



### 馬淵 治好氏講演より

### 2013 年経済と市場を読む

レポーター:川元 由喜子

馬淵治好(まぶち はるよし):ブーケ・ド・フルーレット 代表、CFA 協会認定証券アナリスト  
1981 年 東京大学理学部数学科卒業、1988 年 米国マサチューセッツ工科大学経営科学大学院 (MIT Sloan School of Management) 修士課程終了。1981 年に(旧)日興証券入社。2004 年8月～2008 年12月は、(旧)日興コーディアル証券国際市場分析部長を務めた。2009 年1月より、独立し現職。著書に「株への投資力を鍛える」(東洋経済新報社)。日本経済新聞夕刊のコラム「十字路」の執筆陣のひとりで、テレビ・ラジオ出演も数多い。官公庁や諸団体が主催するセミナーでの講演や、諸大学の公開講座での講義など、講演活動も活発に行なっている。

リーマンショックあたりから最近まで、世界の金融市場には様々な悲観論が渦巻き、株が売られもしましたし、リスク回避と称して円が買われる、という現象もありました。安全な資産が買われ、日・米・独の長期債利回りが低下しました。所謂、「リスクオフ」という傾向です。

もちろん実態も悪かったのですが、本当の危機以上に、「危機騒ぎ」であったと思います。今年の経済は、問題がないとは言わないまでも、まあまあの実態です。それなのにマーケットは悲観論を織り込んで

しまったものですから、現在、世界の株価や長期金利はそのギャップを埋めにいつている段階です。

次の第二段階は、実態が改善して企業収益のレベルが上がり、あるべき株価の水準も上がる、株価はそれに沿って上がる、ということになるでしょう。経済成長率でみると、去年より今年、今年より来年がマシだと思いますので、傾向としては株高、そしてリスク回避の裏返しで円安、安全と思われていた国債利回りの上昇、という方向でしょう。今は、第一段階と第二段階の狭間に居る可能性が高いと思います。





## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

日経平均の予想は、6月末まで10,000～12,000円の推移、年後半は、上値を13,000と置いています。今では平均的な見方ですが、前半の予想を発表したのは2012年7月、後半は11月で、アベノミクスや日銀の追加緩和が分かっていたわけではありません。行き過ぎの反動として、予想したのです。

全体としては明るい見通しですが、リスク要因を3つ挙げます。一つ目はギリシャの財政破綻。二つ目は中国経済。三点目は、少し気が早いかもしれませんが、金融緩和からの出口です。上手く出られない、または出られないかもしれないという不安が市場に広がってしまうと、波乱要因になります。

さて、今後は実態が改善して第二段階に入るという見通しですが、それは無条件というわけではない。政治も企業経営も、「大転換」が必要です。今のところ、自民党政権の経済政策の筋は悪くないと思います。金融政策だけではだめ、需要を担う家計と企業が頑張れる環境を整えるのが政策の役目だ、との発信は非常にまともな考え方です。

日銀は量的緩和に動いていますけれども、使われずに放置されているお金が積み上がっているだけであって、今はカネ余りとは言えません。経済を馬に喩えると、のどの渴いていない馬の前に水を置いて、「さあ飲め」と言っているわけなのです。水桶が一個で足りなければ、二個、三個と水桶を増やせば馬は水を飲むのだ、というのは、かなりの暴論であって、金融政策以外の方法により企業活動を活発にする、いわば馬を運動させることで、やっと水を飲むようになるのです。

この後の講演も、株式市場のバリュエーション、為替市場の見方、日米の量的緩和策の評価、中国の構造問題、アメリカ経済に対する強気な見方、シェールガスについてなど盛りだくさんの内容でした。



### 馬淵 治好氏・岡本 和久対談より 投資環境を語る

レポーター:赤堀 薫里;加筆:岡本 和久

岡本 | アメリカは、空洞化に対応してアメリカの中に新興国を取り込んでいます。安い労働力も含めて、自国の中に取り込むということは、外で生産しないで内で生産することで、更にコストを下げる効果が期待できます。つまり工場を移転させるよりも安い人を持ってきた方がもっと安くすむというエコノミクスが働いているわけです。ただ、日本の場合、移民の問題に対して非常にバリアが高いですね。馬淵さんが先ほどお話していたように、売られすぎからの価格の修正が現状というのは、私もそう思います。極端な売られすぎから戻る時というのは、買われすぎまでいき、買われすぎと売られすぎを繰り返して本来の価値の近くに収斂していくのだと思うのです。しかし、ここから先は個別企業によってかなり方向性が変わってくると思います。その際、一番大きな問題になるのは、雇用の問題でしょう。「外に出て安い労働力を使う」vs.「安い労働力を自国の中に持ってきて生産する」のと、トータルでみてどちらが効率が良いのか。それが、これからの企業の収益性の分かれ目のような気がします。どうでしょうか。



