

二〇一五年の内外経済展望と株式市場

―アベノミクスⅡは賃金上昇と成長戦略強化が軸―

海 津 政 信

はじめに

皆様こんにちは。海津でございます。どうぞよろしくお願い申し上げます。

今も御案内いただきましたように、二〇〇六年からもう一〇年間、こうやって一月に参らせていただいております。今日も、「本当に私が一月にこういう格好で参ってよろしいのでしょうか」という話をしていたところですが、お役目でございますので、この後、資料を使いながら具体的にお

話を進めていきたいと思えます。

今日のタイトルは「二〇一五年の内外経済展望と株式市場」、サブタイトルは「アベノミクスⅡは賃金上昇と成長戦略強化が軸」とさせていただきますました。

ざっと世界経済の話から始めて、その後、日本、アメリカ、ヨーロッパ、中国という四極の話 を申し上げます。次に、公的年金の運用の変更等々も踏まえ、またFRBの金融政策等にも言及する形で為替のお話を申し上げ、その上で株式の見方を御紹介したいと思います。時間が許せば、

日本の政治の話や、原油価格が大きく下がって、ロシアのデフォルトのリスクはないのかということもよく御質問いただきますので、そのあたりもお話しできればと思っております。

一、世界経済

(世界経済全体のビュー)

まず世界経済全体のビューであります。資料の2ページをご覧ください。昨年(二〇一四年)はまだ一〇―一二月の数字が固まっておりますので、予想になりますが、世界全体の成長率は三・二%と考えております。これに対して、二〇一五年が三・四%、二〇一六年が三・六%ということ、極めてわずかずつですが成長率は上昇していくと考えています。

(四極の動向)

左のグラフは、今世紀に入ってからの世界のGDPの毎年の変化率です。二〇〇九年のマイナス成長の後、V字回復を遂げました。このときは中国が四兆元、日本円で五〇兆円ほどの財政出動を行いまして、回復のリード役になりました。

その後、ヨーロッパの債務問題が表面化して再び減速感が強くなりましたが、二〇〇九年の後遺症もありまして、今度は中国も機関車役を務めにくいという状況の中で、二〇一五年、二〇一六年は、どちらかというとも米経済がリード役を果たしていくのかなと思っております。特に二〇一五年は三%を超える成長が遂げられるだろうと見ておりまして、米経済がリード役になると申し上げて差し支えないと思います。

日本は年度ベースで表しておりますが、残念ながら二〇一四年度は〇・五%のマイナス成長にな

ると見込んでいます。政府見通しが奇しくもマイナス〇・五%になっております。私どもの見通しでは、二〇一五年度が二・二%、二〇一六年度が一・六%となっております。政府見通しでは、実質成長率が一・五%ですが、二〇一四年度に大幅な下方修正を余儀なくされたこともあって、少し慎重に見たかなという感じがします。

二、日本経済

(増加に向かう企業収益)

米国経済がリード役になって緩やかに回復していく世界経済の中で、最も重要な日本経済ですが、雇用と企業収益はかなり順調であろうかと思えます。資料の3ページをご覧ください。左の図の折れ線グラフを見ますと、さすがに二・四半期(四一六月、七一九月)連続で実質成長率がマイ

ナスになりましたので、雇用増のテンポはかなり鈍くなっておりますが、マイナスになることはなく、来年度(二〇一五年度)、再び成長率が上がっていく中で、雇用も増加に向かうのではないかと思います。

左の図の棒グラフは主要上場企業の連結経常利益の見通しを表しています。二〇一四年度で三一兆円ぐらい、二〇一五年度は三五兆円ぐらいの予測になっていきます。二〇〇七年度が三二兆円ぐらいの数字でしたので、どのベースによるかにもよりますが、私どもが対象にしている Russell/Nonuna 大型株ユニバース三〇〇社余りで見ますと、二〇一四年度でほぼ二〇〇七年度並みになり、二〇一五年度で明らかにこれを更新して史上最高益が期待できるということです。

(実質雇用者報酬の増加と消費の回復)

こういう状況の中で、昨年十一月、今年一〇月に予定されていた消費税をどうするかが議論されました。安倍首相はデフレからの脱却を優先して、消費税率の再引き上げを一年半延期するという決断をしました。延期する以上は選挙で国民の意見を聞きたいということで、一二月一四日の投票で衆議院議員選挙も行われました。

右のグラフは今回の講演のキーチャートの一つだと思っております。前回の増税時(一九九七年)と今回について、実質雇用者報酬の増減率のグラフを重ねて表しております。縦軸は前年比の伸び率で、横軸は一九九七年と二〇一四年を並行して載せております。昨年の第四・四半期から私どもの予測になっておりますが、今回の黒い線を見ていただくとわかるように、今年の四―六月以降、丸二年間にわたって実質雇用者報酬がプラス

で維持できそうだとというのが大きいところです。

私はエコノミストではありませんが、二〇一四年度についてマイナス成長を予想していたわけではありませんでしたので、そういった意味で決して正しいGDPの予測をしていたわけではありません。どうして今年度の成長率見通しが多くのエコノミストが考えるよりも下振れしたのかを考えますと、当初は、消費税率の引き上げで民間経済から国庫に八兆円ぐらい吸い上げられますが、そのうち五―六兆円を補正予算その他で再び民間経済に戻すことで何とかなるのではないかと言われておりました。また、当初から物価上昇によって一時的に賃金が目減りすることは予想されていましたが、株高に伴う資産効果等もあり、加えて財政出動効果で何とか乗り切れるのかなというのが、一年ぐらい前に多くのエコノミストが言っていた点です。ところが、実際にやってみると、非

