

ご参考資料

2003/2/7

デフレ経済と株式投資

野村證券 金融研究所
投資調査部

芳賀沼 千里

結論

デフレ経済下でも株式への投資リターンが低い訳ではない

米国株：19世紀後半の1930年代の比較

英国でも19世紀後半には株式の投資リターンが債券利回りを上回る

1990年代の日本株下落の理由はバリュエーションの修正と企業業績の悪化

現状の日本株を取り巻く投資環境の判断

企業業績：労働分配率の低下と本業回帰の評価

バリュエーション：長期金利を上回る配当利回り

債券投資が魅力的か？

デフレ(持続的な物価下落)の見通し

この資料は、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。この資料には、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。この資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。この資料に記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、この資料に記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、この資料に記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、この資料に掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。この資料は、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。この資料のいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、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。

デフレ経済下でも株式のトータル・リターンは低くない

アメリカ株式市場のトータル・リターンとキャピタル・リターン(1790年～1996年)

(単位：%)

期間	インフレ率	名目		実質		(参考) 長期国債 利回り
	10年間の 平均	キャピタル・リターン	トータル・リターン	キャピタル・リターン	トータル・リターン	
		10年間の 複利年次リターン	10年間の 複利年次リターン	10年間の 複利年次リターン	10年間の 複利年次リターン	
1790-1799	3.9	5.1	10.4	1.2	6.2	7.5
1800-1809	-0.6	3.8	9.0	4.4	9.7	6.2
1810-1819	-0.2	3.9	9.1	4.1	9.3	6.4
1820-1829	-3.6	1.7	6.8	5.5	10.8	4.6
1830-1839	0.0	-2.4	2.5	-2.4	2.5	5.0
1840-1849	0.6	3.9	9.1	3.3	8.5	5.4
1850-1859	0.4	-3.7	1.1	-4.1	0.7	4.3
1860-1869	4.5	10.4	15.9	5.6	10.9	5.3
1870-1879	-3.5	2.0	8.1	5.6	11.9	5.0
1880-1889	-0.1	0.8	5.7	0.9	5.8	3.6
1890-1899	-0.3	1.3	5.5	1.5	5.7	3.2
1900-1909	3.0	5.5	9.7	2.5	6.6	3.2
1910-1919	7.0	-1.4	4.1	-7.9	-2.7	3.9
1920-1929	-0.3	7.3	13.0	7.6	13.3	4.3
1930-1939	-2.0	-5.1	-0.3	-3.1	1.8	3.3
1940-1949	5.4	3.6	9.6	-1.8	4.0	2.3
1950-1959	2.2	12.8	18.2	10.3	15.7	3.0
1960-1969	2.5	4.8	8.2	2.2	5.5	4.5
1970-1979	7.4	1.9	6.2	-5.1	-1.1	7.6
1980-1989	5.1	12.6	17.6	7.2	11.9	10.4
1990-1996	3.3	11.2	14.4	7.6	10.7	

デフレ局面の株式運用を
考える場合、1930年代の
米国が主に参考にされる
が...

1870年代～90年代の株
式のトータル・リターンは
年率平均で6.6%であり、
債券利回りを上回る

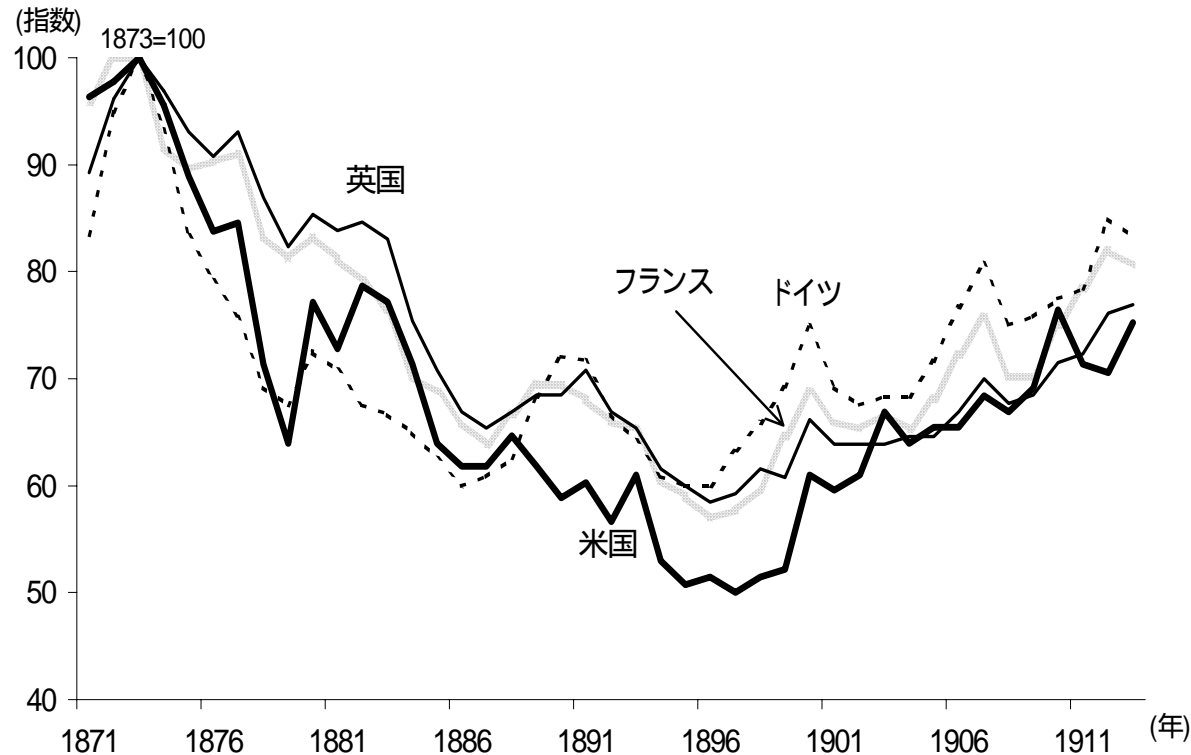
デフレであるからといっ
て、株式の投資リターン
が低いとは限らない

(出所) R. G. Ibbotson and G. P. Brinson “Global Investing” 一部加筆

この資料は、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。この資料には、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。この資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。この資料に記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、この資料に記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、この資料に記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、この資料に掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。この資料は、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。この資料のいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、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。

