ポストコロナの政治経済・市場展望

させていただきました。どうぞよろしくお願いい 今の時流に一番合うのではないかと思い、「ポス トコロナの政治経済・市場展望」というテーマに のですが、ポストコロナについて申し上げるのが 今日はどういうテーマでお話ししようか迷った

、ポストコロナ時代の五つのメ ガトレンド

まず最初は、「ポストコロナ時代の五つのメガ

海 津 政 信

化、つまり「ROE偏重の新自由主義➡ROEと だろうと思われることを五つ列挙しています。 最も重要な一つは、資本主義のありようの変

トレンド」です。コロナの前と後で変わってくる

あえて「ROE偏重の新自由主義」と書きまし

ESG両立の新修正資本主義」です。

たが、レーガン、サッチャーあたりから始まった

大きな流れがあったと思います。日本だけとる

いのかなという気もするのですが、米国等を念頭 と、必ずしも資本コストに見合うROEを上げて いない企業も少なくないので、ここまで言ってい

43

に置くとやはりROE偏重ぎみで、例えばROE めに借金をして自社株を購入するなど、やや行き 五%とか二〇%とか、レバレッジを維持するた

過ぎもあったような感じがします。

それが「ROEとESG両立の新修正資本主

O E た。企業は当然ながら、資本コストを凌駕するR きてしまうので、「新修正資本主義」としまし 時 に、 E S G ホルダーと言うと非常に多くの利害関係者が出て 本主義」という言い方も多いのですが、ステーク 義」へと変化する。最近は「ステークホルダー資 (最低でも八%、できれば一○%以上)と同 (環境・社会・ガバナンス)にも配

ない、こういうことかと思います。

慮の財政・税制・金融政策」です。 二つ目は、「金融政策中心の政策運営➡格差配

思います。そこにバイデン政権が出てきて、 格をやや大きく押し上げ過ぎた側面もあるように すが、米国は金融政策中心の政策運営で、資産価 日本は財政政策も組み合わせて使ってきていま 米国

て使う、こういうことになっていくのではないか 面、税制面で少し修正を施し、金融政策もあわせ いので格差配慮ということだと思いますが、 の場合は格差是正、日本の場合はそこまでではな 財政

三つ目は、「トランプ主導の米中対立

■バイデ

ン提唱のG7と中国の対立」です。

最近の香港・ウイグル問題など、

習近平政

SG関連投資がかなり大きなウエートを占めるよ

慮した企業経営が不可欠で、投資の世界でも、

Ε

と思われます。

うになってきています。御案内のとおり、資本主

ですが、今回も少しモデルチェンジしないといけ 義は何回かにわたって修正を繰り返してきたわけ

党大会あたりから、どちらかというと鄧小平主義 あまりにも強硬であり、 かつ、二〇一七年の 洪産

平総書記がやり始めたことで、体制間競争という を棚上げして毛沢東主義に戻るということを習近

で行われたG7においては、米国が提唱し、 も後押しする中でヨーロッパ勢もこの輪 面が非常に強くなってきました。先般イギリス に加 日本 わる

死活的になってきていると思います。 率直に言って、習近平氏のやり方は、長い

. 目 で

在になる」というのも、

実現しない可能性が出

格好となり、G7と中国の

間の対立関係はかなり

有企業の優位性をさらに後押しする、そして、ア 見ると、中国の人々にとって幸福をもたらさない 可能性のほうが高いと思います。習近平氏は、 玉

業重視は恐らく債務の拡大という帰結をたどるで いうことをやろうとしているわけですが、国有企 規制を強化して自由な活動を妨げる、こう

リババやテンセントといった新興IT企業に対し

徐

々に落としていくことにつながる。

新興企業に対する規制

強化は活力を

したがっ

を課してしまう結果になるのではないかと思い 習近平氏みずから中国経済にかなりの足か せ

て、

す。

現在、

中国経済の潜在成長率は年五%ぐらいで

すが、一○年後には二~三%までに落ちてきて、

「二〇三〇年には中国経済は米国経済をしのぐ存 多くのエコノミストが当然のように言っていた

きたように思います。

四つ目は、「デジタル革命➡デジタル&グリ

ン革命」です。

す。「第四次産業革命」という言い方もされてい 既にコロナ前からデジタル革命は進行 して

ましたし、私の古巣の野村総研は「デジタル資本

という格好で、デジタルとグリーンが産業のあ けですが、明らかにこれにグリーン革命が 主義の時代が始まった」という説をとってい 加 たわ わる

ń

てきたと思います。ようを大きく変えていくということがはっきりし

ワーク・テレワーク融合」です。
五つ目は、「オフィスワーク主体➡オフィス

ワクチン接種の進捗に伴い、徐々にテレワーク

わせが行われていくのではないかと思います。によって、オフィスワークとテレワークの組み合く、それぞれの企業、また同じ企業の中でも部署によって、オフィスワークに戻っていくと思いますが、からオフィスワークに戻っていくと思いますが、

