

新年の経済展望と株式市場

海 津 政 信

はじめに

皆様、明けましておめでとうございます。海津でございます。

こういう機会をたびたびいただいております。大変光栄に思っておりますが、今年も、昨年の夏ぐらいにまた東理事長からお電話をいただきました。まして、お引き受けをさせていただくことにいたしました次第でございます。

時間も限られておりますので、早速本題に入ら

せていただきたいと思います。

昨年一月一日の衆議院解散宣言を機にいたしまして、マーケットはかなり大きく変わっております。私自身は去年の夏ぐらいから、消費増税法案が通った後は、どこかで解散・総選挙があり、自民党中心の政権に戻るだろうと思っております。その過程で消費増税を実施するには、かなり景気を戻さなければいけませんし、多分財務省もそれ相応の財政出動は行うのかなと思っております。その過程で日本の株式が再評価される局面が必ずあるだろうと思って、例えば去年の

一〇月の証券アナリスト協会の「証券アナリストジャーナル」にも、その種のことを書かせていただきました。政治が安定すれば、さすがにこの安過ぎる日本株の再評価はあっておかしくないということでございます。安倍自民党総裁、今度は首相であります、金融政策にかなり大幅に言及をするあたりから、外国人投資家の見る目が一段と変わってまいりまして、スケールの大きな相場上昇になってきていると思っておりますのでございます。

今日は三分の二ぐらいはマクロと株式の話をしたいと思っております（文末添付資料一ページ参照）。そうは申ししましても、最初に世界経済の話を少し申し上げ、その後、日本の経済、それから為替見通し、企業収益等を踏まえて、株式の見方を御紹介したいと思います。

一、世界経済

（世界経済は一三年後半から一四年にかけて回復へ）

まず世界経済全体のビューでございますが、こんな格好になっております（資料二ページ）。年単位で絵をつくっておりますので、前半、後半という分け方はしておりませんけれども、今年は後半から世界経済がかなり上向いてきて、二〇一四年にそれなりの成長を見せるかなと思っております。

単年でいきますと、二〇一二年が三・一%、二〇一三年が三・〇%、二〇一四年が三・七%でございます。年間の数字だけ見ると、二〇一三年も二〇一二年とほとんど変わりませんので、どこに回復の芽があるのかという受けとめ方があるか

もしませんが、米国は、恐らく年の前半は給与税の失効などもありますので、年率一％とか一・五％ぐらいのペースだと思いますが、年後半は年二・五％から三％ぐらいの成長ペースに上がってくると思っていて、その流れで二〇一四年を二・九％と置いております。

ユーロ圏については、マイナス〇・八％というのは少し厳し過ぎるかもしれませんが、うちのロンドンのエコノミストがつくっているのですけれども、マイナス成長は、やはり今年も続かざるを得ないのかなと思っております。来年も〇・〇ということ、ほとんど回復は期待できない。比較的確し目のユーロ圏の見通しになっております。

日本は二〇一二年度が〇・六％、二〇一三年度が一・〇％、二〇一四年度が一・五％です。日本は暦年ではなくて年度で置いておりますが、補正予算の効果も、この段階ではまだ〇・一％ぐらいしか

織り込んでつくっておりませんので、ここに来ておおむね補正予算の自身がわかってきたわけでありますが、一％相当日本の景気を押し上げるということでございますので、二％ぐらいと見ていただいていると思いますが、私どもの経済調査部が今朝方出した予想は、一・八％です。すなわち、最新の経済調査部の予測は、二〇一二年度の〇・六％が〇・七％です。二〇一三年度は一・八％、二〇一四年度は消費税率の引き上げも織り込み〇・三％という格好になっております。少し慎重目の予想かなと思ひまして、二〇一三年度は、私は個人的には二％は超えてくるという感じがします。

二〇一四年度も、消費税率を上げても、九七年の再来にはならず、プラス成長は維持できるだろう。当時はアジア通貨危機とか、日本の金融システム不安とか、消費税以外の要素も加わって、九

七年から九八年にかけて大幅なマイナス成長に落ちていくわけですが、その再来はないと思っております。

新興国の中で、中国が七・八%、七・七%、七・五%ということで、二〇一三年は八%成長を見込む向きが多いですけれども、私どもは、年後半に少し減速してくると思っていて、七・七%という予測になっております。

(米国、量的緩和政策継続、財政の崖も軟着陸へ)

まず米国の中身の話では、結局、財政の崖の話を少し申し上げないといけないのですが、資料三ページの左下のところに主な合意内容を書きました。オバマ大統領の勝利という感じがいたしますが、結局共和党は高額所得層に対する実質増税を飲んだということです。一番目、二番目にありますように、世帯所得で四五万ドル以下の世

帯に関しては、ブッシュ減税を恒久化する。その一方で、四五万ドルを超える高額所得世帯に対しては、最高税率を三五%から三九・六%に引き上げる。同時に配当とキャピタルゲインについての税率も、一五%から二〇%に引き上げるという格好になっておりまして、政権サイドが最終的に富裕層増税を共和党に飲ませたという格好になっております。

ただ、給与税の減税は失効しておりまして、これが二〇一三年のGDPを〇・七%ぐらい押し下げますので、年の前半は少し物足りない成長にならないを得ない。また逆に、後半はやや盛り返してくるのかなと思っています。

財政の崖は、前半戦は終わりましたけれども、歳出削減については二カ月先送りをして二月に再度議論することになっておりまして、連邦の政府債務上限法案の引き上げとセットで、二月に改

めて議論して成案を得るという格好になっております。

最大の難所はブツシュ減税の扱いでございます。中低所得者向けは恒久化が決まっておりますので、財政緊縮の圧力は対GDP比で〇・九%ぐらい。すなわち、給与税の減税の〇・七%と高所得者向けのブツシュ減税の延長なし、実質増税ということが〇・二%ぐらいで、合わせて〇・九%ぐらいのことで済む。財政の崖から転げ落ちてアメリカ経済が失速するリスクは大きく減退していると思っております。

一方で、金融政策のほうは量的緩和政策が継続するということでございます。アメリカの大統領選挙でも、FRBの量的緩和政策を支持するオバマと、それに否定的なロムニーの間でかなりの議論が行われましたが、オバマが再選をされたので、バーナンキ議長は自由度を持ってこの量的

緩和政策を継続できているということでございます。

私どもは、今年の七月九月まで量的緩和政策を継続し、一〇―一二月以降その打ち切り、二〇一五年の中盤ぐらいからゼロ金利政策の解除に動くという見通しを持っておりまして、なおしばらくFRBのバランスシートは拡張を続けるということでございます。資料三ページの右側のグラフは、証券ポートフォリオの保有高とS&P500の株価指数を組み合わせたグラフですが、今年の七月九月には三・四兆ドルぐらいのポートフォリオの保有高まで拡大をしていくと思っています。

QE3を終えた後も、ゼロ金利は二〇一五年半ばまで続きますので、もちろんすぐに引き締め策に転じるということではございませんで、今年の米国株は、恐らくS&P500ベースで一五五〇から最大一六〇〇ぐらいまで上昇していくのかな

と考えているところでございます。

結局リーマンショックの後、米国はケインズ的な政策に加えて量的緩和と政策、さらに金融機関とか、大変異例なことでありましたけれどもGM救済を行い、ファニーメイとかフレディマックのようなどころも公的資金を入れてやってまいりまして、それらが総合的に奏功して、二〇一四年には自律的に三%ぐらいの成長経路に入っていくという姿を想定しているところでございます。

特にここには絵を載せておりませんが、家計の債務残高の対GDP比も、まだ均衡水準まで戻っておりませんけれども、大分それに近づいてきているということで、家計のバランスシート調整も最終局面に入りつつあると思っております。そういった意味では、五〇年とか一〇〇年に一度のリーマンショック後の不況でしたが、米国経済は日本の九〇年代を反面教師にして乗り切りつつあ

る、と判断をしているところでございます。

(南欧債務問題は長引く。ECBの信用緩和で小康)

これに対しましてヨーロッパですが、極めて難しい状況が続いていると言わざるを得ないと思っております。ユーロ圏の債務問題の救済策はいろいろなのがございまして、資料四ページの左にメニユーを載せてございます。

ユーロ圏の盟主でありますドイツ政府がどういうスタンスをとっているかについてもそこに明記をいたしております。最も抜本的な対応策はいわゆる共同債になるだろうと思いますが、これについてメルケル政権は、改革意欲の後退につながるということで一貫して反対姿勢をとっております。

いわゆる償還基金構想ですが、これは対GDP

比で六〇%を超える債務を、ユーロ全体で償還基金をつくってそこに移しかえる。例えばイタリアのような債務の大きな国は、六〇%までは自力で償還する一方で、それを超える分については別勘定に移して、ユーロ全体で償還していくというのがこの償還基金構想ですけれども、これについても、今のところメルケルは反対というスタンスでございます。抜本策がなかなか出ない中で、ヨーロッパ経済が悪化し続けている状況にあるということでございます。

ギリシャからスペイン、イタリアと焦点が徐々に移ってきているわけですが、今年のヨーロッパの問題を解いていく中で重要なイベントは、一つはイタリアの選挙です。モンティ政権が財政緊縮策をとりながら、イタリアの財政規律の強化という中で、一時かなり上昇したイタリア国債の利回りも安定してきているわけですが、これが再び

不安定化するのではないか。選挙結果いかんではどうなるのかというあたりが気にされているのですけれども、私は、さほど大きな波乱にはならないのではないかと思います。

というのは、資料四ページの右下にイタリアの政党別の支持率を載せていますが、中道左派のイタリア民主党の支持率が三五%を超えております。ここが第一党になり、政権運営を担っていくのではないかと見ているわけですけれども、中道左派のイタリア民主党は、モンティ政権の政策を恐らく継承するだろうと思われるので、それほどの波乱にはならないと考えております。このところ、ベルルスコーニが率いる中道右派の自由国民党が、支持率を若干回復させつつありまして、このあたりが少し足元で気にされているという状況ですが、恐らく選挙結果は、この支持率どおりのようになり、財政緊縮路線が続く中で、

イタリアの利回りが急騰することには多分ならないと思います。

もう一つは、九月にドイツの総選挙がございますが、これがどうなるか。このところ地方選挙で、与党のキリスト教民主同盟（CDU）がかなり劣勢にございます。また、例えばさっきの償還基金構想などは、ドイツ社会民主党（SPD）はむしろ賛成でございしますが、必ずしも選挙結果でCDUが政権から降りるとは限らない。大連立政権になる可能性が最も強そうですね、これもそんなに大きな波乱にはならないのではないかと思います、イタリアとドイツの選挙結果が注視をされているところでございます。

抜本策が出ない中で、ヨーロッパの中央銀行でありますECBが信用緩和策で金融市場を安定させているという状況でございます。ヨーロッパ発の世界金融の危機が一番気になった時期は一昨年

の秋です。ECBがLTROという三年の無制限な資金供給を行ったのが一昨年の一二月と昨年の春ですけれども、そのあたりから金融市場はかなり落ちつきを取り戻してきていまして、抜本策が出ませんので経済は回復しないと思いますけれども、ヨーロッパ発の世界金融危機というシナリオは恐らく封印されたままでいけるだろうと思っているところでございます。

