

機関投資家の予測と世界の金融資本市場

～ロバート・シラー博士と共同実施の投資家調査から～



青山学院大学 経営学部 教授

亀坂 安紀子

1. はじめに

2012年12月に第2次安倍内閣が発足した後、日本の株価は2年半以上にわたって大きく上昇を続けた。ところが、昨年8月の人民元の切り下げを契機として、日本でも株式市場の不安定性は増大し、その後何度か大きな株価の下落に見舞われた。それまでは、中国で株価の下落があっても、日本の株式市場への影響は限定的であることが多かったが、その後は日中の株価の連動性は高まり、現在も依然として、中国市場の日本市場への影響を

心配する声がある。

ケインズの“美人投票”の例え話としても知られる通り、株価は時にはファンダメンタルズから離れて人々の予想により変化する。2013年にノーベル経済学賞を受賞したイエール大学のロバート・シラー教授も、株価は投資家心理に大きく影響される面があることに注目する研究者の一人である。

シラー教授は、その時々々の投資家心理のありかたを統計的に把握することに興味を持ち、1980年代に日本証券経済研究所の主任研究員であった紺谷典子氏と、2014年3月に大阪大学を退官された筒井義郎教授（現在、甲南大学特任教授）とともに日米比較可能な投資家調査を開始した^(注1)。日本の調査を開始して数年後以降は、筒井教授が一人で日本の調査を担当していたが、2014年3月に筒井教授が大阪大学を退官した後の日本の調査は、筆者が担当している。

本稿では、筆者がこの日本の調査を引き継

目次

1. はじめに
2. 投資家調査の概要
3. 継続質問項目の結果
4. 臨時質問項目の結果
5. まとめと展望

いだ後に実施した2014年8月以降の調査結果にもとづき、日本の機関投資家の市場予測のありかた、および、昨年中頃からの予測の変化のありかたを紹介する。

■ 2. 投資家調査の概要

投資家調査の結果を紹介する前に、まずはこの調査の概要をあらためて説明したい。本調査は、シラー教授により1980年代に設計され、日米で同一の質問を含む形でその後も継続的に実施されている。1980年代から世界を代表するマーケットであり続けた米国と日本で国際比較可能な形式で（同一の質問が多く含まれるという意味で）実施されていることが第1の特徴である。

第2の特徴は、シラー教授の研究上の関心にもとづき、日米の株価がファンダメンタルズと比較して、過大ないしは過小評価されていないかといったことをたずねる質問を多く含むことである。株価がファンダメンタルズから大きく離れて過大評価されれば、それはバブルの発生を意味する。このため、バブルの形成や崩壊のありかたを明らかにすることも調査の意図に含まれる。

日本で実施されている株式市場に関する投資家調査としては、QUICK社が実施しているQSS月次調査が広く知られており、このQUICK社の調査にも、将来の株価予測だけでなく、投資家行動や投資家心理を把握することを意図した質問が含まれている。シラー

教授の設計したここで紹介する投資家調査は、より大きな株価変動や、バブルの形成、崩壊など、市場が不安定になっている時の投資家心理を理解することに重点が置かれている。

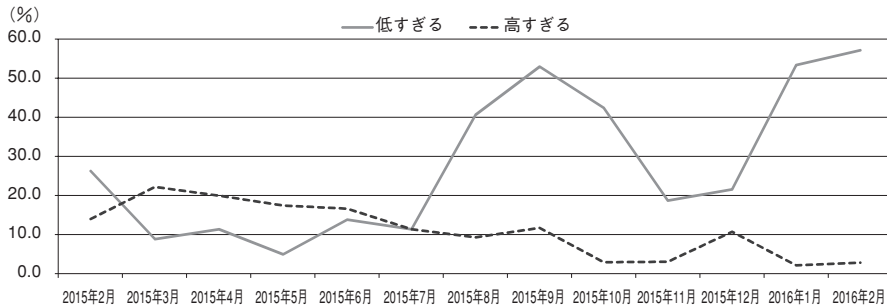
研究者の間では、投資家心理の状況を把握することは難しいと考えられているなかで、この2つの調査が中長期にわたって世界を代表する市場であり続けた日本で実施されていることは、東京市場の投資環境整備のためにも重要であると考え（注²）。また、この2つの調査には、異なる質問も多く含まれているため、投資家心理を理解するために情報を相互に補完できる可能性もあるのではないかと思う（注³）。

