

講 演 録

日本FP学会 第16回講演・交流会

「マーケットストレス下の証券市場」

青山学院大学 経営学部 亀坂 安紀子

1. はじめに

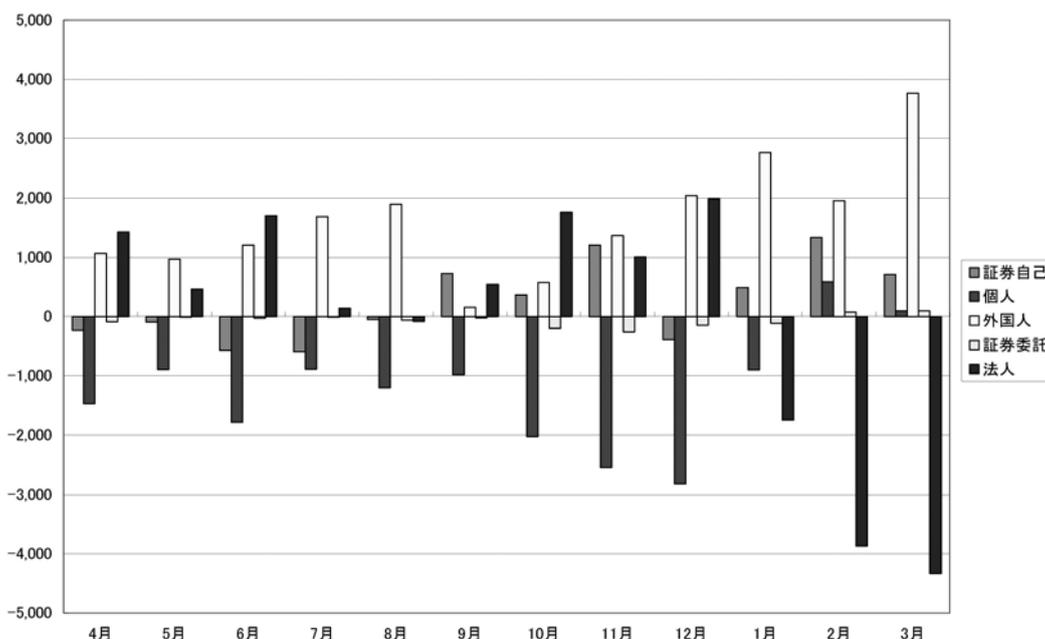
本日偶然なのでしょうが、東日本大震災発生からちょうど5年で、同じ曜日周りで金曜日なんです。すごく責任感を感じながら発表させていただくことになると思いますが、どうぞ、よろしくをお願いします。

私は、投資家行動の分析をしておりまして、大学院生時代から興味を持って分析をしてまいりました。本日のテーマは、マーケットストレスで、最近では、マーケットストレスといってもどれを指すのか、ということと言われるような不安定な状況かと思えますけれども、その分析をする前に、これまで平常時はどうだったのかということ若干振り返りながら、中長期的な観点からまずお話しをさせていただきます。次に東日本大震災前後の状況もお話しをさせていただきます。さらに

その後の状況、特にここ1年、2年はさまざまな新たなリスク、いろいろなストレスというか、新たなイベントが発生していますので、それについてもお話しをさせていただきたいと思います。

2. 研究の背景

まず投資家行動の分析を始めた問題意識なんですけれども、ファイナンス理論を学んでいると、伝統的なファイナンス理論では、情報を集めても基本的には何も意味がないということをおっしゃいます。私が株を買うときには、過去の株価を見ないで買うということはありませんけれども、伝統的なファイナンス理論では、さまざまな情報はすべて現在の価格に集約されていて、過去の株価の推移を見ても意味がないと説明されます。ここから疑問を持ちまして、じゃあ、チャー



図表1 純購入額の月次パターン

出所：亀坂安紀子 (2007) 「外国人投資家、国内機関投資家、個人投資家の株式売買に関する月次アノマリーの分析」
『ファイナンス・プランニング研究』No.6より

ト分析、なんでやっているのだろうと、ゴールデンドロスとかデッドクロスって何なんだろうと思いき、大学院時代から疑問を持っていました。要するに、何か情報を利用したら追加情報を得られるんじゃないかという観点から、ずっとさまざまなデータを分析してまいりました。

それで最初に注目したのが、東京証券取引所で長年収集されている「投資部門別売買状況」というデータです。世界でもほんとにまれに見る貴重なデータと理解しております。アメリカでもこのような長期データは収集されていません。ただ、最近のようにティックデータレベルの、一取引ごとの分析がアメリカなどでなされるようになってしまうと、最近のことは個々の取引ごとのデータを分析したほうが情報量が多いです。このデータを見ることの利点は、なんとといっても1980年代でも分析できてしまうということにあります。あと最近、行動ファイナンスという分野が非常に注目されているので、ご興味がある方はいくつか本が出版されているので、ぜひご覧になっていただきたいと思います。