後は少しオフィスに来たほうがよいと思います。をやっています。しかし、ワクチン接種が進んだ

この一年数カ月、野村も非常に多くテレワーク

週五日のうち、三日はオフィス、二日はテレワー

ワークを続けていると、組織に対する帰属意識がケーションの問題が一つありますし、ずっとテレクという感じでしょうか。というのも、コミュニ

で、そこはやはりオフィスワークとテレワークのどうしても薄れてくるという弊害もありますの

融合ということになるかと思います。

るだろうと考えていますが、特に重要なのは一つ以上のような大きな変化がコロナの前と後であ

う一つ手だらい、中国こり本門引竞争が非常ことで変えていかなければいけない。そして、ここか目と三つ目です。資本主義のありようをいい意味

空事ではなくなりつつあると思っています。きなテーマになっていく。さらに、台湾有事も絵ら一○年ぐらい、中国との体制間競争が非常に大

〇二〇年度の調査があるといいのですが、あと一これはGPIFアンケートです(図表1)。二

カ月ほどしないと公表されないようですので、二

上のグラフは「企業が機関投資家に示しているす。○一八年度と二○一九年度のものを載せておりま

長期ビジョンで想定されている年数」ですが、非

図表 1

ポストコロナ時代の5つのメガトレンド

NOMURA

ポストコロナの5つのメガトレンド

ポストコロナの5つのメガトレンド ROE偏重の新自由主義 ➡ ROEとESG両立の新修正資本主義 金融政策中心の政策運営 ➡ 格差配慮の財政・税制・金融政策 トランプ主導の米中対立 ➡ バイデン提唱のG7と中国の対立 デジタル革命 デジタル&グリーン革命 オフィスワーク・テレワーク融合

(注)ROEは自己資本利益率。ESGは環境・社会・ガバナンス。 (出所)野村證券金融経済研究所

通

しについてお話ししたいと思います。

見

GPIFアンケート

【企業が機関	投資第	アルテ	してい	る長期	ビジョ	ンで想	定され		_	1	
20年以上 1.	5								201	9年度	調査
15年以上 1.	;								= 201	8年度	調査
10年以上						29.6	+	40.	1		
5年以上						27.7					
3年以上	-	-	-	-	-	6.8					
34-W.T.	_	_	_	_	_		_	38.9			
3年未満 0.5											
Ó	5	10	15	20	25	30	35	40	45	50	(%)

(注)母数はアンケート回答企業のうち、長期ビジョンを示していると回答した企業430社

頁位	テーマ	2019年度	前年度比增減
1	コーポレートガバナンス	70.8%	-0.4%
2	気候変動	53.9%	8.4%
3	ダイバーシティ	44.0%	2.4%
4	人権と地域社会	34.7%	0.3%
5	健康と安全	32.6%	-0.7%
6	製品サービスの安全	30.8%	-1.2%
7	リスクマネジメント	29.8%	2.3%
8	情報開示	23.3%	2.1%
9	サプライチェーン	20.2%	3.3%
10	取締役会構成·評価	16.2%	0.8%

(出所)GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)の「2019年度ESG活動報告」から抜粋

ティです。二〇一八年度との比較では、

特に気

変動の比率の増が目立ちます。

そういった意味で、ESGについては、

これ

か

ガバナンス、二位が気候変動、

三位がダイバ

1

テーマ」で、

位はずっと変わらずコー

ポ

ないかと思います。 少し修正され、 らいするとはっきりしてくる、 資産価格の著し 役割を果たしてい 以上のことを踏まえた上で、 自 <u>ر</u> 亩 上昇をもたらした新自由主 主義諸 それを通じて、 玉 0 こういうことでは 循環的 優位性が いな経済 格差拡大や 〇年ぐ 0

