

## 第 67 回 2016 年 5 月投資家アンケート調査結果

### アンケート調査にご協力下さりました皆様

今年 5 月に実施致しましたアンケート調査にご回答下さり誠にありがとうございます。  
このたび調査結果をまとめましたのでお送りさせていただきます。ご笑覧賜れましたら幸  
いです。今後もアンケート調査にご協力いただけるようお願い申し上げます。

2016 年 7 月 4 日 青山学院大学 経営学部 教授 亀坂安紀子  
明海大学 経済学部 教授 新井啓

### 調査の概要

本アンケート調査は、1980 年代より実施しているが、今回も近年変動の激しい株価や為  
替レートに関してなど、臨時の質問を追加している。この報告書ではまず、定期調査の質  
問のうち主要項目についての結果を過去 4 回の結果と比較して要約する。その後、臨時の  
質問項目の結果を報告する。

今回の調査では、5 月 10 日に 391 通の調査票を発送した。送付先の内訳は、銀行・生損  
保 101 通、証券会社 113 通、投資信託・投資顧問 167 通、その他 10 通である。6 月 2 日ま  
でに返送された 34 通に基づいて本アンケートの結果を紹介する。回答率は 8.7%、平均回  
答日は 5 月 20 日であった。過去 4 回のアンケート調査の回収状況は以下の通りである。

| 発送日       | 発送数 | 回答数 | 回答率   |
|-----------|-----|-----|-------|
| 2016/1/13 | 414 | 45  | 10.9% |
| 2016/2/8  | 409 | 36  | 8.8%  |
| 2016/3/7  | 404 | 39  | 9.7%  |
| 2016/4/11 | 395 | 33  | 8.4%  |
| 2016/5/10 | 391 | 34  | 8.7%  |

## 定期調査の質問のうち、代表的なものの結果

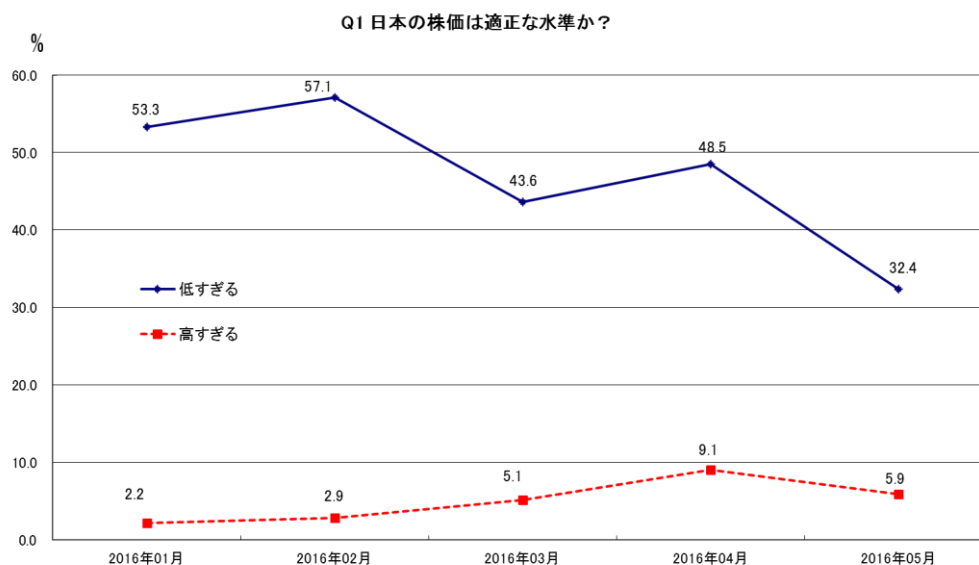
### 1. 日本の株価を、企業のファンダメンタルズと比較してどう評価するか

問 1. 「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

という質問である。

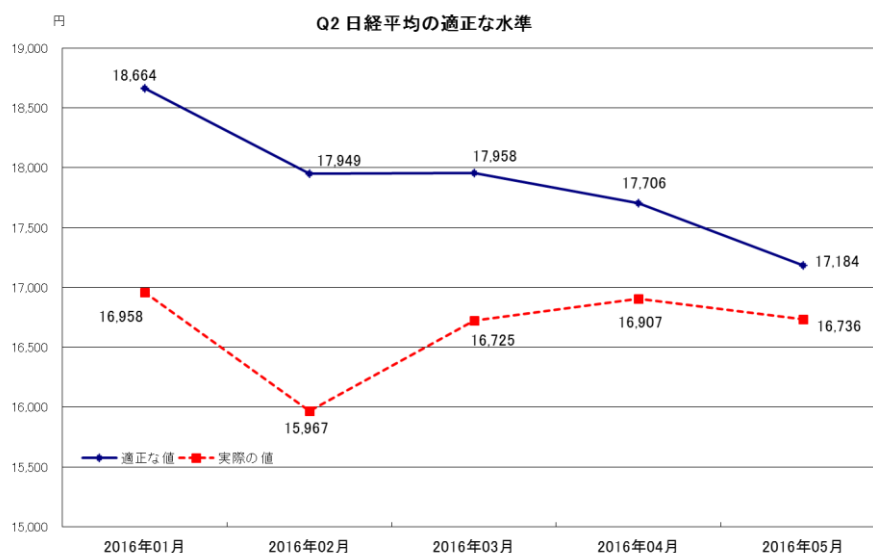
この問に対して、「低すぎる」と答えた割合と、「高すぎる」と答えた割合を過去4回の調査の結果とともに示すと、次のグラフの通りである。



