

新年の経済展望と株式市場

海 津 政 信

はじめに

皆さん、明けましておめでとうございます。どうぞよろしくお願い申し上げます。

これでもう五年か六年ぐらい、大体毎年この時期にこの場でお話をさせていただいております。

高橋さんが証券業協会におられたころからおつき合いをいただいております、大体九月ぐらいになつて高橋さんからお電話をいただくと、翌年の一月のこの会の講師のお願いというのがここ数年

ずっと続いておりまして、喜んでお引き受けさせていただいているところでございます。

それでは、時間も限られておりますので、早速本論に入らせていただきたいと思います。

一、二〇一一年の世界経済も新興
国主体に4%台の成長が続く

まず、世界経済の今年の予測について、まずごく簡単にお話を申し上げたいと思います。

レジュメの二ページをごらんいただきたいと思

います。(巻末資料参照)そこに、私どもの最新の世界経済見通しを載せてございます。二〇一一年、世界全体で四・四%という実質成長率を考慮しております。先進国が二・四%で、新興国が六・六%でございます。右のほうに二〇一〇年、一一年、一二年と三年にわたる成長率見通しも出しております。

いろんなところで物にも書いてまいりましたし、テレビ等でも申し上げてきたところでありますが、やはり金融危機を境にして、世界経済のありようは大きく変わる。G7とかG8の時代からG20の時代が変わっていくと申し上げてきているわけです。今年(二〇一一年)も新興国主体に四%台の成長ということでございます。ただ、先進国の中でも米国については少し前向きな判断に徐々に変わってきておまして、今年(二〇一一年)は三・〇%という、三%の成長を見込んでお

ります。

ニューヨークのエコノミストは、二〇一二年の米国を二・五%とかなり慎重に入れておりますが、恐らく三%ぐらいの巡航速度には徐々に移ってきているのではないかと個人的には思っております。

二、好調な中国経済、製造業再加速、インフレリスクに留意

中国の経済から具体的に見てまいりたいと思います。三ページをごらんいただきたいと思います。

中国経済ではありますが、基本的に好調が続くと思っております。また、製造業の再加速と言いましようか、三ページの右側のPMIという製造業の購買担当者指数がでございます。これは、昨年七

月がボトムでございまして、再び加速してきているという状況になっております。自動車も大変よく売れておりますし、家電製品もよく売れております。むしろ、ややインフレのリスクが出てきたということ、金融政策については緩和的なものから中立、やや引き締めという方向に変わりつつあるということだろうと思います。

中国の政策遂行能力は基本的にかなり高いと思っております。消費者物価は今年が四%、来年が五%というぐらいのところはやむを得ないと思います。バブル崩壊につながるとかというようになドラマチックな変化は恐らくないのかなと思っております。

二〇一二年が今の胡錦濤政権から習近平政権に切りかわる年でございまして、そういう意味でも今年、来年と、かなりいろんなことに目配りしながら政策運営をしていく。結果として、一〇%

弱ぐらいの成長が続いていくということだと思えます。

ただ、二〇一一年で一%ほど政策金利を上げていきますし、二〇一二年についても〇・五%から一%ぐらいさらに利上げをしていくという見通しにございまして、中国株そのものについては、金利を上げていく中でなかなか上がりにくいということは承知しておく必要があるのではないかと思います。むしろ、米国とか日本とか、中国経済の活況を輸出等を通じて取り込める国々のマーケットのほうが、しばらくは妙味があるのかなと思っております。

三、米国経済はQE2とブツシユ 減税フル延長で持ち直しへ

四ページが米国でございまして、米国経済の話

を少し詳しく申し上げたいと思います。たしか昨年の七月下旬だったかと思いますが、バーナンキFRB議長が上院の銀行委員会で *unusually uncertain* という、私はあるところで二〇一〇年のグローバルな流行語大賞になるのではないかというコメントをしたこともあるんですけども、異例なぐらい不確かであるということを昨年七月の段階で言い始めました。そこから、再度の量的緩和策の強化という方向感が定まっていりました、その前後からドル安・円高がまた一段と進んだといった記憶が鮮明にございます。

六月の初頭に出てまいりました雇用統計から、大分米景気の減速感が出てまいりまして、今言ったような流れで七月下旬にそういった動きが本格化してきたということでございます。

「財界観測」の夏号だったか秋号だったかと思いますが、そこに米国が量的緩和政策の強化に踏

み切る以上、日本銀行がそれに対抗して思い切った量的緩和策をとらないと、結果としてドル安・円高がより一段と進行しかねないということを申し上げていたわけですが、八月の日銀の金融政策決定会合でFRBの出方を見守るといいうことで何もしなかった。結局、八月にFRBが先んじて量的緩和策を鮮明にしたということで、日本銀行は八月末に臨時政策決定会合を開いて追加緩和を決めるといいうや異例の展開になったといいうのを、ついこの間のように思い出すわけでございます。

今から振り返りますと、バーナンキさんは、肺炎になる可能性が出てきたので、それに対して量的緩和策をもう一段強化するという処方せんを用意したわけですが、結果的には肺炎までいなくて、風邪ぐらいの症状に対して六〇〇億ドルという巨額の量的緩和の第二弾、いわゆるQ

E2を行った。結局、風邪に対して肺炎並みの抗生物質を服用したということで、その帰結はどうなるかという点、株高効果等も含めて米国経済のやや上振れにつながると判断しております。ですから、今年には米国の景気見通しはやや上振れぎみで推移する可能性が十分あるのではないかと思っております。

QE2にプラスして、中間選挙で共和党が下院の多数をとったということもございまして、富裕層まで含めてブッシュ減税がフルに延長されたことも加わりまして、米経済の持ち直しがかなりはつきりするかと考えております。したがって、失業率は徐々に低下すると思えますし、デフレの懸念も大幅に軽減されたのではないかと思っております。

結局、日本とかヨーロッパに比べますと、米国の政策の遂行能力はどうか高いなと。それなりに

マーケットの状況を見て、政策当局が果断に動くなどということが今回も実証されつつあるということではないかと思っております。

四、欧州経済は堅調なドイツと 低迷続く南欧の二極化

五ページでございます。これに対してヨーロッパは、やや不安の残る対応に終始しているということかと思えます。南欧のソブリンリスク問題がマーケットで意識されると、ほぼ同時にユーロ安になります。中核でありますドイツ経済は、もともと輸出競争力が強いのに加えて、ユーロが一段と弱含んでくれるということで、ドイツの輸出産業は、ジーメンスとか、ダイムラーとか、フォルクスワーゲンのような大企業だけではなくて、中堅中小に至るまでユーロ安の効果を存分に享受し

ている格好になっておりますので、欧州経済自身が大きく失速するところまでは思っておりません。

五ページの左の「ユーロ圏実質GDPとPMI」というグラフを見ていただいてもわかりますように、年率一・五%から二%ぐらいの緩やかな拡大が、ドイツ、フランス、オランダ等の中核国を中心にして進んでいくと思っておりますが、実物経済から金融市場に移しますと、どうしても南欧の財政危機問題がクローズアップされるたびに、少し投資家のリスク回避志向が再燃するという繰り返しが想定されるかなと思っております。

私どもは、スペインも含めてさらなる大きな問題に発展していくということをメインシナリオにはしておりませんが、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルとスペインと比べますと、ユーロ圏のGDPに占めるシェアが全く違います。ギリ

リシャ、アイルランド、ポルトガルは、せいぜい一〜二%程度でございまして、少々のが起きてても七五〇〇億ユーロの安定化基金で救済できますし、日本から見ても、この三カ国であればそんなに問題はない。

すなわち、最初の、昨年五月のギリシャ危機のときは、投資家のリスク回避志向が非常に強まりました、米国株も日本株も影響を受けたわけでありませんが、一月にアイルランドの問題が起きたときは、日米株ともにほとんど影響を受けない、もう学習効果がかなり出ていたということであり、ます。ポルトガルで似たようなことが起きて、日米株はそんなに影響を受けないということだと思えます。

しかし、スペインは、ドイツ、フランス、イタリアに次いでユーロ圏で第四位の経済国でござい、ます。ここの国債のデフォルトリスクが強く意識

されることになる、さすがに投資家のリスク回避志向はやや違う次元で高まる可能性はあるのかなと思っております。そこだけは少し注意深く見たいと思っております。ただ、そのあたりの状況はユーロの首脳もわかっておりますので、それなりの対応をしていくのかなと思いますが、米国の政策遂行能力ほど欧州の信頼感が高くありませんので、そのあたりに一抹の不安が残るということではないかと思えます。

五、日本経済は米中経済が先導し、製造業主導で回復へ

六ページは日本経済であります。結局、リーマン・ショックで大幅に悪化した後、政策効果と新興国向けの輸出増ということで経済は回復過程をたどってまいりました。昨年一〇―一二月は、い

ろんな経済データから見て、七―九月に比べてややマイナスをつけた可能性が高いと見られております。ただ、これが長期化するとは全く考えておりません。この一―三月以降は再びプラス成長に戻り、成長率はしり上がりになっていく、このように考えているところであります。

私が日本経済の先行きについて、踊り場も極めて軽微で済むなどとおおむね確信いたしましたのは、昨年一―月の初頭でございます。何を見ていたのかというと、この六ページの右側のグラフがそれを端的に示しております。

日本は、製造業のウエートが先進国の中では比較的高い。特に企業業績で言いますと、連結業績の大体五〇％ぐらいを製造業が占めている。利益、時価総額が東証全体の半分ぐらいは製造業で占められているということでございますので、アメリカとかヨーロッパと比べますと、製造業の一

挙手一投足が全体に大きな影響を与えます。そういった意味で、私自身が一番重要視しておりますのが鉱工業生産でございます。その鉱工業生産の底打ち、反転がほぼ確信を持って眺められるようになったのが昨年一月の初頭でございます。

このグラフが示しておりますように、結局、日本の生産は、内需で規定されているというよりは、米国と中国の経済でかなり規定されている。太い線が米国のISMの受注指数でございます。点線が中国のPMIの受注指数でございます。PMIは昨年七月に底をつけております。一月の初頭と先ほど申し上げたのは、一月の初めに一〇月分のISMの統計が出てまいりました。受注指数が大きく反発しまして、九月がアメリカのISMの受注指数の底であるということが一月頭の段階で確定いたしました。中国が七月、アメリカが九月。

この円を見ていただくとわかりますように、三〜四カ月で生産はこれらの先行指標の後を追って上げ下げしているということでございまして、中国の底入れはもうはつきりしていた。アメリカも、一月の初頭の段階ではつきりしたということとで、もう間もなく生産の反転上昇が始まるだろうと考えられるようになったのが、昨年一月の初頭でございます。その段階で、日本株についても強気な見通しが持てると申し上げてきたわけでございます。

その後の推移は、結局、日本の生産は一〇月が底で、一月から既に反発するという格好になっておりまして、先行指標との関係が今回も踏襲されております。そういった意味では、循環的には、少なくとも日本の景気は再拡張に向かい始めているということでございます。これに、一〜三月から補正予算の効果が加わってまいります。ほ

ほぼ真水で五兆円ぐらゐの補正予算が執行されてまいりますので、その流れに入っていけると思いますが。

六、業績U字回復軌道続く、 短期循環の底入れを視野

そこで、七ページでございます。こういった動きが株式市場等にどう影響していくのかというところでございます。七ページの右側のグラフをあらんだけだきたいと思えます。これは、二〇〇〇年以降の日本の鉱工業生産と日経平均株価を重ね合わせたものでございます。当然ながら、株価が生産をやや先取りして動くという格好になっております。そして、一二月以降、日経平均株価が九〇〇〇円前後から、今日、一万五〇〇円ぐらゐまで回復してきております。既に株式市場は次の生産

