



資産運用こぼれ話

岡本 和久

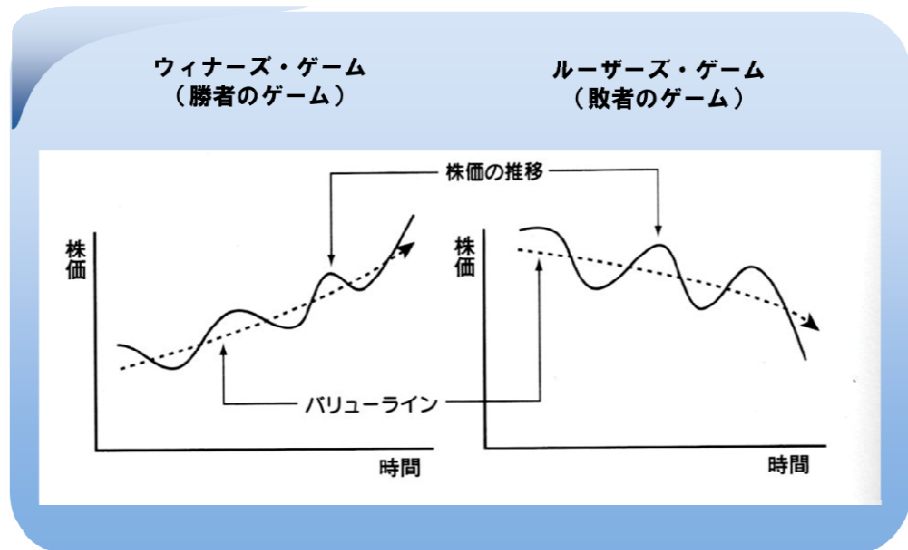
ウィナーズ・ゲームとルーザーズ・ゲーム

「株価は影」、投資家の心理は欲望と恐怖の間を目まぐるしく行き来しています。実体価値は変わってなくても欲望の側から光を当てると影は大きく見えます。恐怖の側から光を当てれば影は小さくなります。投資家の心理が日々、変化するに伴い、影は上にも下にも大きく変動します。ですから、影を追いかけていても仕方がないのです。企業の投資価値を冷静に判断して価値が育っていくのを待っていればよいのです。

昔からウォール街では、株式市場は欲望と恐怖の狭間を昇っていくと言われます。恐怖の光（投資家の心理）は高いところから実体（株主価値）を照らします。すると影（株価）は小さく見えるのです。逆に、欲望の光（投資家の心理）は下の方から光を当てるので、実体（株主価値）が大きく見えます。影（株価）は、光（投資家の心理）の当て方で、上にも下にも動きます。だから、影の動きに惑わされないことが極めて大切なのです。

株価は短期的には投資家心理の振れで大きく変動しつつも、長期的に見ると株式の価値を中心に動いています。大切なことは価値が安定的かつ持続的に増加するようなポートフォリオを保有することです。価値が時系列で見てどのように増えるかを示すのがバリューラインです。バリューラインが上

昇を続けるようなポートフォリオを保有していれば、仮に買付けたのがその時の高値であっても、次の高値は前の高値を更新する可能性が大きいのです。これがウィナーズ・ゲームです。





長期投資仲間通信「インベストライフ」

ファンダメンタル・リターンと投機的リターン

トヨタ自動車の株価は、ほぼ6,000円ぐらいです。同社は33億株を発行しているので、時価総額は約20兆円となります。仮に1日平均で株価が1%動いたとすると、時価総額は約2,000億円変動するのです。トヨタ自動車の2017年3月期の連結純利益は1.5兆円程度が予測されています。つまり、株価が1%動くと、1日で当期純利益の約13%に相当する価値が株式市場では変動していることになるのです。昨日と今日で、同社の企業価値がどれだけ変化したのでしょうか。とても利益の13%が増減する大事件が毎日起きているとは思えません。所詮、株価は「影」なのです。

