





監修者まえがき

序文

第1章 市場に打ち勝てるのか？

投機家のエッジ

投資家を手助けする

市場の間違いを見つける

証拠を見る

マーケットタイミング

投資のジレンマ

第2章 市場の間違い

効率的市場

ジェットコースターと株式市場

株価の値動きは激しすぎるか？

行動ファイナンス

行動ファイナンスと利用可能な市場の間違い

再び、うまい話はない

第3章 エッジ

市場の間違い論

成功には協力が必要

協力は間違いを生む

大衆筋の社会的意味

逆張りトレーダーの考え方

第4章 大衆の賢さと愚かさ

大衆がその構成員よりも賢いことがあるか？

集団の賢さの必要性

金融市場における独立した判断

市場心理の予測

情報カスケードが投機の渦へ流れ込む

第5章 大衆筋のライフサイクルと心理

はじめに

生まれてから消えるまで

1994～2000年の株式市場のバブル

今度は違う——ニューエコノミー

打ち碎かれた夢——2001～2002年の弱気の大衆筋

大衆筋の本能と確実性の追求

大衆筋の先導者たち

大衆筋の精神的つながり

影響されやすさ、ボラティリティ、崩壊

第6章 市場の間違いの歴史的文脈

成熟した投資テーマと市場の大衆筋

間違いなのか適正価格なのか

[市場データの入手先](#)

[致命的な間違い](#)

[株式市場はいつ極端に過大評価されるのか？](#)

[株式市場はいつ極端に過小評価されるのか？](#)

[ピークオイル論のバブル](#)

[第7章 大衆のコミュニケーション方法](#)

[情報カスケードは投資家に何を伝えるのか](#)

[マスメディアの役割](#)

[個人の柔軟性と今後のメディアについて一言](#)

[市場を見張る](#)

[バブルと暴落の歴史を学ぶ](#)

[第8章 メディア日記のつくり方](#)

[エッジを持つこと](#)

[私の日記は\*\*2002\*\*年にどういう結果をもたらしたか](#)

[切り抜きの準備](#)

[私のメディア日記からの抜粋——\*\*2005\*\*年\*\*11\*\*月](#)

[私のメディア日記からの抜粋——\*\*2006\*\*年\*\*6\*\*月](#)

[雑誌の表紙を解釈する](#)

[第9章 重要な投資テーマ](#)

[市場の話をする](#)

[新たな時代](#)

[戦争や国際的な政情不安が株式市場にもたらす影響](#)

[金融危機は大衆筋を生む](#)

[新しい産業や企業](#)

[商品ブーム](#)

[金利の動向と債券市場](#)

[メディア日記を使って投資テーマを追う](#)

[第10章 日記の解釈——市場記号論](#)

[メディアと情報カスケード](#)

[あなたのメディア日記——情報カスケードの生きた歴史](#)

[記号論——記号の研究](#)

[最も重要な記号——価格チャート](#)

[雑誌の特集記事](#)

[新聞の大見出し](#)

[第1面の記事と社説](#)

[考えを固めさせる出来事](#)

[証拠を評価する](#)

[再び市場の記号論について](#)

[第11章 逆張りトレードの大戦略](#)

[逆張りの投資計画](#)

[逆張りトレーダーのポートフォリオ](#)

[逆張りトレーダーの投資目標](#)  
[キャピタルゲイン税についての注意](#)  
[逆張り戦略1——投機をしない](#)  
[逆張り戦略2——大衆筋と一緒に投資をしない](#)  
[逆張り戦略3——逆張りでのリバランス](#)  
[積極的な逆張り](#)  
[積極的な逆張り向けのロングオンリー戦略](#)  
[さらに積極的な逆張り戦略](#)

## [第12章 1982～2000年の壮大な強気相場](#)

[はじめに](#)  
[1987年の暴落](#)  
[昔を振り返る——1929～1932年の株価暴落と弱気相場](#)  
[S&L危機、1987～1990年の強気相場と1990年の弱気相場の大衆筋](#)  
[1991～1994年の喜びなき上昇](#)  
[1995～2000年、株式市場で膨らむバブル](#)  
[1987年の株価暴落に直面する積極的な逆張り](#)  
[1990年の安値](#)  
[LTCMの破たん](#)

## [第13章 バブルの崩壊——2000～2002年の弱気相場](#)

[壮大な強気相場の終わり](#)  
[2000～2002年の弱気相場における逆張りのリバランス](#)  
[再び長い下げ](#)  
[暴落時における逆張りのリバランス](#)  
[2000～2002年の弱気相場での積極的な逆張り](#)  
[打ちのめされたウォール街](#)  
[サマーラリー](#)

[2001年3月の急落](#)

[9.11のテロ攻撃](#)

[弱気相場の終わり](#)

[新たな強気相場への転換](#)

## [第14章 バブル後の2002～2007年の強気相場](#)

[弱気に巻き込まれないために](#)  
[どんな強気相場か？ 強気の情報カスケードの兆候を探す](#)  
[グーグルのIPO](#)  
[不動産バブル](#)  
[2002～2007年の強気相場での積極的な逆張り](#)  
[2005年4月——買いの機会](#)  
[2006年6月——もうひとつの買いの機会](#)  
[2007年春の積極的な逆張り](#)  
[2007年7～10月](#)

## 第15章 2008年の金融危機

金融危機での慎重な逆張り

住宅ローン市場の混乱

負債デフレの悪循環の定着

最後の貸し手

信用危機と逆張りトレーダー

強気相場の天井と投資配分の最初の引き下げ

ベアー・スターンズの破たん

ファニーメイとフレディマック

株価暴落——リーマン・ブラザーズの破たん

## 第16章 逆張りの考え方と実行について

株式市場での心理

逆張りの名づけ親

世論調査——あなたはどう思いますか？

端株投資家は常に間違っているか？

過去の予測の巨人

ポール・モンゴメリー、雑誌の表紙を使った逆張り

根拠なき熱狂やその他のバブル

バリュート投資——簡単な計算法

W I Z A R D

# 逆張り トレーダー

カール・フティーア[著]

長尾慎太郎[監修]

山口雅裕[訳]

メディア日記を付けて  
投資機会を見極める

*How to Profit from Crowd  
Behavior in the Financial Markets  
by Carl Futia*



 Pan Rolling

# 監修者まえがき

本書はカール・フティーアの著した“The Art of Contrarian Trading : How to Profit from Crowd Behavior in the Financial Markets”の邦訳である。これまで“contrarian”は「逆張り投資家」と訳されることも多かったが、本来の意味のコントラリアンは「大衆の動向に同調しない人」のことであり、本書はコントラリアンの立場から投資を行う手法について書かれた数少ない書籍である。

さて、相場の世界でよく言われることのひとつに、「大衆はいつも間違っている」というのがある。そしてそれは、大衆筋はいつも間違っているのだから彼らと反対のことをしていれば相場で儲けることができるのだと続く。この考え方は、半分は正しいが正確ではない。なぜなら、相場においては確かに大衆は間違うことが多いのも事実であるが、正しいこともあり、さらに間違っていたとしても長いときには数年にわたりその間違いが訂正されないこともあるからである。

このため、たとえ大衆の間違いを認識できたとしても、それを利用して利益を上げるためには、その間違いがいつまで続き、その後どのように訂正されるのかを正しく判断できなければいけないことになる。これは現実的にはかなり難しい作業である。なぜなら私たちもまた往々にして大衆の一部であり、彼らに同調しているかぎり精神的な安定が得られるからである。そうした習性は人間の本性の一部であり、それに逆らって孤高を貫くには大変な努力と意思の強さ、そして見識が必要である。

著者はマーケットにおいてコントラリアンであり続けるための具体的な手段として、経済誌（紙）ではなく一般誌（紙）の記事を利用したメディア日記をつけることを提案している。著者によるこのアプローチの解説は具体的かつ詳細で、実際に作業を要するのは特殊な機会に限定されるために、これなら日々私たちが新聞や雑誌を読むついでに行うことが可能で、大した負荷なく実践できるだろう。

さらにここにはメディア日記の利用の仕方だけではなく、長年コントラリアン投資家として活動してきた著者ならではのノウハウがたくさん述べられている。特に上げ相場と下げ相場とでは大衆筋の間違いの犯し方とそこからの訂正の過程に大きな違いがあるという知見などは、長期投資を行う投資家にとって注目に値する。本書は数少ないコントラリアン投資の教科書として必読の書籍であると考ええる。

最後に、翻訳に当たっては以下の方々から感謝の意を表したい。翻訳者の山口雅裕氏は正確な翻訳を実現してくださった。阿部達郎氏にはいつもながら丁寧な編集・校正を行っていただいた。また本書が発行される機会を得たのはバンローリング社社長の後藤康徳氏のおかげである。

2010年11月

長尾慎太郎



# 序文

株式市場でなかなか市場平均を上回る利益を出せない理由は何だろうか？ だれがどう見ても、安く買って高く売る機会はいくらでもある。例えば、1998～2008年の10年間で振り返ってみよう。その期間にS&P500株価指数は752から1565までの間を行き来した。この範囲でかなり大きな値動きが5回あった。1998年にはロシアが債務不履行を宣言し、ヘッジファンド大手のLTCM（ロング・ターム・キャピタル・マネジメント）が破たんした。混乱が少し続いて、S&P500は1187から957まで20%近く下落した。だが、警戒感はずぐに消え去った。その後の株価上昇はアメリカの経済史上かつてないバブルを株式市場にもたらした。S&P500は1982年の安値である102から2000年3月の高値である1527まで、ほぼ1400%も上昇した。

この株式市場の大変動で、最も大きなスリルを味わえたのはそこからだった。S&P500はその後の2年間で50%近く下落した。2002年10月に指数が777の安値を付けると、投資家はネット株の衝撃的な暴落に息をのみ、企業の会計報告には意味がないのではと恐れた。しかし、その2年間の株価急落は、必要な勢いを蓄えて次の頂上まで市場を押し上げるためだけにあったかのようにだった。その後5年間でS&P500は2倍以上になり、2007年10月には終値で1565の高値を付けた。

2007年の天井からの下落は徐々に始まったので、先に待ち受ける脅威をだれも想像できなかった。1年とたたない2008年には恐慌状態になり、世界中の金融機関を破たんに追いやった。残った金融機関も倒産寸前までいった。S&P500は1年前の高値から52%も急落し、2008年11月20日は終値で752を付けた。多くの人は、さらに悪いことが起きるのではないかと恐れた。

この本で私は、普通の投資家がこうした株価の激しい動きから利益を得るのがなぜ難しいのかについて語るつもりだ。バイ・アンド・ホールド戦略ではベンチマークに近いリターンを狙う。その戦略よりも一貫して安く買って高く売る手法のほうが良い結果を出せそうだが、それは極めて難しい。その理由を私は説明する。あなたは、そこできちんとした情報に基づいて、自分の投資戦略を選ぶことができるだろう。

市場平均を上回る利益を出そうとすることは自分にふさわしい選択ではない、とあなたは考えるかもしれない。必要とされる感情面の負担を考えると、やる価値はないかもしれない。こういう自覚はとても貴重で、この本の値段よりもはるかに価値がある。

あるいは、あなたは逆張りによるトレーディングを学ぶという選択をするかもしれない。もしそうなら、厳しい道を選んだことになるだろう。しかし、現在出版されている本で、この目標を達成するのに役立つ唯一の本をあなたは手にしているとも思っている。

私は逆張りトレーダーだ。私は多くの間違いをしてきた。また、悪い時期に大衆筋に追随していることに気がつかなかった。そういう苦労を重ねて私は技術を身につけた。株価が大きく上下する理由は、みんなが大衆筋——同じ考えを持った人々の社会的グループ——に追随したがるからだ。そのような大衆筋が株式市場で話題になっている投資を中心にして生まれると、株価を適正価格よりも極端に押し上げたり押し下げたりする。なぜだろうか？ 大衆筋は彼らに賛成しない見方は無視して、彼らの間で一致した見方を広げる。大衆筋に追随している人たちは別々に行動するのではなく一緒に行動する。そのため、それが起きると相場は大幅に適正価格から外れてしまう。

経済の専門家たちは、株価は企業収益と配当から見て正当化できる範囲を大きく超えて変動すると考えている。私は、市場ではこのような大衆筋が絶えず生まれては消えるから、株価があまりにも変わりやすかったり、大きく変動したりする傾向があるのだと考えている。

これについては別の説明もできる。大衆筋のせいでミスターマーケットが値付けを間違えるのだ。ミスターマーケットとは、バリュー（割安株）投資の父であるベンジャミン・グレアムが語った投資に関する例え話の主題である。ミスターマーケットは毎日あなたのそばにいて、あなたの投資リストに加える価値があると思うものを伝える。多くの場合、彼の予想はもっともらしく、景気の状態からも正当化できるように見える。しかし、熱狂や恐れで見境がつかなくなることも多い。そのときに彼が提示する価格はバカげたものにしか見えない。大衆筋のせいで、ミス

ターマーマーケットは熱狂や恐れを定期的に繰り返す。

大衆筋のせいで株式市場の値付けに間違いが起きるのなら、また彼らが適正価格と比べてあまりにも高値や安値まで個別株や市場全体を押し動かした状況を見つけられるなら、理屈としてはバイ・アンド・ホールドの投資家よりもうまくやれるはずだ。私が本書で提案するこの方法は単純な観察に基づいている。

情報が交わされるなかで**情報カスケード**と呼ばれる現象が起きると、大衆筋が生まれて成長する。情報カスケードという現象が起こっている間、活字メディアや電子メディアは市場の最近の劇的な動きや、それによって投資家にもたらされる利益や損失に焦点を合わせる。すると人々は持っていたもつともな疑いを脇に置いて、メディアが強調している投資テーマに乗る。これに影響された大衆筋が増えるにつれて、市場は適正価格から離れていき、評価の間違いもかなり目立ってくる。

私はメディアで情報カスケードを追えば、ミスターマーケットが周期的に繰り返す熱狂と恐れを、逆張りトレーダーが利用できるようになると考えている。このやり方を、メディア日記をつけることで説明するつもりだ。本書の残りの3分の1で、**1987年の暴落から2008年の恐慌状態**までの激しく揺れ続ける期間で、逆張りトレーダーがメディア日記をどう使えばよいかの例を示す。

警告しておくが、逆張りトレーダーになる道は厳しいうえに、望む結果が得られるかどうかとも不確かである。ほとんどの人は逆張りトレーダーには向いていない。なぜなら、人はあまりにも仲間の投資家と交わったり認められたりしたがるからだ。しかし、大衆筋から離れ、大衆筋がつかまらないとか無分別とみなしている賢い投資選択をする用意があるなら、この本はあなたにふさわしい。私の逆張りによる見方を実際に追いかけていたい人もいだろう。そういう人は私のブログに目を向けるとよい。それは現在、<http://www.carlfutia.blogspot.com>にある。

これからの16章では、それぞれの初めに内容の簡単な要点を書いている。そのため今は、この本の構成の全体像と逆張りの過程を説明する方法を述べるだけにとどめたい。

第1章から第5章では、逆張り法の基になる根拠を述べる。勝つ投機家もいるが、ほとんどの投機家は負ける。なぜそうなるかという疑問に答えることで、成功した投機家特有のエッジ（優位性）を見極める。また、なぜ大衆筋のせいで市場の間違いが起きるのかを見ていき、そうした大衆筋に特有の行動についても話す。

第6章から第11章では、逆張りトレーディングの実際の手法を説明する。ここでは逆張りトレーダーの主な道具であるメディア日記について学ぶ。メディア日記に含まれる情報をどのように解釈し、現在と過去の値動きの統計的な見方とどう折り合いをつけるのかについて見ていく。また、慎重な逆張りと積極的な逆張り向けの、2通りの逆張りトレーディング戦略を具体的に説明する。

第12章から第15章では、これまで説明してきた技術を株式市場に当てはめる。私は**1987年から2008年**まで、実際にメディア日記をつけてきた。その日記が株式市場で起きた多くの株式評価の間違いをどれほど効果的に特定できたか知ると、きつと驚くと思う。

第16章は、私が逆張りトレーダーになる過程で自分用に書いた非常に短い小論やメモを少し入れている。そこでは逆張り理論の発展を説明し、この理論に貢献した重要な人たちに焦点を当てる。また、すべての逆張り投資家が読むべき本について何冊か手短かに説明する。さらに、逆張りトレーダーのために簡単に計算できるバリュート投資の説明をする。

この本には株価チャートが1枚もないのに気づいているだろう。これには正当な理由がある。株式市場でのテクニクの説明にチャートをつけると、普通はその後どのような展開をしたかまで見えてしまう。すると、良い投資判断をすれば必ず良い結果が生まれることは明らかに思われる。しかし、現実の判断はすべて極めて不確実な状況でなされる。その時点では、あなたの選択が利益を生むか損失を生むかはまったく分からない。

実際の投資判断に付きまとう、この不確かな感覚をより多く伝えるために、私は投資の選択をしたときに知ることができた事実だけに焦点を当てることにした。そのためには、チャートを説明に使わないのが一番だ。

チャートを説明から外す理由はほかにもある。チャートを示すと、人間の目は目立った特徴におのずと引きつけられる。株価チャートの場合、普通それは高値と安値だ。しかし、本書の重要なメッセージのひとつは、株式市場の高値と安値を予測することも、どんな種類の正しい予測をすることも、逆張りトレーダーの仕事ではないということ

だ。逆張りトレーダーは唯一の目標に焦点を当てる。それはバイ・アンド・ホールド戦略よりも高いリターンを得ることだ。この目標を達成するために、私たちは大衆筋を利用する投資戦略を用いる。この戦略では安値近くで買って高値近くで売る必要はない。売値の平均が買値の平均を十分に上回り、とったリスクやお金を寝かせた時間に得られた価値を補えるだけの金額が要求されるだけだ。

この本を書くことには冒険と喜びがあった。本書から投資結果を高めるアイデアをあなたがひとつでも得られたら、私は二重に報いられる。

それでは未知への旅を始めよう。

**2008年11月26日**

カール・フティーア

# 第1章 市場に打ち勝てるのか？

Can You Beat the Market?

