



最近の投資家動向、経済・金融・市場を語る

対談：馬淵 治好 vs. 岡本 和久

FACEBOOK 上の「クラブ・インベストラيف」でもいつも有益なコメントをユーモアあふれる文章で寄稿してくれている馬淵さん。日経タ刊の十字路の筆者としても有名です。今月は馬淵さんに最近の投資家動向、そして、世界の経済・金融・市場動向についてお話を伺いました。

馬淵治好(まぶちはるよし)(1958 年、東京都生まれ)

ブーケ・ド・フルーレット代表

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。1986 年より 2 年間休職し、米国留学。他の期間は、ほとんど調査関連諸部門を歴任。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、独立した形で経済・市場分析業務を行なっている。著書に「株への投資力を鍛える」。

<セミナー現場から見た投資家動向>

岡本 | 馬淵さんはこのところ日本各地をずいぶん回っていましたよね。馬淵さんの話に対する観客の反応はいかがでしたか。その辺のところから、まず話を聞かせてください。

馬淵 | そうですね。おかげさまでずいぶん回らせていただきました。1 月から 3 月まで 3 カ月間で 30 件、各地で講演をしました。北は盛岡、南は鹿児島まででした。正月休みなども含まれていましたし、このツアー以外にも様々な講演がありましたので実際には毎週、かなりの件数をこなしていました。





長期投資仲間通信「インベストラ이프」

岡本 | それでどうでした。行った先々での反応は。

馬淵 | お客様は当然のことながら、投資家が多いのですが、純粋な投資家のみでなく、中小企業のオーナーもかなりいらっしゃっていました。投資もしているけれど、本業はこれからどうなるのだろうということで、為替はこれからどうなるのか、日本経済はどうなるのか、日本の財政の問題など、非常に長期的な話が多いのが特徴でした。

岡本 | なるほどね。投資そのものというよりは、むしろ経済環境、金融動向、それと資産運用と自分の本業をミックスしたようなところに興味を持っている方が多かったということですね。

馬淵 | そうですね。今回、特にあったのは証券会社に近い銀行さんが、その銀行には口座はあるのだけれど、関連会社の証券会社には口座がないお客様を専門に集めたというセミナーもありました。もちろんご本人の了承が取れた場合に限定されるのですが、投資経験者ももちろんいるのですが、まだ全く投資をしたことがないという方もいらっしゃいました。また、財団法人や基金など、昔、何か博覧会などをしてその時の資金が残っている。その資金を運用して、博覧会の趣旨にあった学術研究などを支援するのに必要な運用益を上げていきたい。そのようなニーズもありました。このようなところは、投資目的だとか、リスクとリターンの関係なども十分に理解をされていました。一方、なかには、「どうして投資をするのでしょうか」というような質問もありました。宗教法人などだと、証券会社の営業マンが来て「これいいですよー」と言う話でなんとなく買ってしまうということも結構多いので、そもそもどうして投資をしなければいけないのか、というところから話をしてくださいと言うケースもありました。

岡本 | 特に多かった質問はどのようなものでしたか。

馬淵 | 結構、長期的な話が多かったです。ちょうど日本の経常収支の発表があったりして経常赤字が大きくなっているが、それで日本はこのままで大丈夫なんですか、というようなことを聞かれました。また、報道などを見てもよくわからないというような方が非常に多かったです。外国人が売っているとか買っているとかという話をよく聞くけれども、その外国人て、いったいどんな人ですかとか。何か外国人という団体があって、その団体が意思を持って日本の株式を売ったり買ったりしているようなイメージを持っている方もいるようです。そんなところが多かったですね。昔と比べると銘柄を教えてくれという方は少なくなっているように思います。

岡本 | みなさん、NISA の口座などを開設しているのですか。

馬淵 | ご来場いただいた方に特にそういう方が多いという印象はありませんでした。あくまで印象



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

ですが。

岡本 | 今まで馬淵さんが講演を続けてきて、やはり何か投資にも目を向けようというような気運は高まっている感じなのでしょうか。

馬淵 | 熱意は非常に高いと思います。色々なことを知りたいという方が非常に多い。お任せだとうまくいかないという認識がある一方で、まだやはりお任せでなんとかならないかという方もいる。特に少数ですが、銘柄を教えてくださいという方はそのような方が多い様です。参考銘柄を教えてくださいと言うのでその理由を説明しようとする「理由はいらないです」と言う方も多い。「銘柄名とコード番号だけを教えてくださいればいいです」という感じです。ある所では、こんな質問がありました。いろいろな評論家やコメンテーターがいるが、この人の言う銘柄を買えばいい、この人の言う銘柄は売ったほうがいい、全くその人の言うとおりにすれば安心だ、というような人がいたら教えてください、というのがありました(笑)。何かに頼りたいという気持ちは非常に強いように思います。人に頼るという行動の延長線上には営業マン任せというようなことになってしまう恐れがあります。

岡本 | 一般的に投資家の方が買ってみたいと思う銘柄は、やはり個別銘柄が多いのでしょうか。それとも、投資信託でしょうか。

馬淵 | 個別銘柄という方もいますが、そんなに多くはないように思います。ETF も含めたファンドに興味は強いようです。ただ、投資信託の商品性に関心があるというよりは、漠然として何がいいのかなと思っている方が多いように思います。例えば、アメリカ株がいいのであれば、アメリカ株投信を買おうとかいうのであって、ETF か、普通の投資信託か、アクティブか、インデックスか、というようなところまでは考えていないように思います。

岡本 | 全く投資をしていないという方も結構、来場していたのですか。

馬淵 | はい。銀行から紹介されて参加をしている方は、全く証券投資をしていないという方も結構多かったように思います。ただ、そういったセミナーにいらっしゃるという事は、何らかの関心を持っている、少なくとも拒絶反応は無いという事だと思います。時系列的にお話をすると、去年はあまりセミナーが多くありませんでした。一つはセミナーを設定する証券会社さんなどが、去年は NISA の仕組みなどの説明でかなり忙しかったということもあるのだと思います。あるいは、それに絡めてファイナンシャル・プランナーの方などに投資の仕方を話してもらうというケースが多かったように思います。もう一つは、マーケットが全体的に上がってしまうと特に専門家の話は聞かなくても大丈夫じゃないかと思う人が増えていたのかもしれない。逆に、今のように一本調子で上がっていない方が何が起きているのかよくわからないということで答えを求めたいという人が増えているのかもしれない。



長期投資仲間通信「インベストラيف」

岡本 | 年代的にはどうでした。

馬淵 | 以前は本当に 60 代、70 代の方が多かったのです。中には 80 代の方もいらっしゃって、アンケートにも「老後に備えて」などとお書きになっている方もいました(笑)。しかし、最近はまだ少し年齢層が下がってきている感じはします。これはセミナーの曜日などにも影響されてる面もあると思います。土曜、日曜に 30 代から 50 代ぐらいの方が多いいのは分かるのですが、平日の午後でも多分、自営業の方でしょうか、仕事が自由な方だと若い方でも参加して下さる方がたくさんいらっしゃいました。

岡本 | 男女比ではどんな感じでしょう。

馬淵 | そうですねーやはり 6:4 ぐらいで男性が多い感じです

岡本 | 日経新聞にもそのようなコメントがありましたね。そういう方は結構、短期で売買をして儲けたいと言う方なののでしょうか、それとも長期で投資をして、退職後に備えようという目的を持っている人なののでしょうか。

