

2004.1

NOMURA

世界中の日本

2004年の内外景気と産業界の展望、証券市場の役割

2 0 0 1

2 0 0 2

2 0 0 3

2 0 0 4

2 0 0 5

世界の中の日本

2004年の内外景気と産業界の展望、証券市場の役割

C O N T E N T S

I. 内外の景気情勢	1	II. 産業界の展望	7	III. 証券市場の役割	13
1-1 回復感が強まる世界経済		2-1 新市場と技術革新が成長の鍵		3-1 新産業創出を後押しする証券市場	
1-2 雇用が鍵を握る米国経済		2-2 中国のモータリゼーションとその影響		3-2 広がる証券市場の役割	
1-3 期待される「米国巡航速度」シナリオ		2-3 デジタルコンシューマー機器の起爆力		3-3 正常化する株式需給	
1-4 中国経済は安定成長軌道を維持		2-4 デフレ緩和で見直される内需セクター		3-4 関心高まるコーポレート・ガバナンス	
1-5 輸出・設備投資主導の国内景気		2-5 進展見せるサプライサイド改革		3-5 資本政策や配当政策の見直し	
1-6 国内のデフレ圧力は緩和		2-6 持続的に拡大する企業収益		3-6 進むディスクロージャーの改善	
				3-7 個人株式投資の定着に向けて	

I 内外の景気情勢

1-1 回復感が強まる世界経済

世界の実質GDP成長率

(%)

	2002	2003(推)	2004(予)
米国	2.4	3.0	3.8
ユーロ圏	0.9	0.5	1.3
日本	1.6	2.9	2.2
OECD	1.5	2.1	2.8
中国	8.0	8.5	8.2

(注) 暦年データ。日本のみ年度。

(出所) 野村総合研究所

2004年の世界経済は、回復感を強めるものと予想しています。OECD加盟国の実質経済成長率は3年連続で上昇し、4年ぶりの高水準に達する見込みです。

世界経済の先行きは、依然として米国にかかっています。米国は年前半の高成長から後半には巡航速度に軟着陸することが期待されます。その場合、世界経済・金融市場の安定感は強まる方向でしょう。

日本経済は、企業主導での構造的な回復と輸出に牽引された循環的回復が重なり、堅調な拡大を維持するものと見えています。結果、デフレ脱却にはなお時間を要しますが、デフレ圧力は着実に後退するものと判断されます。

中国経済は、一部産業での投資過熱、不動産過熱が懸念されていますが、引き締め策の奏効により8%程度の安定成長軌道を維持するものと見えています。

1-2 雇用が鍵を握る米国経済

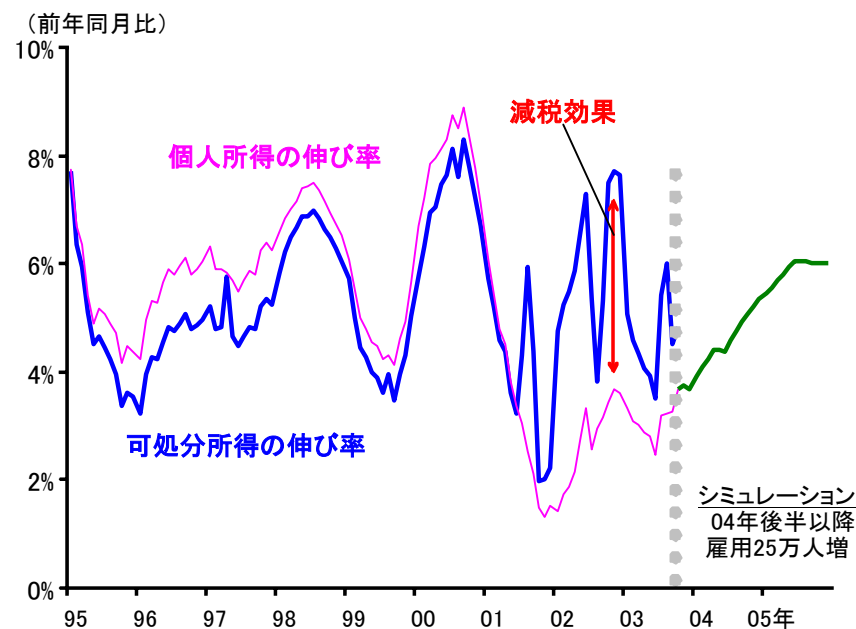
まず、米国経済ですが、財政、金融両面からの政策対応によって押し上げられています。特に、減税政策による個人消費の浮揚効果は非常に大きいものがあります。

その減税効果が2004年年央ごろから徐々に剥落すると懸念されています。しかし、右図のシミュレーションにあるように、今年後半までに雇用が月間約25万人ペースで増加すれば、米国消費ひいては経済の減速は避けられることになります。

目下、米国雇用は大幅な減少基調から回復し、月間10万人前後で拡大しています。ヘルスケア、サービス産業などの雇用創出力は依然健在です。

加えて、1990年代前半のリセッション時からの雇用回復期には、月平均約28万人ペースで雇用が拡大していたという実績があります。当時より労働人口が増加していることも考慮すれば、年後半からの雇用拡大は無理のない見方と思われます。

米国の個人所得及び可処分所得の伸び率（名目）



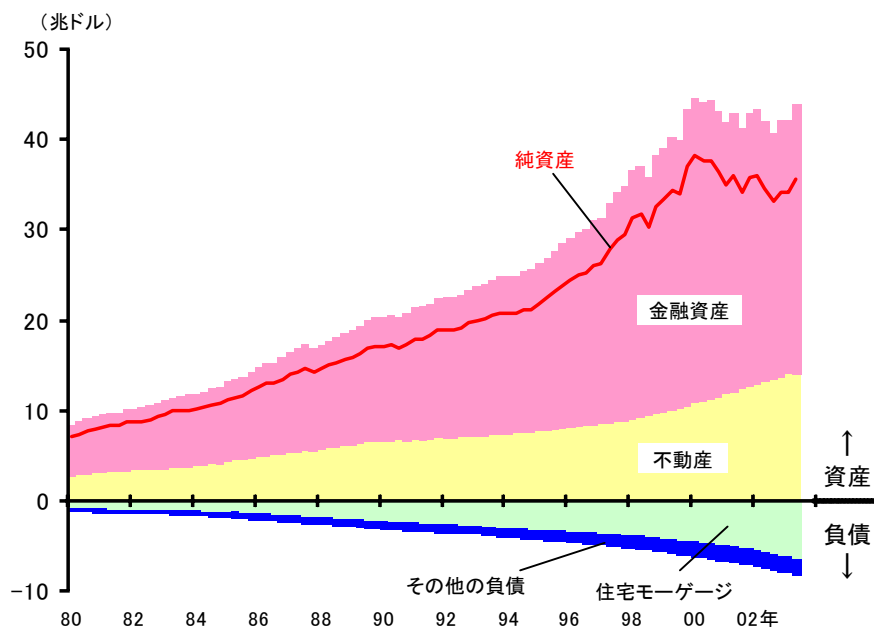
(注)シミュレーションの前提：非農業部門雇用者一人当りの個人所得が年率3.7% (1995年以降の平均)で拡大。2004年6月まで同雇用者数が10万人、それ以降2005年末まで同25万人ペースで増加。