●投機家のエッジ●エッジに必要な特徴●素質●市場は投機家を必要とする●手助けする●適正価格●市場の間違い●間違いを見つける●企業の利益と適正価格●利益予測のための統計モデル●そういうモデルは役に立たない●投資家はレイク・ウォービゴンの住人ではない●投資信託のパフォーマンスによる証拠●テクニカル分析とマーケットタイミングからエッジは得られない●投資のジレンマ●うまい話はないという原則●投機の技術●ほとんどの人は投機をするべきではない●しかし、あなたに素質があるなら先を読もう！

# 投機家のエッジ

市場に打ち勝つことなんてできるだろうか？ この質問に対する答えが「できない」なのだと思わせるために、私は最善を尽くすつもりだ。これはたしかに投機に関する本の書き出しとしては奇抜だ！ もちろん、投機で重要なことは市場に打ち勝つことだ。この本も市場に打ち勝つ方法について書いている。あなたにはこの本を隅から隅まで読んでほしいし、すべての友だちにも勧めてほしいと思っている。しかし、同時に投機の危険性や落とし穴にも大きく目を見開きながら読んでほしい。金融市場で楽に儲ける方法はない。そこで、最も重要なことをあらかじめ言っておこう——自分がエッジ（優位性）を持っていると確信できるまで投機をしないように。

エッジがなければ市場に打ち勝つことなんてできやしない。

エッジとはどういう意味だろうか？ エッジとは、ほかの投資家や投機家よりも優位に立てる才能や技術や知識のことだ。残念ながら、高い知能指数や優れた学歴や多額の投資資産は、投機ではエッジにならない。また、しっかり課題に取り組み、何度失敗してもやり続けるという意欲もエッジにはならない。そういうものがあれば、仕事や商売で成功し、一般の社会では重んじられるかもしれない。しかし、そうしたことは投機の世界での成功を必ずしも保証してはいないのだ。

覚えておいてほしい。投機家の最大のエッジとは、市場の動きについての優れた科学的知識や統計上の知識から得られるものではない。もしそれらがエッジなら、仕事で技術を身につけると同じように、研究と訓練でエッジを身につけられるはずだ。しかし、気づいているだろうが、投機を専攻できる大学など、どこにもない。これにはもつともな理由がある。投機家のエッジは2種類の個性から生まれる。それらは教えることができない。生まれつき持っているかどうかなのだ。その第一は、頭と気持ちを柔軟に切り換える能力だ。市場の状況や決まりごとの変化に簡単に素早く適応する能力だ。第二は、自分で考えて、大衆筋の考えに対して「フェーディング（反対に賭ける、逆張りする、向かう）」することによって、苦労して稼いだお金をリスクにさらす意欲だ。これは普通、ほとんどの人（特に夫や妻！）から賢明でないとか愚かだとかさえ見られるポジションを取ることを意味する。来る日も来る日もこれを実行するためには、ほとんどの人が発揮できない感情面での強さを必要とする。また、ある種の傲慢さ——自分のやっていることを自分は分かっているが、市場のほとんどの人は分かっていないという強い確信——も必要だ。このようなことを考えて、あなたは投機家として成功する素質を持っているだろうか？

これは投機家が持つべきエッジの説明としては変わっていると思うだろう。現代のように科学技術が発達した社会では、投機で利益を得るためには、他人よりも優れた方法を使うか、市場の動きについての何か謎めいた知識があると皆が考えても当然だろう。しかし、これは事実と反する。投機で成功するための核心は、市場の動きやトレーディング技術の専門知識のなかにはない（この本も含めて！）。本を読んだり、投資講座を受けたり、セミナーに出席したりしても、投機家として成功できるようにはなれないのだ。

しかし、あなたに投機家の素質があるなら、この本で説明する方法を用いれば、今よりも高い水準で投機をすることができる。金融市場では投機に熟達した人たちが必要だ。資本主義は彼らを抜きにして生き残れないだろう。なぜか、を知りたいければ、とにかく先を読み続けよう。

# 投資家を手助けする

投機家とは何なのだろうか？ **創造的破壊**という資本主義の戦場で、投機家の任務は何なのだろうか？ ルイス・アンド・ショート（常に手元に置いているラテン語辞書）で、投機の語源である「speculor」という動詞を引くと、「見張ったり、偵察したり、調査したり、探検したりする行為」と定義されている。すると、投機家とは見張り、偵察兵、調査者、探検家ということになる。

金融界での投機家は長期投資家たちよりも先まで行って探検をする。資本主義経済の発達には、ヨーゼフ・シュンペーターが**創造的破壊**と名付けた絶え間ない強風が常について回る。その結果、長期投資家たちは非常に不確かな将来に向かって進み続ける。資本主義のまさに本質である大きな不確実性にもかかわらず、長期投資家たちは適正価格で売買ができると確信している必要がある。彼らが、市場は公正な機会を与えてくれないと思えば、投資資金を引っこめてしまうだろう。すると、資本主義は衰えて止まってしまう。

長期投資家が公正な機会を確実に得られるようにするのを、投機家はどうやって手助けするのだろうか？ 投機家は皆、市場が株式や債券や商品に間違った価格が付けられるのを見張っている。市場の間違いとは、現在の市場が企業の妥当な収益力や商品の需給バランスについて知られていることをすべて正確に反映できない状況だ。投機家は市場の間違いを見つけて、価格が安すぎるときには買い、高すぎるときには売る。彼らは価格を正すの手伝うことで利益を得る。

市場の間違いとは**適正価格**から外れていることだ。適正価格とは、経済学者が**均衡価格**、つまり供給を需要に合わせる価格と呼ぶものを単純明快に言った用語だ。均衡価格は株式や商品の見通しについて、知られていることを正確に反映している、と経済学では教える。だから均衡価格は素晴らしいものだ。均衡価格で売買する人は公正な機会を得ている。つまり、彼らはもって知識がある投資家に不当につけ込まれてはいないのだ。

適正価格の考え方を明らかにするのは必ずしも簡単ではない、ということは覚えておいたほうがよい。次の章では、適正価格のひとつの計算方法——**将来の配当の現在価値への割引き**——について簡単に説明する。第5章では別の計算方法——**トービンのq**（経済学者ジェームス・トービンが初めて展開した）——について説明する。これらの方法は両方とも、複数年にわたる非常に長期の適正価格を推測するために作られている。しかし、一般に両方とも扱いにくいので、投機の専門家にはあまり役に立たない。第6章では、適正価格を推測するもっと実用的な方法を説明しよう。

市場が間違うからといって別に驚くべきことではない。普通、この間違いは長く続かない。しかし、市場はときどき本当に大きな間違いを長期にわたってする。間違いは、企業や経済の意外な成長に対する近視眼的な反応という形をとることがある。あるいは、大規模な錯覚や熱狂のために間違いが起きることもある。どちらの場合でも、株式や商品の価格は、適正価格のどんな理にかなった評価と比べても上がりすぎるか下がりすぎる。

投機家が経済で果たす役目は、これらの市場の間違いを見張って、それらを正すのを助けることだ。彼らは、価格が適正価格よりも安いときには買い、高いときには売ることによってそれを実行する。投機家の売買はこうして市場価格を適正価格に近づけるのを助ける。こうやって、投機家はもって長期の投資家のために貴重な働きをしている。投機家は、将来の景気予測についての最も良い判断が短期間のうちに正確に市場価格に反映される手伝いをしているのだ。

# 市場の間違いを見つける

投機家は市場が間違っていることをどうやって知るのか？ たしかに、証券取引所の前にそれを示すネオンサインはない。ニューヨークのタイムズスクエアの伝言板に、「今日はXYZが安売り中」とか「ABCに大金を投じる価値なし」と流れることはない。

ほとんどの投資家は経済予測や統計予測によって市場の間違いを見つけるという方法を取る。経済学の基本的な考えは、株式の適正価格は、その企業が相当の期間、例えば10年間で稼ぎそうな利益を現在の価値に割り引いて決めるべきだと主張する。あなたは最高水準の統計や経済に関する道具を使って、業界や経済のモデルを構築し、企業の利益を見積もることができる。または、あなたの代わりにモデル構築をやってくれる人から、この情報を買ってもよい。どちらの場合でも、この利益予想から株式の適正価格が推測できる。市場の間違いを見つけるには、この推測した適正価格と今の市場価格を比べさえすればよい。

少なくとも株式市場では、これはたしかに市場の間違いを見つける論理的方法だ。経済学者は、普通株の適正価格はその企業の将来の収益力、配当、経済の全体的な状況について現在利用できるすべての情報——要するに投資家が将来手にできそうな配当と株式売買益を見積もることに関連しそうなすべてのこと——を反映する価格であることに同意する。この手法を採る投資家は、彼らが予想した適正価格よりも安く取引されている株を買い、高く取引されている株を売る。ここで重要な問題がある。市場の間違いを見つけるこの方法で、投資家が平均以上のリターンを得られると考える根拠はあるのだろうか？

この質問に対する私の答えにあなたは驚くかもしれない。適正価格を統計的に推定しても、あなたの投資リストのリターンを市場平均以上にすることはできない、と私は考えている。なぜか？ カギとなるのは平均以上のリターンという言葉だ。たしかに、統計と経営の知識を使って、普通株のいくらか信頼できる適正価格を見積もるモデルを作ることができる。しかし、投機は非常に競争的だということを心に留めておかなければならない。多くの投資家や資産運用業者や経営コンサルタントはこれと同じことをしている。彼らは皆、株式の適正価格を他人よりもうまく推測することで得られる利益を争っている。

ガリソン・ケイラーの小説『レイク・ウォーピゴン』の子供たちはすべて平均以上だ。悲しいことに彼らとは違って、投資家のすべてが平均以上の投資成果を得られるわけではない。企業収益を予測する優れたモデルを構築できる知識や統計技術を持っている人はたくさんいる。そういうモデルを作れば優れた投資成果を得られるのなら、人々は競ってこの方法を採用入れるだろう。しかし、そうすると、彼らは全体的には自分たちが予測した適正価格のほうに相場を動かすことになる。このため、予測した適正価格から市場価格がそれる幅は狭まり、やがてこの投資手法からは平均的な成果しか得られなくなる。モデルを構築する業者間でも、これらのモデルによる予測にお金を払っている投資家の間でも競争は激しい。そのため、モデルを作っても、モデルによる予測を利用して投資戦略を組み立てても、どちらのグループも平均以上のリターンを得ることはできない！

# 証拠を見る

企業収益モデルを作って投機を成功させるのは競争があるから難しいということは、おそらく納得してもらえたと思う。納得していないのなら、あなたはこう反論するかもしれない。現実の世界は理論経済学が仮定している自由競争の世界とはほど遠い。おそらく、アメリカンフットボールのトラップのように、皆よりも勝る、ハイテクで超一流の利益予測モデルを作り上げて、だれよりも先に利益の源にたどり着きさえすればよいのだ、と。私はこの可能性を疑うべきもつともな理由があると考えている。資源と技術力がありさえすれば投資戦で利益を保証されるのなら、最高の利益予測モデルを使える投資の専門業者が平均以上の投資成果を生むはずだ。これが本当かどうか確かめるために、資産運用業者が実際に達成した投資成果を見てみよう。

2005年第40号のフィナンシャル・レビューの記事「効率的市場仮説について——30年後（Reflections on the Efficient Market Hypothesis : 30 Years Later）」の1～9ページで、バートン・マルキールはアメリカとその他の先進国における資産運用業者のパフォーマンスを調べている。投資信託のパフォーマンスに関するデータから、3つの重要な事実が分かる。第一に、積極運用型の投資信託は、彼らがベンチマークに使ったS&P500指数を下回っている。単年度ベースでは投資信託の73%が指数よりも劣っている。20年間のパフォーマンスで見れば、この数字はさらに90%にまでなる。第二に、指数連動型のS&P500インデックスファンドは、積極運用型の投資信託を年率で約2%上回っている。この差のほとんどは、積極運用型の投資信託のほうが手数料が高いという理由で説明できる。最後に、どの投資信託を見ても、ベンチマークと比べたパフォーマンスに年ごとの一貫性がほとんどない。というわけで、どの投資信託がベンチマークよりも優れているかを、過去の実績だけから判断することは不可能だ。

マルキールの結論は、資産運用業者のパフォーマンスを調べた金融経済学者の結論としては典型的なものだ。この調査内容から、経済や企業のデータで適正価格を推測するモデルを使っても、ほかの投資家より優位には立てないと結論づけなければならない。仮にモデルが役立っているのなら、投資信託の運用担当者は最も優れた収益予測モデルを利用できるので、投資信託のパフォーマンスは平均以上になるはずだ。また、モデルの利用料金を支払っているのは投資信託の運用会社だから、これらのモデルはそこで働くどの運用担当者でも利用できるだろう。だとすれば、市場平均を上回る投資信託のパフォーマンスは長期にわたって続くと予想できる。

しかし、そういうことは全然ない。この証拠から引き出せる結論は極めて単純だ。統計モデルを用いて将来の利益を見積もり、そこから市場の間違ひを見つけようとしているのなら、あなたは見当違ひのことをしているということだ。企業収益を予測するモデルでは市場平均を上回る利益を出せない。だれもがそれを使っているからだ。つまり、株式市場のこのような評価方法はどのビジネススクールでも教えられている。資産運用業者が皆その知識を持ち、それを使っているのなら、あなたが平均以上のリターンを稼げるはずはないだろう。



# マーケットタイミング

投資信託の運用成績は全体としてベンチマークを下回り続けている。このことから、さらに驚くべき結論が引き出せる。企業収益を予測するモデルを使っても市場平均を上回るパフォーマンスは達成できないという論理は、ほかの手法にも当てはまるはずだ。

この基本的に役に立たない方法は、一般にテクニカル分析やマーケットタイミングと呼ばれる。テクニカル分析の考え方は、市場の値動きを注意深く観察していれば、ほかの投資家が適正価格について何を知ったか分かるというものだ。例えば、経済や企業のデータを用いて適正価格を推測する投資家、いわゆるファンダメンタル分析の投資家は自分たちのモデルによる予測を利用して売買を行うので、市場で注意深く売買タイミングを見計らうのがうまい投資家に手の内を明かしてしまう。そこで、マーケットタイミングではファンダメンタル投資家の努力に便乗して分析すればよいと考える。こうした便乗が行われると、ファンダメンタル投資による売買の影響はいつそう広がる。

標準的なテクニカル分析で使う道具には、さまざまなチャートの解釈、モメンタムと移動平均線によるトレーディング戦略、買われ過ぎ・売られ過ぎのオシレーター分析がある。これらの道具はあまりに広く知られているので、平均以上のリターンを得るのには役に立たない。それらの道具で優位に立てるのなら、テクニカル分析で利益を狙う投資家が競ってそれらを採用入れるから、すぐに役立たなくなるのだ。もちろん、市場平均に勝てるテクニカル分析があるという可能性は捨てきれない。それらに関する本を他人は読まないという理由があれば、だ！

