

二〇一四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ておりましたが、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た、大変光栄に思っております。よろしくお願いいたします。

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

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、皆様の御関心も大変強いのではないかと、こういうふうにし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。

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GDP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。

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

イナス成長を脱してプラス成長になる。日本も、消費税率の引き上げがありますので、二〇一四年度は二〇一三年度よりも伸び率は若干下がる見通しではありますが、一・八%という比較的強い予測をいたしております。一方で新興国は、四・七%、五・〇%、五・一%ということで、高い成長を直ちに再開することはないのではないか、かように考えております。

この構図は、日本にとって余り悪くないと思っております。というのは、新興国が経済の成長を大きくリードする場合、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、円安政策を採っておりますので、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ところでありますが、

それは幸い避けられるのではないかと、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っておりますので、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でも悪くないということがあります。

(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。既に一一三月に入ってきておりますが、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ります。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います。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っています。九月、一〇月、十一月のわずか三カ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、十一月が二三十万ということ、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す。恐らく一〇一一二月は結構強かったですし、この一一三月も強いだろうと思います。

その一方で、四一六月は当然マイナス成長になります。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、七一九月には年率二・五%ということでプラス成長に

なっていく、こういう予測になっています。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っております。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す、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で

再び民間経済に戻しますので、四―六月は多少マナス成長になっても、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と。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もあります。

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」、こういうこととあります。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ころ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。したがって、A、B、Eで「Aべ」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えます。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2%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っています。一昨年十一月一日の党首討論の前後は一ドル八〇円ぐらいでしたから、二十数円円安になっているわけです。そして株価は、一番ひどかったときで八〇〇円台まで下がっていました。ものが、ついこの間、一万六〇〇〇円台を回復し、今年に入って多少調整さみですが、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、昨年十一月、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、物価上昇も割合うまく進み始めている、こういうことであります。

こうなると当然、賃金が上がってこないとなかなか難しいわけですが、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っ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はじめています。見かけ上、四・〇%で余り下がっていないように見えますけれども、労働参加率が上がっています。アメリカは逆に労働参加率が下がっています。ですが、日本は主婦層を中心に労働参加率が上がっております。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、昨年一月から数えますと六〇万人ぐらいい増えています。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うのは、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、十一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っていると思われれます。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多いうい状況にあります。ですから、失業率が事実上、下がってきて賃金上がる、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いませう。かつ、二〇一四年度は、震災復興のための法人税を三年間限定で徴収しましょうということをやっておりますが、これを前倒しでやめることになりまして、約八〇〇〇億円の減税になります。こういっ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ってきているということです。

いかに掛け声が上がっても企業収益が悪いままであれば、ない袖は振れません。輸出企業を中心に企業収益が戻ってきておりますので、好調企業はベースアップも行う、こういう状況になっ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、去年の九月、一〇月、十一月で増えた五

○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かと思います。Eということはないか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う点、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事になっておりますので、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い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強行採決したということ

で、一月の六四%から九ポイント下がりに五五%。そして、二月二十六日には靖国参拜もありましたので、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った世論調査では六二%ということでも少し戻っています。どちらかというと、普天間の辺野古移設に向け、沖縄県知事から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採ってきたわけでありますが、それが一定程度評価されているように見える、こういうことであります。六〇%前後、悪くても五〇%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えます。

そういう点では、都知事選挙も波乱含みになってきています。徳洲会から五〇〇〇万円を受け取っ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ってきていますが、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った。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っています。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。どれぐ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ょうから、去年の参議院選挙の五六〇万票が基数だとすると、今言っ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もありますので、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であります。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っております。

しかし、やっ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、こういう感じであろうかと思えます。

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、まことにもって失望しています。自民党は原子力政策を中曽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っ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交えたというのには余りにも無責任だと思つていまして、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えます。安倍首相も、新增設は簡単にはできないとおっしゃっているわけです。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けば、対応はできるのではないかと思っています。

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えます。福島第一、第二を廃炉にするというのは既定路線だと思えますが、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であります。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、ざっ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いうぐらゐ、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きます。ということでは小泉さんがどうしてあんなことを無責任に言っているのか、私には良くわかりません。ですから、聞かれ

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、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つきりしない、こういうことではないかと思ひます。

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ひます。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。シエール革命もプラス)

