

株式の長期投資効果について

内 田 ふじ子

株式投資で収益を得る要諦は銘柄選択にあることは言うまでもないが、公表されている情報を使って、市場にある多くの銘柄の中から短期間で好ましい収益をもたらすような銘柄を探し出すことは難しく、また、それが実現する可能性もきわめて小さい。そこで情報量の少ない投資家には、

大きな損失を被るリスクをコントロールして、安定的に収益を得る投資戦略として、長期投資や銘柄分散投資、ドル・コスト平均法などが勧められてきた。しかし、九〇年代以降の株式相場の長期低迷やグロバライゼーションの進展などで銘柄ご

との株価も連動する傾向が強くなり、それらの投資戦略の有効性が疑問視されるようになってきている。本稿では株式投資収益率を用いて、長期投資の効果について検証してみた。

小さくなった長期投資の有効性

二〇〇二年の東証第一部の平均株式投資収益率はマイナス一四・三%となった。これは東証第一部に上場されている全銘柄の平均収益率であり、

高度に銘柄分散された株式ポートフォリオの一年間の投資収益率である。過去五〇年間を振り返ってみると、最高は七二年の七二・一％、最低は九二年のマイナス二四・八％である。仮に一九五二年にこのポートフォリオを買って、二〇〇二年まで五〇年間持ち続けたら年あたり一三・四％もの収益をあげることができたことになる。日本経済の高度成長期などバブル崩壊以前の高い収益がバブル崩壊後の大きなマイナスの収益を相殺した結果である。一三・四％というのは魅力的であるが、一般に投資期間として五〇年を想定する投資家は希であろう。長くて一〇年くらいではないだろうか。一九五二年から二〇〇二年までのデータをを用いて投資年数別収益率を計測し、その最高と最低を示したのが図一である。先に述べたように保有期間一年の最高は七一年に購入して七二年に売却したケースの七二・一％、最低は九一年に

購入し九二年に売却したマイナス二四・八％であったが、保有期間二年だと最高は四九・七％（七一年に購入して七三年に売却したケースの一年当たり収益率）、最低はマイナス一八・三％（九〇年購入、九二年に売却のケース）、保有期間五年だと最高は三四・一％（五五年購入、六〇年売却）最低はマイナス七・三％（八九年購入、九四年売却）、保有期間一〇年の最高は二五・二％（五二年購入、六二年売却）最低はマイナス三・五％（八八年購入、九八年売却）などとなっており、投資期間が一年だと最高と最低の差が九六・九ポイントの開きがあるが、一〇年だと二八・七ポイントと保有年数が長くなるにつれて平均化されて最高と最低の差が小さくなっていく様子が示されている。保有期間が一六年になると最低でも一・四％（八六年購入、二〇〇二年売却のケース）であり、購入年がいつであろうと一六年以上

図1 保有年数別収益率の最高と最低
(東証一部平均、年率)

