

2016年の内外経済展望と株式市場

野村證券株式会社 金融経済研究所
シニア・リサーチ・フェロー兼アドバイザー

海津 政信

2016年1月13日

野村證券株式会社

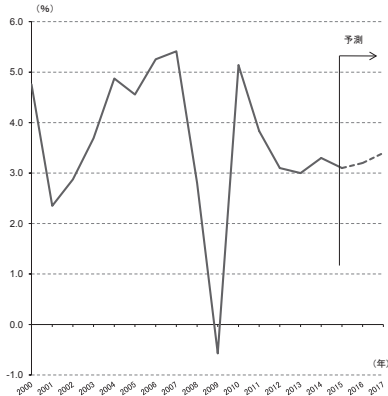
- 世界経済は先進国の堅調と中国の減速が同居
- 日本経済、円安定着で競争力改善、輸出と投資回復へ
- 名目GDP600兆円に向け、成長戦略の前進を評価
- アベノミクスに不安は少ないが、消費再増税には留意
- 米国経済、内需好調も利上げペースは緩やか
- 欧州経済、ユーロ安で底打ちも、VW、難民、テロのリスクに留意
- 中国は年5%成長に移行する過程、構造調整の痛み続く
- オールド・エコノミーとニュー・エコノミーに二極化、メイト・イン・チャイナ25に注目
- 原油需給は軟調で、原油市況は低迷が続く公算
- 米利上げ緩慢の一方、日銀追加緩和期待でドル円膠着へ
- 米利上げでバリュエーションやや低下、日米株ともレンジ相場へ
- 16年度まで増益基調が続こうが、課題は17年度
- 株式需給、国内投資家の存在感じわり上昇
- (参考) Russell/Nomuraの業種別経常増益率予想
- (参考) Russell/Nomuraの業種別バリュエーション



世界経済は先進国の堅調と中国の減速が同居

NOMURA

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)

	2015年 (予)	2016年 (予)	2017年 (予)
世界	3.1	3.2	3.4
先進国	1.9	1.8	1.7
米国	2.5	2.2	2.0
ユーロ圏	1.5	1.4	1.5
日本	1.1	1.5	-0.2
新興国	4.2	4.3	4.8
中国	6.8	5.8	5.6
インド	7.3	7.8	8.0

(注) 12月18日時点の野村による予測値。日本は年度ベース。
(出所) 野村

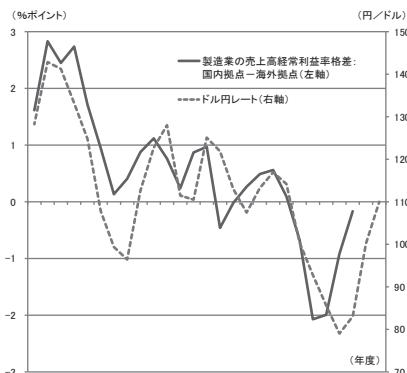
2



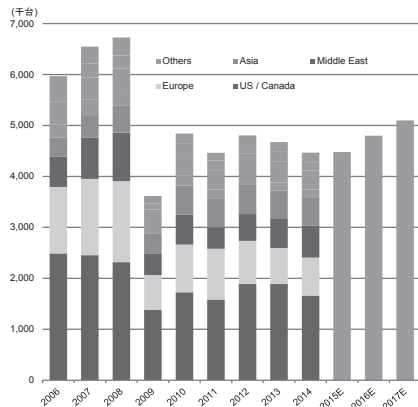
日本経済、円安定着で競争力改善、輸出と投資回復へ

NOMURA

内外拠点の経常利益率格差とドル円レート



日本からの自動車輸出台数(暦年)

