

第 81 回 2017 年 7 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 7 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。

2017 年 9 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
青山学院大学大学院 経営学研究科 松田佑馬

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、7 月 3 日に 356 通の調査票を発送した。送付先の内訳は、銀行・生損
保 89 通、証券会社 103 通、投資信託・投資顧問 144 通、その他 20 通である。8 月 1 日まで
に返送された 31 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 7 月 15 日であった。過去 4 回のアンケート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
2017/3/6	374	35	9.4%
2017/4/3	367	33	9.0%
2017/5/8	362	32	8.8%
2017/6/5	361	24	6.6%
2017/7/3	356	31	8.7%

定期調査の質問のうち、代表的なものの結果

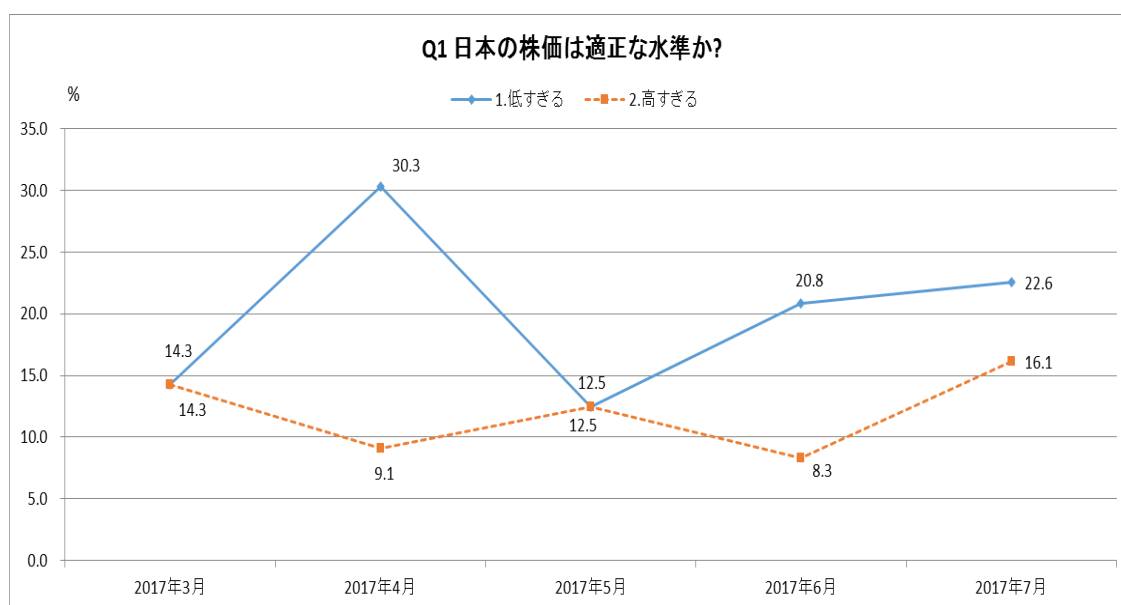
1. 日本の株価を、企業のファンダメンタルズと比較してどう評価するか

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。

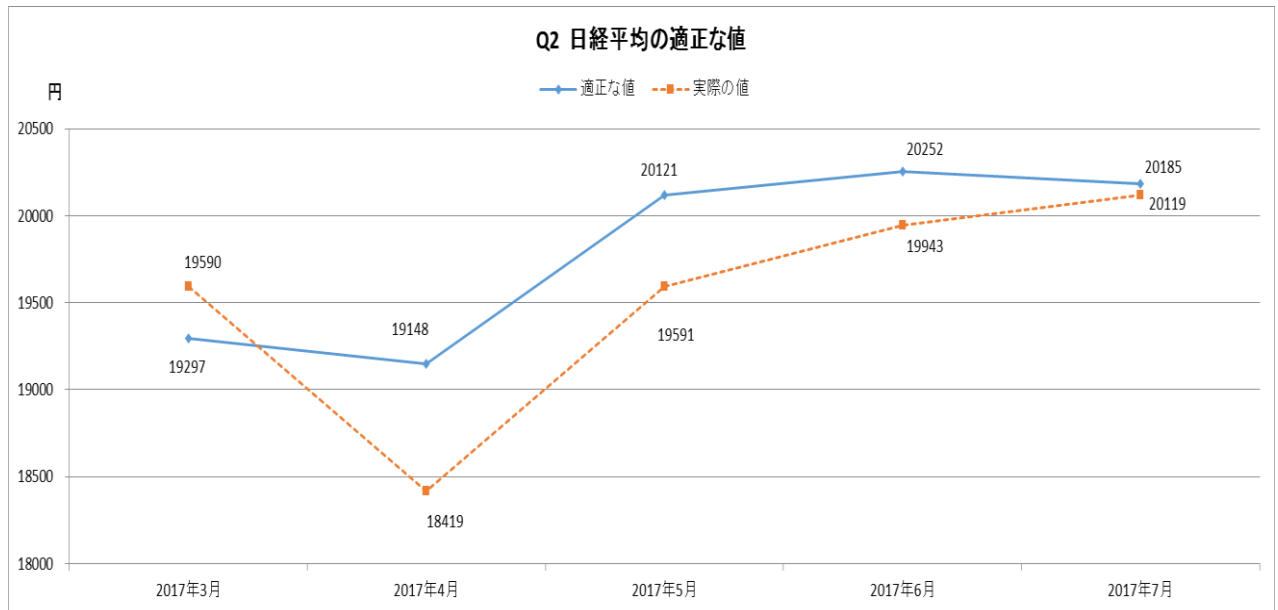


「1.低すぎる」の回答割合は前回調査から若干高まり 22.6%になった。

「2.高すぎる」の回答割合も前回調査よりも高まり 16.1%になった。

「3.ほぼ正しく評価されている」の回答割合は 61.3 % (前回調査では 70.8 %) で、前回調査よりも低下していた。

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、前回の調査と比較すると若干下方修正されて 20,185 円になった。

