

新年の経済展望と株式市場

海 津 政 信

はじめに

明けましておめでとうございます。海津でございます。どうぞよろしくお願い申し上げます。

今ご紹介をいただきましたように、二〇〇六年から毎年こういう格好でお話をさせていただいております。今日も前半で経済と株式のお話を申し上げます、後半で産業のお話も少し申し上げます、かように思ってお参ったところでございます。最後までおつき合いを賜りますよう、どうぞお願いを申

し上げます。

時間も限られておりますので、早速本論に移らせていただきたいと思います。まず前半でお話をしたいと思っておりますことですが、世界全体の鳥瞰図的なお話をした後、ヨーロッパ、アメリカ、中国、日本、この順番でお話を申し上げ、その上で日本株の全体観についてお話をしたい、かように思っているわけでございます。

一、世界経済の動向

(1) 世界経済の見通し

二ページ目（本文末資料参照）に、まず今年の世界経済の見通しについて載せてございます。今世紀に入りましてから三回目の景気減速の局面に入ってきているかなという感じがいたします。

最初の調整は二〇〇一年でございまして、このときは二〇〇〇年のITバブルが崩壊をいたしまして、米国経済が不況期入りをする。今でも昨日のように覚えておりますが、二〇〇一年の九月にワールド・トレード・センターの破壊という極めて破滅的な出来事も起きました。世界全体の成長率が二%台前半というところまで落ち込みまして、特にエレクトロニクス周辺の調整が大きかったわけでありませう。

二〇〇三年ぐらいから世界経済が立ち直ってまいりまして、二〇〇六年、二〇〇七年とやや好景気が行き過ぎるような感もあつたわけでありませうが、五%を超える世界成長になりまして、二〇〇七年からサブプライム問題とか、ヨーロッパも住宅販売の行き過ぎ、住宅価格の上昇とその崩壊ということが出てまいりまして、二〇〇八年九月のリーマンの破綻を機に、二〇〇九年にかけて未曾有の景気後退になったところでありませう。

一九二九年恐慌以来、最も厳しい不況が二〇〇九年だったわけでありませうが、そこから財政政策、金融政策、公的資金投入、あらゆる手だてを講じて、特に中国の四兆元の財政出動が起爆剤になりました、二〇一〇年に一気に五%までV字回復を遂げた。ただ、今回の調整の底流にはかなり難しい問題が潜んでおりまして、それがこのところのユーロの問題という格好で出てまいりませう。

て、再び減速感が強くなっている。今世紀に入つて三回目の減速局面ということでありませう。

(2) 二〇一二年の世界の成長率の見通し

成長率については右側の表にございますが、終わりました二〇一一年が三・七%というふうな推測をしております。これに対して今年、二〇一二年はプラス三・二%ということで、さらに減速が進む、かように思っております。先進国が一・四%から一・一%になりますが、これがユーロ圏の不況入りです。私どもは二〇一二年でマイナス一%というのがユーロ圏経済の見方でございますが、これが先進国全体の景気のさらなる減速につながるということであります。新興国も昨年インフレを懸念して、かなり引き締め策をとっておりまして、今年の前半ぐらいまで減速感が強く残りまして、後半持ち直したとして五・六%とい

うことではございまして、都合合わせて三・二%というのが、今年の私どもの見方でございます。

(3) 二〇一三年の世界の成長率見通し

二〇一三年については、この後詳しくお話をいたしますが、ユーロ圏も一たん少し持ち直してくるところを考へ、かつ新興国についても、今年の下期からの回復ペースを維持するという中で、四%の成長率に戻ってくるという見方をしておりますが、そこもある程度前提条件を申し上げます。特に米国の財政政策次第によって、すなわち、今年の一二月のアメリカの大統領選挙の後の財政政策次第で、二〇一三年の米国景気はかなり見方が分かれるぐらいのインパクトがございしますので、そのあたりはまた後で申し上げたいと思っております。

我々が統計的に調べた感じですと、二〇一一年

もそうでしたし、二〇〇九年もそうだったわけでありますが、二・五%ぐらいが、世界の企業が増益を維持できるかどうかというぎりぎりのところでございます。三%強というのは、何とか増益を維持し得る成長率でございますが、ここからさらに下がっていくと、なかなかそれも難しくなるということ、きめ細かく経済をフォローしていく必要があるということだろうと思います。

二、欧州経済の動向

(1) EU全体の動向

最初にヨーロッパの話から詳しく申し上げたいと思いますが、三ページをごらんいただきたいと思います。一昨年の五月のギリシャ危機に始まりまして、昨年の秋には、残念ながらスペイン、イタリアというユーロ圏の大国にまでこの問題が波

及をするという、当初考えていた中で言う、最悪のコースをたどっているような感じになっております。ヨーロッパの短期金融市場は、この信用リスクにお互いが相当疑心暗鬼になるような状況になっておりまして、ECBがさまざまな形でこれに介入をしないと、金融の安定はなかなか保たれないというところまで、残念ながらこの問題はひどくなってしまったということでございます。

その一方で、現在のEUというかユーロ圏は、ドイツとフランスが二大大国でございます。いわゆる「メルコジ」と言われますが、メルケルとサルコジ、ドイツの首相とフランスの大統領の二人が基本的な政策の基調を決めているわけでありますが、英米に比べると、なかなか手際よくないな。ありていに言えばそういう感じが非常に強くなるということでございます。

ドイツの南欧に対する一般国民の感情は、やや

比喩的に言えば、ドイツ人は極めて質素に、せいぜいポテトとビールぐらいで済ませているのに、ギリシャの連中はワインを飲んでビフテキを食べ、財政の赤字が大きくなると、そのしりぬぐいを、ドイツを初めとした財政の健全な国々に求めてくる。こういうのが、一言で言ったドイツの一般的な感情でございまして、メルケル首相は、その感情に余りリスクをとらずに従っている、こういうような感じがします。ですから、国民のそういう声は大事にしつつも、しかし、ユーロを単一通貨としてスタートさせて、ECBを通じて金融政策も統合しているというのも事実でございまして、そのところはもう少し首相らしい振る舞いをしてほしいと思います。

大分古くなってしまいましたけれども、たしか昨年七月末に『ロンドン・エコノミスト』が、和服を着たメルケルさんとオバマ大統領の二人を

載せまして、欧米の政治はどうも日本化しつつあるのではないかという記事を書いたことがあるわけです。それを機に、いわゆる欧米のジャパナイゼーション化ということが、メディアも含めて随分と話題になったわけですが、十分な政治的対応がなかなかできていないということではないかと思えます。

(2) EUの三つの重要課題

①短期の対応策と中長期の対応策

重要なことは、三ページの左側に、短期の対応策と中長期の対応策と二つ載せておきましたが、つい昨年の一二月八日、九日、EUの首脳会合及びユーロ圏の首脳会合があったわけです。そこで中長期的なユーロ圏の財政の健全化の規律の強化に議論が非常に終始をいたしまして、その一方で短期の対応策についてほとんど顧

みられないという感じでごさいます、なかなか難しいな、こういう感じを受けていたわけでありますが、ようやくここに来てメルケル首相も、短期的に最も重要なのは、ギリシャ向けの第二次金融支援をきちんと実施することだと言い始めているということでもあります。

まず三月のギリシャの国債の償還を滞りなく行うためには、第二次金融支援が欠かせないという格好になっておりまして、後でまた出てきますが、ギリシャはこの一―三月だけで、一四五億ユーロの国債償還を行わなければいけないわけですが、第二次金融支援が実施されないと、その国債の償還ができなくなってしまうということであります。第二次金融支援の前提として、民間の金融機関に、自主的に五〇%債権放棄させるということになっておりまして、この辺の細かい交渉が今行われているところをごさいます、恐らく二

月にずれ込むのではないかと思いますが、まずこれをしっかりと決めないといけないということをごさいます。

②イタリア国債の償還問題

二つ目に重要なことは、イタリアの国債の償還がギリシャ以上に大きいのです。大体六四〇億ユーロですから、六兆四〇〇億円ぐらいです。一ユーロを一〇〇円といたしまして、これぐらいの巨額の国債の償還を滞りなく行うためには、昨日イタリアの一〇年国債の利回りが若干下がっておりまして、それでも六・六%のごさいます、五%台ぐらいまで下げないと、なかなか借りかえがスムーズにいかないのではないかと思われるわけをごさいます、あと一〇〇ベースぐらい一〇年債の利回りを下げるには、恐らくECBが何らかの形で関与を強めないと難しいのかなという

感じがいたします。

結局ドイツは、欧州中央銀行（ECB）、 Bundesbank のように振る舞うべきだという基本観でずっとここまで来ておりまして、国債の買い取り強化についても、かなりかたくなに拒んできているということですが、いよいよイタリヤの大量の国債償還を目前にして、少し軌道修正を図らないとどうにもならない、こういう状況に今逢着しつつあるということです。

③ 欧州の銀行の資本増強、公的資金投入

三つ目として、欧州の銀行の資本増強、公的資金投入が欠かせません。六月までに日本円で一兆円（一一〇〇億ユーロ）ぐらいの資本増強を行うという段取りになっております。自力で増資ができればそれでよし。できなければ公的資金を入れますという格好になっていくわけでありませぬ。

ECB が昨年の暮れに三年の長期の流動性の供給を行いましたので、これが少し足元で効果をあらわし始めているということと、ドルの調達を、FRB、日本銀行も協力してやっているわけです。東京市場で日銀からドル調達を行っている欧州の銀行も少なくないということでありまして、ECB の三年の流動性供給と、FRB、日銀等も協力して、ドルを容易に調達できるような配慮をさまざまにしているということで、少し足元、一時の緊張感が多少後退しているようなところがございますが、まだまだ油断をすると、とんでもないことになりかねないということで、ギリシャの第二次金融支援と ECB の国債買い取り強化は、短期的にどうしても通過しなければならぬものがございます。

英米の経済学はご案内のとおり、金利がゼロまで下がった後は、中央銀行がバランスシートを拡

大して、長期国債の買入れ等を通じて、それに見合う金融の効果を図っていくというのが英米経済学の教科書でございまして、FRBとイングランド銀行はその教科書どおりのことをしているということでございます。

(3) 各国中央銀行の資産拡大の動き

三ページの右側が、日本銀行も含めてFRB、さらにECB、BoE、こういったところの資産拡大の動きを載せてございます。日本については金融危機が一九九七年に始まっておりますので、一九九七年をその起点としておりますが、それ以外のFRB、イングランド銀行、ECBについては、二〇〇八年を起点にしてやっているということでございます。黒い太線のFRBと薄い太線のイングランド銀行は、最も積極的にバランスシートを拡大しているということでありませぬ。一方

で、ECBは、日銀の後を追うように極めて慎重にバランスシートの拡大を図っているということでございます。この方針をどこで撤回して、かなり思い切った国債の買い取りに向かうかということが、今極めて重視をされつつあるところでございます。

私どものエコノミストの中には二つの意見があります。本質的な意見というよりは、手法をどうするかということに関してなんですけれども、財政ファイナンスはさすがに表立ってはできませんので、いわゆる証券買い取りプログラムとして、イタリア国債、スペイン国債等を大量に買うというやり方を行うのか、それとも量的緩和政策を強化する中でやっていくのか、二通りの考え方がございます。手法的に異なるのは、量的緩和政策として行う場合は、イタリア国債だけをターゲットにして行うということではありませぬので、ドイ

ツ国債、フランス国債等もあわせて買い取つていく中で、少しアクセントをつけて、イタリア国債やスペイン国債を買うということになるかと思えます。一方で、証券市場プログラムを拡大するという場合は、イタリア国債、スペイン国債をターゲットにして、大量買い取りで長期金利を下げるといふ直接的なやり方ということでありまゝす。いずれにしても、どちらかの方策で、二月にはイタリア国債の金利水準を、あと一〇〇ベーシスぐらい下げないと、六四〇億ユーロの国債の償還はなかなか難しいのではないかということでありまゝす。

