

# 長期投資で勝ち越す 「修正積立投資法」

たけなか まさはる  
竹中 正治  
龍谷大学教授

アベノミクス相場で急速に値を回復した日本株だが、長期的に楽観視している投資家はまだまだ少ないようだ。消費税引き上げ後に景気回復の腰折れが起こるのではないかと、黒田東彦日銀総裁の下での大規模な量的金融緩和によるデフレ脱却はいずれ頓挫するのではないかと、そう思っている方がまだ多数派のようだ。昨年春の日本株急騰の際に早めに売り過ぎて、期待利益を失った投資家も少なくない。

証券会社の営業マンを長年務めた人が言っていた。「株式投資は長期保有で、と昔は言ってみたこともあるが、上がり下がりを繰り返しながらも長期下げトレンドの日本株では結局投資リターンが上がらない。買って上がったら売り抜く短期トレードしかない」。あるいは、「値の上がりそうな銘柄を見つけて集中買い」など銘柄選別に傾斜する人たちも多いようだ。

しかし筆者は1998年に個人資

産のポートフォリオに本格的に株式投資を組み込み始めて以来、一貫してインデックスファンドによる長期投資派である。個別銘柄もいろいろ保有しているが、銘柄分散している。結局全体では株価指数TOPIXの変動リスクとあまり変わらない。

「それでは投資リターンが上がらないでしよう？」と聞かれるが、そんなことはない。米国株のS&P500連動のETF投資は絶対調だし、TOPIX連動の日本株投資(含むREIT)は米国株ほどではないが、そこそこのプラスのリターンとなっている。

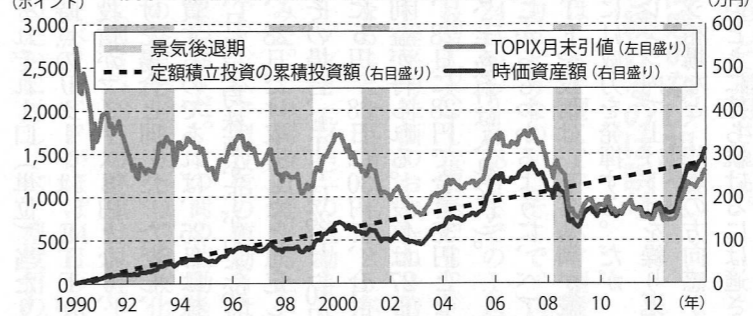
日本株でも長期でプラス・リターンの要諦は、実に簡単なことで以下の2点に尽きる。①株式投資はTOPIXなど株価指数連動のETFを中心に景気後退後の株価低迷局面でしか買わず、かつ評価損にかまわずナンピン買いをする。②景気回復・株価上昇時には中期的な時間をかけ

て分割して売り上がり、現金比率を高める。これだけだ。

これを修正積立投資法と呼ぶが、長期投資の代表的な投資法である定額積立投資法と比べて、どれほどの

結果の違いをもたらすかご覧いただきたい。

図1 TOPIX連動インデックスファンドで定額積立投資をした場合の累積投資額と時価資産額の推移



(出所) 東証TOPIXデータに基づき筆者作成

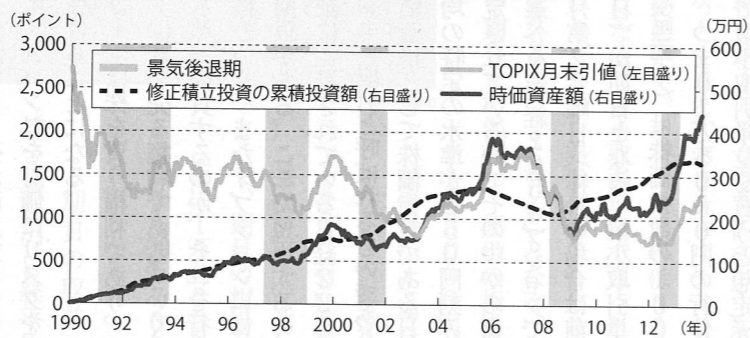
らず、13年12月末時点の時価評価資産額は累積投資額を8%上回るだけで、年率リターンにすると0%に近い。90年以降の配当利回り、年率1~2%がこれに乗るとしても、株価の変動リスクに見合ったリターンとはとても言えない。日本の10年物国債の同期間の平均利回りは3.6%だから、国債投資のリターンの方が高い。すなわち日本の株式市場では過去二十余年、ハイリスク・ローリターンというパラドックスが成り立ってきたのだ。

