

基礎研 レター

アベノミクスによる株価上昇で株式市場への見方は変わったか？

金融研究部 主任研究員 北村 智紀
(03)3512-1859 kitamura@nli-research.co.jp

1—アベノミクス前後での投資家の変化

2012 年以降、アベノミクスにより刺激された日本の株式市場は大きく上昇した。日経平均株価は 2012 年 12 月末では約 10,400 円であったのに対し、2015 年 4 月には 20,000 円 を超え、約 2 倍となった。近年にはない大幅な値上がりだったと言えよう。

株式に投資する投資家は、株式市場のリターンの見込み（期待リターン）や、損失する可能性（リスク）、自分がどの程度リスクに耐えられるか（リスク許容度）を考えながら、投資すべきかどうか決める。他の運用対象と比較して有利だと思えば株式投資を増やす。あるいは、損失する可能性が高まり不利だと思えば、株式投資を減らすはずである。また、投資家がリスクに耐えられるようになれば（リスク許容度が高まれば）株価は上昇する。

投資家の期待リターン、リスク、リスク許容度は、経済情勢、その時々々の財政・金融政策、企業利益、金利水準等の外部環境の変化に応じて変わることが知られている。それでは、今回の大幅な株価上昇の前後で、投資家の株式市場に対するこれらの見込みは変化しただろうか。そこで独自のデータを利用して、アベノミクス前の 2012 年と株価上昇後の 2014 年で、株式市場に対する期待リターン、リスクの見込み、リスク許容度に違いがあるか比較してみた。

独自のデータはインターネットを利用したアンケート調査であり、2012 年 2 月、2014 年 2 月に実施したものである。期待リターンは、「非常に長期（今後 30 年程度）に見た場合、銀行預金と比較して株式投資はどの程度有利だと思うか」尋ねたものである。予想損失額(リスク)は、「100 万円で優良企業数十社に投資する株式投資を始めたとして、1 年後、株価が値上りや値下がりすることにより、投資金額はどの程度の範囲に納まるか」尋ね、損失する可能性がある金額をパーセント表示に直したものである。例えば 10%は、損失した場合に 1 年後に元本の 10%を失う可能性があるかと予測しているこ

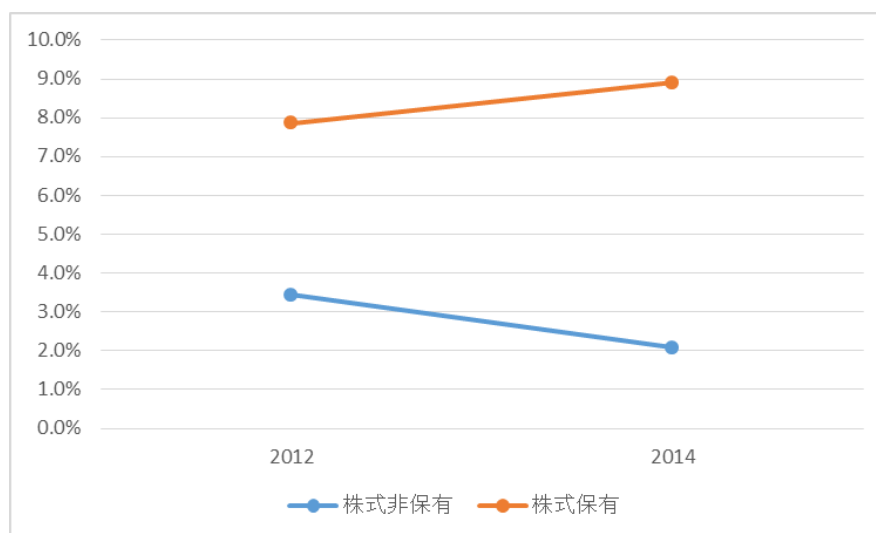
とになる。リスク許容度は、「確率1%で当たり、当たった場合には100万円もらえ、確率99%ではずれ、はずれた場合には何ももらえない(0円)宝くじ」の価格を尋ねたものである。期待値は1万円であり、この価格が高いほどリスクに耐えられる(リスク許容度が高い)とする研究がある。

一般的には株価が大きく上昇したとすると、本来であれば(もう十分値上がりしたのだから)期待リターンは低下することが予想される(逆に株価が下落すると期待リターンは上昇する)。あるいは、リスク許容度が大きくなっている(リスクに耐えられるようになる)可能性がある。また、株式市場のリスクに関しては、長い目でみれば大きく変化しないことが知られている。

