金融財政 Business

□ 時事通信社

昭和23年7月8日 第3種郵便物認可 毎週2回月·木曜日発行(但し祝日を除く) 購読料金 税抜月額 5,300円

104-8178 東京都中央区銀座5-15-8 ©時事通信社2016

> 2016年(平成28年) 6月9日[木] 第10582号

時事トップ・コンフィデンシャル+

		737177 77777
.corner	.page	.title .writer
巻頭言	3	最悪事態原理が似合う時 信託研究家 永田俊一
解説	4	株式投資は「修正積立法」で プロにはできない秘伝の逆張り手法 龍谷大学経済学部教授 竹中正治
column 照一隅	8	出生率の回復は本物か 泰久
column 藤原作弥のカラム・コラム	9	「赤と黒」のブルース
キーパーソン	9	法務省
News Eye	10	自動運転、実証実験進む 20年五輪めどに実用化へ
Vox Femina	11	個人投資家が育たないもう一つの理由 名古屋商科大学経済学部教授、マネックス証券執行役員チーフアナリスト 大槻奈那
インタビュー	12	国際貿易に「第3の波」 HSBCリポートで矢野孝尚輸出入部長に聞く
国際経済	14	米企業にのしかかる累積債務 社債発行のツケ、収益低下で重荷に 三菱UFJリサーチ&コンサルティング調査部研究員 土田陽介
column スポーツサロン	18	広島、25年ぶり優勝への課題 スポーツジャーナリスト 二宮清純
インタビュー	19	ブラジルで英会話事業を開始 レアジョブの加藤智久会長に聞く
北風南風	20	ファンドで地方創生(島根) 大学発ベンチャーと6次化を支援—山陰合同銀行

株式投資は「修正積立法」で

プロにはできない秘伝の逆張り手法

ターンの向上は可能である。その手法を「修正積立投資法」として紹介する。 いう株式投資への基本的な信頼感は、日本では失われたままだ。しかし、少し工夫すると日本株でもリ ても米国株と比較すると明らかに見劣りしている。この結果、分散投資で長期に保有すれば報われると 日経平均で2万円超えを維持することに失敗し、日本株の投資リターンは、2000年以降の長期で見 日本の株価は昨年の高値から下落し、円相場と連動しながら方向感のない上下動を繰り返している。

円と株価の高い相関関係

今年の春以降、日本株価と円相場 は方向感のない上下動が続いている。 アベノミクス始動以来、円相場と日 不株の変化はかつてないほど相関関 体が高い。まず、この点を確認して 係が高い。まず、この点を確認して おこう。13年1月から16年4月末ま でのドル円相場と東証株価指数 でのドル円相場と東証株価指数 の前年同月比の変化(%)を、散布 の前年同月比の変化(%)を、散布

> 103円に対応するTOPIXは 103円に対応するTOPIXは

平価の原理に照らして、これは理に見期での受当性の高い相対的購買力の低下である。従って、円の購買力の低下である。従って、円の購買力の低下である。従って、円の購買力の低下である。従って、の場所での受当性の高い相対的財質力の低下である。従って、

竹中正治 龍谷大学経済学部教授

スクを抱えていることになる。と多数の市場参加者が判断すれば、と多数の市場参加者が判断すれば、かなったことだ。逆に言うと、インかなったことだ。逆に言うと、イン

長期投資でも低いリターン

株価は2000年以降も日経平均 で高値圏はおおむね2万円前後、底 で高値圏は1万円割れのレンジで景気循 値圏は1万円割れのレンジで景気循 た。 一 方、 米 国 株 価 指 数 た。 一 方、 米 国 株 価 指 数 た。 一 方、 米 国 株 価 指 数

〈図表1〉ドル円相場とTOPIXの変化 (2013年1月から16年4月)

ゲイン21%) 縦軸:TOPIX前年同月末比(%) 60 y=1.9622x-2.0285 R²=0.8117 R=0.9009 (図表2)。 40 20 0 2016年 -20 30 10 20 0 -20 -40 横軸:ドル円前年同月末比(%) 近々1ドル=103円になった場合の推計値

