

新春討論会 二〇一九年の経済展望

海津 政 信 嶋 中 雄 二
高 田 創 野間口 毅

はじめに

増井理事長 ただ今から「新春討論会 二〇一九年の経済展望」を始めさせていただきます。本年もどうぞよろしくお願い申し上げます。

「新春討論会」は、証券界を代表するエコノミストの皆様にはパネリストをお願いし、今後一年間の経済の展望について御議論いただくものごさいます。私どもが主催して開催するようになって、今年で三回目となります。

昨年暮れからいろいろと経済の大きな動きがありましたので、今年は、先行きの見通しがなかなか難しいのではないかと思います。今日は一月二十五日、年初から既に一ヶ月近くが経ちました。今日の討論会では、年明け以降の動向なども踏まえて御議論いただけるのではないかと思います。

ここで、パネリストの皆様を御紹介させていただきます。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の海津政信様、三菱UFJモルガン・スタンレー証券参与で景気

循環研究所長の嶋中雄二様、みずほ総合研究所専務執行役員調査本部長でチーフエコノミストの高田創様、そして、今回が初めての御参加となります。大和証券投資情報部担当部長で株式ストラテジストの野間口毅様でございます。

この後の進行役は海津様にお願しております。それでは、海津様、どうぞよろしくお願いたします。

海津 皆様、こんにちは。大変お忙しい中、たくさんの方にお集まりいただきまして、ありがとうございます。でございます。

最初に、私からごく簡単に昨年の振り返りをした上で、今年の議論に入っていきたいと思えます。

昨年 の新春討論会では、世界経済は米国経済を軸に好調を続け、日本の企業業績も拡大するため、株価は年末に向けて上昇するであろうという

予測が大勢でした。その後の一年間を振り返りますと、景気の展開は概ね想定どおりであったかと思えます。他方、株価は、一〇月初頭に二万四三〇〇円のピークをつけた後、年末にかけて急落するという展開になりました。予測より三ヶ月ほど早くピークをつけただけでなく、株価の水準についても、二万五〇〇〇円から、論者によっては二万七〇〇〇円を少し超えるという見通しを示していたのと対比しますと、物足りない結果に終わってしまいました。

昨年 の新春討論会で正しく株価を見通すことができなかつた背景には、二つの事情があつたように思えます。一つ目は、昨年の年初の時点では、一年間で二回ないし三回の利上げが行われると見られていましたが、実際には四回の利上げが行われたことです。パウエル議長が「中立金利水準にはまだ相当距離がある」と発言したことによつ

て、昨年一〇月には株価が急落しました。また、昨年一二月の会見では、「三月の利上げは見送る」ところまで踏み込んでほしかったのですが、

「二〇一九年の利上げは三回から二回に減らす」旨が表明されるにとどまったため、株価のクリスマス暴落が生じてしまいました。二つ目は、昨年も保護主義的な動きがリスク要因として指摘されていましたが、ここまで米中の貿易戦争がエスカレートするとはさすがに予想できていなかったように思います。

以上、私から、昨年の反省の弁を申し上げた上で、ここからは、二〇一九年の見通しに関する議論を始めたいと思います。まず、世界経済の見通しについてパネリストの皆さんの御意見をお聞かせ下さい。嶋中さんから順によりしくお願いいたします。

一、世界経済

嶋中 三菱UFJモルガン・スタンレー証券の嶋中でございます。よろしくお願いたします。

米国経済は、リーマンショック後の不況の底であった二〇〇九年六月から出発して、景気拡張期間は今年一月で一一五ヶ月に達することになります。これまでで景気拡張期間が最も長かったのは、一九九一年から二〇〇一年までのIT景気の二〇ヶ月です。二二〇ヶ月まであと五ヶ月です。今年六月に戦後最長景気に並び、七月にはそれを追い越すこととなります。

トランプ大統領は、パウエル議長が利上げをしたから株価が暴落した、FRBが金融緩和を続ければ好景気をつくり出すのは簡単だと言っていますが、現実はそのほど簡単なものではありません。

ん。今後、米国経済がどうなっていくのか、景気先行指数を見ながら御説明したいと思えます。資料7ページをご覧ください。

図1は、米国のカンファレンスボードが出している景気先行指数です。これを見ますと、指数は二〇一八年九月でピークアウトしているように見えます。過去の例で、指数がピークアウトしてから景気後退が始まるまでの期間を見ますと約一三ヶ月となっています。したがって、昨年九月が指数のピークであるとしみますと、今年の一月ぐらいから、景気は失速ないし後退に向かう可能性があります。

OECD景気先行指数の動向を見ましても、図2のとおり、米国の指数は、水準のみならず、瞬間風速を表す前月比年率も落ち込んでいる状況です。ここからも、米国の景気は、今年後半、特に年末にかけて調子が悪くなる可能性があるのでは

ないかと見ています。二〇一九年の米国の経済成長率は、一〇〜一二月期にマイナス成長になることも想定して、二・二%になると見込んでいます。

欧州経済の調子が悪いことは、皆様も御承知のとおりです。図4に、ユーロ圏の製造業PMIの推移のグラフを載せています。これによりまずと、ユーロ圏製造業PMIは、二〇一七年二月の六〇・六をピークに下落を続け、昨年一月には五二・四まで落ちてきています。

もう一つ、図4でZEW景気期待指数の推移を見てみます。これは、金融機関等を対象に、向こう六ヶ月間の景気の見通しを尋ね、「よくなる」との回答から「悪くなる」との回答を差し引いて算出された指数です。これを見ますと、ドイツについても、ユーロ圏についても、最近、この指数のマイナス幅が改善してきていることがわかりま

す。この指数は、ユーロ圏製造業PMIに先行して動きまますので、ユーロ圏製造業PMIは、一月まで下落した後、二月頃から回復する可能性があると思われれます。機械的に見る限り、欧州の景気に明るいつ兆しが出てきているように思われます。

次に、中国について見ていきます。資料8ページをご覧ください。

中国について、OECD景気先行指数の動向を見ますと、表1にありますように、前月比の年率換算値は、昨年一〇月が〇・二%、一二月が〇・六%で、二ヶ月連続でプラスになっています。図1のとおり、先行指数の水準にも底入れの兆しが出てきている状況です。図2～図4において、中国と米国、中国と日本、中国とユーロ圏のそれぞれについて、OECD景気先行指数の前年比を比較しています。これらのグラフを見ますと、中国の先行指数が、他の国・地域に先駆けて持ち直し

