

2006年の経済と市場展望

日本株割安を是正する長期上昇始まる
日本経済は楽観・悲観ではなくゼロ物価均衡続く
世界的低金利時代長期化へ



2006年1月

ドイツ証券株式会社
武者 陵司

Ryoji.musha@db.com



ドイツ証券株式会社（当社）、ドイツ銀行ならびにその関係会社は当社の調査レポートで対象としている企業と何らかの取引を行っており、また将来行う可能性があります。そのため、当社は、本レポートの客観性に影響を与えうる利益相反を有する可能性があることにご留意ください。

ドイツ銀行の米国証券現地法人、DBSIの調査部門が調査対象としている企業の中には、DBSIの米国内のお客様が希望される場合には、独立した第三者調査機関による調査レポート（IR）を無料でご覧いただけるものがあります。お客様は、<http://gm.db.com>でこのIRを直接ご覧いただくか、1-877-208-6300 に電話で郵送をご依頼いただくようお願いいたします。

投資家の皆様は、本レポートは投資判断の際の判断材料の一つに過ぎない点をご了承ください。

開示事項とアナリストによる承認については付録1をご覧ください。

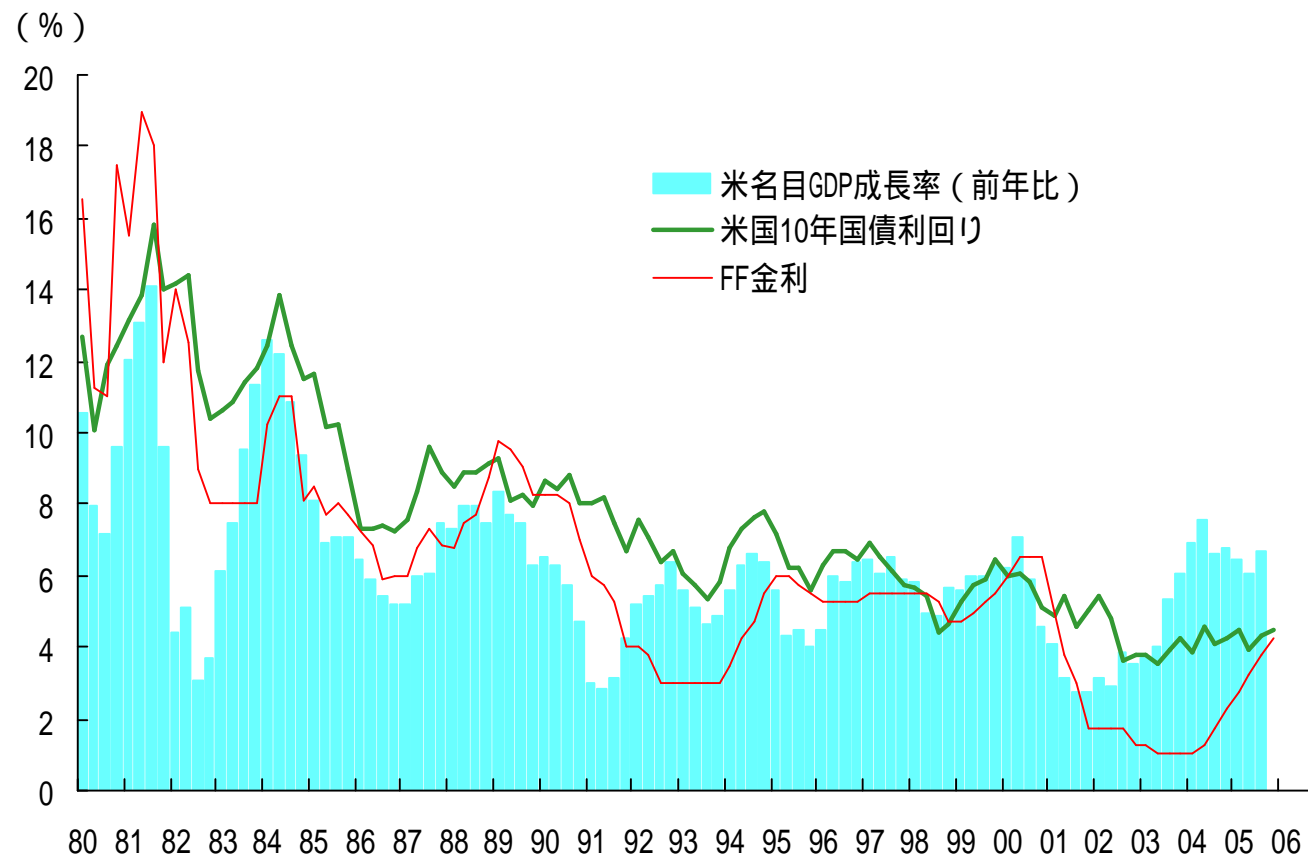
A Passion to Perform.

Deutsche Bank
Group



< 資料 >

米国GDP成長率と金利の推移

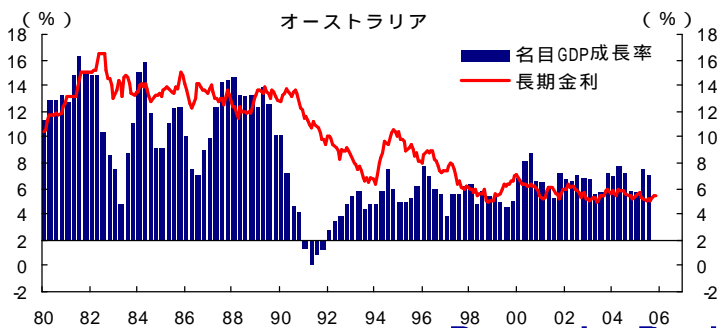
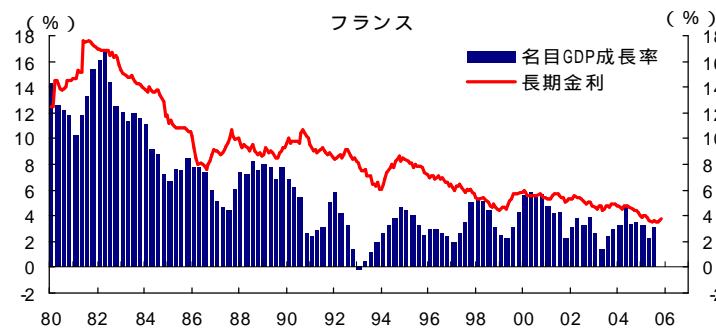
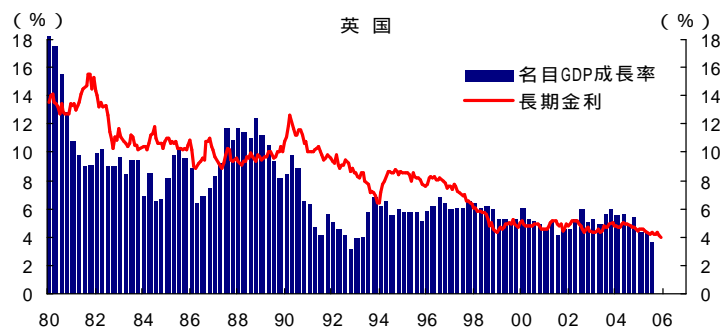
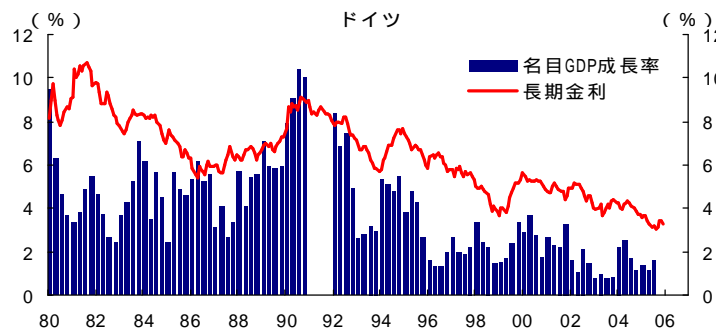
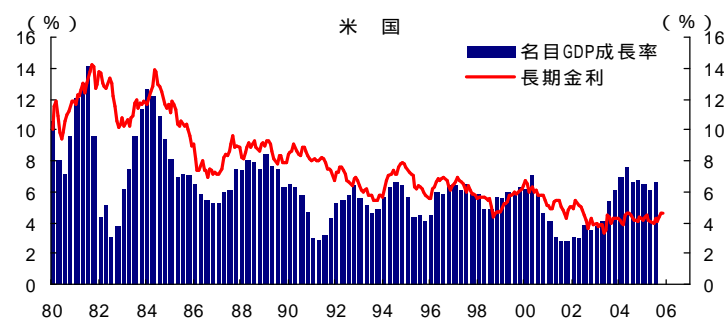
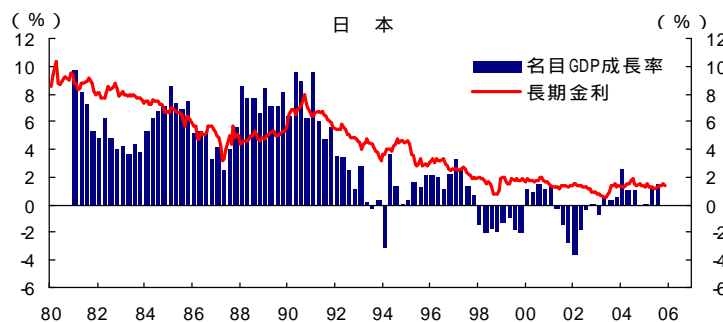


