

《博士論文要旨および審査報告》

学位請求論文

山口勝業 『日本経済のリスク・プレミアム  
—「見えざるリターン」を長期データから読み解く—』

(東洋経済新報社, 2007年3月刊)

I 論文要旨

山口勝業

【目的】

株式、債券、為替レートなど金融資産の投資収益率がどのように経済ファンダメンタルズと関連づけられるのかという問題を、金融経済学の理論的な枠組みに依拠しつつ、主として日本経済の過去50年間にわたる長期データにもとづくリスク・プレミアムの推計をつうじて考察すること。

【主要な論点】

1. 長期的、平均的には資本市場からの投資収益率は経済ファンダメンタルズ（基礎的条件）を反映して決まるということが、株式・債券・為替レートの収益率について企業収益やインフレ率などのファンダメンタルズ・データを用いた実証分析で明らかにされた。
2. 一方、バブルや大暴落など短期的には資本市場の価格形成は時としてファンダメンタルズから大きくかけ離れて歪むことがある。その原因は、市場や制度の欠陥というよりは、投資家の市場心理の揺らぎが生むリスク・プレミアムの変動にある。
3. ファンダメンタルズから乖離したリターンは短期的な価格変動リスクを生むが、その長期的な平均値はゼロになる。株式・債券・為替レートの価格変動リスクのほとんどは、このファンダメンタルズとは関係のないリターンに起因している。

【主要な学術的貢献】

1. 長期データにもとづくリスク・プレミアムの計測は欧米では多くの研究事例があるが、わが国では戦後50年間で鳥瞰するデータを用いた包括的な研究は本論文が最初である。本論文の実証分析ではわが国のケースと欧米のケースを同一の理論的フレームワークで対比している。(第4章～第10章)
2. 投資収益率データをファンダメンタルズ・データと対比し、ファンダメンタルズで説明される理論モデルのリターンとそれ以外のリターンを分離している。また業種別のファンダメンタル・リターンの変動特性が、株式の投資収益率の変動特性およびバリュース株指数・グロース株指数の変動特性と関連があることを検証している。(第5章～第7章)
3. 株式リスク・プレミアムをデマンド・サイドとサプライ・サイドという二つの側面から推計したうえで、リスク・プレミアムの需給ギャップがもたらす時系列的なりターン変動が循環的パターンを描くことを実証的に示している。(第4章～第6章)
4. バリュース株指数とグロース株指数および小型株指数のリターンについては、それらを構成している業種のリターン特性を考慮したうえで、業種要因以外の純粋なバリュース・プレミアムおよびサイズ・プレミアムを抽出することを試みている。(第7章～第8章)
5. 技術的な分析手法としては、株式リスク・プレミアムのダウンスайд・リスクからの推計手法(第4章)や、債券期間プレミアムの推計にエコノミ

ストのコンセンサス予想から導出した時系列モデルを用いる（第9章）など独自の分析モデルを提示している。

6. 購買力平価とフィッシャー効果が国際間で成立している場合には為替リターンにはリスク・プレミアムがないという理論仮説を、変動相場制に移行した1973年以降の主要国通貨について実証してい

る。（第10章）

7. ファンダメンタルズでは説明が困難なリターン特性について、その発生過程を行動ファイナンスの先行研究をもとに、投資家の集合行動のメカニズムを社会心理学の見地から整理したことで、金融経済学に新たな分析視角をもたらしている。（第11章）

## 【全体の構成】

序論：第1章～第3章

問題提起（第1章）

事例研究（第2章）

論点整理（第3章）

本論：第4章～第10章 長期データにもとづく実証分析

株式リスク・プレミアム

デマンド・サイドからの分析（第4章）  
サプライ・サイドからの分析（第5章）  
需給ギャップと時系列変動（第6章）

業種要因と純プレミアム

バリュー・プレミアム（第7章）  
サイズ・プレミアム（第8章）

長期金利の期間プレミアム

期待インフレ率からの推計モデル（第9章）

為替レート

通貨リスク・プレミアムがないことを検証（第10章）

まとめ：第11章

社会心理学的な行動ファイナンスによるリスク・プレミアム変動の解釈

## 【本論文の要旨】

### 第1章 日本経済の変曲点

わが国ではバブル崩壊後のデフレ経済での金利低下と株価低迷のなかで歴史上稀に見る現象や政策がみられた。例えば、インフレ・ターゲティング論、瞬間

的にはゼロ%以下になった短期金利、0.5%を割り込んだ史上最低の長期国債利回り、日本経済の弱体化にも関わらず上昇した通貨価値（円高）、中央銀行（日銀）が民間銀行から株式を買取するという政策などである。このような混迷した経済のなかで、株式・債券・通貨など金融資産の資産価格は、経済ファンダメンタ

ルズとはなんら関係なく無秩序に変動しているように見えるが、はたしてそうであろうか。

本論文の目的は、長期にわたる株式や債券などの投資収益率データをもとに、その価格決定に重要な役割をはたしている「見えざる金利」であるリスク・プレミアムを読み解くことによって、金融市場に映し出された日本経済の姿を分析していくことにある。

## 第2章 バブルとパニックはなぜ繰り返されるのか？

過去20年あまりの間に起きたバブルやパニックなど金融市場を震撼させた5つの事例を振り返り、それらに共通するパターンを描写するとともに、その背後に市場心理の動きとリスク・プレミアムの変動があることを示唆する。

金融工学的手法がなぜ破綻するのかについて、その内在的要因として、①前提条件の破綻による流動性枯渇、②裁定取引に内在する矛盾、③規模の巨大化がもたらす価格形成への影響、(経済理論の想定外の) 外生的要因として④運用者の自信過剰、⑤ハーディング(同調行動)、⑥代表性ヒューリスティクスなどを指摘する。

続いてリスク・プレミアムをめぐる最近の論争を紹介し、リスク・プレミアムの予測を行う上での経済学者の理論的アプローチとエコノミストの現実的アプローチの違いを指摘する。

## 第3章 理論と現実——どちらが間違いか？

まずリスク・プレミアムとはなにかを、株式と債券について概念的な解説をしたうえで、日米の長期データ(1952年～2004年)を用いてヒストリカル・リスク・プレミアムを計測して比較する。そのうえで、メーラ&プレスコット(1985)が提起した「リスク・プレミアム・パズル」の議論——実際に計測されたリスク・プレミアムが理論上の予測値よりもはるかに高いのはなぜか——を紹介する。理論と現実のこのギャップを説明しようとする既存の研究として、①現実がおかしい(サバイバル・バイアスがあるため)とする説、②理論がおかしい(実際に人々は合理的経済人ではなく、近視眼的損失回避志向があるため)という説