常 てきています。 長 61 視野で物を考えるということが多くな 下は「ESG活動に におけ Ź 主 要

の修正の中でも重要な

与えると同時に、

資本主義

ら大いに議論され、

投資の世界にも大きな影響を

世界経済の見通し

世界経済全体です。

ス三・二%から、今年は六・四%、 野村では、 実質GDP成長率は、 昨年のマイナ 来年が四

しと野村の予想を比べると、 六%と予想しています。四月に出たIMFの見通 全体の見通しはIM

Fとそんなに変わりません。

ただ、中身を見ていくと、米国は今年が六・

三・一%、来年が四・五%ですが、IMFの見通 五%、来年が四・四%と見ていますが、たしかI MFの見通しでは来年は三・五%。 日本は今年が

しでは来年は二%台ですので、米国と日本につい ては野村の予想のほうがやや強いという感じで

三・八%ぐらいで見ているのに対し野村は三・

一方、

ユ

] □

圏については、

Ι

Μ

F が

来年

す。

で、IMFの予想とほぼ一致しています。 国は今年が八・九%、 来年は五・三%ということ

五%ですので、やや低い。

新興国の代表である中

以下、それぞれ具体的に見ていきます。

まずは米国です。

表2)。繰り返しになりますが、二〇二一年が 左の表の一番上が実質GDPの見通しです _ 図

六・五%、二〇二二年が四・四%という予想で

す。

右側の表は「FOMC参加者の予測中央値

〇二一年六月)」です。二〇二一年が七・〇%

二〇二二年が三・三%ですので、二〇二一年は野

村の最新見通しよりもFRBのほうが強めに見て おり、二〇二二年は野村よりもIMFにやや近い

予想になっています。また、

長期の潜在成長率は

図表2

NOMURA

米国経済本格回復へ、FRB (米連邦準備理事会)金融緩和策の出口を探る

米国経済見通し

21Q1 21Q2 21Q3 21Q4 2020年 2021年 2022年 (季節調整済み前期比年率% (前年比% 4.4 実質GDF 6.4 9.5 6.5 5.1 -3.5 6.5 個人消費 11.4 11.0 3.0 3.5 -3.9 7.6 3.7 11.7 -4.0 7.9 8.9 政府支出 5.7 6.4 8.0 87 1.1 3.5 23 失業法 6.2 5.8 49 4.3 8.1 5.3 3.6 非農業部門雇用者数 (千人) 288 518 503 767 508 -785 506 (前年同期比) (前年比) 消費者物価 1.9 4.6 1.2 3.9 2.3 4.7 1.6 3.3 3.1 32 1.4 2.8 2.0 連邦財政収支 (対GDP比%) -14.6 -15.3 -71 政策金利 0.125 0.125 0.125 0.125 0.125 0.125 0.125 0.16 0.15 0.15 0.21 0.13 0.21 0.53 1.70 1.80 0.93 1.80 1.75

(注) 1. 失業率は労働カ人口に対する比率。2. 非最業創門雇用者数は前月比増減の期間平均。
3. 財政収定は年度(前年10月~9月)、4. 金利は期末庫。政策金利は、フェデラルファンド(FF)
金利稼息目様水平。5. 2021年6月25日接在。6. 大学は実績。
(出所)米漁務省、米労働省、米連邦準備制度理事会(FRB)、ブルームバーグ、野村

FRBの経済金利予測

FOMC参加者の予測中央値(2021年6月)					
(%)	2021	2022	2023	長期	
実質GDP成長率	7.0	3.3	2.4	1.8	
(3月予測値)	6.5	3.3	2.2	1.8	
失業率	4.5	3.8	3.5	4.0	
(3月予測値)	4.5	3.9	3.5	4.0	
PCEデフレータ	3.4	2.1	2.2	2.0	
(3月予測値)	2.4	2.0	2.1	2.0	
コアPCEデフレータ	3.0	2.1	2.1		
(3月予測値)	2.2	2.0	2.1		
FF金利	0.1	0.1	0.6	2.5	
(3月予測値)	0.1	0.1	0.1	2.5	

(注)実質GDP成長率、PCEデフレータ、コアPCEデフレータは第4四半期の前年問期比。 PCEは個人消費支出、FOMCは米連邦公開市場委員会 (出所)FRB

が

続

てい

<

このように見てい

・ます。

米国経済については、

財政出

動

0

規模

b

極

8

7

か

ら

潜在成長率をはるかに上

一回るペ

]

スで成

が

とはいえ一〇-一二月でも年率五

3 半

さらに第4と徐々に成長率は落ちて

きます

%です

期 川

が

比

年

率

九

五

%

と最

b

高

0

半

期 前

别 期

の特色としては、

既に終わ

った第

之 四

7 右 ますが、 0 表

せ

す。 それらを踏まえてどう金 復局面を迎えているのはほぼ疑い 早く行うことができたということで、 大きく、 したがって焦点は、 13 < か、 このあたりに絞られてきてい 0 ワクチン 番下に 0 F インフ 開 予測値は二〇二三年も〇 F 発 融 金 接種 緩 レ率と雇用、 利 和 0 予測 策 も日本より がありませ 0 出 中 本格的 -央値を載 ると思 \Box を探 そして、 非 な 13 0 口

% のままでした。 すなわち、二〇二三年もゼ

三月

0

我々の見通しとしては、八月初めに七月の雇用

きを取り戻しています。

りますので、 統計が出て、

そのあたりでテーパリング

(資産買

回りを使っているのですが、こちらは二・三%ぐ

下旬にはジャクソンホール会議もあ

て、FRBとしてはそんなに出口を急ぐ考えはな 驚きましたが、その後、 うのが中央値になりました。これには市場も少し 二〇二三年に〇・二五%の利上げを二回行うとい 六月のFOMCでは○・六%ということで、

金利政策が続くと予想されていたわけです。しか

いということを市場に説明したことでまた落ち着 議会証言その他を通じ

○ %

第4四半期が一・八〇%でこのあたりが

動きを載せております。

第3四

半期

が一

トが考える米国の一〇年債の利回りの四半期別 表の一番下に、野村のニューヨークのエコノミス 日あたりもかなり下がっているわけですが、

左

そういったこともあって、

米国の長期金利は昨

末には一・七五%、このようにしていますが、個 ピークとなり、来年は横ばいからやや下がって年 と思います。また、私は株の予測に三○年債の利 人的には、ピークでせいぜい一・七%ではないか