(4) 短期的なハードル

ですから、金融市場の立場からすると、二月にかけてのイタリアの国債買い取り問題をどうするかということと、三月に控えているギリシャの国

債償還のための第二次金融支援ということになりますので、恐らく二月中にある程度めどがつき、三月には一応今考えているようなことが前へ進めば、一たんはリスクオンに戻るのかなと思えます。四―九月はさほどハードルの高い案件はございませんので、この一―三月をしのげば、少し小康状態が訪れるという感じがいたします。

(5) 中長期的な課題

ただ、一方で、中長期では、財政健全化の規律強化はもちろんですけれども、最終的にはやはり欧州の財務省をつくり、そのもとでユーロの共同債を発行するということまでいきませんと、仕組みとして安定しないということだと思えます。ですから、シナリオは二つしかなくて、ユーロがばらばらになつて崩壊をしていくのか、それともそれを避けるのであれば、財政統合を長期的には

強化していくしかないということで、ユーロ圏崩壊を座して認めるということにはヨーロッパもいかないと思いますので、紆余曲折を経つつも、財政統合の方向に向かっていくのかな。ただ、恐らく五年単位で時間がかかるのではないかなという感じがします。

そういう点では、ごく短期のギリシャの第二次金融支援とイタリアの国債の借りがえが、仮に一―三月で何とかクリアできたとして、一たん小康状態になると思いますが、究極かなりきちつと安定してくるには、なお相当な時間がかかるというふうに見るべきかなと思っております。クレジツトクランチもかなり始まっておりますので、今年のユーロ圏の経済はかなり弱いと我々は考えております。

三、米国経済の動向

(1) 米国経済の現状

次に、重要な米国経済であります。四ページをごらんいただきたいと思えます。二番底を一番懸念いたしましたのが昨年の八月から九月でございました。四ページの左のグラフは、上側がISMの製造業の景気指数で、下がミシガン大学の消費者の信頼感指数でございます。ISMの製造業指数が大体四五を割りますと、景気後退というのが、一九八〇年以降、何度か繰り返されているわけでございます。昨年の八月の中旬にフィラデルフィアの連銀指数というのが出てまいりまして、これが大幅なマイナスになってしまいました、それを交換すると、ISMの製造業景気指数で四二ぐらいまで落ち込む可能性が見えた瞬間が八月の

中旬ぐらいにございまして、これはひよっとすると米国経済は二番底に陥るかなというので非常に緊張感が高まったのが八月から九月の初頭でございました。

ただ、幸いその丸印をつけたところにございまずように、五〇を割らずに、ここに来て五三ぐらいまで持ち直してきているということとでございまず。結局ニューヨークとか、フィラデルフィアとか、東部の製造業は、一たんかなり悪くなつたのですけれども、シカゴの中西部のところ、自動車と機械が比較的健闘したということと、西海岸はボーイングに代表される航空宇宙がございまず、この辺が踏みとどまって、製造業全体として、何とか五〇割れをせずにターンしてきているということとでございまず。こここのところの経済指標は比較的健闘しているというところとでございまず。

ただ、樂觀するという状況では全然なくて、一つは雇用の改善が非常に遅いということです。アメリカの成長率は、今、年率二・五%ぐらいのペースで拡張していると思います。潜在成長率が二%台の前半と推定されますので、二・五%ぐらいの拡大ペースですと、雇用の改善は極めてゆっくりとしか進まないということとでございまず。そういう点で、FRBは、ヨーロッパ情勢もあわせてにらみながら、必要があれば、さらなる量的緩和政策を打つ構えではないかと思われま

す。

特に住宅が一応何とか底をついたような感じになってきているのです。これは四ページの右側のところなんですけれども、住宅着工件数は年率二〇〇万戸を超えていたレベルから五〇万戸まで、四分の一ぐらいまで落ちまして、ようやく下げどまってきたという状況にございまず。この後、回

復の道筋をきちっとつけていくためには、かなり長期の一〇年債、さらに三〇年債、その辺がモーゲージの金利と連動しておりますので、その金利をなるべく低位に据え置いて、住宅の回復を促す。必要があれば、MBSの買い取り強化も辞さないというのが、FRBの基本的な判断かなと思います。そういった意味では堅調なんですけれども、雇用の改善をもたらすためには、もう一段の政策対応も必要な状況にあるというのが米国経済であります。

(2) 米国の財政政策

米国は財政政策もかなりかぎを握るわけですが、その最大のもは給与税の減税と失業保険のプログラムの延長です。去年の暮れに、民主、共和両党で妥協して、二月まで二カ月だけ一応延長しますという格好になっているわけですが、恐ら

く二月末の段階で、年末までこの措置を延長することにするだろうと思っております。

昨年の八月の債務上限法案の引き上げについてもすったもんだして、S & Pの米国債の格下げにつながってしまったわけです。一昨年の中間選挙で、ティーパーティー・グループはかなり勢力を伸ばしたわけでありまして、それが八月初頭の債務上限引き上げのところのすったもんだにつながっていたわけです。今回の二カ月延長にもティーパーティーは関与しているのですけれども、米国民も余りにもひどいということでティーパーティーに対する支持が少し下がってきていますので、恐らく二月は、年末まで延長することで合意がなされるかな。ティーパーティーの政治的な力はかなり落ち始めているというふうな分析をしております。

ただ、もう一つ重要なのは、今年の一二月の大

統領選挙でございます。今の失業率は八・五%でございます。一二月の選挙の直前、すなわち八月、九月ぐらいに八・二%とか八・三%とか、八%台の前半まで仮に下がっても、かつて八%以上の失業率のもとで再選に成功した大統領はいないのです。失業率が一番高かったときでも、たしかレーガン大統領の七・三%だったと思いますので、八%をちょっと超えるぐらいの高失業率のもとで、仮にオバマが再選されると、過去の歴史の中で、最も高い失業率のもとで再選を果たしたということになるだろうと思いますが、オバマ再選も不透明なところがなかなかぬぐえないという感じがいたします。

とって、共和党もそんなに有力な大統領候補がないわけでございます。ロムニーさんは前のマサチューセッツ州知事でございますが、どちらかという中道に近いということで、保守派が

仮に大統領候補になったとしても、中道からの票はなかなか集められないだろうと言われて、共和党の中も本来の考え方とはやや違うのですけれども、選挙に勝てるという意味でロムニーしかないこと、今ロムニー優勢という状況になっておりますが、まだまだ半年以上選挙戦は続いていきますので、もう少し見きわめないといけないというのが正直なところではないかと思えます。

どちらかに決まったとして、一二月までの間にやらなければいけないのが、ブッシュ減税の延長と、相当な財政緊縮圧力をもたらしますので、二〇一三年の米国経済が失速するおそれにつながりかねないということであります。そういった意味では、リーマンショックの後のさまざまなかを片づけていくのに、やはり相応の時間がかかると

いうことであります。

我々のニューヨークのエコノミストは、大統領選挙が終わった後、共和、民主両党で、どういふ選挙結果になろうと、ブッシュ減税をある程度延長して、二〇一三年の景気拡大を確実にしていく政策を最終的には選ぶだろうというふうを考えて、二〇一三年の米国景気の見通しを二・六%、かようにしているわけですが、それは今申し上げたようなことがうまくいくということを暗黙の前提にして、二・六%というのを予想している、こういうことになっておりますので、そこらも大統領選挙とあわせて、きちつと見きわめていかなないといけないということでございます。

四、中国経済の動向

(1) 景気重視への政策転換

次に、中国でございますが、五ページを見ていただきたいと思います。中国は明らかにインフレ重視から景気重視に政策転換を行い始めております。昨年の一二月末から預金準備率の引き下げという格好で、事実上金融緩和に着手をしているという状況でございます。消費者物価の上昇率がピークを打ってなかなか下がってこなくて、結局、我々がモデルで推計していたものに比べると、三カ月から半年ぐらい遅かったのですけれども、何とか一〇月以降、消費者物価の上昇率が下がってまいりました。四%台まで下がり、この一—三月は恐らく三%台ぐらいまで下がってくると思います。景気重視に政策転換できるという状

況になっております。

今年は一〇月に共産党大会が開かれます。五年に一遍の共産党大会なんです。ここで胡錦濤から習近平に共産党トップが変わるといふ極めて重要な年でございます。一〇月の共産党大会に向けて、もう一回景気重視で、金融緩和と財政拡張政策をとっていく。これはもうほぼ疑いがない動きになってきているということだと思います。

(2) 成長率の見通し

ただ、インフレ率がピークを打って政策転換するの若干のおくれが生じたので、成長率は一―三月、四―六月と少し弱い数字がまだ続いた後、七―九月ぐらいから持ち直していくのではなにかというのが、私どもの香港の中国経済の担当者の方でございます。

五ページの右側は、中国、韓国、インドネシア

の三方国の四半期別の成長率の実績と予想を載せたものでございます。中国は一―三月、四―六月と、前年比八%を若干割り込むぐらいまで減速した後、政策転換効果を受けて、七―九月以降持ち直していく。来年にかけて八%台の成長を維持するという見通しであります。韓国は一―三月がほぼゼロ成長と見ておりまして、四―六月から成長率が少し持ち直していくという見方でございます。インドネシアも一―三月、四―六月と少し弱含んだ後、七―九月から成長率が戻っていくというところでございます。当然、域内の貿易も活発でございまして、年後半から中国経済が戻ってくるということが、やはり域内の他の国々の成長率の回復や引き上げにもつながっていくというところであります。

(3) 不動産バブルに対する二つの見方

また、日本にとっても、中国経済の七月九月以降の持ち直しは、当然極めて重要な予見というか予想、見通しになってくるということでございます。二〇一三年ぐらいまで八%台の成長ということとは、そんなにリスクなく基本的に考えているのですけれども、その先については、ここも論者によって意見が少し割れてきています、不動産市況をどう見るかによって、慎重派と比較的強気派と分かれております。

香港の私どものエコノミストチームはやや慎重派でございます、不動産市況のややバブルがあった上昇とその下落が、そして余りにも中国経済の中で投資比率が高いということですね。全体でGDPの四五%ぐらいが投資なんです。消費をふやそうとしてみずまに努力をしているのですけれども、投資主導経済というのは簡単には直

らないということがございます。どこかでかなり本格的に投資調整が起きると、五%ぐらいまで成長率が一気に落ちるというリスクもないこともないというような意見を香港のエコノミストは持っております、その確率は三〇%ぐらいということなんですけれども、三〇%というのは、景気シナリオとしてはやはりそれなりの確率でございますので、少し注意をしないといけないということでもあります。

一方で、中国専門家として、野村グループの中でも一定の発言力を持っておりますし、世間的にもよく知られております関志雄さんという中国の専門家がありますが、彼は比較的楽観論でございます、まして、地方政府の投資会社の不良債権の問題等も、中央政府が昨年かなり丹念に調べた感じでも、今の中央政府の財政力であれば十分対処可能だということをおっしゃって、五年単位で八

九%の成長ペースが続くという見方をしています。

そういった意味で、我々がどこかで5%に成長が屈折するということをメインシナリオで考えているわけではないのですけれども、投資比率が極めて高いということと、不動産問題については、ところどころチェックをして、問題が起きないかどうかということは見ておく必要があるということです。中国経済の見方だろうと思います。少なくとも来年いっぱいまでは、今申し上げた程度の成長は多分続けられると思っております。

五、日本経済の動向

(1) 日本の成長率見通し

次に、日本経済でございますが、六ページをござらんいただきましたと思います。恐らく先進国の中

では、二〇一二年、さらに一三年と、日本が最も安定しているのではないかなという感じがいたします。これは大変不幸なことではあったわけですが、昨年三月十一日の東日本大震災、これの復興需要が景気の下支えにかなりつながるといふことでございます。既に実施段階に入っておりますが、六ページの左の表の一番上が第三次補正予算の対GDPの押し上げ効果の計算でございます。

二〇一二年度のGDPを一・二%強ほど押し上げるといふ計算でございます。復興増税も極めて小型なものでとまりました。私自身は少なくとも一〇年ぐらいでは償還することなのかなと思っておりますが、一五年という長期にわたって、極めて薄く長く負担してもらおうということに最終的に政治決着をいたしましたので、ほとんど景気に悪影響を与えるような増税ではないといふことであります。

