

# 一一〇一四年の内外経済展望と株式市場

海津政信

はじめに

皆様、こんにちは。海津でございます。

先ほども控室のほうで少しお話ししておりますが、今回で九回目ということで、もう一〇年近く、一月のこの時期にお話をさせていただいておりまして、大変光栄に思つて今回も来させていた

だいております。

ども、六〇%前後の大幅な上昇を見せ、異次元の金融政策等々さまざまに駆使して、いよいよデフレから脱却できる可能性が出てきたということです、皆様の御関心も大変強いのではないか、こういうふうに思つて今日参らせていただいた次第であります。

早速、本論に入らせていただきます。

昨年は、アベノミクスを評価し、日本株が世界中で最も高い、どこから測るかにもよりますけれ

## 一、内外経済見通しと株式市場

(世界経済は先進国をリード役に緩やかに回復へ)

まず、世界経済の状況について、ごく簡単に触れてみたいと思います。

お手元の資料の二ページ（文末添付資料参照）の右側をご覧ください。二〇一四年の世界のGD Pの伸び率を三・五%としております。そして、二〇一五年を三・七%としてございます。緩やかに世界経済は再び回復に向かう、こう考えています。

この構図は、日本にとって余り悪くないと思つております。というのは、新興国が経済の成長を大きくなりードする場合、どうしてもエネルギー原単位が悪いですから、資源価格の上昇を伴うことが多い。一方で、先進国の場合、その懸念は余りない。事実上、日本は今、円安政策を採つておりますので、資源価格が一段と上がる状況では、円安のメリットだけではなく、デメリットもかなり気にしないといけないということになりますが、

大きな特色は、先進国が、二〇一三年の一・二%に対して、二〇一四年は二・一%、二〇一五年は二・二%という格好で、久しぶりに経済の回復をリードするという点です。米国は三%成長の軌道におおむね戻っていく。ユーロ圏もさすがにマ

それは幸い避けられるのではないか、こう思うのが一点です。

二点目に、日本企業は、ドイツなどに比べますと新興国戦略がやや遅れており、依然として先進国で稼ぐビジネスモデルになつておりますので、二〇一四年、二〇一五年と先進国中心に世界経済が回復するというのは、企業業績の観点からいつても悪くないということであります。

(日本、アベノミクスが効果。消費増税は経済対策で吸収へ)

そういう中で、まず最初に日本であります。

三ページをご覧ください。左側は四半期別の実質GDP成長率予測です。既に一一三月に入つてきていますが、終わりました一〇一一二月、それからこの一一三月と再び成長率は上昇し、特にこの一一三月は、四月の消費税率の引き上げ前と

いうことで駆け込み需要が出てまいりますので、年率五%ぐらいの成長を見ておられます。一〇一一二月も恐らくいい数字が出てくるのではないかと思ひます。後でアメリカの雇用の話もいたしますが、実は日本の雇用情勢も昨年の秋以降かなり良くなつていまして、九月、一〇月、一一月のわずか三ヵ月で就業者数は五〇万人増えています。九月が一九万人、一〇月が八万人、一一月が二三萬人ということで、米国の雇用統計ではないのかと見まがうほどの数字が労働統計として確認されておりまして、恐らく一〇一一二月は結構強かつたですし、この一一三月も強いだらうと思います。

その一方で、四一六月は当然マイナス成長になりますが、私どものエコノミストは、公共投資と輸出の下支えを考え、年率マイナス一・四%と比較的浅い調整を予測しております。そして、七月には年率二・五%ということでプラス成長に

なつていく、こういう予測になつています。この予測どおりいくと、二〇一五年一〇月の次の消費税率の引き上げもゴーサインが出ておかしくないというようなことになつております。その是非はもう少し先でないと議論できないと思いますが、消費増税については、基本的に乗り切れるというのがこの数字に現れているわけであります。

さらに、三ページの右側をご覧ください。一月二十四日から通常国会が始まりますけれども、最初に行われるのが補正予算の議論であります。歳出・歳入とともに約五兆五〇〇億円の平成二五年度補正予算というものが既に決まっておりまして、これに昨年一〇月に決めた減税策等々を入れますと、六兆五〇〇億円ぐらいの経済対策が組まれております。消費税率を五%から八%に上げますと大体八兆円の負担になるのですが、そのうち六兆五〇〇億円ぐらいをこういう経済対策についてB。成長戦略については、残念ながら及

再び民間経済に戻しますので、四一六月は多少マイナス成長になつても、年度全体では恐らく一%を超える成長が期待できるのではないか。確か政府見通しが一・四%ぐらいで、私どものエコノミストは割合強気で一・八%，こういう数字を見込んでいます。

(円安、企業収益好転、賃金上昇、デフレ脱却を期待)

次に、もっと重要なのは、アベノミクスがどういう評価になるかということであります。

四ページ右下の工程表をご覧ください。第一章が「円安株高」、第二章が「物価上昇」、第三章が「賃金上昇」、第四章が「潜在成長率上昇」、こういうことであります。浜田宏一教授は、金融政策については、試験の点数で言うとA。財政政策についてはB。成長戦略については、残念ながら及

第点は取れずE。したがつて、A、B、Eで「ア

ベ」という語呂合わせも大変面白いですが、こう  
いう評価をされています。

金融政策は非常にうまくいっていると思いま  
す。日本銀行総裁に黒田さんを据え、かなり大胆  
な金融緩和策が採られておりまして、物価目標二  
%に向けて着々と進んでいるように見えます。ま  
た、今日は一円五〇銭ぐらい円高に振れています  
が、一〇三円とか一〇五円というところまで行つ  
ています。一昨年一月一四日の党首討論の前後  
は一ドル八〇円ぐらいでしたから、二十数円円安  
になつてゐるわけです。そして株価は、一番ひど  
かつたときで八〇〇〇円台まで下がつていきました  
ものが、ついこの間、一万六〇〇〇円台を回復  
し、今年に入つて多少調整ぎみですが、それでも  
一万五四〇〇円から一万五五〇〇円でありますの  
で、これは非常にうまくいっているということだ

と思います。

物価上昇のほうは、昨年一月、生鮮食品を除  
いたベース（コアCPI）で前年比プラス一%  
強。また、さらにエネルギー価格も除いたベース  
(コアコアCPI)も前年比プラス〇・六%とい  
うことで、物価上昇も割合うまく進み始めてい  
る、こういうことがあります。

こうなると当然、賃金が上がつてこないとなか  
なか難しいわけでありますが、二つの理由で、賃  
金も、少なくとも物価上昇に見合う程度には上  
がつてくれるのではないかと思います。

一つは、失業率がかなり下がり始めています。  
見かけ上、四・〇%で余り下がつていないうに  
見えますけれども、労働参加率が上がつていま  
す。アメリカは逆に労働参加率が下がつてているの  
ですが、日本は主婦層を中心に労働参加率が上  
がつております。先ほど申し上げたように、就業

者数は、九月、一〇月、一一月のわずか三カ月で五〇万人、昨年一月から數えますと六〇万人ぐらゐ増えています。アメリカでは、毎月二〇万人雇用が増えると実質年率約三%の成長ペースになるわけですけれども、日本とアメリカの人口規模は二・四倍ぐらい違いますので、米国の二〇万人増といふのは、日本に置きかえると八万人増ぐらいです。そういう面では、去年の九月、一〇月、一一月はそれを超えて拡大しているということです。日本についても雇用情勢は大分良くなつてゐると思われます。名古屋などは、失業率が三・三%ぐらいということで完全雇用に近いので、人が足りないという話のほうがむしろ多いという状況にあります。ですから、失業率が事実上、下がつてきて賃金が上がる、そういう関係が一つ指摘できます。

もう一つは、四ページの左側ですが、企業収益

がV字回復を遂げつつあるということでござります。かつ、二〇一四年度は、震災復興のための人税を三年間限定で徴収しましようということでやつておりましたが、これを前倒しでやめることになりましたが、約八〇〇〇億円の減税になります。こういつた安倍政権の政策もあって、企業経営者も賃上げには最大限協力しようという感じになつてきているということです。

いかに掛け声が上がつても企業収益が悪いままであれば、ない袖は振れませんが、輸出企業を中心に入企業収益が戻つてきており、好調企業はベースアップも行う、こういう状況になつてきているということです。

問題は、第四章の成長戦略です。浜田先生は落第点のEだと言っていますが、Dぐらいは付けてもいいのではないかと個人的には思います。というのは、昨年の九月、一〇月、一一月で増えた五

○万人の就業者の大多数は、実は女性です。安倍政権は、女性の活躍推進のためにかなり思い切った少子化対策を行うということを掲げていますが、一定程度それが寄与し始めているのではないという感じもしますので、Eということはないと思います。ただ、十二分に合格点が取れるかといふと、恐らくそこまではいかない。今年の六月に向けて成長戦略を改定するということになつておりますので、どれぐらい岩盤規制に迫れるのか、それから、最もわかりやすいのは法人実効税率の引き下げでありますので、そのあたりの議論がどうなるのか、この辺が見どころではないかとう感じがいたします。

そういう意味では、内閣支持率をいかに高く維持できるかというのが、成長戦略を考えていく上で一つの大きなポイントであります。一二月は、特定秘密保護法案を强行採決したこと

で、一ヶ月の六四%から九ポイント下がり五五%。そして、一二月二六日には靖国参拝もありましたので、内閣支持率はもう少し下がるのではないかと懸念しておりましたが、読売新聞が一月一日から一二日にかけて行つた世論調査では六二%ということで少し戻っています。どちらかといふと、普天間の辺野古移設に向け、沖縄県知事が埋め立て許可を出してもらうため、菅官房長官を中心にさまざまな対応策を探ってきたわけになりますが、それが一定程度評価されているよう見ええる、こういうことがあります。六〇%前後、悪くとも五〇%台の内閣支持率でいけば、それなりのことができるという意味で、やはり内閣支持率は大事だと思います。

そういう点では、都知事選挙も波乱含みになつてきています。徳洲会から五〇〇〇万円を受け取つていたということで猪瀬知事が辞任されて、

二月九日投開票で都知事選挙が行われます。細川護熙元首相が小泉元首相の後押しを受け、脱原発政策をメインイシューにして立候補しそうだという話になつてきていますが、これもやや不透明。今日の後場の東京市場の下げの大半の理由はここにあるのではないかと思います。去年は、政治・

政策が経済を押し上げて円安と株高につながつた。しかし今年は、その延長上にはあるのですけれども、政治サイドが足を引っ張らないかどうかというのがややテーマになりつつあるという感じがいたします。

私は、そんなに詳細に分析しているわけではありませんが、二つぐらいの理由で、恐らく最終的には舛添さんが勝つのではないかと思つています。昨年七月の参議院選挙では、東京地方区で約五六〇万票のうち、自民党の丸川さんと武見さんが合わせて約一六七万票取っています。公明党の

山口さんが約八〇万票、みんなの党が約三二万票で、全部合わせると二七九万票であります。どれくらいの投票率になるかわかりませんが、衆議院選挙のときほどはいかないでしようから、去年の参議院選挙の五六〇万票が基数だとすると、今言つたような形になります。

日弁連の前会長の宇都宮さんも出られるということでありますので、共産党の七〇万票は、恐らくそのまま宇都宮さんに行くと思われます。それに社民も入れて多分八〇万票ぐらいとります。そのほかの方を入れて約一〇〇万票はお二人以外ですから、五六〇万票から一〇〇万票差し引くと四六〇万票です。これを舛添さんと細川さんでどう分けるかということになります。舛添さんの基礎票は自公とみんなを合わせて二七九万票でありますので、ある程度減らしても、細川さんではなく、舛添さんではないかと私は思つております。

しかし、やつてみないとわからないところもありますので、二月九日は要注目、こういう感じでありますかと思います。

私は、小泉純一郎という政治家を一時随分評価していた時期がありますが、今回のことに関して言うと、まことにもつて失望しています。自民党は原子力政策を中曾根さん以来ずっと進めてきたわけで、六年間総理の座にあつたときもそうしていたわけです。この間フィンランドに行つて意見を変えたというのは余りにも無責任だと思つてしまして、正直失望しております。

それと同時に、エネルギー政策の中では、経産省を中心に原子力を基幹電源として位置づけています。ただ、これは閣議決定しておりませんので、恐らく少し修正すると思います。安倍首相も、新增設は簡単にはできないとおっしゃつているわけです。ただ、安全性が確認されたものは再

稼働してもいいのではないかということでありますので、そのあたりで経産省のエネルギー政策を多少軌道修正していくば、対応はできるのではないかと思つています。

東京電力は柏崎刈羽を動かさないと経営再建できないと思います。福島の第一、第二を廃炉にするというのは既定路線だと思いますが、一方で、柏崎刈羽は七基ありますので、これを動かすことが経営再建に欠かせないということになります。

