



## 脱ROE（株主資本利益率）経営 で甦る日本

JPモルガン証券  
株式調査部 マネジングディレクター チーフストラテジスト

北野 一

(肩書きは講演時のもの)

### 1. はじめに ～政権交代より世界の正常化

北野です。よろしくお願ひいたします。

今日の講演の前半部分では、「アベノミクス」について、お話をさせていただきます。

私は、2012年11月以降の株高・円安は、必ずしも「アベノミクス」の影響ではないと思っています。私は「政権交代よりも世界の正常化」によるところが大きいと考えます。つ

#### 〈目次〉

1. はじめに  
～政権交代より世界の正常化
2. 「アベノミクス」下の経済環境と株価
3. エネルギー政策の効用
4. 無制限、無期限介入のリスク
5. 中長期視点における日本株
6. デフレの主要原因
7. まとめ

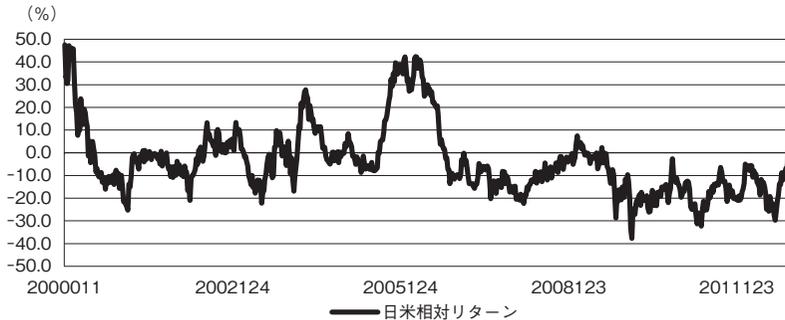
まり、仮に安倍首相が誕生していなくても、株価は今の位置まで上がってきていたのではないかということです。

世界の正常化で株価は上がるという意味を説明します。図1を見ると、これはTOPIXの前年比からS&P500の前年比を引いた相対リターンですが、直近に20%対12%で、8%ほど日本株がアウトパフォームしています。

これは2006年10月以来のことです。考えてみると、2006年は第一次安倍政権ができた年です。第一次安倍政権ができてアンダーパフォームし始めて、安倍政権が復活してアウトパフォームしているというのが実態です。

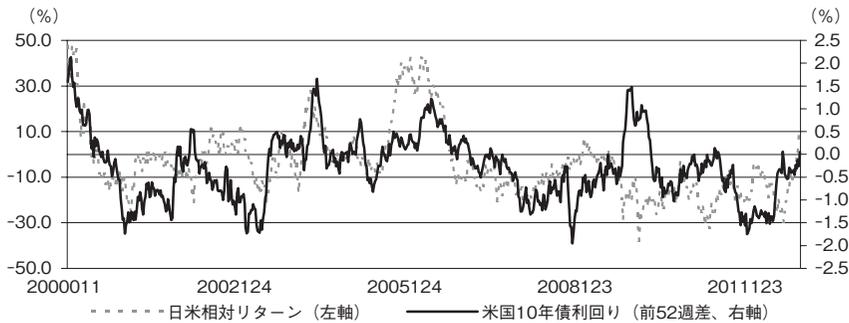
また、2006年にはアメリカの住宅価格がピークアウトし、サブプライム問題が2007年に起こり、2008年にリーマンショックがありました。リーマンショックから回復したと思ったら、ヨーロッパに波及し、ギリシャ危機だ、今度はスペイン財政危機だとなったわけです。