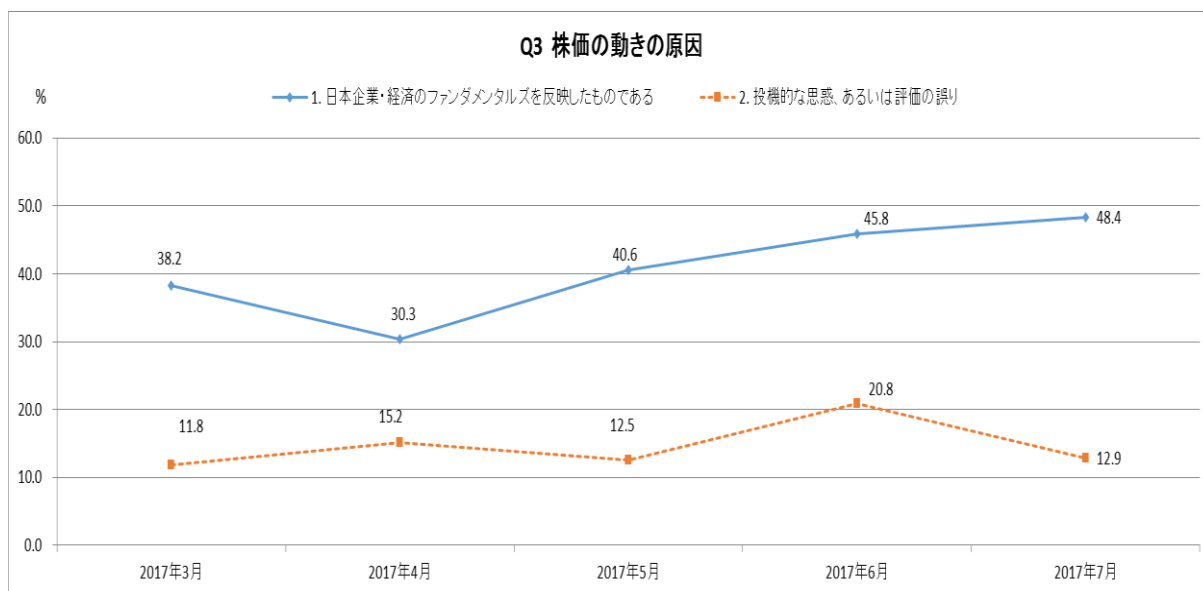
平均回答日における日経平均株価の「実際の値」は前回調査より上昇して 20,119 円になった。

今回の調査においても「実際の値」は前回調査の値を上回っていたが、「適正な値」との乖離幅は前回の調査よりもさらに縮小していた。

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」の回答割合を、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。



「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」の回答割合は前回調査と比較してさらに高まり 48.4%になり、5割近くになっていた。

「2. 投機的な思惑、あるいは評価の誤り」の回答割合は前回の調査と比較すると低下して、12.9%になった。

「3.その他」を選択した回答者の割合は 35.5%(前回は 29.2%)であった。

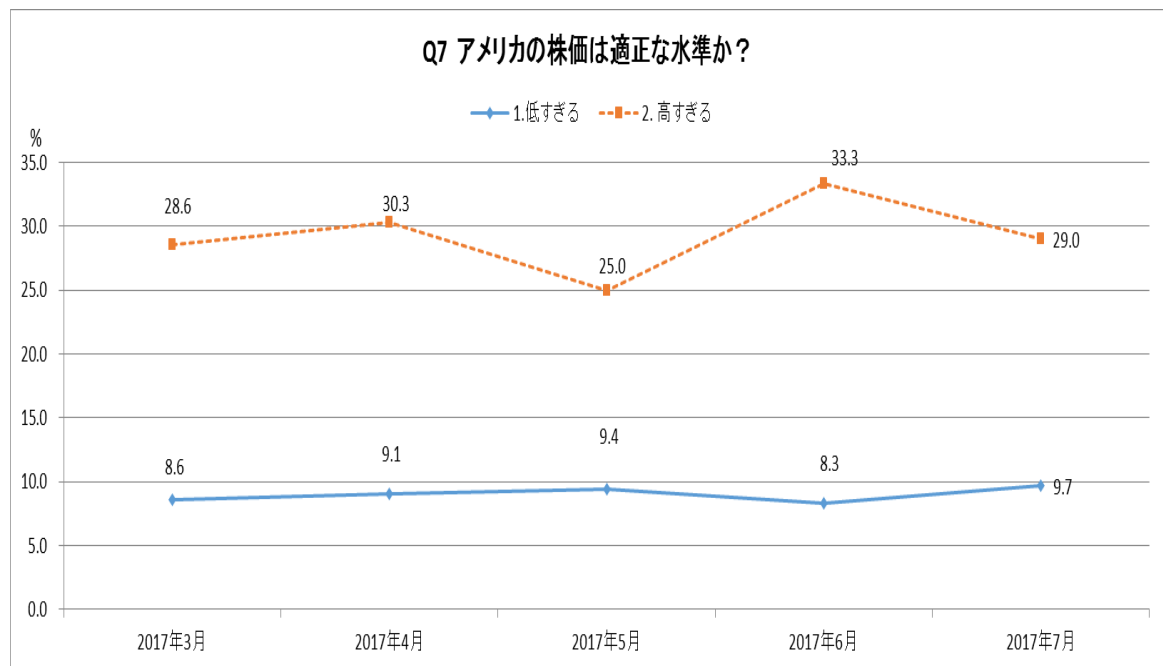
「3.その他」の掲載可能とされた具体的コメントとして、「米国等の海外動向や為替の影響が大きいと思う」等のコメントをいただいた。

