

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。

先ほども高橋理事長のお部屋で五分ばかりお話をしておりましたけれども、これでもう五回目だということ、随分長く年初にやらせていただいているなと改めて思った次第でございます。

今日は、全体のスケジュールが四時半まででございますので、できれば五分、十分、少し早目に

切り上げて、御質問がございましたらお出しただきたい、そんなふうに思っております。

早速ですけれども、時間の限りもありますので、本題に移らせていただきたいと思います。

前半で、「内外の経済見通し」ということで、金融危機後の世界経済がどう変容していくのかというあたりを中心にお話し申し上げたいと思います。また、二〇二〇年ぐらいの世界経済の構図を私なりに思い描いておりますので、そのあたりのことについても少し御披露申し上げたいと思っております。

そして、後段では、企業業績の話を踏まえて日本株の今年の展望を占ってみたい、かように思っております。また、セクターとか企業名まで具体的にたくさんお出しできるかどうかわかりませんが、その辺のイメージもおつかみいただけるような話をさせていただこうかなと思っているとありますが、でございます。

【内外の経済見通し】

一、G20の時代が始まる——金融危機を境に世界経済は変容——

それでは、資料の二ページ目をお開きいただければと思います（巻末資料参照）。

「G20の時代が始まる——金融危機を境に世界経

済は変容——、こういうタイトルにさせていただきますいております。既にコンセンサス的な見方になりつつあるかと思いますが、一昨年の金融危機を踏まえて、G20の金融サミットが定着してきております。世界経済は、かつてのG7、先進七カ国とかG8、こういった国々だけで物事を決めていくという時代は過去になりつつございまして、中国やブラジル、インドといったような新興国の国々も交えて世界経済を論じないともはや有効な対応策は打てない、こういう時代になってきているということでもあります。もちろん、資本ストックが物をいう金融市場や為替市場は、依然としてG7の財務相会議なども大事でありますし、先進国がまだ主導権を持っている分野だろうと思いますけれども、経済や産業ということになりますと、勢いG20、こういうことになってきているように思います。

G 20の金融サミットは、一昨年の一月にワシントン、去年の四月にはロンドン、そして九月にピッツバーグということで三回行われているわけですが、ピッツバーグの会議でこれを定例化しようということが正式に決まりました。脚注にも書きましたが、今年、六月にカナダ、そして一二月に韓国で開かれることが決まっております。そして、二〇一一年は、まだ何月と、いうところまでは決まっておりますけれども、フランスで行われる予定になっております。

私は、先ほど私の略歴で御紹介いただいた「脱ガラパゴス戦略」(東洋経済新報社刊)の中でも書いたんですけども、G 20のサミットが果たした役割は極めて大きいと思います。一年前、(まだ世界恐慌に発展する可能性すらあったわけですが) あらゆる政策手段を動員して恐慌的な事態を防ぐ、これが一昨年一二月の最初のワシ

ントン会議で決めたことでございますが、それが何とか機能して、一たんは不況に陥るんだけれども恐慌までは行かずに、二〇一〇年ぐらいからは経済が復調してくる、こういう見通しを立てていたわけがあります。その展望のよすがとしてG 20のサミットの意義というのは高く評価すべきだ、こういうふうにかねてから思っているわけでございます。

一昨年の一二月のワシントンの会議の成果は、そこに書きましたように、とにかく危機克服に向けて打てる策を総動員する。公的資金の投入、大規模なケインズ政策、そして中央銀行による量的金融緩和政策、こういったものを総動員して何とか世界恐慌を防ぐ、こういうことでございました。また、自由貿易体制の支持と保護主義への反対ということを明確に打ち出したことで、今回の世界経済危機が恐慌に発展するのを何とか食い

めて、今日、経済の回復を展望し得るような状況になってきている、こういうことだと思っております。

さて、世界経済の見通しでございますが、二ページの右側に「野村・世界経済見通し（二〇一〇年）」を載せております。

世界全体で実質成長率を四・二％と考えております。ただ、先進国は二・〇％、新興国が六・六％ということで、明らかに新興国が成長をリードする、こういう構図に数字の上でもはつきりとなってきたということでございます。

二〇〇〇年から二〇〇七年、金融危機以前の成長ペースは、新興国は大体六％台の半ばでございます。まして、今年二〇一〇年には新興国は金融危機以前の成長ペースを取り戻すということでございます。その一方で、先進国は二・八％ほど伸びておりましたので、二・〇％という数字は金融危機の

前の姿には遠いということで、かなり需給ギャップもあり、先進国はデフレ的な状況から脱却するにはまだ距離がある、特に日本についてはそういう色彩が強い、こういうことであります。

国別にこれを見えますと、中国が最も成長見通しが高くて一〇・五％という数字を予測いたしております。次いでインドが八・〇％。ASEANの代表格として、タイよりはインドネシアかなということではインドネシアを取り上げておりますが、五・九％。ブラジルを含むラテンアメリカが四・六％、そして、中東アフリカ等々で三・七％、オーストラリアが二・八％、米国が二・七％、イギリスが一・四％、日本が一・三％、最も低いのが欧州大陸のユーロ圏で一・一％。

このように、新興国と先進国の間でかなり二極化してくるといのが今年の世界経済の大きな特色で、恐らくこれが底流として継続していくので

はないかと思っております。そういう点では、金融危機を境にして世界経済は大きく変容し、先進国の成長力の鈍化と新興国の存在感の高まり、こういうことになってきつつあるということでございます。

二、V字回復を見せる中国経済、 一〇年も高成長持続へ

その中で最も成長率の高い中国経済でございますが、三ページをお開きいただきしたいと思いますけれども、まさに中国経済はV字回復、こういう表現が適切かなと思います。

三ページの左のグラフは四半期別の前年同期比の成長率を見ておりまして、最も低かったのが二〇〇九年の一―三下期、ちょうど一年前が前年比六・一％増ということでボトムでございました。

その後、しり上がりに成長率は加速してきておりまして、恐らく、もう間もなく出てまいります昨年の一〇―一二月で二けたの一〇％に手が届いたのではないかと。また、二〇一〇年一―三月は一・二、一・三％まで成長率がさらに加速する、こういった展開を想定しております。

その後、絵的に見ると大きく落ちるような格好に見えますが、水準的には九から一〇％ぐらいのところに戻りつつあるということで、中国経済はV字回復の後、二〇一〇年も一一年も高成長を続ける、こういう見通しを持っているところでございます。

そして、中国経済の回復の原動力が何であり、今後の課題がどこにあるかということでございますが、私は、三つぐらいの原動力をベースに中国経済がV字回復を遂げたと思っております。

一つは、よく引用されますように、四兆元の財

政出動であります。四兆元というのは日本円で五〇兆円を超えるわけでございまして、中国のGDPの実に一四％という極めて巨額な財政出動ということでございます。これがまず第一番目の理由です。

第二番目は、金融緩和です。二〇〇八年八月に北京オリンピックがありました、その直後から、どちらかというとやや緩和的な政策を模索し始めておりまして、九月一五日のリーマンショックの後、一気に金融緩和に政策の軸を移していったということ、これも中国経済のV字回復につながったと思います。特に銀行融資が大きく伸びておりまして、昨年は銀行の融資が一〇〇兆以上伸びて、四兆元のファイナンスももちろんそこからやっておりますし、その一部が株式市場や不動産市場にも回って、資産市場の上昇にもかなり大きな効果をもたらした、こういうことであります。

す。

そして三つ目は、消費の刺激策です。本当によく考えてつくられているなと思いましたが、次々と打ち出していったということがございます。幾つかの例を挙げますと、例えば耐久消費財の代表格であります自動車についていえば、昨年の一月から、一六〇〇CC以下の小型車について、自動車取得税を一〇％から五％まで減税するというのをいち早くやったわけであります。家電製品についていえば、農村部の家電消費に一三％ほど補助金をつけるというようなことも大胆にやりました。

このように、財政出動、金融緩和、さらに内陸部中心の消費需要の刺激策、この三点セットでV字回復を遂げたということでございます。

今後の課題は何かというと、中国経済は「超」のつく好況でございますので、日本の八〇年代後

半のようなバブル経済に至らないように、早目早目に少しブレーキを踏むことのほうがよほど大事な状況になってきている。私は、アクセルを踏むのと同時にブレーキを踏むのもなかなか難しいのではないかと思っております。そこを、温家宝首相を含めて中国政府がどの位きちんとやり遂げられるか、こういうふうに見ているわけでございますが、なかなかさい先のいいスタートを切っておりますして、既に三月の全人代を待たずに、預金準備率の引き上げをつい数日前に打ち出しました。

中国は社会主義市場経済ということで、私どものような自由経済とやや趣が違いますけれども、当然のように圧力団体がありまして、最大の圧力団体は地方政府と不動産業者でございます。向こうの進歩的な学者にいわせますと、地方政府と不動産業者が温家宝首相に圧力をかけて、相当思い切った金融緩和政策をとらせたと。金融危機に名

をかりてむしろ相当な緩和をさせて、それによって、株式市場のみならず不動産市場も見事に回復してみんなハッピーになった、こういうことをいう学者もおりまして、半分以上正しいと思います。

引き締めるというのは、日本の八〇年代も難しかった部分があり、簡単ではないんですけれども、やはりここは、締めるべきは締めるということとで動き始めておりますので、私は、中国の政策当局の政策遂行能力はかなり高い、こういうふうに見ているところでございます。ですから、二月、三月の消費者物価の水準を見て、預金金利や貸し出し金利も上げてくる可能性が十分あると思いますし、これもまだコンセンサスではありませんけれども、四―六月以降は、人民元の切り上げについても踏み出す可能性があるのではないかと思っております。

来月カナダでG7が開かれますが、そこでも恐らく人民元がかなり議論されるのではないかと思います。人民元を切り上げようとする、沿岸部の人々は輸出に依存しておりますので、反対する可能性が高いと思いますけれども、中国は明らかに好況が煮詰まってきたおり、むしろインフレを少しずつ懸念する必要がありますので、私は、人民元についても比較的早目に動かしてくるのではないか、こんなふうに思っております。

したがって、八〇年代後半の日本経済の間違い、これについて中国の政策当局はかなり研究していて、しかも、米国への依存度というのは日本の比ではありませんので、それなりに自律的に政策を打っていくでしょうから、いわゆるブーム・アンド・バストのようなことにはならないのではないかと思います。一部では、中国経済がブーム・アンド・バストになるのではないかといわれ

ており、例えばスイスのダボスで今月末に開かれる会議などでは、その辺の議論も行われるような感じでございますが、私どもは、そこはうまくやっていく、こういう見立てに立っているということでございます。

三、米国経済も回復が始まるが、回復力は鈍い

次に、米国経済でございますけれども、四ペーシをごらんください。米国経済も緩やかに回復が始まるだろう、既に始まりつつある、こう思っております。一年前に、米国経済を見ていく上で最も重要なのは貯蓄率がどうなるかだと御指摘申し上げ、貯蓄率は恐らく七、八%ぐらいまで上昇し、それをもつてバランスシート調整がほぼ終結し、消費の再開がなされる、こういうふうに申し