てきていることがわかります。経済政策の運営においても、中国では、預金準備率の引き下げや減税などが行われています。図5のとおり、このような政策によって、マネタリーベースや住宅販売床面積は増加してきています。欧州経済と同様、中国経済にも底入れの兆しが出てきており、今後、さらに追加的な政策が実施されますと、かなり期待できるのではないかと見ています。

高田 みずほ総合研究所の高田でございます。今年もどうぞよろしくお願いいたします。最初に、世界経済全体について概略的にお話しします。

私は、昨年は比較的楽観的な言い方をしましたが、今年についてはより慎重な見方をしています。と申しますのは、昨年から今年にかけて、世界経済が節目を迎えようとしていると思われるからです。

資料12ページをご覧ください。ここでは、二〇一

五年～一九年にかけての世界経済の成長率の見通しを掲げています。世界経済は、二〇一五年、一六年をボトムとし、二〇一七年にかけて徐々に改善してきた後、二〇一八年～一九年にピークをつけようとしていると見られます。天気予報になぞらえれば、空はまだ晴れておりますが、西の方から前線が接近し始めているという感じではないかと思えます。

資料13ページで、主要国・地域の四半期GDP成長率の推移を見ますと、二〇一八年後半頃から世界的に景気の減速感が出てきており、グローバル製造業PMIは、先進国、新興国ともに二〇一八年前半から下落してきている状況にあります。

私どもは、現在の状況が二〇一五年、一六年によく似ているのではないかと考えています。資料14ページの表で、二つの時期の共通点を整理しています。一つ目が中国経済の停滞、二つ目がIT

サイクルの悪化、三つ目が原油価格の急落、四つ目が円高リスク、五つ目が不安定な欧州政治です。

資料15ページで中国を取り上げています。左側のグラフは、中国の景気動向指数を加工して作成したビジネスサイクルクロックです。X軸は、循環成分の時系列変化（前月差）、Y軸はトレンドからの乖離を表しています。これによりますと、二〇一八年八月以降、中国経済は、時系列変化がマイナス、トレンドからの乖離が下振れしており、停滞局面に入っていると言えます。もちろん、二〇一九年のどこかで底入れする可能性はありますが、この点については、今のところ明確なことは言いたくないというのが私どもの認識です。

資料16ページの右側のグラフは、原油相場と需給バランスの推移を表しています。二〇一五年～一六年にかけて原油価格は下落しました。原油価

格を見ると、OPECの動向など、供給面の要因がよく取り上げられます。しかし、私はむしろ需要面の要因に着目すべきであると考えています。世界経済と中国経済が強く連動していることを考慮しますと、当時と同様の原油価格の下落が今回も起こりうるのではないかと考えられます。原油価格は、昨年後半に八〇ドル近くまで上がった後、年末にかけて四〇ドルまで下落し、年初にやや戻しておりますが、不安定な状況にあることは否定できません。

このような中、新興国経済にも下方バイアスがかかりやすい状況になっています。二〇一五年〜一六年は、ブラジルとロシアでマイナス成長が続きました。昨年は、米国の利上げの影響は一部の新興国の通貨安問題にとどまりましたが、今年は、より広範に新興国経済に問題が起きるリスクがあります。新興国経済に生じた問題は、先進国

経済にもネガティブ・フィードバックとして跳ね返ってくる可能性があることに留意する必要があります。

資料17ページにありますように、二〇一九年は、為替が円高に振れやすい環境にあります。その背景には、米国の利上げの休止があります。FRBは、二〇一五年二月に利上げを行った後、ほぼ一年間利上げを見送りました。中国経済の停滞や原油価格の暴落などの事情があったためです。その後、二〇一六年暮れ以降、利上げが再開されましたが、米国の景気拡張は続きました。今回も、いったん利上げを見送った後、利上げが復活する可能性がないわけではありません。しかし、前回は利上げが始まったばかりで、景気は言わばまだ若い状態でした。今回は、既に九回にわたって利上げが行われ、また、長期にわたって景気拡張が続いてきましたので、いったん利上げを

止めた後に、利上げを再開するのはかなり難しいのではないかと考えられます。その結果、為替は円高のバイアスがかかります。

現状、米国の景気は、それほど悪くなっているわけではありませんが、景気は転換点を過ぎつつあるように思います。中国経済は既に後退局面にあり、欧州経済も下方へのバイアスがかかっています。こうした点を踏まえ、今年は、昨年と異なっており、やや慎重に世界経済の先行きを見ていきたいと考えています。

野間口 皆さん、こんにちは。大和証券の投資情報部から参りました野間口と申します。私は、専門が株式で、株式ストラテジストを自称しています。特に日米の株式を中心に見えています。

今日は、まず昨年の株式相場の動向を振り返ってみましたと思います。昨年一月初、日米の株式相場は強気一辺倒の状態でした。昨年一月下旬、

ニューヨークダウ、ナスダックは過去最高値を更新しました。一昨年から何度となく最高値を更新していましたが、昨年の今頃はさらに拍車がかかっていました。日経平均株価も、一昨年九月から上昇が始まり、昨年一月下旬にはいったん二万四〇〇〇円を回復する局面にありました。

株価が強かった背景として、一昨年末に決まったトランプ減税の影響が大きかったと考えられます。その後、昨年二月には、米国のインフレ懸念、長期金利の上昇を背景に、いったん株価は急落しました。昨年三月、トランプ大統領が米中貿易戦争を仕掛けたことで、その後の日米株価は、米中貿易戦争を気にしながら展開してきました。そのような中で、日経平均株価は昨年一〇月に二万四〇〇〇円台を回復し、ニューヨークダウも再び最高値を更新しました。

しかし、昨年一〇月初め以降、日米の株価は反

転しました。昨年一二月下旬まで、昨年二月、三月以上の大幅な下落を強いられました。昨年二月、三月の下落と一〇月から年末までの下落には、明らかな違いがあります。昨年二月、三月の時点では、トランプ減税が決まった直後でもあり、米国景気は、二〇一八年中は何の問題もないだろうと見られていました。そのため、株価の底打ちは意外と早く実現しました。

そしてもう一つ、米中貿易戦争の行方について、当初、私自身も、しよせん一一月の中間選挙までのキャンペーンだろうと思っていました。ところが、一〇月初めに行われたペンス副大統領の「鉄のカーテン」演説以降、いつもは楽観的な株式市場関係者も、一ヶ月後に迫った中間選挙までの話ではなかったのだと考えるようになりました。実際、中間選挙の結果が出た後も、米中貿易戦争はさまざまな展開を織り込みながら進行して