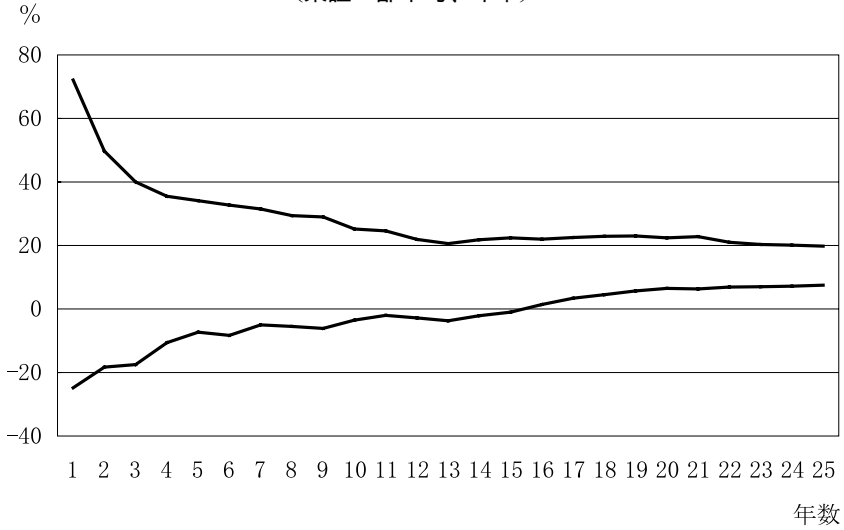
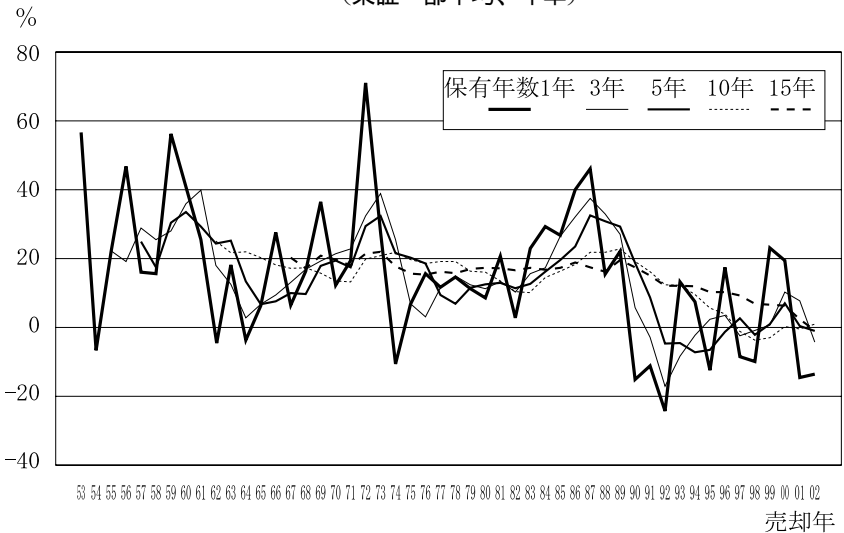


図2 保有年数別投資収益率
(東証一部平均、年率)



保有すれば必ずプラスの収益が得られている。これは投資期間が長期化するにつれて投資期間中の年平均収益率が安定化していくという点で、長期投資の有効性を示しているといえるだろう。しかし、注目すべきことは、保有期間一年の最高から一五年の最高の年当たり収益率の低下幅が四九・七ポイントもあるのに対して、最低の上昇幅は二三・八ポイントと半分以下となっていることである。図2は保有年数三、五、一〇、一五年の収益率の動きを売却年ごとに示したものである。八九年を境にグラフの中心が二〇%から〇%前後へとシフトしていることが分かる。八九年までは一年の収益率がマイナス二桁台だったのは一回だけであり、また、マイナスの年が続くことはなかったため、九〇年までは長くても三年保有していれば収益は必ずプラスになり、一年以上では一〇%以上の収益が得られた。しかし、九〇年以降はマ

イナス二桁台の収益率が七回、しかも連続して起こることもあったため、七八年に購入、二〇〇二年売却”のように一五年間保有し続けてもマイナスになる場合があったのである。八〇年代までの右肩上がりの相場ではきわめて有効だった長期投資は、九〇年代以降の株式相場の長期低迷によつて収益安定化効果が小さくなったことが分かる。

長期投資が有効な精密機器

次に、産業別収益率（二八分類）を用いて、長期投資の効果を産業ごとに観測してみよう。（表）保有期間一年の最高収益率と最低収益率の差が大きかったのは鉱業、海運業、通信業および建設業である。（通信業の対象期間は一九六一年からの四二年間である。）そのうち、鉱業と海運業は

表 保有期間別収益率 (%)