(出所)米国商務省資料などより野村証券金融研究所作成

I 内外の景気情勢

1-3 期待される「米国巡航速度」シナリオ

米国家計のバランス・シート



(出所) 米国FRB資料より野村証券金融研究所作成

ところで、米国家計の過剰債務への警戒は強いものがあります。確かに、ここ数年で家計の住宅債務などは急増しています。しかし、家計の保有する資産の規模は極めて大きく、純資産でみる限り、米国家計のバランス・シートが特に劣化したとは言えないようです。

結果的に、減税効果剥落、家計過剰債務などを警戒し、米国消費の先行きを悲観視する必要はなさそうです。2004 年後半に米国経済は幾分減速するでしょうが、「巡航速度」程度の成長率は保たれると予想されます。

米国経済に望まれるのは、そのような適度な成長です。実は、強過ぎることも問題なのです。仮に、2004 年後半以降も 4% を大きく上回るペースで、米国経済が高成長を続けるならば、金利上昇が本格化することになるでしょう。

その場合、米国を始め世界の金融市場は不安定化します。為替も対外不均衡の拡大懸念から、むしろドル安方向に振れるリスクがあります。家計のバランス・シートも悪化しかねないと見られます。

現時点では、その望ましい適度な成長に落ち着く可能性が、最も高いと判断されます。

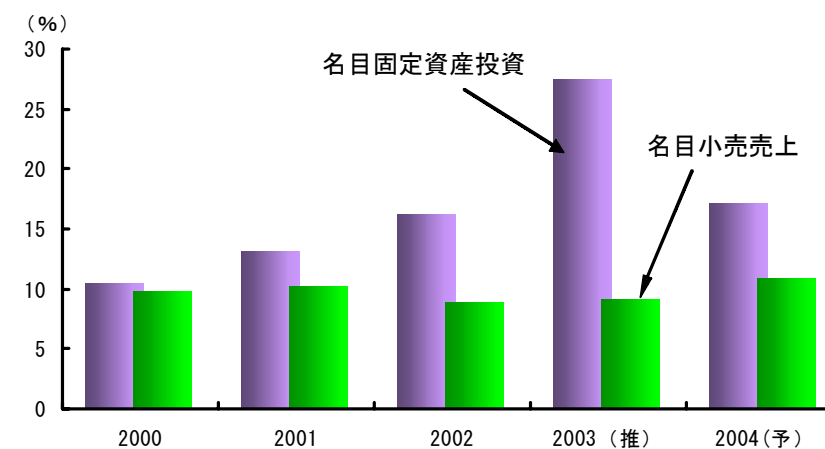
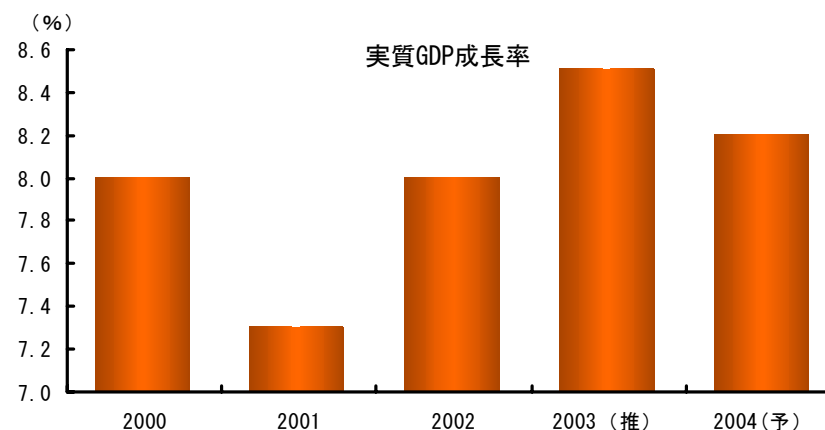
1-4 中国経済は安定成長軌道を維持

次いで、中国経済を見てみましょう。2003年の中国経済は、不動産投資、鉄鋼など一部産業での設備投資過剰など、過熱問題が表面化致しました。これに対し、当局は法定準備率引上げ、融資規制など金融引締め策で対応してきました。

2004年は政策対応の奏効などにより、固定資産投資の増勢は鈍化に向かう見通しです。一方、SARSの悪影響一巡や農家への減税措置などにより、個人消費は若干増勢を強める見込みです。

中国経済を巡っては、過熱懸念が根強いですが、私どもは8%程度の安定成長軌道は維持されると見えています。

中国の実質GDP成長率

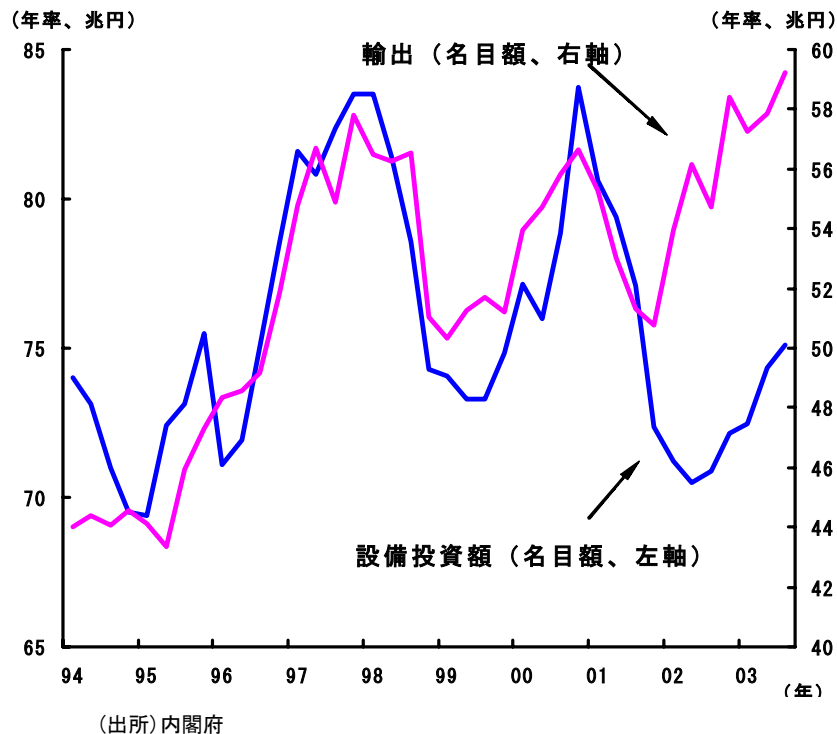


(出所) 中国政府公式統計。予測は野村総合研究所による

I 内外の景気情勢

1-5 輸出・設備投資主導の国内景気

輸出と設備投資



それでは、日本経済について見てみましょう。企業主導の構造的な回復と輸出に牽引された循環的回復が重なり、国内経済は堅調を維持しています。

昨年夏以降の IT 関連を中心とするアジア向け輸出の回復に、対米輸出回復が加わり、年明け後の輸出は良好と見られます。輸出回復が国内設備投資を刺激し、2004 年は輸出・設備投資主導の景気拡大が期待されます。