馬淵 | 長期という意識が強いですね。1 月からマーケットはやや弱くなっているけども動揺しているというような感じは全くありません。以前は、比較的短期で儲かりそうな銘柄に対する興味が強かった感じですが、今年の 1～3 月については少なくとも私の場合、あまりそのような事はありませんでした。主催をしていただいた会社さんの方がそのようなお客様を中心に集めたのかもしれませんが。以前だと講師を呼んでお客様を 50 人とか 100 人集めるというのが普通でした。ネットでも集客をして口座を持っていない方にも声をかける。あわよくば口座を開設してもらったり、最低限、親近感を持ってもらったりという狙いがあったように思います。まあ宣伝的な効果を狙っていたということでしょう。最近では人数を制限して、支店で属性を押さえているケースが多いようです。例えば、今回は新興株投資に興味を持っている投資家を集めようとか、今回は外モノを持っている人、今回は日本株に関心がある人というように分けているように思います。

岡本 | その意味では、マーケティングも少し高度化してきている、ということなんでしょうね。

馬淵 | そうですね。狙いがはっきりしてきているように思います。もちろん、ばさっと網をかけるようなやり方をしているケースもあります。まあ、それはそれで 1 つのマーケティングの仕方だと思います。全体としては少人数セミナーが増えている感じはしますね。

<投資環境について>

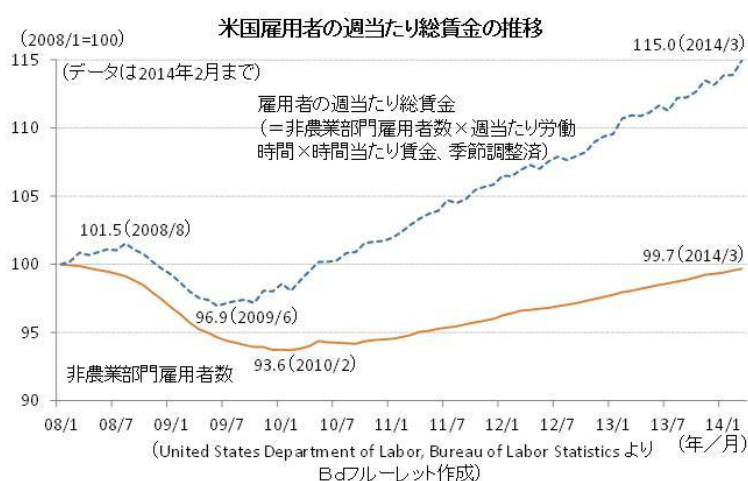


長期投資仲間通信「インベストラ이프」

岡本 | で、どうでしょうね、日本と世界の経済は。まあ、大きく見れば景気の回復と過剰流動性縮小という2つの要因の綱引きが続いているということなのでしょうけれど。あと、日本で言えばアベノミクスの「第三の矢は何処へいった？」という面と、消費増税後の個人消費動向、財政再建、経常収支赤字などというようなポイントが考えられますが。

馬淵 | そうですね。基調はあまり悪いとは思っていません。あと、流動性の議論はかなり行き過ぎているのではないかという印象を持っています。私は実際にはそれほどのカネ余りになっていないと思っています。ファンダメンタルズの方から行くと、アメリカは基調的に強いと思っているのですが、このスライドをご覧ください。

米国の所得環境は持ち直している



- 個人消費や住宅投資の先行きを占ううえでは、個人の所得環境が重要だ。農業を除く総雇用者数は、2008年1月をピークとして減少した後増加に転じたが、未だにピーク水準を回復していない。
- 一方、雇員の総賃金(過当り、非農業部門雇用者数×過当り労働時間×時間当たり賃金で算出、ただし各項目の集計対象に差異があるので、あくまでも目安であり、厳密なものではない)は、リーマン・ショックを受けて2008年8月をピークに2009年6月まで悪化した。しかしその後増加基調を続け、リーマン・ショック前の最高値をはるかに上回っている。

ブーケ・フルーレット

24

アメリカの雇用が弱いという事を言われていて、イエレンさんもそのように言っているのですが、このグラフの下のは非農業部門の雇用者数です。2008年1月が実数で1番多かったのですが、そこを100として指数化しています。リーマンショックで雇用が減少し、その後回復をしているのですが、直近で99.7まで戻ってきています。つまり、2008年のピークの雇用者数まで戻りきっていない。100に達していない。ですから、単純にこれだけから見れば、リーマンショック前の方が景気が良かったということになる。ですから、まだ不十分であるという見方も出来なくはない。しかし、株価で見れば最高値を超える水準にまで戻っている。これだけ見るとどうしても実体と株価の乖離が生じているということになります。ですから、株価が高いのはおかしい、もしくは実態はそれほど良くないのに株価が高値にあるのは過



長期投資仲間通信「インベストラيف」

剰流動性のせいであるという議論になるのです。

岡本| 弱気筋はそういう議論ですよ。

馬淵| しかし、上の線は週当たり賃金の代用変数です。雇用者の一人ひとりが1週間に何時間働いているか、1時間当たり何ドルの賃金をもらっているか、これらを雇用者数と掛けあわせて1週間当たりいくらの賃金をもらっているかを示す指標を作りました。これも2008年1月を100として描いています。こちらはリーマン破綻の直前の2008年8月がピークで、そこから1回落ちるのですが、現在は遥か上に行ってしまっています。この2つの線がワニの口のようにがばっと開いている。これをどう解釈するかということです。おそらくアメリカの経営者は慎重だと思います。リーマンショックという大きな出来事がありましたし、欧州の財政懸念などもありました、いろいろなことがあったので、先行きは不透明である。したがって、人手不足なので雇用はするけれども、雇用増は抑制的になって、あまり雇用者は増えていない。でも、その一方で、仕事量をこなさなければいけないので、労働時間が伸びて賃金も上昇している。時間外手当も入っていますし、労働需給の関係で賃金の上昇もあると思います。そうすると、要するにたくさんお金を労働者はもらっている。ここから2つのことが言えます。一つはこんなにたくさん賃金をもらっているのだから、個人所得が良くて消費は良いはずだということです。もう一つは、雇用が増えておらず失業者が余り減っていないので、仕事のある人となない人とで、雇用市場に二極化現象が起こっているのではないかと思います。つまり、全体としては良いけれども、二極化が生じている。これが今のアメリカのざっくりした感じでは無いかと考えています。米国の小売売上高のスライドを見てください。

堅調な米國小売売上



- 小売売上高の金額は、既にリーマン・ショック前の水準を上抜けているが、雇用者の所得環境が残業増で改善していることを踏まえると、何の不思議もない。
- ただし雇用市場の二極化により、消費も二極化している(全てのセクターで強いわけではない)点や、株価下落時の逆資産効果、長期金利上昇の影響、消費者心理の悪化などに、注意する必要がある。
- また、最近の売上高の下振れは、全米を襲った寒波の影響が大きいと推察される。