（中国経済底打ち。長期成長力は鈍化か）

次に、中国でございしますが、私自身が判断を一番修正しているのは実は中国についてでございます（資料五ページ）。私自身は、中国がWTOに加盟した後、また、この会で継続してお聞きいただいている方は、私自身が比較的中国楽観論をずっと唱えてきたということをご記憶いただいているのではないかと思います、昨年秋の共産党

大会を通じて、新しい政治局の常務委員のメンバーが決まったわけでありませけれども、びつくりするほどの保守派で固められておりますので、かなり慎重なほうに判断を修正させていただいてるわけでございます。

短期の景気見通しはそれなりに回復をしてきていますし、強いと思います。成長の質は決してよくないと思いますが、資料五ページの左のグラフにありますように、固定資産投資をかなり吹かして、経済成長率を上げる方向で動いております。例えば破線の「運輸・倉庫・郵便業」というのがありますが、鉄道の投資なども、このところかなり復活をしてきておりますし、地方の住宅建設などもかなり活気が出てきていると聞いております。在庫の水準も一時は二〇%を超えておりましてけれども、昨年の一〇月段階で、前年比一一%増というぐらいまでに在庫の伸びが鈍化してきて

おりますので、早晚、生産は力強くなってくるかなということでございます。短期の景気については、そんなに心配していません。成長の質はそれほどよくないけれども、短期的な景気回復は疑いがないと思っておりますが、その一方で、長期の成長力は鈍化していくと見ざるを得ないのかなと思っています。

鄧小平が改革開放路線に踏み切ったのが一九七八年でございます。一九八〇年ぐらいから約三〇年間にわたって、中国は年率一〇%という成長を遂げてまいりまして、戦後の日本の高度成長と比肩するか、長さで言えば、中国のほうがさらに長い期間、高い成長を遂げたということでございますが、その中身はほぼ一貫して輸出と投資を軸にした経済の発展メカニズムであったわけですね。

これが今回の世界的な金融経済危機の中で頭打ちになった。本来であれば内需・消費主導の成長

モデルに切りかえていく必要があるわけですから、その切りかえがなかなか難しいのではないかと思います。中国の貯蓄率はかなり高いですから、人々が安心して消費するような制度的な手当てがなされれば、消費主導の成長メカニズムに切りかえることができると思います。それは年金制度とか医療制度とか、人々が安心して消費できるような制度的な手当てをきちんとやらなといけないのですけれども、残念ながら胡錦濤・温家宝体制の中で十分やり切れずに、新しい政権にバトンタッチをしたという格好になっております。改革派が主導するような常務委員のメンバーであればそれも可能なのかなと思っておりましたが、保守派主体の常務委員のメンバーではなかなか難しいのではないかと考えているところでございます。

また、中国の今の一人当たりGDPも大体五〇

〇〇ドル相当になってきています。そういう点では、開発独裁から少し卒業して、もう少し政治改革に踏み切り、いずれ民主化という流れを徐々に志向していくべきタイミングに差し加かってきているわけですが、それもなかなか難しいということとであります。

そういう話をしますと、いや、五年待てば状況は変わるだろう、と。例えば今回常務委員の中で改革派として最も期待されておりましたのは広東省の汪洋という方です。習近平と李克強を別にして、張徳江以下、七位の張高麗まで、皆さん六四歳から六七歳ということで、常務委員の内規の規定で、五年たてば全て外れてまいりますので、五年たつとかなり改革派が主導するような流れになるのではないかと見る解説もありますが、ここから五年間が実に大事なのではないかと思えます。

一人っ子政策をとっておりますので、二〇一五

年ないし二〇一六年ぐらいから、中国も生産人口が減り始めることになってまいりますから、ここから五年間でかなり軌道修正をしないといけない。そのタイミングでありながら、残念ながら保守派主導の政治局のメンバーになってしまったということでございます。一、二年で結論は出ないと思いますけれども、恐らく三、五年の単位で見ると、なかなか悩ましいことになりつつあると思います。

もう投資比率はGDPの五〇%近いところまで行っておりますので、当面、固定資産投資で何とか成長は維持すると思いますけれども、繰り返し申し上げているように、その成長の質は余りよくないということです。以上が世界経済についての私の今の予測であります。

二、日本経済、為替、企業収益、株式の見通し

(日本、大型補正で景気テコ入れ。GDP〇・八→一%底上げ見通し)

次に、皆さんが最も関心のおありになるであろう日本経済の話でございますが、今見ていただいている予測表(資料六ページ)は、今朝私ども今回の補正予算の中身を精査した上で、新しい見通しを出したということでございます。事務局にお出しする段階ではこの予測でございましたので、それで御勘弁をいただいたわけであります。

先ほど申し上げましたように、新しい見通しは、二〇一二年度が〇・七%、二〇一三年度が一・八%、二〇一四年度が〇・三%になっております。また鉱工業生産は、二〇一二年度がマイナ

ス三・一％となっておりますが、これがマイナス二・五％、二〇一三年度が生産プラス一・八％となっておりますが、これがプラス四・〇％、二〇一四年度が二・一％となっておりますが、これが一・九％と、最新の予測ではおのおの変わっております。そこは今申し上げたような格好で補足して御理解いただきたいということです。

四半期でいきますと、二〇一三年の一―三月からプラス成長に戻ってまいりまして、プラスで年率二・〇％という予測を置いております。四―六月以降は年率三・五％ぐらいの成長ペースが来年の一―三月ぐらいまで続くという見通しでございますので、今年の秋に四―六月のGDPが消費税率の引き上げを最終的に決める上で最も重要な統計データになりますが、年率プラス三・五％という数字を、補正を受けて見ているわけでございます。物価状況も円安になってきておりますので、

今年の夏場ぐらいからは消費者物価もプラスサイドに変わってくるかなということでございます。恐らく来年四月に消費税率を五％から八％に上げることになるのではないかと思います。

昨年の一―月の初めに、実は財務省に、景気と企業業績の御説明に上がる機会がございまして、そのときにも、主税局の方々が多かったのですけれども、夏場から輸出がかなり大幅に下ぶれて、尖閣問題もあり、事実上、景気後退のような状況になっている、相当大型の補正予算を組んでてこ入れをしないと、増税法案は通っても増税できないようなことが起こりかねないということをお話ししたわけでございますが、当然皆様も御理解をされていて、政治が最終的に決めることではあるが、補正予算についてはやらざるを得ないという感じでした。ここまで大型の補正予算を組むとは当時思っておりませんでしたけれども、

去年の一〇月、十一月ぐらいから補正をかなり大型でやるというのは既定路線だったという感じがしております。

さて、そういう中で、もう少し幅広く新政権の政策を見てまいりたいと思うのですが、資料六ページの右側に、昨年一月二五日の自公連立政権の八項目合意というのがございます。その中で網かけをした部分が重要と思っておりますが、まず財政政策については、大型の補正予算を編成しますということで、これはもうほぼ姿がはっきりしてきたということであります。

次に、金融政策については、物価目標二％を設定し、大胆な金融緩和を断行する。この文言が入っているわけです。麻生財務大臣がやや融和的なスタンスを表明されたりしております、為替市場も今週に入って瞬間八六円台に入るという動きになりましたが、昨日の経済財政諮問会議で、

改めて安倍首相が日本銀行総裁に対して、物価目標二％設定ということで、財務大臣並びに甘利経済再生相とその辺はきちんと詰めてくれということと言っております、今日はまた再び少し円安になって株が戻っている。ほぼこのあたりの情勢を見ながらマーケットが動いているということではありますが、それなりのものになると思っています。

私自身は、物価目標二％設定は政策として正しいと思っています。二〇〇二年～二〇〇三年ごろにインフレーション論が出たときはどうなのかというふうに正直思っておりますが、FRBの量的金融緩和政策がリーマンショック後、あれほどの成功をおさめていることを見るにつけて、やはり日本も量的緩和政策をより一段と強化していく必要があると現在は判断をしているということでございます。

日本の場合、どちらかといいますと、政策金利がゼロになると、金融政策はほとんど手が無いというのが常識なんですね。これに対して、欧米というよりはむしろ英米と言ったほうがいいと思うのですけれども、そういうことは全くなくて、政策金利がゼロになった場合は、中央銀行がバランスシートを拡大させ、さまざまな資産を買い取る格好で、景気に一定程度の影響を与えることができるというのが、英米の主流経済学の今日的な考え方でございます。日本銀行も、もちろん量的緩和政策には踏み出しているのですけれども、より大胆なものをやるべきだという主張は、アメリカのここ数年の成功事例を見ると、やはり日本も積極的に入れていくべきだろうと思います。結局ここに安倍首相が踏み込んだことで、外国人投資家が日本株を本格的に買い始めたということでございます。英米の投資家は財政政策以上に金融政

策が大事だと思っております、そこに踏み込んだことで外人買いが呼び起こされたと考える必要があると思っております。

今年は三月と四月に日本銀行の副総裁と総裁の任期が参りますので、新しい総裁、副総裁選びがこの春に行われることになります。どういう方になるかというのは、具体的に私の頭の中にはありますが、やや生臭い話になりますので、個別名まではお出しはいたしません。恐らく学者から総裁を選べば、副総裁は財務省と日本銀行から出すのかな。総裁を財務省から出した場合は、学者と日銀が副総裁を担うのかな、そういう組み合わせではないかと思いますが、麻生さんの言いぶりを見ると、必ずしも事務次官経験者だけを念頭に置いているわけでもなさそうだなと思ったりしております。そう言うと、大体見当がつくのではないかと思います。私はどちらかというと、岩田さ

んのような日銀の副総裁も務められて、学会でもそれなりの学術経験者としての実績もありになって、日銀の中もよくわかっていてという方があるのがいいのではないかと思います。この辺は最終的に政治が決めることですし、あと二カ月もすればはつきりすると思いますので、それに任せるしかないと思います。

為替市場は、日銀総裁選び、副総裁選びでかなり一喜一憂しそうな感じがいたしますが、私は、円安を構成する中身は、後で詳しくお話をいたしますが、日銀総裁、副総裁人事もありますが、円の需給とアメリカの金利がかかわってまいりますので、三つを比較考量して判断していくのがいいと思っております。総裁人事だけで何事も全てが決まるという言い方は、余り考えていないところでございます。

それから、成長戦略が重要だというのは当然で

ございまして、二項目のところにも規制緩和と需要創出等ということが書かれております。さまざまな形で既得権にも切り込まないといけませんので、参議院選挙の後になるだろうと思いますが、成長戦略も重要ということでございます。

外交安保のところも、経済やマーケットにかかわりが出てきます。これが六項目に入っております。日米同盟強化は当然だと思います。民主党政権の中で、民主党はいたずらに普天間問題を扱ってしまった、日米同盟関係を傷つけてしまったわけですが、これをやり戻さないとけないということでもあります。集団的自衛権の限定適用という話も当然出てくるだろうと思います。また、これも本格的には参議院選挙の後だろうと思っておりますが、TPPについても入ってくると思っています。

その後に中韓口との信頼増進というのが入って

(貿易赤字化で円需給に変化。一三年末一ドル＝

さて、マーケットでございますが、まず為替の話を申し上げます。

私は先ほども御紹介申し上げた昨年一〇月の「証券アナリストジャーナル」に書かせていただいた論文の中で、東日本大震災の後、原子力発電所がほとんど止まってしまつて、燃料費の上昇を主因に貿易赤字が続いている。これは決してマイナスではない。所得収支の黒字が一五兆ぐらいありますので、七兆、八兆の貿易赤字が出て、当面は何とかやつていける。むしろ黒字と円高のイタチごっこが日本のデフレにかなり大きな影響を与えているので、貿易赤字化して円の需給が円高