一基動かすだけで一二〇〇億円の燃料代の節約になりますので、四基動かすと、ざつと五〇〇〇億円の燃料費の節約になります。ですから、二年間で一兆円ぐらい燃料費が節約できるというぐらい、動かすか動かさないかというのは非常に大きなことになってしまいます。ということで小泉さんがどうしてあんなことを無責任に言つているのか、私には良くわかりません。ですから、聞かれれ

ば、失望している、こうはつきりとお答えしてい  
るわけであります。

ということで、多分何とかなると思いますが、  
二月九日を過ぎないとなかなかそこははつきりし  
ない、こういうことではないかと思います。

日本の話はこれぐらいにいたしまして、アメリ  
カのほうにいきたいと思います。米国について  
は、五ページと六ページです。

#### (米国経済の日本化なし。シェール革命もプラス)

「米国経済の日本化なし」とやや断言的に書き  
ましたが、一番の肝のチャートは、五ページ左の  
グラフであります。一九九〇年代の日本と全く違  
う状況がそこには出ています。これは何を示して  
いるかというと、アメリカの家計の純資産です。  
見ていただくとわかりますように、二〇〇八年、  
リーマンショックの年は、株安と住宅価格安が何

と一〇兆米ドル、日本円で一〇〇〇兆円以上の富  
の喪失につながりました。しかし、QE政策を軸  
にして株価もその後大きく戻り、地価も二〇一二  
年にするとプラスサイドに動いてくるということ  
で、もう既にアメリカの家計の純資産規模は、昨  
年末の数字はまだはつきりしませんが、昨年の上  
期段階で七五兆ドルになつております。二〇〇七年、  
リーマンショック前のピークが六九兆ドルで  
すので、実はもう既にリーマンショック前の最も  
良かつた水準を超えているということでありま  
す。もちろん、ミクロで見ていけば、二割ぐらい  
の世帯が依然として住宅ローンに苦しんでいると  
いう統計も一方でありますけれども、マクロ的に  
見るところいう状況になつております。したがつ  
て、いわゆるバランスシート調整は、米国に関し  
て言えばほぼ終了したということであります。

これに加えて、シェール革命というアメリカな

らではの新たなプラス要素も加わってきています。昨年一二月の雇用統計はたまたま弱い数字が出て、昨日のニューヨーク市場は大きく下げて、今日の前場は、東京市場も円高に伴つて三百数十円下げるということになっているわけですが、大きくは、アメリカ経済は回復に向けて着実に歩んでいく、こういう判断をしております。

昨日の雇用統計については、私どものニューヨーク及び東京の米国担当のエコノミストによりますと、天候要因で五万人ぐらい違つてている。また、会計や配達業といった幾つかのかなり特殊なところで六万人ぐらい雇用減が見られる、こういう分析です。その天候要因の五万人と特殊要因の六万人を合わせると一一人ですから、七万四〇〇〇に一一万を加えると一八万四〇〇〇ということで二〇万人に近い。実質はそういうことのようありますから、そんなに心配する必要はないと思つております。

思つております。ただ、天候不順は今年に入つてからも続いておりますので、三月に出てくる二月の数字は相当いいと思いますが、二月初頭の一月の数字がどうかというのは、ここから出てくる週間の失業保険の申請数その他、少し見ないと断定的には申し上げにくい。しかし、大きな意味では、二・五%から三%の成長経路に向けて歩み出している。その判断は問題ないと思つています。

(米QE(量的緩和)縮小開始を決定、ゼロ金利政策は継続)

そうすると、では、QE政策の縮小はどういうペースで行うのか、ゼロ金利政策の解除時期は一体いつなのかということが次の議論になるわけです。これは六ページに載せております。

結論的には、今年の年末までにQE政策は終わらせる。すなわち、昨年の一二月段階で、国債と

MBSを含む八五〇億ドル、月間八兆五〇〇億円ぐらいをFRBは市中から買い取っているわけですが、この一月にこれを一〇〇億ドル減らして七兆五〇〇億円ぐらいにする。そうやって肅々と減らしていく、秋か年末にはゼロまで持っていくということだと思います。ゼロ金利政策の解除については、今のところ二〇一五年末と思つております。ですから、今年中に量的緩和政策は終え、そこから一年後の二〇一五年末にゼロ金利政策の解除に踏み出す、これが今のところの私の判断でござります。もちろん、今後、経済データ次第で前倒しも後ろ倒しもあり得るわけですが、今のところそういうふうに思つております。

可能性としては、二〇一五年末からさらに後ろへずれていくというよりは、ほぼ二〇一五年末か、若干早くなるということかと思つております。

去年の五月にバーナンキ議長がタカ派的な発言をしたのは、余りにもクレジット市場がタイト化した、すなわち、格付の低い社債までかなり買わ

す。というのは、先ほど来申し上げているように、バランスシート不況は既に終わっているということと、シェール革命はアメリカ経済にかなりプラスの効果をもたらす、こう考えているからであります。ハト派のイエレン議長でありますので、雇用が少しもたつけば、彼女はテーパリングの進度調整をするでしょうし、ゼロ金利解除の時期も後ずれさせるということで、失敗する可能性は少ないとします。むしろジレンマがあるとすると、アメリカの資産価格が予想以上に上がり、今年のアメリカ株が昨年のように上がってしまうと、今のところその兆候は余り出ておりませんが、そちらのほうが対処しにくいのではないかという感じがいたします。

れて、優良企業のA A A格の社債利回りとB B格の社債利回りがさして違わないということが起きてきたからだと解釈されています。しかし、イエレンさんはハト派ですので、むしろ、クレジット市場が再びタイト化するとか、株価上昇がややバブル化していくことのほうが扱いとしては難しいのではないかという感じがします。いずれにしても、そこはこれからデータ次第ですが、基本的には、私は米経済について楽観的な見方をとっています。

うでありましたように、経済停滞が続く中でも、ところどころで循環的な回復は見せますので、今年と来年は、ヨーロッパ経済もドイツを中心に循環的に少し回復するのではないかと思います。循環的に回復すると、構造問題はやや陰に隠れやすくなつてくるということで、南欧の債務問題がもう一回大きく取り上げられてくるとすると、再来年以降ではないかと思いますが、暫くは循環回復の流れにあるのではないかと思つています。

ヨーロッパはとにかくドイツが強過ぎる。です

から、どこかで不協和音が出てこないかと心配しています。特にフランスとドイツの関係です。ある人は、自虐的な表現でありますが、フランスの大統領は今やドイツの副首相のように見えるとうぐらい不満を表明しておりますので、強過ぎるドイツがちょっと問題になる可能性も見え隠れしている。ですから、ドイツのためにも、もう少し

（南欧債務問題は長引く。循環回復の動きは見逃せば）

次に、七ページをご覧ください。ヨーロッパで

あります。

南欧の問題は簡単に解決しないと思う一方で、一九九〇年代から今世紀にかけての日本経済がそ

南欧に対する手を差し伸べてやつたほうが、長い目で見るといいのではないかと私は思います。しかし、今のところ、SPDは比較的そういう感じですけれども、マルケル首相の中道右派CDUは、どちらかというと強気に南欧の問題を処理しようとしておりますので、そこは少し気になるところです。

(中国経済減速は一巡。シャドーバンキング規制に留意)

次に、中国であります。

経済の減速は一巡してきたように思います。八ページ左の色の濃いグラフが鉱工業生産であります。昨年の秋以降、一〇%増ぐらいのペースを刻んでおり、七%台半ばぐらいの成長ペースを保っているように見えます。ただ、リスクはどうだらにあるかというと、少し下振れのほうだと思ひた、北京や上海の不動産市況もかなり高い状況が

ます。

一つはシャドーバンキングの問題があります。ノンバンクと言い換えてもいいかと思いますが、中国の銀行システムを通じずに、かなりのお金が個人からノンバンク経由で地方政府やいろんなところに回っている。中国は資本市場の自由化が遅れていて、預金金利もかなり低く据え置かれておりますので、有利な理財商品が出てくるとどうしてもそちらに向かうということで、ざつと一三〇兆円から一五〇兆円ぐらい、シャドーバンキングを経由したものがあると言われています。中国経済は既に、五〇〇兆円の日本経済の一・四倍から一・五倍、七〇〇兆円から八〇〇兆円ぐらいの経済規模であります。それでも一三〇兆、一五〇兆というのは小さな規模ではありませんので、一定の留意は怠れないということだと思います。

続いており、減速一巡ということで政策を運営する

ると思しますので、今年も七%台半ばぐらいの成

(貿易赤字、日本銀行緩和、ドル金利上昇でドル高・円安へ)

長ペースは保つのではないかと思いますが、シャドーバンキングの問題と都市部の住宅市況の問題はリスクとしてきちんと見ていかないといけない、こういうことだと思います。

ですから、中国を初め新興国は幾つかの問題を抱えていて、減速が一巡したとしても、すぐに力強い成長に戻るかというと、少し時間はかかりそうだということでございます。

以上、世界経済全体を鳥瞰図的に申し上げ、日本、米国、欧州、中国ということで見てまいりましたが、次に、これらを踏まえた上で、為替市場と株式市場をどう見るかということです。

以上、世界経済全体を鳥瞰図的に申し上げ、日本、米国、欧州、中国ということで見てまいりましたが、次に、これらを踏まえた上で、為替市場と株式市場をどう見るかということです。

字はむしろ興国につながる可能性もあるということを書いた覚えがあります。ただ、その場合も、日本銀行が相当緩和的な政策を採ることが条件になる、こう申し上げてもいたのですが、昨年四月以降、黒田日本銀行の政策を受けてこれが実現してきているということで、既に一〇〇円台に入っています。

九ページが為替です。私は、一昨年の一〇月、

『証券アナリストジャーナル』に貿易赤字興国論

というのを書いたことがあります。震災によって

原子力発電所が止まり、それをLNGの火力で賄う。それに伴って燃料費が急増し、貿易赤字にながるとしても、それは円の需給を円安方向に変えてくれるので必ずしも悪いことではない。円高

デフレの罠から抜け出すという意味では、貿易赤字はむしろ興国につながる可能性もあるということを書いた覚えがあります。ただ、その場合も、日本銀行が相当緩和的な政策を採ることが条件にな

私どもの予想は九ページ右下にござります。独自に野村円需給インデックスというものをつくつておりますて、それをベースにドル円の推計予測をやつております。二〇一四年の年末が一ドル一〇円、そして、二〇一五年末が一一六円という予測になつています。当面は貿易赤字と日銀緩和、その先にドル金利上昇というドル高要因も加わつてきて、今年の年末は一一〇円、来年末は一六円、こういう予測をしております。

一〇五円まで行つて、今日は一〇三円五〇銭、ニューヨーク市場では一〇三円を若干割つて一〇二円台という感じでかなり大きくスイングしておりますが、これは雇用統計が市場予想の一九万人に対してわずか七万四〇〇〇人にすぎなかつたということから来ているということです。ただ、それは、中身を分析すると天候要因と特殊要因でかなり説明できる。根っここのところは判断と

して特に変わらないということを先ほど申し上げたわけでありまして、この私どもの予測値を暫く維持できると思つております。むしろ、米経済データ次第では、今年の年末、一一〇円ということで終わるのではなくて、もう少し円安に行く可能性のほうが一〇五円程度で終わるより高い、このように思つています。それぐらい米経済ははつきりと回復してくるだらうと見てています。

#### (日銀のバランスシート拡張は円安、株高の源泉に)

一〇ページに日本銀行の政策が出ております。恐らく追加緩和はあると思います。三月ぐらいにも追加緩和をしてくれるのではないかという見通しもあるようですが、それはちよつと早いのかなと。私は四一六月説です。四月ぐらいまでは、消費者物価の上昇率も黒田総裁の目線とそんなに違

わない格好で進んでいくのではないかと思つておられます。むしろ、株が調整しやすい五月、六月あたりで追加緩和策のカードを切る可能性のほうがやや高いのではないかと思つています。ですから、二〇一四年末までマネタリーベース二七〇兆円、バランスシート規模二九〇兆円としておりまして、これは蕭々とやつしていくだらうと思ひます。一〇ページ右のグラフにありますように、直近で二三五兆円ぐらいのバランスシート規模になつておりますので、既に年末の二三〇兆目標は超過達成していきます。二〇一四年末に二九〇兆、このままのペースで二〇一五年まで伸ばしていくと、三六〇兆ぐらいでしようか、GDP比七〇%ぐらいの日銀のバランスシート規模といふことで、これはF R BよりもE C Bよりもはるかに大きいということになります。アメリカは金融政策の出口に向かう、日本は追加緩和の可能性