3. 投資家行動の分析

3.1 月次パターンの分析

まずは日本FP学会の雑誌に掲載されました論文の内容から紹介させていただきます。このデータにはそもそも月次のパターンがあるということを示しています。月次で、購入額にも売却額にも特定のパターンがある。ご存じの通り購入と売却が同時に、よくなされるんですけれども、購入額と売却額は非常に似た動きを示します。

差し引きして純購入額、購入額－売却額という、単に差額をとったデータからも、少し面白い傾向が見られます。まず見ていただきたいのが、法人ですけれども、法人はいつ売りやすいかというと、圧倒的に2月と3月です。これは金融機関以外の法人なんですけど、個人は12月にかけて売りやすい。もうお察しのことと思いますけれども、税金上、個人の所得税の計算は12月で締め切って、法人はほとんど3月決算なので3月に向けて調整していそうだと。そこで買っているのは誰かという外国人ということで、さっそく興味深いパターンが出てくるんです。ひょっとしたらここで外国人の投資家は、何か利益を得ているんじゃないか。こういった形で様々な投資家の売買パターンを見てきました。

3.2 中長期的な投資家行動の分析

私が研究を始めたのは1990年代中頃です。私が大学を卒業した頃は、まだバブルの影響があり、

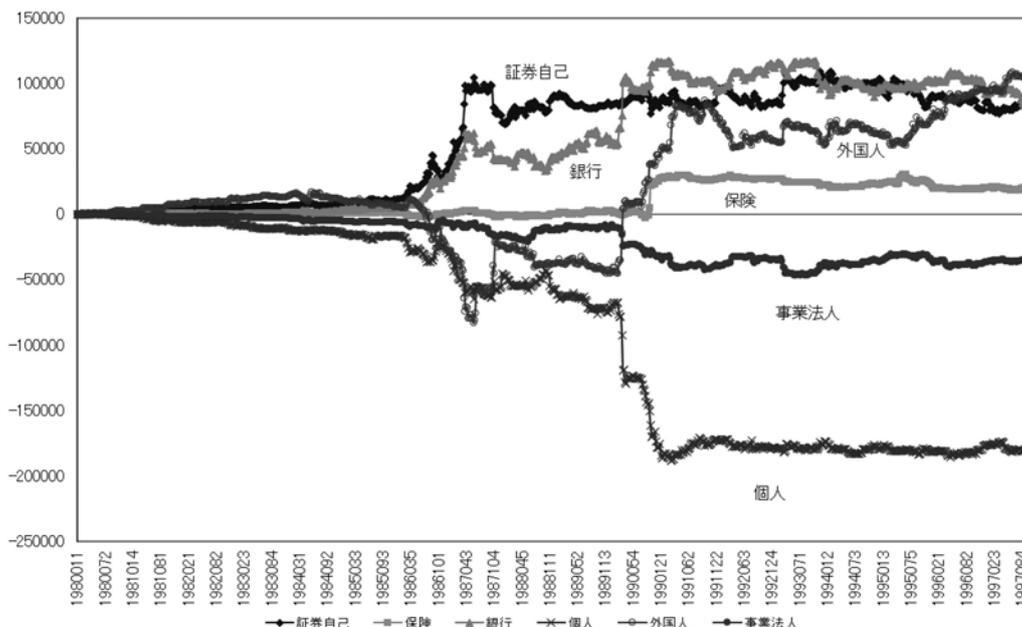
証券界に就職する人は華やかなイメージがあって、大学院に行くとか言うのと、ほんとに変わっているとされたんです。先に説明した東証の貴重なデータも当時はほとんど分析されていませんでしたが、しばらくしていくつか論文が出版され始めました。

私は1980年から97年までの週次データで最初に執筆物を公表しました。それは日本金融学会の『金融経済研究』という雑誌に出ているんですけども、その英文版は『Pacific-Basin Finance Journal』¹という、アジア太平洋地域ではわりと有名な雑誌に掲載されました。外国人投資家はどうもけっこう儲けていそうだと、という趣旨の論文です。いちばん損しているのは誰かという、個人投資家であると。そんなことを言うと個人投資家の投資意欲を削ぐんじゃないかとよくコメントいただくんですけども、やむを得ない面もあると思うんですね。やっぱり情報優位な人がどうしても利益を獲得しがちで、情報劣位にある人がパフォーマンスがよくないと理解していただきたい。個人投資家の中でも、おそらくきちんと情報収集されている方は、そんなに損しないと思うんです。他人任せだとかいう人は、損しやすいんじゃないかなと考えています。

投資のパフォーマンスを測ってみるとどうなるのかということ、これらの論文を執筆したのが1990年代の終わり頃なので、97年まで、ちょうどアジア通貨危機の頃までしかここでは集計していないんですけれども、だんだん外国人がパフォーマンスを上げている。その前は、国内では証券自己売買と銀行がよかった。国内だけを見ると、やっぱり情報優位の証券自己売買部門がいちばんパフォーマンスがよさそうで、次が銀行、よくないのが事業法人、いちばん損しているのが個人という結果が出てきました。

