



長期投資仲間通信「インベストライフ」

I-OWA マンスリー・セミナー講演より

2018年の景気・金融市場を占う

(この講演は1月21日に行われたものです)

講演：馬淵 治好氏
レポーター：赤堀 薫里

アメリカの経済は大丈夫だと思いますが、マーケットが高すぎる。株価、社債、国債が高すぎるので、一度大きな調整が起こると思っています。もし仮に世界のマーケットに今年波乱が起きても、原因は経済が悪くなったわけではない。

それは、高すぎるものが一度戻る調整であり、そんなに心配しなくてもいいというメッセージです。今年いっぱい、世界的な景気の拡大に伴い、アメリカも含めて株式が全般的に上がるという見通しをもっています。

中国について、足元で上海株も上がっていますが、昨年一時下がるがありました。理由として、中国の経済が悪いというわけではなく、経済全体には景気刺激的に、投機的な動きに対しては規制強化をしている中国の経済政策に対する不安が出たのでしょう。景気の良さと「本当に大丈夫？」という不安が今後も組みひものように良い所と悪い所が出るのかなと思います。



日本の経済については、相変らず輸出が強い。国内の経済も少しずつ良くなってきている感があります。しかし、賃金が伸びないこともあり、庶民としては、景気回復感が非常に低い。これは経済統計からも見て取れます。日本株自体は、特に高すぎるということはない。日本で悪いことがあまりないので、アメリカが乱れなければ、日本株は大丈夫だと思います。もしアメリカ株の高すぎるも



長期投資仲間通信「インベストライフ」

のが元に戻り、株価が下がって米ドルが下がれば、日本株も巻き込まれて一度下振れすると思っています。

ただし、日本株にも日本のマーケットに内包されている心配があります。日経平均株価の見通しは、上値を 24,000 円とおきましたが、これを大きく超えることはないでしょう。下値は 19,000 円。アメリカ株の調整が大きく出た時は、20,000 円割れがあると思います。年の後半は下値が切り上がって 24,000 円近く、場合によっては 24,000 円越えかなと考えています。

2016 年の半ば、ブレグジットを境に景気が持ち直しています。長いトレンドとしては右肩上がりに真っ直ぐの矢印。世界的な景気回復に伴って企業収益が拡大するので、日本の株価は上昇傾向だと考えています。

日経平均上昇のうち、上がりすぎた部分は、海外の短期投資家が先物を買った影響が考えられ、そのお化粧部分がはげることがあります。アメリカに巻き込まれて一度だけ下がり、そのあと戻るという認識をしています。

近年の先進国の株価の推移を見ると、大きく下落するわけではないけれど、大きく上昇するわけでもない。日・米・欧の動きは大体同じ。つまり先進国はリスクが少ない代わりに大儲けすることもできない。

近年の新興国の場合、どこに投資をするかでパフォーマンスは大きく異なり、動きも激しい。新興国は上手くいけばリターンは高いかもしれないけど、リスクが大きい。

ユーロ圏は、2016 年のブレグジットまでは日・米と比べて最下位の成績でしたが、その後良くなってきている。ひどかったものがましになった方が変化率は大きい。

2016 年以来 BRICs4 か国は、ブラジルとロシアがかなり上昇しています。ブラジルは、夏のオリンピック開催国でありながらマイナス成長でした。倒産間近の企業が甦るという方が株価の変動は大きいと同様です。

もう少し長期で見ると、株価は経済状況が反映されます。日・米・欧で比べると、アメリカのパフォーマンスが一番いい。ヨーロッパが一番駄目。ブレグジットも然り、最近ではドイツの政権が成立していない。イタリアは、銀行危機や 3 月に選挙もあります。ヨーロッパが一番駄目でした。短期的には駄目な所がましになった方が戻っていますが、中長期的に見ると駄目なところは駄目ですね。ブリックスの 4 か国は、長期的に見ると中国とインドという高成長をするアジア諸国のパフォーマンスがいい。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

この後講演では、今後の為替の見通しや、新興国全体が注目されるポイントとして、人口増加だけでなく、IT 技術等、先進的な技術が経済発展を助けている事について。また、アメリカや中国の経済、日本株の見通しを様々な指標を基に、楽しくわかりやすく解説くださいました。