います。

問題は今年の動きです。資料に基づき、米国を中心に話したいと思います。資料22ページをご覧ください。

結論的に申しますと、今後の展開を展望するに当たっては米国の景気減速が大前提になります。その最大の要因は、今年のトランプ減税の効果が落ちることです。加えて、今年は、米中貿易戦争という不確定要素があります。

米中貿易交渉は、合意期限が三月一日とされています。それに向けて、年明け後、次官級協議が行われ、その後、閣僚級協議が行われると言われています。

今年は、年初から株価が戻っておりますが、その背景として、米中貿易戦争が一時休戦となる可能性が取りざたされています。米国が強硬な姿勢を続けると、米中貿易戦争の影響が米国に及び、

結果的にトランプの支持率にも響きかねないためです。米中の交渉期限を延長するか、あるいは、米国が、中国の譲歩案を受け入れて、関税率の引き上げを見送る可能性もあるのではないかと思えます。

なお、追加関税の税率をどうするかとは別に、本質的な意味での米中覇権争いは長期化する可能性が高いと考えています。

もう一つ、米国は、米中貿易戦争の影響、法人税減税の効果の剝落以外にも、景気減速の要因を抱えています。それは、資料22ページの左上のグラフのとおり、米国の失業率が四%を割り込み始めていることです。

米国の失業率は、リーマンショック直後に一〇%近くまで上昇した後、昨年までずっと下落してきています。失業率が下落する過程で、右上のグラフのとおり、二〇一〇年頃から非農業部門雇

用者数（前月比）はプラスを続けてきました。この結果、左下のグラフのとおり、非農業部門雇用者数は、約一億五〇〇万人まで増加しました。二〇一〇年以降、雇用者数の増加に伴って、着実に個人消費支出が増加してきており、両者の連動性が高くなっています。

しかし、今や失業率が四%を割り込んでおり、これ以上、失業率の低下を見込むことは困難な状況にあります。これまで、失業率の低下と人口の増加の足し算で雇用が増えていたのですが、その内の失業率低下のエンジンが弱まってくるわけです。このため、雇用者数の伸びが鈍化し、それに伴って個人消費支出の伸びが鈍化することは避けられません。これが米国の景気減速につながり、米国の景気は大きな転換点を迎える可能性があると考えています。

右下のグラフは、F F金利先物価格から計算さ

れる、FRBの利上げ確率及び利下げ確率です。

これはあくまでも市場の見方であり、必ずしも正しいとは限りませんが、現在の数字を見ますと、今年の利上げはせいぜい二回で、その確率は数%にとどまっています。一回の利上げの確率も二〇%程度ですので、二つを合わせても三〇%程度にしかなりません。逆に、利下げの可能性が一〇%弱あります。したがって、FRBは年三回の利上げシナリオを持っていますが、金利据え置きというのが、現時点での今年のメインシナリオではないかと考えています。

海津 それでは、私の方から、皆さんが触れられなかったことも織り込んで少しお話ししたいと思います。

資料2ページをご覧ください。左の表のとおり、世界の実質GDP成長率は、二〇一八年が三・九%、二〇一九年が三・四%、二〇二〇年が三・

五%と予測されています。全体として、やや減速するとの見通しが強くなってきています。

予測に当たって最も重要なのは、米国経済をどう見るかです。私どものニューヨークのエコノミストは、二〇一九年が二・四%、二〇二〇年が一・七%と予測しています。二〇二〇年のこの成長率は、潜在成長率を若干下回る程度の数値ですが、果たしてこの程度にとどまるのか、あるいは、成長率が一%程度まで落ち込むような景気後退になるのが、二〇二〇年の米国経済を見る際の一つのポイントになると思います。

この点の判断材料として、私は、資料の右側に載せた「米中間選挙後の政治経済シナリオ」を使っています。トランプ大統領は、来年秋の大統領選挙での再選に強い意欲を見せていますが、景気後退の中で、大統領が再選されるようなことはほとんど考えられません。このため、今後、景気

が後退に陥らないよう、さまざまな努力をするのではないかと思います。

最も重要なのはFRBの金融政策です。今年三月の利上げ見送りはほぼ既定路線であり、問題は六月以降ですが、私は、利上げが実施できても、六月か九月にせいぜい一回程度ではないかと考えています。

二つ目は、中国との貿易戦争への対応です。これに関し、私は、二つの分野に分けて対応がなされるのではないかと見ています。中国製造二〇二五計画は、中国の技術覇権につながりかねないため、米国がそのまま認めることはないでしょう。この点については、ワシントンにおいて幅広いコンセンサスがあります。他方、追加関税率の引き上げについては、中国の景気が後退して米国に波及するようになるとは困りますので、適当なところで矛を収めることになるのではないかと

思っています。

三つ目は、インフラ投資の実現の可否です。ワシントン政治に詳しい人に聞きますと、インフラ投資は民主党の持論であり、トランプ大統領の政策に全て反対できるわけでもないので、インフラ投資の実現可能性はそこそこあるだろうということでした。

これらの要素がどのように組み合わせられてくるかによって、二〇二〇年の米景気が後退するか、あるいは、減速程度で済むのかが決まってくることになるでしょう。

昨年暮れ時点では、パウエルFRB議長のコミュニケーションの悪さもあって、六対四ぐらいで景気後退の可能性が勝ってきたように感じておりましたが、年初からの状況を見ますと、景気後退の可能性がやや薄まって、今は五対五ぐらいになってきているように思われます。今後見ていく

べきポイントは、雇用情勢です。比較的早めに、非農業部門雇用者数の前月比が一〇万人（一五万人程度の増加にとどまるようになりますと、二〇二〇年に景気後退に陥る可能性が高くなってくると考えています。

次に、ユーロ圏の景気は基本的には弱い状況です。ユーロ圏、特にドイツは中国との関係が非常に強いのですが、中国向けの輸出がかなり悪くなってきました。英国のEU離脱問題が混乱しており、また、イタリアの銀行問題もいずれまた噴き出してくる可能性があります。

