

年金総合研究センター

「社会経済講演会」



金融経済と株式市場の動向

川 北 英 隆

同志社大学・日本ファイナンス学会

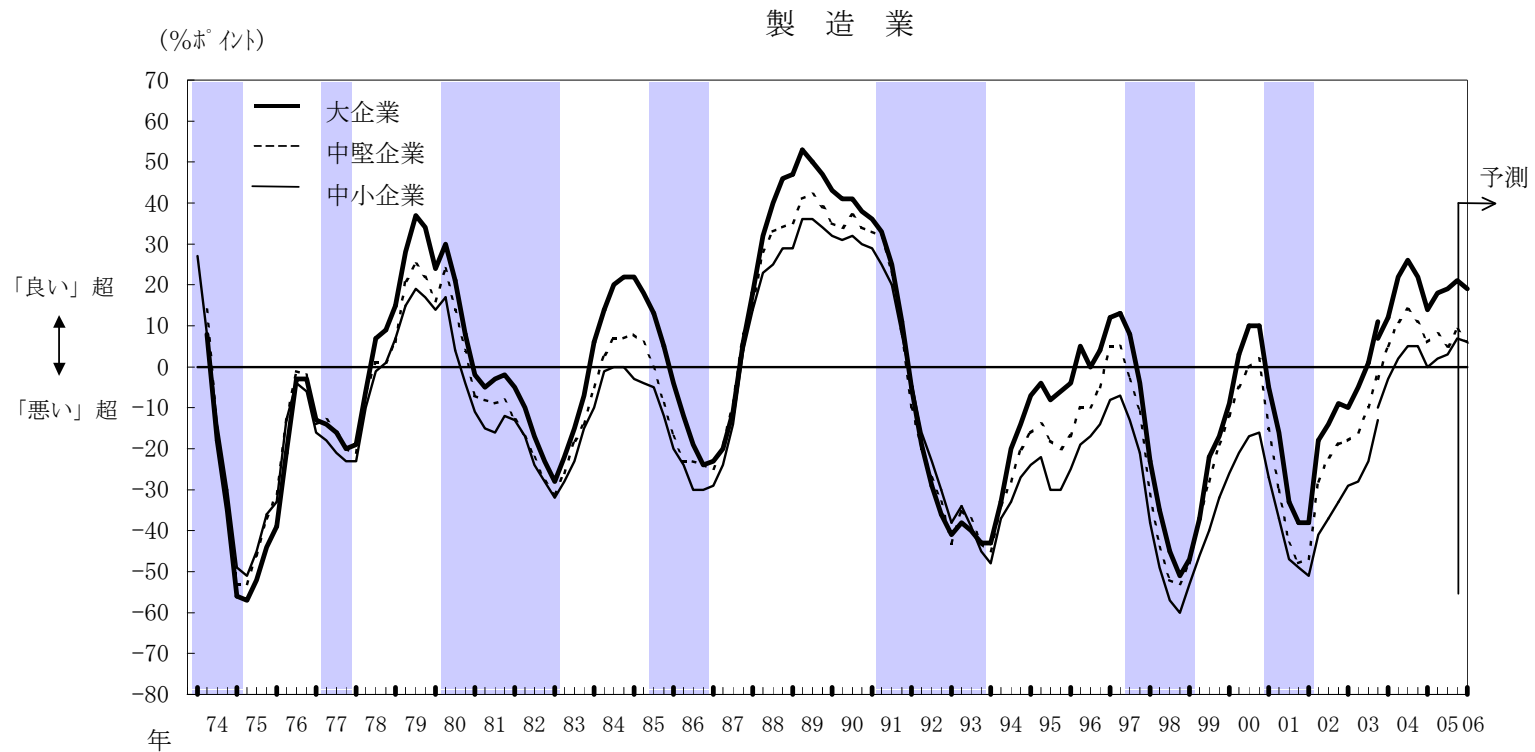
2006年 1月23日



本日の目次

- 日本経済について