## 不況・株価低迷時にこそ買い増す

次に先ほどの2点を順守した日本株投資をした場合の結果を見てみよう。さまざまなバリエーションがあり得るが、ここでは基本的に毎月末に1万円を投じてTOPIX連動のインデックスファンド(投信かETF)を購入する。ただし、時価評価した資産額が累積投資額より2割以上減少(評価損2割以上)した月は4倍(4万円)投資する。反対に評価損が2割以上になった月は2倍(2万円)売る。投資ルールはこれだけであってシンプルだ。

図2がその結果である。累積投資額は直線ではなく勾配の変化する点線になっている。景気後退局面(薄いグレー部分の時期)移行後の株価

図2 修正積立投資の累積投資額と時価資産額の推移

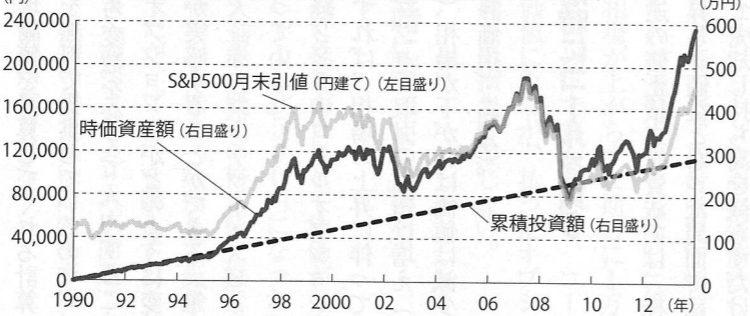


(出所) 東証TOPIXデータに基づき筆者作成

低迷期に累積投資額の勾配が右肩上がりに急になり(買い増し)、景気拡張期に入って株価が上昇してくると累積投資額が低下(売り)しているのがわかるだろう。極めて機械的にシンプルで投資ルールだが、これで「安く買って高く売る」を実現しているのだ。

その結果、13年12月末時点では評価損は35%となる。この後に示す米株投資の高リターンには及ばないが、定額積立投資の8%よりはかなり改善することがわかる。いまは自分の株式投資持ち高の時価評価損益

図3 S&P500連動インデックスファンドで毎月定額積立投資した場合の累積投資額と時価資産額(円建てベース)



(出所) Yahoo finance、日銀のデータに基づき筆者作成

は取引している証券会社のインターネットの画面で毎日リアルタイムに確認できるので、個人投資家でも簡単に使える投資手法だ。ちなみに直近では12年5月から10月は買い増し局面であり、13年4月からおむね売りの局面に入っている。

筆者の場合はこの投資手法をさらに徹底して、既述の通り景気後退移行後の株価低迷期にしか買わない。売るのは反対に景気回復移行後の株高局面だけである。評価損益が中途半端な時期には何もせず、徹底的に長期逆張りには徹している。13年春に

降はやはり高値更新局面で分割して売り、現時点では12年暮れに保有していた投資残高の半分強を現金化した。この先、大きな反落局面があれば(例えば日経平均1万3000円台)多少買い戻すかもしれないが、一段と高騰すれば残りも分割して売りに上げる方針である。

今年の日本株について言えば、昨年前半のような急激な上昇はないだろう。あのような急激かつ大幅な株価の変化は、下落も上昇も数年に一度あるかないかの頻度だからだ。ただし短期的な乱高下はあるかもしれない。日本の消費税増税後の景気腰折れ懸念、米国の量的金融緩和の縮小、新興国の金融・資本市場の動揺、中国のバブル崩壊など不安要因はいくつもあからだ。