常に大きな消費不振になってしまいました。

何が理由だったのかを探ってまいりますと、一時的にせよ実質賃金がかかなり大きなマイナスになったことが、中低所得者の消費需要に水をかけたのではないかと思わざるを得ないわけです。そういう点で、二〇一五年度、二〇一六年度の日本経済の予測をする上で極めて重要なのが、実質賃金、雇用増まで入れますと実質雇用者報酬ではないかということ、その見通しを今見ていただいているわけです。

今年の一〇—一二月（第四・四半期）から予定どおり消費税率の再引き上げをやりますと、物価を一・四％ぐらい自動的に押し上げるので、再び実質雇用者報酬がマイナスになるという予測がついこの間までなされてきました。しかし、そうはならず二年間にわたって実質雇用者報酬のプラスが続くと思います。

今後、法人実効税率はどんどん下がっていきま
す。また、企業業績は、少なくとも上場会社につ
いては非常にいいですから、この二〜三月の労使
交渉の中でも二％を少し超えるぐらいの賃金上昇
が出てくると見込まれております。特にこれを見
て本当にそうなのかと思われるかもしれませんが
が、今年の第二・四半期は前年比一・九％とい
う大変高い実質雇用者報酬の伸びが見込まれてお
ります。

一九九七〜一九九八年を境に日本経済はデフレ
に陥りました。その後、名目雇用者報酬、実質雇
用者報酬ともに持続的にプラスになるのは、今年
の第二・四半期以降が初めてということになりま
す。

実質賃金がプラスだった時期は、実は過去に何
回かあります。例えば、小泉内閣時代の二〇〇五
〜二〇〇六年ぐらいのときも実質雇用者報酬はプ

ラスになりました。しかし、このときは就業者増が中心で名目賃金はさほど上がっておりません。物価は若干マイナスでした。これらの結果として、実質雇用者報酬がプラスになったものです。

それから、リーマン・ショックの後、どちらかという物価の下落の結果として、実質雇用者報酬がプラスになったことがあります。名目も実質もともに、しかも持続的に、少なくとも二年間にわたってこういう状況が展望できるのは、デフレに陥ってから初めてであります。したがって、今年の第二・四半期以降、消費も回復してくるだろうと思っっているわけです。

(消費税率の再引き上げの当否)

消費税率の再引き上げについて、昨年の一〇月中盤くらいまでは、何とか対策を組み合わせて、予定どおりやればやったほうがいいだろうと

思っておりまして。しかし、一〇月末の段階で、ちょっと無理はできないなというふうに変えさせていただきました。

その理由は二つでございます。

一つは、当社の経済調査部に七―九月のGDPの推計をやってもらったところ、年率一%台にしなければいけないというのがはつきりしてきたことです。四―六月に年率マイナス七%落ちた上に、七―九月もプラスとはいえ年率一%台と見込まれました。最終的には、在庫調整のマイナスもあって内閣府の数字は七―九月全体でマイナス成長になってしまいました。その前段の推計段階で相当弱いとわかってきたのが一〇月末です。

それから、御記憶におありだと思えますが、一〇月八日にドイツの八月分の鉱工業生産の統計が出てきました。これがマイナス四%という極端に悪い数字でした。これを機にドイツ発の世界株安

が起きたわけです。一〇月にはニューヨークダウが久しぶりに一〇%ほど調整する中で、再びヨーロッパの景気の下振れ問題が出てきました。これには当然、ロシア・ウクライナ問題も関係していたわけです。中国の減速は緩やかにせよ続いているだろう。ここで無理をして消費税率を上げて、日本が景気後退に陥ると、もう世界経済は米国経済で支えるしかないということになりかねません。そういう中で、世界の投資家の消費増税の扱いが一八〇度変わり、むしろ無理はしないほうがいいという感じになってきました。このようなこともありまして、去年一〇月末の段階で、どちらかというところと延期もやむを得ないというのが私の見方だったわけですが。

一月六日にクルーグマン教授が安倍首相のところにいきまして、デフレ脱却前の増税の危険性を三〇分にわたって説明しました。あのあたりで

大体勝負あったという感じではないかと思えます。その後の状況を見ると、一年半延期して、逆にその間に次の増税がしっかりできるような経済体質にするというのも、一つの大きな選択だったかなと思っています。

(成長見通し)

先ほど申し上げましたように、二〇一五年度から消費の回復が見込まれます。

輸出も、去年の秋ぐらいから少し持ち直してきています。牽引役は電子デバイスで、スマートフォン向けのさまざまな電子部品の輸出が増加し、日本の輸出に貢献するようになってきています。これだけ円安になると、通常だとアメリカ向けの自動車輸出がかなり伸びてもおかしくないのですが、円高が進む過程で、トヨタ以外、日産もホンダもメキシコに大工場をつくってしまったも

のですから、メキシコで増産して米国市場に持つていくということになっておりまして、円安で日本から北米向けの輸出が伸びるといふ状況にはなっていない。したがって、半導体とか電子部品のようなものが伸びていく、ないしはNC工作機械とか、ロボットとか、センサーとか、こういった資本財がアジアとかアメリカに伸びていくという感じでは。輸出も少し回復してきておりますので、全体として二〇一五年度は二・二%という成長見通しが達成できると思っております。

(アベノミクスの成長戦略)

アベノミクスの話でございます。一つは、今も申し上げた賃金の上昇が第二フェーズの中心課題だろうと思えます。もう一つが、成長戦略をより有効なものにしていくということです。