ブーケ・ド・フルーレット

25



長期投資仲間通信「インベストラيف」

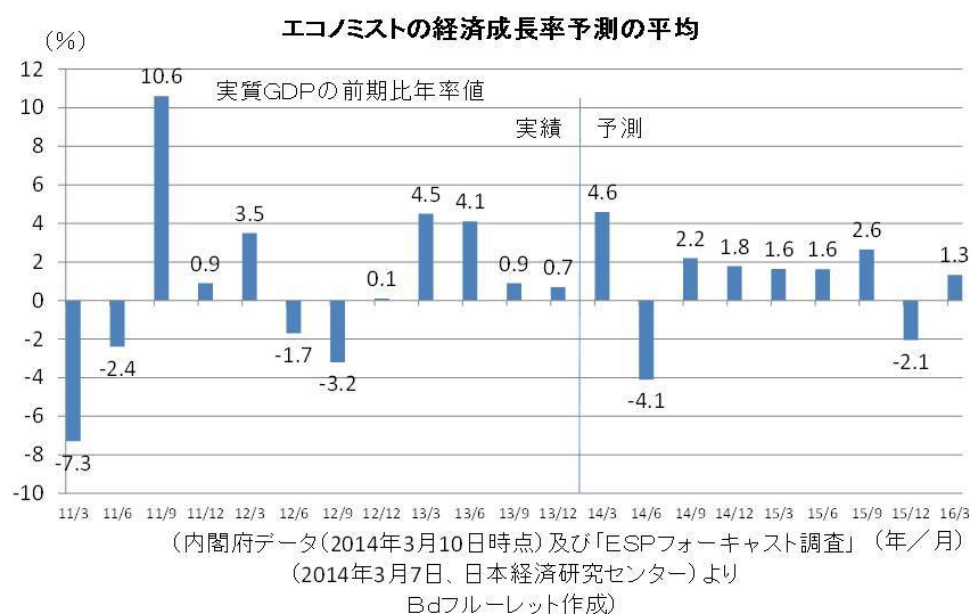
これを見るとリーマンショックの頃よりもレベルが高いんですね。給与が当時よりいいから当たり前と考えられますが、アメリカ経済全体としては爆発的ではないにしろ、堅調な経済の拡大が進んでいると言えると思います。バリュエーションもそれほど高くないので、株価もそれにつれて、堅調な推移となっているのです。堅調な米国経済を映してじわっと株価も上がり、じわっとドルも上がるだろうというのがトレンドではないかと思います。

<日本経済は？>

岡本| それでは日本経済はどうですか？

馬淵| 日本経済のファンダメンタルズの方を申し上げますと、やはり消費増税がポイントです。

(参考) 経済予測の平均値



ブーケ・ド・フルーレット

15

これはエコノミストのコンセンサスなのですが、41人の平均値です。前期年率ベースで予測のところに-4.1というのがあります。これが4~6月ですね。さらに右の方に-2.1がありますが、これは来年の10~12月ですね。やはり消費増税の後は景気は落ちるけれど、その後は前期ベースで安定的なプラス成長が維持されるというのが現在のコンセンサスです。私もそれでまあ、そうなるのではないかなと思っています。基本的に雇用の基調が強いことが指摘できます。このスライドをご覧ください。



残業が遅れて増加



ブーケ・ドフルーレット

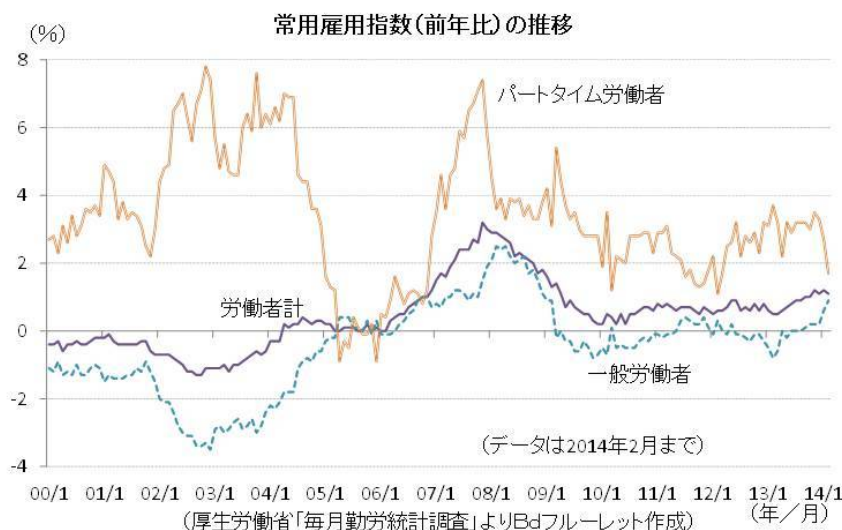
- 通常、景気回復初期には、企業は「仕事量増大⇒当初は残業増で対応⇒次第に雇用を増加」といった順番で対応する。
- ところが2012/7～2013/3 (図の丸印)は、失業率が低下(左図では右目盛が逆軸のため、グラフの線は上昇)していたものの、残業時間(所定外労働時間)の回復は遅れていた。
- 当時は、雇用を増やしてはみたものの、それに見合う仕事量の増大が生じていなかったのかもしれない。
- 最近所定外労働時間前年比がプラス圏に復したことは注目点だ。

17

薄い点線は失業率ですが、上下をひっくり返していますので、この線は上に行くほど雇用が増加しています。これを見ると、安定的に増加をしています。すごく落ち込んだところはリーマンショックの時でした。そこから回復している。注目しているのは所定外労働時間です。つまり残業時間の前年比です。右の方に円が付いているところがありますが、失業率は改善しているにもかかわらず、この時期の所定外労働時間は減少傾向だったのです。人を採用して人員を増やしたのだけれど、仕事量はそれについていかなかった。それで残業が減っていたという状況で、これは危険信号でした。しかし、最近では所定外労働時間も増加をしています。人を採用しているのだけれど、忙しく働いてもらっている。それが先行きの雇用増に更につながる。次のスライドをご覧ください。



雇用増もパートタイムから正社員へ



- これまでは、労働者数全体は増えてはいたが、パートタイム労働者が中心で、一般労働者(正社員等)の雇用は抑制気味であった。
- この点では、リーマンショック前の状況(パートも正社員も増えていた)より、ITバブル崩壊後の景気回復期(2002年から)に状況に近い。当時は「回復感なき景気回復」と言われていた。
- ただし、直近で一般労働者の伸びが高まったことに期待したい。