(図1) 日米相対リターン



(出所) AURORAよりJPモルガン作成

(図2) 日米相対リターンとアメリカの長期金利



(出所) AURORAよりJPモルガン作成

2006年からこのような流れだったのが、ここにきてようやく一服感が出てきた。つまり、外部環境の好転が一番大きいと思います。

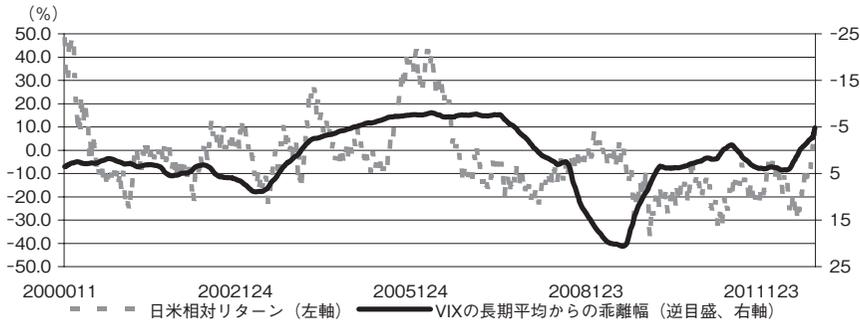
図2は、図1の日米の相対リターンの動きに、アメリカの10年債利回りの前年比較を重ねたグラフです。今、ちょうどアメリカの金利は1年前に比べて少し上がり始めてきています。2006年からずっと続いていた金利の低下トレンドが終わろうとしているということです。

金利の低下トレンドが何を表しているの

か。景気はもちろん、世の中のリスク回避志向を表しています。そういうなかでは、安全資産だということで、必要以上にアメリカ国債やドイツ国債が買われていましたが、それが転換しつつあります。機を同じくして、リスク資産の代表的な「日本株」もアウトパフォームしてきているというのが実態ではないかと思っています。

図3のVIX指数は、長期的な平均値は20程度です。最近、メディアでVIX指数が低位安定していると報じられていますが、これは世

(図3) 日米相対リターンとVIX指数



のが危機の時代から平時に戻ってきていることを意味します。このグラフは、VIX指数が逆目盛ですので、上にいくほど市場のセンチメントが安定している、つまり平時です。下にいくほど危機時です。これで見ると、日本株のパフォーマンスはグローバルな投資センチメントとの相関性が高いと思っています。

大まかに言うと、今は2006年以降の世界的な危機的状況からの脱却を背景に、日本株への資金の回帰が起こっているのではないかと見ています。

## ■ 2. 「アベノミクス」下の経済環境と株価

図4が示しているのは、2010年、11年、12年から現在までの株価です。

横軸は、内閣府の月例経済報告が日本の景気見通しを下方修正、つまり、弱気転換した

時点を0としています。グラフに示した日が、月例経済報告が公表された日です。

縦軸は、弱気転換した日のTOPIXを100としています。結局、毎年同じことをやってきたわけです。内閣府がネガティブ・インディケーターとなり「弱気になったら買い」というトレンドを3年続けていることになりました。

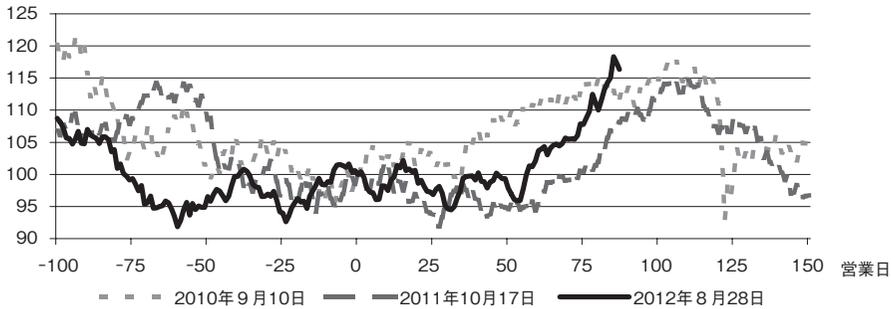
これを見てどう考えるかは、人それぞれの感覚の違いです。アベノミクスがあってもなくても同じだと思うか、やはり今回は特別だと思うかということです。

私は、大雑把に考えると、毎年同じようなことが起こっていると思っています。

2012年8月にも内閣府が弱気転換して、12月7日に発表されたESPフォーキャスト調査(エコノミストに対するアンケート調査)では、40人中34人の人が「日本は景気後退」と答えました。

エコノミストが景気後退だという時に、株式投資に積極的になる人がどれくらいいるで

(図4) 月例経済報告と株式相場



(出所) 内閣府「月例経済報告」、AURORAよりJPモルガン作成

しょうか。為替アナリストも「リスクオフだ」「円高だ」と主張し、円も当然高くなっているわけです。当時はそういう状況にありました。

もう1つの観点から申し上げます。私は年2回欧米に出張しており、2012年11月にも同様に出張しようとする、アメリカの顧客から「日本株にニーズがないから来なくていい」と言われました。10年以上続けている米国出張で、初めてのキャンセルです。