(出所)Yahooファイナンス、日銀

いる。 S & P 米国株 場 500指数 が 貫して超

デッ

それでは、日本株の

うと、そんなことは

ンを上げるのは無理

き前 なる すると簡略化 配 8 (Internal Rate of R R 口 に、 年率換算したリター 当 ターン 利 の平均配当利回りを1・ (計算を簡便化してキャッ を この投資キャッ は b, を計算すると約2・ 年1 含 は ま 4・3%である した計算だが、 回として計算)。 な 下同様 1) Return 内 シ ンを求め ンユフロ 部 収 総合年 5 8 (税引 益 この 以 シュ %と %と るた 下 率 0

株でも長期保有の分散投資でリタ

とは実に対照的だ。

果たして、

Н

本

長

ンを得ることはできないものだろう

次にこれを考えてみよう。

標準的な投資手法とその

1]

ンとして、

2000年1月から

332万 投資をした場合は、 96 & P 5 0 方 万円に対する倍率は1・ 円 円 O連動ETF とな 資金で同 h 資産時 累 期 に定額積立 積 間 価総額 投 米国 69倍 資 額 0 は

違

総額

グ

総額は23

8

資産時 の累積 に対す

価

S

96

万円、

4

月末時点の資産時

価 は

16年4月末までの累積投資額

を積立投資した場合を考えよ

信託

(E T F

に定額

(ここでは1

Ô

P

IX連動型上場投資

資額

0 0 万

る倍率は

1

21

倍となる 縦棒グラフ) 線グラフ) 円となり、

(キャピタ

表3)。 ると、 ターンの約2倍だ つまり日本株の投資リ は 配当を含まない は8・9%になる。 回りを2・0 6 9 S & P 5 総合投資リター 义 % では で表示して 平均配当 0 %とす I R R 円 × (図 11 換

> な事情 情もあろうが 企業収益率 ている。 ンドを失い、 9 期 9 で上 がある 年代以降の日本株は上昇 昇 その要因としては、 の違いなどミクロ 傾 向を持続する一 大局的な横ばい 次のようなマクロ 的 各種 な事 が続 方 的

1/2 V

内総生産 差である。 公当たりの いはな |成長率は米国>日本だ す 増 加率の双方での米国>日本の なわち趨勢的なインフレ率と人 その結果、 成長率は日米間であ 長期的な実質GDP 国民所得に H 米の名目 (一方、 8 る まり 企 国 格 1 経

るだろう。 済的事情によって制約され くなる。 長率は米国 で測った日 条件が仮に からの収益 業利益のシ こうしたマクロ 株価の長期的な成 本の企業利益成 工 のそれよりも低 シェアなど他 定でも、 アや海外事業 名目 0

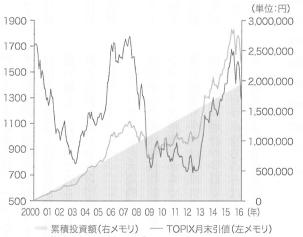
シンプルにリターン向 H

クス投資で長期にリ な かと 1

> 実 的 まり T 年 回る局面では5倍の 5倍の金額を購入し、 である。 れを示したのが、 は、 位 な仕組みを加えるの 0 間 ンを向上させることができる。 値より P の金額を定額積立するのは同 「安く買って、 0 極めてシンプルな手法でリ X O 移 同時にTOP 30%下回る場合は例 動 月 平 末の 均 図表4だ。 値 高く売る」 水準 金額を売る。 反対に30% Ī を が5年移 Xの過去5 計 毎 算 月 É 月 7 動 3 0 動

投資額の変化にご 図表4のグレー 注注目 -の縦棒 いただきた が 示す 積

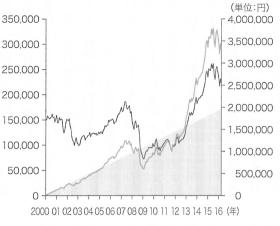
〈図表2〉TOPIXによる定額積立投資法



(出所)Yahooファイナンス

資産時価総額(右メモリ)