したがって、一〇%以上の真水でのGDPの押し上げ効果がある。特に今年の前半、一―三月、四月―六月の景気をかなりサポートしてくれるということでありませう。後半になると、復興需要の押し上げ効果が上期ほどではなくなつてまいります。そこは先ほど申し上げたアジアの経済が戻つてまいりますので、アジア向けの輸出が少し持ち直してきて、復興需要とあわせて日本の景気をサポートしてくれるということだと思います。そういうことで、今年、暦年で実質成長率一・九%、年度で一・七%という、日本の成長率の見通しとしては、比較的高目の予測を出しているということでございます。

(2) 輸出構造の変化

六ページの右側のグラフは、日本の輸出構成比を載せたものですが、EU向けの輸出は

一〇%ぐらいしかない。米国も一時に比べると随分と減つてきていまして、中国と中国を除くアジアを両方足し合わせますと、五五%ぐらいです。ですから、日本の輸出の半分以上は中国・アジア向けということで、輸出構造が大きく変わつてきておりますので、年後半はアジア向けの輸出が下支え役をしてくれるということであろうかと思えます。

(3) 東北地方の景況感

七ページに東北の景況感なども少し載せましたが、実は全国で見ても景況感がいいのは東北地方でございます。七ページの左のグラフは、景気ウォッチャー調査の地域別のものを見ているのですけれども、全国平均をかなり大幅に上回っているという状況になっております。小売販売を見ても同じでございます。仙台の百貨店が物凄く

元気があるのです。

うちのシニアエコノミストの木内が、この間東北へ行ってきた、レポートも書いていましたが、仙台の百貨店の売り上げを細かく分析をすると、最初に力強くふえたのが子ども服です。昨年四月、五月、六月ぐらいいは、子ども服が非常に大きく伸びていました。夏になって婦人服が伸びて、秋になって紳士服が伸びているという状況になっております。

確かにいろいろな小売業の経営者と会って話をしている、結局、サプライサイドのほうは、津波その他の被害でかなり減ってしまった。その一方で、家具が壊れたとか、カラーテレビが壊れたとか、冷蔵庫を取りかえるとか、もろもろの復興消費がございまして、それらの需要が強い。供給が少し制約されて、需要が強くて、ほとんど値引きをせずに売れるということで、小売業の中で最

も利益率が高いのは東北地方だという話にもなっているわけであります。

(4) 今年の日本経済の見通し―復興需要が下支え

そういうことで、日本経済は今年、来年ぐらいは基本的には堅調だ。ユーロの問題が、リーマンショックのような世界的な金融危機につながれば別ですけれども、そこはさすがにユーロッパの政治も抑え込める。また逆にそういう状況にならないように、米国はヨーロッパに相当な圧力をかける。日本が圧力をかけても大したことないのですけれども、米国が圧力をかけると、それなりに効くというのが大国の大国らしいところですが、財務省のルートを通じて相当圧力をかけていると思います。

ガイトナー財務長官も昨年、「招かれもせずつよく来た」と、オーストリアの財務大臣等に批判

を浴びたわけですが、たしかポーランドのワルシャワで開かれたユーロ圏の会合に出かけていて、もっとしつかりしろということを書いてきたわけです。それから、中央銀行ルートでも、FRBのバーナンキが、ドラギに、かなり強い調子で量的緩和を求めているという話も聞きます。日本以上に米国の金融機関のヨーロッパのエクスポージャーは高いですから当然なんですけれども、米国のかなり圧力をかけているので、ユーロ発の世界金融危機の再来ということはないと思っております。先ほど申し上げたように、一応ユーロの危機はユーロ圏内に封じ込める。そうすれば、米国は量的緩和政策と財政緊縮を急がないという中で、一定の成長は保てる。それから中国は、明らかにインフレ重視から景気重視に変えてくる。日本は復興特需等があるということで、ヨーロッパの中にユーロ危機を封じ込められれば、米中日に

ついてはまずまずということではないかと思っております。

(5) 日本経済の構造問題への対応

むしろ今年、来年と震災復興が経済を支えてくれている間に、さまざまな構造問題を前に進めていくことが極めて大事なのではないかと思えます。

① TPPの重視

その中身は、当然ながら一つはTPPです。とにかく韓国がアメリカとの間にFTAを成立させておりますし、ヨーロッパとの間でも成立させておりまして、そう遠くないうちに関税ゼロという状況になりますので、日本も遅れるわけにいかないということ、野田内閣のTPP重視は当然の流れだと思えます。

② 成長戦略の強化

二つ目が、成長戦略の強化でございます。これはインフラ輸出から始まって内需の底上げ、さまざまな論点があるかと思えます。法人税のゼロ特区をつくってもいいと思えますし、観光で町おこしをするというようなことも、当然のようにさまざまに工夫される必要があると思えますし、東京金融資本市場をもう少ししっかりさせるということも重要な論点だろうと思えます。内外需を問わず、成長戦略を強化していくことが二つ目ぐらいにある。そしてそれはTPPとも連動しているという話であります。

③ 消費税の引き上げ

三つ目が、七ページの右に載せましたが、消費税の引き上げでございます。一九九七年の橋本内閣のときの消費税率引き上げがその後の景気後退

を招いたということで、消費増税反対論がなお根強いのですけれども、それは必ずしも正しくないですよというのが、七ページの右のグラフでございます。結局一九九七年から一九九八年の景気後退は、消費税問題だけではなくて、一九九七年の七月に起きたアジア通貨危機と、その一月に起きた三洋証券、拓殖銀行、山一証券等の破綻で、いよいよここから日本の金融危機が本格化していったわけです。これらが複合的に重なって、一九九七年、一九九八年の景気後退になったということです。この議論はきちんと分けたほうがいいと思えます。

今日、野田内閣は改造を行っております。副総理に岡田前幹事長を起用するということで、副総理兼社会保障と税の一体改革及び行政改革担当相として、蓮舂さんに退いていただいて、岡田さんに副総理格で入ってもらうことになったわけであ

ります。これはかなり意味のあることではないかと個人的には思っております。

何を申し上げたいかという点、私自身は、必ずしも民主党の強烈な支持者ではありませんが、毎年のように総理がかわつていられるのもいかがかなというふうに基本的に思っているということ、議員定数の一定の削減とか、公務員の人件費の引き下げとか、そういったものも岡田さんのもとで進めてもらった上で消費税率に道筋をつけるというのが重要な点と思っておりますので、今度の改造の意義というのは少なくない、そういう言い方をさせていただきます。

時間に限りがありますので、先に進みたいと思いますが、以上が経済でございます。

六、株式市場の動向と見通し

(1) 現状の日本株の評価

これを受けてのマーケットの見方でございますが。まず現状の日本株の評価でございます。だれがどう見ても割安だ。八ページに二つのグラフを載せてございますが、左側のグラフは、一年先の予想ROEとPBRを組み合わせたグラフであります。八%弱の予想ROEの中で、〇・九倍のPBRの組み合わせなんですけれども、二〇〇三年以降で見ても、最も低いものの一つということでもあります。

それから、予想PERも随分と下がってきておりまして、一一倍台まで足元、一年先の予想EPSを使って、予想PER一一倍台。さらに予想配当利回りはもう二・五%を超える。一〇年債の利

回りが1%に満たないという中で、配当利回りが二・五%を超えているということでありますので、債券にいかにも多くの資金が行き、株にはお金が多くなか来ないかということをお話しているわけであります。

ただ、割安であるということと、上がるかどうかということとはまた別でございますので、そこは幾つかの条件が加わる必要があるというのが九ページでございます。株価が底を打って、九五〇〇円とか一万円ぐらいまでどこかで戻るといふふうに思うのですけれども、それが始動するには二つのことが必要ですというのがこのページでございます。

一つは、先ほど申し上げたように、欧州の危機対応が進むことが大事であります。具体的にはギリシャの第二次金融支援が決まり、一四五億ユーロの国債償還が滞りなく行われることが第一であ

ります。

第二が、イタリアの国債償還、正確には六三六億ユーロを第一・四半期でやらなければいけません。そのためのECBの関与も、先ほど申し上げたように不可欠だということでございます。二月から三月初頭ぐらいに、ほぼこれらがクリアされるということになってきて、S & P五〇〇のVIX指数は、この絵にありますように、かなり正常化してきていますので、ギリシャの第二次金融支援とイタリアの国債償還ができるということになると、一たんリスクオフからリスクオンに戻るかなという感じがいたします。

もう一つは収益です。これが九ページの右側のグラフなんですけれども、二〇一〇年度はV字回復を遂げて、「NOMURA四〇〇（除く金融）」で二三兆円、ピークが二〇〇七年度の三〇兆円でございますので、想定している以上に強い回復

だったわけですが、二〇一一年度は震災、円高、さらに欧州危機、そしてタイの洪水と、ほとんど予想できないようなことが次々と起きまして、結局減益ということで、二〇兆円すれすれというぐらいの感じですね。これが去年の中間決算前後ぐらいから、米国株と日本株の差につながっているということでありまして。

(2) 二〇一二年度の株価の見通し

ただ、逆に、二〇一二年度はかなりの増益になってくるだろうなと思いますので、この二つが相まって、三月以降、株価が回復していくのかなと思っております。一万円台ぐらいまでは四一六月中には戻るのではないかと思っております。その後、米国の二〇一三年の景気を占う上では、大統領選挙とその後の財政政策が大事で、また経済統計も、リーマンショックは非常に大きかった

ので、どうしても一〇一二二月、一―三月はいい経済指標が出やすいのですね。比較が易しいわけです。二〇〇八年九月のリーマンショック後、二〇〇八年の一〇―二月と、二〇〇九年の一―三月の景気は、世界景気もアメリカ景気も急激に悪化をいたしましたので、一〇―三月は割合経済統計がよく出やすい。逆に言うと四―九月が出にくいのですね。ですから、四―六月ぐらいまでに、一たん一万円台まで戻るでしょうけれども、夏場から秋口ぐらいは、大統領選挙の問題とか、経済のデータが少し弱くなるとか、そういう可能性がございまして、ややだれる。大統領選挙が終わって、来年の二〇一三年のブッシュ減税の延長が決まれば、二〇一三年の米国景気は不安がなくなりますので、それからもう一回、年末にかけて少し持ち直すという展開が、最も標準的なシナリオかなという感じがします。

(3) 日米の株価比較

一万円台、一万五〇〇円とか一万一〇〇〇円近いぐらいのところは今年じゅうにあるかなと思っ
ているのですけれども、ただ、一万二〇〇〇円と
か一万三〇〇〇円というのは、なかなか難しいな
と思っ
ているのも事実でございます、それはど
ういう条件が必要なのかということなんです、
一〇ページを見ていただきたいと思ひます。もう
少し長く二〇〇一年ぐらいから日米株価を見てみ
ますと、一〇ページの左のような格好になりま
す。実は二〇〇六年から二〇〇七年はTOPIX
優位でございます。二〇〇五年から二〇〇六年と
言つたほうがいかもしれませんが、小泉改革が外
国人投資家の期待をかなり高めていたところござ
いまして、S & P 五〇〇の予想P E Rが一七―一
八倍の中で、日本株の予想P E Rが二―三倍ぐら
いまで買われていたのがこのところでございます。そ

の後、リーマンショックの後、日米株ともにほぼ
同じようなペースで下落をする。その後、底を
打つて、途中まで同じ足取りだったのですけれど
も、日本株は米国株に置いていかれるような格好
になつてゐる。

これはどこから来ているかというのと、やはり収
益なんです。一〇ページの右側がそうなんです
けれども、米国企業はリーマンショックの当事者
であつたのですけれども、かなりグローバルに展
開してゐて、しかもドル安の中で経営をしており
ますので、二〇一一年で既に二〇〇六年のピーク
水準を抜いてきています。二〇一二年はさらに利
益を伸ばす。S & P 五〇〇のEPSで言つと、一
〇八ポイントぐらいまで上昇するといふことで
す。日本は残念ながら、震災と円高等々がありま
して、二〇一一年度がへこんでしまいましたの
で、二〇一二年度で戻つても二五兆円、ですか

