは、朝鮮半島、中東情勢等ありますが、一番困るのは、恐らくイスラエルとイランの紛争が起きるケースだろうと思います。今のところ、そこまで発展すると思っておりませんが、留意すべき点であることも間違いないだろうと思います。

新型インフルエンザも、今のところ、ヒト由来の空気伝染するようなものにはなっておりませんので、大きなリスク要因とまでは思っておりませ

んが、留意点として挙げておいたということでございます。

【株式市場の見通し】

一、パニック状態に陥った二〇〇八年秋の株式市場

次に、一三ページから、株式市場の状況についてお話をしたいと思います。

まず、一三ページを見ていただきまして、昨年の秋、日経平均株価が七〇〇〇円を瞬間割るというだれも考えなかったようなところまで株価が下落したということがあったわけですが、いろんなテクニカル指標、それからオプションのボラティリティ等を見ても、まさにパニックだった

ということだと思えます。

一三ページの左側には、一九五一年以降、ほぼ半世紀にわたるT O P I Xの二〇〇日移動平均からの乖離率などを載せてございますが、昨年の一〇月は、九〇年の一〇月を超えるぐらいのマイナス乖離になったということでございましたし、日経平均のインプライドボラティリティも、二〇〇一年九月のニューヨークの同時多発テロ事件以来というぐらいのところまでボラティリティが高まっているという状況になったということであります。

その裏側に、金融市場がリーマンショック後、凍りついてしまったということで、T E D スプレッドがとってございますが、これは、脚注にございますように、米ドルのL I B O Rと財務省証券の三カ月物の差をとっております。一〇月の第三週には四・一一%という空前絶後のT E D スプレッドに拡大したということで、その後、米欧を

中心に金融安定化策が打ち出され、先ほど紹介した六三兆円のアメリカの金融安定化法の成立、それから、ヨーロッパサイドでいきますと、ブラウン政権が行った短期金融市場に政府保証をつけるというふうな鎮静化策など、ようやく少し奏功してまいりまして、一二月の第四週に一・四六%ぐらいまで縮まって、今ようやく少し落ち着きを見せつつある、こういう状況になっております。

そして、一四ページでございますけれども、こういう格好で、だれもが予想していなかった七〇〇〇円割れ、二〇〇三年のバブル後安値で終わったとほとんどすべての人が思っていたわけでありますが、わずか数日とはいえ、それを割ってしまったということでございます、東京市場もこの下落圧力に見舞われた、こういうことでございます。

なぜそこまで売り込まれたのかということであれば、残念ながら、デフレ脱却期待のもとで外国人投資家が大幅に買い越していったわけでありますが、デフレ脱却ができない中で再びデフレの渦に巻き込まれるということが一番大きな理由だと思っていますし、二つ目に、日本のグローバル企業の企業業績が極めて悪くなってくることなどが大きく関係しているのだと思います。

二、PBR、配当利回り等でみれば割安感が強い

一四ページの左側はTOPIXとPBRをとってございますが、一時、一倍を割って下に下がってしましまして、二〇〇三年四月の一・一七倍を割ったということでございます。内需企業で純資産倍率が一・五倍とか、そういうのがNTTとか

ありますので、優良株とか金融株とかとりますと、〇・七倍とか〇・八倍とかという格好になっています。

それから、配当利回りも三%近いことになっておりまして、二、三年の単位で見れば、明らかに売られ過ぎていて、割安であるということだと思います。

三、本格上昇にはEPS予想の反転・上昇が必要

ただ、残念ながら、大きく反転して上昇していくといふ理由がありまして、これが一五ページにあります。業績が余りにも悪いんです。

一五ページの右側にTOPIXベースEPSを載せさせていただきます。今年度、二〇〇八年度で五〇、二〇〇九年度で四〇といたしました。こ

の資料を事務局のほうに出して、来年度は四〇ぐらいとご説明するので十分かなと思っておりますが、今のところ、アナリスト予想はまだ四〇ぐらいなんですけれども、私の感じでいうと、ここ一週間、二週間のアナリストの下方修正の動きを見ておきますと、よくて四〇というような感じになつてきているのが現実でございます。残念ながら、余裕を持つて四〇ぐらいのEPSが見込めるという状況ではないということです。

二〇一〇年度には好転が見込まれますので、四〇に一五倍のPERを割り当てて、TOPIXで六〇〇ぐらいまでさらに下がるんだという確信もありますし、そこまで弱気ではありませんけれども、なかなか収益の見通しが厳しい、こういうことは申し上げないといけないのかなと思います。

そういう点では、日経平均は、七〇〇〇円から

戻つて一万円ぐらいというのが今年の私の想定で、企業業績が予想以上にさらに下振れする、ないしは、アメリカ株が、最終的にデフレに陥らなくとも、デフレ懸念が大きく台頭してくる場合は、瞬間、昨年の安値を割るということも全くないともいえないというぐらいの感じで考えておりますして、一万二〇〇〇円とか一万三〇〇〇円という比較的安心感の持てる水準に基調的に戻る時期は、今年というよりはやはり来年にずれ込むのではないかと、残念ながらこう思っております。

四、NOMURA400収益動向 にみる注目業種

一六ページは、企業業績のもう少し詳しいお話でございます。

左側は昨年の暮れに取りまとめた経常利益見通

しでございます。その後、うちのアナリストに、なるべく投資家の皆さんのために早目早目に業績見直しは修正しなさい、こういつておりました、年末年始、年明け後も、私ども、セミナーを開いている都合等々もありまして、かなり精力的に見直しをしております。

先週末に再度集計をしたところでは、今年度のNOMURA四〇〇（除く金融）がそこではマイナス三三・四％となっておりますが、これがマイナス三九・六％というところまでさらに下方修正されております。また、二〇〇九年度がマイナス九・八％となっておりますが、これがマイナス一四・一％というようになっています。

業種別に見ると、いうまでもなく、輸出産業、加工型製造業が極めて困難な状況になっておりまして、一番厳しいのは自動車産業です。来年度は業種全体として赤字を見えています。現在アナリス

トが見ている数字は、業界全体で一兆五〇〇億円ぐらいの赤字を予測いたしております。それに加えて、電気機械等関連産業もかなり厳しいということで、直近のデータでは、輸出加工産業は二〇〇九年度でほぼ収支とんとんぐらいまで悪化する、こういう見直しであります。

素材産業も、先ほどの原油価格安という格好で交易条件が少しくなっておりますが、それでも化学全体で、二〇〇七年度に比べて二〇〇九年度は利益半減、それから、鉄鋼で利益が三分の一ぐらいというところまで悪化してくる見直しでございます。完全にマーケットで織り込まれているかどうかという感じがいたします。

自動車産業がいかに悪くなっているかというのには幾つかの理由がありますが、やはり一番の理由は、アメリカの総需要が想像もなかったぐらい下振れしているということです。

私もエレクトロニクス産業とか機械産業を担当していたことがございますし、加工産業調査室長もNRI時代にやっておりましたので、自動車についてのもそれなりに承知しているつもりであります、一昨年、二〇〇七年のアメリカの自動車需要は一六五〇万台ぐらいございました。これが、昨年の一〇―一二月は年率で一〇〇万台というところまで落ちております。アメリカの自動車の保有台数は二億五〇〇万台ございまして、新車で一〇年、中古で五年、一五年ぐらい使って二億五〇〇万台で、一五年で一六〇〇万台ぐらいの需要がある、こういうふうに普通に考えられていて、一六〇〇万台というのは決して強気の読みではありませんでした。それが年率一〇〇〇万台まで落ちている。要するに、信用収縮でローンがつかないというのが最大の理由でございますが、これは業界関係者を含めてだれも想像しておりませ

んでした。

二億五〇〇万台を仮に二〇年間で割ったとしても一二五〇万台の需要があるわけでございまして、トヨタも、年度下期も一二五〇万台ぐらいのアメリカの需要を前提に事業計画を立てていたのに、年率一〇〇〇万台が一〇―一二月、一―三月と続くということで、トヨタといえども赤字だという話になってきたということでございます。これは、経営が悪いというよりは、全くだれも想像していなかったほどの需要減に見舞われている。トヨタが赤字になるぐらいなので、GM、フォード、クライスラーは倒産の一手手前まで追い詰められている、こういう格好になっているわけです。