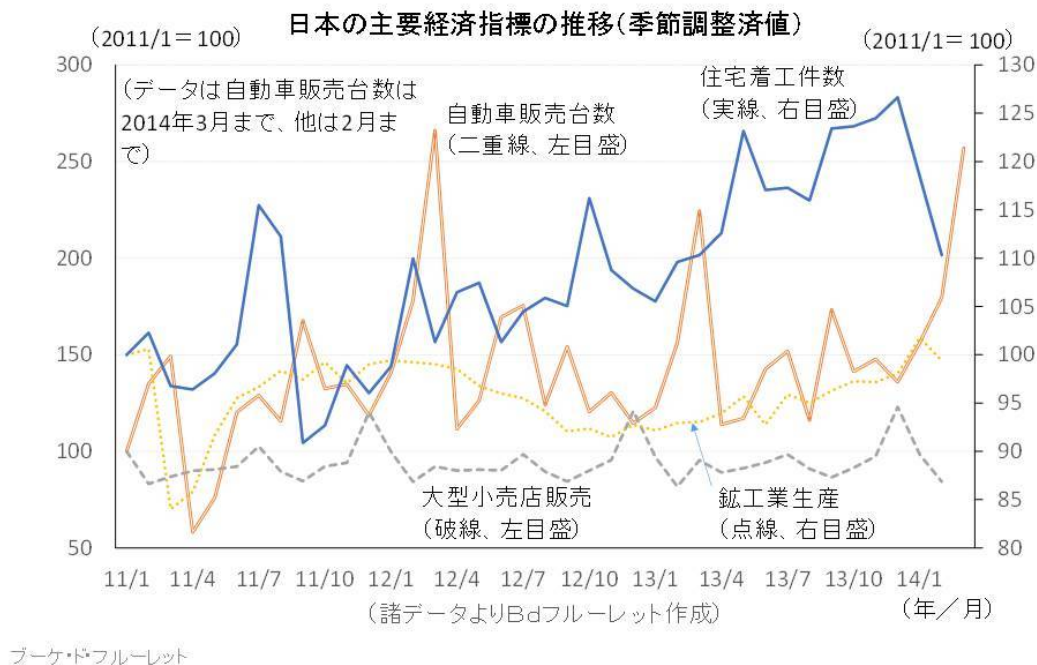
ブーケ・ドフルーレット

18

失業率が下がっているということは、雇用が増えているということなのですが、中身を見ると、これまでほとんどパートタイムの伸びが中心だったんですね。一般労働者、つまり正社員ですが、これもしばしば前年比でマイナスに落ち込んでいました。つまりトータルの雇用者が増えて、失業率は減っているのだけれど、増えているのはパートで、一般労働者は減少していた。一般労働者の方が給料が高いですし、雇用の安定感もある。ですから、消費に繋がりが易いのですが、それが減っていて、全体が増えているというのはあまり良い話ではなかった。しかし、最近では一般労働者の伸びが高まってきています。これも雇用の中身は改善していると言える理由です。このようなベースがあると消費増税が行われてもなんとか一時的な落ち込みで乗り切れるのではないかと思います。少し短期的な話をすると、消費増税前のバタバタの駆け込み需要の反動で消費が落ちることが緩和されるのではないかと思います。



消費税前の駆け込みは、やや抑制的か



最近の主要な経済指標の動きですが、住宅については、明らかに駆け込みの反動が出ています。これは、着工ベースですので、その傾向は明らかです。値段的張る乗用車販売も駆け込みが出ているので反動はあるでしょう。高いものについては、このような現象が起っていますが、大型小売店販売を見ると、むしろ1、2月に下がっているんですね。1、2月には雪が多かったのも、その影響は割引かなければならないかもしれません。ですから、3月は跳ね上がっているかもしれません。しかし、それほど大きな駆け込みは見られない。非常に落ち着いた推移です。二点考えられるのですが、以前は消費税が上がるというなんでも買ってしまおう、日持ちがしないものやいらないものまで買ってしまおうという傾向がありました。しかし、いらないものは増税前でも買わないようにしようという意識が働いているのかもしれません。もう一つは、消費者もネットなどで価格の動向がかなり分かり、最近では増税前に結構値上がりしていることが分かってきている。むしろ、4月から値引きセールをするのではないかと、消費税還元セールと言ってはいいけないのですが、値引きがあるのではないかとということを見越して消費行動を事前に抑えたところはあるのかもしれません。

岡本| 消費者にも情報が行きわたるようになり、賢明な判断がくだせるようになってきた。

馬淵| 卑近な話なのですが、この前の日曜日、消費増税後、初の日曜日だったのですが、近所のショッピングセンターに行ったら、駐車場に入るところで車が列をなしてきたんですね。ここ数年、そのショッピングセンターでこのような事は見たことがなかった。やはりセールをして



長期投資仲間通信「インベストラيف」

いて、お客がたくさんいました。息子の靴を買いに行ったのですが、そこで三足も四足もごそっと買っている人がいるんですね。レジに列ができていて、結構、前倒しよりは後で消費をしている人が多いかなと思ったのです。前の盛り上がりが少ないので後の落ち込みも少ないのではないかと考えています。実は企業もある程度、それを見越していたのではないかと思います。上のグラフにある鉱工業生産の点線を見ても、1月から2月にかけて少し下降しているのです。企業も駆け込みを期待して、今のうちに作っておこうというのは危ないという認識を持っていたのではないかと思います。その意味ではブレーキをかけていましたので、消費の落ち込みが少ないだけではなく、在庫の積み増しも少なかったのではないのでしょうか。恐らく生産の反動減は小さいのではないかと思います。結論から言うと消費増税はそれほど大きな影響はないのではないかと思います。その意味では、どちらかと言うと黒田さんのほうに軍配が上がるのではないかという感じを持っています。

<雇用をどう見る？>

岡本 | 雇用の問題に関しては日本にもアメリカにも当てはまることですが、失業率を見る時に分子と分母の関係を見る必要があります。分母の部分でかなり仕事に就くことを諦めてきている人たちが増えているのではないかと、ベビーブームという大きな層があって、それなりの年齢になっている。仕事も探してみただけでも、あまり良い仕事も見つかりそうもない。それでは生活を少し切り詰めてでも働くのをやめて、リタイアしようかと言う人も増えているのではないかという印象を持つのです。特にアメリカのそういう人たちにとっては資産価値の増加、株式市場の上昇というのは非常にありがたいことだろうと思います。それは消費の下支え要因になると同時に、一方で資産も増えてきたので就職活動やめてリタイアしてしまうということにもなっているのかもしれませんが。日本の方を見ると、最近は盛んに人手不足ということが言われています。どうもやはり普通の日本人はあまり働きたくないような仕事ばかりたくさんあって、結局、それは発展途上国などから来た人たちが請け負っているという面もあるように思います。人口構成も含めてかなり構造的な要因が、雇用関係に大きな影響を与えているのではないかと思います。その辺についてはどう考えていますか。

馬淵 | 少し循環的な、比較的短期的な側面を言うと、職を諦めたという点に関しては労働人口に出てくるわけですが、労働参加率と言うことですね、昨年12月から3月にかけては労働参加率は回復しているんですね。今まで職を諦めていた人が労働人口になってきているという面があります。循環的には少し労働にまた参加しようという人が増えていると思います。一方で、今、おっしゃったような構造的な労働市場の変化というのがあって、ベビーブーマーが勤労世代から外れ、長期的な労働参加率の低下がみられますが、だからといって消費はそれほど落ちない。金融資産の価格上昇もありますし、アメリカの場合だと、住宅価格にもかなり影響されています。日本だと、住宅の値上がりや値下がり消費行動に大きな影響を与えるというのはあまりピンとこないのですが、アメリカの場合は家でファイナンスが



長期投資仲間通信「インベストラيف」

つくので、住宅価格の上昇が手元のキャッシュフローに影響を及ぼすのです。そういう点で影響は大きいでしょうね。最近では住宅価格も底ばいから上昇に転じていて、リーマンショック前のようなことにはならないとは思いますが、金融資産と並んで大きな要因だと思います。

岡本 | アメリカでは子供が独立したりして家族が小さくなるに従って、大きな家から小さな家に引っ越し、それにより、その差額を生活資金に充てていくというようなことも結構多いようですね。ダウンスाइジングによる生活資金の捻出と言いましょか。ですから、住宅に対する需要も大きな家よりは小型の家という風になってくるのではないのでしょうかね。あと、高齢者が住みやすいと言われるフロリダなどに人気が出るというようなこともあるでしょう。日本は人手不足と言われていますが、雇用環境、実際のところはどんなもんなんでしょう。