が高いということですので、為替としての帰結はドル高・円安ということで、先ほど申し上げたよう見ているということでございます。

実は、このバランスシート規模は株価との関係もございまして、一〇ページの右側は日銀のバランスシート規模と株価を並べたものであります。株価のほうが若干遅れて動くような感じになつております。一年遅れぐらいということで言うと、二三〇兆規模というのは、日経平均に置きかえると一万九〇〇〇円ぐらいということで、私は年末一万八五〇〇円説を探つておりますが、この点もサポートしてくれると言えています。ただ、流动性相場で大きく押し上がつていくというよりは、企業業績の拡大を伴つて、ファンダメンタルズの好転をベースに株価は上昇していく、こういうふうに考えています。

今のバリュエーションはおおむね適正、TOP

I Xで一三〇〇前後というのが、予想P E R、それからR O EとP B Rの組み合わせで見ていくつも妥当だと思います。一年先になりますと、当然さらにその先を織り込むようになりますので、今年の年末にはT O P I Xで一五〇〇ポイント、日経平均で一万八五〇〇円というぐらいのところまでフェアバリューの水準が上がっていく。追加的な円安と業績拡大でそれぐらいのところまで上昇していくのではないかと思っています。二万円説もありますが、私は、流動性相場なので、自動的にバリュエーションが切り上がるという考え方ばかり採らないほうがいいと思っています。予想P E Rで言えば一五倍前後、アメリカ株並みというのがいいのかなと思います。今回の上昇相場の前、すなわち一昨年の一一月以前、日本株は一二倍ぐらいまでバリュエーションが下がっておりました。それが一五倍までは正されてきて、かつ、

今年度の利益が四〇%ぐらい増益になりますので、バリュエーションの修正と増益とが相まって六〇%とか、一昨年の一一月からとればもつと上昇しているわけですが、そういう上昇になつているということであります。

安倍政権が長期政権になるという前提で、予想P E Rは一五倍ぐらい、アメリカ株並みというのが適正なバリュエーションだと思っております。それをもとに、今年の年末や来年の春、T O P I Xで一五〇〇、日経平均一万八五〇〇円、こういう見方をしているということであります。二万円説を採る方々も少なくありませんが、そうはいつても、外国人投資家は成長戦略の見極めはしてくるだろうと思いますし、企業業績を無視して買いかがつていくということも余り考えられませんので、二万円を楽に超えるという説に対しても、私は、安易にそういう考えないほうがいいと敢えて申し

上げておきたいと思っています。

なります。

以上が株についての全体の見方であります。

## 二、注目セクターの動向

ここからは、産業動向についてお話し申し上げたいたいと思います。

一二ページに「注目セクターの動向」として九つ挙げましたが、一三ページ以降で少し具体的に見ていくたいと思います。

（セクター別増益率とセクター別アロケーション）

今年、オーバーウエートのセクターはどこかといふと、基本的には円安株高傾向を想定しておりますので、輸出加工型のセクターがまず第一に浮かび上がってきます。具体的に言えば、自動車と電機・精密機械、この輸出三業種ということに

一二ページ左に二〇一三年度と二〇一四年度の増益率を載せてございます。現行予想というのは、昨年一二月の初頭に中間決算を踏まえて予測したものであります。脚注にありますが、現行予想は、一ドル九七円と一ユーロ一三三円を為替前提として使っています。これでいきますと、金融を含んだ全体で、二〇一三年度が三〇・一%増益、二〇一四年が九・一%増益、除く金融で、三七・三%増益と一〇・九%増益という格好になります。

これに対し、シミュレーションとして、二〇一三年度、二〇一四年度の両方がありますが、昨年一二月から今年三月までの四ヶ月間は、一ドル一〇二円と一ユーロ一三九円を為替前提として使っています。ですから、今日円高になつたといつても一〇三円五〇銭ですので、それよりも若

千高い一ドル一〇二円と一三九円で予想したときどうなるかといふと、三〇・一%が三三・四%、三七・三%が四〇・〇%ということになります。

第三四半期決算が出てくるのが一月末から二月にかけてですが、それを踏まえたアナリスト予想では、除く金融ベースで四〇%前後まで増益率が上がっていくのではないかと見てています。

そして、二〇一四年度であります、金融含む全体が一六・六%、除く金融が一九・六%、こういう数字になつております。このときに使つてゐる為替前提は、一ドル一〇七円と一ユーロ一四五円。ですから、二〇一四年度については、ここから為替エコノミストが予測するような一一〇円方向に円ドルレートが動いていく。年末には一一〇円ぐらいまで行って、二〇一四年度平均で一〇七円ぐらいが出てくるという前提になつてゐるといふことがあります。したがつて、一五%から二〇

%ぐらいの増益は追加的な円安効果を考えると十分手が届く、これが企業収益の詳細であります。

自動車セクターは、現行予想八・二%が二三・〇%。これぐらい為替は自動車セクターに後押しを与えます。電機・精密は、一四・三%が三二・一%。利益の水準が自動車より低いので、円安効果が見かけ上かなり大きくなる、こういうことであります。機械は、一四・六%が二六・六%でするので、円安を前提にすると、こういった追加的な上方修正を視野に入れて輸出三業種をオーバーエートしていくことが、リターンを上げていく上で欠かせないということであります。

もう一つは、単年度の収益というよりはもう少し息の長い話で、リフレ政策を採る中で、不動産や建設、さらに金融といった内需株が見直される、この二本立てでセクター戦略を考える、こういうことではないかと思つています。

一三ページの右は必要があれば後で見ていただければと思いますが、私どものグローバルなセクターでのアロケーションを見たものでございます。資本財や一般消費財をオーバーエートにする。一方で、デイフェンシブの生活必需品やヘルスケアをアンダーエートにする。金融はオーバーエートを推奨しております。世界的に見てもこういうアロケーションではないかと思つてします。

#### (米・新興国市場、HVが回復を牽引する自動車・部品)

##### 一四ページは自動車です。

今回のアベノミクスで最も潤う業種が自動車であります。円安がストレートに収益の押し上げにつながる。ほとんど国内で部品調達をしておりまして、輸出の利益が円安で大きく膨らんでいく。

2014年の内外経済展望と株式市場  
例えはトヨタ自動車ですと、一円円安になると四〇〇億から四五〇億円ぐらい、ですから、一〇円で四〇〇〇億から四五〇〇億円ぐらい連結の経常利益が押し上げられるというぐらい円安感応度が高いということになります。トヨタは中間決算で二兆二〇〇〇億というふうにしておりますが、恐らく二兆五〇〇〇億以上の利益が出てきて、二〇〇七年度の二兆二、三〇〇〇億の過去最高利益を今年度一気に更新するのではないかと思います。

業種全体としても、二〇〇七年度の五兆八〇〇〇億を六兆三〇〇〇億という格好で更新していく。為替レートの円安をもう少し追加的に織り込ませると、二〇一三年、二〇一四年、二〇一五年ともさらなる上方修正余地がある、こういうことがあります。

二〇〇七年のときは北米市場で利益を随分上げました。二〇〇七年にトヨタが二兆二、三〇〇〇

億の利益を出したときはアメリカ市場が最も儲かつていて、一兆数千億出ていたと記憶しています。

今日は逆でございまして、国内の単独決算が非常に良くなっているということです。ですから、財務省の方には、今回は自動車業界からちゃんと法人税が取れますよ、前回よりは国内の利益が分厚いですよ、こう申し上げているのですが、そういうふうになつてくるかと思います。今のところ余り死角はないという感じがします。ホンダもいいと思いますし、マツダや富士重工もいいと思つております。長期的には、アメリカのビッグ3との競争というよりは、ドイツのフォルクスワーゲン等々との競争ということになりますが、日本の自動車企業がワーゲンに負けるということは恐らくないだろうと思つております。

(エレキ関連では、産エレ、電子部品が良好)

一五ページは電機であります。

電機は二極化です。左にサブセクターで見たものがあります。二〇〇七年度を一〇〇にいたしまして、この水準を二〇一四年から二〇一五年度にかけて更新していくセクターは、産業用エレクトロニクスと電子部品で、ここが二極化の良いほうです。一方で、民エレは、回復したとしても二〇〇七年の水準の六〇%程度ということで、こちらは弱いほうに属するということであります。

産業用エレクトロニクスは具体的にどこかといふと、日立、東芝、三菱電機、こういうところが入つています。私は、経営改革が一段と成功に向かっているということで日立株に注目をいたしております。今年、『日経ヴェリタス』のアンケートがあつて、日経平均、年末一万八五〇〇円、為替一ドル一一〇円、一〇年国債の利回り〇・九%

というふうにお答えした上で、個別株としてホンダと日立と清水建設を参考に載せたのですけれども、日立の経営改革はかなりうまくいっていると思います。今度経営陣が替わりますけれども、川村さんと中西さんの会長・社長コンビが非常にうまく日立の構造改革をリードしてきた、こういうことがあります。

中西さんは今度会長兼CEOになりますが、昨年会う機会がございました。多くの方々は、家電を縮小し、発電プラントや高速鉄道といったところに重点化して、ビジネスモデルをうまく転換してきているという点で日立は成功していると言います。もちろんそうなのですが、私が中西さんと会つて非常に強く感じたことは、現場主義を徹底しているということでありました。

一例を挙げると、毎週一回、中西氏は事業場に行くそうです。そこで、海外投資家を含めて、今

期の計画、中期の経営計画を説明している、皆さんも共有してほしいと三〇分ぐらい話をされた後、一時間ぐらいにわたって、その事業場の課題について、部長、課長、場合によっては課長代理とも議論をする、それを毎週一回やっている。ですから、年間五〇回やっているということです。これはすごいことだと思います。忙しい日立の社長がそこまで事業場を回っている。これには非常にびっくりしました。それぐらいやれば、大日立といえども経営の方針は末端まで伝わるのだろうなどということあります。産工レとか電子部品とか、基本的に競争力を維持している、ないしはビジネスモデルの転換に成功してきているところを見ておくべきだと思います。

(内外需の回復が見込まれる機械・重機プラント)  
一六ページは、機械・重機プラントでありま

す。

（）は自動車と同様、まだ日本が競争力を持ち

ような感じがいたします。ここらも併せて見ていただければと思います。

得ているところであります。N C 工作機械しかり、ロボット、空圧機器しかしり、センサーしかしりであります。為替レートが一〇五円とか一一〇円

（素材では復興、五輪需要でセメント、値上げで  
紙に注目）

一七ページに素材です。

だろうと思います。そういう点では、ここもオー

バーウエートセクターとして考えていくのではないかと思つております。私どもの担当アナリストは、機械では F A とロボットの関連を勧めています。それから、重機プラントメーカーの担当者は、日揮を初めとしたプラント企業と、I H I や川崎重工等の重工メーカーをお勧めしている、こ

ういう格好であります。

一六ページの右側は、I H I の航空・宇宙・防衛事業の売り上げと営業利益率の推移です。I H I もかなり構造改革が進み、良くなつてきている

本当は鉄鋼や化学というところを挙げたいのですけれども、まだちょっと早いかなと。鉄鋼株を

買うためには、中国の粗鋼生産能力の適正化ということが避けて通れませんので、それを前提に鉄鋼株を評価するのはまだ難しいと思つています。

化学は、長期的には、アメリカのシェールガスをベースとしたデュポン、ダウケミ等との競争もありますので、なかなか難しいのですけれども、今年後半ぐらいになると、エチレンの閉鎖が幾つか出てきます。三菱ケミカルが鹿島のエチレンプラントを止めますし、来年は住友化学がエチレン

プラントを止めます。その先は、旭化成と三菱ケ

ミカルが水島の工チレンプラントを止めていきました。

そこで、かなり稼働率は上がってきます。超長期で見てアメリカ企業との競争という視点がある一方で、リストラクチャリングに伴つて少し収益構造が好転してくるということがありますので、半年ぐらい経つと化学企業を評価する軸が少し出てくるかもしれません。

現時点ではそこもまだ大分先の話なので、セメントと紙というセクターを取り上げているということになります。セメントは、生コンの市況もセメントの市況も非常にしつかりしていて、利益も随分と上がつてきています。紙も、円安になつたことで輸入紙が競争力を失つてきておりますので、かなり値上げができるようになつてきて、収益が戻っていくという見通しができてきています。

(建築着工単価の底打ちで注目される建設)

一八ページは建設であります。

製造業で今日の景気回復をリードしているのが自動車だとしますと、非製造業で今回の景気回復をリードしているのは明らかに建設業であります。二〇年来の好況と言つていいと思います。この二年で本当によく変わつたと思います。震災復興需要が出ていて、防災・減災需要。それから、自民党が政権に復帰したことでのいわゆる国土強靭化対応が出ている。強靭化対応で二〇〇兆円などという莫大な数字は、とてもそんな予算をつくれるはずがないので、考える必要はありませんし、考えてもいけないのですが、状況は大分良くなつてきています。ほとんどの大手ゼネコンは今年の工事量は確保していくまして、来年後半以降どうしようかというぐらいの感じになつています。受注残の中身は、資材価格や人件費が上