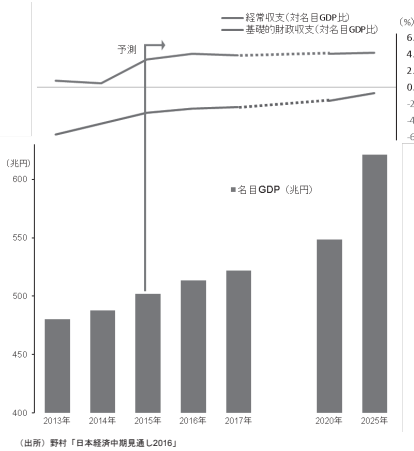


3

名目GDP600兆円に向け、成長戦略の前進を評価

NOMURA

名目GDP、経常収支、基礎的財政収支中長期予測



安倍政権の成長戦略

1. 法人実効税率16年度ドイツ並みに

15年未の税制改正大綱で、16年度の法人実効税率29.97%に低下、フランスを下回り、ドイツ並みに

2. 外国人訪日客促進策の成功

15年で外国人訪日客2000万人弱、開消費額3.5兆円程度に達した模様。円安、ビザ発給要件の緩和、免税手続きの簡素化等が成功。新たに2020年3000万人目標を設定。地方周遊ルートの発信、ホテルの新規供給増、通訳ガイドの拡充へ

3. 高速鉄道等のインフラ輸出が軌道に乗る

インドの高速鉄道で日本の新幹線方式の採用が決定。インドでの追加商談に加え、マレーシア、米国でも新幹線方式が有力。加えて、日本インドの原子力協定合意で、原子力発電プラントの受注も可能に。

4. TPP（環太平洋戦略的経済連携協定）交渉の合意

GDP規模3400兆円に及ぶ自由でフェアな市場が生まれ、日本企業の活躍余地が広がる。政府の試算で14兆円のGDP押し上げ効果がある。

5. コーポレート・ガバナンス改革の進展

企業経営者の売上成長への強いコミットメントや資本コストを意識し、ROEを向上させるというエイジェンシー・ガバナンスが盛り込まれている。機能しにくくなったバンク・ガバナンスを超える動機付けを企業経営に与える意義は大きい。

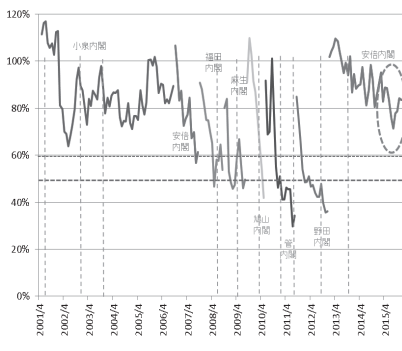
(出所) 政府資料等から野村

4

アベノミクスに不安は少ないが、消費増税には留意

NOMURA

歴代内閣・青木率(内閣支持率+与党支持率)の推移



日本経済予測

		15年度 (予)	16年度 (予)	17年度 (予)
国内総生産	実質国内総生産(GDP)	1.1	1.5	-0.2
	<内需寄与度>	1.0	1.7	-0.6
	<外需寄与度>	0.1	-0.2	0.5
	民間最終消費支出	0.3	1.7	-1.2
生産・物価	民間企業設備投資	1.6	3.7	0.9
	消費者物価	0.4	1.0	2.1
対外収支	完全失業率(%)	3.3	3.2	3.2
	貿易・サービス収支(兆円)	-0.9	-0.7	0.6

(注) 1. 断りがない限り、前年比、%。2. -0.0の場合も0.0と表示している。3. 17年度に消費税率が8%から10%へ引き上げられると想定。15年12月14日時点
(出所) 野村

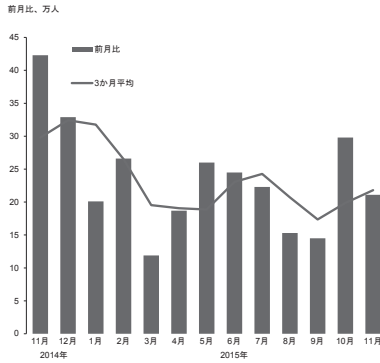
5



米国経済、内需好調も利上げペースは緩やか

NOMURA

非農業部門雇用者数の前月比とその3か月平均



(出所) 米労働省より野村作成

野村の米国経済・政策金利予測

	2015(予)	2016(予)	2017(予)
実質GDP成長率 (前年比%)	2.5	2.2	2.0
うち個人消費 (前年比%)	3.1	2.7	2.0
住宅投資 (前年比%)	8.4	5.6	7.4
純輸出 (前年比寄与度%)	-0.6	-0.4	-0.4
失業率 (%)	5.28	4.74	4.58
CPI (前年比%)	1.8	2.0	2.0
FF金利 (年率値)	0.25-0.50	0.75-1.00	1.50-1.75
参考FOMC予測(%) (年末値、中央値)	0.375	1.375	2.375