その先の利上げを見越して長期金利の最も高いと ましたが、そのころにはもう、テーパリング及び らいと見ています。春先に二・五%近くまで行き

ころは過ぎた可能性すらあります。 そういった意味では、 それなりにうまく金融緩

和策の出口を何回か行ったり来たりしながら、

い取 億ドルの国債とMBSの買い取りを順次減らして 来年一月から正式に、 ういうシナリオを考えています。 二〇二二年の秋にはゼロにし、 一○二三年四 - 六月にゼロ金利解除に向かう、こ り縮小) の議論を本格的に始める。そして、 現在やっている月一二〇〇 そこから半年後の

図表3

日本経済、成長投資増とワクチン接種本格化で回復始動へ

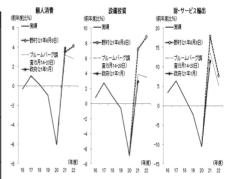
NOMURA

日本経済の予測要約割

需要項目別・実質GDP成長率の見通し

		[2021	年6月8日	時点]
		20年度	21年度 (予)	22年度 (予)
	実質国内総生産(GDP)	-4.6	4.9	3.6
围	民間最終消費支出	-6.0	3.5	4.1
内	民間企業設備投資	-6.9	7.2	8.8
総	公的固定資本形成	4.3	-2.3	-2.0
	財貨・サービス輸出	-10.5	17.8	7.7
生	財貨・サービス輸入	-6.9	9.7	4.9
産	名目国内総生産(GDP)	-3.9	4.6	4.2
	GDPデフレーター	0.6	-0.3	0.6
	鉱工業生産	-9.5	13.3	6.5
産	消費者物価	-0.2	0.3	0.9
	除く生鮮食品	-0.4	0.5	0.9
価	完全失業率(%)	2.9	2.7	2.4
	貿易・サービス収支 (兆円)	0.2	2.6	6.2
収 支	経常収支 (兆円)	18.2	21.1	25.6

(注) 断りがない限り、前年比、%。-0.0の場合も0.0と表示している。 (出所) 内閣府、財務省、経済産業省、総務省、日本銀行資料より野村作成



次に、

日本経済の見通しです。

(出所)内閣府、ブルームバーグ、日本銀行、野村

ここでは年度の数字を載せています

(図表3)。

先ほどは暦年の数字を見ていただきましたが

六月八日

13

1

三月の確定値が出た段階で修正

二一年度は四

九%、

二〇二二年度が三・六%で

その後はこの予測数字を使っています。

す。

たのが右の三つのグラフで、左から とが多かったのですが、 うと、コンセンサスよりやや慎重な予想を出すこ スよりやや強いという特色があります。 私どもの経済調査部は、 今回 これまでどちらかとい \overline{O} 予測はコ 個 それを見 ンセン 人消費」 +

長期金利 たがって、 の調整は行われると思いますが、全く寝耳に水と う反応にはもうならないでしょう。] ケット が上がる局 恐らく八月から におおむ 面 ね織り込ませてきている。 が あり、そこで多少の 九月にかけてもう 株

口

ス、点線が野村の六月八日時点での見通しで、現ルームバーグ調査の数字で、いわゆるコンセンサ

「設備投資」「財・サービス輸出」です。

実線がブ

在も維持している予想です。

ています。

恐らく米国向けの輸出がコンセンサスよりやや 強めに出てくるだろうと思いますので、「財・ サービス輸出」については、私も大体こんな感じ かなと思っていますが、それ以上に大きな特色は とです。二〇二一年度は七・二%、二〇二二年度 とです。二〇二一年度は七・二%、二〇二二年度 は八・八%の増としており、コンセンサスでは両 年度ともおおむね四%ですので、かなり乖離があ ります。個人的には少し強いような気もします が、先ほど述べたデジタル&グリーン革命がもた

りもかなりハイペースで進んでいることが関係し上です。これには、ワクチン接種が大方の予想よ「個人消費」については、コンセンサスの若干

八月末、それ以外の希望者全員の接種が終わるの六五歳以上の高齢者のワクチン接種が終わるのが一-三月のGDP速報値が出た五月時点では、

なりそうなので、六月八日時点では大分前倒しをナリオをとっていましたが、それよりは相当早くが来年一〜二月ということで、かなり保守的なシ

きるのが一二月末としていましたが、うまくいけクチンシナリオでは、いわゆる集団免疫が獲得で何とか打ち終えるだろうということで、最初のワことは別にして、成人の希望者は一一月までには

早い段階、そして、小中学生をどうするかとい

. う しています。六五歳以上は七月末か八月の比較的

ば一一月という見通しに修正しています。こう

ています。

めの予測を正当化してくれるのではないかと考えらす設備投資の増加、これがコンセンサスより強

し強めにしている理由です。 いったことも「個人消費」をコンセンサスより少

ことは今の与党は絶対にしないと思いますが、 ŋ ありますが、企業業績は少々どころか相当強くな というのが我々の見立てだ」と申し上げた記憶が 主税局の方に「企業業績は結構しっかりしている とについては、私も昨年一一月ごろに、財務省の せんし、税収見積もりが想定以上にいいというこ けに再度現金を配るということもあるかもしれま 使えますし、場合によると、消費税に手をつける 織り込んでいるわけではありません。 り上振れています。したがって、当然、 かわってきますが、補正予算をそんなに明示的に そういう意味では、これからの政策運営にもか 法人税の見積もりは当初の予想から三兆円余 低所得者向 剰余金も 若