## 米国株なら為替損を含めても長期でハイリターン

そうした株価の短期的な乱高下への対処法は後述するが、その前に、参考に米国株に投資した場合も見てみよう。

図3は日本から円資金(毎月末1万円)でS&P500連動のファンドに定額積立投資を行った場合の投資結果だ。日本から投資する場合は、以前は米国で取り扱われていたドル建てのS&P500連動ファンドを購入する必要があったが、今日では



修正積立投資法は、株価の下落時に買い増す

Bloomberg

本日の動き  
14,700

3カ月の動き  
6,500  
6,000  
15,500  
700

超えていた場合、オプション料コストを差し引いた収益は以下の通りで、期日の相場が仮に1万6000円なら59万7000円となる。

期日の収益  
期日の日経平均 (1万5000円 + 403円) × 1000

ただし利益を確定するために期日まで待つ必要はないし、相場が1万5000円を超えれば必要もない。もし購入から1ヵ月後に相場が1万4900円となったとしよう。ボラティリティ25%の想

定たとオプション取引の価値は6900円になるので、反対売買で利益を確定すれば28万7000円となる。また相場が上がらずに期日に1万5000円以下で終わったら、コールは無価値になるが、払ったオプション料以上の損失は生じない。

**高騰時にプットを買う**

反対に株価が上昇して株価が再度高騰して1万6500円になったらどうするか。既述の修正積立投資法では現物の保有株を「分割して売り上げる」だが、プットを購入することで下落へのヘッジ(リスク回避)を行い、現物の持ち高はそのままにしておく選択があり得る。

例えば日経平均が1万6500円まで高騰した時に、期間4ヵ月で行使価格1万5000円のプットを買おうとオプション料は4900円になる(ボラティリティ30%の想定)。これを買って仮に1ヵ月後に相場が1万5100円まで下がれば、購入したオプション価値は844円まで上がる(ボラティリティ30%の想定)。この時点で反対売買して差額の利益354円を確定してもよい(最小取引単位なら実額35万4000円の益)。もしあなたの保有する現物の株式残高が1000万円、その時価が日経平均と同じだけ下がったと

円換算したS&P500連動のETFが東証に上場されているので、それを買えば済む。

結果は日本株の場合とは様変わり、目立った評価損の時期はリーマン・ショック後の短期間だけであり、13年12月末時点の評価損は10.5%にも及ぶ。つまり累積100万円円投資したら205万円になったということだ。この投資フローの内部収益率(IRR)は年率約6%である。

しかもこれに配当利回り、同期間平均約2.1%が加わるのだ。これが90年以降の円高による為替損も差し引いた投資リターンであることを忘れないでいただきたい。

国際金融論の金利平価原理は、資本移動が自由な2国間における名目金利格差は長期では為替変動によって相殺されることを語っている。実際にこの期間の日米10年物国債利回り格差は2.0%、一方ドル相場の対円での年平均下落率は1.6%であり、為替損を引くと金利格差は年率0.4%しか残らない。

従って経済の成長率の格差に注目して長期海外投資をするのであるなら、債券投資ではなく株式への分散投資をするのが、国際金融論から導かれる当然の知見なのだが、債券投資好きの日本投資家はリスクばかり高くて割合わない海外債券投資に傾斜してきたのだ。

最後に短期的な乱高下の対処法として、株式オプションを使ったポートフォリオのリスクヘッジを紹介しよう。まずオプション取引に馴染みがない読者のために基礎的な事項を簡単に説明しておく。オプション取引とはリスク移転取引であり、相場変動に対する保険効果がある。つまりオプション料(オプションプレミアム)をコストとして払えば保険を買ったのと同じであり、コスト限定で投資ができ、売れば反対に受け取るオプション料を対価にリスクを引き受けることになる。

コールは株を買う権利であり、プットは株を売る権利である。いくら水準で売買するのか、それを行使価格という。またオプションには有効期限がある。ここで使用するのは大証に上場されている日経225オプション取引と呼ばれるものであり、行使価格として株価指数である日経平均の特定の水準が250円刻みで設定されているのでその中から自由に選べる。日経225オプションでは毎月第2金曜日(休日の場合は前営業日)が期日となる。最小取引単位(想定元本)は株価指数の1000倍、つまり1万5000円の行使価格で最小取引単位を買おうと想定元本

