



2016年の経済・市場を占う

対談：馬淵 治好氏、岡本 和久
レポーター：佐藤 安彦

馬淵 治好(まぶち はるよし)

ブーケ・ド・フルーレット代表。米国 CFA 協会認定証券アナリスト(Chartered Financial Analyst)。1981 年東京大学理学部数学科卒、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。(旧)日興証券グループで、主に調査部門を歴任。2004 年8月～2008 年 12 月は、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月に独立、現在ブーケ・ド・フルーレット代表。内外諸国の経済・政治・投資家動向を踏まえ、株式、債券、為替、主要な商品市場の分析を行なう。データや裏付け取材に基づく分析内容を、投資初心者にもわかりやすく解説することで定評がある。各地での講演や、マスコミ出演、新聞・雑誌等への寄稿も多い。著作に、「株への投資力を鍛える」(東洋経済新報社)「ゼロからわかる 時事問題とマーケットの深い関係」(金融財政事情研究会)などがある。

岡本:馬淵さんの「ゼロからわかる時事問題とマーケットの深い関係」を拝読しました。今回の本は、読んでいるうちに考える機会を与えてくれるとても良い本になっていますね。本来、人の書いたものを読むだけではなくて、自分の頭で考える事が勉強という事ですから。

馬淵:ありがとうございます。今回の主眼は、自分で考えましようという事でした。相場はどうあれ、自分で勉強しないとダメだと考えている人が増えてきている気がしています。ただし一方で、セミナーでも簡単な結論を求める人もいて、「アメリカの利上げはいつか」とか「日銀の追加緩和はあるか、ないか」とか「東京オリンピックまで景気は上がるか、終わったら下がるか」など飛びつきやすい答え求めてしまう、これはあまり良くないなと思っています。

岡本:その単純な質問の答えだけを与える本はよく売れるのかもしれませんが。でも、書く側からするとそのニーズに答えてばかりでは本当に自分が知ってもらいたいことが伝わらない。そこが、難しいですね。私はアメリカの「敗者のゲーム」や「ウォール街のランダムウォーカー」の様に考え方全体を書いた本を 2～3 年に一度改定して出していくのが、書く側としての理想だと思っています。そのような資産運用全体の体系を書いてみたいと思っています。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

馬淵:そうですね。実は今、東洋経済新聞社さんから依頼をいただいている、「50のルール」について書いています。例えば「サマーラリー」や「大統領選の年は株価が上がる」など、これらがホントかウソか、きちんとデータで検証して答えを出す事を自分でもやってみたくて書かせて頂きました。この本は、先ほど岡本さんが言われていたように、年々データが増えていくので毎年出しましょうという話もあります。

岡本:毎年は大変そうですね。現在、それら以外に進んでいる話がありますか。

馬淵:いいえ。今はありません。元々、書き溜めておくというよりも、頭の中に書きたい事があるタイプで、今回のきんざいさんの本に全て書いてしまったので、逆に今、話が来ても何を書こうかという状態です。

岡本:今回の本で、第2章までとそれ以降で少し書きぶりが違う気がしました。



馬淵:はい。第2章までは、自分が若い頃に勉強して、当時面白いと感じていた事を書きました。例えば、「原油取引の際の円建てと外貨建ての違い」とか「原油の価格にはドバイとWTIがある」とか「バレルとは樽の事だ」とか細かいけれど、自分が感じた面白さを同じように感じて貰えたら嬉しいなと思って書きました。第3章以降に書いた、例えばアメリカ経済などの用語解説はあまり要らないので、若干雰囲気が違うのかと思います。

岡本:来年、経済の面ではどんな1年になると思っていますか。

馬淵:大きな波乱はなく、ぼちぼちの1年になるのではないかと考えています。日本においては、まず消費税増税は2017年までは無い。だけど再来年にあるのが見えている、そんな1年。それと実体経済からみると、雇用自体は持ち直しているが、時間外労働が減っている。つまり人を増やした割には忙しくなっているわけではないと言える。でも一方で、ワーク・ライフ・バランスの見直しや育児を支援するなど、企業が意図的に残業時間を減らしているのであれば、景気とは関係が無い、構造的な動きなので、あまり心配する要素では無いかと思っています。実際にどちらなのか分からない部分はあるのですが、経済が凄く強い時期ではなく改善してきている状況なのだと思います。