2—分析結果

図表1は、期待リターンの年別、株式保有・非保有別の違いである。2012年では、株式を保有していない者(株式非保有者)の期待リターンは3.4%、既に株式投資を行っている者(株式保有者)の期待リターンは7.9%であった。株式を保有していない者は、期待リターンを低く見積もっており納得できる。株価が大幅上昇した後の2014年では、株式を保有していない者の期待リターンは2.1%に低下した。逆に、既に保有している者の期待リターンは、8.9%に上昇している。つまり、株式投資を行っていない者は、株価は十分に値上がりし今後の上昇余地は以前より低いと予想している。これに対して、株式投資を既に行っている者は、株価は以前よりもっと上昇すると予測している。

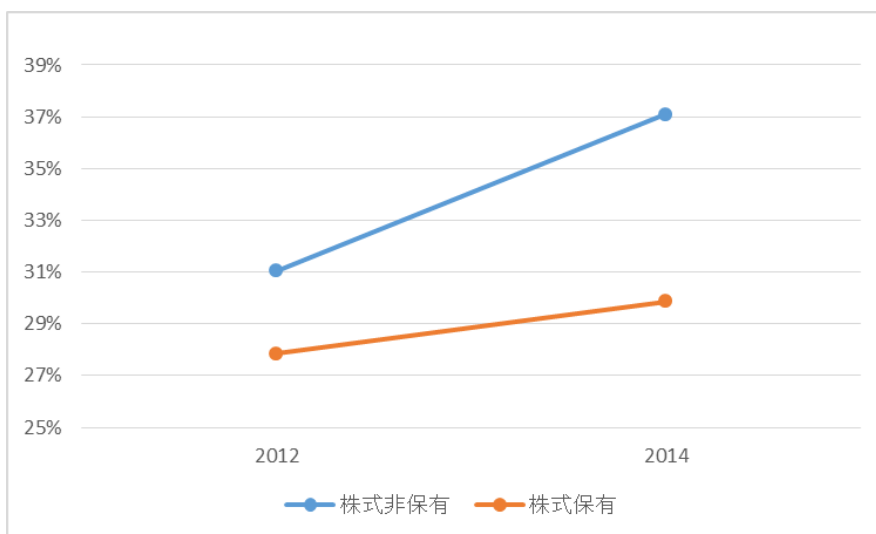
図表1：株式市場に対する期待リターンの違い



図表2は、1年間の株式投資で予想される損失額(リスク)の違いである。2012年では、株式非保有者は、仮に株式投資をして値下がりした場合、投資額のうち年間で31%の金額を失う可能性があるから見込んでいる。一方で、株式保有者は、28%の損失を見込んでいた。つまり、株式投資を行っている者の方が株式市場のリスクは低いと考えている。株価上昇後の2014年では、株式非保有者の予想損失額は37%に上昇した。一方、株式保有者の予想損失額は大きく変わらず、約30%であった。株式投

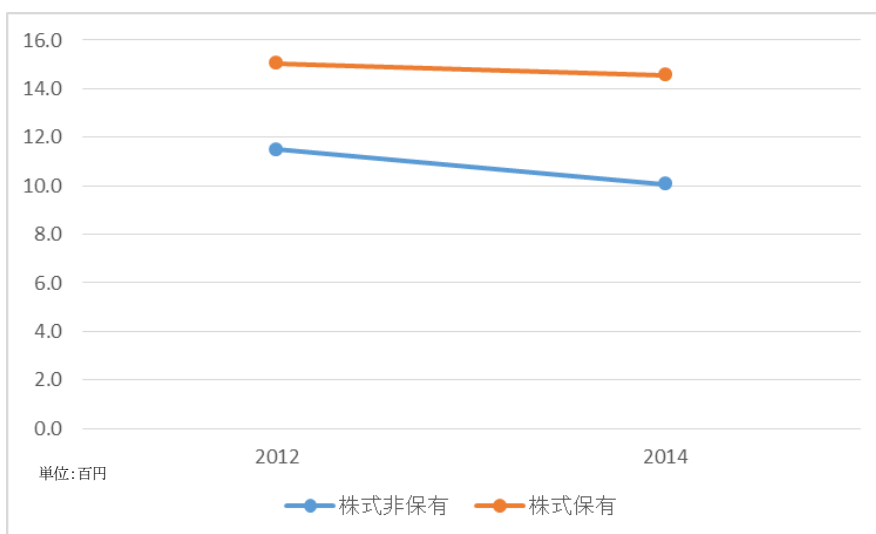
資を行っていない者は、今後、株価が下がる可能性が高まったと考えているのに対して、株式投資を既に行っている者は、株式投資のリスクは以前と違いはないと考えている。