マーケットタイミングとは、相場の変動を予測して、その予測に従って行動することで市場平均を上回る利益を出そうとする試みだ。マーケットタイミングでは普通、判断のほとんどで、テクニカル分析が大きな役割を果たす。しかし、マーケットタイミングはテクニカル分析が失敗するのと同じ理由で、たいてい無駄に終わる。

マーケットタイミングについてこう考えてみよう。それが成功するためには2回続けて正しくなければならない。つまり、最初に安値で買って、次に高値で売らなければならない。ここで、マーケットタイミングの技術をしっかり身につけた人がいるとしよう。その人がこれから起きる値動きの方向を**70%**予測して、それを利用する方法を開発したとする（私が見てきたほとんどの方法はこの成功率にはほど遠い）。これが2回続けて正しい確率は **$0.70 \times 0.70 = 0.49$** だ。ということは、たとえこの方法が**70%**当たるとしても、売買で何もタイミングを計らないときに比べて、**49%**しかポジションは良くならない。このため、マーケットタイミングを使っても、おそらく持っている投資資産の変動が激しくなるだけで、平均収益率は上がらないだろう。マーケットタイミングにたけた人でも、市場に打ち勝つのは一苦勞なのだ。

# 投資のジレンマ

私たちが見てきたものは私が投資のジレンマと呼ぶものだ。どのような統計的方法であれ、直接的（ファンダメンタル分析）にでも間接的（テクニカル分析）にでも適正価格を推測するという広く使われている方法では、市場に打ち勝つことはできない。経済学者はこれを、うまい話はない原則と呼ぶ。投資家の間で競争があると、だれでも利用できる知識から市場平均を上回る投資リターンを得ることはできなくなる。投資やトレーディングに関する本（これを含めて！）に書かれていることであれ、投資セミナーで学べることであれ、それだけを使って市場平均を上回る利益が出せるような情報は存在しない。このことはまた、普通の投資家がお金を資産運用の専門家に任せて、優れた投資パフォーマンスを買うことはさらに不可能だということも意味している。

すると、うまい話はないという原則から、私たちに残されていることは何だろうか？　ひとつのことだけは明らかだろう。ほかの投資家に勝るエッジを身につけるということは、単にある本を読むとか、良い教育を受けるとか、高い知能指数を持てば良いという話ではないのだ。本やビジネススクールの講座で学ぶ統計や分析の技術を学んでも、エッジが生まれることはない。理由は単純だ。多くの人がそれを実行しているからだ。そして、多くの人が実行していることと同じことをしても、平均以上の投資家にはなれないのだ。

エッジを身につけるためには、まず先入観を捨てることから始めなければならない。あなたがここまで読み進んだのなら、出だしはよい。一般に広がっている意見や常識をまず疑うことだ。実は、投機の技術はすべて、大衆筋の方向とは反対側に投資するために、どうやって適切な瞬間を選ぶかということから成っている。生き残って成功できるかどうかを日々疑いたくなるような世界では、自分の機転に従うことによってしかエッジは見つけれない。この種のエッジを維持するためには、極めて少数の人しか耐えられない感情面や精神面での犠牲を強いられる。私はそういうことを直接見てきた。大多数の人にとって、投資のエッジは身につけて維持するだけの努力に値しない。ほとんどの人にとって、金融市場で投機をすることは無意味だ。

さて、私はあなたが投機をするべきではないと説得するために最善を尽くしてきた。しかし、それでも自分には素質があると考えるならば、あなたは多くの役に立つ情報や提案を以降の章で見つけるだろう。これからは、投機の技術を磨くために何をしなければならないかを説明するつもりだ。私のメッセージは実に簡単にまとめることができる――逆張りの専門家になりなさい！

## 第2章 市場の間違い

### Market Mistakes

●効率的市場？ そんなものはない！●市場は間違える●「うまい話はない」ということは、間違いを見極めるのは難しいということ●ジェットコースターと株式市場●株価は変動しすぎるか？●株式市場の変動についてのシラーの業績●効率的市場仮説では変動を説明できない●行動ファイナンス●なぜ市場の間違いが続くことがあるのか？●知らないことは分からない●最後に知る人●常軌を逸した要素●市場は体系的な間違いをしない●ファマの仕事●再び、うまい話はない●エッジを探す

# 効率的市場

第1章において、私は投機家の仕事とは市場の間違いを発見し、市場価格が適正価格のほうへ向かうのを助けることだと説明した。私は大胆にも、市場が多くの間違いをすると主張した。しかし、金融経済学で高く評価されている理論には、市場はけっして間違いをしないという主張もあることを、あなたは知っているはずだ。これらの理論によれば、市場は明らかに効率的だ。今日の適正価値は経済分析とテクニカル分析による推定によって、どの瞬間においても市場に織り込まれていると言う。

市場がこのとおり本当に効率的なら、投機家が利益を得る余地はないだろう。この章では、市場が厳密には効率的ではない、と私が考える理由を説明したい。私は、意見ではなく事実として、市場では適正価格——経済学で言う均衡価格——で取引されることはめつたにないと主張したい。私はあなたに少なくとも原則としては、投機家が利益を得る機会はいくぶんあることを納得させようと思っている。このために、私たちは市場では適正価格よりもかなり高値か安値で長期にわたって取引されることがある理由をしっかりと確かめる必要がある。この調査のために、私たちは行動ファイナンス、投資家心理、大衆行動という分野に足を踏み入れる。話を単純にしておきたいので、私はアメリカの普通株で起きる市場の間違いだけに焦点を当てるつもりだ。しかし、世界中どこでも金融市場は同じように間違いを起こしやすい。

まず心に留めておこう。うまい話はないという原則に従えば、**市場は統計的に利用できる間違いをあまりしないのだ**。つまり、金融市場の間違いには統計的な規則性がないということだ。それなら、市場の間違いが起きているときに、この規則性のないことを利用すれば、間違いを予測して見つけることができる。こうする理由としては、以下を繰り返せば足りるだろう。多くの投機家や投資家が市場の間違いを見張っている。そして、彼らはこれらの間違いを見つけるために使えそうな統計方法なら何でも使う気がある。投機家同士で競争をするので、彼らが統計的な方法を使って得られるリターンは減っていき、バイ・アンド・ホールド戦略のリターンと変わらなくなる。うまい話はないという原則からすれば、市場の間違いが起きるときには、それらはすべて意外な驚きとして現れるはずだ。投資家の大多数にとって、市場の間違いはあとから振り返ったときに初めて見えるものだ。だから、市場の間違いが起きたときに、それを見つけてうまく利用するのは非常に難しい。残念ながら、投機家は終わって分かることから利益を得ることはできない。それで、うまい話はないという原則から言えることは、投機で成功する人は珍しいということだ。彼らは教えたり簡単に発見したりできない技術や特徴を持った人々なのだ。**成功する投機家のエッジは、大衆筋から離れて立ち、大衆筋の信念や期待とは逆方向に行動する能力に基づいている、というのが私の主張である。**

# ジェットコースターと株式市場

資本家ジョン・ピアポント・モルガン（1837～1913年）は株式市場の予測を求められて、「株価は変動するものだ」と答えた。彼の返事には見た目以上の知恵がある。モルガンは株価が上がりそうか下がりそうかを予測しようとはしなかった。彼はうまい話はないという原則の意味を理解していたのだ。彼の答えはまるで、値動きに影響しそうな要素はすべて現在の価格水準にすでに織り込まれていると思っているかのようだった。したがって、将来の値動きは新しく、現在知り得ない情報に反応していることになる。しかし、彼はまた株価が「変動する」ことも強調した。じきに私たちは、これが株式市場の、また実にすべての金融市場の変わらざる特徴だということを理解するだろう。

あなたはジェットコースターに乗って楽しいだろうか？ 率直に言って、それは私の好みではないが、私の子供たちは大好きだ。株式市場はジェットコースターにかなり似ていると私は思う。価格は常に上か下に動いているようだ。強気相場の初めは、ジェットコースターに乗ってすぐのように株価はゆっくりと、しかし着実に上がっていく。それらは基礎をなす経済状況や企業収益の改善に引き上げられて急な丘を登っているかのようだ。株価が丘の頂上に達すると、上がり方は遅くなり横ばいになる。それから次第に下げる。まもなく、まるで重力に引く張られるように、株価はふもとへ突進していく。そして乗客は恐怖の叫び声を上げる。恐怖が楽観主義に取って代わる。だが、株価が今にもゼロまで急落して恐慌が始まりそうに見えるときに、株価は跳ね上がる。前の吐き気を催させる急降下の勢いそのものが、軌道の見えない方向転換と合わさって、再び株価を押し上げるかのようだ。次の強気相場の頂上までに、株価はおそらくゾクゾクするねじれや方向転換や宙返りをするだろう。それはとても楽しみだ。しかし、恐ろしい急落がすぐ先にあることも皆知っている。それはジェットコースターに乗れば必ず起こることだ。

通勤時はいつもジェットコースターに乗らなければならないと想像してみよう。ジェットコースターしか利用できる交通手段がなければ、あなたはどう感じるだろうか？ あなたはそれに慣れると私は思う。しかし、現在あなたが車で移動しているよりも、移動距離はずっと長くなる（その多くは垂直方向だ！）。移動にかかる時間が延びるだけでなく、少なくとも私には食料品店に行くだけでも神経にこたえるだろう。

投資家は市場のジェットコースターに乗るしかない。その上下の動きは、最も腹の据わった人たち以外は皆くじけるように設計されているようだ。しかも、まさにジェットコースターのように、株価の動きはある意味で不自然だ。少なくとも経済的な観点からすると、株価の動きはその基にある経済状況や企業収益の上下ではうまく説明できない。そうではなく、株価の動きは企業資産に値を付ける過程の性質そのものに根ざす何かを反映している。

ロバート・J・シラー教授は投機的市場における行動を専門に研究している。2000年3月に、彼は出版業界という市場のタイミングを見計らう申し分のない感覚で、ある本を出版した。彼を正当にも有名にしたその本は『投機バブル——根拠なき熱狂』（ダイヤモンド社）という。この本はウォール街を揺るがした。そのなかでシラーは主張した。1982年に始まった株の大ブームはバブルのあらゆる兆候を示している。投資家が不合理な喜びに酔いしれていることを、あらゆる経済指標が示している、と。彼らは将来の企業収益や配当を不当に高く評価していた。私たちは皆、このあとに何があったか知っている。S&P500は2000年3月に下がり始め、結局2002年10月までに50%下落した。1998～2000年に値がさ株だったインターネット株とハイテク株の本拠、ナスダック指数は同じ時期に80%下落した。大した変動だ！

それでも、シラーが『投機バブル——根拠なき熱狂』で書いているように、1982～2000年の強気相場と、続いて起きた3年間の弱気相場はけっして前例のない現象ではなかった。彼はそれを知る立場にいる。実際、シラー教授の仕事はすべて、投機的な市場の研究と、市場価格の変動はいかなる意味でも経済の発展や企業収益の変化によって決められ説明できるのかを調査することに捧げられた。彼の調査結果は、先ほどの本よりも11年早い1989年に、『マーケットボラティリティ（Market Volatility）』（MIT出版局）という本で発表された。その調査は、株式市場の間違いの回数や大きさについて重要な情報を提供している。

# 株価の値動きは激しすぎるか？

『マーケットボラティリティ』の第4章で、シラーは株式市場の適正価格を決めるために、標準的な経済仮説を採用した。これによると、**S&P500**指数の長期の適正価格は、将来の配当支払いを現在の価値に割り引いたものに等しいはずだという。資産評価のこの標準的な手法は普通株だけでなく、予測できる将来に定期的に現金支払いを生むと考えられるどの資産、例えば、債券や不動産などにも当てはまる。もちろん、これらの将来の配当が、例えば今後30年でいくらになるのかは、いつの時点においてもだれも分からない。しかし、シラーの経済モデルではあなたが知っているかと仮定する。あなたはそんな仮定は一見するとおかしいと主張するかもしれない。しかし、割り引いた配当の流れは極めて予測どおりで、ほとんど一定の率で成長することが分かる。それで、株式市場をひとまとめに見れば配当の支払いはとても予想しやすいので、この意味で株価を「完全予見」というシラーの仮定は筋が通っている。

株式市場の適正価格をこのように推定したシラーは、次にそれを**S&P500**指数の実際の水準と比べる。これらの数字は両方とも年々変わる。それでシラーは**S&P500**と将来の配当の割引価値が、時とともにどのような動きを見せるのか比べる。すると、長期的には**S&P500**のほうが配当の割引価値よりも約4倍動きが大きいと分かった。さらに、**S&P500**指数の水準の変化と、配当の長期的変化には非常に低い相関関係しかない。少なくとも経済学者にとって、これは意外である。効率的市場仮説では、株価は割り引かれた配当よりもバラツキが小さいと予測している。また、株価の変化と配当の割引価値の変化には高い相関関係があると予測している。

私たちはこれらの事実をどう考えるべきだろうか？ 少なくとも直観的には、ほとんどの投資家はシラーの結論に驚かないだろう。逆に、将来の配当の割引価値が株式市場での適正価格を決める、と言われるほうが驚きかもしれない。「結局のところ、配当の支払いよりも収益が増えるかどうかのほうが大事だ。私たちの利益予測モデルはその違いを考えに入れている」と投資家は言うだろう。しかし、そういう反応は外的れだ。実は、経済全体の収益と配当は、長期的にはかなり密接に動いている。たしかに、一般投資家は個々の企業を「成長株」とか「安定配当株」とか見るかもしれない。だが、経済を全体として見て、**S&P500**指数の動きの源を理解しようとするときには、そういう区別に意味はない。株価がアメリカの企業によって生み出される長期の配当や収益で決まらないのなら、何によって決まるのだろうか？ こういう状況で、オマハの賢人ウォーレン・バフェットなら、シラーの手法を大まかには受け入れるだろう。バフェットは、ベンジャミン・グレアムが、株式市場は短期では投票機だが長期では計量機だと言ったことをよく引合いに出した。彼が言おうとしているのは、企業の普通株の価格は、長期的には利益を稼いで株主に配当を支払う能力によって決まるということだ。

経済学者のなかでシラーの計算を批判する人たちは、年々の配当の成長は、すでに知られているトレンドの辺りを変動すると見るのではなく、ランダムウォークと見たほうがうまく説明できると主張する。これが本当なら、株価は普通シラーのモデルが予測するよりも、もっと大きく変動すると予想される（専門用語を使うと、これらの経済学者はシラーの仮定とは反対に、配当の流れは定常的ではないと言っている）。しかし、この配当の動きについての異なる統計モデルを採用しても、長期的な配当の動きと比べると、株価はやはりあまりにも大きく変動している。

シラーの調査の結論は基本的に、効率的市場仮説では株式市場の変動をうまく説明できないということだ。経済学者は効率的市場仮説をこん棒として使い、投資家をこづいて、市場平均を上回る利益を出そうとしても無駄だ、ということを受け入れさせようとしてきた。そういうことに飽き飽きしていた投資家にとって、シラーの結論は間違いなく声援になる。株式市場が全体として多くの間違いをすることは、シラーのデータから明らかだ。**S&P500**指数は割り引いた将来配当で測った適正価格の周りで大きく変動する。しかし、効率的市場仮説の敗北に満足している人は用心したほうがよい。うまい話はないという現象は、まだ投資の世界を支配している。株式市場は本当に多くの間違いをするかもしれない。しかし、そういう間違いが起きたときに、それに気づくことは一般に不可能なのだ！ しかし、標準的な金融理論の枠外で考えて、異なる種類のデータを見れば、シラーが見つけたような間違いを見極めて利用する助けになるだろうか？

# 行動ファイナンス

この最後の問題に答えるには、株価が適正価格からそれる理由を見ておく必要がある。ここで私たちは経済学の一分野である行動ファイナンスという領域に足を踏み入れる。古典派経済学が研究する市場の行動では、人々は持っているすべての情報を、統計的に見て適切に使って売買する。しかし、人間心理や計算に限界があるために、そういう行動が取れないなら、どうだろう？ どんな理由であれ、かなりの投資家が利用できる情報を適切に使えないなら、どうだろう？ これは株式市場の動きにどのような影響を及ぼすだろうか？ それによって、市場に必ず間違いが起きるだろうか？ 行動経済学はこういう種類の問題に答える。