当然、設備投資はストップしますし、工作機械等の受注も急速に減っている。去年の一二月に名古屋に行ったとき、ある工作機械メーカーの首脳

と話をしたんですが、我々も需要がピークから半減するなんていうのは何度も経験してきた、六割減ったといつても、半年、一年かけて六割ぐらい減るのは過去に何度も経験しているので、別にびつくりしないんだけど、わずか二カ月で六割減ったのは今回が初めてで、全く手が打てていない、こういうことをいっておりました。

極めて甘い経営をしていたと批判することでもできなくありませんが、それぐらい急転直下で需要が逃げ水のように逃げてしまつて、自動車の赤字化と関連産業が直下型の地震に見舞われている、こういうことであろうかと思ひます。

ただ、トヨタとか電装の親しい人とも話しておりますが、自動車産業の苦境は垂直統合モデルから来ています。要するに、ドル建ての部品調達がエレクトロニクスと違ってほとんどないんです。これは、ジャスト・イン・タイムですべてやって

いて、ほとんど在庫を持たずに経営するということから来ているわけです。ですから、ドル建ての輸入がほとんどありませんので、トヨタは、一ドル一円違うと四〇〇億円の利益が違う、こういうことになっているわけです。

恐らく、あらゆる見直しをしていくんだと思います。その一つとして、外板は新日鉄とかJF Eから買うと思いますが、内板部分はポスコから買うとか、さまざまなリエンジニアリングをもう一回やってコストを下げていくということをやって、それでも恐らく日本国内にかなりの程度とどまつて製造を続ける、根こそぎ外へ持つていくということではないかと思ひます。

そういう意味では、極めて急転直下の需要減で大慌てに慌てているということですが、これらをもつて、日本の輸出貿易立国モデルは失敗に帰して、違うモデルを考えるべきだという短絡的な

ことはいわないほうがいいと私は考えておりまして、それは先ほど申し上げたとおりでございます。

さて、そこで、いずれ輸出産業が復活してくる日を待ちたいわけですが、株式市場はそうもいつていられませんので、こういう際に比較的安定している業種はどこかということでいきますと、一六ページの左側に、医薬とか商社とか通信、運輸といっても、どちらかというとJ R等があります、こういうところを挙げております。

また、右側には、過去、減益であったときに増益だった業種を網かけしてございますので、ご参考に見ていただければと思います。

五、堅調を維持する通信・インターネット関連

残された時間でごく簡単に一七ページ目以降をご説明いたしますが、一七ページは通信とインターネットの関連でございます。

輸出産業や素材産業が非常に大幅な調整をしているのに比べますと、通信産業は、実は過去最高利益を更新し続けておりまして、今のところ、二〇〇九年度も堅調が維持できる格好になっております。これは、NTTでいいますと、FTTH（光ケーブル）の先行投資負担が徐々に軽減されていく。いずれ、二〇〇〇億円近い先行投資を負担していたものがかなり黒字に近づいていく、ないしは黒字化していくという見通しがあるということとか、それから、携帯電話、この価格競争

が実質的にかなりおさまってきているということ、販売促進費等も少し節約ができるような状況が出てきているというようなことが関係しています。

六、高齢化時代に対応する医薬・ヘルスケア関連

それから、一八ページに行きますと医薬・ヘルスケアがございますが、これも、右側の部門別経常利益に見られますように、医薬品セクターは二〇〇八年度は、武田とかエーザイとか、のれん代の償却でいったん利益がへこむんですけれども、来年度はそれがなくなることとかなり大幅な増益になります。また、のれん代の償却を別すると今年度も実質増益でございまして、増益基調が続く数少ない業種ということとそこに載せて

おります。

七、中国のインフラ投資増に期待される商社、海運

一九ページで、典型的な通信、医薬といったようなディフェンシブセクターとは別に、中国が年後半ぐらいから財政支出、インフラ投資増で回復してくるとすれば、インフラ投資で鉄鋼増産、鉄鉱石の輸入増ということで不定期船の市況の底入れ回復ということで海運、また、資源価格の底打ちで商社といったようなところが見直されてくる可能性があるかなというのが一九ページの二つの図の意味でございます。

商社も海運も二〇〇九年度は減益になるだろうと思いますが、かなり高い利益水準が維持されていて、バリエーション的には評価の余地を残して

いる、こういうことであります。

八、息の長い成長が見込まれる環境関連

そして、二〇ページでございますが、そこには環境の関連を載せておきました。

今年は一二月にデンマークで気候変動枠組条約（COP15）というのが開かれまして、ここで京都議定書の次の枠組みをつくる予定になっております。アメリカがブッシュ政権からオバマ政権に大きく変わり、米国自身が環境問題に極めて熱心になってきておりますので、当然ながら、環境ビジネス、これが中長期的に息の長い成長を続ける、こういうことになっていくかと思えます。太陽電池がそこにございますし、また電気自動車もございますし、もちろん原子力等もあります

が、そういった環境の技術も日本は割と強いですが、先ほどの新興国の所得水準の向上に次の成長機会を見出す、また、環境関連に次の成長機会を見出していくということが重要ではないかと思えます。

予算は、やはりこういう中長期の成長に結びつくようなところに振り向けていくことが肝心なのではないかと思えます。そういう点が必ずしも十分ではないということで多くの政権批判が出ている、こういうことではないかと思っています。

以上、マクロから始めまして、株式市場、セミマクロの状況について御報告を申し上げた次第でございます。

多少の時間がございますので、もし御質問等がございましたらお出しただければと思います。とりあえず以上でございます。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す。

各国の状況、それから日本経済、株式市場、広範な分野にわたりまして、また、セクター別まで触れていただきまして、大変御丁寧な説明をしていただいたと思います。どうもありがとうございます。

それでは、お時間をいただいていますので、御質問あるいは御意見等おありの方はぜひ御発言いただきたいと思います。いかがでしょうか。

七〇〇〇円から一万円という展望も示していたんですが、御専門の方、別の御意見の方、いろいろお話しいただいたらいいかと思いが、いかがでしょうか。

それでは、私から一つ質問を。

さつきブッシュ政権からオバマ政権にかわって環境の話が出ましたけれども、そのほか、自動車産業に対する支援等も含めまして、また、地政学

的リスク等も含めて、経済、金融に与える影響というのはどのようにご覧になっていますか。

海津 オバマ政権の登場は、私は、ある種、必然だと思えます。ブッシュ政権のもとで、特に金融も、ある程度の規制の中の自由であるべきだったところが、余りにも自由にやり過ぎて、さまざまな問題を起こしたということもございますし、また、二〇五〇年ぐらいにかけて環境主義でかなりいろんなことをやっていかなければならない中で、相変わらず石油資本に近いようなブッシュ政権のありようというのが米国民から見ても不十分に映ったことなど、さまざまながあつたんだと思います。

民主党政権になると、保護主義とかということですがすぐに頭をもたげてきますが、既に国務長官、財務長官等主要閣僚は決まっております、クリントン政権の第二期の延長のようなどころがある

ように思います。そういう点では、ヒラリー・クリントン自身はどちらかというと中国寄りのスタンスが多少見え隠れしておりますが、しかし、外交問題で特に日本が蚊帳の外に置かれるというような極端な懸念まではしなくてもいいと思いますし、中国とアメリカの間の軍事をめぐる問題もありますし、それから、極東の二大基地を日本が提供していることも含めて、大きな枠組みが変わるとは思っておりません。

そして、恐らくビッグ3の問題も、日本勢が頑張ったがゆえにビッグ3が苦境に立っているというところえ方というのは多分してこないと思います。さつきちよつと御紹介したリンゼイ博士とも前々から話しているんですが、「海洋、ワシントンに來たらわかるよ、議員もいっぱい日本車に乗っているし、ワシントンの雰囲気はかつてとは全く違うのでそんなに心配は要らない」と。保護

主義で先鋭化していくとは余り思っておりません。

あと、もう一つ注意しておく必要があるのは医療改革だと思います。日本の医薬産業は、どちらかというと国の薬価政策が極めて厳しくて、国内でリターンが十分出ないものですから、皆さん、アメリカにどんどん進出していったわけですが、そのアメリカで薬価政策を含めてどうなるのか。ここら辺がオバマ政権になってどうなるのかというのがありますが、余り極端に心配する必要はないのではないかと思っています。それがオバマをめぐる動きです。

