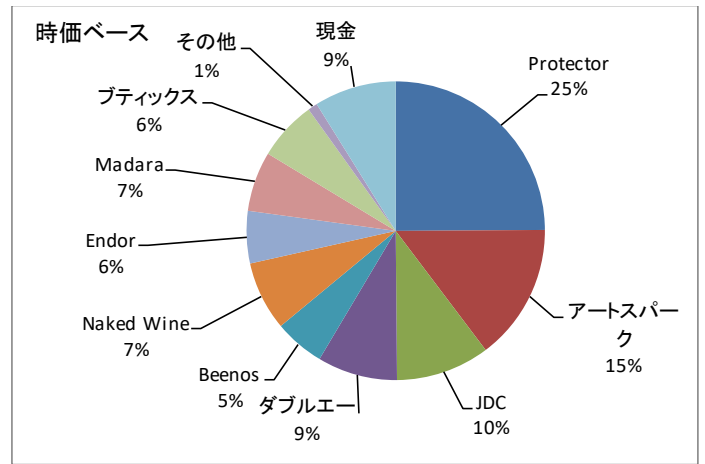
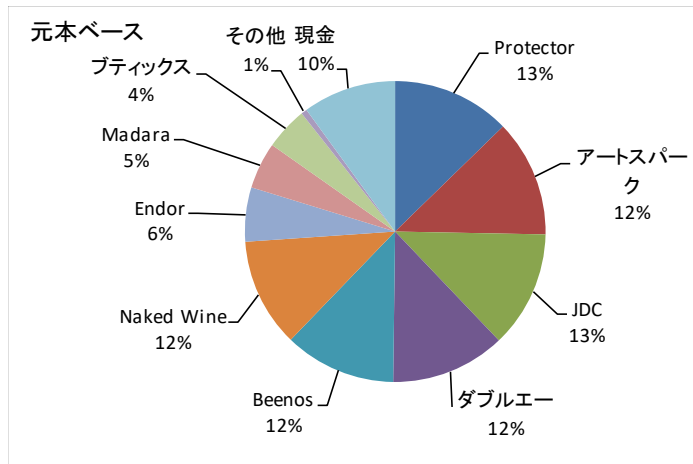
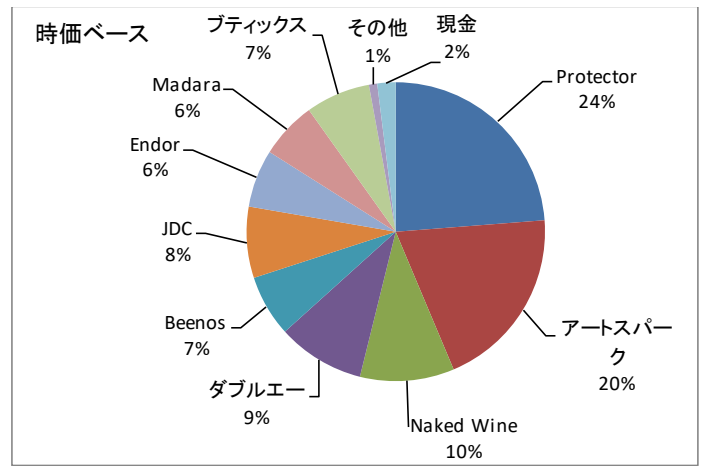
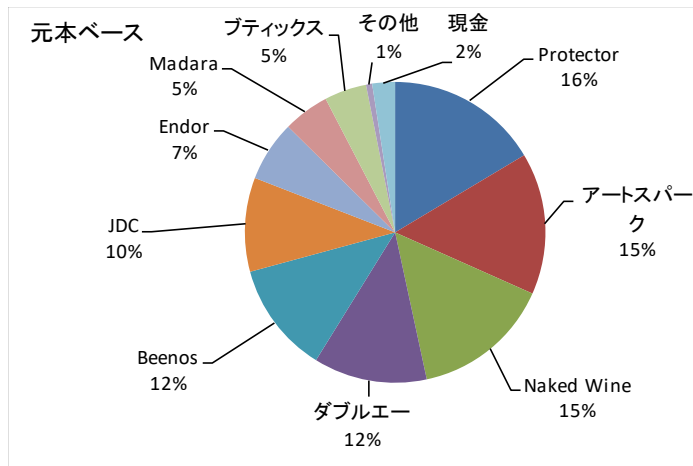