ら、ピークの八合目ぐらいということになりま
す。二〇一二年のTOPIXベースEPSは六三
ポイントぐらいということでございます。

従来、二〇〇六年、二〇〇七年は、TOPIX
ベースEPSも八〇強、S&P五〇〇も八〇強と
いうことで、ほぼ同じぐらいのEPSだったので
すね。日本のほうが予想PERが高かったとい
う中で、こういう株価形成だったわけです。リス
クをとりにくくなって、世界的にそのバリュエー
ションは下がっているのですけれども、それは日
米株ともに同じで、アメリカ株もせいぜい一二倍
程度しか今買われてないわけですから、EP
Sの水準が随分と違ってしまつた。これがS&P
五〇〇とTOPIXの株価の大きな差につなが
ているということでございます。

(4) 為替相場と株価の関係

では、日本の企業経営が余りにもだらしない
のかというと、オリンピックなんか見ていると、そ
ういうところも否定もできないという感じもし
ないこともないのですが、私の分析は、為替に一
番の根本原因があると思っています。一一ペー
ジを見ていただきたいのですが、二〇〇七年
のころに円ドルレートが一体幾らだったかとか、
円ユーロが幾らだったか、覚えておられないかも
しれません、物すごく円安水準でございま
して、二〇〇七年度は一ドルが一四円でございま
した。それが今は七七円なんです。それから、
ユーロに関して言いますと、ユーロが一六〇円
だったのが、今は一〇〇円なんです。

日本株は世界の先進国の中でも最も製造業の比
率が高いのです。自動車、電機といったような代
表的な輸出産業がかなり利益・時価総額でウエー

トが高いわけでございます。一一ページの左にありますように、円高株安が二〇〇八年以降基調として続いてきているということでございます。そういった意味で、やはり円高の本格的な是正が行われないと、一万二〇〇〇円、一万三〇〇〇円という見通しは、責任を持った形でなかなか言いにくいというのが現状であります。

為替については一一ページの右側につけておきました、ドル円相場は基本的に日米の二年債の利回り差で決まっています。これがわずか一〇ベシス、〇・一%ぐらいしかないということでございまして、これが七〇円台後半で円高が長期化している大きな理由でございます。先ほども申し上げましたように、FRBは、必要があれば、さらなる量的緩和もという構えでございますので、年内に八〇円を大きく超えて円安に進むというのは、なかなか予想しづらいということでございます。

います。

そういった意味で、来年、二〇一三年に入り、ブッシュ減税が延長され、さすがに一三年の後半とか一四年初頭には、FF金利は今のゼロから少し上がってくるかな。そうすると、二年債の利回りも上昇していく。日銀が緩和傾向を続けていけば、四〇ベシスぐらい、二年債の利回り差が出てくる。となると、八〇円とか八五円とか、こういうことございまして、そうすると、日本企業も利益がかなり出やすくなるということであります。今年、円高が長引く中でも、株価は一定程度戻るでしょうけれども、残念ながらそれほど華々しい持ち直し方はしにくいのかなと思っております。

七、産業別の動向

一二ページ目以降は、時間の関係で、少しはしょってお話しせざるを得ないと思いますが、産業の状況についても少し触れさせていただきますと思います。

一三ページから見ただきたいと思いますが、仮に二月、三月にギリシャとイタリアの問題、先ほど来繰り返し申し上げておりますので、もう詳しくは申し上げませんが、リスクオンに戻るとして、どういう投資アイデアを見出していくべきかということについて、これは私の意見ですが、これも、三つぐらいの領域を注目したいと思っております。

(1) 中国・アジアの成長と新興国のダイナミズム

一つは中国・アジアの成長と新興国のダイナミズムということでございます。二年前に『脱ガラパゴス戦略』という本を書かせていただきましたが、これはそのときに使ったグラフであります。二〇二〇年にかけて中間所得層が急増してまいりますので、ここを成長として取り込んでいくということが一つあると思います。この新興国ダイナミズムシナリオが一つ復活するかな。

(2) 技術革新の推進役としてのスマートフォン

二つ目は、技術革新の側面と言うと、やはりスマートフォンですね。これが大衆化する中で、非常に大きな事業機会が通信及びITで起きてきますので、ここに目を向けるべきかなという感じがします。ウインドウズ8が秋に出てきます。通常のPCも含めて、下期から来年にかけて、このあ

たりの勢いが取り戻されてくるということでございますので、テクノロジー株も見ておく必要があるかなと思います。

(3) 震災復興過程における住宅投資等の回復

三つ目が、一三ページの右下の絵でございますが、震災復興に絡めた住宅投資等の回復という側面ではないかと思えます。

一四、一五、一六、最初の新興国のダイナミズムシナリオの中で比較的取り上げられやすくなるだろうというのが、自動車と機械と商社であります。

(4) 個別業種の動向

①自動車

自動車について言えば、米国市場が回復をしてきているということと、中国・ASEAN市場が

成長を遂げていくということが、日本の自動車企業の収益の押し上げにつながると思っております。ですから、日産、トヨタ等、長い目で見れば、今年はいいい買い場になるのではないかと思っております。

②機械

一五ページが機械でございますが、これはどちらかというところ、消費需要というよりは、アジアのインフラ投資需要に関連したものであることになってまいります。昨年は引き締め策の中で、中国の建設機械の需要も一たんシュリンクしたのですけれども、今年はまた回復をしていくだろうと思えますし、資源開発用の機械の需要なども世界的に旺盛でありますので、建設機械とか、右隣にFA工作機械も載せておきましたが、ファナックに代表されるようなFA機器もいかなと思いま

す。

③ 商社

一六ページが商社であります。新興国が再成長の過程に入りますと、どうしても資源多消費型経済でございますので、資源価格が上昇しやすくなるということと、イランの核開発の問題がありますので、リスクヘッジも含めて、資源価格に極めて敏感な商社株を保有することが欠かせないのかなと思っております。原油・ガスのウエートが最も高く、鉄鉱石も合わせると七八%というのが三井物産でございます。三井物産、住友商事、それに加えて、実は過去二年間で三菱商事の株価が一番割り負けていまして、そろそろ商事株かなという感じがします。

④ テクノロジー

テクノロジが一七ページと一八ページであります。一七ページの左のグラフがわかりやすいのかなと思います。サムスン、LGとの競争で、収益力がかなり落ちてしまいました民生用エレクトロニクス、ここは極めて難しい状況になっていると思います。そういう中で言うと、二〇〇七年度のピーク利益をサブセクターで見ると、産業用エレクトロニクスのセクターは、実は二〇一二年度にピークを抜く見通しになっております。日立、東芝、三菱電機等がここに入っているわけですが、ここが相対的に最もいいと思えます。

それに次いでいるのが電子部品でございます。中でもNANDフラッシュに加えてパワー半導体が比較的日本勢が得意な半導体領域でございます。これがさまざまな形で伸びていきますの

で、そこに少しフォーカスして産エレセクターを
考えてみたらどうかということですね。

⑤通信

一八ページが通信でございます。スマートフォン
の契約数もどんどん伸びていまして、二〇一二
年度末にはスマートフォンの普及率が三九%ぐら
いまでいくかなと見られています。それに伴って
携帯一台当たりの使用金額がかなり伸びていきま
すので、通信のオペレーター、ソフトバンクとか
NTTドコモ、こういったところも比較的良好で
すよというのが一八ページであります。

⑥住宅関連

先ほども申し上げた三つ目のテーマ、震災復興
という中でいきますと、一つはやはり住宅関連か
なと思います。住宅着工そのものもリーマン

ショックの後の大幅な落ち込みから回復し始めて
きておりますし、特にプレハブという意味で言い
ますと、震災を機にプレハブ比率が上昇しており
ます。阪神・淡路大震災のときも、そういう傾向
が強かったということでございまして、このあた
りのところが一つあるかな。

最後、二〇ページであります。復興需要が東
北中心に強くて、店舗効率の改善等も含めて、小
売業の収益が想定以上に戻っているというのがこ
のページでございます。株価はそれなりに織り込
んでおりますので、住宅・不動産周辺と小売とど
ちらですかと聞かれたら、住宅周辺でしようか
というお答えの仕方になろうかなと思います。

そういうことで、最後に二一ページに今日お話
しましたことをごく簡単にまとめてございますの
で、後で確認をするときにはこれをごらんいただ
ければというところでございます。ユーロ圏の間

題が非常に大きくて、それなりに時間をとってご説明する必要があったものですから、最後は少し駆け足になってしまいました。私からのご報告でございます。

以上でございます。どうもありがとうございます。(拍手)

東理事長 海津様、大変ありがとうございます。

日本株の大暴騰はないというか、為替によるところが大きいのですが、株価の下落はないだろうというお話を伺いました。

それでは、お時間が来ているのですが、皆様、もしご質問があれば、どなたかご意見等も含めて挙手を願えますでしょうか。

それでは一つだけ私からお伺いしたい。先ほどお話の中で、イランの核開発絡みでの商社株の

ヘッジというお話もございましたけれども、今日お話しいただいたストーリーに対してのさらなるリスクファクター、あるいはポジティブな変化が期待できるとしたら、どんなものを視野に入れておけばよろしいのか、お教えいただけますでしょうか。

海津 三つぐらいあると思うのですが、リスクで言うと、やはり原油市況ですね。米国が日本のイラン原油の輸入を抑制しろというふうに、昨日ガイトナーが来て、言って帰ったわけですから、日本はイランとの関係は歴史的にかなり強くありまして、むしろ西側全体で考えると、日本がイランとの関係を一定程度維持していたほうがいいのではないかな、個人的にはそんなふうにも思うのですけれども、米国があそこまで強気に言うてくると、日本としても従わざるを得ないところがあって、やむを得ないと思えますが、ホルムズ

海峡の封鎖は、アフマディネジャト大統領といえども、簡単にはやらないのではないかなと思えます。もしそこに踏み切った場合は一四〇ドル、一五〇ドルぐらいまで一気に原油価格が上昇すると思いますので、当然これは景気減速要因でございます。さまざまな減速要因がある上に、さらにこれが加わるという話になるので、かなり重大に受けとめる必要があると思えます。

二つ目は、逆にポジティブなほうで言うと、先ほど七五円から八〇円ぐらいの為替を基本形として考えていると申し上げましたが、八〇円台まで何らかの理由で円安になった場合は、多くの企業が、うちのアナリストもそうですけれども、七五円、七六円ぐらいで業績予想しておりますので、輸出企業にかなりアップサイドのポテンシャルが出てきますので、これが少し上を引き上げる可能性はあると思えます。

三つ目は、野田政権が予想以上にさまざまな構造問題を取り上げて処理していくというケースですね。このところ毎年、首相がかわっているのですが、にわかには標準シナリオとしては言いにくいのですけれども、ここまでのところ、割合手固くおやりになっている。今回岡田さんも副総理で加わったということもあり、そのあたりポジティブサプライズでも起きれば、欧米の政治が日本化していきますので、日本政治が若干前向きになるといえるのは、多分ポジティブサプライズの一つになると思いますので、それも三つ目ぐらいに挙げておきたいと思えます。

以上でございます。
東理事長 それでは、いただいた時間も過ぎておりますので、今回の「資本市場を考える会」はこれでお開きにさせていただきます。

海津さん、本日はどうもありがとうございます。

た。
(拍手)

(かいつ まさのぶ・野村證券株式会社金融経済研究所
シア・リサーチ・フェロー兼アドバイサー)

(本稿は、平成二四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

1951年12月 東京都に生まれる
1975年4月 野村総合研究所入社
1990年6月 野村総合研究所 企業調査部次長
1994年6月 野村総合研究所 投資調査部長
1997年4月 野村証券 金融研究所 投資調査部長
2000年6月 野村証券 金融研究所 副所長兼企業調査部長
2002年4月 野村証券 経営役 金融研究所長
2004年4月 野村証券 経営役 金融経済研究所長
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
2012年1月 野村証券 金融経済研究所 シニア・リサーチ・フェロー兼アドバイザー