岡本:中国経済を懸念する人が多いですね。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

馬淵: 中国経済の悪化は続くと思っていますが、マーケットもそれを織り込んだ所ですし、アメリカ経済も事前のコンセンサスでは前年比マイナス 4%だと思われていたのが、どうやらマイナス1%位に留まりそうな感じになっている。もちろん減益なので良くはないが、思ったほど悪くは無かった。アップルもマイクロソフトも悪いと思われていたけど開けてみたら悪くなくて、それが続いている。事前のコンセンサスが良かった数字のケースを見てみても、足下で急に上方修正している。つまり、ひどいと思っていたらそれでも無かった、そのような状況です。

岡本: アメリカ経済の話が出てきたので、少し話を続けたいのですが、先日あるアメリカ人と話をしていたら「これから2年間は、利上げはないと思う」と言っていました。あまり利上げの事ばかり話題にしたいはないがどう思っていますか。

馬淵: 2回目の利上げという意味では、2年間位は無いだろうと思います。

岡本: という事は、1回はやるだろうと思っている？

馬淵: そうです。連邦銀行や中央銀行の基本的な考え方は、タイトニングではなくノーマリゼーションなんですね。つまり、彼らは、ゼロ金利や量的緩和は非伝統的な政策だと言っています。リーマンショック以降、経済が異常な状態に陥るリスクがあったので、対抗するために異常な政策を取っているだけで、経済がすごく強い状態でなくとも、景気が平常状態に戻ったのであれば金融政策も戻すということでしょう。実際に、量的緩和は2014年10月に止めました。金利もゼロは異常だと、そういうロジックで考えていると思います。そうすると、0.25%もしくは0.125%にするなど、ゼロでなくしておきたいと思っているはずで、そうすると年内、または年明け早々には1回目の利上げをするのではと思っています。

岡本: なるほど。では、今のアメリカの景気は巡航速度くらいに進んでいると考えて良いのでしょうか。

馬淵: 今は巡航速度よりやや低めくらいだと思います。

岡本: では、今年の初めの方が良かった？

馬淵: 今年度の初めは、実際の勢いは弱かったけど、そこから順調に回復していきだろうとの期待が強かった。また、短期的トリックですが、今年1~3月期の景気は一旦沈んでいました。これは冬が厳しかったのと西海岸の港でストライキがあった影響で荷動きが止まっていた。これが2月に妥結されて、そこから徐々に回復していった。そこからリバウンドする形だったので、見かけ上強い感じがした。しかし、レベルでは今の方が内需系は強いです。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

岡本: 体感として、悪い時から良くなりつつある時は期待があって、モーメンタムが持続するように思いますね。

馬淵: それは8月に株価が高値を付けたことにも現れていますね。

岡本: そこから巡航速度に入ったとなると、減速感が出てしまう事がありますね。

馬淵: それがPERの調整として現れていて、8月25日にアメリカのインデックスが年初来安値を付けるなど調整が生じたのだと思います。ですが、実際には、住宅着工件数や小売売上金額や自動車販売台数などの数字を前年比ではなく絶対値で見ると、4~6期より7~9期は内需系のレベルは上がっています。ですが、逆に輸出系の数字は下がっています。

岡本: それはドル高の影響ですか。

馬淵: そうです。鉱工業生産指数は下がってきています。ISMの景況感調査も、非製造業は良い結果ですが、製造業からは悪い結果が出ています。輸出製造業が苦しくて、内需非製造業は比較的堅調だというのが今の状況です。

岡本: 日本の場合は為替の影響が大きく出るのだけど、アメリカの場合、今まであまり為替は関係無いように感じていましたが、近頃はドル高の影響を言われています。これはアメリカ経済の構造に変化などがあったからでしょうか。

馬淵: アメリカは、輸出依存になっていないが、盤石では無いのかも知れませんね。ドル高を警戒しているのは民間のエコノミストだけではなく、アメリカ政府高官も言い始めています。米財務省が、半期に一度の報告の中で「日本やドイツは金融緩和への依存が大きすぎる。外需による景気回復を目指しているのではないかと懸念を示している」ので、対円・対ユーロに対するドル高に政府としても警戒しているとの見方をしている人もいます。また連邦銀行からの報告では「ドル高によって、一部の観光業が打撃を受けている」と書かれています。もちろん観光業の影響でアメリカ経済がひっくり返る事はないが、そういう警戒感を政府や連邦銀行が示している事が、それらを跳ね返して「アメリカは大丈夫だ」と言うだけの自信がないのではないかと考えています。