がつてきているので余り良くないのですけれども、それが一巡すると、建築単価が上がってきておりますので、来年ぐらいになるとかなり利益が出てくるのではないかという感じがします。

(リフレ政策と五輪で注目される住宅・不動産、REIT)

一九ページは、住宅・不動産、REITであります。空室率が下がつて賃料が上がり始めますので、REIT株も少し注目されてくる可能性があるのではないかと思つています。

(新幹線が好調なJRに注目、外国人旅行者増も寄与)

二〇ページは運輸であります。

さまざまなものに景気回復の恩恵が及んでおりますが、新幹線の旅客需要も極めて旺盛で、左

のグラフは、JR東日本、西日本、東海の月次の収入等の伸びであります。JR東海の東海道新幹線の旅客輸送の数は、一ヶ月は確かプラス五%。前年が七%伸びた上でさらに五%伸びているという非常に旺盛な需要になつていて、これは当然、外国人の旅行者増も寄与しているということであります。

(貸出増に転じた銀行。海外市場でのシェア拡大に期待)

二一ページは金融でありますけれども、銀行は貸出増に転じてきています。不動産向けの貸出の伸びに加えて、M&Aに関連した伸びが高いです。ソフトバンクによるスプリント・ネクステルの買収もありましたし、今日出てきたのはサントリーによるビーム社の買収で一兆六〇〇〇億円。こういったM&Aに絡めてつなぎ資金を融資する

というようなもののがかなり伸びているということあります。また、海外では、ヨーロッパの金融機関の中身が悪くなっていますので、本国回帰を彼らが強める中で、そのシェアをとる形で海外市場でシェアを拡大している。そういう点では、地方銀行よりメガバンクのほうが評価しやすいとうような感じがしております。

以上、セクターについても一通り御説明申し上げましたが、皆様のほうから御質問いただければ、それにお答えする形で補足をさせていただきます。

どうもありがとうございました。（拍手）

**質問者1** 手元に数字を持つてあるわけではないのですが、輸出入の貿易量自体が全世界的に余り伸びていないというような話をしばしば聞きます。日本に関しても、通関統計などを見ていると、やはり輸出量は余り伸びていないというか、マイナスの傾向のほうが強いのかなという感じがするのですが、この点はどう考えたらよろしいのでしょうか。あるいは、私の認識がちょっと間違っているのでしょうか。

**森本理事長** 海津先生、ありがとうございます。た。

それでは、御意見、御質問をいただければと思います。いかがでしようか。

**海津** 貿易赤字は興国につながるというのは、今、所得収支の黒字が一五兆から二〇兆円ぐらいありますので、その中で一時的に年間一〇兆円ぐらいの貿易赤字が出ていてもさほど問題はありません、むしろ円の需給を円安方向に変えてくれるので決して悪いことではない、こういうふうに申し上げてきたわけあります。しかし、五年も超えて、一〇年も超えて、今の巨額な貿易赤字が出

続けるというのは当然望ましいわけではないということでありまして、そこはいずれ少し輸出競争力が回復してくることを期待しているところがございます。

企業経営者と話すと、九〇円台ぐらいのところでは、海外に出した生産を国内に戻すという話はほとんど聞かれませんでしたが、一〇五円から一〇円ぐらいが定着してくると、一旦外へ出した生産を国内に戻すという意見が少なからずあります。キヤノンが、四〇%まで国内生産比率が下がったものを、とりあえず五〇%ぐらいまで戻すということを言い始めております。パナソニックも、白物家電など、国内で需要のあるものを一旦外へ出してつくつて日本へ持ち返つてくるということをやっていますので、これは恐らく国内生産に切り替えていくことになると思います。それから、日立の電力担当の役員と話した感じでは、一

〇五円、一一〇円ぐらいになると、海外調達に振ったものをもう一回国内調達に幾つか戻したい、戻さないといけないかななどということなので、九〇円から一〇〇円ぐらいのところでは余り企業経営の変化は出ませんが、一〇五円、一一〇円、ましてや一二〇円に近いという話になると、かなり企業行動が変わってきますので、輸出量はそのあたりから増えていくということになるのではないか。エコノミストの中では、円安になつた割には輸出が伸びない、もう永遠に伸びないのではないかという意見と、いやいや、時間が少しかかっているんだというラグ説があります。私はどちらかというと後者の説で、日本の輸出企業のビービアが少し変わってきて、輸出を取り巻く動きが、半年、一年単位で徐々に変わっていくのではないかと思つています。

ただ、中堅中小企業の方と話すと、大手企業が

海外生産で外に出してしまいましたので、相当国内の雇用を絞つて、少ない仕事量でも赤字にならないような経営をここ数年やつてきています。ですから、国内調達に振り替えるといって、すぐに中堅中小企業が対応できるかというと、必ずしもそうではないので、その点も含めてそれなりに時間がかかるのではないかという感じがいたします。

家電は、液晶テレビとかスマートフォンは為替だけの問題ではありませんが、それ以外のところは為替がかなり関係してきますので、輸出数量は時間を置いて少し戻つてくるのではないかと考えております。また、国内に生産を戻す中で隘路があるのであれば、それは経産省の仕事だと思いますが、その隘路を取り除くような政策を打つ必要があるのではないかと思います。

質問者2 為替レートと経済のことですが、最

近、一部のエコノミストの方々の中に、円安のデメリットを指摘される方がかなり出てきていると思います。円安による原材料価格のコスト増を価格に転嫁できないでいる、これは中小企業が多いようですが、こういうものがクローズアップされてくる。つまり、国内の需給ギャップが解消されていかない中での円安進行というのは、一定以上の円安水準に行つてしまふと物価の上昇だけが残る、そういう論調を最近よく見かけるのですが、それに対してもどういう御見解をお持ちでしょうか。

海津 マクロの議論とミクロの議論を分けたほうがいいと思います。マクロの議論は、交易条件でそういう側面はあると思います。ただ、それは、冒頭に申し上げたように、資源価格が新興国の成長により上がりしていく局面ではないので、凌ぐことはできるのではないかと思つております。

一方で、ミクロで見ていきますと、すなわち上

場会社収益という観点で言うと、輸出企業の利益

ウエートが高いので円安はプラスです。ですか  
ら、先ほどから申し上げている為替がこうなると

こうなりますというのは、デメリットのほうも考

慮した上で、それでも、ああいった形で円安メ

リットが上場会社収益としては出てくるというこ

とです。基本的に企業収益をファンダメンタルズ

として見ていくことであれば、円安は企業

業績の上昇を伴つて株高につながるということで

いいのではないかと思います。そこは、マクロの

経済とミクロの企業業績とに分けて議論したほう

がいいのではないかと思います。

**森本理事長** それでは、時間も超過しております

ので、本日の講演会はここまでとさせていただき

ます。

最後に、海津先生にもう一度、盛大な拍手をお

願いいたします。どうもありがとうございます。  
た。（拍手）

（かいづ　まさのぶ・野村證券株式会社  
シニア・リサーチ・フェロー兼アドバイザー）

（本稿は、平成二六年一月十四日に行われた講演会の  
記録で、文責は当研究所にある。）

## 2014年の内外経済展望と株式市場

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月野村證券金融研究所投資調査部長  
2000年 6月野村證券金融研究所副所長兼企業調査部長  
2002年 4月野村證券経営役金融研究所長  
2004年 4月野村證券経営役金融経済研究所長  
2007年 7月野村證券経営役金融経済研究所チーフリサーチオフィサー  
2012年 1月野村證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副会長  
日本IR協議会 IR 優良企業賞審査委員長  
財務会計基準機構理事

#### ◆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  
2013.7～ BSジャパン日経プラス10マーケット分析

## 2014年の内外経済展望と株式市場



**NOMURA**  
Connecting Markets East & West

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

2014年1月14日

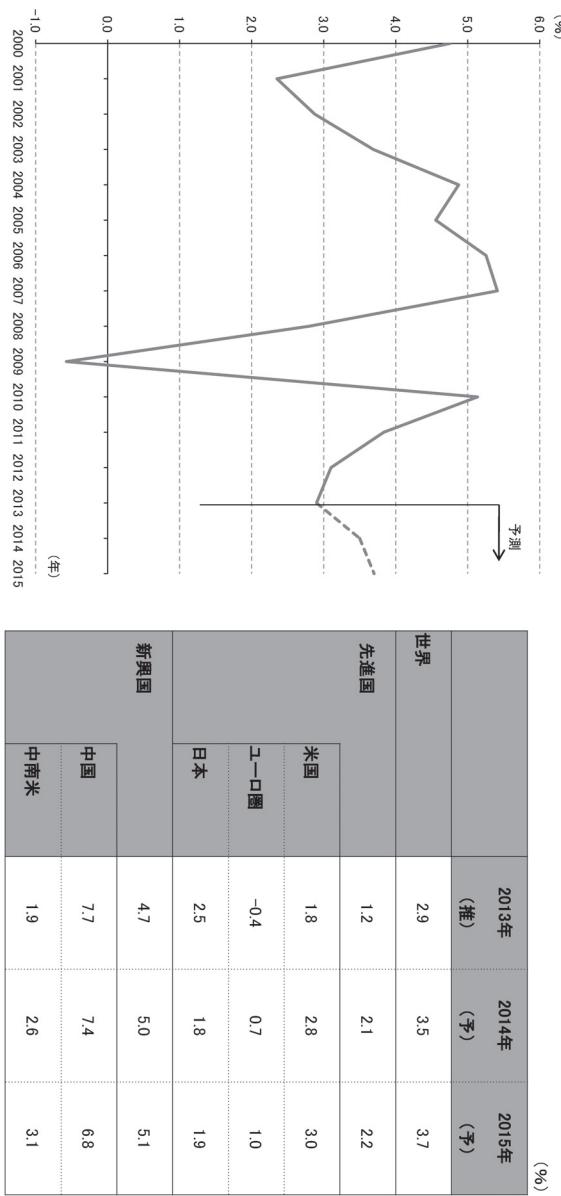
野村證券株式会社

- 世界経済は先進国をリード役に緩やかに回復へ
- 日本、アベノミクスが効果。消費増税は経済対策で吸収へ
- 円安、企業収益好転、賃金上昇、デフレ脱却を期待
- 米国経済の日本化なし。シェール革命もプラス
- 米QE(量的緩和)縮小開始を決定、ゼロ金利政策は継続
- 南欧債務問題は長引く。循環回復の動きは見逃せず
- 中国経済減速は一巡。シャドーバンキング規制に留意
- 貿易赤字、日本銀行緩和、ドル金利上昇でドル高・円安へ
- 日銀のバランスシート拡張は円安、株高の源泉に
- バリュエーションは適正、株価は円安につれ上昇へ

## 世界経済は先進国をリード役に緩やかに回復へ

### 世界の実質GDP(国内総生産)の推移と見通し

世界経済見通し(実質GDP成長率)



# 日本、アベノミクスが効果。消費増税は経済対策で吸収へ

NOMURA

## 日本経済の実質GDP成長率予測

平成25年度補正予算フレーム

前期比年率、%	前年比年率、%
15.0	15.0

予測 →

民間設備投資が増加

堅け込み需要増

歳 出	歳 入	(単位:億円)
13,980	1. 税収	22,580
3,005	2. 税外収入 (うち政府保有株売却益 533億円)	3,659
11,958	-	-
3,636	4. 公債金 3. 公債金	9,108
11,608	5. 地方交付税交付金 ・一般の住宅改修に係る給付金 (1,600億円) ・簡素な給付金制度(扶助金) (3,200億円) ・子育て世帯に対する臨時特別給付措置 (1,473億円)	19,308
3,636	6. 税外收入(復興財源) 7.既定経費の累積 8.東日本大震災復興特別会計へ繰入 ・東日本大震災(被災地)の復旧・復興 (1兆9,308億円) ※復興特待法人税(年創設)に伴う補填8,000億円を含む	19,273
54,654	合計	54,654