■ 3. 継続質問項目の結果

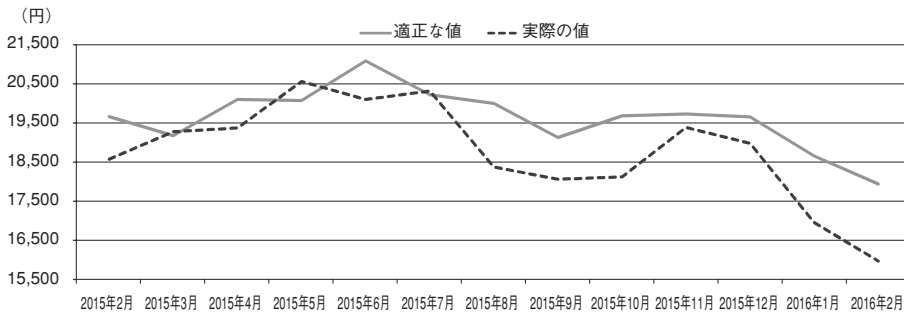
調査結果のうち、まずは調査開始以来、継続して質問されている主要な項目の結果を紹介する。

図1は、日本の株価は企業の実力（ファンダメンタルズ）あるいは合理的な投資価値にくらべて、① 低すぎる、② 高すぎる、③ ほぼ正しく評価されている、④ わからない、のいずれかといった質問に対する直近約1年間の回答率の推移を示している。図からまず、2015年7月頃までは、高すぎるという回答者の割合も低すぎるという回答者の割合も1～2割前後だったことがわかる。ところがその後、昨年8月以降の日本の株価下落

(図1) 日本の株価は適正な水準か？



(図2) 適正と思われる日経平均の水準



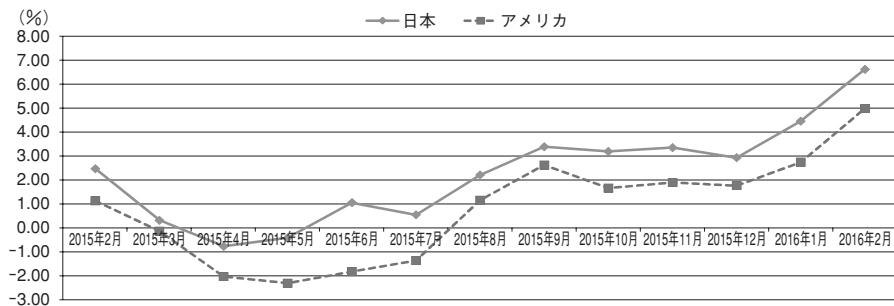
局面と、本年1月以降の株価下落局面には、低すぎるという回答割合が増えていることがわかる。昨年11月から12月にかけては、低すぎるという回答率は一旦減少しており、昨年夏以降は日本の株価水準とおおよそ逆相関していることがわかる。つまり、少なくともここ数か月間は、株価が急速に下落すると日本の株価が低くなりすぎているといった見方をする機関投資家の割合が増えているのである。

図2では、企業の実力（ファンダメンタルズ）から見て日経平均はどのくらいが適正な水準であるかという質問に対する調査月の回

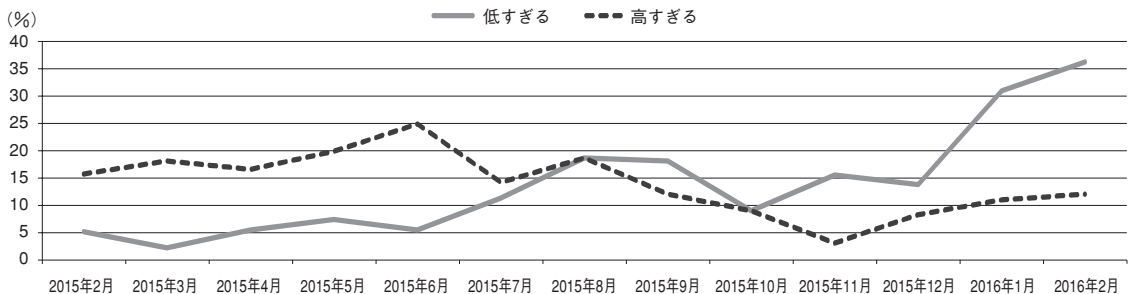
答平均値と、その調査月の平均回答日における日経平均の値を示している。図から、2015年中頃までは、“適正水準”と実際の値が交互に入れ替わりながら、日本の（実際の）株価は上昇していたが、それ以降は日経平均が下落し、“適正水準”が実際の値を上回る状態が続いている。