資料の4ページは法人減税を含む成長戦略につ

いてまとめたものです。法人減税については、私がお考えていたのと同等か、やや速いペースで実効税率が下がり始めていると思えます。昨年六月の骨太の方針、成長戦略、日本再興戦略の改訂の中で、数年かけて法人実効税率をドイツとほぼ同じ二九%ぐらいまで下げましょう、中長期ではイギリスや中国、韓国とほぼ同じ二五%ぐらいを目指しましょうという感じになっております。既に今回の税制改革は昨年末にまとまっております。二九%まで持っていくのに四〜五年かかるかなと思っておりますが、二〇一五、二〇一六、二〇一七の三年間で、三〇%割れの二九%台まで持っていくということになっており、これは想定よりもいいペースで下がってくれそうだなと思っております。

右の表は、当社の経済調査部で成長戦略によるGDPの押し上げ効果をまとめたものです。個々

の推計数字を見ますと、私自身も、こんなに小さいのかなとか、こんなに大きいのかなと感じる点がないことはありませんが、再興戦略の中で打ち出されたメニユーが全て実現すると、一番下の項にありますように〇・七%ぐらい日本の潜在成長率を押し上げてくれます。この〇・七%のうち、現在まででほぼ半分ぐらい、めどが立ってきたかなど思っております。

上から二つ目に「外国人の訪日促進」というのがあります。もう間もなく昨年の数字が公表されると思いますが、一三三〇万人から一三四〇万人ぐらいで終わったかなという感じがいたします。わずかに二年間で五〇〇万人ほどふえています。特に地方経済にとっては、この外国人の訪日促進というのは相当なプラス効果を既に生み始めています。

上から四つ目の「法人税改革」も、想定よりや

や速いペースで実行されています。

中段ぐらいに「インフラ輸出」があります。安倍首相は就任後の二年間で五〇カ国ほど外遊されていて、そのかなりの部分に経済人が一緒についていってトップ外交を進めておりますので、インフラ輸出もそれなりに軌道に乗り始めていると思えます。

一年ぐらい前、安倍総理のブレインの一人である浜田宏一エール大学名誉教授は、安倍さんのA BEにかけて、金融政策の出来映えはA評価、財政政策はB評価、しかし成長戦略はE評価とおっしゃいました。Eというのは落第点ということですから。その頭文字をとって、A B Eで安倍となり、浜田さんらしいユーモアのある表現です。

一年たって、E評価はアップグレードして、Cぐらいにはなったかなと思います。半分ぐらいの実現可能性が出てきたと思います。ただ、BやA

をあげられないのは、一方でかなり難航しているものもあるからです。その代表的なものの一つがTPP交渉です。一番上に「経済連携協定の推進」とありますが、関税問題を含めてこれが決着し切れておりません。今年五月の連休に、安倍首相は米国訪問を事実上日程化しておりますので、できればそれまでにTPP交渉をまとめたいと考えていると思います。しかし、もう少し情勢を見ないと、まだ断言できる状況ではないと思います。

中段から下のほうに、例えば「農業」、「医療国際化」があります。その他、ここには入っていませんが、雇用改革もあります。これらのいわゆる岩盤規制の問題はなかなか難しい。一昨日の佐賀県知事選挙も、どちらかというところ保守的な農業の方々が推した知事が当選してしまうということ、なかなか難しい部分があるなという感じがし

ます。岩盤規制問題とTPPが残っているので、AとかBの評価は残念ながらできず、しかしEとということもなくC、こういう感じかなと思います、

（日本銀行の金融政策）

では、浜田さんがAをつけている金融政策については、今年は何も動きがないのかということです。私は恐らく、多くの方がおっしゃるよりは早く、黒田総裁は三回目の追加緩和を行うのではないかと推測しております。時期は、あえて言うところ四―六月でしょうか。というのは、昨年一二月でユーロ圏の消費者物価は前年比マイナス〇・二%となっておりまして。これは後で詳しくお話しいたします。日本も、今の原油価格がそのままいけますと、四―六月、七―九月と、CPIの上昇率が前年比〇・二―〇・三%と予想されています。

ついでこの間、一%台の前半から半ばと言われている数字が、急速に伸び悩んでくる見通しになっております。それを受けて期待物価上昇率が大きく鈍化するようなことになると、黒田・岩田両氏の二%の物価目標から相当遠のきますので、四―六月には三回目の追加的な緩和策を打ち出すのではないかと見ています。さすがにもうこれ以上、国債を買うのは難しいと思います。この点、最初は一兆円、次は三兆円とETFの買い入れをふやしており、三回目の追加緩和でこれを五―六兆円までふやす可能性が高いと思います。

いずれにしても、アベノミクスはそれなりに定着し、進んでいくと考えております。

三、米国の経済

(家計純資産の増加)

日本から離れて、アメリカについてお話ししたいと思います。今、会場のスクリーンに映している左のグラフは、お手元の資料には入っておりません。ここから話をしないと米国の経済の好調は説明できないと考えて、レジユメにない資料を追加したものです。このグラフは、アメリカの家計の純資産の増減を見たものです。

一番新しい統計が昨年九月末にFRBから出ているのですが、アメリカの家計の純資産規模は一兆米ドルとなっており、二〇一三年も一〇兆米ドルぐらいふえておりますが、二〇一四年もさらに三兆米ドルぐらいふえています。ふえ方が小さくなっているのは、実はアメリカの家計が少

し借金をふやし始めているからです。資産と負債、両建てでふえている。そういうこともあって、純資産の増分は二〇一三年の一〇兆米ドルより少し鈍化しましたが、それでも三兆米ドルぐらいはふえている。リーマン・ショック前で最も高かった二〇〇七年末が六六兆米ドルでしたので、アメリカの家計の純資産規模は、ざっと一五兆米ドル（一五〇〇兆円）以上、既にその当時を上回っているわけです。これは結局、三回にわたって行われた量的緩和政策の効果です。