「1.低すぎる」の回答割合は前回調査よりも低下し 32.4%になった。2015年2月調査の 57.1%から減少する傾向にある。「2.高すぎる」の回答割合は前回の調査までは増加する傾向にあったが、今回調査では 5.9%になった。「3.ほぼ正しく評価されている」の回答割合は 58.8%であった。

問2.「日本の株価（日経平均）は企業の実力(ファンダメンタルズ)から見てどのくらいが適当な水準だとお考えですか。」

という問に対する回答と実際の日経平均の値を、過去4回のアンケート調査の結果とともに示したのが次のグラフである。



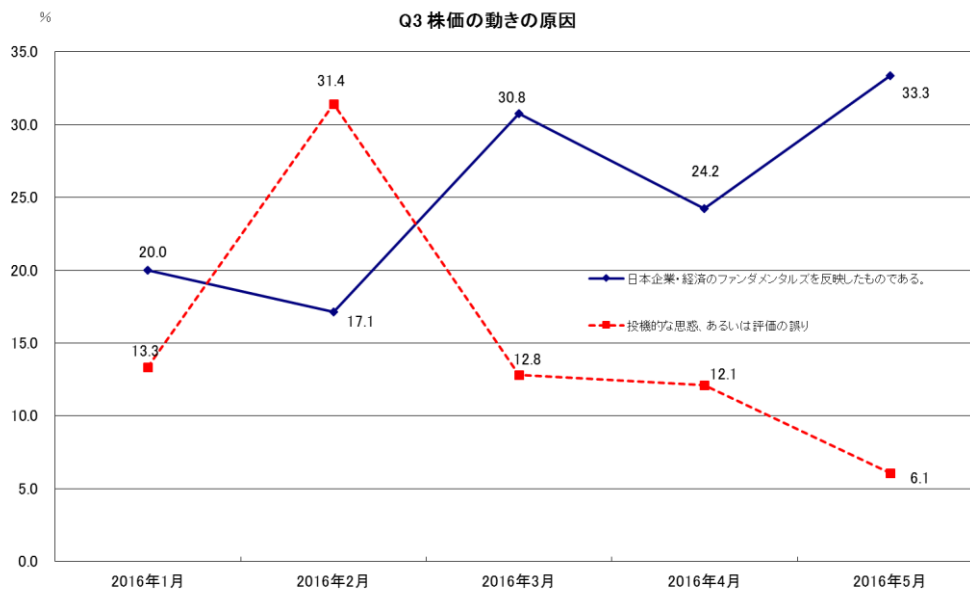
日経平均株価の「適正な値」は前回調査と比較すると約500円下方に修正された。2016年1月調査と比較すると1000円以上下方修正されている。

日経平均株価の「実際の値」は前回調査と比較すると若干下落した。「適正な値」が「実際の値」を上回る状態が2016年1月から継続している。「適正な値」と「実際の値」の乖離は2016年2月調査で最も大きく、それ以後の調査では縮小する傾向にある。

問3.「過去6ヶ月間の日本の株価の趨勢的変化の要因はなんだとお思いですか。」

1. 日本企業・経済のファンダメンタルズを反映したものである
2. 投機的な思惑、あるいは評価の誤り
3. その他
4. わからない

という問いで、1.「日本企業・経済のファンダメンタルズを反映したものである」と2.「投機的な思惑、あるいは評価の誤り」の割合を、過去4回のアンケート調査の結果とともに示したのが次のグラフである。



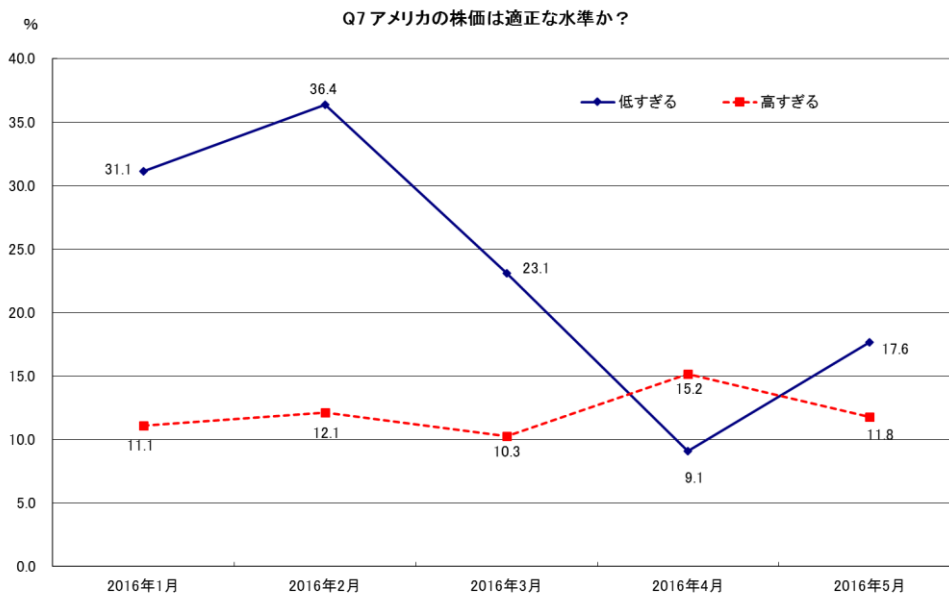
今回の調査では、前回の調査と同様に「1.日本企業・経済のファンダメンタルズを反映したものである」の回答割合が「2. 投機的な思惑、あるいは評価の誤り」の回答割合を上回っていた。「1.日本企業・経済のファンダメンタルズを反映したものである」の回答割合は今回 30%を超えていた。「2. 投機的な思惑、あるいは評価の誤り」の回答割合は、2016年2月調査では 31.4%にまで高まっていたが、今回の調査では 6.1%にまで低下していた。「3.その他」を選択した回答者の割合は 60.6%(前回は 63.6%)になった。「3.その他」の掲載可能な具体的コメントとして、アベノミクスの見直しなどが挙げられていた。

