



### 対談:現在のマーケットをどう見るか

フランソワ・カントン、岡本 和久

岡本 | カントンさんとは2011年の秋にお会いしてお話を伺いました。その時のご宣託は「2012年の夏ごろから金融株中心として世界的な株式市場は値上がりするのではないか」というお話でした。ほぼその通りの展開になってきて大変、感心をしています。その対談の内容は、は以下のようなものでした。

「今後1年ぐらいいは、マーケットはあまり強くはないでしょう。しかし、その後はかなり上昇を期待できそうです。半年で5割高ぐらいのことはあるかもしれません。世界的にそうなるのではないのでしょうか。価値評価を見て、非常に割安のところからのスタートですから、動きも速いと思います。一般の個人投資家の場合、アドバイザーなどが、値上がりが始まってから勧めることになるので、高速取引をしている投資家に比べ出遅れる恐れがあります。2012年の夏ごろから今回の問題の根源である金融株が動き出すのではないかと思います。それが上昇相場の兆候となるでしょう。各国政府がユーロ全体の危機感を共有するようになり、犠牲を払ってでも全体を維持しようという動きが出始めるのではないのでしょうか」(「インベストラ이프 2012年1月号より」)

山本さんの話を聞くとカントンさんは既に日々の仕事からはリタイアされていると聞いています。普通、日々の仕事から少し距離を置くと、より客観的な判断が可能となり、予測の精度もさらに上がると思いますので、今回の話は特に楽しみにしていました(笑)。

カントン | そうだと良いのですがね(笑)。もう、引退はしましたが、引き続き日本、アジア、北米、ヨーロッパの多くの企業のトップや経済人とのコンタクトを続けています。また、コムジェストのアナリストたちとも常に話をしています。また、ポートフォリオ・マネジャーたちも私のコメントを喜んで聞いてくれます。いろいろな質問もしてくれます。それは私にとっても知的な面でもとてもありがたいことです。意見やアイデアを交換しあうというのはとても刺激になります。

岡本 | 株式投資というのは知的な行動としては最高クラスのものだと思います。私は「脳トレ」投資と言っていますが、いつまでも若々しく頭が働くためには、最も良い薬なのではない



## 長期投資仲間通信「インベストライフ」

でしょうか(笑)。

カントン | 本当にそうですね。適度なストレスもありますし(笑)。

岡本 | 新聞や雑誌などを丹念に読んだり、セミナーなどに参加をしたり、自分なりの仮説を立てる。その仮説に基づいて投資行動を行う。そして、その結果を検証する。そして次の仮説を立てる。このような繰り返しは知的な刺激としては最高レベルのものではないかと思います。

カントン | そういうわけで、私は現在の立場をとっても楽しんでます。まあいつもそうなのですが、非常に多くの要因がマーケットに影響しています。私の意見をお聞きになりたいということなので、少しお話をします。今、一番大切な事は、短期的なマーケット動向と長期的なものを区別して考えるということです。少し違和感を持ってお聞きになるかもしれませんが、私は長期的には比較的悲観的です。まあ、5年、7年、10年といったレンジの話ですね。しかし短期的にはもっとずっと強気です。例えば今後6カ月から1年半ぐらいというイメージですね。昨年の終わりぐらいから日本株も含めてかなり急速な上昇をしたので、今は少し調整局面にあります。まだ強気相場は続いていると考えています。



岡本 | アメリカを中心とする景気の回復、そして日本のアベノミクスなどに対する過剰な期待は急激に相場を持ち上げてしまった。その調整局面だということですね。

カントン | そうです。日本の株式市場を見てもかなり大幅なテクニカルな調整が必要だったのは明白でした。どのようなことがきっかけであれ、とにかく調整が起こったわけです。しかし、私が日本の企業の経営者と話をすると、彼らのムードが大幅に変わっているのを感じます。過去15年間の彼らのコメントと比べると非常に強気になっていることが感じられます。それまでは日本の経済は、ほとんど横ばいか停滞を続ける中で、経営者たちもどうしていいかわからなかったような状態でした。しかし、今、彼らは驚くほど楽観的になって