があることを紹介する。

## 第4章 投資家はどれだけの報酬を要求しているか？

リスク・プレミアムとはリスクのある投資対象に対して投資家が要求する追加的な上乗せ金利であるので、その要求に着目してデマンド・サイドから考察することは困難である。

ここでは、あるリスク許容度をもつ投資家がある期間、株式に投資した場合、期末における資産価値が当初設定した下限を下回るダウンサイド・リスクからリスク・プレミアムを算定するダウンサイド確率モデルを提示する。このモデルを展開することにより、投資家が要求しているリスクへの報酬(値段)が、リスクの単価とリスクの量(標準偏差)の積として表現されることを示す。

そのうえで、わが国の過去50年間にわたるデータをもとに株式リスク・プレミアムが低下してきた事実は、リスクの量が減少したからではなく、リスクの単価が低下したためであることを示す。リスクの単価が低下した要因として、①株式保有の法人化現象、それに伴う②保有期間の長期化、③投資収益追求以外の動機、④機関投資家の政策アセット・ミックスが持つ自動安定化装置としての機能、などの可能性を指摘している。

## 第5章 企業の実力と株価は関係があるのか？

株式の投資収益率は企業がその収益を投資家に還元しているものであるというサプライ・サイドの考え方(T-モデル)にもとづき、株式のリターンを①株主資本の成長、②イールド(配当)および③評価変動リターンの三つの要素に分解できる。ここでは、法人企業統計による集計された会計データから計測したファンダメンタル・リターンと、株式市場で計測されたリターンとを対比して、株式のトータル・リターンを上記の3要素に分解していく。その結果、長期的には市場リターンのほとんどは上記①と②の合計であるファンダメンタル・リターンによって規定され、③の評価変動リターンの長期的な平均値(期待値)はほぼゼロであることを検証する。

さらにリスク・プレミアムが1970年代以降今日まで

ほとんどゼロに近かったという事実を指摘したうえで、その原因を探るため ROE（株主資本利益率）をデュボン分解法にしたがって、①売上高税引前利益率、②総資産回転率、③財務レバレッジ、④法人税負担に分解して、それらの時系列的な変化を検討する。その結果、ROE の低下はこれらの複合要因でもたらされたが、なかでも1974年の法人税率引き上げが構造的にその後の ROE 低下（リスク・プレミアム低下）の重要な要因であったことを指摘している。

## 第6章 市場は均衡しているか？

第4章でのデマンド・サイド、第5章でのサプライ・サイドの分析結果を踏まえて、投資家の要求するリスク・プレミアムが企業から供給されるリスク・プレミアムよりも高い（または低い）場合に、その需給ギャップはその後の株価変動でどのように調整されるのかを時系列データで検証している。この結果、1980年代までと90年代以降では、明らかに構造的な断絶があるものの、リスク・プレミアムが 供給>需要 の状態であるときはその後数年間のリターンは高く、逆に 供給<需要 の状態のときはその後リターンが低くなるという循環的傾向が観察された。

またT-モデルを展開することによって、期待リターンとその構成要素である ROE、内部成長率との大小関係を考察し、リスク・プレミアムの値がとりうる範囲を不等式で特定している。さらに株価が均衡している状態を仮定したとき、T-モデルから導出される期待リターンとインプライド・リスク・プレミアムを、実際の数値例を用いて例示している。

最後に、銘柄間でのクロス・セクションの期待リターンがどのような構造を持っているかを、（所与の ROE 水準のもとで）配当性向と株価純資産倍率との2変数から理論的に特定し、これがミラー＝モディリアニの「配当無差別命題」とも整合的であることを示した。

## 第7章 負けるが勝ち!? なぜ業績の悪い会社の株価が上がるのか？

株式のアクティブ運用には大別してグロース（成

長）株志向とバリュウ（割安）株志向の二つのスタイルがある。これらのスタイルは、その保有銘柄における企業の収益性とバリュエーション（株価純資産倍率）とに関連づけられるが、業種別にみてもグロースとバリュウはこうしたファンダメンタル特性との密接な関連があるであろう。

第5章で用いた法人企業統計から導出されたファンダメンタル・リターンの変動特性を業種別に見ると、それらの業種の市場リターンおよびグロース指数・バリュウ指数と関連していることがわかる。ここではシャープのスタイル分析という計量的手法を援用し、グロース指数およびバリュウ指数の月次リターンを被説明変数、業種別指数の月次リターンを説明変数として1980年以降の期間について日米を対比して分析している。その結果、スタイル指数のリターンのほとんどは日米とも業種別リターンで説明され、業種要因を控除したスタイル固有のリターンを分離することができ、わが国ではスタイル固有のリターンではバリュウがグロースをほぼ一貫して凌駕しつづけてきた事実が明らかにされる。

バリュウ指数を構成する銘柄は、概して業績が低迷していたり、財務内容が弱体であったりという理由で投資家には敬遠されがちであるが、それが投資家に人気があるグロース銘柄よりも高いリターンを示すという皮肉な結果はなぜだろうか。先行研究ではこの原因の一つとして投資家の過剰反応仮説が提示されているが、本論文では「投資家の後悔最小化仮説」を提示している。

## 第8章 小型株への投資リスクは報われるのか？

小型株のリスクは大型株よりも高いため、そのリスクに見合った追加的なリターンが要求されるはずであるし、実証的にも米国では過去長期間で小型株のリターンが高いという結果が報告され、サイズ・プレミアムと呼ばれていた。

本章では第7章と同様の分析手法にもとづき、小型株指数の月次リターンを被説明変数、業種別指数の月次リターンを説明変数として、サイズ・プレミアムを業種との関連性において捉え、かつ日米を同様の分析

で比較対照することによって、その違いを明らかにしている。わが国では小型株指数を構成する業種は、機械・小売・建設など特定の数業種に偏在しているため、これらが特定業種の投資パフォーマンスが小型株指数のリターンに大きく影響を与えていること、業種要因を控除した純粋なサイズ・プレミアムは比較的小さいものであったことが検証された。

また、わが国では小型株と大型株のリターン格差が大きかった時期は、過去30年間においては①バブル期（1987-89年）、②パニック期（1997-99年）、③リバウンド期（2000-03年）の三つの時期に集中しており、それぞれの時期で特定の数業種が寄与していたことを指摘している。なおサイズ・プレミアムは季節的な変動を示すこと（カレンダー・アノマリー）が米国での研究で報告されているが、わが国でも同様の傾向が再確認された。

## 第9章 日本国債の利回りは低すぎるか？

リスク・プレミアムのベースとなるべき安全資産利子率としての長期国債金利をとりあげ、わが国の長期金利が低すぎるのかどうかを国際比較しながら考察している。2003年時点では、わが国の国債は先進国中で最低の格付けであったが、その利回りは世界最低水準であった。信用力の低い借り手が低い金利で資金調達できるというのは常識に反するが、これはわが国がデフレであったことによって正当化されるのだろうか。

本章では長期債利回りを①期待インフレ率、②実質金利、③期間プレミアムの三つの要素に分解し、マクロ経済のファンダメンタルズで決まる部分（①と②）が、投機的市場での金利スプレッドである③をどのように決定づけるかをモデル化することを試みている。期待インフレ率はふつつ直接的には観察できないが、米国のフィラデルフィア連銀が過去50年にわたる継続的履歴をもつ「リビングストン調査」でのエコノミストのコンセンサス予想を分析すると、彼らの予想には一定のバイアスがあり、これを考慮した推計モデルにより期待インフレ率を過去のインフレ率の時系列データから推計している。