世界的にデフレ(物価下落)が進展した19世紀後半

19世紀後半から20世紀前半の主要国の卸売物価



(注) 各国の卸売物価は1873年を100として再指数化した値。

(出所) B. R. Mitchell「マクミラン世界歴史統計()」、U.S. Bureau of the Censusより野村證券

19世紀後半は世界的にデフレの時代、米国、英国、ドイツの卸売物価は1873年から1896年にかけて49%、41%、40%下落

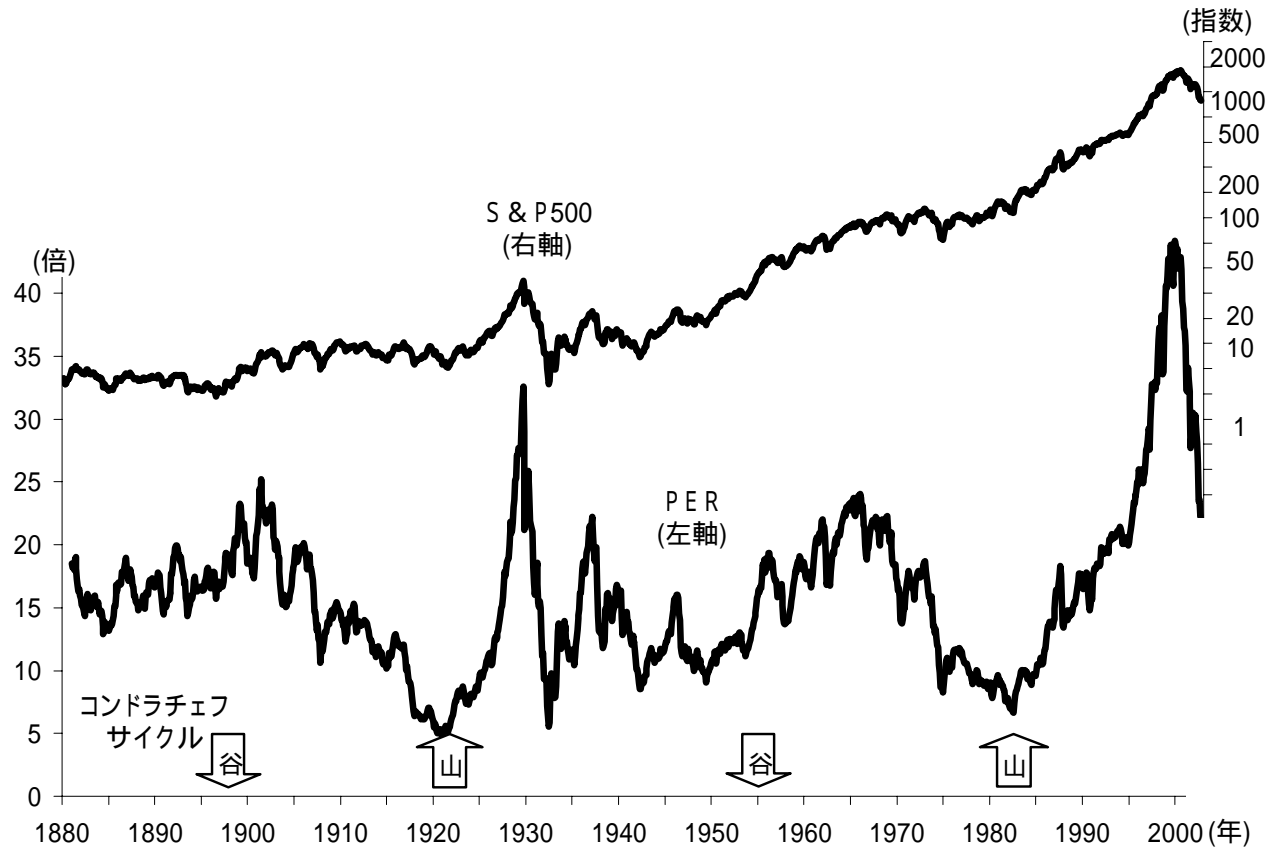
鉄鋼や機械産業を中心とした産業革命の進展と鉄道網の発達などによる国際貿易の拡大が主因

金本位制が導入される中、不十分な通貨供給が指摘されることが多いが、海外への資本移動や小さな政府も影響

この資料は、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。この資料には、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。この資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。この資料に記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、この資料に記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、この資料に記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、この資料に掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。この資料は、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。この資料のいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、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。

1930年代と19世紀後半の違いは米国株のバリュエーション

米国の株価とPERの推移



(出所) Robert J.Shiller教授のホームページより野村証券金融研究所作成

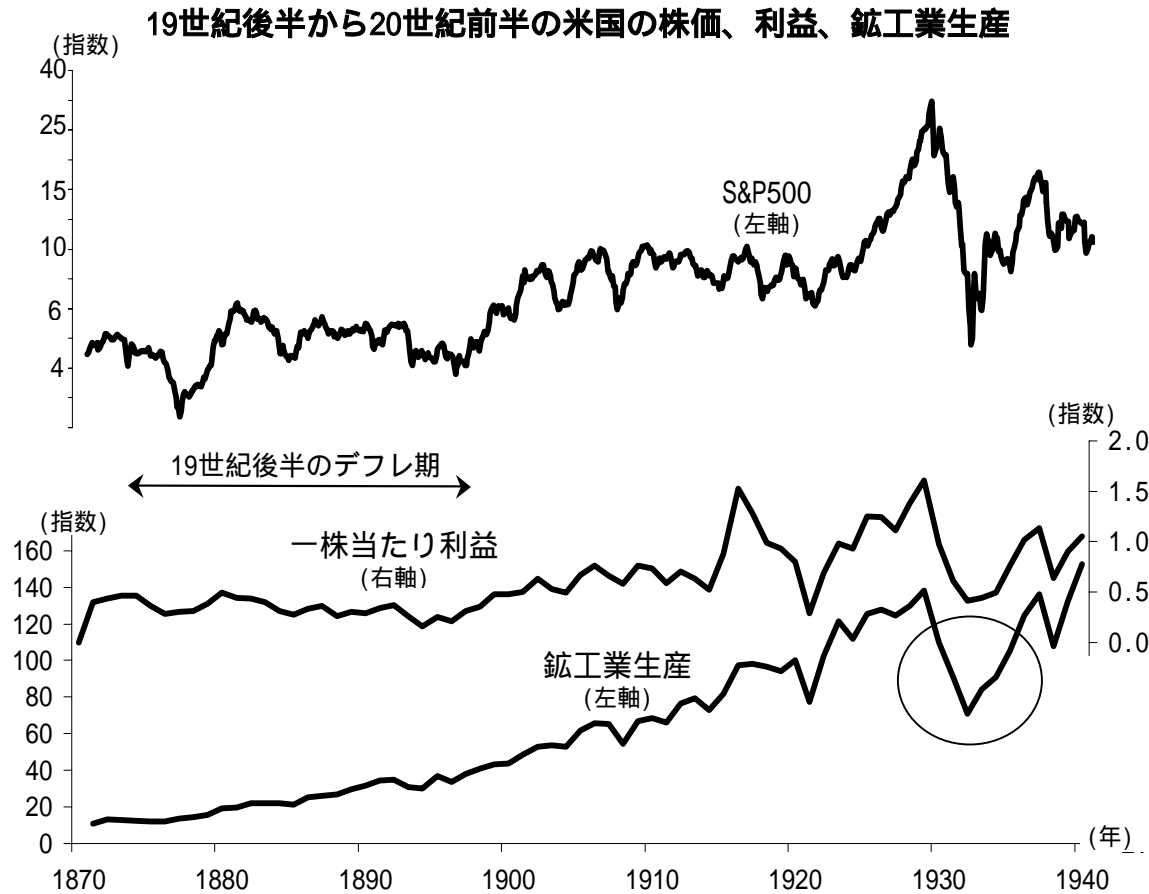
19世紀後半の米国では、長期金利が3%～5%である中で、PERは概ね15倍～20倍の水準で推移

1929年は長期金利が4%台前半である中、株式のPERが30倍を超える水準に上昇。1930年代の株価急落の一因はバリュエーションの修正

デフレは株式だけでなく、債券(金利水準)にも影響を与えるため、配当割引モデルなどのバリュエーションは基本的に有効

この資料は、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。この資料には、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。この資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。この資料に記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、この資料に記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、この資料に記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村証券は、この資料に掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。この資料は、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。この資料のいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、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。

19世紀後半の米国株は物価よりも景気や業績を反映



1930年代と19世紀後半の違いは景気や企業業績。1929年～1932年には鉱工業生産が46%下落したが、19世紀後半の経済は拡大基調

循環的にも景気や業績の影響が大きく、景気拡大期の株価上昇率は年率換算でほぼ10%

1972年から1899年で利益が前年比で増加した年を見ると、15回のうち12回は株価指数が上昇、平均の上昇率は7.7%

(出所) U.S. Bureau of the Census、R.J. Shiller教授のホームページより野村證券金融研究所作成

この資料は、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。この資料には、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。この資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。この資料に記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、この資料に記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、この資料に記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、この資料に掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。この資料は、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたします。提供されましたお客様限りでご使用ください。この資料のいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、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。