の再拡張、底入れ拡張を予想して形成されてきているということでございます。一二月以降、生産の底入れが先行指標で予測できるようになった段階から、かなり生産関連株、機械株とか、電機株とか、電子部品株とか、そういったものが上昇を主導する形で株価が底入れ、反発してきたというのは当然の成り行きであると思っております。

結局、昨年四月の一万一四〇〇円が高値になり、昨年の九〇〇〇円前後というのは、生産の小幅調整と円高が関係していたということでございます。そういった意味で言うと、極めてロジカルにマーケットは動いているということでございます。

この観点で、少し企業収益との兼ね合いを御説明申し上げる必要があるかと思えます。企業収益の詳しいデータは、参考として後ろのほうにつけてございます。二一ページを少しだけごらん

ただければと思います。二二ページの右側の下段に「経常利益アナリスト予想」というのが出ております。一月七日発表でございます。これが、中間決算を受けてアナリストに見直しをしてもらったものであります。為替レートの前提はドル八一円をやっております、ここはかなり大幅な円高を織り込ませて予測してもらったという格好になっております。この表のNOMURA400（除く金融）の半期ベースの動きが、株価の山谷をかなりきれいに説明してくれているかなと思います。

一〇年度の上期のNOMURA400（除く金融）の経常利益は一二・二兆円で終わっております。今年度の下期が一〇・〇、一〇兆円となっております。今年度の下期が一〇・〇、一〇兆円となっております。結局、四月の日経平均の一万一四〇〇円は、この一二・二兆円を読み込んだということでもあります。そして、九〇〇〇円前後という

のは下期の一〇兆円を織り込みに入ったということになろうかと思えます。

一一年度の上期が一・九兆円、下期が一三・三兆円となっております。そういうことで言いますと、もう既にマーケットは一一年度上期業績を織り込みつつ回復が始まっているということでございます。一一兆九〇〇億円がそのまま推移すれば、一〇年度上期の一二・二兆円に若干足りませんので、恐らく三月末の株価水準は一万一四〇〇円の高値に若干足りない、一万一〇〇〇円前後ぐらいが想定されるということでございます。が、この後詳しく御説明いたしますが、為替が想定よりもやや円安きみになっておりますので、うまくいくと一一年度上期で一〇年度上期の水準を回復する可能性もあります。その場合は、三月末の水準がほぼ昨年の高値の一万一四〇〇円に並ぶこともあながち否定はできないということだろう

かと思えます。

一一年度の下期が一三・三兆円となっておりま
す。これは、一〇年度上期の一・二兆円の一〇
%上です。ですから、バリエーションが変わらな
ければ、恐らく今年の九月末の水準は、この一一
年度下期業績を半年先駆けて織り込みますので、
一万一四〇〇円の一〇%増しということだと、
一万二四〇〇〜一万二五〇〇円というあたりが想
定され得るということになります。

株式市場は、日々の動きだけを見ておきますと
極めてランダムに動いているように見えますが、
極めて合理的に先々の見通しを織り込んで形成さ
れております。生産とか為替とか、今申し上げた
企業収益とか、そういうものを見きわめつつ形成
されているということが御理解いただけたのでは
ないかと思えます。

ここから先が応用問題ですけども、為替は、

恐らく少し円安方向に向かうかなと思っております。

また、生産も、現在の私どものエコノミスト
の予測を先ほどの七ページに載せておりまして、
今年の一〇―一二月に四―六月水準を更新してい
くということですが、生産予測指数がか
なり強目になってきています。一二月が三%増、
一月が三%増という先ごろ出てまいりました生産
予測統計は、少し季節調整がうまく効いていない
可能性がありまして、それをそのまま当てはめる
のはやや難しいかなと思えますが、少なくともこ
この、現行の生産予測よりはやや強目に推移する
可能性が足元、強くなってきておりますので、そ
の円安と生産数量のやや上方修正傾向を加味しま
すと、今年の年末値として一万三〇〇〇円ぐらい
というのはそう無理のない予測ではないかなと
思っているわけでございます。

そういった意味では、昨年一月の段階で、二〇

一〇年末として同じように一万二〇〇〇〜一万三〇〇〇円ということを申し上げていて、結果的には一〇年中には残念ながらそれは達成できませんでしたが、少なくとも一年おくれぐらいでは達成していく。恐らく一万三〇〇〇円の公算が徐々に高くなってきつつあると考えております。

これが、どちらかという実物経済面から見た株価予測になります。当然ながら、株式市場は企業業績等、そういったものをおおむね半年程度先取りしながら形成されていくというのは、今の御説明で御理解いただけたと思いますが、当然、流動性とか金融政策とかといったものも大きな影響を与えるというのは、皆さんも御理解されているところだろうと思います。そこで、八ページ、九ページを通じて、資金の動きからマーケットの行く末を少し占つてみたいと思います。

七、グローバルに予想される債券から株式への資金シフト

まず、八ページです。左側のグラフが、グローバルな機関投資家の資産配分でございます。債券と株式と現金、三つに分けております。丸印をつきましたように、株式比率は、リーマン・ショックの後、急激に下がってきました。リーマン・ショックで大不況ということですので、株比率を下げて債券の比率を上げる、現金の比率を上げるという当然のことが起きたということであります。二〇〇九年三月に世界株は底をつけましたが、そこから少し株式比率が戻った。

しかし、また二番底懸念が昨年の夏場に出てきて、もう一回少し債券にお金が向かい、株比率が若干下がるといことが起きました。これが、ア

アメリカの一〇年国債の利回り而言えば、一〇月初頭の二・三%でありますし、日本円債而言えば、本当にわずか、瞬間つけただけではありますが、〇・八%まで長期金利が下がったということ全く軌を一にしているわけであります。しかし、その二番底懸念は早晩、大きく払拭されてきているということ、再び株式に資金がシフトする段階を迎えていると御理解をいただければと思います。

実は、個人投資家の資産配分も、リーマン・ショックの後にならぬ株比率を下げるという機関投資家とほぼ同じような傾向をたどっております。そういった意味では、二番底懸念が払拭されて、景気の基調的な拡大が確信を持たれつつある状況の中で言いますと、やはり債券から株式に資金シフトが続いていくということではないかと思えます。

八、米日中銀のQE政策も追い風、日米株同時上昇へ

次に、九ページを見ていただきたいと思えます。ここは、いわゆるFRB及び日本銀行の量的緩和政策が日米株の追い風になる。「米日中銀のQE政策も追い風、日米株同時上昇へ」と表題をつけております。

まず、左側を見ていただきたいと思えます。これが、S & P 500の株価指数とFRBのバランスシートでございます。本来に同値指標でございます、リーマン・ショックの後には、このS & P 500の株価指数はFRBのバランスシートの資産規模に沿うような形で上昇してきております。昨年の五月ぐらいから少し出口戦略を模索するよきな動きになりました、その辺から少し株は調整

したわけですが、先ほども詳しく申し上げたように、八月の段階で量的緩和策を再び行うということが鮮明になるにつれて、米株はまた大きく上昇するという展開をたどったわけであります。

恐らく連銀は、事実上マーケットに約束しております六〇〇億ドルは、よほど強い雇用統計でも出てこない限り、六月までに六〇〇億ドルを買い切るということではないかと思えます。その先は、一たん打ち切つて様子を見て、最終的には下期の経済の状況を確認して、そのまま継続して打ち切りでいいということになるのではないかと思えます。したがって、いわゆるQE3という第三弾まではいかないのかなと思っております。これが、少し年後半のドル堅調、若干の円安につながっていくのではないかと思っております。

FRBのバランスシートは、その二・三兆ドルに〇・六兆ドルを加えていただきますと二・九兆

ドルでございまして、恐らく一四五〇とか一五〇〇近いところまで、最終的にはS&P500の株価指数は上昇していくのではないかと思っております。もちろん、アメリカの企業収益も当然のようにかかわってまいります、今のところ米国企業も順調に収益を拡大させておりますので、またバリエーション的にも、予想PERで一三倍ぐらいというのが米国株のバリエーションでありますので、決して無理のある水準ではありません。量的緩和の効果と相まって米国株が上昇し、多くのグローバル投資家のリスク許容度が高まり、それに見合う形で日本株を国際分散投資の中で買ってくるということになり、日本株も同時に上昇するという展開を考えているということでございます。

同じように、日経平均と日本銀行のバランスシートをつくつたものが九ページの右側でござい

ます。日本の場合は、日銀のバランスシートが一年程度先行するという格好になっております。実は、日銀のバランスシートが最も大きかった時期は、今の白川総裁時代ではなくて福井総裁時代でございます。二〇〇六年の初頭の一五五兆円、前回の量的緩和政策をやっていたころです。これが一五五兆円で最も大きい。二〇〇六年の四月だったと思いますが、量的緩和政策も打ち切って、そこから当座預金残高を四〇兆円ぐらいからゼロ近傍まで一気に下げたので、ここにあるような形でバランスシートが縮小しております。

日銀のバランスシートが一番小さかったのが二〇〇七年の中盤ぐらいでございます。一〇〇兆円ぐらいまで下がっております。リーマン・ショック後、徐々に増やしてきて、今日一三〇兆円ぐらいという格好になっております。

そういう点では、あえて申し上げますと、一五

五兆円と日経平均一万八〇〇〇円が対応しております。一〇〇兆円と日経平均七〇〇〇円が対応している。大体一三〇兆円というのは一万三〇〇〇円ぐらいと対応しているということでございます。先ほどは、企業業績の先行き予想と比べて、一万三〇〇〇円年末というのがまあ妥当な判断かなと申し上げたわけですが、実はこの観点でも一万三〇〇〇円程度というのは十分予測が可能だということです。

九、政治、為替見通しなどの 留意点

(1) 為替の見通し

さて、一〇ページに進んでいただきました。為替について少しお話を申し上げます。為替

上から二段目が円レートでございます。対ドルと

対ユーロを載せております。企業業績には、やはり対ユーロ以上に対ドルの水準が大きくかわつてまいります。大体、一円、一ドル円高になるにつれて、NOMURA400(除く金融)の先ほど御紹介した企業収益は一三八〇億円削られる。円安になると、逆に加わる。こういうことでございまして、感応度としてはかなり高い。一〇円違うと一兆三〇〇億円ぐらい利益の見通しが変わってくる。母集団が大体三〇兆円ぐらいでありますので、三〇兆円の中で一兆円ぐらい、為替レートだけで簡単に上下するというぐらい、日本の企業業績は為替敏感であります。

私どもの為替リサーチチームが、最近少し円レートの円安方向への見直しを行いました。最も新しい予測は、今年の三月末が一ドル八五円、今年の年末が九〇円、一二年末(来年末)が九二円五〇銭ということになっております。したがいま

して、一月から二月にかけて八一円前提で企業収益を見直したわけですが、どこかで少し円安で見直すという時期が来るかなと思えます。この二月から三月の段階でどの程度の為替前提でアナリストに予測をしてもらうのかは、まだ何も決めておりませんので申し上げますが、この為替予測に沿うのであれば、どこかの段階で少し円安にして見直すということになってくるのかなと思います。

したがいまして、日本の企業業績のモメンタムは明らかによくなつてまいります。生産数量も想定よりやや強目、為替もやや円安ということになりますと、輸出企業を中心に企業収益のモメンタムは上がっていくことになるわけでありませう。