(注) 野村の予測は15年12月18日時点。FOMC予測の中央値は15年12月16日時点。
CPIは食料・エネルギーを除く総合。
(出所) 野村、FRB(連邦準備理事会)

6



欧州経済、ユーロ安で底打ちも、VW、難民、テロのリスクに留意

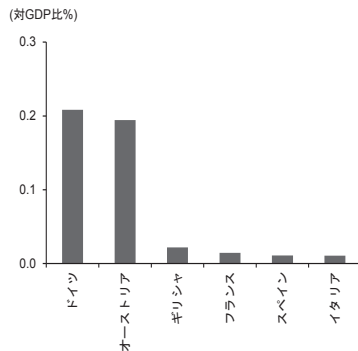
NOMURA

ユーロ圏の購買担当者指数(製造業PMI)



(注) PMIは50が拡大と縮小の分岐点。最新は12月確報値
(出所) Markit Economics 社資料より野村作成

難民受け入れにかかる追加政府支出



(注) 推計値は、(1)移民一人にかかる費用は1年当たり1万ユーロ、(2)8~12月の移民流入は7月の1.5倍、との想定に基づく。ギリシャは難民の多くが他国に移ることを考慮。
(出所) 野村推定、15年9月29日時点

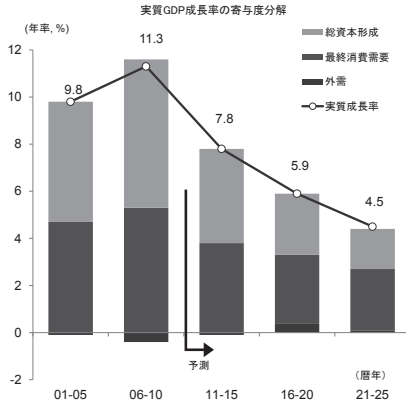
7



中国は年5%成長に移行する過程、構造調整の痛み続く

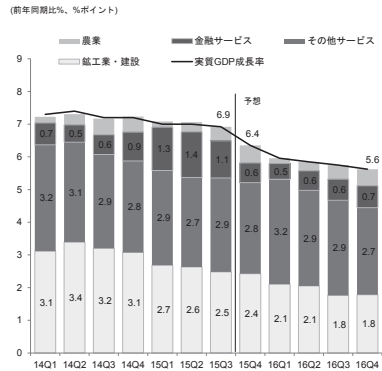
NOMURA

日経センターによる中国GDP中期予測



(注) 上記は標準シナリオ。減速シナリオでは、16-20年が年5.1%、21-25年が年3.2%と予想。
(出所) Haver Analytics、日本経済研究センター

中国の実質GDP、業種別内訳



(出所) CEICデータベース、野村予想

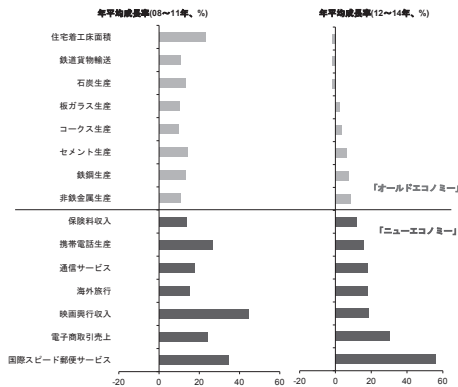
8



オールドエコミーとニューエコミーに二極化、メイドインチャイナ25に注目

NOMURA

経済構造の転換(2008年~14年)



(注) 年平均成長率(CAGR)は、住宅着工床面積、鉄道貨物輸送量、石灰生産、板ガラス生産、コークス生産、セメント生産、鉄鋼生産、携帯電話生産、海外旅行、国際郵便収入の年平均成長率、並びにEコマース(電子商取引)、通信、保険料、映画興行収入の中国元建て売上高をカバーした。
(出所) CEICデータベース、WINDデータベース、野村

