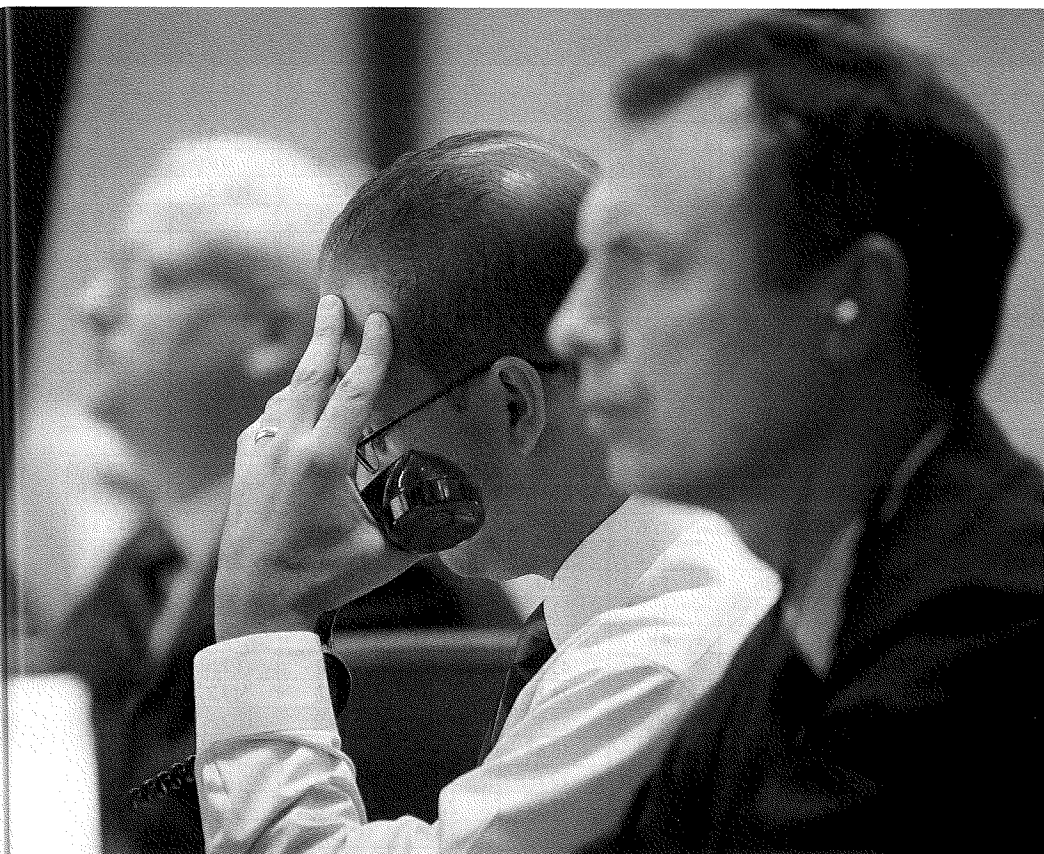


相場乱高下でも勝ち越す 個人投資家のための知恵

たけなか まさはる
竹中 正治
龍谷大学教授



株価下落に落胆するトレーダー（ニューヨーク証券取引所）

Bloomberg

躁鬱の ミスター・マーケット

アベノミクスが引き起こした円高修正（円安）と日本株の急回復につられて「よし、私も株式投資開始！」とやってみたら、5月後半の株価大反落で痛い目に遭った。そういう方々も少なくないのだろう。

消費や生産活動、設備投資活動からなる実体経済の変化には時間がかかる。一方、金融・投資現象としての資産価格の変動は、投資家層の期待の変化次第で時には実体経済よりもはるかに急激なものになる。とりわけ株式、債券、外国為替のように流動性の高い市場ほど変動性が高くなる。

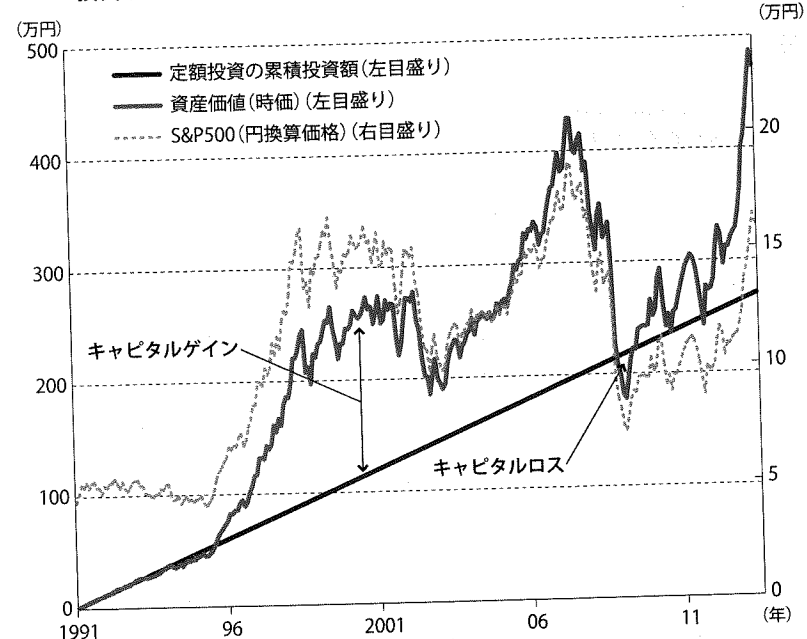
上げでも下げでも短期的に大きな相場変動が起これば、それで儲けたと感じるのは人間の性（さが）のようだ。しかし目先上がりそうだから買う、あるいは下がりそうだから売るというのは、極めて不安定な投資法であ