〈図表3〉定額積立投資法、円ベースS&P500



累積投資額(右メモリ) S&P500円建て(左メモリ) 資産時価総額(右メモリ)

(出所)Yahooファイナンス、日銀

亚

0

、投資手法は有効

て投資する場合も

る時

点で

括

イミン

ングの

続 な

なくなる

47

0

であれば投資

から

う もう 0 この (1) よう 賣 少 修正積立法 な売買を行っ 61 増 一詳しく見てみよ 局 が、 たか、 02 ど 年

n ス 0 は 前掲の米国 年率リタ |株S&P5 ノを上回 0 0

ベ

より急勾

酡 局

で増

売り

烏

面

では

増

L

面では累積投資額

が例

月

少

ノする。

1 加

0

線で示した資産

価総額が累積投資

2 下 に 30 全期間 偏差 その5年移動平均との乖離 では売る逆張り投資であ で、 飛び出 Ō 売買シグナ 乖 P I 0 離 % F の約3分 (月次デー 幅 年以降 げ した3分 以上乖離している。 Xは5年移動平均 30 局 % と 面 ル となる移動平均 では買 0 Ż る l 1 Ť う 0 0 1 比率は、 の期間に 1, 0 P ス 局 福 上げ局 から上 X 面 だけ 上 お 0 0 つまり か下 値と 実 61 か 面 選 か は 7 5

年

4

月

末時 万

点

資

産

時

価

総

額

は

2 9 3

一円で、

その 0

時点の累積投資

1 2 1

万円に

対

する倍率

は、

定額

一投資の

1

21 倍

から2

「を含まない

Ř R 42倍に

2

付

を

示している。

の自動的な売買を加えると、

16

ばキャピタ るときはキャ

iv

口 ピタ

ス

íV

ゲイン、 額を上回

逆なら って

LJ

0

が生じていること

ある 17 例月 が は売越額の倍率は任意 ると株式の 生じる。 る。 売り切っ 4 ń の定額に対する買 ると定額積立に対する 比率を5倍から下 方、 0 い保有 空売りを想定 てしまう期 向 比率を上げ 残高を全 度は低 間 增

約8 向上す

9 %

%であり

平均

配当 4

利

h

た、

1

5

を加えると10

%になる

投資のように投資 で省略するが 7 詳細 61 は字数 0 積 制

12 10 月 3 ②売り局 月 5 03 11 増 年5 面 局 月 面 05 年 08 10 年 月 10 5 月 07 5

す

る時

点の

相場水準に投資リタ

依存することになる

が、

安值圏

、ある。

その場合は、

括して投資

資家としてこうした仕組みで長期 この 増しと売り局面があっ 以上、 ④売り が可能だが、 修正積立法は各種 リター 16 局 年間 面 が上がることに気が 13 でそれぞれ2 年 筆者自 9 月 0 5 15 1) 口 年 12 個 I の

投資 0 \exists いたのは過去10 0 0 Ö 年代前半までは試行錯誤を 年ほどのことだ。

む 残 過 0 イミン 去10 高 ねこ り返していたが グ 0 ナル 増 グで株式保 の修正積立法 年ほどはお 減 を調 に近 17

点を分散して投資 化するの ij では スクを 夕

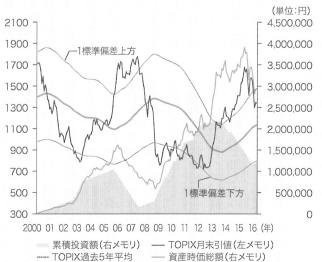
年7 11 月

買 月 年

指数が が、 報 れ 買 は向上する。 われない 0 る売買収益 61 逆張り手法は、 増 ゼロ こうした大局的な逆張 場合が少 高値圏で売ることで得 0 分だけ、 IJ 投資リタ

デックス投資だからである。 が有効なのは株価指数を使っ 個別株は企業破綻で無価値にな になることはあり得 なくな スクが 高 個別 くて たイ な 価

〈図表4〉TOPIXによる修正積立投資法 (5年移動平均からの乖離利用)