> 時点では強めに見えるかもしれませんが、さまざ もあり得るのではないかと思っています。 まな議論の結果、このぐらいの成長率になること して織り込んでいるわけではありませんので、現 くるであろう経済対策の議論については、 いずれにしても、 秋の衆議院選挙に向けて出 先取 n

次に、ユーロ圏の動きです。 ヨーロ ッパの製造業の回復はかなり急ピッチに 好不況の分岐点は五○ですが、ド

起きています。

と、中国の成長テンポが後半少し鈍化してくると 引しているということだと思いますが、逆に言う 戻りが強いです。これは中国向 思われますので、今あたりがピークなのかもしれ し、フランス等を加えたユーロ圏全体でも非常に イツはそれよりもはるかに高い六○~六五です !けの輸出などが牽

ただ一方で、七五〇〇億ユーロ(日本円で約九

干の減税をどこかで考えてくることもないとは言

ません。

えません。

こういったものが非製造業・サービスの内需系の半分ぐらい振り向けることになっていますので、し、特に財政余力の乏しいイタリアとスペインにし、特に財政余力の乏しいイタリアとスペインに

ヨーロッパも、ワクチン妾種によって感染を需要を刺激してくれると思います。

ヨーロッパについては、足元は製造業がリード役は大分落ち着いてきています。イギリスはデルタ株の影響でまた少し持ち上がっていますが、ワクキンのおかげで重症化しにくいということははっすることはかなり防げるはずです。イギリスはデルタ

開を見せるのではないかと考えています。

取ってかわっていくということで、まあまあの展

になり、後半以降は非製造業・サービスがそれに

昨年暮れに出た中央経済工作会議の概要には、

次に、

中

国です。

力の強化、二つ目にサプライチェーンの自主化、ますが、このうち重要なのは、一つ目に科学技術二〇二一年の八つの重点取り組みが挙げられてい

三つ目に内需の拡大です。

に入らず、人材も育っていないので、苦戦していいるわけですが、最先端の製造装置がなかなか手習近平氏は焦って半導体強化を進めようとして

況の分岐点である五○を超えていますが、しっか景気実勢については、製造業も非製造業も好不

ます。

までは言えません。

最初に自由主義国と中国等の権威主義国の差に

りしているというぐらいの感じで、極めて強いと

を少し修正していくことによって、体制間競争もがこの二〇~三〇年の資本主義の行き過ぎた部分ついて申し上げましたが、我々民主主義国の人間

勝ち得るのではないかと思いますし、一〇年する

次に、

価格です。

す。

業経営を考えたほうがいいというのが私の意見で 論しておりまして、むしろ中国の成熟を前提に企 と、 締役会でも、 をやっているのですが、もう二年前ぐらいから取 と思っています。 な市場を求めるかということについては真剣に議 中 国は年率二~三%程度の経済になるだろう 中国が成熟していく中でどこに新た 私はある事業会社の社外取締役

> くは七○ドル前後で推移するというのが現実的な ラスのカルテルが崩壊するとも思えませんし、八 下がったりしていますが、かといってOPECプ を翻したことでなかなかまとまらず、上がったり 台まで上がってきました。 ○ドル、九○ドルという感じもないので、しばら しかし、UAEが反旗

見通しではないかと思います。

サウジやロシアの原油産出量は日量約

始まる直前ぐらいに日量一二五〇~一三〇〇万バ レルを産出しています。シェールオイル革 命

わけですが、そのことが原油市場に「もう一〇〇 よって既に米国は世界最大の産油国になっている

ドルを超えるような極端な価格は出ないだろう」

うと環境に熱心なバイデン氏にかわったことで、 非常に熱心だったトランプ氏から、どちらかとい という安心感を与えていました。 しかし、 石油に

国エネルギー 原 油 価格は七〇ドル台に乗せてきています。米 原油

要が徐々に回復してきている一方で、中核国 とやや高止まりで、 産の緩和をかなりゆっくりやる、ないしは、 ウジとロ のがOPECプラスです。景気の回復とともに需 シアが減産の緩和をためらっており、 省の米国原油市場の見通しからする この高止まりをつくっている しば . の サ 減

らく今の生産ペースでいくということで七○ドル

コロナが

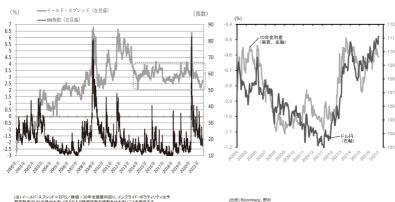
0

万バレルですが、それに対して米国は、

証券レビュー 第61巻第8号

図表4

NOMURA 米国株はEPS(1株当り利益)成長と伴に上昇へ、為替はドル高・円安を見込む



(注) イールド・スプレッド=EPS/株価-30年米国債利回り。インプライド・ボラティリティは予想変動率でVDKの値が大きいほどら&P株価指数の抽動をが大きいことを意味する。 (出所) Bloomberg、リフィニティブ、QUICKより野村作成