中国もかなり厳しい状況です。中国は、二〇一七年一〇月の共産党大会で、中国人民共和国建国一〇〇年目に当たる二〇四九年に、米国と並ぶか、もしくはそれをしのぐ経済・軍事強国をつくと高らかに宣言しました。しかし、このような宣言を行うにはタイミングが早過ぎ、明らかな習

近平主席の戦略ミスでした。結果的に、トランプ大統領だけでなく、ワシントン政治全体を敵に回してしまいました。米国は、習近平主席が鄧小平主義に戻るのであれば、中国製造二〇二五を含めて話し合いの余地があると考えていたと思います。しかし、昨年一二月の改革開放四〇周年記念式典での習近平主席の発言を聞きましても、中国が鄧小平主義に戻る兆しはありません。そのような中国に技術覇権を握らせるべきではないという意識が強く持たれるようになっていきます。

以上のとおり、欧州と中国については、簡単に力強さが戻ってくることは考えられず、このため、米国がどちらに向かうかによって、この先の世界経済の見通しを議論すべきではないかと考えているところです。

二、日本経済

海津 次に、日本経済をどう見るかというところに進んでいきたいと思います。

ここでは、消費税率の引き上げが日本経済にどのような影響を及ぼすか、世界経済が減速する中で日本の輸出はどうなるか、政策対応はどのようなことになるか、二〇二〇年の五輪後の状況をどう見るかなどの論点を踏まえて、日本経済の見通しをお聞きしたいと思います。今度は高田さんからお願いします。

高田 今後の日本経済の見通しについて、資料17ページを踏まえてお話しします。

一般的な見通しを申し上げますと、今年は、昨年より減速ぎみで推移すると見えています。昨年もそうでしたが、潜在成長率をやや下回る程度の成

長になるのではないのでしょうか。

二〇一九年の見通しに当たっては、為替が鍵になるのではないかと考えています。グラフは、円ドルレートと想定為替レートの関係を表しています。振り返りますと、二〇一二年以降のアベノミクスの好循環は、想定為替レートを越えた円安によってもたらされました。これが、企業業績を改善する効果をもたらしたわけです。こうした好循環は、二〇一六年に一時崩れました。しかし、そのときは、ドル高への転換、好調な中国経済、ITサイクルの好転などで、好循環が戻ってきました。

今回も、米国の利上げシナリオの転換などを背景に、円高への転換が生じるリスクがあることに留意する必要があります。円高が進みますと、日本の経済成長にも厳しい影響を及ぼすことになるでしょう。

二〇一六年の政策対応を振り返りますと、私
が、日本銀行による「劇薬三点セット」と呼んで
いる政策が実施されました。具体的には、一月の
マイナス金利導入、四月のETF買い増し、一〇
月のイールドカーブ・コントロールの導入であ
り、いずれも日本銀行が金融緩和の一環として実
施したものです。なお、今回も同様のことができ
るかと思しきと、何分、金融機関の収支への影
響など副作用が大きいため、実際の導入は困難で
はないかと考えられます。

なお、二〇一六年には、これらに加えて、消費
税の増税が先送りされました。今秋の消費税増税
に関し、私自身は、中長期的な税・財政のあり方
に照らして、着々と消費税の実施すべきで
あると考えています。しかし、官邸がこの点をど
のように判断するか、不透明な面があるように思
います。

二〇二〇年の東京五輪後の日本経済について、
建設需要もインバウンドもなくなってしまうって、
ひどいことになるのではないかとこの見方があり
ます。この点に関し、私どもは、そこまでネガ
ティブには見ていません。

資料19ページをご覧ください。二〇二〇年代以
降、日本は、人口減少の重石を抱えていくことにな
りますが、他方で、これまで長く続いたバラ
ンスシート調整の重石は、今やなくなってきた
のではないかと考えられます。

また、東京五輪後の建設需要に関しては、更新
需要が相当見込めるのではないかと考えていま
す。これまで人手不足等で実施できなかった更新
投資が出てくることを考えますと、二〇二〇年東
京五輪後も、すぐに建設需要が落ち込むようなこ
とはなく、意外に底堅いと考えてよいのではない
でしょうか。インバウンドにつきましても、これ

までの五輪後の動向を見ますと、トレンドラインは上向きになっており、観光を中心とした日本の潜在力も勘案しますと、かなり底堅いものがあるのではないかと考えられます。

以上を総括して、人口減少は避けられないにせよ、また二〇一九年の成長率は低下するものの、今後の日本経済の動向をそれほど悲観的に見るのはいかなるものかと考えています。資料19ページでは、そうした観点から、今後の日本経済の先行きを整理しています。確かに今年は厳しい年になるかもしれませんが、ある意味で、次の時代につながる節目、もしくは足がかりの年と見るべきではないでしょうか。以上、今年の日本経済に関する私の展望についてお話ししました。

海津 それでは次に、嶋中さんをお願いします。なお、先ほどの世界経済の見通しの中で、中国と欧州に底入れの兆しがあるとされ、これらがリリー

フ役を果たしてくれるかもしれないというニュアンスのお話がありました。この点に少し触れていただいた上で、日本経済に関する嶋中さんの見方を御説明下さい。

嶋中 先ほど私は、米国については、今年一〇〜一二月期から変調を来すおそれがある一方、中国と欧州については、底入れの兆しが出てきているというお話をしました。

常識的に考えますと、米国経済が落ちてくると、最終的に新興国も悪くなると思ってしまうがちです。しかし、実際のところ、新興国、特に中国は、景気循環が先進国より早いのです。その理由を説明するのは難しいのですが、一つには、中国が、より原材料に近い段階の製造を担っていることが挙げられるように思います。

中国経済について申しますと、悪い話の方が多いことは否定できません。米中貿易戦争もあり、

今後、中国が失速するという話には事欠かない状況です。しかし、景気の先行きに関する指標を見ますと、例えば、資料8ページの図5のとおり、マネタリーベースが増加しています。これは、中国人民銀行が預金準備率を連続的に下げて、マネーを供給し始めた成果が出始めているためです。また、図6のとおり、住宅販売床面積が回復し始めています。ここで、もし減税又はインフラ投資の強化などの政策が実施されますと、中国経済は二〇一九年中に下げ止まり、底入れする可能性があると考えられます。

欧州経済についても、底入れの兆しが出ています。欧州の景気が底入れすれば、中国の欧州への輸出、ひいては中国の経済にも好影響をもたらします。米国経済についても、二〇一九年に悪くなった後、二〇二〇年には回復の動きが出てくると見えています。