馬淵 | そうですね。業種によってかなりの偏りがあります。建設関係が突出していて、これで大きいのは復興需要ですね。そのために、結構、建設関係者の賃金は上がっています。同時に、資材価格も上がってしまっているの、ゼネコンさんがあまり儲かっていない、というような事はあるようです。それで繁忙になっている割には収益が上がっていない。全体としては景気は回復をしているので、それなりにどの業種でも人手不足感は強まっていると思います。ただ、建設業界とその他の業種では結構ギャップがあるように思います。また、大企業と中小企業のギャップもあると思います。中小企業の場合、聞く話によると採用をしたくても採用できないということもあるようです。皆さん、大企業志向が強い。大企業が採用を増やすことによって中小企業にそのしわ寄せが言っている。中小企業に行きたいという人が減ってしまう。ハローワークに求人を申し込んでいるのでだけれども、連絡が来ないというような話もよくあります。中小企業は困っているということがあるようです。

岡本 | ついこの間までは新卒の学生も就職先がなくて困っている、という話ばかりでしたが、ずいぶん変わるものですね。

馬淵 | 私の息子は 2 年前に就職したのですが、3 年前の就職活動の時はひどかったですね。当時、本当に仕事が見つからなかった。息子は理科系なのでまだ少し良かったようですが、文科系の友達などは本当に苦労していたようです。ただ、息子の友人の話を聞くと、最近はかなり仕事が見つかりやすいようです。一年間くらいで雇用環境はずいぶん変わったとは言えると思います。

岡本 | ちょっとした需要の増加ですぐに人手不足になるというような感じがしますね。

馬淵 | それはおそらくボトムから改善したからだと思うんですね。2012 年の 9 月から 12 月頃は株価も景気も低迷していて、日本経済のボトムだったと思うのですが、その頃、中国で反日デモがあり、中国向け輸出が減少するなどということもあったのですが、ボトムの時期には必



長期投資仲間通信「インベストラيف」

要以上に雇用を抑制しているので、ボトムからの変化の弾性値は非常に大きいものがあります。

<中国、ヨーロッパは？>

岡本 | そうするとアメリカも堅調。日本もそれほど心配することもない、消費税による一時的な落ち込みはあっても、基調としてはそれほど悪くない。中国、ヨーロッパについてはどうでしょうか

馬淵 | 中国については、短期的にはそれほど悲観はしていません。楽観という事では無いですが、悲観視はしていません。ただ、中長期的な構造要因は結構、重たいのかなと思っています。中国の公式統計というのはあまり信用はできません。それでHSBC 景況感など民間のデータを参考にする必要があります。中国の GDP 統計は日本よりもアメリカよりもヨーロッパよりも早く出ます。それほど早いのはちょっと考えられないなというのがありますし、北京大学の教授で、政府の発表とは別に自分で調べている方がいます。ある時、上海蟹の産地に行って「上海蟹っていったい年間何匹出荷されているの」と聞いたらしいのです。その時に「先生、本当の数字と嘘の数字とどっちを知りたいですか」と言われたと笑っていました。本当の数字と統計のための数字との間に違いがあるようです。必ずしも強制されているというよりは、何かノルマのようなプレッシャーがあって、そのような発言になっているのかもしれない。上海蟹の場合には、上海蟹と見かけは全く同じなのだけれども、上海以外で取れている蟹もあるそうです。これは上海蟹と呼んではいけないのですが、それを捕まえてきて、上海で同じ水槽にしばらく入れておく、そうするとそれが上海蟹になるらしい。「上海蟹ロンダリング」のようなこともあるようです。そういうようなことがいたるところであるのではないかと推察されます。

岡本 | まあ、日本でも似たような事はないとは言えないようです。国産のハマグリと言いながら、実は海外から持ってきている。砂浜に巻いてしばらくすると国産になってしまう(笑)。

馬淵 | それでは中国の経済を把握するのはどうしたらいいか、ということになります。そのためには、他の国の統計から中国の経済活動を把握する方法があると考えています。このスライドは豪州の中国向け輸出の推移を示したものです。



中国の景気を他国から見ると...



ブーケ・ドフルーレット

- 豪州の貿易統計で世界の市場が振れることがある。これは、中国が豪州から鉄鉱石や石炭、銅鉱石などの資源を盛んに買い付けており、中国は豪州にとって第一位の輸出先（第二位は日本）であるため、豪州の輸出統計の増減が中国景気についての市場の見方を左右しているからだ。
- 豪州から中国向けの輸出額をみると、2012年9月までは減少し、前年比も8～10月分は2010年3月以来のマイナスとなった（丸印）。しかし輸出額は、2012年10月以降は多少の変動がありながらも増加傾向で、同年11月以降の前年比はプラスに復帰した。どうも中国の景気は、市場が恐れているほどは悪くないようだ。
- なお、2014年1・2月の輸出額の減少は、春節（旧正月）休暇の影響が大きい（前年比をみるべき）。

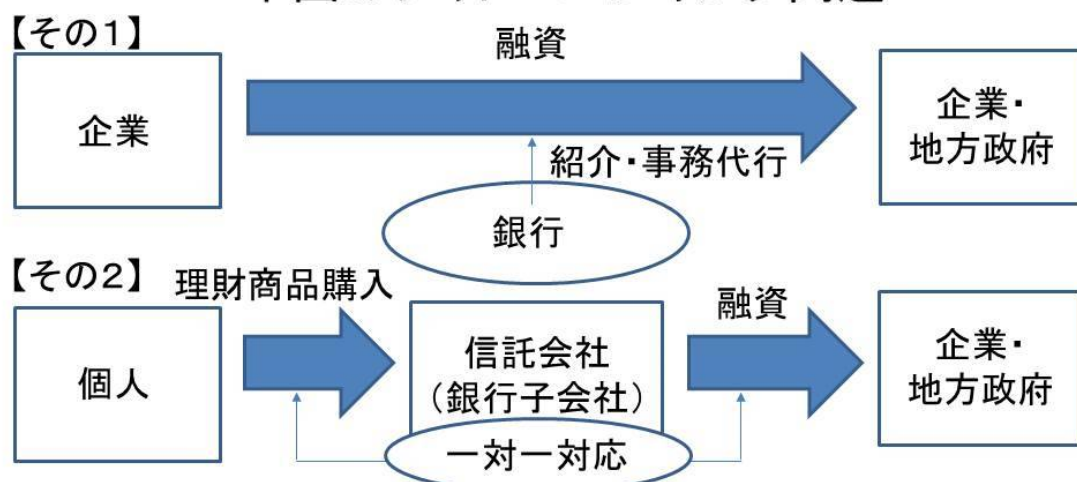
折れ線は前年比ですがマルの付いているところが前年比マイナスになっているところです。いちばん凹んでいるのが2012年9月、これは反日デモがあった頃です。棒グラフは輸出の金額で、季節調整前の数字です。やはり2012年9月は大幅に金額が減少をしています。このことから、中国の景気はこの頃、悪かったろうと思われるのですが、その後増加傾向になったのです。右端のほうの一番高いところは2013年12月、これがオーストラリア始めて以来の史上最高の中国向け輸出額です。その後1、2月は減少していますが、これは旧正月、春節の関係で毎年落ちています。前年比で見ると少し伸び率は低下していますが、でも3、4割の増加はしています。足元の中国の景気はそれほど大幅に落ちているとは考えにくい。