目先の株価の動きに一喜一憂せずに、投資先企業の実体価値の成長だけを見ていけばよいのです。株式のリターンは、ファンダメンタル・リターンと投機的リターンの2つに分類できます。企業価値が増加するには時間が必要です。短期間ではほとんど価値の成長はありません。ですから、株価の動きは心理に影響する部分が大きくなります。長期になるほど、株価変動の中心点となる価値が成長します。むろん、その時点では心理によって大きな価格変動はありますが、長い目で見ると株価は価値の周辺を大きく変動しているのがわかります。

銘柄によっては長期間のうちに衰退し、場合によっては倒産の憂き目にあう企業もあるでしょう。しかし、多数の企業を保有していればすべてがそうなるわけではありません。まして、長期で見れば世界経済全体は緩やかな成長を続けるでしょう。そして、その成長をけん引していくのが世界の主要企業です。ここにグローバルな主要企業への分散投資と長期投資が必要な根本的な理由があります。

難しい投資とやさしい投資

投資は難しいと思っている方がたくさんいます。なぜ、投資が難しいかというところできるだけ早く、できるだけたくさん儲けようとするからです。多くの場合、そのような投資行動は投資ではなく「投機」です。

株価の短期的な動きは予測がほとんど不能です。そのわからないものを対象に偶然性に賭けるのはバクチに等しい投機です。つまり、成功しても偶然であり、幸運だったというだけのことです。しかし、株価の動きを分析して売買を行い儲ける人もいます。過去の株価の動きから将来を予測する点について筆者は否定的ですが、できると信じて投資をする方もいます。そのような方は短期投資家と言えるでしょう。



長期投資仲間通信「インベストライフ」

それでは長期投資とは何かと言えば株式投資によって企業を保有する、そして企業が成長すると共に投資資産も増殖することを狙うものです。つまり、同じ投資でも短期投資と長期投資は別物なのです。

企業が成長するには少なくとも数年という時間がかかります。したがって保有する企業価値が増えるためには必然的に長期投資をすることが必要になるのです。しかも、その成長率はゆっくりとしたものです。ですから、時間はかかり、リターンも目覚ましく高いものではありませんが、目まぐるしく動き回る株価を当てるような難しさはありません。

要は世の中で本当に役立っている企業、自分が応援したいと思っている企業をじっと保有していればいいのです。それも難しいのであれば、全世界の株式を対象とするインデックス・ファンドを買っておけばいいのです。我々の生活を支えているのは世界中の企業です。「おかげさま」という気持ちですべてを保有しておけばいいのです。

最強の積立投資法、バリュート平均法

個人投資家が人生を通じて資産運用をする際に一番、簡単に実行できる方法は積立投資です。つまり、相場の短期的な予測は極めて難しいので、買付タイミングの分散を図る方法です。積立投資の手段として日本では一般にドルコスト平均法が用いられています。これは定期的に一定の金額を同一銘柄に投資してゆく手法です。その結果、株価や基準価格が安くなれば自然に株数・口数をたくさん買うことになる。逆に高くなれば少な目になる。これを続けていけば比較的成本の安いポートフォリオを構築できるというものです。

この手法は極めて優れています。多くの場合、業者が自動的に投資をしてくれるので、特に投資にそれほど習熟しておらず、あまり、興味も、時間もないという方には最適の方法です。しかし、少し投資経験を積んでくると「投資をしている」という実感を持ちたいという方も増えてくるものです。そのような方に最適なのがバリュート平均法と呼ばれる手法です。

これは1988年に米国のマイケル・エデルソン博士が発表した積立手法です。この手法の特徴は価格が下落した時には投資金額を増やす、上昇した時には投資金額を減らすというものです。この点が価格変動に関係なく一定金額を投資してゆくドルコスト平均法との大きな違いです。そして、概してドルコスト平均法よりも優れた成果を実現しています。

この手法ではまず、バリュート経路(バリュート・パス)という資産増加の道筋を決めます。その上で毎回、時価残高がバリュート経路になるように資金を投入していきます。時価残高がバリュート経路を超えた場合には超過分を売却します。そして、その資金を値下がりにより価格が下がった時に買いを増やすための原資として使うのです。



