

資産運用レポート：長期投資のリスク管理

1 はじめに

私もその一人ですが、個人投資家の中には、長期投資を行っている人が少なくありません。

プロの世界では、このやり方を「ロングロンリー」を呼んでいます。運用者向けの教科書として書かれた『「株式ディーラー」プロの実践教本』では、ロングロンリーについて、次のようにまとめています。

売りは組み合わせず、あくまで買いのみで運用されるため、相場の上昇局面では大きなリターンが期待できる反面、相場が下落・調整局面に入ると、相応のドロダウンも発生します。

相場調整が短期間で済めばいいのですが、下落トレンドが長引く局面では、負け続けることも十分に考えられます。「優良銘柄に投資しているから大丈夫」という過信は、大きな失敗につながります。

大切なのは、自分自身のリスク許容度を理解したうえで、このアプローチを選択しているのかどうか、またそのリスク許容度の範囲内でドロダウンをコントロールできるのかどうかです。

アベノミクス相場の始まった2013年以降は、強気相場が続きました、相場の調整局面も長くて半年程度と、比較的短期間で収まっています。しかるに多少の下げなど気にせず、ロングロンリーで突き進んだ投資家は、笑いが止まらないほどの果実を手に入れられたはずですが、

しかし本物の弱気相場が訪れると、2～3年は厳しい下げが続きます。そうなれば、ITバブル崩壊やリーマンショックといった修羅場を知らない新参の投資家は、金銭的にも精神的にも、かつて経験したことのない大きなダメージを受けてしまい、次々と退場に追い込まれるに違いありません。私自身も株式投資セミナー講師の仕事をはじめてからは、そういった悲劇を嫌というほど見てきました。

投資家として一番大事なことは、たとえ株式市場がどのような状況に陥ろうとも、とにかく生き残ることです。今回の資産運用レポートでは、『「株式ディーラー」プロの実践教本』のアドバイスを参考として、長期投資のリスク管理について取り上げます。項目としては次の3つです。

- エントリー
- エグジット
- ポジション・コントロール

2 エントリー

エントリー（買い）で真っ先に留意したいのは、相場全体が長期的な下落トレンドの時期を避けることです。

下図はITバブルの崩壊局面に当たる、2000年から2003年にかけての日経平均です。200日移動平均線が2000年4月から2003年6月まで下を向いており、3年以上にわたり下落トレンドが続きました。

ロングオンリーで突撃すれば、ほぼ確実に討ち死にします。無謀にも初心者時代の私は「下がったから割安」とばかりに買い向かい、3年連続で20%以上の損失を計上しました。

このような局面では買いたい気持ちをぐっところえ、相場全体が底打ちして上昇トレンドに転じた後、最初の押し目を待ってからエントリーするのが賢明です。

★日経平均株価 日足 2000～2003年



相場全体に関しては、強気相場が何年も続き、高値圏に達したときも警戒が必要です。短期売買であれば「バブルは弾ける前が一番おいしい」と割り切り、便乗するのもありでしょう。しかし長期投資では然るべきタイミングで利益確定を行い、儲け損ねるぐらいで丁度いいと思います。

相場の割高感を示す指標としては、米国株に対するウォーレン・バフェット指標やCAPEレシオが知られています（残念ながら、我が国にこの手の指標はありません）。

さらに相場の高値圏では景気も過熱気味のため、FRBの金融引き締めにより、米国の短期金利が長期金利を上回る逆イールドが発生します。

また私たちの身の回りでも、株式投資セミナーに若い女性の参加者が増えて、セミナー会場が華やかになるという異変が生じます。SNSでも、毎月のようにパフォーマンスを自慢する個人投資家が目立ち始めます。

以上のようなマクロやミクロの状況を横目に「株の買いどきなのか、あるいは売り時なのか」という大局観を持てるようにしたいものです。その結果、今は長期投資に適している局面であると判断できれば、日頃から目を付けている個別銘柄のエントリー時期を探っていきます。