2004 年後半には輸出の増勢は幾分鈍化すると見られますが、構造的な収益性回復に支えられて、設備投資の増加基調は継続し、景気回復基調は持続するものと判断されます。

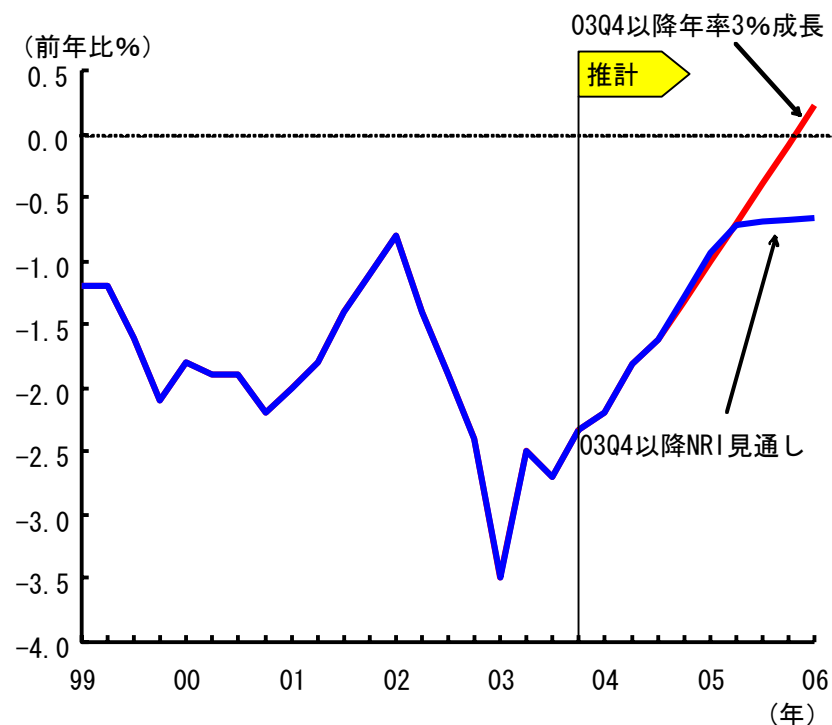
1-6 国内のデフレ圧力は緩和

景気回復下で経済の需給バランスも改善方向に向かうでしょう。景気に1年程度遅れる傾向がある物価（GDPデフレーター）も、下落幅の縮小傾向が明らかになると見られます。

2004年後半の成長ペース鈍化を受けて、2005年に入ると物価下落幅の縮小傾向は一巡し、物価の上昇が定着するデフレ脱却までには、なお時間はかかります。

しかし当面年率3%程度の成長軌道が続く中、2004年中はデフレ圧力は着実に緩和すると考えられます。

物価（GDPデフレーター）見通し

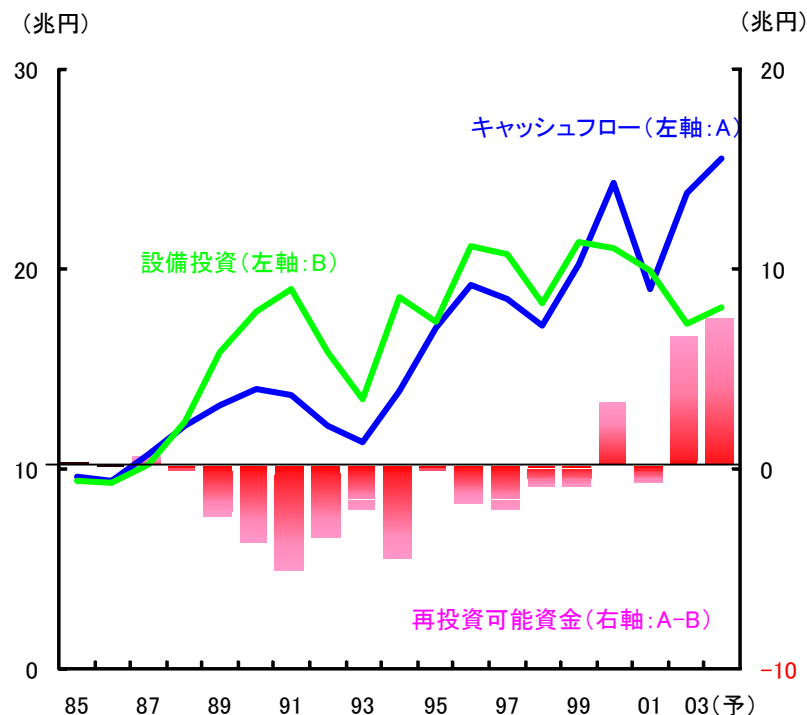


(注) 先行きの潜在成長率は年率1%と想定
(出所) 野村総合研究所

II 産業界の展望

2-1 新市場と技術革新が成長の鍵

NOMURA400（除く金融）の設備投資とキャッシュフロー



(注) キャッシュフロー = 税引利益 + 減価償却費
設備投資 = 有形固定資産の増分 + 減価償却費(99年度まで)
= 会社発表ベース(00~02年度)
= 野村予想ベース(03年度)

(出所) 各種統計より野村証券金融研究所作成

それでは、産業界の展望に移ります。2004 年の新春に当たり、産業界の大きな課題は、企業業績の本格回復の中で増加する再投資可能資金を、いかに有効に使うかではないかと考えます。

再投資可能資金というのは、キャッシュフロー（税引利益+減価償却費）から設備投資を差し引いたものです。本業の回復と特別損失の一巡から、税引利益が急増し、NOMURA400（除く金融）の再投資可能資金は、2003 年度で 7.4 兆円に達するものと予想されます。

別の言い方をすれば、成長資金として設備投資の拡大に使うか、増配、自社株買いという施策を実施するか、まさに、経営の選択が問われているのではないかと考えます。

成長のカギは、申すまでもなく、新市場の開拓と技術革新の促進にあると思われます。2004 年はまさに、ポスト“リストラ”に真剣に取り組む年になるのではないのでしょうか。