リチャード・セイラーは、シカゴ大学教授であり、行動ファイナンスで広く認められた専門家である。共著者ニコラス・バーバリスと共に、セイラーは『アドバンシズ・イン・ビヘイビアル・ファイナンス（Advances in Behavioral Finance）』（リチャード・セイラー編、プリンストン大学プレス、2005年）第2巻の第1章で、行動ファイナンスの最近の調査について書いている。投資家は自分の持っている情報を統計的にうまく使えない。セイラーとバーバリスは、それには多くの心理的な理由があると考え、検討している。彼らは実験による十分な証拠を提出し、これが普通に見られる現象であること、将来が不確かな状況で選択をするときに人々ははっきりした統計的な方法を使えないということを示した。

しかし、彼らも指摘しているように、この意味で不合理に行動する投資家たちがいるからといって、必ずしも市場が間違えるということの意味するわけではない。結局のところ、統計的に見て間違いをする人たちがいるせいで、株価が適正価格からそれるのなら、合理的な投資家はこの間違いを利用して、彼らとは逆の行動を取れば、株価が適正価格に戻るときに利益を得られないだろうか？

この問題に対して、行動経済学者は「おそらくできない」と答えるが、古典派経済学者は「常にできない」と答える。金融市場の行動理論と古典的な効率的市場仮説との重要な違いがここにある。不合理な投資家がする間違いを合理的な投資家が正せない根拠を調べることにしよう。

トレーディングや投資の戦略には、すべて費用とリスクが伴う。費用は売買自体から生じる手数料や売買スプレッドなどのほかに、情報を集めて正しく処理することからも生じる。リスクは普通、資産の値付けに伴う不確実さから生じるほかに、市場の運営方法から起こる制度的要因からも生じる。この単純な例は空売りだ。ある株式が適正価格よりも高値で売られていると合理的な投資家が気づくとする。それで、その投資家は自分も売りたいと思う。しかし、自分がその株をすでに持っていないと売れないかもしれない。売るためには、株を貸す気がある人から借りなければならない。そのためには両者の協力以外に貸株料を払う必要がある。さらに、貸株市場の商いが薄いために、空売りをしようとする人は貸し手に踏まされるリスクにもさらされる。こうして、たとえ株を借りられても、空売りの費用とリスクは問題の株を買う場合と同じにはならない。これだけを根拠にして、市場では株価を安く評価するよりも高く評価する間違いのほうが多い、と予想する人もいるかもしれない。

しかし、市場の間違いを正そうする場合に、ほかに3種類のリスクがある。おそらく経験豊かな投機家が自分の考えを普通、公表しないせいだろうが、これらのリスクが顧みられることはめったにない。

最初は、「知らないことは分からない」というリスクだ。これは、1921年に出版された『危険・不確実性および利潤』（文雅堂銀行研究社）で、経済学者フランク・ナイトが不確実性と呼んだことを、しゃれた方法で言ったものだ。ナイトの不確実性は今日では数量化できないリスクと呼ばれている。これは、知らないものは想像することさえできないという状況を指す（そのため「知らないことは分からない」と言う）。そして、たとえ私たちがそれを想像できたとしても、確率で表すことはできない。ナイトの不確実性の良い例は、サブプライムローン問題で2008年に市場が恐慌状態になったときに見られた。この出来事はあとでもっと詳しく検討する。ここでは、次のことだけを指摘しておきたい。当時、多くの大手銀行や証券会社の貸借対照表に、どれくらいの有毒廃棄物（売れない種類の金融資産を指す専門用語）があるのか、また、そのような証券をどうすれば評価できるのかについて、把握している人はだれもいなかった。その結果、すべての種類の証券市場が暴落し、買い手を見つけるのは難しかった。それもすべては、それまで一度も起きたことがない問題の大きさを、だれも見積もることさえできなかったせいだ。これが「知ら

ないことは分からない」という危険性の古典的な事例だ。

第二のリスクは、私が「**最後に知る人**」と呼びたいリスクだ。市場が間違っていると私が思うとき、私の心に浮かぶ最初の考えは、「私が知らないことをほかの人々が知っていたらどうしよう？」というものだ。私の経験によると、自分が最後に知るのではないかという恐れをあらゆる投資家が持っている。あとで分かるが、この恐れは市場の間違いが起きるときに重要な役割を果たす。こういう恐れを持っていると、市場の間違いを正すときに、平均的な投資家が何らかの役割を果たすのはたしかに難しいだろう。

第三のリスクもほかの2つと同じくらい、あるいはもっと重要だ。それは、私が「**常軌を逸した要素**」と呼ぶリスクだ。長年にわたる経験から、私は市場の間違いと思えるものを見るとすぐに、常軌を逸した人たちが聖域を乗っ取ったかどうか自分に問うようになった。常軌を逸した市場の大衆筋は貪欲からであれ、もっと一般的には恐れからであれ、お金に関する妄想や感情に影響されて行動している。彼らの買う力や売る力を過小評価してはならない。常軌を逸した人たちが市場という聖域を乗っ取るとき、どんな市場の間違いでも、それが正される前にはるかに大きくなり得るし、実際そうなるだろう。そういう状況になったら、根底にある経済的要素を合理的に計算するのではなく、常軌を逸した人間の考え方や行動を出し抜こうとしなければならない。その状況では、市場価格はほとんど先が読めない。また、市場の間違いを正そうとするときのリスクは極めて大きい。

私たちはこれで、市場の間違いを正すためには費用とリスクが必要だと分かった。この費用とリスクが大きければ、間違いが正されるまでに時間がかかり、ひどくさえなると考えられる。



# 行動ファイナンスと利用可能な市場の間違い

市場では適正価格と異なる水準で取引されることがあると信じる根拠を、行動ファイナンスは与えてくれる。それで、市場の間違いはたくさんあり、関心のある投機家はそれを利用できると期待できる。だが、ちょっと待つてほしい！ 私たちは投資のジレンマを忘れていないだろうか？ うまい話はないという原則は、この状況にどういう影響を及ぼすだろうか？ 投機家の仕事は市場の間違いを正すことなら、その間違いが起きるときに見極める何らかの方法をまず持つ必要がある。行動経済学の理論が予測する間違いが起きたときに、それに気づく統計的な方法が何かあるだろうか？

うまい話はないという原則をまじめに受け取るなら（私は受け取る）、私たちは嘆かわしい結論に達せざるを得ない。現実の投資家の行動について、行動ファイナンスは洞察をもたらしてくれたが、合理的行動から外れた行動が市場価格にどう影響するかは予測できない。そういう影響は、投機家が利用できるどんな統計的な規則性も示すはずがない。しかし、私たちは理論的な根拠だけから、こういう推測をすることには満足できない。そこで、証拠を見ることにしよう。

ユージン・ファマは論文「効率的市場、長期リターンおよび行動ファイナンス（Market Efficiency, Long Run Returns, and Behavioral Finance）」（ジャーナル・オブ・フィナンシャル・エコノミックス、1998年49号、283～306ページ）で、行動ファイナンスが効率的市場仮説を揺るがす証拠を見つけたという主張を検討している。彼は、古典的な効率的市場仮説が、きちんと定式化された別の仮説と統計的に比較されることはまずないと述べている。つまり、効率的市場仮説はある種の市場現象を統計的に満足のいくように説明していない、と行動経済学者は指摘する。しかし、その行動経済学者も具体的な統計モデルをひとつの選択肢として提供することはまずない。行動ファイナンスは市場データと体系的に比べられる形での予測をめったにしない。ファマは論文でそういう比較を試みる。そして、市場の間違いについての実験に基づく調査が、間違いの性質や方向に関して一致した結論に達していないことを発見する。言い換えると、特定の文脈で市場がどのような間違いをするかを正確に予測する行動理論はない。

ファマの結論はこうだ。古典的な効率的市場仮説には弱点がある。一方、行動ファイナンスであれほかの理論であれ、金融市場の動きをもっとうまく説明できる理論をだれも考えついていない。つまり、彼はうまい話はないという原則を認めたのだ。

## 再び、うまい話はない

ここで私たちに残されているのは何だろうか？ 私たちは、市場が間違ふことはほぼ疑いないと確認した。市場は適正価格のどんな理にかなった考えよりもはるかに多く変動する。また、市場はニュースや経済の発展に控えめに反応したり、大げさに反応したりする。しかし、うまい話はないという原則から、統計的手法を使ってこれらの間違いを体系的に利用するのは非常に難しい。市場の間違いに関する理論が、うまくデータを取り扱うだけでなく、普通の投機家が平均以上のリターンを出すことにも利用できるということはある得ないのだ。

これから投機をしようかと考えている人はがっかりするかもしれないが、人はただ真正面から物事にぶつかって、その意味を考えることによってしか進歩できない。うまい話はないという原則は、投機で成功するためには個人的な特質に、つまり多くの投資家が手を出せない能力に基づかなければならない、と私たちに伝えているのだ。また、投機は市場行動や、投資家と自分以外の投機家の行動について、他人の知らない（arcane）理解に基づかなければならない。ルイス・アンド・ショートはラテン語の形容詞 **arcanus** を、「隠されている、覆われている、秘密の、個人的な」と定義している。市場平均を上回る利益を出すためには、ほとんどの人が近づけない技術を身につけて利用しなければならない。こういう性質の技術を発見するためには、心の中を見つめなければならない。私たちは、自分が生きている世界の縦系と横系である、人間性と社会的関係に焦点を当てなければならない。投機家と大衆筋との関係のなかに、大衆筋を見極めて彼らから離れて違う行動をする能力のなかに、投機家のエッジが見つかるかもしれない。

# 第3章 エッジ

The Edge

●市場の間違いの理論●大衆筋●ほとんどの人が利用できない理論●投機家の利益の源●成功には協力が必要●投機家ケインズ●慣習にとらわれずに成功することの危険性●社会集団の価値●協力は間違いを生む●投資の世界の社会集団●投資テーマ●ピークオイル●大衆筋のライフサイクル●1996～2002年の好況と不況●大衆筋の社会的な意味●逆張りトレーダーの考え方●逆張りトレーダーのエッジ

# 市場の間違い論

この章と次の章で、私は市場の間違い論を展開するつもりだ。この理論によって、適正価格から株価がそれる原因として一番ありそうな投資家同士の社会的交流を特定する。発達した社会ではお互いに協力し合う組織があるために、あちこちの金融市場に焦点を当てた社会集団が生み出される。私はこの投資業界での集団を**大衆筋**と呼ぶのが適切だと思う。大衆という言葉を用いるのは、その集団に加わっている人たちが目的、考え、説明、期待について並外れてまとまっているということを伝えたいからだ。大衆とは単に個人の集まりではない。個人の集まりの場合、人はそれぞれほかの人たちとは独立して選択をする。ところが、大衆はお互いのマネをする。まさに、大衆は一種の社会的ブラックホールだ。大衆はその考えや行動の軌道に、人々を容赦なく引き寄せるのだ。

投資業界での大衆筋とはほかの社会集団と似ている。どちらの場合も、そこに加われば、社会で生き残って成功しやすくなる。この章では、そうした一般的な事実焦点に当てる。人類は大きな社会集団をつくって協力し合う本能的な衝動や能力を持っているという点で、地球上で目立った存在だ。実際、記録に残る比較的短い歴史のなかで、人間社会が急速に発展したのはこの協力本能のためだ、と主張しても言いすぎではないだろう。社会集団は生活を楽しんで安全にする、が私たちの座右の銘だと言えるかもしれない。これが本当だということはだれでも知っている。そのため、人は社会集団に進んで加わるし、そのメンバーであることの不便さや代償さえも支払う用意がある。これらの代償のひとつが、自分で考えたり行動したりするのをある程度犠牲にすることだ。社会集団のメンバーは皆、自主性の一部を集団に引き渡す。

こういう見方は、大衆筋にとって特別の意味を持つ。たとえ個々の投資家が合理的な計算をするための資源や技術を持っていたとしても、そういう計算は大衆筋のなかで生きるかぎり、ほんの小さな役割しか果たさない。さらに、平均的に見れば、大衆筋は適正価格よりも高く買って安く売る。結果として、投資成績が平均以下になるのは避けられない。それでも、人々は**大衆筋**に進んで加わるかもしれない。大衆筋に加わっていることの報酬は通常、お金ではない。

私のこの理論に価値があるためには、投機家や投資家としての私たちに指針を提供しなければならない。この理論で、市場の間違いにかかわる観察可能な現象を見極められなければならない。あと知恵ではなく、その現象が起こっているときに分かる必要がある。これらの現象については、以降の章で詳しく説明する。さしあたって、次の点だけを強調しておきたい。**投機家のエッジとは、大衆筋を特定し、大衆筋のポジションがライフサイクル（生まれてから消えるまでの周期）のどの辺りにいるのかを判断し、その判断に基づいて理性的に行動する能力である。**投機家がどの程度成功するかは、投資という文脈でどこまで社会と反対の立場に立てるかにかかっている。

ここで私たちは直ちに問題にぶつかる。うまい話はないという原則に従えば、平均以上のリターンを生みながら、普通の投機家が利用できる市場の間違いに関する理論というものは存在するはずがない。一方で、私は大衆筋の行動に基づく市場の間違いについて、分かりやすい理論を作るつもりだ。私のこの意図とそのこととは、どうすれば折り合いがつかだろうか？ そのような理論で、平均的な一般投資家は市場平均を上回る利益を出すことはできないのだろうか？

この難問の解決法は、普通の投機家は私たちの理論を利用できないという観察のなかにある。市場と投資家を**40年**以上も観察してきて、私は確信した。市場の間違いについて大衆筋に基づく理論が意味していることを、ほとんどの人は利用できないのだ。その根拠は単純だ。そうするためには、彼らと投資の世界をつなぐ社会的きずなの多くを断ち切る必要がある。**投資の世界でいわ非社会的になること、大衆筋のなかにいるのではなく、大衆筋から離れることが必要になる。**投資家たちが大衆筋を結ぶ社会的きずなを重んじるのは、基本にお金のためではない。むしろ、共通の関心を持つ人同士がつながりを持つことで、満足感が得られるためだ。実を言うと、大衆筋に加わることで得られる満足感をお金儲けのために犠牲にすることは、ほとんどの人にとって不合理だと私は考え

ている。というわけで、経済的な観点からは、大衆筋に加わる普通の人が支払う費用（平均以下の投資成果のせいで失う利益）が、投機家の利益の源だと考えるとつじつまが合う。

# 成功には協力が必要

「世渡りの知恵は教える。評判を落としたくなければ、慣習にとらわれずに成功するよりも、しきたりに従って失敗するほうがよい」——ジョン・メイナード・ケインズ著『雇用、利子および貨幣の一般理論』より

ジョン・メイナード・ケインズは、株式市場の投機的行動に投資家がどういう期待をしているか、またその期待がどういう役割を果たすのかについて素晴らしい分析をしている。引用した観察は、その分析をした部分に書かれている。ほとんどの人は知らないが、ケインズ自身はマクロ経済政策に関する議論にかかわっていないときは、非常に成功した投機家だった。ケインズが市場で味わった波乱に富んだ経験を簡単に知りたければ、パートン・ビッグズの『ヘッジホッグ——アブない金融錬金術師たち』（日本経済新聞出版社）の第21章を読むように勧める。

評判のためには、どうして慣習にとらわれずに成功するよりも、しきたりに従って失敗するほうがよいのか？ 私たちはその理由を見つけるために、いろいろと調べる必要はない。人間が社会的動物であるということは現実の（したがって、ありふれた）観察だ。社会のしきたりに反した行動、仲間たちが分かち合っている信念や価値観に反した行動を取ることで成功を収めても、その人が住む世界やもっと大きな社会での地位は必ず下がる。反社会的行動が報われることはめったにないのだ。

社会集団は同じ関心を持つ人たちのなかで自然と生まれる。それらは血縁関係によるものかもしれないし、職業が同じとか、近所同士とか、性格が似ているとかの理由で生まれたのかもしれない。しかし、ここには別の側面もある。自分の行動が集団の規範に反すると見られている人や、変わり者だとうわさになる人は、集団の隅に追いやられる危険性がある。集団の隅（または完全にその外）でしか生きられなければ、生き残るために必要な日々の仕事をするのが難しくなったり、不可能にさえなったりしかねない。集団が存在して仲間を守れるのは、仲間が協力し合える場合に限られる。そのため、社会集団のメンバーであることには、利益だけでなく義務も伴う。義務のなかには、集団の考え方を受け入れ、集団の期待に沿って進んで行動することが含まれる。言い換えると、集団はきちんと協力をしてくれる人にしか開かれない。