メディアは「外国人が日本株を買っている時に株価が上がる」と言いますが、それほど先見性があるのなら、11月には私の海外出張は現地で歓迎されてしかるべきでしょう。もし当時私が日本の金融のプロに出張キャンセルの話を伝えていたなら、その瞬間に皆、強気になったと思います。

つまり、アベノミクスというよりも、安倍政権になる前、極端に日本株が顧みられない状況にあったというのが大事な視点だと思います。

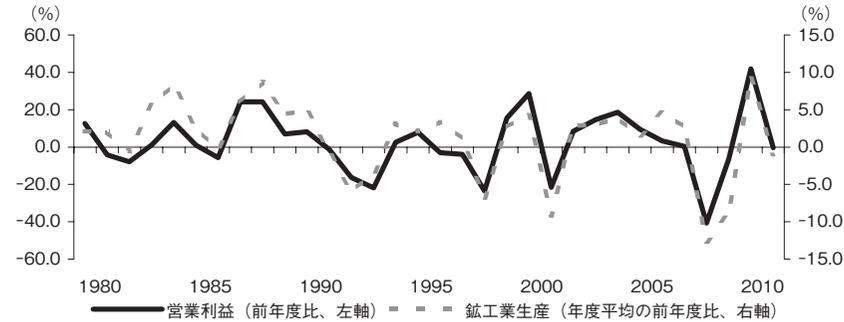
こういった見方に対しては「株高のきっかけを作ったのは、安倍首相ではないか」という意見もあると思います。つまり、アベノミクスを受けて、円安・業績回復・株高というイメージで相場が理解されていると思うのですが、違う視点では次のように見ることができます。

図5は、全産業ベースの日本の営業利益の推移を1980年からとっています。製造業も非製造業も全部含まれていますが、ほぼ鉱工業生産と同じ動きをしています。

一方、同じ営業利益の推移とドル円レートの前年差の推移は、相関関係が希薄です(図6)。つまり、日本の企業業績は、生産に代表される数量で決まっていると言えます。為替はそれほど影響していません。

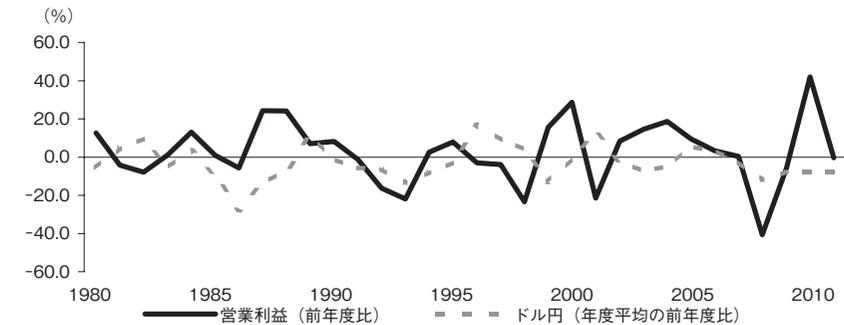
日本の鉱工業生産は、世界の景気循環の関数です。アメリカの鉱工業生産と日本の鉱工業生産は、強い相関があります。しかし、日本の鉱工業生産を為替レートで説明するのは難しいです。

(図5) 営業利益と鉱工業生産



(出所) AURORAよりJPモルガン作成

(図6) 営業利益とドル円相場



(出所) AURORAよりJPモルガン作成

それでは、鉱工業生産が今どうなっているのか。縦軸に出荷、横軸に在庫をとる「在庫循環のグラフ」にはなじみがあるかと思いません。この在庫循環が45度線を下から上へ切ったら、景気の谷を越えたという判断をします。