2-2 中国のモータリゼーションとその影響

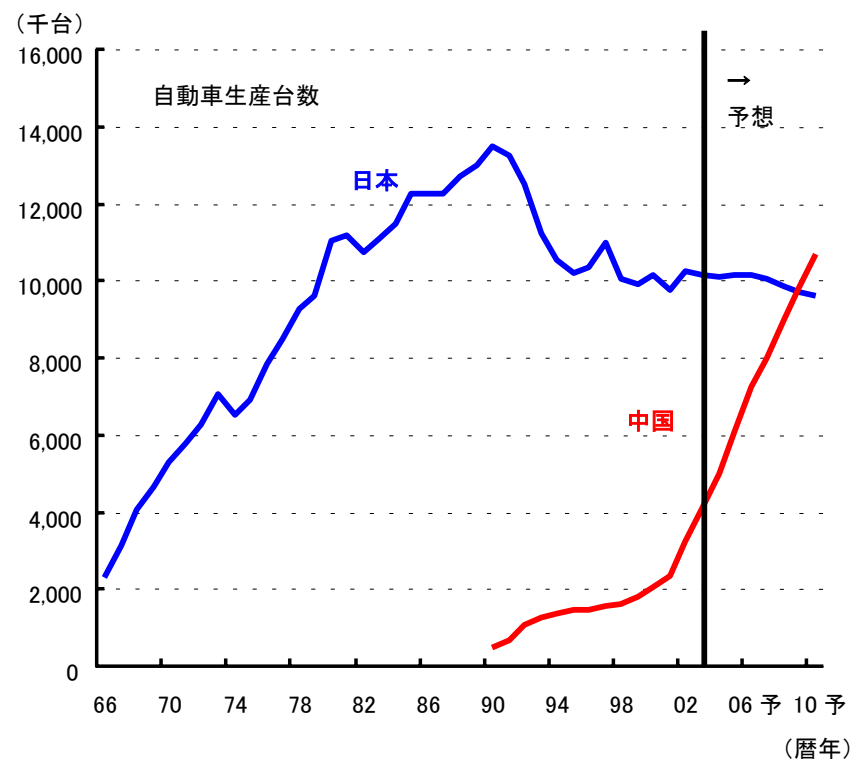
新市場の開拓といえば、東欧やインドもありますが、やはり中国でしょう。昨年ご報告したように、中国の購買力平価に基づくGDPの世界シェアは、11.5%と日本の1.5倍に達します。

特に、これから有望と見られますのが、モータリゼーションです。私どもの金融研究所では、中国の自動車生産は、乗用車需要の急増を受け、2003年の推定420万台から2010年には1070万台に拡大すると予想しています。

環境エンジン技術に優れ、高効率な生産技術に裏打ちされたわが国自動車産業の競争力は強く、中国でも急速にシェアを高めていくことが期待されます。

自動車用薄板はじめ高品質な素材から、自動車部品、工作機械、機械部品など、極めて豊かな事業機会が提供されるものと見られます。

中国の自動車生産台数と今後の見通し



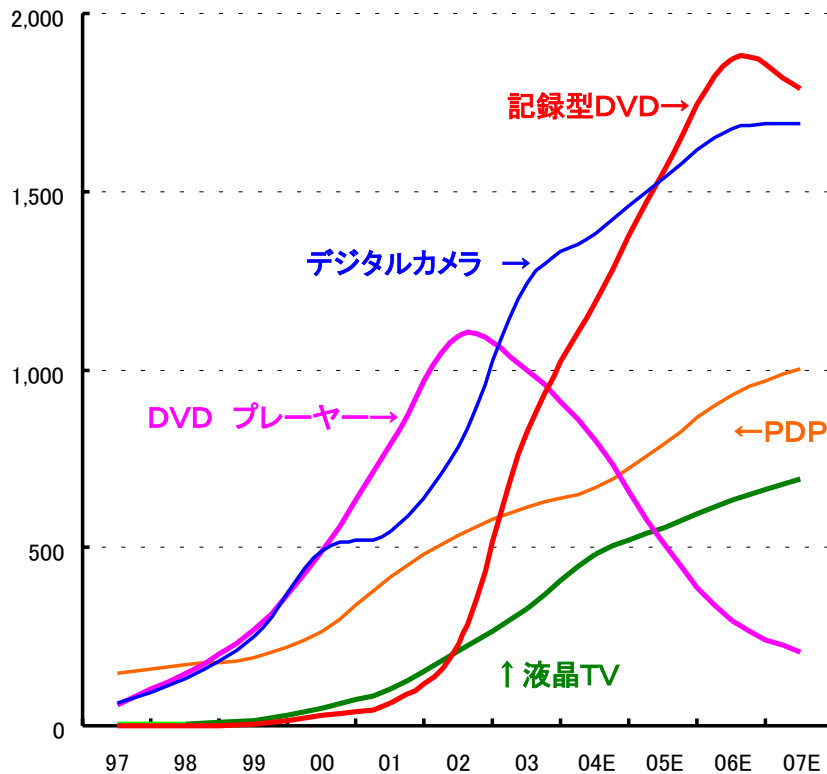
(出所) 野村証券金融研究所

II 産業界の展望

2-3 デジタルコンシューマー機器の起爆力

主要デジタル商品の市場規模の推移（世界ベース）

（10億円）



（出所）野村証券金融研究所

一方、技術革新という点では、1980年代に開発された技術が今後、続々と商品化段階を迎えます。まず、デジタルコンシューマー、マルチメディア、ついでナノテク、さらにバイオ技術です。

中でも、即戦力は、デジタルコンシューマー機器で、その起爆力は極めて大きいと考えられます。

具体的には、デジタルカメラ、PDP、液晶TV、記録型DVDの4商品合わせて、その市場規模は、2006-7年には、5兆円程度に達するものと見られます。

韓国勢との競合なども予想されますが、高い技術開発力を背景に、日本企業が実力を発揮すると見られます。また、莫大な半導体需要が発生し、半導体産業の再生につながることを期待されます。

