

レッスン11 少し儲けて大きく損をする

(1) なぜトレンドから十分な利益を上げられないか

前のレッスンにて、多くの場合、「相場上昇で存分に儲けることはできず、バブルが崩壊したときに適切にポジションを縮小することもできない」という話をしました。

相場の上昇局面というのは多くの人が利益を出し、その結果に大いに満足します。「自分は天才かも」と思う人も少なくありません。しかし実際には、ほとんどの人はちょこちょこ利食い売りを繰り返し、十分な利益を上げてはいないのです。

これを「頭と尻尾はくれてやれ」という相場格言と混同しないように注意する必要があります。相場の底値や天井は、後になってみないと分からないので、底値を買うとか天井で売るなどと狙ったところで意味がないだけでなく、そのような意識を持ってトレードをすればかえって焦りを生み、ろくなことになりません。だから「頭と尻尾」は最初から捨ててかかる方がよいのです。これがこの格言の意味するところでは。

ですが、多くの投資家は、頭と尻尾どころか、真ん中の身もつまみ食い終始して、十分に食べることができません。それでも利益自体は出ているので、それで満足してしまうのです。長い目でみてトレードで成功するためには、儲けられるときにたっぷりと儲けておくことが大切です。なぜそれができないのでしょうか。

それは、少しでも利益が出ると確定したくなる心理が働くからです。利益が出たとき、さらに利益を積み上げることよりも、一度得たはずの利益を失うのを避けることの方がより切迫に感じられます。だから利食い売りを急いでしまうのです。

もみ合い相場ならこのやり方でもいいのですが、トレンド相場ではこれだと十分な利益を上げることはできません。トレンドは、人が予想するよりも、大きく、長く続くものです。例えば、2012年末に日経平均が9,000円前後のもみあいを超えたときに、それが翌年5月に16,000円近くまで上昇すると予想した人などほとんどいないでしょう。同様に80円前後だったドル円が100円を超えると予想した人もほとんどいなかったはずで。

「早く利食いをしたい」という心の声に従っている限り、このような大きな上昇トレンドを捉えきることはできません。

儲けたんだからいいじゃないかという声もあるかもしれませんが。確かに少しずつ利益を積み上げていくという考え方もあるでしょう。その少しずつ積み上げた利益を守ることができるなら、ですが。実際には少しずつ積み上げた利益を守ることが容易ではありません。それどころか、それは相場が反

転したときに一気に吹き飛ばされてしまうことが多いのです。

(2) 大損を招き寄せる人間心理

多くの投資家は時として大きく損をしてしまい、コツコツと積み上げた利益を一気に吹き飛ばしてしまうというのは何とも憂鬱な話です。でもこの点は、投資を考える上では避けて通ることのできない、とても大切なところなのです。

大きく損をしてしまうことの背景としては、まず、下落相場は上昇相場よりも急激であるという点が挙げられます。なぜ下落相場は急激なのかについては、以下のように考えられます。

多くの投資家にとって、売りと買いは必ずしも対等のものではありません。株を例にとると分かりやすいと思いますが、ほとんどの投資家は株の買いから入り、売りから入ることはあまりありません。株価が上昇すると、ほとんどの投資家の利益は増え、満足感も高まるので、パニックは起きにくくなります。また、利食い売りをする人も増えていきますから、上昇スピードは抑えられがちになります（まれに、急速な相場上昇が見られるケースがあります。これは主に、下落相場が続いてヘッジファンドなどの空売りが積み上がったときに起こります。こうした特殊なケースを除くと、一般的に上昇相場は緩やかなものになる傾向があります）。

これに対して、株価が下落すると、ほとんどの投資家は利益が減ったり、損失を抱えるようになり、パニックを起しやすくなります。一部の投資家が損失拡大の恐怖からパニックに陥って投げ売りを始めたら、それが株価の下落を速め、それがまた他の投資家にパニックを広げることになります。買いと売りが対等ではなく、買いが常態であるからこそ、下げ相場はきつくなるのです。

しかし、これが今日の本題ではありません。下げ相場がきつくなりがちであるということは、投資家が大損する傾向があることの理由のごく一部でしかありません。もっと重要なことは、投資家が適切な損切りをすることができないことにあります。

多くの投資家は、すぐに利食いをするのに、すぐには損切りができません。トレンドは人が思うよりも大きく、長く続くものだとなれば、これは非常に恐ろしい結果を招きます。自分の予想に反した大きなトレンドが起きたとき、そしてそれは誰にとっても起こりうることなのですが、損切りができないままにずるずると損失を拡大してしまうことになってしまうのです。これに下げ相場はきつくなるという傾向が加わると、バブル反転時の損失の拡大は急速に起こり、いままでコツコツと積み上げてきた利益を一瞬にして吹き飛ばしてしまうという結果につながります。

では、なぜ損切りができないのでしょうか。それは、損失を確定させることを人は嫌うからです。確定させないと損失がさらに拡大するかもしれないときでも、損失を確定することを拒み、相場が急反転して損失が見る見るうちに消えていくことをつい期待してしまいます。

