



I-OWA マンスリー・セミナー講演より 2019年、どうなる世界と日本、経済と市場

～米国発の世界景気後退で年央にかけて市場動向はきびしいだろう

講演：馬淵 治好氏
レポーター：赤堀 薫里

今年は、米国発で世界的に景気後退するでしょう。しかし、年間でマイナス成長になるとは思っていません。実質経済成長率は、今のところ米国のエコノミストの間でも、四半期ごとの前期比をマイナスまで見込んでいる人は少ないと思います。

今年の後半は、リセッションに陥る可能性が大きいだろうと思っています。米国の景気が悪くなると世界の景気も悪くなりますし、米国株安、米ドル安にもなります。日本の場合、米ドル安円高になるリスクがあるので、日本株もかなり下がるのではないかという、聞いても嬉しくない見通しになります。



昨年10月～12月ごろに世界的に株式市場が波乱をおこしました。それまでに行き過ぎの部分があったので、それが調整されると一旦株価が上がる。外貨高円安になると考えています。この下げは米国経済が悪くなることを先取りしていると思うのですが、実際に悪くなった時に、もう一度大きく下げる。2回目の下げの方が大きいと考えています。

米国経済が悪くなる理由は、一つに景気のスピードを抑える3つの要因(2018年の好景気の反動、金利上昇、保護主義的な通商政策)があります。ただそれだけではマイナス成長にはならないと思っています。ひとたび悪くなった景気をさらに下に叩き込む、3つの悪化を加速させる要因(中古住宅在庫、労働力のコモディティ化、企業ファイナンスの変化)があり、それでかなり悪くなると考えています。

米国経済が悪い、米国株が下がる、米ドルが下がるとセミナーでお話すると、『リーマンショックがまた来ますか?』という質問が一番多くきます。それはないと思っています。米国の金融機関の



長期投資仲間通信「インベストライフ」

姿勢が当時と違う。当時の反省が生きていると思うので、株価がリーマンショックほど下げることはないと考えています。景気後退も長く続かず、マーケットが景気後退を先取りしていることを考えると、おそらく今年の真ん中くらいが一番悪い。そこから戻っていくことを考えています。

日本株ですが、日本株は米株に連れた動きになると思っています。独自の悪材料として消費税の引き上げがあります。おそらく今のままだと消費税が引き上げられると考えています。消費税が上がるのは10月です。10月に消費税が上がることで株が下がるよりは、前倒しでマーケットが織り込むと思うので、その点でも今年の真ん中くらいが、日本株は安いと考えています。しかし、日本にはそれとは別に長期的な問題があります。これは1月3日時点に出した見通しです。

日経平均は当面、2万1千円を大きく超えないと思っています。年央1万6千円と見込んでいます。かなり荒れる相場になると思います。1万5千円まで行くかもしれませんが、1万7千円で止まってしまうかもしれないしわかりません。そこから戻って2万4千円までは戻りきれないと思います。2万4千円の意味合いは、昨年高値で2万4千円を超えた時がありました。今年中にそれを取り戻すのは難しいと考えています。

2万円超えてどこかまではいくだろう。ただそのタイミングが問題ですが、来年はさらに明るいと思っています。今年2万4千円を超えなくても来年超えるチャンスはけっこうあるだろうという見方をしています。為替は、対米ドルでは戻っても113円。そこから年央に100円割れという意味合いで97円にしています。でもそこから戻るかなという見方です。

私はファンダメンタル分析、経済の状況等から相場の先行きを考えることをやっています。他にテクニカル分析もありますが、ファンダメンタル分析の考え方として、期待や不安の心理でマーケットが大きくぶれることがあるけれど、基本的には経済の流れに沿って動くという考え方をしていません。

講演では、2019年の米国経済の成長ブレーキをかける3つの要因と、景気の悪化に拍車をかける3つの「悪化加速装置」についての詳しい解説。また、長期で見た米国経済や株価、為替の相場見通しをわかりやすく解説くださいました。最後に日本株の見通しや、日本経済がマージナルであることに憂慮されていました。