変わり者は定義によって、きちんとした協力者ではない。ケインズが述べたように、慣習にとらわれずに何でもすると評判を落とす危険があるし、社会集団での名声に傷がつく恐れもある。このため、私たちは付き合いのアンテナを細かく調整して、自分の行動や意見のどこかが集団の期待に沿っていないという信号が、友人や同僚から出ていないか確かめようとする。私たちはこの注意信号を受け取るとすぐに落ち着かなくなるが、それはもつともなことだ。生き残って成功するためには、社会集団の皆から正式なメンバーだと認められている必要がある。

仲間に協力するのが得意な人は、人生でも仕事やビジネスの世界でもうまくやっていける。そういう人は有力なコネを持っていて、集団で利用できる新しい機会について、貴重な情報をたいていは最初に手に入れる。これには、もつともな理由がある。社会関係は新しい考えを伝える主要路であり、私たちの環境についての決定的な情報を伝える。それぞれの社会集団には、探検家と革新者がいる。彼らは経済や社会や政治の分野で、生活を改善する新しい機会に最初に気づく。これらの新しい機会についてのニュースは、社会集団のほかの人たちとの関係から生まれた主要路に沿って動く。このようにして、集団の全員が少数の人によって集められた情報から利益を得ることができる。社会的結びつきを基にした情報のハイウエイのおかげで、集団全体が致命的になりかねない新しい状況にも素早く適応し、うまく反応することができる。

これで、強い社会的きずなが発達すると、進化においていくつかの利点が生まれることが分かる。しきたりどおりに行動し、行動や信念についての規範に従い、期待に応えることで、個人と集団のきずなは強くなる。だから、ホモ・サピエンスとその祖先が何百万年もこの地球で生き残ったのも驚きではない。なぜなら、この社会的きずなを生み出して強める必要性や技術は、持って生まれた本能的なのだからだ。直観的でしかないにせよ、人々は強い社会的きずながあるから生き残って成功できるのだと思っている。だから、自分の利益のために、社会的きずなを高く評価する。

# 協力は間違いを生む

金融や投資の世界は、社会そのものの小宇宙だ。金融の世界には、多くの重なり合う社会集団がある。私たちに關心があるのは、大衆筋という特定の社会集団だ。大衆筋を見つける目印は、それが**投資テーマ**に注目している人たちで成り立っているかどうかだ。

投資テーマとは、ある資産が平均を大きく上回る（あるいは下回る）投資収益を生みそうだと主張する信念**体系**のことだ。投資テーマが普通、かわかるのは、特定の種類の資産（株式、債券、商品、不動産など）、特定企業の株（例えば、グーグル）、特定業種か関連グループの株（ハイテク、インターネット、長距離通信、エネルギーなど）、特定の商品（例えば、原油、金、銀、大豆、小麦、コーン）である。

私が体系という言葉を強調しているのは、大衆筋の投資テーマには、簡単に伝えられて、普通の人を引きつける経済的な理屈がいつでも欠かせないからだ。投資テーマの理屈が、個人的に経験できる事実と一致すれば、さらに望ましい。この信念体系によって、大衆筋が今注目している市場は優れた投資収益を生むだろうという結論に、自然に達しなければならない。大衆筋の持つテーマがこのように重大であることが、説得力を持つためには欠かせない。投資テーマが重大だからこそ、大衆筋は新しい参加者を引きつけてくれあがり、結果として市場で大幅な間違いが生まれるのだ。

市場での投資テーマを持った社会集団は金融の世界でいくらかでも見つかるが、それらのすべてが大衆筋になるわけではない。大衆筋が生まれるためには、何らかのきっかけか、促す出来事が必要だ。一般に、この促す出来事とは、集団が注目する資産の市場価格が大きく変化するか、変化が持続する状態を指す。この変化は集団のテーマが予測した方向と同じでなければならない。市場価格が予測したとおりに劇的に変わると、それを予測した集団はこの投資テーマを知らなかった投資家や一般市民に注目されるようになる。投資テーマに早いうちに乗った人は、価格の上昇によってたぶんお金持ちになるだろう。すると投資テーマの理屈は大きく信頼度を増す。

ここに至って、投資テーマを持った社会集団は大衆筋へと変化し始める。外の世界から見ると、その集団は頭が良くて成功しているように見える。もちろん、新進の目立つ社会集団に加わりたがる人はたくさんいる。マネをするという、社会で当然の過程が始まる。そして、明らかに成功している投資戦略に従うべきだという圧力が大きくなる。これらの力が結びついて、考えや行動につながりを持つ大衆筋が生まれる。これは特定の市場を適当に選んで参加した、個人の大きな集まりには普通見られない特徴だ。

この現象の分かりやすい例は、**ピークオイル論**の大衆筋だ。ピークオイル論の信者は、**21世紀の最初の10年か20年のうちに原油の世界生産がピークに達すると主張する**。それが示唆するのは、原油価格は上がる以外にないということだ。ピークオイルというテーマで大きな社会集団が成長した重要な理由のひとつは、普通の人たちが車を満タンにするたびにその意味を経験するからだ。個人的な経験で確信が強まると、投資テーマを持つ社会集団が大衆筋に変わりやすくなるので、これはとても大切である。**投資テーマの理屈は、投資の専門家だけでなく普通の人でも具体的に経験できることでなければならない**。

原油は**1990年に1バレル当たり40ドルの高値を付けた**あとは下落し、**1998年には11ドルの安値で取引された**。ピークオイル論というテーマは**1998年には少数の支持者しかいなかった**。その理屈は**10年後の今日と同じように**当時でも説得力があったのに、だ。原油価格が**300%以上も上昇し、2004年に40ドルを超える新高値を付けて**、ようやくピークオイル論がかなりの支持者を集め始めた。そして、このテーマを中心に大衆筋が生まれ始めた。私が**2008年7月**にこれを書いているときでも、この大衆筋は成長を続けていて、原油は**130ドルの水準にある**。

ピークオイル論を支持する社会集団が大衆筋へと形を変え始めたのは、原油価格が6年にわたって**300%の上昇**をしたあとだということに注目しよう。これが、大衆筋が生まれつつあるという唯一、最も役に立つ手掛かりだ。ピークオイル論という経済の理屈は**1998年でも、2004年に劣らず筋が通っていた**。にもかかわらず、その理屈が正しくて利益を生むかもしれないと人々が納得するには、原油価格が劇的に上昇して史上最高値を付ける必要があった。テーマが有効だと認められる証拠は価格の変化そのものだった。

これはほとんどの大衆筋に共通する特徴だ。どんな社会集団も、それを創立した人々が成功することで成長していく。大衆筋は、初期の支持者たちが金銭面で成功することに刺激されて拡大する。彼らはある資産価格の劇的な上昇で豊かになる。初期の革新者が金銭面で成功すると、社会的な結びつきの情報ハイウエーに沿って新たな投資テーマが伝わり、そのテーマの理屈に転向する人たちの数が増える。テーマにかかわる資産について特別な専門知識も経験もない支持者が集団に引き寄せられるにつれて、大衆筋が生まれる。

大衆筋が生まれて、相場を適正価格からそれせ始めるのは、この時期だ。市場価格の大きな変化を見て大衆筋に新しく加わった人たちは、投資テーマを正しいものとして受け入れる。彼らは適正価格と比べて今の価格が妥当か、自分で判断しようとはしない。そうではなく、これからも上昇が続くと、大衆筋の仲間が断定するのを額面どおりに受け入れる。大衆筋の参加者たちが自分で考えるのを進んでやめるというこのことが、大衆筋が関与する市場の間違いを説明している。大衆筋の規模が大きくなるにつれて市場での総ポジションが増え、適正価格をどう見積もった場合よりもずっと高くまで、市場価格は押し上げられる。結果としてバブルが生じる。しかし集団の社会的きずなが強く、絶えず補強されるなら、市場価格はかなりの期間、高値を維持し続けるかもしれない。しかし、経済原理が働くようになるビジネスの収益が正常な水準に戻ると、あらゆるバブルはやがてはじける。

このような大衆筋のライフサイクルは、1996～2002年の好況と不況の間に株式市場で生まれていくつかの期間でも見られた。その数年間、ネット関連、長距離通信の発達、コンピューターのハードとソフトというテーマで、いくつかの大衆筋が生まれた。インターネット、コンピューター、長距離通信は世界を一変させる力を持つと強く信じられていた。そして、利益が出るという証拠すらなかったときでも、これらのテーマと関連する新興企業の株は急騰した。その結果、株式ブームが起こり、それに伴う相場の激しい変動でデイトレーディングを行う大衆筋が生まれた。彼らは株を毎日何度か売り買いした。最新ニュースが人気株に与える影響について仲間を出し抜き、当時は普通だった日中の大きな変動で利益を得ようとした。

これらの大衆筋によって市場全般に過大評価という間違いが引き起こされたことは、もはや議論の余地がない。しかし、当時はほとんどの人がその事実を認めようとしなかった。いったん、大衆筋が可能なかぎりの支持者を引き寄せたら、必ずその一団の崩壊が始まる。大きな大衆筋が崩壊するとき、焦点となっている市場は普通、途中で止まることもなく、過大評価から過少評価へと動く。ジェットコースターを思い出そう！

この過程は1996～2000年の好景気の結末がよく示している。2000～2002年に株式市場が弱気相場だったとき、ナスダック総合指数（インターネット株、コンピューター株、長距離通信株の本拠）は、5000の水準から1100まで、ほぼ80%下落した。従来型経済の銘柄もこの崩壊から逃れられなかった。その本拠であるS&P500指数は、同じ弱気相場の期間中に50%下落した。

これらの大衆筋の消滅は精神的に大きな傷を残したので、反動で別の大衆筋が2002年に生まれた。そのテーマは、ウォール街とかかわりのある人は皆ベテン師であり、株価はすでに落ちている水準よりもさらに下がるべきだというものだった。2000～2002年の弱気相場を経験したあとでは、この理屈は非常にもっともらしかった。その結果、普通なら正気でいられる多くの投資家が自分たちのポートフォリオから普通株を大幅に減らした。この大衆筋の信念によって、2002年の後半は株価が適正価格と比べてあまりにも安値に放置された。しかし、この大衆筋も2003年に避けがたい崩壊を始めた。株価指数はそれから5年で2倍になった。



# 大衆筋の社会的意味

どうして投資テーマにかかわる社会集団が大衆筋になり、適正価格よりも上や下に価格を動かす力に必ずなるのか？ どうして大衆筋は必ず金融の世界で当たり前の特徴になるのか？ 人々は社会集団に加わりたがるし加わる必要もある、と私は前に主張した。成功した集団に加わって得られるものは大きい。つまり、出世したり経済的に豊かになったりするための新しい機会を知らせるという重要な役割を、そうした集団は果たしている。そして、普通、集団の投資テーマに乗って投資をすれば、大金を、少なくともしばらくは稼ぐことができる。しかし、それ以上に、成功した集団のメンバーでいること自体が報酬になり得る。人々は、しばしば社会的・経済的に目立つ集団のメンバーでいることで、自分たちの友人や家族といるときに満足感を味わい、彼らからの評判も良くなる。1999～2000年のネットバブル時代のアメリカを思い出すとよい。インターネット関連の投資家と企業家や、ベンチャービジネスへの投資家や、さらにはデイトレーダーでさえ称賛を浴びたのだ。

これらのことを考えると、人々は大衆筋に加わるためなら進んで代償を払うに違いない。この代償のほうが集団のメンバーでいる利益よりも少なく見えるかぎり、大衆筋は大きくなる。集団のメンバーでいることの代償は何だろうか？ また、この代償は集団のメンバーでいることで金銭面やそれ以外で得られる報酬とどうつり合うのだろうか？

大衆筋にとって、集団のメンバーでいることの代償は、大衆筋の一群の崩壊が近づいて初めて現れる。大衆筋の投資テーマが市場価格をあまりにも上や下に押しやると、資産価格が適正な水準に戻るのは避けられない。そのため、大衆筋に遅く加わった人は投資でかなりの損をする。そして、私の長年の観察によれば、資産が適正価格よりも（強気の投資テーマの場合）上がるか、（弱気の投資テーマの場合）下がるかしてから、大半の人は大衆筋に加わるのだ。この種の代償は投資の世界の大衆筋においてしか支払わされることはない。ほかのどのような種類の社会集団に加わっても普通そういう代償は支払わない。これは大切なことだ。このために、大衆筋のメンバーとしての経験がほとんどない人は、代償を支払わされるとは予想しないのだ。

これらの代償に対しては、大衆筋のなかにいることの利益が必要だ。すでに述べたように、社会的に認められ、良い評判を得ることが主な利益だ。しかし、大衆筋が大きくなるのは、集団に最初のころ参加して革新をした人たちが、平均をはるかに超える投資収益を達成したからこそだ、ということは心に留めておかなければならない。この平均以上の収益は投資という不確かな夜を照らす、いわば社会的標識の働きをする。あらゆる大衆筋はこの標識に引き寄せられ、自分もマネをすれば平均以上の投資収益を得られる、と浅はかにも考える。

もちろん、そうした楽観的な予想は、大衆筋のライフサイクルの後半に投資テーマに乗るほとんどの大衆筋にとって、失望に終わる。このため、投資テーマを追いかけるのは情報不足だからだとか、多くの個人が経済的に不合理な選択をしているからだとか言われることも珍しくない。多くの経済学者はこの見方を採用するだろうが、私はこれには賛成しない。

まず第一に、典型的な投資家が大衆筋に加わるのは生涯で一度かぎりだと思う。大衆筋が消滅すると、資産価値は急落し精神的な傷を残す。そのため、投資家は二度と間違いを繰り返さないと誓う。このため、大規模な大衆筋では、ほとんどの参加者が初心者であり、複数の大衆筋に繰り返し加わったことはない。だから、大衆筋に加わるとどうなるかを予測する統計的な基準を持たない。第二に、前にも強調したように、投資テーマに乗るかどうかを決めるときにはお金以外のことも考えに入れている。社会集団に加わり、そのメンバーとしてきずなを維持すること自体は、一般的に望ましいことだ。さまざまな社会集団のネットワークは、社会生活の縦系と横系だ。したがって、成功していて評判の良い社会集団に加わる生き方をするという戦略は、私たち皆が採用しても不思議ではない。大衆筋に加わって、高くつく間違いだったと気づくことも珍しくないだろう。しかし、社会で生き残り、一般に成功する戦略としての価値がそれほど減るわけではない。

これで、人々が大衆筋に加わりたいたいと強く思う理由が分かった。それは単に優れた投資収益を得たいからだけでなく、有名で評判の良い社会集団に加わることがあらゆる社会領域で優れた生き残り戦略だからだ。大衆筋には一般的に限られた寿命しかないという点で、多くのそのほかの社会集団とは異なる。そのうえ、そういう集団の大多数は、平均をかなり下回る投資収益しか得られない可能性が高い。それでも、平均以下の投資成果という代償は——それを

認識して計算できるなら——名が通って（一時的に）成功した社会集団に加わることで得る評判や満足感で、大部分は相殺されると思われる。そして平均以下のこの投資成果で失った利益が、投機家の利益の源なのだ。

# 逆張りトレーダーの考え方

大衆筋を理解することがどうして重要なのだろうか？ 私は、大規模な大衆筋が重大な市場の間違ひにかかわっていると主張した。それは株や債券や商品の価格を適正価格からそらして、高すぎるか安すぎる状況をもたらす。これが本当ならば、理屈上、投機家はこの関係を利用して平均以上の収益を稼ぐことができる。投機家はただ大衆筋が現れるのを見張っていさえすればよい。大衆筋が成長すれば、大衆筋の投資テーマに合わせて投資することは理にかなっている。しかし、やがて大衆筋が非常に大きくなると、市場価格を適正価格から遠く離れたところまで押しやる。投資家はここで大衆筋がテーマにしている投資から降りるか、反対のテーマに投資する必要さえ出てくる。

これが逆張りトレーダーの戦略上の考え方である。私は、市場の間違ひは通常、一時的なものだと考えているので、投資家ではなくトレーダーという言葉を使う。逆張りトレーダーは、強気相場と弱気相場を何度か繰り返す間ずっと、投資した資産を保有し続けるつもりはない。適正価格よりも上か下に外れた市場価格を利用することに焦点を合わせ、相場が適正価格に戻るとポジションを手仕舞う。逆張りトレーダー向けの長期投資などというものはない。彼らの仕事は、大衆筋の成長から生まれる市場の間違ひを利用し、やがて大衆筋のライフサイクルが相場を適正価格に戻す時期になると、投資から降りる。