是正方向に向いてくれることは決して悪いことではないのだと書かせていただきました。

為替市場はなかなかそういう反応を示してくれなかったのですけれども、昨年の一〇月、世界銀行とIMFの総会が東京で行われました。私はこれがやはり大きなきっかけだったのではないかと思っているのですが、世界中からヘッジファンドの主力な方々が全部東京に集結をいたしまして、財務省にも行かれたと思いますし、日本銀行にも行かれた。我々のところにも来た。私も有力なヘッジファンドの方と昨年の一〇月にお会いをいたしました。

そのときに、明らかに円の需給は変わってきている。むしろ七〇円台後半のままで推移すると考えるほうがおかしい。むしろ八〇円台に円高是正方向に進むはずだという話を申し上げたのですけれども、円の需給が大きく変わってきているとい

うことに皆さん意外と気づいておられなかったのですが、世銀・IMF総会で多くのヘッジファンドが東京に集結し、そういう状況を目の当たりにして、恐らくドル円の相場観をかなり大きく変えたのではないかと考えております。

資料七ページの右上にあるのが、一年ぐらい前につくりました「円需給インデックスを用いたドル円の推計値」というのがありまして、その中身は右下にあるとおりでございます。貿易・サービス収支、所得収支、対外直接投資、投信フロー、生保フローといったものを合計し、円の需給バランスを想定し、それがドル円に与えるインパクトを一番下に書いていますが、需給状況から見て円高是正方向に向かうだろうと考えてきて、ようやくそれが実現をしてきているということでございます。

円の需給に加えて、日本銀行の量的緩和政策の

強化というのが二つ目ぐらいに加わってくるということです。総裁、副総裁もこの春に大きくかわるということで、これが円高は正の二つ目の大きな理由になっていくわけです。

(日銀、量的緩和強化へ。一三年後半以降、ドル金利にも留意)

三番目の論点が当然のようにございまして、これが日米金利差の問題であります。資料八ページの右側が「日米二年債利回り格差とドル円相場」であります。去年の一〇月、十一月ぐらゐまで、円の需給は明らかに円高は正方向です。七五円を超えて円高になるよりは、八〇円台に円高は正方向に向かう可能性のほうが高いと投資家に御説明をすると、異口同音に質問があるのが、「いやいや、ここ直近のドル円相場は二年債の利回り格差にほとんど連動して動いている。この点について

どうお考えになるのですか」ということでした。

その絵が資料八ページの右ですけれども、今はこれを全く無視した形で、ドル円は円高は正方向に動いております。いかに需給が寄与しているのか。また、日本銀行の量的緩和政策が強化されることを評価しているのかがわかります。ただ、全く無関係ではないということでもあるわけで、これがどう動いていくのかということです。

それで、先ほど申し上げたFRBが一体いつごろまでゼロ金利政策を続けるのかということが重要になってまいります。今のところ金融市場は、アメリカのゼロ金利解除は二〇一五年の夏と認識をしています。二〇一五年の夏ということは、二〇一三年末、今年の年末になると、もう一年半先になるのです。一年半先になるということは、二年債の利回りは当然上がってくることになりま

す。私どものニューヨークのエコノミストは、今

年の年末のアメリカの二年債の利回りを〇・五％と予測いたしております。日本は〇・一％のままです。で、スプレッドは〇・四％になります。これで八五円というのが説明できるようにするわけでございます。二年債の利回り差もややおくれる形で、このドル円のサポート材料になってくると思います。

ですから、年末九〇円ぐらいは、三つの組み合わせからいって十分想定できます。場合によると、九〇円台の前半ぐらいまで入ってもおかしくないということでございます。ただ、九五円から一〇〇円というドル円の見通しは、アメリカの利回りがもう少し上がってこないと思っております。まして、九五円から一〇〇円というのは、二〇一四年に持ち越されるのではないかと考えております。ただ、二〇一四年の後半から二〇一五年にかけては、一ドル一〇〇円前後ぐらいになって

くるだろうと思っております。さらに円高は正方向に向かっていくと考えております。

(日本の主要企業の経常利益、一二年度小幅増、

一三年度大幅増益へ)

そういったことをベースに企業業績や株式市場のバリエーションを考えていくことになるわけがあります。

まず企業業績からお話をいたしますが、先ほど申し上げましたように、今朝公表した予測の中で、二〇一三年度の鉱工業生産を四・〇％としておりますので、大変申しわけないのですけれども、資料九ページの二〇一三年度の表は書きかえざるを得ないということでございます。

二〇一三年度平均で、例えば円ドルレートを八七円としますと、三四％ぐらいの増益見通しになってまいります。現在のアナリスト予想は二五

%ぐらいの増益見通しでありますので、補正予算の効果と円高は正効果で、現状アナリスト予想よりも、ざっと一〇%ポイントぐらい上に行く可能性が生じつつあるということです。

現状のTOPIXベースの一株当たり利益（EPS）は二〇一三年度で六四ポイントぐらいです。二〇一四年度で七二ポイントですけれども、今申し上げたように、補正予算効果と円安効果を織り込むと、二〇一三年度の六四は、おおむね七〇ぐらいになる。二〇一四年度の七二ポイントは、恐らく八〇ポイントぐらいにはなる。八〇ポイントぐらいというのは、ほぼ二〇〇七年度のリーマンショック前の利益水準に近いぐらいの感じになってまいります。そういった意味で、この種の企業業績のシミュレーションを受けて、リーマンショック前の株価水準というのがある程度視野に入りつつあると考えているということです。

います。

（円高は正、収益増を期待。一三年末日経平均一
二、〇〇〇～一三、〇〇〇円を予想）

それから、資料一〇ページには「日経平均株価と円ドルレート」の絵を載せてございます。この絵も投資家の皆さんによくお見せするのですが、日本株は本当に為替と連動して動いてまいりました。リーマンショック前の為替レートは一〇五円とかです。リーマンショック前後でも一〇〇円ぐらいです。それが七五円まで行きました。

この間麻生財務大臣が言っていたのは、近隣窮乏化政策をとるのはやめよう、通貨安競争はやめようと二〇〇九年の四月のG20で合意をしたものを真面目に守ったのは日本だけだった。アメリカはドル安にしたし、ヨーロッパもユーロ安にした。愚直に円高を受け入れてきたのは我が国だけ

だったのです。

日経平均は八〇〇〇円すれすれまで下がる。その背景に輸出企業の大変な苦境があったということですが、そういった意味では、金融政策を通じて、また円の需給が変わって、アメリカの金利がやや上がってきて、一〇〇円ぐらいまで戻るのには、米国としても文句は言えないはずであります。そもそもリーマンショックの前後が一ドル一〇〇円だったわけで、G20の合意を愚直に守ったのは日本だけだったということでもありますので、もし為替介入をするのであれば、米国はもちろん文句を言うてくると思いますが、今申し上げた円の需給と日銀政策とアメリカの金利感の変化という三つを伴って、九五円、一〇〇円という方向に動く限り、アメリカも文句は言えない。言えないと思います。

この組み合わせだと一万三〇〇〇円ぐらいに

なっていますが、逆にこの間、輸出企業は、かなりの円高抵抗力をつけていますので、多分一〇〇円まで行くと、一万四〇〇〇円〜一万五〇〇〇円ぐらいのイメージではないかと思っています。いろいろなことが組み合わさってまいりますので、断言はできませんが、私は基本的には、今回の上昇相場は、一ドル一〇〇円と、一万四〇〇〇円、一万五〇〇〇円の組み合わせぐらいまで続くのかなと思っています。その中で今年の年末は一万二〇〇〇円とか一万三〇〇〇円ということではないかと思っています。

資料一〇ページの右側のグラフは、TOPIXのPBRと予想ROEの組み合わせでございます。私もストラテジストでございますので、単に気合いで言っているのかと思われるかもしれませんが、ちゃんと御説明しないといけないのですけれども、二〇一四年度の予想ROEは八・四％ぐ

らいとなっております。

この絵を見て御理解いただける点が二つあると思うのです。予想ROEが八%未満の領域では、ほとんどPBRは一前後である。ひどいときは〇・九倍すら下回っていた。昨年の安値の近辺がそうだったわけであり。結局、外国人投資家を含めて、日本株の魅力が増してくるのは、ROEが八%を超えてからだと思われている。八%を超えると、PBRは上昇に向かいます。例えば二〇一四年度予想ROEが八・四%、円安効果を考えれば八・五%から九%のゾーンぐらいに入っていくと思うのです。そうすると、一・一倍、一・二倍ぐらいのPBRを割り当てることができるようになります。一・五倍というのは、過去、二〇〇三年以降で経験があるのですけれども、これは二〇〇六年～二〇〇七年の世界的なややミニバブル的な流動性相場のところが含ま

れておりますので、それを参考にするわけにもいかないということ、一・一倍、一・二倍、一・三倍ぐらいのところをベースにというふうに思っております。

今年三月の一株当たり純資産(BPS)は、私どもの計算で、TOPIXベースで八七〇ポイントぐらいです。一年過ぎて来年の三月で、九一〇ポイントはぐらいだと思っております。今年の年末は、当然二〇一四年度業績をおおむね見に行きますので、九一〇ポイントに対して、PBR一・一倍で、TOPIX一〇〇〇、日経平均一万二〇〇〇です。一・二倍まで割り当てると、九〇〇掛ける一・二で、一一〇〇ですね。一一〇〇のTOPIXで、日経平均一万三〇〇〇。二〇一四年度の予想EPSが、今の七二を仮に八〇というふうに円安効果を織り込んで読み直したとして、八〇ポイントの二〇一四年度EPSを使いますと、TO

P I X 一 一 〇 〇 の 場 合 で 、 予 想 P E R が 一 三 ・ 七 倍 ぐ ら い で す 。 で す か ら 、 そ ん な に 無 理 な バ リ エ ー シ ョ ン で は な い 。 成 長 戦 略 が 少 し 前 へ 進 ん で 、 成 長 期 待 が 出 て く れ ば 、 参 議 院 選 挙 後 の 後 半 戦 で 、 一 万 三 〇 〇 〇 円 ぐ ら い ま で 行 く と い う こ と は あ り 得 る と 思 っ て い ま す 。 堅 目 に 見 て 年 末 に 一 万 二 〇 〇 〇 、 う ま く い け ば 一 万 三 〇 〇 〇 、 こ う 申 し 上 げ て い る と ころ で あ り ま し て 、 来 年 以 降 ま で 視 野 に 入 れ ば 、 そ の 先 も 、 先 ほ ど の よ う な 組 み 合 わ せ も あ り 得 る と い う こ と で ご ざ い ま す 。

三、リスク許容度の高まりで注目されるセクター

さて、残り時間の一分五秒ぐらいでセクターのお話を少し申し上げたいと思います。比較的わかりやすい相場だと思います（資料一 一ページ）。買

われる銘柄群は輸出株であり、リフレ政策で浮上しやすい不動産株であり、金融株であり、財投関連株ではないかと思ひまして、今年は余りセクターのローテーションで超過リターンを得るのは難しい。どれぐらいのマーケットを想定して、日本株の比率をどのぐらい持つのかということによって、むしろファンドのリターンは決まってくるのではないかという感じがします。