次に、計量分析の結果を紹介したいと思います。おおよそこういった結果がいつの時期をとって分析しても出てくるということでご紹介したいんですけども、個人投資家の欄を見ていただくと、先月買ってれば今月も買っている。なので、月次単位でも取引の持続性というか、粘着性が観測されます。外国人もそうですね。外国人も、先月買ってれば今月も買いやすいとはっきり出ています。法人もそうです。つまり、誰か買い始めるとずっと買いやすい。月次レベルで見てもですね。誰か売り始めると売りやすい。

¹ Kamesaka, Nofsinger, and Kawakita (2003), "Investment patterns and performance of investor groups in Japan," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.11(1), pp.1-22.



図表2 投資家別累積追跡利益 (単位：百万円)

出所：亀坂 (2001) 「日本の金融機関、事業法人、個人、外国人投資家の株式投資パフォーマンス」
『金融経済研究』、日本金融学会、第17号

	証券自己売買		個人投資家		外国人投資家		証券委託売買		法人		
	純購入額	リターン	純購入額	リターン	純購入額	リターン	純購入額	リターン	純購入額	リターン	
定数項	-0.005	-0.004	-0.060**	-0.008	0.034	-0.006	-0.003	-0.006	0.020	-0.003	
株式純購入額	-1	0.109	-0.019	0.418***	-0.045*	0.561***	0.051***	0.325***	-0.359*	0.535***	-0.004
	-2	0.030	0.012	-0.084	0.042	-0.127	-0.040**	-0.111	0.339	0.046	-0.009
	-3	0.088	-0.024	-0.160*	0.001	0.274**	0.019	0.128	-0.359	-0.191*	0.009
	-4	0.037	0.012	0.246***	-0.018	0.070	-0.008	-0.093	0.178	0.129	-0.008
	-5	0.121	0.015	-0.064	0.007	0.020	-0.003	0.080	0.069	0.095	-0.007
	-6	0.176**	0.010	0.113	-0.024	-0.085	0.001	0.003	-0.315	0.070	0.012
リターン	-1	-0.658*	0.012	0.061	-0.032	0.261	-0.122	0.026	0.014	0.559	-0.025
	-2	-0.521	-0.002	-0.081	0.048	-0.392	0.038	0.007	0.029	0.690	-0.005
	-3	-0.659*	0.036	-0.194	0.019	-1.311**	0.011	0.014	-0.009	0.460	0.032
	-4	0.091	0.007	0.062	0.025	-0.406	0.070	-0.008	0.063	-0.325	0.026
	-5	-0.228	0.059	-0.165	0.069	-0.113	0.080	0.019	0.061	0.660	0.061
	-6	-0.396	-0.131	-0.272	-0.137	-0.525	-0.093	-0.015	-0.117	2.016***	-0.083
F test	1.704	0.590	0.253	1.040	1.286	1.927*	0.226	1.430	2.692**	0.279	
adjusted R ²	0.118	-0.040	0.153	-0.020	0.366	0.017	0.034	-0.003	0.310	-0.054	

図表3 主要投資家の月次株式純購入額、株式リターンのVARモデル推定

出所：亀坂 (2003) 「日本の株式投資主体」 林敏彦他編著『日本の金融問題－検証から解決へ』
郵政研究所研究叢書第14章、日本評論社

(注) 表中の ***は1%有意、**は5%有意、*は10%有意を示す。

外国人投資家にもいろいろな主体がいるんじゃないかという質問をよく受けたので、外国人投資家の間のパフォーマンスも見てみました。すると、アメリカの投資家に関しては、ちょうど90年代の終わりぐらいから特に突出して利益を獲得していました。次がヨーロッパの投資家とアジア勢で、ヨーロッパの投資家とアジア勢はそこそこのプラスの収益を得ている。他はオイルマネーとかなんです。あまりプラスにもマイナスにもなって

ない。これが外国人投資家の間の違いです。

全体として、外国人が買ったあとは株が上がりやすい。やっぱり市場に入ってくると新たな需要となるので、そのあとまた株が上がりやすいということがありまして、影響力は欧州の投資家からアメリカの投資家に次第に80年代以降移ってきました。外国人投資家は、特に株が下がったあとに、株が上がり始めたときに入ってくるという計量分析結果も出てきています。

3.3 投資家心理の分析

今日のテーマはマーケットに大きなショックがあったときの分析ですので、これ以降お話したいんですけども、この種の分析で、特に日本の市場の分析で最も学術分野で有名なのが、2013年にノーベル賞を受賞されたロバート・シラー先生らによるものです。日経平均の1989年末からのクラッシュとか、ブラックマンデーの分析結果の論文です。