出所：データストリーム、ブルームバーグ



<資料>

日米独の名目成長率と長期金利推移

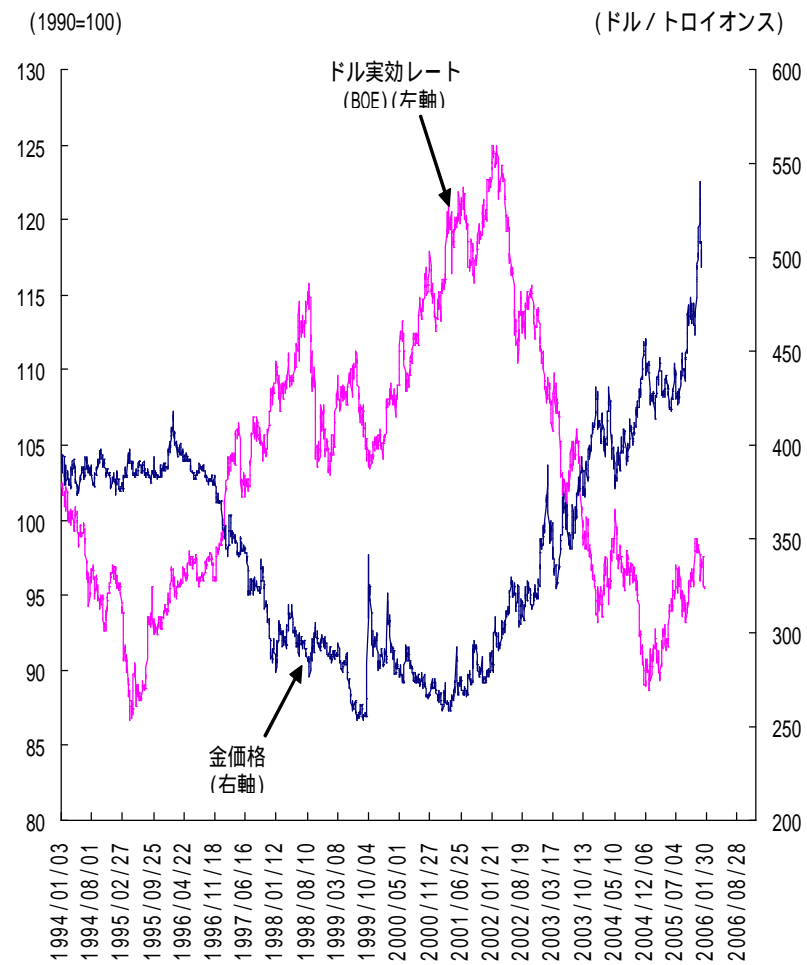


出所：データストリーム

Deutsche Bank
Group

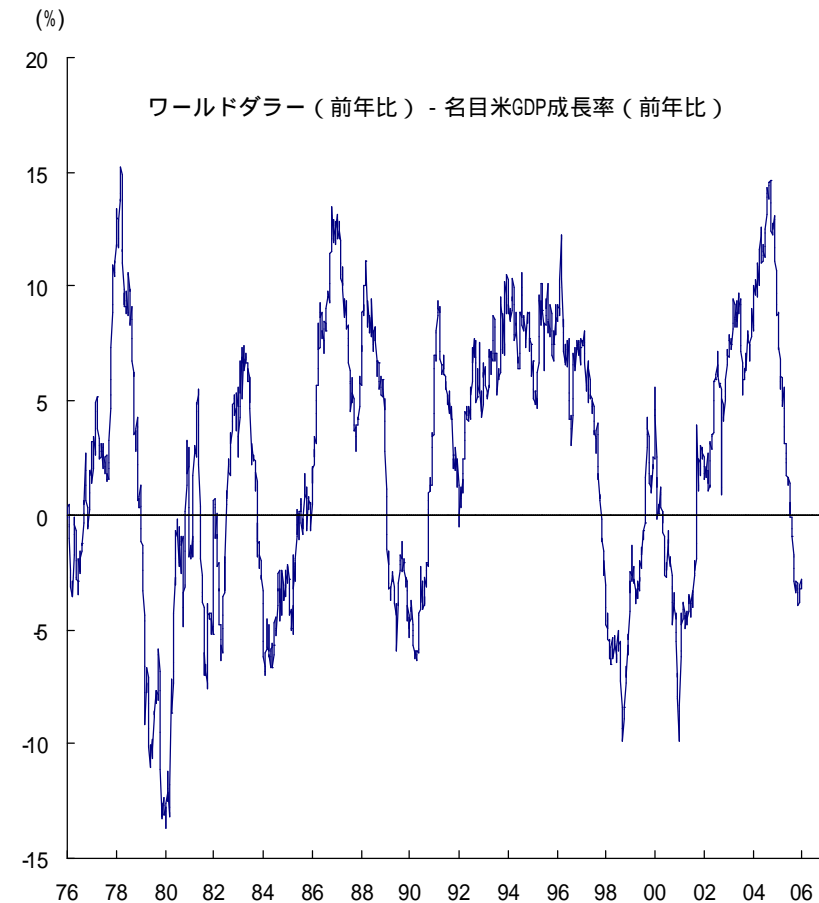


<資料> 金価格とドル実効レート



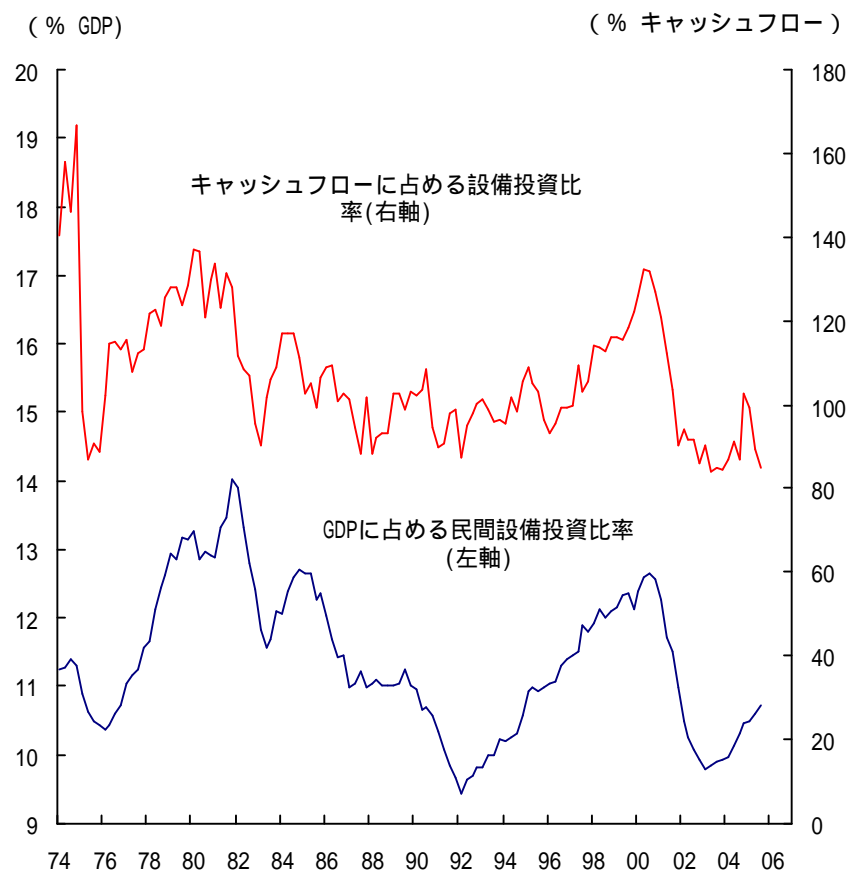
出所：データストリーム

グローバルドルの過剰流動性