私はいろいろな人から投資の相談を受けたりするのですが、この点についてはほとんど例外がありません。誰もが、せっかく買ったのにずるずると下がってしまったものを、いつまでも持ち続けています。いわゆる「塩漬け」というやつですね。でも儲かった銘柄をいつまでも保有している人はほとんどいません。一般の人たちだけではありません。業界の人間だって、実は損切りをすることはとても難しいのです。

これが大損をする傾向を生むもとです。大きく儲けて大きく損するのなら、まだ釣り合いは取れているといえるかもしれません。しかし、小さく儲けて、大きく損していたら、よほど勝率が高くないと通算で勝つことはできなくなります。勝率にこだわることは投資の本質ではないというのは、このためです。

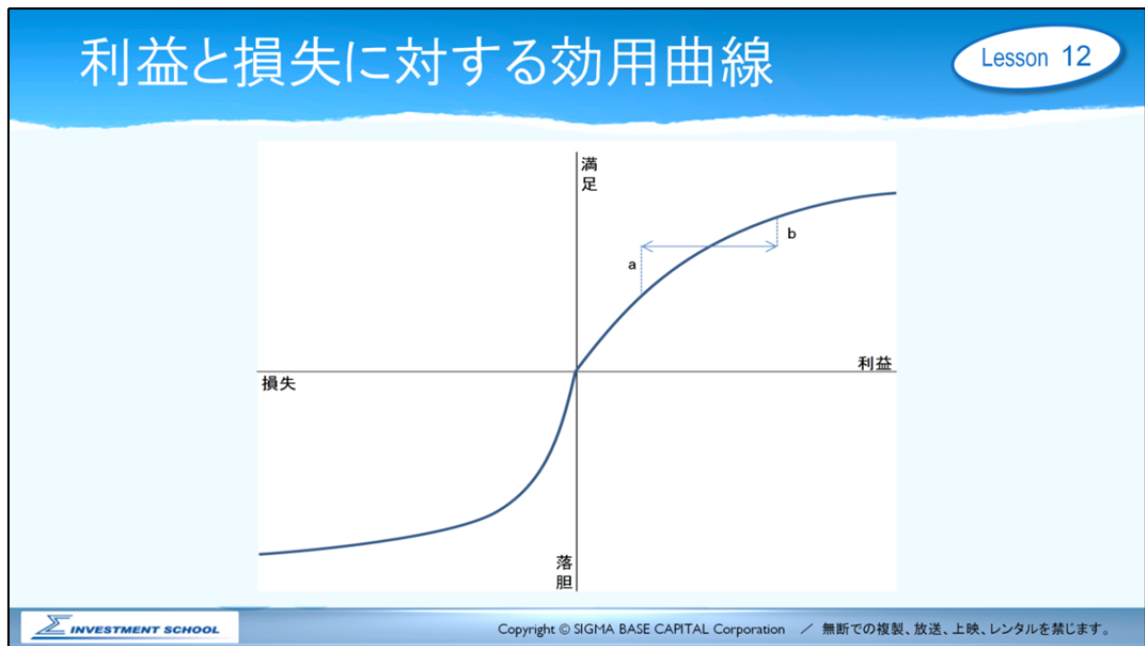
今まで述べてきた「小さく儲けて、大きく損する」というのは単なる経験談ではありません。人の心理に組み込まれた本質的な傾向と考えられています。これを説明するのが、行動ファイナンス理論の支柱ともいえるプロスペクト理論です。ようやく真打登場ですが、今回はこのプロスペクト理論を見ていきます。

レッスン12 プロスペクト理論が示唆する投資家心理

(1) プロスペクト理論とは

このレッスンでは、前のレッスンで少し触れたプロスペクト理論の概要を見ていきます。プロスペクト理論を簡単にグラフに表すと図表 6 のようになります。

図表 6



ここに掲げたのは、利益と損失に対する効用曲線です。横軸が利益または損失を表し、縦軸がそれに対する満足度（効用）を示しています。

まず利益が出ている右上のエリアを見てみると、上に膨らんだ曲線となっています。これは、いったん利益が出ると、そこから追加で利益が出たときに得られる満足度よりも、一度得た利益が失われるときの満足度の喪失の方が大きくなることを意味しています（図の b よりも a の方が大きい）。これが、利食い売りを急がせる働きをしているわけです。

次に、損失が出たときの左下のエリアを見てみましょう。まず注目すべきは、損益分岐点を挟んで、利益側と損失側の効用曲線の傾きが違っている点です（横軸と縦軸が交差するところで曲線が屈折している）。これは、人が利益を狙うよりも損失を恐れる気持ちが強いことを示しています。実はこの点が、投資における大きな収益源となるリスクプレミアムと呼ばれるものの源となるのですが、その話は後のレッスンでしたいと思います。

次に曲線の曲がり方ですが、こちらは利益側と違って下に膨らんだ曲線になっています。これは、

いったん損失を被ると、そこから追加でさらに損失を被ったときに失われる満足度よりも、一度被った損失を取り返すときの満足度の方が大きいことを示しています。だから、損失を被ると、損失を取り返すことに気持ちが向かって、その損失を確定させることができずに塩漬けにしてしまいがちになるのです。