19世紀後半の英国：株式の投資リターンは債券を上回る

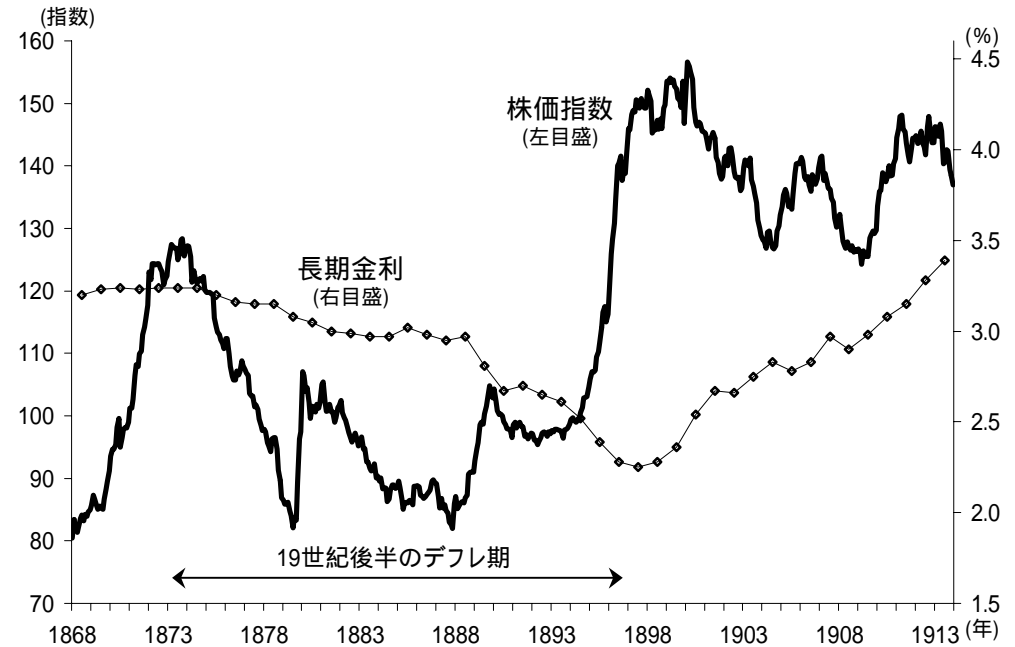
イギリス内外での投資収益率

(単位：年率%)

	1870 ~ 1913	1870 ~ 1876	1877 ~ 1886	1887 ~ 1896	1897 ~ 1909	1910 ~ 1913
(A) 国内投資						
(1) 普通株	6.37	11.94	7.19	8.93	0.92	6.64
(2) 社債	3.21	4.36	4.12	4.92	1.40	1.84
(B) 海外投資						
(1) 普通株	8.28	7.34	13.27	5.34	9.54	1.37
(2) 社債	4.92	6.29	6.40	5.16	3.82	1.90
(C) = (B) - (A)						
(1) 普通株	1.91	-4.60	6.08	-3.59	8.62	-5.27
(2) 社債	1.71	1.93	2.28	0.24	2.42	0.06

(出所) M. Edelstein "Foreign investment and empire 1860-1914" より作成

19世紀後半から20世紀初頭の英国の株価と長期金利



(注) 株価指数は運輸・通信を含む工業株、長期金利はコンソリ債(クーポン2.5~3.0%)利回り。
 (出所) 英国 Royal Economic Society, S. Homer "A History of Interest Rate" より
 野村証券金融研究所作成

この資料は、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。この資料には、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。この資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。この資料に記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、この資料に記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、この資料に記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、この資料に掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。この資料は、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。この資料のいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、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。

1990年代の日本株下落の要因 1 : バリュエーションの修正



マクロ経済規模と比べると、1980年代後半の日本株は割高感が強い、東証一部の時価総額は591兆円であり、名目GDPと個人金融資産に対する比率が各々143%、65%(1989年末)

割高な株価が妥当な水準に修正される過程では株式投資の実現リターンが悪化

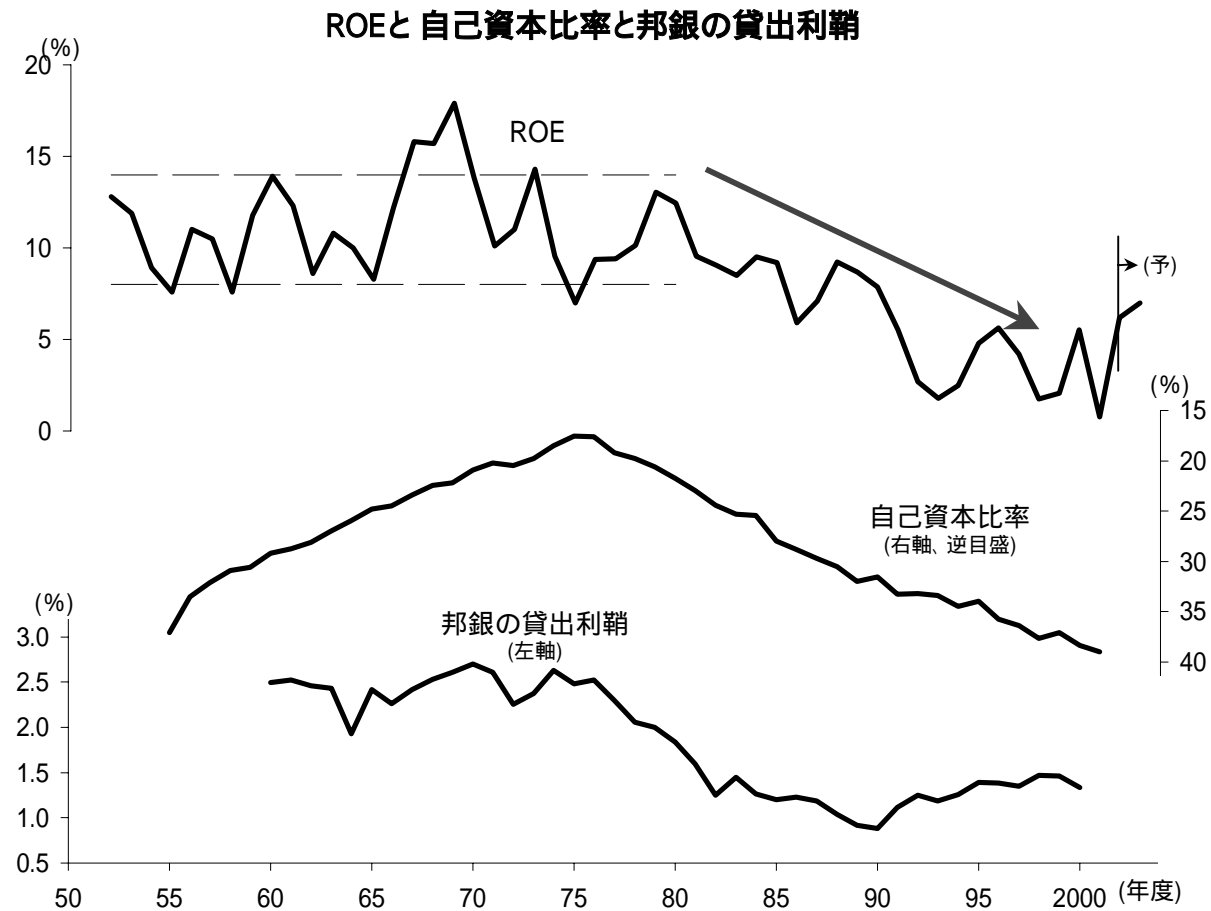
2003年2月6日現在、東証一部時価総額は242兆円、日本の名目GDPの47.7%、個人金融資産の17.4%に相当