馬淵 | アメリカは非常に意図的にやっていますね。特にオバマ大統領が「インソーシング」に力を入れています。移民が入ってくると、その結果、賃金が下がってくる。移民の賃金が安いというのがありますし、国内でも競争するので、従来のアメリカ人の賃金も下がる。アメリカの南部の人件費をみますと、中国や東南アジアに対して相対的に接近しています。逆転まではいってないと思いますけどね。

岡本 | 中国で生産する時のリスク・プレミアムを考慮すると、アメリカでの生産は相対的にかなり割安になってきているという感がありますよね。

馬淵 | おっしゃる通りで、接近して逆転しなくても、中国の場合、かなりリスク・プレミアムが高いのです。例えば、反日デモが起こるとか、いきなり政治が変わって、税金や規制が急に変わると



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

いうリスクもある。あともう一つ、アメリカの企業ではないのですが、家具のイケア、ブルドーザーのキャタピラ、エレベーターのオーティスなどは、アメリカに拠点を戻しています。アメリカに戻しているのは、アメリカ市場向け商品の生産です。そこに考慮されているのは輸送コストです。中国の方が、若干、賃金は安くても、船で運ぶような重いものに関しては、輸送コストを勘案するとアメリカの方が割安になります。輸送コストを考えると逆転現象が起こっているわけです。また、各州が生産拠点を戻して来ると、補助金を出したり、減税したりしてくれます。まだ実現はしていませんが、アメリカの国全体でも法人税減税をする際には、特に製造業に対しては大きく税率を下げるとオバマ大統領は言っています。これは明らかに生産拠点をアメリカに戻そうという狙いです。移民政策で労働コストが安いというだけでなく、政策的にそちらの方に持っていこうとしているわけです。

岡本 | なるほどね。

馬淵 | 「アメリカは輸出を伸ばしたがっている。従って米ドル安政策をとるんだ」という一方的な議論を展開する識者が多くいます。ところが、そのインソーシングにしても、意図的に見つけたのか、たまたま見つかったのかわかりませんが、シェールガスが採れることで、エネルギーの輸入が減り、貿易収支が改善します。生産拠点は戻り、それによってエネルギーコストの安さがプラスに働く。エネルギー需給からみても貿易収支の赤字が縮小し、もしかすると黒字になるかもしれないという状況です。今、アメリカのやっている政策を素直に見ると、為替政策以外で貿易収支を改善しようとしているので、その結論として、本当は米ドルは高くなるはずなのです。ただ単に輸出を伸ばしたいから米ドル安だというほど単純なことではないと思いますね。

岡本 | それで、日本の対応は？

馬淵 | 日本がアメリカと同じようにしなければならない理由は何もありませんが、日本の場合、どのような戦略でいこうとしているのか、まだ、あまり見えていない。これまでは、日本で作り輸出するのが難しい安い物は外で作る。日本の中では、研究開発やハイテクの製造等を中心にしよう、というような作戦をとっていた。ただ、ハイテクにしても、昔はハイテクでも今はハイテクでは無くなっているケースがたくさんあります。半導体や大型液晶とかハイテクだから大丈夫だと漫然としていたらひっくり返されたというのが、最近の状況です。これからは日本にある程度、移民を入れて労働力化するというのも、一つの考え方ですね。

岡本 | アメリカへ移民が入ってきても、当然、低賃金です。そこで大切なのは、公共料金が比較的安く何とか生活できるという環境と、頑張れば上に行けるという道が開けているという点ではないかと思いますね。アメリカという場所が提供してくれる可能性にみんな賭けてやってくるのだと思います。そこでひと財産築いて成功者になりたいという人がやって来る。日本



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

の場合、「ただ単に観光で来てくれるなら大歓迎だけど、ずっと居られるとちょっとね」という心理と同時に、日本に来て頑張れば一攫千金というドリームがあまりありません。

馬淵 | だから、最近の若い人は夢を失ってしまっていて、小学生に将来の夢はと聞くと「サラリーマン、公務員」という答えが返ってくる恐ろしい状況ですね。いい意味で「化ける」ということがない。それは大人になってもそうだと思います。だからどうしてもベンチャーが育たないし、ベンチャーに対する投資が育たない。適切なリスクをとらない。資産運用はずっと安全運転の人が、競馬競輪に夢中になっているとか。投資の世界でも、ずっと預金していた人が証券投資をすとなると、いきなりベトナム株へと飛ぶわけですよ。中がスカスカに抜けちゃうわけですね。それは、本当の意味でリスクの意味や、投資が分かっていないからです。今までお金の世界は、汚い怖い世界のものだと言われていただけに、経験がないからいきなりジャンプしちゃうのでしょうか。いろんな意味でリスクと言うものを普段から考えていくことが大切だと思います。

岡本 | 日本の場合は、税制の問題もありますよね。法人税や所得税もそうですけど、もっと安くしないと国際競争に勝てない。政府も、企業の振興の為の補助金を出すより、法人税を安くした方が、企業としてのインセンティブが高まる。また、そのような企業に伸びてもらいたい。PBRは低いけどPERが高いというのは、つまりROEが低い。それは、法人税が高い為に、利益を大きく出そうというインセンティブが足りないのではないのでしょうか。