I-OWA マンスリー・セミナー座談会より フリー・ディスカッション

座談会：馬淵 治好氏、参加者のみなさま
レポーター：赤堀 薫里

馬淵 | アメリカへ出張した時に感じたことは、ヒューマンタッチへの揺り戻しです。例えば、小売店がアマゾンに負けてばかりと言われるものの、小売店の改装が非常に盛んに行われ、来店してもらおうと非常に元気を感じました。

ネットでは訴求できないものがあります。それはアロマ。ニューヨークの MUJI では、アロマの商品をお店の入り口に置いたり、「人をだめにするソファ」を実際にお店に出したりして、体感してもらうことを重視していました。

そして、ネット専門の所が実店舗を出す動きが、今年、出てきています。多くの IT 企業がアメリカで言い始めていることは「ユーザーのニーズが大事だ」ということ。今まで IT 技術を進めて様々なサービスを出してきましたが、技術を磨くよりもユーザーが何を求めているかを知ることが大事だということです。

グーグルが「Made by Google」というグーグルの機能を紹介する店舗を開設しました。ここでは何も販売していませんが、グーグルによって利用できるサービスを提示し、訪れた人の意見のフィードバックを受けて、製品開発につなげています。

また、本や一部の雑貨を販売する実店舗であるアマゾンブックが増えていました。店員との触れ合いが必要であるということと、アマゾンとの融合で、アマゾンのブックレビューにあるコメントや☆での評価を店舗の陳列に活かしていました。ネットとヒューマンタッチの部分を融合させている感じがします。

付加価値がない仕事は、ネットやロボットが人間に代わり、仕事が無くなると言われていますが、人間でなくては、対面でなくては駄目という部分を少し探り始めているのかなと感じました。

その落としどころをどうするのか、これは手探りだと思いますが、一方的に機械化されることはないと思います。

参加者 | ルンバは、大方は床がピカピカになりますが、隅は人がやりますよね。変なホテルもロボットが入って 1/3 くらい人が減りましたが、細かな所は人がやるわけです。

岡本 | やはりそれにしても、ロボットと置き換わってしまう人が沢山出てきてしまう部分があるでしょう。今後、単純労働から一歩踏み出すようなトレーニングが重要ではないでしょうか。



長期投資仲間通信「インベストライフ」

馬淵 | 技術の発展を信じている人は、「AIが人間でなければ出来ないことができるのではないか」と言っています。もしかすると人の判断の部分もAIがとってしまう。アナリストやファイナンシャルプランナーが生き残っていただけるのかと、よく言われています。もしかすると金融の世界でも棲み分けが出来て、本当の富裕層に対しては、高度な情報と判断を使って、ファイナンシャルプランナーなりアナリストが貢献する。しかし、マスのマーケットには皆ロボアドバイザーというようなことが起こってくるのではないかという話が出てきますね。

参加者 | 投資の世界でAIという話になると、トレンドはスピードの面もありますし、AIに絶対勝てない。分析もAIに勝てない。例えばレポートもAI以上のレポートを書ける人がどれくらいいるのかという話もあります。ただAIは、人がする勘違いや不合理なことをしませんよね。そこに残る所があるのかなと思います。

岡本 | ロボアドバイザーが増えてくると、人間がやらない分効率性が増し、その不合理なことが減っていくのかもしれない。

参加者 | ロボットが決算発表後のショートレポートをそこそこ書くわけです。そこに対して、味付けの部分をアナリストがする。仕事が100ある内、80~90%をロボットが行い、テイストの部分つまり、細かな部分を人間がやることで時間効率を上げ、生産性を上げていくことで、生活レベルを上げていく。



馬淵 | 非言語情報も大事ですからね。AIが大多数になってしまい、人間のプレーが排除されてしまったときに、株価や為替相場の振る舞い自体が変わってしまうのか。ある程度の金額を人間が運用したとき、それをAIは間違った運用だと判断すると、結果的にAIでは儲からないので、AIは伸びないとなるのか、難しいですね。