ここから、日本経済の先行きについてお話ししていきます。

資料9ページの図1と表1をご覧ください。昨年一〇月の日経平均の急落直前の株価を一〇〇として、その後の株価の推移を描きますと、図1のとおり、一九八七年一〇月のブラックマンデー後の株価の推移とよく似ていることがわかります。

ブラックマンデーでは、一〇月一九日に株価が暴落し始め、一月と二月に二度に分けて大幅な下げを記録しています。下げ幅は約一八%に上りました。今回も、クリスマスにかけて一八・五%下げたのですが、その後、戻ってきています。

皆様御承知のように、ブラックマンデーの後、日経平均は三万八九五円まで上昇しました。今回、株価がそこまで大幅に戻すかと申しますと、今年一〇月から消費税率の引き上げが予定されて

いることもあり、年末で二万四〇〇〇円程度までの回復にとどまるのではないかと見ています。しかし、仮に官邸が消費税率引き上げを見送るようなことを言い出しますと、バブルの発生につながる可能性もないわけではないように思います。

図3で米国のマネタリーベース伸び率の推移を見ますと、足下では、前年比で二けたのマイナスとなっています。これ以上マネーの伸びを落としますと、アメリカ経済の先行きに支障を来すところまで来てしまっているように思います。

日本でも、ステルステーパリングとも言われるとおり、マネタリーベースの伸びが低下してきています。八〇兆円という国債購入の目処が掲げられているにもかかわらず、実際には、その半分ぐらいしか購入していない状況です。このこと自体は、金融仲介への副作用を避けるため、許容されるべきものと考えています。日銀がマネタリー

ベースの伸びを落としたにもかかわらず、円安・ドル高が保持されたのは、米国がそれ以上にマネタリーベースの伸びを落としたからです。仮に、米国が再びマネタリーベースを増やすようなことになりますと、円高になってしまう懸念があると言わざるをえません。

図2のグラフは、日本におけるマネタリーベース及びマネーストックのトレンドからの乖離幅の推移を表しています。ここからも明らかなおと、このところ、マネタリーベースもマネーストックも大きく落ち込んできています。最近の落ち込み幅は、二〇〇六年の量的緩和解除のとき、あるいは、二〇一二年の景気後退のときに近いものとなっています。

こうした状況は日本だけではありません。米国については先ほど申し上げたとおりですし、ユーロ圏でも、図4のとおり、年末までマネタリー

ベースを落としてきました。こうした要因を背景に、景気が悪化してきました。その後、金融の引き締め方向の動きがいったん止まったことで、株価が戻ってきている状況にあります。

今年から東京五輪後までを視野に置いて、今後の日本経済を展望しますと、資料10ページの図1のようになります。ここでは、二〇一九年一〇月に消費税率が引き上げられることを前提として、教育・保育の無償化、各種需要平準化策、軽減税率の導入などを織り込んでいます。

消費税率の引き上げによる二〇一九年度の成長率へのマイナス効果は〇・三%ポイント程度と見られます。他方、各種の景気対策の効果を見ますと、〇・六%ポイントほどGDPを押し上げる効果があります。そこまでやる必要はないのではありませんかという議論もあるのですが、対策の中心は一時的な効果を狙ったもので、二〇一四年四

月の消費税率引き上げ時のようなことが起こらないようにするため、ここまで対策が積み上げられたのだと思います。

対策を実施するに当たって、最も難しいのは公共投資です。二〇一四年四月の消費税率引き上げ時は、公共投資の効果が二〇一三年度中に出切ってしまった感じでした。結果的に、二〇一四年度の公共投資はマイナスになってしまいました。公共投資には、アクセルを踏んだ後、いつ効果が出るのかわかりにくいという問題があります。このため、公共投資の効果は、ひとまず二〇一九年度上期を中心に現れるだろうと見ています。

これらを踏まえて、二〇一九年以降の日本経済を展望しますと、二〇一九年一〇月の消費税増税の前に駆け込み需要のピークが起こった後、一〇月から半年ぐらい景気後退的な調整があるのではないかと予測されます。その後、二〇二〇年七月

（八月の東京五輪に向けて、景気は回復していくでしょう。東京五輪までは、景気の水準は高いように思われます。その後、建設需要は、少なくとも一時的にはかなり落ち込むと見られます。これまで景気が上昇基調で推移してきた反動が出てくるわけです。設備のストック調整も行われるでしょう。このため、二〇二一年の晩秋にかけて、東京五輪後の昭和四〇年不況に近いような状況が生じるのではないかと見ています。

幸いなことに、二〇二五年に大阪万博が開催されることになりました。ある意味で一九七〇年の大阪万博の再来であり、二〇二二年～二〇二五年にかけて、またよい時代がやってくるのではないのでしょうか。

図2のとおり、二〇一一年の東日本大震災から二〇二五年の大阪万博までの期間は、長期循環である建設投資循環の上昇局面と、超長期循環である

る社会インフラ循環の上昇局面が重なる時期に当たります。これは、日露戦争から第一次大戦までの「坂の上の雲」の時代、そして戦後復興期から高度成長期の「ALWAYS 三丁目の夕日」の時代に続くベルエポックの時代であり、私はこれを「第三の超景気」と呼んでいます。

野間口 先ほどの世界経済の見通しに関する議論で、私は、米国の景気減速がメインシナリオであると申し上げました。これを前提として日本経済を語ろうとしますと、資料23ページのとおり、日本の景気が米国の景気減速に耐えられるかが一つの命題になろうかと思えます。結論的に申し上げますと、耐えられない可能性が高いように思います。

資料23ページの左上に、日本の輸出金額の前年同月比の推移と、日本の工作機械受注の前年同月比の推移を表した二つのグラフを載せています。

後者のグラフには、内需と外需の両方が含まれています。これを見ますと、日本の輸出金額と工作機械受注の前年同月比は、一昨年 of 末ないし昨年の前半にピークをつけたことがわかります。その後、前年同月比の数値は下落を続け、昨年秋口からついにマイナスに転じてしまいました。この背景としては、中国の景気減速の影響が大きいと言われています。

さらに申し上げますと、近年のこれらのグラフの動きは、二〇一五年～一六年の動きに似ております。すなわち、二〇一五年を通じて、日本の輸出金額、日本の工作機械受注の前年同月比の数値は下落傾向をたどり、同年の後半からマイナスに転じて、二〇一六年に底を打ちました。株式市場関係者は、底を探したがる傾向があります。最近、日本の輸出金額は前年同月比で▲一〇%に近づき、日本の工作機械受注は前年同月比で▲二