(注) 時価総額は日本が東証一部、米国がNYSEベース(NASDAQは含まず)。

(出所) 内閣府及び米国商務省の資料より野村証券金融研究所作成

この資料は、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。この資料には、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。この資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。この資料に記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、この資料に記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、この資料に記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村証券は、この資料に掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。この資料は、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。この資料のいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、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。

1990年代の日本株下落の要因 2 : 企業業績の悪化



日本企業のROEは1970年代まで10%強で推移したが、過剰投資を受けて1980年代から既に低下傾向

証券市場の発達と大企業の財務体質改善に伴って、間接金融中心の従来型のコーポレート・ガバナンスが機能しなくなったことが一因か

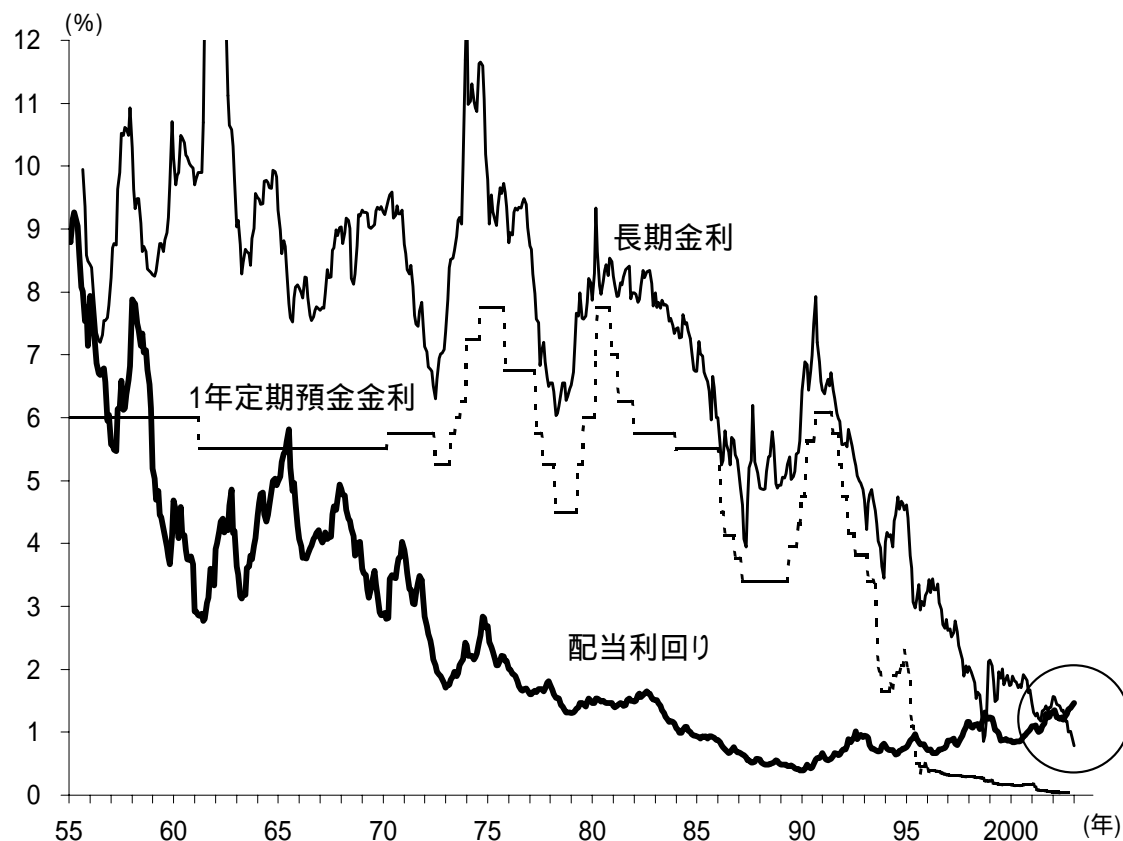
収益体質の劣化は、高い経済成長を享受した1980年代後半は顕在化しなかったが、1990年代に入って明確な利益水準の落込みとなった

(注) ROEは1969年度以前が日銀統計局「主要企業経営分析」の製造業、1970年以降がNOMURA400製造業。
自己資本比率は財務省「法人企業統計」の製造業ベース。
(出所)日銀、財務省の資料に基づき野村証券金融研究所作成

この資料は、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。この資料には、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。この資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。この資料に記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、この資料に記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、この資料に記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村証券は、この資料に掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。この資料は、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。この資料のいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、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。

長期金利を上回る配当利回り：債券に比べた株式の割安感が明確化

株式の配当利回りと定期預金・長期金利の推移



(注)長期金利は、78年以降が10年国債パーイールド、それ以前が最長期の電力債。配当利回りは東証一部平均、65年以前は年末値に基づき月次の利回りを推定。

(出所) 財務省の資料などより野村証券金融研究所作成

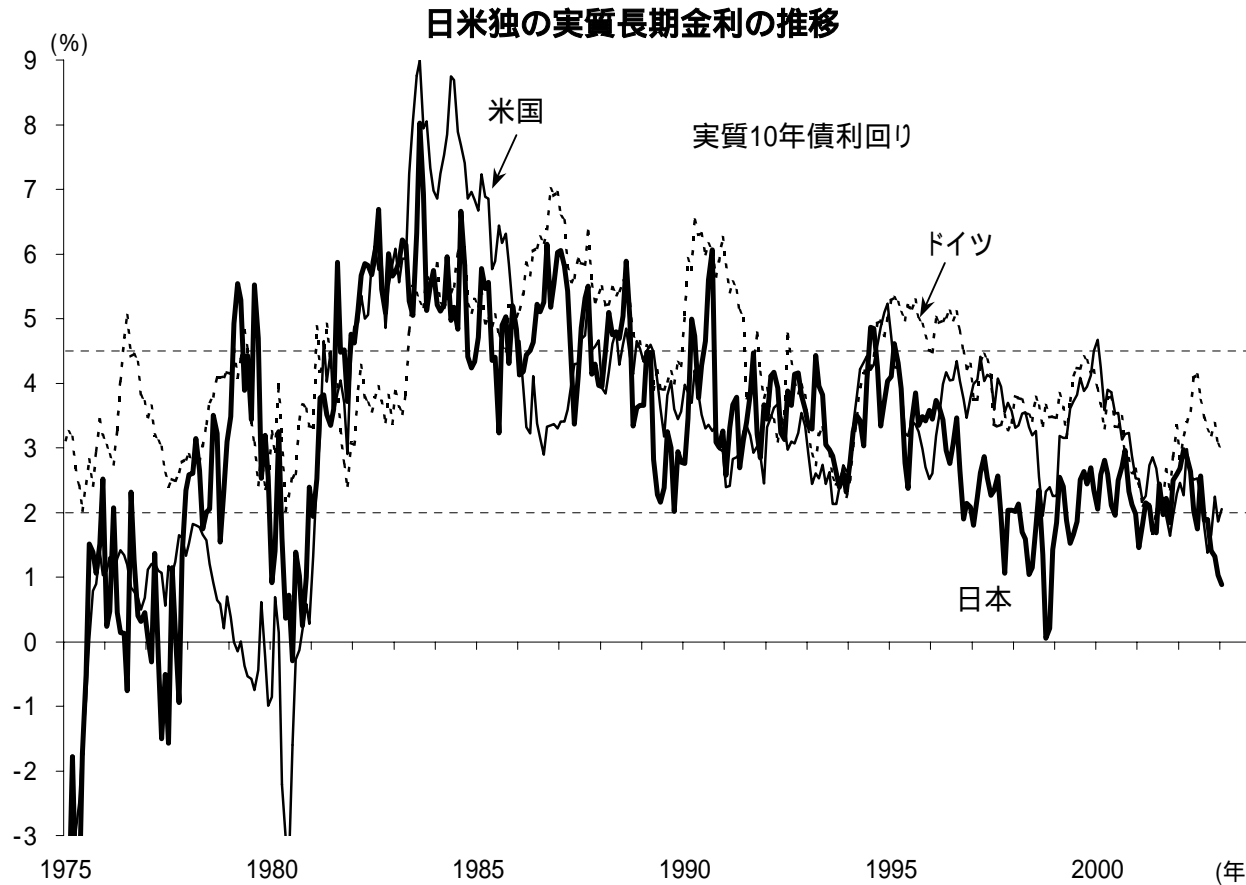
1月30日現在、東証一部
上場銘柄の配当利回りは
時価総額加重平均で1.16
%、単純平均で1.46%