シラー先生は、大阪大学にずっとお勤めだった筒井義郎先生と一緒に投資家調査をされていました。半年ごとに機関投資家の方にアンケート調査をされて、将来のマーケットの見通しとかを聞いていたんですけども、そのデータをもとに、じゃあ、なんで日本の日経平均はあの時暴落したんだと。日本の投資家は非常に楽観的で、まだバブルは続くと思って「4万円超え、いつ？」みたいなことを言っていたところで、アメリカの投資家はもうちょっと冷静な見方をしていたという、日米の投資家の見方の違いがあったということを指摘されています。

その後の大きなイベントとしては、東日本大震災があるんですけども、そのときは私もいくつか論文を執筆させていただきました。やはり東京証券取引所から提供されているデータで、東証に問い合わせとかもしながら論文を執筆させていただきました。

4. 東日本大震災前後の分析

最初にご紹介したいのが、今日もいらしていただいている、現在、アジア開発銀行の研究所長でいらっしゃる吉野先生（吉野直行氏）が編集され

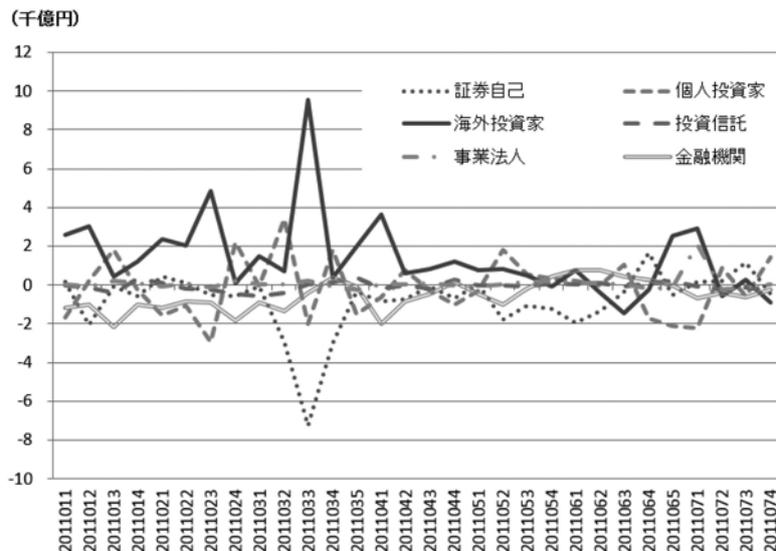
たときに『フィナンシャル・レビュー』という財務省の雑誌に掲載された論文です。財務省のホームページからダウンロードできます。東日本大震災の数カ月後、2011年の夏ぐらいに何とかまとめた論文です。

そのあとデータが蓄積されてから執筆させていただいたのが、アジア太平洋地域ではわりとトップにランキングされている『Pacific-Basin Finance Journal』という雑誌に掲載された論文です。John Nofsingerさんという、『行動ファイナンス入門』という本が世界中で出版されている先生とまとめたものです。

4.1 震災前後の市場の状況

まず株価の動きを確認したいんですけども、3月11日は14時46分に最初の本震が発生したので、あまり反映されていなかったんですけども、翌週にダンと1回落ちる。ただ、その週中には株価の水準ってある程度固まってしまって、だいたい1割減のままずっと推移していった。私は株式を取引するような心の余裕はまったくなかったんですけども、ただ、株式市場は落ち着いているなと思った印象があります。

その後、2011年の7月末とか8月に入ると、アメリカの財務制限条項の問題で、株価が下落してきます。財政問題で、なので震災相場だったのは、ほんとに本震発生から1週間もなかったんじゃないかと思います。そのような状況で、むしろ為替相場のほうが動いた感じもいたしました。で、円高に振れた。なぜだろうと、もちろんいろんな議論はあるんですけども、今でも本当のところはよく分からないんです。



図表4 東日本大震災前後の主要投資家の株式純購入額

亀坂 (2012) 「東日本大震災と日本の株式市場における投資家行動」
『フィナンシャル・レビュー』109号より

じゃあ、実際の取引状況を見てみましょうということで、株式の購入額を見てみると、圧倒的に取引しているのは海外の投資家ですね。震災が発生してすぐに取引しているのは海外の投資家。購入額も売却額もほとんど同じような推移を示していましたけれども、海外の投資家はとにかく比較的活発に売買していたことがデータからわかります。購入額マイナス売却額の差し引きだと圧倒的に、海外の投資家は震災直後に買っている。日本は買いたと。これに対して、証券自己売買が必死に売っている。私も、証券会社に入った元ゼミ生とかに後日インタビューしたけれども、本当に狼狽売りというか、とにかく売って、売って、売って、どうなるか分からないので必死に売っていたと言っていました。このため、海外の投資家は、ある意味では株価を支えてくれた面があるのかもしれない、株価を落ち着かせてくれた面があるのかもしれないということを、市場関係者から聞きました。