一一年末で九〇円という予測をしているのは、先ほど申し上げましたように、基本的にQE3を見ていないということでございます。二〇一〇

年（昨年）の私の予測が外れたというより後ずれさせられたと申し上げさせていただきますが、その最大の理由は、アメリカ経済のソフトパッチに対してQE2というかなりの劇薬を服用した。それに対して日本銀行が適切に量的緩和政策で対応しなかった。それが八〇円すれすれまで円高を招いたということでございます。これが、一次的にせよ九〇〇円まで株が売られたということでございます。逆に言いますと、一一年の後半にQE3を見送るのであれば、少しドル堅調、円安ということだと思っております。

ただ、FF金利を次に上げるタイミングについては、私どもはなお慎重でございます。二〇一三年の初頭と考えております。九五円とか一〇〇円まで円安になるのは、やはりまだかなりの時間がかかると考えております。したがって、一二年末で九二円五〇銭という数字を今は置いていると

いうことでございます。

下から三行目に人民元の為替レートが出ております。これも極めて大事でありまして、一一年末に一ドル六・二元というあたりを考慮しております。また一二年末に五・九元というあたりを考慮しております。したがって、円は対ドルで円安になる一方で、人民元は対ドルで人民元高でございます。現状、一人民元一二円ぐらいでございますが、一二年末は一六円ぐらいに人民元高・円安になりますので、これは、中国でビジネスをしている日本企業にとつてかなりプラスになるといえることが予想できます。

そういう意味で、いろんな観点から考えて、今年の年末の一万三〇〇〇円説というのは妥当な判断ではないかと思っております。

(2) 今後に予想されるリスク

① そういう中でも、あえてリスクを申し上げる
と、先ほども触れました欧州の財政危機問題
のスペイン等への波及。それでも、恐らく
リーマン・ショックのようなことがまた繰り
返されるということではもちろんありません
で、債券から株式に基本的にシフトしていく
流れが少し滞るといふぐらいのことなのかな
と思います。一時的に少しリスク回避志向が
強まって、その流れが多少中断されるとい
ふぐらいの動きかなと思っています。

② 二つ目は、新興国のインフレリスクに連動し
て原油価格が大幅に上昇する場合は若干影響
を与えるかなと思います。バーレル八〇ド
ル、九〇ドルという意味で言えばほとんど関
係ないと思いますが、一〇〇ドルを大幅に超
えるような場合は、これも一時的に少し留意

する必要があるということなのかなと思って
おります。

③ 三つ目が政治でございます。主要な政治日程
をそこに載せてございます。今日、民主党大
会が開かれておりまして、明日、一月一四日
に内閣改造を行って、一月二四日から通常国
会を始めるといふ政治スケジュールになっ
てきております。やはり三月の参議院での予算
及び予算関連法案の審議がどんな展開をたど
るのかというところは、若干気にならないこ
とはないと思います。

私は、循環的に今年は米株高、日本株高と
思っておりますが、これが来年以降も中長期
的に続いていくためには、やはり日本が抱え
ている幾つかの政治課題を克服していく必要
があると思っております。例えばTPPとか
日欧のFTAとかがございますし、デフレか

ら脱却するための日銀のもう一段の量的緩和策の強化といったことも関係してくると思います。場合によると、日本銀行法の改正ということも政治スケジュールに上ってくる可能性もなくはないと思います。

また、二〇一三年以降だと思いますが、デフレから脱却できるとしても、その段階で財政再建の見通しをある程度決めておかないと、長期金利が不必要に上がりかねません。これはすべて政治がかかわってくるわけですが、うまく処理していく必要がございませう。そういった意味で、もう少しきちんとした安定政権ができてほしいなど日々思っているわけでございます。

この辺のところがいい方向に進んでいけば、今年の循環回復だけではなくて、もう少し中長期的に日本株に強気なスタンスがとれ

るかもしれない。ただ、そこまで言い切るには、少しなお政治サイドの不透明感が強いのかなと思っているわけでございます。

一〇、二〇一一年の主要セクターの業績動向

次に、一ページ以降で主なセクターの業績動向等を少し見てまいりたいと思います。

今年は、日経平均、東証株価指数ともに上昇を予想しておりますので、当然ながら電力株とか医薬品株とか食品株とか、こういう、相場が下がるときに相対的に堅調なセクターを買いに行っても、当然ながら投資成果は出てまいらないわけでございます。やはり輸出株と金融株を中心にポトフォリオを構築していくというのが定石であろうかと思えます。そういった意味で、まず加工業

種から少し見てまいりたいと思います。

(1) 新興国の成長と短期循環の底入れに

注目される機械

一二ページをごらんいただきたいと思えます。

「新興国の成長と短期循環の底入れに注目される機械」と書いてあります。昨年、ソフトバンク株と並んでコマツ株のリターンが非常に高かった年でした。これは大変はつきりしております。そして、新興国の資源開発及びインフラ投資需要増です。これによって、建設機械の需要が非常に高まっているということがあります。中国その他を含めてエマージングだけで、建設機械の世界需要の中で七〇%ぐらいを占めるようになっております。

コマツ自身は、もう日本国内の売り上げはわずか一五%で、海外売り上げが八五%というグロ

バル企業になつていっているわけであります。キャタピラー社よりも競争力の高い企業にここ数年で大きく変身してきています。今年もそれなりの活躍を続けるのではないかと思っております。

最近、経営者の方と議論しておりますと、どうもこの一二ページの左の私どもの担当アナリストの需要予測はやや慎重かなというコメントをもらつたりもしております。どこが慎重なのかというと、その他地域です。この中心はブラジルとインドネシアでございますが、ここがどうももう少し上振れそうだ。それから、一時と比べると随分需要が減ってしまった北米も、もう少しプラスサイドに動きそうだ。こんな議論がなされるようになっております。ですから、中国一本やりというか、中国一本足打法ではなくて、新興国のその他地域とか、また先進国でも北米の需要はかなり戻り始めているということ、必ずしも中国だけで

決まっている話ではないということでございます。
す。

お隣の工作機械の受注を見ていただきますと、私は大昔、機械担当のアナリストを長くやってきたことがございまして、今でも関連の経営者の皆様とのおつき合いもそれなりにあります。次の工作機械受注の山は二〇一三年ということでございます。当然、国内とか北米、欧州の先進国地域は、二〇一三年段階では二〇〇七年のリーマン・ショック前の水準にまだ戻りませんけれども、とにかくアジアの需要が強い。二〇〇七年で三〇〇億ぐらいだったものが、二〇一三年で六〇〇〇億を超えて七〇〇〇億に近づく。倍増以上です。そういうことで、全体は一兆五〇〇〇億ぐらいまで戻るということになってきております。工作機械の株についても、今年はかなり見通しがよくなってくるのではないかと思います。

(2) 新興国需要旺盛、ハイブリッド車の成長に

期待の自動車

一三ページに自動車がございます。ここも、新興国の需要が大変強いということが見てとれると思います。一三ページの左側が、世界の自動車市場の見通しでございます。実は、世界販売は昨年(二〇一〇年)の推定で七一二六万台でございます。二〇〇七年の水準を回復してきているということでございます。一一年が七・四%増、一二年が一〇・三%増、一三年が九・四%増ということ、かなりのペースで世界の自動車市場が成長していくという姿を想定しております。新興国が成長を続けることと、一番上にある米国市場がかなり復活してくるということでございます。

日産自動車は中国でかなりうまく内陸部の小型車需要を取り込んで成長しておりますが、トヨタは、残念ながら中国はそんなにうまくいっており

ませんが、やはり米国市場の回復が待たれるわけでありませぬ。このぐらいのペースで米国の自動車市場が戻ってくると、トヨタ系も、円安と相まって少し収益の回復が見込めるのではないかと思っております。

ただ、かつてと比べると韓国の現代自動車などもかなり競争力をつけてきておりますので、米国市場で日本企業が圧倒的に存在感を見せるということでは徐々になくなつてきております。そこは多少割り引いて考える必要があると思ひます。

その一方で、一三ページの右にありますように、環境対応車については、ハイブリッド車についても電気自動車についても日本企業が圧倒的に優位な展開になっております。これらの需要が本格化してまいりますと、また新たな展開ないしはプラスが期待できるということでございます。自動車株についても、今年はかなりおもしろい展開

が期待できるのではないかと思っております。

(3) 新興国需要とモバイルインターネット市場に期待されるハイテク

一四ページはハイテクでございます。ポイントは、大きく二つです。家電に関して言いますと、サムスンとかLGの韓国勢との競争がなかなか厳しくなつてきておりますので、どうしても原子力発電所とか高速鉄道とか、さまざまな社会インフラ的な需要の取り込みで日本企業の業績回復の一つの大きな牽引役が期待されます。そういった点では、家電よりもむしろ日立、東芝等の重電のほうが、今回の回復局面では業績の回復が比較的鮮明になってくるかなと思っております。

と同時に、ここに来て非常に大きく注目されますのがモバイルインターネット市場でございます。一四ページの右側が、携帯電話の中のスマー

トフォンとか、P Cの中のタブレットP Cとか、それを抜き出して見たものであります。スマートフォンは、今年、四二%ほど拡大する見通しでございます。また、タブレットP Cも、まだ母数が非常に小さいですから、伸び率としては大変高いという格好になります。これが注目されるのは、やはり高機能化ということでございます。日本の電子部品が、また再びかなり大きく使われるというところであります。

例えば、スマートフォンが伸びますと、N A N Dフラッシュが大量に使われます。N A N Dフラッシュはサムスンと東芝の二大寡占市場になっておりまして、東芝の収益を相当程度押し上げてくれることにつながっていきます。また、プリント基板上に相当高密度に電子部品を実装していかないといけませんので、例えば村田製作所の積層のセラミックコンデンサーとか、この辺がまた大

量に使われます。韓国とか台湾とかの電子部品メーカーも徐々に力をつけつつあるんですけれども、スマートフォンのような高機能タイプでは、やはり日本の部品メーカーの技術開発能力の高さが再評価される展開になっていきます。

また、液晶も、テレビ用とかP C用の液晶は、もう台湾とか韓国のパネルメーカーの独壇場になっていくわけですが、スマートフォンのような中小型の液晶については、まだ日本企業がそれなりの競争力を保っているということでございます。このモバイルインターネット市場の拡大は、日本の半導体、電子部品等の見直しにつながっていくと考えております。

(4) 石油化学が下降局面に入る化学。

液晶ガラス等に注目

次に、一五ページを見ていただきたいと思いま

す。化学であります。石油化学は、エチレン系の周辺は、一〇年から一一年にかけて少し収益見通しが落ちてくる格好になります。かなり中東とか中国等で石油化学プラントが続々と立ち上がって

まいりまして、やや需給が緩和してくるということとが関係しているわけでありまして。したがって、どちらかというところ、その右隣にありますような液晶のガラス基板とか、この辺は旭硝子と日本電気硝子とアメリカのコーニングのほとんど三社寡占でありまして、依然としてかなり収益がとれるビジネスモデルが維持されているということでございます。

また、偏光フィルムとかそういういったものについても、今のところまだ日系メーカーがかなり競争力を保持しております。また、先ほどのスマートフォンとかタブレットPCとか、こういういったものはタッチパネルを大量に使いますので、その関