図3では、3か月後までの日米の予想株価上昇率を示している。日経平均については、2015年4月と5月の調査ではマイナスであったが、その後はおおむね上昇する傾向にある。つまり、昨年中頃からは株価の反転ないしは上昇を予想する機関投資家が増えているので

(図3) 3ヶ月後の株価予想



(図4) アメリカの株価は適正な水準か？



ある。米国については、2015年3月から7月の調査では、マイナスの予想であったが、この予想株価上昇率は、この図で示した期間中は日米ともに同じような推移を示していた。また、平均的には米国よりも日本の上昇についてより高い率を期待しているようであった。

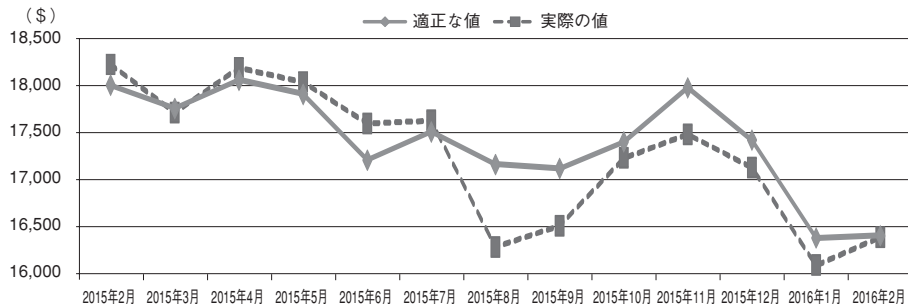
図4は、米国の株価水準の適正性に関する質問の結果を集計しており、図1の米国版に相当する。図から日本の機関投資家は、昨年8月頃までは、米国の株価は高すぎると回答するが多かったが、それ以降は低すぎると回答するケースが多くなっていることがわか

る。特に、今年に入ってから、米国の株価について低すぎると答える回答者の割合が高くなっており、年初からの下落を大きすぎると考える機関投資家の割合が高いようである。

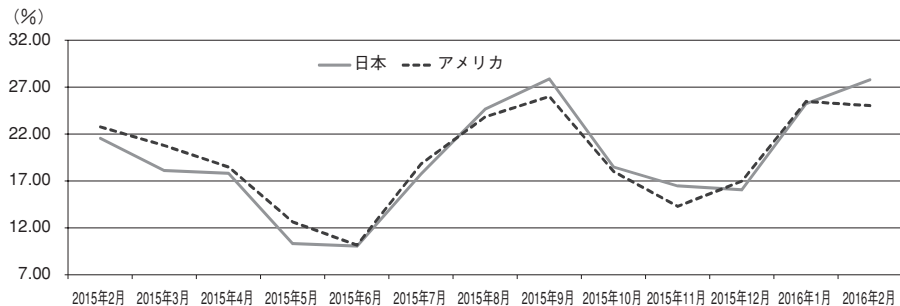
実際、次の図5でも、日本の機関投資家は昨年8月以降、ニューヨークダウは、実際の値と比較してより高い値が適正と平均的には回答しているのがわかる。

継続質問項目のなかでは最後に、今後6か月以内に日本（米国）で1929年の恐慌や、1987年のブラックマンデーのような株価の大暴落の起こる可能性はどのくらいあると思う