13

ますが、

輸出が伸びても、

原油の支払

い代金が

日本の貿易

・サー

ビス収支はほ

ぼ

致

は 原油

あまりふえず、したがって円高に結びつきにく

価格の上昇で大きくなりますので、

貿易黒字

こう思っています。

マーケットの見通し

回りを差し引きしています プレッドで、ここでは益利回りと三〇年 まず米国株ですが、左のグラフがイー 次に、マーケットです。

春先に二%すれすれまで下がった後、 現在は

(図表4)。

国 ル

債 F

0

利

ス

と思います。 果をもたらしてい その差が足元 のような一〇〇ドル原油に戻ることはないだろう 0 原 油 るようにも見えますが、 価格の動きに少しプラスの か 0 効

が年末で二・三%だとすると、予想PERで約二二・七%ぐらいということで、三〇年債の利回り

益利回りで五%。三〇年債の利回りが二・

ド・スプレッド。一○年債と三○年債では○・三%ということは、差し引きで二・七%のイール

腰 六%ぐらい違うので、一○年債と比べると三・

三%のイールド・スプレッドということになりま

前提にすると、そんなに極端に割高なバリュエーていません。長期金利が非常に低いので、それをバブルでどうしようもないというふうに私は思っす。したがって、多くの人が言うほど、米国株は

す。ションがついているわけではないと思っておりま

ただ、現時点では二一・五倍ぐらいに買われて

ニューヨークダウは三万六○○○ドル、ないしいいという見立てです。したがって、年末のいますが、年末は二○倍前後で見ておいたほうが

めるのではないかと思います。

は、それを少し超えるぐらいというのは十分見込

は、金利上昇を気にせざるを得ないと思っていた来年については、今年の一月にお話ししたときばるのでになりかと思ります

そんなに悪く考える理由はありません。バイデンり早く長期金利の上昇がやってきたので、来年もので、少し慎重な言いぶりをしたのですが、かな

いう感じはなく、EPSの上昇に伴ってゆっくり事ではありますが、来年下げ相場がやってくるとPSの上昇をどの程度抑え込むかというのが関心

がどれぐらい米国の法人税率を修正し、それがE

月あたりに若干調整するかもしれませんが、それ上がっていく。長期金利の上昇局面で、八月、九

為替については、右のグラフのとおり、一一一もそんなに大きなものにはならないと思います。

が、ここでは米日実質一○年金利差とドル円を比円をつけた後、一一○円台半ばという感じです

りもやや上に出かかっていますが、ここから来年にかけては五年債の利回り差がかなり優位になってくると思います。したがって、私どもはどちらの年末で一一二円ぐらい、来年も一一二~一一五円と見ています。今年の年初は一〇八円と申し上げておりましたので、それよりも少し円と申し上でを修正しているということです。

べています。

ドル円のほうが実質一〇年金利差よ

してくる、こういうことであります。ますので、為替には今申し上げたような形で影響たが、当時の日本銀行と今の黒田日銀は全く違いたが、当時の日本銀行と今の黒田日銀は全く違いと約束し、それを真面目に守った結果、日本は円

次に、日本株です。

○○○円にたどり着くだろうという見方は全く変会で申し上げたように、日経平均は三万~三万二う一方で、年末まで視野に入れれば、年初に討論

たがって、現状については出遅れ感が著しいと思

基本的に企業業績で決まると思っています。し

えていません。

らいまで行くという見通しを持っています。さらし、二○二二年度は、過去最高利益の五五兆円ぐ年度の過去ピークに並ぶ、ないしはこれを更新ス三○○社余りですが、二○二一年度に二○一八ス三の根拠として、ラッセル野村大型株ユニバー

最大の差は、FRBが金融緩和の出口を模索するようになっている一方で、日本銀行は今の緩和なると見ているわけですが、輸出企業にとってはなると見ているわけですが、輸出企業にとってはま常に居心地のいい為替レートだと思います。リーマンショックの後の不況期に、麻生さんがロリーマンショックの後の不況期に、麻生さんがロンドンで「近隣窮乏化的な為替政策はとらない」

けれども、五八~五九兆円と見ています。に二〇二三年度は、あくまでも試算的な数字です

をして、バリュエーションの低下は想定しているよりもやや早めにやってきています。EPSをが、私の計算では昨日時点で約一六・九倍です。 ボ、私の計算では昨日時点で約一六・九倍です。 ボースカウントされているということです。年末 には一六・○倍と考えても、TOPIXで二一〇 ○ポイント、日経平均は先ほど申し上げたように 三万~三二〇〇万円で、むしろ三万二〇〇〇円に

近いほうではないかと思います。

二〇二二年度の五五兆円と二〇一八年度の四八

です。今は一九四○~一九六○ポイントですの○一八年一月高値のTOPIX一九一○ポイント度の過去最高利益を織り込んで形成されたのが二兆円を比べると一五%ほど上ですが、二○一八年

