



最近の経済、金融情勢を語る

座談会：小松原 幸明氏、馬淵 治好氏、岡本 和久
レポーター：赤堀 薫里

岡本 | 非常にタイムリーな、皆が興味のあるお話だったと思います。ただ、概して言えば、マイルドなインフレ時に株は強く、デフレ期は、株はあまり上がらない。物価が上昇している時は、比較的株価も上昇トレンドという関係があるのではないかと思いますね。k(期待収益率)やg(キャッシュフロー成長率)の構造式で分析をするということは、非常に有益なアプローチだと思います。逆に言うと、物価が上昇している時は、どこかでインフレ利得が発生しているわけですね。コストプッシュであれ、デマンドプルであれ、グローバルに見れば、必ずどこかで利得が発生しているわけです。株主であるということは、その最終的な利得に対して、配当金でもらうか、内部留保で貯めておくのかという違いはあるにしろ、株主の保有する価値になっていることは間違いありません。そういう意味では、株式は基本的なインフレのヘッジになるのではないですかね。ただし、これが、ドイツやアルゼンチンのような極端なハイパーインレーションや、オイルショック程度のかなり極端なインフレになり、スタグフレーション的なものになってくると、経済全体も混乱してきますからね。企業活動そのものも大きなリスクを抱えるので、必ずしもインフレが株価にいいわけではない。しかし、私は基本的には、インフレは株式に強いと考えています。



小松原 | 物価・売上・コストの話をしましたでしたが、例えば、数年前まで遡りますと、デフレがきつかったわけですね。マイナス数%のデフレになりました。どんどん価値が落ちた。一方で給料は上がりも下がりもしない横ばいでした。そうすると、2%コスト低下分を享受している時代がきたわけですね。一方でインフレが2%になりました。賃金も同じように上がります。そうすると、どちらも同じですね。デフレになっていて、預貯金、賃金とも低い状況と、イ



長期投資仲間通信「インベストライフ」

インフレが上がる分だけ給料が上がるのと、その差が変わらなければ、どちらがみなさんにとってハッピーなんですかね？ここでよく言われるのが、借金をするかどうかという話です。借金をしてインフレになると、借金が目減りするという話なんですよ。これは消費拡大につながります。「貯めておいてもインフレになるのなら今のうちに買っておこう。借金も実質的に減っていくし・・・」という話ですよ。

岡本 | 政府がやろうとしていることは、そういう話ですよ。「政府の抱える実質借金を減らしていこう。毎年2%ずつ減らしていく」という話でしょう。ちょっと話は変わりますが、「本当にインフレが2%上がっていくのかな？」という疑問視があがっていますが、今日は幸い馬淵さんもご出席なので伺いたいと思います。馬淵さん、そのところはどのようなんですか？

馬淵 | いいインフレと悪いインフレというお話は私もそう思います。ただ今、日銀は、「どちらでもいいから、インフレになればいいでしょ？」という立場で物価上昇を目指しています。理由はなんであれ、物価が上がれば、将来、消費や投資をするより、今お金を使った方がいいということになり、どんどんお金を使うので景気がよくなるという議論になります。しかし、それは非常に危険なところがあり、実際にはそうはなっていないんですね。消費者マインドや景気ウォッチャー指数等のマインド指数が、4~6月より7~9月の方が悪いのです。本当だったら、消費税が上がったのだから、4~6月が非常に悪くなって、7~9月が少し戻るというのが普通です。それなのに7~9月の方が悪いて何？と、思いますよね。一つの仮説としては、4月は消費税が上がったけれど、3%上がったのはもともとわかっていたこと。一方、ベアがあった。7月にはボーナスがあり、手取りが増えたというマインドがあった。わかっていた物価上昇と、手取りが増えたというところで、どちらかという、気持ちがポジティブになったので、調子に乗っていつまでもお金を使っていたら、お財布が淋しくなってきた。つまり遅れて気が付いたのではないかということです。ベアは毎月あるわけではなく年一回で終わりますからね。お給料はどんどん上がるわけではない、一方、物価はずっと上がっている。円安だし。要するに遅れてマインドが傷んでいるのではないかという気がします。そうすると、値段が上がるから先に買うより、今買おうという心理になるどころか、値段がずっと上がっているから、もう永遠に買うのは止めようという、縮み志向になっているところがある。「何でもいからインフレになれば、早めに消費する」だろうという作戦が、ちょっと外れかかっているという気がします。でも今はインフレになればいいから、どんどん円安になって輸入インフレでもいいじゃないか！という方に向かってしまっている気がします。でも、それは財布が痛むだけで終わってしまうので、インフレの種類を考えなくてはならないのではないかと考えています。