メイド・イン・チャイナ2025

- 5つの重要方針
 - ①イノベーション主導、②品質優先、③グリーン発展、④構造最適化、⑤人材重視
- 10の重点分野
 - ①次世代情報技術産業
IC・LSI、関連製造装置、第5世代移動通信、ハイエンドサーバー
 - ②ハイエンド工作機械・ロボット
NCシステム、産業用ロボット、サーボモーター、センサー
 - ③航空・宇宙用機器
ロケット、有人宇宙飛行
 - ④海洋工程機器・ハイテク船舶
深海探査、LNG船
 - ⑤先進的軌道交通設備
省エネ・エコ技術、デジタル化・スマート化
 - ⑥省エネ・新エネルギー自動車
電気自動車、燃料電池自動車、自主ブランド化
 - ⑦電力設備
クリーンな石炭プラント、ガスタービン発電
 - ⑧農業用機器
大型トラクター、コンバイン
 - ⑨新材料
機能性高分子材料、超伝導材料、ナノ材料
 - ⑩バイオ医薬、高性能医療機械

(出所) 中国国務院(15年5月)、JETROなどから野村作成

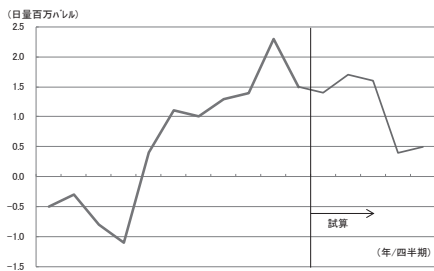
9



原油需給は軟調で、原油市況は低迷が続く公算

NOMURA

世界の原油需給格差動向試算

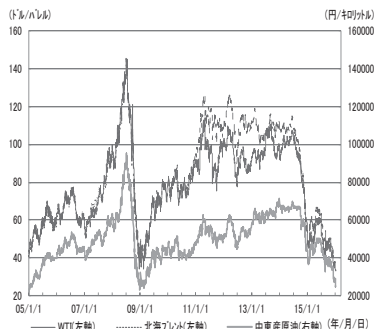


(注) 実績は、IEA(国際エネルギー機関)公表の需給格差。

試算はOPEC(石油輸出機構)の原油生産以外の世界の原油生産と原油需要はIEA予想に基づき、イランを除くOPEC原油生産をIEA推定の7-9月平均の水準で換算し、イランが2016年1-3月期に日量50万バレル、4-6月期に更に日量20万バレル増産したとして算出。

(出所) IEA、試算は野村

原油価格動向



(注) WTI(米国軽質原油)はニューヨーク商業取引所、北海ブレントはICEフューチャーズ、中東原油は東京商品取引所各上場の期近物先物価格。

(出所) ブルームバーグより野村作成

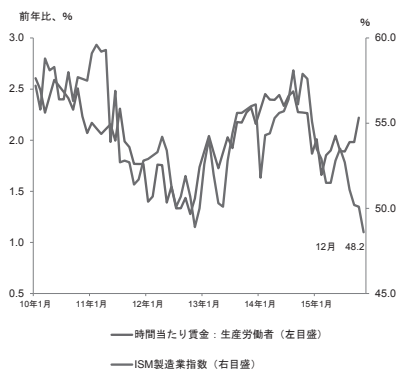
10



米利上げ緩慢の一方、日銀追加緩和期待でドル円膠着へ

NOMURA

生産労働者の時間当たり賃金の前年比とISM製造業指数



(出所) 米労働省、全米供給管理協会 (ISM)、野村

日本銀行の金融政策

1. 現時点の金融政策

- ① マネタリベースを年間80兆円相当増加
- ② 長期国債について、保有残高が年間80兆円増加するよう買入れ
- ③ ETF及びJ-REITについて、保有残高がそれぞれ年間3兆円、年間900億円増加するよう買入れ
- ④ CP等、社債等について、それぞれ2.2兆円、3.2兆円の残高を維持
- ⑤ 加えて、新たに3000億円の枠を設定し、「設備・人材投資に積極的」に取り組む企業」を対象とするETFを16年4月から買入れ、日銀保有株式の売却を相殺する