岡本: なるほど。来年のアメリカ大統領選は経済にどのような影響を与えますか。結果的に、実際にトランプさんになったら、混乱は大きくなると思います(笑)。

馬淵: 大統領選挙の年は、過去の数字を見ると僅差ではありますが、経済的な数値は上がります。実際には、選挙に向かってお金が使われる事や、何となく気分が高まるということがあるか



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

らだと思います。今のところ、民主党が有利かなと思っているのですが、そうすると順当にヒラリー・クリントンさんで決まりかと思います。マスコミではトランプさんが取り上げられていますが、シリアスにあの人が大統領になった方が良く考えている人は少ないと思います。

岡本:そうですね。実際、一番困っているのは共和党のようですね。

馬淵:はい。共和党は分裂状態にあって、党執行部の言うことを聞かないグループもいて、それが原因で下院議長が辞職してしまう異常事態が発生するなど、党内の混乱が起こっています。

岡本:なるほど。それにしてもトランプさんがそれなりに支持を集める背景には、どんな事がありますか。

馬淵:アメリカ社会の格差拡大や閉塞感にあると思います。一時期、中道派が支持されて民主党も共和党も同じ様な事を言っていました。それに不満を持つ人達が「こういう事をするんだ!」と、大きな声で発言すると、それに支持が集まるのではないかと思います。社会に対する不満が燻っているのだと思います。

岡本:オバマさんの時も似たような雰囲気がありましたね。

馬淵:そうですね。でも中道派が勝ったとは思いません。今回、ヒラリー・クリントンさんが「TPP 反対」と言っていますが、本気で言っているというよりは、労働組合の方に寄った政策を言っているのだと思っていて、彼らを取り込まないと票にならないと考えているのはでないでしょうか。

岡本:でもそれで票を貰い大統領になったら、ある程度、実行しないとなりませんね。

馬淵:うーん。そこはどうでしょうか。

岡本:ギリシャの大統領みたいな例もありますか(笑)。

馬淵:国民投票までやっておいて…。

岡本:世界的に、政党に対する不満があるのでは無いでしょうか。政党間の争いばかりで、政争に明け暮れていてね。歴史を見ると、そんな時に国民が求めるのは英雄で、日本では大正デモクラシーから昭和になって経済も社会も停滞していた時に青年貴族、近衛文磨が出てきて一躍人気を得る。彼は、家庭に広まり始めたラジオで国民に語りかけたりして、ユーフォリア的な動きになった。しかし、結局、「持たざる国」の悲劇で戦争に繋がっていった。時代背景としてそれに似ていると思っています。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

馬淵:悪い方向に考えると、ナチスみたいな極端な人が立ってしまって、戦争に走るリスクもある。一方で、SEALDs みたいな動きも出ている。これをどう評価するか色々あると思いますが、政治に関心を持つ若者が出てくるのは良い事で、これも自分で考えようという動きに繋がっていくかどうかだと思います。いつでも政治が悪いという声はありますが、結局、有権者が選挙で選んだ結果ですからね。

岡本:中国の政治や経済について、どう見えていますか

馬淵:一番極端なケースでは、現在の政治体制は崩壊するリスクもあると思っています。やはり色々な形で曲がり角に来ていて、インターネットの発達によって、中国でも、制限はしているものの、海外の事をわかるようになっていきますし、一部の人とはいえ、沢山の人が外国に観光へ行って、そこで色々な物を見る訳です。中国の人は、政治は政治、経済は経済と割り切っていて、政治がどうなっても生きていけると言っている人が多いのです。でも、実際は経済面で構造転換しなくてはいけない点があります。今までは、重厚長大産業を安いコストでやってきたけれど、賃金水準が上がってしまい、元を切り上げざるを得ないような状況で、実際に賃金の優位性ではインドネシアやベトナムに負けています。そうすると、付加価値を高いものに移行するか内需でやっていくかのどちらかになっていきます。これがアメリカの場合だと、そこで会社を立ち上げたり、従業員として有り余る若者がいて、さらにそこにお金を出すベンチャーキャピタルやエンジェルがいて勝手に成長していったりするダイナミズムがありますが、中国の場合、政府が国有企業を使ってやっていた。アメリカと同じ様な構造転換が、中国政府主導でできるのか、逆に政府主導だからこそ大胆なやり方ができるとか様々な意見がありますが、なかなか人の知恵だけではできないものだと思います。