◆ 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

◆ 主要な論文・著書

1979年 「明日への土木建設業」 (土木学会誌)
1981年 「厳しさを増す住宅不況の行方」 (エコノミスト)
1982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)
1989年 「日本企業の多国籍化」 (財界観測)
1991年 「環境主義経営と環境ビジネス」(共著) (野村総合研究所)
2000年 「グローバルマネーシフト」(共著) (東洋経済新報社)
2002年 「中国の産業競争力」 (財界観測)
2009年 「脱ガラパゴス戦略」(共著) (東洋経済新報社)

◆ 定期寄稿・テレビ出演

2000.1~2011.11 日経 CNBC 昼エクスプレス マーケット分析

2012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

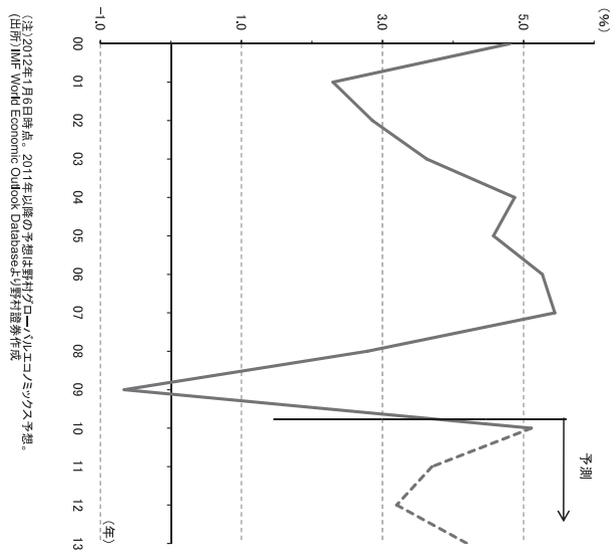
野村證券株式会社 金融経済研究所
シニア・リサーチ・フェロー兼アドバイザー
海津 政信

2012年の経済と株式市場

- 不況入りするユーロ圏、支えは新興国の成長
- ECBの国債買取りと長期の財政統合が重要
- 米国経済は堅調、雇用改善へ、FRBQE政策強化へ
- 中国、景気重視に政策転換。金融緩和に着手
- 復興需要とアジア向け輸出が支える日本経済
- 東北の景況は予想以上。構造問題に対処へ
- 歴史的な割安水準にある日本株
- 欧州危機対応と収益回復で株価底打ちへ
- 長期的視点でみる日米株価と企業収益動向
- 為替との連動が高い日本株。待たれる円高是正

不況入りするユーロ圏、支えは新興国の成長

世界の実質GDP(国内総生産)の推移と見通し



(注)2009年1月6日時点、2014年以降の予想は野村グローバル・エコ・ミックス予想。
(出所)IMF World Economic Outlook Database、野村證券作成

世界経済見通し(実質GDP成長率)

	2011年			2012年			2013年		
	(推)	(予)	(予)	(推)	(予)	(予)	(推)	(予)	(予)
世界	3.7	3.2	4.2	3.7	3.2	4.2	3.7	3.2	4.2
先進国	1.4	1.1	2.2	1.4	1.1	2.2	1.4	1.1	2.2
米国	1.8	2.3	2.6	1.8	2.3	2.6	1.8	2.3	2.6
ユーロ圏	1.5	-1.0	1.9	1.5	-1.0	1.9	1.5	-1.0	1.9
日本	-0.4	1.7	1.6	-0.4	1.7	1.6	-0.4	1.7	1.6
新興国	6.6	5.6	6.5	6.6	5.6	6.5	6.6	5.6	6.5
中国	9.2	7.9	8.2	9.2	7.9	8.2	9.2	7.9	8.2
中南米	4.3	3.3	4.3	4.3	3.3	4.3	4.3	3.3	4.3

(注)2012年1月6日時点、日本は生産ベース。
(出所)野村グローバル・エコ・ミックス作成

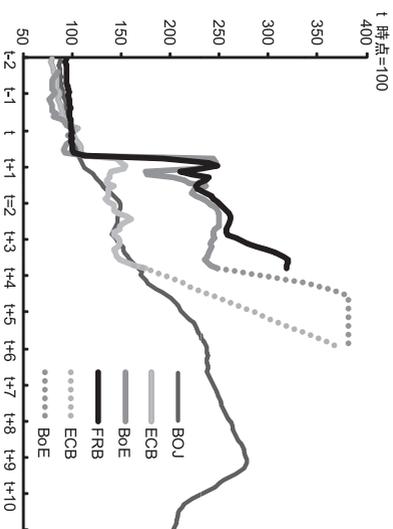
ECBの国債買取りと長期の財政統合が重要

欧州政府債務問題の解決策

短期	<ul style="list-style-type: none"> ■ギリシャ向け第2次金融支援の実施 ■ECB（欧州中央銀行）による国債買取り強化 ■欧州銀行の資本増強・公的資金投入
中長期	<ul style="list-style-type: none"> ■欧州の金融支援能力拡充の具体化 ■ユーロ圏諸国の財政健全化の規律強化 ■欧州財務省の設立 ■ユーロ共同債の実現

（出所）野村證券作成

中央銀行の資産拡大（野村證券試算）

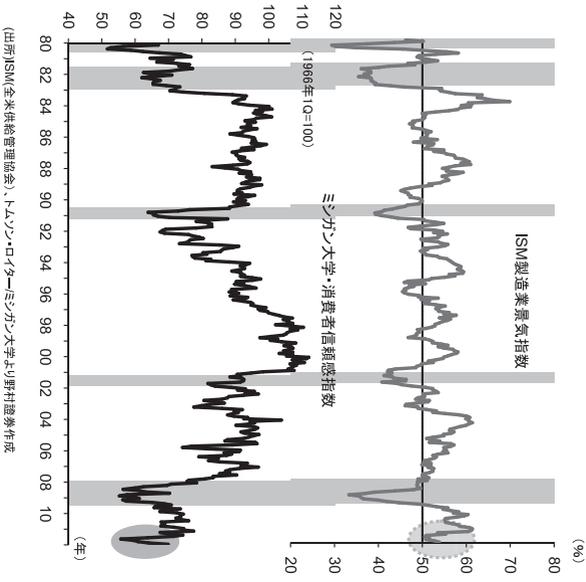


（注）日本はt=1997年、その他は2008年とした。点線部分はECBについては毎月1000億ユーロの資産拡大、BoEについては2012年2月に50億ポンド、5月に25億ポンドの追加資産購入を想定。

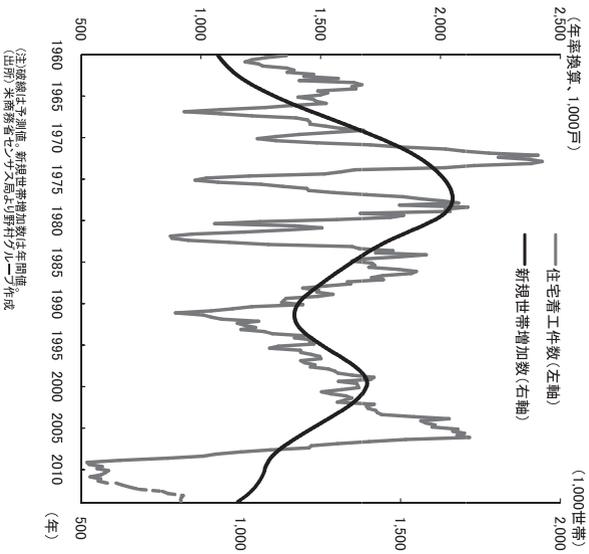
（出所）日本銀行、ECB, BoE, FRBよりNPI作成

米国経済は堅調、雇用改善へ、FRBQE政策強化へ

米国景気と米国景気循環

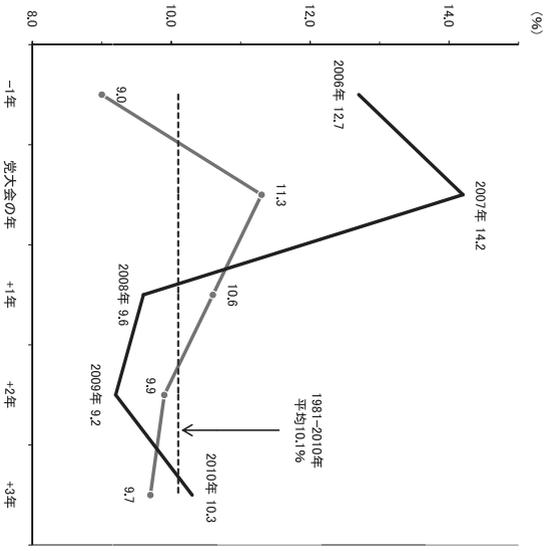


米国住宅着工件数と新規世帯増加数

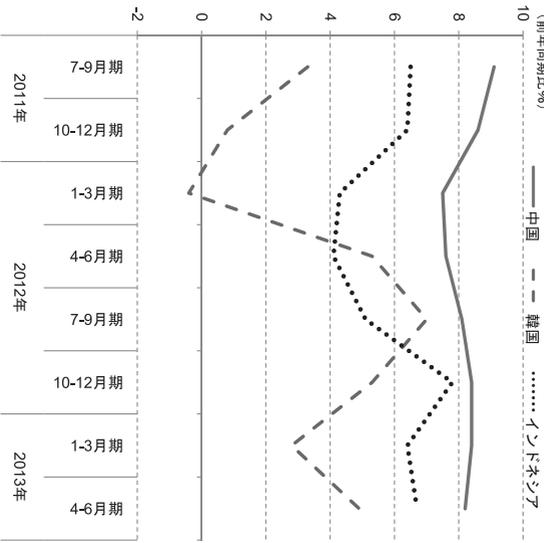


中国、景気重視に政策転換。金融緩和に着手

共産党大会と中国の景気循環



四半期ベースでのアジア各国・経済成長率見通し



新年の経済展望と株式市場

復興需要とアジア向け輸出が支える日本経済

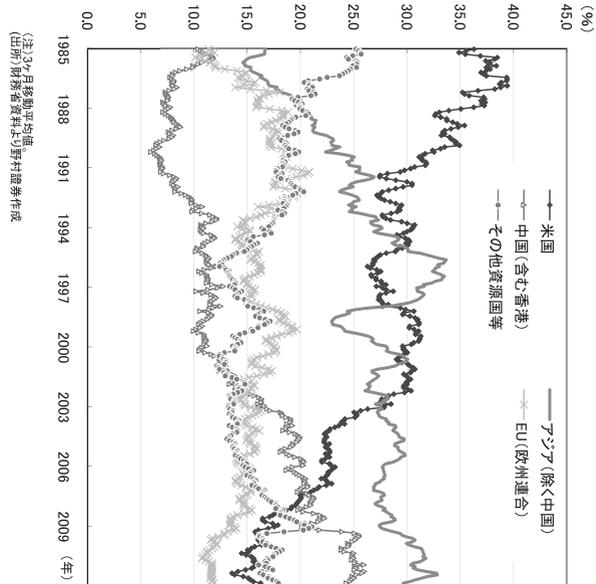
第3次補正関連政策の経済効果

(単位: %ポイント)

	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
3次補正予算(歳出拡大)	1.21			
歳出削減(合計3.2兆円)	-0.03	-0.06	0.00	
歳増増税	-0.08	-0.10	-0.03	-0.01
個人所得税定率(4%)増税	0.00	-0.02	-0.03	0.00
個人住民税増税			0.00	-0.01
たばこ増税(1本2円値上げ)	-0.01	-0.02	-0.01	0.00
法人税率引き上げ	-0.07	-0.05	0.02	
合計	1.10	-0.15	-0.03	-0.01