2. 今後の追加緩和の可能性

- ① 長期国債の年間買入れを現在の80兆円から増加
- ② ETFの年間買入れを現在の3兆円から増加
- ③ 日銀当座預金の付利をゼロないしマイナス

3. 16年の金融政策決定会合開催日

1/28-29、3/14-15、4/27-28、6/15-16、7/28-29、9/20-21、10/31-1/1、12/19-20

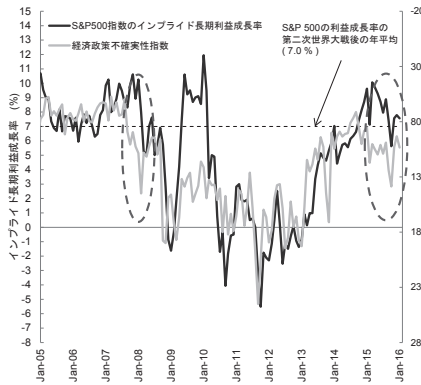
(出所) 日本銀行資料より野村

11

米利上げでバリュエーションやや低下、日米株ともレンジ相場へ

NOMURA

株価が織り込む利益成長率と経済政策不確実性指数



(注) S & P 500 におけるインプライド長期利益成長率とは、S & P 500 指数(株価)に裏打ちされている期待利益成長率の長期平均成長率を意味する。なお、過去のデータに基づき分析であり、将来の利益成長率を保障するものではない。12月31日時点。S & P 500 は 2044 ポイント。
(出所) 野村

日経平均株価と円ドルレート



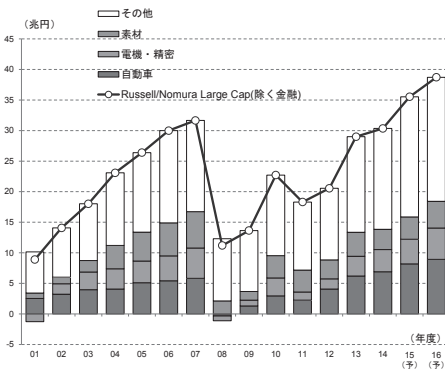
(出所) ブルームバーグより野村作成

12

16年度まで増益基調が続こうが、課題は17年度

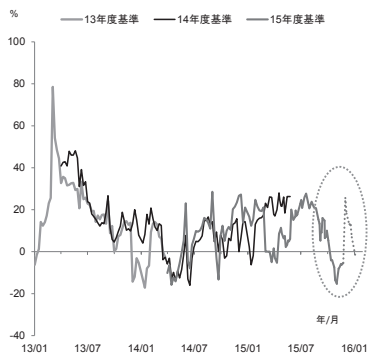
NOMURA

Russell/Nomura Large Cap 業種別経常利益の推移



(注) Russell/Nomura は日本株式市場全体を代表する銘柄で構成されている。Large Cap は大型株。予想は2016年1月7日時点。通称子会社は控除して集計している。為替前提は1ドル=120円。この予想を基に換算したTOPIXベースEPS(1株当たり利益)は、15年度95、16年度105と推計。
(出所) 野村

リビジョンインデックスの推移



(注) 対象はRussell/Nomura Large Cap (除く金融) の野村予想経常利益。リビジョンインデックス=(上方修正数-下方修正数)/予想更新企業数。1月7日時点。11月20日以降はサンプルが少ないため、点線表示。
(出所) 野村