 - 足元の状況
 - 中長期の見方
- 金融市場の見方
 - 金利
 - 株価
 - 国際的な視点から
- まとめ

企業の景況感は高水準

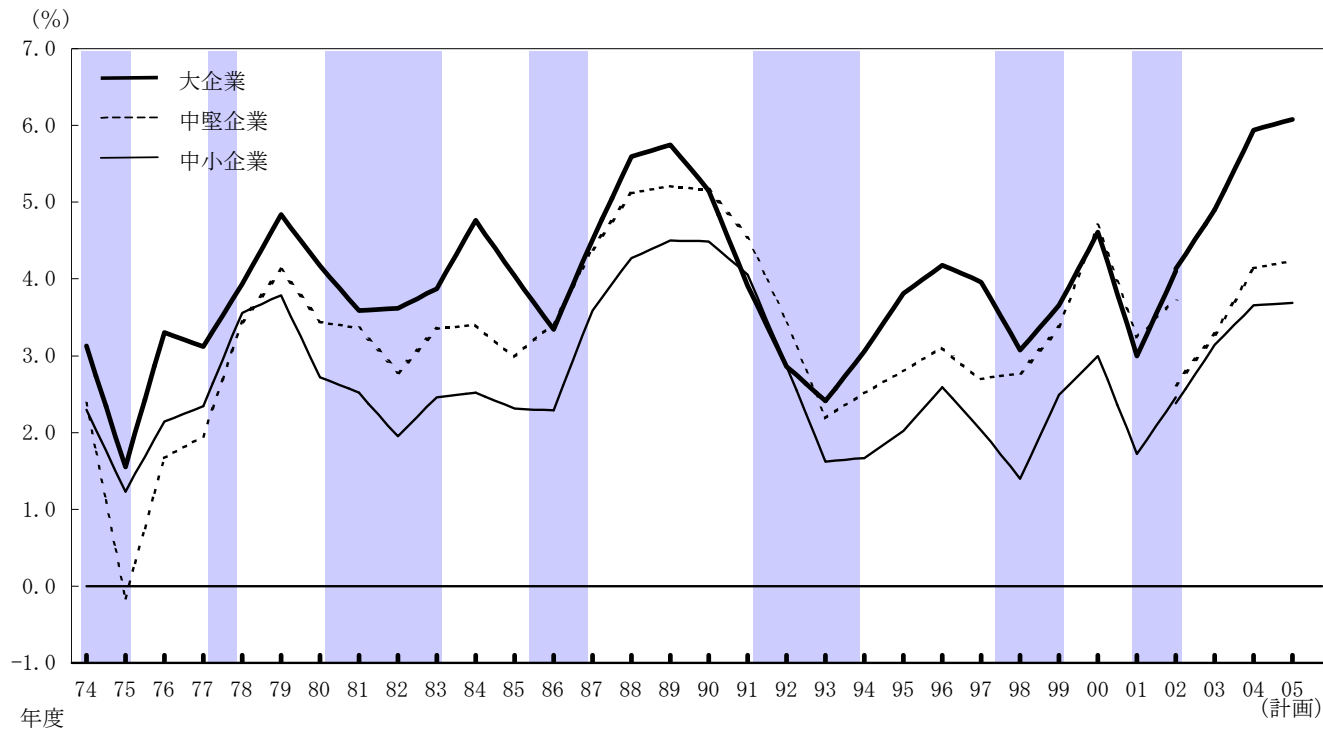


資料: 日本銀行