今のアメリカの鉱工業生産は、2012年11月時点で、まさに45度線を下から上に切っている景気の底入れの段階です。

ここで、前述した「日本のエコノミスト40人中34人が景気後退だと判断している」という情報と、「アメリカの在庫循環が45度線を

切ってきた」という情報から、普通はどのような相場観を持つでしょうか。日本株は上がると見ると思いますが。そう考えた方が良いのではないのかと、私は思います。

アベノミクスよりも、在庫循環の動向の方が重要な情報だと考えます。むろんこれも1つの視点ではありますが、どのような視点を持つかで、今後の注目材料が変わってきます。

アベノミクスを中心に据えると、今年の注目材料は日銀総裁人事や参議院選挙になります。一方で、世界の景気循環、世界の正常化

(図7) 日米相対株価と欧州信用スプレッド



(出所) ブルームバーグよりJPモルガン作成

という話になると、また違ってくるので、論点をどう整理するかが大事だと思っています。

図7では、点線が欧州の信用スプレッドです。これは、スペイン国債の金利からドイツ国債の金利を引いたものです。スペインが7%で、ドイツが2%だったら、5%ということです。広がっているほど、リスク回避的であるということを表し、ヨーロッパに対する懸念が強いと言えます。

実線が、TOPIXとS&P500の相対株価です。これを見ると、2012年の前半は、ヨーロッパの信用スプレッドと日米相対株価は、ほぼ同じ動きで説明できます。

転換点は2012年7月25日です。つまり、マリオ・ドラギ欧州中央銀行 (ECB) 総裁が「何でもやる」と発言するくらいにパニックとなっていた局面が転換点で、その後、ヨーロッパの信用リスクは改善していきました。

ところが、日本株だけがついていけなかった。これは、いわゆるチャイナリスクの影響

です。そこをどうにかキャッチアップして、一定のヨーロッパの信用リスクとの相関関係に戻してきたのが、現在の状況です。

つまり、アベノミクスを否定するわけではありませんが、その背景にある環境を合わせて考えていかないと、経済情勢を見誤るのではないかということです。

### 3. エネルギー政策の効用

アベノミクスによる経済への影響はないのかというと、そうではないと思います。

特に株式市場に効いていると考えるのは、エネルギー政策が柔軟性を回復した点ではないでしょうか。原発の問題がイデオロギー的になっていますが、「絶対に原発ゼロ」という方向性は極めて硬直的だと私は思います。

エネルギー政策には、以前から「3つのE」があるとされています。

- ① 安定した経済成長の確保  
Economic Growth

② エネルギーの安定供給

Energy Security

③ 地球環境保全

Environmental Protection

これら3つをバランスよく考えて決めるのが、エネルギー政策です。

原発ゼロだとすると、今まで抱える必要のなかったリスクを日本が抱えてしまいます。経常収支が赤字転換するとか、チャイナリスクであるとか。それが安倍政権になったことで回避されたことが、大きいと思います。

今回の総選挙では、TPPや消費税、原発など様々な争点がありましたが、原発問題に対して柔軟な政党が勝ったのが、今回の選挙だと思います。

つまり、今般の相場は、アメリカ、ヨーロッパの信用リスクやチャイナリスクで下振れしたところ、在庫循環やエネルギー政策も含めてリバウンドに入ってきた結果です。

## ■ 4. 無制限、無期限介入のリスク

2009年に民主党が政権を取り、その政治主導ぶりを見せつけたのは、選挙が終わって最初の月例経済報告です。

2009年11月20日に、いきなりデフレという言葉が復活させてきました。「デフレはリスクだ」と言ったのです。

日本銀行はそのわずか10日後の12月1日、臨時の政策決定会合を開いて、新型オペ投入、

量的金融緩和を復活しました。その時、TOPIXが20%以上も上がり、ストラテジストの多くは日銀相場だと評しました。

では、その後なぜ株が売られて、金利が下がったかという、2010年春のギリシャ危機の影響です。この時点から、「デフレがリスクだ」と言っていたのが、いきなり財政再建至上主義になりました。

3年前の動きを忘れていると、今回も日銀相場だという話になってくるかもしれません。

もう1つ、今取り沙汰されているのが、日銀の独立性を巡る議論です。しかし、本当に議論すべきなのは「日銀の独立性」ではありません。特に、為替を議論するなら、為替政策における「日本の独立性」が問われます。