岡本:中国の場合、中国共産党を頂点にした三角形になっていますが、下からの民主化の圧力が高まってきたらいずれは押さえ切れなくなるだろうと思います。だけどその前に、中国政府がどれだけ賢明な選択を取るのか、大きなリスク要因ではありますね。

馬淵:先ほど、現在の中国の国家体制が崩れる可能性があると言いましたが、それは悲惨な結果にはならないと思っています。かつて、ソ連邦が崩壊しても世界大恐慌にはならなかった。経済規模が違うという見方もありますが、中国の場合は、地域格差が大きいので、崩壊したとしても緩やかに、中国連邦みたいな形になるのではないかと思います。それであれば、別に悲惨な結末になるとは思いません。

岡本:中国政府の経済に対する方針が、経済成長から社会安定化や内需主導に移った場合、外国企業にとっては大きなビジネスチャンスになりますね。



長期投資仲間通信「インベストラيف」

馬淵:そうですね。設備投資が大幅に下がるとか金融面で混乱するなど一時的な問題はあると思いますが、中国人がいなくなる訳ではないので、内需面をターゲットにするビジネスは大きくなるでしょう。

岡本:日本に旅行した人達は、中国に帰ってからネット通販で日本製品を買うケースが多いようです。

馬淵:そのようですね。よく売れている日本製品は、日用品みたいですね。熱さまシートや、めぐりズム。目薬でも沁みないものやスツとするタイプなど種類が沢山あってきめ細やかなのが受けている。他には、洗顔器などの美容家電。人体に使うものは、日本製が良いとされているようです。

岡本:インベストラيفにも登場していただいたことのある中国事情に詳しい勝池さんがジャパン・クールについて面白いことをおっしゃっていました。「西洋人は人間の五感のうち、視覚と聴覚を重視する。日本は、嗅覚・味覚・触覚を重視する民族で、伝統的にそういった商品が開発されてきた。それがクールジャパンの正体だ」と言っていたので、面白い意見だと思いました。

馬淵:最近、四国の池内タオルや、奈良の白雪ふきんだとか、手触りの良さは日本の得意とする所ですね。

岡本:そういう少々高くても長持ちする物のほうが、安くてもすぐダメになる物より良いですからね。

馬淵:農機・建機でも、同じような事が言われています。東南アジアではクボタが強く、それはなぜかという、アメリカのディアのように大規模農園向けに造られた物ではなく、日本のように狭い土地で使える方が良いというものもありますが、メンテナンスが必要ないとか、必要になった場合も、現地の営業マンがすぐに来てくれるとか、機械は高いけれど、長く使えば安くなるといった点が受けているようです。



岡本:なるほど。次にヨーロッパの景気はどうですか。

馬淵:ヨーロッパも景気が底入れをした感じはあります。マイナス成長になっている事はなくて、ギリシャ危機で財政が厳しい状態ではありますが、一時のように、イタリアだ、スペインだとか



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

言っていたのは、やり過ぎだと思っています。イタリアはプライマリーバランスが黒字ですし、スペインは、プライマリーバランスは赤字ですが、借入金残高が経済規模よりも小さいです。その意味では、両国ともそれほどの危機ではなかったのに、大変なのではないだろうかとの見方が広がって国債の現物だけでなく先物をやられてしまった。そうすると、新規の国債に応じる投資家がいなくなってしまったので、回転資金が調達できなくなって厳しくなった。そんな状況の中、ドラギさんが対策として銀行に「必要であれば、いくらでも資金を注ぎ込む」と言った。また、スペインに対しては「手を上げてくれれば、国債を買い取る」と言った。国債については、言っただけで状況が変わったので、スペインの為の金は使わなかったし、銀行に貸し出した金も業績の良い銀行からは返済が始まっているなど、結局ほとんど見せ金で済んだ「ドラギマジック」で一旦収まっています。ただし、高成長のタネはないし、フォルクスワーゲンの問題がどうやら一社だけではないぞと、いうことになった場合、国全体のブランドに傷がつく様なことになると大変です。ヨーロッパはドイツ主体で引っ張っている状態なので、先が見えないところがあります。また、ロシアとの関係が深いのも心配です。原油価格低迷が続くとロシア経済が落ち込んで、ロシア国債が再びデフォルトするような可能性もある。ロシアの実体経済に及んだ場合でも、ヨーロッパ全体の貿易へどれくらい圧力がかかるか心配です。引き続き、先進諸国の中ではヨーロッパが一番低迷しているという見方になりますが、現時点ではマイナス成長になっている訳ではない。そんな状況です。