FRBは、かつての日本銀行とは違って、金利がゼロまで下がっても中央銀行はやるべきことがある、みずからのバランスシートを使ってさまざまな資産を買い取ることで、景気を追加的に刺激できると考えて政策を行ってきました。そういう意味で、アメリカの経済学では、金融政策をポジティブに使うべしということになっています。そ

して、バーナンキとイエレンの時代に、三回にわたってそれを使って資産価格を押し上げました。すなわち、株価を高くし、住宅価格を回復させ、純資産価値の回復を図って、今やリーマン・ショック前よりも家計の純資産規模は大きい、こういう状況をつくり出してきたということです。

（成長見通し）

今回のリーマン・ショックは、もちろん一九二九年の恐慌ほどではありませんが、一九二九年恐慌のときは、一九四五年の第二次世界大戦の終了を機に不況から脱出するまで一五年ぐらいかかったのですが、今回はわずか六年ぐらいいしかかりませんでした。やはり金融政策を積極的に活用したことのプラスが出ているということです。

アメリカの成長率は今どれぐらいのペースかを見てみます。配布資料に戻って、5ページの左の

図をご覧ください。実線のグラフは「ISM指数が示唆する実質経済成長率」を表しておりますが、おおよそ三%台半ばから後半ぐらいではないかと思えます。正確に言うと、昨年四—六月が年率四・六%、昨年七—九月が年率五%、一〇—一二月はまだ経済統計が全部出ておりませんが、今出ている統計で見ると年率三%台半ばぐらいという感じであります。ですから、かなりハイペースな成長を続けているということ、冒頭でも御紹介申し上げたように、今年も三%を少し超える成長になるだろうと見ています。

(FRBのゼロ金利解除)

そうなると、量的緩和政策は既に昨年一〇月で打ち切っておりますので、次の焦点はいつからゼロ金利解除が始まるのかということです。我々の公式な見通しでは、右上のグラフにありますよう

に、今年九月からFRBはゼロ金利解除に臨むと見ております。私は、九月の可能性もあるけれども、経済データ次第では、早ければ六月の可能性も否定できないと思っておりますので、六月から九月という言い方をさせていただいております。

アメリカの政策当局も、経済データ次第とはいえ、次の景気循環の後退局面に備えて名目金利を多少とも上げておきたいと考えているわけです。それが過不足なくできるのが、多分六月の年央ぐらいかなというのが今の見通しです。一二月の雇用統計の中で特に賃金の上昇率が余りよくなかったことを受けて、先週金曜日のニューヨークの株価は下がっています。賃金統計には、それなりに月々の振れがありますので、余り神経質になる必要はないと思っています。今年の年央から、遅くとも九月ぐらいにはゼロ金利解除に向かうのかなというふうに見ております。

(米国株の動向)

現在、米国株が調整模様になっておりますが、これについては余り心配しておりません。余り見たことがないかもしれませんが、右下のグラフは株式のボラティリティー指数です。よく恐怖指数と言われます。原油価格のVIX指数と株式のVIX指数がありまして、これらがかなり連動して動くというのがこのグラフの意味しているところです。ですから、原油価格のボラティリティーが高くなる中で、それを受けて米国株が不安定化している。それが日本株やヨーロッパ株にも影響を与えているということです。

原油のVIX指数と株式のVIX指数がなぜ連動するかというと、原油のように極めてベーシックな商品の値段が大きく変動しますと、株式の本源的な価値は企業収益ですので、その不透明感が増します。不透明感が増しますと、当然、その分

だけリスクプレミアムが高くなりますので、予想PERが下がって、EPSの水準は変わらなくても株価が変動する、こういう論理の結びつきになっていきます。原油価格がこれだけ変動していると、株式も短期的にはボラティリティーが高くなるのは当然なので、本質的にそんなに心配する必要はないと見えています。原油価格は四〇ドル台のどこかで下げ止まって、しばらくそれが維持されていき、原油のVIX指数が下がってくると、株式のほうも少し安定感が出てくると思います。

米国株は、一年単位で見れば、今年も恐らく史上最高値を更新していくだろうと思っています。今年の年末で、恐らくS&P500で二二五〇とか、ニューヨークダウで一万九五〇〇ドルぐらいのところはあるのかなと思っています。もちろん、ゼロ金利解除の前後、六月から秋口ぐらいにかけて、一時的にせよ米国株は一割ぐらい調整す

る場面はあると思いますし、それを受けて日本株も調整する場面があると思いますが、最終的には多分プラスで終わるだろうと思っています。アメリカ企業の業績はしっかりしています。アメリカはゼロ金利解除に向かいますが、この後お話しするように、ヨーロッパが量的緩和政策に踏み出す公算が非常に高くなってきておりますので、アメリカの若干の金融引き締めは日本の追加緩和とヨーロッパのQE政策の始動で吸収できると思っています。

四、欧州経済

(欧州経済の日本化)

ヨーロッパは極めてデフレっぽい状況です。よく「欧州経済の日本化」と言われます。「日本化」というのは余りうれしい話ではないのです

が、デフレに陥って経済停滞が長期にわたって続いてきたことを指して「日本化現象」と言っているわけです。ヨーロッパもいよいよ日本化がかなり深まってきたかなという感じですよ。

一月のこの講演会でお話するのは今回も含めて一〇回目ですが、リーマン・ショックの後、私はほぼ一貫してヨーロッパ経済について悲観的な見方を申し上げてきました。それは、債務危機が九〇年代の日本に極めて似ているということですよ。一九九〇年代、日本もよく言われましたが、政策の対応が極めてToo Little, Too Lateで、当時の日本のような状況に陥る可能性が高いのかなと思っていたからであります。残念ながらその予感はずいぶん当たってきて、ヨーロッパ経済の日本化はかなり進んできたということです。