2-4 デフレ緩和で見直される内需セクター

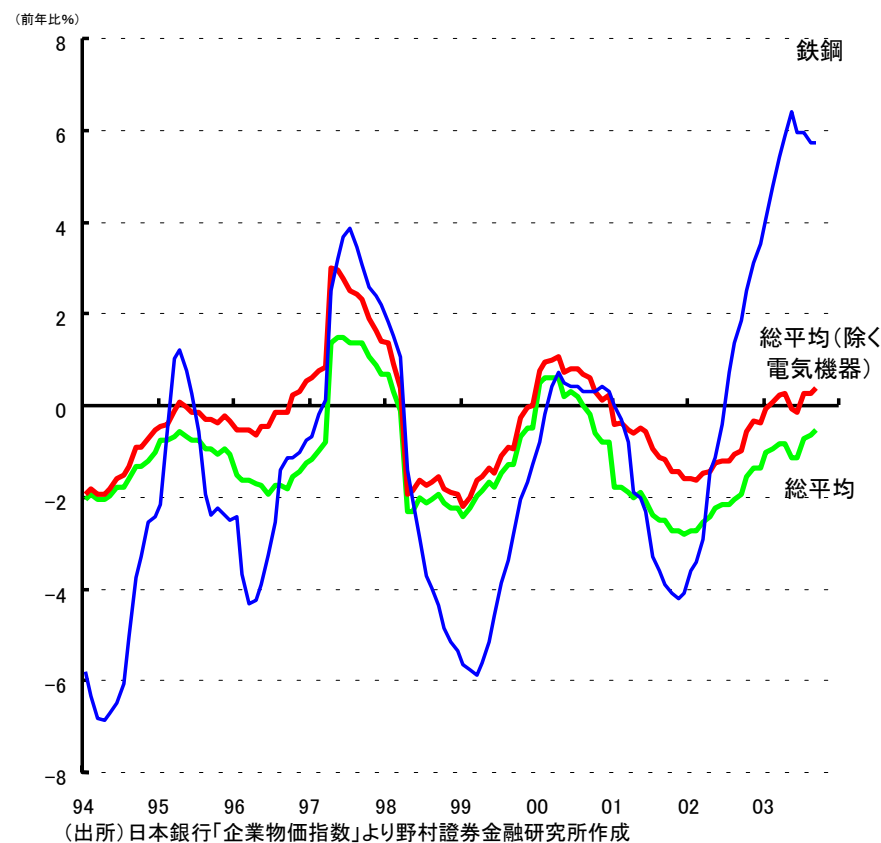
加えて、ここにきての大きな変化は、デフレ環境が徐々に緩和されてきていることです。

まず、企業物価は、技術革新とともに価格が下がる電気機器を除く総平均で、昨年11月は前年比プラス0.4%まで、改善してきています。とくに、鉄鋼をはじめとした素材価格は、中国需要の拡大による需給逼迫もあり、軒並みプラスとなっています。

また、不動産価格についても、例えば東京圏の不動産価格は、日本銀行による量的金融緩和策などにより下げ止まり傾向を見せ、地域によっては値上がりに転じる場所も出てきました。

デフレにあえいでいた内需セクターも、今後、経営環境の安定が見られそうです。

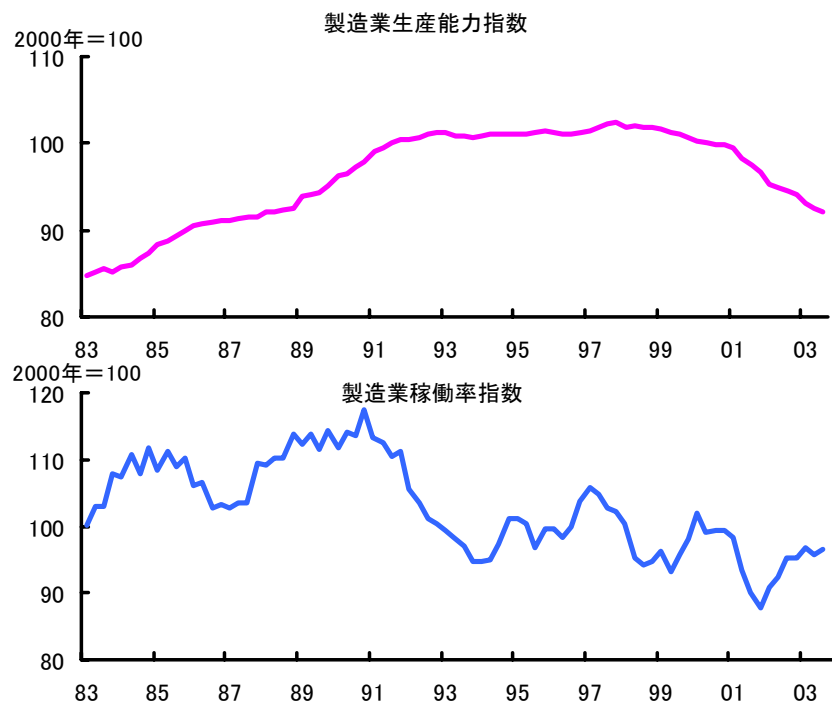
安定し始めた企業物価



II 産業界の展望

2-5 進展見せるサプライサイド改革

1987年レベルに戻った生産能力



(出所) 経済産業省統計

こういったデフレ環境の改善の根本にあるのは、サプライサイド改革の進展だと思われます。

企業の過剰設備、過剰雇用の調整は、痛みを伴ったものの、この数年で大きく進展を見せました。たとえば、日本の製造業の生産能力は、1997 年末からすでに 10% 以上減少を見せ、1987 年レベルまで戻っています。

結果、世界景気回復の中で、海外生産移管にも関わらず、稼働率は 2000 年水準に近づき、中国関連やデジタルコンシューマー関連を中心に、フル操業に至る製品が増えています。

2-6 持続的に拡大する企業収益

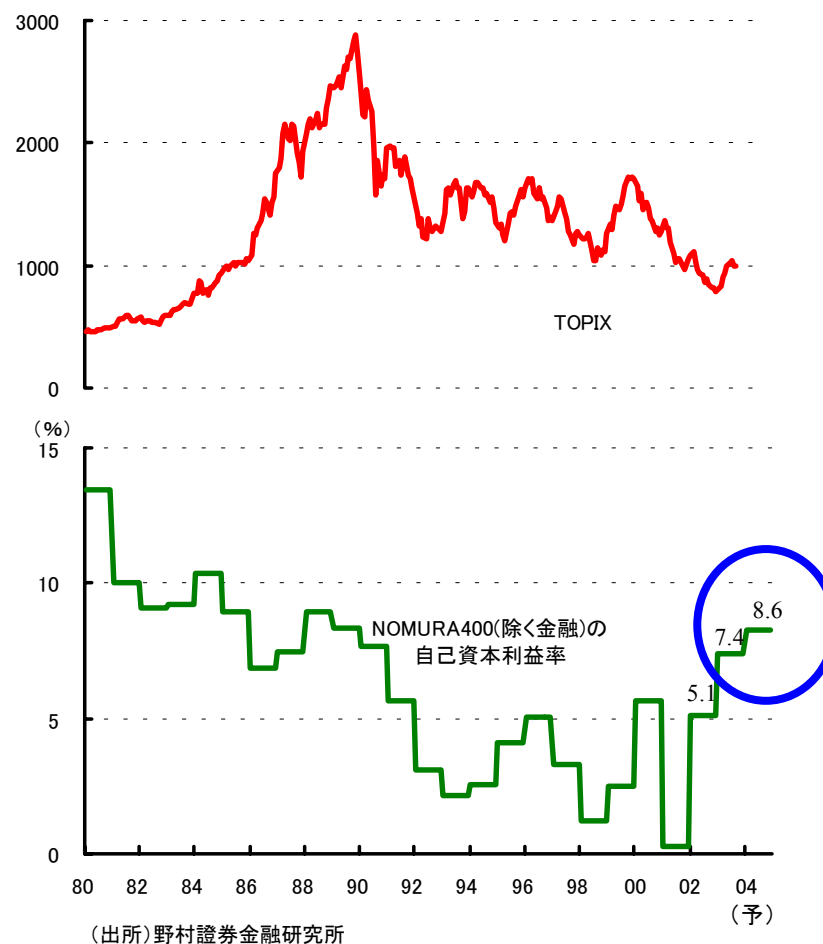
こうした、サプライサイド改革の奏功と世界景気の回復が相まって、企業収益は持続的な拡大を見せています。