累計で見ても、海外の投資家は震災前からそもそも買っていたんですね。日本はそろそろ買いたと。震災があってよけい買って、そのあとも買っています。日本を評価している。原発の事故とか海外の人のほうが気にしていたということは言われていますけれども、それでも日本は買いたと思われていたというのが、データから明らかに出ています。で、売っていたのが証券自己売買と金融機関となります。

4.2 株式リターンと投資家行動

いろいろな投資家間あるいは株式リターンとの相関関係もチェックしました。主だったところでは、個人投資家は株が下がると買う——昔から言われている。平常時と同じですね——ということが観測されています。証券自己売買は株価が上がったときに買いやすい。震災前後もそうだった。海外の投資家も、どちらかというとも株が上がっているときに買っているというのが出ています。海外の投資家が売っているときには個人が買っている。個人が買っているときには海外の投資家が売っているという関係も出ています。

次に先ほど一度ご紹介した、過去の購入額が今の購入額に影響を与えていそうか、あるいは将来の購入額を予測できそうかということを統計的に見た結果をご紹介します。まず証券自己売買なんですけれども、これは週次データなので、先週買っていれば今週も買っている。もっと言うと、今週買っていれば来週も証券自己売買はたぶん買うというのが出ています。証券自己売買が買ったあとは、リターンはプラスになりやすい。これに

対して、個人投資家が株を買ったあと、翌週は株価が下がりやすいというのが出てしまっています。法人と投資信託と金融機関も、やはり1回買い始めると、翌週も買いやすい。かなり粘着性があるというのが出ています。

当時、東京電力の株価の影響を分析に入れられないかというコメントをいただきまして、株式リターンのところ、TOPIXとか日経平均ではなくて、東京電力の株価でも推定してみました。結果は、実は普通の株式リターン、日経平均とかTOPIXを入れた場合とあまり変わらなくて、証券自己売買、投資信託とか金融機関も、1回買い始めると翌週も買うよと。その結果だけ出ている。保たれるというような感じになりました。

ということで、東日本大震災前後の投資家行動は、本震発生後、本当に1週間程度でおおよそ落ち着いたといった印象でした。ただ、上場企業のデータですので、中小企業とか地元の地場産業とかの影響は拾っていないので、そういった限界ももちろんご承知おきいただきたいです。

その後、データを蓄積して英語でも論文を出版しましたが、結論はほとんど変わらないです。長期間にわたってデータを蓄積しなければできない検定をしていますが、基本的なメッセージは変わりませんでした。新しいことはというと、英文論文では阪神大震災とも比較をしました。ただ、阪神大震災のほうが東日本大震災よりも震災の規模は小さいというか、こういうことを申し上げると本当に被災者の方には失礼かもしれないんですけども、東日本大震災でさえ1週間でおおよそ落ち着いたので、阪神大震災のほうはもっと結果が曖昧です。

日本語では、その後日本金融学会から出版されている『金融経済研究』の特別号に、私がそれ以前に執筆した論文も含めてこういう分析が過去になされました。阪神大震災と比較するとこうなります、という形でまとめました。日本語の文献のほうがよいという方はこちらをご覧ください。と、要約した形でまとめてあります。

5. 機関投資家調査

こういった分析をしておりましたら、2014年のはじめに突然、2013年にノーベル賞を受賞したばかりのシラー先生が、日本の投資家調査を担当する相手方を探しているというご連絡をいただきました。先に申し上げたとおり、大阪大学の名誉教授でいらっしゃって、甲南大学の特任教授でいらっしゃる筒井先生が、シラー先生と一緒に日本の調査をされてきたんですけれども、筒井先生が大阪大学を退官されるからと、退官するにあ

たって、今後は調査を実施するのは難しいので、引き継いでもらえないかというお話を、シラー先生がノーベル賞を受賞されてから、まだ2～3カ月経ったかどうかという頃にいただきました。本当にびっくりしたんですけれども、結局のところ私が引き継ぐことになりまして、今は日本の投資家調査を私が日本で行っております。

5.1 調査の引継と月次化

以前は半年おきに実施していたんですが、シラー先生と2回にわたって打ち合わせをしたときに、月次化してもらえないと言われて、いやあ、これはほんとに大変だと思ったんですが、ノーベル賞受賞者のシラー先生からのご提案ということで、何とか頑張りました。今は、月次化して、なるべくいろんな市場のストレスとか新たに発生したイベントを拾う形で、調査をさせていただいています。ですので、残り時間でこちらの結果を紹介させていただきます。

背景はおおよそお話ししたんですけれども、筒井先生から引き継いで、なるべく結果はホームページなどでも公表しております。シラー先生がご所属のYaleでは、ファイナンスセンターを立ち上げて、かなり大々的に行っている調査です。