に上昇していくことになるだろうと思います。で、二〇二一年度から二〇二二年度にかけて利益ですが、年末には二〇二二年度の予測をかなり織ですが、年末には二〇二二年度の予測をかなり織ですが、年末には二〇二二年度の予測をかなり織ではないかと思います。そして、来年も米国株はではないかと思います。そして、来年も米国株はではないかと思います。そして、来年も米国株はではないかと思います。そして、来年も米国株はではないかと思います。

先般GPIFの運用成績が発表されましたが、 先般GPIFの運用成績が発表されましたが、 生した効果が著しく出ています。また、最近は若 だ、株式比率を国内株式二五%、海外株式二五% にた効果が著しく出ています。また、最近は若 とした効果が著しく出ています。コ〇一四年にポート でい人も株式投資に興味を持ち始め、老後に備えて い人も株式投資に興味を持ち始め、老後に備えて い人も株式投資に興味を持ち始め、老後に備えて い人も株式投資に興味を持ち始め、老後に備えて い人も株式投資に興味を持ち始め、老後に備えて い人も株式投資に興味を持ち始め、老後に備えて い人も株式投資に興味を持ち始め、老後に備えて いんも株式投資に興味を持ち始め、老後に備えて いんも株式投資に興味を持ち始め、老後に備えて いんも株式投資に興味を持ち始め、老後に備えて いんも株式投資に興味を持ち始め、老後に備えて いんも株式投資に興味を持ち始め、老後に備えて いんも株式投資に興味を持ち始め、老後に備えて いんも株式投資に興味を持ち始め、老後に備えて いんも株式投資に興味を持ち始め、老後に備えて いんも株式といます。また、最近は若

います

○年生きてください。そうすれば、三万八九○○い前から野村のOB会などで、「皆さん、あと一いく流れにあると私は思っていまして、二年ぐらしたがって、いずれ三万八九○○円を凌駕して

で戻ると思います」という話をしています。日本円という皆さんが現役時代に見ていた相場水準ま

は最近、いろんなことがかつてのようにできない

過小評価されているのではないかと感じているとてきていますので、この面については、まだやや改革がそれなりに進展し、企業業績がしっかり出国になってしまったと言われますが、ガバナンス

とさらに増益傾向を強めていくと思います。〇二〇年度に続き、二〇二一年度、二〇二二年度常にいい流れになっています。増益で終わった二エレクトロニクスについては、状況としては非

ころです。

常に競争力があるので、ここも利益を伸ばしていも、ソニーの経営改革が進んだので、持続的に利も、ソニーの経営改革が進んだので、持続的に利がかなり進展しました。民生用エレクトロニクス

自動車については、二〇二二年度、早ければ二けると思います。

○二一年度に、二○一五年度の七兆五○○○億円

トップになりましたが、その主な要因は、半導体が、発自動車メーカーにとって、国内市場は年間せい系自動車メーカーにとって、国内市場は年間せい系自動車メーカーにとって、国内市場は年間せいので、第一点によりで、

の調達がうまくいっていることにあります。

んだというわけです。

ことで、三カ月間マイコン(車の走行などを制御スの那珂工場(茨城県ひたちなか市)が被災したトヨタは、二〇一一年の東日本大震災でルネサ

あります。基本的には在庫を持たない会社です生産を停止せざるを得なかったという苦い経験がする半導体)を手に入れることができず、自動車

減産する中、トヨタだけはほとんど減産せずに済フォード、フォルクスワーゲンなど自動車各社がを持っていたため、世界的な半導体不足でGM、が、それを教訓として半導体は四カ月程度の在庫

伸びていきますので、日系自動車メーカーの再評ブリッド車も二○三五年ぐらいまでは同じようにが、CO2を総量で抑えようとすると、当然ハイーの時に、EVにばかり注目が集まっています

内需については、建設・不動産を挙げました。

価がようやく始まったように思います。

に出てくると思います。

オフィス需給も極端に悪化することはないと思いなテレワークというのはやはり考えにくいので、いません。また、冒頭お話ししたとおり、全面的ず、リーマンショックの後ほど空室率は上昇してすから来年はオフィスの供給量がほとんどふえ

見立てもありますが、日本郵船、商船三井、川崎運輸については、海運市況は今がピークという

ます。

ています。

いうことで、空運に加えJRも同様な動きが徐々需要が戻ってくると利益が出やすくなるだろうと機にしています。また、ワクチンが普及して航空機にしています。また、ワクチンが普及して航空機にしています。この二〇年度は一七機減らして二七大型機を、二〇二九年度に四四機持ってい

汽船など、久しぶりに利益が出るようになってき

匹、 国内政治の見通し

最後に、国内政治について少しお話しします。

東京都議会選挙をそのまま当てはめると、

九

言う政治ジャーナリストもいますが、私は必ずし 明の与党は相当まずいことになるのでないか」と

月から一〇月に想定される衆議院選挙で自民・公

もそうは思っていません。 地域政党の都民ファーストの会は、そもそも衆

議院選挙には出てきません。小池さんも、二〇一

も大きいですから、 ます。一衆議院議員より東京都知事のほうが権力 じでしたが、今回は恐らくそうはされないと思い 七年のときは希望の党をつくって国政にという感 あえて国政に戻る理由は ない