「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。見ていただくとうっかりしますように、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入るとプラスサイドに動いてくるということ、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っております。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、実はもう既にリーマンショック前の最も良かった水準を超えているということでもあります。もちろん、ミクロで見れば、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ういう状況になっております。したがって、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せう。

これに加えて、シエ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、今日の相場は、東京市場も円高に伴って三百数十円下げる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っている。また、会計や配送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一十一万人ですから、七万四〇〇〇に一十一万を加えると一八万四〇〇〇ということとで二〇万人に近い。実質はそういうことのようにありますから、そんなに心配する必要はないと

思っております。ただ、天候不順は今年に入っ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っております。

(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を合わせて八五〇億ドル、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。そうやって粛々と減らしていったら、秋か年末にはゼロまで持つていくということだと思えます。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っております。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います。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は思っております。

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っております。

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捗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思えます。むしろジレンマがあるとなると、アメリカの資産価格が予想以上に上がって、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、そちらのほうに対処しにくいのではないかなという感じがいたします。

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

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、そこはこれからのデータ次第ですが、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。

(南欧債務問題は長引く。循環回復の動きは見逃せず)

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

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えますので、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えます。循環的に回復すると、構造問題はやや陰に隠れやすくなっていくということで、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っています。

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。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い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よ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

南欧に対して手を差し伸べてやったほうが、長い目で見るという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が、メルケル首相の中道右派CDUは、どちらかという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所です。

(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せんが、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、リスクはどちらにあるかというと、少し下振れのほうだと思

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て、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、ざっ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。また、北京や上海の不動産市況もかなり高い状況が

続いており、減速一巡ということで政策を運営すると思いますので、今年も七%台半ばぐらいの成長ペースは保つのではないかと思います。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ですということでございます。

以上、世界経済全体を鳥瞰的に申し上げ、日本、米国、欧州、中国ということで見えてまいりましたが、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。

(貿易赤字、日本銀行緩和、ドル金利上昇でドル高・円安へ)

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、貿易赤字につながるとしても、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る、こう申し上げていただいたのですが、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きています。

私どもの予想は九ページ右下にございます。独自に野村円需給インデックスというものをつくっております。それをベースにドル円の推計予測をやっております。二〇一四年の年末が「ドル一〇〇円、そして、二〇一五年末が「一六円」という予測になっています。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ってきて、今年の年末は「一〇〇円、来年末は一六円、こういう予測をしております。

一〇五円まで行って、今日は「一〇三円五〇銭」、ニューヨーク市場では「一〇三円を若干割って「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」にすぎなかったということから来ていることとあります。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っております。むしろ、米経済データ次第では、今年の年末、「一〇〇円」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、このように思っています。それぐらい米経済ははっきりと回復してくるだろうと見ています。

(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、それはちょっと早いのかなと。私は「四―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

わな性格好で進んでいくのではないかと思っております。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っております。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、これは粛々とやっていくだろうと思えます。一〇ページ右のグラフにありますように、直

近で二二五兆円ぐらいのバランスシート規模になっておりますので、既に昨年末の二二〇兆目標は超過達成しています。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きますと、三六〇兆ぐらいでしょうか、GDP比七〇%ぐらいの日銀のバランスシート規模ということで、これはFRBよりもECBよりもはるかに大きいということであります。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に見ているということです。

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っております。一年遅れぐらいということでしょう、二二〇兆規模というのは、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採っておりますが、この点もサポートしてくれると考えています。ただ、流動性相場で大きく押し上がっていくというよりは、企業業績の拡大を伴って、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の組み合わせで見えていって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エ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は余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、すなわち一昨年の一二月以前、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て。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、一昨年の一二月からとればもっと上昇しているわけですが、そういう上昇になっているということでもあります。

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います。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、日経平均一八五〇〇円、こういう見方をしているということでもあります。二万円説を採る方々も少なくありませんが、そうはいつでも、外国人投資家は成長戦略の見極めはしてやるだろうと思いますし、企業業績を無視して買いつい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は、私は、安易にそ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。

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ます。
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きたいと思っています。

(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う点、基本的には田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・精密と機械、この輸出三業種ということに

なります。

一三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一三二円を為替前提として使っております。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っています。

これに対して、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カ月間は、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、今日円高になったといっ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
 どうなるかというところ、三〇・一%が三二・四%、
 三七・三%が四〇・〇%ということになります。
 第3四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
 いう数字になっております。このときに使ってい
 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っているとい
 うことであります。したがって、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%。これぐらいが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
 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ウ
 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もあります。