今は、「政府と日銀が協定を結んだら、怖いものなし」のような雰囲気にあります。しかし、少し記憶を呼び戻してみると、2003年5月から2004年3月まで1年足らずの間に、日本は30兆円の介入をしています。その時、当座預金残高目標を20兆から32兆円まで増やしていました。当時、非不胎化介入と言われたものです。

これがいつ始まったかという、2003年5月、当時のブッシュ大統領と小泉首相の日米首脳会談がテキサス州クロフォードのブッシュ大統領私邸で行われた時です。大統領私邸で首脳会議が行われるのは、非常に珍しいことです。

小泉氏は、「こんなに景気が悪いのに円高

になって大変困っている、デフレ脱却のために円安にしなければならない」と言いました。

その時は、自衛隊のイラク派遣もあり、その後の30兆円の介入に何ら問題はなかったわけです。

ところが、2004年3月2日に、当時のFRB議長のアラン・グリーンスパン氏が講演で、「日本の経済情勢の変化を考えると、大量介入が正当化される状況ではない」と言いました。政府が介入をやめたのは、同年3月16日です。

問題はここです。グリーンスパン氏は、「日本の経済情勢の変化を勘案」と言いましたが、当時、経済情勢が変化したのは日本ではなく、アメリカです。アメリカのインフレ率が底打ちし、2004年3月に1.1%だったのが徐々に上がってきて、3か月後の6月には利上げをしています。つまり、彼らは自分たちが利上げ転換する時に日本が大量介入や量的緩和を続けていると、ドルが暴騰する、だから「日本もやめよ」と言ってきたのです。

今、日本が何を言っても外国から文句を言われないうのは、アメリカは「無期限で金融緩和をやる」と言い、ヨーロッパは「無制限に買う」と言っているからです。自分たちが似たようなことをしているからです。

しかし、次に彼らが政策転換する時には、同調することが求められます。だから、日銀の独立性よりも、為替に関しては日本の独立性が問われないといけないと思います。

こうしたリスク、つまり、グローバルなり

スクは、あまり議論されていません。

そもそも「無制限」「無期限」という言葉は、あまり軽はずみに使ってはいけないと思います。どういう時なら使っていいかという、私の考えでは「無制限や無期限になるはずがない時」です。

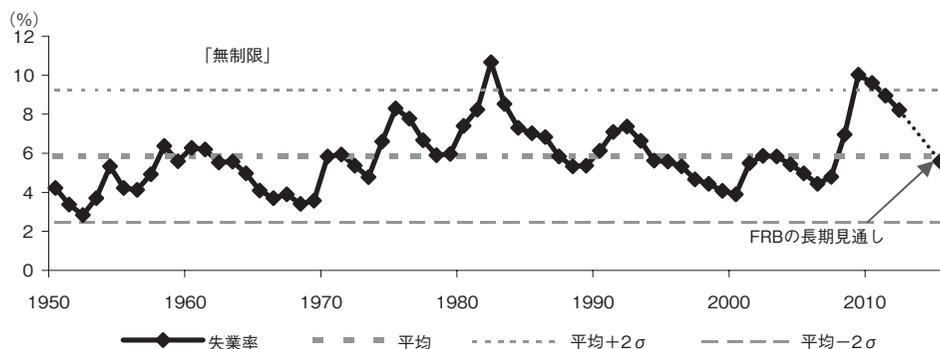
では、それがどういう時かという、指標が異常値を示している時です。図8は、アメリカの失業率です。アメリカ政府は、失業率が6.5%くらいになるまで、金融緩和を続けるという話をしています。6.5%のレベルは、1950年以降の失業率の平均値です。リーマンショック後に達した10%はどんなレベルかというと、平均プラス2シグマという異常値です。アメリカは今の失業率が自国の平均に戻っていると思っています。

日本に置き換えて考えてみるとわかりやすいと思います。1995年までの日本の失業率は、一番景気の悪い時でも3%です。ところが1995年以降というのは、一番景気の良い時で3%です。これは、明らかな構造変化と言っていい変化を遂げているわけです。「1995年までの平均2%に戻るまで無期限に金融緩和を続ける」と言い、本当に無期限に続いているのが、今の日本の姿です。