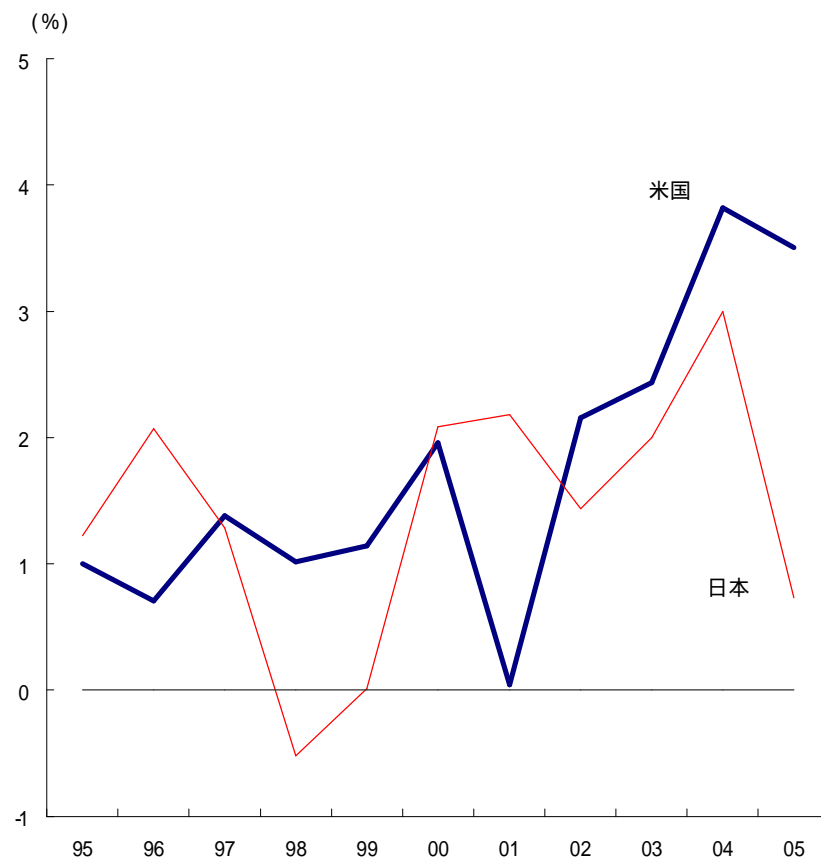
注：ワールドダラー＝ベースマネー＋外国中央銀行保有財務証券残高。
出所：Federal Reserve、米商務省、ドイツ証券

<資料> 依然低い米国の設備投資



出所：米商務省、Flow of Funds

日米のチープレーバーギフト対GDP比率

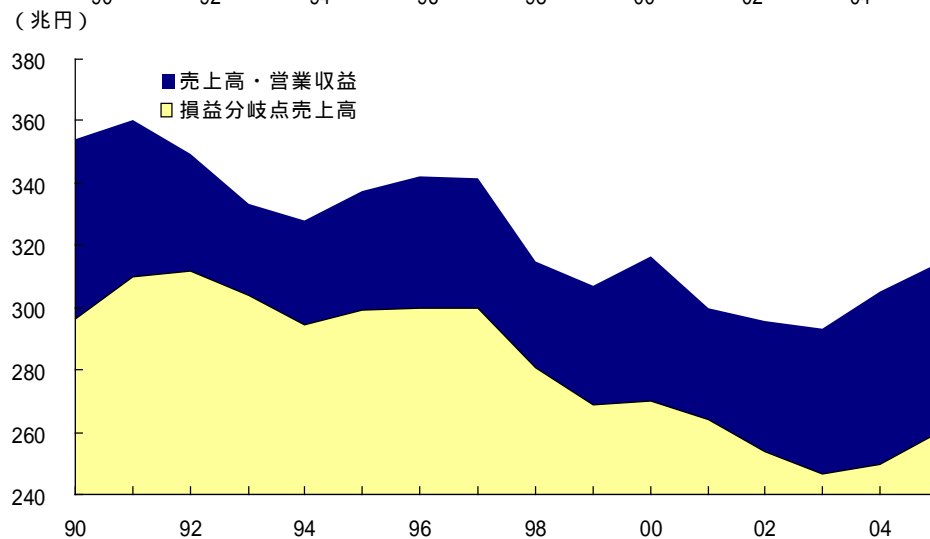
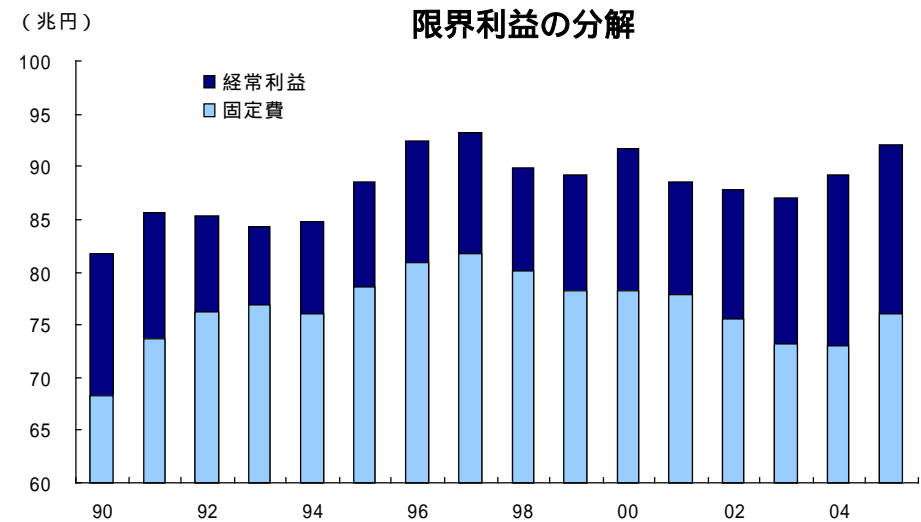
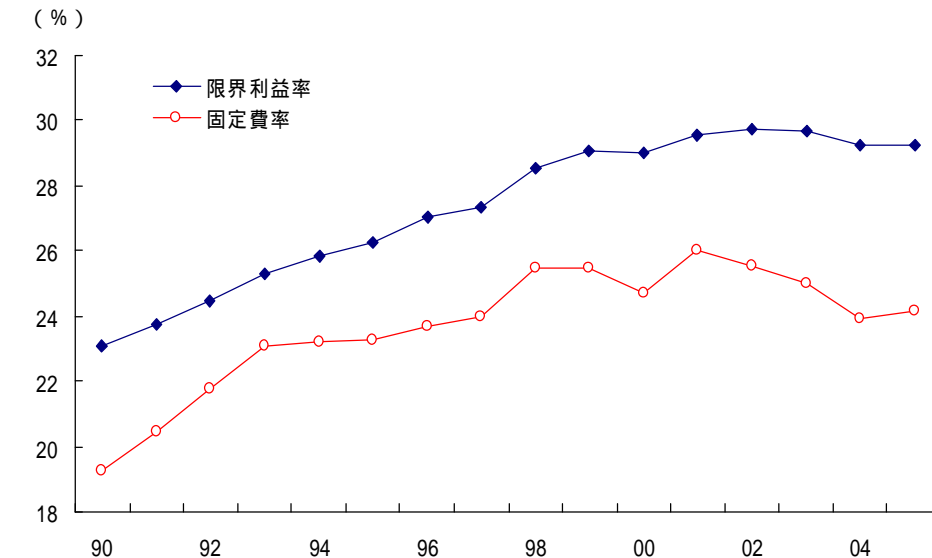


