

対談：りそな銀行 チーフ・マーケット・ストラテジスト 黒瀬浩一 氏

日本の株式市場から見た今後の注目点 (2013年11月26日)

安田： 本日はお忙しい中お時間を頂きまして、ありがとうございます。昨年末から続く円安と株高は、これまで日本経済に良い影響を与えてきていると見る事ができます。本日は、マーケット・ストラテジストとして普段から市場の動きに接している黒瀬さんに、こうした市場環境や今後の注目点等についていろいろとお話を伺いたいと思います。どうぞよろしくお願いいたします。

黒瀬： こちらこそよろしくお願いいたします。

安田： では、まず最初に昨年末からこれまでの市場の動きについて簡単に振り返ってみたいのですが、円安進行と株価の上昇はこれまでほぼ同様の動きをしていますよね？



りそな銀行 黒瀬 浩一 氏

黒瀬： そうですね。今年の相場を象徴する要因は2つあって、やはり一つは安倍政権、そしてもう一つはテーパリングです。特に今年の始め、正確に言うと昨年11月に野田政権が解散を表明して以来、安倍政権の誕生を経て5月まで一直線に株価が上がります。5月23日に日経平均が1,000円以上下がったのですが、あれは日本だけの話ではなくて、テーパリングを年内に始めるという米国のバーナンキFRB議長による前日の発言がきっかけで、世界中の市場が下落したものでした。そして、次のFRB議長になるイエレン氏が11月14日にテーパリングは急がないという発言をしたことによって、日本だけでなく世界中の株価がまた上がりはじめました。

つまり、今年の前半はアベノミクスで上昇、テーパリング発言後に横ばい、最後にテーパリングの延期で上昇ということになります。ドル円も同じ動きですが、これはリスク資産である株を買うに行く「リスクオン」の状況では、典型的な安全資産とされる円が売られてドルが買われるということが原因です。

安田： 株価の上昇は企業業績が良いということが根底にあるはずですが。円高でさんざん苦しめられてきた日本企業が円安によって、業績を回復させてきたということも株高につながっていると思います。

黒瀬： そう言う意味では、アベノミスクの3本の矢の政策が正しい政策で、それによって景気が良くなり、それによって企業業績も良くなっていますという流れですね。過去の企業業績との比較でいうと、半年位前までは過去最高の利益水準を2015年3月期に達成するという見通しだったのが、今では1年前倒しでの達成も無理ではないと見られています。

Topics / Insight

こうした好業績は単に円安だからということだけではなく、色々な要因によるものです。例えば、鋳工業生産などの生産統計は、ピークの2007年よりもまだ15%位低い水準です。にも拘わらず最高益を臨めるということは、人件費や設備関連の固定費をコントロールしながら売上対比とのバランスをうまくとっていき、つまり、バランスシートの強化がうまくいって、損益分岐点を上げないようにしてきたということも好業績の要因となっているのです。

安田： つまりそれは、円安による輸出増加ということに加えて、コスト削減など損益構造の改善によって利益を上げているということですね。

黒瀬： その通りです。自動車など輸出企業の業績が好調だということとはよく取り上げられますよね。実は、どこの会社が利益を出しているかという、答えは大企業の非製造業なのですね。例えば、セブンアンドアイなどの小売業、商社、ソフトバンクなどの通信、積水ハウスなどの住宅メーカー、それとネット関係の企業の多くは過去最高水準の利益を上げている状況です。消費が伸びているのは株価上昇による資産効果もありますが、団塊の世代の最初の層が65歳になって年金を満額もらえるようになったということが、消費が好調であった要因の一つと言えます。コンビニも増えています、これも現役を引退した世代をターゲットとした動きですね。

また、その世代が引退時期を迎えることによって、事業承継も注目される課題になっていますし、これに絡めたM&Aも増えているのではないかと思います。

安田： 事業承継対策にM&Aを活用するというのは、何年か前から注目され始めていました。それがここに来て、いよいよ現実味が増しているのかもしれませんが。

M&A全体の話で言うと、今年の日本のM&A市場は昨年以上に好調です。ここ数年増加トレンドが続いていた外国企業の買収案件の件数は、円安が進行していることもあって、流石に対前年比で横ばいですが、国内企業同士の案件が対前年比で15%以上も伸びています。市場株価が上昇しているのも、金額の大きい案件も増えていると思います。