シラー先生は、3点のバブル崩壊予測本とかいうか、そろそろバブルが崩壊するんじゃないかというメッセージが含まれる本を執筆されまして、最初に出版されたのが『Irrational Exuberance』という本のFirst edition、2000年ですね。で、2番目に出版されたのが2005年、リーマン・ショック前です。3番目が2015年のはじめです。ちょうどシラー先生も3版目を出版されてから日本にいらっしゃって、日本でも記者会見とかされました。そろそろ株式市場、ちょっと気をつけないと、ほんとにバブルが崩壊するかもしれないということを3度書かれて、2度目まで当たってしまっています。3度目も書かれて、私も共同で調査をしている者として非常に複雑な心境でしたが、バブルがまたほんとに崩壊するかもしれない。人々の不安を煽ってしまうんじゃないかと思ったんですけれども、とにかく市場が不安定化しているので、調査は月次化してほしいということでした。

そのような状況で月次化させていただきました。結果に興味を持っていただけましたら、私も大学のホームページでも公表していますので、いつでもご覧になっていただけます。調査票発送から2カ月後には公表していますので、今は、1月のはじめに調査票を発送した結果が手元にありますし、ウェブでも公表しています。

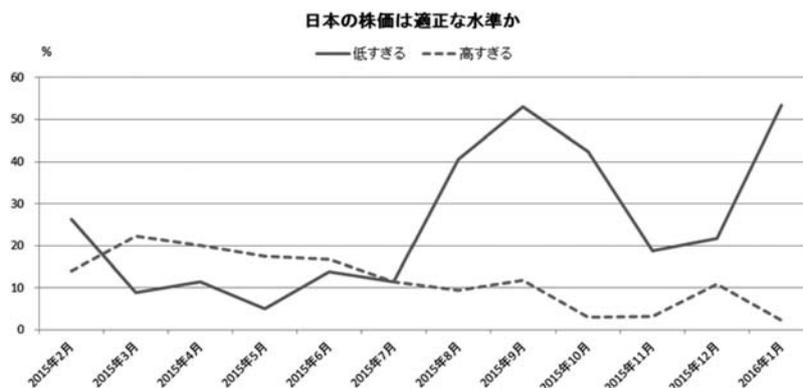
シラー先生からこの話をいただいてから、実は中国政府の方々にも興味を持っていただいたんですが、中国市場に関するコメントが、ここ1年ものすごく多かったです。中国政府の重要な国際会議とかでシラー先生との調査の結果を報告するのは、私は躊躇してしまうぐらいだったんですけれども、この調査結果を持って中国政府主催の会議でも中国市場の見通しも発表してきました。発表した時期は、中国のこの政府の会議から帰ってふとテレビをつけると、トップニュースが習近平氏の米国訪問、2番目のニュースがこちらの会議の状況で、非常に大きく報道されていて、とても緊張しました。

5.2 日本の継続質問項目の結果

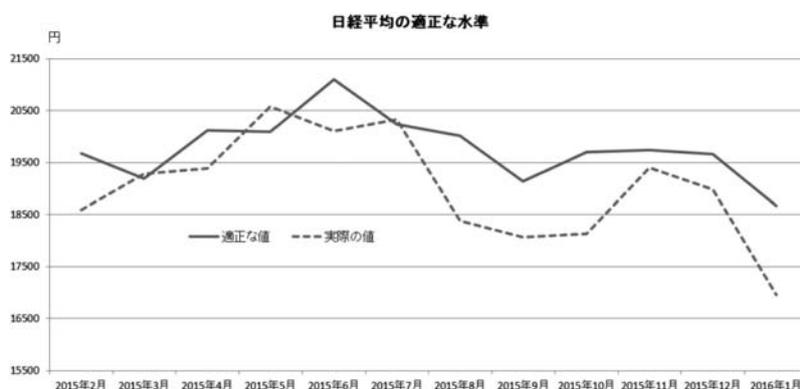
調査の概要ですが、基本的には80年代から主要な質問を変えないでマーケットの見通しとかを聞いています。臨時項目をいくつか、例えば中国の株価についてどう見えていますかとか、そういった時事問題も含めています。

まずクエスチョンの1番目なんですけれども、日本の株価は企業の実力、あるいはファンダメンタルズから見て高いか低いかですね。今ご覧になっていただいているのが直近の結果で、株が上がってくると「低すぎる」という人が減っているんですね。で、株が下落してくると、「低すぎるんじゃないか」という回答が増えてきます。ですので、例えば12月から1月にかけても、だいぶ「低すぎる」という回答が増えていきます。下がると、やっぱり「下がり過ぎじゃないか」という機関投資家からの回答が多くなるという傾向があります。その前も、8月の人民元の切り下げ以降、株価が下落していましたので、株価が急に下落すると、「ちょっと下げ過ぎじゃないか」という意見が多くなるというのが、だいたい最近の傾向です。もうちょっと前から見ていただくと、7月までは高すぎることも低すぎることもなく「適正水準」という回答が多かったです。ところが8月に急にその状況が一変します。人民元の切り下げ以降、急速に「低すぎる」とか「下落し過ぎ」という意見が増えました。11月頃には、「高くも低くもない」という意見が増えまして、1月になると「下げ過ぎ」と。それがだいたいのここ1年間の機関投資家の方々の意見です。