I-OWA マンスリー・セミナー座談会より 馬淵 治好氏を囲んでのフリー・ディスカッション

馬淵 | 長期的には経済には強気で、10年、20年、30年のロングタームのトレンドだと強気ですね。人口の増加や科学技術の発達や、人々が向上したいという気持ちを信じているところがあります。

岡本 | それは長期投資を考える上で底流となる潮流だといえるでしょう。そこに分散された長期のポートフォリオが価値を増やしていくことが、一番大きな理由だと思います。ただ短期とまでは言わないけれど、中期的に見ると一本調子に上がっていくわけではなく、ブレはあるので、その辺の波のキャッチの仕方が、馬淵さんは非常に上手だなと思います。



馬淵 | よく外していますけど。

岡本 | 当たり外れと言うより考え方が大事であって、それに対して自分がどう思うか照らし合わせる基準として私はいつも参考にしています。

馬淵 | セミナーに参加くださる方々からの質疑応答が、以前は「株は上がるのか下がるのかどちらですか。何を買ったらいいですか？」だけ聞けば理由はいらない人が多かった。しかし、僕の話聞いても次回いつ会えるのかわからない。理由を聞いておけば、単にマーケットがブレているだけなのか、馬淵さんが言っていることが変わってしまったので、見通しを変えなくてはいけないのか自分で判断できるので、理由を知りたいという人がだんだん増えてきました。それはいいことだと思います。

岡本 | 今一番メディアで注目されていることは米中関係。この辺についてコメントを一言お願いします。



長期投資仲間通信「インベストライフ」

馬淵 | 僕は、米国にとって好ましいか別として落とすところが出ると思います。米国は中国の覇権自体を良くないと考えているので徹底的に叩くという人がいますが、それはいろいろな点で疑問があります。実際にそのような考えの方が政権にいることは事実です。ただしそうすると米国自体も傷がつく。米中は、国家体制が異なります。米国は選挙で選ばれるので、政策に対して、選挙民から不満が噴出するとその政策はとれません。しかし中国はなんでもあり。株が下がったら国家が関係した投資家を買わせればよい。為替は介入してしまえばよい。経済はいくらでも財政をばらまくし、金利を下げて後で何が起こっても知ったことかという感じです。

共産主義国家で市場経済の皮を被っている国を叩くのは、現実問題として大変だと思います。だから、ある程度のところで落とすところを見つけざるを得ないでしょう。ただ、落とすところというのは、今 2,000 億ドルのところから 10% の追加課税をしましたが、3 月から 25% に上げるのかどうかという議論になっていて、それは中国から譲歩ができれば上げないですむことになると思います。先週、ムニューシンが発言したことで話題になった、「10% を止める」とか、「500 億ドルに対して関税をかけることを止める」とか、そこまでは撤退はしないと思っています。そういう点でいくと、過去に発動した部分は止めるかもしれないということまで織り込んだとしたら、短期的に楽観的にふれ過ぎているのかなと思います。

参加者 | ヨーロッパの見通しをお願いします。

馬淵 | ヨーロッパは非常に厳しいところですよ。ひとつに政治的な歪みがあります。ヨーロッパの専門家の中では、『財政も国民性もバラバラなところを通貨一つ、金融政策も一つでつなぐことはできない』という方もいますが、ヨーロッパの大陸の方に聞くと『規範を設けて、そこに向けてみんなで頑張ろう！』というところで実際に統一感が進むんだ』という人もいます。『ユーロは経済的な問題ではなく、情念で成功する』と言う人もいますが、さすがに無理が来たかなという気がします。

ドイツの政権が「移民に対して寛容に！」と言っていますが、人道的に見て正しいことだと思います。しかし、国内で不満が出てメルケルが党首を降りることになった。勝手にやろうということでイタリアでは財政膨張的な予算が出た。そういうことはいくらでも起こってくると思います。