10年国債パーイールドは
0.78%まで低下、配当利
回りと長期金利の逆転は
基本的に1956年以降で初
めて

NOMURA400(除く金融)
の連結PERは、今期予想
で23倍、来期予想で18倍

この資料は、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。この資料には、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。この資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。この資料に記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、この資料に記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、この資料に記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村証券は、この資料に掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。この資料は、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。この資料のいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、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。

債券市場：中期的には実質長期金利3%が一つの目安



1980年以降、日米独の10年債利回りは消費者物価上昇率を差引いたベースで2~5%を中心とするレンジで推移

足元で日本の10年国債パーイールドは0.78%、仮に実質金利で3%が妥当とするならば、消費者物価が約2%を想定した水準

機関投資家の運用難から、当面、債券市場はボックス圏で推移しようが、下落リスクを無視できない

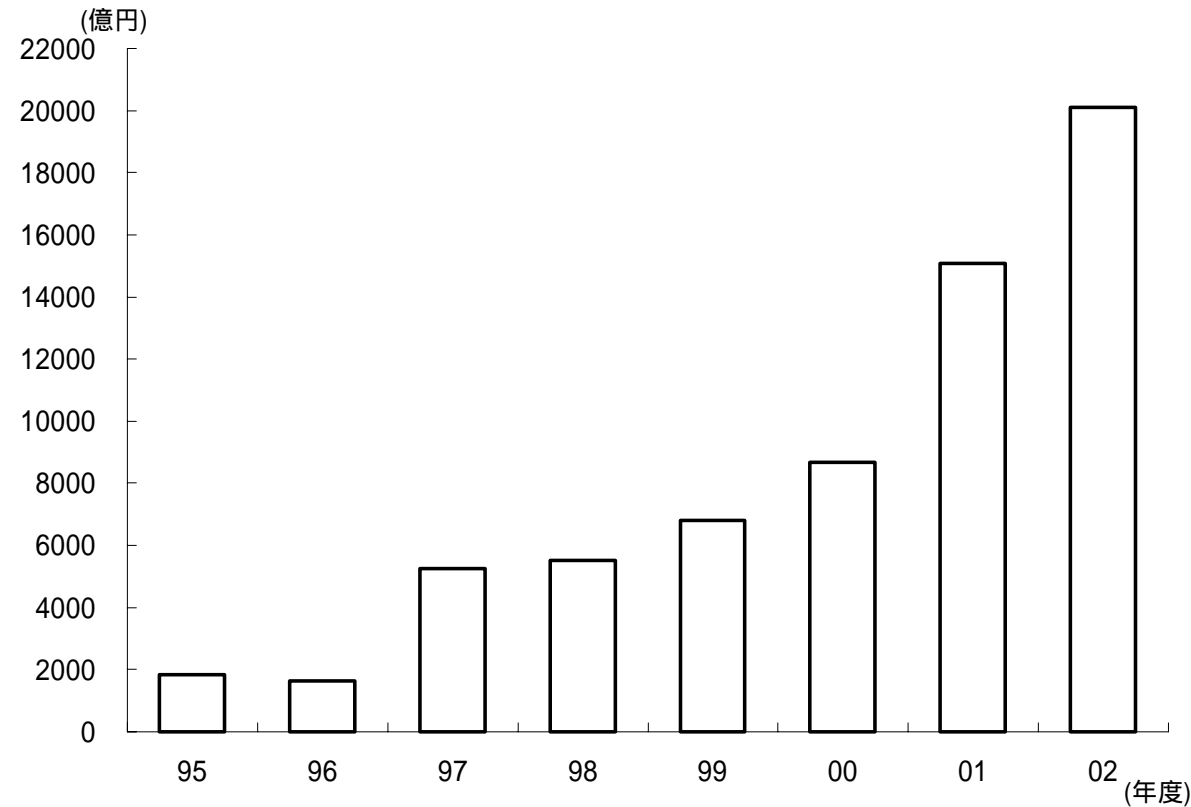
(注) 実質長期金利は、各国とも10年の政府債利回り(米国が財務省証券利回り、ドイツが連邦債利回り、日本が国債パーイールド)から消費者物価の前年比上昇率を引いた値。

(出所) 各種資料より野村証券金融研究所作成。

この資料は、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。この資料には、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。この資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。この資料に記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、この資料に記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、この資料に記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村証券は、この資料に掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。この資料は、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。この資料のいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、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。

増加基調が続く日本企業の自社株買い金額

年度別自社株買い実施額の推移



(注) 自社株買いには消却目的に加え、ストック・オプション目的を含む。実施額は2002年1月29日現在の値。

(出所) 野村証券金融研究所

2002年度の自社株買い実施額は2兆104億円
(1月29日現在)