## 2. ファンダメンタルズと比較してアメリカの株価をどう評価するか

問 7. 「アメリカ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の価値にくらべて、」

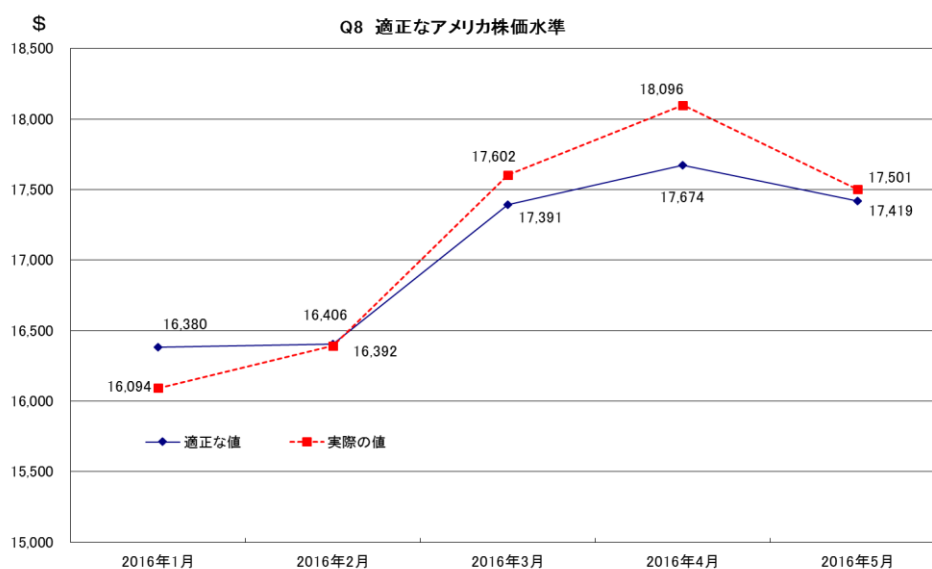
1. 低すぎる
2. 高すぎる
3. ほぼ正しく評価されている
4. わからない

といった質問について、「低すぎる」と「高すぎる」の割合を過去 4 回のアンケート調査結果とともに示したのが次のグラフである。



今回の調査では「1.低すぎる」の回答割合は前回調査よりも上昇し、17.6%になった。「2.高すぎる」の回答割合は11.8%になり、再び「1.低すぎる」の回答割合が「2.高すぎる」の回答割合を上回った。今回の調査では、「3. ほぼ正しく評価されている」の回答割合は64.7%であり（前回調査では69.7%）、前回調査と同様に多くの回答者が「3. ほぼ正しく評価されている」と回答していた。

問 8. 「アメリカの株価 (NY ダウ) は企業の実力(ファンダメンタルズ)から見てどのくらいが適正な水準だとお考えですか。」という問に対する回答の平均値を実際の値とともに次図に示す。



NYダウの「実際の値」も「適正な値」も前回調査から低下した。今回の調査でも「実際の値」が「適正な値」を上回る状態が継続していた。

### 3. 株価の将来予想

問4では回答者の株価予想について尋ねている。

問4. 「日米の株価が、将来どう変化すると予想されているか、現在を基準として%でお答えください。(上昇を予想される場合には+ (プラス) を、下降を予想される場合は- (マイナス) を、数値の前におつけください。)」

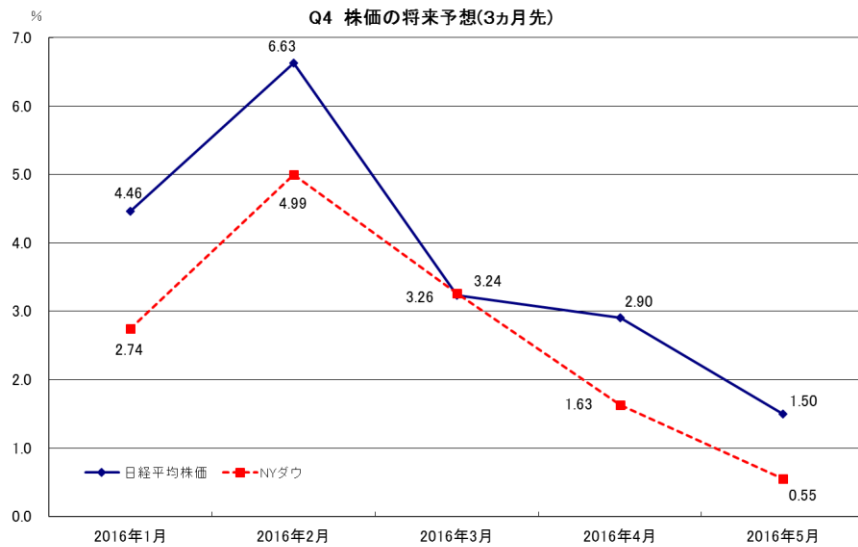
株価の先行き予想についての今回の調査結果は以下の表のとおりである。(単位、%)