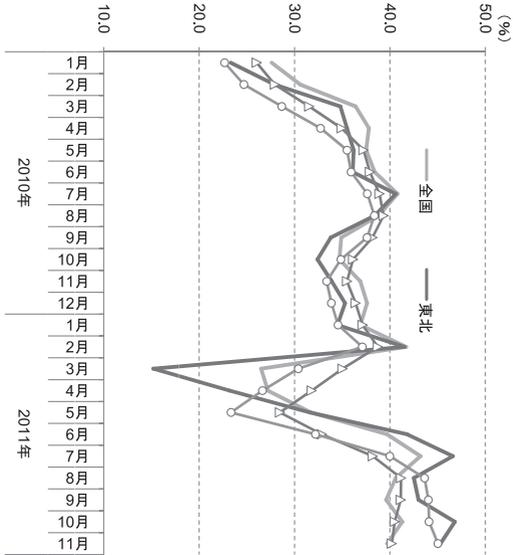
(注)1.各年度実質GDP成長率への影響
 2.第3次補正は2012年度7年間で四半期ごとに一定額で支出されると仮定
 2013年度以降の成長率への影響は考慮していない。
 (出所)内閣府「短期日本経済モデル」(2011年版)より野村證券作成

日本の輸出構成の推移



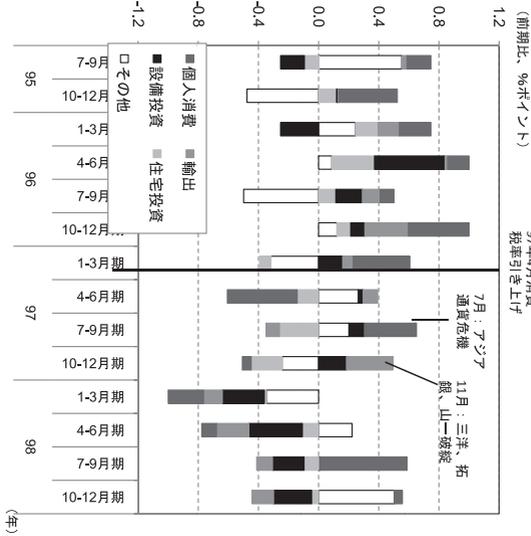
東北の景況は予想以上。構造問題に対処へ

全国と東北地域の景況感(水準)の推移



(注)景気の現状判断DI(水準)。細線は3ヶ月移動平均値。
(出所)内閣府「景気ウォッチャー調査」より野村證券作成

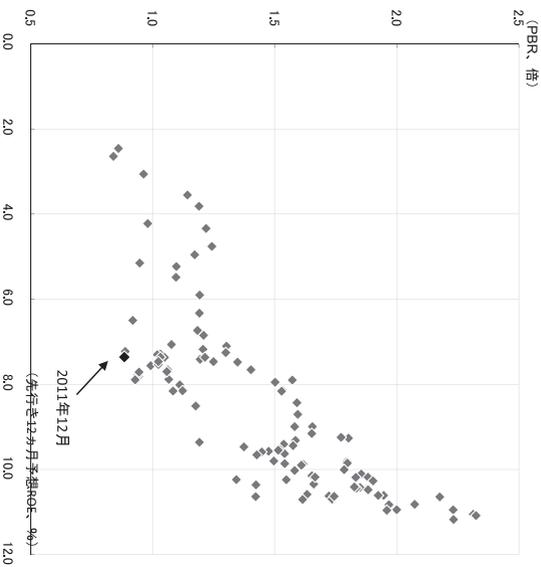
97年4月消費税率引き上げ前後の実質GDPの推移



(注)実質GDP成長率等与座
(出所)内閣府「景気ウォッチャー調査」より野村證券作成

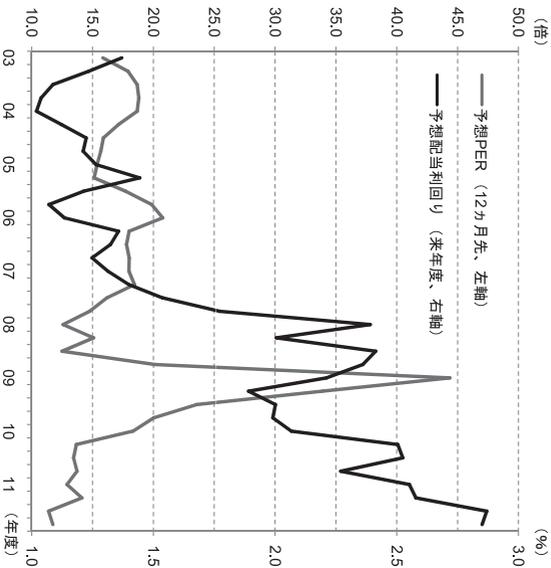
歴史的な割安水準にある日本株

TOPIXのPBR(株価純資産倍率)と12ヶ月先予想ROE(自己資本利益率)



(注) 予想ROEは、予想EPS(12ヶ月先行)と株価の比率。予想EPSは野村予想を東洋経済予想で補完して作成。
 (出所) 東洋経済「データを基に野村證券作成」

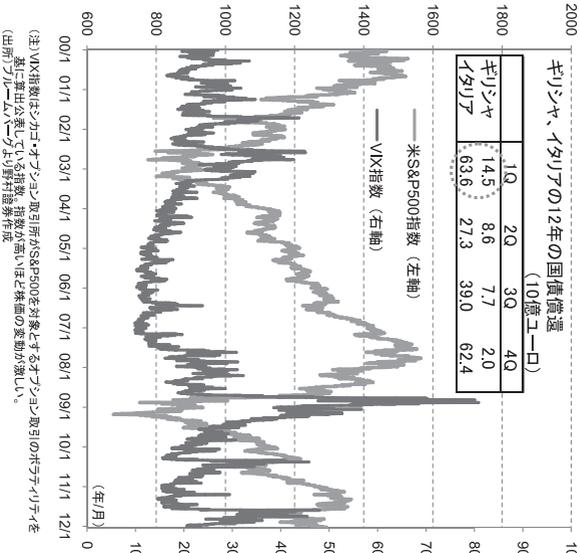
予想PER(株価収益率)と配当利回り



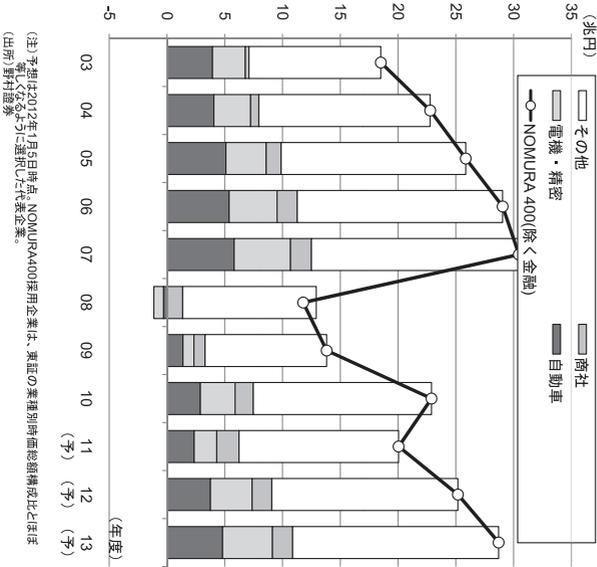
(注) 業績予想は野村証券、東洋経済予想で補完して作成。小数点以下四捨五入。
 (出所) 東洋経済資料を基に野村證券作成

欧州危機対応と収益回復で株価底打ちへ

S&P500とVIX指数

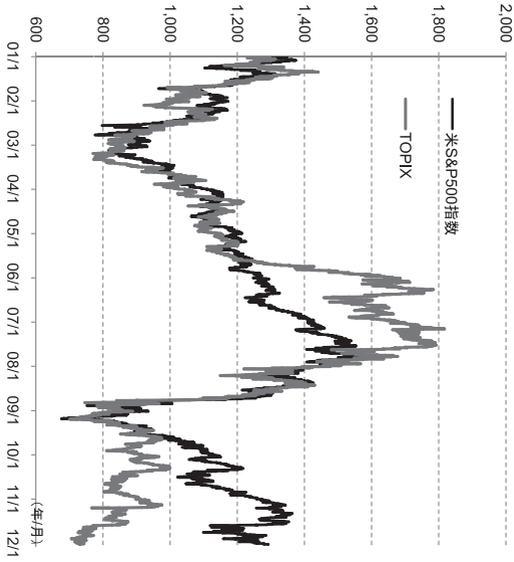


NOMURA400(除く金融) 経常利益の推移



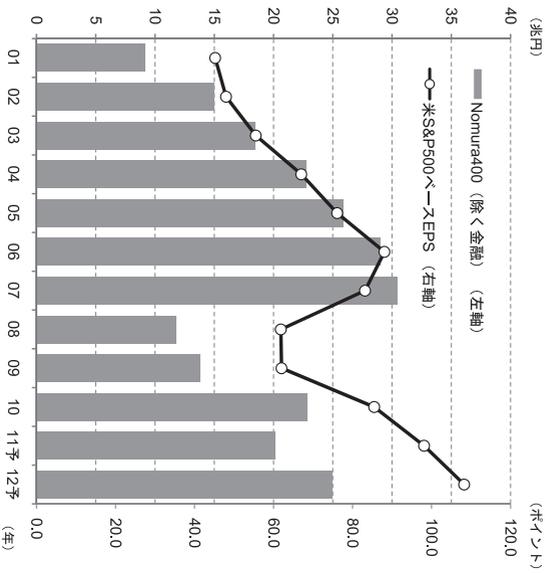
長期的視点で見ると日米株面と企業収益動向

2001年からの日米株面の推移



(出所)ブルームバーグより野村證券作成

日米の企業収益動向

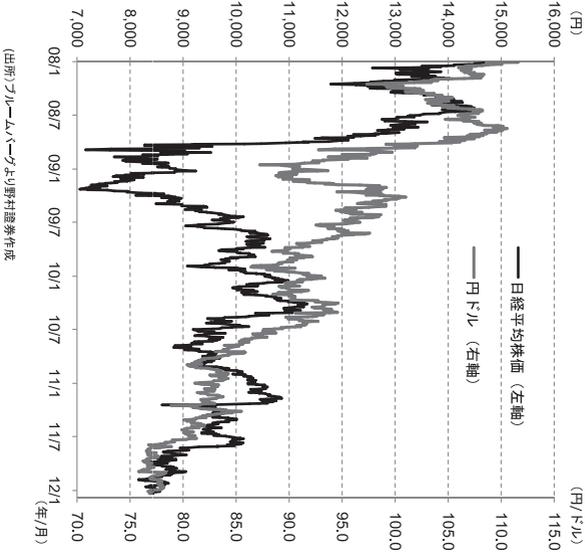


(注) 予想は2012年1月5日時点。NOMURA400採用企業は、東証の業種別商面総額構成比とほぼ一致となるように選択した代表企業。
(出所)野村證券

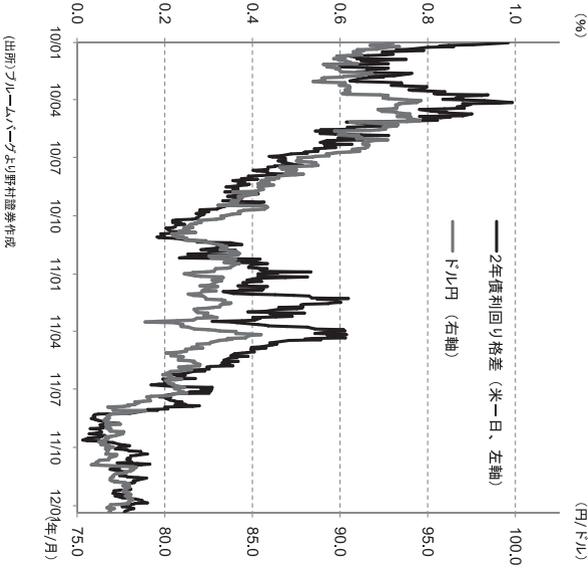
新年の経済展望と株式市場

為替との運動が高い日本株。待たれる円高是正

日経平均株価と円ドルレート



日米2年債利回り格差とドル円相場

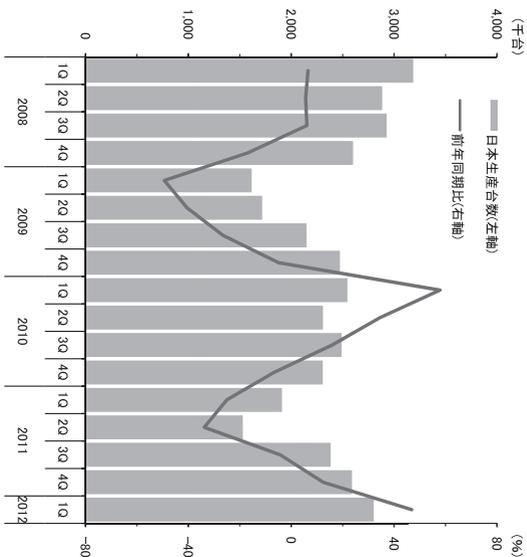


主要セクターの収益動向と投資視点

- 12年リスクオンで注目される3つの領域
- 米国とアジア市場が収益・成長源の自動車
- アジアインフラ投資需要を享受する機械
- 資源価格の上昇で潤う商社
- NANDとパワー半導体が成長する産エシ
- スマホ大衆化のメリットを享受する通信
- 復興需要、金融緩和で浮上する住宅・不動産
- 復興需要、店舗効率改善で好調な小売り