年度別の自社株買いは
2000年度が8,669億円、
2001年度が1兆5,075億円、
今年度は2.5兆円を超える
可能性

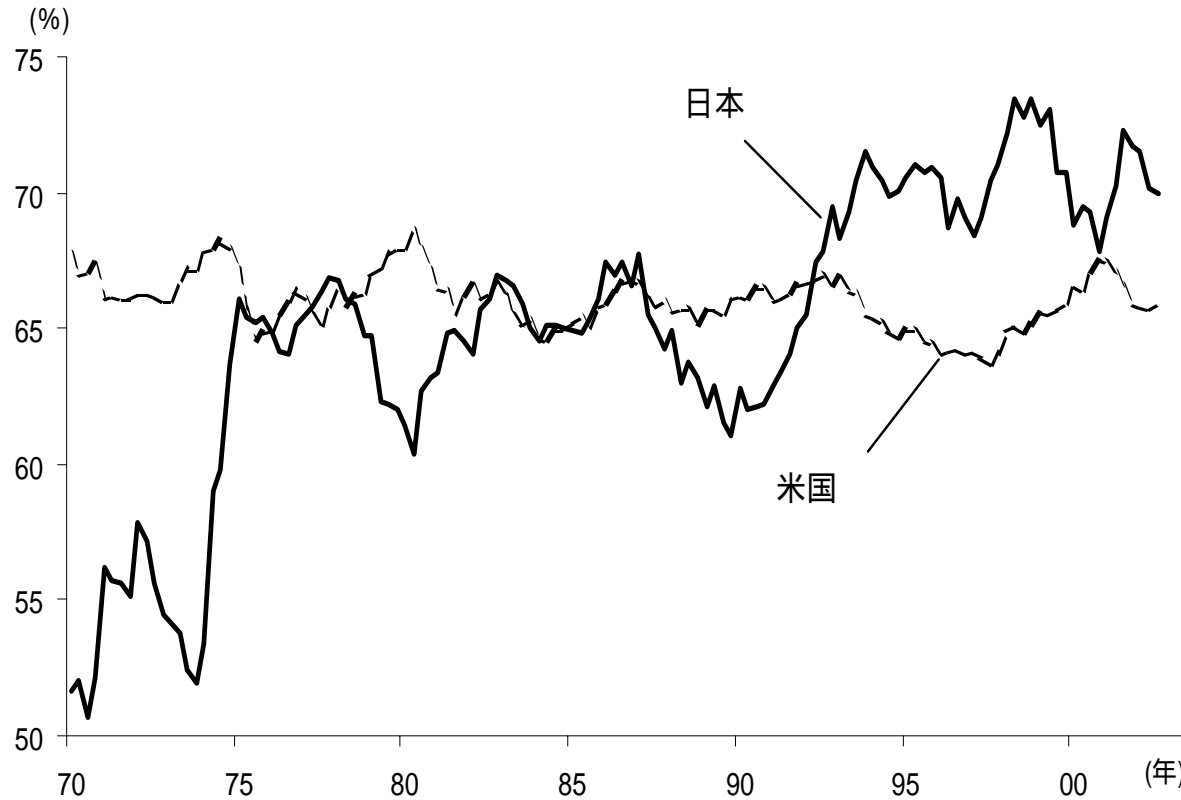
自社株買いは、経営者が
株価を割安と判断している
こと、キャッシュフローと
将来の収益に自信を持つこ
とを示唆

また、企業が資産効率と株
主価値持合い解消を吸収する
目的もあるが、値を意識し
始めた一つの証左

この資料は、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。この資料には、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。この資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。この資料に記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、この資料に記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、この資料に記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村証券は、この資料に掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。この資料は、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。この資料のいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、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。

労働分配率の上昇と企業業績の悪化

日米の労働分配率



年功序列の賃金・処遇に象徴される「日本型」経営は、人口の高齢化が進む中でコストの押し上げ要因に

国内の雇用調整が困難で海外の安い労働力を利用できず、国際競争力が低下した側面も

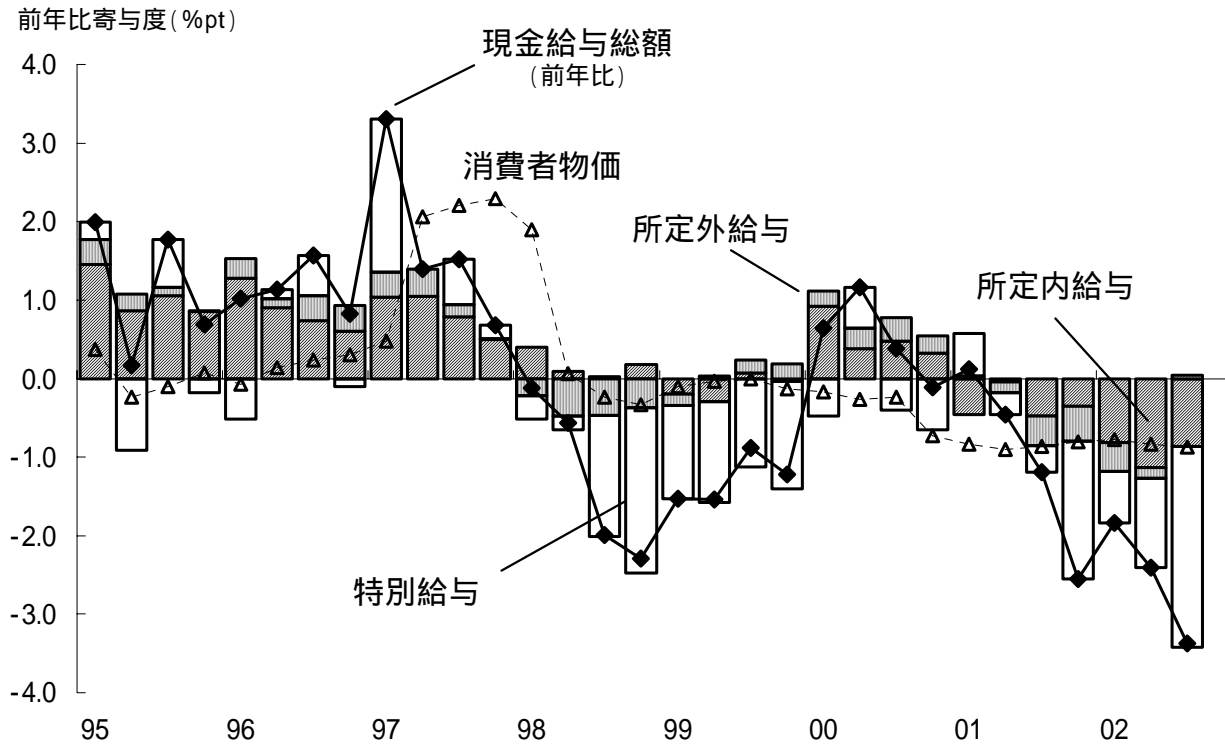
日本の労働分配率は、1980年代まで65%前後であったが、1990年代には70%前後に上昇

(注) 日本の労働分配率 = 人件費 / (営業利益 + 人件費 + 減価償却費) × 100
 米国の労働分配率 = 雇用者所得 / 非金融法人部門の経済付加価値 × 100
 (出所) 財務省「法人企業統計」、米国・商務省より野村証券金融研究所作成

この資料は、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。この資料には、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。この資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。この資料に記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、この資料に記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、この資料に記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村証券は、この資料に掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。この資料は、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。この資料のいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、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。

賃金低下はボーナスや残業代だけでなく、所定内給与に及んでいる

現金給与総額のその寄与度の推移



足元で現金給与総額は前年比 3%超で減少

1998年前後の賃金低下は特別給与(ボーナス)や所定外給与(残業代)の削減に支えられていたのに対し、現在、所定内給与の減少も寄与

この背景には、パート利用の加速や、年功的な賃金・雇用体系の見直しが存在

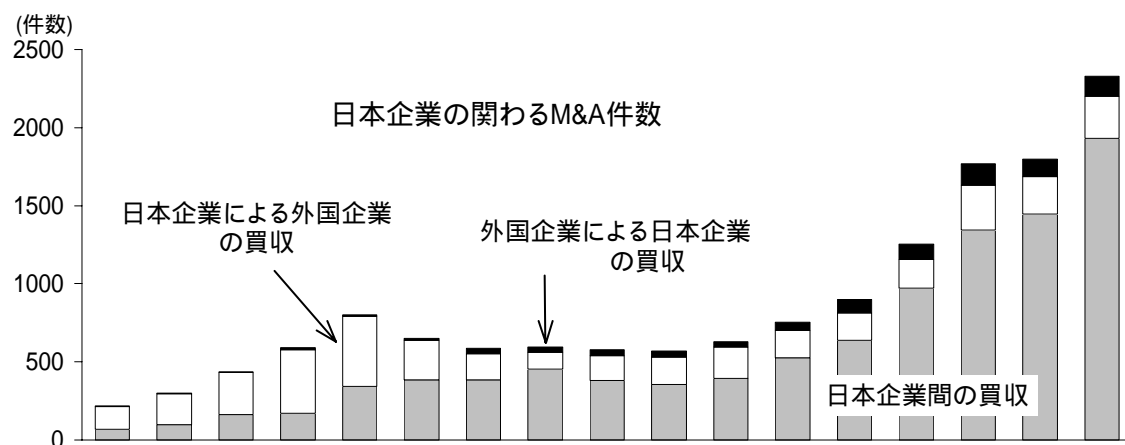
日本企業のコスト削減は2003年度も業績に寄与する可能性が高い

(注) 事業所規模5人以上、調査産業計。
(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」より野村証券金融研究所作成