東証上場主要企業を主な対象とした NOMURA400（除く金融）の連結経常利益は、2003 年度 18.3%増益、2004 年度 12.1%増益と拡大し、1989 年度のバブル期の利益のおおむね 1.5 倍の水準に達する見通しです。

また、本業の回復に加え、年金債務やリストラに伴う特別損失の一巡から、税引利益も急増し、NOMURA400（除く金融）の ROE は 2004 年度には 8.6%に達するものと予想されます。

株式市場はこういった企業収益の持続的な拡大を受け、長期的な上昇過程に入ってきていると認識しております。

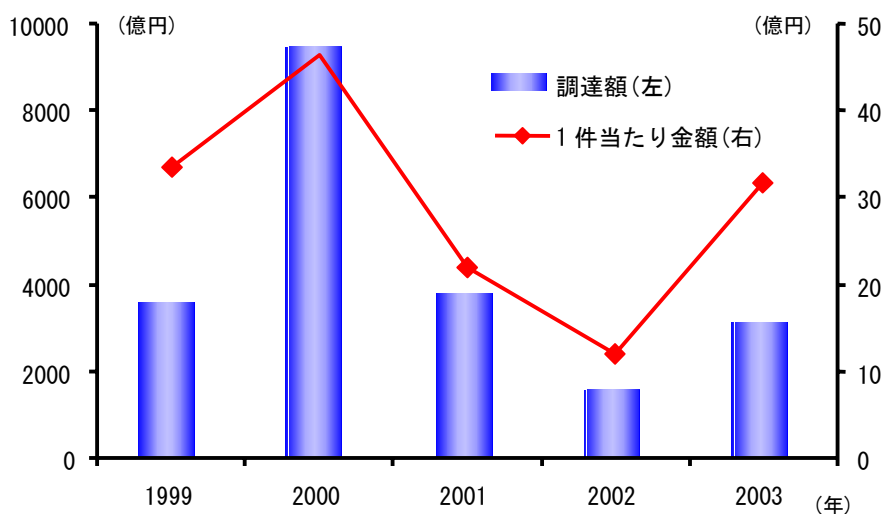
ROEと株価



III 証券市場の役割

3-1 新産業創出を後押しする証券市場

新規公開 (IPO)による資金調達額の推移



(注) 2003年は11月末までのデータ。

(出所) 日本証券業協会「全国公開会社のエクイティファイナンスの状況」

わが国の経済・産業が、新たなステージに入っていこうとする中で、証券市場の役割に対する期待が高まっています。

株式市場の重要な機能の一つは、次の成長産業を担う新興企業に資金を供給することです。1999年から2000年にかけて、「ネット・バブル」の下で急拡大したIPO市場は、その反動から、翌年以降、規模が縮小しました。しかし、2003年には、再び拡大に転じました。

ここで注目されるのは、IPOによる調達金額全体が増加しただけでなく、一件当たりの調達金額が大きくなったことです。成長への投資に振り向ける多額の資金調達を多数の投資家がリスクを分担することで可能にするのが、株式市場の重要な役割です。2004年は、証券市場が新たな産業創出を後押しする動きが、一段と活発化するものと期待されます。

3-2 広がる証券市場の役割

新しい企業群を生み出すだけでなく、経営不振に陥った企業の再生にも、証券市場は積極的な役割を担うことができるはずです。

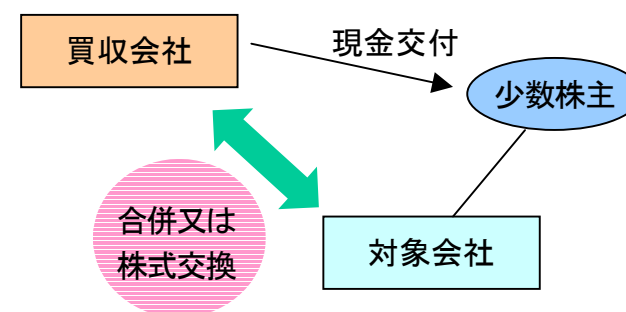
M&A、すなわち企業の買収・合併は、企業再生を円滑に進める上での切り札とも言うべきものです。近年、株式交換制度の導入や株式公開買い付け制度をめぐる規制の緩和など、わが国におけるM&Aを容易にするための制度改革が進められてきました。

例えば、2003年4月の改正産業再生法によって、(1) 既存株主から株式を強制的に買い取って100%子会社化を実現できるキャッシュアウト・マージャー、(2) 外国企業による株式交換を通じた企業買収を実現する三角合併、といった仕組みが可能になりました。

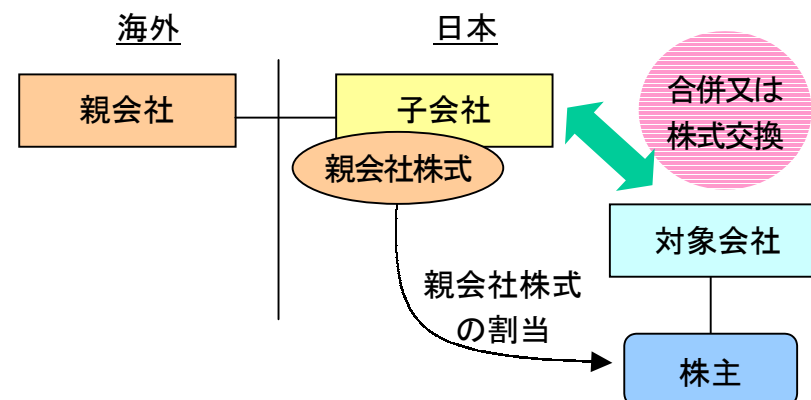
現状では、税制の整備が十分でないこともあり、三角合併については、まだ実例がありません。一方、前者のキャッシュアウト・マージャーは、既に活用がなされています。今後、法制と税制の一体的な見直しが図られ、事例の積み上げによる実務の確立が進むことで、証券市場を通じた産業の再生が本格化するものと期待されます。