このモデルを援用して米国・日本・英国・ドイツ・

イタリアの先進5カ国について同じフレームワークで分析した結果、長期金利の水準は多国間比較では日本だけが理論値に比べて低すぎるわけではないが、日本に限ってみると期待インフレ率や実質金利というファンダメンタル変数から推計される理論値に比べて実勢の長期金利は過去5年（1999-2003年）の間、継続的に低すぎる水準にあったことがわかる。

## 第10章 円ドル相場はいくらが適正か？

本章では為替レートがなぜ、どのような要因で決まるのかを実証データで分析したうえで、自国通貨で運用した場合と外国へ投資した場合では、はたして為替リスクにみあったリターンが得られるのかどうかを検証している。

為替レートがいかに決定されるかに関しては国際収支説、購買力平価説、為替心理説が古典的理論であるが、これらはいずれも固定相場制の時代に唱えられたものである。本章ではこれら古典的理論をヒントにして、変動相場制に移行した1973年以降、とりわけブラザ合意を転機とする1985年以降について、米ドルを基軸として日本円、独マルク、仏フラン、英ポンドを比較分析している。その結果、1985年以降、米ドルに対して欧州通貨が概ね相対的購買力平価にそって時系列的変動をたどったのと対照的に、わが国の円だけが購買力平価と乖離して無秩序に通貨価値を上昇させてきたことを明らかにしている。さらに、2003年から04年にかけてわが国が35兆円にのぼる集中豪雨のドル買い介入を行った事実の背景として、イラク戦争に伴う米国の財政悪化懸念を為替介入によって買い支えていたのではないかという仮説を提示した。

現在、最も人気がある投資信託が外債ファンドであるように、低金利のわが国からは投資マネーは海外の高金利を求めて流出しているが、為替リスクをとった運用はそれにみあったリスク・プレミアムを得られるのであろうか。理論上はフィッシャー効果が国際間で成立し、かつ相対的購買力平価が成立していれば、為替リターンからリスク・プレミアムは得られない。本章では過去30年余りの実証データによってこれを検証した。

## 第11章 金融市場の社会心理学

これまでの議論を踏まえると、金融市場でのリターンの源泉は、長期的には経済ファンダメンタルズにあることがわかった。その一方、投資家が抱く期待が価格形成とその変動に大きな影響を及ぼすことも明らかとなった。期待リターンはその一部にリスク・プレミアムを含み、そのリスク・プレミアムが揺れ動くことで市場価格の変動、すなわちリスクを発生させている。

リスク・プレミアムの変動を生む一つの要因は、投資家心理の振れにある。これを行動ファイナンスの観点から研究するための考え方を、本章では社会心理学

の概念枠組みを援用しながら整理する。まずハーディング（集合行動）に関する行動ファイナンスでの議論を整理したうえで、社会心理学における流言研究やニュース・メディアの研究にもとづき、金融市場における集合的信念がどのようなプロセスをつうじて形成されるかを情報カスケードや準拠集団、予言の自己成就などの概念を援用して記述している。投資家心理が市場を動かすというよりは、むしろ投資家心理は市場によって動かされているという研究を紹介し、将来の不確かさを生んでいる要因の一つが市場参加者そのものの心理が揺れ動くことにある、と指摘している。

## Ⅱ 審査報告

審査委員（主査）田中隆之  
（副査）宮本光晴  
（副査）大倉正典

### 1 はじめに

#### 学位請求の経緯

山口勝業氏は、一橋大学社会学部を卒業後、日本長期信用銀行に入行し、現在、米金融コンサルタント会社の日本法人であるイボットソン・アソシエイツ・ジャパン代表取締役を務めている。また、日本ファイナンス学会理事、日本証券アナリスト協会試験委員などの要職を兼務し、金融実務とファイナンス理論の分野で活躍する金融専門家である。この間、イエール大学経営大学院で修士号（Master of Public and Private Management）を取得する一方、東北大学経済学部の非常勤講師を勤め、2003年4月からは専修大学大学院経済学研究科の客員教授・兼任講師として「アセットマネジメント論Ⅰ・Ⅱ」の講義を担当している。

『日本経済のリスク・プレミアム——「見えざるリターン」を長期データから読み解く』（以下主論文とする）は、山口氏がこれまでの研究成果の集大成として、2007年3月に東洋経済新報社から出版したものであり、今般これを以って本学経済学研究科に学位授与を申請した。金融経済学の理論的な枠組みに依拠しつつ、日本経済の過去50年間にわたる長期データにもとづくリスク・プレミアムの推計をつうじて、金融資産の投資収益率がどのように経済ファンダメンタルズと関連づけられるかを解明しようと意図したものである。金融資産分析にのみ終始するものではなく、戦後日本経済のファンダメンタルズの分析に関わるものであることに注目して学位請求を受理し、審査した。

#### 主論文目次

主論文の構成は以下である。

第1章 日本経済の変曲点

第2章 バブルとパニックはなぜ繰り返されるの

か？

第3章 理論と現実——どちらが間違いか？

第4章 投資家はどれだけの報酬を要求しているか？

第5章 企業の実力と株価は関係があるのか？

第6章 市場は均衡しているか？

第7章 負けるが勝ち!? なぜ業績の悪い会社の株価が上がるのか？

第8章 小型株への投資リスクは報われるのか？

第9章 日本国債の利回りは低すぎるのか？

第10章 円ドル相場はいくらが適正か？

第11章 金融市場の社会心理学

#### 副論文

なお、学位請求にあたり、8本の副論文が添付されている。いずれも主論文の各章執筆のもとになったもので、一般の読者層も意識して書かれた主論文では省略された推計結果などを含んでいる。副論文のタイトルは以下である。

① “Estimating the Equity Risk Premium from Downside Probability—Visualizing the invisible history of expected return for stocks”, *The Journal of Portfolio Management*, Summer 1994

② 「日本の株式リスク・プレミアム—サプライ・サイドからの50年間の検証」日本ファイナンス学会第11回大会2003年6月（共著：金崎芳輔・真壁昭夫・小松原宰明）

③ 「わが国産業の期待リターンのサプライサイド推計—法人企業統計に基づく業種別集計データの長期時系列分析」『証券アナリストジャーナル』2005年9月号

④ 「スタイル・インデックスのスタイル分析—業種要因とスタイル固有要因の日米比較」日本ファイナンス学会11回大会、2003年6月（共著：小松原宰明）

⑤ 「サイズ・プレミアムは存在するか？—小型株指数パフォーマンスの業種要因の日米比較分析」日本ファイナンス学会第13回大会、2005年6月

⑥ 「エコノミストのインフレ予測に見られるバイア

ス」— Livingston Survey データの行動ファイナンスからの考察, 行動ファイナンス・ワークショップ, 第1回, 2004年6月

- ⑦ 「長期金利の内部構造—日本および先進国市場での長期実証分析」日本ファイナンス学会 第12回大会, 2004年6月
- ⑧ 「行動ファイナンスの社会心理学的基礎」『証券アナリストジャーナル』, 2003年2月号