この逆張り戦略を実行するためには、新しい投資テーマや人気のある投資テーマを発見し、それにかかわっている大衆筋がどれくらい力強いのか、成長のどの段階にあるのかを評価することが得意にならなければならない。マスコミが投資テーマを大衆化し強めるうえで、果たしている役割を理解する必要がある。さらに、この情報を市場の適切な文脈に置いて見るための技術を学ばなければならない。言い換えれば、投資テーマに合った資産のパフォーマンスを、歴史的な基準や他市場のパフォーマンスと比較できるようになることが必要だ。以降の章では、どのようにしてこれらの技術を身につければよいかを説明する。

逆張りトレーダーが平均的な投資家に勝るのはなぜか？ どうすれば彼らは平均以上のリターンを稼ぐことができるのか？ うまい話はないという原則が、なぜこの本で論じる逆張り戦略には同じように当てはまらないのか？ 逆張りトレーダーや投資家のエッジの源は何なのか？

定義上、逆張りトレーダーが成功するためには非協調主義者でなければならない。これは疑いようのない事実だ。これが市場で逆張りをする困難と機会を理解するカギだ。

あらゆる人は社会集団に加わって他人と社会的きずなを深めたい、という本能を持って生まれると私は主張した。そういう本能や社交術があれば、進化において優位に立てる。このため、自分が属する社会集団の常識を受け入れて、そのしきたりに合わせて行動するほうがずっと快適だろう、とたいていの人は予想するし、実際にそうだと認める。このことは、私たち皆の生きている大きな社会を構成する集団だけでなく、大衆筋にも当てはまる。それでも、逆張りトレーダーは大衆筋から離れた立場に身を置かなければならない。彼らは時間やエネルギーやお金を費やすことにしたまさに投資の世界で、自ら進んで社会的な追放者になる。ほとんどの人は、この種の感情的な不快さに落ちていていられない。そして、この内なる争いが最も鋭く感じられるのは決まって、報酬が最も高額になるとき、大衆筋にかかわる集団思考という現象が最も激しくなるときだ。

このせいで、資産運用の専門業者のなかにさえ、逆張り投資家はほとんどいないのだ。資産運用業者は皆、「慣習にとらわれずに成功するよりも、しきたりに従って失敗する」ほうがよいということを知っている。なぜか？ どんな投資戦略でもときどきは失敗する。しかし、その投資戦略が型破りなものだった場合は、運用に失敗した担当者はクビになるだろう。非協調主義者は、常に厳しく押さえつけられている。

逆張り投資の立場に付きまとう、内なる葛藤や社会的な孤立を引き受ける能力こそが、逆張りトレーダーのエッジの源である。経済用語を使うなら、これは投機家という職への非常に高い参入障壁だ。自分の投資資産の価値が当面は下がるように見える市場でも、論理的に考え、逆張りによる結論に従って行動できなければならない。これは極めて少数の人にしかできない。このため、うまい話はないという原則は、逆張りトレーダーが平均以上のリターンを稼ぐ妨げにはならないのだ。逆張りトレーダーは極めて少ないので、この手法を使うことで得られるリターンは平均以上のままであり、社会がその構成員同士の強い社会的きずなに基づいているかぎり、逆張りトレーダーが競い合っ

負けることはない。

## 第4章 大衆の賢さと愚かさ

### The Wisdom and Follies of Crowds

●集団の動きを別の角度から見る●大衆はその構成員のだれよりも賢いことがある●それはいつ起きるのか？●信じたとおりに実現する予言の危険性●自分で判断することの重要性●大衆の賢さに関するスロウィッキーの本●集団の賢さに必要な3つの基準●株式市場でも使えるのか？●独立した判断に必要な基準を満たしていない●市場が個人よりも良い情報を持っているとき●市場で集団の賢さを信じると、集団の愚かさにつながる理由●投機の性質に関するケインズの考え●市場心理を予測する●明日も今日とあまり変わらないだろうという世間一般の信念●市場価格は、長期的には重要でない要素に反応して劇的に変わりやすい●集団の賢さから投機の渦への転落●情報カスケード●一時的流行、流行、慣習および文化の変化に関する理論●情報カスケードと大衆筋●バリュー投資は情報カスケードを止める●情報カスケードと大衆筋のもろさ

# 大衆がその構成員よりも賢いことがあるか？

この章では、大衆という現象を別の角度から見る。第3章で私は、大衆筋が社会に本来備わっている過程から生まれると主張した。人々は成功した有名な社会集団に入りたいと本能的に思う。さらに、大衆筋に加われば、最初の中核集団が達成した、平均以上の投資リターンに近いものが得られる、と約束されている気がする。この言外の約束は、大衆筋の大好きな資産が予想どおりの値動きを見せることで、信頼性を増す。また、大衆筋に最初に参加した者たちは賢くて成功しているように見える。ここで、成功して目立っている社会集団に加わったほうがよいという、周りに合わせてマネをする力が働き始める。大衆筋は成長していき、市場の間違いを生む規模に達する。

こういう言い方をすると、大衆筋に加わっている人たちは不合理な（つまり、自分の利益になると考えていることとは逆の）行動を取っている気がするかもしれない。実際、それが本当のこともあるだろう。集団の動きに従ったほうがよい、成功した集団に加わると社会的にもお金の面でも利益があるのだから、という圧力はとても大きい。そのため、個人の合理的な計算能力を圧倒しても不思議ではない。結果として市場の間違いが生まれ、これが大衆筋の行動の愚かさを何よりも証明していると受け取られるかもしれない。

しかし、社会集団全体の動きには別の側面もある。大衆は、投資の世界の大衆筋に付きものの集団の愚かさではなく、一種の集団の賢さを示すことがある。ある現象を理解するためには、その現象とは正反対のことを調べると助けになることが多い、というのが科学調査の一般原則だ。私たちの場合、ある現象とは大衆筋の活動を指す。大衆筋と正反対のものは、一種の集団の賢さを示す大衆である。株式市場で大衆筋が全体として賢く行動していれば、常に相場は適正価格の近くで動くだろう。言うまでもなく、これは標準的な経済理論が予測していることだ。経済学者は、一般に市場を独立した個人の集まりと見ている。その集まりは市場の均衡価格で分かるように、集団全体としての賢さを示す。賢いというのは、この価格が現在と将来の経済状況について、分かっていることをすべて正確に反映しているという意味だ。

それで、個々人の大きな集まり（口語的に言えば大衆）はいつ集団の賢さを示すのだろうか？ この同じ集団が集団の愚かさを示すのはいつだろうか？ これらの問題に答えることによって、大衆筋の性質が理解でき、なぜ彼らが市場の間違いにかかわるのかも発見できる。

# 集団の賢さの必要性

まず、金融市場で価格を決める集団の賢さがどういう性質を持つのか、詳しく見ることにしよう。投資家たちがお互いに独立して経済状況を調べ、そこで得られた情報からこの賢さが生まれているのなら、市場価格は適正価格をきちんと判断していると考えてよいはずだ。この場合、市場は賢い動きをしそうだ。しかし、投資家の賢さが基本的に、ほかの投資家たちの情報や信念や行動について気づいたことを基にしているのなら、それは問題だ。この場合は、信じたとおりに実現する予言——群れの行動——に扉を開けたことになる。

最初に、個々の投資家が経済状況についての個人的な情報に基づいて行動する場合を考えよう。おそらく、この情報は個人の経験と調査の組み合わせだろう。もちろん、人々は現状を評価したり、将来の状況を判断しようとしたり、それらの判断に基づいて適切な投資方針を立てようとしたりするときに、間違えるかもしれない。しかし、投資家たちがお互いに独立してこれらの判断や投資の決定をすれば、彼らの間違いは相殺し合う可能性が高い。すると、投資選択の平均を取れば、どんな個人の選択よりも将来の状況について正確な判断を反映していそうだと。

この場合、投資家の**集団的な判断**はどんな個人の判断よりも優れている。人々の考える過程や、持っている情報や、有利な投資対象を選ぶ能力がさまざまなら、その人たちの間違いも確実に幅広くなる。間違いが幅広いということとは、全体として見れば間違いを何もしないことを意味するのだ！

これは驚くべき現象で、なかなか受け入れがたい。だが、私の言葉を真に受ける必要はない。数年前、ジェームズ・スロウィツキーが、『「みんなの意見」は案外正しい』（角川書店）という本を書いた。彼は、人々が独立して選択や予測をしなければならない状況を調べた。基本は、大きなガラスびんの中にビー玉が何個あるかを当てるゲームだ。正確に予想できる人が1人でもいるとは思えない。しかし、当てようとした人たちの**平均予想**は何度やっても驚くほど正確だった。集団全体の理解は、そのなかのだれの理解よりも優れているのだ！

スロウィツキーはこの現象に関する多くの例を述べているが、とても面白くて明快だ。しかし、単に人を楽しませるだけではない。彼は、集団内の人が全体として賢い選択をすると考えられる状況について、3つの特徴を見つけた。最初に、集団の持つ知識基盤が幅広くなければならない。集団内の人の知識や経験が多様なほど望ましい。次に、各個人はほかの人たちの選択を気にせずに、自分の考えで選ばなければならない。最後に、良い選択をした場合の報酬が集団内で、ある決められた時点に配られる必要がある。この報酬は客観的に観察できる集団外の出来事と関係していなければならない。集団で判断をする過程という、内部の働きに關係してはならない。偶然にであれ計画的にであれ、これらの条件が満たされると、集団全体としての賢さによって、集団内のだれよりも優れた平均選択や判断が生まれる、とスロウィツキーは主張する。

個々の消費者、投資家、実業家がたとえ偏っていて間違いをしても、経済理論がうまく予測できるのはなぜなのか。それを理解するカギが、この彼の仕事に見つかる。人々がお互いに独立して行動する場合には、合理的行動からのずれ（個々人の間違いと偏り）は、相殺される傾向がある。市場がこのような状況にあれば、市場参加者は自分の利益を知っていて、市場の基礎をなす経済状況について自分で情報を集める。集団としての市場参加者は競い合い、独立して行動する。そして、他人が何を選んだか気にすることなく選択をする。うまく選んだ場合の報酬はすべて各人に割り当てられる。また、その報酬はある一定の時点（または複数の時点）に生じる。そういう状況では、個人の間違ひはお互いに相殺され、集団全体としては何も間違いをしない、と考えても無理はない。市場での集団の賢さは、適正価格を正確に反映した価格を生み出す。というわけで、古典派経済学は、集団の賢さが明らかな状況における集団行動の研究と見てよい。

# 金融市場における独立した判断

株式市場を賢いと考えてもよいのかを確かめるために、スロウィツキーの考えに沿って進もう。私たちは、株式市場が大眾筋の賢さを示すと期待できるだろうか？　まず思い出しておきたい。大眾筋が集団の賢さを示すのは、各人が幅広い情報を持ち、お互いに独立して判断し、ある決まったときに自分の選択に対して利益を期待できるときだ。

たしかに、株式市場の投資家は、集団として見れば非常に幅広い情報に近づくことができる。実際、企業収益見通しに関する情報はすべて、経済システムのどこかでだれかが利用できる。そして、ほとんどの場合、株式市場の投資家は独立して判断する。判断について公式の協議をすることはないし、非公式の協議もまずない。それで、株式市場はスロウィツキーの基準の2つは満たしているようだ。

問題は彼の第三の基準で、これを満たせないために株式市場では大眾筋が現れ、その集団の賢さはたまにしか見られないのだ。株式市場のゲームにはけっして終わりがない。まさにこの重要な特徴のために、企業では株式保有と債券所有者の金利とを区別する。配当と金利はいつ支払ってもらえるか予想できる。しかし、株式売買益がいつ手に入るのかは分からない。そして、この売買益が株式市場におけるリターンで一番大きな要素だ。実は、すべてとは言えないが、多くの投資家が投資を行う動機は売買益の追求だ。そして売買益が生まれるのは、ある資産について、予想できる将来に現在とは異なる価格をほかの投資家が付けると期待できるときだけだ。このようにして売買益が追求されるため、長期資産や永久資産の市場は特に集団行動の愚かさに弱い。売買益がなければ、大眾筋もいないのだ！　株式売買益を追求して、売買損を避けるには、投資家はほかの投資家の信念や行動を予想しなければならない。しかし、これが始まると、個人はもう独立した投資選択をしない。そのため、スロウィツキーの第二の基準もまったく満たせない。

スロウィツキーの独立した行動という基準が株式市場で満たされずに、集団の愚かさが現れやすい理由を知るもうひとつの方法がある。考察のために、株式市場は一般に企業資産に適正価格を付け、そうすることで、投資家の集団的な賢さを反映すると仮定する。この状況が非常に不安定になるのは避けがたい。というのは、株式市場が推測する適正価格のほうがどんな個人の推測よりも良いのなら、投資家は自分の推測よりも市場の推測を信用しなければならないことになる。つまるところ、市場のほうが個人よりも良い情報を持っているのだ！　しかし、投資家が自分の情報よりも市場の情報を好むなら、独立して行動するのではなく、ほかの投資家と協力していることになる。さらに悪いことに、個々の投資家がわざわざ適正価格を独自に判断する必要もないではないか？　それはどうせ使わないのだ！

これが何を意味するか考えよう。株式市場が大眾筋の賢さを示すなら、市場価格のほうが個人の持つ情報よりも多くの情報を含むはずだ、と個々の投資家は正しく判断する。すると、投資家はもはや自分のために情報を集めて分析をする理由がない。しかし、市場価格はだれも集めようとしない情報をどうやって反映できるだろう？　それはまるで、ビー玉の数を当てるときに、ガラスびんを見ないと頼まれたかのようなのだ！　こういう状況で、集団の賢さが現れると思う人はいないだろう。

そうであれば、株式市場では適正価格の近くで取引されていると実際に投資家が思っている場合、市場はおそらくそこでは取引されないと結論づけてよいことが分かる。基になる経済状況についての情報を求めるために、すべての投資家が市場価格に頼ることにすれば、株式市場はもはやそこにとどまらない。

経済学者は株式市場のこのジレンマを解決する方法を見つけた。彼らはそれを**合理的期待仮説**と呼ぶ。この仮説を唱える人たちは、経済はいわゆる**合理的期待の均衡**に落ち着く可能性が高いと主張する。私はこれを**集団の賢さによる均衡**と呼びたい。これは、市場で集団の賢さが持つ逆説的な性質を解消するひとつの方法だ。株式市場が集団の賢さによる均衡にあるとき、投資家はたしかに個人的な情報を使う。だが同時に、市場価格自体から集める情報でそれを補う。すべては、結局うまくいく。しかし、本当だろうか？

経済学者は、集団の賢さによる均衡が気まぐれで崩れやすいこともあると分かっている。市場価格は、月の満ち欠けのような企業収益とは無関係の要因にさえ影響されるかもしれない。市場価格は将来の見通しについてほかの皆知っていることをまとめた、唯一最良のものだと皆知っている。もろさが現れるのは、まさにこのためだ。このせ



いで、市場外の出来事によって市場価格が経済の現実からそれることもあり得る。人々が現実離れしたことを信じ始めることもあり得る。それは単に、市場価格が彼らにそうしろと教えるからだ。「魔が差したんだ」という苦悩に満ちた声が響く。結局、市場は個人ほど賢くないのではないか？ 十分多数の人が市場の集団の賢さを信じれば、私たちは集団の愚かさという世界に入らざるを得ない。

集団の賢さによる均衡にはもろさが付きものだ。均衡にとって必要な、資産価格の値付けの過程を大衆筋がどれほど頻繁に作っては壊すかを見れば、そのことは明らかだ。しかし、私はこの結果を集団の愚かさと呼ぶことにしたが、必ずしもそれが個々の愚かな行為から生じるとは考えていない。私は、投資の世界の大衆筋が大衆筋の信念を自分のものとして採り入れるには、それなりの理由があるかもしれないと思っている。個人が大衆筋を心に留めることは、完全に理にかなっているかもしれない。なぜそういうことが起こり得るのかを確かめるために、おそらく20世紀最大の影響力を持つ経済学者の著作に戻ろう。

# 市場心理の予測

経験豊かで成功した投機家でもあったジョン・メイナード・ケインズは、投機を、**市場心理を予測する活動**と定義した（この項目の引用は、彼の**1936年**の論文『雇用、利子および貨幣の一般理論』（岩波書店）の第12章5～6節で見つかる）。ケインズは、さらに投機の定義を詳しく述べる。彼は、プロの投資家は「一般投資家よりも少し前に、世間一般の基準による評価の変化を予想すること」に、力と技術を費やすことが多いと述べる。そういう投資家は、株式が「買ってずっと保有する」人にとって価値があるかどうかではなく、むしろ「大衆心理に影響されて、3カ月か1年後に市場がそれをいくらに評価するか」に関心がある。