〇%近くまで落ち込んでおります。その意味で、今年の春前後には、これらの数値は底を打つ可能性があるのではないかと考えられ、また、そうなることを期待しているところです。

右上の図では、過去五〇年余りの期間について、TOPIXの推移と、日本の名目GDPの二ヶ月分、四ヶ月分、八ヶ月分の数値の推移を表しています。

日本の株価は、一九八九年末までは上がり続けてきました。このグラフから、その原動力は、日本のGDPが増え続けてきたことであることがわかります。一九九〇年代に入ってバブルが崩壊し、長期のデフレが継続することになりました。結果的に、日本の名目GDPはゼロ成長が続き、その二ヶ月分、四ヶ月分、八ヶ月分を表すグラフもほとんど横ばいで推移することになりました。あくまでも結果論ですが、一九九〇年代以降、

TOPIXは上昇しても、日本の名目GDPの四ヶ月分のラインで頭打ちになっています。他方、TOPIXが下落するときも、不幸中の幸いではありますが、GDPの二ヶ月分のところで下げ止まっています。株価が下落するのは、円高、リーマンショック、ITバブルの崩壊、アジア通貨危機など、明らかに外的ショックによるものです。昨年三月以降で申しますと、米中貿易戦争の表面化です。他方、株価が上がらない理由は、日本経済が外的ショックに弱いことに尽きると思います。日本は、デフレを脱却できていないため、米国を中心に海外経済がよいときは簡単にその波に乗ることができませんが、いったん米国の景気後退など、外的な悪条件が増えてきますと、自律性を失って悪くなってしまうということを繰り返してきたように思います。

その意味で、日本の株価が継続的に上昇してい

くためには、デフレからの脱却を通じた、名目GDPの継続的な成長が必要でないかと考えられます。また、足下では、その可能性が出てきているように思われます。

左下の図は、日銀作成の需給ギャップの推移を表したグラフです。需給ギャップは、足下ではプラス圏に浮上し始めています。黒田日銀総裁も、折に触れて、需給ギャップの改善がデフレ脱却の一つの手がかりになるとおっしゃっています。なお、これは私の個人的な見方かもしれませんが、現在の需給ギャップの改善は、人手不足を背景に供給の伸びが低下していることによるところが大きいと考えられます。したがって、供給を上回る需要を実現することは、以前に比べれば容易になっていくはずですが、決してこのままでよいわけではなく、今後、人手不足の解消を進め、供給を増やす努力を続けなければなりません。そし

て、その上で、供給を上回る需要を生み出すことが求められています。

右下に、GDPベースの個人消費の推移と、月次で発表される消費総合指数の推移を表した二つのグラフを載せています。これらは日本の個人消費の水準感を示しています。米国では、雇用情勢の改善等を背景に、個人消費は着実に拡大しておりますが、日本では、個人消費の伸びは非常に低いものにとどまっています。日本と米国の個人消費の動向をグラフにした場合、米国の個人消費を表すグラフが四五度線になったとしますと、日本の個人消費を表すグラフはほとんど横ばいで、傾きがないグラフになってしまいうでしょう。

より詳しく日本の個人消費の動向を見ますと、リーマンショックで大きな影響を受けましたが、その後、何とか回復しました。また、東日本大震災のときも、大きな影響を受けたにもかかわらず

ず、いったん回復しました。問題は、二〇一四年の消費増税による落ち込みから立ち直るのに、予想以上の時間がかかったことです。現在の個人消費の水準は、ようやく二〇一三年末の水準、すなわち、二〇一四年春の消費増税前の自然体の水準に戻った程度にとどまっている状況です。

ここから、今後、日本経済がどう動くかを見ていきます。消費増税が行われるという前提で考えますと、今回は、さまざまな対策が準備されておりますので、消費増税のインパクトは、二〇一四年のほどではないと考えられます。しかし、消費増税対策は恒久措置ではありません。このため、悪影響が出る時期が後にずれにすぎないとも見られます。したがって、来年春先以降で、消費増税対応のための対策の効果が切れたときに、消費増税の影響が顕在化することになるのではないのでしょうか。

二〇二〇年の東京五輪後の日本経済には、不安があります。二〇一九年がややこしい年になる以上、消費税増税対策の効果が切れ、東京五輪が終わった後の二〇二〇年の方が、より難しい時期になる可能性があります。

なお、東京五輪が終わった後、総理の座が別の方にバトンタッチされる可能性があります。次の総理が独自のカラーを出していく可能性があると思えば、より財政再建にシフトした政策が打ち出される可能性が高いように思います。その意味で、来年の東京五輪後は、総理が交代される可能性も含め、懸念材料が多いと見ているところです。

海津 二〇一九年～二〇年の日本経済の見通しを語るのとはそう簡単ではないと思います。私どもの予測が資料2ページの表に掲載されています。これによりますと、二〇一九年度、二〇年度の実質

GDP成長率は、それぞれ〇・六%、〇・五%と予測されています。いずれも、潜在成長率をやや下回る水準です。輸出の鈍化が見込まれることに加え、二〇一四年ほどではないにせよ、消費税増税の影響も考慮する必要があります。二〇一九年、二〇年に日本経済が落ち込むことはいたしたくないように思います。

むしろ、ここで改めて強調したいのは、資料4ページの左に整理したとおり、成長戦略のてこ入れを行う必要があるということです。安倍内閣は、これまでも、法人税の実効税率の七%引き下げ、訪日外国人促進策など、成長戦略を実施してきました。日欧EPA、TPP11、コーポレートガバナンス改革なども進展しています。他方、デジタル革命への対応などに関しては、十分な施策は講じられていません。アベノミクスを再興するためにも、成長戦略のてこ入れが不可欠ではない

かと考えています。

東京五輪後の日本経済の見通しについては、嶋中氏と野間口氏が景気低迷の可能性を指摘されている一方、高田氏は、それほど深刻な調整にはならないという見通しを示されました。私もそれほど深い調整にはならないと見ています。それは、一つには技術革新がかなり出てくると考えているからです。例えば、二〇一九年後半から二〇二〇年にかけて、5Gの移動体通信が出てきまして、これによってIoTや自動運転など、さまざまな技術革新が後押しされていくことになると考えています。