## 主論文と副論文の関係

各副論文と主論文各章との対応関係は、以下である。

- ①第4章, ②第5章, ③第5～7章, ④第7章, ⑤第8章, ⑥⑦第9章, ⑧第11章。なお, ③は、『証券アナリストジャーナル』2005年9月号に掲載されたものであり, 第17回証券アナリストジャーナル賞を受賞している。審査は, 主論文を中心に行ったが, 主論文各章の論旨や実証を補足するために必要な部分につき, 副論文を適宜併読しながら行った。

以下に, 学位請求論文の要約と, 審査委員(主査・副査)による評価を記し, 審査結果を述べることにしたい。

## 2 主論文の構成と内容

### 問題意識と研究目的

主論文は, 株式, 債券, 為替レートなど金融資産の投資収益率がどのように経済ファンダメンタルズと関連づけられるのかという問題意識に立つ。その上で, 金融経済学の理論的な枠組みに依拠しつつ, 主として日本経済の過去50年間にわたる長期データによるリスク・プレミアムの推計を通して, この関連を考察することが目的とされている。このように, 考察の対象が広く取られており, 数多くの個別論点を内包するものとなっている。

### 構成

主論文は, (Ⅰ)序論に当たる第1章～第3章, (Ⅱ)株価のリスク・プレミアムをデマンドサイド, サプライサイドの両面から分析対象とした第4章～第6章,

(Ⅲ)スタイル指数や小型株指数のリターン特性をそれらの業種構成から分析した第7章, 第8章, (Ⅳ)株式を離れ長期金利の期間プレミアム, 為替のリスクとプレミアムについてそれぞれ分析した第9章, 第10章, (Ⅴ)全篇の締めくくりの位置を占め, リスク・プレミアムに関する行動ファイナンスからの視点を整理した第11章の, 概ね5つのパートに分かれる。

### 要約とコメント

以下各章ごとに, 若干のコメントを加えながら, 要約を行う。

第1章「日本経済の変曲点」では, 問題提起と, 研究目的の提示が行われる。問題提起は, 株式・債券・通貨など金融資産の資産価格は, 経済ファンダメンタルズとはなんら関係なく無秩序に変動しているように見えるが, はたしてそうか, という形で行われる。研究目的は, 長期にわたる株式や債券などの投資収益率データをもとに, その価格決定に重要な役割をはたしている「見えざる金利」であるリスク・プレミアムを読み解くことによって, 金融市場に映し出された日本経済の姿を分析していくことにある, とされる。

全篇の導入部分として, わが国がバブル崩壊後の経済で経験した異例の現象, たとえばインフレ・ターゲット論の登場, マイナス金利, 史上最低の長期金利などを引き合いに出しながら, この間の金融資産価格の動き, 実体経済の動きの両面が, データをもって語られている。金融資産分析を, ファンダメンタルズとの関係で行うという, 山口氏の分析スタイルを明示するものといえる。

第2章「バブルとパニックはなぜ繰り返されるのか?」では, 読者の関心を引き付けるため, 過去20年間に先進国で起きたバブルやパニックの事例, 金融工学的手法の発達が市場を混乱させる諸側面, アメリカのITバブル時におけるリスク・プレミアム論争, をそれぞれ紹介する。

金融市場を震撼させた5つの事例には, 相場が徐々に上がって行って一気に暴落するという共通するパターンがあり, その背後に市場心理の動きがあるとい



う指摘が、データを以って行われる。リスク・プレミアム論争の紹介では、分析視点や方法、目的によって、異なった結論が導き出されることが示唆される。最後に、予測における経済学者とエコノミストのアプローチの違いを、前者は仮定や条件のもとに理論的に何が起るかを予測するのに対し、後者は現実に今起きていることから推察して将来何が起きそうかを予測するものだ、と説明している。

第3章「理論と現実——どちらが間違いか？」は、リスク・プレミアムに関する理論と、リスク・プレミアムの計測結果を提示する。まず、債券と株式のリスク・プレミアムにつき概念的な解説が行われ、これが初学者にとっては全篇を読み通すための基礎となる。その後、日米の長期データ（1952年～2004年。月次）を用いて、いわゆるビルディング・ブロック・アプローチによって、長期国債と株式のヒストリカル・リスク・プレミアムが計測され比較されている。その結果、価格変動リスクの高い（標準偏差の高い）資産ほどそれに見合った高い平均リターンが得られること、長期間で比較すると日米の推計値は非常によく似ていること、などの結果が得られる。このような結果自体が新しい発見ではないのは言うまでもないが、実際に長期データを使って計測した数値は価値がある。

最後に、「リスク・プレミアム・パズル」（リスク・プレミアムが理論上の予測値よりもはるかに高い）が提起されていること、こうした理論と現実のギャップを説明しようとする研究が行われてきたこと、が紹介されている。以上が全体の序論に当たる。

第4章「投資家はどれだけの報酬を要求しているか？」から本論に入り、株式のリスク・プレミアムがデマンドサイドから考察される。リスク・プレミアムとは、リスクのある投資対象に対して投資家が要求する追加的な上乗せ金利だからである。

最初に、投資家が許容できる「ダウンサイド確率」（株式リターンが10年国債のリターンを下回る確率）がわかれば、要求リスク・プレミアム（需要側のリスク・プレミアム）が計算できることが示される（ダウ

ンサイド・確率モデル）。しかし、ここではこの手法でデマンドサイドのリスク・プレミアムが推計されているわけではない。投資家が許容できるダウンサイド確率がわからないからである。

むしろ、このモデルを展開することにより、投資家が要求しているリスクへの報酬（値段）が、リスクの単価とリスクの量の積として表現されることを以下のように示し、

$$\text{リスク・プレミアム} = \text{シャーププレシオ（リスク単価）} \times \text{標準偏差（リスク量）}$$

ヒストリカル・プレミアム（これを需要サイドのリスク・プレミアムと仮定）と標準偏差から、シャーププレシオを計測している。さらにシャーププレシオから「ダウンサイド確率」を「逆算」する。

以上の手順をやや詳しく示すと、まず東証一部株式全銘柄加重平均指数のリターンと10年物長期国債インカム・リターンの差を取って1952年から2003年までのヒストリカル・プレミアムを計測（月次データ。開始時点から当該時点までの累計で年率換算）し、1950年代後半の20%台前半から03年12月の7.04%まで傾向的に低下してきていることを示す。