なぜプロの投資家は適正価格の長期的変化よりも、短期的変動を予測することに関心を持つのだろうか？ ケインズによれば、市場価格は長期的な企業や経済の見通しに関する新情報で正当化される水準よりも、はるかに大きく変動する。まさにそのために、短期的な変動が目立つという。したがって、投資家はおのずと、短期的に売買益を得られるかどうかに焦点を合わせる。また、投資を本職とする人の収入はほかの職よりも短期的な成績に左右される。

しかし、ケインズはこれが別の疑問——なぜ株価は短期的に大きく変動するのか——を呼び起こすことを十分意識している。ケインズはこれを次のように説明する。市場は普通、「何かが変わらないかぎり、現状がそのまま続くだろう」という一般的な考えに基づいて動く。この世間一般の考えのうえに、市場で将来、リターンを得られるという信念が築かれる、とケインズは考える。しかし、そういう一般的な考えはどうしても崩れやすいので、国家や世界の舞台で演じられる予想外の経済ドラマで混乱を起こすと主張する。「長期的な収益見込みにとってどうでもよい要素のせいで大衆筋の意見は突然変わるため、多くの無知な個人による大衆心理から生まれた株式評価は変動が激しい」

**心理**という言葉自体が、ここでは興味深い。それは投資家たち全体としての精神状態を指している。これが意味しているのは、投資家心理は原則として、客観的な経済事実とは明確に別のものであるということだ。ケインズは自分の考え方を詳しく述べながら、これを明らかにしている。

プロの投資家は、どのようなニュースや雰囲気の変化が市場の大衆心理に最も影響を及ぼすかを経験上知っている。そのような変化が間近に迫っていないかを予測することに関心を持たざるを得ない。また一方では、今日の最も巧妙な投資での思惑は、実はアメリカ人がよく言う「先んじる」ことだ。つまり、大衆の裏をかき、質が劣るか値打ちが下がっている半クラウン硬貨を他人に渡すことだ。

次の段落で、ケインズはかの有名な美人コンテストの例えで投機を説明する。コンテストに関するケインズの説明によれば、賞は美人コンテストでだれが美人かの投票をした人のうち、ほかの投票者たちが選んだ平均に最も近い女性を選んだ人に与えられる。彼は次のように述べる。

各投票者は、自分が最もきれいだと思う女性を選ぶのではなく、ほかの投票者が一番気に入ると思う女性を選ぶ。ここで投票者は皆、同じ視点で問題を見ている。これは、判断できるかぎりで本当に一番きれいな女性を選ぶという問題ではない。また、平均的意見が本当に一番きれいだと考える女性を選ぶ問題でもない。私たちは第三段階に達している。そこで私たちが知恵を絞って予想するのは、平均的意見が選ぶと、平均的意見が期待している女性だ。そしてなかには、4段階、5段階、あるいはもっと先まで予想する人もいと私は信じている。

また、ケインズはあらゆる金融市場で、企業と投機の間にある当然の緊張を見ている。市場心理の投機的な動きに心を乱されることがなく、「考え得る最善で純粋な長期期待に基づいて投資をする」企業家が、長期的に見ればかなり大きな利益を稼ぐことができる、と彼は述べる。ケインズはさらに続けて言う。

企業家的な長期投資家が競争者たちを圧倒するかどうかは、投資市場に大きな違いをもたらす……。投機家は企業

の安定した流れに浮かぶ泡で、害を及ぼすことはないかもしれない。しかし、企業が投機の渦に浮かぶ泡となれば、深刻な立場に立たされる。一国の資本発展がカジノの活動の副産物になるとき、国の仕事はひどくなりそうだ。

これが投資家の行動について、ケインズの書いた全テーマだ。彼は投機家としての自分の経験から、どの市場でも集団の賢さによる均衡はもろいものだと学んだ。大衆心理の変化から生まれる短期的な投機の力で、そういう均衡は破れることが多い。投資家がプロかどうかに関係なく、短期的な心理の変化に気を配るのはまったく理にかなっていない。それによって彼らは生活費と財産を手にかけているのだから。しかし、投資心理の変化を利用した投機は、集団の賢さによる均衡を破り、企業を投機の渦に浮かぶ泡にしてしまう可能性を持っている。

# 情報カスケードが投機の渦へ流れ込む

それでは、株式市場で集団の賢さによる均衡が投機の渦に消えていく過程を調べよう。驚くことに、経済学者は価格が集団の賢さから離れる理由について、重要な考えを持っている。

まず、私たちが大衆の行動を詳しく見ていると仮定しよう。大衆には共通するひとつの重要な特徴がある。投資の世界の大衆筋は皆、大衆筋の規模が大きいのことは、大衆筋の信念が正しい何よりの証拠だと考えている。それほど多くの人が間違うはずはない！ 大衆筋に加わっていない投資家は、大衆筋が投資で成功しているだけではなく、皆が同じ信念や期待を持っていることに感動する。集団の賢さを本能的に信じているので、ますます経験したことは確かだと考え、持っていた疑いを捨てるようになる。その投資家は、大衆筋に属している人たちは全体として自分よりもいろいろ知っていると信じる。こうして、大衆筋の加入者がまた1人増える。

しかし、大衆筋の皆が持っている信念は、単に大衆筋に加わっている個々人の独立した信念を平均したものではない。そして、これこそ大衆筋の性質なのだ。大衆筋が成長するのは、まだそこに加わっていない人が自分の信念をもっと正確で賢いと思える大衆筋の信念に置き換えたがるからだ、ということ思い出そう。この点で、大衆筋が共有する信念は宇宙のブラックホールに似ている。この信念は強い影響力を持ち、知れ渡った事実の裏付けもある。それにはたまらない魅力があり、個人の持つ知識や経験をはるかに超えている。

驚きだが、個人が大衆筋に加わる行為は一見すると、必ずしも不合理ではない。この現象は経済学者によって研究されていて、**情報カスケード**という名前がつけられている。この考えが最初に唱えられたのは、1992年にジャーナル・オブ・ポリティカル・エコノミー（992～1026ページ）で発表された、スシル・ビクチャングニ、デビッド・ハーシュライフアー、イフォ・ウェルチ（BHI）による論文「一時的流行や流行、慣習、文化の変化に関する理論（A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Information Cascades）」においてである。

簡単に言えば、**情報カスケード**とは、自分の持っている情報を無視して、他人の行為をマネするという状況を指す。そうする理由は、マネをすることにした情報に比べて、自分の情報が劣っていると信じているからだ。ここで重要なのは、マネが続くという考え方であり、長い間にさまざまな人がマネし続ける行為をカスケードと呼ぶという考え方だ。そして、カスケードが続くマネこそが、大衆筋の生まれてから消えるまでの記録だと私は考えている。

なぜ、個人は他人の行動をマネしてしまうのだろうか？ 社会学者たちは慎重にこの現象を調べている。彼らによると、これには（強い社会的なきずなを維持したい個人にとって価値が高い）同調と、強い集団は基準から外れた者に制裁を科すことができるという事実が関係していると言う。しかし、彼らが指摘するように、集団行動がどうして不安定になりやすく、小さな驚きが大きな変化をもたらしてしまうのかについて、社会学の説明は十分とは言えない。

情報カスケードが崩れやすいのは、そこに含まれる集団の情報がまさに逆立ちしているピラミッドとみなせるからだ。カスケードが始まったばかりのころに少数の人が持っていた、わずかな情報が非常に多くの人を引きつける。彼らは全体として見ればもっと中身がある情報を捨てて初期の革新者たちのマネをする。その後続くカスケードのなかに、それを築いた情報と矛盾する情報が少しでもあると、カスケードの構造全体がひっくり返って崩れてしまうこともあり得る。

情報カスケードという理論のこの部分で、私たちは市場と集団行動のもろさというテーマに再び出会う。集団行動や大衆心理が、はっきりした理由もなく急激に変わることがある。この現象を考えるには、流行の広がりにも例えるのが最も分かりやすい。集団行動の流行にかかわる側面について、マルコム・グラッドウェルが『ティッピング・ポイント』（飛鳥新社）で素晴らしい議論をしている。本の副題は、「いかにして小さな変化が大きな変化を生み出すか」だ。そして、人々が互いのマネをする理由がたくさん書かれ、それぞれに分かりやすい例が示されている。

それでは、情報カスケードという理論が大衆筋の行動をどう明らかにするのか見ていこう。この理論によると、人が自分よりも前に行く人たちの行動をマネするのは、自分の知らないことを彼らが知っていると信じているからだ。さらに、他人の情報のほうが優れているというこの信念は客観的に正しいかもしれないし、自分の情報をできるかぎ

り統計的に利用して得た可能性もある。

大衆筋にまだ加わっていない投資家でも、普通は知っていることがある。かなり短期間に大きな値動きを見せた資産に、大衆筋が焦点を合わせているということは知っているのだ。だから、私たちが仮想した投資家がまずこの価格変化に注意を引かれたとしても無理はない。私たちが仮想した投資家はまた、大衆筋が共有する信念や予測も知っている。大衆筋に今参加している人から聞いたからだ。それらが説得力を持つためには、だれもが知っている事実に基づいている必要がある。すでに資産価格は大きく変化しているので、大衆筋の信念は信頼性が高まっている。別の説得力のある要素としては、すでに大衆筋に加わっている投資家の友人や知人がお金を儲けることかもしれない。

そういう状況では、投資家が大衆筋の信念を信じて、理性的に情報カスケードに加わっても意外ではない。大衆筋に加わっている人たちは自分の知らないことを知り、自分の理解していないことを理解している。また、大衆筋の投資テーマを採用すれば儲かるだろうと判断する。大衆筋の成功した投資姿勢に納得して新たに投資家たちが加わるかぎり、この大衆筋のカスケードは続く可能性がある。しかし、大衆筋のほとんどは自分たちの個人的な情報を進んで無視し、大衆筋のカスケードに加わった、ということを出そう。これはいわば時限爆弾で、大衆筋をいつか必ず吹き飛ばす。大衆筋の投資パフォーマンスが良かったり悪かったりして、矛盾した情報を大衆筋が利用できるようになるとすぐに、カスケードは逆向きに流れ始める。そうすると、大衆筋への参加者はもう自分の信念よりも大衆筋の信念を重んじることはない。大衆筋は崩壊して、風に吹かれる煙のように消えてしまう。

ここで、私たちは大衆筋の分析で重大な地点にたどり着いた。私たちは、情報カスケードで成り立つ大衆筋が崩れやすいことを知っている。大衆筋のテーマと矛盾する情報はカスケードを止めて、大衆筋を壊す可能性がある。大衆筋に流れ込む新たな参加者を逆の流れにするのに、どのような情報が最も効果を発揮するだろうか？ 少し考えてみれば、答えは明らかだと思う。大衆筋は投資テーマの成功によって成長する。大衆筋のテーマの予測どおりに価格が動いているという証拠がなければ、カスケードは止まるだろう。大衆筋に加わろうかと考えている人たちは、もう大衆筋の情報を自分の情報よりも重視することはないだろう。市場の動き自体でカスケードは止まる。

しかし、大衆筋全体の売買力に逆らって市場が動くためには、それに対抗できる投機家と投資家の何かまとまった力が必要だ。そういう力が生まれるとすれば、市場価格が大衆筋の行動によって適正価格から十分遠くまで押しやられ、大衆筋のテーマと反対方向に投資することが魅力的でかなり安全な提案になるときだけだ。注意しておきたいが、最初の大衆筋と反対方向に別の大衆筋が生まれる必要はない。大衆筋の活動によって市場価格と適正価格の差が広がりすぎたのでこの値動きは止まるだろう、という逆の見方をするバリュー投資家たちを十分な数だけ引き寄せられさえすればよいのだ。

情報カスケードは崩れやすいので、投資テーマでのリターンが平均以上にならなくなると、すぐに大衆筋の拡大は止まる可能性がある。こうなるのは、大衆筋の投資活動によって市場価格が適正価格から大きくそれた当然の結果だ。そして、大衆筋の拡大が止まるとすぐに、大衆筋のテーマを信頼しなくなった人々がこぼれ落ちていくだろう。彼らが大衆筋を離れるにつれて、市場価格は次第に適正価格のほうへ向かい始める。すると、大衆筋を成り立たせていた情報カスケードが逆転し始め、幻滅してこぼれ落ちる人が殺到するだろう。

情報カスケードや、それが生み出した大衆筋に影響を受けた市場は、かなりの過大評価や過少評価を何度も経験する。長期評価をするための要素で説明し切れないほど市場価格が変動するという事実は、私たちにひとつのことを伝えている。カスケードが引き起こす評価の間違いこそが金融市場の原則であって、例外ではないということだ。これらの間違いが逆張りトレーダーにとっての投資機会なのだ。

逆張りトレーダーはどうすれば情報カスケードができ始めたときに気づけるだろうか？ どのような手掛かりを探せば、生まれつつある大衆筋と、それがつくり出す投資機会を見つけられるだろうか？ 次章では、典型的な大衆筋のライフサイクルを詳しく説明しながら、これらの問いに答えていく。

## 第5章 大衆筋のライフサイクルと心理

The Life Cycle and Psychology of an Investment Crowd

●生まれてから消えるまで●宇宙論との類似●競争とバリュー投資によって大衆筋はやがて崩れる●大衆筋がいったん崩れると、大きく動きすぎた価格に反応して新しい大衆筋が生まれ始めることが多い●大衆筋が生まれると度を越えた価格変動が起こり、その価格変動が今度は大衆筋を生む●弱気の大衆筋は強気の大衆筋とは異なる●1994～2000年の株式市場のバブル●株式市場の価格評価とトービンの  $q$  ●今回は違う●ニューエコノミー●打ち碎かれた夢●2000～2002年の弱気の大衆筋●確実性を求めて●科学と確実性の対立●あらゆる意見には根拠がある●本能による信念●断定的に言うことが必要●大衆筋の先導者たち●大衆筋の精神的つながり●反対の見方に対する許容度の低さ●1994～2000年のバブルにおける実例●ジュリアン・ロバートソンとスタンレー・ドラッケンミラーとゲイル・デュダック●アラン・スローンとAOL（アメリカ・オンライン）●信じない人への社会的・金銭的圧力●同じ考え方をする大衆筋とボラティリティ●ボラティリティは大衆筋が成熟期に入った証拠

## はじめに

この章で、今まで説明してきた事実と理論を集め、それらを典型的な大衆筋が生まれてから消えるまでの年代記としてまとめ上げよう。大衆筋を細かく見れば、それぞれで異なる点が多い。しかし、そのどれもが年代記に示す段階を経て成長していく。話をできるだけ具体的にするため、**1994～2002年**の株式市場における大衆筋を使って、大衆筋が生まれてから消えるまでの典型的な過程を示すことにする。大衆筋のこの過程を説明し終えたら、次にその内側を調べたい。つまり、大衆筋に加わる人々の心理と、個人がどういう理由づけをして情報カスケードの発達を促すのかを調べたい。個人の考え方のパターンが分かれば、情報カスケードやそこから生まれる大衆筋を見極めるのに大いに役立つだろう。

# 生まれてから消えるまで

大衆筋はどのように生まれるのだろうか？ この問題に対する正解がひとつということはない。だが、ほとんどの大衆筋の始まりは、ほかの大衆筋の消滅に起源があると言って間違いないと思う。この過程を理解するには宇宙論の比喩を使うのが極めて適切だ。大衆筋は金融という宇宙の星だ。銀河やそれよりもはるかに大きな宇宙には星があり、それらの寿命は限られている。それらは一般的に超新星と呼ばれる大爆発で終わる。しかし、新しい星は常に生まれ続けている（すなわち、核融合の過程を始めている）。新しい星を生み出す材料は何だろうか？ それは古い星の爆発後に残った宇宙の破片だ！

大衆筋もほぼ同じように金融の宇宙で燃えて輝き、観察される価格変動の多くを生み出す原因となっている。しかし、それらの寿命には限りがある（数カ月から数年）。どんな大衆筋も必ず崩れて、価格を高騰させたり急落させたりする。そして市場に多くの動揺や混乱をもたらす。だが、大衆筋の崩壊から出る破片は次の大衆筋を生む材料となる。大衆筋が崩れるときに起こる価格変化は強い広告効果を持つ。それは投資家、とりわけ資産価値の上昇や下落で自分のポートフォリオに直接影響を受けた人たちの注意を引く。