岡本:では、日本はどうでしょう。新三本の矢について評価などあれば、聞かせてください。

馬淵:アメリカ系の友人は酷評していました。その理由として、具体的な話が何も無い事。例えば、GDPを600兆円にするという話は、何をどうするか言っていないので評価のしようもないようです。次に、海外の投資家から見ると、日本は小さな政府を目指すべきだと思っているようです。財政赤字は大きいし、介入もできないのだからというのがその理由です。政策については、保護的ではなく競争させるような政策が良いと思っているようです。一つ一つの企業の力はあるのだから、競争させて高めるべきで、TPPや規制緩和、法人減税は良いと思われている。新三本の矢をパッと見ると、子育て支援や介護の事が入っていて、もちろん大事なことはあるけれど、それでは国が保育所を沢山作るの？介護を手厚くするの？と考えてしまうと、高福祉の大きな政府を目指しているように思えてしまって、どちらを向いているかが分からない。

岡本:60年代後半のアメリカの「偉大な社会の創造」みたいな話ですね。

馬淵:そうです。また、最初の三本の矢は終わっていないと思っているところに、新三本の矢が出てしまったので、「前の三本の矢はやらないまま終わってしまった」との印象を与えてしまっている事も考えられます。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

岡本:最初の三本の矢は、政府として企業活動をしやすくなるような環境を作ると言っているだけで、実際にやるのは企業ですね。だから企業がやる気にならないとどうにもならない。

馬淵:おそらくその事は安倍政権も分かっている、例えば GPIF が日本株への投資配分を高めると発表したときに、塩崎厚労大臣が「GPIF はどの株でも買う訳ではない。それは良い会社の株は買うが、悪い会社の株は買わないと言うことです。それによって新陳代謝を促すつもりで、つまり、ダメな会社には出て行ってもらいたい。良い会社になるようみんなが努力して、結果として全体が上がることを目指している。それが成長戦略だ」と言っています。一部の市場関係者は、GPIF が全部の株を買ってくれないかなとか、黒田バズーカで全部の株価が上がらないかなと言っていますが、それとは随分ギャップがあります。

岡本: 2015 年から日経 400 の公表が始まって、それまであまり注目する人も少なかった ROE に焦点が当たるようになった。また、スチュワードシップコードやコーポレートガバナンスコードにも陽の目あたるようになって、運用機関の責任や、企業が株主に目を向けるようになるなどのリンクが上手く行き始めたのを感じていて、それが上げ材料になった部分もありました。しかし、最後に水を差したのは東芝事件ですね。これは、フォルクスワーゲン並の罪だと思えます。最近ではマンションの問題もありました。今年は、働いている人達や経営者のモラル、それから市場に対する信認が失われる様な事件が多くて、それは大変、大きな問題だと感じています。中国の景気が減速するとか、アメリカの利上げがあるとか、それはいつも起こる事であり、それによって株価が上下するのは喜ぶ事でも悲しむ事でもなくて、むしろ当たり前の事だけど、信認が失われるのは致命的な問題だと思っています。経済には関係ないけど、最近もサッカーや野球でも色々問題があって、それは本当に嫌な感じですね。

馬淵:日本ではかなり長い間、景気低迷が続いて、特に雇用に影響が出た。非正規雇用者が増え、生活が安定しない場合も多い。ブラック企業である事が判っていてもそこしか働く所がなくて、心身すり減らして不幸な場合には自殺にまでいってしまう事態もある。そうすると人間の心理として「悪いのはこれで終わり。これからぼちぼち良くなります」と言われても心が切れてしまっていて、犯罪に手を染めてしまう心の弱い人や、少くなら分らないだろうという考えになってしまう人が出てしまう。企業の中では下請けにしわ寄せを押し付ける事にもなります。特にソフトウェア部門の価格は人月。つまり何人を何ヶ月投入したかで決まる事が多いので、安くしろと言われると人月を削るようになる。そうするとどうしてもテストはいい加減に済ませてしまう。発注側は「安くしろとは言ったが、性能を下げろとは言っていない」と言うでしょうがそれは無理な話ですよ。マンションの場合、それが当てはまるか分かりませんが、上からプレッシャーがあったのではないかと思ってしまうですね。