* チープレーバーギフト = 対中国輸入増加額 × 10 / 名目GDP
出所：米商務省、内閣府、財務省、データストリーム、ドイツ証券



< 資料 >

日本企業の利益構造 (1293社、東証1部除く金融)

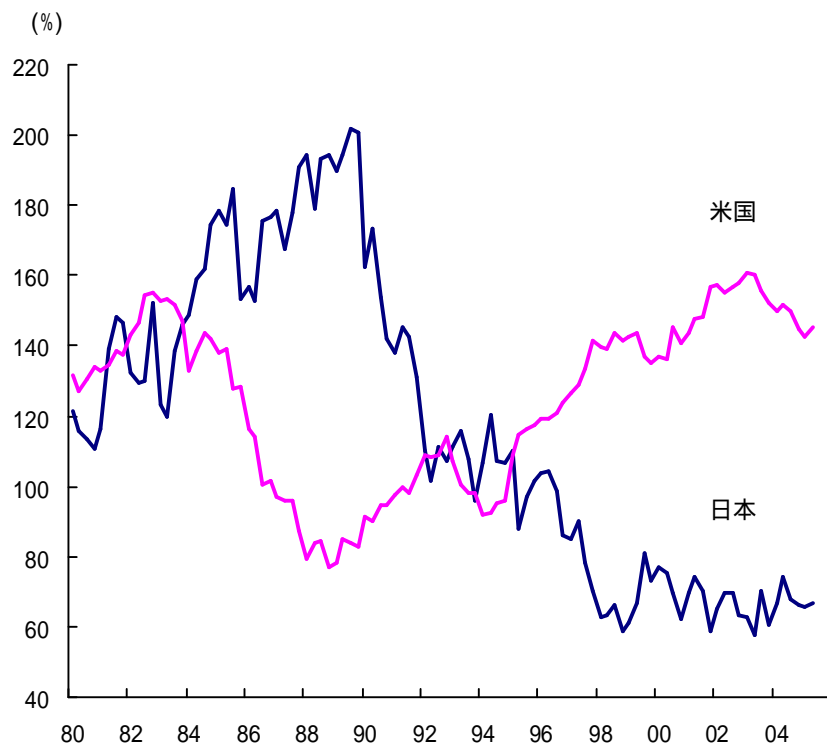


注: 05年はドイツ証券予想、データは単体ベース 出所: AMSUS、ドイツ証券予想



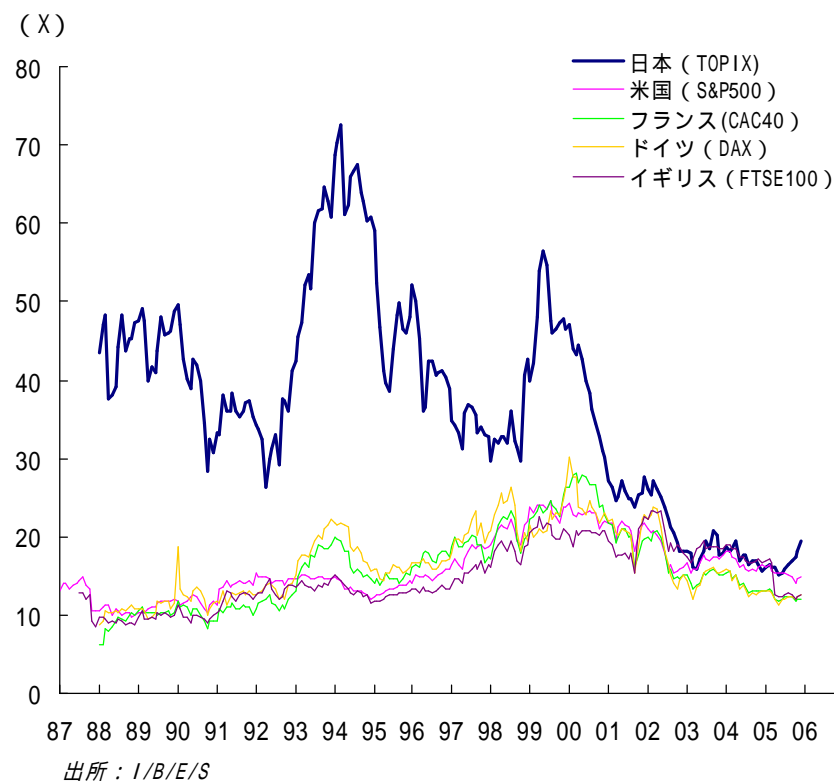
< 資料 >

時価総額ウェイト(MSCI world)/OECD内GDPウェイト



出所: OECD, MSCI

G5の12ヶ月先P/E推移

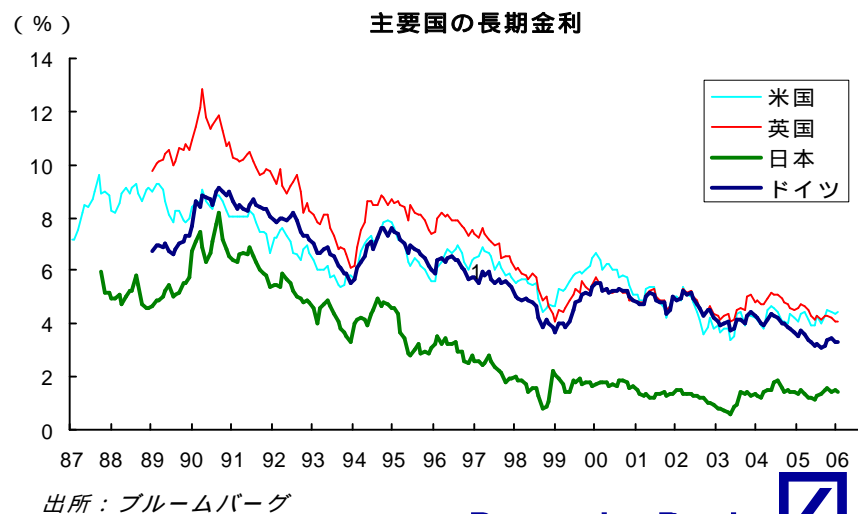
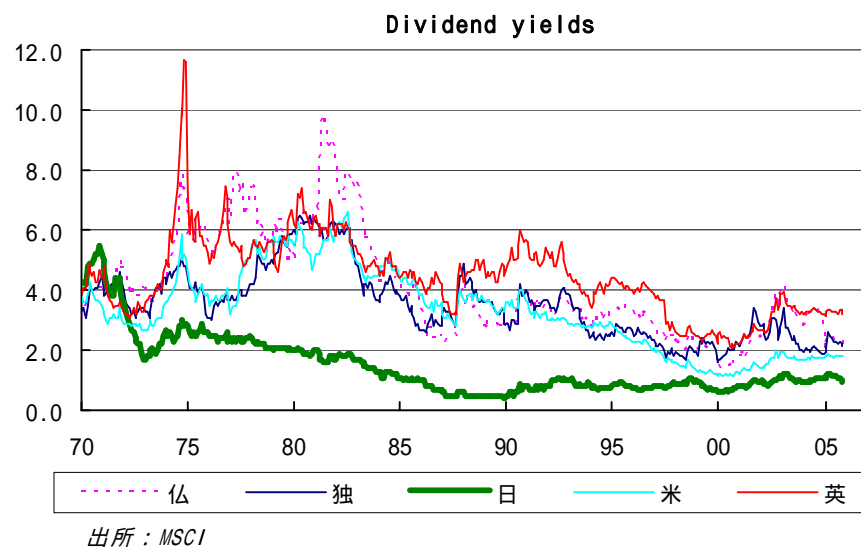
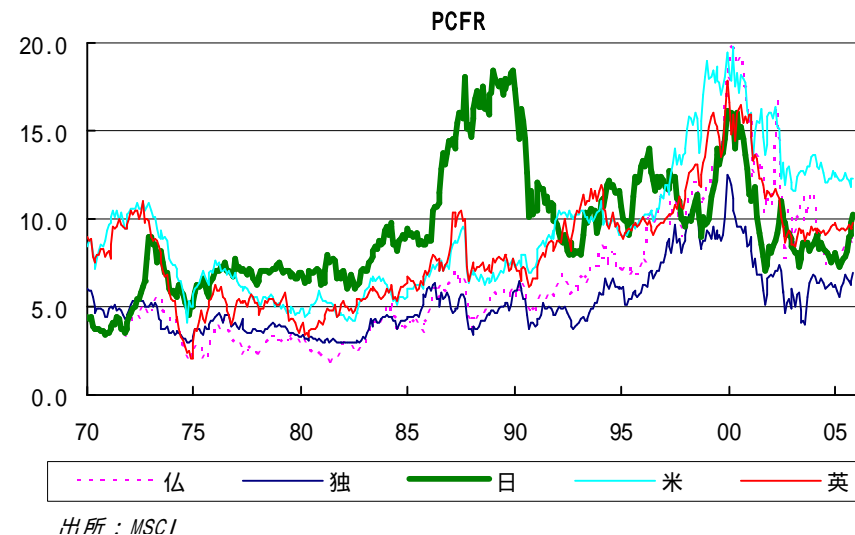
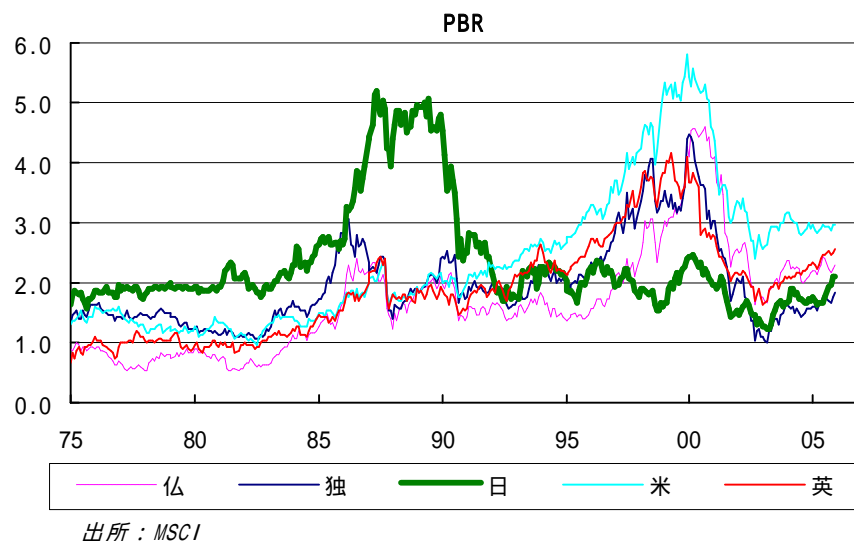