資料の6ページの左のグラフで製造業購買担当者指数(PMI)を見ますと、ユーロ圏の中核で

あるドイツは好不況の分岐点の五〇前後まで下がってきているし、フランスは四〇台の後半ぐらゐまで既に下がっています。ドイツなどはもともと新興国向けの輸出が多いのですが、これに加えてロシア向けの輸出がウクライナ問題で急減速しているの、こういう状況になっているということです。

(ドイツの政策対応)

本来であれば、ドイツが財政拡張でヨーロッパ経済を牽引していくべきだと思いますが、ドイツはそういう政策をとっていません。日本の論壇の中にもメディアの中にも、ドイツの経済を褒めたたえるような論調が色濃く存在しておりますが、私自身はやや意見が違います。少なくとも、今のドイツの経済政策は間違っていると思っております。第一に、ECBはこの一月二二日から量

的金融緩和に踏み切ると思いますが、ドイツがずっと反対し続けてきたために、大分時期がおくられてしまいました。二つ目に、ドイツはみずから財政拡張すべきなのに、南欧と同じように財政緊縮策を進めています。ヨーロッパ経済は需要が少なく、典型的に需要不足の経済ですから、当然、ケインズ政策で財政拡張するというのが常識なのですが、ドイツはそういう政策をとっていません。財政金融政策の両面で間違っていると思うので、私はドイツ経済を褒める論調にはとても違和感があります。強いて言う、いわゆるインダストリー四・〇あたりは少しドイツに学ぶべきだ、という議論は受け入れてもいいかなと思います、財政金融政策については、はっきり言って間違っていると思います。

(ECBの量的金融緩和政策)

そういう中で、ECBの量的金融緩和政策についてです。六〇七割の可能性として、ECBは一月二二日に量的緩和に踏み出すのではないかと思っています。既に昨年一二月の段階で、二兆ユーロぐらいのバランスシート規模を少なくとも三兆ユーロまで拡大することについて、ドラギ総裁はECB内の意見をほぼ統一していると聞いています。二兆ユーロから三兆ユーロまで、一兆ユーロです。一兆ユーロというのは、今の為替レートで一四〇兆円です。これだけの拡大を二〇一五年と二〇一六年の二年間で行うということ、年間七〇兆円のバランスシート拡大になります。当然、国債のようなマーケットの大きなものを対象にして買っていないとバランスシート規模の再拡大はできません。

ギリシャの問題があるのでなかなかうまく踏み

込めないのではないかという意見もあります。もちろん、その可能性はゼロではありませんが、それを迂回する道は幾らでもあります。どういうことかという点、ギリシャやアイルランドやポルトガルも含めて満遍なく国債を買う可能性はむしろ少なく、主要六カ国の国債を拠出金額の比率に応じて買っていく可能性が高いと思っております。六カ国というのは、当然ながらドイツ、フランス、イタリア、スペイン、オランダ、ベルギーです。この主要六カ国の国債を対象にして買っていく可能性が高いと思います。ギリシャを入れる、入れないということではなく、ポルトガルもアイルランドもそもそも入らない枠組みにすれば、ギリシャの総選挙とか、その後のどうのこうのということはある程度回避できるので、ギリシャ問題があるので量的緩和政策に踏み出せないということでは恐らくないと申し上げております。

す。

日本は、昨年一〇月末に黒田総裁の下で、日本銀行が量的緩和の規模を五〇兆円から八〇兆円に拡大いたしました。これに、国債を中心にバランスシート規模を七〇兆円拡大するというヨーロッパの政策が始まる。両方を合わせますと一〇〇兆円です。米国の量的緩和政策で最も規模が大きかったのが八五〇億ドル（約一〇兆円）です。で、年率で一〇〇兆円とか一二〇兆円に当たります。これに匹敵するぐらいの日欧の量的緩和が出てきますので、アメリカが少し利上げに転じても、日欧の追加金融緩和で吸収できるだろうと思っております。そういった意味で、今年のマーケットを考えていく上でもこの点が極めて重要です。

五、中国経済

（減速する中国経済）

中国は非常に減速感が強いと思います。資料の7ページをご覧ください。中国では、設備投資、公共投資等を含めて固定資本形成が五〇%近くになっていきますので、早晚減速するというのもう一〜二年前からわかっていたことです。七%台の成長率を維持するのはもう難しくなっていて、私どもの今年（二〇一五年）の見通しは六・八%、来年は六・五%となっており、その後も五%に向かって緩やかに成長率が落ちていきます。

ですから、政策で減速をとどめる、ないしは再び成長率を上げるということはできない話です。しかし、まだ金利政策を使えますので、政策金利

を下げる、預金準備率を下げる、財政をある程度出動させることによって、一気に急失速しないよう、緩やかな減速程度にとどめることはできると思います。

シャドーバンキングの問題も、ちょうど一年前の今ごろ非常に大きな問題になって、一月から二月にかけて中国のシャドーバンキング問題で世界株が大きく調整するという場面がありました。それも大分、目になってきました。右のグラフは中国の短期市場金利ですが、実は一二月末にかけて三カ月物とか七日物のレポレートなども少し上がったのですが、さほど問題になりませんでした。一月に入って当然下がってきておりますが、これはもうそんなにマーケットの大きな悪材料ではなくなっています。

(日本の中国向け直接投資)

昨年一月のAPECで日中首脳会談が行われましたが、政治のいかんにかかわらず、恐らく日本の中国向け直接投資は減っていくだろうと思います。というのは、円ドルレートが七〇円台、ピークで七五円ぐらいだったものが、今は一二〇円です。人民元とドルの関係は基本的にほぼ維持されているので、日本円は対人民元でも相当安くなっているわけです。大体、一人民元一二円ぐらいだったものが今は一九円ぐらいになっていますので、中国で物をつくって日本に持ち帰って採算に乗るといふようなことは極めて希有なケースになつてきています。