(注) 2013年12月19日現在の予想値。  
(出所) 内閣府および野村證券作成。

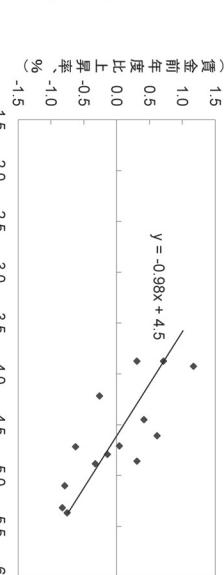
# 円安、企業収益好転、賃金上昇、デフレ脱却を期待

NOMURA

Russell/Nomura Large Cap 業種別経常利益の推移

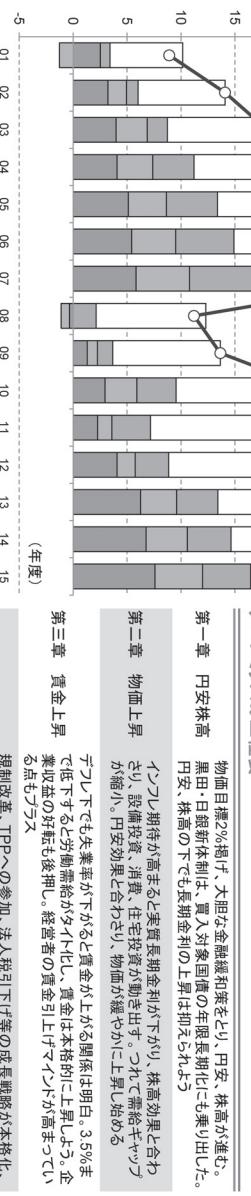


日本のファリップス曲線(1998~2011年度)



(注) 賃金は、「毎月勤労統計」の賞与を除く現金給の年度合計を該当期間の年度合計で割り算して算出。いすれも以上の事業所が全雇用形態へと、実業率は前年度の10月から当該年度の9月までの平均。  
(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」より野村證券金融市場調査部作成

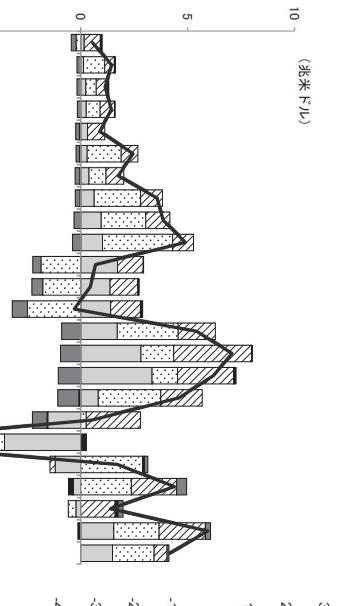
アベノミクスの工程表



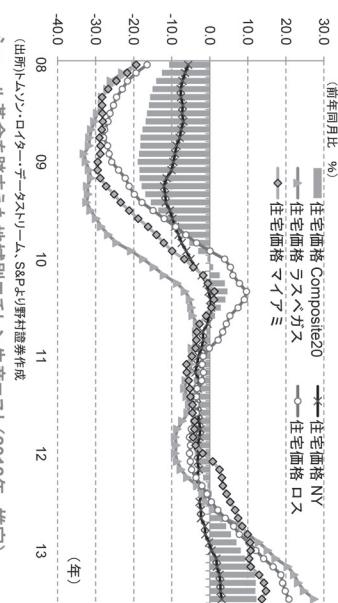
(注) 予想は2013年2月26日時点、連結子会社は控除して集計している。単位は%。  
（出所）野村證券

## 米国経済の日本化なし。シェール革命もプラス

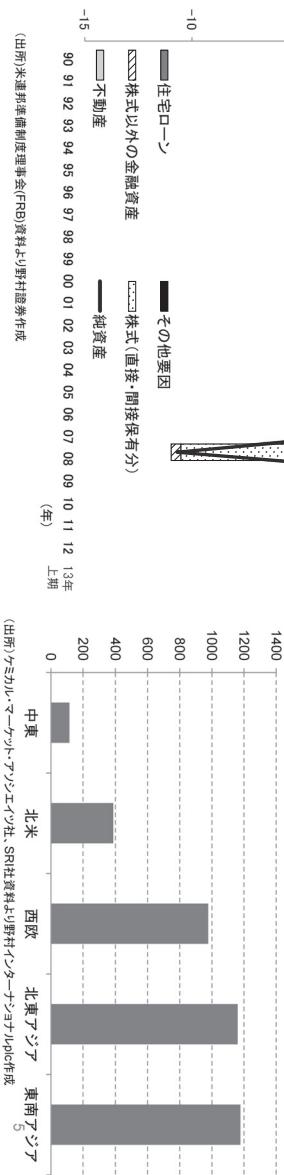
### 米国における家計の純資産の増減



### 米住宅市況の動向



### 2014年の内外経済展望と株式市場



## 米QE(量的緩和)縮小開始を決定、ゼロ金利政策は継続

NOVURA

### 13年12月17~18日のFOMC結果まとめ

FOMCメンバーの経済予測(大勢見通し)

QE		2013					2014	2015	2016	長期	
							(%)				
買入れ額(USD bln.)	減額あり										
米国債	減額幅										
MBS	40	5	実質GDP成長率	12月	2.3	3.0	3.2	2.9	2.3		
終了までのスケジュール	35	5	9月	2.2	3.0	3.3	2.9	2.4			
データ次第(not pre-set)	失業率	12月	7.1	6.5	6.0	5.6	5.5				
FOMCの議事録通りに経済が推移すれば 〔同様のペースで毎会合減額(2014 年末現終了)〕	9月	7.2	6.6	6.1	5.7	5.6					
データ次第(not pre-set)	PCEインフレ率	12月	1.0	1.5	1.8	1.9	2.0				
失業率が5%を下回った相後りまで 〔well past〕現行金利維持	9月	1.2	1.6	1.8	1.9	2.0					
コアPCEインフレ率	12月	1.2	1.5	1.8	1.9	N/A					
コアPCEインフレ率	9月	1.3	1.6	1.9	2.0	N/A					
前回との差	6.5	2									
前回との差	0	N/A									
前回との差	0	N/A									

(注) 実質GDP成長率、インフレ率は10~12月期の前年比、失業率は10~12月期の平均値。

FOMCの議事録通りに経済が推移すれば毎会合減額(2014年末現終了)。

(出所) FOMC 議長記者会見資料、野村證券金融市場調査部

### その他の措置なし

なし、議長記者会見でも特に言及なし

なし、議長記者会見でも特に言及なし

14年FOMCの開催日時	月	日
	1月	28日-29日
	3月	18日-19日
	4月	29日-30日
	6月	17日-18日
	7月	29日-30日
	9月	16日-17日
	10月	28日-29日
	12月	16日-17日

その他

準備預金金利引き下げ

短期流動性供給オペ

FOMC委員FF金利予測

2015年末

0.75

-0.25

2016年末

1.75

0

推定される利率上昇開始時期

2015年7~9月

事実上前回から変わらず  
(前回もタップルくベースの  
15年末直近の7%だった)

(出所) 野村證券金融市場調査部

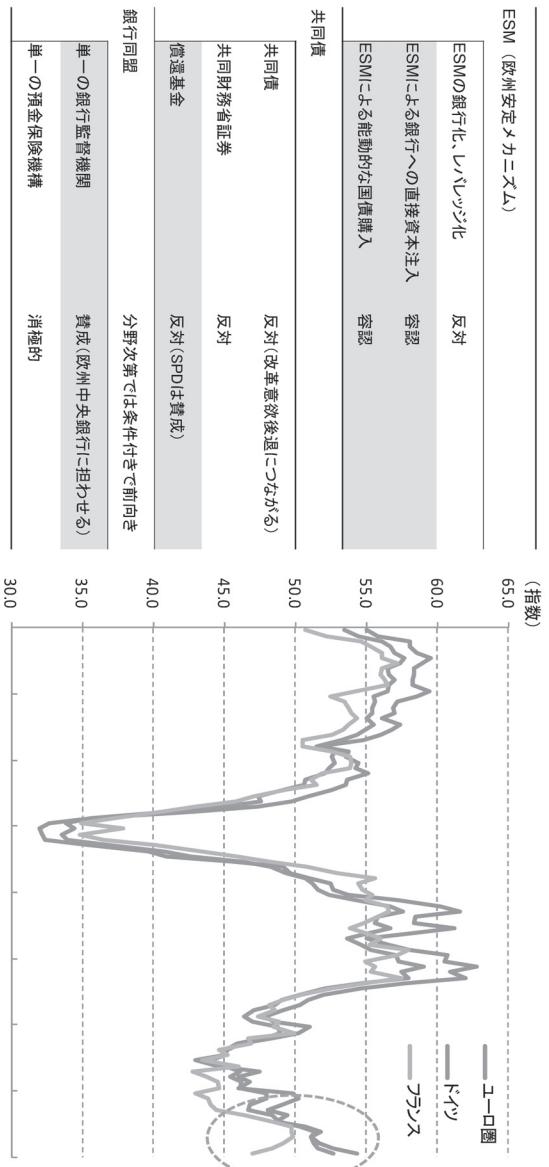
(注) \*は参考者の経済予測比FOMC終了後の議長会見あり  
(出所) FRBより野村證券作成

## 南欧債務問題は長引く。循環回復の動きは見逃せず

NOVURA

### ドイツ政府のユーロ圏周縁国救済政策へのスタンス

ユーロ圏の購買担当者指数(製造業PMI)