連の部材が伸びていくということ、こういった電子材料の中の競争力のある分野が利益を伸ばして、株価も上昇することが期待されるということかと思います。

(5) アジアでの需給改善と輸出価格回復に

期待される鉄鋼

一六ページは鉄鋼でありますけれども、中国の鉄鋼需給は徐々に好転していくだろうと見ております。中国政府も、大手の鉄鋼メーカーの合従連衡を促しておりますし、また中小の鉄鋼メーカーの統廃合なども進めてきております。稼働率も、二〇一二年には再び九〇%ぐらいまで上昇していくことが見込まれております。ですから、東アジアでの需給が徐々に改善していく。それに伴って輸出価格が少し回復していくということで、鉄鋼も二〇一二年度ぐらいにかけて収益の回復が期待

できるかなと思っております。

為替の感応度の高い輸出株のほうで、当然、素材株よりも買われやすいと思いますが、素材株も、化学、鉄鋼ともに、今申し上げたような切り口で少し見ていただくことは可能かなと思えます。

(6) 新興国の成長に伴う資源価格上昇に

期待される商社

一七ページは、商社を載せてございます。先ほどのコマツと同様に、三菱商事とか三井物産とか、新興国の成長に伴って資源価格が上昇して、その恩恵を十二分に享受できるという格好になってきております。株価も、原油価格とかC R Bのインデックスとか、こういったものと極めて高い感応度で動いていることは、左側の商社の対T O P I Xの相対株価にもよく出ているところかと思

います。

銘柄選びということになりますと、右の表でございませう。一目瞭然で、資源のウエートで見えますと、三井物産と三菱商事ということになります。物産は鉄鉱石、商事は石炭が最も大きいわけがありますが、これがそれぞれ四〇%ぐらいずつ利益に貢献しております、これに原油・ガスが二〇%内外ということで、両者ともに七五%ほどが資源関連という格好になっております。

(7) 新興国にも展開し成長力高い通信・

インターネット

一八ページに進んでいただきますと、今度は通信とインターネットが出てまいります。通信・インターネットのところは、電力、医薬、食品等ほどではありませんけれども、ややダイフェンシブ

に近いですから、昨年ほど大きくソフトバンク株等が上昇するかどうかはわかりませんが、業績は、ここにありますように大変順調に拡大してきています。NOMURA400全体と情報通信セクターの収益の動きを二〇〇七年度以降見たものが左側のグラフであります。二〇一二年度、大体NOMURA400全体が二〇〇七年度のピーク水準に回復する中で、二〇〇七年度を一〇〇にして一二五ぐらいのレベルまで情報通信セクターは上昇していくことによくあらわれております。

この流れを主導しておりますのがソフトバンクであります。ボーダフォン・ジャパンを買収した当時は、本当にきちつとボーダフォンを身につけて、それを収益の成長につなげられるのかどうかについていろんな意見がございましたが、数年たつて振り返ると、この間、かなりうまく携帯ビ

ジネスを展開してきたことがわかります。

その起爆剤は、先ほども申し上げたスマートフォンです。アップルのiPhoneです。これをソフトバンクがいち早く手に入れて展開してきました。日本においては、NTTのiモード等、またおサイフケータイ等、さまざまなことが日本独自の進化を遂げていたということで、本来にアップルのiPhoneが日本で定着するのかが議論になっていましたが、見事に定着して、それを扱ったソフトバンクの業績がかなり伸びるといって格好になってきたわけです。それを、昨年、株式市場は非常に大きく評価したという格好になりました。一時、二兆円近かった有利子負債も徐々に減ってきていることが、一八ページの右側のグラフの意味でございます。

(8) 長短金利格差拡大で注目される金融

それでは、一九ページに進んでいただきます。金融でございませう。今年、輸出株と並んで金融株の上昇が期待される年だろうと思っております。これは、一九ページの左側にございませう。に、長短金利差が拡大する局面で、対T O P I Xの相対株価が大きく上昇する、その相関係数が高いということを示しております。一番上が当然のように金融、次がメディア、鉄鋼・非鉄、住宅・不動産、機械、電機・精密といった格好になっております。

銀行のビジネスモデルは、申し上げるまでもなく、短期で預金を集めて中長期で企業に貸す。そのスプレッドが業務純益という格好で銀行の収益になっていくということでございます。昨年の特に夏から秋口にかけてのように、長期金利が〇・八%まで下げて、長短のスプレッドが縮まるとい

う局面では、金融株は売られやすいんです。逆に長短金利差が拡大する、恐らく今年、年末に日経平均で一万三〇〇〇円ぐらいまで行っているとすれば、日本の一〇年国債の利回りが一・六%ぐらいまで上昇している可能性が高いと思えますが、長短のスプレッド、金利差が拡大して業務純益が出やすくなる、こういう年でありますので、金融株の出遅れ修正が起きてくるだろうと思えます。

これに、いわゆる規制です。リーマン・ショックの大きな反省材料として、金融機関経営のレバレッジの高さ、ないしは顧客ビジネスだけではなくて自己売買部門で巨額の利益を上げてきたといったビジネスモデルがかなり批判されてきているということでございます。ですから、今回の危機を通じて金融規制の強化が進んでいく。その過程で増資のリスクが強く意識されたのが昨年でも

あつたと思います。これもある程度こなされてきたのかなということで、今年は金融株が出遅れるに上昇する年なのかなと思っております。

ということ、世界経済の見通しを踏まえて日米株の今年の上昇を予測し、金融的な側面で見てもその蓋然性はそれなりに高いですよということ、を前半で申し上げたわけでありませう。また、後半で、製造業株と非製造業株の代表的なところを取り上げて御説明をさせていただきました。若干まだ時間が残っておりますので、もし御質問等がございましたらお出しただければ、補足をさせていただきますきたいと思います。

御清聴いただきまして、どうもありがとうございます。(拍手)

高橋理事長 海津さん、どうもありがとうございます

ました。大変心強い、希望に満ちた展望を示していただいたと思います。しかも、それぞれについて大変きめの細かい裏づけをお示しいただいたかと思えます。どうもありがとうございます。

それでは、ちょっとお時間をいただいておきますので、御質問あるいは御意見等おありの方は御発言いただきたいと思えます。いかがでしょうか。

一つ。先ほど、中期的な展望を考えたときの問題点の一つにTPPというお話がありました。今年の六月ぐらいには基本的な方向を決めるというスケジュールのようでございますが、TPPに加入した場合のメリットというんですか、先ほどの展望とどう違ってくる、あるいは加入しなかった場合のリスクとか、その辺について少しお触れいただきたいと思えます。

海津 幾つかの論点があるかと思えます。私

は、明日の内閣改造で注目しておりますのは、内閣官房長官とか国土交通相、先般の参議院での問責対象になった二閣僚の交代ということだけではなくて、経済産業相について入れかえがあるのかないのかというのも、実は気にしているわけでございます。

公平に言って、TPPの今の議論はやや過熱さみであるような気がいたしますが、基本的には国を開いていくという象徴のようなことになっていくのかなと思います。TPPも大事だと思いますが、私はそれよりも先に日欧のFTAです。というのは、自動車とか家電とか、関税はヨーロッパのほうが高いんです。ですから、韓国とヨーロッパ（EU）の間で関税をゼロにすることになりますと、日本の輸出企業、特に自動車と電機の対欧州戦略が相当悪影響を受けてきます。TPPと同様に、それ以上に日欧の貿易自由化協定を

加速するべきだと思っております。と同時に、TPP等についても前向きな対応を行っていく必要があるのかなと思います。

アメリカの関税はそんなに高くありませんので、それによるプラス効果が〇・二%とか〇・五%というほどGDPの押し上げにつながるとまでは思いませんけれども、この種の、国を開いていくというか、その種の象徴として意味があるのかなと思います。

農業については、当然悪影響も出てくるかなと思います。最近いろんな農業改革の案なども紹介されておりますが、最近読んだコラムの中で一番おもしろかったのは、オランダの農業に学ぶというのがありました。これは、自民党の参議院議員をこの間までされていた方がブログで書いていて、なるほどなと思ったんですけれども、オランダは、もう自給率とかそういうものにはむしろこ

だわらずに、付加価値農業に徹している。ですから、米とか麦とかそういう基礎的なものに力を入れるよりは、どちらかというとトマトとか酪農品とか、付加価値を上げて農業輸出で農家所得を押し上げていく、そういう志向が非常に強いということです。

農業政策についても今までいろんなことをやってきましたけれども、なかなか成功していない。そういう意味では、オランダに限らないんでしょうけれども、いろんなことを学んで農業の競争力の強化、輸出産業化みたいなことを積極的にねらいながら、TPP等についても、あわせて前向きに対応していくということが大事なのかなと思っているところでございます。

直接のお答えになっているかどうかわかりませんが、そんなふうに思います。

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。

海津先生、今日は大変お忙しいところ、ありがとうございます。

海津 ともありません。御清聴いただきまして、どうもありがとうございました。(拍手)

(かいづ まさのぶ 野村證券株式会社 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、平成二三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。)

2011年1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

2011年1月13日

2011年の世界経済と株式市場

- 2011年の世界経済も新興国主体に4%台の成長が続く
- 好調な中国経済、製造業再加速、インフリスクに留意
- 米国経済はQE2とブツジュ減税フル延長で持直しへ
- 欧州経済は堅調なドイツと低迷続く南欧の二極化
- 日本経済は米中経済が先導し、製造業主導で回復へ
- 業績U字回復軌道続く、短期循環の底入れを視野
- グローバルに予想される債券から株式への資金シフト
- 米日中銀のQE政策も追い風、日米株同時上昇へ
- 政治、為替見通しなどの留意点

2011年の世界経済も新興国主体に4%台の成長が続く

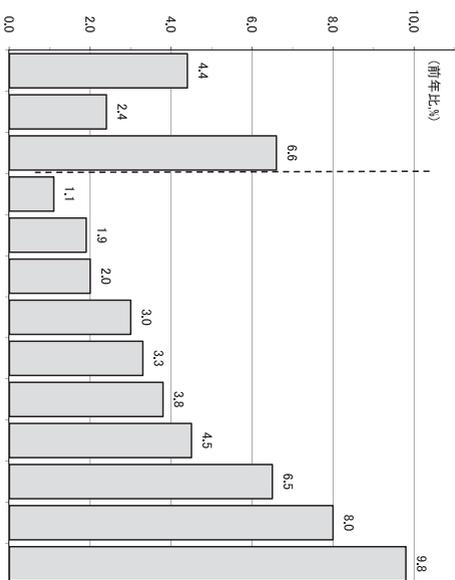
野村・世界経済見通し(2011年)

世界経済見通し(実質GDP成長率)

(%)

	2010年(予)	2011年(予)	2012年(予)
世界	4.9	4.4	4.5
先進国	2.8	2.4	2.4
米国	2.9	3.0	2.5
ユーロ圏	1.7	1.9	2.2
日本	4.4	1.1	1.9
新興国	7.4	6.6	6.7
中国	10.2	9.8	9.5
南米	6.7	4.5	4.3