イギリスの問題もどうなるのか非常に難しいですね。リスボン条約によれば、全加盟国が賛成すれば EU 離脱の時期を延長できます。このままだと 3 月 29 日離脱期限までに条件をまとめることは不可能に近い。おそらく延長するだろう。延長しても話はまとまらないから、また延長するのかな。うやむやなうち、いくら経ってもイギリスは EU 離脱しないというシナリオは案外あるのかなと思います。1 年経っても 2 年経っても話が進まない。そこで悪いことが起こるとすると企業活動です。どうなるかわからないと投資ができない。



長期投資仲間通信「インベストライフ」

IFO 指数の総合指数は全体を示すもので、内訳が現況と期待の2つに分かれています。これを合成したのが総合です。現況を見ると悪化はしていますが、水準的にまだ2017~2018年は高いところを推移しています。ドイツの企業は、今の景気はいろいろ騒いでいるけど大丈夫、悪くなっていない、というイメージがあると思いますが、期待指数はかなり下がっています。このレベルは2011~2013年くらい。つまり欧州財政懸念で騒がれた時に近いところまでできています。イギリスのEUの問題と、自分の国の政府もどうなるかわからない。先行き不透明だと、現実的にこれからの設備投資や建設投資を抑えてしまう。今まで懸念や不安と言われてきたものが、現実の経済悪化になってしまう。そうすると欧州の景気も米国に巻き込まれることもあると思いますが、欧州独自の要因で厳しくなるでしょう。

だからといって、ユーロ、EUが崩壊することはないと思います。もともとユーロを作った理由が2つあり、独仏が第一次、第二次と2回大戦しているの、再び繰り返したくない。繰り返さないためには経済的に結びつけば戦争はおこらない。最初のEECやEUの理念でした。今第2次世界大戦を経験している人がすごく減ってしまっているの、だんだんその理念は薄らいていると思います。もう一つ、ヨーロッパは米国に対抗したいという意識があると思います。一つ一つの国では戦えないけど、まとまって一つの経済圏であれば、米国とある程度伍していけるかもしれない。ユーロがだめですとかEUがだめですというのは完全な敗北宣言。それがヨーロッパにできるのかといたら、できないと思うのでそれならばまとまっていくでしょう。

参加者 | 私は分散投資と個別投資と両方やっています。実際、来年景気が下がって、またいずれ上がると思いますが、純粹に投資戦略としては、そのまま持っているほうがいいのか、それとも経済が悪化したらキャッシュの比率を高めたほうがいいのかは、神でないかわからないのですがアドバイスをいただけますか。

馬淵 | 僕は1回売るとは勧めていません。セミナーでも同じような質問をよく受けます。もともとリスク資産を売却しなければいけない要因がある。例えばお子さんの受験、入学費用だとか、結婚資金用というように相場が上がろうが下がろうが売らなければならない人は、「ちょっと先で売るよりは今売った方がいいのかもしれないね」ということは言っています。そうでなければ長期的に持つ場合、今、売って、下がった時に買いなおすとよさそうに聞こえますが、それはすすめていません。理由は、下がっている相場の時に売る時は、更に下がるだろうと予想しているわけです。それは、自分の中で下がる理由があるわけですね。そこで売ったとして、さらに相場が下がれば「おれは正しかった」と思います。しかし相場は急激に下がった時は、戻るのも急激だったりします。その時に戻ったとしても騙しだと思ってしまう。下がる理由が解決していないと騙しだと思うわけです。でも、するすると戻るわけです。それを何回か繰り返して本格的に戻った時には、売った値段よりも上だったということがよく起こります。1回売った時は下がると確信を持って売っているの、状況が変わった時に、考えを変えてもう一度入り直すのはとても難しい。売らな



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

かった方がよかったよね。ということの方が多い。絶対失敗をするわけではないですけどね。

岡本 | 結局、投資目的次第ですよ。退職後のことを考えるのであれば売ることではない。買う時にどういう目的なのかを自分の中で明確化しておいた方が良いと思います。今日は貴重なコメントをありがとうございました。