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

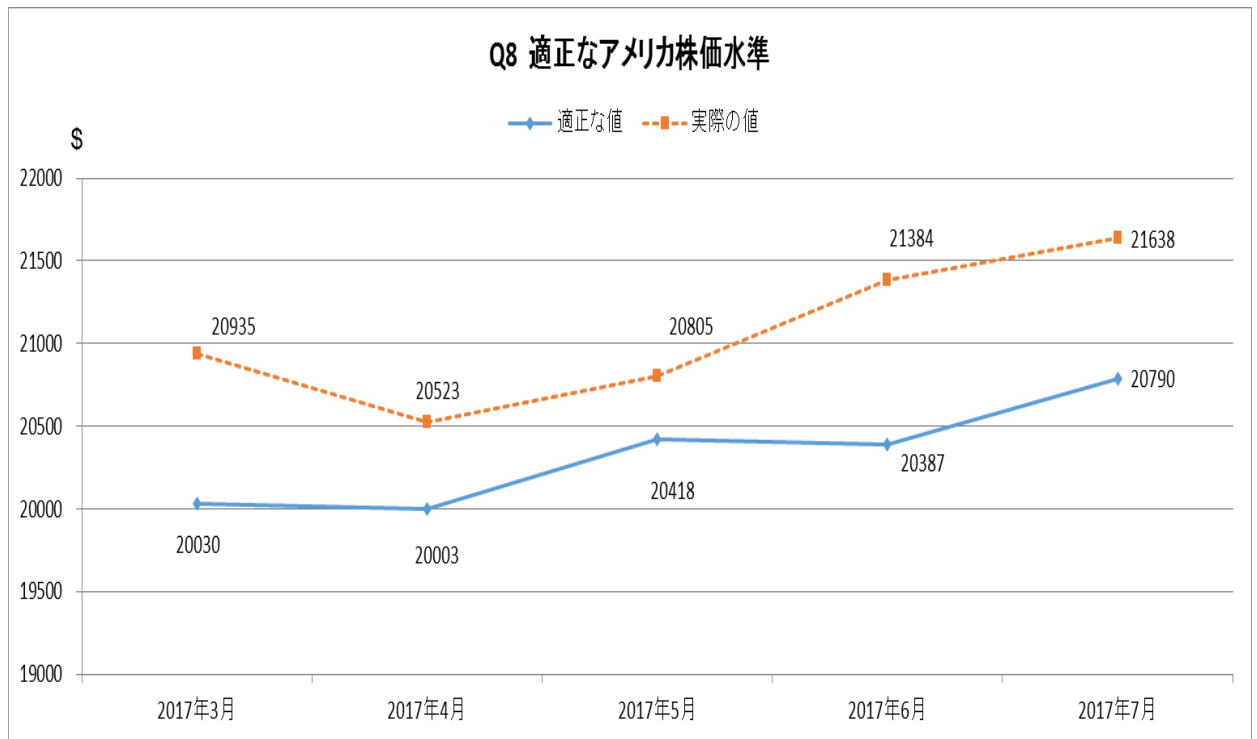
という質問について、「低すぎる」と「高すぎる」の回答割合を過去 4 回のアンケート調査結果とともに示したのが次のグラフである。



今回の調査では「2.高すぎる」の回答割合は前回の調査よりも低下して 29.0%になったが、依然として 3 割近い回答者が「2.高すぎる」と回答していた。

「1.低すぎる」の回答割合は、前回調査とあまり変わらず 9.7%であった。「3. ほぼ正しく評価されている」の回答割合は 58.1%（前回調査では 58.3%）であり、前回調査と同様に回答者のうちの 6 割近くが「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当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。



平均回答日における NY ダウの「実際の値」は前回調査と比較するとさらに上昇して、21,638 ドルになった。

NY ダウの「適正な値」も前回調査よりも上方修正され 20790 ドルになった。2017 年 4 月調査から「実際の値」も「適正な値」も上昇する傾向にある。

依然として「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、%)

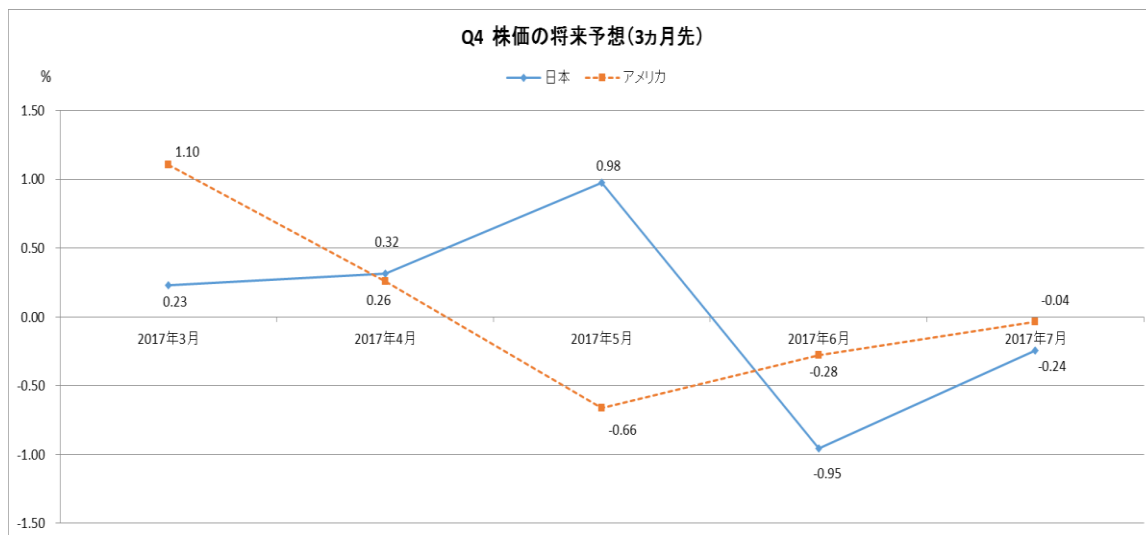
	日経平均株価 予想1ヶ月先	日経平均株価 予想3ヶ月先	日経平均株価 予想6ヶ月先	日経平均株価 予想1年先	日経平均株価 予想10年先
平均	-0.52	-0.24	1.37	5.14	37.55
標準偏差	3.57	4.18	6.97	7.61	49.01
最小値	-10	-7.5	-20	-20	-50
最大値	10	10	10	20	200
回答数	28	29	29	29	22
	NYダウ 予想1ヶ月先	NYダウ 予想3ヶ月先	NYダウ 予想6ヶ月先	NYダウ 予想1年先	NYダウ 予想10年先
平均	-0.32	-0.04	0.77	2.61	38.43
標準偏差	3.57	3.84	6.56	9.88	21.12
最小値	-10	-10	-20	-30	0
最大値	10	10	10	20	80
回答数	27	28	28	28	21