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

います。ですから、短期的に見れば、私はまだブルマーケットが続いていると考えています。しかし、今回のブルマーケットは非常に特異なものだと思います。金融セクター等を救済するために中央銀行はかなりの資金供給を行いました。過去の経験ではそのような時には、常に非常に強い相場展開があったものです。そして、そのような資金供給後1年位内にブルマーケットも50%ぐらいを達成するのが普通でした。しかし今回はそのパターンが起こっていません。今回はブルマーケットが躊躇していると言えると思います。金融緩和後、18カ月ぐらいにわたってマーケットは低迷を続けました。これは非常に特異な現象です。私が記憶する限り、1974年、1987年、1997年の東南アジア危機などの時も、中央銀行は大量の資金供給をしました。その結果、18カ月のうちに大幅な相場上昇があったのです。今回はそれが起こっていません。それを考えると、その意味で、まだブルマーケットは未成熟です。ですから、私は今後一年ぐらいは、強気相場が継続すると思っています。その終わりの方にはバブル的な現象が起こるかもしれません。私の個人的見解ですけれども、2年ぐらいの内にはバブル現象が発生するかもしれません。

岡本 | この未成熟なブルマーケットが始まったのはいつ頃だとお考えですか？

カントン | そうですね、2009年3月ぐらいからではないでしょうか。もちろん、将来を予測することはたくさんの要因が関係してくるので極めて困難なことです。政治的な面での大きな変化が影響することもしばしばあります。国際情勢も関係するでしょう。中東情勢が不安定になるなどマーケットにも大きな影響を及ぼします。たくさんのことが起こってマーケットの動向を左右します。しかし、少なくとも金融セクターは何とか生き延びることができた。それで私は2012年からのマーケットの上昇局面では金融セクターがリーダーとなるだろうと予測したのです。しかし、ここから先は金融セクターがリーダーになるとは思えません。なぜなら、金融セクターに対する種々の規則や規制が、その収益性を低下させる要因として働くことが考えられるからです。過去10年間の金融セクターのROEと比べて、今後はそれがかなり低下するだろうと思っています。まあ、相場見通しはそんな感じです。短期的に見ればPERもそれほど高いわけではなく、あちこちで利益の回復の話も聞きます。その中で中国は例外かもしれません。中国は過去の過剰投資のツケを払わなければならない時代に入っているのでしょう。しかし、米国は好調です。また、みんな知っているように、エネルギー価格も大幅に低下しつつあります。これはアメリカにとっても非常に良いことで製造業の復活が期待できるのではないかと思います。

岡本 | シェールオイルなどですね。

カントン | そうです。そして新しい技術開発もどんどん進んでいます。北米企業の利益率は今後、相当改善するだろうと思っています。その可能性はかなり高いと思います。北米の製造業、



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

日本の製造業のうちいくつかはかなり大きな恩恵を被ることになると思います。それら企業の利益率はかなり大幅にバウンドするだろうと考えています。そういう意味ではディフェンシブな良質の成長企業は非常に良いパフォーマンスをしています。このような方針で投資をしていますが、コムジェストのヨーロッパ・ポートフォリオも指数を過去2年間で30%ぐらい上回る素晴らしいパフォーマンスを示しています。いつも成長株というのは相対的に割高に買われているのですが、私たちはその中で、収益見通しの確実性が高く、配当利回りの高い銘柄に集中することで良いパフォーマンスは得られているものと思います。我々が注目しているような銘柄群がだんだん株式市場の中でも人気になってきているものと思います。しかし、今後のことを考えると少し話が違います。私は、これからはバリュー株が相対的に良いパフォーマンスを示す時期に入っているのではないかと考えています。金融セクターはあまりオススメできませんが、特に製造業などの割安株に投資をしているファンドはパフォーマンスがかなり良くなるのではないのでしょうか。これまではこのセクターはあまり良いパフォーマンスを示してきませんでした。これからは変わってくると思います。