こういう構造変化のようなもの、つまり、失業率の水準がある時点でがらりと変わるようなことが「まったく起こらない」と思っているのが、アメリカです。

一方、ヨーロッパはドラギ氏が2012年7月25日に「どんな政策でもやる」と言い、9月

(図8) 米国の失業率



6日にアウトライト・マネタリー・トランザクション（OMT）を発表しました。

要するに、ECBが南ヨーロッパの国債を買う時に、「なぜOMTをやると言ったかが大事なのです」彼は「根拠なき恐怖に基づく著しい歪みを是正するためにOMTをやる」と言いました。ここが重要です。

つまり、「OMTをやる」と言うだけで、何もやっていないのに7.6%だったスペインの国債利回りが5%を割り込みました。元々の外れな値段が付いていたから、下がったのです。これが、ヨーロッパが「無制限」「無期限」という言葉を使った背景です。

それを真似して「無制限にやる」と、日本も言っているわけですが、本来は「何がどう異常なのか」を言わなくてははいけない。例えば、スイスも「無制限にスイスフランを売る」と言いました。どんな時に言ったかという、平均から2シグマ以上スイスフランの価格が高すぎる時点です。

これに対して、日本の実質実効レートはど

うなのかというと、平均値ですから異常値ではありません。

むしろ、企業経営者に言わせれば、「実質実効レートは関係ない。例えば1ドル110円が購買力平価（PPP）だとすると、それに対して80円なら3割も円高ということになり、経営は厳しい。それを110円に戻すという日本政府や日銀のどこが悪いのか」という論法になります。

しかし、購買力平価というものは、何通りにも計算できるのです。購買力平価を決めるのは、日本の物価、アメリカの物価、基準点が為替レートです。購買力平価からの実勢為替レートの乖離率の絵を描いてみると、何のことはない、実質実効為替レートと一緒にになります。

ここで何が言いたいかというと、「無制限」や「無期限」という言葉をどういう文脈で使っているかは、きちんと説明しないとイケないと思うのです。そうしないと、本当に無制限に何かをやることになります。

そういう意味で、短期では様々なリスクを無視した議論もあり、私は少し警戒感を持っています。ただし、中長期的には強気に見ています。

## ■ 5. 中長期視点における日本株

次に、私が日本株を中長期的に強気と見ていることについて、具体的に説明します。

これまでもヨーロッパの顧客に言ってきたのは、いくつかの日本の大手電機メーカーの失敗の本質を考えたら、日本株は買いたということです。彼らの失敗の本質をまとめると、「あり得ないほど良好な経済環境が未来永劫続くと思って、積極投資をしたら、致命的になった」ということです。

2007年に大手電機メーカーが相次いで国内に工場を建設しました。当時の円は、実質実効レートで見ると史上最安値です。日本の製造業が最も競争力を持っていた頃です。その時の為替レートを円キャリートレードだと説明していました。これは何かというと、循環論法で「売るから下がる、下がるから売る」という話です。つまり、「円の金利が低いので、円で調達して外貨で運用する。そうすると円安期待が生まれる。先々の円安期待が生まれると、調達コストが低く見える。もっと借りる。外貨転換する。円安期待が生まれる」というような循環論法です。その結果、ただでさえ異常な円安がもっと円安になると思っていたのです。

したがって、何をしたかということ、製造拠点を全部日本に持って帰ってきました。製造業の国内回帰です。他方、当時に大リストラをやっていたのが、サムスンです。円安の影響で、1997年、1998年のIMFショック以来の苦境にありました。

片や日本では、とてつもない円安が永遠に続くと考えて積極投資し、片や韓国では、大リストラをしていました。運もあると思いますが、この直後にリーマンショックがありました。

こうした5～6年前の失敗の結果を、私たちは今見えています。

今考えるべきは、同じ轍を踏まないということです。1989年の年末の日本株は、まさにそうです。当時、Qレシオ（実質株価純資産倍率）が用いられていました。QレシオはPBRの変形で、分母に含み益を入れるものですから、その会社が持っている土地や株が上がれば上がるほど、割安感が出てきます。当時、33業種中トップは鉄鋼です。理由は、土地をウォーターフロントに持っていたからというようなことです。株が上がると割安感が出てくるから、また株が上がります。