日経平均株価については、1ヶ月先、6ヶ月先、1年先の予想変化率の平均値は下方修正されていた。それ以外の3ヶ月先、10年先の予想変化率の平均値は上方修正されていた。

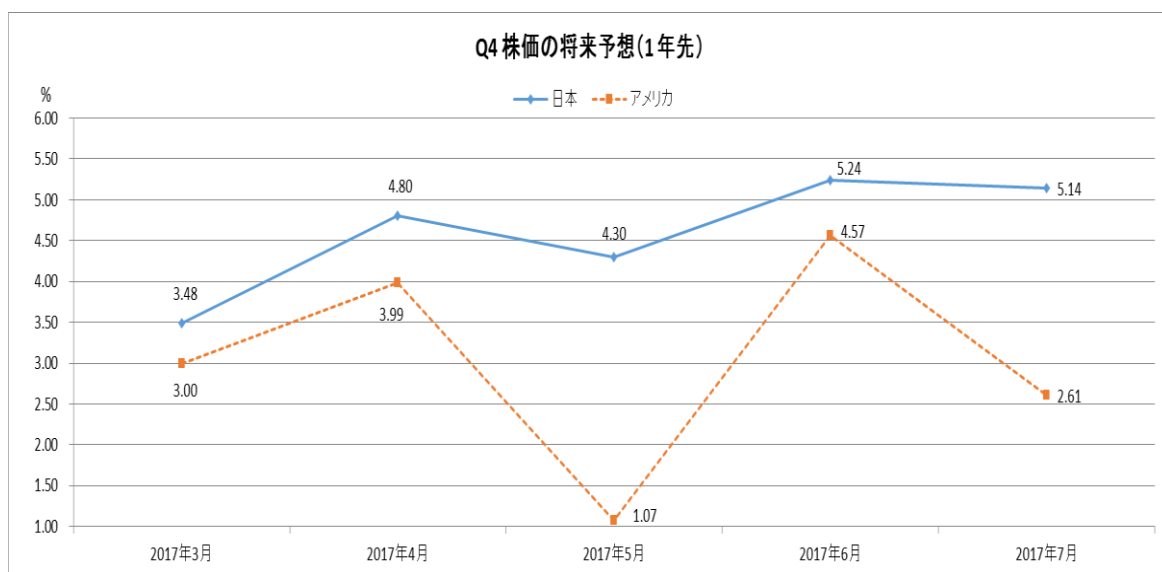
NYダウについては、1ヶ月先、6ヶ月先、1年先の予想変化率の平均値は前回調査と比較すると下方修正されていた。3ヶ月先、10年先の予想変化率の平均値は上方修正されていた。