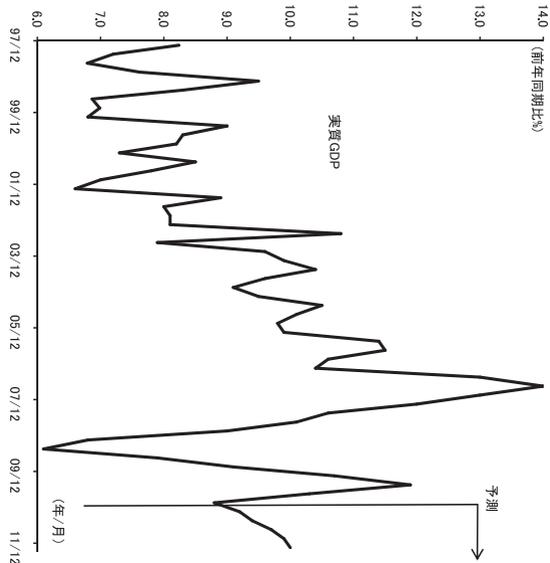
(注)2011年1月7日時点。
(出所)野村グローバルエコノミクス



(注)2011年1月7日時点。
(出所)野村グローバルエコノミクス

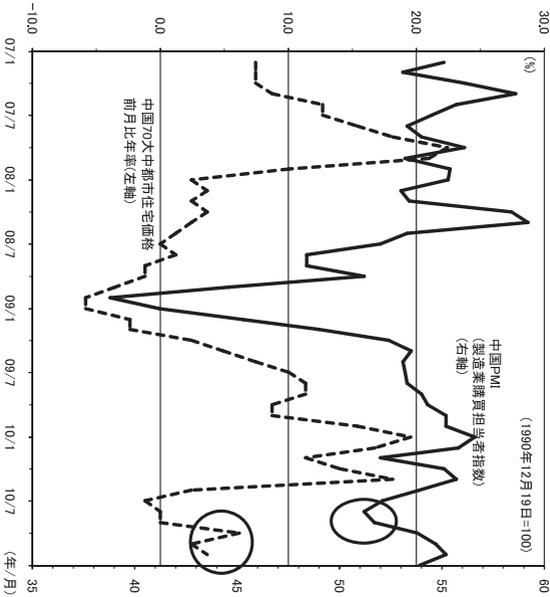
好調な中国経済、製造業再加速、インフレリスクに留意

中国実質GDP成長率見直し



(注)予測は2011年1月7日現在の野村予測
 (出所) 中国国家統計局、CEICデータベース、野村国際(香港)作成

中国PMIと中国不動産価格



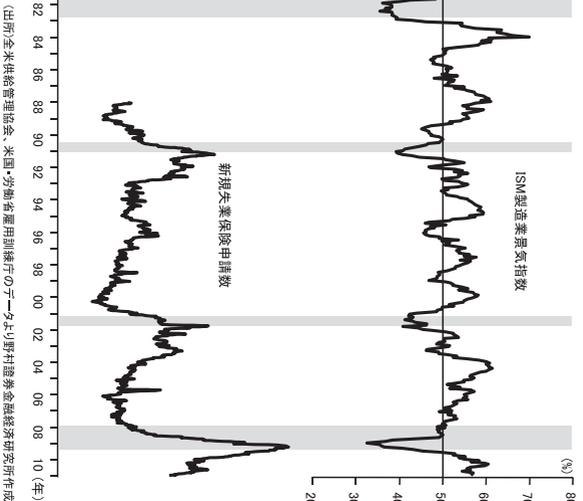
(出所) 中国国家統計局、Bloombergと野村證券金融経済研究所作成

米国経済はQE2とブツジュ減税フル延長で持直しへ

米国景気・雇用指数と米国景気循環

民主、共和党の主な政策比較

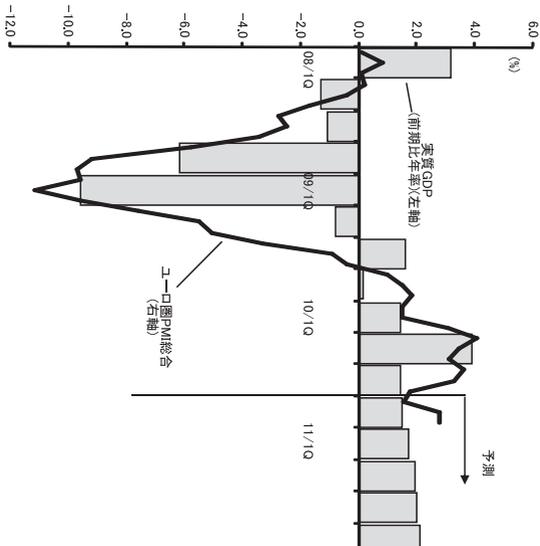
	オバマ政権・民主党	共和党
ブツジュ減税の延長	富裕層(年収25万ドル以上)を除く	全面延長
景気対策	公共事業、道路・鉄道、空港などの改修・建設(500億ドル規模)	2009年の景気対策は支出打ち切り
	2011年まで、工場や設備投資向け投資の一括優待可能に	
財政再建	企業向け減税	
	2013年に財政赤字半減	歳入を危機前の水準に戻す
医療制度改革	昨年成立の医療改革法を支持(事実上の国民皆保険)	昨年成立の医療改革法の廃止・縮小を