岡本 | 短期的にはブルマーケットが続くというお話ですが、それはどれくらいの期間続くとお考えでしょうか。

カントン | 過剰になっている流動性を徐々に吸収し、金利なども少しずつ上昇に向かうと思っています。おそらくそのようなシナリオで世界経済は進んでいくだろうと思います。正確なタイミングはわかりませんが、徐々にマーケットを支えてきた過剰流動性は収縮していくでしょう。

岡本 | 世界的に流動性が減少に向かうとなると、日銀の異次元の超緩和政策というのも、世界経済の中で、非常に大きな意味を持ってきますね。米国を中心として、出口戦略が現実化する中で、その副作用を緩和するために、日銀が強力な緩和を続けていくというのは重要なことです。ブラックマンデーの時などもそうだったのですがその意味で、グローバルな協調体制に基づく金融政策が、非常に大きな意味を持つようになってきていると思います。

カントン | それはその通りです。一国の中央銀行が印刷をするお金というのは、その国の中に留まるものではありません。そのお金は、その国から出て行き世界の中を巡ることになるのです。

岡本 | 流動性が支えていたマーケットとは異なり、これからは銘柄の価値とか成長力が株価に反映されることになるのでしょうか。これまではマーケットの中に資金がどっどんなだれ込んでいたので、いわばお風呂の中の水位が上がっているようなものでした。でもこれか



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

らは様相が変わってきそうな気がします。

カントン | そうですね。その意味で、私は中型の製造業は面白いと思っています。特に北米の企業ですね。

岡本 | それは短期的な当面のブルマーケット中で良いという意味ですか、それとももっと長期的な視点で良いということですか。

カントン | 短期的にも良いし、長期的にも相対的に良いと考えています。個人的にも価値のある製造業企業への投資を行っています。しかし、長期的な視点から見ると、私は、世界全体でレバレッジの低下は起こると思います。それは、世界の株式市場にもマイナスの影響を与えるだろうと思っています。

岡本 | さまざまな危機が 21 世紀に入って以来起こっていますが、それらに対応して中央銀行が大量の流動性を供給してきた。さらにレバレッジ効果によって世界の株式市場はかなり高いところまで持ち上げられた。しかし、いずれこの大量の流動性はノーマルな状態に戻されなければならないものでしょう。その時は、やはり一時的には、マーケットはかなり下がることになるかもしれませんね。

カントン | まだまだ、かなり多くの企業、そして家計部門がオーバーレバレッジの状態にあると思います。アメリカの住宅投資なども息を吹き替えしつつありますし、言うまでもなく政府は大量の借入れを抱えています。日本では企業がかなりの現金を持っていますし、家計部門も大量の金融資産を保有しています。しかし、その半面、政府は大きな債務を抱えています。これがどのように解消されていくかは非常に注目されます。

岡本 | 今、お話があったように、日本企業はかなり大量の現金を保有しています。その点についてはどのようにお考えですか。

カントン | 私はそれが良いことだとは思いません。その資金は前向きの設備投資などに向けられるべきです。株主は企業に投資をするときに現金を保有してもらいたいと思っているわけではありません。事業活動を行い、それで収益を上げてもらいたいと思っているのです。なぜ日本の企業はそこまで大量の現金を持ちたがるのか、私にはよく理解ができません。いずれにしても、今後 5 年から 10 年というレンジで考えると、世界的な規模でのレバレッジの低下というのが株式市場でも大きな問題になると考えています。さらに、特に、北米における人口構成の問題が心配です。今後 2 年ぐらいは、まだいいと思いますが、その後になると米国の年金基金に対する資金の流入よりも流出の方が大きくなります。そしてそれはおそらく相当、長期にわたって続くこととなります。その意味で、アメリカは、



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

経済状態は良いけれども、株式市場はあまりよくないという状態になるかもしれません。

岡本 | なるほど、アメリカの人口そのものは移民の流入などで他の先進国よりは良い状態ですが、株式市場で巨大なプレイヤーである年金の資金のフローがネットでマイナスになるという点が問題なのですね。人口という意味ではアメリカは自国の中に新興国を取り込んでいるような面があり、他の先進国よりは人口減少が先送りされています。