特に株価の3ヶ月先の予想変化率に注目すると、日経平均株価もNYダウもその平均値は前回の調査よりも上昇修正されていたが、両方ともマイナスの値のままになっていた。

今回の調査においてもNYダウの予想変化率の平均値が日経平均株価のそれを上回っていたが、前回の調査よりもその乖離幅は縮小していた。

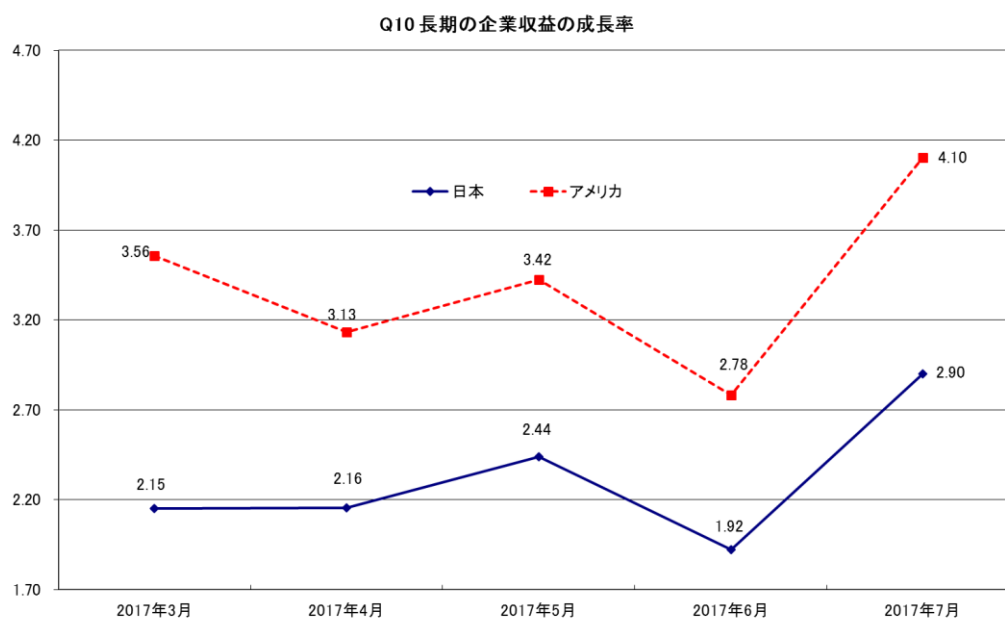


これに対して、1年後の予想変化率については、NYダウの平均値は下方修正されていた。日経平均株価については、その予想変化率の平均値は若干下方修正されていたが前回調査と同じ5%台のままであった。今回の調査においても、日経平均株価の予想変化率の平均値がNYダウのそれを上回っていたが、その乖離幅は前回調査と比較すると拡大していた。



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。



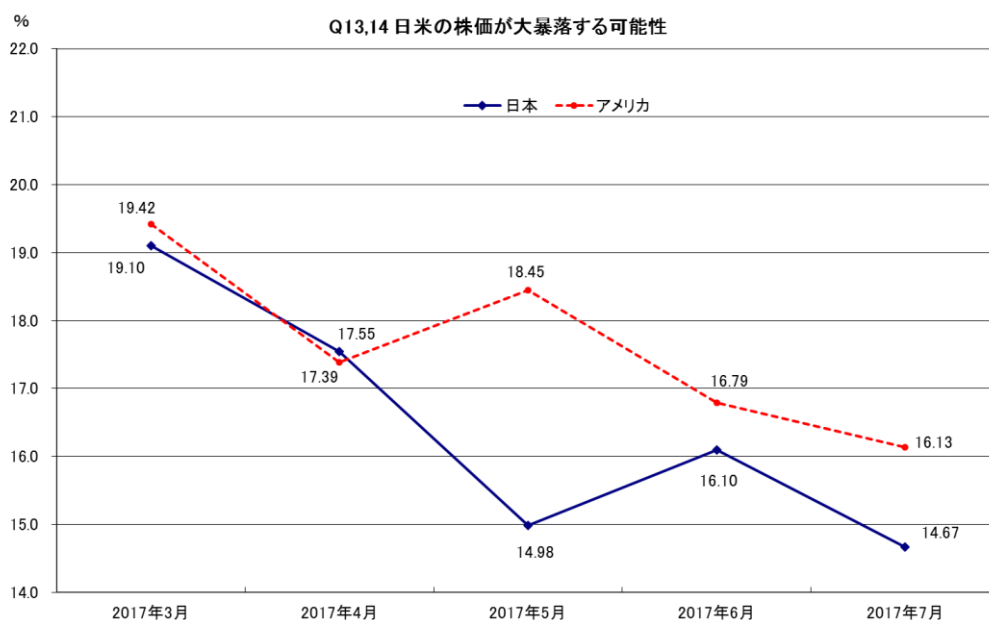
長期の企業収益の成長率については、前回の調査と比較すると今回の調査においては日本もアメリカも大きく上方修正されていた。日本の企業収益の成長率は 2%を上回り、アメリカのそれは 4%を上回っていた。

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。



今回の調査では「日本の株価が大暴落する可能性」も、「アメリカの株価が大暴落する可能性」も、前回の調査と比較すると低下していた。2017年3月調査から日米ともに株価が大暴落する可能性は低下する傾向にある。今回の調査においても「アメリカの株価が大暴落する可能性」が日本のそれを上回っており、その乖離幅は再び拡大した。

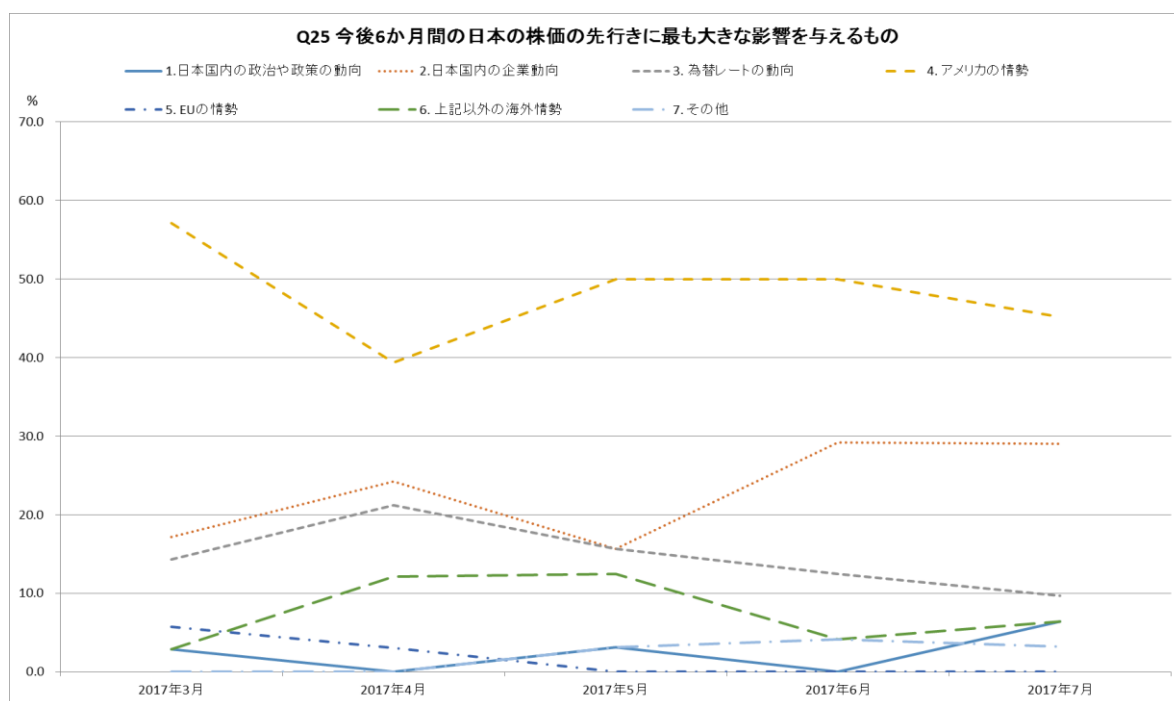
臨時調査項目の集計結果

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 為替レートの動向
- 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。