2022年1月末のポジション報告をお送りします。



比較のため、12月末のポートフォリオは以下の通りです。

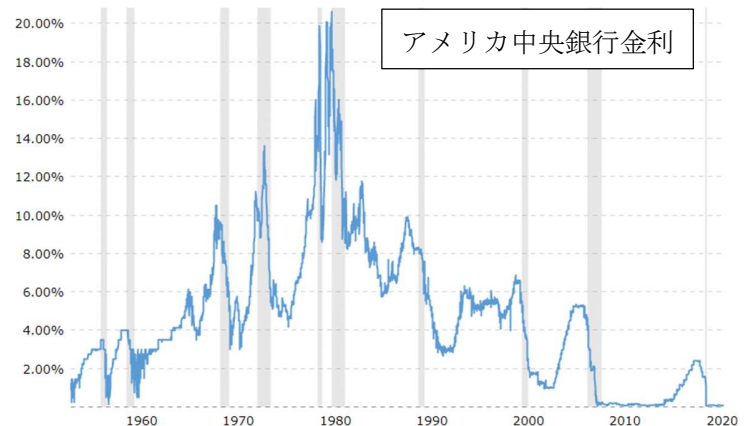
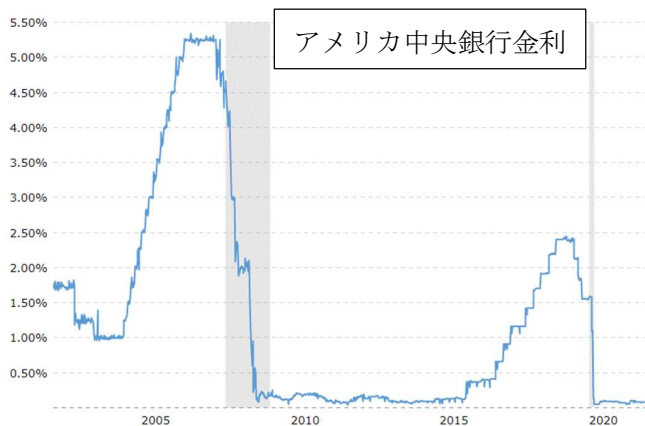


保有銘柄詳細 (元本ベース順)

銘柄コード	会社名	事業	本社	取得単価	元本ベース比率	時価	為替損益	評価損益	時価ベース比率	3年後 価値予想	対時価	年利換算	1月の取引
3663	Protector	損害保険	ノルウェー	54.54	13%	117.80	6%	130%	25%	187	59%	17%	一部売却
	アートスパーク	漫画作成ソフト	日本	510	13%	705	0%	38%	15%	1,473	109%	28%	一部売却
	JDC	保険プラットフォームドイツ		25	13%	23	2%	-5%	10%	48	105%	27%	追加購入
7683	ダブルエー	靴小売	日本	3,128	12%	2,592	0%	-17%	9%	5,196	100%	26%	
3328	BEENOS	越境ECサポート	日本	3,390	12%	1,800	0%	-47%	5%	5,120	184%	42%	
	Naked Wines	ワインEC	イギリス	7	12%	5	6%	-25%	7%	8	52%	15%	一部売却
	Endor	ゲーム機器	ドイツ	17	6%	19	2%	14%	6%	25	29%	9%	一部売却
	Madara	化粧品	ラトビア	17	5%	26	2%	53%	6%	46	76%	21%	
9272	プティックス	展示会	日本	1,292	5%	2,135	0%	65%	6%	4,396	106%	27%	
	その他				1%				1%				
	現金				10%				9%				