改正産業再生法による新たな再編形態

(1) キャッシュアウト・マージャー



(2) 三角合併

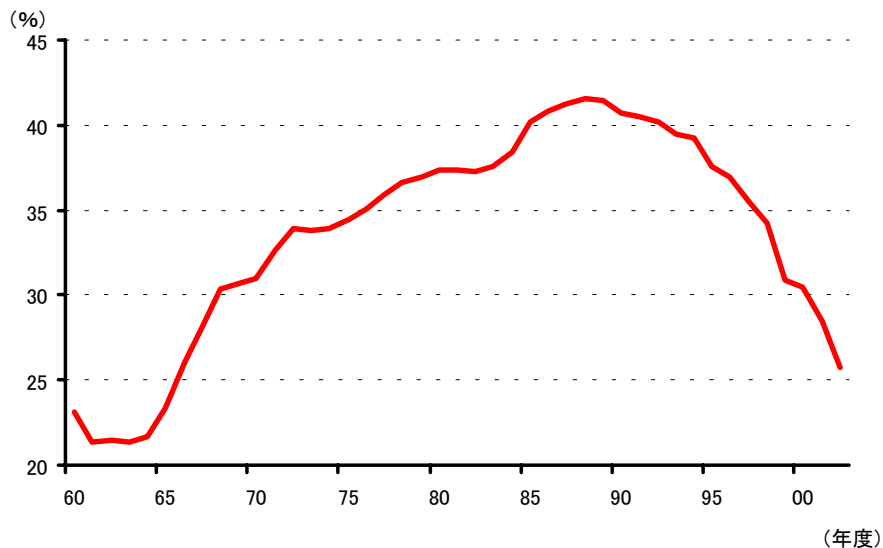


(出所) 野村総合研究所

III 証券市場の役割

3-3 正常化する株式需給

金融機関による株式保有比率の推移



(注) 金融機関による株式保有比率は、投資信託および年金信託保有分を除いて算出。

(出所) 全国証券取引所「株主分布状況調査」より野村総合研究所作成

わが国では、バブル経済崩壊後、それまでの株式市場構造の特徴であった企業間の株式持ち合いが解消に向かう中で、売買需給要因が株価形成に大きな影響を与え、市場の低迷につながってきました。

過去 10 年余りで、従来、安定株主とされてきた銀行や保険会社など金融機関の株式保有比率は、15%ポイントも低下致しました。現在の水準は、資本自由化が着手され、持ち合いの形成が始まった 1960 年代後半と変わりません。

それだけに、今後は、持ち合い解消が大きな売り圧力要因となって、市場に悪影響を及ぼす心配はなさそうです。株式需給が正常化することで、企業業績の回復というファンダメンタルな要因が、正当に評価されるようになるでしょう。

3-4 関心高まるコーポレート・ガバナンス

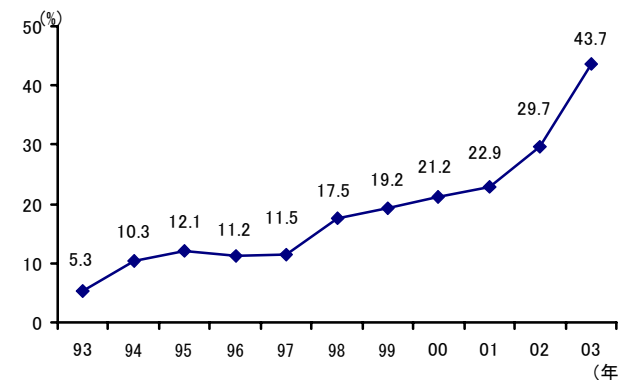
持ち合い解消が進展するとともに、従来の安定株主に代わって、年金や投資信託など、内外の機関投資家の役割が注目されるようになってきました。

機関投資家は、いわゆるコーポレート・ガバナンスに対する関心が高く、株主総会における議決権行使などを通じて、自らの意思を鮮明に示します。上の図は、会社側議案に対して内外の機関投資家から反対を受けた企業の割合を示したものです。ここ数年は、海外の年金等に加え、国内の機関投資家も、従来の白紙委任に留めず、積極的に議決権を行使する傾向を強めています。

下の表は、機関投資家が企業に対して公表を望む経営目標を示したものです。ROE など、すでに多くの企業が目標値に掲げている指標以外にも、株主の利益に直接結び付く配当に関する指標などへの関心が広がっていることが分かります。なお、2003年度のアンケートでは、より配当への関心が高くなっています。

機関投資家等の議決権行使状況

議案に対して「否」の指示をした機関投資家等がいたと答えた企業の比率



機関投資家が企業に公表を望む経営目標 (%)

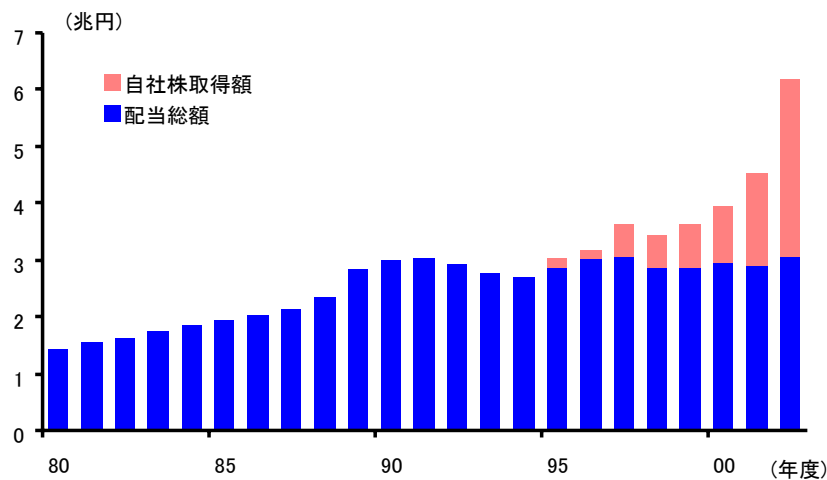
	2000年度	2001年度	2002年度
株主資本利益率 (ROE)	71	80	84
フリーキャッシュフロー	53	59	56
利益の増加率	27	35	35
売上高利益率	26	28	34
総資本利益率 (ROA)	25	46	34
売上高の増加率	20	20	29
経済付加価値 (EVA™等)	39	29	27
市場占有率	13	16	22
配当性向	7	16	13
その他	3	3	11
一株当り配当額	3	1	9
株主資本配当率 (DOE)	5	4	8
回答なし	3	0	0

(出所) 生命保険協会「株式価値向上に向けた取り組み状況等について」

III 証券市場の役割

3-5 資本政策や配当政策の見直し

配当と自社株買い実施額の合計



(注) 配当総額は、2000年度までは全国上場市場、2001年度以降は東証・大証・名証の一・二部に上場されている企業の配当が対象。自社株取得はすべての上場企業を対象としており、ストックオプション目的のものも含む。