黒瀬： 今ちょうど国会では産業競争力強化法というのを議論していますが（注：2013年12月に成立済み）、この中の柱の一つが産業の再編です。これは、全体としては良いのだけれど不採算部門を抱えているという会社が、税制の優遇などを通じて再編しやすくするというものなのですが、私たちはこれに非常に期待しています。ただ、不採算部門を切り出してどうするかというと、恐らく、日本企業がそれを引き受けてやっていくというのは無理なのだと思います。そうすると、外資のファンドによる買収であったり、安い人件費でできる外国企業が製造装置などを海外に持って行って安く作るという流れが出来る可能性があります。

安田： 確かに、複数の負け組企業が事業を切り出して合併企業を作っても、強い企業が出来る保証はどこにもありません。企業規模が大きくなるだけでは、グローバル競争の中で生き残っていくことは難しいで



ベネディ・コンサルティング株式会社
安田昌彦

Topics / Insight

すよね。日本の勝ち組企業が取り込む形で経営効率を上げる業界再編なら良いのですが、そのようなケースはかなり限定的かもしれません。

ただ、不採算部分を切り出すことができて財務体質が健全化すれば、それによって続く業績回復が株式市場にも良い影響を与えますね。



りそな銀行 黒瀬 浩一 氏

黒瀬： そうですね。株式市場への影響ということであれば、テーパリングの話をもう少ししたいと思います。先程、今年はテーパリング関連の発言で株価が影響を受けたと言いましたが、来年はもう一回テーパリングをどうするかという話が大きなテーマとなると見えています。

安田： テーパリングは来年3月位に実施されると見られていますよね？

黒瀬： そうですね。テーパリングは3月前後に実施されると思いますが、実はその影響の予測は非常に難しいです。というのも、そもそもQEはある意味で実験なのですね。リーマンショックの悪影響を防ぐために効果があるかもしれないということでもやってみたというもので、や

めるときも実験なわけです。つまり、やめるときも、どうなるかやってみないとわからないところがあります。最悪のシナリオでは、今年の5月のように世界的に株価が下がるということになるでしょうし、流石に一回失敗しているので次は同じようにならないだろうという楽観論もあります。

安田： となると、3月というタイミングは日本市場にとっても微妙な時期ですね。4月に消費税増税が予定されていることから、3月の駆け込み消費と4月以降の反動減が予想されますが、これに予想が難しいテーパリングの影響が重なるわけです。場合によっては、悪い影響が加速してしまうということもあるのでしょうか？

黒瀬： 今さかんに言われているのが、どういう意図で、どういう所に、どういう効果を出そうとテーパリングをやるのかということ、金融市場が理解出来ているかということです。金融市場は自由市場ですので、例えばFRBが引き締めをやっているというような勘違いしたら、また金融市場が荒れることとなります。ですから、当局者と市場とのコミュニケーションを如何にしていくかということが難しいところです。目的やその目的を達成する手段として、こういうことをこういうペースでしますよということを、クリアに明示して、少しずつやっていくということが大切だと思います。

ここさえ乗り切ってしまうと、その頃には財政再建も一服して終わっているでしょうし、増税も済んでいますから、米国の景気の見通しはある程度明るくなると思われれます。そうすると、株価についてもアップサイドが見込めますし、日本経済もそうした米国景気の恩恵を受けられると思います。

安田： つまり、日本企業にとって米国市場が今まで以上に重要になるということですか？

黒瀬： そうですね。2000年代前半からBRICSをはじめとする新興国の景気が良かったわけですが、それが一巡して、今度また米国に帰ってきているというのが日本の中でも株式市場の明確な流れとなっています。例えば、ダイキンやソフトバンクのように円高の時に米国の会社を買収した会社は、皆非常にうまくい

Topics / Insight

っています。2005～2007年頃は中国に行かない会社はダメと言われてきましたが、今ではむしろ中国は殆ど関係なくて、米国に行っている会社の方が評価高いということになっています。

安田： 中国については、評価が別れますね。所謂中国リスクがある上に、経済成長に陰りが見えてきているので、早く撤退したほうが良いという話をされる企業をよく見かけます。ところが、その一方で10億人市場での好調を維持しており、その消費力や潜在力を重視して、一層力を入れるという企業もあります。

黒瀬： 日中の「政治経熱」といいますが、政治の影響、例えば最近の防空識別圏のような問題があったとしても影響が受けられないような企業は良いと思います。例えば、ピジョンは製品の品質が中国の富裕層の中でも高く評価されていて、好調を持続しています。こどもを育てるのには日中の政治対立よりも安全性の方が大切ということですね。そういうブランドが確立出来ている会社は良いのですが、逆に、政治対立の時に標的にされるような会社は厳しいですね。