新年の経済展望と株式市場

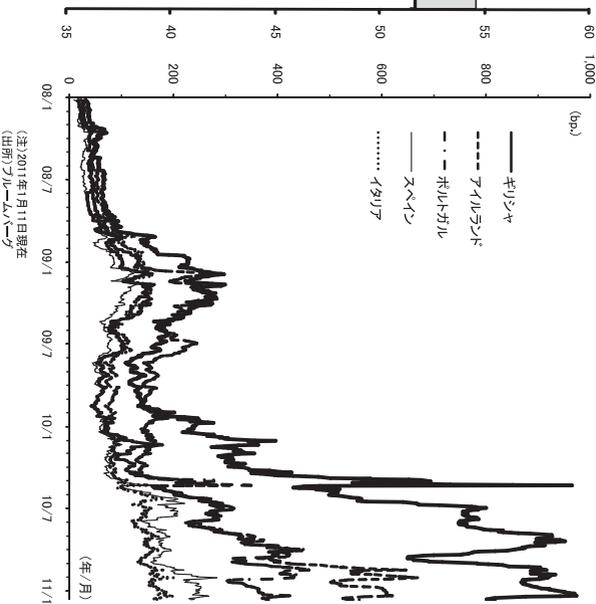
欧州経済は堅調なドイツと低迷続く南欧の二極化

ユーロ圏実質GDPとPMI



(注)予測は2011年1月7日現在の資料予測
 (出所)Market Group、ユーロスタットより銀行証券金融経済研究所作成

各国10年国債利回り-独10年国債利回りのスプレッド



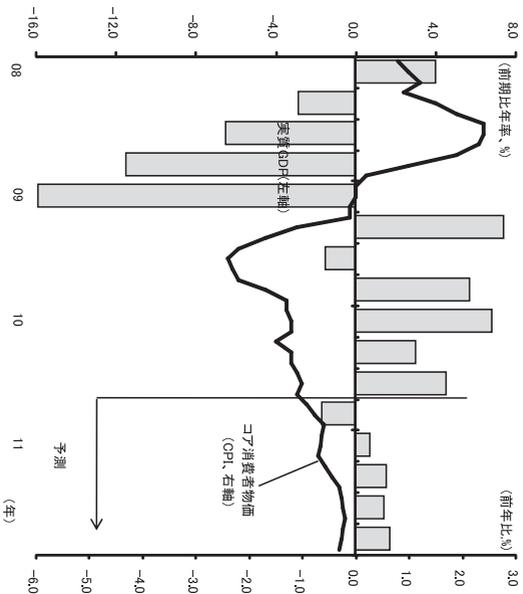
(注)2011年1月11日現在
 (出所)ブルームバーグ

2011年1月13日

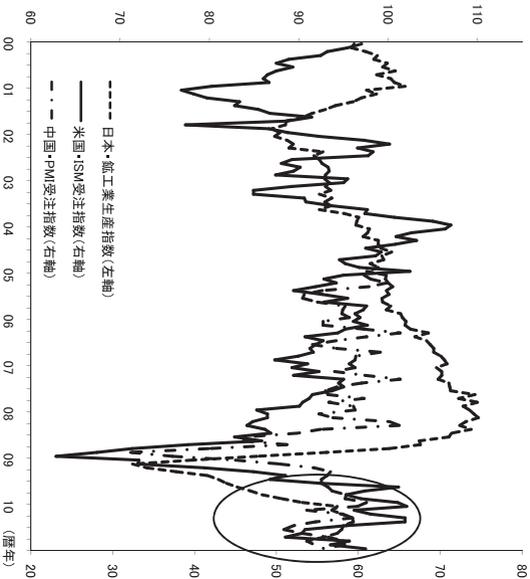
日本経済は米中経済が先導し、製造業主導で回復へ

実質GDPとコアCPI

米中の受注指数と日本の鉱工業生産



(注)実質GDPは前期比年率、予測は2011年1月1日現在の野村予測。
(出所)内閣府、総務省より野村ケルーン作成

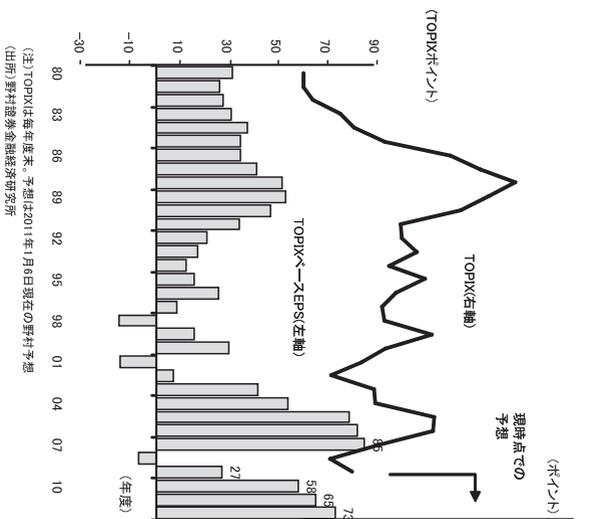


(出所)経済産業省、米供給管理協会、中国国家統計局より野村證券金融経済研究所作成

新年の経済展望と株式市場

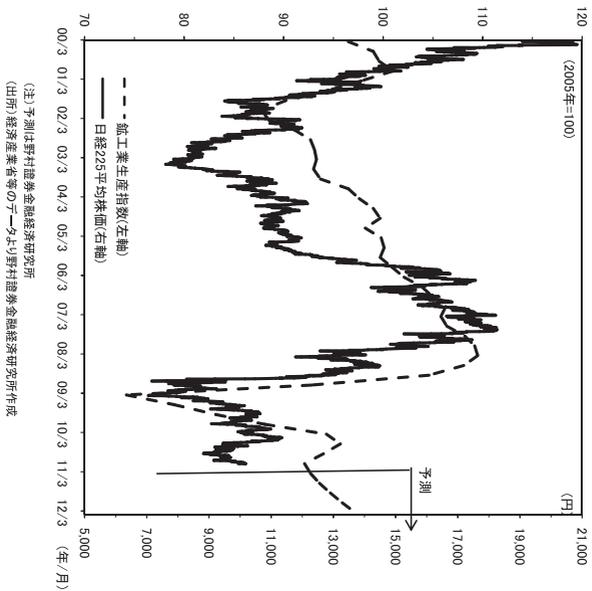
業績U字回復軌道続く、短期循環の底入れを視野

TOPIXパーエプスとTOPIX



(注) TOPIXは毎年歳末、予想は2011年1月6日現在の野村予想
(出所) 野村證券金融経済研究所

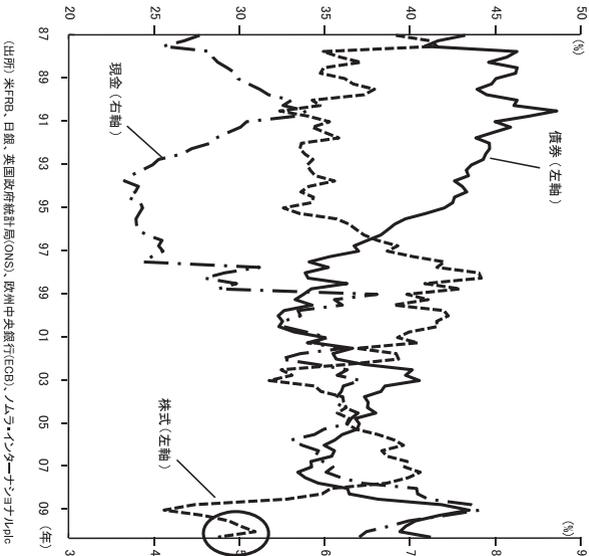
鉱工業生産と日経平均株価



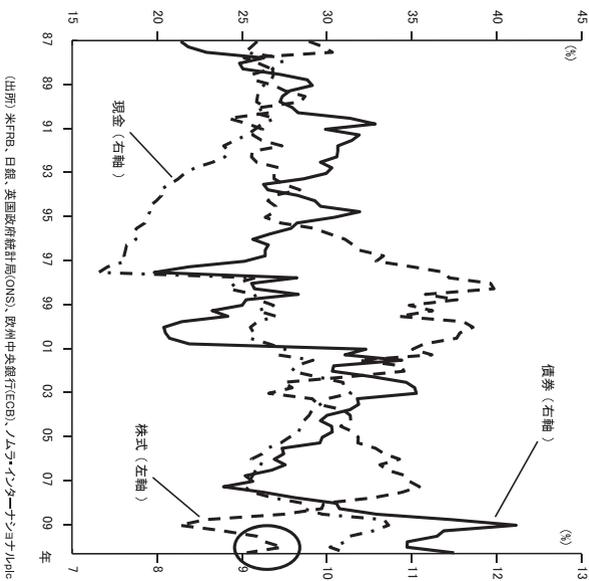
(注) 予測は野村證券金融経済研究所
(出所) 経済産業省等のデータより野村證券金融経済研究所作成

グローバルに予想される債券から株式への資金シフト

グローバル機関投資家の資産配分



グローバル個人投資家の資産配分

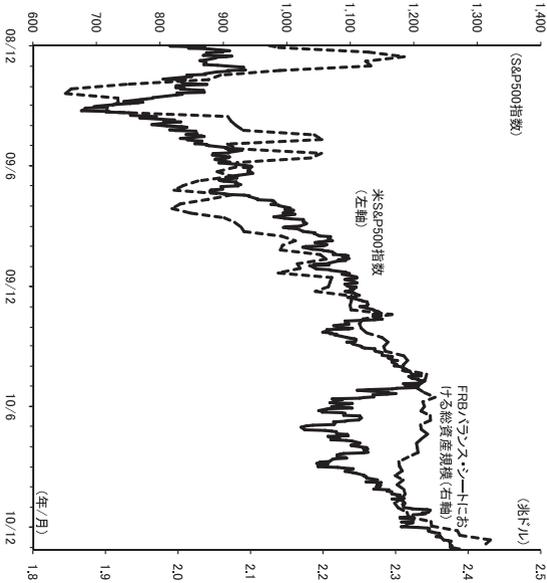


新年の経済展望と株式市場

2011年11月13日

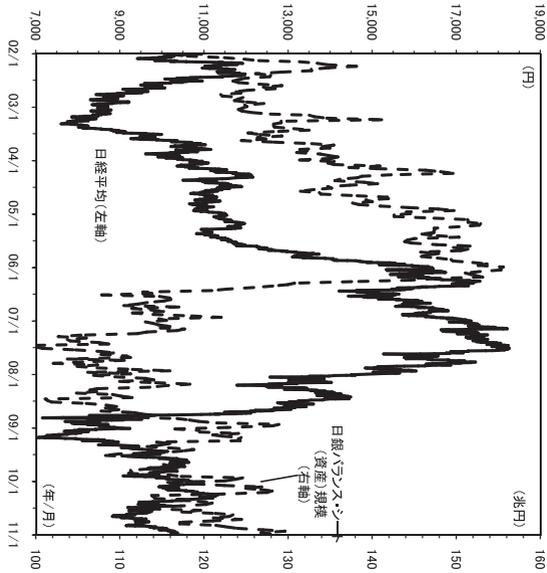
米日中銀のQE政策も追いつき、日米株同時上昇へ

S&P500とFRBのバランスシート



(出所) 米FRB資料、トムソン・ロイター・データストリームなどより野村證券金融経済研究所作成

日経平均と日銀のバランスシート



(出所) 日経資料、ブルームバーグなどより野村證券金融経済研究所作成

政治、為替見通しなどの留意点

主要な政治日程

2011年1月13日	■民主党大会
2011年1-3月	■2011年度予算国会審議
2011年4月	■統一地方選挙
2011年5-6月	■G8首脳会議(フランス)
2011年6月	■抜制改革、TPP参加方針決定
2011年11月	■G20首脳会議(フランス)

(出所)報道資料を基に野村證券金融経済研究所作成

現在の主要通貨の為替予測

		10/12/15	11/03	11年末	12年末
ドル・インデックス	(DXY)	79.8	79.2	78.3	81.1
円	(USD/JPY)	84.1	85.0	90.0	92.5
	(EUR/JPY)	112	112.2	121.5	120.3
ユーロ	(EUR)	1.33	1.32	1.35	1.30
英ポンド	(GBP)	1.56	1.63	1.73	1.71
豪ドル	(AUD)	0.99	0.96	1.02	1.02
人民元	(CNY)	6.66	6.50	6.22	5.90
韓国ウォン	(KRW)	1155	1080	1020	960
ブラジルレアル	(BRL)	1.70	1.72	1.62	1.60

(注)期末レート、予測は2011年1月11日時点。
(出所)野村グローバルストラテジー

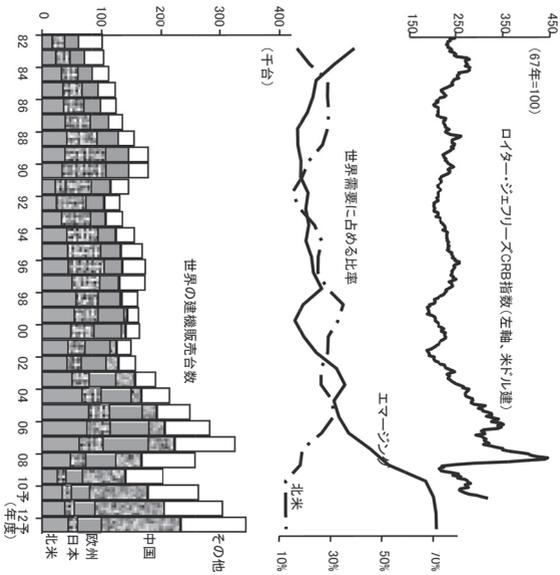
2011年1月13日

2011年の主要セクターの業績動向

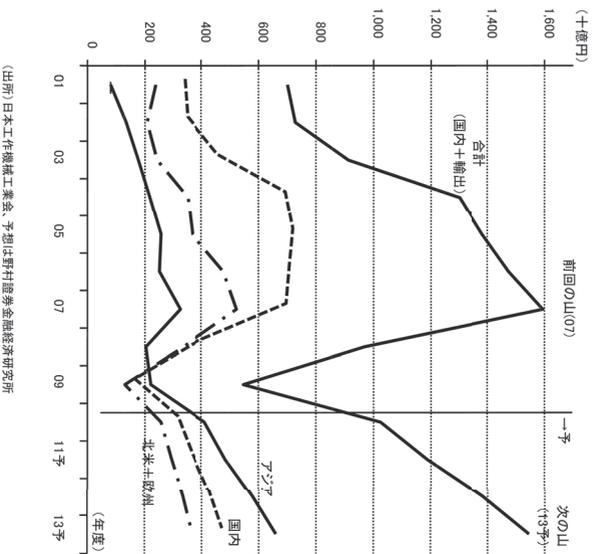
- 新興国の成長と短期循環の底入れに注目される機械
- 新興国需要旺盛、ハイブリット車の成長に期待の自動車
- 新興国需要とモバイルインターネット市場に期待されるハイテク
- 石油化学が下降局面に入る化学。液晶ガラス等に注目
- アジアでの需給改善と輸出価格回復に期待される鉄鋼
- 新興国の成長に伴う資源価格上昇に期待される商社
- 新興国にも展開し成長力高い通信・インターネット
- 長短金利差拡大で注目される金融

新興国の成長と短期循環の底入れに注目される機械

世界建機需要とORB指数



工作機械受注の見通し(合計、地域別)



新興国需要旺盛、ハイブリット車の成長に期待の自動車

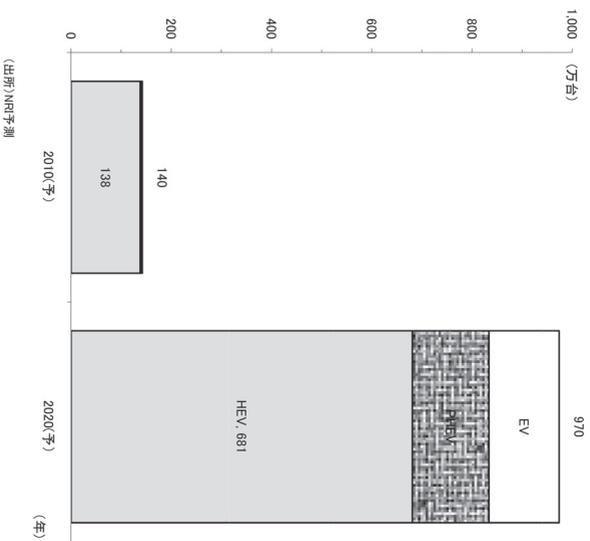
世界の自動車市場見通し

(上段百万台、下段、前年比%)

	07	08	09	10E	11E	12E	13E
	米国	16.15	13.24	10.43	11.52	12.82	14.51
	-2.5	-18.0	-21.2	10.5	11.3	13.2	8.5
欧州	22.20	21.02	18.29	17.49	17.86	19.03	20.51
	5.6	-5.3	-13.0	-4.3	2.1	6.5	7.8
日本	5.26	5.01	4.57	4.96	4.60	4.80	4.79
	-6.5	-4.9	-8.8	8.6	-7.3	4.3	-0.2
中国	7.86	8.47	12.65	16.06	18.11	20.83	23.96
	19.4	7.8	49.4	27.0	12.8	15.0	15.0
インド	1.76	1.75	2.24	2.84	3.28	3.80	4.39
	12.3	-0.6	27.6	26.9	15.5	15.7	15.7
新興国市場	13.55	14.71	19.53	24.30	27.46	31.39	35.64
	18.0	8.6	32.7	24.4	13.1	14.2	13.5
世界販売合計	71.32	67.90	64.88	71.36	76.65	84.51	92.42
	5.3	-4.8	-4.4	10.0	7.4	10.3	9.4