一方、東証一部株式全銘柄加重平均指数のリターンの標準偏差を計算（月次データ。開始時点から当該時点までの累計データにおける標準偏差）すると、03年12月は18.3%だが、この水準は過去40年あまりほとんど変化していないことがわかる。この2つの数字から、シャーププレシオを計算すると趨勢的な低下が示される。このシャーププレシオから、投資家が許容できる「ダウンサイド確率」を「逆算」すると、1960年代の20%、70～80年代の25%程度から、90年代の30%、2003年の35%へと上昇していることがわかる。つまり、投資家は、かつては株式リターンが10年国債のリターンを下回る確率が20%以下でないと（言い換えれば80%の確率で10年国債利回りを上回らないと）株式への投資をしなかったが、最近ではこの確率が35%以下であれば（65%の確率で10年国債利回りを上回れば）株式投資を行うようになっている。日本の投資家は、戦後、株式投資においてリスク1単位当たりの追加リターンに対する要求を低下させてきた、言い換えればダウンサイド・

リスクに寛容になってきたことになる。

そのうえで、リスクの単価が低下した要因として、①株式保有の法人化現象、それに伴う②保有期間の長期化、③投資収益追求以外の動機、④機関投資家の政策アセット・ミックスが持つ自動安定化装置としての機能、などの可能性を指摘している。

第5章「企業の実力と株価は関係があるのか？」のテーマは、株式のリスク・プレミアムをサプライサイドから考察することである。

Tモデルは、「企業は株主に対して投資収益をどのように、どれだけ供給（サプライ）しているかという見方」に立って、株式のリターンを推計する手法である。すなわち、企業別、産業別あるいはその合計としての全産業について、会計情報から株式のリターン（トータル・リターン）を計算する。

トータル・リターン＝株主資本の成長＋配当インカム・リターン＋評価変動リターンとして計算され、最初の2項の和をファンダメンタル・リターンと呼ぶ。これを、法人企業統計のデータを使って、金融を除く一般産業で1962～2003年の42年間について計測し、さらに日本証券経済研究所「株式投資収益率」業種別指数から作成した産業総合指数の「市場リターン」と対比している。

この結果、①Tモデルのトータル・リターンと「市場リターン」は（前者がやや小さいが）ほぼ同じである、②ファンダメンタル・リターン（内訳としての株主資本の成長と配当リターンはほぼ半々）がトータル・リターンにほぼ合致し、評価変動リターンはほぼゼロである、③ファンダメンタル・リターンにはトレンドがあるが、評価変動リターンはランダムウォークである、などがわかる。

次に、ファンダメンタル・リターンから短期金利または長期金利を引くことにより、リスク・プレミアムを推計すると、1.6～1.7%が得られる（標準偏差が小さく系列相関高い）。これは米国のサプライサイドからの推計（4%前後）よりもかなり低い。さらに、これはわが国産業が株主に対して供給してきたリスク・プレミアムと考えられるが、1970年代初めまでは存在

するが、その後30年間ゼロであることがわかる。山口氏はこれを「失われた30年」と呼ぶ。この後半部分、つまり70年代以降日本の株式利回りのリスク・プレミアムは供給サイドからみるとゼロである、という点はショッキングな結論である。

山口氏は、それが30年間ゼロだった理由を、デュボン分解法にしたがって探っている。その結果、①売上高税引前利益率の低下、②総資産回転率の低下、③財務レバレッジの低下など、ROEの低下をもたらした複数の要因が指摘できるが、④74年以降の法人税率引上げによる法人税負担の増大も大きな要因だとしている。

第6章「市場は均衡しているか？」は、リスク・プレミアムの「需給ギャップ」を論じている。第4章でのデマンドサイド、第5章でのサプライサイドの分析結果を踏まえ、投資家の要求するリスク・プレミアムが企業から供給されるリスク・プレミアムよりも高い（または低い）場合に、その需給ギャップはその後の株価変動でどのように調整されるかを、時系列データで考察している。

ここでは、デマンドサイドから投資家が要求するリスク・プレミアムを、過去5年間のヒストリカル・リスク・プレミアムの平均（「短期記憶」）として計算して、サプライ・サイド・モデルからの推計値と対比している。

その結果、リスク・プレミアムが「供給＞需要」の（ヒストリカル・プレミアムが低い）状態であるときはその後数年間のリターンは高く、逆に「供給＜需要」の（ヒストリカル・プレミアムが高い）状態のときはその後リターンが低くなるという循環的傾向が確認され、「逆方向にオーバーシュートしながら、あるべき均衡点の周りを行きつ戻りつしている」という調整が行われていることがわかった。

つまり、投資家の要求するリスク・プレミアムは、現実に供給可能なプレミアム以上に高まった場合は、（株価が上昇することにより）期待に反して低いプレミアムが実現し、逆に要求するプレミアムが過少であるときは、（株価の下落により）期待以上に高いプレ

ミアムが事後的に得られる、という循環が描かれている。

さらに、①Tモデルの展開から、期待リターン成長率はROE成長率と内部成長率の間にある、との分析や、②現状の株価を妥当であるとする前提からのリスク・プレミアムの算出例（インプライド・リスク・プレミアム）、③クロスセクションの期待リターンの構造分析などが行われている。

第7章「負けるが勝ち!? なぜ業績の悪い会社の株価が上がるのか？」では、グロース株とバリュース株の分析を行う。株式の運用をアクティブに行う場合、グロース（成長）株に注目した運用とバリュース（割安）株に注目した運用の2つのスタイルがあり、後者の運用成績が前者を上回る傾向がある。両スタイルは、構成銘柄企業の収益性とバリュエーション（株価純資産倍率）とに関連づけられるが、それは結局業種別構成の影響を強く受ける可能性があるとして、分析が行われている。

山口氏はここで、シャープのスタイル分析の手法を援用している。すなわち、両スタイル指数の投資リターンを24業種のリターンの加重平均で説明する式を立て、係数の和が1となる制約のもとで残差項を最小化することで、両スタイル指数の業種構成を推定した（1980～2003年。月次データ）。その結果、全期間において決定係数が90を上回ったことから、両スタイル投資のパフォーマンスは業種のパフォーマンスではほぼ説明できることがわかった。ちなみに、業種構成比推計の結果、グロース指数の主役は情報通信、化学、商業、サービス、電子機器などであり、バリュース指数の主役は陸運、輸送用機器、鉄鋼、繊維、金融などである。

これに加え、両指数の業種構成が変化することを考慮したローリング分析を行い、両スタイル指数のリターンを業種要因と固有リターンとに寄与度分解した。その結果、バリュース指数はグロース指数に比べ、スタイル固有のリターンがリターン全体を押し上げる度合いが高いことがわかる。

なお、章の前半では、以上の準備作業として、業種別の株価分析がいくつか行われている。その中で、フ

ァンダメンタル・リターンの系列相関の強さ（予測の容易さ。その意味でのリスク）とファンダメンタル・リターンの変動の標準偏差（リスク）との相関から、業種を投機的業種、短期的循環業種、長期的循環業種、長期的トレンド業種の4つに分類する手法が注目される。

