



FIWA®マンスリー・セミナー講演より どうなる 2021 年 経済と金融市場

講演：ブーケ・ド・フルーレット

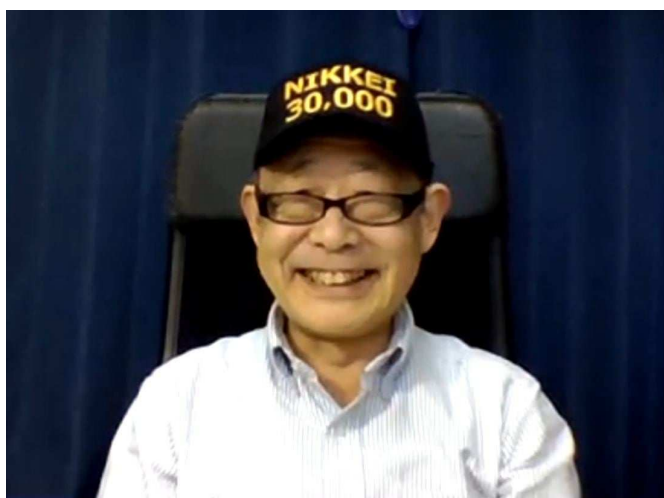
代表 馬淵 治好氏

レポーター：赤堀 薫里

今年どうなるのか。来年、2022 年の話も少し入ってきますが、今年は短期的に向こう1~2ヶ月は、株価の下落、対ドルも含めて円高に振れるのかなという警戒的な見方をしています。長期的には、今年いっぱい、株高、外貨高と予想しています。2022 年はちょっと安くなるかなという見方をしています。

<株式市場について>

ポイントは、短期の話と今年中の話。短期的には株が上がることは、私は特に違和感はありません。バブルと言う方もいますが、バブルと言う人が多い時はバブルではありません。本当のバブルは誰もバブルとは言わない、1989 年の平成バブルの時もその渦中ではバブルだと言っている人は極めて少なかったと思います。逆に 3 万 9000 円の株価が、実体と推し量って、いかに正しいのかと言っている人ばかりでした。その点では今はまだ警戒している人が多いのでバブルではないと思います。



株価が上がること自体は、特に違和感はありません。株価の水準自体も PER が 100 倍になったという話でもないですし、バブルとは思いません。ただ、勢いだけで上がっているのかなという気はします。機関投資家も日米共に株を買っている部分があると思います。それはなぜか。機関投資家の背景には、年金や投資信託の受益者というお客さんがいます。そのお客さんには、ショートターミズム(短期志向)の方も非常に多いので、運用決算で勝つためには、「これは高すぎる」と思っても買わなければいけない時があります。そういう実体の裏付けがなく、短期的には心理面で買う





FIWA®通信「インベストライフ」

から上がる、上がるから買うということで上振れしている。そこからは一旦反落すると思っています。

いつ反落するのは全くわかりません。「短期の売りで取ろう」、「安値以外で絶対に買わない」ということは諦めて、長期で持っていればよいのだと思います。去年は一時ものすごく株価が下がって、その後、大幅に上がったというイメージがあると思います。例えば昨年2月あたりの高値で思い切り株を買ってしまったとしても、インデックスでいえば、今はそれを上回っています。一番ひどかったのは、下がったところで売ってしまった人です。そういうドタバタしないことが一番よいのかなと考えています。

一度、短期調整をした後にその後何が起るのかというと、ゴルディロックス相場でしょう。そこそこの景気と企業収益の回復があるのでそれが株価を支えるけれど、そこそこにしか強くないので、財政・金融面からの景気支持も期待できる。そういう、いいとこ取りの相場が、今年中は続くのではないかと考えています。

<為替見通し>

為替のお話をします。米国ドルが、ユーロや対欧州通貨など、先進国通貨に対して弱くなってきています。これは決して悪いことではありません。これまで米国しか買うところになかった。でも「他の所も買える」という明るさの広がりだと解釈しています。

これはまだ持続すると思います。今後、流れとしては、米国ドルではない先進国通貨が一番強く、それに対して米ドルは弱いけれど、リスクをとる投資家の態度が続くので、それよりさらに日本円が安くなるという強弱を見込んでいます。対ユーロなどで米ドルが売られた時に、対日本円でも米ドルが一時的に売られるリスクがあるので、短期円高リスクは残っていると思います。

米ドルとの関連で、米国の政治動向も注目されています。私はバイデン政権に変わっても、実はトランプ政権とほとんど変わらないのではないかと考えています。一部グリーン指向や、環境政策の面で違うところもありますが、対中政策や経済政策で考えると、実はこれまでのトランプ政権とこれからのバイデン政権は、良くも悪くもあまり変わらないでしょう。