東証一部市場 産業別収益率	保有期間1年		保有期間5年		保有期間10年		保有期間15年		50年間の 年平均収益率	最低収益率が プラスになる年数
	最高	最低	最高	最低	最高	最低	最高	最低		
水産・農林業	72.1	-24.8	34.1	-7.3	25.2	-3.5	22.4	-1.0	13.4	16
鉱業	99.9	-35.2	36.2	-12.6	25.2	-10.9	16.7	-5.0	8.8	18
建設業	143.6	-35.9	56.7	-18.0	31.0	-16.0	21.9	-6.6	6.4	28
食料品	126.6	-35.9	74.5	-14.5	63.9	-12.1	38.4	-6.0	16.0	17
繊維製品	83.1	-19.7	44.2	-7.5	34.7	-4.3	22.4	-3.4	12.2	17
パルプ・紙	85.7	-22.7	32.7	-9.8	21.8	-7.8	18.2	-3.9	10.2	18
化学工業	102.3	-27.7	35.4	-8.8	21.6	-7.3	17.2	-1.2	9.9	16
石油・石炭製品	63.4	-16.4	36.8	-7.8	29.6	-1.5	22.5	0.8	14.5	14
ゴム製品	89.2	-29.0	43.4	-13.2	31.3	-9.5	22.8	-2.1	11.6	21
ガラス・土石製品	94.2	-31.3	36.5	-7.4	25.4	-0.7	17.4	-2.9	12.0	14
鉄鋼	84.1	-20.6	35.1	-9.2	27.9	-7.9	19.4	-3.1	11.7	17
非鉄金属	91.6	-35.1	40.7	-16.3	24.1	-13.5	20.2	-4.6	9.1	22
金属製品	87.4	-31.9	30.6	-8.5	24.4	-6.9	20.1	-2.2	10.8	17
機械	117.5	-28.1	48.9	-11.9	36.2	-9.4	22.7	-1.0	13.1	16
電気機器	117.6	-28.0	62.2	-9.0	32.3	-4.8	27.2	1.1	12.6	15
輸送用機器	116.0	-32.3	64.5	-5.9	33.7	0.2	30.0	2.3	14.7	14
精密機器	88.2	-29.0	51.3	-5.2	29.7	0.2	24.8	5.5	14.8	10
その他製品	91.8	-23.9	53.8	-5.5	39.3	2.5	27.6	5.4	15.3	8
商業	123.8	-19.4	73.5	-7.7	47.5	-1.4	30.9	1.9	16.2	14
金融・保険業	95.4	-24.9	41.4	-7.1	29.6	-2.1	23.7	2.2	13.8	14
不動産業	117.9	-29.6	58.3	-10.2	35.7	-8.0	29.1	-6.9	12.9	18
陸運業	109.7	-33.0	39.2	-13.9	28.1	-9.4	23.2	-5.8	10.7	17
海運業	111.2	-28.4	46.5	-11.0	26.0	-6.4	20.9	-1.4	13.1	16
空運業	142.0	-34.3	53.3	-14.2	33.6	-12.7	21.7	-2.5	5.6	30
倉庫・運輸関連業	70.5	-36.1	45.9	-15.9	22.5	-13.9	20.6	-9.4	5.4*	18
通信業	92.7	-29.3	42.1	-12.3	23.5	-9.1	21.4	-3.7	10.1	17
電気・ガス業	137.2	-42.3	57.3	-22.5	31.6	-9.5	29.5	-5.8	9.7*	19
サービス業	112.3	-30.3	44.7	-9.1	25.9	-6.4	22.2	-2.7	12.6	17
銘柄別収益率	83.7	-35.8	38.0	-10.5	25.2	-0.8	19.1	1.2	12.1	14
三井鉱山	250.4	-54.5	52.5	-28.9	33.3	-20.7	20.6	-12.4	0.8	31
住友石炭産業	230.0	-55.4	55.3	-35.9	31.2	-25.0	20.7	-14.8	1.0	31
武田薬品工業	111.4	-26.4	57.7	-13.9	40.0	1.8	31.6	0.3	18.1	10
山之内製薬	185.8	-30.5	58.6	-9.4	46.9	-1.7	35.5	4.3	19.4	12
藤沢薬品工業	170.8	-39.8	62.1	-12.0	56.4	-5.2	38.7	1.4	20.0	12
三菱マテリアル	70.0	-35.0	37.5	-14.3	25.9	-12.8	20.0	-8.0	7.8	21
トヨタ自動車	120.5	-37.9	89.2	-1.4	44.9	6.5	38.8	6.7	19.7	7
リコー	388.8	-58.2	92.8	-23.1	54.2	1.9	36.5	5.7	18.0	10
東北電力	78.9	-26.2	35.0	-7.4	22.2	-5.5	20.7	-0.5	12.1	16

* 空運業は31年間、通信業は42年間

五〇年間の年平均収益率はそれぞれ六・四％、五・六％と低く、必ずプラスの収益をあげるためにはそれぞれ二八年、三〇年以上保有し続けなくてはならなかった。それらの産業は長期保有の効果は極めて小さいということができよう。一方、建設業は五〇年間の平均は一六％とその他製造業に次ぐ高さであったが、必ずプラスとなる保有年数は一七年であった。

五〇年間の平均収益率が市場平均の一三・四％を上回ったのは、建設業のほかにはその他製造業、精密機器、輸送用機器、電気機器、化学工業、商業である。化学工業は保有期間一年の場合の最高と最低の差が市場平均より小さかった唯一の産業である。最高値は六三・四％と産業別に見た最高値の中で最も低く、最低値はマイナス一六・四％で最も高かった、つまり、最も収益率の変動が小さい産業であるが、必ずプラスになる保有

