



## FIWA®マンスリー・セミナー講演より マブリンに聞く、「どうなる経済、金融市場」

講師：馬淵 治好氏  
レポーター：赤堀 薫里

この対談は2021年1月17日に開催されたFIWA®マンスリー・セミナーにおいて馬淵さんの講演に続き行われた質疑応答をまとめたものです。

岡本 | ゴルディロックスからの脱却が2021、2022年と、いろいろあるでしょう。もう一つの大きな経済的な要素として、コロナの収束がいつになるのか。これはわからないのですが、収束したときにどのようなインパクトがあるのか。一つは経済面というか、金融面です。これだけ金融をジャブジャブにしている、この収束をどう図っていくのか。それはマーケットにも相当大きな影響があると思います。

もう一つは、コロナが収束しても我々の生活スタイルは2018年には戻らないだろうということです。我々よく考えてみると、すごく無駄なことをたくさんやっていた部分がありました。それをコロナ君が教えてくれました。もっと合理的に簡単にできることを、今コロナに突き付けられた我々の生活の中で実感してきています。今日もZOOMで皆さんとお話しているわけです。

もちろん実際に会っているのとは違いますが、かなりの程度、それをカバーするように我々自身の感性が慣れてきていると思います。それが昔あった余剰な需要というものを、相当縮小していく部分があるのではないのかという側面です。要するに、一つは金融面ではコロナ収束でどうなっていくのか。もう一つは、収束したときの生活スタイルという二つの点でコメントを頂きたいです。

馬淵 | コロナ後のいろいろな話について、実は2020年11月の下旬に出した本の最後の章で、こうだという結論は出さずにいろいろな論点をあげました。まず





## FIWA®通信「インベストライフ」

金融からいくと、特にマーケット参加者はせっかちなので、「ずっと緩和が続くのか、あつという間に資金量の縮小に向かうのか」みたいな議論になってしまいます。出口になるといきなり債券を売りまくって資金を吸収しまくるみたいなことを言う人がいます。しかし、車を後ろに下げるとしても、だんだんスピードを落として停止して、しばらくたった後、バックするみたいな形になると思います。

例えば現状以上に資金供給を増やさないということが先ず起って、だんだん供給量を減らしていき、供給量がゼロになった後は、資金の吸い上げを始めるという形に移行することです。止めた途端にいきなりお金を吸上げるということではないと思います。かなり慎重にやると思います。中央銀行としては、ショックができるだけ起らないように、ゆっくり、ゆっくり出てくるというかたちをとりますから、全体論としては、それほど大きなショックは起こらないだろうと考えています。

それはあくまでも全体論であって、産業、企業、国によっては厳しいところもあるでしょう。マーケットは思惑で走ってしまうことがあります。だんだん止めていくことを打ち出しても、特に米国の長期債のマーケットは速く走りすぎてしまい、まだ出口から指一本出したくらいなのに、「やめるんだ！」と、長期金利が勝手に走るとかね。そういう混乱が生じる恐れはあります。だから2022年を中心とした出口をめぐる動向は、思惑先行で混乱が起るかなというイメージは持っています。ただ時間をかければ、それはこなれてくると思うので、何年もそれでおかしいことが起こるわけではないと思っています。

参加者 | 世界経済の米国と米国以外の国の成長力とインフレについてお伺いしたいです。一つ目は米国が成長していくであろうということは私も同じように思いますが、米国以外の国、一般的にはヨーロッパや中国とかアジア、中東があると思いますが、それらの国は米国と比べると国の制度や投資をする上でのリスクはどうなのかなと迷っています。もつという、今、全世界株式のファンドを持っていますが、いろいろ見てみると、全世界株式よりは、S&P500の方が積立投資をしていても、パフォーマンスはいいのかなということを最近思っています。その辺り、馬淵さんのご見解をお伺いしたいというのが1点。もう1点はインフレです。今はコロナですから、当面ないとは思いますが、やむを得ないのですが、これだけどんどん財政が膨らんでいる中で、その後の対処策が全然出てきていません。将来の子どもたちの世代、あと5年、10年、20年たった時に今のままでもつのかな？というところが心配です。そのあたりの馬淵さんの見解をお聞かせください。