それと同じことは、ITバブルの時代にもありました。株価は顧客アクセス数で決まるという時代。つまり、株価が利益では決まらず、クリックの数で決まるということです。まさにバブルセオリーです。

これと同じことを、ヨーロッパでもやっていました。金利が上がる。金利が上がるると何

が起こるかという、デフォルト率が上がります。金利が上がると、金利が支払えないから破綻リスクが上がります、格下げになります。この繰り返しです。

これを、ドラギ氏が「根拠なき恐怖に基づく著しい歪み」と言ったわけです。その反対側で、安全資産としてのアメリカ国債やドイツ国債の利回りが下がってしまいました。

今、厳しい状況に置かれている日本の電機株は、言い換えれば、米国債やドイツ国債と同じ動きをしています。サムスンも、日本株と同じです。それが今の経済状況だと私は思います。だから日本株は超強気と考えています。

## 6. デフレの主原因

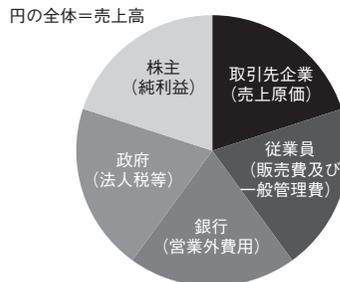
損益計算書（PL）は、付加価値の分配のあり方を示している図表であり、上から下に読むような形で書くのではなく、パイチャート（円グラフ）にした方が、本質がわかるのではないかと思います。

図9はPLをパイチャートの形にしたものです。円の全体が売上高です。

売上高の≡付加価値額とすると、これをどう分配するのかを会社の会計は計算しているわけです。

この話の肝が何かというと、ROEという観点では、「株主に渡る純利益を大きくすると世の中全部うまく回る」という話だったのです。これは株主主権というものです。

(図9) ステークホルダーごとの取り分



(出所) J.P.モルガン作成

(注) 単純化のため、受取利息、特別損益を除く

しかし、パイが変わらないなか、株主主権にこだわり、ROEの元になる売上高純利益率を大きくするためには、下請け取引先を買い叩いて、従業員の賃金を切って、金利ゼロを求め、税金も払わないということになるのです。

もしそんなことをすれば、全体のパイは小さくなってしまいます。理由は簡単です。株式投資をする人は、消費する先がないから投資をしているわけで、投資家に多くのお金をあげても、使われません。ぎりぎりの生活をしている人の賃金を減らせば、さらにお金を使わなくなります。これが消費性向というものです。つまり、消費性向の高い人（一般生活者）からお金を取り上げて、低い人（投資家）に渡すという構造になってしまいます。

しかし、市場は常に正しいという理屈で、株主の受取りを増やしたら世の中が良くなるというのが、株主主権の考え方です。ただ、さすがにアメリカも、株主以外の人を不幸にする社会を反省すべきではないかという動き

になっています。今の日本政府も、従業員にあたる部分—つまり賃金—を少し増やした方がいいんじゃないかと考えているようです。

私は、日本のデフレの原因というのは、本当はROE革命（株主主権への偏重）にあると考えています。

ROEという指標は、大切な目標だと思っています。ただ、それを最優先すべきかどうかは、経済環境に照らしてやらなければいけないということです。

1994年になぜ『ROE革命』という本が出たかという、当時あまりにも日本の経済界がROEを無視しすぎていたということにあると思います。ROEが必要になったのは、バブルが崩壊した反省からです。

バブル経済時代、ROEのような規律が一切なかったわけです。持ち合い構造でしたから、「お互い様」と要求リターンがゼロ同士です。PERというのは「 $1 \div \text{要求リターン}$ 」ですから、「 $1 \div 0$ 」は無限大。これがバブルです。

したがって、規律を入れる意味でのROE革命は正しかったと思います。しかし、今、日本はデフレで苦しみ、成長できないという時に、こういう話をしていてもいいのか。ROEというのは出資に対する見返りですから、ROEを上げろというのは、金利を上げるのと同じなのです。デフレで苦しんでいて、成長できない時に、ROEを最重要視するというのは、やはり違うのではないかと思います。