今月の取引

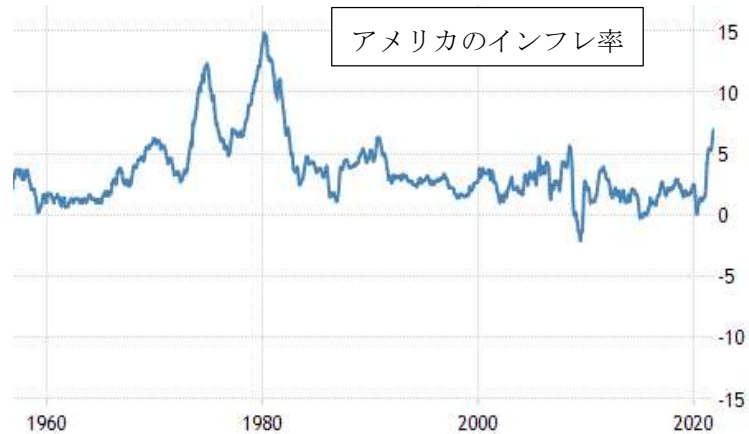
とても厳しい相場環境でした。大型株はまだしも私が多く投資している日本の小型株はまるで底なし沼のような資金が抜けていく感覚がありました。当初は「高いインフレは一時的だ」と楽観視していたアメリカ中央銀行のパウエルさんも、いよいよ金融引締めせざるを得ない局面に入ってきたことが大きな原因だと思います。具体的には短期金利を上げるのですが、これは重力が上がるようなものです。金融商品の価値は、教科書的には資産が生み出すキャッシュフローを割引率で割って求めます。例えば、経費や税金など引いたあとで年間100万円生み出す賃貸物件があるとします。この物件をいくらで買いますか？何%のリターンを期待すればよいかを考える際に、一番信用力のある（＝リスクが低い）国の借り入れレートを参考にします。国債を買って1%の利回りが出るなら、賃貸物件は1%以上でないと魅力的ではないですね。賃貸物件は空室リスクや修繕リスクなど不確実性があるので、国債と比べて3%高いリターンを要求したいと思つたとしましょう。1%+3%=4%であれば、100万円÷4%=2500万円が適正価格と考えられます。しかし、利上げによって国債の利回りが2%になってしまうと、要求リターンが2%+3%=5%と高くなり、100万円÷5%=2000万円と適正価格が20%も下がってしまいます。下図は過去20年のアメリカ中央銀行が設定する短期金利ですが、リーマンショックを経てゼロに張り付いてしまっています。コロナ前に少しづつ上げていきましたが、2018年末から既に景気が悪くなってしまい、コロナ禍でまたゼロに逆戻りして現在に至ります。右図は過去70年のグラフですが、1980年代から一貫して下がり続けていることが分かります。アメリカ以外にも中央銀行はあるのですが、世界最大の経済大国アメリカの金融政策が世界中の金融市場には一番影響を与えると考えて良いと思います。



過去50年で以下に7人のアメリカ中央銀行総裁がいましたが、このうち積極的に利上げを行ったのは、1979～1987年にかけて高いインフレ率と戦った **Volcker** さんだけだったようです。金利を上げると株式や住宅価格が下がり、景気も悪くなるので民主主義国家では選挙で不利になります。中央銀行は政治的に独立していることにはなっていますが、多方面からの利上げしないで欲しいという圧力は相当なものでしょう。**Volcker** さんにしても、1980年のインフレ率は15%にも達していて、周りの評価を気にしている場合ではなかったのかもしれませんが。足元のアメリカでのインフレ率は7%に近く、1980年代以来の高さです。単純に、中央銀行金利も1980年代にならって6%以上必要なのでしょうか？

歴代のアメリカ中央銀行総裁

	就任	退任
Burns	1970	1978
Miller	1978	1979
Volcker	1979	1987
Greenspan	1987	2006
Bernanke	2006	2014
Yellen	2014	2018
Powell	2018	