（輸出株、不動産株、金融株等に注目）

まず第一に為替感応度でございますが、資料一二ページの左にあるとおりでございますが、一円円安になると、上場企業全体、ここではNOMURA 400をベンチマークにしておりますが、〇・七四％。金融を除くベースで〇・八七％です。ちなみに、ユーロのほうは感応度が小さいのですけれども、対ユーロで一円円安になると、

〇・二％～〇・三％ほど利益が上乗せされるとい
うことでございます。

最も為替感応度が高いのは言うまでもなく自動車
業界でございます。特に対ドルで為替感応度
が高くて二・四九％です。一円円安になると二・
四九％利益が上乗せされることになります。例え
ばトヨタ自動車で言いますと、一円円安になると
三五〇億円、連結で利益がふえます。ですから、
一〇円円安になると、三五〇〇億円、トヨタ一社
で利益が上ぶれてくるということでございます。
で、逆に言うと、七五円まで進んだ円高が日本の
輸出企業にとっていかに厳しかったかということ
でございます。

もう一つはリフレ政策でどうするかということ
でございます。資料一二ページの右はややテクニ
カル的なものですが、買われやすいセクターとそ
うでもないセクターというのを見分ける上でつ

くったものでございます。時間の関係で、これは
省いて先へ参ります。

(米アジア市場、H Vが回復を牽引する自動車・

部品)

まず資料一三ページの自動車ではありますが、か
ねてより私は、日本の自動車業界の競争力は十分
にあると思っております。むしろ円高で競争力が
より一段と鍛えられたと思っておりますので、九
〇円から一〇〇円まで円高は正が進み、円安方向
に行くと、かなりの利益が出てくると思ってお
ります。右側のグラフは、まだ一ドル八〇円ぐら
いの前提で見たものでございまして、二〇一四年度
で二〇〇七年度の水準に近づくということござ
いますので、二〇一四年度が九五円という話にな
れば、当然二〇〇七年のピーク利益をはるかに抜
くという話になっていくということでありまし

て、自動車株が最有力の一つだと思っております。

自動車株の中で言いますと、北米への利益依存度が高く、逆に中国依存の少ないところがよいということになります。そういった意味では、日産よりトヨタやホンダのほうが投資しやすい環境ではないかと思っております。ちなみに、最終利益に占める対中国依存度は、日産自動車が二八%、ホンダが一四%、トヨタが一%でございます。

(重機、プラント、ロボット・空圧、農機に注目の資本財)

次に、資本財でございますが、このような感じになっております(資料一四ページ)。やはり二〇〇七年のリーマンショック前のピークを抜いていくセクターに注目をすべきだと思います。全体

が二〇一四年度にはリーマンショック前の水準に近づいていくことでありますので、当然それを抜いていくセクターに注目をしていくことになるわけです。そうやって考えていきますと、造船・重機、環境装置・プラント、ロボット・空圧機器といったところが浮上してまいります。

私は建設機械よりむしろ農業機械のほうが面白いと思っております。昔、機械担当のアナリストをしておりまして、コマツも大変親しい会社ですが、実は去年の三月ぐらいから、私はコマツ株をもう余り勧めておりませんで、むしろクボタのような農機のほうが面白いですよと投資家の皆さんには申し上げております。

なぜかというと、中国の鉄鋼生産によって潤ったセクターは、最もいいところは既に出し終えたというのが基本観であります。すなわち、中国の粗鋼生産は、一〇年前に一億トン、二億トンとい

うレベルであったものが、今や八億トンに近いということでごさいます、もうピークに近いと思います。鉄鉱石とか原料炭とか、それを運ぶ船とか、さらにそれを扱う鉱山機械とか、この種のものは中国の粗鋼生産が八億トンまで行く過程で大いに妙味があつたわけで、そうではなくなりつつある状況からすると、投資対象としては、実はもうかつてほど魅力的ではないというのが私の判断です。むしろ穀物市況の上昇が長期化する中で、農機とか農薬とか、金属系よりは穀物のほうに注目をしたほうがいいと思つてゐるというのが、「建設機械よりは農業機械です」と申し上げてゐる理由です。

(エレキ関連では、産エレ、電子部品、精密に注目)

次に、電機のところですが(資料一五ページ)、

ここはセクターによつてばらつきが非常に大きいです。残念ながら、家電、民エレセクターは非常に大きな苦境に立つております。自動車は為替レートが九〇円、一〇〇円と進むにつれて、一段と利益が出てくるということでもよろしいと思いますが、家電については、為替レートだけの問題で今の苦境があるわけではないと思つておりますので、為替が円安になることで、家電株をレコメンドすることとは、私は余り考えていないところでございます。

むしろ社会インフラ関連のビジネスが大きい日立とか東芝のような産業エレクトロニクスに注目をすべきで、その次に電子部品。それから精密、かように思つておりまして、民エレについては、もう少し構造改革が進む。例えばパナソニックでいえば、白物のグローバル展開がもっと本格化してきて、それが持続的に利益を引き上げていくよ

うな構図が見えてくるとか、車載用のリチウムイオン電池が、サムスンとかLGと伍して十分やっていける確信が持てるとか、さまざまなことがまだ必要ではないかと思っています。

（復興・防災需要で回復する建設・セメント）

それから、内需株のほうであります、これだけ復興・防災需要に予算がついているわけでありますので、昨年から大分上がってきておりますが、建設とかセメントとか、こういった関連株が当然のように買われるということだと思えます（資料一六ページ）。建設投資も二〇一〇年度に四一兆円というところまで落ちたわけですね。私がアナリストを始めた一九七〇年代の半ばから後半は、建設を担当していたのですが、当時はGDP比で一八%ぐらい建設投資比率がございました。四一兆円というのは、わずか八%です。ですから

ら、一九七〇年代から延々とこの一八%から八%まで建設投資比率の対GDP比が落ちてきて、ようやく底をつけたということだと思います。

復興・防災需要は、比較的、持続的に出てくると思いますので、建設株も選別は必要だと思いますが、これからは冬の時代から若干脱却していく流れにあるのかなと思っています。また、セメントも大きく能力を削減した後に需要が回復してきておりますので、生コンの市況もセメントの市況も実に堅調になりました、セメント株が買われる理由もあるかなという感じがいたします。

（リフレ政策で注目される住宅・不動産、Jリート）

それから、既にかなり人気のセクターになっておりますが、住宅・不動産とかJリート、ここもリフレ政策で一段と恩恵を受けるということであ

りますので、今年のセクターの中でも注目される一つだと思っております。ただ、このところの上げで、著しく割安だった状況ではなくなってきておりますので、そこは少し選別の視点を持っていたきたいということです。

資料一七ページの左のグラフは、実は幾つかのことを示唆しております、二〇一二年が東京のオフィスの供給量のピークだということです。二〇一三年以降は供給量が大きく減ってまいりますので、当然空室率は下がってくるということです。空室率が下がってくると、賃料は当然上げやすくなるということですし、流動性もそれなりに供給をされてまいりますので、不動産市況が上昇する。ですから、これに二〇二〇年の東京オリンピックが加わると、不動産株を買う理由がさらに一つふえるということです、トルコのイスタンブールがかなり有力ではないかとも言われ

ておりますので、それに余り期待してもどうか。そこは是非々かなと思っております。

(貸出増に転じた銀行。海外市場でのシェア拡大に期待)

最後が金融でございます。銀行の貸し出しは地銀中心ではありますけれども、少しプラスサイドに動いてきています(資料一八ページ)。メガバンクに関して言えば、海外でのシェアの拡大が期待できる。ヨーロッパの銀行の中身が悪くなっていますので、本国回帰で当然アジアからどんどん撤退をしてヨーロッパへ戻っていきます。その穴を埋める形で、日本の銀行がそこをテイクオーバーしていくという流れになってきていますので、銀行株、金融株も当然買われてしかるべきと思っております。

資料一九ページは今日お話ししたことのまとめ

でございますので、後で整理をする上で、一度また読み返していただければと思います。

そういうことで一応御報告を申し上げました。

時間がちょうど五分残りましたので、皆様から御質問があれば、それを受けて、また補足をさせていただきますたいと思います。どうもありがとうございました。（拍手）

東理 理事長 海津様、どうもありがとうございます。
た。

日経平均、年末一万二〇〇〇円から一万三〇〇〇円という予想の背景を、大変説得的に御説明いただきました。

それでは、お時間をいただいていますので、皆様から御質問あるいは御意見をいただければと思います。いかがでしょうか。

私から一つ伺いたいのですが、当研究所の「資

本市場を考える会」で二〇〇六年からお話しいただいて八回目になるのでしょうか。新春に今年はこのように想定になるときのイメージとか、御自分の中の今年の見通しに対する確信度とか、あるいは先ほど説得的に御説明いただきましたが、一言で言う、気合いの度合いというのでしょうか、過去を振り返って、今年はどうな位置づけになる年とご覧になっているのでしょうか。

海津 私も長くストラテジストの仕事をしてまいりまして、必ずしも強気一辺倒でお話をしてきたつもりはなくて、二〇〇〇年前後ではIT株は高過ぎると明確に申し上げたと記憶をいたしておりますし、二〇〇六年以降この場でお話をさせていただきます中에서도、必ずしも強気一辺倒の話だけをしてきたつもりはありません。今年は、もちろん幾つかのリスクはありますが、相当な自信を持って

相場見通しを語れる年であることは間違いないです。

特に日本株というのは為替連動でございますので、そこが相当確度高く予測できるようにになりました。単に日銀の緩和政策だけではなくて、円の需給そのものが変わっている。また、アメリカ経済の復調と金利観の変化という三つぐらいの理由で、円高是正、円安を予測できますので、その上に株式市場の展望を持ち得るということですから、気合い度で言えば九〇ぐらいという感じがでしょうか。

東理事長 あわせてもう一つ、本日は短期、中期の見通しを伺ったのですけれども、為替あるいは株式市場にとって、今回の上昇なり円安が、非常に長く見たとき、オーバーに言う、為替で言えば三六〇円からの円高が終わった、あるいは株で言うならば、バブルのピークからの長い下落トレ

ンドが終わったという理解をしてよろしいのかどうかという点について伺えますでしょうか。

海津 大変難しい御質問ですが、結論から言うと、そう思っています。最後、本当はこれは日銀に申し上げるべきだろうと思うのですけれども、もう少し積極的な量的緩和政策をとっていただければ、八〇円を割らずに済んだのではないかと思っておりますが、歴史的な円高は終了したと考えております。原発が再稼働してくれば、貿易赤字はもう少し改善してくるだろうと思います。また九〇円台から一〇〇円ぐらいになると、一旦外へ生産を移したものを国内へ戻すという動きも出てくると思いますので、貿易赤字は今の七兆、八兆というレベルから縮まってくるのではないかと思います。かつてのように五兆、一〇兆という貿易黒字の体質に戻るとは思えませんので、やはり日本経済の位相はそれなりに変わったと思って

おります。

そういう点では、三六〇円から七五円まで来た歴史的な円高は終了したと思っております。それが一〇〇円ぐらいのレベルで戻りの天井なのか、さらにもう少し円安に向かうのかは、日本だけの経済政策で決まるわけでもありませんので、ヨーロッパやアメリカとの相對観でもあります。一〇〇円ぐらいまでは行くだろうと思っておりますが、そこから先はもう少し慎重な分析が必要なのかなと思っております。いずれにしても円高のピークは明確に過ぎたと思っていて、それとの裏表の関係にある株式についても、歴史的な安値はもう打ったと考えています。