カントン | 人口が増加するという事は、確かに経済そのものに対するプラス材料ではあります。しかし、それがそのままブルマーケットにつながるというものでもありません。非常に長期に見ると、40歳以上のいわゆる働き盛りの人々の人口の比率と株式市場のパフォーマンスは非常に強い相関性を持っています。これは言い換えれば、年金基金に対して資金を拠出していく人口層が多いほど、株式市場も強いという意味なのです。今後10年ぐらいにわたって、そのような層が減少することが予測されます。その意味で、私は北米市場についてはあまり長期的に強気ではありません。

岡本 | 世界的に見て今後インフレはどのようになるとお考えですか。

カントン | それほど酷いことにはならないでしょう。技術革新もいろいろな面で起こっています。そして、エネルギー価格もまず米国で、そしてヨーロッパで、さらに世界全体でかなり低下するのではないかと考えています。中国もシェールガスやシェールオイルの生産を本格化することになるでしょう。あちこちでガスが出てきそうです(笑)。おそらく、インフレはエネルギー価格の低下によって相当相殺されることになると思います。逆に大幅な物価上昇があれば私としては驚きです。まあ、日本は政府が2%の目標を掲げていますけれどね。

岡本 | ここの所の円安傾向もありますし、消費税の増税もあるでしょう。また、アメリカを中心として流動性の収縮が起こる中、それを相殺するためにも、日本は緩和政策を続けるとすれば、先ほどカントンさんの指摘にもあったように、日本からの資金は流出することになるでしょう。これはさらに円安要因になる可能性があります。その意味では、これまで数年、世界的にはマイルドなインフレだった中で日本はデフレだったわけですが、これからの数年はそれが逆転する可能性があるかもしれませんね。

カントン | そうなると思います。日本に来て思う事は日本の物価が世界的にみて安いということです。もちろん、円安もあり、私がヨーロッパから来ているということもあると思います。20年ぐらい前を考えてみれば、ヨーロッパから来た人は私も含めて日本でショッピングをするのが大変でした。今は、むしろ安いなあという感じです。



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

岡本 | それは面白いご指摘です。海外の有力な雑誌などでも日本の物価水準は世界で最も高いというようなランキングを見たことがあります。

カントン | 私は実感としてあまりそのようには思いません。レストランに入ってもホテルでも日本の値段は結構安いという印象が強いです。

岡本 | 円安ということもあるかもしれませんが、また、食事などにしても安く済まそうと思えば相当安く済ませるようにはなってきています。牛丼とかね(笑)。

カントン | フランスなどと比べると交通費も非常に安いです。フランスはある意味、デフレ的な状態になってきています。それでも日本の方が安い。特に日本におけるサービスの質を考えると非常に安いと言えると思います。

岡本 | 少し前にはユーロが崩壊するというような事まで言われましたが、最近のヨーロッパの情勢はいかがですか。

カントン | 状況はあまり良いとは言えません。経済についても、マーケットについても、私は悲観的に見えています。社会情勢もあまり良好ではありません。ただ、ユーロという通貨について言えば、2、3 か国がユーロから離脱するかもしれないという話がありましたが、それはすでに過去の問題です。崩壊に至る最悪期は超えたと思います。同時に、スペインやイタリアなどの国々は改革を続けなければなりませんし、一方で、ドイツは、それらの国々を支援する立場にとどまると思います。ギリシャは比較的小さな国なので問題も小さいのですが、スペイン、イタリア、フランスなどについてはこれから厳しい時代が続くだろうと思います。輸出についてはある程度の回復をみせていますけれどね。

岡本 | これから世界的に厳しい状態になるのは政府の財政を立て直すという事。それは結局、多かれ少なかれ、民間部門に負担をさせるということです。その点については日本も全く同じ状態だろうと思います。