この資料は、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。この資料には、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。この資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。この資料に記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、この資料に記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、この資料に記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村証券は、この資料に掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。この資料は、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。この資料のいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、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。

2002年もM & A件数が増加：日本企業の本業回帰を示唆

日本企業が関わるM&A件数



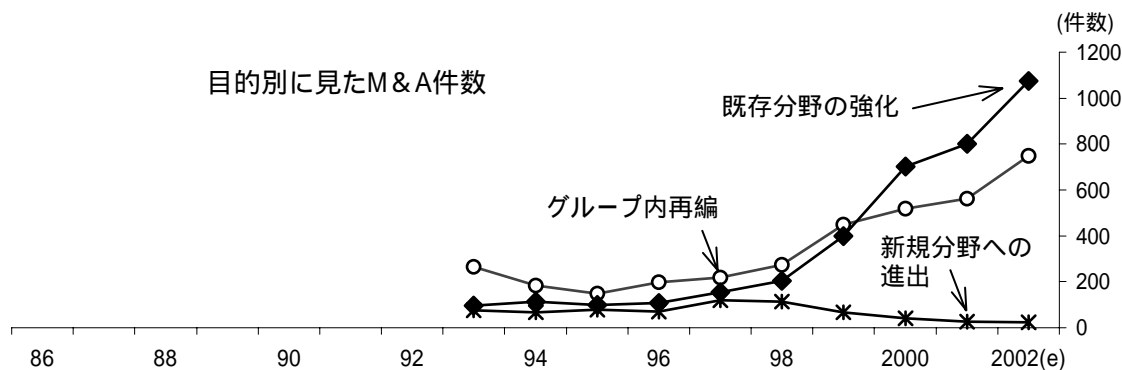
日本企業のM&A公表件数は2002年も増加基調を維持し、前年比30.4%増の2,244件へ

M&Aの件数は、2001年以降、株価下落により米国で大幅に減少したが、日本では増加基調を維持

米国でのM&Aが株式交換を使うケースが多いのに対して、日本では現金を使うケースが多い

更に、日本企業のリストラが広範な分野に広がる中で、既存分野の強化や不採算部門からの撤退、グループ内外の再編がM&Aの目的

目的別に見たM & A件数

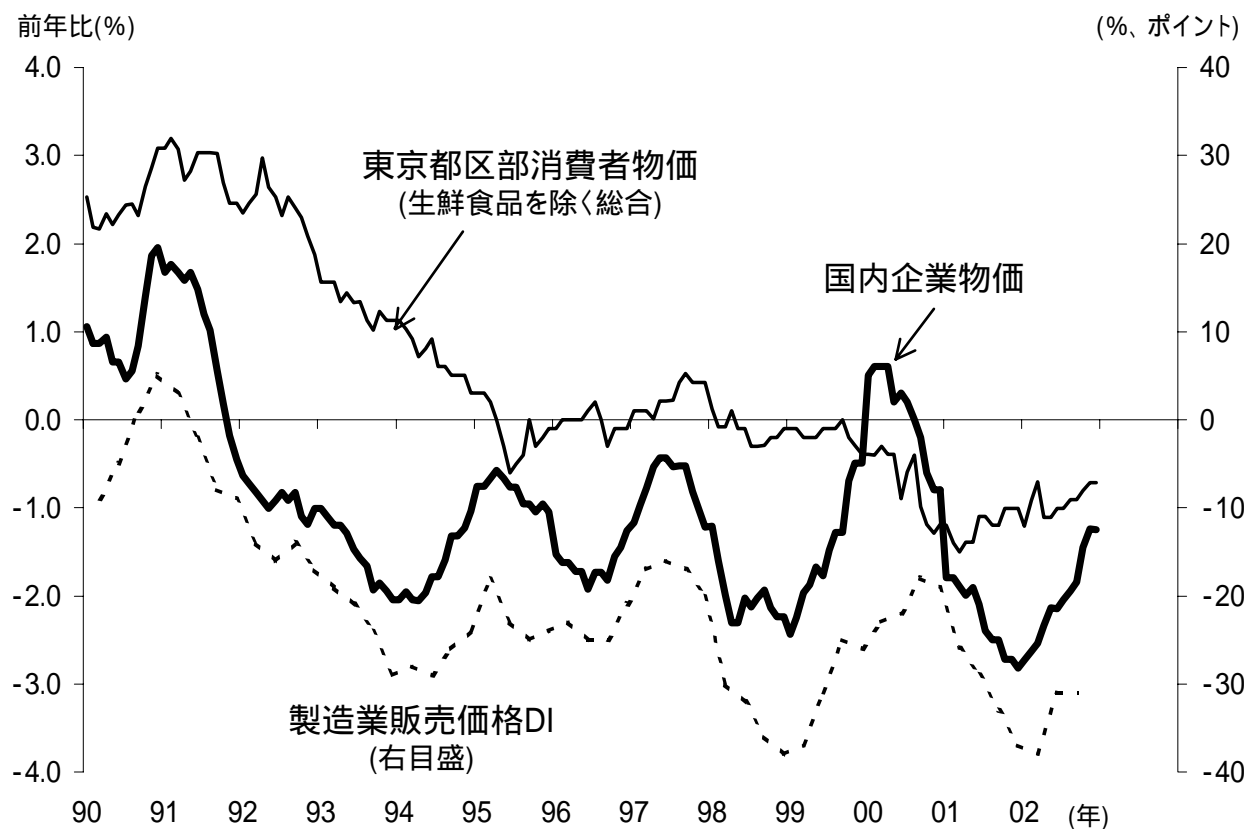


(注) M & A件数は金融機関を含めない、暦年ベースの値。2002年は1～10月の件数を年率換算した値。
(出所)各種新聞・雑誌などより野村証券金融研究所作成

この資料は、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。この資料には、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。この資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。この資料に記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、この資料に記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、この資料に記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村証券は、この資料に掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。この資料は、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。この資料のいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、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。

日本の物価下落が足元で加速している訳ではない

日本の物価関連指標の推移



(注) 消費税導入(89年4月)、消費税率引上げ(97年4月)、医療保健制度改革実施(97年9月)等の特殊要因は控除済み
(出所) 日本銀行、総務省資料より野村証券金融研究所作成