<ゴルディロックス相場はいつまで？>

少し長い話です。2021年ゴルディロックス相場が続くということは、金融・財政面からの景気刺激が出口を出てしまうと波乱を起こすと思います。株式のPERは表面的に見ると高いです。普通、一回かなり織り込んでしまうと、大幅な株価の下落が短期的に起こり、実体と株価のギャップが、



FIWA®通信「インベストラ이프」

一度解消されます。ただ今、政策対応が出ているので、指標指数で10%程度の調整にとどまると思っています。

流れとして今年何が起こるのか。株価は上がるけれど小幅にしか上がらない。でも企業収益や景気は株価の上昇以上に上がる。そのため結果として割り算のPERは時間をかけて下がるという展開をみています。日米のバリュエーションの価値評価を比べてみると、米国株の方が優位ではないのかなと思っています。それを覆して日本株が優位になるためには、企業経営が変わる必要があるでしょう。

景気自体は昨年の4~5月が大底で、日米共に回復をしているので、それに沿って株価は上がっているという流れはおかしくない。ただ足元はコロナなどの影響があつて、景気は一休みをしているのに、最近の株価の上がり方が急だということは、短期的な調整が一回交えるのかなという見方をしています。

<金融市場全体の見通し>

1月5日に作った数字としての見通しです。当面、上値は28,000円越え。下は25,000円を割れる24,000円台があるかというところ。そこから1割くらい調整して、そこで底入れをして、今年末に3万円程度という見方です。日本の金利は、日本の金融政策が今年あまり変わらないと思うのでほとんど動かず。ニューヨークダウも同様に一回下がって、27,000前後。それで26,000と下値を考えていますが、そこから立ち直って米国株は35,000ドル。そうすると、変化率は米国の方が上昇率は高いという見方をしています。

<アメリカの状況>

米国長期金利は、連銀がコントロールしているわけではありません。その点は日銀と違い、米国の10年国債利回りは、今年末に来年を展望すると、少し強含み余地があるのかなと思っています。それが最終的に米ドルを支えて、米ドルは115円まではいくかどうかわかりませんが、今年は110円を越えてくるのではないかなと思っています。その前に対欧州通貨などでドル売りがかさんだ時に、対円でもたまたま米ドル売りがかさんで、100ちょうどくらいだというリスクも残っているかなと思います。ユーロと豪ドルも総じて対円で上がるという見通しです。米ドル安ユーロ高、米ドル安豪ドル高だと思うので、対円での上昇率はユーロと豪ドルの方が高い、そんな見通しです。

バイデン政権とはどんな政権なのか。バイデン政権のスタンスは、民主党政権の中道本流なので、共和党政権に比べると、大企業、富裕層に冷たく中間層、貧困層に優しい政策をとるということは見込まれます。すでに公約がいくつか出ています。トランプさんは連邦法人税、国の法人税を35%→21%と14%幅下げました。これを21%→28%と半分の7%幅に上げ戻すということを公約



FIWA®通信「インベストラيف」

しています。富裕層の増税、米国の所得税は累進課税なので37%。どんなに稼いでも所得税の最高税率は37%で打ち止めですが、最高税率だけを39.6%に上げる。全部の所得税率を幅広く上げるわけではない。最高税率だけを上げるという富裕層限定の増税を公約しています。

証券投信についても全面的に増税するわけではありません。投資による所得だけではなく、給与所得や、年金など全てを含める年間総所得が100万ドル以上の層に限って、最高税率を20%→39.6%に上げる。キャピタルゲインの税率を全て上げるわけではなく、やはり富裕層だけを狙ったことを言っています。限定的です。また、増税することはずっと公約で言っていますので、いまさらマーケットにとってサプライズではないですね。

また、民主党は、大きな政府が党是なので、増税もするけれど歳出も増やします。1月14日に、1.9兆ドル規模の追加経済対策を公表しました。増税もするけれど、お金を使うということです。一方、共和党は、あまり税金を取らないけれど、あまりお金を使わないという党なので、グロスで歳入と歳出の差をみると、民主党と共和党ではそれほど極端な財政政策の差があるとは見ていません。ただパリ協定に復帰して、グリーンを目指すことをバイデン政権は目指しているのも、それは産業政策としては大きいところだと思います。欧米ではグリーン・リカバリーと呼ばれています。環境投資を行うことで景気を良くしようということが唱えられています。