図表 2 : 株式市場に対する予想損失額（リスク）の違い



図表 3 は、上述の宝くじの価格（リスク許容度）の違いである。2012 年では、株式非保有者の宝くじ平均価格は 1,150 円であったのに対して、株式保有者は 1,500 円であった。株式保有者のくじの価格が高く、リスク許容的（リスクに耐えられる）であった。株価上昇後の 2014 年では、株式非保有者の宝くじ価格は 1,010 円であり、統計学的な変化はなかった。同様に、株式保有者は 1,460 円であり、こちらも統計学的な変化はなかった。つまり、リスク許容度については株価上昇前後で変化がなかったと言える。

図表 3 : リスク許容度の違い



小括すると、株式非保有者では、株価上昇後に期待リターンは低下し、予想損失額は上昇した。株式市場に対して、より悲観的な予想をしていると言える。一方、株式保有者では、株価上昇後に期待リターンは上昇し、予想損失額は変化がなかった。株式市場に対して、より楽観的な予想をしていると言える。どちらもリスク許容度には変化がなかった。

図表4は、統計学的手法（回帰分析）を使って、より厳密に期待リターン、リスク、リスク許容度を分析したものである。列（1）の被説明変数は期待リターンである。分析結果の見方は以下のとおりである。2012年の株式非保有者の期待リターンは3.75%（定数）であり、株式保有者だと+4.23%上昇する。つまり、2012年の株式保有者の期待リターンは3.75%+4.23%=7.98%である。2014年だと、株式非保有者・保有者共通に-1.33%低下する。しかし、株式保有者かつ2014年（株式保有×2014年）だと+2.40%上昇する。結局、株式保有者の2014年の期待リターンは、これらの項を合計して、3.75%+4.23%-1.33%+2.40%=9.05%である。交差項が+2.40%で有意であることは、株式保有者は株価上昇後の2014年では、以前より株価が値上がりすると考えていることを意味している。

図表4：回帰分析結果

列	(1)		(2)		(3)	
	期待リターン		予想損失額		リスク許容度	
被説明変数	回帰係数	標準誤差	回帰係数	標準誤差	回帰係数	標準誤差
株式保有	4.23	(0.69) **	-3.07	(1.28) *	2.35	(1.22)
2014年	-1.33	(0.62) *	4.30	(1.33) **	-0.64	(0.93)
株式保有×2014年	2.40	(0.88) **	-3.68	(1.69) *	0.28	(1.53)
女性	-0.24	(0.44)	-1.02	(0.87)	-4.77	(0.72) **
年齢	-0.01	(0.02)	-0.25	(0.04) **	-0.01	(0.03)
家計年収	0.01	(0.06)	0.02	(0.11)	0.37	(0.10) **
金融資産額	0.01	(0.02)	-0.01	(0.03)	0.03	(0.03)
定数	3.75	(1.15) **	44.16	(2.53) **	11.75	(1.93) **
サンプル数	3,664		3,664		3,653	

(注) 括弧内は標準誤差。**は1%有意水準、*は同5%を表す。

図表4の列（2）の被説明変数は予想損失額：今後1年間の株式投資で損失する可能性がある金額（元本に対する比率）である。2012年の株式非保有者の予想損失額は44.16%（定数）、株式保有者だと-3.07%減少する。2014年では保有者・非保有者共通に+4.30%高まる。さらに、株式保有者で2014年では-3.68%減少する。つまり、既に株式を保有している人は、株式に対するリスクは以前より低下

すると考えていることを意味している。図表4の列(3)の被説明変数はリスク許容度(宝くじの価格)である。株式保有、株式保有×2014年の係数は有意ではなく、株式保有者と非保有者で差がないことを示唆している。何れの結果も、先にみたグラフの結果に基本的に沿うものだった。

3—結論

ここ数年の株価の上昇により、株式投資を行っていない人は、期待リターンが低下し、リスクが上昇して、将来の株式市場に対する警戒感が増していた。一方、既に株式投資を行っている人にとっては、逆に期待リターンが上昇し、より楽観的な考えを持つようになった。株式市場に悲観的で株式を保有していない者は、より悲観的に、株式市場に楽観的で株式を保有している者は、より楽観的になるという両者の考え方が拡大した結果であった。

人々の株式市場に対する見込みは、大幅な株価上昇前後で変化していた。これが株式市場を動かす原因なのか、あるいは大きく動いたことによる結果なのか。どちらの見方が正しいか、それは残念ながら将来になってみないとわからない。両者とも上昇を見込んでいないだけ健全といえるのかもしれない。このように、投資家が予想する期待リターンやリスクは短期的には変化する。一方、老後の準備のための貯蓄・投資は投資期間が長い。長期的にはこれらの期待リターンやリスクは本来の水準に戻ることも知られている。短期的な予測のみに基づいての投資決定は避けたほうが良いだろう。