アベノミクスが成功するかどうかということも、今の御質問に少ししかかわってくるだろうと思うのですが、さっきも申し上げたように、量的緩和政策は、日本では危うい政策のように見られが

ちですけれども、英米ではあれだけ、特にアメリカにおいて実績がございしますので、そんなに危ないことをしていると実は私は思っておりますので、それなりに成功する可能性はあると思っています。ただ、最終的には、物価が上がると同時に賃金も上がっていきませんと、物価だけ上がって賃金の上昇が一向に追いついてこないということになると、今度はスタグフレーション的になっていきます。そのリスクはそれなりにまだ残っていると思いますので、八割、九割成功するというのは、この段階ではちょっと申し上げにくい。ただ、危なっかしい金融政策をとろうとしているというイメージは、実は余り持っていないということです。

それから、成長戦略については、参議院選挙が非常に大きな鍵で、与党が参議院選挙で勝てば、そこから三年ぐらいは選挙がありませんので、か

なり腰を入れた成長戦略が、その中には既得権に挑むようなことも当然含まれてくるわけですが、できるのかなと思っております、参議院選挙を首尾よく過ぎることができれば、アベノミクスの成功確率はさらに上がる可能性が高いと思っております。

東理事長 そのほか皆様から御質問等いかがでしょうか。

質問 また手身近なところへ戻って恐縮ですけれども、年末に九〇円、それから一万二〇〇〇円プラスアルファという感じのお見通しですが、いわゆる年内の波動のようなものを考えた場合に、先ほどもお話のように、参議院選挙のような大きなイベントがございますけれども、海津さんの中では、どんな形の波動といたしますか形がライクリーだと考えていらっしゃるか、ちょっとお伺いしたいのです。

海津 かなり為替が株価も決めていくような感じがします。八八円まで円安が進んでまいったのですけれども、一―三月の間に若干スピード調整があるのではないか。八六円とかですね。八五円までは行かないかもしれませんが。その過程で日経平均が一万円台の前半ぐらいまで少し調整するぐらいのことは、相場の世界ですし、当然あるかなと思っております。そこは多分、去年買いそびれた方にとっては押し目買いの好機なのかなと思ってしまして、そこから参議院選挙ぐらいにかけて再度上昇して、年央ぐらいまでには一万一五〇〇円から一万二〇〇〇円ぐらいまで行ってしまった、参議院選挙の結果がうまくいけば、後半はそこからさらに上値を試すような流れになる。うまくいかなければ、そこでもみ合うようなイメージというの、一応今のところの私のデッサンです。

東理事長 それでは、いただいた時間も過ぎまし

たので、本日の「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と思います。

改めて海津さん、今日はどうもありがとうございます。
（拍手）

（かいづ まさのぶ・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）

（本稿は、平成二五年一月十日に行われた講演会の
記録で、文責は当研究所にある。）

新年の経済展望と株式市場

NOMURA



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

2013年1月10日

巻末のディスクレーマーを
お読みください。

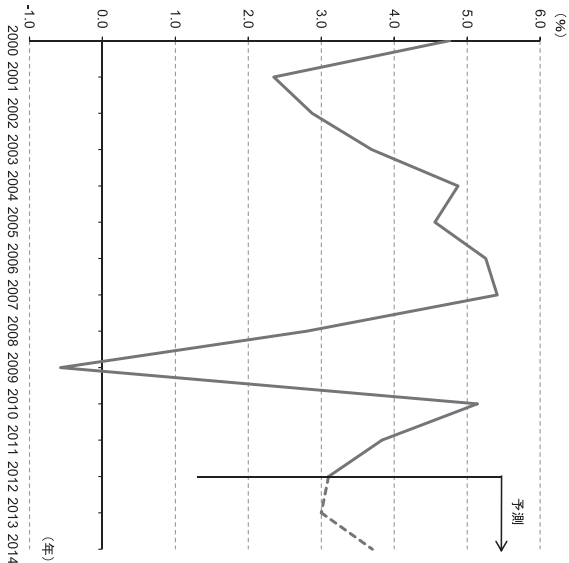
野村證券株式会社

- 世界経済は13年後半から14年にかけて回復へ
- 米国、量的緩和と政策継続、財政の崖も軟着陸へ
- 南欧債務問題は長引く。ECB(欧州中銀)の信用緩和で小康
- 中国経済底打ち。長期成長力は鈍化か
- 日本、大型補正で景気テコ入れ。GDP0.8～1%底上げ見通し
- 貿易赤字化で円需給に変化。13年末1ドル＝90円を予想
- 日銀、量的緩和策強化へ。13年後半以降、ドル金利にも留意
- 日本の主要企業の経常利益、12年度小幅増、13年度20%増益へ
- 円高是正、収益増を期待。13年末日経平均12,000円を予想

世界経済は13年後半から14年にかけて回復へ

NOMURA

世界の実質GDP(国内総生産)の推移と見通し



(注) 2013年1月4日時点、2012年以降の予想は野村グループ予想。
(出所) IMF World Economic Outlook Databaseより野村グループ作成

世界経済見通し(実質GDP成長率)

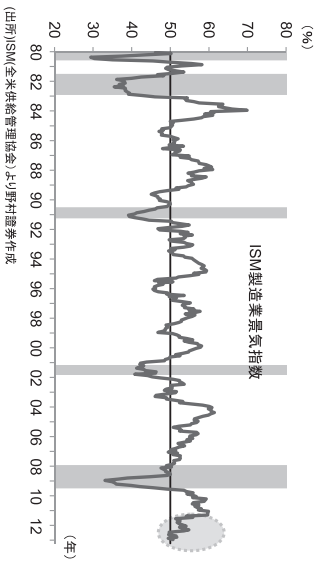
	2012年 (推)	2013年 (予)	2014年 (予)
世界	3.1	3.0	3.7
先進国	1.3	0.7	1.7
米国	2.3	1.6	2.9
ユーロ圏	-0.5	-0.8	0.0
日本	0.6	1.0	0.5
新興国	5.2	5.6	5.8
中国	7.8	7.7	7.5
中南米	2.7	3.5	3.6

(注) 2013年1月4日時点、日本は年度ベース。
(出所) 野村グループ作成

米国、量的緩和政策継続、財政の崖も軟着陸へ

NOMURA

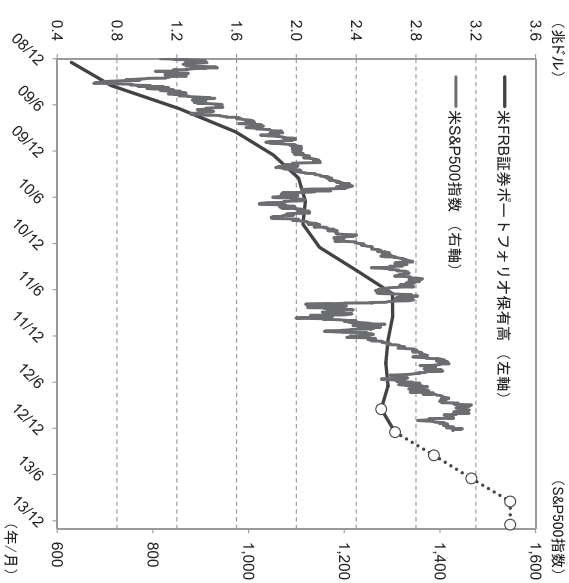
米国景気の動向



財政の崖回避の主な合意内容

1. 中所得層以下のツングシュ減税の恒久化
世帯所得45万ドル以下の世帯に関するツングシュ減税を恒久化
 2. 高額所得層に対する実質増税
世帯所得45万ドル超の高額所得世帯の最高税率を35%から39.6%へ引上げ
配当・キャピタルゲインに対する最高税率も15%から20%に引上げ。10年間で6,000億ドルの増税
 3. 給与税減税は失効
給与税減税は予想通り延長されず失効。13年のGDPを0.7%押下げ
 4. 強制歳出カットの開始を2ヶ月先送り
連邦政府債務上限の引上げと13年2月に一体処理が意図されている
- (出所)米国税支払者救済法案から野村證券作成

米FRB(連邦準備制度)の証券ポートフォリオ保有高とS&P500指数



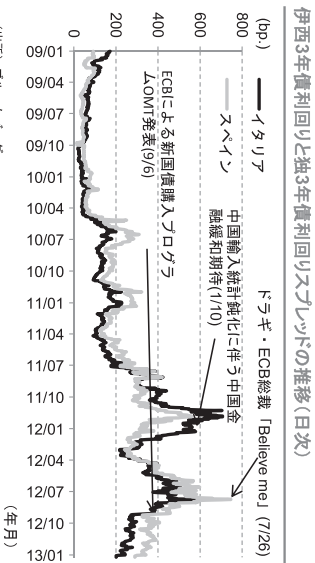
南欧債務問題は長引く。ECBの信用緩和で小康

NOMURA

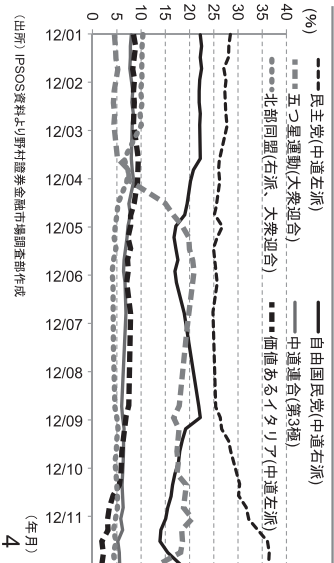
ドイツ政府のユーロ圏周縁国救済政策へのスタンス

ESM (欧州安定メカニズム)	
ESMの銀行化、レバレッジ化	反対
ESMによる銀行への直接資本注入	容認
ESMによる能動的な国債購入	容認
共同債	
共同債	反対 (改革意欲後退につながる)
共同財務省証券	反対
償還基金	反対 (SPDは賛成)
銀行同盟	分野次第では条件付きで前向き
単一の銀行監督機関	賛成 (欧州中央銀行に担わせる)
単一の預金保険機構	消極的

(注) SPD:ドイツ社会民主党
(出所) 各種報道資料より野村證券金融市場調査部作成



イタリア政党別支持率

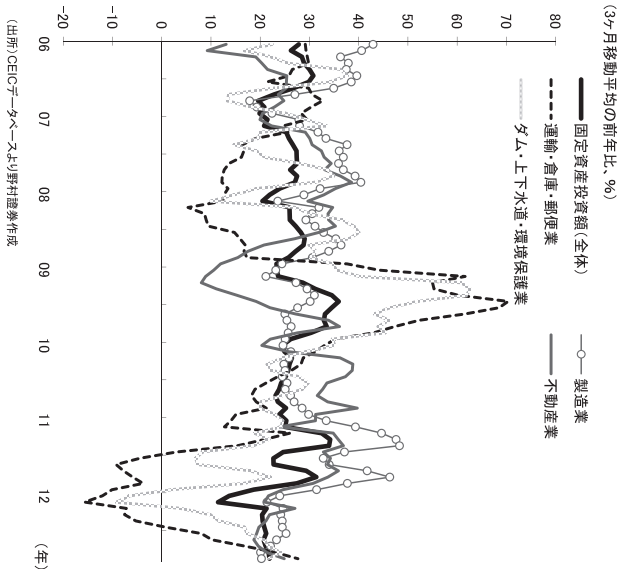


(出所) IPSOS資料より野村證券金融市場調査部作成

中国経済底打ち。長期成長力は鈍化か

NOMURA

中国：名目都市部固定資産投資



中国：新しい政治局常務委員

党内 序列	名前	派閥	新職務	年齢
1	習近平	太子党	党総書記、 党軍事委員会主席	59
2	李克強	共青团	首相	57
3	張德江	上海閥	常務委員長	66
4	俞正声	太子党/上海閥	政治協商會議主席	67
5	劉雲山	共青团/上海閥	副主席	65
6	王岐山	太子党	規律検査委員会書記	64
7	張高麗	上海閥	副首相	66