上げた」と記憶いたしておりますが、一年たつて、そこは少し修正しております。七、八%まで行かずに五、六%で貯蓄率はピークをつけて、消費が徐々に再開されてくる、こういう見立てに変えています。それはなぜかというと、FRBのリフレ政策がかなり成功してきているからです。

四ページの右側の絵は、昨年も御紹介したかと思いますが、アメリカの家計の貯蓄率と純資産／可処分所得比率の推移でございます。

純資産／可処分所得比率が右軸で逆目盛りで、住宅バブルのピークでありました二〇〇六年ぐらいには六・五倍ぐらいまであったわけでありましたが、これが一気に四・五倍まで下がる。絵で行きますと、逆目盛りなので上昇しているわけでございますが、もう五倍ぐらいまで戻りつつあります。住宅価格は、昨年の五月、六月ぐらいを底にして下げどまり、一部の地域では若干反発という

格好になっておりますし、株価は、ニューヨークダウで六〇〇〇ドル台まで下がったものが一万ドル台まで回復してきているということで、可処分所得に対する純資産の倍率が四・五倍まで下がったものが、もう五倍ぐらいまで戻ってきています。八%とか九%、そこまで貯蓄率が上がらなくても何とか済むような格好になってきているということでございます。ここも、九〇年代の日本の失敗をFRB等アメリカの政策当局はかなり研究をしていて、リフレ政策を果敢にとってきた、こういうことだろうと思います。

FRBのバランスシートは、リーマンショックの直前で八〇〇〇億ドルぐらいでございましたが、現在、二兆三〇〇〇億ドルということで二・数倍、こういう格好になってきております。住宅ローン債権を買い取る、そして長期国債を買い入れるということ、長期金利を低位に安定させて

住宅市況の回復に全力で取り組んできた、こういった効果が出てきております。また、株式市場の回復を通じて、今申し上げたような展開に何とか持ち込めてきているということでございます。そういう面では、米国経済も、回復力は鈍いものの回復の方向ははっきりしている、こういうふうに思っています。

私どもの二・七％の成長見通しの評価でございますが、コンセンサスとはほぼ同じか、若干慎重目かもしれませんが、私自身は、三％を少し超える可能性もあるかなと思っております。

そう考えておりますのは、四ページの左側のグラフにございますけれども、アメリカ経済の大きな特質は、一たん大きく落ち込んだ後の回復ペースが、一般に考えられるより速いということです。例えば一九八一年、八二年というかなりの不況がございました。このときは、景気の山から底

まで二・八％ぐらい落ち込んだわけでありまして、そこから二年間で年率五％ぐらいのペースで回復した、こういった実績がございます。横軸が山から底までの下落幅で、縦軸が底からの二年間の平均の実質成長率というものでございます。

ですから、過去は意外にV字回復を遂げてきたというのが実は米国経済の特質でございます、そういった意味では、四％近くまで落ちた今回の景気回復は、従来の傾向に当てはめますと、むしろ年率五から六％ぐらいのペースで戻る。しかし、さすがにバランスシート問題を抱えている中でそれは難しいだろうなということで、二・五％から三％、こういう見立てになっているわけでありまして、この傾向値から見ると、二・五％から三％のラインよりはやや強目に行く可能性もある。一とか二という数字は、米国経済の特質からは考えにくいというようなことではないかと思ひ

ます。

日本にいてアメリカ経済を見ておりますと、住宅市況は底を打ったものの、まだ、まだら模様。

あれだけのバブル崩壊の後なので、ゼロ成長がなおしばらく続くのではないか、こういう見立てもなかなか説得力を持つのでありますが、このグラフをぜひ見ていただいて、いや、そうでもないぞ、二・五％から三％というのはそんなに無理な予想ではないですね、こういうふうに御理解をいただければいいのではないかと思います。

さて、そういう中で、米国の経済も出口戦略をどこから見出していくのかということになっていくわけですが、結論的には、利上げのタイミングは年末ぎりぎりぐらいかなと思っています。

一つは、変化率的にはもうこの一―三月ぐらいから雇用改善は始まりますが、水準として十分な

レベルに来るのにそれなりの時間がかかるということと、もっと重要なのは、今年の一月にアメリカの中間選挙があるということでございます。

アメリカの民主党も今度の中間選挙は相当苦戦を強いられそうな感じで、ワシントンの雰囲気からしますと、そう簡単にバーナンキも中間選挙前に利上げを行うというのはなかなか難しい、こういう感じでございます。量的緩和政策は徐々に打ち切って正常化に向かうと思いますが、実際にFF金利を上げるのは中間選挙が終わった後の今年の年末ぎりぎり、こんな見立てになっております。したがって、恐らく米国株式も金利上昇でそんなに大きく下落するという年ではないだろう、かように思っております。

ですから、中国はむしろ早く出口戦略を模索したほうが正しい、米国はゆっくり時間をかけてやったほうがいいというのが私の判断で、今のと

ころ、中国の政策当局も米国の政策当局も、ほぼその見立てに沿って動いてくれそうな感じになっているということでございます。

四、日本経済もプラス成長に転ずるーデフレ緩和策が重要

さて、日本経済でございますけれども、五ペー
ジであります。二番底があるのかないのか、今の
デフレをどうやって修復するのか、この二点が恐
らくポイントではないかと思えます。

二番底は回避できるというのが私どもの最新の
日本経済の見立てでございます。一番心配してお
りましたのは、昨年の一〇月、十一月ぐらいで
す。民主党政権が誕生したものの、補正予算を三
兆円規模で凍結してみるとか、新しく藤井財務大
臣が登場して、円高を不必要に容認する動きに出

たとか、実に危なっかしいな、こういう感じがし
ていたのが昨年の一〇月、十一月ぐらいでござい
ました。こんな調子だと二番底の懸念も現実化し
かねないと思っておりましたが、幸い、ドバイ
ショックという一一月末に起きたイベントを機に
民主党政権も思い切って政策転換しましたので、
これで二番底の懸念は遠のいた、こういうことでは
ないかと思えます。

具体的に一二月の初頭にやった政策は何かとい
うと、日本銀行が量的緩和政策に踏み込んで、短
期金利を下げて円高に歯どめをかけようとしたと
いうことが第一点。第二点は、補正予算を組ん
で、エコポイントやエコカー減税の継続、さらに
住宅のエコポイント制の新設、また地方中心に公
共事業についても一定の配慮をする、こういった
格好で政策を変えましたので、余り大きな二番底
は経験せずに済みそうです。昨年の一二月の改定

見通しから四半期で大きなマイナスを見込むのはやめたということでございます。ですから、今年前半はやや踊り場で、後半から再拡大というのが日本経済の見通しになっております。

日本銀行の政策、それから補正予算に加えて、もう一つだけ理由を挙げるとすれば、やはり輸出が好調であるということです。中国向け、アジア向けの輸出が大変好調で、この下支えもかなり期待していい、こういう状況になっているということでございます。

デフレの問題についてですが、私は、日本銀行の対応については、講演会や座談会でも、昨年の一〇月以降、極めて強く批判的に物事をいつてまいりました。それは、五ページの右側に「主要中央銀行のバランスシート比較」というグラフを載せておりますが、これが一つの根拠でございます。

これを見ていただくとうかがいますように、リーマンショック後、中央銀行のバランスシートが最も大きく膨らんでおりますのはイングランド銀行で、三倍ぐらいに膨らんでおります。次がFRBで、これが二・五倍程度。トリシェが率いる保守的な欧州中銀（ECB）でさえ一・五倍ぐらいに膨らんでいます。日銀は社債やCPの買い取りをやりましたと声高々にいつておりましたが、それはバランスシートでいうと一％未満で、大したことはやっていなかったということです。したがって、もっと量的緩和政策に踏み込むべきだ、こういうことをいつてまいったわけでございます。

ようやく八四円まで円高が進み、いろいろなエコノミストの批判が出てきて、外国人投資家が九〇〇〇円ぐらいまで日本株を売り込んでいくという中で、一二月に入つて日銀も政策転換をしたという事です。白川総裁も、たしか一二月一八日

前後だったと思いますけれども、盛んにテレビにも出て、デフレは容認しないということを日銀当局のメッセージとして発していました。そのあたりから株式市場も、どうも日銀のスタンスも変わってきたぞということで、しっかりと上昇に転じてきている、こういう流れになっているんだと思います。

恐らく、追加策はあり得るのではないかと思っています。もう一回、八〇円台の半ばぐらいまで円高が進めば、長期国債の買い入れ等々で量的緩和政策の追加ということが出てくるだろうと思いますし、円高に再度行かなくても、物価は、五ページの左側の絵にあるように、やはり今年いっぱいコア消費者物価はずっとマイナス圏で推移するというところでございますので、何らかの追加策を行ってデフレ緩和を模索していくということになるのではないかと思います。

そういう点では、株式市場が先見しておりますように、二番底は回避でき、金融緩和については、多くの国々が出口戦略を模索する中で、唯一日本だけが場合によると金融緩和の追加さえあり得るということで、株式市場は強くなるのが必然、こういうことでございます。今日も一万一〇〇〇円近いところまで上昇してきておりますが、そういう株式市場の反応になっているというところでございます。

五、存在感増す中国、二〇二〇年には日本経済の一・五〜二倍へ

それでは、もう少し長期の視野で話をしたいと思います。

六ページ目に進んでいただきまして、「存在感増す中国、二〇二〇年には日本経済の一・五〜二

倍へ」、こういうタイトルをつけてございます。

どうということかというところ、これからの世界経済の構図の中で中国経済の果たす役割がさらに巨大化していく、また、中国以外の新興国も含めて、新興国経済の存在感が増していく、こういうことを長期的にも展望しているということを強調したいがためでございます。

六ページの左側の上の表が二〇二〇年の日本、中国、米国、EUのGDP見通しで、日本が六・四兆米ドル、中国が九・九兆米ドル、こういうふうに載せてございます。一・五倍程度になるということですが、この予測をやったのもう二年ぐらい前でございまして、大分時間がたっております。

ただ、この種の予測というのは結構手間暇がかかりますので、これを少し修正して使っているのでございますが、こういうふうに考えています。

この予測を立てた後、日本経済は残念ながら、

リーマンショック前後で大きく収縮してしまいました。一方で中国経済は、先ほども御紹介申し上げましたように、高成長を続けているということで、足元の勢いの状況を反映させますと、日本がこの後、再度成長戦略をとって成長を模索していくとしても、二〇二〇年で六〇〇兆円ぐらいの経済で、六兆米ドルぐらい。中国は、足元の勢いを少し反映させますと、一〇兆ドルというよりはむしろ一一兆とか一二兆ドル、つまり、日本円で一一〇〇兆から一二〇〇兆ぐらいということで、格差は一・五倍というより二倍に近いのではないかなと思っています。

購買力平価ベースの予測がございしますが、二〇二〇年で中国経済は日本の四倍ぐらいになるというのが日経センターの予測です。私自身も余り違和感を持っていません。二〇二〇年時点では、名