売上高比の利益水準は高い

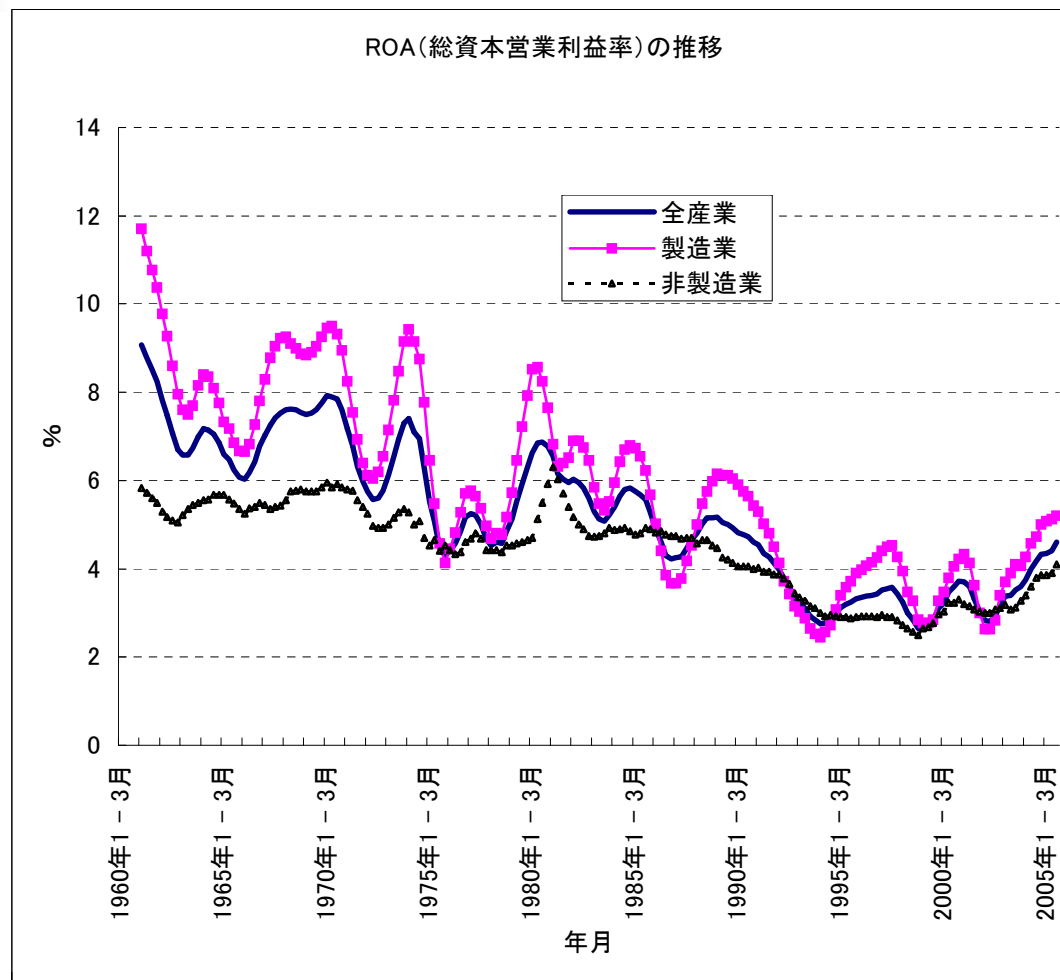
売上高に対する経常利益率は80年代の水準に戻る

製 造 業



資料: 日本銀行

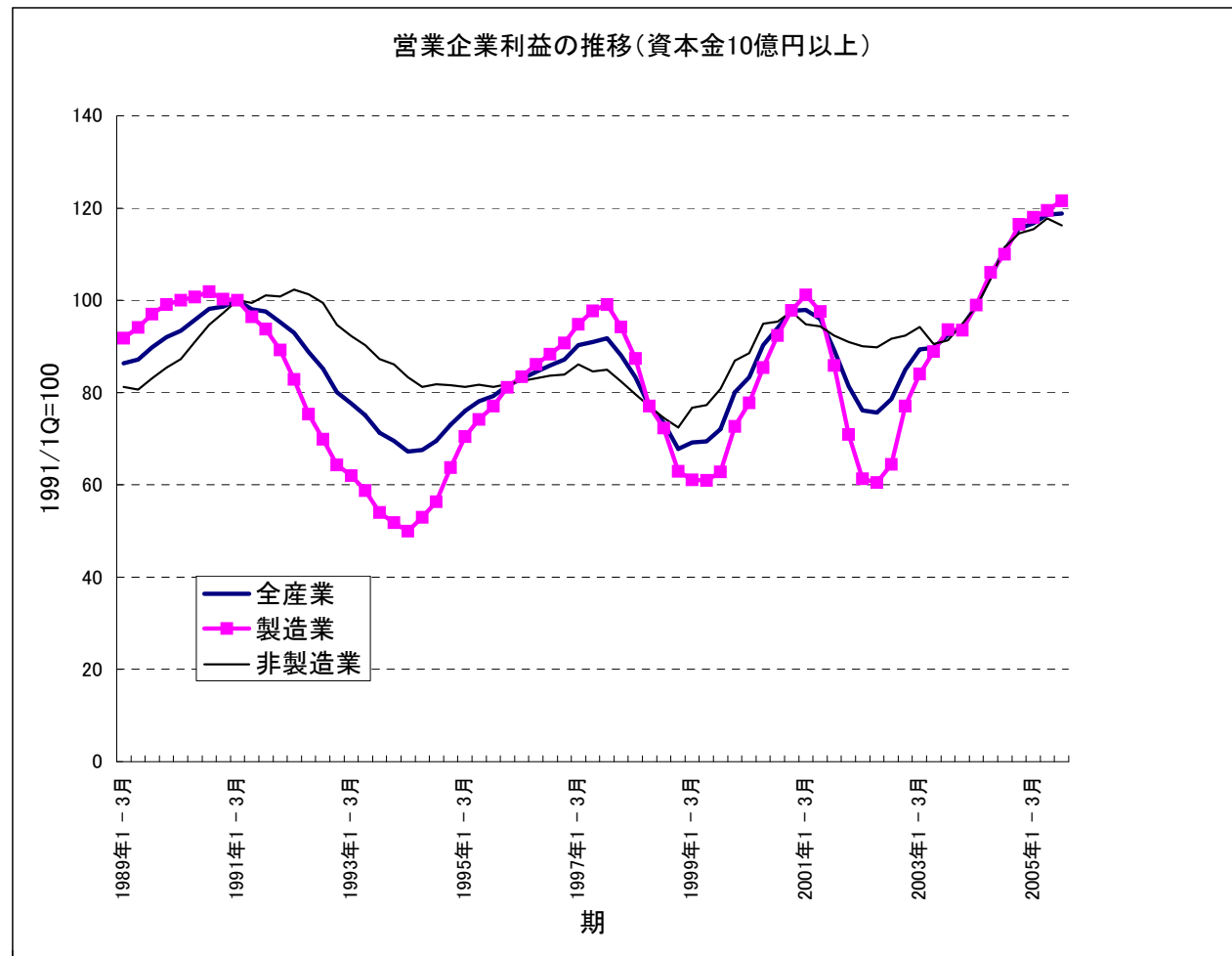