私は、ある資本財メーカーの社外取締役を引き受けております。中国で物をつくって中国国内で売ることはもちろん考えますが、そこから世界に持つていくようなことは、発想としてはもう余

りないですね。やはりベトナムとかインドネシアとか、もつと賃金の安いところに生産拠点を移していくのが主流になりつつあると思います。もちろん中国市場は大きいので、小売業とかさまざまなどころで市場として重要ではありますが、かつてのように低賃金を活用して中国で安く物をつくって世界中に売っていくというビジネスモデルは、一人民元が一二円から一九円になった段階で、ほぼ見込みにくくなっていると思います。

六、市場の見通し

(1) 為替市場

(緩やかな円安傾向)

まず、為替市場を取り上げます。今年(二〇一五年)全体としては緩やかな円安傾向がもう少し続くと思っています。年末の円ドルレートは、一

ドル一二八円ぐらいと見ております。過去数カ月、日本銀行の二回目のQQE2で、一ドルが一〇二〜一〇三円ぐらいから一気に一二〇円まで来ました。その勢いがそのままというわけにはいかないと思いますが、まだ幾つかの理由でドル高・円安傾向が続くと思います。

(公的年金の資産構成割合の変更と為替レート)

その中で最も重要な一つは、公的年金の資産構成割合の変更です。年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の他、国家公務員共済、地方公務員共済、私立学校共済のいわゆる三共済を加えた公的年金全体の運用額は一六五兆円ぐらいあります。資料の8ページをご覧ください。右の表の一番右側の「フロー(試算値)」は、GPIFが決めたような格好で基本ポートフォリオを変えていくと、フローがどれぐらい変化してくるかを表

しています。上から、国内債券を二七兆円ほど減らし、国内株式を一兆円ほどふやし、外国債券と外国株式に合わせて一五兆円ぐらいを振り向けることとなります。この表は、外国債券と外国株式だけに一五兆円ぐらいを振り向けることとなりますと、ドル高・円安の需給面の要素の一つになることを示しています。

(国際収支の動向と為替レート)

貿易収支の話などを加味して、もう少し全体像を整理して申し上げます。貿易収支は、原油価格の下落とともに、この後、大分改善していくと思います。日本が中東等から原油と天然ガスを年間どれぐらい買っているかというと、二四兆円ぐらいです。天然ガス市況も原油に連動しますので、当然、天然ガス価格も下がってきます。一バレル一〇〇ドルが五〇ドルに半減してそのまま定着す

ると、二四兆円が半分の一二兆円で済む。そうすると、ほとんどの貿易赤字は自動的に消えるという話になります。それぐらい、エネルギー価格は貿易収支を左右するわけです。当然、シェールガスオイルの採算点の高いものもありますので、米国内のシェールガスオイルに減産の力が加わって、今の四〇〜五〇ドルという水準がずっと定着するとは全く思っています。年後半は六〇〜七〇ドルぐらいまで戻るだろうと思っていますので、一二兆円も貿易収支が改善するとは思いますが、大分改善してくるだろうと見ています。

先ほど、二〇一五年度でプラス二・二%、二〇一六年度で一・六%の成長見通しを御紹介しました。そのような成長見通しのもとで、どういう貿易サービス収支を予想しているかというのが、資料の9ページの右下の表です。二〇一五年度で三・八兆円、二〇一六年度で六兆円の貿易サービ

ス収支の赤字を見込んでいます。赤字が一番大きかった二〇一三年度の一四・四兆円からすると、二〇一五年度で一〇兆円ぐらい貿易サービス収支が改善することになります。

日本は依然として世界最大の対外債権国です。その中身は、直接投資ももちろんありますが、米
国債券への投資もかなり多くあります。これに伴う所得収支は二〇一五年度で二〇兆九〇〇億円に達しています。

一方で、対外直接投資は八兆円ぐらいの流出超、投資信託とか生保のフローも流出超、貿易サービス収支は改善しますが、それと裏腹の関係で公的年金の外へのフローがかなり大きくなる。結局、全体としては円安につながるような需給構造が続くということです。二〇一六年度になると、公的年金のフローもほぼなくなってきましたので、恐らく円安が止まるのではないかと思えますが、

二〇一五年度は公的年金のかなり巨額の外へのフローがありますので、円安傾向は変わらないだろうと思います。

(金融政策と為替レート)

日米の金融政策も、日本銀行は追加緩和の可能性を秘めている一方、アメリカはゼロ金利解除に向かうので、当然、ドル高・円安を助長します。そういった意味で、一七八円ぐらいまで円安・ドル高が進むかなと思っていますが、七五円から戻ってきた円安傾向もほぼ終盤に差しかかっている、円安になるとしても一三〇円までかなというのがほぼ見えてきています。為替についてはそんなふうに見えています。

(2) 株式市場

(為替レートと株価)

次に株式市場についてお話しします。資料の10ページをご覧ください。結論的には、今年(二〇一五年)についても、円安・株高が続くと見ておられます。年末で、円ドルレートは一二八円、日経平均は二万円を少し超えるだろうと思っております。左のグラフは、昨年、一昨年の講演でも使わせていただきました。為替と日経平均の組み合わせが直観的に理解しやすいと思いますので、依然として使わせていただいております。

(日銀バランスシートと株価)

右のグラフは、久しぶりに今回の講演会用に載せてみました。日本銀行のバランスシートと日経平均を比べたものです。日本銀行のバランスシートが拡大しますと、円安が進み、輸出企業を中心