プロスペクト理論は、利益と損失に対する人間の心理的反応をモデル化したものにすぎませんが、多くの実証実験から導かれたものであり、実際に観察される投資家の投資行動もこのプロスペクト理論でうまく説明できるように思われます。ちなみに、このプロスペクト理論は、ダニエル・カーネマンとエイモス・トベルスキーによって提唱され、カーネマンはそれらの功績で2002年のノーベル経済学賞を受賞しています（トベルスキーはすでに亡くなっていたため、授賞対象とはなりませんでした）。

「すぐに利食って、すぐには損切りしない」という経験論は、このプロスペクト理論によって理論的な裏付けを得たというわけです。ここで久しぶりに新たな教訓です。

図表 7

The slide is titled "Lesson 12" and "教訓 3". It contains two bullet points in Japanese:

- ▶ 人は利益が出るとすぐに利食いたがる性質がある。そのため、大きなトレンドを捉えて十分な利益を獲得することが苦手で、少しずつしか儲けることができない。
- ▶ 人は損失が出ると損切りができずに塩漬けにしてしまうという性質がある。そのため、予想と逆方向に大きなトレンドが生まれた時に大きな損失を被り、コツコツとため込んだ利益を一気に失ってしまうことが多い。

At the bottom, it says "INVESTMENT SCHOOL" and "Copyright © SIGMA BASE CAPITAL Corporation / 無断での複製、放送、上映、レンタルを禁じます。"

トレードを成功させるためには、こうした心理的傾向をいかに抑えるかが重要になっていきます。

(2) 損切りと利食いをどのように考えるべきか

ここまでの話でかなり明らかになってきたと思いますが、損切りの重要性は、①相場のトレンドは人が思うよりも大きく長く続き、②しかも人は損失を抱えると塩漬けにしやすいというところから生まれてきます。

長くトレードを続けるためには、大きな損失は避けなければなりません。レバレッジをかけていれば投資資金を簡単に吹き飛ばしてしまうかもしれませんし、そうならなくても大きな損失は心理的な打撃となっていていつまでも残ります。逆に、一つのトレードでうまくいかなくても、大きな損失さえ出さなければ再びチャンスをつかむことが可能です。そのことを思えば、損失を抑えることは、利益を上げること以上に重要だといえます。

損切りはそれほど大切なものですが、実際の損切には常に難しさが付きまといまいます。ただ杓子定規に損切りをしさえすればいいというものではありません。

損切りの必要性は、投資のスタイルやレバレッジのかけ具合によって左右されます。例えば、長期投資で有名なバフェットは基本的に損切りをしません。バフェットの運用手法は、運用資産が巨大化するにつれて幾分変化が見られますが、元々の運用手法は優良企業の株を割安で買ってそのまま保有し続けるというものです。保有銘柄の下値リスクはある程度限定されており、投資期間は長期で、しかもレバレッジはかけません。多少の短期的損失には目をつぶることができるから損切りをしないのです。

ただし、バフェットが損切りをしないからといって損切りは必要ないということにはなりません。損切りをしないで良いのは極めて限られたケースのみであり、原則として長期投資だろうと損切りは必要です。でも、長期投資で厳格に損切りをしていると、ちょこちょこ損切りばかりして、長期投資の目的に沿わない結果になってしまう可能性が高くなります。長期投資では損切りはかなり緩やかに考える必要があり、その代わり損失が膨れ上がらないようにレバレッジは低く抑えるというのが基本となります。

あくまでも、損切りと投資スタイルとレバレッジはワンセットのものであり、ばらばらに考えても意味はないのです。ですから、例えば、レバレッジをかけて短期的な値上がりを狙う場合はより厳格な損切りが求められるということになります。

でも本当に厄介なのは、実際に損失を抱えると、投資目的やスタイル、そして損切りのレベルが当初の意図から変化してしまうというところにあります。最初は短期的な値上がりを狙って投資を行ったのに、うまくいかなくなるといつの間にか長期投資にすり替わり、「いつかは上がるだろう」と塩漬けを正当化してしまったりするのです。トレーディングを深く理解するには、このあたりの心理的側面をもう少し詳しく見ていく必要があります。

さて、もう一つ、大きなトレンドで利益を十分に上げられないという点にも簡単に触れておきます。この点については、大きなトレンドをとりに行くようなトレードの場合、相場がいくらになったから利食うというようなターゲットを決めた利食いはあまりお勧めできないということになります。予想を超える大きなトレンドを捉えるには、相場が上がっている間は持ち続けることが必要です。簡単に言えば、「指値（リミット）で利食ってはいけない」ということになります。ただし、これも杓子定規にそうすればいいというものではありません。どの程度の利益を上げれば十分といえるかは投資スタイルにも左右されますし、実際にポジションを保有しているときの心理的状态も考慮する必要があります。

ということで、とりあえず現時点ではなんとなくの結論にとどめておいて、次のレッスン以降ではもう少し投資家の心理を深く掘り下げていくことにしたいと思います。