ただ、株式市場的にいうと、非常に政策期待が強いんです。オバマ政権のもとで財政・金融をフル稼働させて何とかデフレ化を防いで、株式市場も、この間の安値を割るようなことはないのではないかという期待が非常に強くて、年末年始、こ

この数日で大分ムードは変わってきましたけれども、ニューヨーク株も高い、日本株もそれに支えられて九〇〇〇円台を回復するみたいなのがあった、オバマ政権の政策に対するマーケットの期待が少し強過ぎるので、多少それが剥落してきたことも頭に置いておいたほうがいいのかなと思っています。

あと、先ほど大体お話ししましたけれども、中国要因がアップサイドポテンシャルになるのではないかという意見とか、それから、埋蔵金を使っている日本経済は内需拡大に成功するのではないかと、むしろ円高は株高ではないかと、こういう議論も一部にあるんですけれども、私自身は、中国は八%成長で織り込み済み、むしろ、ダウンサイドリスクを少なくとも途中まで見ておいたほうがいいのかなとか、円高・株高は望ましいシナリオではありませんけれども、決して今はそういう情

勢ではないので、円高・株高論は余りとるべきではない、そんなふうに思っています。

そんなところが補足をさせていただきたい点でございます。

高橋理事長 何か御質問等はありませんでしょうか。よろしいでしょうか。

それでは、時間も過ぎておりますので、終了したいと思います。

海津さん、今日はどうもありがとうございます。
た。(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、平成二十二年一月一三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
 (大阪調査部時代、米国 Shearson Lehman Brothers 社へ一時派遣)
 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
 2007年7月 野村証券 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

79年 「明日への土木建設業」 (土木学会誌)
 81年 「厳しさ増す住宅不況の行方」 (エコノミスト)
 82年 「FA 化は日本の産業構造に地殻変動を起こす」 (東洋経済)
 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

2000.1～ 日経 CNBC 昼エクスプレス マーケット分析
 2000.2～ テレビ朝日 サンデープロジェクト 経済・株式展望
 2003.9～ 日経ネット 時説往来 マーケットディベート

2009年01月13日

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されています。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。

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 チーフリサーチャー

海津 政信

2009年1月13日

内外の経済見通し

- 過剰流動性と過大なレバレッジ等に問題
- 始まった米国過剰消費体質の是正
- 大規模な政策対応で世界デフレーションは回避か
- 米国経済の回復は2010年半ばから
- 大型財政出動で成長維持を目指す中国経済
- 日本経済も後退局面入り。10年度からの回復を予想
- 原油価格の下落、経済対策の実施は下支えに留まる
- もう一段進む国内産業再編
- 長期的には不可欠な海外事業拡大
- 政治、国際商品市況などの留意点

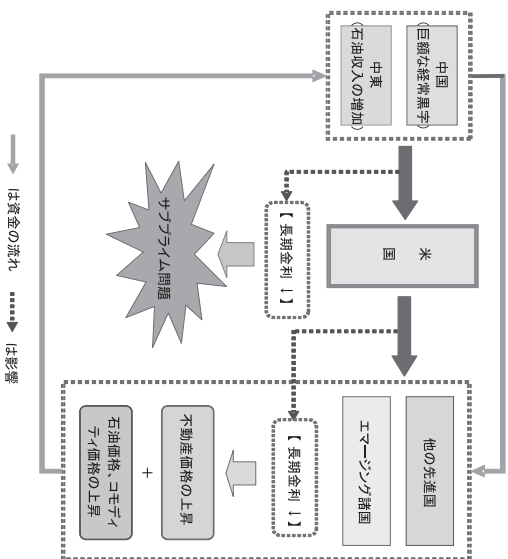
過剰流動性と過大なレバレッジ等の問題

世界のマネーフローの鳥瞰図

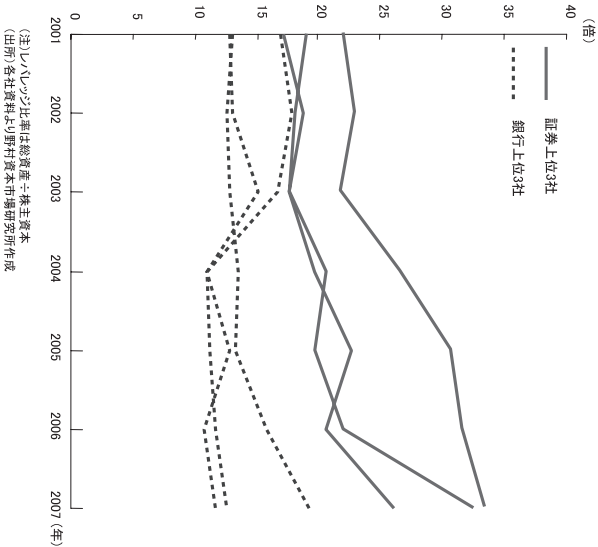
米国金融機関のレバレッジ比率

《2000年代半ばの世界のマネーフロー図》

(前年度比、前年比%)