は1500万円となるのである。オプション料(＝オプション取引の価値)を決める主要な変数は、①期日までの日数、②行使価格と株価指数の水準、③ボラティリティ(相場の変動性を表す変数)からなっている。馴染みのない方にわかりにくいのがボラティリティである。これは相場変動が激しくなると上昇し、安定すると低下する。それに伴って実額のオプション料も増減する。

オプション取引を扱っているオンライン証券会社はこれらの変数を入力するとオプション料がいくらか計算するか理論値を計算してくれる計算ソフトを無料で提供している。いろいろ変数を変えて入力することで、オプション料がどのように変化するか実感することが出来る(筆者は楽天証券のマーケット・スピードを使っている)。

日経225のコールオプションを購入すれば、相場の上昇に伴って当該オプション取引の価値は増え(評価益)、相場が下がれば価値は減少する(評価損)(図4)。

すると(8.5%の下落)、日経平均1万6500円の時に比べて現物株式は85万円の評価損となるが、オプション取引の益35万4000円で42%の損は相殺(ヘッジ)できたことになる。それではヘッジが足りないと思うなら、購入するオプション料を増やすか、あるいはオプション料は高くなるが、行使価格をより高い水準に設定したプットを買えばよい。

もちろん、さらなる相場下落を予想してプットを期日まで保有継続してもよい。相場が下がらずに終わればオプションは無価値になるが、払ったオプション料以上の損は生じない。

テクニカルな事情だが、オプション料の重要な変数であるボラティリティは、株価の上昇時には低下し、下落時には上昇する顕著な傾向がある。株価の下落時にはリスクヘッジ目的のオプション需要が高まるからだ。

また設定される行使価格によってもボラティリティの水準は異なる。行使価格がその時の相場から下方の水準に設定される場合はボラティリティが高くなり、オプション料も高くなる。逆は逆となる。オプションを活用できれば、短期的な乱高下も「また楽しからずや」となるだろう。

日経225オプションを使ったヘッジ操作

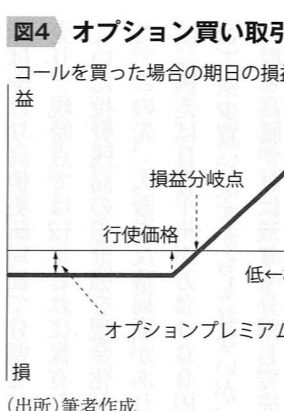
行使価格1万5000円のコールを買おうとすると、ボラティリティ30%の想定で、オプション料は403円になる。最小取引単位で買うと支払いオプション料は40万3000円(403円×1000)となる。これを期日まで保有し、期日の相場が1万5000円を

反落時にコールを買う

既述の修正積立投資法では、株価が上昇し評価益となった局面では分割して売却し持ち高を減らすだけだ

買った。しかし実際の相場では長い上昇トレンドの過程でしばしば中規模の反落(直近の高値から10~20%程度)が起こる。上昇局面で売っただけでなく、短期的な反落局面で多少買い戻すことができればポートフォリオのリターンはさらに向上するが、これはリスクのある選択だ。

というのは、上昇トレンドの中で一時的な反落なのか、あるいは下落トレンドへの転換なのか、当然ながら事前に確実な判断はできないから、下落トレンドへの転換で大損



た。しかし実際の相場では長い上昇トレンドの過程でしばしば中規模の反落(直近の高値から10~20%程度)が起こる。上昇局面で売っただけでなく、短期的な反落局面で多少買い戻すことができればポートフォリオのリターンはさらに向上するが、これはリスクのある選択だ。

というのは、上昇トレンドの中で一時的な反落なのか、あるいは下落トレンドへの転換なのか、当然ながら事前に確実な判断はできないから、下落トレンドへの転換で大損

94

2014.4.7

エコノミスト