13

二〇一六年の内外経済展望と株式市場

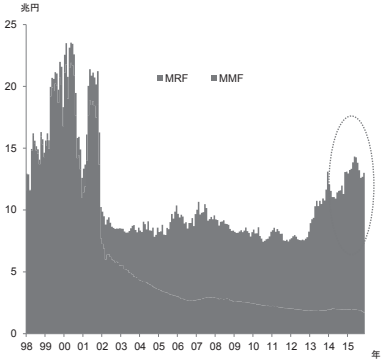
株式需給、国内投資家の存在感じわり上昇

NOMURA

主体別売買動向

MRFとMMFの総額

	海外	生保保	郵政・ 地銀等	信託銀行	投資信託	事業法人	個人	自己
(10億円)								
<暦年ベース>								
13年	15,670	-1,354	-89	-3,564	727	656	-8,429	-2,197
14年	697	-441	-127	2,671	-348	1,111	-3,634	658
15年	-3,282	-419	-333	1,798	1,179	2,947	-4,921	3,686
<月次ベース>								
15年8月	-2,687	25	-43	435	751	488	624	292
15年9月	-3,395	-7	-2	1,084	426	768	413	486
15年10月	744	-63	-58	130	19	95	-954	107
15年11月	1,617	-104	-19	-562	-437	101	-986	438
15年12月	-1,987	-22	-15	345	452	882	3	865
<週次ベース>								
9月4週	-525	-3	9	59	125	2	155	144
9月5週	-565	6	-19	559	247	62	-47	-195
10月1週	318	-16	8	93	85	34	-431	-78
10月2週	-182	-5	-36	16	102	22	-37	126
10月3週	319	-12	-80	203	11	7	-429	12
10月4週	289	-30	50	-182	-179	32	-57	48
11月1週	273	-16	2	-90	-77	-30	-188	152
11月2週	746	-29	-16	-230	-168	0	-384	110
11月3週	641	-53	0	-220	-87	106	-420	67
11月4週	-43	-6	-5	-23	-105	25	7	-110
12月1週	-361	-16	-47	7	-6	771	175	163
12月2週	-1,171	-18	28	-16	173	93	235	584
12月3週	-174	32	-72	35	19	33	-111	182
12月4週	-310	-9	84	115	158	2	-55	-32
12月5週	29	-9	-8	203	107	-16	-241	-33



(出所) 投資信託協会資料より野村作成

14

(参考) Russell/Nomura の業種別経常増益率予想

NOMURA

	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度 連結経常増益率 予想	2016年度 連結経常増益率 予想
	% yoy	% yoy	% yoy	% yoy	% yoy
RN Large Cap	12.8	37.4	6.9	9.2	7.6
RN Large Cap(除く金融)	7.7	39.7	7.0	11.8	8.8
化学	-19.2	16.3	-21.7	34.2	18.2
鉄鋼・非鉄	-18.9	119.5	24.0	-38.6	17.4
機械	-5.1	31.9	23.7	0.9	9.3
自動車	72.8	53.0	13.9	13.1	9.2
電機・精密	19.7	92.9	13.0	6.3	26.4
医薬・ヘルスケア	-4.9	14.0	-15.3	35.3	0.6
食品	9.1	13.0	4.9	6.2	1.9
家庭用品	0.1	20.3	11.0	1.7	14.3
商社	-15.1	25.9	-20.6	11.0	6.8
小売り	-2.5	5.6	-4.8	14.3	11.6
サービス	16.6	12.8	-2.4	-4.1	13.4
ソフトウェア	8.4	14.9	22.6	4.1	7.6
メディア	7.6	10.8	11.0	-6.2	11.4
通信	7.2	16.8	6.5	4.6	3.4
建設	-1.0	25.3	38.4	51.2	8.8
住宅・不動産	20.8	29.5	4.6	8.8	8.4
運輸	30.9	15.1	10.4	10.9	3.1
公益	LI	SP	1682.0	130.9	-32.1
金融	34.8	29.3	6.5	-0.6	2.6

(注) Russell/Nomuraは日本株式市場全体を代表する銘柄で構成されている。Large Capは大型株。業績予想は1月7日時点。LIは赤字拡大、SPは黒字化
(出所) 野村