目GDPで二倍近く、実質購買力平価でやると四倍ぐらいの経済規模格差になってくる、かように予測をしているわけでございます。ごく最近もはかり直しておりますけれども、中国経済は、資本ストックの成長押し上げ効果もございますし、全要素生産性の拡大もございまして、あと一〇年ぐらいは年七から八%ぐらい伸びる。しかも、人民元は徐々に切り上がっていく。そうすると、ドルベースで九から一〇%ぐらい成長する、こういう予測はそう無理のあるものではないということでございます。

六、歴史にみる中国のポテンシャル

さて、そういう予測をするとして、私は、特段、強気過ぎる予想でもないし、歴史観に沿って

いえばそれほど不思議なことではないと思っております。それが七ページ、「歴史にみる中国のポテンシャル」というものを載せてございます。

最近また好んで使っておりますグラフが七ページの左のグラフで、「主要国の世界GDPに占める歴史的なシェア」というものでございます。一九九八年時点で日本経済より中国経済のほうがもう既に大きい、こういうことになっておりますが、これは、名目GDPではなくて購買力平価ベースのGDPのシェアであるというふうに御理解いただければと思います。

ポイントは、一八二〇年、今から二〇〇年近く前ですが、中国の世界GDPシェアは三〇%を超えていました。清朝の全盛期です。ようやくイギリスの産業革命が始まったばかりで、基本的には農業が主体の経済構図で、人口の規模が経済の規模を決めていた、こういうことでございました。

その後、御案内のように、イギリスから始まった産業革命が西欧列強の経済をどんどん押し上げていく。イギリスの後を継いだ米国が覇権国になる形で急速にシェアを高めていったわけでありま

す。
最近またNHKで「坂の上の雲」を放送しておりまして、明治維新のころがいろんな意味で思い出されるわけですが、まさに一八六八年の明治維新を機に、西欧列強に対抗して日本も富国強兵政策をとっていきます。中国はその後もずっとシェアを下げ続けて、5%割れまで下がりました。

この間、私どもの雑誌の一つであります「財界観測」の巻頭言に私が書いたことなんですけれども、福沢諭吉が一八八五年に「脱亜論」というのを書いております。それまでの中国文明を一人捨てて西洋文明を全面的に受け入れて、いわゆる

脱亜入欧戦略に転じたのがそのところでございます。そこからめぐりめぐって一二五年目が今年です。くしくも世界経済の構図は、どちらかというと、先進国の成長力が鈍化して新興国の存在感が高まる。そして、明らかにアジアの時代が来ている、こういう時代背景になっているわけです。

私は、入欧入亜政策がいいと思っています。民主党政権は、入亜はいんですけれども、どちらかというと、脱欧、脱米という色彩がやや強いので、若干そこが気がかりな点でございますけれども、米国との関係を十分維持した上で、当然ながらアジアに再度深く入っていくということで、そういう面でいうと、入欧入亜政策が正しいんだろうと思っています。いずれにしても、歴史的に非常に大きな節目を迎えているということだろうと思います。

中国は、一九七八年の鄧小平の改革開放路線の

後、年率一〇%という驚異的な成長を三〇年間続けております。この Maddison の統計は一九九八年で終わっておりますけれども、IMF の統計がありますので、それで見えていきますと、今、推定一三、一四%というぐらいの感じになっております。先ほどの二〇二〇年の私の見通しが正しければ、購買力平価ベースでいうと、中国が二〇%ぐらいのシェアを占めて、米中の経済規模がほぼ並ぶ。名目GDPではアメリカのほうが上だと思えますけれども、実質購買力で見るとほぼ並ぶのではないか。そういう面では、G20 についても、米国と中国のG2が主導するG20、こういうことなのかもしれません。

そういった意味で、中国の存在感というのは一段と増していきますので、中国と緊密にやってくというのは日本のあり方として当然なわけでありますが、そこは、米国と手を切るというより

は、米国とも親密な関係を維持しながら中国との関係も強化していく、入欧入亜がいいんだ、こういう考えであります。

七、長期では新興国需要と環境 ビジネスに活路

さて、そこで、八ページでございます。これは、先ほど高橋理事長から御紹介いただいた私が今回書いた本の中で詳しく述べていることなんですけれども、日本企業の今後の成長を考えますと、新興国の中所得者世帯の需要をいかに取り込むかということが最も重要な課題だと思っております。

新興国の中所得者世帯がどれぐらい台頭してくるのかというと、八ページの左側のグラフがそうなんですけれども、例えば中国でいきますと、二

〇〇八年に約六三〇〇万だった所得一萬ドル以上の世帯数が、二〇二〇年には六倍までふえて約三億六千萬世帯になる。四萬ドル以上に限っても三六〇〇万世帯ということですから、日本並みの所得水準の世帯がほぼ日本並みの数で二〇二〇年ぐらいには中国に登場してくるということで、相当な成長機会を提供してくれるものと思われま

す。ブラジル、インドもありますが、私は、インドネシアが今後非常に重要性を増していくのではないかと考えております。インドネシア、タイ、ベトナム、マレーシアでは、二〇二〇年で六二〇〇万世帯ぐらいまで一萬ドル世帯がふえてくると予測しております。

この一萬ドル以上の中所得者世帯を私どもや野村総研が重視しておりますのは、これらの世帯にいろんなアンケートをとると、日本製品に対する需要が非常に強い、こういうことがあるからで

す。一種、日本製品へのあこがれを持っているのがこの一萬ドル以上の世帯です。ですから、ここに積極的に訴求して、日本企業の成長の糧にしていくべきだ、こういうことが原点になっているということでございます。

では、この一萬ドル以上の世帯をどうやって攻略していくのかということについて、この本の中で具体的に書いております。少し中身を紹介しますと、キーワードは三つであります。

一つは、まさにあこがれを生かすということです。この間、「NHK経済ワイドビジョンe」を見ておりましたら、早くも「BOP」といっていました。ピラミッドのボトム、つまり、低所得者層にアプローチしてはどうかということを特集としてやっておりましたが、私は賢い選択ではないと思っています。むしろ、超富裕層と、その下に莫大に登場してくる中間所得層を日本企業は積

極的に攻めていくべきだ、こういうふうな思っています。それには、あそこがれを持っているところに訴求していく。いたずらに低価格競争で消耗戦をするのではない、ここが一番目のキーワードだろうと思います。

二番目は、そうはいいまして、現地ニーズをうまくとらえて差別化や工夫をしていく必要がある。この本の中にさまざまなケースが出ておりますので、御興味があればぜひお読みいただきたいんですけれども、一つ二つ例を御紹介しますと、例えば洗濯機です。日本では、洗濯機は静かなものがないとされています。共働きで奥さんも働いているので、夜、帰ってからマンションで洗濯するととなると、隣近所に迷惑がからないように静かなものがない。しかし、中国やアジアに行くともうでもなくて、むしろ、少々音出てもパワフルなほうがいいということで、製品の勘どころ

が全然違うんです。ここをきちっと押さえましょうということです。

もう一つの例はセブンイレブンです。北京のセブンイレブンに行きますと、大きな屋台が店の中にあるんです。いってみれば、おでんのコーナーをもっと大きくしたようなものが店の中にある。そのかわりに、お弁当やサンドイッチのコーナーが小さいんです。これはどうしてかというと、最近、都市部の人は変わってきたそうですけれども、中国人は冷たいおにぎりを食べるという習慣が余りないので、温かいものをその場でサブして提供してあげるといふことのほうが売れ行きにつながるからです。ですから、同じアジアでも食文化も違うしニーズも違うということで、やはり現地ニーズをきちんと把握した上で展開する必要があります、これが二番目のキーワードです。

三番目は何かというと、現地化です。一万ドル

とか二万ドルの世帯といっても、先進国の所得水準の世帯がほとんどふえるというわけではありませんので、やはり一定程度現地化していく必要がある。中国で生産するときに、汎用品の部品は中国で調達する。それから、製品開発も、技術開発の根っこは当然日本でやるわけですけれども、アプリケーションのソフトの開発なんかはむしろ中国でやって、全体としてコストを下げる、こういう工夫が必要だということです。

ですから、一番目にあこがれ、二番目に、現地ニーズを踏まえるべし、そして三番目に、なるべく現地化を徹底する、こういうことでビジネスモデルを構築して、中国を初めとした新興国の需要を取り込んでいく、これが日本企業に課せられた大きな課題で、それをやれないと株主の期待に十分こたえられないというのが私どもの論点でございます。その辺についてこの本は詳しく論じてい

るということでございます。

プラス、当然ながら、国内では何をするのかということについては、医療、介護のような日本国内で成長する数少ない領域がございまして、また環境ビジネス、こういったものを伸ばしていく。

このように、新興国の中産階級の需要を取り込み、かつ、環境革命に対応していくというのが日本企業の成長戦略としてあるべきだと思っております。

【株式市場の見通し】

一、業績回復始まる、二〇一〇、一一年度としり上がりに好転へ

さて、そういったことを踏まえた上で、株式市

場でございますけれども、九ページ目以降がそれに当たります。

まず、一〇ページで業績の話をいたしますが、「業績回復始まる、二〇一〇、一一年度としり上がりに好転へ」というタイトルをつけてございます。

一〇ページの左側のグラフが見やすくてわかりやすいと思うんですけども、二〇〇七年度で、NOMURA四〇〇、すなわち主要企業四〇〇社の連結の経常利益は三四兆七〇〇億ございました。過去最高利益でございます。これが二〇〇八年度でわずか八兆八〇〇億に落ちてしまった。

財政収支見通しがここに来て大きく変わったのは、この企業収益の悪化が一年おくられて法人税の激減という格好で国庫の財政を直撃しているわけでございます。二〇〇六年は法人税が一五兆円ぐらいあったんですけども、今年度は五兆ぐらい

しか見込めない。一〇兆ぐらいもう既に落ちていくんです。これは、この企業収益の悪化が一年おくられて法人税収に響いている、こういうことでもあるわけです。

これが、二〇〇九年度で一四兆四〇〇億、二〇一〇年度で二兆三〇〇億、そして一一年度で二兆八〇〇億、これぐらいのところまで回復していく。二〇一一年度で大体二〇〇七年度のピークの八合目、八〇%ぐらいのレベルまで回復してくる。そして、ROEが八%ぐらいまで回復してくるということで、一応、株式市場がそれなりに評価できる水準に戻ってくるのが一一年度、こういうことでございます。

ここで使っております前提は、例えば自動車業界の利益見通しの中では、米国の自動車需要を二〇一一年度でもまだ一二〇〇万台ぐらいの総需要としか見ておりませんし、為替レートは九〇円の

ままやっておりますので、二〇一一年度ぐらいになると、中国の需要も強い上に米国需要も回復してきますので、多分これよりも超過達成する可能性が高いのではないかと。うまくいくと三〇兆円近くまで上振れる可能性もあるかと思いますが、一応、今のところ、二七兆八〇〇億というアナリストの予想をベースに株価の予測をしております。

二、上昇再開の株式市場、出遅れ修正へ

そこで、一一ページをごらんください。この経常利益見通しを一株当たり利益に直すとどうなるかというのが左の棒グラフです。二〇〇九年度が二七、二〇一〇年度で五一、二〇一一年度で六四ということでございます。