(注) 乗用車、LOVが対象、インドのみ数値は年度ベース
 (出所) 各国自動車工業資料をもとに野村證券金融経済研究所作成

環境対応車の世界需要見通し



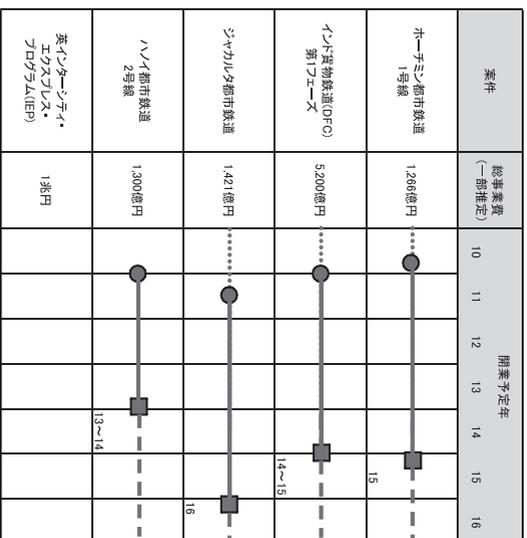
(出所) NRI予測

新興国需要とモバイルインターネット市場に期待されるハイテック

日本企業が入札を予定する鉄道プロジェクト

世界の携帯電話、PC出荷台数予測

(上段:総合下段:伸び率%)



(出所)各種報道、JICA(国際協力機構)、CHSRA資料より野村證券金融経済研究所作成

	2010(推)	2011(予)	2012(予)
携帯電話	16.0	17.7	19.4
	16%	11%	10%
スマートフォン	2.9	4.2	5.2
	69%	42%	28%
PC	3.7	4.3	5.0
	19%	17%	16%
ラップトップPC	0.15	0.5	0.8
	-	233%	60%

(出所)Gartner, IDC、モバイルインターネットの伸び率、野村證券、野村證券金融経済研究所作成

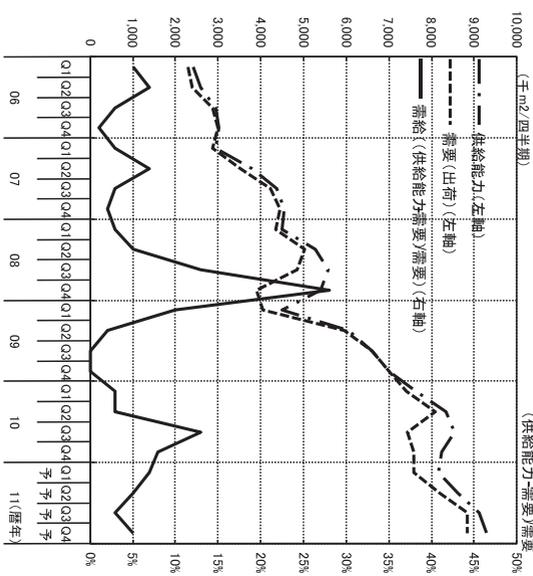
石油化学が下降局面に入る化学。液晶ガラス等に入る化学。液晶ガラス等に入る化学。

化学 織維大手8社の業績推移

(10億円)	07年	08年	09年(推)	10年(予)	11年(予)
売上高	12,847	11,890	10,210	11,884	11,931
営業利益	737	60	228	620	598
石油化学	229	-192	25	246	182
電子材料	116	30	24	102	99
医薬医療	144	152	131	125	143
その他	291	114	94	219	248
全社・消去	-44	-44	-47	-72	-73
当期純利益	441	-299	-56	255	280
設備投資	854	753	517	568	662
減価償却費	611	685	642	700	683
ROA(%)	6.0	0.5	1.9	4.9	4.6
ROE(%)	10.7	-7.9	-1.7	7.1	7.3
D/E(資本倍)	0.92	1.36	1.44	1.28	1.14

(注)8社は帝人、東レ、旭化成、明電工、住友化学、三井化学、三菱化学HD

主要4社の液晶用ガラス基板の販売数量の推移

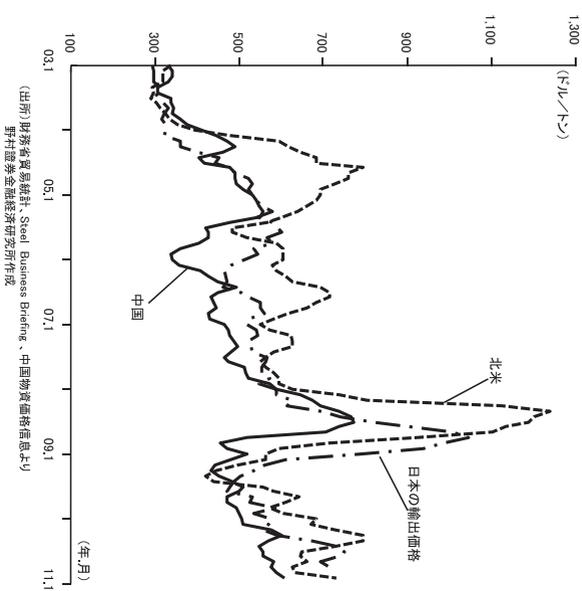
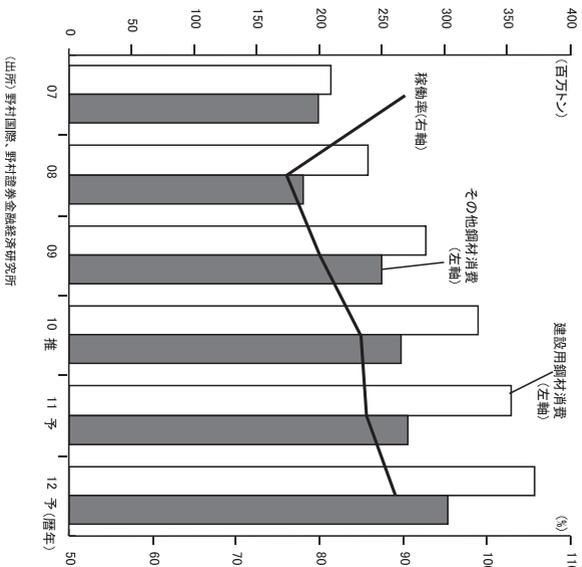


(出所)野村證券金融経済研究所推定

アジアでの需給改善と輸出価格回復に期待される鉄鋼

2011年1月13日

中国の鉄鋼需給見通し



熱延コイルの国際市況

(出所) 財務省貿易統計、Steel Business Intelligence、中国物産価格信息中心
野村證券金融経済研究所作成

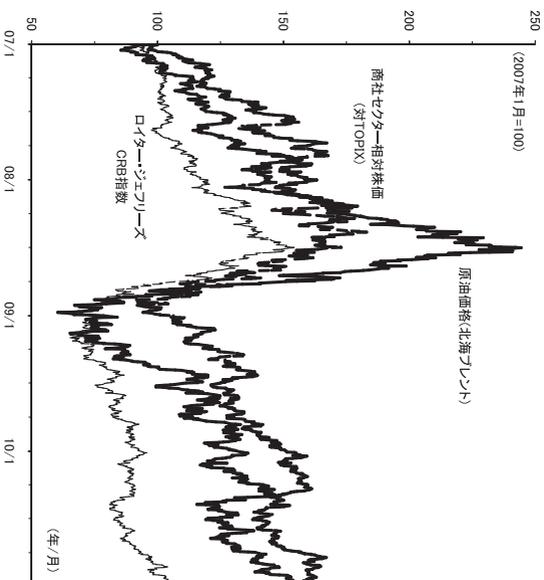
(出所) 野村国際、野村證券金融経済研究所

新興国の成長に伴う資源価格上昇に期待される商社

2011年1月13日

商品市況と商社相対株価(対TOPIX)

大手商社の資源別純利益構成比



(注)ロイヤル・ダッチ・シェルのORB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
 (出所) 商社セクターの相対株価は、特選を考慮して1月4日を100としている。
 (出所) フォルム・イン・ア・ビューの資料より、野村證券金融経済研究所作成

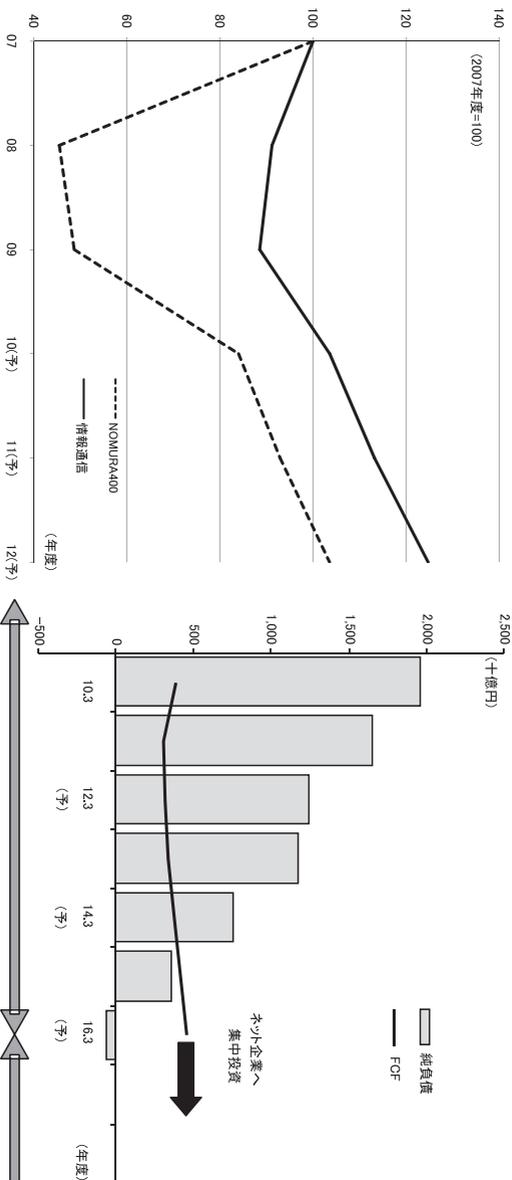
(%)	原油・ 力炭	石炭	鉄鉱石	銅	鉄鋼	その他	計
伊藤忠商事	7	15	31	-	3	0	57
丸紅	18	11	-	10	5	-1	44
三井物産	23	5	40	3	2	1	75
住友商事	3	11	2	10	8	5	39
三菱商事	18	38	10	6	3	0	74
双日	16	29	-	-	23	13	81

(注) 各社とも13期予想ベース、双日は経常利益構成比
 (出所) 各社レポート等より野村予想、野村證券金融経済研究所作成

新興国にも展開し成長力高い通信・インターネット

NOMURA400と情報通信セクターの収益水準

ソフトバンクのフリーキャッシュフローの活用方法



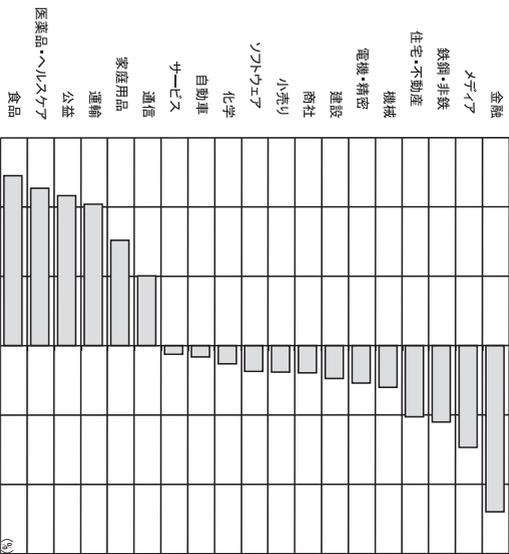
新年の経済展望と株式市場

(注) 運営業利益ベース
(出所) 野村證券金融経済研究所作成

(注) 予想は野村予想
(出所) 野村證券金融経済研究所

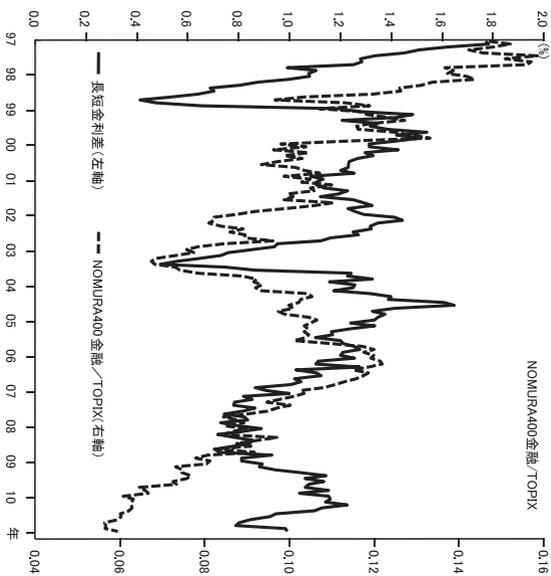
長短金利差拡大で注目される金融

長短金利差と各セクターの対TOPIX相対株価の相関係数



(注)長短金利差(10年国債利回り-2年国債利回り)と各セクターの対TOPIX相対株価の相関係数。
 サンプル期間は2003年1月以降
 (出所)日本証券業協会、野村證券金融経済研究所作成