年数は一四年以上と市場平均並みであった。精密機器は八年以上保有すれば最低でもプラスの収益が得られ、平均的にみてもっとも長期投資の効果が大きかった産業であるといえる。

銘柄別収益率でみた長期投資の効果

銘柄別に長期投資の効果を見てみよう。五〇年間のデータが得られる三〇三銘柄の一年間の収益率の変動幅は、いずれも市場平均の変動幅（九六・九ポイント）より大きく、最も変動幅が小さかった三菱マテリアルでも一〇五、最大のリコーでは四四七であった。一銘柄に集中投資した場合の収益率は短期では大きく変動することが分かる。（ただし、変動幅ではなく、変動率（年収益率の五〇年間の標準偏差）でみると、東北電力だ

けは市場平均を下回った。(五〇年間の年平均収益率をみると、市場平均の一三・四%を上回った銘柄が三六銘柄あった。最高は藤沢薬品工業の二〇・〇%、次いでトヨタ自動車(一九・七%)、山之内製薬(一九・四%)、武田薬品工業(一八・一%)、リコー(一八・〇%)が高かった。一方、五〇年の平均が低かったのは三井鉱山(〇・八%)と住友石炭鉱業(一・〇%)で、一%以下はこの二銘柄だけであった。これらの銘柄については長期投資の概要を表に示した。期間中の年平均収益率がプラスになる保有年数を見ると、トヨタ自動車、武田薬品工業、リコー、藤沢薬品工業、山之内製薬が市場平均の一六年より短く、三菱マテリアル、住友石炭鉱業および三井鉱山は二〇年以上と長かった。以上の銘柄のなかでは、リコーに長期投資の効果が認められ、三井鉱山、住友石炭鉱業と三菱マテリアルは長期投資の効果は小さ

いといえるだろう。

長期投資は有効か

長期投資の効果とは、一般には投資期間が長期化するに従って平均を上回る収益が平均を下回る収益を補填し、安定的に高い収益を得られるようになることであろう。かつてマゼランファンドのファンドマネージャーだったピーター・リンチや経済学者のバートン・マルキールはその著書の中で、安定的に高い収益を得るには二〇年必要だと¹⁾言っている。彼らの言う高い収益率とはどのくらいかは不明だが、当研究所の投資収益率でみると、高度に銘柄分散されたポートフォリオですら、年率で5%以上の収益を安定的に得るには一九年、一〇%以上では三四年もの投資期間が必要である。投資期間が長期化すれば、年率換算した

収益率が安定化することは明らかでも投資期間が一〇〜二〇年程度の投資家にとつて長期投資は必ずしも有効な投資戦略とはならない。

ポール・サミュエルソンは、投資家の関心事は投資期間における年平均収益率ではなく、期末における資産価値であるとして、それは一定の前提条件のもとでは投資期間が長くなればなるほどばらつきが大きくなっていくことを数学的に証明した。したがって「長期投資にはリスク分散効果は存在しない」と主張している。⁽³⁾ マーク・クリッツマンはサミュエルソンの議論をもとに、「リスクには普遍的な定義はなく、リスクを年率収益率の分散と解釈するなら長期投資はリスクを低減するし、損失の可能性をリスクと考えるならやはりリスクは時間の経過とともに低減する、しかし、生じるかも知れない損失の大きさをリスクとするならリスクは時間とともに増大する」と総括している。⁽⁴⁾

(注)

(1) Peter Lynch&John Rothchild, *Learn to earn* (三原淳雄／土屋安衛共訳)『ピーター・リンチのすばらしき株式投資』ダイヤモンド社、一六六頁)

(2) Burton G. Malkiel, *A Random Walk Down Wall Street* (井手正介訳)『ウォール街のランダム・ウォーカー』日本経済新聞社、三三八頁)

(3) 青山護「長期投資はリスクを減少させるか」(日本公社債研究所『年金情報』九六年二月五日号) および鈴木裕「投資リスクは時間分散したか?」(『証券アナリストジャーナル』九七年八月号) などによる。

(4) Mark Kritzman, *Puzzles of Finance* (坂口雄作訳)『資産運用の常識・非常識』日本経済新聞社、五五頁)

(つちだ ぶじこ・当研究所主任研究員)