(出所)Yahooファイナンス

h

手

るからだ。

修正積立法の限界

リターンではない。 ものであり、ポートフォリオ全体の 先のIRRの計算は株式に投資され 金の調達が、売る局面では売って得 たキャッシュフローだけで計算した 全体のリターンは下がってしまう。 しているだけでは、 た余剰資金の運用が問題となる。 に売り局面で得た資金を現金で保有 この修正積立法の限界についても れておこう。 買い増す局面では追加資 まず、 ポートフォリオ 定額積立投資 特

この問題への対応は各様にあり得るが、筆者の場合は不況期に借り入るが、筆者の場合は不況期に借り入れを伴うマンション投資をしているので、売り局面で生じた余剰資金は既存ローンの返済に充当することで既存ローンはる。 アベノミクスの上げ相場のおかげで、既存のローンは完相場のおかげで、既存のローンは完ける。

に比べてリターンは劣後する。なぜ的に上昇する局面では、定額積立法年にもわたって株価が急速かつ一方年にもわたって株価が急速かつ一方期の日本株、あるいは90年代後半のバブルまた、1980年代後半のバブル

なら、定額積立投資は投資残高を100%維持しながら定額を買い続けるが、修正積立法は上げ相場では減少させるからだ。要するに、あら減少させるからだ。要するに、あらゆる相場状況に万能の売買ルールはゆる相場状況に万能の売買ルールはあり得ないということだ。

期的な相場の水準調整には対応でき る ではなく、ある程度時間をかけた長 のような一方的かつ急速な上げ相場 算しているので、 たどる場合も、 本株が今後長期的な上昇トレンドを また、仮に日本でもインフレ率や名 く限り、この修正積立法は有効だ。 して大きく上下動する相場環境が続 局面がなく、 目経済成長率の底上げが起こり、 逆に言うと、そうした大バブルの 株価が景気変動を反映 移動平均は5年で計 過去の大バブル期 Н

長期に徹し切れない投資家

会後、この種の手法が投資信託な が大いに普及するようなことは起こ が大いに普及するようなことは起こ のた投資手法も、それがまねされて った投資手法も、それがまねされて

れは、相場予測の「自己言及性」とり、短期的な投資現象には実によくり、短期的な投資現象には実によく当てはまる。しかし、長期投資では必ずしも当てはまる。とかし、長期投資では必ずしも当てはまる。とかし、

その理由の第一は、金融機関の営業スタイルが個人投資家の長期の資産形成にコミットせず、毎期の利益であり、やはり本当に長期で資産形成を志向し、そのために必要な金融がを志向し、そのために必要な金融リテラシーを身に付けている方は実リテラシーを身に付けている方は実いからだ。

例えば、多少知恵のある方でも、投信の選択ではモーニングスター社のサイトなどで過去1年、あるいはのサイトなどで過去1年、あるいはのまにリターン)の高いフォーマンスとだ。なぜかと言うと、既述の通りとだ。なぜかと言うと、既述の通りとだ。なぜから売り始め、資金を一部は、途中から売り始め、資金を一部は、途中から売り始め、資金を一部とで必ず劣後する。

うした相場の上げ局面である。そし式投信に関心を示すのは、まさにこ式と言いが、多くの個人投資家が株

なかなか選ばれない。
の長期逆張り手法を導入した投信は投信を選ぶ傾向が強いので、この種て、そのときに一番リターンの高い

選ばれない。 選ばれない。 選ばれない。 選ばれない。 選ばれない。 選ばれない。 選ばれない。 との修正積立法の優位性が が小さいということでは、魅力的 にすら感じられず、やはりなかなか ということでは、魅力的 にすら感じられず、やはりなかなか のになっている。 では、 を失っている。 では、 を大っている。 では、 をはりなかなか にすら感じられず、 やはりなかなか ということでは、 をとっている。 ではりなかなかるかなか

利用したアルゴリズム・トレーディ り手法の効果を消し去るという皮肉 のこと自体が、 張り手法もさまざまに開発され、 筆者が本稿で提示したような長期逆 による相場解析が一層発展すれば、 とんどのようだ。しかし、人工知能 去のことだ。これまでの人工知能を な結果をもたらすのだが、 長期投資の分野にも変革を生み出し を累積させることを狙ったものが ングは、高速取引で超短期の売買益 資家の間に広がるかもしれない。 ただし、こうした傾向も、 最終的には長期逆張 過剰な相 全て過 2