出所: I/B/E/S



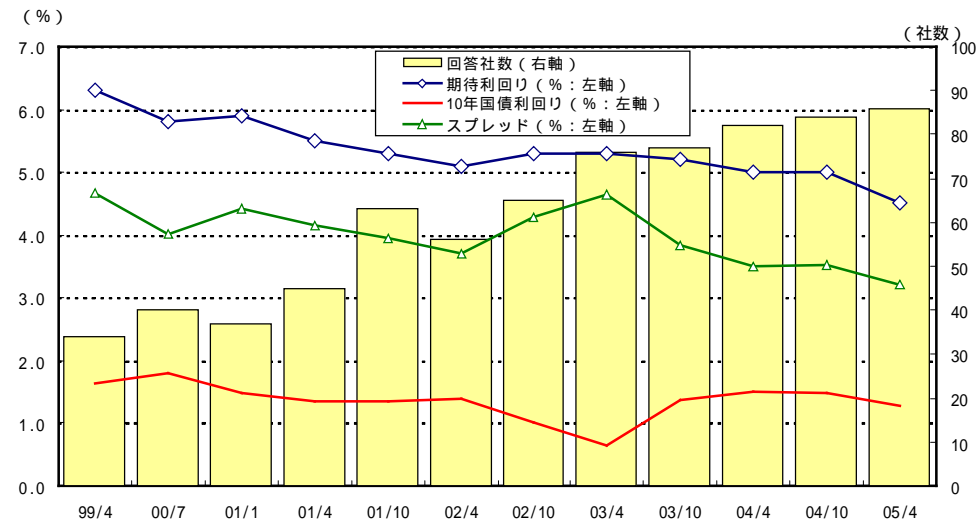
株式バリュエーションと長期金利

<資料>



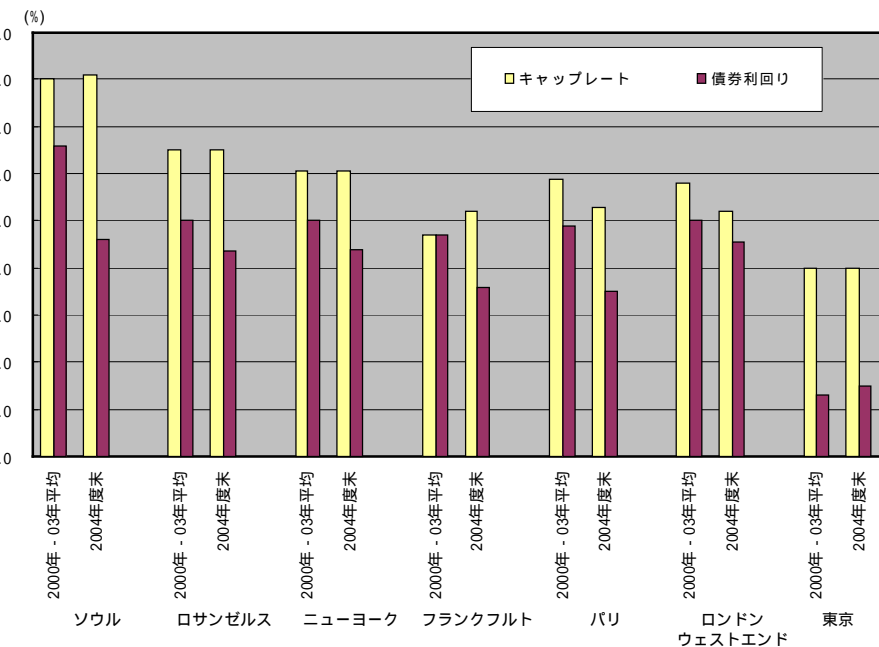
< 資料 >

不動産投資家調査における投資期待利回りの推移



(注) 丸の内・大手町地区にある、第5年未満の、延床面積5万㎡以上、天井高2.7m以上、フリーアクセスフロア、IDカード式安全管理、のAクラスビルに投資することを想定した場合の期待利回りについてアンケート調査したもの
 期待利回り(キャップレート)は、単年度の純収益(NOI) / 市場価格、
 単年度の純収益(NOI, Net Operating Income)は、減価償却前、税引き前の純収益をさす。
 10年国債利回りについては、当該月の週次値の月平均値を用いた。
 スプレッドは、期待利回りと10年国債利回りの差をとったもの。
 (出所) 日本不動産研究所、ブルームバーグ

世界各都市におけるキャップレートと債券利回り (%)

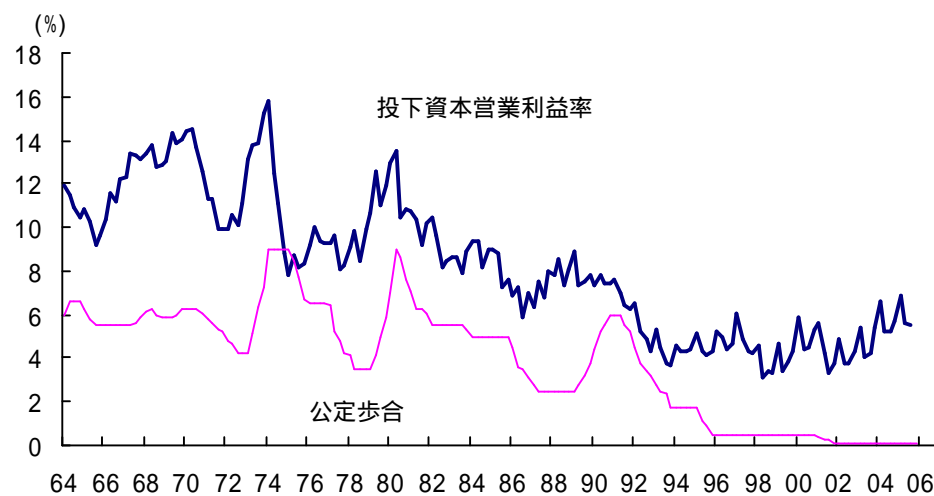


(出所) CB Richard Ellis, Deutsche Bank, Jones Lang LaSalle, The National Real Estate Institute