安田： BRICSに続く市場として注目されるASEANはどう見えていますか？

黒瀬： 大まかな話で言うと、BRICSブームが一巡してASEANという流れですね。BRICSブームの時にASEANはこのままいくと取り残されるという危機感が強かったと思います。それで2000年代半場に改革を進めたのです。ただ、改革は痛みを伴いますので、選挙が近づくとトーンダウンしがちです。今そういう状況なのがインドとインドネシアですね。

それから、日本の自動車メーカーの話をする、これまではASEANで自動車を作って米国に輸出していましたが、逆に米国で作ってASEANに輸出するという例が出ています。決まったやり方で製品を作るのであれば安い労働力でコスト削減をするためにASEANで作ることになりますが、絶えず改良をしながら複数企業が協力してモノを作っていくというやり方ですね。産業のエコシステムと言われるのですが、ここ1～2年の間に新しい流れとして出来てきました。そう言う意味でも、米国重視のひとつの重要な流れとして捉えておく必要がありますね。

安田： よくわかりました。それでは最後に、今後の景気や市場を見る上で、注目若しくは注意しておくことは何かということについて、お話を伺いたと思います。

黒瀬： 10月31日の日銀の展望レポートによると、日本銀行の政策委員9名中3名が2年以内に物価上昇率2%とするのは無理であろうと言っています。そのため、私達は日本版QE2と呼んでいるのですけれど、来年中にはもう一段の金融緩和がされるだろうと思います。

安田： つまり、第2の第1の矢ですね。

黒瀬： そうです。そして財政に関しても、消費税導入時に5兆円の対策を取りましたが、これが十分でなかった場合にはもうちょっと追加があるかもしれません。これが第2の第2の矢ですね。そう考えると、第2の第3の矢というのも必要だと思えます。今の国会審議の状況を考えると、予算が早い段階で成立



ベネディ・コンサルティング株式会社

安田昌彦

Topics / Insight

すると思われるので、来年の3月・4月には明確にこれをやらなければいけないというものはありません。そこで何をするかというところで、成長戦略の話を持ってくるのか、集団的自衛権や憲法改正を持ってくるかで安倍政権の今後の占えるかもしれません。勿論、経済をやっている我々からすると、もうちょっと成長戦略のところを力を入れて欲しいという期待はあります。

安田： なるほど。業種として注目するところはあるですか？

黒瀬： 一言で言うと IT 関係でしょうか。システムによって人の仕事の代替が加速していきそうな分野に注目しています。イメージのしやすい具体的に言うと、例えば翻訳。今、米国では自動翻訳ソフトが非常に増えていて、それによって翻訳をする人の仕事が減っています。アマゾン、フェイスブックなどネット企業におけるターゲット広告も同じです。これまで人がやっていたようなことが機械化されて、会社としては効率化されて儲かっているのですが、一方で仕事を失った人が出ていて、経済全体では盛り上がりがないという構造が生まれつつあります。

安田： 翻訳の話で言うと、文学的・芸術的な文章は選ぶ言葉によって全く読み手に与える印象が異なってしまうので、機会には生み出すことが出来ない価値の部分が残ると思います。最近注目されているビッグデータも、コンピューターの高度化された計算能力でこれまで扱えなかったほどの大量のデータを分析するわけですが、分析の切り口をどうするかとか、分析した結果をどう味付けするかという部分はやはり人間の知恵が大きな価値を生み出します。つまり、やり方が決まったところは機械化・効率化をしてコストを下げ、付加価値を生み出せる人材が残りの部分で価値を生み出すわけです。

黒瀬： そう考えると、これも製造業のエコシステムと根本的な発想は同じと言えますね。米国企業はそうしたシステムの部分と知恵を融合させたビジネスのプラットフォームを作り上げるのが得意です。

安田： そうですね。それが米国回帰の流れにつながっていくわけですね。私もそうした産業変化の大きな流れに注目していきたいと思います。本日はどうもありがとうございました。

<黒瀬 浩一 氏>

りそな銀行アセットマネジメント部チーフ・マーケット・ストラテジスト（国際公認投資アナリスト、ドイツ IFO 研究所調査員）。投資戦略グループで資産配分に関するストラテジスト業務を担当。「変貌する世界の金融資本市場」（共著、きんざい）、日銀委託の共同調査論文、時事通信社発行の世界週報で「US 経済ウォッチ」ほか多数執筆。

<聞き手>

ベネディ・コンサルティング株式会社

代表取締役 安田昌彦

Tel： 03-6805-1900

Mail： ma.yasuda@benediconsulting.jp