### 2014年の内外経済展望と株式市場

(注) SPD: ドイツ社会民主党  
(出所) 各種報道資料より野村證券作成

NOVURA

## 中国経済減速は一巡。シャドーバンキング規制に留意

野村CLJ（中国景気先行指標）と鉱工業生産の伸び

（前年同月比%）

（指数）

（年率%）

鉱工業生産（左軸）

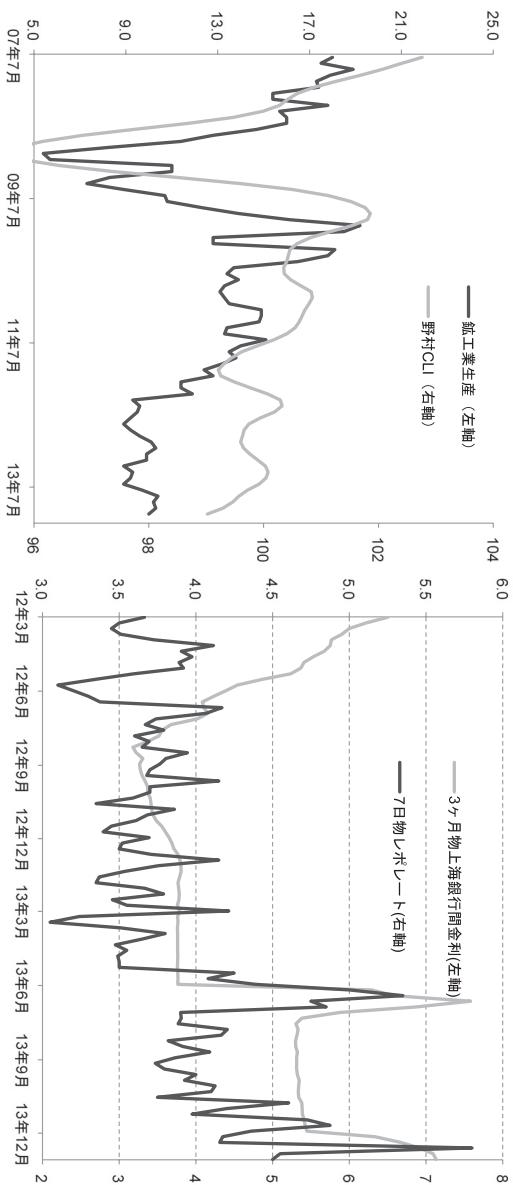
野村CLJ（右軸）

3ヶ月物上海銀行間金利（左軸）

7日物レポレート（右軸）

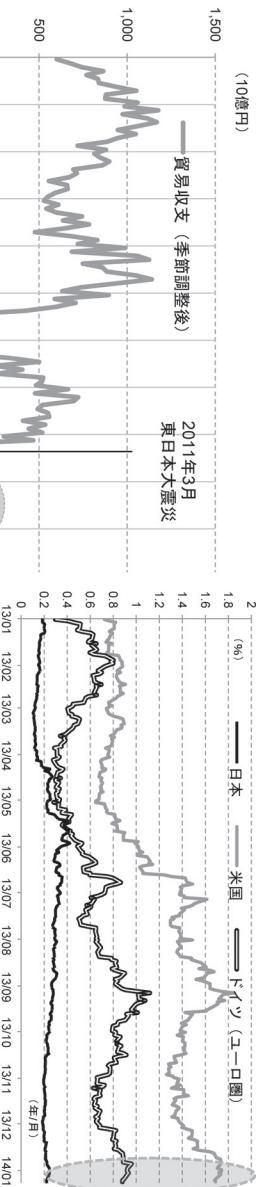
（年率%）

中国の短期市場金利



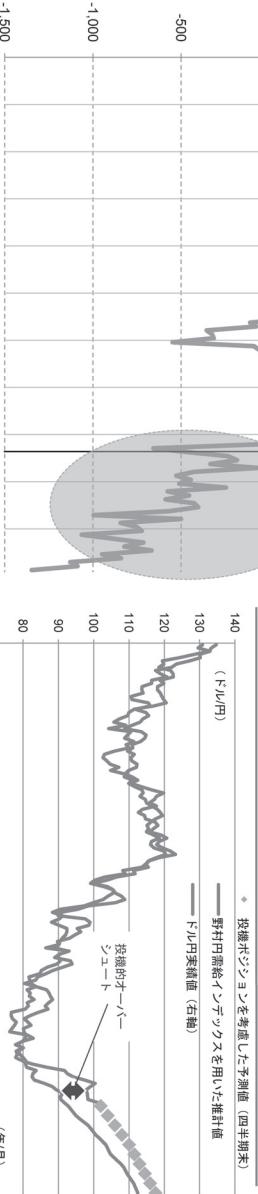
## 貿易収支の推移

## 主要3通貨の5年債利回り推移



## 野村円需給インデックスを用いたドル円推計値

◆ 投機ポジションを考慮した予測値(四半期末)  
— 野村円需給インデックスを用いた推計値



## 2014年の内外経済展望と株式市場

(出所)財務省資料より野村證券作成

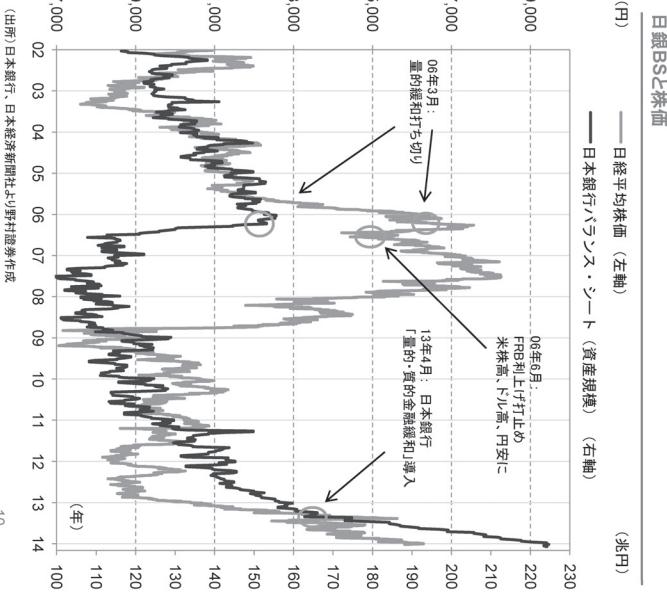
(注)図中の推計値はあくまでも2013年12月9日発行時点のシミュレーション結果であり、将来必ずしもことならない可能性がある。

## 日銀のバランスシート拡張は円安、株高の源泉に

NOAURA

マネタリーベースの目標とバランスシートの見通し

	12年末 (実績)	13年末 (見通し)	14年末 (見通し)	(単位:兆円)
マネタリーベース	133	200	270	19,000
(バランスシート項目の内訳)				
長期国債	89	140	190	17,000
CF等	2.1	2.2	2.2	15,000
社債等	2.9	3.2	3.2	13,000
ETF	1.5	2.5	3.5	
J-REIT	0.11	0.14	0.17	
貸出支援基金	3.3	13	18	
その他とも資産計	153	220	290	
銀行券	87	88	90	9,000
当座預金	47	107	175	
その他とも負債・純資産計	153	220	290	7,000

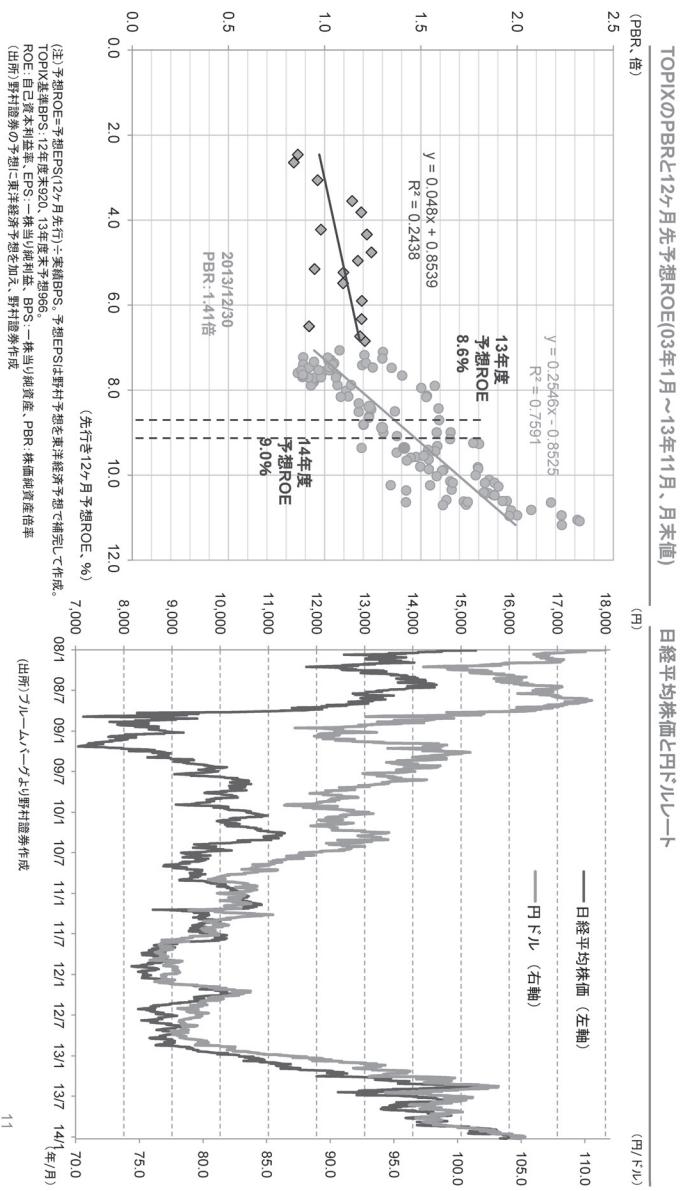


(出所)日本銀行

(出所)日本銀行、日本経済新聞社より野村證券作成

卷之三

NOMURA



- セクター別増益率ヒセクター別アロケーション
- 米・新興国市場、HVが回復を牽引する自動車・部品
- エレキ関連では、産エレ、電子部品が良好
- 内外需の回復が見込まれる機械・重機プラント
- 素材では、復興、五輪需要でセメント、値上げで紙に注目
- 建築着工単価の底打ちで注目される建設
- リフレ政策と五輪で注目される住宅・不動産、REIT
- 新幹線が好調なJRに注目、外国人旅行者増も寄与
- 貸出増に転じた銀行。海外市場でのシェア拡大に期待

## セクター別増益率とセクター別アロケーション

NOVURA

業績シミュレーション(14年度1ドル=107円、1ユーロ=145円前提) セクター別アロケーション

	連結経常増益率				連結経常増益率				ベンチ マーク	推奨 カエイト	投資判断	コメント	
	現行予想 2013	%yoy	現行予想 2013	%yoy	現行予想 2014	%yoy	2014	%yoy					
large	30.1	32.4	9.1	9.1	16.6	16.6	11	15	Overweight	Overweight	Overweight	主要国の経済統計が循環的に改善し、イールドカーブが14年再び急傾斜化するなかで、「安全な避難先」としての債券から株式へのローデンシヨンが引き続きリスク資産の支援材料となるだろう。世界経済特に先進国経済の回復、リーファードとなるセクター、特に金融では銀行と保険(米国以外)の活用が需要品	
除く金融	37.3	40.0	10.9	19.6	一般消費財	12	16	Underweight	Underweight	Underweight	Underweight	Underweight	リスク選好度の高まり、一方で金融では銀行と保険(米国以外)をOverweightとする。一方、我々は不動産についてはより慎重である。
化学	9.4	11.9	6.0	15.8	ヘルスケア	10	10	Neutral	Neutral	Neutral	Neutral	Neutral	投資の足かせがなくなること、またROEの足枷となる多額の現金保有を市場が評価しないことを踏まえて、世界的企業設備投資の回復から恩恵を受けるセクターをOverweightとする。一方、我々は不動産についてはより慎重である。
鉄鋼・非鉄	121.5	126.9	8.8	19.5	金融	22	27	Overweight	Overweight	Overweight	Overweight	Overweight	世界的に企業のバランスシートが改善しているなか、主要国におけるインフレリスクの不透明感の後退を受けて設備投資の足かせがなくなること、またROEの足枷となる多額の現金保有を市場が評価しないことを踏まえて、世界的企業設備投資の回復から恩恵を受けるセクターをOverweightとする。その中でも特に有望なのがIT及び資本財である。
機械	21.4	24.6	14.6	26.6	銀行	10	13	Overweight	Overweight	Overweight	Overweight	Overweight	一般的に企業のパラランスシートが改善しているなか、主要国におけるインフレリスクの不透明感の後退を受けて設備投資の足かせがなくなること、またROEの足枷となる多額の現金保有を市場が評価しないことを踏まえて、世界的企業設備投資の回復から恩恵を受けるセクターをOverweightとする。その中でも特に有望なのがIT及び資本財である。
自動車	54.3	59.6	8.2	23.0	その他	8	8	Neutral	Neutral	Neutral	Neutral	Neutral	一般的に企業のパラランスシートが改善しているなか、主要国におけるインフレリスクの不透明感の後退を受けて設備投資の足かせがなくなること、またROEの足枷となる多額の現金保有を市場が評価しないことを踏まえて、世界的企業設備投資の回復から恩恵を受けるセクターをOverweightとする。その中でも特に有望なのがIT及び資本財である。
電機・精密	98.2	106.1	14.3	32.1	IT	12	18	Overweight	Overweight	Overweight	Overweight	Overweight	一般的に企業のパラランスシートが改善しているなか、主要国におけるインフレリスクの不透明感の後退を受けて設備投資の足かせがなくなること、またROEの足枷となる多額の現金保有を市場が評価しないことを踏まえて、世界的企業設備投資の回復から恩恵を受けるセクターをOverweightとする。その中でも特に有望なのがIT及び資本財である。
医薬・ヘルスケア	14.1	14.8	6.3	8.8	通信	4	4	Neutral	Neutral	Neutral	Neutral	Neutral	一般的に企業のパラランスシートが改善しているなか、主要国におけるインフレリスクの不透明感の後退を受けて設備投資の足かせがなくなること、またROEの足枷となる多額の現金保有を市場が評価しないことを踏まえて、世界的企業設備投資の回復から恩恵を受けるセクターをOverweightとする。その中でも特に有望なのがIT及び資本財である。
食品	10.3	11.0	9.1	12.0	公益	3	0	Underweight	Underweight	Underweight	Underweight	Underweight	一般的に企業のパラランスシートが改善しているなか、主要国におけるインフレリスクの不透明感の後退を受けて設備投資の足かせがなくなること、またROEの足枷となる多額の現金保有を市場が評価しないことを踏まえて、世界的企業設備投資の回復から恩恵を受けるセクターをOverweightとする。その中でも特に有望なのがIT及び資本財である。
家庭用品	13.2	14.1	9.6	13.1									
商社	21.4	23.4	1.5	8.3									
小売り	9.5	9.6	9.3	10.0									
サービス	12.3	12.4	2.1	2.2									
ソフトウェア	75.8	83.5	13.2	32.3									
メディア	0.8	0.8	10.5	10.5									
通信	14.5	14.3	3.9	3.9									
建設	4.1	4.1	9.3	9.3									
住宅・不動産	17.1	17.3	7.8	8.5									
運輸	9.0	9.4	4.8	6.5									
公益	NA	NA	NA	NA									
金融	5.4	6.0	0.9	3.4									

