



FIWA®マンスリー・セミナー講演より 山越え谷越え見えてきたメガトレンドと資産運用の将来

講演： 岡本 和久
レポーター： 赤堀 薫里

今月は山越え谷越え見えてきたメガトレンドと資産運用の将来についてお話します。一番重要なことは物事には作用と反作用があることです。例えば、インフレとデフレ。これを繰り返しながら長期的には物価は上昇していきます。理由は、人類は常に生産できる以上のものを欲しがるからです。また、グローバル化と反グローバル化も同様に繰り返していきます。今は、自国優先主義みたいなものが、世の中を覆うようになっています。しかし、規模の経済性と比較優位による生産性の向上を考えると、人類にとってグローバル化は不可欠です。ノコギリの方向がどちらを向いているのかが重要なので小さいギザギザの方向ばかり見てもトレンドを見失います。

株価も同じで十分に分散されたグローバルなポートフォリオの価値は右肩上がりです。ほぼ世界の経済成長並に成長していく。その間にいろいろギザギザが生じる。そのギザギザで売買を試みるよりポートフォリオの価値そのものの、なだらかな増加を享受すればいいのです。

このことはすごく重要なことで、常に心の中に含んでおくべきことです。アメリカを中心とする約100年の大きな流れを解説しておきましょう。1920年代は投機の時代。1929年の大暴落を経て30年代に入ると大不況が世界を襲います。その中でアメリカでは市場制度の修復と証券関連法の改正、そして、正統的な証券分析手法が提唱されるようになります。

40年代になるとポートフォリオ理論が少しずつ整備され、年金資産が増え始めてきました。50年代60年代は、アメリカの黄金時代。戦勝国として、そして世界経済の中心として明るい雰囲気の中、個人投資家がミューチュアル・ファンドなどを通じて市場に参入しました。非常にアクティブなファンドが好まれましたが、それも米国が最も輝いていた時代だったからでしょう。

70年代に入るとこれに年金も参入します。ニフティー・フィフティー(素晴らしき50銘柄)を中心に大量の年金が市場性の大きい代表的な銘柄を買う、買うから上がる、上がるから買うというループ





FIWA®通信「インベストラ이프」

が出来上がります。そこに起こったのが1973年のオイルショックです。もともと値上がりしていた銘柄、超割高な銘柄が大暴落し年金資産も大きなダメージを受けます。

オイルショックによる暴落を経験して年金運用を再検討しなくてはならないという動きが出てきます。70年代後半から80年代は年金運用革命が起こり始めます。さらに、90年代は、年金基金など、機関投資家が運用するのではなく、個人が自分で運用責任を負う時代になりました。

年金運用革命で注目されたのがインデックス運用でした。相場の乱高下に合わせて売買を繰り返してもコストばかり掛かりなかなかうまくいかない。それより市場全体を安いコストで長期に保有していればよいのだという考え方が年金運用のデフォルトになってきたのです。そして、この考え方は運用責任が個人に移るとともに個人投資家の運用でも採用されるようになりました。上場投資信託(ETF)の登場はそれに拍車をかけることになりました。

その中で大きな役割を占めているのが、インデックス運用です。インデックス運用を行うミューチュアル・ファンド(インデックス・ファンド)は当初はアメリカ市場に連動するものでしたが、だんだん、二つの方向に向かって充実していきました。一つは市場の中を細かく業種や規模などで分解してそれぞれに連動するインデックス・ファンドを組成する細分化への動きでした。もう一つはアメリカだけでなく他の国の指数に連動するもの、地域に連動するものが生まれ、ついには全世界の株式市場の動きに連動するファンドも出現するという統合化、拡大化へのトレンドでした。さらには債券や金などの商品に連動するものができてきました。また、細かく分解されたインデックス・ファンドを組み合わせることで計量モデルを用いたアクティブ運用も登場します。

80年代はレーガン大統領のもとで規制が緩和されて、米国が元気になっていきました。90年代は、新成長企業、金融業統合。2000年代に入ると強欲主義の傾向が強まります。2010年代になると業界のモラル崩壊問題になりました。そして、今は信頼回復の時代に入っているのです。

金融市場の信頼回復に向けて、ガバナンス・コード、スチュワードシップ・コード、販売とアドバイスの分離、適合性基準、フィデューシャリー・デューティ(忠実義務)、ESGなどが導入されています。そういう中で金融業務の専門店化が続いています。金融業会全体がたくさんの専門業者の集合で出来上がるようになっているのです。

投資のスタンスも大きな潮流というものを逃さないことが重要です。大きな方向を見逃さないで自分の理解できる、納得できる投資戦略を続けることが、私は長期投資で成功する一番大きな要素ではないかと思います。講演では証券人生の大きな出来事として、為替市場の大きな構造変換、原油価格の急騰、バブルの発生と崩壊の3点を取りあげ、詳しく解説いただきました。また、このような出来事は海に例えると表面の荒波みたいなものであり、それらを引き起こしている底流に流れている潮流についてもお話いただきました。



FIWA®マンスリー・セミナー講演より 「いまはバブルか？」を語る

対談：原田 武嗣、岡本 和久

私のマンスリー・セミナーでのバブルに関する部分につき FIWA®代表理事の原田武嗣さんと興味深い話ができただのでその部分をここに掲載します。

バブルに関する岡本コメントの要旨

私はバブル発生には三つの大きな特徴があると思っています。

- ① 全体的に景気は良くない
- ② そのため先行き懸念から設備投資に資金が回らない(生産に向かわない)
- ③ (まだ相当、将来であっても)大きな構造変化、技術革新が期待される。その結果、資金は不動産や株式に向かう(将来の夢を買う)