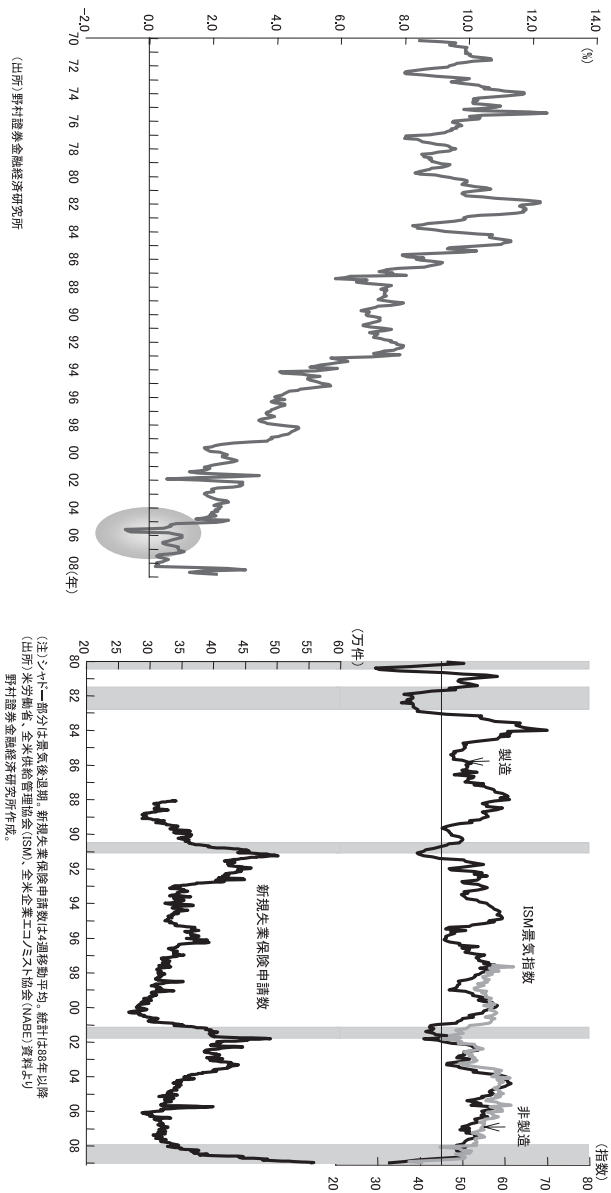
(出所) 野村證券金融経済研究所



2009年1月13日

始まった米国過剰消費体質の是正 米国防蓄率の推移

景気循環と雇用・ISM景気指数の推移



2009年1月13日

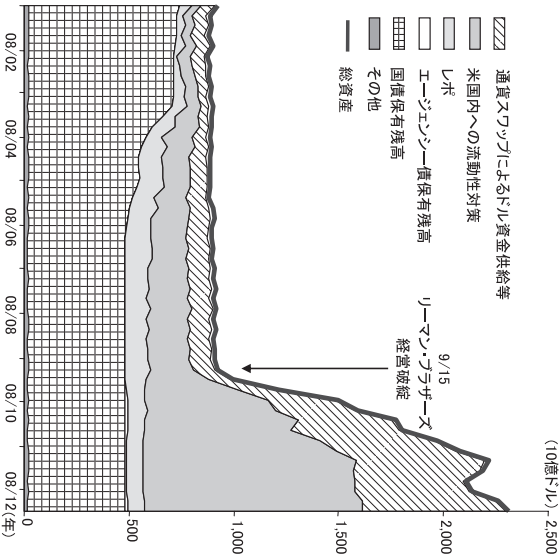
大規模な政策対応で世界デフレ化は回避か

世界各国政府による金融支援策と財政刺激策

FRBの資産

	金融危機対策	景気対策	名目
	(銀行間取引債務保証、金融機関への資本注入など)	(財政措置)	GDP比
米国	TARP8兆円(7000億ドル)、FRBによる各種流動性対策、FDICによる金融機関の債務保証など	緊急ベースでは、オバマ新政権下で約75兆円(8500億ドル)の対策を検討	約6%
日本	【金融機能強化法】に基づく政府の資本参加枠拡大10兆円(2兆→12兆円) 【政策金融】の「危機対応業務(奨励・拡充)」3兆円	約12兆円	約2%
英国	【金融機関への資本注入】5兆円(約370億ポンド) 【金融機関の債務保証】約2,500億ポンド	約2.7兆円(約200億ポンド)	約1.4%
ドイツ	【金融機関への資本注入】最大11兆円(約900億ユーロ) 【金融機関の債務保証】約56兆円(約400億ユーロ)	約6.4兆円(約500億ユーロ)	約2%
フランス	【金融機関への資本注入】最大6兆円(約400億ユーロ) 【金融機関の債務保証】約43兆円(約3,200億ユーロ)	約3.3兆円(約260億ユーロ)	約1.3%
中国	【金融機関への資本注入】国有銀行改革の一環として、中約5兆円 【流動性対策】中銀が融資枠の割り当てを凍止、預金金利・貸出金利・資金準備率を引き下げる。市中銀行の融資限度を引き上げ、中小企業向け融資に振り向けるよう指導。	約5兆円	約16%
IMF	パナマ・ペルー(57億ドル)、ウクライナ(84億ドル)、バキスタンの流動性・クレジットを設立。		

(注) 金融危機対策の規模については、まだ確定していない部分も多く、資料によっては異なる場合もある。上記は世界銀行の資料を基に作成。
(出所) 日経新聞、財務省資料および野村證券金融経済研究所作成

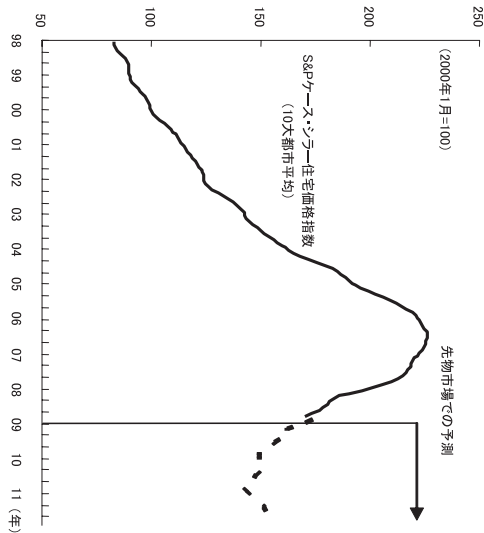


(注) 流動性供給機能は、レポ取引、TAF関連、その他の新設ツナギ(リ)などの合計。
(出所) 米FRB資料、トランプ・ロー・イ・マースター・アムなどより野村證券金融経済研究所作成

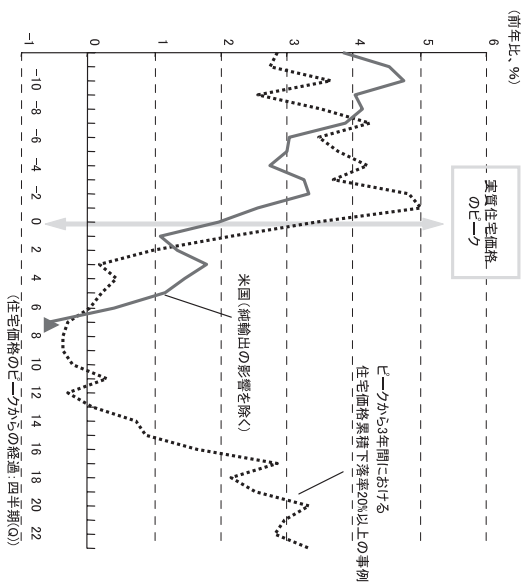
米国経済の回復は2010年半ばから

米国住宅価格の動向と先行き見通し

住宅バブル崩壊時の実質GDPの推移



(注)1.満期となる先物がない月については線形補正している。
2.10大都市とはボストン、シカゴ、デンバー、ラスベガス、ロサンゼルス、マイアミ、ニューヨーク、サンディエゴ、サンフランシスコ、ワシントン。
3.先物価格は2009年1月7日時点の数値。
(出所)OWE(シカゴ・マコーナウェイ・エクスチェンジ)、ブルームバーグ資料より野村證券金融経済研究所作成

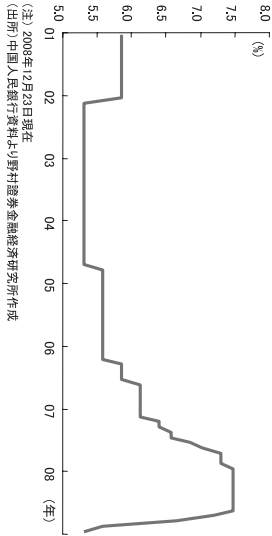
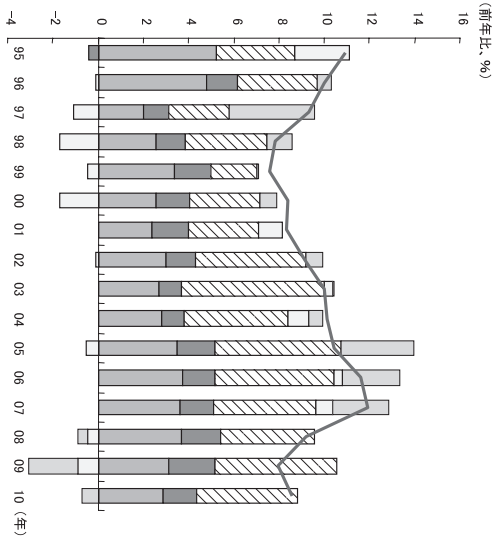


(注)住宅価格が20%以上下がった事例は1970~2006年で日本、英国、スペインなど13ある。
(出所)国際決済銀行(BIS)、経済協力開発機構(OECD)資料より野村證券金融経済研究所作成

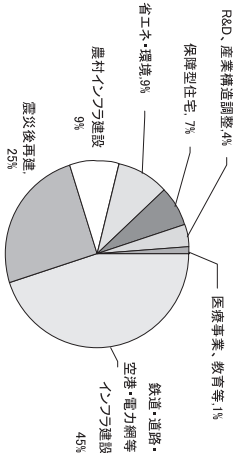
大型財政出動で成長維持を目指す中国経済

中国の実質GDP成長率の内訳

貸出基準金利(1年物)の推移



4兆元の投資内訳



日本経済も後退局面入り。10年度からの回復を予想

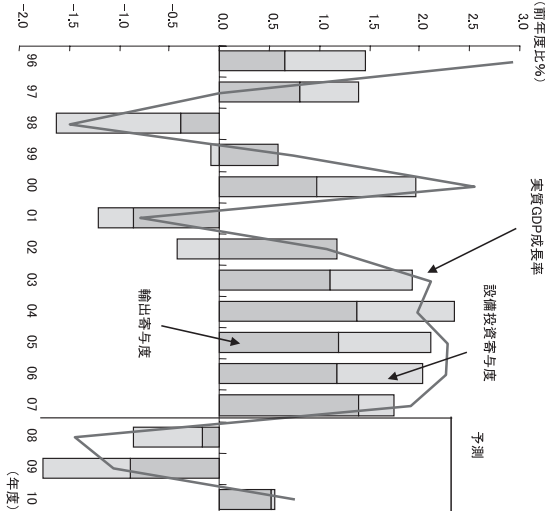
日本経済の予測要約表

(%)