ROAも90年代の低迷を脱する



依然として総資本回転率がバブル以前の水準に戻っていない→そのためROAの水準が過去と比較して高くない

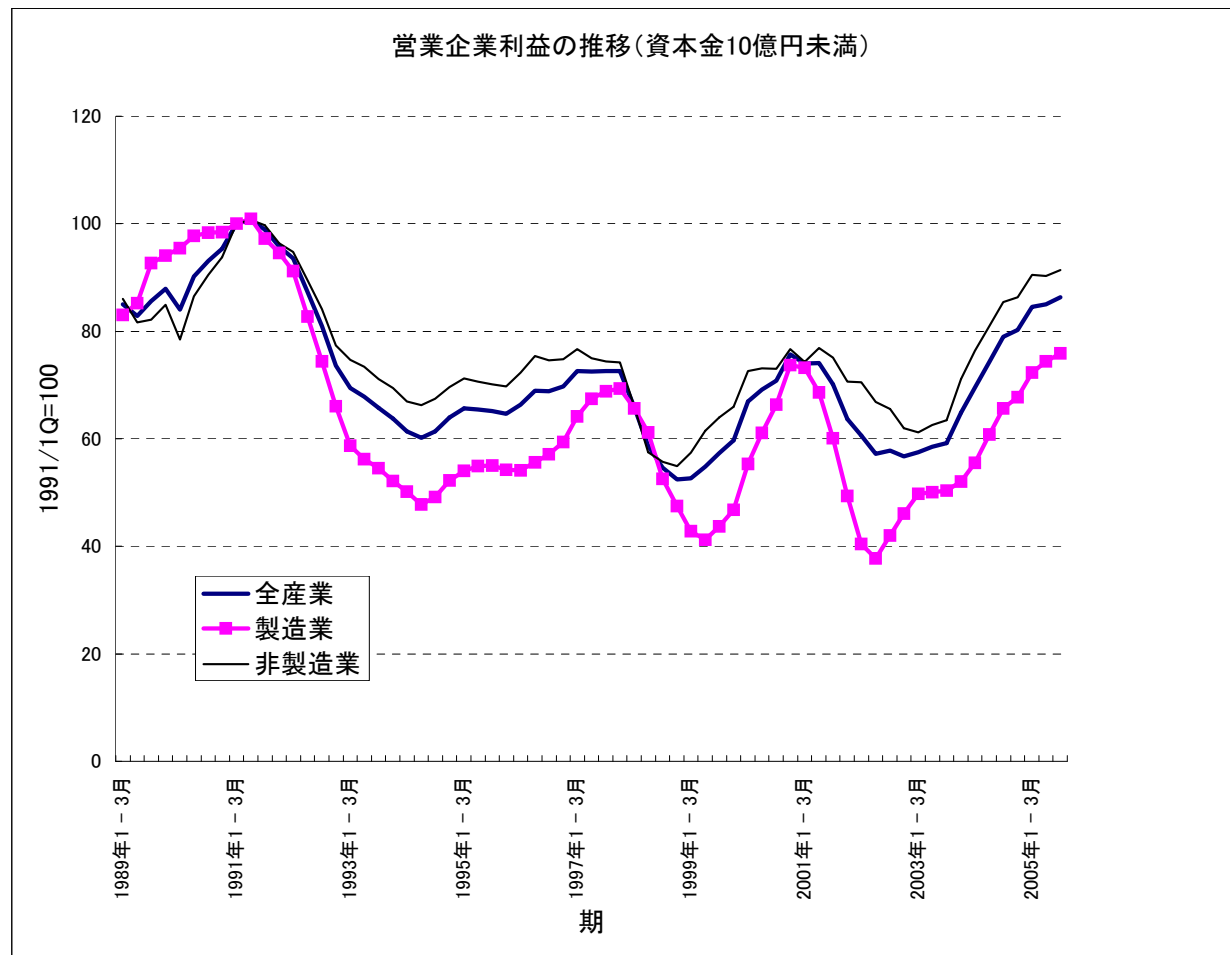
資料:財務省「法人企業統計調査」(資本金10億円以上)