長短金利差と金融セクターの相対パフォーマンス



(注)長短金利差は10年-2年国債利回り差
 (出所)日本証券業協会、東証資料より野村證券金融経済研究所作成

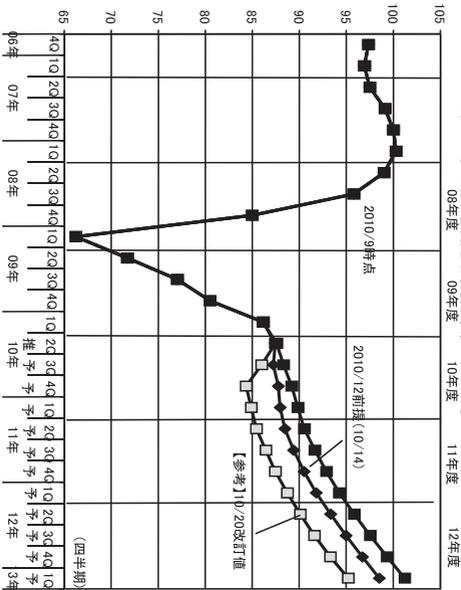
(参考)

企業収益分析

- 最新の企業業績予想：モデル推計とアナリスト予想
- 為替感応度
- 収益モメンタム及び中長期でのROEの推移
- 今後の地域別利益貢献のイメージ

最新の企業業績予想：モデル推計とアナリスト予想

鉱工業生産前掲(原指数、ピーク時=100)



鉱工業生産(前年同期比、%)	2010/6時点	2010/9時点	2010/12前後(10/14)	【参考】10/20改訂値
2010年度	10.5	12.8	11.3	8.8
2011年度	8.8	4.0	2.8	1.6

(出所) 経済産業省資料より野村證券金融経済研究所作成

10/20経済見直し改訂

鉱工業前掲	2010年度	2011年度
為替前掲		
ドル	8.8	1.6
ユーロ	85.0	84.0
ユーロ	113.1	112.0
予想経常利益		
(36円)		
モデル推計(10/14時点)	24.2	24.5
生産下方修正分	1.7	0.8
ドル下方修正分	0.0	-0.5
ユーロ下方修正分	0.0	0.0
モデル推計(10/20改訂値)	22.5	24.2

(出所) 野村證券金融経済研究所

経常利益アナリスト予想(12/7発表)

(単位: 兆円)

	10年度		11年度		10年度(予)	11年度(予)
	上期	下期(予)	上期(予)	下期(予)		
NOMUR4400	14.7	11.1	13.8	15.5	25.8	29.3
NOMUR4400(除金融)	12.2	10.0	11.9	13.3	22.2	25.2
製造業	7.2	6.0	6.8	8.5	13.2	15.3
非製造業(除金融)	5.0	4.0	5.1	4.8	9.0	9.9

(出所) 野村證券金融経済研究所

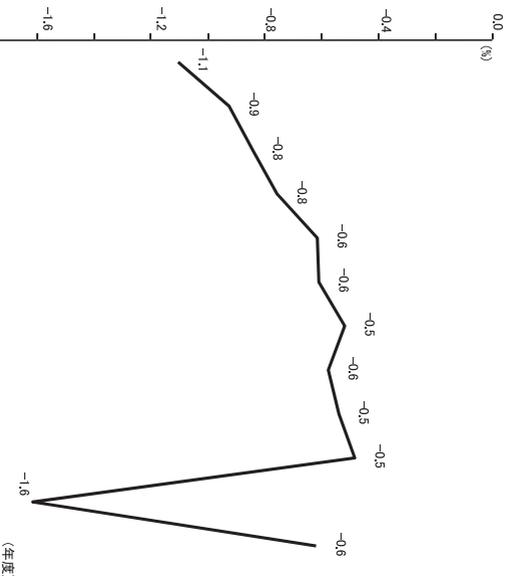
為替感応度

1円円高に対する2010年度経常利益の変動額

経常利益	変化率		変動額		【参考】	
	円/ドル	円/ユーロ	円/ドル	円/ユーロ	09年度実績	10年度予想
	(%)	(%)	(10億円)	(10億円)	(10億円)	(10億円)
NOMURA400	-0.5	-0.2	-138	-52	17,202	25,875
NOMURA400(除<金融>)	-0.6	-0.2	-135	-50	14,257	22,417
製造業	-0.9	-0.3	-121	-43	7,042	13,469
素材	-0.1	-0.0	-5	-1	1,667	3,750
加工	-1.5	-0.5	-10	-39	2,935	7,238
非製造業(除<金融>)	-0.1	-0.1	-17	-9	10,160	12,406
化学	-0.2	-0.1	-14	-7	7,216	8,948
鉄鋼・非鉄	-0.0	-0.0	-5	-1	1,357	2,503
機械	-1.2	-0.3	-14	-4	310	1,247
自動車	-2.4	-0.4	-66	-11	573	1,194
電機・精密	-0.9	-0.7	-29	-24	985	3,281
医薬・ヘルスケア	-0.5	-0.2	-5	-2	1,245	1,203
食品	0.0	-0.0	0	-0	968	968
家庭用品	-0.1	-0.2	-1	-1	277	309
商社	-0.2	0.0	-4	0	965	1,746
小売	0.1	-0.0	1	-0	1,029	1,150
サービス	-0.2	0.0	1	0	356	421
ソフトウエア	-1.6	-1.5	-8	-7	594	473
メディア	0.0	0.0	0	0	209	250
通信	0.0	0.0	0	0	1,965	2,151
建設	0.0	0.0	0	0	114	219
住宅・不動産	-0.0	-0.0	-0	-0	548	688
運輸	-0.2	0.0	-2	0	631	1,114
公益	0.0	0.0	0	0	805	735
金融	-0.1	-0.0	-4	-1	2,944	3,438

(注)「円高」は1円/1ドルに集めて作成
 (出所)野村證券金融経済研究所

NOMURA400(除<金融>)経常利益の為替感応度

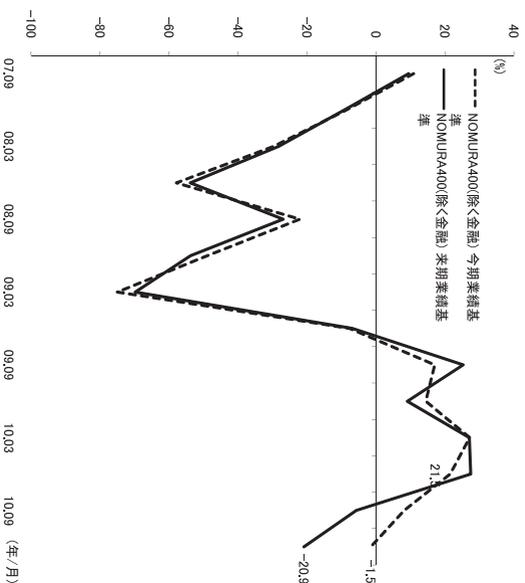


(出所)野村證券金融経済研究所

収益モメンタム及び中長期でのROEの推移

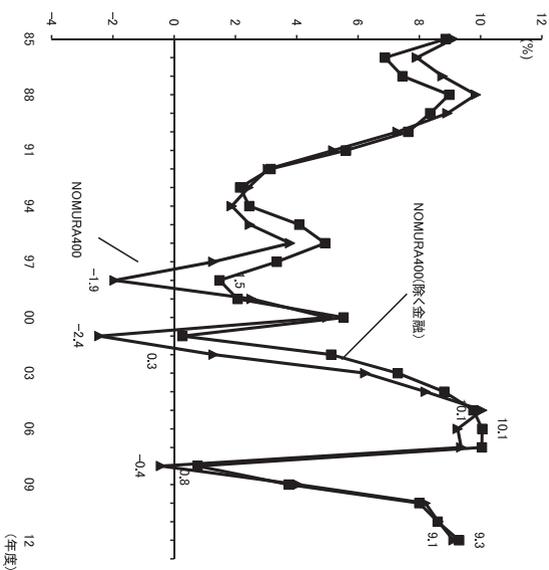
2011年1月13日

今期/来期基準リビジョン・インデックスの推移



(注) 直近値は12月8日時点
(出所) 野村證券金融経済研究所

ROE(自己資本利益率)の推移

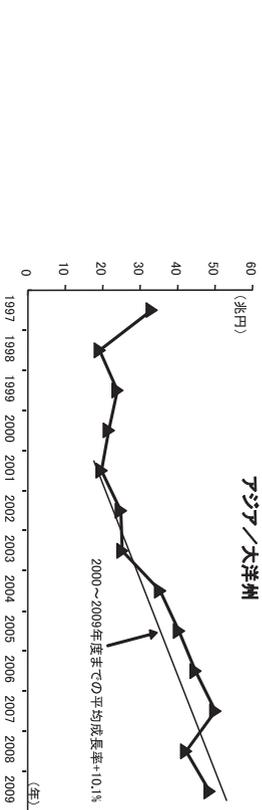
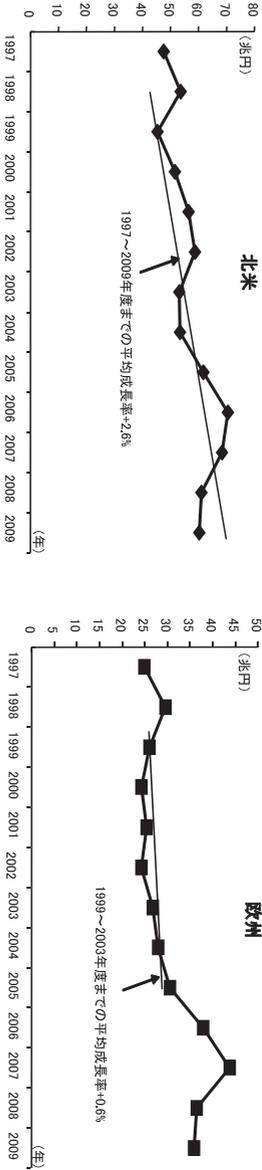


(出所) 野村證券金融経済研究所

2011年1月13日

今後の地域別利益貢献のイメージ

地域別売上高の長期的推移



(出所)野村證券金融経済研究所