今年の年末は、当然、一年後のEPS水準を織り込みにいくということになりますので、二〇一一年度の六四ポイントを九カ月分、そして、二〇一〇年度の五一ポイントを三カ月分織り込むということ、加重平均いたしますと六一ポイントぐらいになります。この六一ポイントに予想PER一八倍を掛けますと、TOPIXで大体一一〇〇ポイントということになってまいります。一一ページの右側に主要国の株価指数の予測を載せてございますが、中段にあります日本は二〇一〇年末、TOPIXで一一〇〇ポイント、日経平均でいいますと一万二五〇〇円から一万三〇〇〇円というぐらいのレベル感になる。収益を丹念に予測してバリュエーションを適正に考えていくと、それぐらいのレベルが想定される、こういうことになるわけでございます。一年前に、二〇〇九年は七〇〇〇円から一万円ぐらい、その先に一万二、

三〇〇〇円ぐらいと申し上げていたわけですが、私の予測能力はそんなに高いとは思いませんけれども、幸い、一年たつてもそのレベル感はそんなにずれていないということで、今年は一万三〇〇〇円ぐらいを目指してマーケットが展開していく、こういうふうに思っております。

さて、世界の株の中で日本株の相対的な位置はどうかということですが、実は、株価上昇率でいきますと日本株が最も高いのであります。これはなぜかというと、中国など新興国の株式市場ももちろんマイナスのリターンを予想しているわけではありませんが、出口戦略を模索してまいりますので、景気はよくて企業業績もよくても、金融環境が徐々にアゲンストになっていく、こういうことであります。

同時に、米国が出口戦略を模索するということになると、いわゆるドル・キャリートレードで新

興国市場に入っていったお金が少し巻き戻る可能性が出てくるということで、どうも昨年ほど新興国の市場が手放しで大幅に上昇するということでもないのではないかとというのが私どもの見方です。そういう面では、景気は二番底をつけずに、年後半から再拡大に向かう、日本銀行は今の金融緩和政策を維持する、ないしは、為替次第では強化するということであると、景気・業績もオーケー、金融も非常に緩んだままで出口戦略に遠いというのは、実は日本市場で、最も安心して考えられるのは日本株市場だ、こういうことでございます。そういった意味で、意外に今年の日本市場は相対的にいいというのが私どもの認識でございます。

ということで、外国人投資家にも昨年の暮れ以来ずっとそういう話をしております。ロンドンにおりますグローバル・ストラテジストも昨年の一

二月に、日本株をオーバーウエートすべしということをお米の機関投資家に強く訴えております。もちろん、それだけではないわけでありましてけれども、最近はお外国人投資家も、余りにも日本株をアンダーウエートし過ぎたということで、少し買い戻しに動いている、こういう状況になっているということでございます。

三、中国・新興国経済の成長に期待される商社、機械

さて、具体的なセクターでございますけれども、一二ページ以降でごく簡単に見ておきたいと思っております。

今年のマーケットはそんなに難しくないと思います。比較的優良な大型株を素直に買って、リターンが出る年だと思います。私がセクターの

オーバーウエート、アンダーウエートを決める際に重視しておりますのは三つの指標です。一つは、生産がどうなるか。二つ目に、為替がどうなるか。インデックスの水準が上なのか下なのかということでございます。今年は、生産は上、為替は、目先まだ若干円高の芽が残っておりますが、年後半にかけてやや円安定、円安を目指す、こういうふうに思っておりますので、輸出株から最も超過リターンが出やすい年ではないかと考えております。そういう中で、特に、新興国市場に収益源を持っている企業群を探してオーバーウエートしていく、こういうことではないかと思っております。

そういった意味で、一二ページには商社や建設機械というようなところを載せております。三井物産とか三菱商事とか、随分上がってきておりますが、原油市況は緩やかに上昇していくでしょう

し、場合によると大幅に上がるという可能性すらありますので、やはり商社はオーバークエート・セクターだと思っています。

それから、建設機械については、もう中国が最大市場でございまして、ここで日本企業は五〇％のシェアを持っております。昨年も随分上がっておりますが、コマツを初めとした建設機械もなかなかおもしろいのではないかと思っています。

四、中国需要が牽引する液晶・LEDテレビ、材料

そして、一三ページでございすけれども、ハイテクもなかなかに妙味があると思います。その一つとして、液晶やLEDの関連を載せてございすますが、液晶テレビの世界販売台数の見通しが左側のグラフです。濃いグレーの部分为中国ですけ

れども、二〇一二年には中国市場が米国市場を抜いて世界トップになります。そういう点では、液晶テレビも設備投資がかなりなされておりますが、中国がその供給能力をのみ込んでいく可能性が高いと思っています。

特にLED関連の材料や液晶の材料、ですから、偏光フィルムの日東電工、液晶のガラスとか白色LED、そういったような材料メーカーになおチャンスがあるかと思ひますし、ここでは載せておりませんが、半導体についても、PCの需要が非常にしっかりとありますので、DRAMの市況も久しぶりにかなり引き締まっておりますし、設備投資も再開されてくるということとで、東芝や東京エレクトロン、さらに信越化学など、半導体の関連も妙味があるのではないかと思います。

五、エコカー好調、中国需要旺盛、生産回復続く自動車・部品

それから、一四ページは自動車でございますけれども、中国の自動車販売がすさまじい勢いで伸びておりまして、私は担当者に、この程度の予想だと常に上方修正を迫られるよ、もっと思い切った予想にしたらどうかと昨年来ずつといています。まだ公式の予想は、二〇一〇年で一四二〇万台ぐらいのままなんですけれども、ここも、一五〇〇万台ぐらいまで中国の自動車需要は上振れる公算が高いと思っています。

昨年三月と一〇月、二回中国に行ったんですけども、一〇月の時点で二〇〇九年の需要は一三〇〇万台を達成する。二〇一〇年は、GM、フォルクスワーゲン、トヨタといった中国に進出

している自動車メーカーの生産計画を丹念に積み上げていくと、一四五〇万台から一五〇〇万台ぐらいになるということは三カ月ぐらい前から現地ではいわれておりまして、多分そうなるんだろうと思っておりますが、二〇〇九年は一三五〇万台まで到達しておりますので、今年は一五〇〇万台に手がかるかなという感じであります。

そういう面では、先ほど申し上げましたように、産業レベルで見えていただいても、中国の需要の大きさというのは驚嘆するぐらいの状況になってきています。しかも、上振れが一〇〇万台、二〇〇万台のレベルですので、少々増産投資をしても追いつかない、こういうことでございます。

このように申し上げると、いよいよバブルだ、中国の需要もバブって、いずれブーム・アンド・バストになる、一五年以上低成長を経験している

我々日本人から見ると、どう見ても中国はバブルにしか見えないという感じになるのかもしれないが、中国は七〇年代の日本ですから、まだまだ天井は高いと私は肝に銘じております。私は自動車の専門家ではありませんけれども、中国の自動車需要については、年間二〇〇万台という数字が出てもびっくりしない、これぐらいのポテンシャルを持っていると思います。そういう点では、日本からの高級鋼板の輸出も相当程度まだ続くということになると思います。

ただ、御注意申し上げないといけないのは、中国の鉄鋼の技術も随分上がってまいりましたので、自動車に使われるかなり高品質の薄板ももう中国国内でつくれるようになっております。そういう点で、需要が満たされてくれば、必ずしも日本から輸出することではなくなってくると思いますが、自動車需要がどんどん上振れており

ますので、恐らく、あと数年は新日鉄やJFEから中国向けに高級鋼板を輸出し続けるのではないかと考えております。

トヨタ、日産、ホンダ等の日系のメーカーも中国でおおむね二五％ぐらいのシェアを持っておりますし、部品メーカーも数多く進出して、中国の旺盛な自動車需要を享受できているということで、自動車、電機、機械といった輸出加工株、輸出株に今年は大いにチャンスがある、既にそういう相場つきになってきている、こういうことでございます。

六、テーマではデフレ緩和、 M&Aに注目

そこで、一五ページでございませうけれども、では、その先をどう考えるかということですが、条

件つきで、デフレの緩和ということをどこからマーケットが意識し始めるかということだと思えます。これはまだ確定的なものではなくて、これからの日銀の政策、それから、日本企業の産業再編とかリストラクチャリング、こういう企業行動に依存するのではないかと思います。ですから、日銀がさらに量的緩和政策を強化し、デフレが最悪期を脱して、いずれまた物価は上昇に転じるという見通しを今年の年末ぐらいには持てるのかどうか。それから、小売業にしても、もう国内の店を幾つか畳んで、オーバーサプライを修正するよきな企業行動をとれるのかどうか。

この辺が多分、今年の年末から来年にかけての業種戦略を大きく占っていくということで、そこがそれなりに進展するのであれば、輸出株の次に内需の景気敏感株、すなわち金融とか小売、そういうものを物色できるようになるでしょうし、そ

こが不十分なままであればそこまでいけない。したがって、インデックスの水準もそんなに高く設定しにくい、こういう話になっていくのではないかなと思っています。

七、政治、地政学リスクなどの留意点

最後に、一六ページでございますけれども、留意点としては、原油価格の動向が今年が一番注意を要するのではないかと思います。去年はドル安のリスクが最も大きいかと思っておりましたが、今年は、地政学リスク、すなわち、イランの核開発問題等々を絡めて原油価格が一〇〇ドルを超えるような動きにならないのかどうか。ならないと思っているわけですけども、もしそうなりますと、当然、交易条件の悪化と企業収益の改善

の鈍化。デフレっぽい中で原料価格だけが一方的に上がるという状況は避けなければいけないので、ワイルドカードがあるとすると、今年は商品市況、特に原油価格ではないか、こんなふうに思っております。

以上、お話ししたところで、皆さんから御質問をいただいた上でまた少し補足させていただきま

す。

ありがとうございます。(拍手)

高橋理事長 どうもありがとうございます。

今年の経済展望あるいは株式市場の動向について、大変きめ細かい分析に基づいた見通しをお示しいただいたと思います。また、一〇年後の世界というものを展望して、大変希望が持てる将来像をお示しいただいたかと思えます。

それでは、お時間を少しいただいておりますの

で、御質問あるいは御意見等ありの方は御発言をいただきたいと思えます。いかがでしょうか。

質問者 六〇年ぶりに政権が交代しました。サプライサイドからデMANDサイドといっております、その影響が今年以降どう出るのか、それをちよつと教えていただければと思います。

海津 民主党政権も、誕生してすぐは随分危ういなど思っております。先ほども少し申し上げたように、不必要な円高容認とか成長戦略を全く持たないとか、いろいろ課題が多いなど思っておりますが、数カ月たって少しずつ正常化してきているかなと思っております。

特に、今度財務大臣になった菅直人氏がかなりカギを握るのではないかと思っておりますが、菅さんとか仙谷さん、このあたりの方々がどういう成長戦略を六月に向けて打ち出していくのか、その辺に注目していきたいと思っております。