次に、「日経平均株価はどれぐらいが適正ですか」と聞いています。適正值がこのところ若干、実際の値を上回るように回答されています。これも1年間さかのぼると、2015年7月までは「だいたい適正」という人が多くて、適正值と実際の値が交互に入れ替わったりしていました。と



図表5



図表6

ころが8月以降は、「もうちょっと高くてもいいんじゃないか」という、現在の水準よりも少し高めに回答する人が急に増えました。

次、「過去6カ月間の日本の株価の趨勢的变化の要因は何だと思えますか」という問いで、11月頃は「ファンダメンタルズを反映している」という意見が6割でしたが、それ以降、下げると「ファンダメンタルズを反映していない」という回答が多くなっています。1年間ぐらい振り返ってみると、7月か8月、ちょうど夏ぐらいからちょっと様子が変わっているのが分かります。8月までは、この質問では「ファンダメンタルズをおおよそ反映しているんじゃないか」という意見が多かったんですけど、それ以降、急速にそうではないという意見が増えたり、減ったりという形で、変動が大きくなっています。

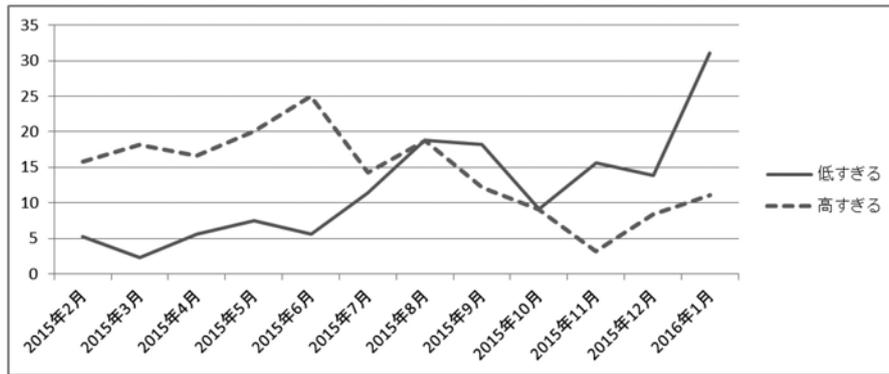
5.3 米国の継続質問項目の結果

次にアメリカのダウのほうですが、ちょうど私が投資家調査を引き継がせていただいたからは、株価が上がっていた。上がっていたものの、2015年6月ぐらいからいったん下げて、中国の株価も

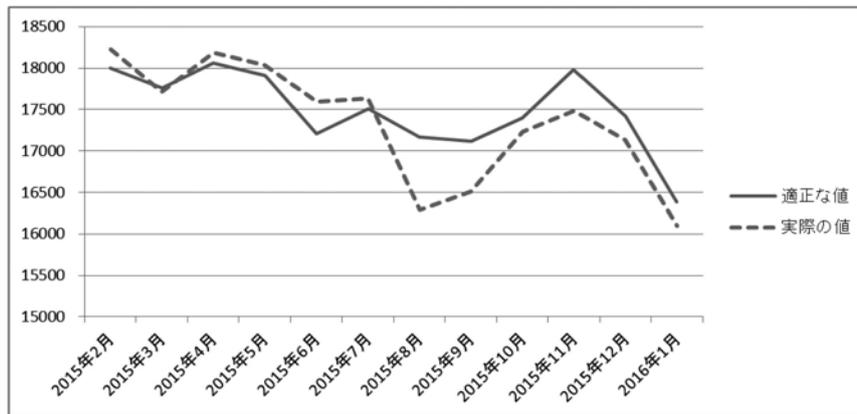
6月に下げ始めて、アメリカも下げた。ただ、そのあとまた、8月過ぎに上がって、また下がるようになったというのが、アメリカのだいたいの動きです。

アメリカの株価はファンダメンタルズと比べて高いか低いかというと、やはり1月になると「低すぎる」という回答が急に増えています。「下げ過ぎじゃないか」という回答がすごく増えています。で、直近1年間だと、ちょうど8月ぐらいまでは「高すぎる」という人が多かったんですけどね。アメリカの株価は、「そろそろ高いんじゃないの？」という意見が多かったんですけども、そのあとは「ちょっと下げ過ぎてないか」という意見が増えました。

ダウの適正水準ですけども、これも直近の状況を見ていただくと、「実際の値よりももうちょっと高くてもいいんじゃないか」という意見が多いです。最近1年間では、7月までは、「実際の値よりももうちょっと本当は低くていいんじゃないか」という意見が多かったんです。ところが8月以降は、「もうちょっと高くてもいいんじゃないか」という意見が急に増えました。