(図5) NYダウの適正な水準



(図6) 日米の株価が大暴落する可能性

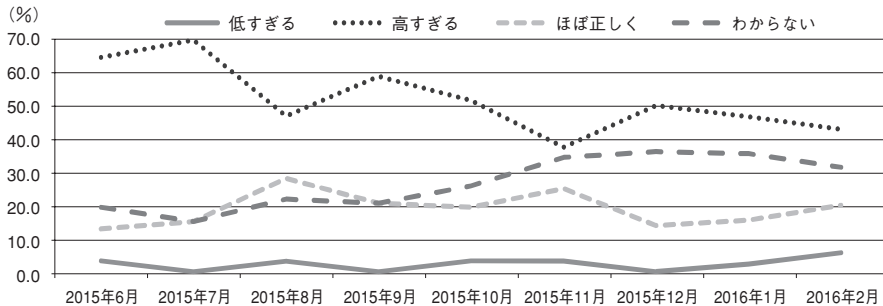


かという質問に対する回答を紹介する。この質問に対する回答の平均値で捉えた“暴落の可能性（確率）”は、2015年6月頃までは低下していたが、その後高まり、同年10月から12月頃に再び一旦下がった後、今年に入って上昇している。この“暴落の可能性”は、図1で示した日本の株価は低すぎるという回答割合の推移と似た動きをしており、図1と同様、特に昨年中頃以降は、日本の株価と逆相関しているようである（注4）。

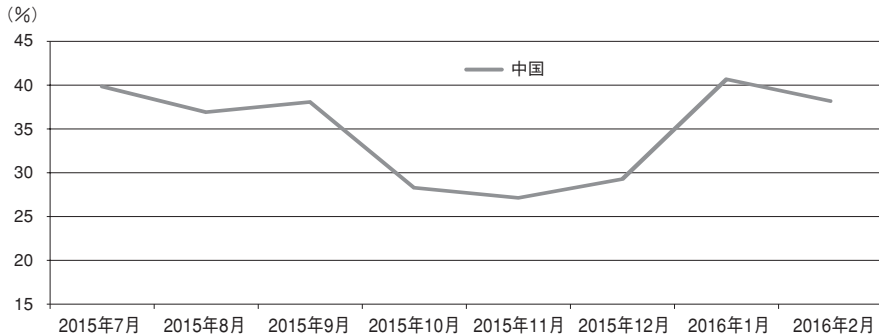
4. 臨時質問項目の結果

前述の通り、多くの質問項目については、1980年代の調査開始以来、形式を変えないまま繰り返し問われているが、その時々調査担当者の判断により、各回の調査には臨時の質問項目も含まれている。ここでは、それらの臨時質問項目のなかから主要な結果を紹介する。本調査のアンケート票には、自由コメント欄も含まれているが、昨年中頃以降は、特に中国市場に関するコメントが多かった。このため、本調査でも、中国市場に関する質

(図7) 中国の株価は適正な水準か？



(図8) 中国の株価が大暴落する可能性



間を随時追加した。

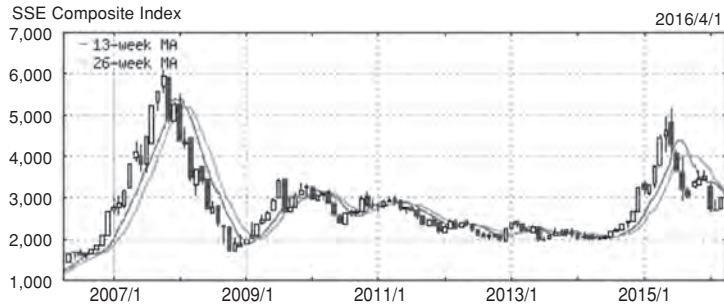
図7は、中国の株価が適正水準にあるかといった問に対する回答の推移を示しており、日本に関する図1、米国に関する図4の中国版である。この質問は、同時期の中国における株価下落の兆候を受けて、2015年6月調査から新たに追加された。図から、日本の機関投資家の多くが、中国で本格的な株価下落がはじまる前から、中国の株価は高いと考えていたことがわかる。

図8は、日本と米国に関する質問についてまとめた図6の中国版である。この質問は、中国で株価が実際に下落しはじめたことを受

けて、2015年7月調査から新たに追加された。図6と比較すると、日米の暴落の可能性は高い時でも20パーセント台であるのに対して、中国に関してはより高い確率を予想している時期が多いことがわかる。また、昨年7月の質問追加以降、日本の機関投資家の多くが、中国での株価下落の可能性を同一調査月の日米の確率よりも高く見積っていたことがわかる。