|      | 日経平均株価<br>予想1ヶ月先 | 日経平均株価<br>予想3ヶ月先 | 日経平均株価<br>予想6ヶ月先 | 日経平均株価<br>予想1年先 | 日経平均株価<br>予想10年先 |
|------|------------------|------------------|------------------|-----------------|------------------|
| 平均   | 1.87             | 1.50             | 2.90             | 7.33            | 24.96            |
| 標準偏差 | 3.25             | 5.61             | 7.45             | 10.21           | 26.08            |
| 最小値  | -5               | -10              | -15              | -20             | -30              |
| 最大値  | 10               | 10               | 15               | 25              | 70               |
| 回答数  | 30               | 30               | 30               | 30              | 25               |
|      | NYダウ<br>予想1ヶ月先   | NYダウ<br>予想3ヶ月先   | NYダウ<br>予想6ヶ月先   | NYダウ<br>予想1年先   | NYダウ<br>予想10年先   |
| 平均   | 0.30             | 0.55             | 1.30             | 5.80            | 35.04            |
| 標準偏差 | 3.94             | 4.57             | 7.70             | 9.80            | 26.66            |
| 最小値  | -10              | -10              | -20              | -20             | -20              |
| 最大値  | 10               | 10               | 15               | 30              | 100              |
| 回答数  | 30               | 30               | 30               | 30              | 24               |

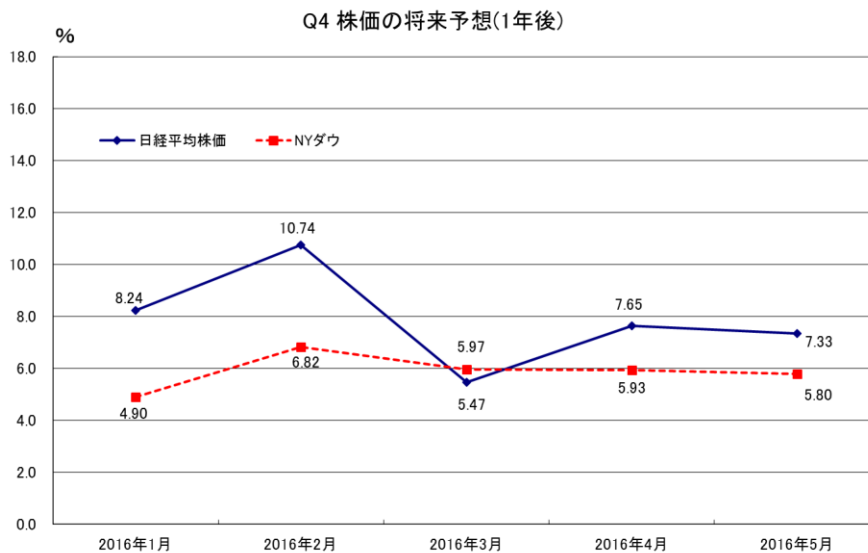
日経平均株価の予想変化率については、前回の調査と比較して、1ヶ月先の予想変化率のみ上方修正されていた。

NYダウの予想変化率については、1ヶ月先から1年先までの予想変化率は下方修正されていた。10年先の予想変化率は前回の調査とほぼ同一水準であった。NYダウの1ヶ月先の予想変化率は前回調査と同様に1%を下回っていた。

株価の3ヶ月先の予想変化率に注目すると、日経平均株価もNYダウも前回調査から下方修正されていた。NYダウの3ヶ月先の予想変化率は1%を下回り、0.55%になった。今回の調査でも、日経平均株価の予想変化率がNYダウのそれを上回っていた。