岡本| 中国というとシャドーバンキングが問題視されてますが。

馬淵| このスライドはシャドーバンキングの構造を書いたものです。



中国のシャドーバンキング問題



中国のシャドーバンキングは、上記の2つの形態が主。中国社会科学院の推計によれば、シャドーバンキングの総額が2012年末で20.5兆元とのこと。別の推計では、そのうち「その1」が64%、「その2」が36%を占めるとみられる。米国のサブプライムローン問題と同様との声があるが、下記の2点で異なる。

1) サブプライムローンは、ローンの貸し手である銀行が損失を被り、銀行の経営危機に波及した。銀行は損失回避のためローンを証券化し転売したが、その買い手も多くが銀行で、銀行間でつけ回しをしたに過ぎなかった。中国のシャドーバンキングは、融資が破たんすれば資金の出し手がふり、銀行は原則損失を被らない。

2) サブプライムローンは、住宅市場の悪化で、ほぼすべてのローンが一斉に悪化した。シャドーバンキングは、個々の融資の個別性が強い。2012年に満期償還時に問題が発生した理財商品は、全体の0.27%と推察されている(諸報道による)。

ブーケ・ド・フルーレ

47

「その1」は、企業が企業とか地方政府に融資をするという形態、銀行は案件を紹介したり元利金の会社の事務代行をして手数料をもらっている。融資には関わっていません。従って、この融資が破綻したとしても銀行には被害が及ばないことになります。「その2」は最近話題の理財商品です。信託会社が発行して個人は銀行が融資を受けて買っています。この場合は先に融資が決まり、融資をするための理財商品が発行されますので、融資と理財商品が紐づけされています。この理財商品は元本保証ではなく、融資が倒れるとそれに紐づけされている商品が破綻する。これが原則ですね。ただ、一部、どこかわからないところからお金が出てくる、それで破たんしたものが元本で買い戻されたりしているのですが、どのようになっているのかはよくわかりません。これをサブプライムローンと全く同じだと言う人がいます。しかし私は二点で違うと考えています。下に1)、2)と書いているのですが、サブプライムローンの場合は銀行の住宅ローンですから破綻すると銀行が被る。それを証券化して飛ばしていたわけですが、証券化されたローンの買い手は大体、銀行、証券、保険など金融機関だったわけですね。その点で、サブプライムローンの問題は金融機関に直接ダメージを与えた。そのために、金融不安になってしまったということがあります。中国の場合は基本的に銀行は紹介をしているだけですし、理財商品の場合には、投資家が被るという仕組みになっているので、直接には銀行の経営にダメージを与えるものではないと思っています。仮に中国の銀行にダメージが出たとしても、アメリカの銀行と異なり、世界全体に大きな影響を与えることもそれほどは無いだろうと思います。



長期投資仲間通信「インベストラيف」

岡本 | ただ個人にダメージがいくということですね。

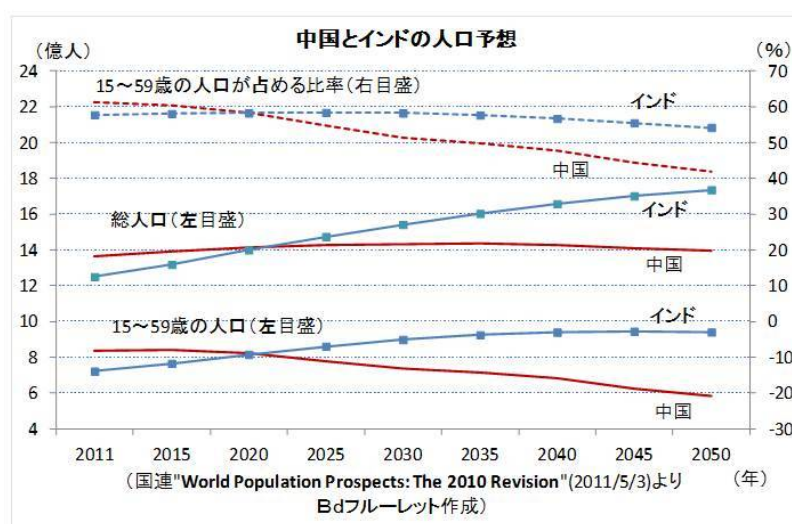
馬淵 | そうです、ダメージは行きます。個人や企業にダメージが入ってその結果、経済全体が悪くなるというリスクはあります。その程度はどれぐらいかということですが、サブプライムローンの場合には、住宅市場の悪化でほぼすべてのローンが一斉に悪化をしました。サブプライムローンの最悪時の延滞率は30日以上元利金の支払いが遅れた場合という事ですが、ピークで27.2%が延滞になったのです。そのぐらいのインパクトがあったのですが、シャドールーピングの場合には、個別の融資ですので、全部が一斉に悪くなるという事は考えにくいのではないかと思います。悪くなるものもあれば悪くならないものもある。程度がどれぐらいかということですが、2012年に出た公式の数字では、満期償還時に問題が生じた理財証券は全体の0.27%しかないとしています。この程度ということはちょっと考えにくいですし、2013年、2014年とさらに悪化している可能性があります。いろいろなレポートを見るといちばん悲観的な試算でも2014年に元利金の返済に支障が生じる理財商品は推定5,000億円となっています。2012年の数字が200億円でしたので、25倍ですね。これは大変なことではあるのですが、今、トータルの理財商品が10兆9,000億円なんですね。その中の5,000億円という事です。5%を少し下回っている。大変なことではあるのですが、ただ程度としてその程度であろうということとも言えると思います。ですから、この問題で中国が真逆さまに落ちるとか、金融恐慌が来るというような言い方はちょっと当たっていないのかなと思います。

岡本 | 長期的には人口構成の問題が重くのしかかっていますね。

馬淵 | 長期的には問題があるとは思っています。特に大きいのは人口の問題ですね。15歳から59歳までの人口、世界基準ではこれを生産年齢人口(日本の場合、生産年齢人口は15歳から64歳まで)と呼んでいます。以下のグラフで分かるように生産年齢人口は中国がインドよりも早めにピークアウトとする。



高齢化する中国、若年層が増えるインド



- 国連の予測(中位推計)によれば、アジアの中でも中国・インドは1、2の人口大国であり続ける。ただし2022年には、インドが中国を抜いて第一位になる見込みだ。
- 15~59歳の人口(いわゆる「生産年齢人口」)は、インドが2045年まで増加し続けるのに対し、中国では2014年をピークとして減りはじめ、高齢化が進むと予想されている。中国の高齢化は、①労働コストの上昇、②年金・医療保険問題の悪化、の2点で、中国にとって悪材料となりうる。

ブーケ・ド・フルーレ

50

これは国連の予想なのですが、国連は、一年ごとに予想を出してくれています。中国の15歳から59歳の人口のピークは2014年です。2015年からは減るという見通しです。少子高齢化が起こると、二つの問題が起こります。一つは、労働コストの上昇ですね。安値輸出の経済運営ではうまくいかなくなる。もう一点は年金と医療保険の問題です。中国の公式統計は信用できないとは言いながらも、全国で年金のない人が7割とされています。健康保険のない人が5割です。歳をとって年金もなければ健康保険もない、病気をしたら全て自分で払わなければならないということになると、社会不安につながる恐れがあります。今から年金など保険制度を中国で急に作るというものなかなか難しいものがあります。その問題がありますね。