日本の物価下落圧力は引き続き残ろうが、足元で加速している訳ではない

昨年12月の国内企業物価は前年比で 1.2%と、マイナス幅が2002年初の 2.7%から縮小

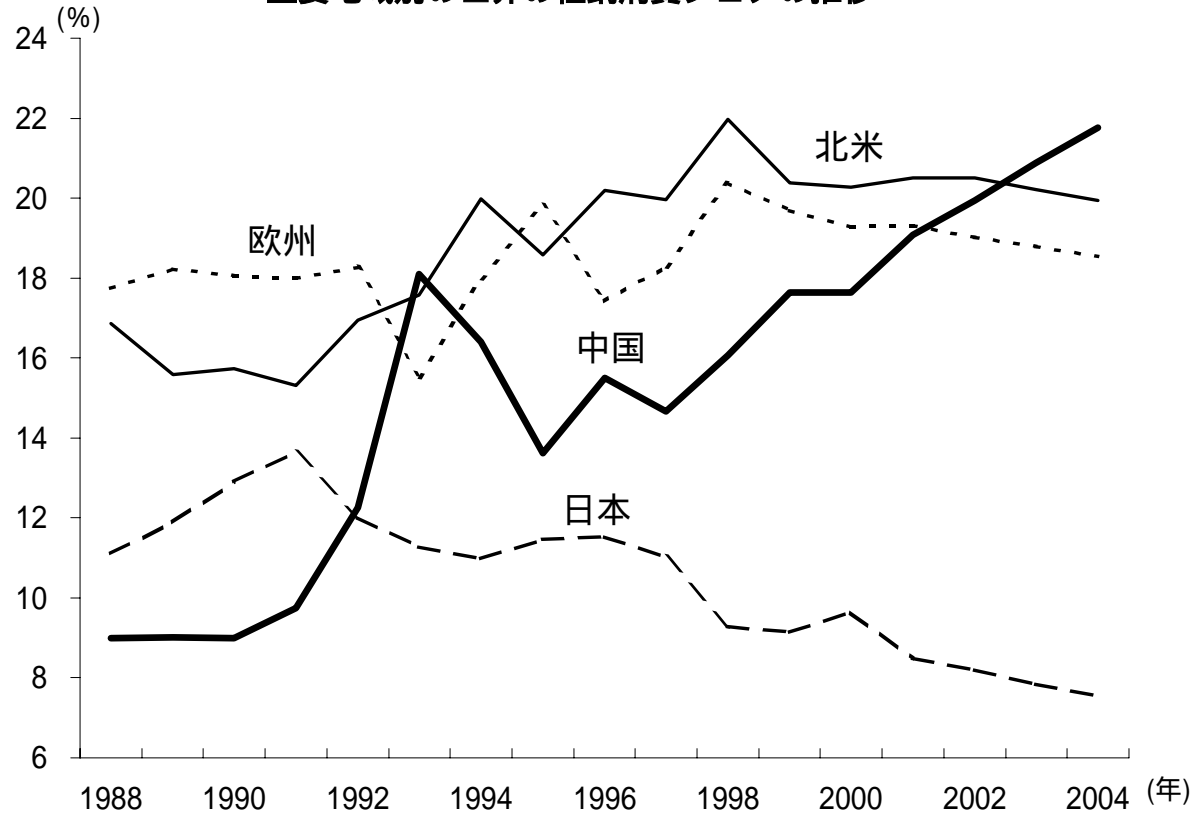
12月の東京都区部消費者物価は前年比で-0.7%となり、2001年3月の-1.5%からマイナス幅が縮小基調

海外を見ると、CRB指数やJOC指数など国際商品市況が強含み

この資料は、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。この資料には、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。この資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。この資料に記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、この資料に記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、この資料に記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村証券は、この資料に掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。この資料は、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。この資料のいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、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。

中国は「世界の工場」とともに主要な消費地に

主要地域別の世界の粗鋼消費シェアの推移



(注) 欧州はEU15カ国、北米にはメキシコを含む。2002年以降の予測は野村証券金融研究所。

(出所) IISI(国際鉄鋼協会)の資料より野村証券金融研究所作成

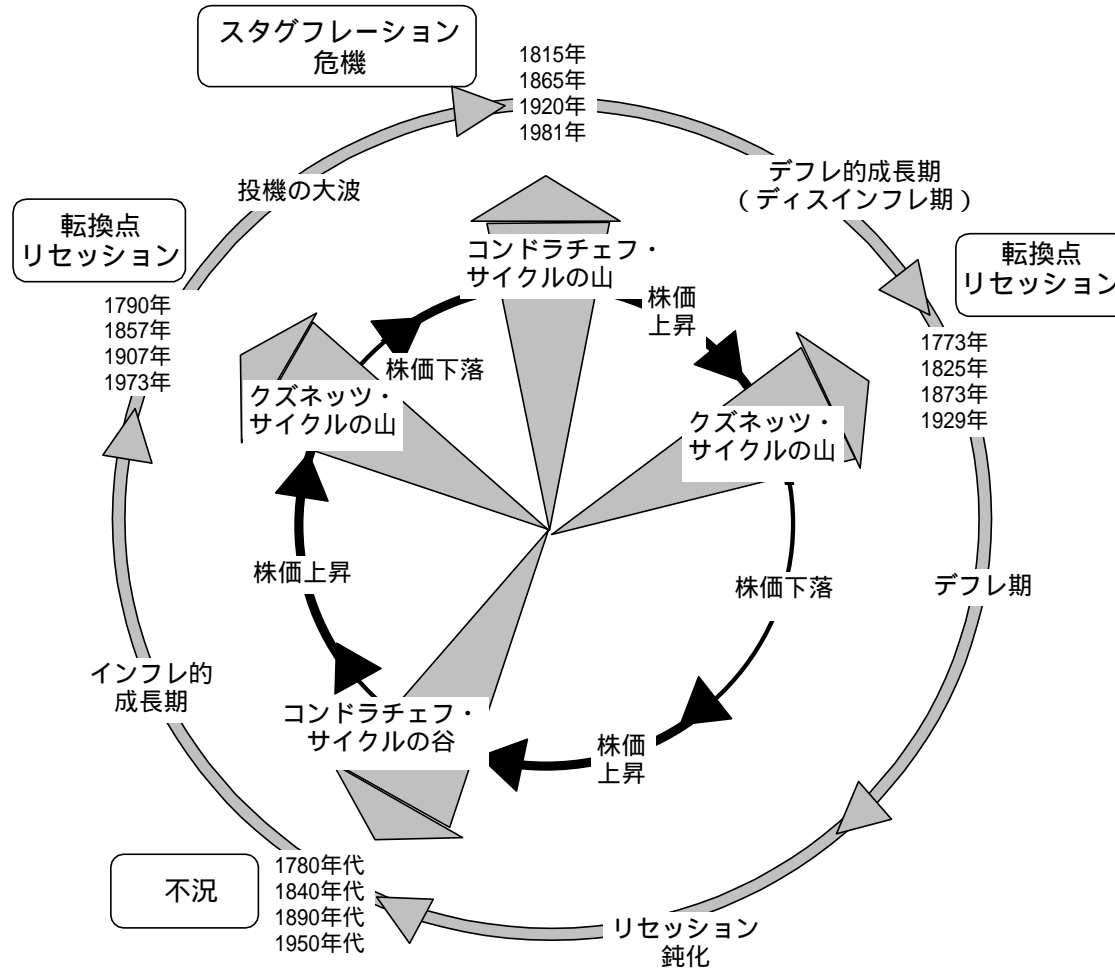
中国の鉄鋼需要は過去10年間で約7,000万トンから約1.7億トンに増加、全世界に占める構成比は9%から20%に上昇

アジア向けの鉄鋼(熱延コイル)価格は、中国や韓国の好調な需要に支えられ、2002年1-3月期の180ドル/トンから10-12月期に280~300ドルまで上昇

中国などエマージング諸国は「世界の工場」とともに重要な消費地へ

この資料は、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。この資料には、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。この資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。この資料に記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、この資料に記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、この資料に記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村証券は、この資料に掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。この資料は、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。この資料のいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、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。

コンドラチェフ・サイクルの教え：物価循環、景気循環、株価変動



(出所) Brian Berry「景気の長波と政治行動」の図表やコメントから野村證券金融研究所作成

コンドラチェフ・サイクルは物価循環であり、経済成長の循環ではない

コンドラチェフ・サイクルの一循環に、二つの成長循環が含まれる

株価変動は物価循環と必ずしも一致せず、デフレ経済下でも株価の上昇局面と下落局面がある

この資料は、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。この資料には、野村證券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。この資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。この資料に記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、この資料に記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、この資料に記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、この資料に掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。この資料は、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。この資料のいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、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。