(注) 習近平、王岐山の新職務は推定、その他の委員の新職務は、現在想定されているもので未確定。
(出所) 各種報道より野村グローバル・リサーチ/ミク入作成

日本、大型補正で景気テコ入れ。GDP0.8～1%底上げ見通し

NOMURA

日本経済の予測要約表

	12年度(予)	13年度(予)	14年度(予)
実質国内総支出	0.6	1.0	0.5
<内需寄与度>	1.5	1.4	0.2
<外需寄与度>	-0.9	-0.4	0.3
民間最終消費支出	1.2	1.4	-0.1
民間住宅投資	3.2	5.5	-4.9
民間企業設備投資	-0.7	2.4	5.4
公的固定資本形成	12.6	-7.4	-13.9
財貨・サービス輸出	-1.8	0.7	6.6
財貨・サービス輸入	4.3	3.4	5.3
名目国内総支出	0.0	0.7	2.2
GDPデフレーター	-0.6	-0.3	1.7
鉱工業生産	-3.1	1.8	2.1
国内企業物価	-1.3	0.2	3.3
消費者物価	-0.3	-0.1	2.4
除く生鮮食品	-0.1	0.1	2.4
完全失業率(%)	4.3	4.4	4.0

(注) 断りがない限り、前年比、%、-0.00の場合±0.00と表示している。
(出所) 内閣府、野村予想(2012年12月10日時点)

自公連立政権の8項目合意(2012年12月25日)

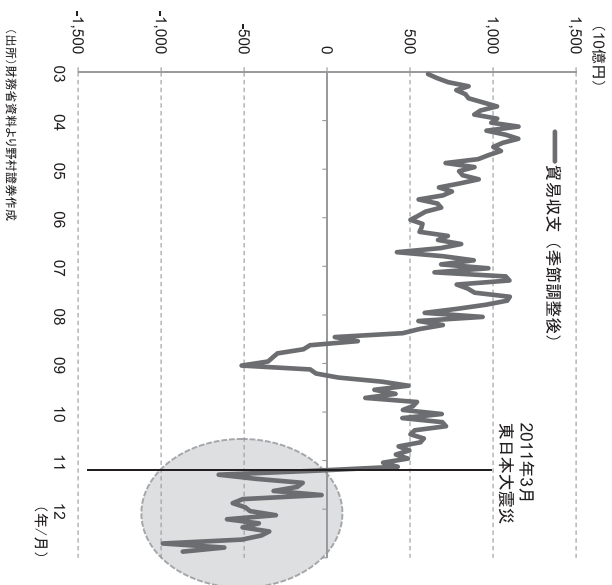
1. 東日本大震災からの復興と万全な防災・減災対策
大震災からの復興を最優先。防災・減災のための公共投資も実施
2. 景気・経済対策
大型の12年度補正予算を編成。物価目標2%を設定し大胆な金融緩和を断行。環境、医療など成長分野での規制緩和、需要創出
3. 社会保障と税の一体改革
国民会議での議論促進。生活保護は不正受給対策を徹底、自立・就労支援を実施、適正化図る。消費税引上げ時に低所得者対策を実施
4. 原発・エネルギー政策
原発再稼働は規制委員会の判断による。可能な限り原発依存度引下げ
5. 教育再生
いじめ対策等充実。教育委員会制度の在り方根本見直し
6. 外交安保
日米同盟強化。中韓口との信頼増進。必要な防衛、海保予算確保。TPPは国益にかなう最善の道を求める
7. 憲法
憲法改正に向けた国民的議論を深める
8. 政治・行政・公務員制度改革
衆院の定数削減を実現。国、地方の公務員の総人件費縮減

(出所) 自由民主党・公明党連立政権合意を基に野村證券作成

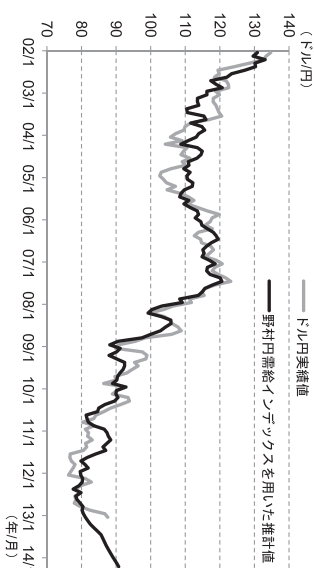
貿易赤字化で円需給に変化。13年末1ドル＝90円を予想

NOMURA

貿易収支の推移



野村円需給インデックスを用いたドル円推計値



野村円需給インデックスの構成と想定値

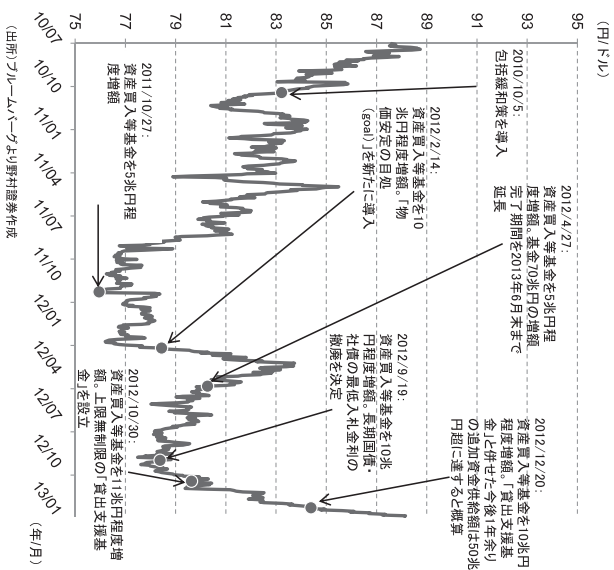
	年度	2010	2011	2012(予)	2013(予)
(1) 貿易・サービス収支		5.2	-5.3	-8.8	-9.2
(2) 所得収支		12.6	14.0	15.0	17.0
(3) 対外直接投資		-5.2	-10.0	-10.9	-7.5
(4) 投信フロー		-4.1	0.6	0.0	-2.1
(5) 生保フロー		-1.3	-1.0	-0.4	-2.2
○ 単純合計値 (1-5)		7.2	-1.6	-5.1	-4.1
○ 円需給バランス(兆円)		3.5	-3.6	-7.2	-8.8
○ 円需給のドル円インパクト(円)		-2.0	2.1	4.2	5.1

(注) 圓中の推計値はあくまでシミュレーション結果であり、将来必ずしもこうならない可能性がある。
(出所) 野村證券

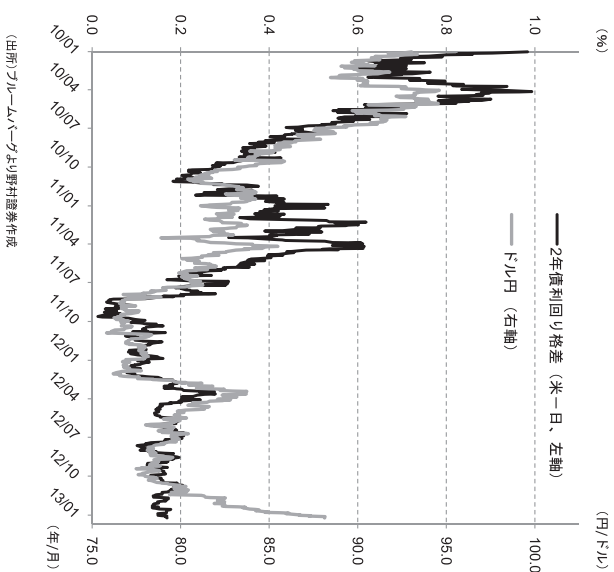
日銀、量的緩和策強化へ。13年後半以降、ドル金利にも留意

NOMURA

ドルレートと日銀政策



日米2年債利回り格差とドル円相場



日本の主要企業の経常利益、12年度小幅増、13年度20%増益へ

NOMURA

12年度Russell/Nomura Large Cap (除く金融)経常増益率
シミュレーション

	72.5	75.0	78.7	80.0	82.5
円ドルレート(円/ドル)					
2.6	8.1	10.6	14.3	15.6	18.1
1.5	5.1	7.6	11.3	12.6	15.1
0.0	1.0	3.5	7.2	8.5	11.0
-1.5	-3.0	-0.5	3.2	4.5	7.0
-2.6	-6.0	-3.5	0.2	1.5	4.0
-4.5	-11.1	-8.6	-4.9	-3.6	-1.1

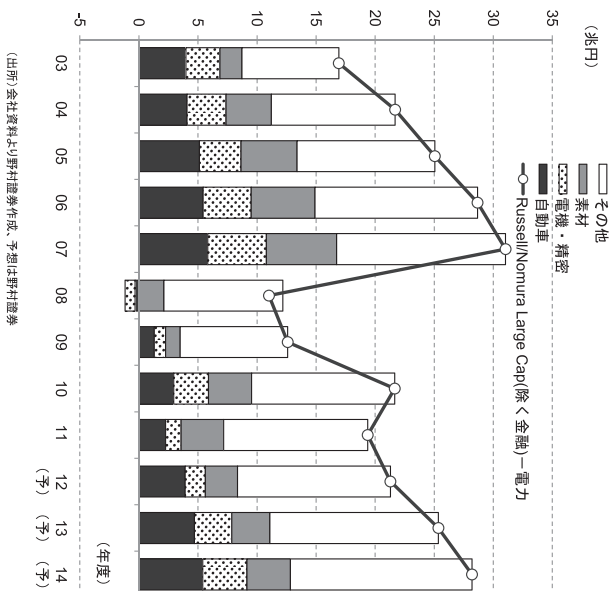
(注) 1ユーロ=100円。
(出所) 野村證券

13年度Russell/Nomura Large Cap (除く金融)経常増益率
シミュレーション

	72.5	75.0	78.0	82.5	85.0
円ドルレート(円/ドル)					
3.8	14.4	16.9	19.9	24.4	26.9
2.5	10.9	13.4	16.4	20.9	23.4
1.1	7.1	9.6	12.6	17.1	19.6
0.0	4.2	6.7	9.7	14.2	16.7
-1.5	0.1	2.6	5.6	10.1	12.6
-3.0	-3.9	-1.4	1.6	6.1	8.6