普及していきますし、オリンピックも普通に通り

でしょう。また、ワクチンは九月にかけてさらに

好転しているだろうと思います。

過ぎることができれば、都議選のときより状況は

前回の選挙で自民党は二八四議席とりました。

今度はそれより落ちると思いますが、二〇一三〇

議席の減であれば、菅首相が政権を失うところま ではいかないと思います。もちろん、やってみな いとわからない部分はありますので、オリンピッ

りませんが、そんなに極端なことにはならないと う話になると、首相がかわる可能性もゼロではあ クが大失敗に終わって四○~五○議席減らすとい

思います。 いずれにしても、一〇月以降、 菅政権が継続す

なのは台湾有事をどうしのいでいくかということ るにしても、誰かにかわるとしても、非常に重要

が、二〇二三年以降は警戒的な面も持ってお です。来年いっぱいは大丈夫だろうと思

ほうがいいのではないかと思っているところで

から

かないと思うのですが、その辺はどう見てお

られますか

す。

御清聴、 どうもありがとうございました。

○増井理事長

いつものように非常に明快なお話

をいただきまして、ありがとうございました。 時間を残していただきましたので、まず会場

の皆様、何か御質問ございますでしょうか。

銀が五○兆円という大きな塊を持っているわけに 相場が非常に堅調であるとすれば、 ○質問者 日銀が持っているETFの問題です。 いつまでも日

○海津 三月の政策委員会で、よほどのことがな

月は全く買っていません。 たないというのであればともかく、三万円前後に い限りETFはもう買い取らないと決め、実際五 日経平均が二万円 に満

来ていますので、日銀のETF購入によるバリュ

と思います。したがって、フローでこれ以上買う ントロ ールするという役割はおおむね終わった

エ

ーションの適正化、リスクプレミアムをうまく

コ

ことはもうあまりないと思います。 か。個人的な意見としては、どこかで売却するに では、ストックとして持っている分をどうする

の形で国民の資産形成の一助となるようなやり方 しても、それを市場で行うというよりは、何らか

えていないので、ちょっと中途半端なお答えに して成立するかどうかも含め、正直まだあまり考 なってしまうのですが、よほどのことがない限

は、何らかの形で有益に使うことを日本銀行もそ もうこれ以上買わない、そしてストックについて ろそろ考え始めるのではないか、そんな意見で

○増井理事長 ウェブで御参加の方は御質問ござ す。

を考えていくのがいいと思います。ただ、制度と

ので、私から一つだけ。 いますでしょうか。――いらっしゃらないような

うか。 まで思っていたような成長が得られないのではな 済全体としてはマイナスの効果といいますか、今 しいかもしれませんが、仮に進んだ場合、世界経 む いかと思います。そのあたりはどうお考えでしょ ースでどのぐらい進むのか、これはなかなか難 可能性もあろうかと思います。どのぐらいの 米中対立が続くと、経済のデカップリングが進

だと思います。

兆円になっています。米国の二一○○兆円に比べ とはいえ、中国の名目GDPは既に約

五〇〇

言われている米国の経済成長率も、 能性はありますが、今一般的に年率約一・八%と がって、将来の株式市場に少し影を投げかける可 潜在成長率も落ちていくということです。 昨今の状況か した

こが徐々に落ちていくということは、

世界経済

るとまだ小さいものの、相当な規模ですので、そ

ますので、そのあたりはバランスよく見ていくこ

らするともう少し上がってもおかしくない気もし

とが必要だと思います。

を別のところに求めたり、 をそれなりに享受してきましたので、マーケット によって違いますが、やはり中国の高成長の恩恵 日本企業にとっては、ここ一〇~一五年、 新製品を投入したりと 業種

いうことも含めてやっていく必要があります。例

熟していく中でその恩恵を受けにくくなるという ○海津 いますので、そのあたりも加えながらということ しも中国だけではなく、ASEAN諸国やインド のは、そうかもしれません。ただ、新興国は必ず てきた部分はありますので、 中国以外のアジアに成長の芽はまだ残って 先進国も中国経済の高成長の恩恵を受け 中国経済が徐々に成

○増井理事長 そのほかに御質問ございますではないかと思います。 日本企業の新たな成長の土俵に加えていくべきでえばヨーロッパやASEAN諸国、そのあたりを

○増井理事長 そのほかに御質問ございますで

える会」を終わらせていただきます。

うございました。(拍手)話をいただきまして、海津さん、どうもありがと

今日は日本の将来に大変希望が持てるようなお

〈旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。〉 /本稿は、令和三年七月七日に開催した講演会での要〉 (かいづ) まさのぶ・シニア・リサーチ・フェロー兼アドバイザー(かいづ) まさのぶ・野村證券株式会社) 金融経済研究所

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(建設、住宅·不動産、家電·電子部品、機械担当)

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 兼 日本株ストラテジスト

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

※重要な兼職

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 「FA 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)

2017年 「価値向上のための対話」(共著) (日本経済新聞出版社)

※テレビ出演

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 テレビ東京 日経プラス10 経済・マーケット分析