岡本:株主の責任、運用者の責任、企業の責任、消費者の責任と言われますが、同時に従業員の責任ももっと問われるべきではないかと思えますね。自分の倫理観に合わない仕事には、



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

少なくとも声はあげる。「部長、ちょっとそれは違うのでは無いですか」と言うべきだと思います。

馬淵:最近は告発できるツールも段々と増えてきましたけど、まだ足りないですね。おかしいと思って声をあげる人達の身を保護する部分が無いといけませんね。消費者の責任という話では、雇用リストラや賃金カットがあった影響で、安いものが良いという考えに走りすぎたと思いますね。高くて質の良いものが売れなくなって、良心を欠いて適当に作った安いものが売れてしまったのもありました。そこまで消費者に見破れるかは難しいとは思いますが。

岡本:安いものは別に悪くはないんです。だけど悪いものは悪い。100円ショップで買っても良いものは良い。だけど、どんな高いものを買ってもそれが悪いものなら悪い。つまりは消費者が信頼できるものを提供するのが企業の役割だし、消費者はもう少しそれを見分ける眼力が必要だと思います。マスコミの影響も多いと思います。今回のマンションの話では、会社が従業員を守ろうとしますね。完全に罪が確定していないからかも知れませんが、明らかに悪い事をしたのであれば氏名を公表して責めを負わせるべきです。何でもかんでも監獄にぶちこめというわけでは無いけれど、本当に悪い事をしていたら監獄に入るのは仕方がない事だと思います。言うまでもなく、それは経営陣にも当てはまります。どうしても、都合の悪い事は隠してしまおうとなりますが、消費者であれ、従業員であれ、資本の出し手であれ、社会を良くして行くんだという考えが必要だと、強く感じています。

馬淵:徳川家の直系で現在、徳川財団の理事長をやられている方の話で「昔は法律というのは無かったけど、世の中上手く回っていた。それはお天道様が見ているという考えがあったから。法律を作っても、抜け穴を抜けようとする人がいるので法律で固めるのは無理がある。従ってお天道様が見ているといった倫理観を各自が持てるかが必要だ」という話があって、そうだなと思ったのですが、現代ではお天道様と考える人が少なくなったのかも知れませんね。

岡本:私の娘がアメリカの学校で習ってきた歌の歌詞で「All day, all night, angels watching over you」というのがありました。いつでも天使があなたの事を見ているという事で、お天道様と同じように倫理観や良心みたいな話ですね。

馬淵:そうですね。

岡本:最後になりますが、来年の相場見通しはいかがですか。

馬淵:相場見通しだけで言うと、前半は高く後半は安いと思っています。今年中に2万円を取りかえす事もあるかと思っています、2016年でそこから更に10%伸びて、23,000円くらいはあるかなと思っています。それでそこから1回下がる。下がるといっても深刻な下げではなく



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

23,000 円まであったけど 20,000 円になるくらいのイメージですが、その理由としては、日本では 2016 年 7 月に参院選があります。選挙が終わって自民党が大勝することになれば、憲法改正の話が始まる。また、2017 年の消費増税が見えて気になってくる。そう考えると後半は勢いを失うのかなと思います。

岡本: 勢いを失うっていうのは、長期にわたった上昇相場の終焉だということでしょうか。

馬淵: いえ、そこまでは考えていません。

岡本: なるほど。では、なだらかな上昇の中での調整局面だと考えて良いですね。

馬淵: そうです。アメリカも大統領選後がどうなるかを見に来ると思います。

岡本: 世界的には、緩和政策の見直しなどで資金の流動性の縮小が始まっていく事が考えられますね。

馬淵: 実はアメリカではもう始まっています。連邦銀行がバラまいているお金の量は減っていて、マネタリーベースでは 2015 年 6 月から前年比マイナスになっていて、それが連続している状況です。意図して引き締めている訳では無いと思いますが、保有した国債が償還になった分が、新たな国債に回っていないのだと思っています。そういった傾向が今後じわじわと続いて行くと思います。

岡本: なるほど。本日は色々と面白いお話をありがとうございました。