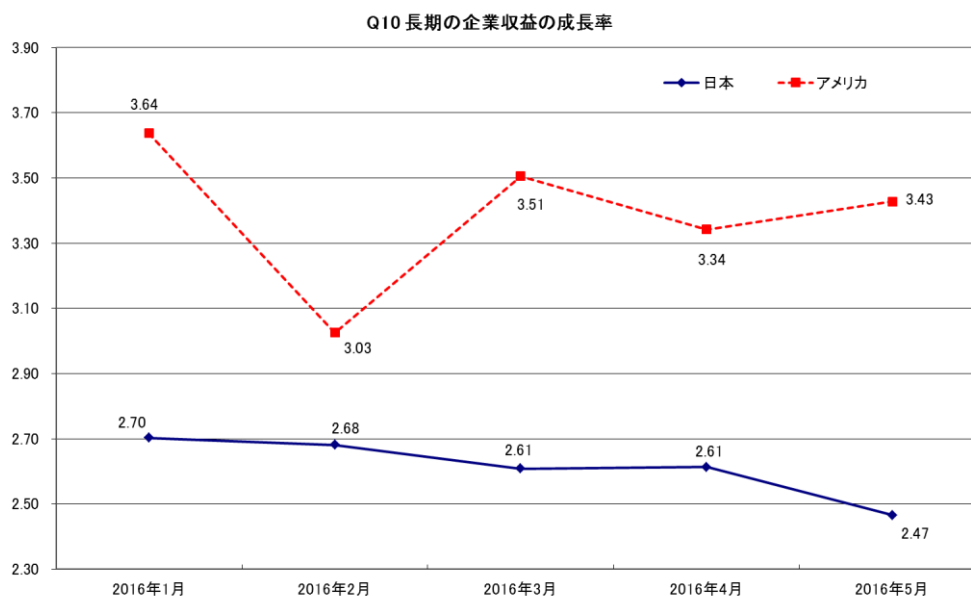


1年後の予想変化率については、日経平均の予想変化率は前回調査と比較すると若干低下したものの7%台であった。NYダウの予想変化率は前回の調査とほぼ同一水準であった。2016年3月調査から横ばいになっていた。今回の調査でも日経平均株価の予想変化率がNYダウのそれを上回っていた。



#### 4. 長期の企業収益予想

問 10. 「これから 10 年間の日本およびアメリカの企業収益の成長率は平均してどのくらいだとお考えですか。名目ではなく、インフレ分をひいた実質成長率でお答えください。」という問に対する回答を過去 4 回のアンケート調査結果とともに次のグラフに示す。



長期の企業収益の成長率については、日本については前回調査よりも低下し、2.5%を下回った。2016年1月調査から徐々に低下していく傾向にある。アメリカの企業収益率については、前回調査よりも上方修正されていた。

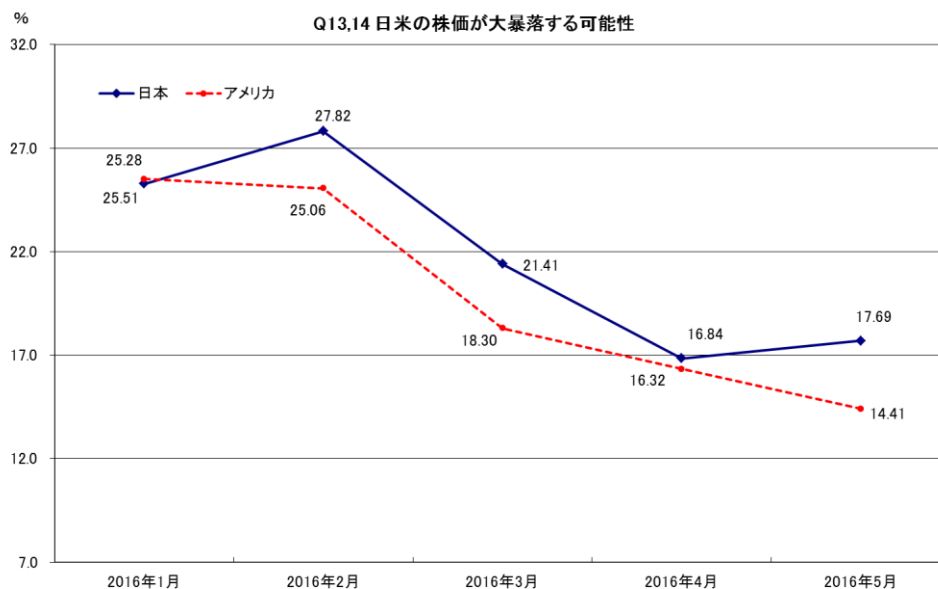
#### 5. 日米株価の安定性

問 13. 「今後 6 ヶ月以内に、日本において、アメリカの 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いますか。他国の市場で発生した暴落が伝播する場合も含めます。まったく起こらないと思えば 0%、必ず起こると思えば 100%というようにお答えください。」

問 14. 上記の問をアメリカについて質問。

問 13 と問 14 の回答を過去 4 回のアンケート調査結果とともに次のグラフに示す。





「日米の株価が大暴落する可能性」については、アメリカの確率は前回調査よりも低下していた。2016年1月調査から低下する傾向にある。日本の株価が大暴落する確率は前回調査よりも若干高まっていた。今回の調査においても日本の株価の暴落の可能性がアメリカのそれを上回る状態が継続している。

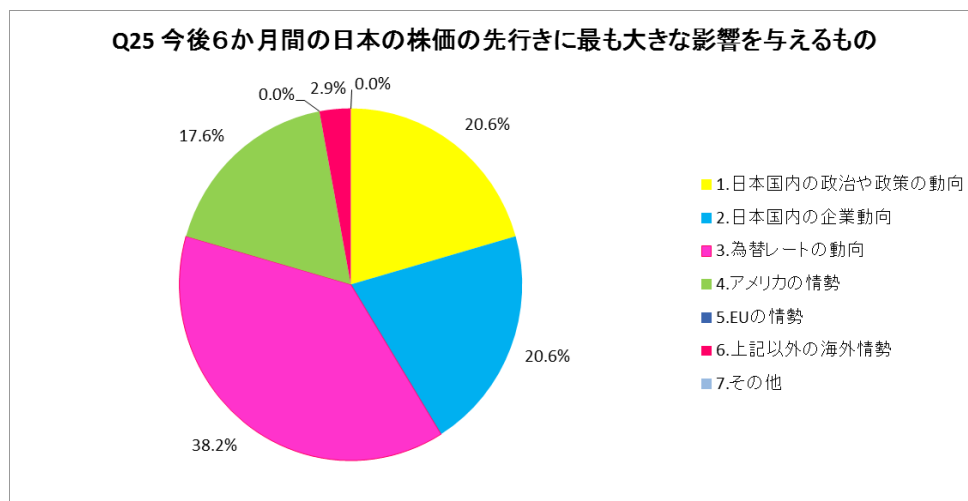
## 臨時調査項目の集計結果

問25. 今後6カ月間の日本の株価の先行きに最も大きな影響を与えるのは、次のどれだとお考えですか。

[番号をどれか一つ○で囲んでください]