今回の調査において回答割合が最も高かったのは前回調査と同様に「4.アメリカの情勢」であった。前回の調査と比較すると回答率は低下したものの、依然として40%台の高い回答割合であった。

2番目に多い回答は、「2.日本国内の企業動向」で、前回調査とほぼ同じ29.0%であった。

「3.為替レートの動向」は2017年4月調査では20%を超えていたが、徐々に低下して、今回の調査ではその回答率は9.7%になった。

なおこの質問に関して掲載可能として頂いたコメントとして「北朝鮮の情勢」等のコメントをいただいた。

問26. 1ヶ月先、3ヶ月先のアメリカドル／日本円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

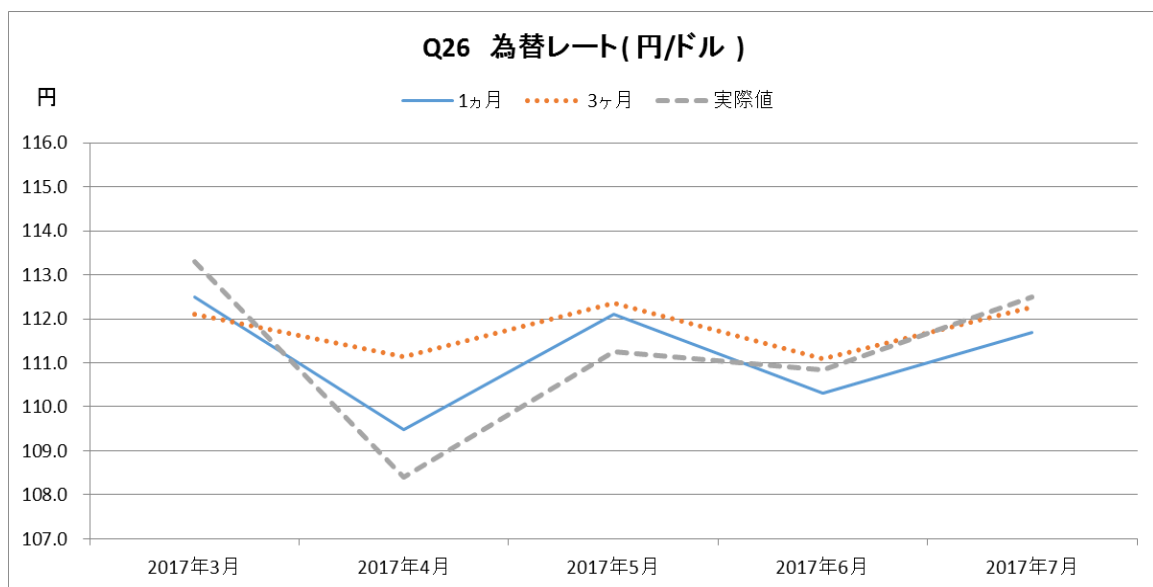
3ヶ月先 1ドル＝ _____ 円

問27. 1ヶ月先、3ヶ月先の欧州ユーロ／日本円レートはいくらぐらいになると予想されますか。

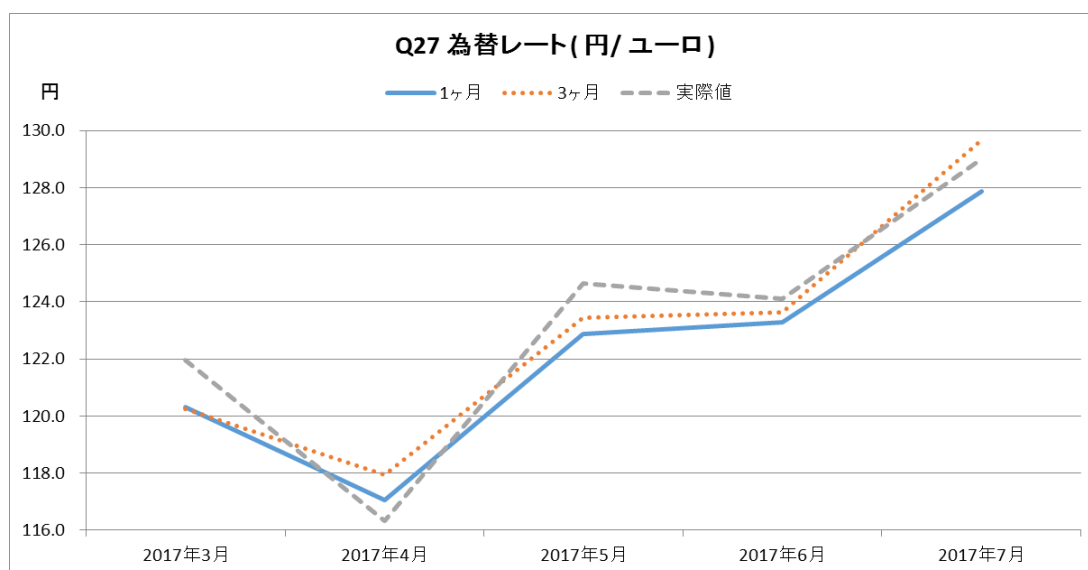
1ヶ月先 1ユーロ＝ _____ 円

3ヶ月先 1ユーロ＝ _____ 円

問 26 と問 27 の結果（平均回答日における為替レート）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。