図表7 アメリカの株価は適当な水準か



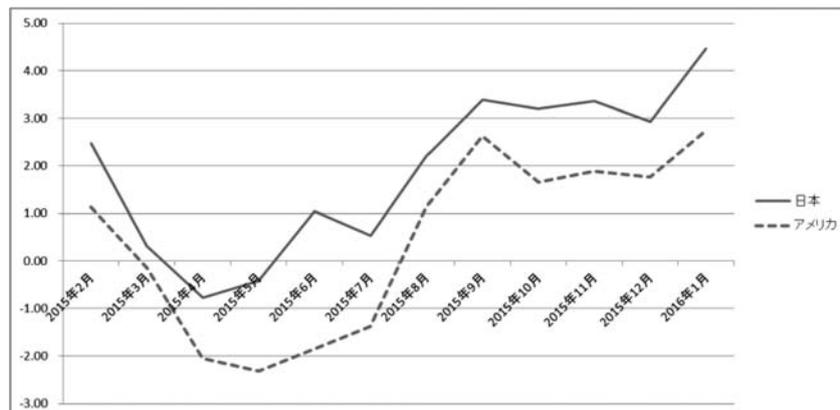
図表8 NYダウの適正な水準

将来の株価の変化の予想も聞いています。まず3カ月後の株価はどれくらい上がりそうか。直近ではプラスの数値の回答が多かったので、これは上がりそうということですね。ニューヨークダウが3カ月でだいたい2%前後上がると、それに対して日経平均はもうちょっと上がってもいいんじゃないか。特に1月になると、「3カ月以内にもうちょっと戻してもいいんじゃないか」という回答が多くなりました。直近1年間では、7月まではアメリカはマイナスでした。「3カ月以内に下げるんじゃないか」という意見が多かった。ところが、7月、8月頃を境に状況が変わったというのが、だいたいの趨勢です。「もうちょっと上

がっていいんじゃないか」という意見が日米両方についてその後増えた。特に日本についてそのような意見が増えた。1年後の株価予測に関しても、日経平均株価についても、アメリカのダウについても「上がってもいいんじゃないか」という状態が続いています。

5.4 他の結果の紹介

日本やアメリカの企業成長率の予測とかも、尋ねたりしています。大恐慌のような株価の暴落の発生確率も聞いています。2015年の9月とか1月は、日米ともに高い。だいぶ不安心理が高かったです。



図表9 3ヶ月後の予想

あと中国ですね。中国の株価に関しては、質問に入れてからずっと「高い」という回答が多いです。4割から5割の人は「高い」ですね。「高すぎる」という回答がだいたい5割前後です。じゃあ、いくらが適切かという、だいたい2,500ポイント前後じゃないかという回答が多くて、以前から日本の機関投資家の方は2,500ポイントぐらいが適正じゃないかと、ということは、上海総合指数は、今、3,000ポイントを下回ったりしていますので、そろそろ下がるとしても、そんなに大きく下げないんじゃないかと私は見ております。中国の株価の暴落の可能性の予測値も、1月も大きいのですが、中国リスクはそんなに今後恐れなくてもいいんじゃないかと、私は思います。

原油価格に関してコメントされる方も非常に多かったんですけども、私は2月末にアラブ首長国連邦に行ってきました。アラブの方々は「15年前ぐらいまでは何もない国だったから」とおっしゃるんですね。「原油価格が高騰してから、海外からも人が入ってきて、外国人が今80%で、もともと国内にいた人々は20%で、それでも皆いい生活をしている。今の原油価格の水準でも問題ないんじゃない？」とか言われました。たしかに20年以上前からの原油価格の推移を見ると、アラブの方々のおっしゃるとおり、元の価格水準に戻っただけなんですね。そのとき何もないのに慣れていただけから、私と同じぐらいの世代の人は、

「小さいとき何もなかったから大丈夫」とかおっしゃっていました。

アラブ首長国連邦内のラクダレース場とか見学に行ったら、カタルだとか中東のいろんな国のお金持ちの方々が、自分でラクダをリモコンで操るそうなんですけど、ラクダのレースとかしていました。ラクダを売りに来る人はアフリカの方々だったりして、働いているのはインドの方とかパキスタンの方とかで、宗教は全然違って、もともとの出身地も違うのに、こんなにのどかにラクダのレース場で働いたり、レースを楽しんでいるんだと思いました。ドバイとかでも貴金属が依然として売れていて、昔はこんな買えなかったという人が、「20年前だったらほんとに質素な生活をしていたのが、すごく豊かになっている」とのことでした。

日本についても、今後も本来持っている技術力などの強みが重要なのかなと思いました。アラブでも、日本車大好きっていう人がたくさんいました。「砂漠を走り回るんだったらトヨタの4WDとか最高ですよ」って言われて、「用途別に日本の高い技術を買いたい」とか言われました。今後はやはり日本企業の技術力とか、強みを磨くしか、皆に頑張って磨いていただくしかないのかなと、私は思いました。

以上です。長くなりました。失礼しました。