<日本のESG、SDGs>

日本では、グリーン、ESG、SDGsに前向きに取り組んでいる企業も多いと思いますが、多くの日本企業の間では、「社会貢献だからやっている」、「利益上そのようにお金を使うことは好ましくないけれど、仕方がなくやっている」というところが多い気がします。ESG推進室という部署は作ってはいるけれど、本音では「やらなくて済むのであればやらない方が利益は増えて良い」と思っている経営者が多いのではないかと穿った見方で考えています。

また、よく金融界でいわれているのは、SDGs村とかESG村の弊害です。私の米国の年金の友人がこぼしていました。「年金だからESGやSDGsの考え方が必要ですよ」と言って、いろいろな調査会社が調査レポートを売りこんでくるようです。「うちのスコアリング・システムは、どの企業がESGやSDGsに取り組んでいるのか、一目瞭然でわかります」と言って持ち込んできますが、中身をみるとレポートはたいしたことなく、スコアリングも怪しいものばかり。でも、すごく高いお金をふっかけてくる。ESGやSDGsを使って、濡れ手に粟で儲けようと、ひどいやつらが群がってくるので村と書いてあるところもあります。

日本企業は、「グリーンをやりたくないけどしょうがない、SDGsを一応形だけいれるようにしようね」などと言っていると、世界に取り残される恐れがあると思います。また、ルールが勝手に作られ、日本企業が出遅れる恐れがあります。



<バイデン政権下でどう変わる？>

米国新政権の外交や為替、IT 産業に対する姿勢など、すごく間違っただ市場解説をしている人がとても多いと思います。米国の上院で二議席決着できず、1月5日の決選投票が行われました。最終的には上院は50対50の同数になりました。50対50でもし賛否が同じになると、副大統領で議長である民主党のハリスさんが1票を投じることができるので、実質、民主党が過半数を抑えることと同じであるという解釈がされています。それは正しいのですが、もし、決選投票で49対51、もしくは48対52で共和党が過半数を占めると、50対50で民主党が過半数を占めるのでは、天と地ほど違うということを行っている人がいます。

つまり、どちらが多数になるかで市場の方向性が上か下か全然違うみたいなことを言っている人がいます。米国は基本的に党議拘束がありません。ですから共和党の人が民主党的な法案に賛成したり、民主党の人が共和党的な法案に賛成したりすることがあります。48対52だろうと、50対か50だろうと議席数が均衡しています。接近しているということは変わらないので、1個1個の法案については是々非々で協議してといくということは何も変わりません。だから50対50で実質、民主党が過半数になったから、バイデン政権が提案する法案が全部可決されるということはないと思います。従って、民主党の特に左派が出すような、経済成長という点ではブレーキをかけるかもしれない法案が通りまくるかという、それは間違いだと思います。いろいろ相談しながら決めていくと思います。だからあまり過激な法案がどんどん通ることにはなりにくいでしょう。

トランプさんは中国に対して強硬でしたが、バイデンさんは甘いということを決めつけている人がいます。それも大間違いだと思います。関税をたくさん掛けたり、安全保障の点でHUAWEIが情報を盗んでいるんじゃないかとか、いろいろなことが言われていました。人権問題ではトランプさんは甘かったと思います。議会が対中強硬の法案を通して署名を渋るとか、そんなことをしていました。

トランプさんは全然、対中強硬ではなかったと思います。バイデンさんは、世論や議会が対中強硬であれば、それを政権の一存でひっくり返すわけにはいきません。むしろ民主党の方が人権問題は厳しくなると思います。中国は、トランプさんがやったような関税や投資などお金の面で対中強硬だったと言えます。つまり、お金で解決をしていた。でも人権問題はお金では解決できません。非常に人権上、問題だということで、中国に「香港をなんとかしろ」とプレッシャーをかけられてもほとんど改善できなかった。かえってバイデン政権の方が、中国に対してきついのではないのかなと思っています。

閣僚人事が注目されていますが、それとの絡みで、IT企業叩きが民主党だと強化されるのではないかという恐れがあります。例えばFacebookなどの米国の巨大IT企業を米国政府が叩きすぎると、世界での米国の巨大IT企業の競争力が衰えます。そうすると、中国が世界市場を制覇してし



FIWA®通信「インベストライフ」

もう恐れがあるので、米国の国益に反します。だから、米国政府はそんなにぐちゃぐちゃに米国のIT企業を叩かないだろう。ジャブを撃つ程度であって、米国の企業には、中国の企業を叩き潰すように世界で頑張ってもらいたい。それが米国の国益だと思っている、そういう見方をしています。

<そして、日本は？>

日本の利益の成長に対する長期的な期待が盛り上がっていないし、実際の足下の日本の企業収益の水準は低い。そもそもどうして日本のPERは米国より水準自体が低いのか。なぜ長期的にこのPERが上がっていないのか。なぜ日本の利益水準は低いのか。PBRはよく1倍割れるのか。日本人に「どうして？」と聞くと、返ってくる答えで一番多いのが「少子高齢化だから」です。