民主党の政策はアンチ自民党というところから来ておりますので、どちらかというと供給サイドより需要サイドを重視する、こういう格好になってきているわけですが、当然ながら、需要サイドも供給サイドも両方よく見ていく必要があるということでございます。需要サイドというと、先ほど申し上げましたように、アジア等々、新興国の中間所得層の需要をどうやって取り込んでいくのかということに思いをいたす必要がございます。まして、そういう点では、FTA戦略とかEPA、この辺のところをぜひ成長戦略の大きな核の一つとして盛り込んでほしいと期待をしております。

それから、国内でいいますと、医療、介護等々、この辺は規制改革を実行していく必要があるということだと思います。ですから、さまざまな参入障壁や規制を取り外して、もう少し自由に

企業が展開できるようにしていくことで、そういう面では、需要政策だけではなくて、供給サイドにも目配りをした両方からの成長戦略が望まれるということではないかと思えます。

私は、聞かれたら、三つぐらいのことが重要ではないかということで話をすることにしております。

一つは、デフレからの脱却です。これをまず考えましょう。それには、日銀の政策も平仄を合わせる必要があります。また、企業もオーバーサプライを取り除いていくことが必要だということ、金融・財政、規制改革、企業行動等々から来るデフレからの脱却、これが一つです。

二つ目は、今申し上げましたように、貿易政策です。特にFTA、EPA等々となると、農業政策とか国内をどう開放していくとかという話になりますので、これはセットでございますけれど

も、そこに踏み込めるのか踏み込めないのか。民主党の今までの感じからすると踏み込みにくい領域だと思うんですけれども、それがどうなるか。

三つ目は、やはり社会保障制度改革と税制改革です。そういう面では、菅直人氏は、昨日の記者会見でも、年金改革と消費税の導入は表裏一体で、それは次の選挙までには考えるべきだ、こういうふうについておりますので、鳩山総理よりはかなり現実主義で、そのあたりも整理して話されているかなという感じがいたします。

高橋理事長 ありがとうございます。

ほかにどなたか御質問、御意見ございませんでしょうか。

雇用の回復というのがかなりおくれるというところで、アメリカでも日本でも雇用の問題が大きな問題だろうと思いますが、雇用の回復が実感できるのはまだもう少し先になるというお見立てで

しょうか。

海津 そうでしょうね。順番でいうと、今は輸出一本やりですけども、今年の後半になると、恐らく設備投資が少し動き出すんじゃないでしょうか。四―六月ぐらいになると稼働率の水準が七〇%を超えて上がってまいりますので、年後半は設備投資も更新需要を中心に国内でも動きが出てくるかなと。来年に入って、需給ギャップが少し縮小してきて、また企業収益が戻ってきて、ボーナスの支出などもふえてきて、少し新規の雇用も改善してくるということで、雇用の改善とか消費の回復というのは、民主党の子ども手当等もありまされども、本格的には二〇一一年になるのではないかと思います。今年後半は設備投資、二〇一一年に消費が少し回復してくる。雇用もほぼ同じで来年、こんなふうにあります。

高橋理事長 どうもありがとうございます。

ほかに何か御質問ございませんでしょうか。

それでは、時間も過ぎておりますので、この辺で閉会したいと思います。

大変丁寧な御説明をどうもありがとうございます。
した。（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、平成二二年一月一五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

※ 主要な公職

- 日本証券アナリスト協会理事
- 日本 IR 協議会 IR 優良企業賞審査委員長
- 東京証券取引所 上場会社表彰選定委員会 委員

※ 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 「F A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)
- 2009年 「脱ガラパゴス戦略」(共著) (東洋経済)

※ 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 |

2010年01月15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

2010年01月15日

内外の経済見通し

- G20の時代が始まる-金融危機を境に世界経済は変容-
- V字回復を見せる中国経済。10年も高成長持続へ
- 米国経済も回復が始まるが、回復力は鈍い
- 日本経済もプラス成長に転ずる。デフレ緩和策が重要
- 存在感増す中国、2020年には日本経済の1.5～2倍へ
- 歴史にみる中国のポテンシャル
- 長期では新興国需要と環境ビジネスに活路

G20の時代が始まるー金融危機を境に世界経済は変容ー

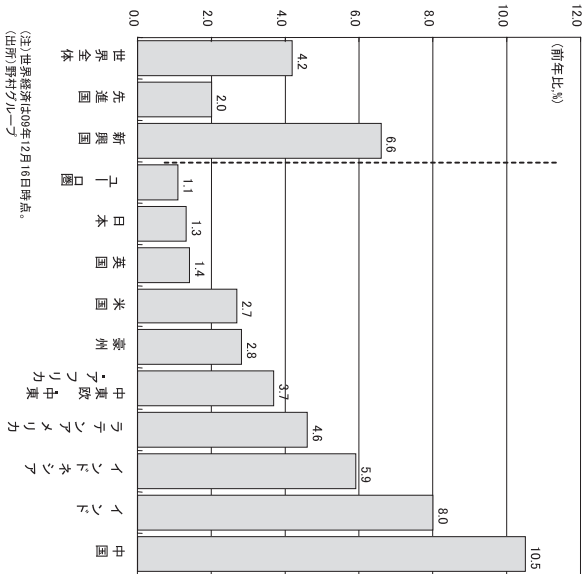
2010年01月15日

G20金融サミットの成果

野村・世界経済見通し(2010年)

日時・場所	会議の成果
2008年11月 第1回米ワシントン	■危機克服に打てる策を総動員 (公的資金投入、大規模なケインズ政策など) ■自由貿易体制の支持と保護主義反対
2009年4月 第2回英ロンドン	■財政刺激策をフル活用、2010年に世界経済を回復軌道にのせる ■新興国に対し総額1.1兆ドルの金融支援
2009年9月 第3回米ワシントン	■出口戦略を急がない ■銀行の自己資本比率規制の強化など

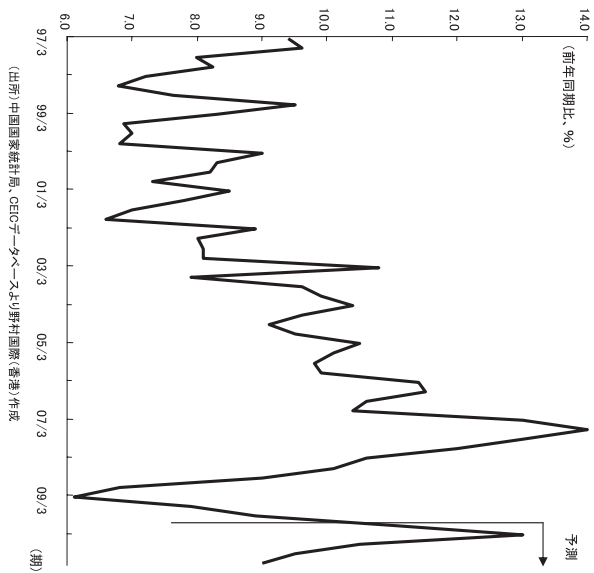
(注)第4回は2010年6月カナダ、第5回は2010年11月韓国、第6回は2011年フランスを予定
(出所)外務省HP、メディア報道などから野村證券金融経済研究所作成