り、事実上のギャンブルに過ぎない。それでも短期的な売買を誘う言説や雑誌・書籍が多いのは、投資家に類質な売買をさせることで手数料を稼ぐ金融投資業者の利益が背後にあるからだ。

ギャンブルの誘惑を断って、長期投資に徹しなくては個人投資家の優位性を生かすことはできない。米国の投資王ウォーレン・バフェットがかつて使ったたとえで言うと、市場は「躁鬱病のミスター・マーケット」なのだ。ミスター・マーケット（以下ミスターM）は、ある時は躁状態（興奮）で信じられないほどの楽観論に取りつかれ、高騰する価格を追いながら買い上げてしまう。またある時は鬱状態（悲観）で資産を投げ捨てるような価格で売り払おうとする。しかも、躁から鬱、鬱から躁にいつ転換するかは事前には予測不能だ。

実際、日本株のミスターMは昨年暮れまでは強い鬱状態だったが、アベノミクス期待で一気に躁状態に転

図1 米国、S&P500連動インデックスファンドに円資金で毎月定額積み立て投資した場合の累積投資額と資産価値（時価）（1991年1月～2013年6月）



（出所）Yahooファイナンス、日銀のデータに基づき筆者作成

が絶対調の躁状態に陥る時に売り、彼が絶不調の鬱状態に陥る時に買い、短期的な変動は無視するという長期的な投資スタンスが合理的な対処法だ。また標準的な金融投資理論のモデルでは、毎時間単位の相場の上下動は、コイン投げと同様の独立事象であり、その結果相場変動はランダムウォーク（千鳥足）になる

換したかのようだ。5月後半の反落は「安倍首相の第三の矢、成長戦略が期待外れだったからだ」などともことしやかな後講釈が流布したが、期待先行の速過ぎる上昇ピッチに「反落」という調整が入ったに過ぎない。

「何年も持続するかもしれないが（バブルに至る上げ相場）、ある時一転して超鬱状態に転換してしまう（バブルの崩壊）こともある。ミスターMについて唯一確かなことは躁状態も鬱状態も無限に持続することはなく、必ず転換し、長期で平均すると普通の状態に回帰することだろう。そう考えればミスターMに対する合理的な対処法は、彼の行動の次を予測するという不確実な判断に頼ることではない。ミスターM

と想定する。ところが現実の相場変動では、九十数%の場合はランダムに近いのだが、下げが下げを呼ぶ、あるいは上げが上げを呼ぶ大相場が時折起こる。つまり相場変化の時系列的な相関性が急上昇することがあるのだ。この場合には上昇も下落もランダムウォークモデルの想定をはるかに超えた急騰、あるいは急落相場になる（注1）。

（注1）ディディエ・ソネット「入門」経済物理学、暴落はなぜ起るのか？（Wiley, Science Market Crash）「養命堂監訳、PHP研究所、2004年、197頁」

米国株は長期定額積み立てで 年率約8%リターン

上下動のある相場場で長期投資に適していると言われる手法に定額積み立て法がある。例えば毎月必ず1万円投資するという手法だ。投資額を一定にするので、下がった相場場で買う株数は増え、上昇した相場場で買う株数は減る。その結果、高値圏で楽観的になって多額に投資したり、逆に安値圏で悲観的になって投資額を減らしてしまうことを回避できる。

「定額積み立て投資は初心者向けの投資手法」と考えている方もいるようだが、その成果については、まず米国の代表的な株価指数S&P500で見てもよい。この場合、日本の投資家にとっては円資金をドルに換えて投資するので、ドル建てのS&P

500の変動とドル・円相場の変動の双方が問題になる。それは以下の通りドル建て指数に各時点のドル・円相場を乗じて計算した円換算S&P500の推移で分かる。S&P500指数（ドル建て）×ドル・円相場＝円換算S&P500

図1に1991年1月から2013年6月まで、毎月末にS&P500（ETF）（上場投資信託）などの連動のインデックスファンド）に円資金1万円を定額積み立て投資した場合の資産価値（時価）、累積投資額、円換算のS&P500の三つを示した（注2）。

（注2）S&P500に連動する円建てETFは東証に上場されている。ETFについては次の東証サイトを参照。http://www.isc.or.jp/rules/etf/

資産価値が累積投資額を上回っている部分がキャピタルゲイン（益）であり、逆はキャピタルロス（損）になる。13年6月末時点で資産価値は累積投資額の1.75倍になる。しかも変動は大きいものの08年9月のリーマン・ショック後に短期間キャピタルロスになっていて時期を除くとほとんどの期間はキャピタルゲインで推移している。