(注) 1ユーロ=100円。
(出所) 野村證券

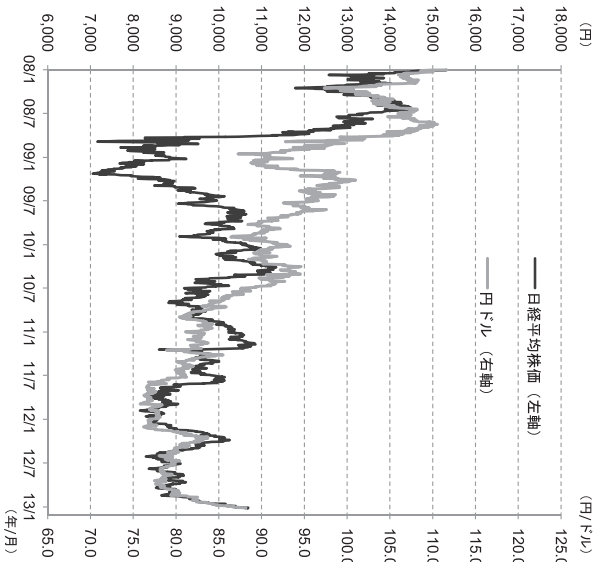
Russell/Nomura Large Cap 業種別経常利益の推移



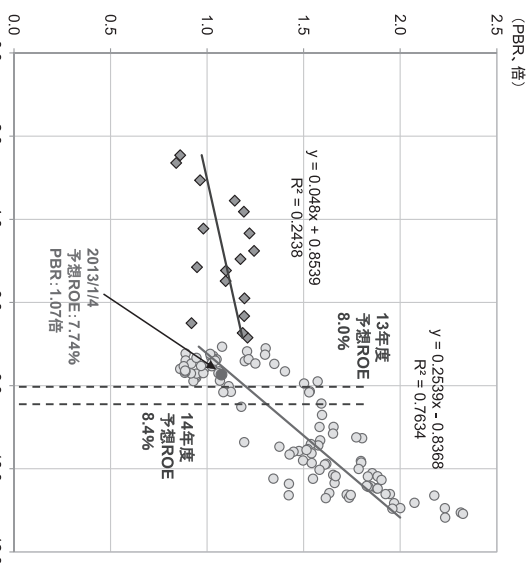
円高是正、収益増を期待。13年末日経平均12,000円を予想

NOMURA

日経平均株価と円ドルレート



TOPIXのPBRと12ヶ月先予想ROE(03年1月～12年12月、月末値)



(注) 予想ROE=予想EPS(12ヶ月先行)÷実績PBR、予想EPSは野村予想を東洋経済予想で補完して作成。
TOPIX基準PBRは12先月平均、13年度末予想0.19。
PBRは株価対簿価比率。
BPSは一株当たり純資産。
(出所) 野村證券の予想に東洋経済予想を加え、野村證券作成

リスク許容度の高まりで注目されるセクター

NOMURA

- 輸出株、不動産株、金融株等に注目
- ミアアジア市場、HVが回復を牽引する自動車・部品
- 重機、プラント、ロボット・空圧、農機に注目の資本財
- エレキ関連では、産エシ、電子部品、精密に注目
- 復興・防災需要増で回復する建設・セメント
- リフレ政策で注目される住宅・不動産、リート
- 貸出増に転じた銀行。海外市場でのシェア拡大に期待

輸出株、不動産株、金融株等に注目

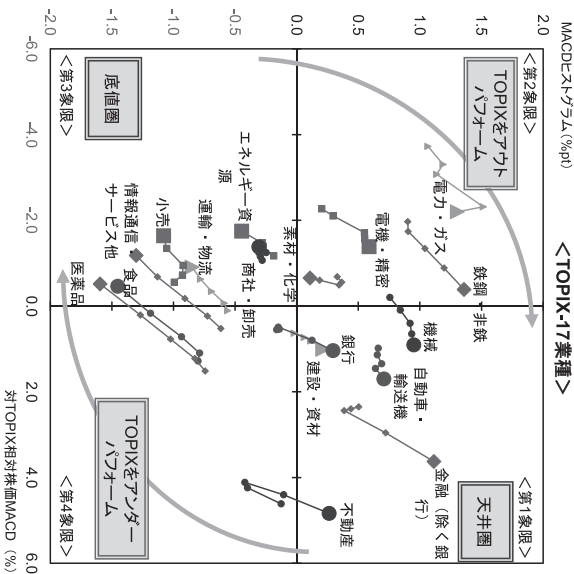
為替感応度(1円円安の経常利益増効果)

	【対ドル】	【対ユーロ】
	2012	2012
NOMURA400	0.74	0.23
NOMURA400(除く金融)	0.87	0.28
化学	1.13	0.05
鉄鋼・非鉄	-0.93	0.04
機械	1.40	0.31
自動車	2.49	0.71
電機・精密	1.08	0.78
医薬・ヘルスケア	0.55	0.09
食品	0.48	0.01
家庭用品	0.20	0.35
商社	0.74	0.01
小売り	-0.04	0.00
サービス	-0.03	0.00
ソフトウェア	0.29	1.00
メディア	0.00	0.00
通信	0.00	0.00
建設	0.00	0.00
住宅・不動産	0.04	0.02
運輸	0.00	0.00
公益	0.42	0.00
金融	0.11	0.00

(注) 単位: %
(出所) 野村證券

NOMURA

日本株のセクターローテーション(対TOPIX相対株価MACDマツダ・通次)



(注) 1. プロットデータは業種別株価指数(東証17業種)の対TOPIX相対株価マツダ・通次 (12.26.9). 2. マツダ・通次は直近5日間のデータ推移を掲載。直近値(大きいポイントで表示)は2012年12月28日時点。
(出所) 東京証券取引所データより野村證券作成

米アジア市場、HVが回復を牽引する自動車・部品

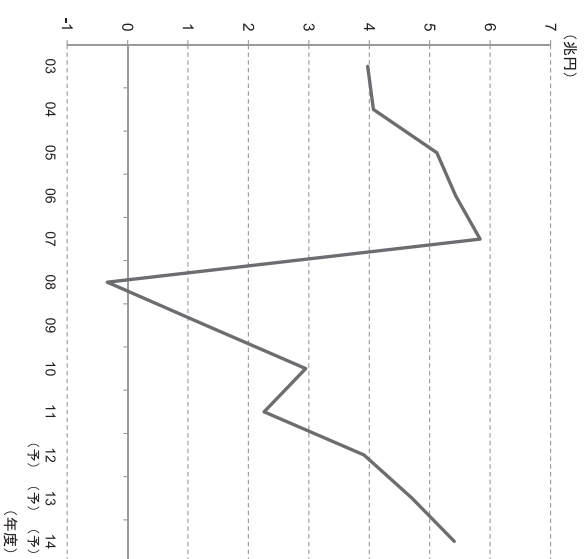
NOMURA

世界の自動車市場見通し

	08	09	10	11	12	13	14
					(千)	(千)	(千)
米国	13.24	10.43	11.59	12.78	14.37	15.42	16.35
	-18.0	-21.2	11.1	10.3	12.4	7.3	6.1
欧州 (除くロシア)	16.75	15.94	15.32	15.21	14.21	14.37	14.84
	-8.2	-4.8	-3.9	-0.7	-6.6	1.1	3.3
日本	5.08	4.61	4.96	4.21	5.18	4.78	4.81
	-5.1	-9.3	7.5	-15.1	23.0	-7.6	0.5
中国	9.36	13.62	18.04	18.53	19.20	21.71	23.01
	6.6	45.5	32.5	2.7	3.6	13.1	6.0
インド	1.75	2.24	2.87	3.07	3.41	3.94	4.53
	-0.6	28.0	28.2	6.9	11.0	15.6	15.0
新興国市場	18.51	21.94	28.37	30.02	32.08	35.56	38.22
	8.4	18.6	29.3	5.8	6.9	10.8	7.5
世界販売合計	68.17	64.75	74.31	77.20	81.71	87.00	92.05
	-4.7	-5.0	14.8	3.9	5.8	6.5	5.8

(注) 乗用車、LCVが対象、バンの人数値は乗車スペース。
(出所) 各国自動車工業会資料をもとに野村證券作成

Russell/Nomura Large Cap 経常利益の推移(自動車)

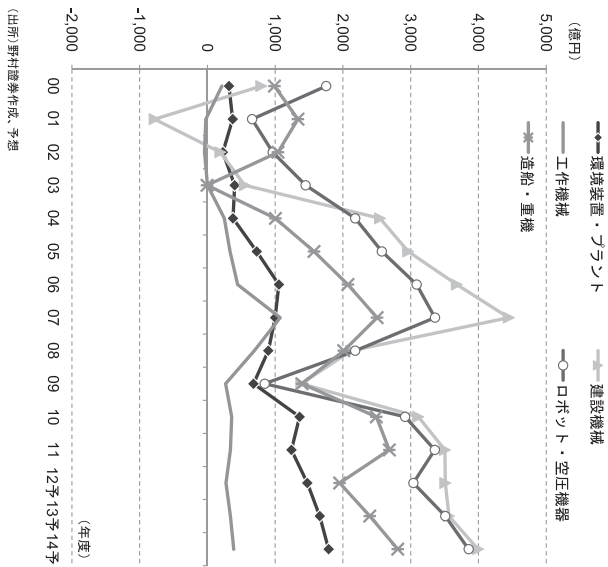


(注) 季節は2012年12月3日時点。
(出所) 野村證券

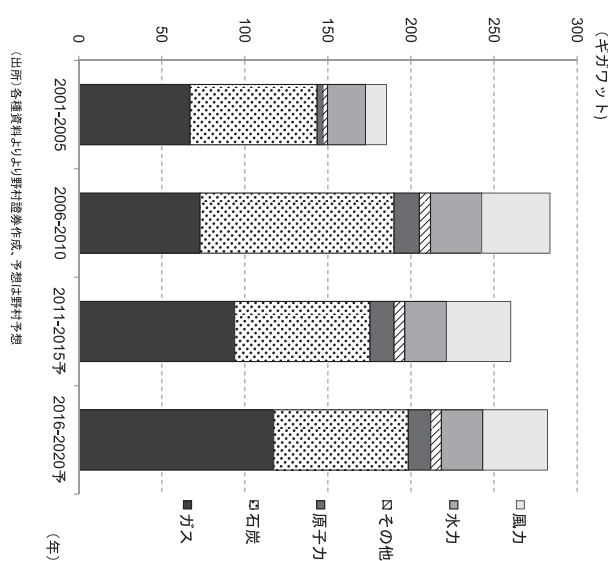
重機、プラント、ロボット・空圧、農機に注目の資本財

NOMURA

サテクター別に見た機械セクターの経常利益の推移



発電タイプ別の原動機受注推移



エレクトロニクス関連では、産エシ、電子部品、精密に注目

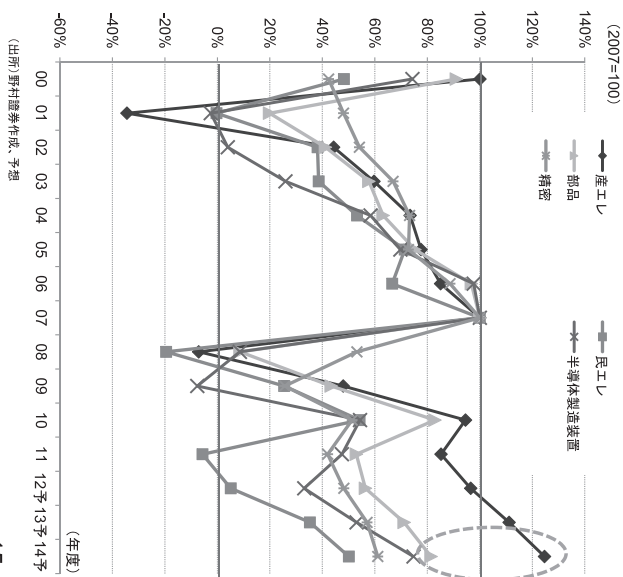
NOMURA

主要アプリケーションの出荷見通し

	09	10	11	12 (予)	13 (予)
携帯電話出荷数量	1,211	1,597	1,775	1,736	1,821
	-0.9	31.8	11.1	-2.2	4.9
スマートフォン	172	299	472	658	844
	23.7	73.5	57.9	39.4	28.4
全PC出荷数量	311	376	431	469	535
	3.5	20.8	14.5	8.8	14.1
クライアントPC	315	358	364	360	385
	5.0	13.7	1.7	-1.0	6.9
Desktop PC出荷数量	146	157	155	152	150
	-7.2	7.5	-1.4	-1.6	-1.5
Notebook PC出荷数量	169	201	209	208	235
	18.6	19.0	4.1	-0.5	13.0
タブレットPC出荷数量	0	18	67	109	150
	-	-	3.6x	62.3	38.2
液晶テレビ出荷数量	146	192	205	210	219
	36.7	31.6	7.1	2.4	4.3
半導体出荷金額 (百万ドル)	226,313	296,315	299,521	288,539	304,249
	-9.0	31.8	0.4	-3.7	5.4