岡本 | なるほど。何となく実感的にはわかりますね。

馬淵 | 実は2015年、何がリスクかということを考えた時、一つは、アメリカの金利です。将来的



長期投資仲間通信「インベストライフ」

にアメリカの金利は上がると思いますが、政策金利の上げ方自体は、非常に慎重にやるでしょう。しかし、マーケットが先走ってしまって、債券利回りが思惑以上にパーンと上がってしまう可能性もあります。アメリカの資産の価格形成は、金利が低いことを前提にしていることが多いですね。株式もPERだけ見ると割高ですが、金利が低いからいいと言われている。社債は、格付けの高いものからジャンクまで、全部利回りが低いので、投資活路を求めて買われすぎている所があります。もし、国債利回りがパーンと上がってしまうと、みんなひっくり返ってしまいます。アメリカのリスクが来年のどこかにあるのかなというのが一つ。

岡本 | そして、もう一つは？

馬淵 | もう一つは、物価とか、日銀の金融政策の関係で怖い所があります。どうも悪いインフレになっている感じがあるということです。もう一つは日銀が金融抑制をしているのがどうなるのかという話です、シナリオは二つあります。一つは悪いインフレなのですが、来年中ごろに物価が2%に達してしまう。「目的を達しましたね。国債の買い入れは増やしませんよ」と言って、悪いインフレで2%になったのに、国債の買い入れを減らすか、あるいは増やすのを止めることで、パーンと国債の利回り金利が上がってしまうという問題です。もう一つすごく気になるのは、ブルームバーグが最近調査をして、20人位の債券マーケットのアナリストやエコノミストに先行きを尋ねたところ、ほぼ全員が、「来年の半ばには2%は到達できない、無理です」と言っているのです。そのうち5人が、「追加緩和はない」と言っています。インフ目標が達成できないのに、追加緩和がないということはどういう意味かと言うと、目標を諦めるということです。来年の半ばに2%に達しなかったので、目標を一年先送りしますということになります。マーケットがみんな思っているのは、「2%になるまで、国債を買って、買って、買いまくるんだ！」と、期待を持っている市場参加者が多いのに、黒田さんがしれっと、「諦めました」と言えば、全部ひっくり返ってしまいます。インフレが2%に達しなくても、1.8%になる可能性はありますから、今よりはインフレ気味。それでいて、「日銀が金利を押さえるのを諦めているみたい」ということになると、ひっくり返されてしまう。そうすると、国債が失望売りで利回りがあがってしまう。となると、「日銀が、国債をいくらでも買ってくれると思っていたのに、買ってくれない」という、梯子を外されるリスクです。長期金利が日本で上がってしまい、物価も今よりも上がってしまっている。しかも悪いインフレで上がってしまうということになります。

岡本 | 結局、株式市場ということだと、2012年の年末辺りから大きく上昇してきた。その好材料のほとんどは、マクロ的な要因なのです。でも株式市場は基本的に個別銘柄の総体として出来上がっているものだから、個々の企業がどれだけ投資価値を高めているかという部分がなければ、持続性がなく、いずれバブルになってしまうと思うんですね。それはまさに第三の矢の部分です。それをあまり誰も言わなくなってしまう、第三の矢も政府が



長期投資仲間通信「インベストライフ」

やってくれるみたいな話になっている。でも最終的には、個別の企業がどれだけ成長力を高めていくのかということだと思うんですね。それがあれば、マクロ的に何か期待と違うことが起こったとしても、ある程度の支えは常に、株式市場の中にあると思います。投資価値が増加しているわけだから、そこから下振れることがあっても、バリュウを中心としたブレということになるわけで、ある程度下支えになります。それがなく、馬淵さんの言うようなシナリオが展開してきたら、それは結構大きなインパクトになりますよね。

小松原 | 馬淵さんがおっしゃっているような、梯子を外された時に、国債の市場が崩れるということは多くの政府関係者が思っていますので、逆にそれをされないように今のうちに全部、日銀が持ってしまう。全部、日銀が買ってしまえば売り手がいないわけですからね。そういうのが、見え隠れしている政策なのかなと思います。中国やアメリカの人も多少持っているでしょうが、今、7割位表面的には押さえていて、地銀に買ってもらっているものはスルーして日銀が更に出ていますから、最終的には8割~9割くらい買っています。ということは、新発は今、日銀が持っているもの。昔、発行したのも買いに来ている。これが2年も続けば、何が起こるかということ、全部買占め状態ですよ。つまり嫌気されて売ろうというのなら、ちょっと買ってあげるだけで、全部日銀が価格交渉を出来る状態にできる。こうして日本のデフォルトを回避する政策を打っているのかなと思います。

岡本 | 国の財政はともかく、2015年はフォーカスが政策から民間企業の活動に移るということでしょう。つまり、それぞれの企業が、好環境を如何に自分達の価値創造に結び付けにいくのかという点だと思います。それが積極的に出来るのであれば、株式市場は上昇が続いていくのであろうと思いますし、少なくともそれは強力な下支えになると思いますね。今日はどうもありがとうございました。