バリュース指数がグロース指数に勝ち続けるという現象の理由として、山口氏は、行動ファイナンスにおける過剰反応説（業績の悪い企業に投資家が必要以上に高いリスク・プレミアムを要求するため、バリュース株の株価がファンダメンタルズ価値以下に押し下げられる）を紹介しつつも、ここでの分析を踏まえ、とりわけ日本では次の2つの説明が当てはまるとしている。すなわち、①バリュース指数では、その主役に循環的業種が多いことから、業績不安定というファンダメンタル・リスクを反映しプレミアムが高まる、②「投資家の後悔最小化行動」がグロース株を選考させる（行動ファイナンス的なバイアス説）、である。

第8章「小型株への投資リスクは報われるのか？」のテーマは、小型株に対するプレミアムの分析である。小型株投資が大型株投資に比べてパフォーマンスがいいのは、それだけリスクが高いからであるとされ、そのリスクに見合ったプレミアムを「サイズ・プレミアム」と呼ぶ。山口氏は、その要因が小型株指数を構成する業種にあるとみて、分析を行った。

すなわち、ここでもシャープのスタイル分析手法の援用という第7章と同様の分析手法がとられ、小型株指数の業種構成を推計し、日米の比較が行われている（日本の場合1971～2003年。月次データ）。その結果、日本では、小型株指数は、機械、小売、金属など特定の業種（1社当たり時価総額が低い業種群と一致）に集中しており、これらの業種の業績で説明できるのに対し、アメリカでは数多くの業種に分散していることがわかった。

さらに、第7章と同様のローリング分析で小型株指数のリターンを業種要因と純サイズ要因（固有リターン）とに寄与度分解したところ、サイズ・プレミアムの変動は、日本ではほぼ業種要因の変動で説明でき、

アメリカでは逆に純サイズ要因の変動が決めていることがわかった。

なお、日本で小型株投資が報われてきたのはいくつかの特定の時期であったこと、米国での研究で報告されている「カレンダー・アノマリー」（サイズ・プレミアムは季節的な変動を示す）がわが国にも存在すること、なども長期時系列データで示されている。

第9章「日本国債の利回りは低すぎるか？」では、株式のリスク・プレミアムを離れ、安全資産利子率としての長期国債金利がテーマとなる。わが国の長期金利が低すぎるのかどうかを国際比較しながら考察する。

先進各国の長期金利の期間プレミアム（長期金利－短期金利）を、期待インフレ率、実質金利、インフレ・サプライズから推計している（1968～2003年。年次および月次データ）。インフレ・サプライズとは、当期のインフレ実績値と前期における当期の期待インフレ率の差であり、これが期間プレミアムに影響すると考えるものだ。これを、実際の期間プレミアムと比較したところ、概ね良好な結果を得た。この結果から、日本の長期金利は、90年代以降低い水準で推移してきたが、こうして計算した理論値に照らして必ずしも低くないことがわかった。ただし、1999-2003年は明らかに低いとしている（なお計測に利用したデータは2003年まで）。

なおこの間山口氏は、米国のフィラデルフィア連銀が過去50年にわたるエコノミストのコンセンサス予想を記録した「リビングストン調査」を使い、エコノミストのインフレ予想（予想インフレ率）が、前期の実績インフレ率と前期の予想インフレ率に4：6で依存すること（適応的期待モデル）を実証している。これを時系列的に拡張することで、期待インフレ率が過去10年の実績インフレ率で推計できるとし、各国の期待インフレ率のデータを得ているわけだ。

第10章「円ドル相場はいくらが適正か？」は、外国為替レートに焦点を当てている。いくつかの分析が含まれているが、その一つに、1973年を起点にした各国通貨の対米ドルの相対的購買力平価による分析がある。

この結果、欧州通貨は概ねドルに対し購買力平価に沿った動きをしているが、円だけが購買力平価を脱して円高になっていること、そしてむしろ85年のブラザ合意直前の円の水準こそが適正であったことが示されている。これは、定説と大きく異なる見解であり、また、昨今（主論文執筆時点）、為替相場は実質実効レートでみると円安とされていることから、その妥当性はやや疑問である。しかし、ある年を起点として、その後の両国の物価上昇率を使って計算する、いわゆる相対的購買力平価の分析方法自体が、長期的にはあまり妥当でないことを示すものといえるかもしれない。

しかし、本章の主要な分析は、資産を自国でなく外国資産で運用した場合、為替リスクにみあったリターンが得られるのかどうかに充てられている。日本、米国、イギリス、ドイツの投資家が、それぞれ自国と外国（自国以外の3カ国）の短期金融資産に投資した時のリターン（平均リターン）とリスク（リターンの標準偏差）を長期データで計算した（1973年4月～2004年12月）。その結果、各国の投資家の場合とも、リターンの平均は自国に投資した場合と外国の場合ではほとんど変わらないが、標準偏差は為替のボラティリティゆえに10%ポイントほども跳ね上がることがわかった。このことから、為替リスクをとって投資しても、それに見合うリターンは得られない、と結論付けている。

第11章「金融市場の社会心理学」では、全篇のまとめとして、リスク・プレミアムの変動をもたらし要因としての投資家心理を取り上げる。これまでの各章の議論を踏まえると、金融資産のリターンの源泉は長期的には経済ファンダメンタルズにあるが、その一方で、投資家の期待がその変動に大きな影響を及ぼすことも明らかとなったからだ。

リスク・プレミアムの変動を生む要因を行動ファイナンスの観点から研究するための考え方を、社会心理学の概念枠組みを援用しながら整理している。ハーディング（集合行動）に関する議論や、情報カスケード、準拠集団、予言の自己成就などの概念を用いた集会的信念の形成について、記述されている。今後のリス

ク・プレミアムの研究に対し、行動ファイナンスや社会心理学が重要性を帯びていく方向性を示唆するものとなっている。

### 3 評価

#### 山口氏の研究手法・執筆姿勢に対する評価

山口氏の主論文『日本経済のリスク・プレミアム』は、要約冒頭に示したように、株式、債券、為替レートなど金融資産の投資収益率がどのように経済ファンダメンタルズと関連づけられるのかという問題意識のもとに書かれている。具体的な手法は、過去50年間にわたる長期データにもとづくリスク・プレミアムの推計をつうじてこれらを考察する、というものだ。

実務家による金融資産に関する分析のスタイルは様々である。多くの実務家にとっては、将来の資産価格の予測やポートフォリオを組むための指針を得ることが分析の目的であり、過去のデータ分析はそのための手段である。山口氏の場合には、こうした分析姿勢とは一線を画し、集計された（マクロ的な）金融資産価格や投資収益率などの金融データが経済のファンダメンタルズや市場参加者の期待、心理とどのように関係しているのか、に関心の中心が置かれているのが大きな特徴である。このような認識に立って、山口氏の研究手法・執筆姿勢に関する特色を記すと、以下のとおりである。