金融資産価格が高い方が多くの方が幸せなら、中央銀行金利は永遠に低くしておけばいいじゃないかという考え方もあると思います。個人的には、筋トレのような話かなと思います。高金利は、お金を借りにくい厳しい環境です。だからこそ、そのような環境で生存できるビジネスは本質的な強さを備えています。贅肉の少ないスマートな肉体だと言えます。比較して低金利は、お金が溢れた状態ですから、借金に依存したビジネスでも生存することができます。日本では長らく超低金利環境を続けてしまったため、経済の新陳代謝機能が失われてしまったと感じます。ゾンビ企業問題と言われたりしますが、トレーニングの必要ない環境で贅肉の多いぶよぶよの肉体になってしまっていると、次の景気悪化局面に耐えることがさらに難しくなり、さらなる中央銀行の支援を求めてここまで来てしまいました。中央銀行総裁も人間ですから、誰も痛みを与えた張本人になりたくないですからね。私は以前から言っている通り、正常な金融市場の働きを妨げる中央銀行が嫌いというか、不要だと思っています。政治的圧力から低金利を必要以上に長く続けてしまうため、経済に緩み・弛みが生まれてしまい、バブルにつながります。遅れて金利を上げるときには、バブルという不自然な高みから金融価格が急落することになり、巻き込まれた大衆の悲鳴に呼応してまた金融緩和をしてしまう悪循環が続きます。市場機能を制限すると有限な資源の適切な配置が行われず、短期的享楽の対価として長期的には大きな無駄が生まれます。岸田総理は「新しい資本主義」とか言っていますが、私からすれば日本は既に長らく資本主義の力を押し殺しています。宇宙飛行士の方は、1週間ほど無重力状態で過ごただけで、地球に戻ってきた際の重力が辛いと言います。資本主義が自然状態だとすると、そこから30年も人為的に遠ざかるとどうなるのか？まずは資本主義本来の市場メカニズムによる新陳代謝機能を復元させることが優先事項だと思います。残念ながら、長らくトレーニングしていない体は厳しい環境に悲鳴を上げますから、政治的判断としては引締めしないという結果になる。インフレ圧力に歯止めが効かなくなって、にっちもさっちも行かなくなってから、「仕方なく」金融引締めが行われるのでしょうか、その時の痛みは半端ないのではないかと心配です。短期的な小さな痛みを取るのか、長期的な大きな痛みを取るのか、トレードオフです。

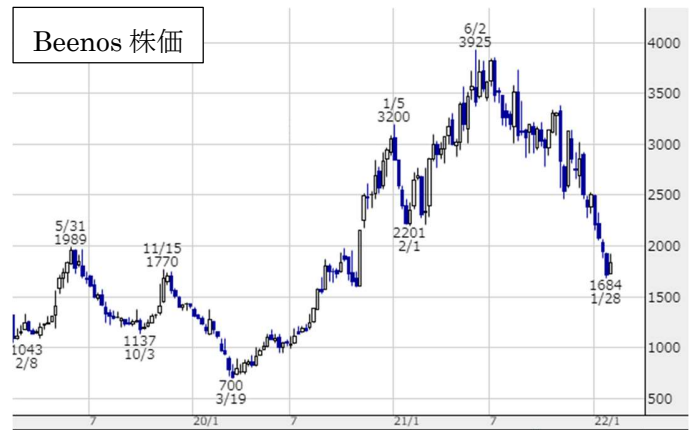
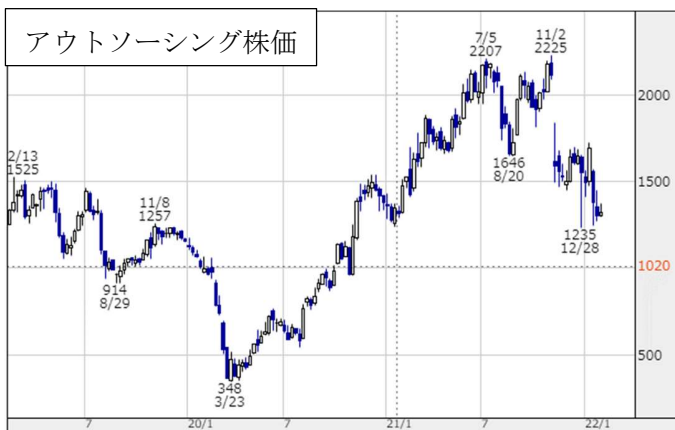
今回の株価下落で気付いたこと