	07年度	08年度(予)	09年度(予)	10年度(予)
実質国内総支出	1.9	-1.5	-1.1	0.8
<内需寄与度>	0.7	-1.2	-0.4	0.3
<民間内需>	0.5	-1.0	-0.7	0.1
<公的内需>	0.2	-0.2	0.3	0.2
<外需寄与度>	1.3	-0.3	-0.7	0.4
民間最終消費支出	0.9	0.2	0.5	0.1
民間住宅投資	-13.0	-4.8	2.7	0.8
民間企業設備投資	2.3	-4.3	-5.6	0.3
民間在庫品増減<寄与度>	0.1	-0.3	-0.1	0.0
政府消費	2.2	-0.4	0.9	0.9
公的固定資本形成	-5.8	-2.9	3.9	0.8
財貨・サービス輸出	9.3	-1.1	-5.5	3.3
財貨・サービス輸入	1.8	1.0	-1.8	0.6
名目国内総支出	1.0	-2.7	-2.1	0.0
GDPデフレーター	-0.9	-1.3	-1.1	-0.7
鉱工業生産	2.6	-7.4	-10.5	-0.6
国内企業物価	2.3	4.2	-1.9	-0.7
消費者物価	0.3	1.3	-0.8	-0.2
除く生鮮食品	0.3	1.3	-0.8	-0.3
完全失業率(%)	3.8	4.2	5.1	5.5
通関出超額(兆円)	10.2	2.5	3.4	4.6
貿易収支 (兆円)	11.7	4.3	5.1	6.3
貿易・サービス収支(兆円)	9.1	0.8	1.6	2.4
経常収支 (兆円)	24.5	14.7	14.7	15.6

(出所) 野村證券金融経済研究所

日本の実質GDP成長率と輸出・設備投資の寄与度

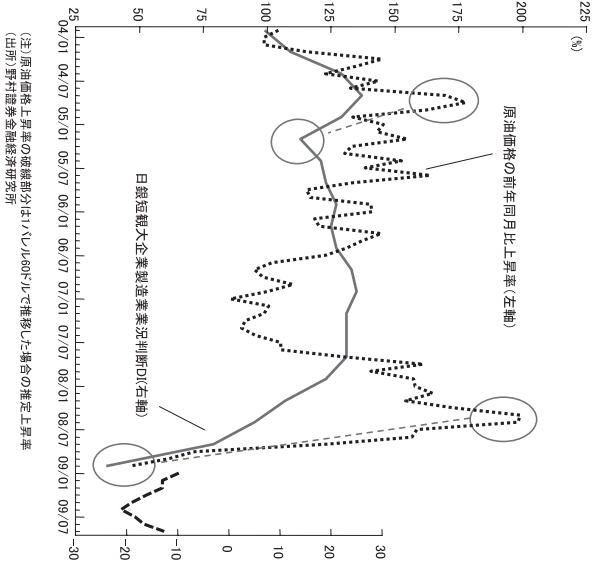


(出所) 内閣府資料より野村證券金融経済研究所作成

原油価格の下落、経済対策の実施は下支えに留まる

原油価格の動きと日銀短観・企業業況判断

生活防衛のための緊急対策

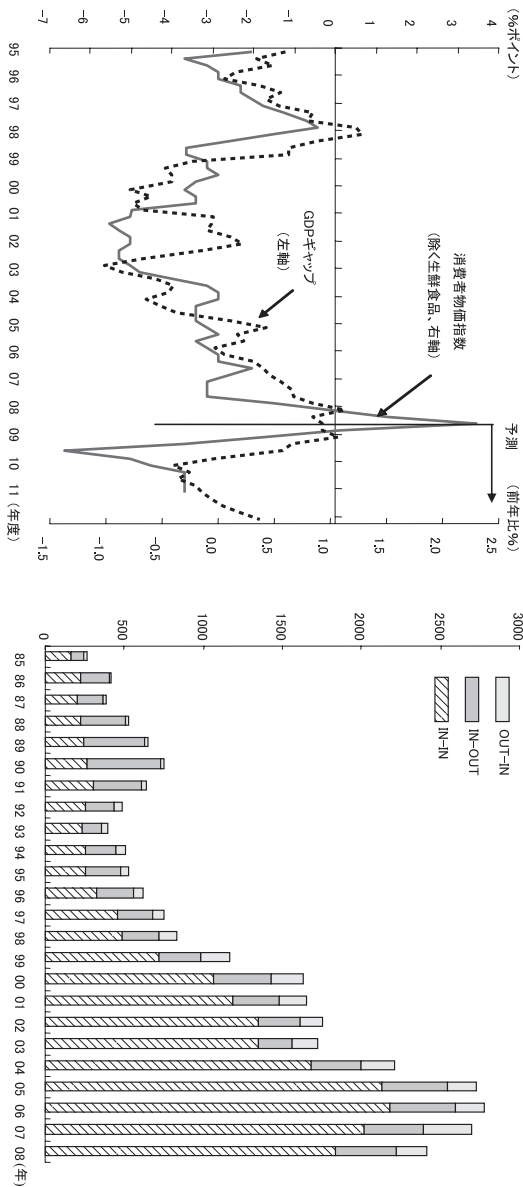


雇用創出などを狙った財政上の対応	規模または支出額	実質GDP年間押し上げ効果(ポイント)	主な内容
「生活対策」(10月30日公表)ただし中小企業員付など金融措置を除く	約6兆円(国費4.5兆円程度)	0.4	定額給付金、地域活性化対策など
雇用対策	約1兆円	-	年内住宅・生活支援、雇用維持、再就職支援、雇用保険料下げ、給付見直し等
雇用創出等のための地方交付税増額	1兆円	0.3	公共事業など
「経済緊急対応予備費」(新設)	1兆円		緊急事態への備え
減税措置	約1兆円(平年度)	0.1	住宅減税、設備投資減税等
金融面での対応	計 約10兆円	計 0.8ポイント	主な内容
金融機能強化法に基づく政府の資本参加控抵大政策金融の「危機対応業務」発動・拡充	支援枠など10兆円(2兆～12兆円)3兆円		地金金融機関等への子筋注入 日本政策投資銀行によるCP買取りなど

(注) 1.GDP押し上げ効果は「雇用創出等のための地方交付税増額」と「経済緊急対応予備費」がすべて公共事業に使用されると仮定している。
2.「減税措置」によるGDP押し上げ効果は初年度のもの。
3.公共事業のGDPへの効果は公共事業の各項目に占める用地費(大体2割)を差し引いたもの。
(出所) 野村證券金融経済研究所

もう一段進む国内産業再編 日本のM&Aの形態別件数

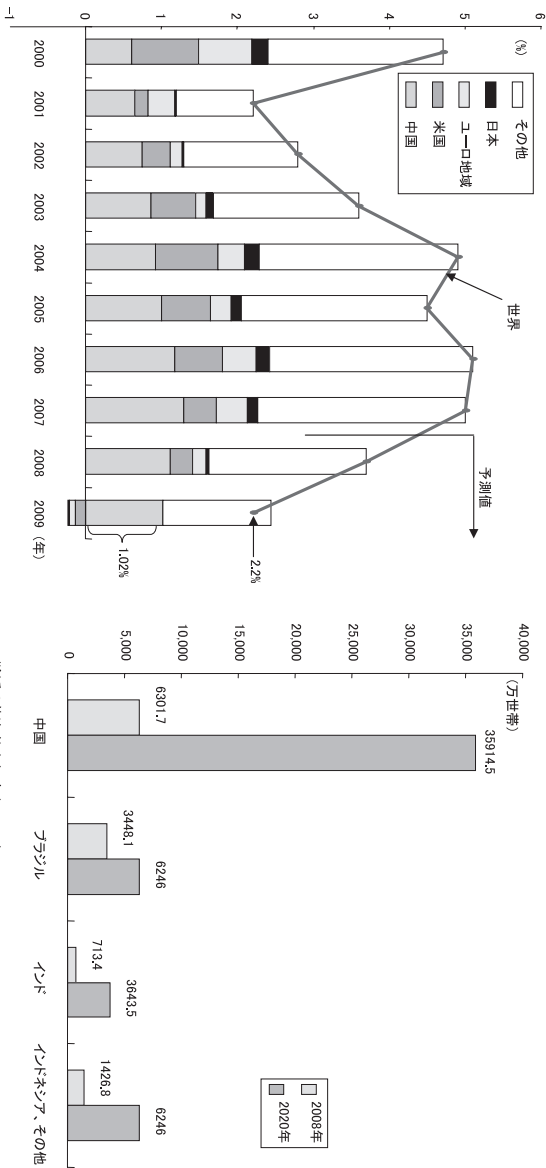
GDPギャップと物価動向



(注) 1. GDPギャップは野村證券金融経済研究所の推計、4四半期右方向にずらして表示。
2. 消費者物価指数は、1997年の消費税引き上げの影響を除去している。
(出所) 各種資料より野村證券金融経済研究所作成