ビッグプロジェクトに関しては、名古屋までのリニア新幹線の工事が本格化するの二〇二〇年以降ですし、二〇二三年〜二五年にかけて、高輪周辺、日本橋地区などで、再開発が計画されていることもあります。これらのことを勘案すれば、

東京五輪後もあまり悲観しなくてもよいのではないのでしょうか。

三、市場の見通し

海津 次に、今日の三つ目のテーマである、二〇一九年の株価や為替の見通しについて議論していきます。まず、株式が御専門の野間口さんからお願います。

野間口 資料24ページをご覧ください。米国の景気減速を前提として、日本の企業業績が米国の景気減速に耐えられるかに注目します。普通に考えれば、米国の景気が悪くなったとき、日本の企業業績が影響を受けないはずがありません。

しかし、株屋の理論と言われるかもしれませんが、ここで企業業績がどれだけ踏ん張れるかで、今年の株価の見通しは変わってきます。

左上のグラフは、大和証券が企業業績を算出している主要二〇〇社の、二〇〇二年度～二〇一九年度までの経常利益の実績と予想を表しています。この予想は、不透明感が高まり始めてきた昨年一月末に行ったものです。これによりまずと、二〇一八年度は九・八%の増益見通し、二〇一九年度は七・九%の増益見通しとなっています。

この予想は、大和総研から示された、日本の経済成長率、原油価格、為替などに関する前提条件を踏まえて算出されたものです。今日の新春討論会で出された、米国の景気に関する厳しい見方は前提とされておりません。その意味で、ここでは示した経常利益の見通しが正しいかどうか、今後、問われてくる可能性は十分あると思っています。

ここから先は、先ほどの経常利益の見通しが正

しいことを前提として、結論だけ申し上げます。

右上の表は、為替の見通しと株価収益率の組み合わせに応じて、二〇一八年度と二〇一九年度の日経平均がどうなるかを試算したものです。昨年一月の予想時点では、表の三行目に掲げたとおり、一一〇円／米国ドル、一三〇円／ユーロを前提としたものが中心的な予想になっています。この前提を置いて、来年度の日経平均ベースの税引き利益を算出しますと、七・二%の増益が見込まれます。EPS（一株当たり利益）に換算しますと、一九四八円となります。これを何倍まで買うかで株価が決まってくるわけですが、私どもとしては、何とか一三倍を超えてくれることを期待しています。そうしますと、日経平均で二万五〇〇〇円台になる可能性が出てくることになります。

なお、左下のグラフは、主要国市場の企業業績及びバリュエーションについて世界のアナリストの

見通しを集計したものです。これによりますと、直近のTOPIXベースの日本株のPERは一・六倍にとどまっています。しかし、世界平均のPERは、米国に引っ張り上げられる形で一・七倍に上っています。したがって、もし日本株のPERが世界平均に追いつくことができれば、一三倍台を超えることは十分可能であると考えています。

最後に、右下のグラフは、TOPIXと予想PERの推移を表したものです。予想PERは、昨年末に一〇・七まで急落した後、直近では一・六倍に戻しています。なお、昨年一〇月の急落前の一〇月二日時点では、PERは一三・八倍まで上昇していました。

以上を要約しますと、先ほど来申し上げてきた世界経済の見通し、日本経済の見通しとはトーンが変わってしましますが、今年の日本株に関する

希望的観測を含めた見通しとして、日本の企業業績が増益を維持し、PERが一三倍台を目指すとするれば、昨年の高値を更新することも不可能ではないと考えているところです。

高田 資料20ページをご覧ください。ここでは、今後の日本株等の動向を見る上で為替の動向が特に重要と考えて、ドル円相場の推移のグラフと米日一〇年国債金利差の推移のグラフを載せています。

二〇一七年一月に発足したトランプ政権の政策は、ドル高政策であったと言えます。すなわち、財政政策を拡大する一方、金融面では利上げが進められました。金融財政政策のポリシー・ミックス上、典型的なドル高政策であり、結果的に、二〇一七年はドル高円安の状態で推移しました。

二〇一八年は、そうした政策のフレームワークは継続されましたが、他方で、通商問題に対応す

る中で、トランプ政権の意図からドル安へのバイアスがかかるようになりました。私どもがかねてより用いてきた「だるまさんが転んだ」の世界で言えば、要は米国が鬼であり、米国次第でドル円相場は決まってしまうところがあります。その米国の政策が、ドル高とドル安の間で綱引き状態になっているため、二〇一八年は、ドル円相場はあまり動きませんでした。昨年は、変動相場制に移行した一九七三年以降で、ドル円相場の振れ幅が最小にとどまりました。

二〇一九年がどうかと申しますと、米国の利上げは止まるかもしれませんが、また、財政面でも昔のように歳出が拡大する状況にはありません。このため、二〇一九年はややドル安的な動きが出てきやすい状況になると思われます。加えて、通商問題への対応や二〇二〇年の大統領選挙を考えても、ドル安へのバイアスがかかってくるでしょう。い

ずれにせよ、二〇一九年は、ドル安円高のリスクが高まるのではないかという見方をしています。場合によっては、一ドル一〇〇円という水準も視野に入る可能性があるのではないかと見ています。

そうなりますと、日本株にも影響が及んできます。今のところ、日経平均株価は二万円台で推移しておりますが、二〇一九年は二万円割れも視野に入れておく必要があるのではないかと考えています。今年は、世界的な経済の変動を背景に、株価のボラティリティが高まり、日本株もつれ安になる可能性があるからです。他方、先ほど来、PERを巡る議論が行われてきましたが、私も日本株のPERは非常に安いと考えています。日本企業は、しっかりと業績を上げており、財務面の健全性にも問題はありません。長い目で見た場合には、市場で売られる株式を丹念に拾いながら、

底値探しをするような年になるのではないでしょうか。

日本の場合は、政策対応の余地が限られているのですが、米国では、金融政策も含め、政策対応の可能性が大きいことを考えますと、日本株より先に米国株が底入れする可能性があります。そこで、ドル安の可能性も踏まえて為替ヘッジをした上で、底値を捉えて米国株を購入し、その後、長期投資の一環として、割安な日本株を購入するよ

うなことが考えられるように思います。

二〇一九年は、金利は低下局面にあります。このため、運用面では、債券に目が向きやすくなる可能性ががあります。日本の債券については、金利がここまで下がっておりますので、超長期債券に目が向けられることになるでしょう。海外では、プラスの金利が付いている米国債、及び一部のヨーロッパの周辺国の債券に選別的に投資してい