(出所) 証券統計年報、各社開示資料等より野村総合研究所及び野村証券金融研究所作成

こうした投資家の期待に応えるべく、多くの上場企業が、企業価値向上へのコミットメントを強め、中長期的な収益力の向上とともに、配当政策や資本政策の見直しに取り組んでいます。

従来、日本企業は、安定配当指向が強いとされてきましたが、最近では、業績変動に対応して配当を機動的に見直すことが一般的になっています。

また、近年の商法改正による規制緩和を受けて、自社株買いを積極的に行い、資本規模の適正化と財務指標の向上を図る企業が増加しています。上場企業の配当総額と自社株買い実施額は年々拡大しており、中には配当と自社株買いの合計額を連結利益に対して一定比率にするといった目標を公表する例もみられます。

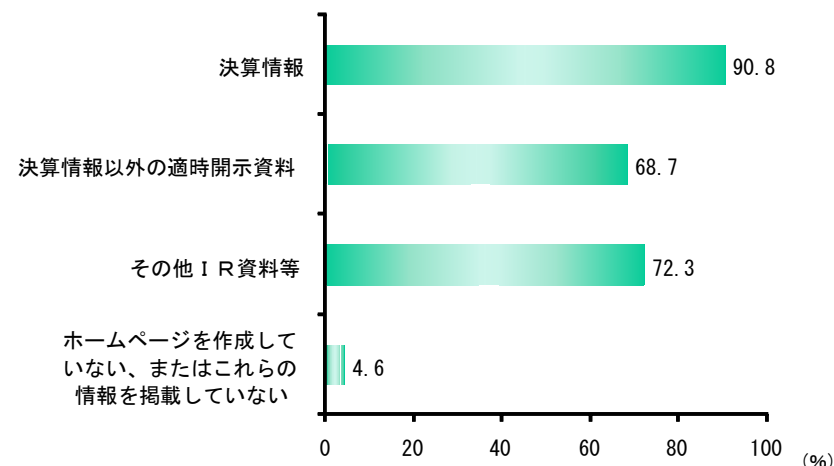
3-6 進むディスクロージャーの改善

株主の利益を重視した経営とともに、多くの投資家が求めているのが、社外取締役など外部者による経営監視の強化や経営の透明性向上です。この点に関しては、ここ数年、有価証券報告書の記載内容の充実が図られるなど、ディスクロージャー制度面での手当てが進んできました。

加えて、上場企業が自主的に積極的な情報開示を行っていることも見逃せません。上の図は、企業がホームページに掲載している情報を示したのですが、決算情報その他の適時開示資料、IR情報などの充実が図られていることが分かります。また、下の図のように、情報開示の迅速化も進んでいます。

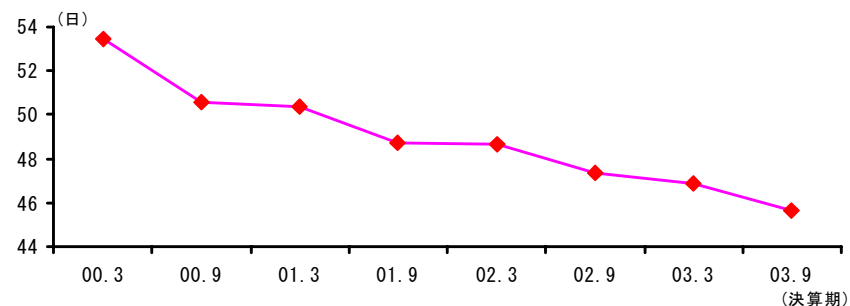
ディスクロージャーの充実が、投資家に歓迎され、市場の効率性向上につながるのは事実ですが、企業にとっての新たな負担となることも否定できません。新たな義務や制度の導入ばかりでなく、既存の開示内容の整理、改廃を進めていくことも重要でしょう。

企業がホームページに掲載している情報



(注) 対象は、東証上場企業のうち、アンケート調査に回答した1363社。
(出所) 東京証券取引所「コーポレート・ガバナンスに関するアンケートの調査結果について」(2003年1月27日)

決算発表までの平均所要日数



(注) 対象は、主要三市場(東京・大阪・名古屋)一・二部上場の3月期決算企業。
(出所) 各社開示資料より野村総合研究所作成

III 証券市場の役割

3-7 個人株式投資の定着に向けて

IR活動で最も重要視する対象

◎これまで		◎今後	
機関投資家・		機関投資家・	
バイサイドアナリスト	51.2%	バイサイドアナリスト	48.8%
セルサイドアナリスト	27.2%	個人投資家	31.1%
個人投資家	14.6%	セルサイドアナリスト	11.4%
外国人投資家	1.6%	外国人投資家	5.9%
証券会社	1.6%	事業会社	0.4%
格付け機関	0.4%	銀行	0.4%
		格付け機関	0.4%

(注) 対象は、IRの専門部署を持つ日本企業374社中、回答があった254社。

(出所) 日本インベスター・リレーションズ協議会「21世紀のIR」

機関投資家と並んで、今後、安定的な株主としての役割を高めるものと期待されているのが、個人投資家です。個人による株式投資の活発化は、これまでの間接金融に偏った金融構造を変革していく上でも、大きな鍵となります。

政策面では、個人の株式投資を促すために、株式譲渡益や配当に対する税制の簡素化と10%という優遇税率の適用、投資教育の推進など、様々な措置が講じられています。超低金利が続く中で株価が回復の兆しをみせていることは、個人の投資意欲向上につながっています。

こうした中で、上場企業の間でも、既に触れた配当政策の見直し等に加えて、投資単位の引下げなど個人投資家層の拡大につながる動きが活発化しています。今後のIR活動では、個人投資家を重視するという企業の数が大きく増加しております。個人投資家を重視する企業の増加が、個人の投資行動の変化を促していくことが期待されます。

本資料に掲載されています事項は、資料作成時点における当社の見解であり、その情報の正確性および完全性を保証または約束するものではなく、今後、予告なしに変更されることがあります。本資料は、2003年1月9日現在のデータに基づき作成されております。なお、本資料で使用するデータ及び表現等の欠落・誤謬等につきましてはその責を負いかねますのでご了承ください。本資料は将来の予測等に関する情報を含む場合がありますが、これらの情報はあくまで当社の予測であり、その時々状況により変更を余儀なくされることがあります。なお、変更があった場合でも当社は本資料を改訂する義務を負いかねますのでご了承ください。本資料のいかなる部分も一切の権利は野村ホールディングス株式会社に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

当資料は、2004年1月に実施される野村証券主催の新春懇談会「世界の中の日本」において使用されるスライド画面とスピーチ・ドラフトを編集したものであります。

NOMURA