大企業は最高益を更新



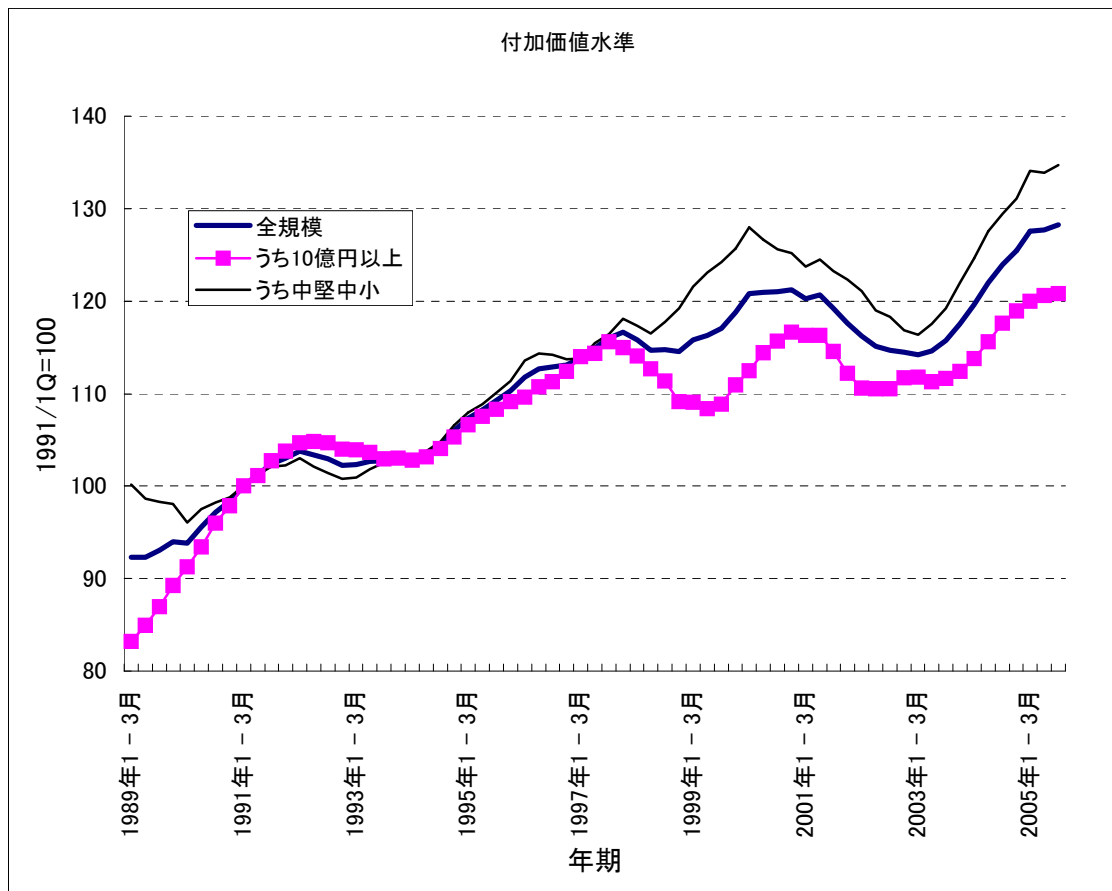
資料:財務省資料に基づいて作成

中堅・中小の利益水準も回復



資料:財務省資料に基づいて作成

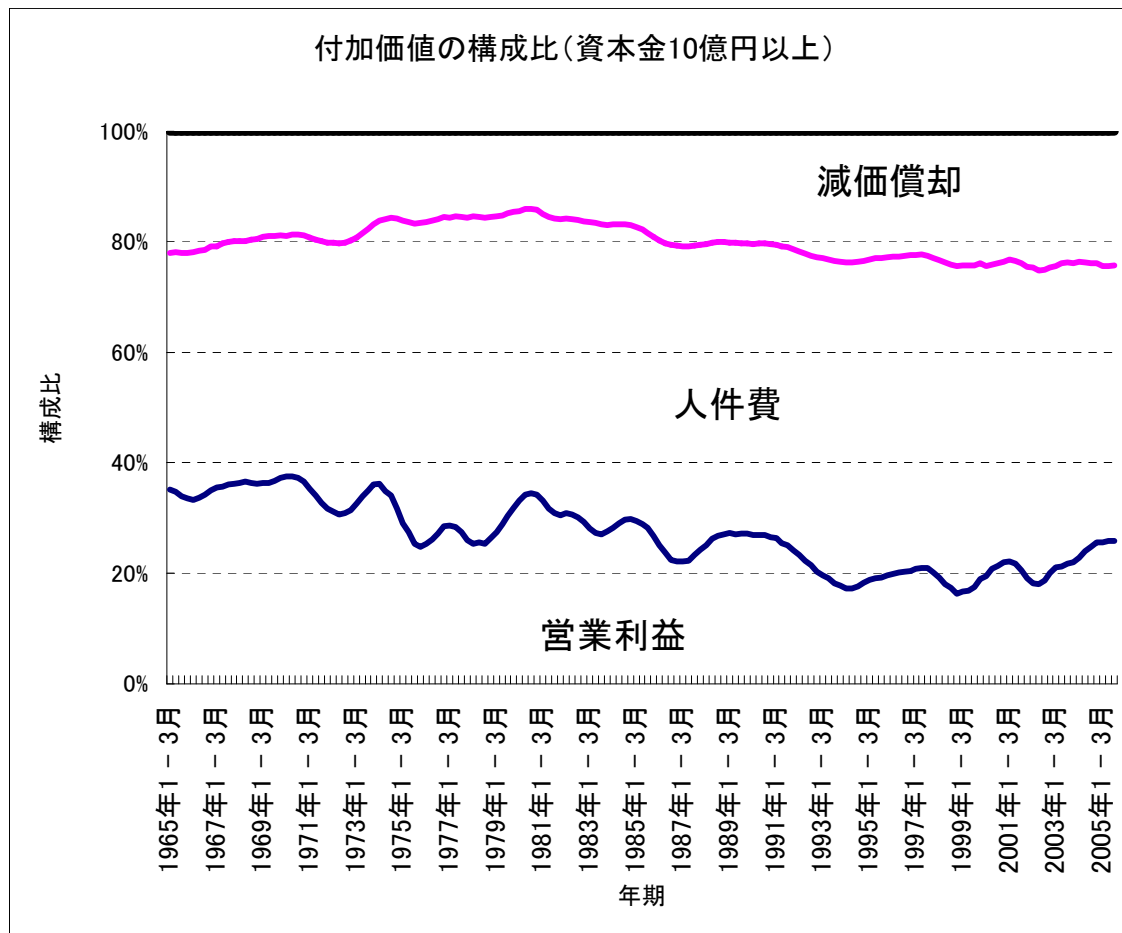