出生率の回復は本物か

政策要因と景気要因の二つが考えら 出生率が回復してきた背景としては、 子化は最悪期を脱したと言えそうだ。 出生率という観点からは、日本の少 その後緩やかに上昇してきている。 率は05年に1・26まで低下したが、 42) よりやや上昇した。日本の出生 ると、2015年の合計特殊出生率 (1人の女性が平均的に産む子ども 厚生労働省「人口動態統計」によ は1・46となり、 前年(1:

ることの表れでもある。 子育てをしようとする人が増えてい 事実だ。しかし、待機児童が増えて 待機児童はなかなか減らないことも 増大するニーズに応え切れておらず、 るようになった。もちろん、保育は いるからであり、それは働きながら いるのは、供給以上に需要が増えて 子育てと就業の両立支援に力を入れ 育て支援は前進しており、企業も、 た可能性がある。国、地方政府の子 育て支援への動きが効果を表し始め 政策要因としては、社会全体の子

> きた。これが若年層の将来不安を減 少させ、結婚しやすい環境をもたら 新卒者の就職状況もかなり改善して 雇用情勢は逼迫状態が続いており、 ないということである。このところ 基盤が安定していないと、結婚でき 率が低いことが知られている。生活 性の結婚の状況を見ると、非正規の したものと考えられる。 男性は正規雇用の男性に比べて結婚 きたことが影響しているようだ。男 手不足の中で、労働条件が改善して 景気要因としては、14年以降の人

安心するのは早い。 かったことは明るい材料だが、まだ こうして出生率低迷に歯止めがか

出生率が上昇する。15年の年齢階層 化で子供が生まれるようになると 別出生率を前年と比較してみると、 である。すると、晩産化の初期には での年齢別の出生率を合計したもの る。合計特殊出生率は、ある一時点 の出生率が上昇している可能性があ 時的に出生率は低下し、その晩産 第1に、晩産化によって見かけ

場合の出生率で「希望出生率」と呼 率の水準はまだかなり低い。アベノ 時的なものに終わる可能性がある ばれている。この1・8まで達する 希望する結婚と子供の数が実現した ミクスの新3本の矢では、出生率 昇している。これはまさに、 特に30代前半、同後半の出生率が上 1・8を目指すとしている。これは が高まらないと、出生率の回復は している。今後より若い層で出生率 が出生率を押し上げていることを示 第2に、回復したとはいえ、出生

り低いので、仮に1・8が実現して さらに言えば、この1・8でもまだ 1・8はこの置き換え水準よりかな 模の人口を保つのに必要な出生率 にはまだかなりの努力が必要である (置き換え水準)は、 -十分である。日本の場合、一定規 日本の人口は減り続ける。 2・07である

優しい環境を整備していってほしい て油断せず、政府も企業も子育てに 出生率が多少上がったからといっ

場変動が抑制されるという意味では

泰久

を操作していくつもりだ。 要とするそうした状況になるまでは 示すシグナルを参考に株式投資残高 筆者は当分の間はこの修正積立法が まだかなり時間がかかりそうなので 投資家意識の変革を必

見を決め込んでいる。 度に減らし、4月の乱高下でも様子 投資額ベースではピーク時の3割程 いる。筆者自身は昨年の時点で累積 時価総額ベースでは25%減となって 累積投資額ベースでは約半減、 示す株式投資残高は、ピーク時から 買いでもなく中立である。図表4が 積立法の示すシグナルは、売りでも しておこう。16年4月末時点の修正 最後に、現状でのスタンスを確認

ぎり、恐らく次の景気後退時になる この修正積立法のシグナルを見るか だ。次に日本株の買いに動くのは、 年でも2年でも休んでいられること ジでは中途半端に手を出さずに、 安感でも割高感でもないようなレン 般個人投資家の最大の優位点は、 関のファンドマネジャーらと違う一 毎期稼がなくてはならない金融機