(注) 業績シミュレーションの13年12月～14年3月はドル102円、1ユーロ139円。  
(出所)野村證券

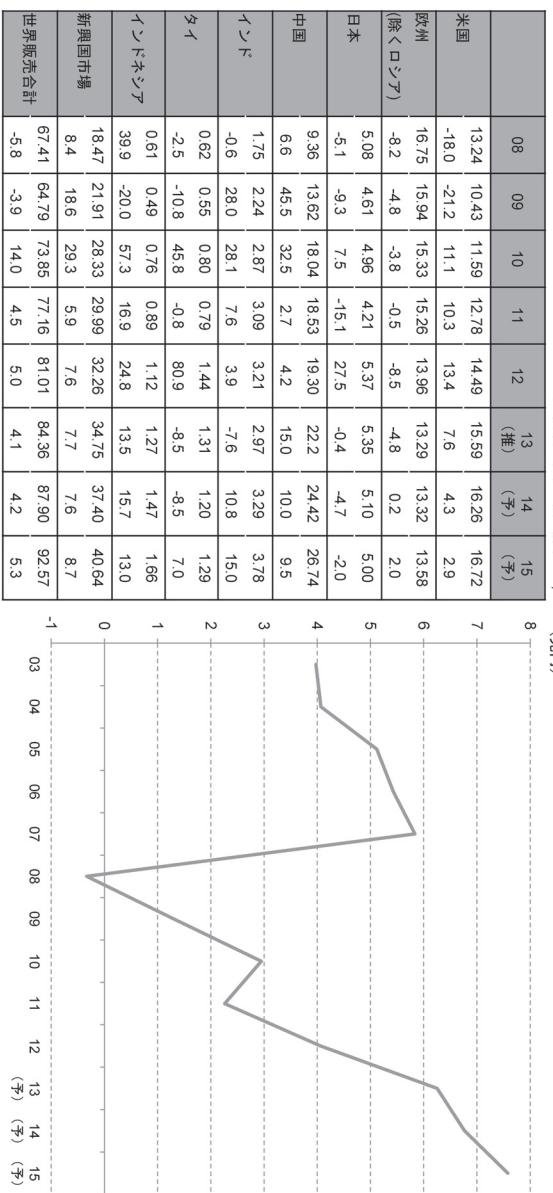
(注) グローバル・ストラテジー・アウトロックより  
(出所)野村グレーフ

## 米・新興国市場、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

Russell/Nomura Large Cap 経常利益の推移(自動車)



(注)ハイブリッド車は年度ベース

(出所)日本自動車工業会、Autodata、ACEA、SIAM、CAAM、NNA、Markitins、野村證券作成、予想(2014年1月7日時点)

(注)予想は2013年12月26日時点。

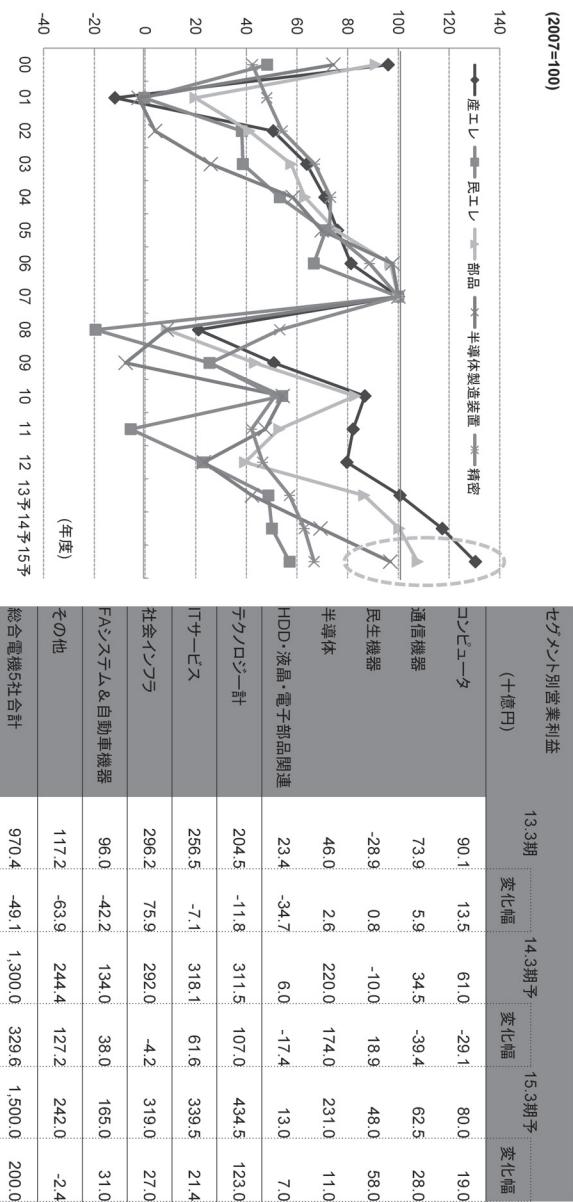
(出所)野村證券

## エレキ関連では、産エレ、電子部品が良好

NOVURA

### サブセクター別に見たエレキセクターの営業利益の推移

### 総合電機5社集計ベースの事業別営業利益見通し



(出所)野村證券作成、予想(2014年1月8日時点)

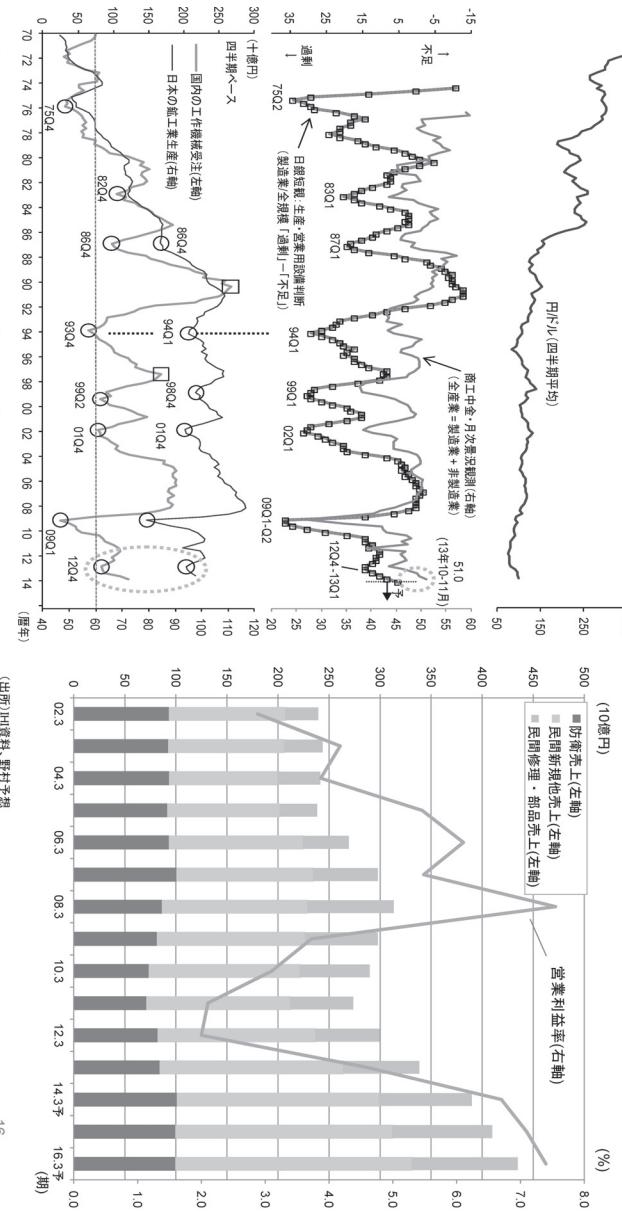
(出所)会社資料をもとに野村證券作成、予想(2014年1月8日時点)

## 内外需の回復が見込まれる機械・重機プラント

NOVURA

生産、国内・工作機械受注、企業景況感(1970年~)

IHIの航空・宇宙・防衛事業の売上と営業利益率推移



(出所) 経済産業省、日本銀行、商工中金、日本工作機械工業会の資料より野村作成

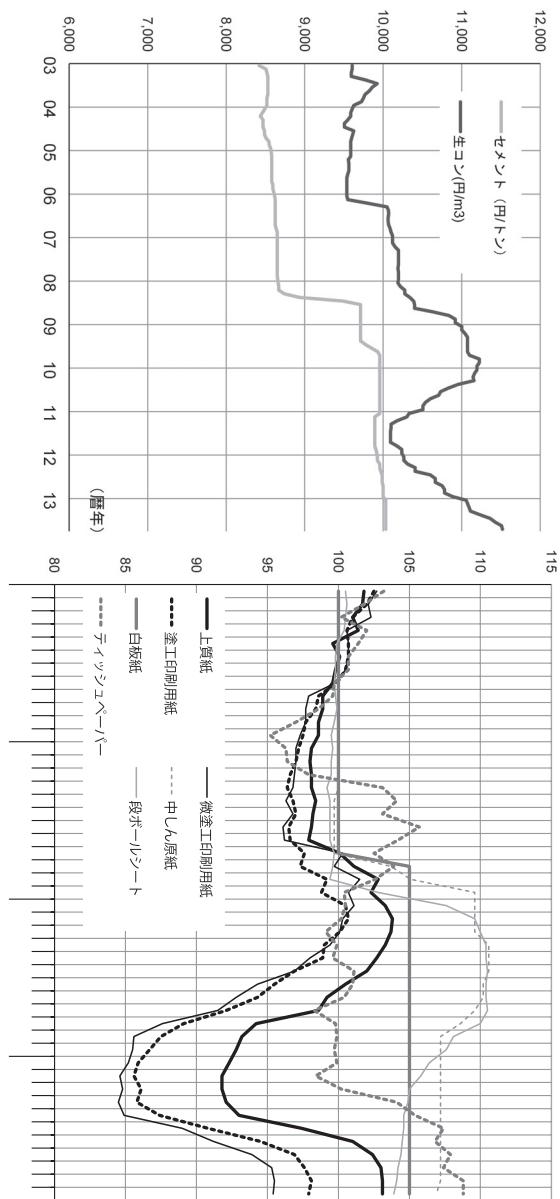
(出所) IHI資料、野村予想

## 素材では復興、五輪需要でセメント、値上げで紙に注目

NOVURA

国内のセメント、生コン市況

洋紙・板紙の市況の推移



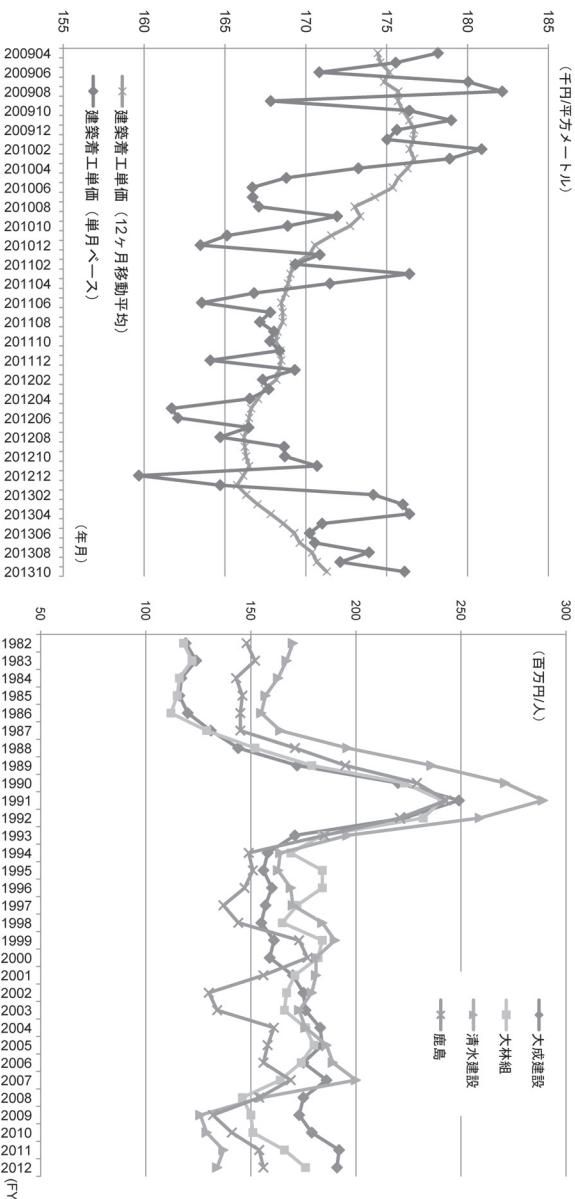
(出所) セメント新聞社統計より野村證券作成

(出所) 日銀物価指教

## 建築着工単価の底打ちで注目される建設

建築着工単価の単月での推移

従業員一人あたりの受注残高(単体ベース)