付加価値の水準



注: 付加価値 = 人件費 + 営業利益 + 減価償却
資料: 財務省資料に基づいて作成

日本のGDP(名目)
の動向を反映して
いる

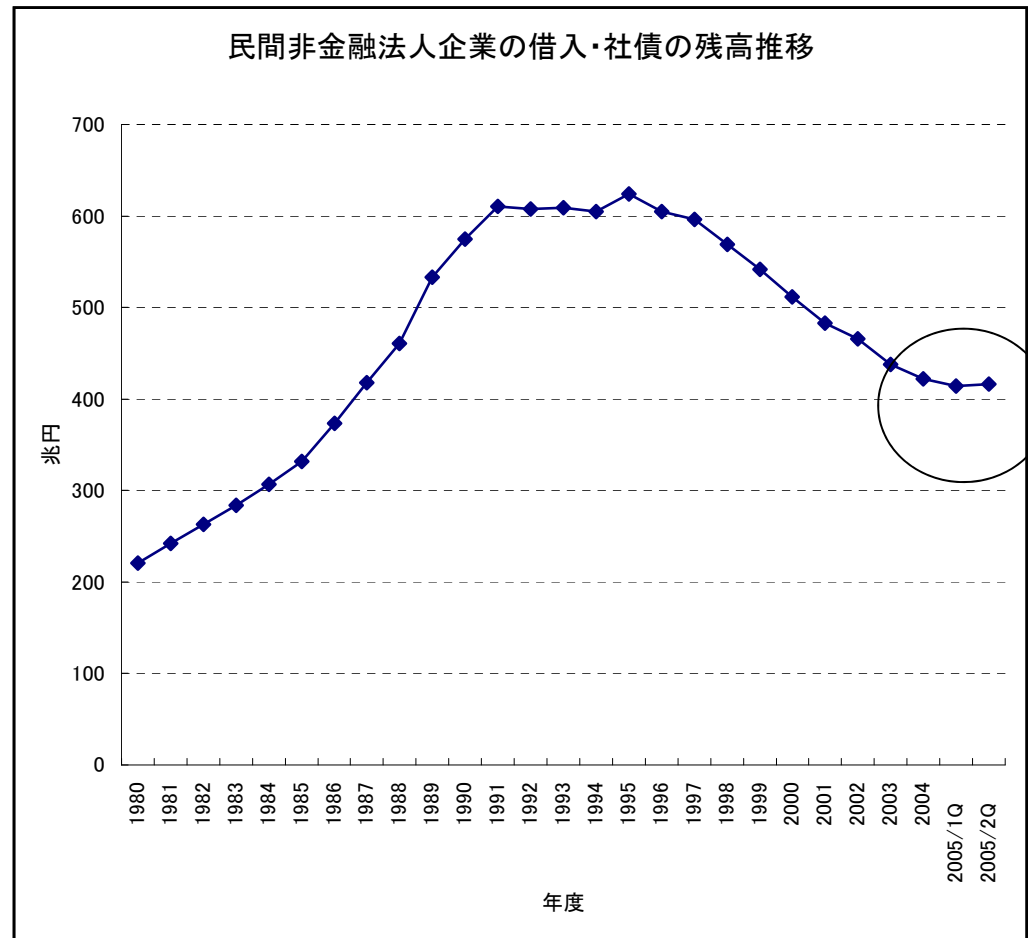
企業の労働分配率は低下



労働分配率が低下
→利益水準の向上