に業績が拡大して、株高につながるということです。根っこに日本銀行の量的緩和があり、バランスシート拡大がベースになっておりますので、グラフをつくれればこういう格好で一定の関係が観測できます。今はもう三〇〇兆円ぐらいのバランスシート規模なので、一年ずれていくと、ことしの年末に二万三〇〇〇円も不思議ではないように見えますが、さすがにそこまで一対一で申し上げるわけにもいかないかなと思ひまして、今年の年末で二万五〇〇円という数字を申し上げております。

(企業収益と株価)

株価には、流動性の問題と同時に企業収益の問題が関係しております。最初に、雇用とあわせて企業収益全体の数字をお見せしましたが、資料の11ページの左に、主要な業種を積み上げて算出し

た企業の経常利益の推移を示しています。最終的な数字は、先ほど申し上げたように二〇一四年度が三一兆円ぐらい、二〇一五年度が三五兆円ぐらい、二〇一六年度は三八兆円ぐらいになっています。どこが利益の押し上げに一番寄与しているかというと、一番下の自動車です。最もよかつた二〇〇七年度で、業界全体で六兆円ぐらいの数字でしたが、二〇一三年度で既にそのレベルまで到達し、二〇一四年度で七兆円を超えてきます。二〇一五年度では八兆円近いという感じで、自動車業界が円安のメリットも大いに受けて業績拡大の牽引役になっているというのが、このグラフからもご覧いただけたと思います。その上に電機・精密があります。ここも状況は大分よくなってきています。家電はまだ苦戦しておりますが、産業用エレクトロニクスとか半導体電子デバイスのところは相当よくなってきています。ここもピークの二

〇〇七年度の六兆円にかなり近づいていくという状況です。非製造業、通信とか小売業とかいろいろありますが、この辺もトレンドとして見ると上昇、成長が続いています。

タイトルに「バリュエーションは割安」と書いておりますが、今、大体どれぐらいの一株当たり利益になるかを見てみます。左の脚注に書いておりますように、二〇一四年度が八七、二〇一五年度が九七、二〇一六年度が一〇六です。大体一〇ポイントぐらいずつ、TOPIX換算ベースの一株当たり利益がふえていく見通しになっています。これは、中間決算を受けて為替前提を一ドル一〇八円で試算したもので、今後、一月下旬から二月にかけて発表が相次ぐ一〇一二月の四半期決算に合わせて見直す時期に差しかかってきます。積み上げ予測は時間がかかって二月末にならないと出てきませんが、仮に一ドル一二〇円とい

う現行レートをそのまま当てはめ、為替の感応度を織り込んで計算しますと、二〇一五年度は今の九七が恐らく一〇三ぐらいになる。二〇一六年度は今一〇六ですが、一一二ぐらいになる。そのように暫定的にお考えいただいたいと思います。

今年（二〇一五年）の年末は、二〇一六年度のEPSの水準をある程度意識して株価が形成されていきます。TOPIXベースで一一二ポイントということ、日経平均換算ベースで一四〇〇円ぐらいになります。この一四〇〇円に一四・五倍ぐらいの予想P/E Rを掛けると、ちょうど二万円を少し超えたぐらいの水準になってきます。

一四～一五倍という予想P/E Rは世界と比べてどうかというと、アメリカが今一五～一六倍、日本が一四～一五倍、ヨーロッパが一三～一三倍ぐらいです。私は、一四～一五倍というのは、日本

株のバリュエーションとしては適切なかなと思います。アメリカ株並みに買うには、人口の減少という日本特有の問題も考えないといけません。

よほど少子化対策がうまくいき、出生率が一・八ぐらいまで戻ってくれば、つまり、しばらくは人口が減りますが、二〇五〇年段階でも一億人ぐらいの規模が維持できるということがより現実になれば、もうちょっと高いバリュエーションも可能かもしれません。しかし、今の状況ではアメリカ株並みに買うのは難しいので、アベノミクスを前提にして一四～一五倍ぐらいのレシオがいいのかなと思っています。そういった意味で、二〇一六年度の日経平均換算EPS一四〇〇に一四・五倍ぐらいを掛けて二万円をちょっと超えるぐらいというのが、今年の年末の最もあり得る水準かなと考えております。

(株式の需給と株価)

資料の12ページは株式の需給を示しています。昨年一〇月以降、公的年金が株式の買いをふやすという段階に入っております。実際、一〇月には一兆三〇〇億円ぐらい、信託銀行勘定で買いが出ております。当然ながら公的年金が裏側にあると推測できます。海外の投資家も、足元は米国株が下がって少し売っていますが、日本銀行の二回目の緩和策を受けた昨年十一月は三兆円ほど日本株を買っています。外国人投資家はアベノミクスに対して一定の評価をしておりますので、公的年金と海外が基本的に買っていくという中で、個人がNISAを含めて少し前向きなスタンスをとっていくと、二万円の株価を支える需給も一定程度見えるだろうと思います。

七、その他

もう少し時間を残して政治の話などもしようと思っていたのですが、かなり時間が迫ってきておりますので、御質問が出れば後でお答えすることになります。

参考資料の中で一つだけ、資料の13ページの「原油価格の下落とロシアの外貨準備」をご覧ください。右のグラフは、ロシアがどれぐらいの外貨準備を持っているかを表しています。「修正外貨準備高／短期対外債務比率」のグラフを見て下さい。外貨準備の中で、金(きん)とかIMFの拠出金とか、容易に取り崩せないものは除いて、取り崩し可能なものに絞っても、ロシアは短期対外債務の大体二年分ぐらいを保有しているというのがこのグラフの意味です。そういう意味で、一