馬淵 | リターンを高める為にはある程度リスクをとらないといけないわけですよ。それは、証券の世界だけでなく実業の投資や経営でもそうです。そうすると、安全運転で行きましょう、キャッシュカウだけを頼りに、そのまま寝ていればいいやという話になってしまうと、実際にリターンの水準自体は高まらないことになってしまう。一つの会社でどどんんリスクをとる必要はなく、日本の産業全体としてリスクをとればいい。日本からいろいろな企業が出てきて、産業構成も経営の考え方もアグレッシブさもみんなバラバラで違い、「うちの企業は他の企業と違っていいんだ！」と言う会社が増えてくると、全体の厚みが出てきて、リターン自体も向上してくるでしょう。でも、みんな怖いから横並びで、「他の会社がなんかしたら、うちもやろうかな」ということになっているので、活力も出てこないしリターンも上がらない。

岡本 | それはその通りですね。日本の中の企業にもっと多様性があっていい。

馬淵 | 税の話をする、と、財政再建の話が絡んでくるとは思います。過去に税率を上げて財政再建に成功した国はないんですね。消費税率を上げるか上げないかという話だと、正直ここまでくると上げなければいけないでしょう。ただ、税率を上げるとそれに関する経済活動、消費税であれば消費の額が減ってしまいます。大切なことは、最終的に政府が増やすべきなのは税率ではなくて税額であるということです。課税のベースになる対象、「経済活動×税率」



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

の答えを上げなければいけない。例えば、法人税減税も税率を下げて、それによって最終的な利益が活発化して増えればいい。極端な話、税率を半分にしても、最終的な利益額が半分以上になれば税額が増えるわけです。ダイナミックな形で財政再建はありえると思います。なんでもかんでも大盤振る舞いはできないので、全部一律下げというより戦略的に下げていく。まあ、法人税の水準自体が高いので、全面的に下げてもいいと思いますが、先端的な研究開発について法人税を下げてあげる、というようなメリハリをつけるというの一つの方法だと思います。ただ、財務省にそんな議論をふっかけると、税率を下げて所得が増えるかどうか分からない、ギャンブルみたいなことはできませんと言われますけどね。官庁としては受入れ難いことです。

岡本 | 行政からすると税額を減らすということは、あらゆる意味で受け入れ難いですよね。

馬淵 | 税率を減らせば、短期的には税額が減るだろうと思います。

岡本 | 税金を払う側からすれば税額が減らないと意味がない。

馬淵 | ただ、払う税額の絶対額以上に所得額が増えればいいわけですよ。結局、今の日本の問題は、日本の家計とか企業全体の合計のB/S、P/Lを想定すると、トップライン、つまり売り上げが伸びていないことです。名目GDPが伸びていないということが問題なのです。金融をなんとかしようという、金利コストを下げるという話があります。しかし、政府はいっぱい借入金がありますが、日本の民間としてはそんなに借りるニーズもないし、借入金も多くない。だから、金利コストを下げるのはありがたくない。金融緩和は、お金の借り易さを増やすということですが、借りられなくて困っているわけではないので、そこを一生懸命やっても企業も家計もあまり嬉しくない。トップライン(売り上げ)を増やすことが必要なので、金融政策以外の方法で、いかに企業の売り上げを増やすのか。そして、それが廻り回って個人の所得にどう増加としてつながっていくのかということが大事です。トップラインが伸びないと企業はリストラするし、家計は節約するという縮小傾向に入っていきます。

岡本 | そういう状況の中でお金の量をどんどん増やしていくとなると、実物資産や企業の設備投資にお金が回らず、不動産や株式等の金融資産のインフレが顕著になってくるのではないかと思います。経済の健全性という意味ではちょっと疑問があります。まあ、資産効果で消費が活気づくということはあるかも知れないですが。

馬淵 | 金余りの議論の時に、いつも自分に戒めているのは、誰がお金を出し、まず第一次的にどこに渡し、そこからどう渡ってくるのか、経路を考えるようにしています。経路として、中央銀行が銀行にお金に渡した後、どういう経路で投資家に渡ることかということが重要ですよ。入る可能性の一つは、お金を国債買い取りで受け取った銀行自身が、直接株を購入すると



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

ということですが、今の段階でそこまでリスクをとるのかは、ちょっと考えにくい話です。銀行からどういうかたちで資金が株の投資家に渡るといのは、あまり見えてこないですね。そうすると、まだ本格的にお金の実物に向かわず、株だけに入ってくるというのはそんなに起こらないのではないかなと思います。経済学者の方や専門家は、すぐに統計上マクロ的にお金が余っているはずなので、株に入ってくるのではないかと言いますが、今はおカネが偏在していますから、経路として具体的に順番で、どういう風に回って、最終的に株に入ってくるのか説明がつかないとたぶん起こりにくいと思いますね。

岡本 | 今、少し方向性が定まって経済政策が動き出した感があります。年後半になるとその効果と副作用の両方が見えてくるでしょう。今年は面白い年になりそうですね。今日はありがとうございました。