米国とアジア市場が収益・成長源の自動車

国内自動車生産見通し(四半期)



(注)2011年4Q以降は野村予想
(出所)日本自動車工業会(JAMA)/野村證券作成

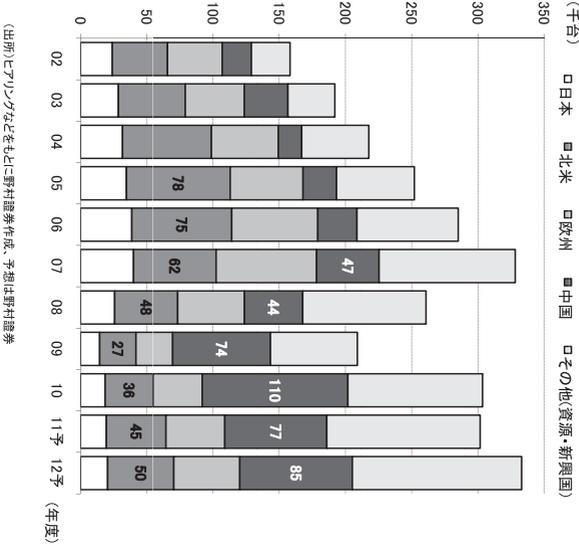
世界の自動車市場見通し

	(上段:百万台、下段:前年比%)												
	07	08	09	10	11 (推)	12 (予)	13 (予)						
米国	16.15	13.24	10.43	11.59	12.74	13.86	15.19						
欧州 (除くロシア)	-2.5	-18.0	-21.2	11.1	10.0	8.7	9.6						
日本	18.31	16.81	16.08	15.30	15.19	14.53	14.69						
中国	1.9	-8.2	-4.4	-4.8	-0.8	-4.3	1.1						
インド	5.26	5.01	4.57	4.91	4.22	4.85	4.76						
新興国市場	-6.5	-4.9	-8.8	7.4	-14.0	15.0	-2.0						
世界販売合計	7.86	8.47	12.65	16.54	17.21	18.23	20.05						
	19.4	7.8	49.4	30.8	3.5	6.5	10.0						
	1.76	1.75	2.24	2.84	3.02	3.50	4.03						
	12.1	-0.6	27.9	26.7	6.5	15.7	15.2						
	16.13	17.62	20.99	26.83	28.68	30.94	33.99						
	20.5	9.2	19.2	27.8	6.9	7.9	9.9						
	71.32	67.90	64.88	72.53	75.42	79.44	84.63						
	5.3	-4.8	-4.4	11.8	4.0	5.3	6.5						

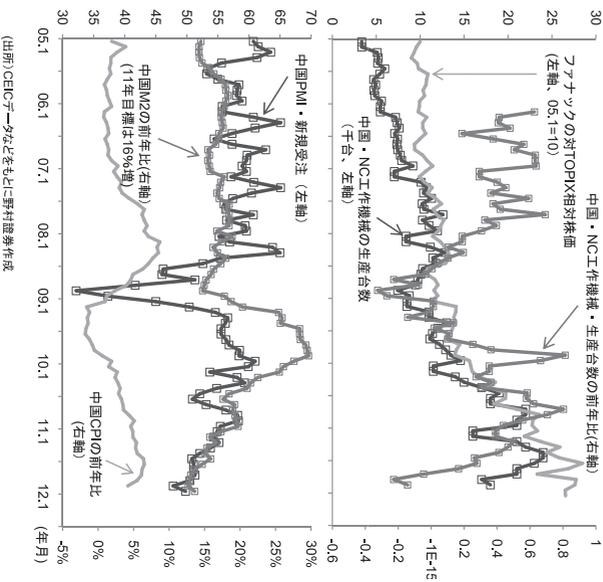
(注)東洋車、LUVが対象、インドの数字は年数ベース、2011年11月時点。
(出所)各国内自動車工業会資料をもとに野村證券作成

アジアインフラ投資需要を享受する機械

世界の建設機械需要(主要7建機)

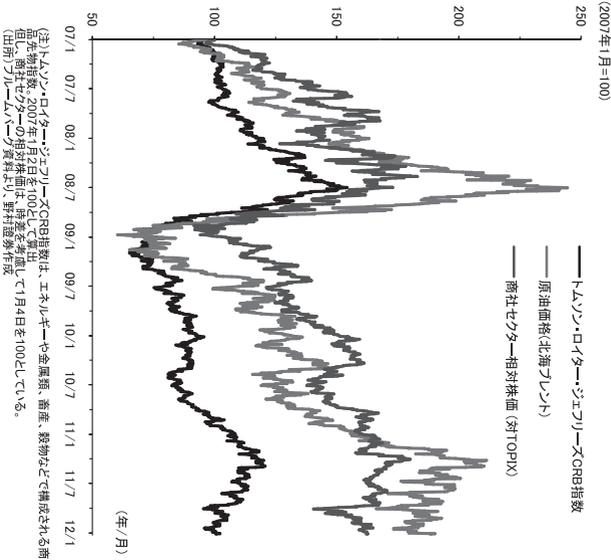


中国のM2、NCI工作機械生産、PM新規受注、フアツツクの株価



資源価格の上昇で潤う公社

商品市況と公社相対株価(対TOPIX)



(注)トムソン・ロイター・ジェコリーズ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27日を100として算出
但し、公社セクターの相対株価は、時点を考慮して1月4日を100としている。
(出所)ブルームバーグ資料より、野村證券作成

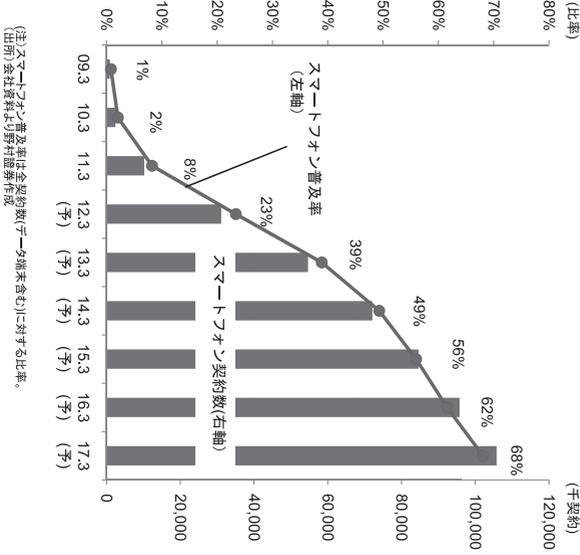
大手公社の資源別純利益構成比

	原油・ ガス	石炭	鉄鉱石	銅	鉄鋼	その他	計
伊藤忠商事	7	10	34	-	4	0	55
丸紅	20	13	-	10	6	0	49
三井物産	26	6	41	2	2	1	78
住友商事	2	9	7	9	7	7	42
三菱商事	19	37	7	4	2	1	71
双日	6	26	-	1	15	5	53

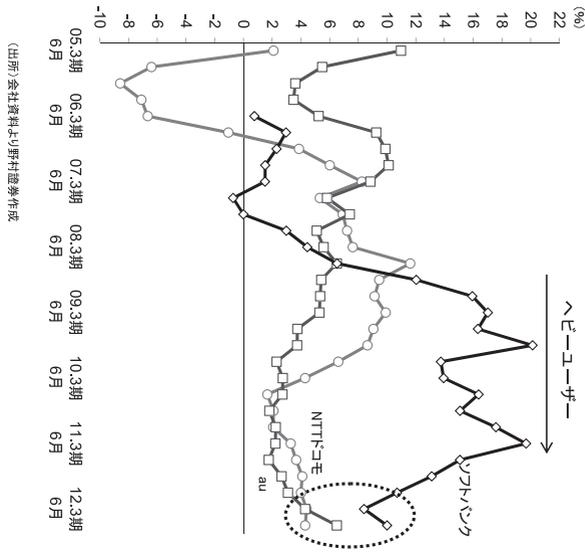
(注)各社とも12.3期をベース、双日は通常利益構成比
(出所)各社IRページより野村証券(11月時点)、野村證券作成

スマホ大衆化のメリットを享受する通信

スマートフォン契約数予想



携帯子一ARPU(前年同期比)



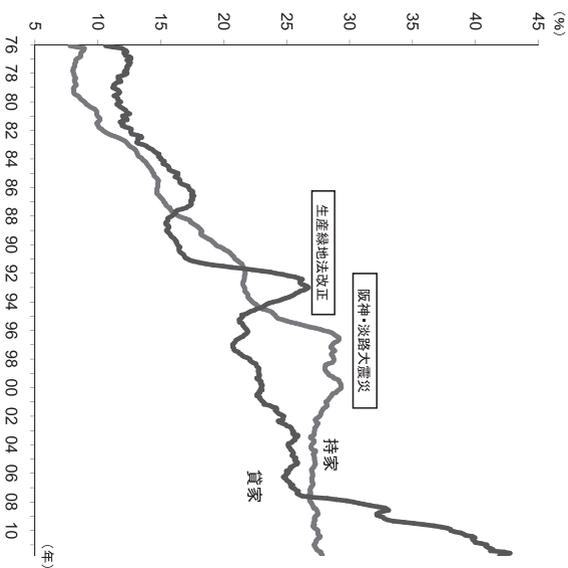
復興需要、金融緩和で浮上する住宅・不動産

住宅着工予想

(年度)	(上段戸、下段前年比%)			
	全体	持家	分譲	貸家
00	1,213,157 -1.1%	437,789 -8.0%	346,322 11.0%	418,200 -1.8%
01	1,173,170 -3.3%	377,066 -13.9%	343,918 -0.7%	442,250 3.3%
02	1,145,553 -2.4%	365,507 -3.1%	316,002 -8.1%	454,505 2.8%
03	1,173,649 2.5%	373,015 2.1%	333,925 3.6%	458,708 0.9%
04	1,193,038 1.7%	367,233 -1.6%	349,044 4.6%	467,348 1.9%
05	1,249,366 4.7%	392,577 -4.0%	370,275 6.1%	517,999 10.3%
06	1,285,246 2.9%	355,700 0.9%	382,503 3.3%	537,943 3.9%
07	1,035,598 -19.4%	311,900 -12.3%	292,632 -26.1%	430,955 -19.5%
08	1,039,214 0.3%	310,670 -0.4%	272,607 -3.5%	444,948 3.2%
09	775,277 -25.4%	286,993 -7.8%	163,590 -40.0%	311,463 -30.0%
10	819,020 5.6%	308,517 7.5%	212,083 29.6%	291,340 -6.3%
11(予)	835,000 2.0%	315,000 2.1%	219,000 3.3%	295,000 1.4%
12(予)	865,000 3.6%	320,000 1.6%	230,000 5.0%	310,000 5.1%