く年になるように思います。

なお、世界の市場に資金が充満しており、ボラティリティが上がりやすい状況にありますので、この点への注意を怠ることができません。その意味で、今年、シートベルトをよく締めて対応する年ではないかと考えております。

嶋中 今後の日本経済について、私は、二〇二〇年の東京五輪後、昭和四〇年不況に近い比較的大きな調整局面が来るのではないかと申しました。そのように申し上げたのは、その後、再び昭和四〇年代のイザナギ景気のようなよい局面が来るということと言いたかったからです。景気は、ずっと上がり続けたり、ずっと下がり続けたりするようなことはありません。基本的に私は決して弱気ではないということを申し上げておきたいと思えます。

為替につきましては、二〇一九年一〇～十二月

期から二〇二〇年一―三月期にかけて、米国がリセッションに近い状態になり、円高ドル安が進んで、一ドルが一〇〇円を割る可能性すらあると考えています。

他方、株価につきましては、昨年一〇月以降、二万四二七〇円の高値から大幅に下げられてきておりますが、今は、ブラックマンデーの後と同様に、株価が戻していく過程にあると見ています。二〇一九年は、円高が進む中でも、株価が上がリ、年末には二万四〇〇〇円ぐらいを記録することになるのではないのでしょうか。なお、その後は、再び調整局面が来るかもしれません。

海津 日経平均につきましては、企業業績の悲観的な見通しが修正されることで、二〇一九年の前半はやや反発気味で推移し、年央に向けて二万二〇〇〇円―二万三〇〇〇円程度になると見ています。後半は、二〇二〇年の米国の景気の減速を織

り込んで、やや円高・株安方向で動くと考えています。二〇二〇年の米国景気が減速する程度であれば、年末の株価は二万円台にとどまるように思います。他方、二〇二〇年に、米国で景気の後退が生じ、利下げが行われるような状況になりますと、一〇〇円近くまで円高が進むでしょうから、二〇二〇年度の日本企業の減益は不可避となってしまうと思います。このとき、日経平均が二万円を割っていく可能性はあるように思います。

ここで、ぜひお伝えしておきたい重要なことがあります。資料5ページの左のグラフをご覧下さい。これは、ラッセル社と野村證券の大型株ユニバースの日本企業三五〇社弱の業種別経常利益の推移を表したものです。ここに、二〇〇〇年―一九年と二〇〇七年―一九年の利益成長率を載せておりますが、それぞれ、年六・〇%、年四・〇%となっております。二〇〇八年のリーマンショック

後の著しい下振れを克服し、その後、年四・〇％の利益成長を果たしたことは、決して悪くない実績と言えます。ちなみに、この間の米国企業の利益成長率は年六・〇％ぐらいで、日本企業より高いのですが、日本企業もそれほど見劣りするわけではありません。選択と集中、技術革新、ガバナンス改革など、さまざまな取り組みを通じて、日本企業も相応に稼ぐ力を取り戻してきているように思います。仮に二〇一九年に、日経平均が二万円前後、ないしは二万円を少し割るところまで下がったとしても、それはおそらく長期的な買い場になるのだらうと思います。

年四％というペースで利益が伸びていった場合、二〇二五年のTOPIX換算EPSは一六〇程度になります。予想PER一三倍で買ったとしますと、TOPIXは二〇〇〇を超え、日経平均は二万八〇〇〇円前後になると見込まれます。

日本株以外では、おそらく米国株の方がやや優位ではないかと感じています。米国では、金利を下げドル安にして、景気を吹かしていくという手段が残っています。実際にそうした手段が使われる可能性も十二分にあります。このため、日本株より米国株の方が買いやすいのではないかと思います。

昨年、新興国株は非常にパフォーマンスが悪かったのですが、ドル高が止まってくる中で、新興国の通貨の負担が軽くなっています。既にインドネシアやインドの株価は、比較的しっかりときている状況です。通貨不安への懸念はないように思いますので、これらの新興国の株式についても投資対象として検討の余地があると考えられます。

二時間があつという間に過ぎてしまいました。本来であれば、皆さんから御質問もいただきました

かったのですが、既に終了予定時刻を過ぎてしまっておりまして、今回は以上とさせていただきます。最後まで熱心にお聞きいただきましてありがとうございます。（拍手）

増井理事長 四人のパネリストの皆様、ありがとうございます。いつもは強気な御発言が多いのですが、今回は、強気の中でも若干慎重であったり、留保条件がつけられたりして、今年は先行きを見通すのがなかなか難しいように感じた次第です。

今日の討論会はこのあたりで終わらせていただきたいと思います。最後に、四人のパネリストの皆様、改めて拍手をお願いいたします。（拍手）

（かいづ まさのぶ・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）

（しまなか ゆうじ・三菱UFJモルガン・スタンレー証券参与
景気循環研究所長）

（たかだ はじめ・みずほ総合研究所専務執行役員調査本部長
チーフエコノミスト）

（のまぐち つよし・大和証券投資情報部担当部長
株式ストラテジスト）

（本稿は、平成三二年一月二五日に開催した「新春討論会」での
討論の要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。）

海 津 政 信 氏

略 歴

1975年野村総合研究所入社。同社企業調査部次長、投資調査部長などを経て、1997年野村証券金融研究所投資調査部長。2000年同社金融研究所副所長兼企業調査部長。2002年同社経営役金融研究所長。2004年同社経営役金融経済研究所長。2007年同社経営役金融経済研究所チーフリサーチオフィサー。2012年より現職。

嶋 中 雄 二 氏

略 歴

1978年三和銀行（現三菱UFJ銀行）入行。1997年三和総合研究所主席研究員。2006年三菱UFJリサーチ&コンサルティング主席研究員 投資調査部長。2007年三菱UFJ証券参与 景気循環研究所長。2010年より現職。

高 田 創 氏

略 歴

1982年日本興業銀行（現みずほ銀行）入行。同行市場営業部、審査部などを経て、1997年興銀証券市場営業グループ投資戦略部チーフストラテジスト。2000年みずほ証券執行役員チーフストラテジスト。2011年みずほ総合研究所常務執行役員調査本部長チーフエコノミスト。2017年より現職。

野間口 毅 氏

略 歴

1988年大和証券入社。5年間アナリスト業務を経験した後、1995年より株式ストラテジストに転じ、一貫して株式市場のマクロ分析に従事。大和総研などを経て現職。