毎回、出てくる現象としては、以下のような現象があります。

- 割高な株価を正当化するような新しい指標が出てくる、上昇した価格を正当化するために新しい価値尺度が最後の方に出てきます。従前の尺度では高すぎるが、新しい尺度で見ればまだ安いというわけです。
- みんなが「これはバブルだ」と言っているうちはバブルではない。
- バブルのピークではみんなが長期投資家になるなどという現象が出現します。株価は目先下がってもいずれ上がっていくのだからずっと持っていればよい。これまで短期で売ったり、買ったりしていた人たちが口を揃えてそんなことを言い出したらこれは危険シグナルだと考えた方がよいでしょう。
- 金融資産の価格を押し上げるためのレバレッジが考え出されます。それがさらに金融資産の価格を押し上げます。
- 新しい投資家の出現が普通あります。外人だったり、機関投資家だったり、投信だったりしますが、常に今まであまり活躍していなかった投資家が大きな集団として出現する。
- 相場の展開は普通、個別物色から始まり、それがセクターや業種、テーマへと広がりをみせ、循環物色が始まる。最後は全面かさ上げ相場となって終わります。





FIWA®通信「インベストラ이프」

- マスコミが口を揃えて株式投資の魅力について書きたてます。有識者ももっともらしい、しかも分かりやすい理論を発表して、バブルを正当化しようとします。
- プロの機関投資家の中にスターが登場してみんながその人の動向を注目します。
- 個人投資家も自分の身の回りに成功した人が出てくるにつれ、それまでは腰を上げなかった慎重派の人も投資を始めます。
- つまり、閉そく感、夢、流動性が相互に作用しつつ資産価格を押し上げていくのです。

原田氏とのディスカッション

原田 | バブルの兆候ということでいくつか挙げていらっしゃいました。一つは新しい都市化が現れる。新しい指標。この前のバブルの時のようなQレシオみたいなもの。皆が長期投資家になる。また、新しい大きな夢がある。このうちの皆が長期投資家になる。新しい大きな夢がある。この二つの部分では現在の状況でもこういう兆候が出てきているという感じがします。相場は当たるも八卦、当たらぬも八卦ですが、その辺のところを若干留意されてこのようなバブルの兆候のお話をされたということですか。

岡本 | そうですね。三つの条件ということで、現在の経済状況があまりよくないということ。二番目に金融が大幅に緩和していること。三番目にたいぶ先でも将来に対する明るい夢がある。その三つです。それに付随したものとして、みんなが長期投資になるなどがあります。そういう意味では、現在の価格の全部とは言いませんが、一部の銘柄は、バブル的な価格になっていることは事実だろうと思います。特にアメリカ市場ではその傾向が強いように思います。ある意味、未来を担うような企業の萌芽が観られるということもできるでしょう。

原田 | 日本にはあまりそのような企業は見られないですね。

岡本 | 残念ながらそうですね。ただ、マーケット的にはその分、買われすぎの度合いは少ない。幸か不幸かね(笑)。また、総体的な出遅れ感もあります。もちろん、なぜ日本企業に魅力がないのかという説明もたくさんありますが。

原田 | このバブル的な状況はどれくらい続くとお思いますか？

岡本 | この状態がどれくらい続くのかということにはわからない。バブルが終わってしばらくたって、「あれはバブルだったんだね」ということになるのでしょうか。テンプレートンさんが80年代に入った時に、それまで半分以上持っていた日本株を全部売って、米国株に乗り換えた。80年代にその後、日本株は大幅に上昇したけれど、彼はその時に「私の基準には合っていない」というただ一言で、急騰を続ける日本株は一切買わずに、米国株を中心に保有してい



FIWA®通信「インベストラ이프」

ました。割高株はどんなに値上がりしても持たない、そういう判断をこれからするべき時かもしれませんね。10年続くのかもしれないけれど、これは私の今の判断基準に合わない。それよりも何よりも世界全部入りのファンドを買っておけば、どこのパフォーマンスがこれから良くなったにしろその恩恵は受け入れられる。

原田 | 私の印象です。米国の60年代後半のニフティ・フィフティが大活躍した時期がありました。その時に相当するのが、今のGAFAとか、バイオテクノロジーです。加えて、たまたまコロナということで、いろいろな会社が注目されてきています。ニフティ・フィフティに相当するようなことで、その他の実体があまりないのに上がってくるところがどんどん出てくると危ないですね。

岡本 | 私も同じように感じています。一部の銘柄が、特に米国株の一部が、夢の夢を買っているようなところがありますからね。それを省いた時に、市場がどのようになっているのかということになりますね。GAFAなどを全部外してしまったら、ニューヨーク市場はどうなるの？という話になりますよね。だから、それは注意しておくべきことだと思います。問題は、本当にバブルというのは、一部の先端的な銘柄が買われていく、どんどんどんどん周辺に広がって、さらに循環物色でグルグル回りながらスパイラル的に上がっていくというのが、バブルの最終局面の感じですね。今そこに入っていない。まだ先端部分がどんどん上がっている状態なのかもしれませんね。