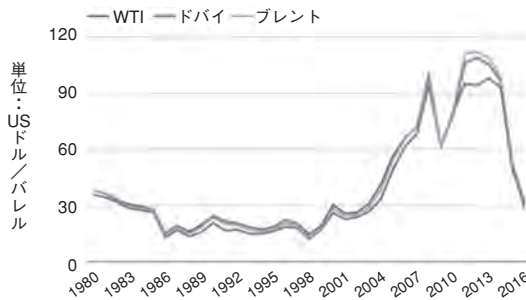
ただし、この結果については、特に今年に入ってから日本の機関投資家が中国の株式市場をやや悲観的に見過ぎているといった解釈もできるかもしれない。上海総合指数の“適

(図9) 上海総合指数の推移 (2006～2016年)



(出所) ヤフーファイナンスより引用

(図10) 原油価格の推移 (1980～2016年)



(出所) 世界経済のネタ帳より引用

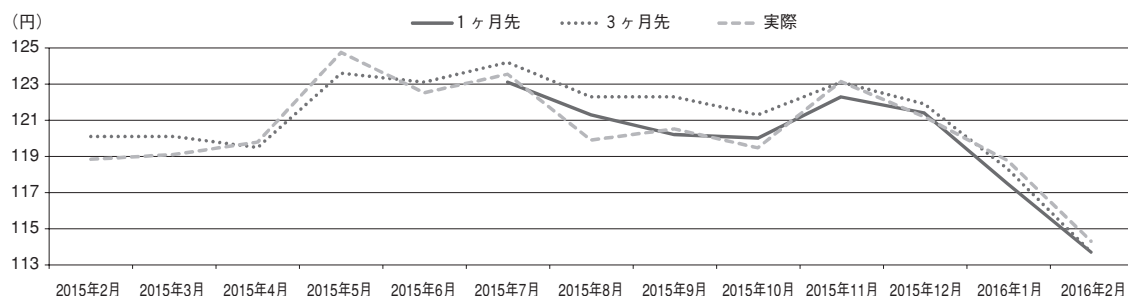
正值”についても、本調査で本年1月から質問しているが、回答の平均値は、2,500ポイントを若干上回る水準で推移している。上海総合指数は、すでに2,000ポイント台となることも多く、今後更に下落したとしても下落の幅は限定的になる可能性は高いと思われる。長期的な上海総合指数の推移(図9)を見ても、すでに底値圏に近づいているようであり、中国市場からの影響を過度に心配する投資家が日本には多いように思われる。

昨年夏以降の調査で、中国市場の次にコメントが多かったのが、原油価格についてである。日本では、原油価格の更なる下落を心配

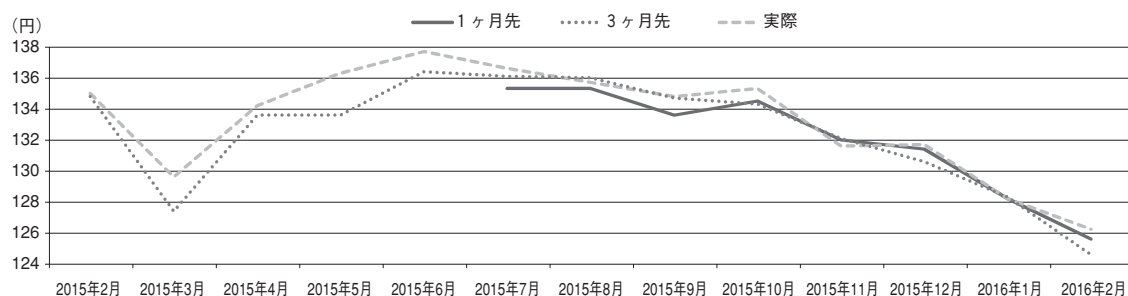
する意見が多かったが、筆者が中東の出身者等にヒアリングを行ったところ、中東では、これまで10年以上にわたってむしろ原油価格が高すぎたのではないかといった意見も多いとのことであった。図10は、やや長期的な原油価格の推移を示しているが、確かにこの図からは、2000年以降の十数年だけ特別に原油価格が高かったようにも見える。このため、これ以上の原油価格の下落の可能性はあまりないように思われる。