(注) 暦年。予想は2012年10月時点。
(出所) IDC等より野村證券作成

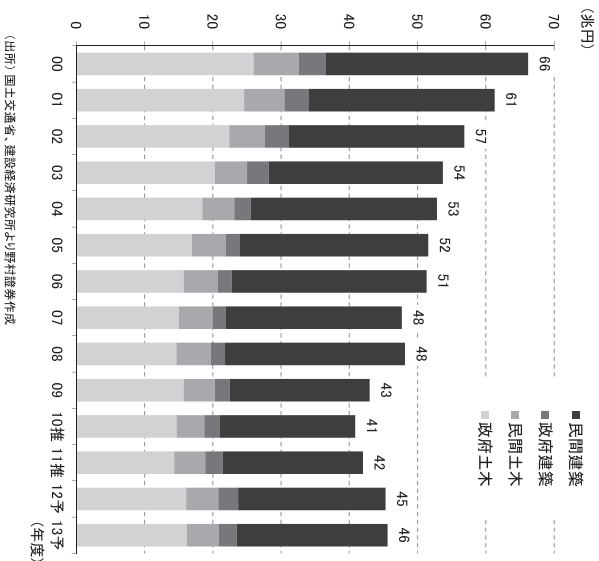
サブセクター別に見たエレクトロニクスの営業利益の推移



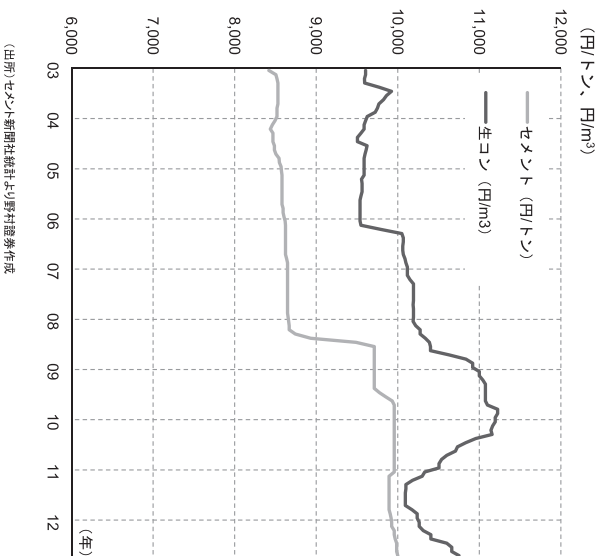
復興・防災需要で回復する建設・セメント

NOMURA

建設投資の推移と予想



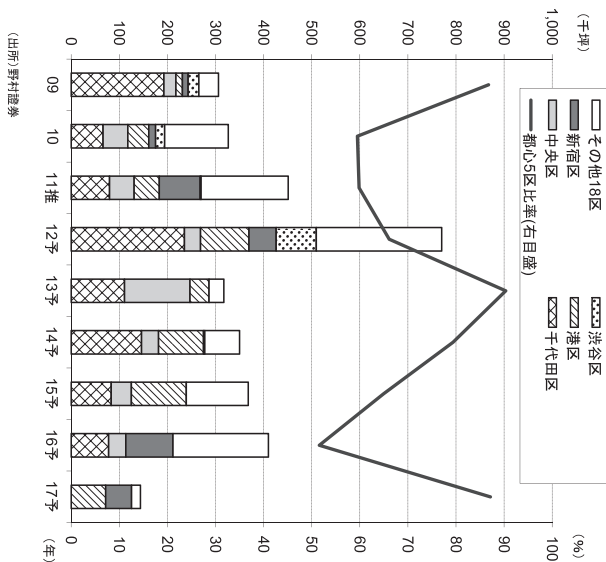
国内のセメント、生コン市況



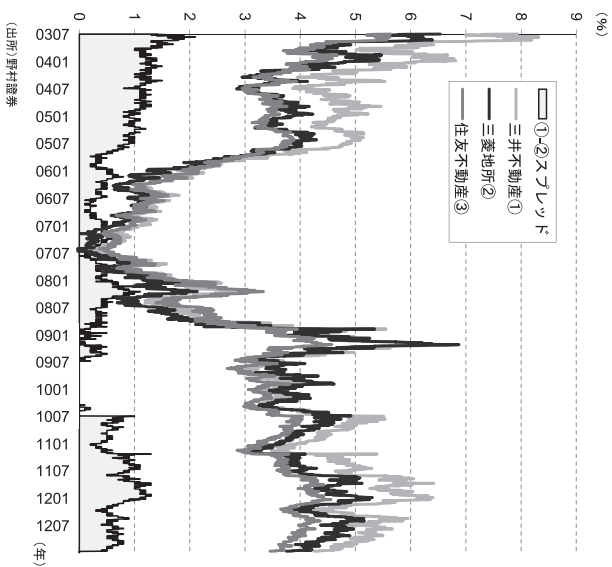
リフレ政策で注目される住宅・不動産、リート

NOMURA

東京23区のアパース供給量予想



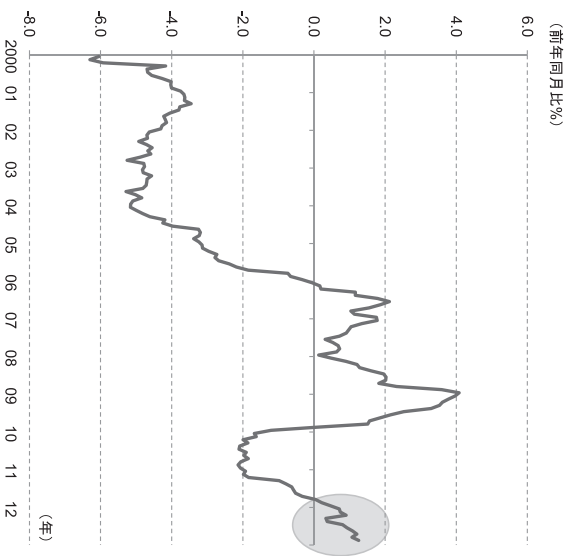
10年国債金利回りに対するリスクプレミアム推移



貸出増に転じた銀行。海外市場でのシェア拡大に期待

NOMURA

銀行総貸出（平残）の伸び率



(出所) 日本銀行資料より野村證券作成

銀行株の投資視点

	短期（1～2年程度）	中期（2～4年程度）
アップサイド シナリオ	-貸出市場の改善 -与信費用の継続低下 -海外市場でのシェア拡大 -内外での出資・提携・買収実行 -想定外に好調な市場運用部門収益	-政策保有株の大量売却 -日銀利上げによる預金利鞘拡大 -貸出利鞘の改善 -景気回復に伴う貸出増加 -貸倒引当金戻入益の計上 -グループ再編に伴う効率化
ダウンサイド シナリオ	-株式市場の反落 -与信費用の上昇 -政策関連リスク	-欧米金融機関の復活 -連結子会社の収益低迷 -海外投資・提携の失敗 -旧政府系金融機関の上場/需給悪化 -利上げ一服と金利変動の循環化 -公約金融のシェア拡大

(出所) 野村證券

まとめ

NOMURA

- 米国、オバマ大統領の再選でFRBの量的緩和(QE)政策が継続しよう。財政の崖への対応にメドがつくと、米国株式市場は上昇再開へ
- ドイツの反対で共同債は進展せず。ユーロ圏債務問題は長期化しよう。ただ、ECBの新しい国債購入策(OMT)など信用緩和策で小康状態は続く
- 中国経済は財政出動で底打ちへ。ただ、内需、消費主導の発展モデルへの転換は容易ではない。長期成長力は鈍化と見る
- 日本は、安倍政権により、デフレ不況克服に向け、財政金融両面からリフレ策が採られよう。日銀新総裁人事に注目
- エネルギー転換に伴う貿易赤字は所得収支の黒字がありネガティブではない。日銀の緩和政策と合わせ、円高是正を促し、企業収益、株価回復につながる
- 円高是正を視野に、自動車・部品、重機、プラント、ロボット・空圧、農機、産エシ、電子部品、精密などの輸出株に注目
- 一方、復興、防災需要の拡大策で、建設・セメント、金融緩和策で住宅・不動産、J-REIT、金融株にも注目できよう

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等（国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.365%（税込み）（20万円以下の場合）、2.730円（税込み）の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料および運用管理費用（信託報酬）等の諸経費、等）をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目録見書、等をよくお読みください。

国内株式（国内REIT、国内ETF、国内ETNを含む）の売買取引には、約定代金に対し最大1.365%（税込み）（20万円以下の場合）は2.730円（税込み）の売買手数料をいただきます。国内株式を相対取引（募集等を含む）によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。国内株式は株価の変動により損失が生じるおそれがあります。国内REITは運用する不動産の価格や収益力の変動により損失が生じるおそれがあります。国内ETFは連動する指数等の変動により損失が生じるおそれがあります。

外国株式の売買取引には、売買金額（現地約定金額に現地手数料と税金等を買いの場合には差し引いた額）に対し最大0.9975%（税込み）（売買代金が75万円以下の場合）は最大7.455円（税込み）の国内売買手数料をいただきます。外国の金融商品市場での現地手数料や税金等は国や地域により異なります。外国株式を相対取引（募集等を含む）によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。外国株式は株価の変動および為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

債券を募集、売出し等その他、当社との相対取引によってご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券の価格は市場の金利水準の変化に対応して変動しますので、損失が生じるおそれがあります。また、発行者の経営、財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがあります。加えて、外貨建て債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

信用取引には、売買手数料（約定代金に対し最大1.365%（税込み）（20万円以下の場合）は2.730円（税込み））、管理費および権利処理手数料をいただきます。加えて、買付の場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付け株券等に対する貸株料および品質料をいただきます。委託保証金は、売買代金の30%以上で、かつ30万円以上の額が必要です。信用取引では、委託保証金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託保証金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。詳しくは、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、等をよくお読みください。

野村證券株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第142号
加入協会／日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会