もう一つは、単年度の収益というよりはもう少し
 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っております。

一三ページの右は必要があれば後で見てください。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せう。資本財や一般消費財をオーバークエートにする。一方で、ライフエンスイブの生活必需品やヘルスクエアをアンダークエートにする。金融はオーバーク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っております。

(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す。円安がストレートに収益の押し上げにつながります。ほとんど国内で部品調達をしております。輸出の利益が円安で大きく膨らんでいく。

例えば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ぐらい、ですから、一〇円で四〇〇億から四五〇億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でありませう。トヨタは中間決算で二兆二〇〇億というふうにしておりますが、恐らく二兆五〇〇億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、二〇〇七年度の五兆八〇〇億を六兆三〇〇億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、こういうことでありませう。

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

億の利益を出したときはアメリカ市場が最も儲かっています。一兆数千億出ていたと記憶しています。今回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、そういうふうになってくるかと思えます。今のところ余り死角はないという感じがします。ホンダもいいと思えますし、マツダや富士重工もいと思っています。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。日本の自動車企業がワーゲンに負けるということがは恐らくないだろうと思っています。

(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てもあります。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があります。

産業用エレクトロニクスは具体的にどこかというところ、日立、東芝、三菱電機、こういうところが入っています。私は、経営改革が一段と成功に向かっていく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』のアンケータがあって、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、こういうことでもあります。

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えます。もちろんそうなのですが、私が中西さんと会っ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ということがあります。産エ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

す。

ここは自動車と同様、まだ日本が競争力を持ち得ているところであり、NC工作機械しかり、ロボット、空圧機器しかり、センサーしかりであります。為替レートが一〇五円とか一一〇円ぐらいまで行くと、重機プラントも相当良くなるだろうと思います。そういう点では、ここもオーバークエートセクターとして考えていけるのではないかと思っております。私どもの担当アナリストは、機械ではFAとロボットの関連を勧めます。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、IH Iや川崎重工等の重工業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、IH 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。IH Iもかなり構造改革が進み、良くなってきている

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。

(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。

本当は鉄鋼や化学というところを挙げたいのですが、まだちょっと早いかなど。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っております。

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エチレンプラントを止めていきますので、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っ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でもあります。セメントは、生コンの市況もセメントの市況も非常にしっかりしていて、利益も随分と上がってきています。紙も、円安になったことで輸入紙が競争力を失ってきておられますので、かなり値上げができるようになってきて、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っていると思います。この二年で本当によく変わったと思います。震災復興需要が出ているのに加えて防災・減災需要。それから、自民党が政権に復帰したことで、いわゆる国土強靱化対応が出ている。強靱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、状況は大分良くなってきています。ほとんどの大手ゼネコンは今年の工事量は確保してしまっていて、来年後半以降どうしようかというぐらいの感じになっています。受注残の中身は、資材価格や人件費が上

がっ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。空室率が下がって賃料が上がります。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っております。

(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。

さまざまなところ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、一月は確かプラス5%。前年が7%伸びた上でさらに5%伸びているという非常に旺盛な需要になっていて、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تریによるビーム社の買収で一兆六〇〇億円。こういったM&Aに絡めてつなぎ資金を融資する

というようなものがかなり伸びているということ
であります。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い
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け
たいと思います。

どうもありがとうございます。(拍手)

森本理事長 海津先生、ありがとうございますま
した。

それでは、御意見、御質問をいただければと思
います。いかがでしょうか。

質問者1 手元に数字を持っているわけではない
のですが、輸出入の貿易量自体が全世界的にも余
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、この点はどうか考えたらよろしいの
でしょうか。あるいは、私の認識がちよつと間
違っているのでしょうか。

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
し上げてきたわけであります。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。一〇五円から一
 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。キャノンが、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
 外へ出してつくって日本へ持ち返ってくるという
 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、戻さないといけなかなということなので、
 九〇円から一〇〇円ぐらいのところでは余り企業
 経営の変化は出てきませんが、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、円安になった
 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
 はないかと思っています。

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って、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ってきています。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っ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ってしまう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、それに対しては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っ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考えております。

一方で、ミクロで見えていきますと、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いうことに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ふことです。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ということであれば、円安は企業業績の上昇を伴って株高につながるということではな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

願いたします。どうもありがとうございました。(拍手)

(かいづ まさのぶ・野村證券株式会社 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)

(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。)

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сп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