九九八年のようにロシアのデフォルトが間近に迫っているという感じでは全くないということですね。この辺は、当時の学習効果がかなり効いていると思います。

お話は一旦このあたりで止めさせていただきます、御質問がありましたら補足させていただきます。御清聴どうもありがとうございました。（拍手）

増井理事長 海津さん、どうもありがとうございます。いつもながら大変わかりやすい明快な御説明をいただきました。

それでは、多少お時間がありますので、御質問があればお出しただけですでしょうか。

海津 もう少しお考えいただいて、後でご質問をお出しただいても全く構わないのですが、もし今御質問が出ないようでしたら、ちょっと政治の

話をつけ加えたいと思います。

資料の13ページをご覧ください。昨年一二月—四日の総選挙の結果、安倍政権が信任され、与党の自民・公明両党を合わせて衆議院で三分の二を保有するという安定政権が再度確立されました。統一地方選挙とかいろいろありますが、今年九月の自民党総裁選挙で安倍首相が再選される可能性は極めて高いので、さらにあと一期三年務めることになる、二〇一八年九月まで安倍政権が続くことになり、小泉政権以来、久方ぶりに長期政権が成立する可能性が高いと思います。

したがって、安倍政権の間にどれぐらい経済の再生に政治資源をつぎ込んでやっていくかということになります。私は割合樂觀しております。多くの方が、安倍さんの性格では、憲法とか安全保障とか、どうしてもこういうところに目が向きやすいと思っています。経済再生と言いつつ、し

かし本音のベースでは憲法や外交、安保などではないかとよく聞かれます。私はもちろん最終的にはそう思っていると思いますが、逆に言うと、そのためにも経済再生に力を入れると理解しています。

私が親しい政治ジャーナリスト等々と話をする中で多分そうなのだろうと思っているのは、安倍首相は自民党総裁として六年やる。さらに規定を変えて二〇二〇年のオリンピックまでやるという説もありますが、多分そういうことはなく、二〇一八年九月までだと思っております。その六年間を三つに分けます。最初の二年、次の二年、最後の二年。

最初の二年は既に過ぎました。デフレ脱却に向けて金融政策を軸に大きく円安・株高につなげ、経済再生の最初のスピードダッシュを行うことは、かなり成功裏に進んだと思います。去年の衆

議院議員選挙の前の党首討論等の議論を聞いていても、量的金融緩和政策について最も理解度が高いのは安倍首相です。民主党の海江田代表も比較的経済に強い人ではありましたが、量的緩和政策について余り理解しているようには見えませんでした。米国では、日本の金融政策にかなり高い評価を与えています。金融政策は相当なことができ、金融政策によって雇用をふやすことも賃金を上げることも基本的にできるといことが米国の常識です。黒田総裁になって日本もようやくその列に加わったということです。

どういう経路で金融政策が雇用や賃金に影響を与えられるのかというと、二つの経路があります。一つは為替です。これはもう劇的に変わりました。さっき人民元が一人民元一二円から一九円になって、中国の輸出生産拠点としての意味づけはほとんどなくなったと申し上げたとおりで、為

替というのは特に製造業の立地競争力に典型的に影響しますから、為替を左右することで雇用や賃金に影響を及ぼすことができるのです。それから、資産価格に大きく働きかけていきますので、当然、株価、地価、その他に影響する。この経路も通じて経済を刺激できる。イエレン議長は労働経済学の専門家でもあります。「雇用の量と雇用の質を見きわめた上で金融政策を決める」と言っています。金融政策でそれぐらいのことができるということをちゃんと理解していたのは、安倍さんしかいなかったと思います。そういう意味で、金融政策を積極的に使った。山本幸三さんを初めさまざまなリフレ派の方々が安倍さんに働きかけたのだと思いますが、そこはうまくやった。

ここから二年間は、恐らくかなり成長戦略にてこ入れして、潜在成長率を上げていくことに努めると思います。来年（二〇一六年）七月、衆参ダ

ブル選挙になるかもしれませんが、それぐらいまでは基本的には経済第一でやっていくと思います。その辺でデフレ脱却からめどが付き、潜在成長率も一定程度押し上げることに成功していれば、六年間の中の最後の二年間で憲法改正の入り口ぐらいまで何とか持っていきたいというのが、多分安倍首相の一応の年次スケジュールではないかという感じがします。そういう点では、来年六月までは経済再生第一ということを進めていくのではないかと思っています。

増井理事長 来年だけでなくさらに先までの見通しを御披露いただきました。

お時間でございますが、この他に何かございませうでしょうか。それでは、今日はこのあたりで終了させていただきます。

最後に、お忙しいところおいいただきました海津さんに盛大なる拍手をお願いいたします。

(拍手)

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

(本稿は、平成二七年一月十三日に行われた講演会の
記録で、文責は当研究所にある。)

海 津 政 信 氏

略 歴

- 1951年12月 東京都に生まれる
- 1975年 4月 野村総合研究所入社
- 1990年 6月 野村総合研究所企業調査部次長
- 1994年 6月 野村総合研究所投資調査部長
- 1997年 4月 野村証券金融研究所投資調査部長
- 2000年 6月 野村証券金融研究所副所長兼企業調査部長
- 2002年 4月 野村証券経営役金融研究所長
- 2004年 4月 野村証券経営役金融経済研究所長
- 2007年 7月 野村証券経営役金融経済研究所チーフリサーチオフィサー
- 2012年 1月 野村証券金融経済研究所シニア・リサーチ・フェロー兼アドバイザー

※重要な兼職

- 2013年 6月 公益財団法人財務会計基準機構理事
- 2013年 8月 公益社団法人日本証券アナリスト協会副会長
- 2014年 6月 SMC 株式会社社外取締役

※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」 (週刊エコノミスト)
- 1982年 「F A 化は日本の産業構造に地殻変動を起こす」 (週刊東洋経済)
- 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)

※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
- 2000.2～2003.8 テレビ朝日サンデープロジェクト 経済・マーケット分析
- 2013.7～ BS ジャパン日経プラス10 経済・マーケット分析