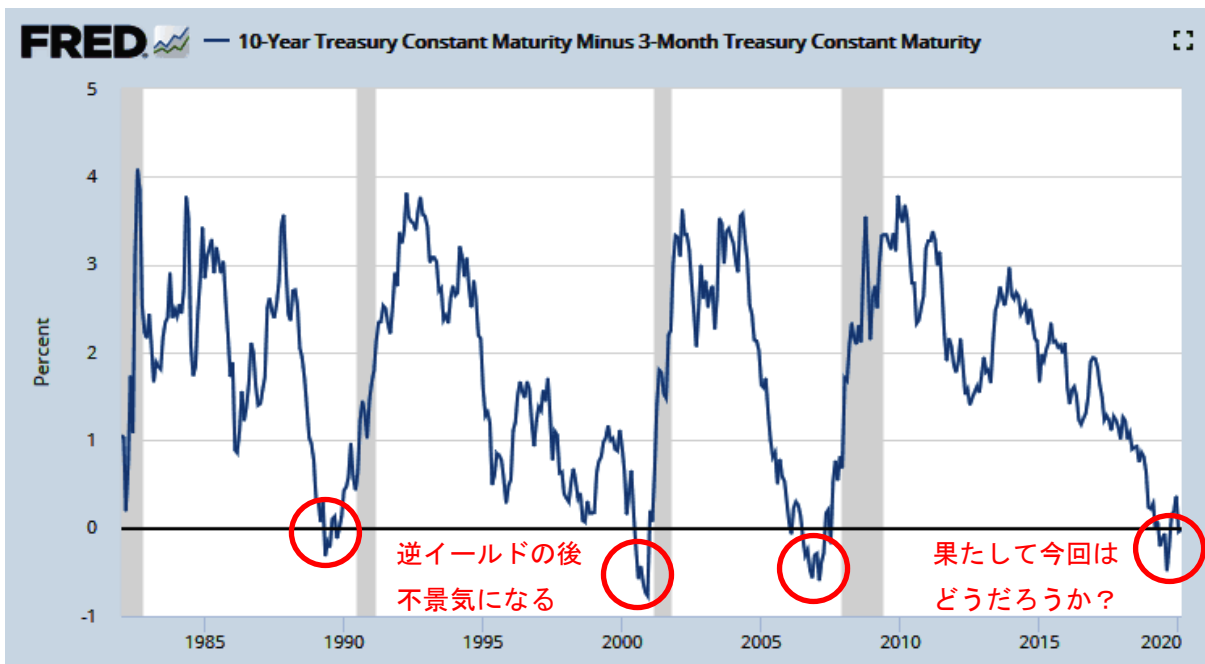
★ウォーレン・バフェット指標

The Ratio of Total Market Cap to US GDP



株式市場時価総額をGDPで割った指標です。直近の米国株は2000年のITバブルとほぼ同じ割高な水準まで値上がりしていました。

★米国債の長短金利差



長期金利（米国10年債）と短期金利（米国3カ月債）の金利差です。過去3回とも、短期金利が長期金利を上回る逆イールドの発生後、景気後退（グレーの部分）に陥っています。

個別銘柄のエントリーに関しては『「株式ディーラー」プロの実践教本』のアドバイスが参考になります。

エントリーのタイミングですが、理想をいえば、誰も注目していないような時期にコツコツ仕込むことです。そして、一定の保有期間が経過した後、その銘柄の材料などがマーケットで話題となり、売買が盛り上がり、株価が急騰する局面でエグジットする。これが理想形です。

したがって、すでにマーケットの話題となり、株価が上昇局面にあるときにポジションを持つのは、得策ではありません。マーケットで注目されているときは、すでに株価が割高になっています。大切なことは、その企業・銘柄の将来価値に対して、現在の株価がそれをどこまで織り込んでいるかをしっかり考えたうえで、投資判断を下すことです。

チャート上では、株価が最短3カ月から最長2年ほど横ばいのボックス圏で推移し、出来高も薄い「保ち合い」がこの状況に該当します。

下図は鈴茂器工のチャートです。基本的に忠実な売買を行うことにより、1～2年の保有でほぼ2倍のリターンを達成できました。

★鈴茂器工（6405）月足10年



3 エグジット

エグジット（売り）に対する『「株式ディーラー」プロの実践教本』のアドバイスは次のとおりです。

シナリオが実現し、ターゲット・プライスが達成できれば利益確定、シナリオが崩れたときはロスカットします。「評価損が何%になったらロスカットする」というようなルールは、長期保有前提の場合はあまりふさわしくありません。

むつかしいのは、想定外の事態が生じたときです。基本的なスタンスとしては、想定外の出来事は「シナリオが崩れた」という認識で、利食いおよびロスカットをするべきだと考えます。

個人的には経験則に基づき、利益確定を行う際に一工夫加えています。なぜなら「そろそろターゲット・プライスだな」と売った後に、株価の上がり続けるケースが少なくないからです。

ときには「あなたが売るのを待っていた」とばかりに、私が売った途端、急騰を演じたこともありました。地団駄を踏んでも、後の祭りです。

これは仮説に過ぎないのですが、おそらく、株価のモメンタム（勢い）を見ていたトレーダーが私と入れ替わりに参戦し、さらに上昇に弾みがついたのではないのでしょうか。そこで今では、ターゲット・プライスを達成しても、上昇トレンドが続く限りは持ち続けるようにしました。

つまり買値からターゲット・プライスまでの利益をファンダメンタル分析で確保しつつ、さらにテクニカル分析による上乗せを狙うという二段構えです。

この方式に代えてから、高値圏で利益確定を行える回数が増えました。銘柄によっては「テクニカル分析による上乗せ」の値幅のほうが大きいこともあるほどです。

一方で対応に悩むのは、投資先のファンダメンタルに変化がないにもかかわらず、マーケット全体の急落に巻き込まれるような形で、株価の大幅な下落に見舞われたケースです。

この件に関して、トレーディングコーチのタープ博士は著書『新版 魔術師たちの心理学』の中でプロテクティブストップの使用を推奨しています。

プロテクティブストップとは、そもそも最悪の事態に陥ったときに資産を守るための手段であることを思い出していただきたい。

いかに保守的な長期投資家であっても、最悪の事態を知らせてくれる何らかのシグナルを購入する段階で準備していくことは必要だろう。例えば、25%ストップという簡単な方法でもよい。