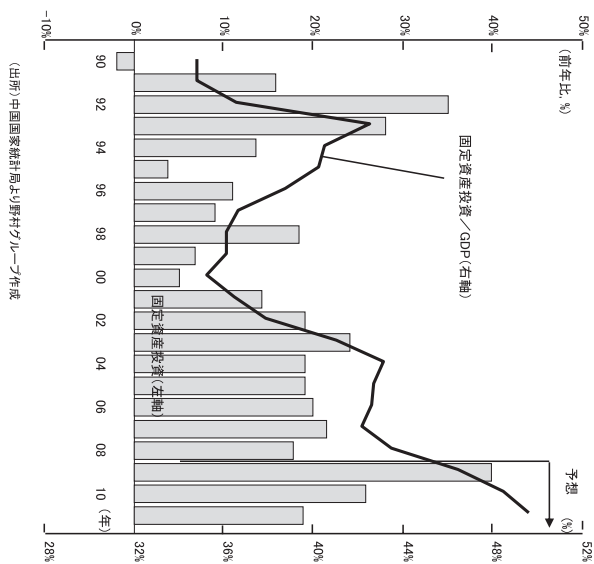
2010年01月15日

V字回復を見せる中国経済。10年も高成長持続へ

中国実質GDP成長率見通し



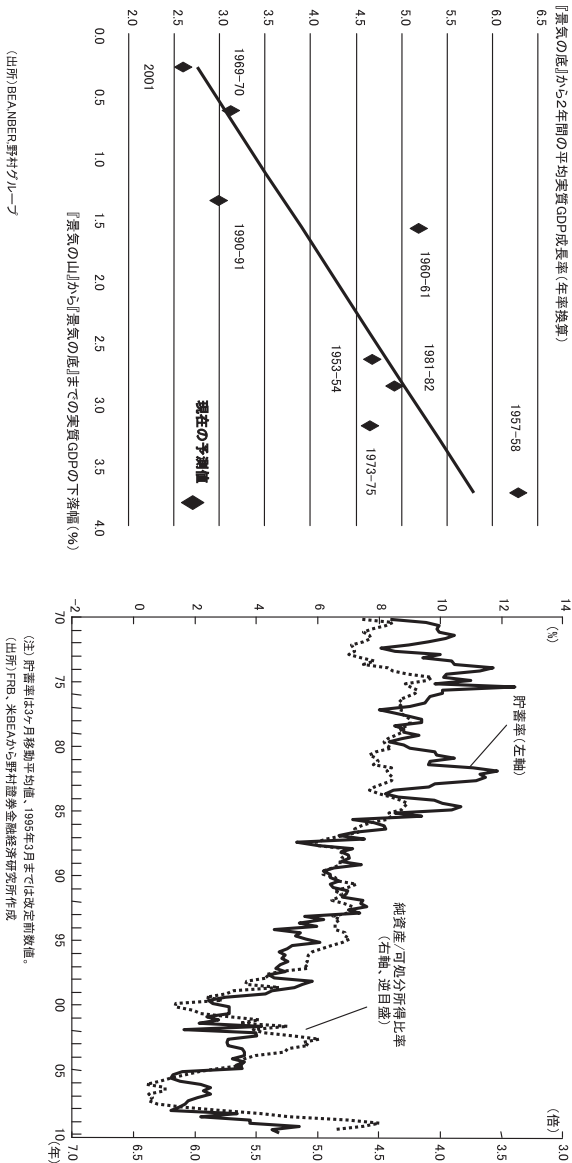
固定資産投資と対GDP比率



米国経済も回復が始まるが、回復力は鈍い

「景気の底」からの回復力比較

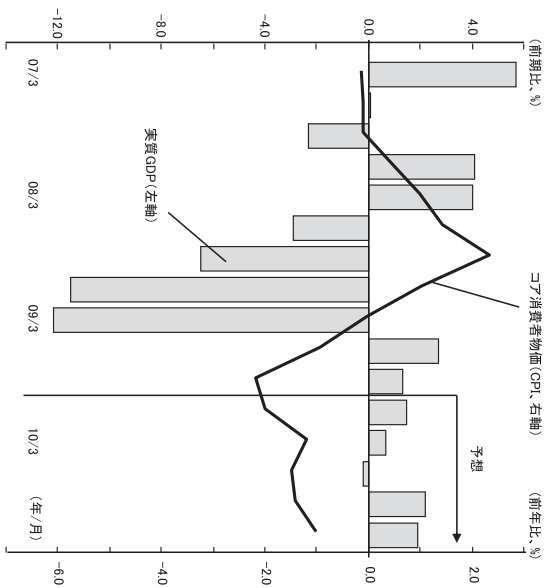
米国家計の貯蓄率と純資産/可処分所得比率の推移



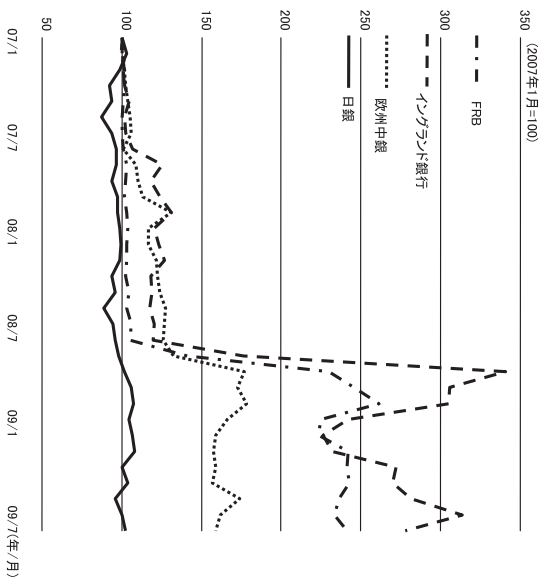
日本経済もプラス成長に転ずる。デフレ緩和策が重要

実質GDPとコアCPI

主要中央銀行のバランスシート比較



(出所)内閣府、総務省より野村グループ作成



(出所)米銀、英銀、EU、日本の各中央銀行の統計より野村グループ作成

2010年01月15日

存在感増す中国、2020年には日本経済の1.5～2倍へ

ドルベースのGDP予測(2005年価格)

GDP予測	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

(単位:兆米ドル)

購買力平価ベースのGDP予測

	2005年	2020年(予)
日本	3,467	4,241
中国	7,726	17,334
米国	11,085	16,746
EU	11,156	14,520

(PPP2000年10億ドル)

(単位:米ドル)

一人当たり GDP予測	2005年	2010年	2015年	2020年
日本	35,689	40,356	45,660	51,680
中国	1,720	2,995	5,217	6,981
米国	41,910	46,272	51,088	56,406
ドイツ	33,910	36,111	39,743	43,026

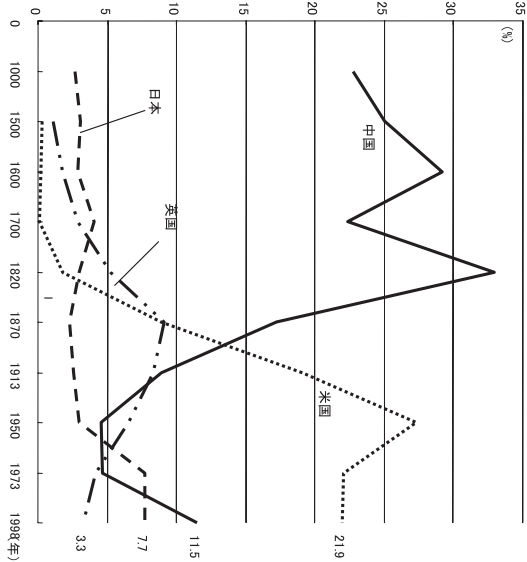
(注) 1. 米GDP成長率は、世界銀行の「Global Economic Prospects 2008」、及び野村證券金融経済研究所作成の「アジア太平洋アジア・タイの金融経済展望」による。2. 2005年基準のドルベースのGDPの推定値は、野村證券金融経済研究所作成の「Global Economic Prospects 2006」、国際連合の人口データに基づき野村證券金融経済研究所作成、2008年1月予測

(注) 2005年は一部推計値を基に推定している。2020年は日経センダー予測(出所)延長期予測をいっているデータ

歴史にみる中国のポテンシヤル

主要国の世界GDPに占める歴史的なシェア

覇権国の条件



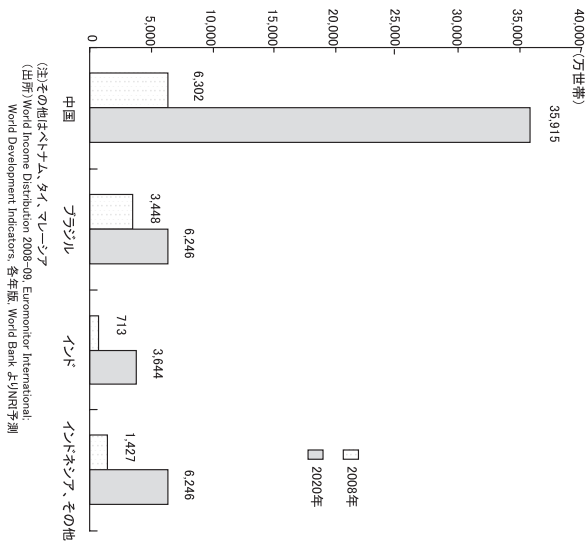
(出所) Maddison, The World Economy: A Millennial Perspectiveより野村證券金融経済研究所作成

(出所) 坂本正弘「ベトナム・アメリカ」と日本より野村證券金融経済研究所作成

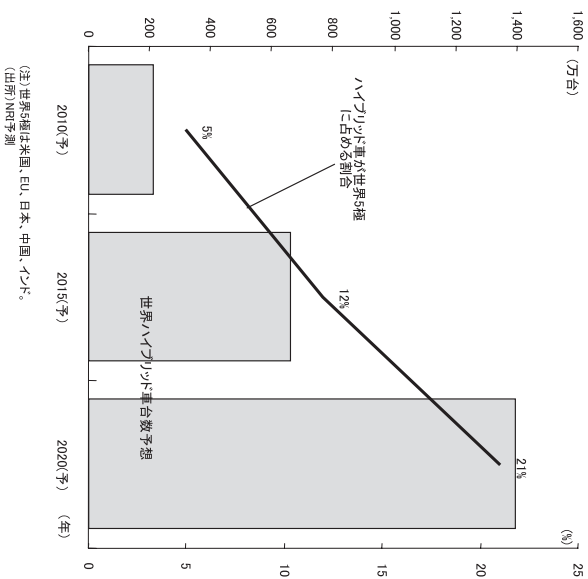
経済力	■ 大きな輸入市場 ■ 強い輸出力 ■ 先端技術と国際企業 の存在 ■ 基軸通貨 ■ 整備された国際金融・資本市場
軍事力	■ 戦略核 ■ 巨大な陸海空の通常戦力 ■ 世界の主要地域に同盟国をもち基地展開
文化・社会力	■ 民主主義 ■ 自由で憧れの対象となる生活様式 ■ 高い教育水準、対外的な開放性 ■ 人権度 ■ 難民・政治亡命の受け入れ ■ 地球的問題への取り組み

長期では新興国需要と環境ビジネスに活路

新興国の所得1万ドル以上の世帯数



ハイブリッド車の世界需要見通し



2010年01月15日

株式市場の見通し

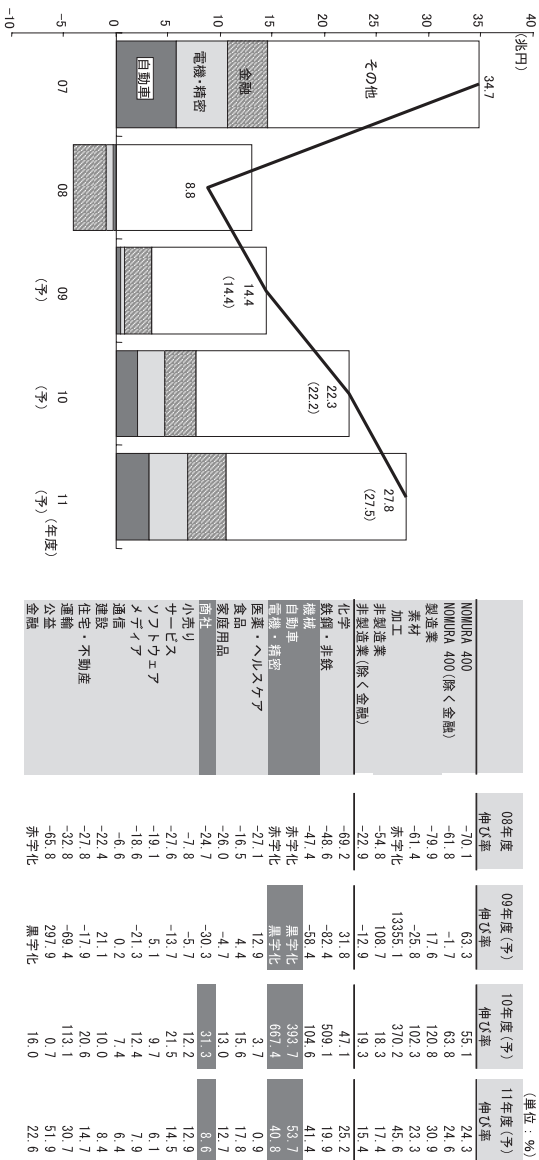
- 業績回復始まる、2010、11年度としり上がりに好転へ
- 上昇再開の株式市場、出遅れ修正へ
- 中国・新興国経済の成長に期待される商社・機械
- 中国需要が牽引する液晶・LEDテレビ、材料
- エコカー好調、中国需要旺盛、生産回復続く自動車・部品
- テーマではデフレ緩和、M&Aに注目
- 政治、地政学リスクなどの留意点

2010年01月15日

業績回復始まる、2010、11年度とシリ上がりには好転へ

NOMURA400連結業種別経常利益見通し

業種別経常利益見通し(連結ベース)



(注) 2010年1月7日時点。(内は12月1日時点。
(出所) 野村證券金融経済研究所

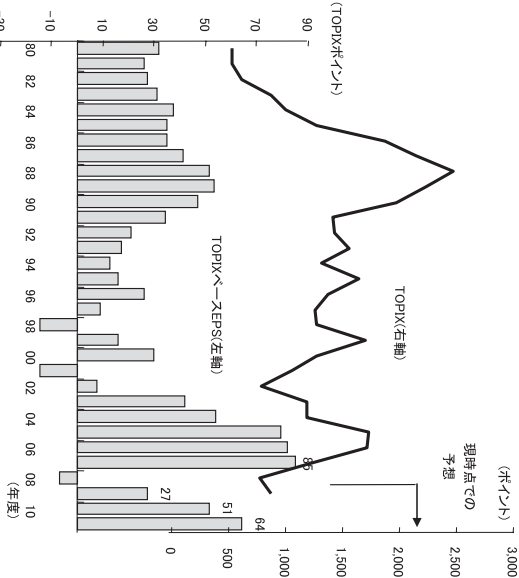
上昇再開の株式市場、出遅れ修正へ

2010年主要国の株価指数予想

	株価指数		株価上昇率(%)	総リターン(%)	
	09年 (12/9)	10年末 (予)	現地通貨 ベース	現地通貨 ベース	USD/ル ベース
米国	1,103	1,300	18	20	20
欧州(除く英国)	140	155	10	14	19
英国	5,311	6,000	13	16	25
日本	899	1,100	22	25	28
アジア(除く日本)	316	350	11	14	21
新興市場	502	560	12	14	21
グローバル	316	363	15	17	21