資料:財務省資料に基づいて作成

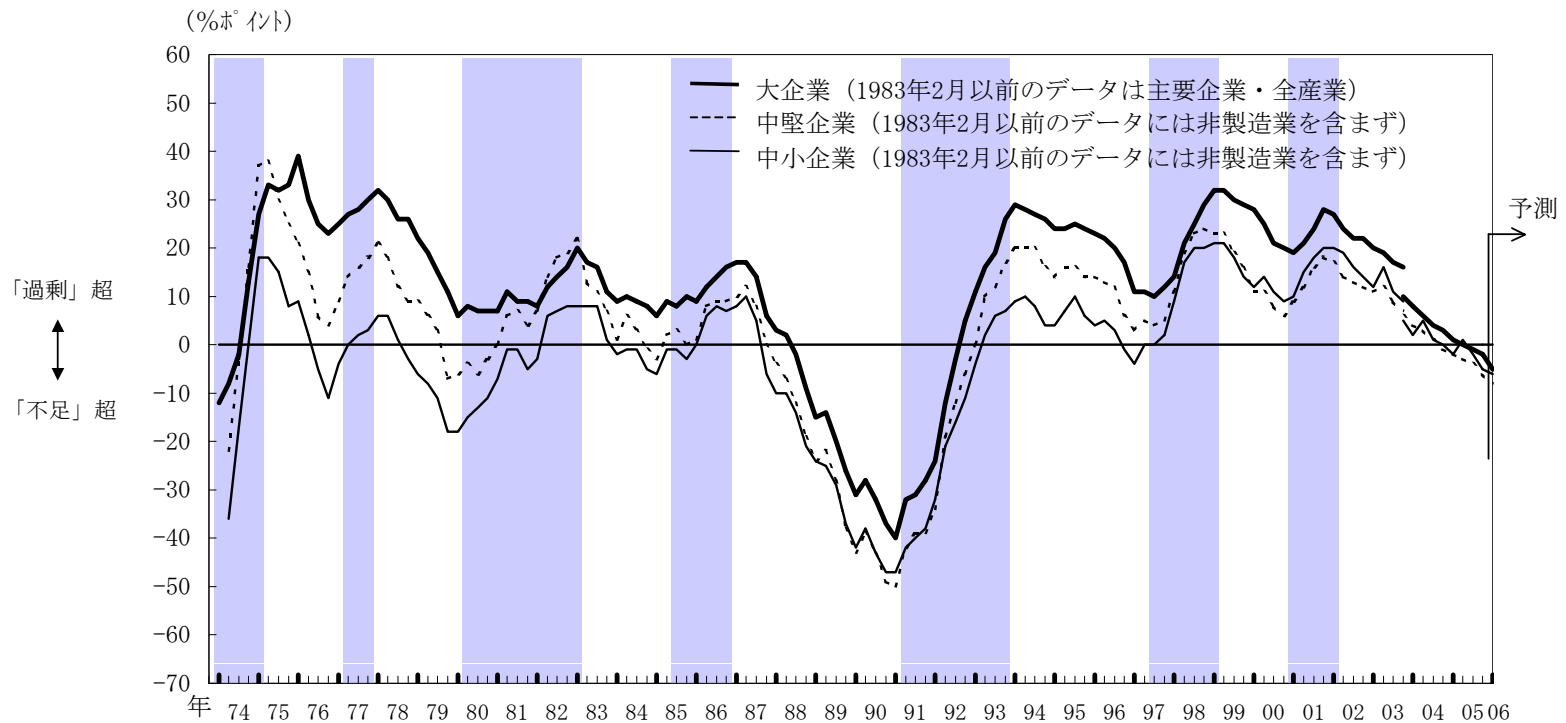
負債残高の調整は終了



資料: 日本銀行の資料に基づいて作成

労働需給にも変化

▽雇用人員判断（全産業）の推移



資料：日本銀行



足元の日本経済(まとめ)