- 1 日本国内の政治や政策の動向
- 2 日本国内の企業動向
- 3 為替レート of 動向
- 4 アメリカの情勢
- 5 EUの情勢
- 6 上記以外の海外情勢 \_\_\_\_\_
- 7 その他 \_\_\_\_\_

集計結果を示すと次のとおりであった。



前回調査と同様に「3.為替レートの動向」の回答割合が最も高く、全体の4割近くを占めていた（前回調査では33.3%）。依然として、為替の動向が株価の先行きに最も大きな影響を与えると考えられる回答者が多いようである。「2.日本国内の企業動向」との回答割合は20.6%にまで低下した（前回調査では27.3%）。「4.アメリカの情勢」の回答割合は、17.6%にまで高まった。

なお、コメントとして日本の財政問題の顕在化、アメリカ大統領選と為替への影響、世界のマネーフロー等が挙げられていた。

問26. 1ヶ月先、3ヶ月先の円ドルレートはいくらぐらいになると予想されますか。

1ヶ月先 1ドル= \_\_\_\_\_ 円

3ヶ月先 1ドル= \_\_\_\_\_ 円

問27. 1ヶ月先、3ヶ月先の円ユーロレートはいくらぐらいになると予想されますか。

1ヶ月先 1ユーロ= \_\_\_\_\_ 円

3ヶ月先 1ユーロ= \_\_\_\_\_ 円

問26と問27の結果は、次の表に示している。

| 1ヶ月先    | 円ドルレート | 円ユーロレート |
|---------|--------|---------|
| 平均(円)   | 110.4  | 123.5   |
| 標準偏差(円) | 4.44   | 1.77    |
| 最大値(円)  | 129    | 126     |
| 最小値(円)  | 102    | 120     |
| 有効回答数   | 33     | 33      |

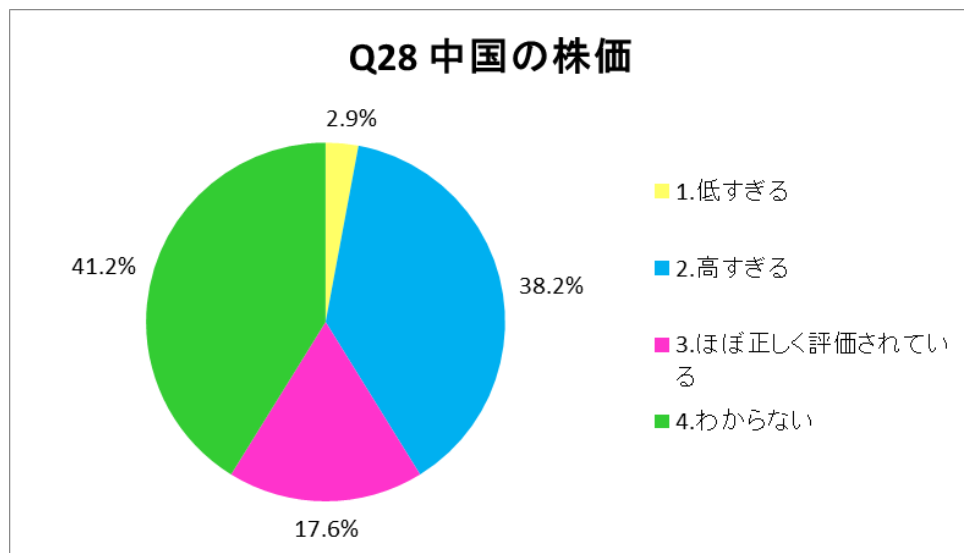
円ドルレートの1ヶ月先の予想の平均値は、前回調査(110.0円)とほぼ同水準であるが、標準偏差がかなり大きくなっていった(前回調査では2.96)。円ユーロレートの予想の平均値も前回調査(123.7円)とほぼ同水準であった。

| 3ヶ月先    | 円ドルレート | 円ユーロレート |
|---------|--------|---------|
| 平均(円)   | 110.5  | 123.1   |
| 標準偏差(円) | 5.13   | 3.94    |
| 最大値(円)  | 120    | 130     |
| 最小値(円)  | 96     | 110     |
| 有効回答数   | 33     | 33      |

円ドルレートの3ヶ月先の予想の平均値は前回調査(111.4円)よりもさらに円高方向に修正されていた。標準偏差の値は前回調査(5.25)とほぼ同じ大きさであった。円ユーロレートの予想の平均値も前回調査(124.4円)よりも円高方向に修正されていた。

問28. 中国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比べて、[番号をどれか一つ○で囲んでください]