第1に、米国で発展した金融経済学の理論を主として日本の現実に適用し、飽くまでも現実のデータに即して、実証を行う姿勢を貫いている。こうしたアプローチの方法は、多くの時系列データを自在に扱うことのできる力量によって成り立っており、それは現在山口氏が金融資産関連のデータを顧客に提供する米コンサルティング会社の日本法人に勤務しているという環境や、これまで日米の金融機関でファンド・マネージャーを行ってきた経験に恵まれたことによるものといえる。しかし、特徴的なのは、同氏がファンダメンタルズに関するマクロ・データの扱いにも熟達していることである。たとえば、鉱工業生産指数や法人企業統計などという、金融経済の世界とはとりあえず無縁のデータを、その特性をよくわきまえたうえで処理し

ている。

第2に、日本におけるファクトファインディング、新しい事実の発見を行うことに価値を見出していることである。実証研究というと、米国で生まれた仮説ですでに米国では実証されているものにつき、日本でも実証を試みたところ、これこれの結果を得た、というものが多い。それはそれで無論意味のあることだが、山口氏の場合には、そのような意味で研究者としての「業績」を上げることに終始せず、後述するように日本の株式のリスク・プレミアムや投資収益率について、いくつかの新しい発見を行っている。

第3に、そのファクトファインディングにおいては、発見された事実の理由を金融経済学的な数値分析によってつきとめるだけでなく、ファンダメンタルズないし財務分析、会計制度、税制などからも考察する姿勢を明確にしていることである。例えば、第4章では、リスク・プレミアムの傾向的な低下の原因を、シャープレシオとリスク量に分解するという金融経済的な手法で追究しているのに対し、第5章では、Tモデルで計算したリスク・プレミアムが70年代後半以降ゼロとなる原因の究明に、デュボン分解法や法人税制からのアプローチが使われている。

第4の特色は、米国で発展した株価形成に関する理論を広く日本の株式実務担当者に紹介するという仕事を積極的に行っていることである。主論文は、投資家などの金融実務家を読者対象としていることもあり、紙面を多くの理論や先行研究の分析結果の紹介に割いている。これは、山口氏がポートフォリオ・マネジメントにおけるコンサルティング業務の第一人者であること、そしてこの分野における内外の理論と現実に精通していることによるものであるが、研究者として欠くことのできない責務を果たしている、といえることができる。

#### 山口氏が行ったファクトファインディングに対する評価

山口氏が、主論文によって行ったファクトファインディングについて、主要なものを取り上げ、その意義や独自性に注目しつつ評価を行うことにしよう。

## 1 日本株のリスク・プレミアムはヒストリカルに低下してきたが、それは、リスクの「量」が低下したからではなく、投資家がリスクへの報酬の要求を低下させたからである

リスク・プレミアムをデマンドサイドから分析した第4章で得られたファクトである。日本株のプレミアムは時系列的に低下している。その理由が、リスク量（標準偏差）の低下ではなく、リスクの単価（シャープレシオ）の低下、すなわち投資家が要求するリスクへの報酬の低下であることが明らかになった。投資家が要求するリスクへの報酬の低下は、言い換えれば、投資家が許容できるダウンスайд確率が上昇したこと、ないし投資家がダウンスайд・リスクに寛容になってきたこと、に求められる。

以上を、データを以って明らかにしたことの意義は大きい。しかも、筆者が挙げているリスク単価低下の要因は、いずれも実証は困難だが説得的で示唆に富んでいる。たとえば、株式保有の法人化現象とそれに伴う保有期間の長期化などが、リスク許容度を高めることを通して、低金利による金融仲介を促進したことになる。また、株式持合も同様な効果を持ったことになる。このような因果関係の指摘は、日本経済をマクロ的に考察するうえでも大いに参考になり貢献度が高い。

## 2 日本の株式投資収益率は長期的には企業のファンダメンタルズによってほとんど説明できる

第5章で行った、エスステップのTモデルを使った株式リターンの計測を日本の株価に適用した分析によって、得られた結果である。効率的市場仮説（証券価格が利用可能な情報を完全に反映して形成されれば、特定の投資家が全ての投資家が受け取る収益よりも高い収益を一貫して受け取ることは期待できない）に立てば、こうした結果が得られるのは当然のことである。しかし、日本の株価がほぼ完全市場の下で形成されていることを、長期データを以って実証したことの意義は大きい。

また、この部分に関連した副論文③「わが国産業の株式期待リターンのサプライサイド推計」は、同じT

モデルを使って24業種について過去42年間のファンダメンタルリターンを推計しており、各業種においてもリターンが長期的にはそれによってほぼ説明できることが指摘されている。業種別に結果を得たことの意義が大きいことはいうまでもないが、計測にあたり、株式市場のデータと法人企業統計のデータを符合させる措置が取られており、後続研究に対し道標を与えた点に貢献が認められる。

## 3 日本の産業が株主に対して供給してきたリスク・プレミアムは米国よりもかなり低く、1970年代初めまでで「打ち止め」となっている

同じく第5章のTモデルによる分析から得られている。わが国産業が株主に対して供給してきたリスク・プレミアムは、1970年代初めまでは存在するが、その後30年間ゼロであるというショッキングな事実の発見であり、山口氏はこれを「失われた30年」と呼ぶ。日本では、70年代以降、エクイティによる資金供給が債券並みの非常に低い金利で行われてきたことになる。このことは、デマンドサイドからみると、日本の投資家がリスクに寛大になってきたためヒストリカル・プレミアムが低下してきたという、1の分析から得られた事実と、長い目で見れば符合するのであろう。

山口氏は、それが30年間ゼロとなったことにつき、サプライサイドの要因として、ROEの低下をもたした複数の要因と、74年以降の法人税率引上げによる法人税負担増を挙げている。実証の難しい点であるが、日本経済の成長過程を企業収益面からの考察にたいし、問題提起するものとして意義が認められる。

## 4 サプライサイドから供給されうる現実的なリスク・プレミアムは安定的だが、投資家のリスク・プレミアムに対する期待（デマンドサイド）は、それに対して大きくオーバーシュートする性質がある

第6章から得られたファクトである。これをリスク・プレミアムの「需給」とする用語法が妥当かどうかには、疑問の余地がある。しかし、Tモデルで計算されるリスク・プレミアムが安定的であるのに対し、

一方投資家が要求するリスク・プレミアム（ここでは「短期記憶」として、過去5年間のヒストリカル・リスク・プレミアムの平均として計算される）は周期的に変動する、という事実は興味深く、有意義な発見である。

## 5 バリュース株、グロース株のパフォーマンスは、それを構成する業種のパフォーマンス、つまりファンダメンタル特性でほぼ説明できる

バリュー投資は勝ち続け、グロース投資は負け続ける傾向がある。こうした事実は、株式市場のアノマリーとして知られているが、山口氏は、その要因を両スタイル投資の業種構成にあるとみて、第7章で分析を行った。シャープのスタイル分析の手法を援用し、両スタイル指数の投資リターンを業種のリターンの加重平均で説明することから、両スタイル指数の業種構成を推定するという、ユニークな方法を考え出した。その結果、両スタイル投資のパフォーマンスは業種のパフォーマンスでほぼ説明できるという、結果を得ているのは評価できる。

