



I-OWA マンスリー・セミナー講演より

CFA 協会年次総会報告～シラー・シーゲル・ディベート～

講演：岡本 和久

レポーター：赤堀 薫里

今年5月にフィラデルフィアで開催されたCFA協会の総会では、ノーベル経済学賞を受賞した行動経済学のリチャード・セイラーをはじめ大変素晴らしい方達が登壇しました。その中で、ロバート・シラーとジェレミー・シーゲルが「今後の株式市場について」討論した内容が大変興味深かったのでお伝えします。

「アメリカ株の今後はどうなりますか？」という質問の答えは誰に聞くかによって異なります。かなり値上がりしたので、そろそろ調整局面という意見も根強くある。

シーゲルは「そんなことはない。投資家は長期的に株式を保有する。これからも5%程度のインフレ率を超えた実質リターンを期待できます。」と言いました。



一方シラーは、「実質リターンは今後もっと低くなるでしょう。いいとこ実質1%程度位」と言っています。両方とも下がるとは言いませんが、1%対5%分の実質リターンだと言っているわけです。この二人はMITの同期生。50年来の友達であり仲は良いのですが、株式市場の分析は大きく異なります。

この議論のカギは、シラーが開発したCAPE指数にあります。CAPEとは、Cyclically Adjusted PE（景気循環調整株価収益率）です。株価収益率は株価を分子において分母に利益をおいています。この二人の違いは利益の考え方です。シラーは基本的にS&P500の利益を使っていますし、シーゲルは、幅広い利益指数であるNIPA(National Income and Product Accounts)、国民所得統計の数字を使って計算しています。



長期投資仲間通信「インベストライフ」

ロバート・シラーは、2013年にノーベル経済学賞を受賞。現在エール大学で教鞭をとっています。1998～1999年にかけてアメリカではIT関連企業を中心に、特に創業間もない企業の株価が上昇。いわゆるITバブルが起きました。NY証券市場のダウ工業株も1999年から2000年にかけて物凄い勢いで上昇。ナスダックも急激な上昇を示しました。2000年春に「投機バブル 根拠なき熱狂」を発売。この本が出た直後にナスダック市場が暴落。2000年の秋にはインテルの株価が大暴落したことをきっかけに他のハイテク株も下落して、2001年、年明け早々からバブル崩壊が本格的に始まりました。非常に説得力のある論理展開でアメリカの株価は投機的なバブルであると談じ、予めバブルを警告していたシラーにも注目が集まりました。

シラーのCAPEレシオでは、株価収益率を求める際の分子に、10年間の平均的なインフレ調整済みの利益を使います。つまり、株価指数を、インフレを除いた過去10年間平均実質ベースの利益で割るとCAPE指数になります。10年間の平均を取った理由は、正常化された利益水準はどれくらいか判断してみていくことが目的です。

ポイントはS&P利益がいいのか、NIPA利益がいいのかということです。シーゲルはS&P利益を使う問題として、会計原則が変わっているという点を指摘しています。S&P利益にはそれが反映されているので過去と現在のPERは単純には比較できない。例えば、現在は、時価会計が普及しているが、昔はそうではなかった。資産償却の進展もある、つまり、S&Pの利益の質が相当変化してきている点が問題であるとしているのです。

一方、シラーはシーゲルがNIPAを使っていることについて、会計基準の変更の影響を受けないことについては認めています。しかし、国民所得統計には海外の利益が含まれてこない点、不良債権の損失が含まれないこと等いくつか欠点を挙げています。

シーゲルについては「株式投資」、および「株式投資の未来」という本が非常に有名です。どちらもお勧めですが、特に後者はぜひ一読されたいと思います。

シーゲルの主張は、「株式投資はあらゆる金融資産の中で間違いなくリターンが高く、インフレを考慮した場合、債券のリターンをはるかに上回る。そして、株式利回りは短期より長期の方がはるかに安定している。投資家の保有期間が長くなるほど、総資産のほとんどを株式に割り当てるべきだ。株式ポートフォリオの大部分は国際的に分散した低コストの株式指数のファンド(インデックスファンド)に投資すべき。個別銘柄の株価の動きを予測することは難しい」と述べています。

この後講演では、「株式投資の未来」に記載されているポイントについて解説、また後半では、ロバート・シラーさんとジェレミー・シーゲルさんに聞く一問一答を映像と共にわかりやすく解説いただきました。