<資料>

空前のリターンギャップ

預金	0.0%
国債	1.5%
配当	1.1%
REIT	3.5%
株式益回り	4.8%
事業リターン（過去投資）	6.7%
事業リターン（現在投資）	10%+

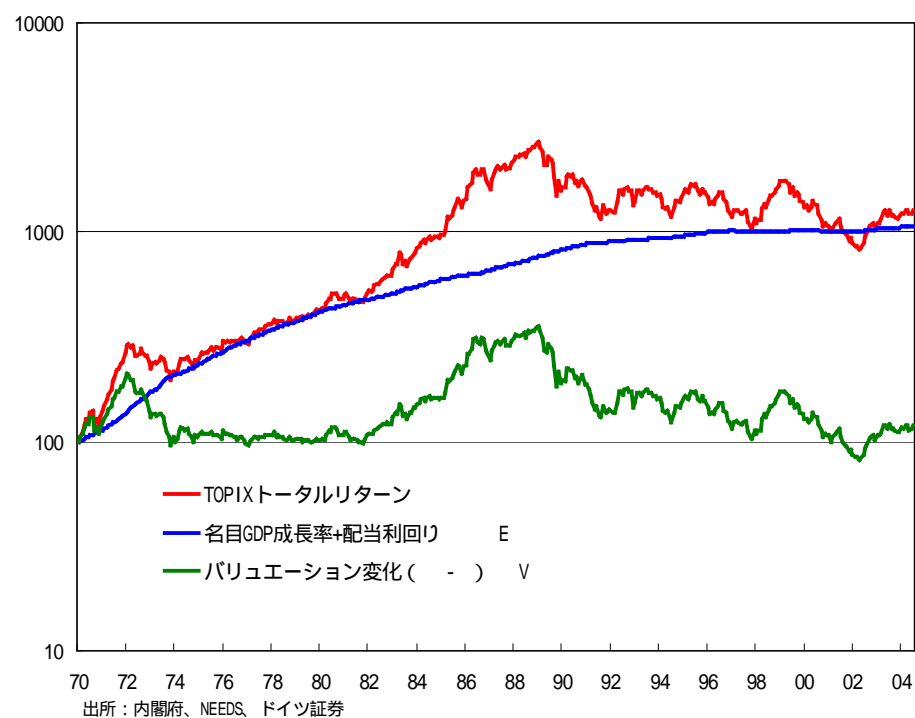


出所：財務省「法人企業統計季報」、日本銀行

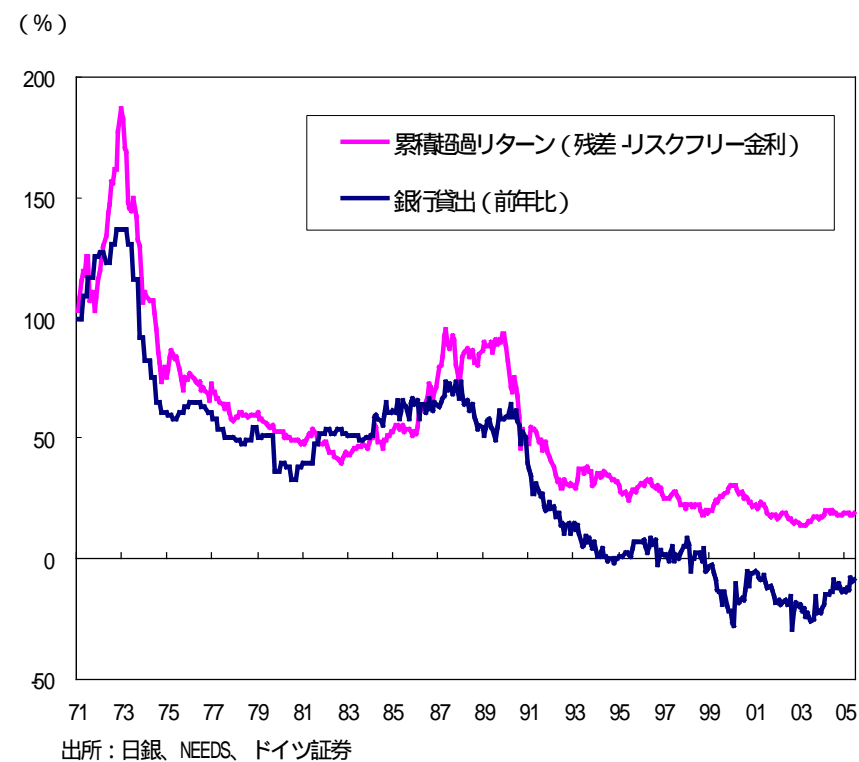


< 資料 >

株式の累計トータルリターンとその分解

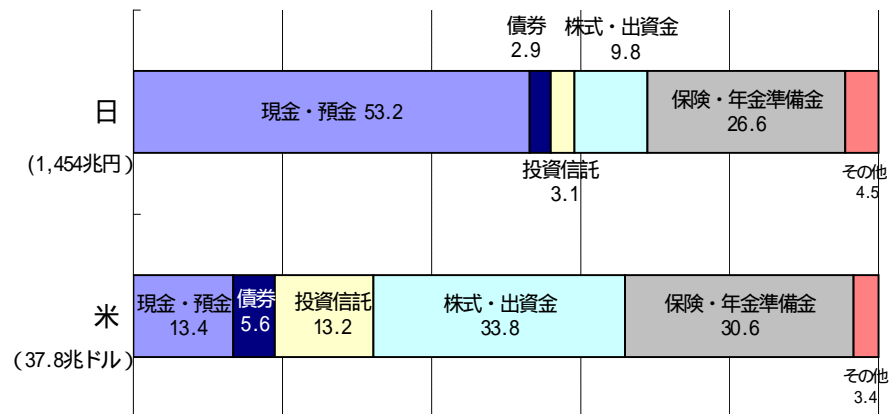


累積超過リターン(残差-リスクフリー金利)と銀行貸出の伸び率

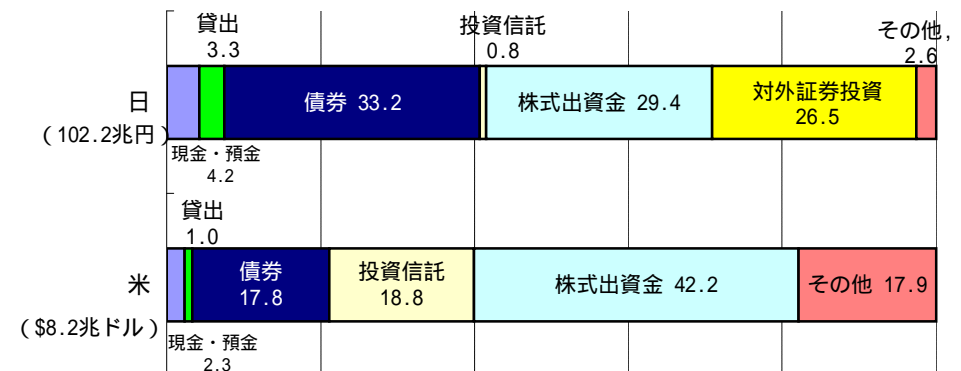


< 資料 > 資産構成: 金融資産合計に占める割合 (2005年6月末)

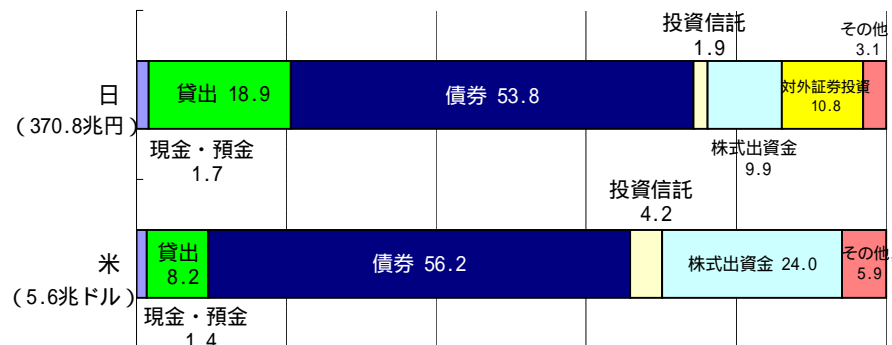
家計



年金基金



保険



出所: 日銀

付録1

ご要望いただければ追加の情報を提供いたします

このレポートで言及されている証券についての投資判断または業績予想に関する開示事項については、当該銘柄の直近のレポートをご参照いただくか、開示事項検索ページ（<http://gm.db.com>）をご参照ください。

アナリストによる承認

このレポートで示された見解は、言及されている発行会社等とその発行会社等の有価証券に関する、以下に署名したリード・アナリストの個人的見解を正確に反映している。さらに、以下に署名したリード・アナリストは、このレポートに特定の推奨または見解を掲載したことに対して、いかなる報酬も受け取っておらず、今後も受け取らない。

武者 陵司

レーティングの定義

Buy: 今後12 ヶ月間のトータルリターン（株価変動率 + 配当利回り）が + 10% 以上になると予想される。

Hold: 今後12 ヶ月間のトータルリターンが + 10% と - 10% の間に入ると予想される。

Sell: 今後12 ヶ月間のトータルリターンが - 10% 以下になると予想される。

注1. 公表されたレーティングが、時にはこれらの定義の範囲外となることもあります。その場合は、付加的な開示項目が、調査レポートと当社の開示事項検索ページ(<http://gm.db.com>)に開示されます。