長期投資仲間通信「インベストライフ」

- 岡本 | AIは、どのようなプロセスを組み込むかによって結果が異なるので、AIを使えば同じ結果が出るのではないと思います。あるAIは非常にバリュー型に強いとか、行動ファイナンス的なエラーが起こるような要素を組み込んだAIも、今後出てくると思います。一定のプロセスでそれを変えずにやっていこうというケースだと、かなりAIに取り込まれていくでしょう。ただ、その時その時でアプローチを変えながら現状を分析して判断することは、今の技術では難しいのではないのでしょうか。
- 馬淵 | 日本の企業は、正社員の賃金に回さずキャッシュ比率が高いことに、海外投資家から疑問があがっています。今のROEよりもっと高いリターンを稼げる、成長できる分野が社内になのか。社内になれば高成長の会社をM&Aで買ってこないのか。どちらもなければ、キャッシュを抱えているよりは増配で返してもらえばいい。日本の企業を見ると、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等、周りがうるさいから増配せざるを得ない会社しかないようにみえます。
- 岡本 | アクティブ運用の投資信託で良い銘柄がないからと言って、8割キャッシュにしたら投資家は怒るでしょう？私はその分の金額をその投信を買わないで直接、預金に入れますという話ですよ。企業だって投資信託と同じようなものですから、それと似たようなところがありますよね。
- 馬淵 | アメリカの大規模な年金運用から「こんなに日本企業の現金保有が多いと、今すぐ日本株を売ろうとは思わないけど、10年20年30年持っていたいとは思わないね」と、はっきり言われました。もっとびっくりしたのが、財務省の海外広報をしている友達が、日本の財政について、ある海外投資家と議論をした時に、日本企業が総資産の中に占めるキャッシュ比率が高い事について、「これはいいことだ」と言われたことです。理由は、「日本企業に、この現金をM&Aや投資に使うようプレッシャーをかけた時、日本郵政がオーストラリアの会社を買って損した。東芝がウエスティングハウスで損した。キリンがブラジルで損した。日本企業は、下手にプレッシャーをかけると、損する所に使うので、損するくらいならキャッシュで持っていた方がいい」。そこまで日本の経営は失望されているようです。そこに起こった事件がシャープです。シャープが、台湾の企業に買収されて経営が変わった途端、急に立ち直った。日本の経営者は駄目だけど、日本の現場は優秀。従業員は真面目で長時間働き、高品質のものを作り欠陥品は少ない。「日本人はみんな工場労働者になって、経営陣を外国人にすればいいのでは？」と真顔で言われます。そう言われてもしょうがない状況です。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

- 参加者 | 日本の経営と海外の経営は競争ができていると思います。ただ資本効率が悪いと将来的には負けてしまう。資本主義に対する理解が日本と欧米ではまるで違います。そこに気が付けば、資金を寝かして、効率性の悪い事業ポートフォリオのままではいけないはず。資本が社会の共有財産であり、効率を上げることで皆の生活レベルが上がるということが広く理解されていない。
- 参加者 | 事業の経営者はもちろん駄目ですけど、金融をやっている人自身も駄目です。株式市場がちゃんと機能していないことの現れの一つが、この高いキャッシュの比率だと思います。資金が欲しい時にいつでも株式市場で調達できる柔軟性が、アメリカのようにあればこんなにキャッシュを抱え込まなくてもいいわけです。日本は銀行の言いなりで頭を下げなければ調達できない。キャッシュを持っているのがいいというのはそこから来ると思います。株式市場が機能していないことの裏返しですよ。
- 馬淵 | みんな悪いですよ。金融界も悪いし、投資家も悪い。例えば日本でベンチャーが育たない、Facebook や Twitter みたいな会社が世の中に出てこない。いろいろな社会的問題もあると思いますが、一つは、ベンチャーをやっても全然お金が入ってこない。大企業でも同じようなことがあれば現金を貯め込んでしまう。
- 岡本 | 馬淵さんのお話では目先はともかく、全体的な環境は悪くないという印象を受けました。ただ、ここから先は企業の行動力が試される時代になるのでしょうか。日本企業にも頑張ってもらいたいものです。今日はどうもありがとうございました。