ただ、私の知り合いの米国などの投資家と議論をすると、それを指摘する人はほとんどいません。「少子高齢化はあまり関係ないの？」と聞くと、「日本の企業、特に上場企業は、日本でしか仕事をしなければいけないわけではない。海外で仕事をしてもいいわけでしょ？日本のマクロ経済が低成長というのは、それなりにハンディになるのかもしれないけれど、それを跳ね返して海外で稼げばいいじゃない。関係ないよね」と言われてしまいます。

ある程度、指摘があるのは、日本の企業収益は振れが大きいこと。日本は製造業が結構頑張っている。昔の製造業はコンシューマー・エレクトロニクスや消費者向けが強かったけれど、今は中国、韓国、台湾に負けています。日本の製造業の主なユーザーは企業です。設備関連の産業用ロボットや工作機械、建設機械とか、それを支える電子部品、機械部品が中心。そうになると、消費に比べて設備投資、建設投資は結構振れやすいので、日本の企業収益構造は振れやすい。つまりリスクが高いので、その分ディスカウントされてPERは低くなる、という指摘はいくばくかあります。

ただ、日本の収益性や成長性の低さは、「企業経営がダメだから」という指摘が、僕の接している範囲の海外投資家では一番多いです。よく言われる「現金を抱えたままでリスクをとらない」という指摘ももちろんありますが、日本の企業は、合議制で経営判断をしている。誰もリーダーシップをとらない。経営会議でどういう経営をするのか決めて失敗をすると、「経営会議が悪い、俺は悪くない」と言う。責任がはっきりしていない。「それは前例があるのか？ライバル企業はやっているのか？」ということばかり聞く。このようなことを海外投資家から言われます。

また、「あそこの企業の社長は社内競争に勝った。優秀だから社長になったわけではない。派閥で押し上げられただけだ」なんてことを言われたりします。日本の企業経営は環境のせいにする。「景気が悪いから、経済政策が悪いから、為替が円高のうちは儲からない」と平気で言う。米国の企業も、少しはそういうことを言うけれど、「為替や経済政策、景気がどうなろうと、うちの企業はうちのユニークな製品とサービスで儲けてやる！」という企業は多い。



日本の企業は人のせいにしてそれですましている。このような指摘があります。それは、企業経営だけが悪いわけではなくて、周りの社会的な環境があるのではないのかという人もいます。「成功するよりも失敗しないことがよい」というのが日本の文化でしょう。「無事よかったね、何もなくてよかったね」と言うでしょう。「何か良いことがあってよかったね」ではなくて、「何か悪いことがなくてよかったね」と言うでしょう。という意見もあります。決して日本の文化自体がダメだと言っているわけではありません。そういう意見もあるということです。



だから人事評価は減点主義。減点主義だから失敗しないようにして、成功しようとしません。周りの空気を読んで当たり障りのないことばかりやっている。それが企業にも社員にも反映しているし、企業経営や、企業の組織運営にも反映されている。努力は叩く。そういうことが言われています。

他には、お客様は神様だと思すぎている。ユーザーと提供する企業が対等だと思っていない。また、良いものを安く提供するという文化がいきすぎている。サービス業でいう、おもてなしはいいけれど、米国は良いものを適切な価格で売っています。「日本は、良いものを安く」それは商道德としてはいいかもしれないけれど、あまりにもディスカウントしすぎるから価格競争になり、マクロ経済がデフレを脱却しない。価格競争をして売上金額が伸びない分だけ人件費を削るから、ブラック企業になり、安月給で人がこき使われ、根性と努力で頑張れと言われて、従業員が疲弊している。だから日本の企業はだめだね、と言われてしまいます。お客さんのために良いものを目指しすぎるところがあります。

私は、企業が欧米と一緒になくてはいけないとは決して思っていない。「うちの会社としてはこれが一番良い形だからこうします！」ということ堂々と理由をつけて、株主や、その他のステークホルダーに説明できればいいと思います。今は、リモートワークをやるか、やらないかについて、「リモートワークができない会社は全部ダメな会社だね」、みたいなことを言っている方がいますけれど、そうではなくて、「うちのこの職種の場合は、リモートワークをした方が良いと思うからやるけれど、この職種の場合はしない方がいい、しないメリットはこれこれです」ということを、堂々と言えば、リモートワークしなくてもよいと思います。できるのにやらないとか、何となくやらないのがいけないのであって、そういう意味で日本の経営はよく考えれば、変わる余地があるのではないかと思います。

(フリー・ディスカッションは次号に掲載されます)