- 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

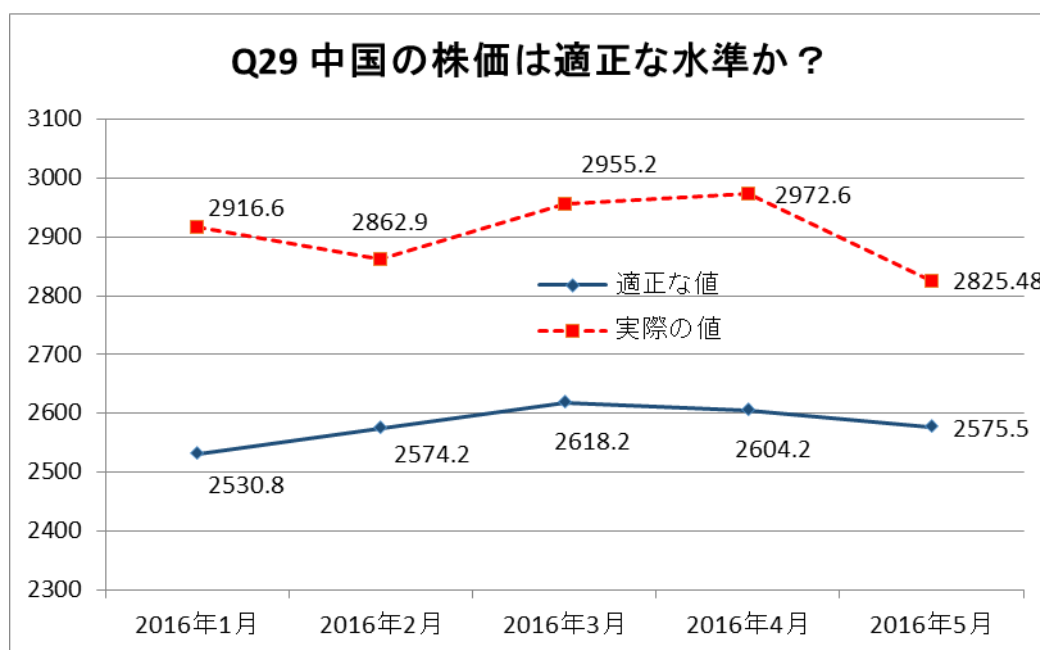


この中国の株価に関する質問については「2.高すぎる」の回答割合が前回調査(45.5%)から低下して38.2%になった。「1.低すぎる」の回答割合も前回調査(6.1%)から低下して2.9%になった。「3.ほぼ正しく評価されている」の回答割合は前回調査(15.2%)よりも高くな

り 17.6%になった。「4.わからない」の回答割合は前回調査（33.3%）よりさらに増加して 4割を超えた。

問29. 中国の株価（上海総合指数）は企業の実力（ファンダメンタルズ）から見てどのくらいが適当な水準だとお考えですか

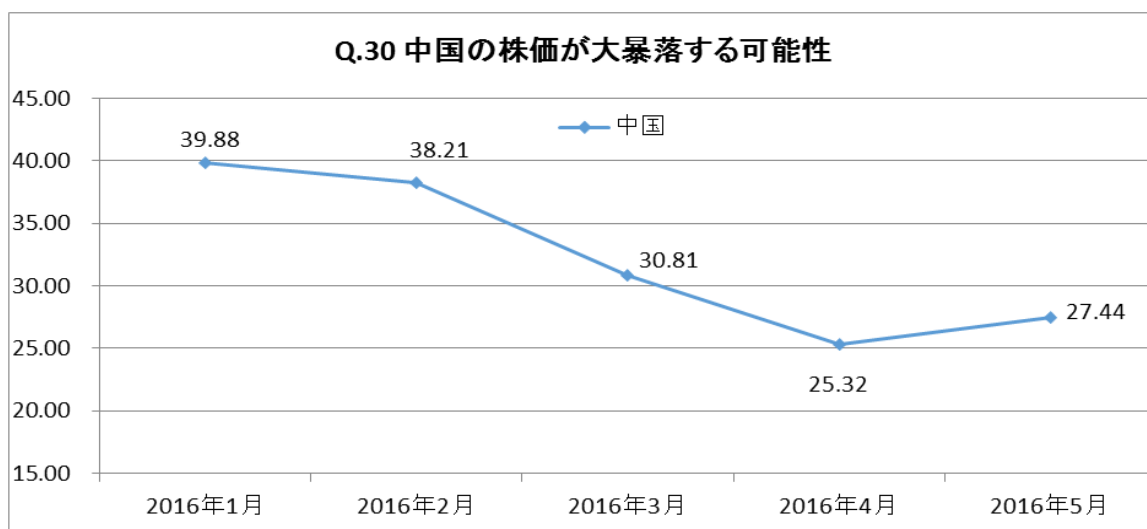
という問に対する回答と実際の上海総合指数の値を、過去4回のアンケート調査の結果とともに示したのが次のグラフである。



平均回答日における「実際の値」はBloombergのMarketsサイトより引用している。「実際の値」も「適正な値」も前回調査よりも低下していた。依然として「実際の値」が「適正な値」を大きく上回る状態が続いている。

問30. 今後6ヶ月以内に、中国において、アメリカの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が（再び）起こる可能性はどのくらいあると思いますか。他国の市場で発生した暴落が伝播する場合も含めます。まったく起こらないと思えば0%、必ず起こると思えば100%というようにお答えください。