15

(参考) Russell/Nomura の業種別バリュエーション

NOMURA

	通称PER(倍)		通称PBR(倍)		配当利回り(%)		通称ROE(%)		
	15年度予想	16年度予想	15年度予想	15年度予想	15年度予想	15年度予想	14年度	15年度予想	16年度予想
RN Large Cap	15.3	13.8	1.3	2.0	8.5	8.6	9.1		
RN Large Cap(除く金融)	16.5	14.8	1.5	1.9	8.7	9.0	9.6		
製造業	16.9	14.2	1.4	2.1	8.9	8.8	10.0		
素材	16.8	13.1	0.9	2.0	5.8	5.7	7.0		
加工	14.1	11.8	1.4	2.3	10.0	9.9	11.2		
非製造業	13.8	13.4	1.1	1.9	8.0	8.5	8.3		
非製造業(除く金融)	16.0	15.8	1.5	1.6	8.2	9.3	9.0		
素材	16.8	13.1	0.9	2.0	5.8	5.7	7.0		
機械・自動車	11.7	10.7	1.3	2.6	11.5	11.5	11.8		
エレクトロニクス	22.5	14.5	1.5	1.8	7.0	6.7	9.9		
消費・流通	22.8	20.8	1.8	1.8	7.7	8.1	8.6		
情報	16.5	16.0	1.7	1.6	10.7	11.0	10.5		
公益・インフラ	14.8	15.5	1.4	1.3	8.1	9.9	8.8		
金融	10.0	9.6	0.7	2.5	7.7	7.3	7.3		
化学	17.9	13.2	1.0	2.0	4.6	5.9	7.7		
電機・非電	14.2	12.9	0.7	2.1	8.2	5.1	5.4		
機械	15.5	14.1	1.4	2.1	9.8	9.4	9.8		
自動車	10.6	9.7	1.3	2.8	12.2	12.3	12.5		
電機・精密	22.5	14.5	1.5	1.8	7.0	6.7	9.9		
医薬・ヘルスケア	30.9	30.7	2.4	1.7	7.5	7.9	7.9		
食品	25.9	23.2	2.6	1.9	10.6	9.9	10.9		
家庭用品	28.2	23.5	2.5	1.4	10.9	9.0	10.6		
商社	8.5	8.1	0.6	3.5	6.7	7.6	7.7		
小売	27.0	23.6	2.2	1.3	7.4	8.2	8.9		
サービス	36.1	26.2	2.2	1.3	5.1	6.2	8.2		
ソフトウェア	25.2	25.8	2.3	1.7	7.6	9.4	7.9		
メディア	22.3	19.9	1.3	1.3	6.7	5.9	6.3		
通信	14.7	14.4	1.7	1.7	11.9	12.2	11.6		
建設	14.8	13.5	1.5	1.2	6.7	10.5	10.0		
住宅・不動産	19.2	17.9	1.6	1.5	9.1	8.9	9.1		
運輸	16.7	16.1	1.6	1.2	9.0	9.8	9.4		
公益	8.7	12.2	0.9	1.3	6.2	11.1	7.3		
金融	10.0	9.6	0.7	2.5	7.7	7.3	7.3		

(注) 株価、業績予想は1月7日時点。PERは株価収益率、PBRは株価純資産倍率、ROEは自己資本利益率
(出所) 野村

16

まとめ

NOMURA

- 日本経済、円安定着で立地競争力改善、自動車、先端デバイス等の輸出増、設備投資増に期待。20年名目GDP600兆円目標に向け、法人税改革、TPP合意等の成長戦略の前進を評価。安倍政権の安定性は高く、アベノミクスに不安は少ないが、消費再増税による景気踊り場には留意
- 米国経済、内需は消費、住宅中心に好調。雇用情勢も良好でFRB(米中銀)は利上げに踏み切った。ただ、新興国経済への配慮等は必要で利上げペースは緩慢か
- 欧州経済、03年以降のユーロ安進行、景気底打ち。Volkswagenとシリア難民問題、テロのリスクに留意する必要
- 中国経済は年10%成長から年5%成長に移行する過程。ニューエコノミーへの転換など構造改革が不可欠。成長率が年5%台まで低下する過程で、人民元安も伴い、世界経済に減速圧力をかけよう
- 米利上げペースは緩慢な一方、日銀追加緩和期待もあり、ドル円は120円台前半中心のレンジ相場か。米利上げで世界株のバリュエーションはやや低下、中国構造調整も重荷。日米株とも16年はレンジ相場を予想。レンジ相場の先は上昇を期待

17

二〇一六年の内外経済展望と株式市場

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1.404%（税込み）（20万円以下の場合は、2,808円（税込み））の売買手数料、投資信託の場合は総納ごとに設定された購入時手数料（徴金時手数料）および運用管理費用（信託報酬）等の継続費、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、上場有価証券等書面、目論見書、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1.404%（税込み）（20万円以下の場合は2,808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。

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加え、売りの場合には差し引いた額）に対し最大1.026%（税込み）（売買代金が75万円以下の場合は最大7,868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。

信用取引には、売買手数料（約定代金に対し最大1.404%（税込み）（20万円以下の場合は2,808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買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。

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、外資建て債券は、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。

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