注2. 直近のレポートでの投資判断と目標株価が、それ以前に公表されていた投資判断などに常に優先します。

規制に基づく開示事項

米国の法律および規制によって義務付けられた開示事項

本レポートに掲載された調査対象企業について義務付けられた下記(1)から(7)の開示事項については、いずれも付録1の「重要な開示事項」をご参照ください。ドイツ証券株式会社、ドイツ銀行ならびにその関係会社が、(1)この企業が現在交渉中の案件について、助言を行っている、または、この案件について主幹事または副幹事を務めている、(2)この企業の株式等の1%以上を保有している、またはそのほかの保有関係がある、(3)この企業から特定の業務に係る報酬を受け取っている、(4)この企業と、ある種の顧客関係にある、(5)過去に、この企業が発行する証券の公募の主幹事または副幹事を務めたことがある、(6)この企業に役職員を派遣している、(7)この企業が発行している証券のマーケットメイクを行っているか、スペシャリストを務めている。

追加的开示事項は以下の通りです:

株式の保有と重大な利益相反:ドイツ銀行の米国証券現地法人DBSI はアナリストやアナリストの部下、それらの家族に対して、そのアナリストが調査対象としているすべての企業の株式の保有を禁じています。

アナリストの報酬:アナリストの報酬の一部は投資銀行収入を含むDBSI の収益に応じて支払われます。

アナリストがオフィサーまたは取締役となること:DBSI の方針では、アナリスト、アナリストの部下、それらの家族がアナリストの調査対象のすべての企業について、オフィサー、取締役、諮問委員会(Advisory Board)の委員、あるいは従業員としての業務に従事することを禁じています。

レーティングの分布:上記のレーティングの分布に関する開示事項(Rating dispersion and banking relationships、または、Disclosure Web ページのEquity Rating Dispersion/Banking Relationships)をご参照ください。

株価チャート:過去のレーティングや目標株価の変更も表示されている、上記の株価チャートを、ご参照ください。あるいは、電子フォーマットのチャートを希望される場合または、本レポートで複数の企業に言及されている場合については、下記のDBSI のWeb ページにアクセスして、ご参照ください。