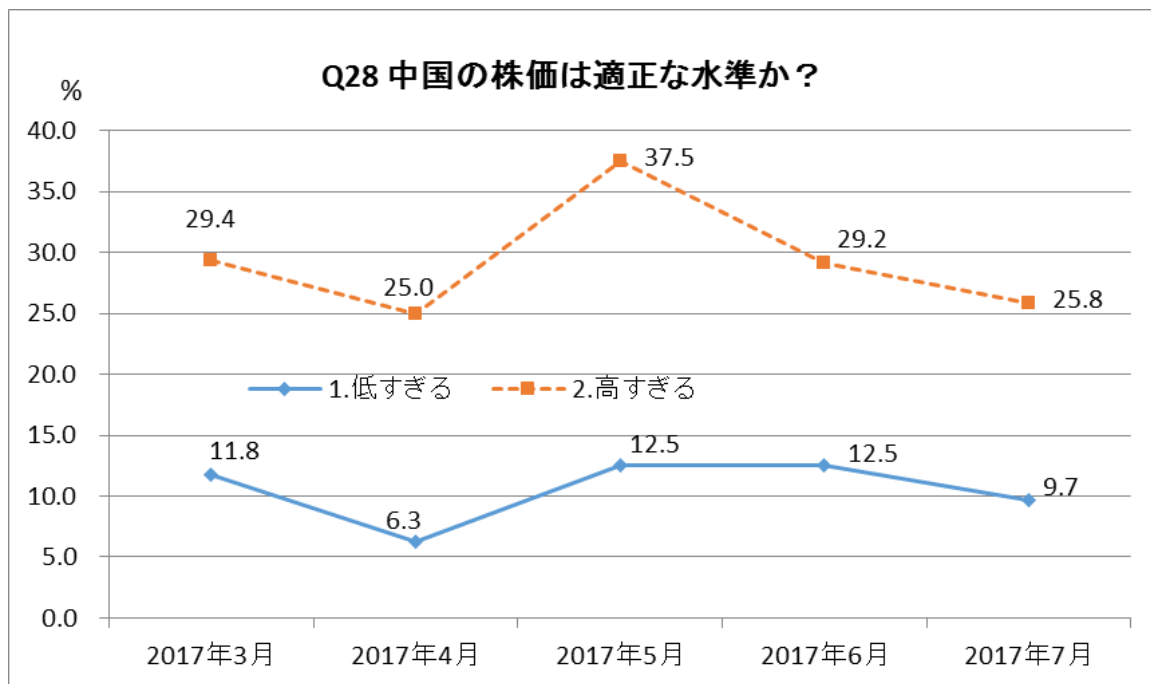
アメリカドル/日本円レートの平均回答日における実際の値は、前回の調査と比較すると円安になっていた。今回の調査においては1ヶ月先、3ヶ月先の予想値の平均値もともに円安方向に修正されていた。今回の調査においては実際の値が最も円安の水準にあった。



ユーロ/日本円レートの平均回答日における実際の値は、前回の調査と比較するとアメリカドル/日本円レートと同様に円安になっていた。予想値の平均値は1ヶ月先、3ヶ月先ともに前回調査よりもさらに円安方向に修正されていた。特に、2017年4月調査と比較すると、実際の値も予想値の平均値も大きく円安になっていた。

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くらべて、[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」の回答割合は前回調査と比較すると低下して 25.8%になった。

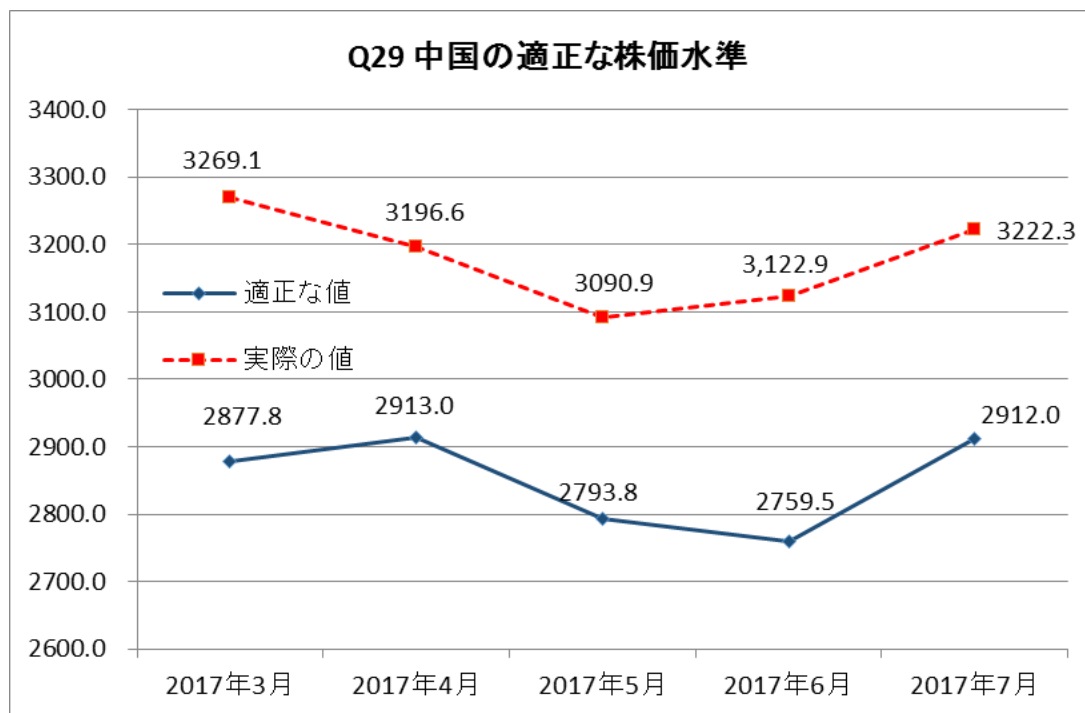
「1.低すぎる」の回答割合も前回調査よりも若干低下して 9.7%になった。

「3.ほぼ正しく評価されている」の回答割合は 32.3%であり、前回調査（33.3%）からあまり変わらなかった。

「4.わからない」の回答割合は前回調査では 25.0%であったが、今回の調査では前回の調査と比較すると高まり 32.3%になった。

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正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。