長期投資仲間通信「インベストライフ」

これからかなりの長期間にわたって世界のマーケットはかなり大きな変動を続けるだろうと思います。流動性の縮小と世界景気の回復という二つの要因の綱引きでマーケットは波乱含みの動きを続けるのではないのでしょうか。そのような時こそ、ただ、一定額を積み立ててゆくだけではなく、下落時には投資資金を増やし、上昇時には減らしたり売却したりするようなダイナミックな積立法が功を奏するのではないかと思います。

この手法については私の著書、「自分でやさしく殖やせる 確定拠出年金 最良の投資術」(日本実業出版社)および「波乱相場を『黄金シナリオ』に変える資産運用法～かんたんすぎてすみません」(きんざい)で解説をしています。ご興味のある方はご一読いただければ幸いです。

アセット・ロケーションの時代

ポートフォリオの長期的なパフォーマンスは、ほとんどアセット・アロケーションによって決まる。これは投資を少し勉強した方にはかなり知られた事実です。しかし、アメリカなどで開催される個人の資産運用の会議などに出席すると、アセット・アロケーションと同じぐらいアセット・ロケーションがテーマになっています。アロケーションとロケーション、「ア」が付くか付かないかという違いですが、実は内容は全く異なります。日本ではこれまで、アセット・ロケーションがあまり議論の対象になっていませんでした。

アセット・アロケーションというのは国内株式、海外株式、国内債券、海外債券などという資産クラスごとに資金をどのように配分するかというものです。これに対してアセット・ロケーションというのは、資産をどのような口座で保有するかという議論なのです。米国では課税口座、確定拠出年金、個人退職勘定(IRA)など、さまざまな種類の口座を開くことが可能です。その結果、どの資産で何を持てば一番効率が良いかという点が問題になるのです。まさに、「ロケーション＝場所」なのです。

資産運用では、コストが重要な要素であることは言うまでもありません。しかし、今まであまり注目されなかった「税金」が、投資に際しても大きなコストとしてクローズアップされつつあります。せっかく、税金面で極めて手厚いメリットのある確定拠出年金口座があるのに、そこには超低金利の預金しか入れていない。一方で、短期的には大きく変動しても長期的には高いリ

図表 4-2 ● アセット・アロケーションとアセット・ロケーションのマトリックス
—この表に組み入れていく資産の配分を書き込んでいく

		アセット・アロケーション			
		グローバル株式 インデックス・ ファンド	物産連動 国債ファンド	定期預金	普通預金 MMF
ア セ ッ ト ・ ロ ケ ー シ ョ ン	課税口座				
	NISA				
	確定拠出年金				
	合計				



長期投資仲間通信「インベストライフ」

ターンが期待できる株式などを課税口座で保有している。このロケーションを逆転するだけで、長期的には非常に大きな差が生まれます。しかも、リスクを高めずにリターンを殖やせるのです。

これからは資産運用を行う際に資産クラスごとの配分であるアセット・アロケーションと、それらをどの口座で買うかというアセット・ロケーションのマトリクスで考えることがとても重要になります。

特に税制面で優遇されているのが確定拠出年金制度です。拠出する資金が所得控除され、利子、配当は非課税、譲渡益も課税されず、退職後の引き出しの際も控除があります。しかし、不思議なことに多くの方がこの口座で定期預金をしているのです。

株式と定期預金では長期的には非常に大きなリターンの差があります。リスクは大きくても長期的には高い平均リターンが得られる株式を課税口座で保有し、せっかく税制優遇されている確定拠出年金で超低金利の定期預金をしている。これはとてももったいないこと、よほど税金を払うことが好きなのでしょうか。

税金は投資のコストです。せっかく導入されている制度です。うまく使えばリスクを高めずにリターンを向上することができるのです。これからの資産運用はアセット・アロケーションとアセット・ロケーションのマトリクスで考えることが非常に重要なのです。