昨年夏以降に最も心配された中国市場や原油価格の日本市場への影響が今後は限定的となる可能性が高いとすれば、株価を左右する

(図11) 円／ドルレートの予想



(図12) 円／ユーロレートの予想



ファンダメンタルズのなかで今後最も大きな影響を与える可能性があるのは、為替レートであるかもしれない。本調査は、ファンドマネジャーなど、株式を主たる投資対象とする機関投資家を回答者としているが、直近の調査では、為替市場への関心が高まっている。図11は円ドルレート、図12は円ユーロレートの予測値と実績値を示すが、直近約1年間は、特にドルに対して円高が進むと株価が下落しているように思われた^(注5)。

5. まとめと展望

本投資家調査は、これまで説明してきた通り、1980年代から世界を代表する市場であり続けた日本と米国の株価について、ファンダメンタルズと比較して過大または過小評価されていないかといったことを機関投資家にたずねるものである。特にここ数か月は株価の変動性が高まっており、調査結果に関心を持たれることが多かったが、調査を実施してみて、結局のところはファンダメンタルズが良くならなければ、期待にもとづく株価上昇

はバブルになってしまう可能性があるように感じた。

日本の成長率を高めるには、今後飛躍的な技術進歩などがない限りは、資本や労働の投入を増加させるしかない。また、資本の投入も今後大幅には増えそうにはないのであれば、安倍政権が進める女性の活躍推進等の政策は、経済学の基本的な理論とも整合的であると思う。

新聞等ではこのところ、待機児童問題など、女性の労働阻害要因に関するニュースが大きく取り上げられている。待機児童の問題自体は、できるだけ解消されるべきであると思うが、待機児童が多いということは、もっと社会に出て働きたいと思う女性が日本でも多いことを意味するのではないか。シラー教授が設計した投資家調査を日本で実施する担当者としても、まさにピンチをチャンスと捉えて日本の成長力を高め、人々の生活を豊かにする政策に期待したい。

(注1) 当時の調査データにもとづき、Shiller, Kon-Ya and Tsutsui (1991)、(1996) が執筆されている。また、最近の米国のデータにより、Goetzmann, Kim, Kumar and Wang (2015) も執筆されている。

(注2) Kamesaka, Nofsinger and Kawakita (2003) などでは、日本の株式市場で投資パフォーマンスが良いのは、外国人投資家や機関投資家であることが示されている。より情報優位であったり、分析能力が高い投資家のパフォーマンスが良いように思われるが、ここで紹介する2つの調査は、情報優位にある機関投資家を対象とするため、その意味でも情報量が多いと考えられる。

(注3) 調査の詳細については、亀坂・森 (2015) を参照。

(注4) 継続質問項目やその結果の一部は、Shiller (2015)、筒井・平山 (2009) でも紹介されている。

(注5) 図11、図12の1か月先の予想値については、2015年7月より質問に追加された。

〔参考文献〕

- ・ 亀坂安紀子・森敦子 (2015) 「投資家の予想形成に関するアンケート調査」, 『青山経営論集』, 第50巻, 第1号, pp.2-24.
- ・ 筒井義郎・平山健二郎 (2009) 『日本の株価 投資家行動と国際連関』 東洋経済新報社.
- ・ Goetzmann, William, Dasol Kim, Alok Kumar & Qin Wang (2015) “Weather-Induced Mood, Institutional Investors, and Stock Returns,” *Review of Financial Studies*, vol. 28 (1), pp. 73-111.
- ・ Kamesaka, Akiko, John Nofsinger & Hidetaka Kawakita (2003) “Investment Patterns and Performance of Investor Groups in Japan” *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 11 (1), pp. 1-22.
- ・ Shiller, Robert J. (2015) *Irrational Exuberance : Revised and Expanded Third Edition*, Princeton University Press.
- ・ Shiller, Robert J., Fumiko Kon-Ya & Yoshiro Tsutsui (1991) “Investor behavior in the October 1987 stock market crash : The case of Japan,” *Journal of the Japanese and International Economies*, vol. 5 (1), pp. 1-13.
- ・ Shiller, Robert J., Fumiko Kon-Ya & Yoshiro Tsutsui (1996) “Why Did the Nikkei Crash? Expanding the Scope of Expectations Data Collection,” *The Review of Economics and Statistics*, vol. 78 (1), pp. 156-64.