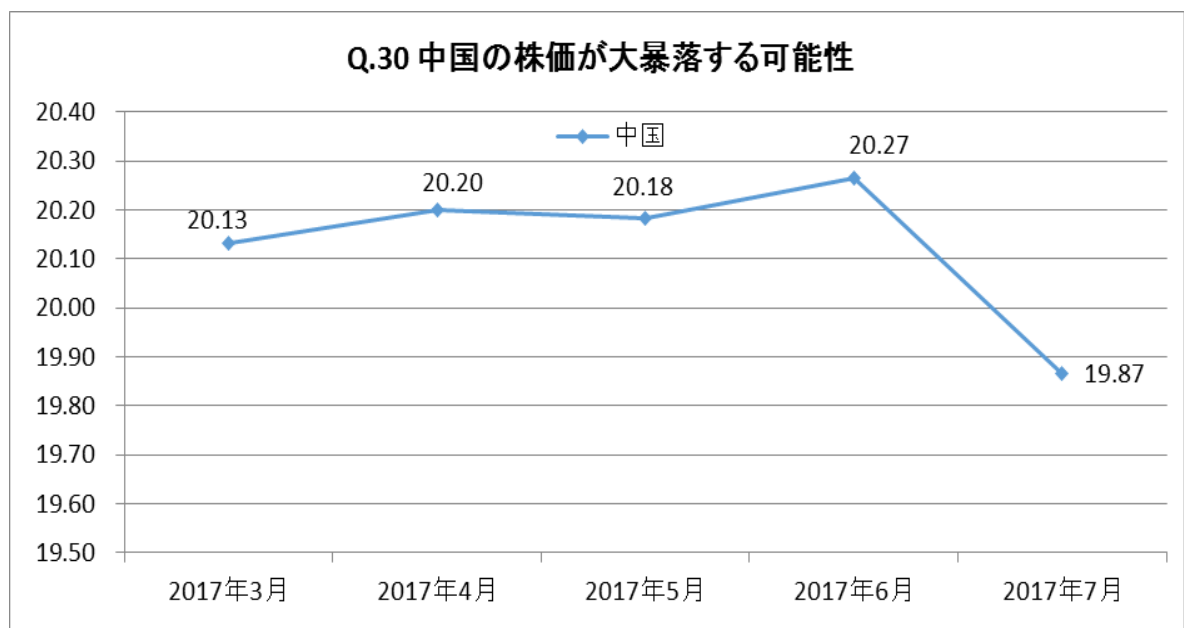


上海総合株価指数の「実際の値」は前回調査と比較すると上昇し3222.3ポイントになった。

「適正な値」も前回調査と比較するとかなり上方修正されていた。依然として「実際の値」が「適正な値」を上回る状態が続いていた。なお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。

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。



「中国の株価が大暴落する可能性」は前回調査と比較すると低下して 19.87%になった。今回の調査においては 20%を下回っていた。

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。

- 日本企業の業績に対する正当な評価が不足している。あるいは投資家の自信の欠如。
- 企業業績が良い中で、株価の上昇力が弱い
- 欧州において、英国のEU離脱の形態、蘭総選挙、仏大統領選挙などの不透明要因から円への資金逃避が起き、結果として円高となり株価を抑えた。しかし不透明要因が後退すると、出遅れ感から一気に株価は上昇。
- 為替ボラの低下、日銀の買い支えは大きい
- 海外株式（米国中心）に経済が底堅く、日本株も影響を受けている。更に例年外人買いが支えて（年初）きたが、今年は売越している。その代り、BOJ の買い（ETF 中心）が需給を改変（悪化しない）させているため下押しが限定。BOJ の買は、大きく影響。やめる日銀理事 2 名が市場への影響を懸念していたことが表面化していると考える。
- 米景気拡大と利上げ観測を背景としたドル高円安によって日本の株式市場は上昇した。
- IMF も WEO の米国成長予想の改定において財政支出の効果と足元に指標下振れを織り込んだ。米国の政策期待はだいぶ剥落してきているのではないか

問 32 の自由コメントとして、掲載可能な以下のコメントをいただいた。

- 債券市場と株式市場で景気、業績、金融政策などの見方が分かれているような気がする。長期債利回りは、ここ 2 週間ほどは上昇しているが、それまでは米国の 2 回の利上げにもかかわらず低下基調であった。インフレ期待が萎む中で、長期金利は金融政策当局の前のめりの姿勢を額面通りに受け取らないため、上昇しにくい。翻って米国株式市場では 8 年にわたる景気拡張局面において、自動車販売などで景気先行き拡大ペースが鈍るとのサインが出ていても、業績拡大期待の大きいネット関連を「FANG(Facebook, Apple, Netfreaks, Google)」や「GAFA (Google, Alphabet, Facebook, Apple)」などとはやして買い上げている。どちらに収束するのか決め打ちはできないが、株式、債券、景気、インフレの Misalignment がどう解決していくか見ていきたい。

以上