(注) 米国はS&P500、欧州(除く英国)はFTSE Europe ex UK、英国はFTSE100、日本はTOPIX、アジア(除く日本)はFTSE Asia ex Japan、新興市場はFTSE Emerging Markets
(出所)ロムバインダー・フュイナルpic

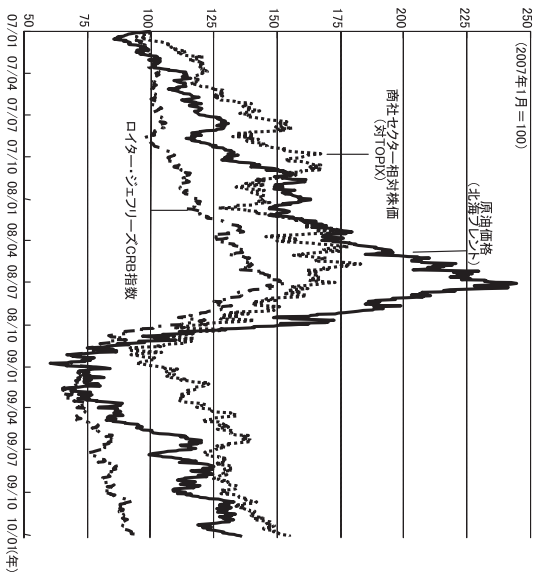
TOPIXベースEPSとTOPIX
(トヨタダウソ)



(注) TOPIXは毎年12月10日時点。
(出所)野村證券金融経済研究所

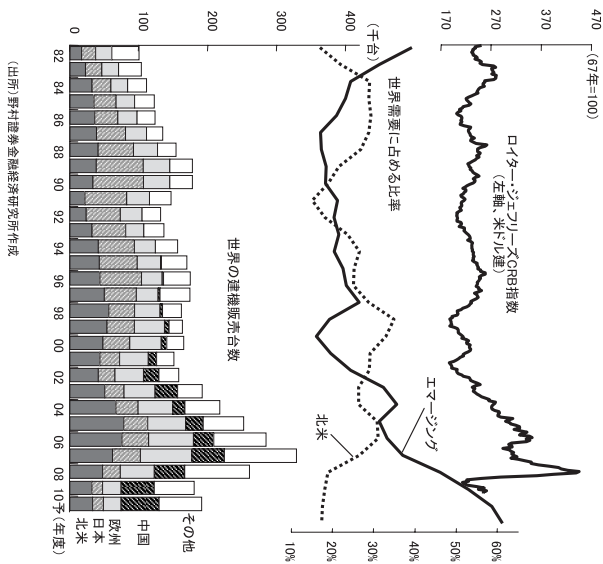
中国・新興国経済の成長に期待される商社、機械

商品市況と商社相対株価(対TOPIX)



(注)ロイター・シェラーズ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。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資料より、野村証券金融経済研究所作成