岡本 | 中国の場合、社会保障制度が出来上がる前に高齢化が進む初めてのケースだと言えます。

馬淵 | そうですね。中国の場合、豊かになった結果として高齢化が進むというのではなく、豊かになる前に、高齢化が始まってしまうという問題ですね。こういうふうになると、都市と地方の格差とか政治のリーダーシップの問題などがいろいろな問題が重なって表面化してくるだろうと思います。今までの中国の強みは、高度成長という点にあったのですが、その経済成長が衰えることになると、他の国にシフトする直接投資も増えるでしょう。それがさらに経済の減速に拍車をかけることになるかもしれません。悪循環に入ってしまうとなかなか苦しいものがあると思います。今後10%成長は難しいのではないかと考えています。



中国の長期的・構造的な問題

- 少子高齢化:「未富先老」
- 都市と地方の格差:単なる所得格差だけではなく、都市居民戸籍と農民戸籍が分離されている。戸籍を統合すれば都市に人がなだれ込むので、地方が人を引きとめるほどの経済基盤と公共サービスを提供する必要がある(地方財政の圧迫)。
- 政府による経済運営、国有企業の肥大:うまくいった時期もあったが、経済の非効率化が残り、権益を生む
- 政治基盤の弱体化:そもそも国家の中枢にいる背景理由が希薄化、これが共青团VS太子党、既得権益派VS改革派の対立を激化。(党大会日程も決まるまで長かった。)
- 中国ビジネスが各国で反発買う:ラオスの鉄道計画、アフリカ諸国の鉱山開発。(＋南沙諸島問題など) 中国のレアアースも、各国が使わない方向へ。
- 対中投資の減少:米国の「インソーシング」の狙いは安全保障と外交か。

岡本 | ヨーロッパはどうでしょう。

馬淵 | 一時の欧州財政不安は封じ込められたと思います。財政が著しく改善したわけではありません。悪い実態は未だに存在しているのですが、ただリーマンショックの時に米政府がしたと同じことをヨーロッパ全体でしようとしたわけですね。そこでドラギ・マジックと言われているんですが、「ダメです」と手を挙げてくれれば ECB は国債を買いますよと言うことで少し落ち着きは取り戻しています。一応、過度の懸念は封じ込められた感じです。ただ財政自体が良くなっているわけではないので、私はユーロまだ少し調整をする、追加の緩和を検討しているという話ですが、実施する可能性はあるのではないかと考えています。

<日本の財政問題は？>

岡本 | セミナーなどで必ず聞かれる日本の財政問題についてはどういうご意見ですか。

馬淵 | かつて財政再建を行った国で税率を上げて成功した国はないと思います。消費増税は必要だったのだろうとは思いますが、それで解決する問題ではなく、今までの成功例は何らかの景気刺激策を行っています。アメリカではレーガン減税があり、その果実をクリントンが取った。景気を刺激して名目経済を膨らませ名目税収を増やす、それによって解決をできています。日本でいうと一時「あげ潮」政策というのが言われました。企業でいえば、いかに売り上げを伸ばすかということに懸っていると思います。その一環としての成長戦略が期待されているわけです。私は有望なのは、海外でのインフラ輸出だと思っています。日本のものづくりとマッチする部分があります。一般的な家電製品などですと、日本の商品は過剰品質ですね。いらない機能がたくさんついている。インフラの場合には、人命に関わるこ



長期投資仲間通信「インベストラيف」

とです。電車が脱線したり橋が落ちたりすれば大きな被害者が出ます。その意味では品質は高ければ高いほどいいのです。非常に長い年月使うものでもあります。買い手が消費者とか企業ではないので、比較的価格敏感ではない。国とか地方公共団体が買い手ですからね。しかもそこに円借款とか ODA とか融資などがつけば高価格高品質でも需要はかなり強いのではないかと思います。

<過剰流動性はどうなる？>

馬淵 | 先程、あまり過剰流動性はないという事を申し上げたのですが、その点を少し補足させてもらいます。このスライドですが、これは $M2 \div$ ベースマネーの比率です。ベースマネーはマネタリーベースとも言われていますが、 $M2$ は経済全体で出回ってる資金量、ベースマネーは中央銀行がばらまいたお金の量です。この比率が低下しているという事はお金を撒いても経済全体ではそれほどカネ余りになっていないということです。

ばら撒くほどはカネ余りになっていない



- 日本と米国において、 $M2$ (経済全体に出回ってるお金の量) ÷ ベースマネー (中央銀行が撒いたお金の量) の比率を計算すると、近年は低下傾向にある。つまり、中央銀行がお金を撒くほど経済は金余りにはなっていない。
- これは、中央銀行が銀行にいくら現金を渡しても、資金需要が弱いため、銀行からその外側に、融資などの形でお金が流れ出していきにくいのである (資金需要が強まれば、その結果としては金余りになりうる)。
- したがって、量的緩和でバブルになる、逆に量的緩和を止めると株価が大幅に下落する、一時史上最高の円高になったのは日銀のせいだ、等々は、ことごとく怪しい議論であると言える。



$M2$ はマネースtock統計の一種で、現金+当座預金+普通預金+定期預金。現金や預金の形で、経済全体に出回っているお金の量を測る。
ベースマネーは、中央銀行が撒いたお金の量を測る統計で、銀行券(中央銀行が発行した紙幣の残高)+民間銀行が中央銀行に保有している当座預金の残高。
ちなみに日米のマネーの前年比伸び率(2013年12月→2014年1月→2月)は、
日本～ベースマネー:47.1%→52.3%→56.4%、 $M2$:4.2%→4.3%→3.9%
米国～ベースマネー:38.9%→36.0%→34.7%、 $M2$:5.3%→5.5%→6.3%

ブーケ・ド・フルーlett

10

岡本 | 回転率の問題ということですね。

馬淵 | そうです。銀行にお金をかなり突っ込んでいるのですが、銀行からお金が外にあまり出ていない。資金需要がないので信用創造が起こらない。この表は $QE2$ と $QE3$ のケースが示されています。



QE2とQE3時の、銀行の資産額変化

(単位: 億ドル)	連銀の債券 買入額	商業銀行の ローン残高	商業銀行の 現金保有額
QE2時(2010/11~2011/6)	6000	-611	5958
QE3+ツイストの片側 (2013/1~2014/2)	11600	2335	9730

(米連銀データより、Bdフルーレット作成)

(商業銀行の数値は季節調整済値、QE2時は2010年10月値に
対する2011年6月値、QE3時は2012年12月値に対する
2014年2月値)

QE = Quantitative Easing (量的緩和)

QE3 は進行中ですので、2 月までの数字です。連銀の買い入れた債券額は、QE2 だと6,000 億ドル、QE3 だと1 兆 1,600 億ドルですね、これに対して商業銀行のローン残高をみると QE2 では減少をしていたんですね。当時は、まだリーマンショックの要因があって、不動産ローンの回収が行われていたのです。商工業ローンは少し増えているのですが。結果として商業銀行が保有する現金が増えてしまっている。QE3 の方がまだマシです。ローン残高が増加をしている。それでもかなりの金額が銀行にたまってしまっている。銀行にお金が淀んでしまっている。経済全体に出回っていないので、連銀はお金をどんどん出すからカネ余りですと言っている割にはお金が出回っていない。