<http://gm.db.com>。

米国以外の国々の法律および規制で義務付けられた追加開示事項

下記の開示事項は、米国の法律や規制に基づいて各企業個別にすでに開示されている事項に加え、以下に示した国によって義務付けられた追加開示事項です。

アナリストの報酬:アナリストの報酬の一部は投資銀行収入を含むドイツ銀行ならびにその関係会社の収益に応じて支払われます。

オーストラリア:本レポート、及びこれに対するアクセスはすべて、オーストラリア会社法が定める「ホールセール顧客(wholesale clients)」のみを対象にしています。

ドイツ:本レポートで言及されている企業の(i) 正味空売り残高すべて、(ii) トレーディング・ポジションすべて、(iii) 株主資本の5%以上の保有については上記の各企業個別の「重要な開示事項」をご参照ください。利益相反を防ぐまたは利益相反に対処するため、ドイツ銀行は法令及び規制順守に必要な手順を構築し実行しています。これらの手順はコンプライアンス部によって監視されます。

EU:ドイツ銀行が欧州でどの様に利益相反を特定し管理しているかの概要については、投資調査に関する利益相反の管理のための当社のpublic facing policy に記載されています。

香港:本レポートに関係する香港の規制で義務付けられた「重要な開示事項」については、<http://gm.db.com> にアクセスしてご参照ください。開示事項#5 にはリサーチ・アナリストの部下を含みます。開示事項#6 は香港証券先物委員会(SFC)の行動規範(以下「規範」)の段落16.5(a)の目的に関する財務上の利害関係の開示事項と合致します。1%以上の持分があるかどうかは、前月末現在で算出されます。開示事項#7 と#8 を合わせると、投資銀行関係を公表するための規範の段落16.5(d)に基づくSFC の規則と合致します。

日本:日本の証券取引所、日本証券業協会、日本証券金融株式会社が義務付けている開示事項すべてに関しては、「重要な開示事項」をご参照ください。

英国:金融サービス機構(FSA)の規則での定義によって個人顧客(private customers)と分類されている顧客は、本レポートと併せて、本レポートで議論されている企業に関する、以前のドイツ銀行のレポートも読むべきです。

トルコ:本レポートに示された情報、説明、アドバイスは投資コンサルタントサービス(investment consultancy service)の一環として提供されるものではありません。投資コンサルタントサービスは、証券会社、ポートフォリオ運用会社、銀行から提供されます。ただし、これら企業と顧客との間で取り交わす投資コンサルタントサービスに係る預け金の、これら企業による受け入れは認められていません。本レポートでの説明、アドバイスは、関係した説明者(interpreter)、コンサルタントの個人的な意見に基づいて提供されたものです。このような意見は、お客様の財務状況および収益/リスク選好に適合しない可能性もあります。そのため、本レポートの情報のみに基づいた投資判断が期待した成果につながらない可能性もあります。

Global Disclaimer

本レポートに掲載された情報及び意見は、ドイツ証券株式会社、Deutsche Bank AG またはその子会社や関連会社（以下「Deutsche Bank」と総称）が作成したものです。本レポートに掲載された情報は、Deutsche Bankが信頼できると判断したものであり、Deutsche Bankが信頼できると判断した公開の情報源から入手した情報に基づいております。Deutsche Bank に関する情報以外については、Deutsche Bankはその正確性または完全性に関して何らの表明も致しません。

Deutsche Bankが本レポートで言及された証券を自己ポジションで売買するかどうかを決定する際に、Deutsche Bankは本レポートを検討対象にする場合があります。

推奨銘柄に関し、Deutsche Bank 調査部アナリストはDeutsche Bank の従来からの長期買い推奨あるいは売り推奨と整合性のある、またはこれらと矛盾した短期推奨を行う場合があります。そのような情報については、Deutsche Bank ウェブサイト（<http://gm.db.com>）のSOLAR 銘柄リストでご覧いただけます。

Deutsche Bankは、アナリストの短期推奨に基づいて自己勘定で売買したり、本レポートにおいて言及されたものとは矛盾する手法で証券取引を行う場合もあり、本レポートにおいて言及された証券を自己勘定で顧客との間で売買することがあります。利益相反のある場合には、本レポートの最後またはDeutsche Bankウェブサイト（<http://gm.db.com>）に開示されます。

本レポートに掲載された意見、推定、見通しは、本レポートの日付時点における執筆者の判断に基づいています。それらは、必ずしもDeutsche Bankの意見を反映しているとは限らず、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された事項、意見、見通しまたは予想が変化し、あるいは発表後不正確となった場合でも、当該企業の調査を中止した場合を除いて、Deutsche Bankは、本レポートを更新、修正、変更し、またはほかの方法で本レポートの受取人にその旨を通知する義務を負いません。本レポートに掲載されている金融商品の価格及び取引の実行可能性についても、予告なしに変更される場合があります。本レポートは、情報提供のみを目的としたものであり、いかなる法域においても、証券やその他金融商品の売買や特定の投資戦略への参加の勧誘とみなされるべきものではありません。本レポートに掲載されている金融商品は、すべてのお客様に適合的であるとは限りません。必要な場合はお客様ご自身でアドバイザーに相談し、お客様個別の財務状況及び投資目的に基づいて、お客様ご自身で投資に関する決定をしていたかなければなりません。本レポートに掲載された金融商品がお客様の本国通貨以外の通貨建てである場合、為替相場の変動が同商品の価格もしくは価値、または同商品から得られる収入に悪影響を与える場合があります。そうした商品に投資するお客様は、為替リスクを事実上負うこととなります。また、投資収益は変動する可能性があり、直接的もしくは間接的に本レポートで言及されている金融商品の価格あるいは価値も、上昇または下落する可能性があります。過去の実績は、必ずしも将来の成果を示唆するものではありません。

すべての取引は、準拠法に異なる規定がある場合を除き、お客様の本国に所在するDeutsche Bankのグループ会社において実行していただく必要があります。米国においては、NYSE、NASDAQ、NFA および SIPCの会員であるDeutsche Bank Securities, Inc.が本レポートを承認・配布しています。ドイツでは、ドイツ金融サービス監督庁〔Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)〕の認可を受けたDeutsche Bank AG Frankfurt が本レポートを承認・配布しています。英国においては、London Stock Exchange の会員であるDeutsche Bank AG London が、本レポートを承認・伝達しています。なお、Deutsche Bank AG London は、英国内の投資事業に関しては、英国金融サービス庁の規制を受けており、ドイツ金融サービス監督庁〔Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)〕の承認も受けております。香港ではDeutsche Bank AG 香港支店が、韓国ではDeutsche Securities Korea Co. が、シンガポールではDeutsche Bank AG シンガポール支店が、それぞれ本レポートを配布しています。日本では、ドイツ証券株式会社が本レポートを承認・配布しています。本レポートに含まれる情報は投資顧問の規定に該当するものではありません。オーストラリアでは、個人顧客(retail clients)は、本レポートで言及されているいかなる金融商品についても、商品開示明細書〔Product Disclosure Statement(PDS)〕を入手して、当該商品を取得するかどうかに関する判断を下す前に、PDSの内容を吟味するべきです。ご要望に応じ、本レポートに記載された証券、その他金融商品、発行体に関する追加情報をご提供します。いかなる目的であれ、ドイツ証券株式会社の書面による事前の許可なく本レポートを複製、配布、出版することはできません。本レポートを引用する場合、出所を示してください。

©2006 ドイツ証券株式会社