(注) 2008年は2008年11月期を年間換算した推計。
(出所) レコナータ資料より野村證券金融経済研究所作成

長期的には不可欠な海外事業拡大 主要国・地域の世界経済成長への寄与度 新興国の所得1万ドル以上の世帯数



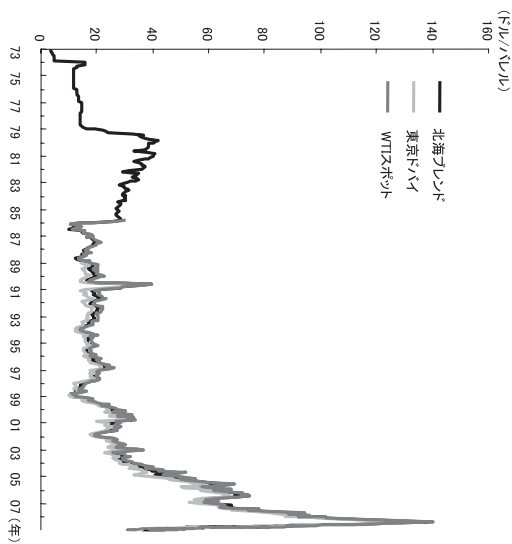
(出所)IMF(国際通貨基金)World Economic Outlook Update, November 6, 2008より
 野村資本市場研究所作成

(注)その他はベトナム、タイ、フィリピン
 (出所)World Income Distribution 2006-09, Euromonitor International
 World Development Indicators, 各年版、World Bank よりIMF予測

政治、国際商品市況などの留意点

4つの留意点

原油価格の動向



- ① 今後の国内政局
- ② 国際商品市況の動向
- ③ 地政学リスク
— 朝鮮半島、中東情勢 —
- ④ 新型インフルエンザ

2009年1月13日

株式市場の見通し

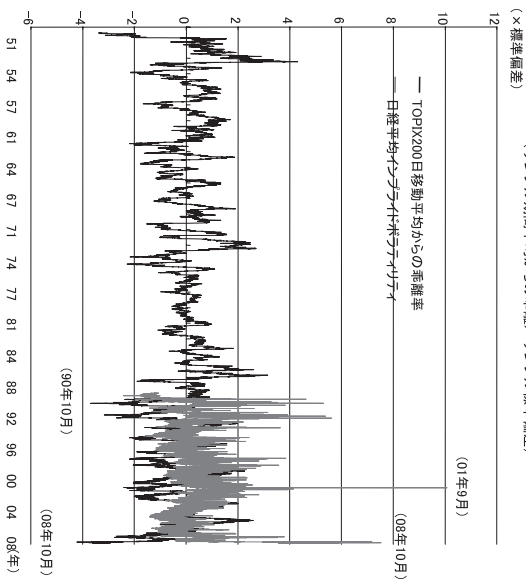
- パニック状態に陥った08年秋の株式市場
- PBR、配当利回り等でみれば割安感が強い
- 本格上昇にはEPS予想の反転・上昇が必要
- NOMURA400収益動向にみる注目業種
- 堅調を維持する通信・インターネット関連
- 高齢化時代に対応する医薬・ヘルスケア関連
- 中国のインフラ投資増に期待される商社、海運
- 息の長い成長が見込まれる環境関連

2009年1月13日

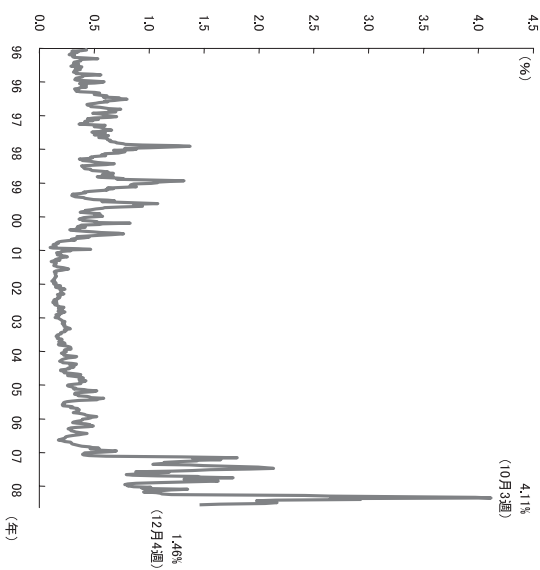
パニック状態に陥った08年秋の株式市場

TEDスプレッド

TOPIX200日移動平均線からの乖離率、
日経平均インフライトボラティリティ
(サンプル期間平均からの乖離／サンプル標準偏差)



(出所) 東証、日経資料より野村證券金融経済研究所作成



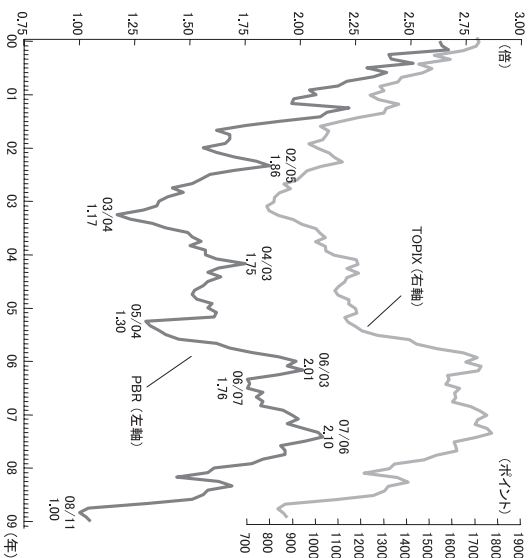
(注) TEDスプレッドは米ドルLIBORと米財務省証券の3ヶ月物利回りにて算出
(出所) BBA、Fitch

2009年1月13日

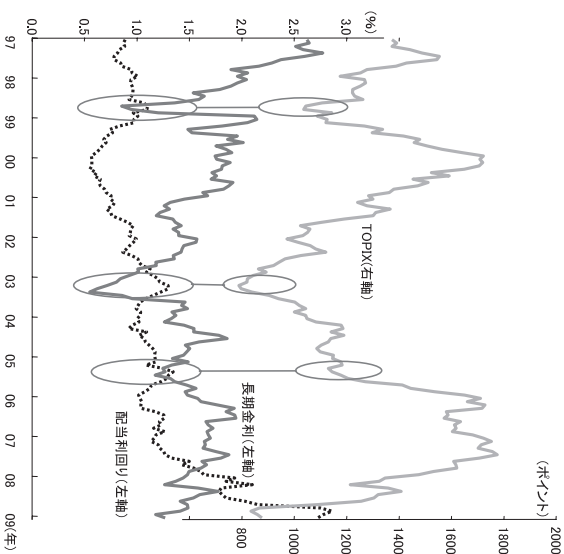
PBR、配当利回り等でみれば割安感が強い

TOPIXとPBR (株価純資産倍率)