カントン | すでに税率は我々が払える上限に達しています。そのような状態で、いかにしてこの大きな問題を解決することができるのでしょうか。例えば、スペインでは若いエンジニアはスペインを去り、特にドイツで仕事に就くために移住しています。これはある意味ではいいことですが、例えば家族生活などについては、非常に大きな問題を起こします。非常に多くの人々がスペインからドイツとかモロッコに出稼ぎに行っています。低所得層の人はモロッコに行くのです。給料は半分ぐらいになりますが生活費も非常に安いのです。いずれにしても、スペインには仕事がないのですから。エンジニアはドイツに行きます。相当な人数になっていると思います。問題はこのことが家族生活だとか、社会的な安定



## 長期投資仲間通信「インベストライフ」

という点から非常に大きな問題を引き起こす可能性があるということです。みんな海外に出稼ぎに行く時は単身で赴任します。家族はスペインに置き去りにされているのです。所得層はスペインの北部に家族を残してモロッコに行きます。そして、2、3カ月に一度ぐらいつつ帰国をするのです。この点はあまり多くの人が指摘しているわけではないのですが、私は非常に大きな問題だと考えています。スペイン、フランス、アイルランド、ポルトガルなどで同じようなことが起こっています。ポルトガルなどだと、ブラジルだとか、アンゴラの移住がどんどん増えています。

岡本 | 中国についてはどのように見えていますか。

カントン | 私は、中国は問題を解決することができると思っています。中国は、これからは世界経済の主たる成長エンジンではなくなるでしょう。しかし、これまでの輸出依存型の経済体質を消費主導型に変えていくことができるだろうと思います。すでに世界の政治、軍事、経済の面で自分たちの立場を確立してきているので、ある程度、余裕を持って国際社会とお付き合いをしていく事はできるようになると思います。



岡本 | 日本についてはどうでしょう。昨年末以来、とにかく経済を立て直そうという動きが始まったことは事実です。もちろん、いろいろナリスク要因はあると思いますが、それでも何もしないでじっとしているよりはいい。「座して死を待つ」よりはいいと言うコンセンサスが出来上がりつつあるように思います。企業のマインドも少しずつですが改善はしているように思います。

カントン | 私もそれを感じています。

岡本 | これからのチャレンジは安倍首相が言う第三の矢、つまり成長戦略ですね。基本的に経済成長は民間部門によって成されるものです。政府の役割は民間部門が成長のポテンシャルを高められるような環境を整備することにあります。私が少し違和感を覚えるのは、政府が成長戦略を強調している割には、民間企業、特に大企業はそれほど大胆な成長戦略を出していないということです。その辺に何か日本企業のアニマル・スピリッツ





## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

の足りなさを感じて仕方ないです。

カントン | 経団連、企業などが成長戦略に自信を持っていないということですか？

岡本 | 自信があるかないか、ということよりも、これまでのやり方にしがみついているという面が大きいのではないかと思います。現状を維持することが大きな目標となってしまう、現状をいかに変え、より高い成長率を達成していくかということにあまり意欲が感じられないように思います。先程、お話しが出た企業が現金を抱えすぎているというのも同じような理由に思えます。確かに小さな企業では元気のいいところも出てきているのは事実ですがね。

カントン | 年金基金や生命保険会社なども株主としてそれほど強いプレッシャーをかけていない。その点もあまり変わっていないですね。

岡本 | しかも、新卒の学生などに聞くと、やはり安定した大きな会社への就職を望んでいる。それもちょっと寂しい気がします。学生まで安全志向の体質になっている。本当にやる気のある学生は日本を飛び出します。しかし、そのような学生数は非常に少ないです。

カントン | 興味深い現象ですね。そのようにして自然に少しずつグローバル化が進んでいくのかもしれないですね。

岡本 | ところでカントンさん、立派な御本を出されたようですね。

カントン | はい。私がこれまでコレクションしてきた日本の芸術品を含めて日本の美しさを紹介する本です。

岡本 | 綺麗な写真が沢山入った素晴らしい本です。カントンさんの大好きな蒔絵の万年筆の写真もたくさんありますね。日本のアートに興味のあるインベストラ이프の読者の方も是非見てもらいたいですね。今日はお忙しいスケジュールの中非常に貴重なお話を聞かせていただきありがとうございました。(カントン氏の書籍についてはコムジェスト・ジャパンの山本和史氏までご連絡ください)