虎の子の投資資金を失わないためにも、プロテクティブストップを用い、許容できる損失額の上限を決めておくことを検討すべきでしょう。

余談ながら軍事用語の「全滅」は文字通りの意味ではありません。全体の3割を失えば、もはや部隊として機能しなくなるため、全滅と見なします。

- 全滅：兵力を30%喪失
- 壊滅：兵力を50%喪失
- 殲滅：兵力を100%喪失（旧日本軍では玉砕）

戦場における指揮官の重要な役割として、部隊が全滅する前にそれを察知し、一時的に後退して戦力を立て直すなど、方針を転換することがあげられます。

この考え方は、マーケットを通じた人間同士の戦いでもある株式投資にも、十分に適用できると思います。どんなひどい相場でも、投資資金の30%を失わないよう、リスク管理を徹底してください。

★鈴茂器工（6405）週足 2015～2017年



「ファンダメンタル分析+テクニカル分析」の二段構えによる私自身の売買例です。鈴茂器工を2015年6月の「保ち合い」にて1016円で買い、ターゲット・プライスとして1800円前後を想定していました。

しかし株価が上昇トレンドだったため保有を継続し、決算発表前の2017年5月に2450円で売りました。テクニカル分析による利益の上乗せにより、より大きなリターンを達成できています。

4 ポジション・コントロール

『「株式ディーラー」プロの実践教本』では、ポジション・コントロールについて次のように述べています。

中長期投資のポジション・コントロールは、銘柄分散をしっかりと行うことに重点をおきましょう。どれだけ分析力が秀でていたとしても、予測は外れることがあります。一つのトレードに多額の資金を投入し、それが失敗に終わったら、致命的なダメージを負ってしまいます。

銘柄分散を行う際には、各銘柄の流動性への配慮も必要です。流動性に対するリスクを過大に抱え込むことになり、エントリーとエグジットの執行コストが上がってしまいます。

大きな損失を被る個人投資家に共通しているのは、その時点で流行している人気銘柄への集中投資を行っていることです。2005年の新興不動産バブルでは、アーバンコーポレーションやダヴィンチ・アドバイザーズ（いずれも上場廃止）などの不動産流動化銘柄を全力買いしていた投資家がカリスマとして注目されました。

彼らは一世を風靡したものの、2006年1月のライブドアショックをトリガーとして新興市場が崩壊すると、腹一杯に抱えていた不動産流動化銘柄と運命を共にしました。

私も不動産流動化銘柄を買っていたのですが、1銘柄は投資資金の10%まで、1業種は30%までというルールを設けていたため、これらの銘柄に「俺の銘柄」といった特別な感情を持たずに至らず、高値圏ですんなりと売却できました。

またSNSなどで品薄株を買い煽るような人たちにも注意が必要です。うっかり誘いに乗ってしまえば、投資家心理が冷え込み、売買の細るような局面では、売るに売れなくなります。

銘柄分散に関しては、数学者によると値動きの異なる7～8銘柄を組み入れれば、個別銘柄のリスクは大幅に軽減されとの計算結果が出ています。個人的な経験則では、10～15銘柄のポートフォリオが一番運用しやすかったです。

5 おわりに

最後に『「株式ディーラー」プロの実践教本』から、ロングオンリーに対する記述を引用します。

ディーリングやヘッジファンドでは、一般的に月次であれ、年次であれ、常にリターンを求められます。それは、相場が上昇局面でも下落局面でも、あるいは膠着局面でも、リターンを実現できる運用です。上昇局面で大きな利益を稼ぎ出す一方、下落局面では相応に損失が生じるという運用はほとんど許されません。

一方、対ベンチマークで運用成績の良し悪しが評価される投資信託では、より良い銘柄に選別投資することで、ベンチマークである株価指数をオーバーパフォームできれば、それなりに評価されます。たとえファンドの運用成績がマイナスでも、その下落率がベンチマークのそれよりも小さければ、優秀な運用が行なわれたと評価されるところがあります。

個人投資家の中には、たとえ少しずつでもいいから、毎年のように着実に右肩上がり金融資産を増やしたいという方もいらっしゃるでしょう。

その場合、相場がどんな状況であっても、株式投信のようにフルインベストメントを続けるのは、何か矛盾しているように思えてなりません。

さらに大半の個人は、よりボラティリティの高い中小型株を選好するため、相場の下落局面においてはTOPIXなどの株価指数を大幅に上回る損失を計上しがちです。

私たちは長期投資（ロングオンリー）に「トレードのような投機的な売買とは異なる、まっとうで王道的な投資」というイメージを抱き、バフェット氏などのヒーローを担ぎ出し美化しようとしています。

しかし売りによるヘッジを活用しているプロ投資家の目には、ロングオンリーが相応のリスクを内包していると映っている点に留意が必要です。

皆さんが長期投資家を目指しているのであれば、そのリスクにどう対峙すべきか、自分なりに再考してみてください。



良書です。一読をおすすめします。