という問に対する回答の平均値を、過去4回のアンケート調査の結果とともに示したのが次のグラフである。



前回の調査では約 25%にまで低下していた大暴落の可能性が、再び若干上昇していた。日本やアメリカの大暴落の可能性と比較しても高い水準にある。

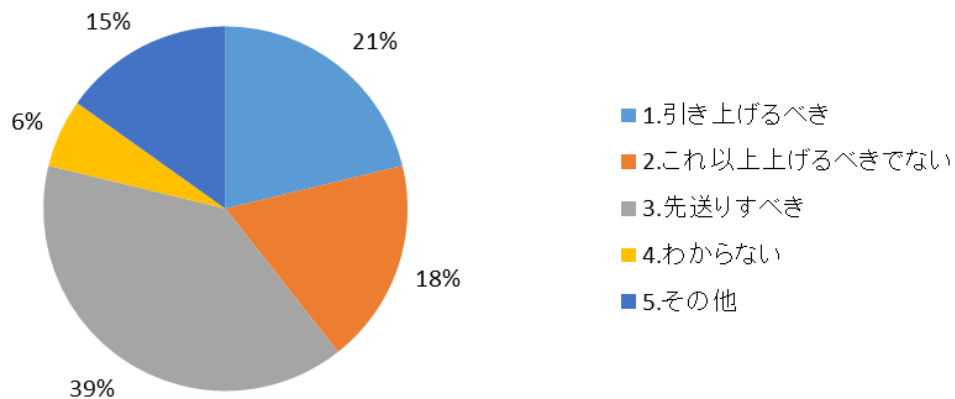
問 31. 2017年4月に予定されている消費税の引き上げについて、どのようにお考えですか。

[番号をどれか一つ○で囲んでください]

- 1 予定通り引き上げるべき
- 2 これ以上消費税率を上げるべきではない
- 3 先送りするべき ( 年 月 ごろに引き上げる)
- 4 わからない
- 5 その他 (その他 )

集計結果を示すと次のとおりであった。

### Q.31 2017年4月予定の消費税引き上げ



問 31 については「3.先送りすべき」との回答が最も多く、回答割合も前回調査(40%)とほぼ同じ 39%であった。2017年4月に予定通りに「1.引き上げるべき」の回答割合は前回調査(23%)から若干低下して 21%になった。「2.これ以上引き上げるべきでない」の回答割合は前回調査(27%)から低下して 18%になった。「5.その他」の回答割合は前回調査(7%)と比較すると高まり、15%になった。

問 31 について掲載可能としていただいたコメントを以下にご紹介する。(一部のコメントについては文章を編集してあります)

「1.引き上げるべき」と回答した方

- ・将来の人々が安心できる国にするため。

「2.これ以上消費税率を上げるべきではない」と回答した方

・需要を継続的に醸成させるには、個人の消費をマイナスにさせる政策はとるべきでない。財政悪化は分かるが、現在の状況の責任の所在が分からず、やみくもに財政悪化、財政悪化とすることによって国民の将来の不安が消えないことが、最大の需要の収縮要因である。個人の実質可処分所得を増やすことに注力すべきと考える。景気を拡大させることを優先課題にすべき。企業の収益が拡大しても労働者の賃金は上昇せず、インフレ率の上昇は個人の実質所得の減少につながっており、政府および日銀のインフレ率上昇目標は、単なる数値目標にすぎず、今の政策では、あるべき需要超過によるインフレ率上昇に結びつくには程遠いと思います。

### 「3.先送りすべき」と回答した方

- ・マーケットは消費増税再延期をすでに織り込んでいる。「金融政策のみでは均衡ある成長につながらない」、「すべての政策手段、金融、財政、および構造改革を総合的に用いる」という2月の上海G20合意にそって慎重に判断されるべき。
- ・経済指標などに数値目標を設定し、それを上回るまでは延期すべき。

### 「5.その他」と回答した方

- ・どちらにしてもメリット、デメリットがある。
- ・引上延期報道があり先送りが見えてしまった。
- ・財政健全化につながるのであれば引き上げるべき。
- ・17年4月から1年ごとに0.5%ずつ10%まで引き上げる。その理由は、景気の良し悪しで消費増税の可否を判断していると、いつまでも引き上げることができないから。景気情勢に関係なく、淡々と実施した方がよほど不透明感がなくなり、事業計画や投資計画を立てやすい。ただし、14年のように一挙に3%引き上げるのは激甚措置。0.5%ずつ上げていくなれば、消費者の心理に刷り込まれていき、買い急ぎとその反動減といった波が出にくいと思われる。

## 自由コメントの紹介（掲載可能として頂いたコメントの要約）

問3の質問に対して、以下のコメントをいただいた。

- ・円安により膨らんでいた企業利益が円高と長引く中国経済の停滞によって伸び悩み、世界比較では欧州の予想増益率を下回る水準となったことで、日本株の魅力が薄れ、外人の売りを誘った。トヨタの豊田社長がいう「追い風参考記録」から真の実力を問われる段階に。

- ・海外投資家のアベノミクスによる成長期待のはく落がある。

- ・国内の企業決算動向に注目が集まった。決算動向を見極めたいとの投資家心理が働き、全般調整色の強い展開。月末に伊勢志摩サミットが開催されるが、世界的に政策期待が金融から財政へと移行しており、今後一層、為替水準に頼らない個別のテーマ物色の色彩を強めるものと考えられる。

以上