岡本| なるほど。

馬淵| そもそもアメリカの金融緩和ってなあにと言うと、アメリカってもともと半分病気ですね。だから「少し甘いお薬をあげましょう」ということでやっているわけですが、何が起きているかと言うと、病人は健康になったんですね。「だからお薬を減らしましょうね」と言っているようなものです。それがQE3の縮小なんですね。株式市場は、本来は経済を見て投資をするものなので、「半病人が健康になってきた。これは嬉しい」と言って株価が上がっていくのが本来なのです。ただ、「薬が減っちゃって大丈夫？」という心配をする人もいます。それは違うでしょう、という感じがするんですね。一頃と比べるとあまり量的緩和をすとか、しないとかの大騒ぎは減ってきていますが、少しマーケットの目はまともなほうに向いていて、「景気がいいのであれば量的緩和は縮小されるのが当たり前だ、景気が良くなっているのであれば、株式も買おう」というまともな方向に少し修正されているのではないかなと思うんですけれどね。ひところは少し騒ぎすぎでした。日本も同様なのです。



異次元の緩和開始からの、銀行の資産額変化

(単位: 兆円)	ベースマ ネー増加額	銀行の貸出 残高	銀行の準備 預金額
異次元の緩和開始後 (2013/4~2014/2)	66.58	7.40	63.88

(日本銀行データより、Bdフルーレット作成)
(2013年3月値に対する2014年2月値)

この表にあります、日銀は 66 兆円のベースマネーを増加しています。異次元の緩和を発表してから増やしていますが、その中で銀行の貸出は 7 兆円ぐらいしか増えていない。結果として、銀行の準備預金にお金がほったらかしになっている。日銀がお金をばらまく場合に、例えば大手銀行が持っている国債を買い取って、その代金を銀行に渡すという形で資金の散布を行っています。この場合のお金というのは、その大手銀行が日銀に持っている当座預金口座に振り込まれるわけです。でもその銀行は使い道がないのでそのまま置いてある。そういう状況ですので、準備預金が増み上がるだけになってしまっている。それは、法定準備預金以上の準備預金になるのですが、結構いい金利がついています。それを懲罰的なマイナス金利にするべきである、というような議論もあります。ただ、資金需要がなければどうしようもない。私は金を撒くと景気が良くなるというのは幻想ではないかと思っています。資金重要があるときに資金をばらまくと景気を後押しします。しかし、お金をばらまけば自然に景気が良くなるという事はないでしょう。そうすると、日銀が量的緩和をどうするこうする、と市場が言っているのも少し騒ぎすぎではないかと思います。結局一つはよく分析してみれば、もともとそれほどのカネ余りはない、そしてもう一つは、最近のマーケット参加者があまりに他力本願的になり過ぎている。日銀が追加緩和をしてくれないかな、と日銀頼りになっている。また、最近では GPIF の議論がありますが、その議論も年金資産の運用というものを、どういうアセットアロケーションにすべきかという議論があって、結果として株式を増やしましょうということであれば分かるのです。でも GPIF は株式を買って株価を支えてくれないかなとか、そういうことを言う人もいます。何か昔の PKO のような感じになっています。完全に他力本願、誰かが何かをしてくれないかなという期待ばかりです。

岡本 | 外人は買ってくれば、その銘柄に相乗りするというようなね。

馬淵 | 下がれば、「外人が売るから下がる、外人は悪い奴だ」みたいな言い方をする人もいます。そうじゃなくて、国内投資家に厚みがないからでしょう。「安倍さんが早く第三の矢を撃ってくれないかなあ」と言うのも同じです。少し前には「こんなに円高ではやってられない」と言っていた。



長期投資仲間通信「インベストラيف」

岡本 | あの当時、韓国経済がいいのは単にウォンが安いからだと言っていたけれど、いざ実際に円安になってみると日本も似たような状態になっている。

馬淵 | アメリカの友人から「君たち日本人は、日本の輸出企業の収益が悪かったのは円高だったからだと思っているのではないの」と言われたりする。もっと本質的な日本の企業のあり方を直視することを忘れている。もっと売れる物を作らなければいけない。日本の製造業はそもそも現場ドリブンなんですよね。それは良いことですし、技術的にも高いものがあるのです。でも、こんなに高い技術があるのだから、それを製品にすれば必ず売れるはずであるということで、たくさんの機能をどんどん加えていく。それって本当に世界の人たちが欲しいものですか、消費者がその追加機能が乗った事を付加価値と認め、その分お金を多く払いますかということがわからなくなっているような気がします。家電のショーにも行きますが4Kのテレビが綺麗ですと言います。その綺麗さに対していったいいくらのお金を払うのか。今まであなたが見た番組から判断してこの番組はお薦めですよという人工知能を持ったテレビとか、そんな余計なお世話だと思ってしまうんですね。

<そして株式市場は？>

岡本 | 最後に、日米を中心として、今後の株式市場の見通しについてお話しください。

馬淵 | 基本的に市場を取り巻くファンダメンタルズは悪くないと思います。バリュエーションで見ても決して割高では無い。利益の増加に沿った株価の上昇はあるだろうと思います。日本も今年度は10%増益というのがコンセンサスです。どこを発射台にするかという問題がありますが、今は中国はどうだ、ウクライナはどうだ、というようなことで売られ過ぎている面があると思います。1万4,000円は売られ過ぎです。1万5,000円から1万6,000円を発射台とすれば1万8,000円手前ぐらいまではバリエーションから見てもあってもおかしくない。それに期待が乗るとか安心感が広がるというようなことで、もう少しバリュエーションの拡大があれば、日経平均は年内に2万円に迫ることがあってもおかしくないと考えています。適正水準は1万8,000円ぐらいだと思いますが…。アメリカも順調です。1~3月の企業収益はあまりよくないのですが、かなり大雪の関係がある。それは想定されていることではあるのですが、また新興国経済が減速しているということもあると思いますが、全体に景気は回復して行くことになると思う。爆発的に拡大する景気ではありませんが、米株価は最高値を更新しては売られ、また最高値を更新しては売られ、という繰り返しが続くのではないかと思います。じわじわと高値更新を繰り返すのではないのでしょうか。年内は比較的順調に見えます。来年になるとQE3の縮小ではなく、アメリカが利上げに入る可能性がある。QE3の縮小は引き続き資金を散布しているのです。散布するが量を減らしますよというのが現在起こっていることです。アクセルは緩めているけれども、まだ踏んでいる。利上げになると、今



長期投資仲間通信「インベストラيف」

度はブレーキをかけることになります。その際問題になるのは、連銀の利上げ開始が景気を壊さないのか、そして、連銀は結果的に上手に利上げに入って行けたとしても、マーケットは思惑で悲観に触れたりすることがないのかという二つです。特に後者は不安ですね。

岡本 | まあ過剰流動性はそれほど大きくないという議論が事実であるとしても、やはり流動性が減少していくという事は、相場的にはプラスではない。よく例え話で、小錦のような大きな人がお風呂から出て行くようなものだ。それによって急に水位が下がってしまうというようなことを言いますが(笑)、そのような面は、やはりあるのではないのでしょうか。今後はこの流動性の縮小、さらには利上げというある意味、金融の正常化と景気全体が改善していくというプラスの面が綱引きが続いていくのではないだろうかとは考えています。したがって、マーケットの中でも結構、強気に触れたり弱気に触れたりする繰り返しが続くのではないのでしょうか。おそらくこれから5年ぐらいはそのようなブレの大きいマーケットが続きそうな気がします。

馬淵 | 実体経済以上に上下に触れる可能性は高いでしょうね。

岡本 | そうですね、これまで実体経済以上にお金が増えてきて、金融資産の価格が上昇した部分がありますからね。その巻き戻し的な動きはあるかもしれませんね。今日は多岐にわたって有益なお話をありがとうございました。