馬淵 | 先進国の中で米国が一番成長力は高いと思います。これは、マクロ的な話というよりは、日本の経営などを批判した裏返して、米国はダイナミズムがとてもある国だと思います。ベンチャー企業が創業されて、潰れる企業もあるけれど、潰れた人はまたやり直す。ベンチャーの中から将来のアマゾンやアップルとかフェイスブックのような企業が出てくるという裏には社会的文化的な背景もあると思います。



## FIWA®通信「インベストラ이프」

そういう経済のダイナミズムの点でいくと、やはり一番米国が優れているかなと思います。優れているというのは経済の成長力とか、株価の上昇力という点です。それが例えば格差の拡大を生むのではないとか、いろいろありますけど、単なる経済成長や企業収益成長力、株価成長では、先進国では米国。ヨーロッパとか日本は上回ってほしいですけど、日欧よりは米国のほうが成長力は高いのかなと思います。

全体感でいくと、新興国のほうが成長力は高いと思っています。背景では、人口の増加、所得水準が上がり、貧困層から中間層へ上がってくる人たちが出てくるので購買力が高まるということも言われています。だから全体論で長期的に言うと、経済成長という点だと新興国だと思いますし、IT技術の発達が新興国の成長を助けるところがあります。

BOP ビジネス(ボトムオブピラミッドのビジネス)とITの相性が結構いいです。アフリカだと暑いし、エアコンを使いたいけど、エアコンを買うお金がないし、1日エアコンを使うお金もない。そこでダイキンなどがアフリカでやっていますが、エアコンを無料で設置してあげて使用料をとる。時間あたりいくらというかたちで使えます。1日の中で一番暑い2~3時間分だけなら払えるという、貧困層と中間層の中間みたいなところが買ってくれると思います。だから隙間消費って、自分の好きな時に好きなだけ使うことが隙間消費ですが、お金がないので、使える分だけ使うというのも隙間消費です。エアコンのシステムをITで課金しています。

他に電力を携帯と結びつけて、携帯で使いたい分だけを課金して電力を使うというのがインドで広がっています。そういうIT技術の進歩も新興国の経済成長を助けると思います。新興国の中で、僕は東南アジアがキャッチアップしてくると思うし伸びると思っています。中国は大きくなりすぎてしまい、成長力という点では、ここから衰えてくるかなというのと、やはりいろいろな意味で米国と中国の対立は続くと思います。政治的なリスクが高いので、中国経済がマクロに成長するのかどうかというのと、中国に投資をするのかどうかというのは、別のことだと感じています。中国への投資は、あまりにも政治的なリスクが高すぎるのでリコメンドしないけど、経済成長は鈍化しながらもある程度伸びるのかなという見方をしています。

インフレについては、今、非常にデフレ的な状況です。その背景には技術進歩があります。特にITは技術進歩で生産性が上がるとすごく単価が下がります。世界的なグローバルな競争はずっと続いている。一番コストが安いところに、世界競争で採用されるという構造は変わらないため、そんなにインフレにはなりにくい。

インフレになるとしたら、なにかの要因で原材料コストが上がってしまう。例えば中東で大規模な紛争が起こり、エネルギー価格が跳ね上がって強制的にコストが上がり、それでインフレにならざるを得ないということだったら別です。しかし、そういうことがない限りは、インフレになりにくい土壌になっています。

その一方で、今の財政のばらまきをどうするかというと、これも出口の一つになってくると思います。急に締めるわけではなく、もう景気大丈夫だから、一気に大増税だよねということにはならない。景気との見合いでそろりそろりと景気対策的な歳出を抑えながら、なんらか



## FIWA®通信「インベストラ이프」

の形でファイナンスをする方法を見つける。一番理想のかたちは、景気が持ち直して、税率を上げないで自然税収が増えることが一番痛みは少ない。そんなかたちで時間をかけて、少しずつ財政赤字の膨張を押さえていくというようになるのではないかなと。だから僕は財政破綻論について、先進国レベルでは信じていません。

岡本 | 今日は、みんなが疑問に思っていることを明快に説明していただきました。馬淵さん、どうも本当にありがとうございました。