2021年10月末の資産ピークから、実に20%も下落してしまいました。下落率がどうというよりも、欲が出て楽観的になってしまったまずい投資があったと反省しています。

反省点1：1銘柄あたりの金額を逸脱

2021年5月に新規購入した **Beenos** ですが、「現在の市場環境では、なかか3年後の適正価値の半額で売っている会社を見つけることができません」という理由で、元本ベースで25%まで買い進めてしまいました。これまでの基本ロットは12.5%ですから、2倍のリスクをとってしまいました。半年前にタイムマシンで戻って自分に

冷や水を掛けたいです。Beenos の株価がその後下がってしまったのは結果論ですが、仮に上がっていたとしても、投資ルールを変えてしまったあたりで黄色信号。実は2019年9月にも、アウトソーシングで同じ失敗をしてしまいました。アウトソーシングも3年後に2倍の価値(株価1000円の時に2000円)が見えていたのですが、他に投資先が見つからず、現金を置いておきたくないという理由で、普段の12.5%を超えて16%を投資してしまいました。アウトソーシングはその後、2020年1月の株価下落で居心地が悪くなって12.5%まで売却した後、コロナ禍で人材派遣需要が蒸発するリスクに耐えられず、500円で損切しました。株価は見事に2000円まで反発していきます。Beenos も同様、2021年12月に株価下落で居心地が悪くなり、12.5%まで減らした状態で、1月の急落局面を迎えました。ポジションを減らしていたことは不幸中の幸いですが、同じ負けパターンを繰り返したことは非常に残念。「これしかないから多く買いたい」という発想になったときは、ことごとく負けてきたということです。



反省点2：含み資産評価

大失敗している Beenos について続けます。この企業の価値は、越境 EC サービスとベンチャー企業への投資ポートフォリオに2分されます。問題は、ベンチャー企業ポートフォリオの価値です。会社側が発表している200億円という価格は、過去の資金調達時の評価に基づいています。しかし、金利上昇不安から成長段階にある赤字のIT企業群の株価が半減している現状で、この200億円という評価は正しいのでしょうか？ベンチャー企業の財務情報は非公開ですから、私には200億円の中身が全く分かりません。上場株式の株価が下落すればするほど、本当は150億円なんじゃないか、100億円なんじゃないかと疑心暗鬼になってしまいました。Beenos に投資したばかりのころは逆に、300億円かな、400億円かなと楽観的に上方修正の方向ばかり気にしていました。呑気なものです。キャッシュフローに基づいていない価値評価を信じない！！

先月のレポートを読み返したら、まったく同じ2つの反省点について書いてました・・・1か月間、特に進歩していないということで良いかと思えます。

良かった点1：元本ベースで投資

逆に救われたと思っている点は、元本ベースでポジション比率を管理している点です。私は含み損益には関わらず、あくまでいくら投資したかという金額に基づいてポジション管理しています。別のやり方では、時価ベースでリバランスするという方法があります。例えば、100万円で投資を始めて、50万円ずつ2銘柄買ったとします。元本ベースであれば、A銘柄が倍になって100万円、B銘柄は半額になって25万円と時価ベースではいびつなポートフォリオになっても放置します。時価ベースであれば、定期的にリバランスして半々になるように調整します。元本ベースの利点としては、(1)取引量が減る、(2)ピーター・リンチという著名投資家が、「花を抜いて、雑草

に水をやるな」と言うように、伸びる会社は伸び続けることが多い。伸びている会社からいまいちな会社へ乗り換えるようなことを続けていると、全体のパフォーマンスが下がってしまいます。私の事例で言えば、ドンドン Beenos に追加投資するということになります。含み損を抱えた銘柄で傷口を広げないという意味で、元本ベースというのは良い考え方だと思っています。