配当利回りと株価



(注) PBRはNOMURA400ベース
(出所) 野村證券金融経済研究所



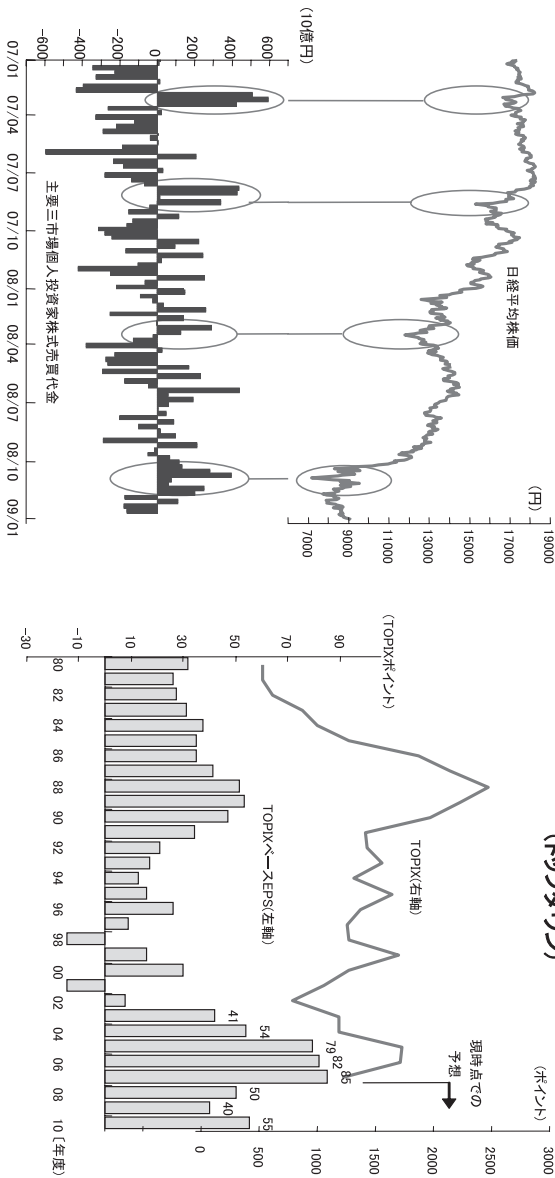
(出所) 野村證券金融経済研究所

2009年1月13日

本格上昇にはEPS予想の反転・上昇が必要

日経平均株価と個人投資家売買動向

TOPIXベースEPSとTOPIX
(トツタダワン)



NOMURA400収益動向にみる注目業種

業種別経常利益見通し(連結ベース)

減益決算期の業種別増減益率

	(単位：%)											
	07年度	08年度(予)	09年度(予)	07年度	08年度(予)	09年度(予)	75年度	82年度	86年度	93年度	87年度	01年度
	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	減益	減益	減益	減益	減益	減益
NOMURA 400	0.9	22.7	(-27.5)	-3.4	-22.7	-28.1	-28.1	-0.4	4.9	-19.5	-61.4	-72.7
NOMURA 400 (除く金融)	4.6	(-33.4)	(-28.4)	-2.8	(-33.4)	-33.8	-23.8	-2.8	-9.0	-20.5	-29.4	-40.2
製造業	7.0	(-31.4)	(-35.8)	-25.4	(-31.4)	-446.9	-109.2	-9.0	-19.5	-47.5	-29.0	-47.2
素材	-0.5	(-31.0)	(-19.9)	-27.6	(-31.0)	-109.2	100.4	4.8	1.5	-89.3	-57.4	-57.4
加工	11.9	(-14.9)	(-48.1)	46.3	(-14.9)	-107.2	-91.3	-3.8	-40.7	-32.4	-36.3	-36.3
非製造業 (除く金融)	-6.8	(-14.9)	(-4.6)	17.7	(-14.9)	-99.2	-99.2	-67.9	-103.7	赤字化	赤字化	-95.8
化学	-0.1	(-3.1)	(-3.1)	8.4	(-3.1)	-81.32	-81.32	-66.5	-7.9	-51.2	-38.5	-76.0
鉄鋼・非鉄	-2.1	(-1.1)	(-3.0)	-43.0	(-1.1)	-5.5	-5.5	2.7	-41.9	-37.1	-45.4	-70.2
機械	14.6	(-26.2)	(-17.6)	-39.2	(-26.2)	-23.8	-23.8	2.2	-38.6	2.9	-61.3	赤字化
自動車	8.2	(-30.9)	(-38.9)	赤字化	(-30.9)	-26.7	-26.7	-19.2	-112.3	-18.1	-58.6	18.9
電機・精密	13.7	(-35.4)	(-47.4)	-5.5	(-35.4)	79.1	79.1	6.5	-19.9	-49.9	-9.6	25.2
医薬・精密	1.8	(-20.2)	(-16.0)	27.3	(-20.2)	-15.3	-15.3	12.6	18.0	4.9	12.0	10.0
食品	2.2	(-11.0)	(-9.5)	7.2	(-11.0)	-9.2	-9.2	0.6	13.6	-4.7	5.3	5.0
医薬品	-4.0	(-8.1)	(-6.8)	1.2	(-8.1)	-52.2	-52.2	***	95.9	-4.3	9.1	9.1
商社	3.5	21.1	(23.3)	9.2	21.1	4.8	4.8	3.1	2.8	-8.1	-15.4	-23.6
小売り	-4.7	1.2	(1.8)	9.0	1.2	-14.0	-14.0	8.7	23.8	-20.4	-7.7	-7.4
サービス	-0.9	(-10.1)	(-9.8)	13.7	(-10.1)	-5.5	-5.5	21.1	6.8	-35.5	-51.3	-65.3
ソフトウェア	35.8	(-8.0)	(-7.0)	6.1	(-8.0)	-0.7	-0.7	13.3	11.9	-20.5	-2.4	7.9
通信	14.2	(-2.7)	(2.7)	8.3	(-2.7)	-6.4	-6.4	1.3	2.0	-24.0	-10.0	-2.8
建設	-26.2	(-17.5)	(-17.6)	40.5	(-17.5)	-73.6	-73.6	-55.7	-13.0	-20.0	7.5	-20.6
消費	-1.6	(-13.2)	(-12.5)	7.2	(-13.2)	76.2	76.2	7.1	36.4	-8.2	-24.1	3.6
住宅・不動産	23.5	(-14.1)	(-14.1)	-7.3	(-14.1)	10.7	10.7	51.5	-14.1	赤字拡大	赤字拡大	赤字拡大
運輸	-58.1	(-68.7)	(-19.2)	69.0	(-68.7)							
金融	-19.1	(-44.2)	(-44.2)	39.4	(-44.2)							

(注) 連結子会社は控除して集計している。2008年12月25日時点。
前回は2008年12月1日時点。
(出所) 野村證券金融経済研究所

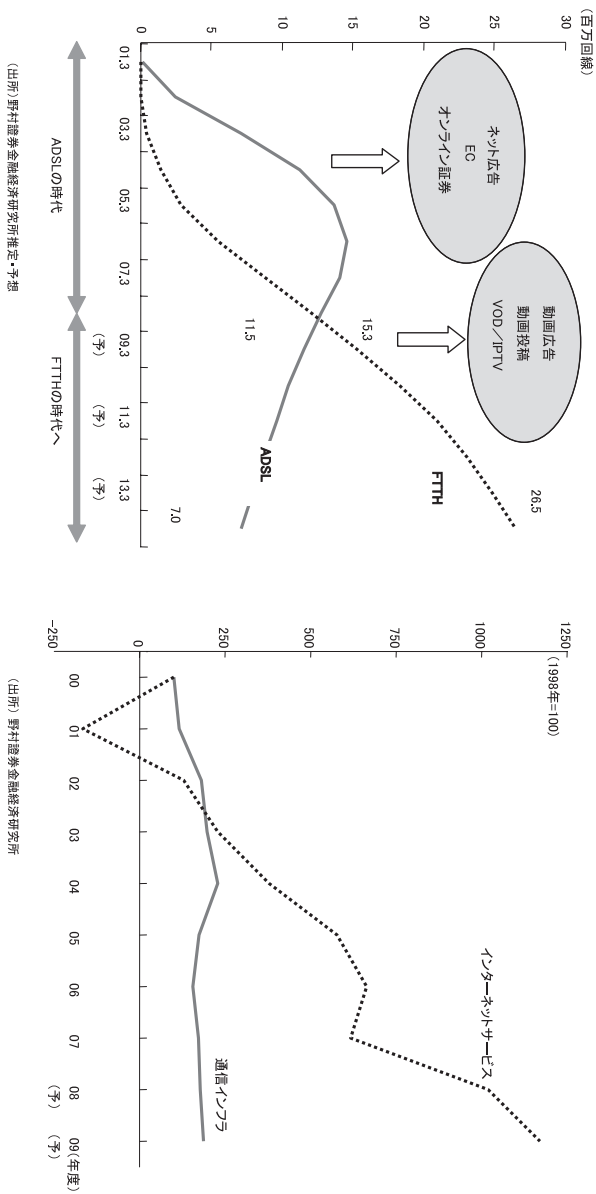
(注) 黒掛けは、全体が減益にも関わらず増益となった業種。
(出所) 野村證券金融経済研究所