バリュー指数がグロース指数に勝ち続けるという現象の理由として、山口氏は、いくつかの説明をしているが、バリュー指数ではその主役に循環的業種が多いことから、業績不安定というファンダメンタル・リスクを反映しプレミアムが高い、とする説などは、業種別にデータを掘り下げて考察を行う山口氏ならではの着眼点であるといえる。

## 6 小型株投資のパフォーマンスが良好であること（サイズ・プレミアム）は、小型株指数を構成する業種のパフォーマンスで説明できる

小型株投資が大型株投資に比べてパフォーマンスがいいのは、それだけリスクが高いからであるとされる。そのリスクに見合ったプレミアムである「サイズ・プレミアム」を、その要因が小型株指数を構成する業種にあるとみて行われた、第8章の分析から得られている。

ここでも、上述5と同様のシャープのスタイル分析の手法が援用されている。第7章、第8章を通して行

われた、バリュース株、グロース株、小型株の変動特性を、業種構成と関連付けて分析するという手法は、今後のこの分野の研究の基礎となりうるものであろう。

## 7 期間プレミアム（長期金利－短期金利）の推計にインフレ・サプライズを加えたモデルで長期金利の理論値を計算すると、日本の長期金利は全体としてほぼ適正だったが、1999年以降の期間に限っては低すぎる水準にあった

第9章の分析から得られるファクトである。日本の長期金利は、90年代以降低い水準で推移してきたが、インフレ・サプライズを加味して計算した理論値に照らせば、必ずしも低くないことがわかった。ただし、1999年以降は明らかに低いとしている。

1999年といえば、日本の金融政策がゼロ金利政策に突入した年である。この政策は、その後いったん解除されるが、2001年には量的緩和政策に入り、オーバーナイト金利は再びゼロ%となる。「ゼロ金利制約」の中で取られたこうした異例の金融政策が、緩和効果を持ったのかどうかについては、多くの実証分析がある。その多くは、これらの政策、とりわけ量的緩和政策における政策コミットメント（「デフレが払拭するまで緩和を続ける」という約束）による「時間軸効果」の検証に当てられている。多くの実証結果は、政策コミットメントにより長期金利の一層の低下が進んだ、と報告している。山口氏がここで行った分析は、これらとは手法を異にするが、結果は同じ方向を示している。この分析が2003年のデータまでしか扱っていないのは残念である。

## 8 為替リスクをとって投資しても、リターンは上昇しない

投資家が自国と外国の短期金融資産に投資した時のリターン（平均リターン）とリスク（リターンの標準偏差）を、日本、米国、イギリス、ドイツの長期データで計算した、第10章の分析による。リターンの平均は自国に投資した場合と外国の場合でほとんど変わらないが、標準偏差は為替のボラティリティゆえに10%ポイントほども跳ね上がる。このことから、為替リス

クをとっても、それに見合うリターンは得られない、と結論付けている。

山口氏がこの事実を「為替リスクにプレミアムはない」と表現しているのは、いささか気になるところだ。というのは、為替の中期的決定理論であるアセット・アプローチでは、経常黒字の継続による対外純資産の積み上がりから外国資産保有のリスクを高め、為替レートにリスク・プレミアムが求められる結果、外国通貨が（将来増価する余地を生む水準まで）減価する（自国通貨は増価する）というように説明するからである。もっともこれは表現上の問題であり、きわめて興味深い事実を発見していることに変わりない。また、海外に投資したときに、跳ね上がるリスク（標準偏差）が10%ポイント程度であり、その大きさが各国の投資家においてほとんど同じであるという定量的な発見は貴重である。

無論、投資家は多くの場合、為替のヘッジを行ってこうしたリスクを回避するのであろう。

#### 山口氏の業績に対する社会的評価

主論文に対しては、刊行後に以下のような社会的反響があった。

刊行されたのは2007年3月だが、その後『証券アナリストジャーナル』2007年6月号に、京都大学大学院経営管理研究部の川北英隆教授が本書の書評を寄せている。その中で同教授は、「著者はイボットソン社に所属している。長期かつ豊富なデータと、すぐれた分析手法に取り囲まれ、うらやましい限りの環境に身をおいているわけだが、それらを自家薬籠中の物とした分析結果を本書の随所にちりばめたと考えていい。また分析結果の評価スタイルについては、著者の証券投資部門での実体験に裏打ちされていると考えていい。それ故に、本書は読みやすいにもかかわらず、示唆に富んでいる」と賛辞を送った上で、「投資セクションに身を置いているのであれば一度は読むべきである。また、実証分析を行おうとする研究者にとっても参考となる点が多々あろう」と、本書を一読することを実務家にも研究者にも薦めている。

一方、『週刊 東洋経済』が2007年8月11・18日号

で行った「2007年上期 経済・経営書ベスト100」という特集では、エコノミスト、アナリスト、学者、評論家など59人による投票の結果、100冊を選びランキングを行っている。この中で、主論文は第19位という高い評価を受けた。同じ号の「経営者が薦めるこの夏の必読書」という特集では、SBIホールディングスCEOの北尾吉孝氏が、同年夏の必読書として薦める5冊の本の中に主論文を加え、「投資家や経済全般を見る目を鍛えている方にお薦めしている」とコメントしている。

また、『週刊 ダイヤモンド』が12月22日号で行った「2007年の『ベスト経済書』」では、経済学者・経営学者・エコノミスト163人が選んだランキングを掲載しているが、主論文は36位に入っている。

このようなランキングには、同一基準で測ることのできない多分野にわたる専門書が混在しており、また、投票者が（特に『週刊 東洋経済』では）現場に近いエコノミストや評論家に偏っていることもあり、書物の質を客観的に評価するものではないことは言うまでもない。しかし、山口氏の主論文が、その課題の設定の仕方や分析手法の点で、広く社会的な関心を集め、一定の評価をうけたことは事実である。特に、投資のための株式分析ではなく、日本経済のファンダメンタルズとの関連で株式分析を行うという独自の領域において、山口氏がその評価を確立したと言うことは可能であらう。

#### 4 審査結果

以上のとおり山口氏の業績を研究手法・執筆態度、ファクトファインディングの意義や独自性、獲得した社会的評価などの点から多角的に検討・審査し、さらに去る3月29日に口頭試問を行った結果、主査・副査は、博士（経済学）を授与するのに相応しいと判断することで意見が一致した。

以上



### Ⅲ 学位授与要記

- 一 氏名・本籍 山口 勝業（日本）
- 二 学位の種類 博士（経済学）
- 三 学位記番号 経乙第二十二号
- 四 学位授与の条件 学位規則第四条第二項該当
- 五 学位授与年月日 平成二十年十月十八日
- 六 学位論文題目 日本経済のリスク・プレミアム  
—「見えざるリターン」を長期  
データから読み解く—
- 七 審査委員 主査 専修大学経済学部  
教授 田中 隆之  
副査 専修大学経済学部  
教授 宮本 光晴  
副査 専修大学経済学部  
准教授 大倉 正典