(出所) 国土交通省より野村證券作成

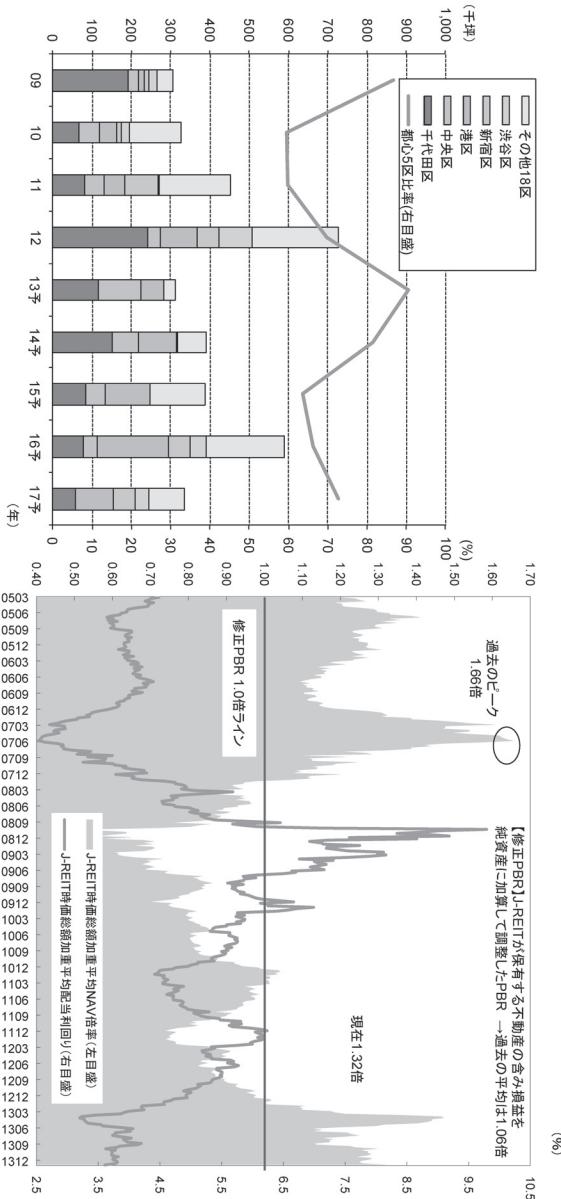
(注)国土交通省発表の建設工事費データで調整済み、平ら臨時雇用人員を除くベース

# リフレ政策と五輪で注目される住宅・不動産、REIT

NOMURA

東京23区のオフィス供給量予想

J-REITの時価総額加重平均NAV倍率(修正PBR)と配当利回り



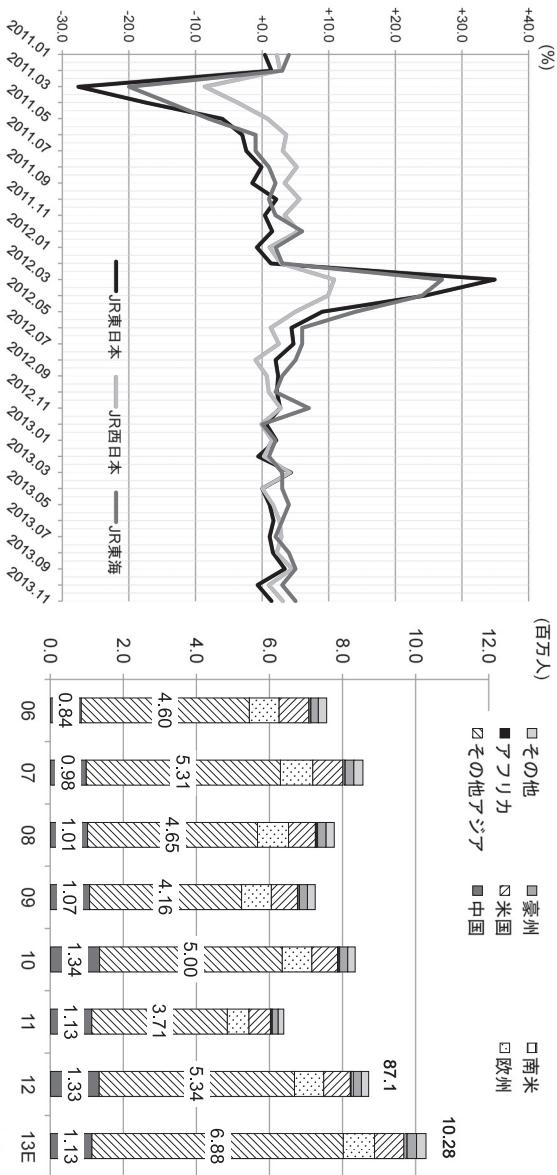
(出所)野村證券

(注)現在は2013年12月30日  
(出所)野村證券

## 新幹線が好調なJRに注目、外国人旅行者増も寄与

NOAURA

JR主要3社の旅客運送収入等の伸び率(前年比) (%)



外国人入国者:13年度は1,000万人を超えるよう



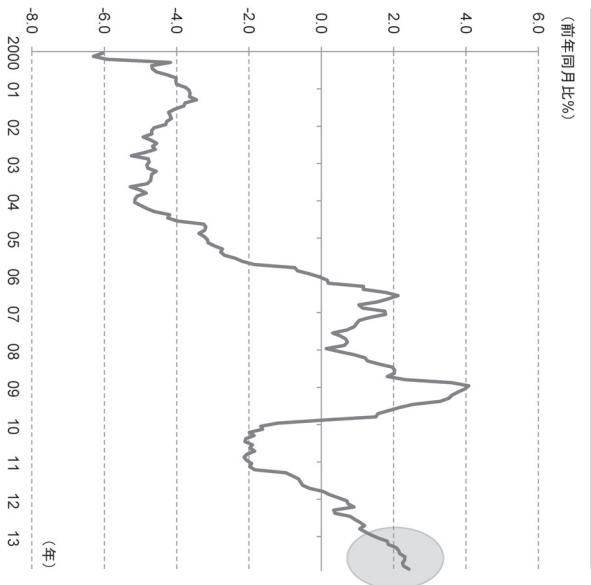
(注)JR東日本、西日本は鉄道収入、JR東海は新幹線旅客輸送者数。  
(出所)会社データより野村證券作成。

(出所)法務省、観光庁資料より野村作成

## 貸出増に転じた銀行。海外市場でのシェア拡大に期待

NOVURA

銀行総貸出(平残)の伸び率  
(前年同月比%)



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	<ul style="list-style-type: none"> <li>-政策保有株の大量売却</li> <li>-日銀利上げによる預金利潤拡大</li> <li>-貸出市場の改善</li> <li>-与信費用の継続低下</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-景気回復に伴う貸出増加</li> <li>-貸倒引当金戻入益の計上</li> <li>-海外での出資・提携・買収実行</li> <li>-想定外に好調な市場運用部門</li> <li>-グレーブ再編に伴う効率化</li> </ul>
ダウンサイドシナリオ	<ul style="list-style-type: none"> <li>-株式市場の反落</li> <li>-与信費用の上ぶれ</li> <li>-政策関連リスク</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-欧米金融機関の復活</li> <li>-連結子会社の収益低迷</li> <li>-海外投資・提携の失敗</li> <li>-旧政府系金融機関の上場／需給悪化</li> <li>-利上げ一服と金利変動の循環化</li> <li>-公的金融のシェア拡大</li> </ul>

(出所) 日本銀行資料より野村證券作成

(出所) 野村證券

## (参考) Russell/Nomura の業種別バリュエーション

	連結PER(倍)	連結PBR(倍)	配当利回り(%)	13年度予想	14年度予想	15年度予想
	13年度予想	14年度予想	15年度予想	13年度予想	14年度予想	15年度予想
RN Large Cap	16.0	15.1	13.7	1.41	1.77	9.1
RN Large Cap(除く金融)	17.2	15.8	14.2	1.55	1.74	9.3
製造業	17.2	15.7	14.0	1.58	1.83	9.5
素材	15.3	14.1	12.9	1.08	1.82	7.3
加工	16.5	14.8	13.1	1.65	1.75	10.4
非製造業	14.9	14.4	13.3	1.25	1.70	8.7
非製造業(除く金融)	17.1	15.9	14.5	1.50	1.60	9.1
素材	15.3	14.1	12.9	1.08	1.82	7.3
機械・自動車	14.4	13.4	12.0	1.67	1.87	12.2
エレクトロニクス	22.9	18.4	15.9	1.61	1.51	8.5
消費流通	16.7	16.0	14.8	1.58	2.17	9.8
情報	18.5	17.5	15.1	1.87	1.46	10.5
公益・インフラ	20.7	18.6	17.0	1.48	1.21	7.4
金融	11.5	11.9	11.3	0.91	1.91	8.2
化学	15.9	14.4	13.1	1.07	1.95	7.0
鉄鋼・非鉄	14.4	13.6	12.4	1.09	1.54	7.9
機械	22.4	19.4	17.5	1.93	1.26	9.0
自動車	12.4	11.8	10.5	1.58	2.13	13.4
電機・精密	22.9	18.4	15.9	1.61	1.51	7.2
医薬・ヘルスケア	24.0	22.5	22.1	1.90	2.28	8.1
食品	18.5	18.9	16.2	2.10	2.07	11.7
家庭用品	24.6	22.1	19.0	2.07	1.50	8.6
商社	7.2	7.0	6.7	0.80	3.32	9.8
小売り	23.3	22.1	19.8	1.91	1.39	11.7
サービス	24.9	23.6	21.9	1.75	2.45	8.6
ソフトウェア	22.7	21.4	20.6	2.07	1.83	9.5
メディア	28.5	23.1	21.1	1.51	1.26	5.4
通信	17.1	16.4	13.8	1.89	1.40	11.5
建設	27.5	23.7	17.8	1.24	1.29	4.6
不動産	28.2	25.0	24.2	2.27	1.03	8.4
運輸	15.8	15.0	13.9	1.38	1.44	9.1
公益	21.1	16.2	14.0	0.96	1.11	4.6
金融	11.5	11.9	0.91	1.91	8.2	7.6

(注)株価・収益予想は1月7日時点。  
(出所)野村證券

- 日本はアベノミクスが本格化、消費増税は経済対策で吸収。円安、企業収益好転、賃金上昇、デフレ脱却を期待。法人減税、規制改革で成長力強化にも力点。高い内閣支持率の維持が重要
- 米国、家計の純資産(はず)で07年のピーク水準を超えて、米国経済の日本化(はなし)。シェール革命もプラス。米QE(量的緩和)縮小開始を決定、ゼロ金利政策は継続
- 南欧債務問題は長期化。ただ、ドイツ経済等の循環回復を予想。ユーロ安に歯止めも、ユーロ高は想定せず
- 中国経済の減速に一巡感。都市化需要、スマホ急成長が下支え。ただ、シャドーバンキング規制には引き続き留意。日中関係の緊張長期化にも注意
- 貿易赤字は円需給を変え、日銀マネーの拡張、ドル金利の上昇(は)円安、株高に結びつこう。バリュエーション(PBR)は適正、株価は円安につれ上昇へ。
- 円安、米・新興国市場の好調を背景に自動車・部品が良好。エレキは二極化。世界経済の回復で機械、重機・プラントも見逃せず。素材ではセメントと紙パ(に)留意したい。
- 一方、建設需給の逼迫で建設、リフレ政策ヒ五輪需要で住宅・不動産、REIT(リート)に注目。金融緩和・外国人旅行者増等で、JR、金融も見逃せず

NOMURA

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%\*1（税抜1.3%）（20万円以下の場合、2,730円\*2（税抜2,600円））の売買手数料、投資信託の場合には銘柄ごとに設定された購入時手数料（換金時手数料）および運用管理費（信託報酬）等の諸経費、等）を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。商品ごと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、上場有価証券等書類、目論見書、等をよくお読みください。商品（国内REIT、国内ETNを含む）の売買取引には、約定代金に対して最大1.365%\*1（税抜1.3%）（20万円以下の場合は2,730円\*2（税抜2,600円））の売買手数料をいたどきます。国内株式を相対取引（募集等を含む）によりご購入いたどく場合は、購入対価のみお支払いいただけます。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、別途手数料をいたどくことがあります。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ETFは運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賣いの場合には加え、売りの場合には差し引いた額）に対し最大0.9975%\*3（税抜0.95%）（売買代金が70万円以下の場合は最大7.455円\*4（税抜1,000円））の国内売買手数料をいたどきます。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）によりご購入いたどく場合は、購入対価のみお支払いいただけます。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、別途手数料をいたどくことがあります。外国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。

信用取引には、売買手数料（約定代金に対し最大1.365%\*1（税抜1.3%）（20万円以下の場合、2,730円\*2（税抜2,600円））、管理費および権利処理手数料をいたどきます。加えて、買付の場合、買付代金に対する資金利を、売付けの場合、売付け株券等に対する資金利および品質料をいたどきます。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、上場有価証券等書類、契約締結前交付書面、等をよくお読みください。

債券を募集・発出し等その他、当社との相対取引によってご購入いたどく場合は、購入対価のみお支払いただきます。債券の価格は市場の金利水準による変化に対応してあります。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。  
\*1、\*2、\*3、\*4 2014年4月1日以降、消費税率8%が適用される分については、\*1は1.404%、\*2は2,808円、\*3は1.026%、\*4は7,668円となります。

野村證券株式会社 關東財務局長(金融) 第142号  
金融商品取引業者 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