今はしばらくROEの優先度を下げて、売上高そのものを伸ばす方向性を考えた方がいいと考えます。それが経営指標についての私の考え方です。

また、ROEというのは、株主資本コストであり、それが例えば企業が設備投資をする時の判断材料になるわけです。これを重視しすぎると、足切りレートが異様に高くなる危険があります。

本当だったら、日本は期待リターンが低いプロジェクトでもやってもいいのに、例えば8%が確実に儲からないプロジェクトはやめろという話になってしまいます。

本来なら証券アナリストは、やりたいことがあったらやったらどうかと、背中を押してあげることが仕事になるべきではないかと思っています。新規事業1つとっても、完全雇用でない時代には、雇用創出になり得るわけです。

金融政策は時代に応じて、引き締めたり緩和したりするのに、資本コストだけ硬直的に運営しなければならぬ理由はないのではないかと思います。

本来、証券アナリストがどこで評価されるかということ、時価総額を大きくしているかどうかだと私は考えます。日本では20年間時価総額が下がり続けているわけですから、そういう反省も含めて考え方を転換すればいいと思います。そうしないと、日本経済や金融市場は良くなっていかないのではないかと、今強く感じています。

さて、もし、私が1年前に講演をしていたら何を主テーマにしていたかという、日本はいつ経常赤字になるかということだったと思います。

経常赤字になると、日本国債を日本人だけでファイナンスできないことになります。そうすると日本円債は大暴落します。なぜなら、外国人は低い金利に満足しないからです。

ちょうど1年前には、各社のエコノミストが経常赤字になる年限を予想し合っていました。みんな大切なことを見逃しているという気がしました。

日本国債の保有構造は、外国人保有率は5%前後です。これが20%とか30%になるということは、日本が経常赤字になるという話をしていました。

ただ、それは株式市場にいる私たちからすると、もう現実です。なぜなら、株式の外国人保有比率は、既に3割になっています。経常黒字にもかかわらず、3割になっていますから、彼らは当然のように自分たちがほしい利回りを要求してきます。したがって、外国人保有比率が上がっていくにつれ、日米の相対PERが1の値に向けて下がってきています。つまり、それは外国人が要求する利回りに、私たちの利回りも取れんしてきたということです。これを金利上昇と言わずして何と言うのでしょうか。

こうしたことが既に起こっているのが、日本の大きな問題ですが、それを無視して、0.1%の金利が高いとか、そういう話になっ

ています。もっと資本コストを見た方がいいのではないのでしょうか。

こういうことが議論されずに、日本銀行だけでどうにかなるという考えは、逸脱だと思っています。デフレの本質は資本コストにあります。

## ■ 7. まとめ

以上が私の考えですが、ここでいったんまとめたいと思います。

まず、アベノミクスについて。それだけで株が上がったのではないのではないかと提起しています。元々日本株に対して極めて悲観的になってきていたところに、景気が底打ちし、グローバルな正常化が進んできて、チャイナリスクも低下しました。こういう環境で株が上がってきたのではないかと考えています。

次に、政府と日銀が協定を結んだら敵なしというような話になっていますが、為替は外交だという話です。日銀の独立性よりも日本の独立性をもう少し考えた方がいいということです。

「世界の正常化」という言葉を使いましたが、実際にはまだ五合目くらいだと考えています。なぜかという、前述のアメリカの失業率で言えば、異常値である10%から6%を目指すと言っているわけです。8%という今のレベルはまだ半分の達成率です。また、ヨーロッパのスプレッドが5%というのも、異

常です。適正水準が2%だとして、今は3.5%。  
これも半分の達成率です。

日本株はいつまで強気でいいのかという  
と、アメリカの失業率が6%、ヨーロッパの  
信用スプレッドが2%になるまで強気でいけ  
ばいいと思います。

最後になりますが、日本の現実的な問題と

して、資本コストとは何かを考えなくては  
いけない点を提起しておきたいと思います。

本日は、長い時間にわたりまして、ご清聴  
どうもありがとうございました。

( 本稿は当研究会主催による講演会における講演の要旨で  
ある。構成：千田 雅彦 )