世界の建機販売台数とCRB指数



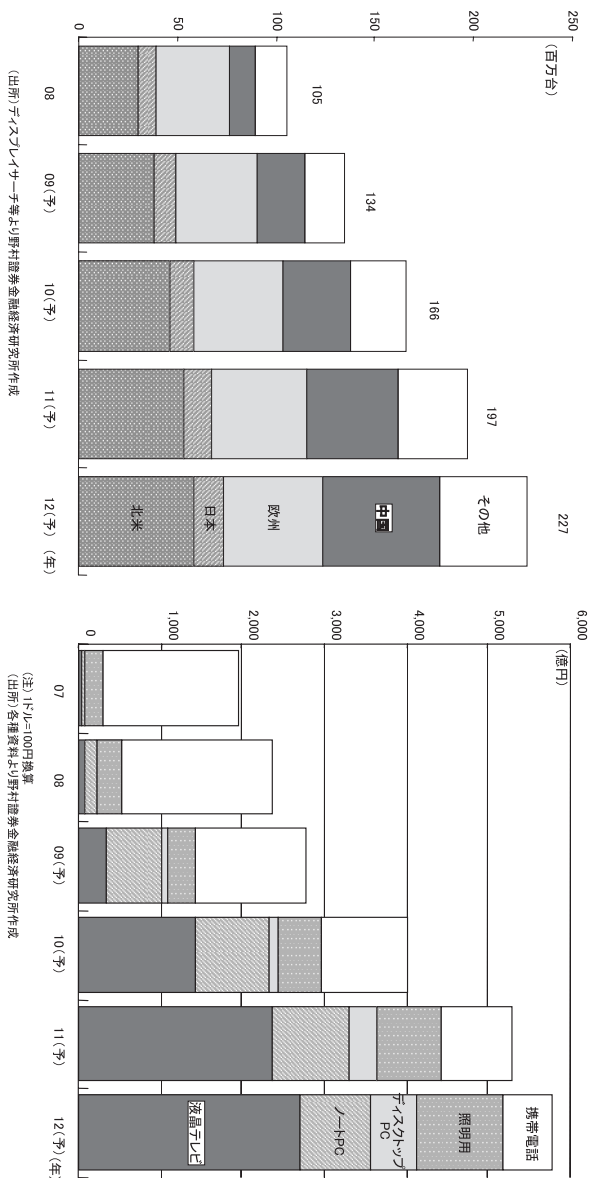
(出所)野村証券金融経済研究所作成

2010年01月15日

中国需要が牽引する液晶・LEDテレビ、材料

液晶テレビの世界販売台数見通し

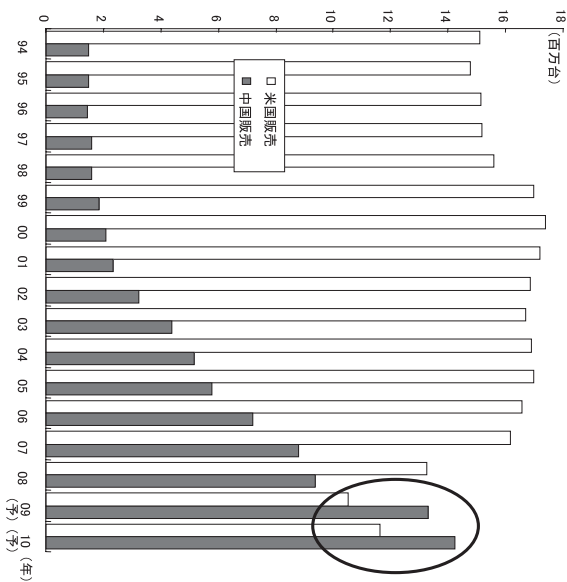
白色LEDの市場金額予想の推移



2010年01月15日

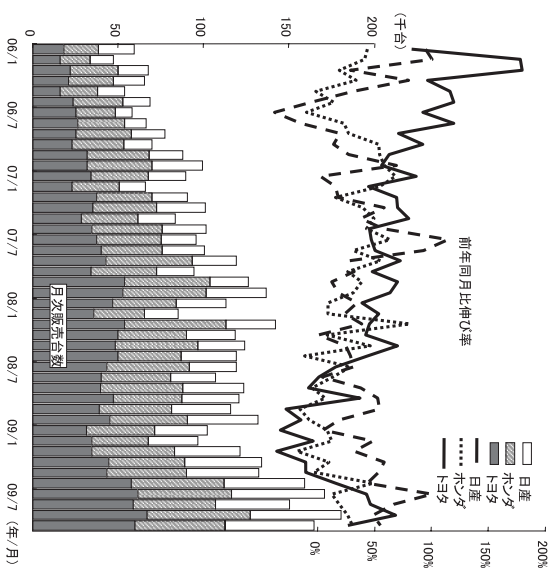
エコカー好調、中国需要旺盛、生産回復続く自動車・部品

米中の自動車販売台数見通し



(出所) 野村證券金融経済研究所作成

日系メーカーの中国販売

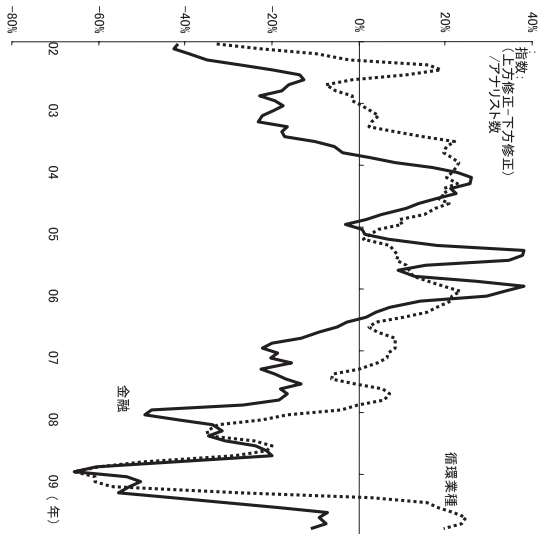


(出所) 野村證券金融経済研究所

2010年01月15日

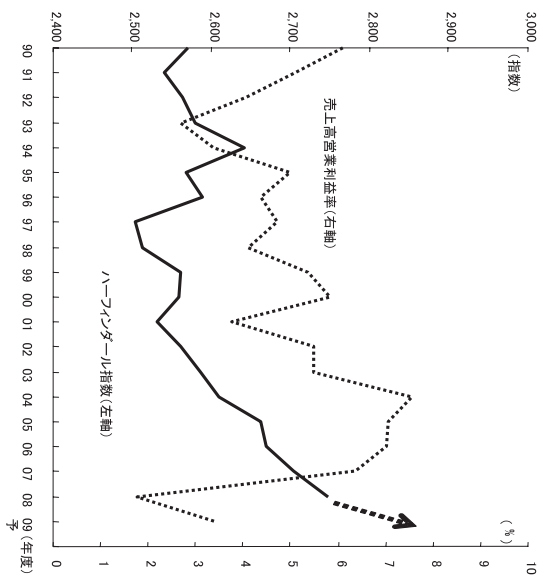
テーマではデフレ緩和、M&Aに注目

リビジョンイテックス：金融と全体



(注)ユニバースはNOMURA400、循環業種は化学、鉄鋼、非鉄、機械、自動車、電機。
(出所)トムソンデータ資料を基に野村證券金融経済研究所作成

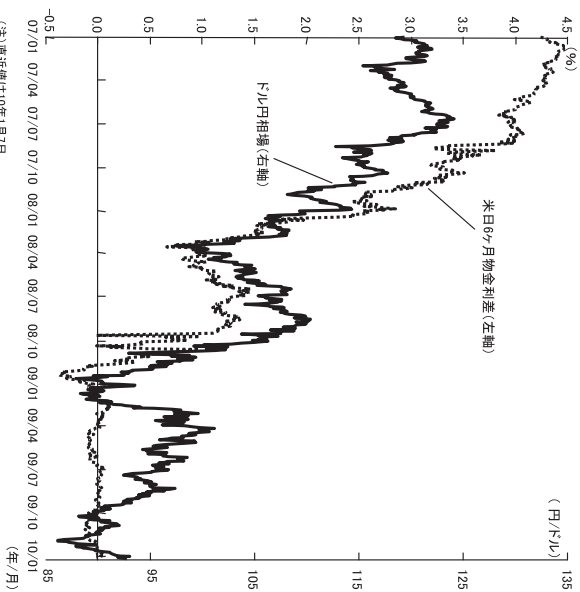
化学業界のハーフインデックスと売上高営業利益率



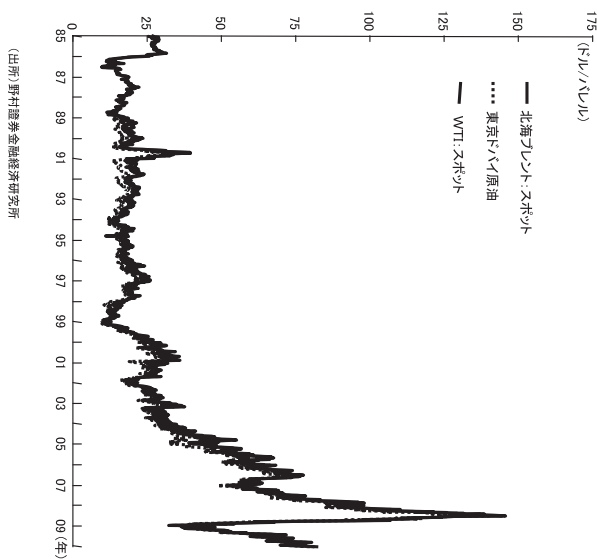
(注)ハーフインデックスは日経136業種区分をしようして算出
(出所)野村證券金融経済研究所

政治、地政学リスクなどの留意点

米日金利差(6ヶ月債利回り)とドル円相場

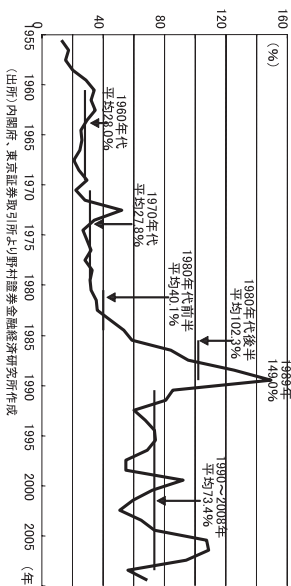


原油価格の動向

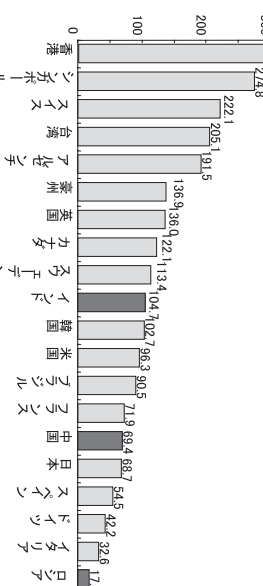


(参考)

日本の株式時価総額/名目GDP比率



株式会社時価総額の名目GDP比上位20力国
(09年12月末時点)



株式市場のバリュエーション比較(09年12月末時点)

(国名 株価指数)	予想PER(倍)	増益率(EPS(%))				PEG レシオ (倍)	①株 利回り (%)	②長期 金利 (%)	イールド スプレッド (①-②) (%ポイント)		
(年度)	09	10	11	08	09	10	11	09	(%ポイント)		
ドイツ (DAX株価指数)	16.8	13.7	11.3	-6.6	-9.7	23.1	23.9	0.72	5.94	12.55	-6.60
中国 (上海総合株価指数)	24.4	19.2	15.6	15.1	1.3	26.9	19.9	1.04	4.10	3.64	0.46
インド (SENSEX株価指数)	20.9	16.3	13.9	7.4	-9.2	28.7	18.2	0.89	4.78	7.59	-2.81
ロシア (RIS株価指数)	12.5	8.8	6.7	13.5	-42.6	41.5	32.4	0.34	8.01	10.80	-2.79

(注)1. 予想PER・EPSはグループ集計のコンセンサス。持込出資の年産半減は各都道府県の漁獲期による。

2株面指数の年度定義は各採用銘柄の決算期によるため面一ではない。ただし、ラザル、中国、ロシアでは事業年度は暦、インドでは4月～翌年3月のケースが多い。

3.実績PERは過去12ヶ月の実績EPS(一株当り利益)を元に算出
4.PEGレシオ=予想PER(2009年度)/2010～2011年度の平均増益率
5.有利回り=1/PER

6.長期金利は中国、インドが10年国債利回り、ブラジルが7年国債利回り、ロシアが2018年8月8日償還の国債利回り

(出所)ブルームバーグより野村證券金融経済研究所作成

2010年01月15日

(参考)

業種別株価指標

	道都府県		道都府県		道都府県		道都府県		道都府県		道都府県		道都府県		道都府県		道都府県		道都府県	
	09年度 平均	11年度 平均	09年度 平均	11年度 平均	09年度 平均	11年度 平均	09年度 平均	11年度 平均	09年度 平均	11年度 平均	09年度 平均	11年度 平均	09年度 平均	11年度 平均	09年度 平均	11年度 平均	09年度 平均	11年度 平均	09年度 平均	11年度 平均
道都府県	2.3	17.2	32.9	41.3	74.7	89.7	48.2	48.5	22.9	38.5	13.1	15.2	8.3	6.7	6.3	1.35	2.53	1.72	1.69	2.13
道都府県	10.7	9.1	30.4	44.0	70.7	83.3	103.8	501.0	48.9	78.4	2.3	16.1	10.0	7.6	6.8	1.42	2.49	1.45	1.65	1.86
道都府県	2.3	6.9	28.7	36.9	67.0	89.1	97.1	403.7	17.2	73.4	2.9	13.7	7.6	6.7	5.2	1.25	2.63	1.44	1.72	1.86
道都府県	28.1	0.7	30.7	43.8	65.3	92.2	105.4	516.5	20.3	108.7	2.9	16.7	11.2	8.0	7.0	1.42	2.34	1.16	1.40	1.66
道都府県	2.3	3.6	4.6	5.3	12.2	13.2	14.0	55.2	11.2	21.2	16.5	14.1	6.2	5.7	5.4	1.50	2.47	2.00	2.15	2.43
道都府県	0.5	1.5	6.2	8.0	14.5	19.3	21.0	67.2	17.2	42.0	2.5	16.4	11.4	9.3	7.2	1.25	2.46	1.12	1.45	1.77
道都府県	0.8	0.7	4.7	6.7	9.8	13.3	15.4	78.3	46.7	102.0	2.5	16.4	11.4	9.3	7.2	1.40	2.46	1.12	1.45	1.77
道都府県	3.9	4.8	5.7	6.4	9.9	10.9	11.6	61.4	18.6	15.1	16.0	14.4	9.2	8.4	7.9	1.49	2.45	2.09	2.22	2.40
道都府県	3.4	3.9	4.5	4.6	13.1	13.6	13.7	47.4	17.8	16.2	14.0	13.2	4.8	4.7	4.6	1.34	2.72	2.52	2.68	3.31
道都府県	2.6	2.8	4.0	5.3	14.8	16.2	17.7	74.6	33.2	33.2	23.0	17.2	6.2	5.6	5.2	1.22	2.20	1.84	1.89	2.05
道都府県	-1.3	2.1	5.2	7.0	15.2	18.4	20.1	86.8	43.4	48.8	20.0	15.0	6.9	5.7	5.2	1.21	2.62	1.75	1.78	1.85
道都府県	4.5	0.1	8.5	10.4	13.5	21.8	23.8	91.3	19.4	48.1	14.5	11.9	9.1	6.7	5.2	1.35	2.65	1.96	1.61	1.87
道都府県	3.4	1.5	4.1	6.0	8.4	10.9	12.2	79.8	28.0	81.1	29.7	20.5	14.8	11.3	9.7	1.54	2.24	0.96	1.10	1.31
道都府県	-4.2	-0.4	3.0	4.2	6.5	9.6	10.8	48.7	-10.2	-12.2	24.4	17.1	11.1	7.5	6.7	1.45	2.47	1.20	1.34	1.50
道都府県	2.3	6.2	6.1	6.2	8.8	8.6	8.7	67.9	38.0	16.7	17.0	16.7	11.8	12.0	11.9	1.78	3.45	3.02	2.83	2.93
道都府県	3.4	3.7	4.8	5.8	11.7	12.9	13.8	68.3	23.5	26.7	20.6	17.2	16.8	16.5	17.2	1.46	1.90	1.65	1.82	2.03
道都府県	2.3	2.9	3.2	3.3	13.8	14.3	14.3	68.3	23.5	26.7	20.6	17.2	16.8	16.5	17.2	1.46	1.90	1.65	1.82	2.03
道都府県	22.1	16.9	22.5	24.5	30.3	36.2	38.3	156.2	46.1	13.2	14.9	9.0	7.3	6.1	5.8	1.42	3.48	2.07	2.20	2.40
道都府県	0.8	1.9	2.5	2.9	6.3	7.1	7.8	44.0	62.9	28.4	23.0	19.8	9.8	8.0	7.6	1.27	2.34	2.12	2.22	2.31
道都府県	0.4	1.9	2.2	2.3	4.8	5.0	5.1	62.7	106.6	31.4	26.2	24.6	11.5	11.5	11.3	1.02	2.14	1.22	1.32	1.40
道都府県	4.4	4.5	4.9	5.2	18.7	18.8	18.8	51.6	13.0	13.3	19.2	11.5	3.2	3.2	3.2	1.16	2.01	2.28	2.47	3.53
道都府県	1.2	3.6	3.8	4.0	6.3	6.5	6.7	77.5	52.1	16.2	16.3	14.4	9.1	8.9	8.6	0.74	1.89	2.37	2.47	2.37
道都府県	5.1	10.9	3.3	4.6	13.6	16.4	18.0	64.0	12.5	13.3	14.3	13.3	6.0	4.9	4.5	1.25	1.45	1.39	1.48	1.78
道都府県	-0.6	4.2	4.2	6.4	23.9	24.0	26.3	33.7	-16.4	23.1	23.3	15.2	4.1	4.1	3.7	1.22	2.23	2.56	2.66	2.69
道都府県	-0.3	1.8	2.3	2.9	-	-	-	35.7	-11.7	21.5	17.4	13.8	-	-	-	1.11	2.83	2.26	2.34	2.57
道都府県	-0.3	1.8	2.3	2.9	-	-	-	35.7	-11.7	21.5	17.4	13.8	-	-	-	1.11	2.83	2.26	2.34	2.57

(注) 株価は09年1月7日終値。
(出所) 野村證券金融経済研究所

新年の経済展望と株式市場