(出所)国土交通省、野村證券(2011年12月時点)

レハバ住宅比率の推移



(注) レハバには「バリエーション」を含み、比率は12カ月移動平均。
(出所) 国土交通省、野村證券

まとめ

- ユーロ圏は不況入りするが、米国、中国、日本は政策対応で堅調
- 欧州危機対応では、ECBの国債買取りと長期の財政統合が重要
- 復興需要の支えで堅調な12～13年に日本は構造問題に対処へ
- 歴史的な割安水準にある日本株。待たれる円高是正。長期スタンスが望ましい
- 1万ドル世帯が急増する新興国ビジネスに再度フォーカス
- グラント活用、ニーズに対応、現地化がキーワード。貧困層向け消費戦は避ける
- 技術革新ではスマホ大衆化、エネルギー効率改善につながるパワー半導体に注目
- 震災後の日本では、住宅、公共インフラの耐震化のニーズ増大

(参考) 業種別株価指標

業種	業種EPS			業種P/E			業種PER			業種P/B			業種P/P			業種P/D			業種P/S			業種P/CF			業種P/FF			業種P/FF																	
	10年度	11年度	12年度	13年度	11年度	12年度	13年度	11年度	12年度	13年度	10年度	11年度	12年度	13年度	11年度	12年度	13年度	11年度	12年度	13年度	10年度	11年度	12年度	13年度																					
全業種	34.5	32.8	42.2	47.6	38.2	-	104.7	531.7	16.5	15.1	11.7	10.4	5.8	4.1	4.1	0.53	2.06	2.24	2.65	2.59	7.2	6.3	7.7	8.2	3.2	3.0	4.6	5.4	4.4	4.0	1.02	1.27	2.92	2.33	2.52	7.4	6.0	8.2	8.0						
金融業(銀行)	38.2	37.0	46.5	54.4	48.2	102.8	547.2	16.8	15.9	12.0	10.3	6.2	4.4	4.1	4.1	0.53	2.06	2.24	2.65	2.59	7.2	6.3	7.7	8.2	3.2	3.0	4.6	5.4	4.4	4.0	1.02	1.27	2.92	2.33	2.52	7.4	6.0	8.2	8.0						
証券業	20.6	20.6	35.8	40.5	88.3	95.5	443.8	15.4	12.2	10.1	8.9	4.3	4.1	3.8	0.62	1.75	2.29	2.68	2.76	2.76	7.6	6.9	7.8	8.3	3.1	2.9	4.0	4.2	3.8	1.02	1.49	2.11	2.38	2.74	6.7	5.2	6.6	8.7							
加工業	35.1	29.0	48.9	60.5	86.3	108.8	121.8	563.1	20.1	18.8	11.5	9.5	6.5	5.3	4.7	1.02	1.49	2.11	2.38	2.74	6.7	5.2	6.6	8.7	3.1	2.9	4.0	4.2	3.8	1.02	1.49	2.11	2.38	2.74	6.7	5.2	6.6	8.7							
不動産業(関)	35.1	35.4	39.9	42.8	-	-	542.9	14.1	12.8	11.3	10.5	4.9	4.2	4.3	0.83	2.28	2.82	2.81	2.93	2.93	7.4	6.8	7.2	7.3	3.1	2.9	4.0	4.2	3.8	1.02	1.49	2.11	2.38	2.74	6.7	5.2	6.6	8.7							
建設業(関)	4.7	4.0	5.1	5.8	12.8	14.1	14.7	65.9	14.4	16.1	12.5	11.4	4.9	4.2	4.3	0.95	2.25	2.86	2.84	2.70	8.1	6.1	7.5	7.8	3.1	2.9	4.0	4.2	3.8	1.02	1.49	2.11	2.38	2.74	6.7	5.2	6.6	8.7							
電力・ガス	6.4	6.4	7.7	10.9	13.1	18.3	10.9	85.9	15.4	12.2	10.1	8.9	4.3	4.1	4.1	0.82	1.75	2.29	2.38	2.76	7.6	6.8	7.8	8.3	3.1	2.9	4.0	4.2	3.8	1.02	1.49	2.11	2.38	2.74	6.7	5.2	6.6	8.7							
エレクトロニクス	2.7	1.6	4.2	4.8	8.0	10.5	11.4	51.8	24.3	33.2	12.5	10.5	6.5	5.0	4.6	1.01	1.66	2.21	2.33	2.51	5.4	3.1	7.8	8.7	3.1	2.9	4.0	4.2	3.8	1.02	1.49	2.11	2.38	2.74	6.7	5.2	6.6	8.7							
通信・流通	5.9	6.7	6.9	7.3	11.9	12.2	12.8	67.2	17.2	14.6	12.1	11.8	11.2	6.8	6.7	6.5	1.14	2.56	2.86	2.86	3.17	9.2	9.8	9.4	8.3	3.1	2.9	4.0	4.2	3.8	1.02	1.49	2.11	2.38	2.74	6.7	5.2	6.6	8.7						
その他	4.1	4.5	5.2	5.7	14.5	15.4	16.0	67.8	16.7	13.1	11.3	10.3	4.0	3.8	3.7	1.02	1.92	2.42	2.34	2.59	8.3	8.0	8.7	8.9	3.1	2.9	4.0	4.2	3.8	1.02	1.49	2.11	2.38	2.74	6.7	5.2	6.6	8.7							
金融(銀行)	4.1	0.1	2.7	3.4	11.8	14.4	15.2	73.4	11.2	7.73	2.44	9.8	5.6	4.8	4.3	0.90	2.38	2.16	2.29	2.37	5.9	0.1	3.7	4.5	3.1	2.9	4.0	4.2	3.8	1.02	1.49	2.11	2.38	2.74	6.7	5.2	6.6	8.7							
証券	2.3	2.2	3.0	3.2	18.7	19.7	20.8	83.1	14.3	6.2	3.9	9.5	4.4	4.2	4.0	0.82	3.06	3.80	2.72	2.56	8.2	6.3	8.9	8.5	3.1	2.9	4.0	4.2	3.8	1.02	1.49	2.11	2.38	2.74	6.7	5.2	6.6	8.7							
保険	4.7	4.0	6.4	8.2	17.5	19.1	21.2	102.5	15.7	17.8	11.2	8.7	4.1	3.7	3.4	0.70	1.41	1.88	2.23	2.57	5.4	4.0	6.1	7.4	3.1	2.9	4.0	4.2	3.8	1.02	1.49	2.11	2.38	2.74	6.7	5.2	6.6	8.7							
機械	6.4	7.8	9.2	10.8	14.4	16.0	17.7	90.2	21.0	14.4	12.3	10.7	7.8	7.0	6.4	1.25	1.33	2.04	2.24	2.52	8.2	9.0	9.8	10.4	3.1	2.9	4.0	4.2	3.8	1.02	1.49	2.11	2.38	2.74	6.7	5.2	6.6	8.7							
自動車	6.3	5.1	8.2	10.3	13.4	17.0	19.8	89.3	16.5	16.3	10.3	8.1	6.3	4.9	4.2	0.94	1.39	2.03	2.45	3.11	7.4	5.9	8.8	10.3	3.1	2.9	4.0	4.2	3.8	1.02	1.49	2.11	2.38	2.74	6.7	5.2	6.6	8.7							
医薬品	2.7	1.6	4.2	4.8	8.0	10.5	11.4	51.8	24.3	33.2	12.5	10.5	6.5	5.0	4.6	1.01	1.66	2.21	2.33	2.51	5.4	3.1	7.8	8.7	3.1	2.9	4.0	4.2	3.8	1.02	1.49	2.11	2.38	2.74	6.7	5.2	6.6	8.7							
医薬品(ヘルスケア)	4.3	4.2	5.4	6.0	11.8	12.4	13.3	69.2	21.0	16.8	16.2	15.8	10.2	10.2	9.2	1.20	2.34	2.72	2.98	3.24	8.3	6.8	7.4	8.0	3.1	2.9	4.0	4.2	3.8	1.02	1.49	2.11	2.38	2.74	6.7	5.2	6.6	8.7							
化学	2.8	3.4	4.0	4.2	7.7	8.0	8.5	51.7	26.3	21.6	16.5	17.8	9.7	9.3	8.8	1.44	2.29	2.25	2.16	2.43	5.5	6.8	7.6	7.6	3.1	2.9	4.0	4.2	3.8	1.02	1.49	2.11	2.38	2.74	6.7	5.2	6.6	8.7							
食品	25.9	36.6	32.5	33.3	50.5	46.8	47.8	236.3	8.3	5.0	5.7	5.5	3.6	3.9	3.9	0.78	2.72	4.80	4.08	4.18	15.6	16.8	13.1	12.2	3.1	2.9	4.0	4.2	3.8	1.02	1.49	2.11	2.38	2.74	6.7	5.2	6.6	8.7							
繊維	3.7	4.4	4.8	5.5	7.9	8.9	9.8	47.5	15.4	14.3	12.4	11.5	7.5	6.7	6.3	1.28	2.09	2.01	2.18	2.35	8.1	9.0	9.7	9.8	3.1	2.9	4.0	4.2	3.8	1.02	1.49	2.11	2.38	2.74	6.7	5.2	6.6	8.7							
繊維(ファッション)	2.3	2.3	3.0	3.3	6.5	7.4	7.5	44.6	22.0	21.5	16.6	15.1	7.4	6.7	6.5	1.10	2.24	2.48	2.63	2.80	5.3	5.1	6.5	6.9	3.1	2.9	4.0	4.2	3.8	1.02	1.49	2.11	2.38	2.74	6.7	5.2	6.6	8.7							
繊維(繊維)	2.0	2.8	3.2	3.6	6.2	7.1	7.1	60.2	21.2	18.8	15.6	14.3	8.0	7.3	7.3	0.88	2.25	1.88	2.02	2.24	4.9	4.1	5.4	5.7	3.1	2.9	4.0	4.2	3.8	1.02	1.49	2.11	2.38	2.74	6.7	5.2	6.6	8.7							
繊維(繊維)	5.5	6.1	6.8	7.2	21.2	22.1	22.7	64.9	17.2	15.5	10.4	9.3	8.8	3.0	2.8	0.97	1.82	2.36	2.45	2.74	9.6	9.7	10.0	9.8	3.1	2.9	4.0	4.2	3.8	1.02	1.49	2.11	2.38	2.74	6.7	5.2	6.6	8.7							
建設	3.2	3.7	4.0	4.2	6.3	6.8	7.0	82.2	11.2	15.5	14.1	13.7	5.1	8.4	8.2	0.69	2.12	2.40	2.40	2.41	4.6	4.5	4.8	4.8	3.1	2.9	4.0	4.2	3.8	1.02	1.49	2.11	2.38	2.74	6.7	5.2	6.6	8.7							
住宅・不動産	5.1	6.5	6.8	7.4	12.0	12.3	13.0	93.3	22.2	15.0	14.4	13.2	8.2	8.0	7.6	1.05	1.67	2.06	2.10	2.22	5.8	7.2	7.1	7.4	3.1	2.9	4.0	4.2	3.8	1.02	1.49	2.11	2.38	2.74	6.7	5.2	6.6	8.7							
運輸	4.3	3.3	4.3	5.2	15.0	15.2	17.2	70.1	15.9	21.2	15.9	13.2	4.9	4.9	2.1	0.97	1.65	1.72	1.70	1.55	6.9	4.4	5.0	6.9	3.1	2.9	4.0	4.2	3.8	1.02	1.49	2.11	2.38	2.74	6.7	5.2	6.6	8.7							
通信	2.3	3.5	3.9	3.9	9.0	15.4	16.2	43.7	13.5	8.2	9.0	8.8	4.9	2.9	2.1	0.61	3.08	3.50	3.52	3.54	8.2	11.9	12.5	12.5	3.1	2.9	4.0	4.2	3.8	1.02	1.49	2.11	2.38	2.74	6.7	5.2	6.6	8.7							

(注)株価は2012年1月5日終値。
(出所)野村證券