- 企業業績が回復、現在は高水準を達成
 - 背景:
 - 1990年代のリストラクチャリング
 - 労働分配率の低減
 - 過剰借入の調整
 - 海外(アメリカ、中国等)の需要増加
 - BRICsの経済発展は短期的には日本にプラス
 - (中小企業を中心に)金利低下の効果
 - ただし、個人には必ずしも望ましくない
 - 1400兆円を超える金融資産
 - 1%の金利低下=14兆円の所得減少



日本経済の経済発展力

- 経済発展の原動力とは
- 経済学的な経済発展のための要素
 - 人口(労働力)
 - 資本(設備への投資能力)
 - 技術進歩
- 海外への進出が可能な社会・企業の場合
 - 海外での展開力
 - 労働力、資本等の調達、統制能力
 - 以上が発展のための要素として加わる



人口問題、老齡化問題

- 人口の減少、老齡化問題
 - 国内経済にとって重要な要素
 - 経済発展の要素の中の一つがマイナス要因に
 - 日本のGDP成長率に対するボディーブロー
 - 他国と比べて経済成長力が低下する
 - 国内依存型企业にとって影響が深刻
 - 企業：国内依存から海外依存への転換が必要
 - ⇒輸出、海外生産の戦略的位置づけが重要に



日本経済の中短期課題①

■ 金融政策

- 日本の潜在成長力の水準に依存
 - 日本の潜在成長力(実質)は2~3%程度
- インターバンク市場の金利(擬似リスクフリー金利): 潜在成長力の水準程度が望ましい
 - この潜在成長力の水準が実質金利の均衡値に
- 物価
 - 規制にともなう物価低下 = 良い物価下落
 - 資源価格の上昇: 避けられない物価上昇
 - 物価水準も上昇に転じてきた
 - 今年度の賃金水準が問題に



日本経済の中短期課題②

- 財政問題
 - 国民負担(増加)の問題
 - 財政赤字の累積:過去の投資が過剰だった
 - 各国とも財政は常に先行投資気味であるが...
 - 税負担の増大、社会福祉負担の増大
 - 過去の過剰投資を解消するプロセスである
 - ⇒国内経済活動を抑制する要因へ
 - 過去のような高い成長力は望めない



金融市場：金利市場

- 金利：長期的に経済成長率に従う
 - 経済活動の活発化→資金借入需要(投資先)の増加→金利上昇
 - (逆の場合は金利低下)
 - 現在、経済活動の活発化→金利上昇圧力
- 中長期：日本の潜在成長力は？
 - 実質ベースで3%前後と考えられている
 - ただし、日本の人口減少の影響は？
- 日本の金利市場：
 - 日銀の金融政策→依然として緊急避難的な状態
 - 今後、異常な状態からの脱却を想定し、投資家は行動すべき



金融市場：株式市場

- 景気の「踊り場」脱出後、急上昇
- 日本の潜在成長力→妥当な株価は？
 - P/R=17～18倍程度が妥当と推計できる
- 現在のP/R=23倍程度（2006/3期の予想ベース）
 - 何故、日本の株価は高いのか？
 - ①企業業績向上の先取り
 - 2007/3期が10%の増益とすれば、PERは20倍程度
 - ②世界経済の成長率の好影響
 - 日本企業の世界的な飛躍の可能性
 - ③それでも株価は少し高値にある
 - これ以上強気になるには材料不足
 - 企業業績に応じた株式投資収益率を想定するのが妥当



金融市場：国際的な視点

- 日本の経済活動水準は？
 - 成熟した経済の段階に
 - BRICsの経済発展は実物経済における相対的な地位の低下
- 金融大国としての投資スタンスが必要
 - 株式投資：
 - 国際的に発展できる企業の選択が重要
 - 国際な銘柄の比較と評価が望まれる
 - 国内銘柄への投資は厳選すべき
 - 公社債投資
 - 国内の長期金利の妥当な水準を再検証すべき
 - ALM投資は金融市場が正常であるときに妥当である
 - 高成長国＝高金利
 - 為替レート
 - BRICs諸国を含めた総合為替レートを視野に入れる必要



まとめ

■ 足元

- 国内経済に対して弱気になる状況ではない
 - この数年ほどの強気にはなれないが
- 国内: 公社債よりも株式に関する魅力が依然として大きい
- 国際的な分散投資を図る段階が続く

■ 中期的

- 日本経済の相対的な地位の低下が続く
 - 絶対的な水準が低下するわけでないが
- 国際的な分散投資が望ましい
 - 株式、債券の両面において

■ 分散投資の目標値(念のために)

- 投資機関のキャッシュフローの必要度合い、リスク許容度による