最近の考え

元陸上選手の為末選手のブログを読んでいます。良く物事を考えている方という印象で、洞察に富んだ書き手で、おススメです。最近の投稿「子供たちの未来を一番に考えませんか」<https://note.com/daitamesue/n/n9040161d6879>。コロナ禍で最も被害を受けているのは子供たち。子供に我慢させるのではなく、大人が我慢すべきだろうという内容です。多感な時期にコロナ禍でインドア生活を強いられてしまった子供たちの将来の発育への影響が、個人的には心配です。大人でも2年は長いけど、5歳の子供にしたら人生の40%。彼らにしてみれば、ほぼ永遠に感じているのではないのでしょうか。為末さんの3つの提案に、私も共感するところが大きいです。世の中ほとんどのことはトレードオフですが、コロナ対策は子供の負担が大きすぎるトレードオフになっていないのでしょうか？

- 1, 社会全体として「子供の未来を最優先する」という共通認識を持ち、トレードオフがあった時は、子供が大人のために我慢するのではなく、大人が子供のために我慢する。
- 2, 感染対策をした上で行われた子供の教育に関わる施設やイベントでは、感染しても責任を問わない。
- 3, 子供の学びを極力止めないという前提で、何ができるかを考え現実的に機能するルールを作る

私は結婚とか現代的な社会の仕組みにはあまり頓着ないですが、先祖が全員子孫を残してくれたから自分がいるという点は意識しています。色々悩んだ時期にとりあえずこれは真理であり、命のバトンをつなぐ努力はしたいと思いました。次世代のために少しでも役に立ちたいと思っています。為末さん、ありがとうございます。

質問コーナー&オンライン説明会

毎月一方的にレポートをお送りしていますが、何か質問があればメールしてください。次の月次レポートまでには回答します。また、半期に1度、6・12月にオンライン説明会を開催しようと思います。投資関連のことでも何でも意見交換できれば嬉しいです。ご都合よければご参加ください。

長友 2022年2月1日@トロント

月次リターン(税引前)

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	年次
2014(概算)													23.0%
2015(概算)													18.7%
2016	0.0%	0.0%	1.0%	-0.4%	1.5%	4.1%	1.1%	-2.7%	1.3%	4.9%	6.7%	6.3%	26.1%
2017	-2.8%	2.9%	13.5%	-9.6%	-1.6%	5.6%	1.7%	9.5%	11.0%	2.2%	11.5%	-2.9%	45.8%
2018	16.0%	-10.7%	3.5%	0.8%	-1.3%	-0.3%	1.5%	7.0%	5.5%	-6.3%	3.7%	-10.0%	6.4%
2019	5.9%	6.7%	-1.9%	1.7%	1.2%	0.6%	5.8%	0.6%	0.8%	7.7%	3.4%	5.9%	45.5%
2020	0.0%	-5.8%	-10.6%	7.9%	3.3%	4.5%	-3.0%	5.8%	2.9%	3.2%	2.9%	0.5%	10.5%
2021	4.2%	5.5%	9.5%	6.2%	-0.7%	0.6%	2.1%	-0.4%	-1.9%	10.9%	-11.6%	2.5%	28.1%
2022	-11.9%												-11.9%

年次リターン(税引前)

	ポートフォリオ	配当込TOPIX	TOPIX	配当込SP500	SP500
2014(概算)	23%	10%	8%	14%	11%
2015(概算)	19%	12%	10%	1%	-1%
2016	26%	0%	-2%	12%	10%
2017	46%	22%	20%	22%	19%
2018	6%	-16%	-18%	-4%	-6%
2019	45%	18%	15%	32%	29%
2020	11%	7%	5%	18%	16%
2021	28%	13%	10%	29%	27%
2022	-12%		-5%		-5%
累計	418%	82%	46%	201%	144%
年率換算	23%	8%	5%	15%	12%
過去3年(年率)	27%	13%	10%	26%	24%
過去5年(年率)	26%	8%	6%	18%	16%

税引前基準価額推移(Dec. 2013 = 100)