2009年1月13日

堅調を維持する通信・インターネット関連

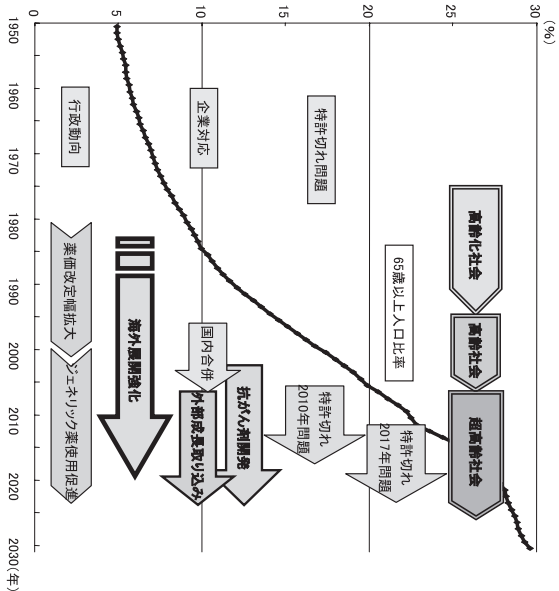
日本の固定ブロードバンド契約数

通信セクター：部門別経常利益の推移

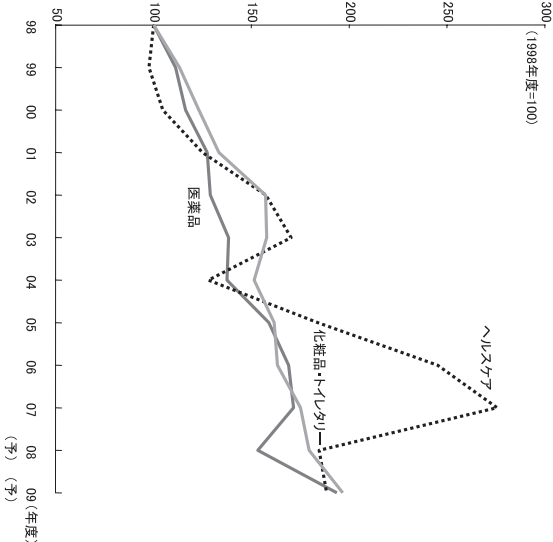


高齢化時代に対応する医薬・ヘルスケア関連 人口の高齢化に対応してきた製薬企業

医薬・ヘルスケアセクター：部門別経常利益



(出所) 総務省統計局「人口推計」、国立社会保険・人口問題研究所
「日本の将来推計(平成14年1月推計)」

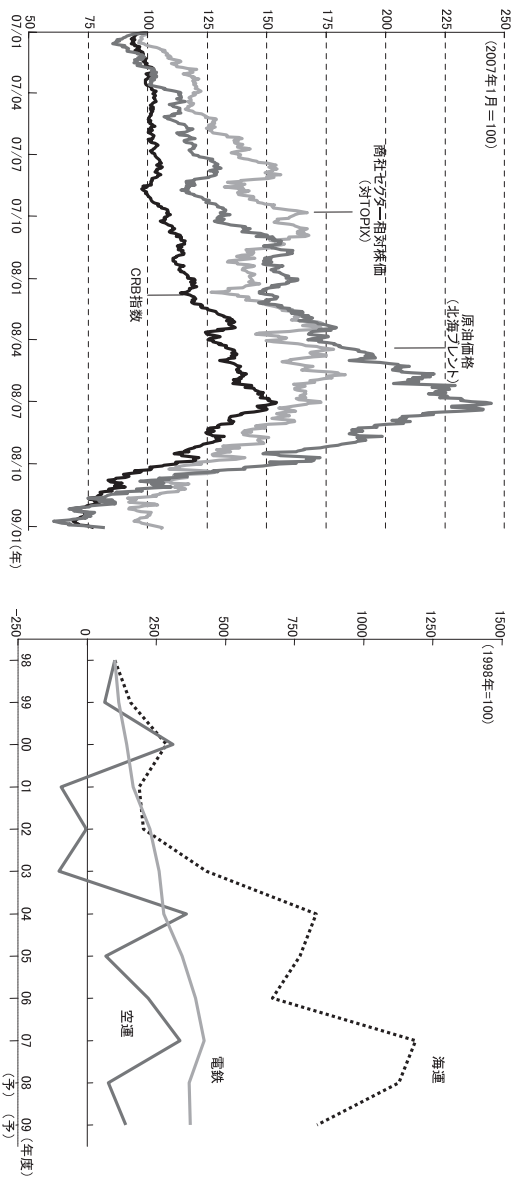


(注) NOMURA400 セクター分類を使用。ただし、ヘルスケアは2008年度採用銘柄を使用
(出所) 野村證券金融経済研究所

2009年1月13日

中国のインフラ投資増に期待される商社、海運 商品市況と商社相対株価(対TOPIX)

運輸セクター：部門別経常利益の推移

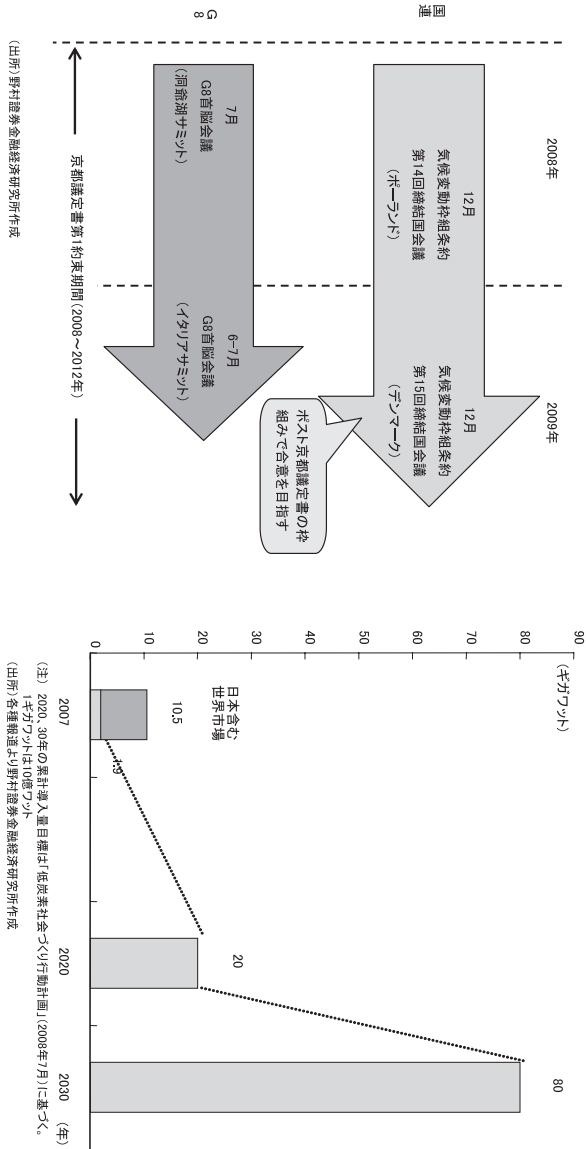


(注) CRB指数は、エネルギーや金属類、畜産、穀物などで構成される商品先物指数を指す。
2007年1月2日を100として算出。
但し、商社セクターの相対株価は、時差を考慮して1月4日を100としている。

(出所) Bloomberg, CRB, 野村證券金融経済研究所

息の長い成長が見込まれる環境関連 今後の国際会議の日程

太陽電池累積導入量目標



業種別株価指標

[illegible]

(注) 株価は08年12月25日終値。
(出所) 野村證券金融経済研究所

21