この過程をもっと慎重に調べていこう。話が具体的にできるよう、例として何かの株価か株価指数を頭に浮かべておくとよいだろう。

強気の大衆筋によって株価指数か株価が適正価格よりも大きく押し上げられたと想像しよう。大衆筋の寿命はすべて需給や競争という経済の自然な力によって制限されている。いったん適正価格よりも十分に高くまで価格が上昇すれば、どこからともなく自発的な売り手が現れる。新たな競争者たちが現れ、関連業界に設備投資ブームが起こるかもしれない。供給条件にこうした変化が起こると、適正価格よりも高い市場価格は安定し、やがては下落する。情報カスケードはどれももろいためにこの過程は拡大していき、強気の大衆筋は完全に崩れ去る。

しかし、この適正価格への激しい下落は別の投資家集団の注意を引く。お金を失うのではないかという恐怖から、彼らは弱気の大衆筋となって結びつき、やがて弱気の投資テーマを表明する。彼らの活動によって市場価格は適正価格よりもずっと下まで押しやられる。しかし、通常これは長続きしない。**適正価格よりも下落する期間は、上昇する期間よりも短いのが普通だ**。破産の恐れが消えると、価格はかなり素早く適正価格に戻る。経済の自然な力が働くだけの時間があり、弱気相場の間違いが十分に大きければ、適正価格に戻るこの動きを経済の力が支えてくれる。適正価格まで上昇すると弱気の情報カスケードは崩れ、新しく強気の大衆筋が生まれるきっかけとなる。

価格が適正価格よりも下にある間は、次の強気の大衆筋は生まれない。そうではなく、**適正価格よりもはるかに下から適正価格に向かって上昇すれば、強気的环境になったという宣伝になるのだ**。この価格の動きこそが強気の大衆筋の誕生を促す。この価格上昇で大当たりする投資家たちが出てくる。この大当たりがマスコミや投資家たちの注目を浴びるほど大きければ、強気の大衆筋が生まれるだろう。この強気の大衆筋が一番できやすいのは、価格が適正価格に戻ったもののまだ超えていないときだ。

これで私たちは自ら動きを強める大衆筋のライフサイクルを見てみた。これによって、株式市場での行きすぎた変動と大衆筋との関係が説明できる。強気の大衆筋と弱気の大衆筋は交代しながら市場価格を適正価格よりも押し上げ、次に押し下げる。そうした変動のそれぞれが、やがて市場で逆向きの大衆筋を生むことにつながる状況を準備する。

ここまでは、強気の大衆筋と弱気の大衆筋を同じ硬貨の裏と表に近いものとして描いてきた。この2種類の大衆筋が生まれ、成長し、消えていく過程にはきれいな対称性があると信じたくなる。しかし、金融市場で経験を積んだ人ならだれでも証言するように、これは事実ではない。実際、強気の大衆筋は弱気の大衆筋よりもゆつくりと拡大していくのが普通だ。強気の大衆筋のほうが長く続き、それらが市場に強いる間違いも長く続く傾向がある。対照的に、弱気の大衆筋が生まれてから消えるまではかなり短く、それらが引き起こす市場の間違いも大部分は長続きしない。対称的にならない理由はあまりよく分かっていない。価格の上昇には、はっきりとした限界がないが、下落のほうはマイナスにはなれないという事実が関係しているのかもしれない。とにかく、強気の大衆筋と弱気の大衆筋の間にあ



るこの違い自体が、すべての大衆筋には重要な特徴があるという証拠だ。つまり、大衆筋の構成員はやがて、群れ——理性に従って行動するのではなく、本能や暗示や模倣に支配された行動をする人々の集まり——として振る舞うということだ。

# 1994～2000年の株式市場のバブル

適正価格の近くで取引が行われているときに、強気の大衆筋が形成され始める。適正価格よりもずっと下から適正価格に戻るときの大幅な相場の上昇が引き金となって、大衆筋は生まれるのだ。この現象は1994～2000年の株式市場のバブルを引き起こした大衆筋の誕生で、うまく説明できる。

1994～2000年にアメリカで起きた株式ブームは、1982年に始まった前例のない18年間の強気相場の最高点だった。1982年のダウ平均の安値は777ドルだった。1994年の最終取引日にダウ平均は3835ドルで引けた。それは1982年よりもほぼ400%高い。1995年にも相場は上昇を続けたので、多くの専門家はダウ平均が適正価格よりもかなり上で取引されていると信じていた。そのため、暴落が今にも起こると予測した。しかし、相場は本当に適正価格よりも高かったのだろうか？

投資家ならだれでも知っているように、このような判断は難しい。しかし、少なくともアメリカ株式市場の長期的な傾向に関するかぎり、ノーベル経済学賞受賞者の経済学者ジェームス・トービンが発明した有名なトービンのqに頼ると大いに助けになる。株式市場がどの程度過小か過大に評価されているかを判断するには、株式市場が評価している企業資産の価値を、これらの資産を買い換えるために必要な現在費用（いわゆる再取得価額）と比べればよいとトービンは考えた。この株式市場での価値と再取得価額の比率を、トービンはqと名付けた。

現在、出版されている本の中でトービンのqについて一番良い説明をしているのは、アンドリュー・スミザーズとスティーブン・ライトの『バリュエイング・ウォール・ストリート（Valuing Wall Street）』（マグロウヒル、2000年）だ。彼らはその本でqを説明し、実際の評価の問題に当てはめている。トービンのqの背後にある理論を簡単にまとめると次のようになる。qが1.0をかなり超える場合、実物資産を買い、工場を建設し、ビジネスを始めたほうが、同じ収入の流れを生む企業の株を買うよりも得だ。そのため、トービンのqが1.0を上回る場合は実物経済への投資ブームを刺激し、平均以上の経済成長をもたらす。トービンのqが1.0を下回ると、実物経済へ投資をして稼ぐよりも、一定の収入の流れを生む企業の株を買うほうが得だということを意味する。このため、qが1.0以下の場合は経済の働きを抑える働きをするか、少なくとも平均以下の経済成長をもたらす。

こうして、qが1.0を大幅に上回ると、株式市場は過大に評価されているので、経済全体で投資ブームが起こると人は予想する。そういう状況では、投資家は資本設備を買い、新たに企業を立ち上げて、株式市場で持ち株を売りたいと考える。市場では持ち株をコストよりもはるかに高く評価する。対照的にqが1.0を大きく下回っていると、資本財に対する新規需要は弱いということを意味する。株式市場はかなり過小評価されていて、実物投資をしても株式市場はそのコスト以下の評価しかないので、すぐに損失となる。

ここに注目し値する事実がある。1982年の安値からほぼ400%株価が上昇した1994年末の時点で、トービンのqは1.0をどうにか上回っているだけだった！ それ以前の110年間に、qは0.4から1.9までの範囲で変化した。1994年にはqの値は1.1だった。対照的に、1982年のqは0.5だった。これは大恐慌のさなかの1932年以降で最も低い値だ。少なくともトービンのqという点からすると、12年で400%上昇した株価は1994年末に適正価格に戻ったにすぎないということが分かる！

この長期にわたる上昇は投資家に強い印象を与えた。それが株式市場に対する人々の考えをどう変えたかについて知りたければ、マギー・マハール著『ブル（Bull!）』（ハーバー・コリンズ、2004年）を読むように勧める。

その本では1982年から2002年までの株式市場の活況と低迷を、詳しくかつ興味深く描いている。

マハールによると、1970年代初期以降では1995年に初めて、アメリカの家計で不動産よりも株式市場の資産のほうが上回ったという。私も1995年から強気相場で大衆筋が現れたことを記している。この大衆筋のテーマは、投資信託という形で株を買って保有することが、豊かになって早期退職を実現する確かな方法だというものだった。この大衆筋は株式で毎年10～20%のリターンを永久に得られるという期待を共通して持っていた。その後5年間、投資信託にお金が増え込まれた。これまで株に一度も手を出したことがない人々が老後の蓄えを市場に託した。qの値は1994年の1.1から上昇し、2000年には前代未聞の2.6にまで達した。2.6という数字は、qのデータが入手できる120年間で最も高い値だった！ だから、1998～2000年にけた外れの資本財ブームが起こっても意外ではなかった。それによって

長距離通信やコンピューター装置、インターネットサービス業界の処理能力は大幅に高まった。

1995年にこの大衆筋が生まれたのは、株式市場は適正価格の水準にあったが、その水準よりもはるかに低いところから12年という長い期間にわたって上昇したあとだった。これがかなり強力な刺激になったことは間違いなく、大衆筋が並外れて長く居座り、市場に大きな間違いを強いるのに一定の役割を果たしたはずだ。そのことは別にして、これがほとんどの大衆筋の誕生に付きものである状況の典型例だ。しかし、大衆筋の発達にはほかの形もある。そして、そういう大衆筋も1994～2002年の株式市場の活況と低迷で重要な役割を果たした。

## 今度は違う——ニューエコノミー

第4章では、自分たちよりもほかの投資家のほうが特定の投資機会に詳しいと思ったときに、情報カスケードが始まるということを確認した。そうした状況では、自分の情報や性格に反していても、他人の行動をマネするほうが合理的な場合もある。

それで、本当に新しくこれまでと異なる投資機会——ほとんどの投資家にとってまったく未経験の投資機会——があるときに、情報カスケードが特に起こりやすいと考えるのが自然だろう。そして、経済に革命をもたらすような新産業や新技術についての話を耳にするときには、まさにこれが起こっているのだ。新しい投資機会に不慣れなため、新規公開株やなじみの薄い業界に属する企業の株価が適正価格に近いかどうかを判断するのは必ずしもやさしくない。そのような状況では、ビジネスや投資の熱心な支持者たちが、価格は適正だとか、まだそれよりも安いとさえ主張し、大衆筋の拡大を促すのは簡単だ。

1994～2000年の株式ブームではニューエコノミーという言葉が人気を博した。これは一方ではグローバル化、他方ではコミュニケーションとコンピューターに組み込まれたIT技術の使用が増え、ビジネスのやり方に革命をもたらすという2つのトレンドの重なりを表したものだ。ニューエコノミーでは生産性の伸びはけた外れに高いと考えられた。このため、高い経済成長と低失業、低インフレという状況が生まれた。これはインフレなき長期景気拡大の象徴であるゴルディロックス（童話『3匹のくま』の主人公の少女）もうらやむような状況だろう。

1994～2000年のニューエコノミーという環境は、投資信託を通じて株式市場で大衆筋の成長を促しただけでなく、特定の業界や企業に焦点を当てた小規模な大衆筋の出現にも手を貸した。IT技術が経済関係に革命をもたらしたことで、予想収益と適正価格の関係に関する今までの考え方は疑われるようになった。企業世界へ新たに加わってきた人々は、昔ながらの投資家には理解できないことを理解した。情報カスケードが成長するための機は熟していたし、実際にも成長した。まもなく大衆筋が生まれ、少し名前を挙げるとアマゾン、AOL（アメリカ・オンライン）、アップルコンピュータ、デル・コンピューター、イーベイ、エンロン、インテル、ルーセント・テクノロジー、MCIワールド・コム、マイクロソフト、オラクル、プライスライン・ドット・コム、クエスト・コミュニケーションズ、シリコン・グラフィックス、ヤフーといった企業の株式を大衆筋がこぞって買った。これらの長距離通信とインターネット関連企業は、1998年後半から2000年前半の間にナスダック100指数を400%近くも急騰させた。

これらの企業が自らのビジネスを語るときの新しさのために、ふだんならすぐに物事を疑う投資家たちも、伝統的な評価基準はもはや当てはまらなないと簡単に納得した。その結果生じた情報カスケードは勢いが増し、創業者たちや初期の投資家たちは巨額のお金を稼いだ。それがまた、このテーマにいつそうの信用を与えた。それも皆、終わりは悲惨だったというのは、株式市場における情報カスケードや大衆筋で繰り返される話にすぎない。

# 打ち砕かれた夢——2001～2002年の弱気の大衆筋

ここまでは、1994年の適正価格から2000年の極端な過大評価まで株式相場が急騰する間に生まれたバブルでの大衆筋を見てきた。これらの強気の大衆筋はニューエコノミーの夢が流れ込むなかで成長した。このバブルがはじけたとき、夢のカスケードは恐れと非難合戦のカスケードへと形を変えた。これが弱気の大衆筋を生み出し、2001～2002年にアメリカの株式市場を支配した。

典型的な弱気の大衆筋が育つ過程についてはすでに説明している。前の強気の大衆筋が崩れると、新たに弱気の大衆筋を生む引き金となる。これが起きるのは普通、適正価格の近くまで価格が下げたあとだ。

弱気の大衆筋が成長すれば必ず過少評価が起きる。適正価格とはその過少評価への道を示す標識にすぎないということを思い出そう。

アメリカ株式市場の適正価格は2001年にはどうなっていたのだろうか？ 強気相場が頂点に達した2001年にトービンのqは2.6という歴史上最大の値になっていた。それは前に高かった値1.9を大きく上回っている。0.4と1.9の間で変動を繰り返していた過去120年の正常範囲を外れ、qの値は明らかに異なる振る舞いをしていた。これは測定の信頼性に疑問を抱かせ、実際にトービンのqを使おうとしている人にとって問題となった。ことによると、トービンのqを計算するとき用いる数字は、かつてほどの経済的な意義を持たないのではないか？

こうした不安感から、2001～2002年のアメリカ株式市場では、私は適正価格の推定にトービンのqを使うことを一時的に中止してしまった。トービンのqは大いに役立つものかもしれないが、投資家にとってその値が現在も有効なのかどうか分らない。こうした状況では、適正価格を推定する方法をいくつか持っていることが重要だ。ある方法が何らかの理由でうまくいかない場合、代わりに使える測定方法がある。それは長期の適正価格を推定するために私が好んで使う簡単な方法だ。経済データは使わずに価格だけを使う。これまでの経験によると、アメリカの株式市場では1929年以降、谷から谷までの周期はおおよそ48カ月だった。それで適正価格の大ざっぱな推定として、S&P500の月末の終値による48カ月単純移動平均線を使いたい（この移動平均線は連続した48カ月の終値を合計し、その値を48で割れば計算できる）。移動平均線に48カ月という長さを選んだのは、株価に普通見られる48カ月周期の影響を最小限にとどめたかったからだ。

それでは、2001～2002年の弱気の大衆筋の話に戻ろう。適正価格を長期的に推定する場合に私が使う48カ月移動平均線に、1982年以来初めてS&P500が触れたのは2001年3月だった。S&P500は18年以上にわたって、この適正価格の推定値よりも上で取引されていた！ この移動平均線は2001年3月におおよそ1210だった。S&P500指数自体はその月に1084まで下落し、そこから2001年5月までに1315まで上昇した。

過大評価の価格から適正価格への下落は投資家に損失をもたらす。実際、2000年後半から2001年前半までの新聞や雑誌の解説は、ネットバブルとハイテクバブルがはじけたという点で一致していた。この出来事については、大部分のバブル株の本拠だったナスダック指数が劇的な記録を残した。2000年3月の指数の高値は5132で、その指数の48カ月移動平均線で測った場合の適正価格を150%も上回っていた。1年後にこの指数は1619まで下落した。それは移動平均線による当時の適正価格の推定を約35%下回り、1年前の高値からは69%という吐き気を催すような下落だった。

ハイテク分野での69%の下落という衝撃はすぐさま投資家に伝わった。彼らは1999～2000年のバブルの間に、前例のない割合でハイテク関連の投資信託にお金を注ぎ込んでいたからだ。自分の金融資産がそこまで価値を落とすと、当然のことながら、さらに損失が膨らむのではないかという恐怖感が生まれ、市場から逃げる手段を探し求める。さらに、それだけの損害を与えた責任を負うべきだとして、罪をかぶせる身代わりや悪人が特定される。これらが、弱気の大衆筋を生み出す大きな要素だ。ほとんどの人がすでに損をしているので、弱気の大衆筋が素早くふくれ上がることが多い。ここから情報カスケードが育ち、資産価値は今後さらに目減りする恐れがあると主張し、その根拠を新たに大衆筋に加わる人たちに示す。そういう説得はたやすいものだ。株式市場や実生活で人を導いている世間一般の見方——明日も今日とあまり変わらないだろう——に頼るだけだ。ただし、弱気の大衆筋の場合、今日はお金の痛みで占められている。とりわけ、現在の苦悩をもたらしたベテナ師たちがまだすべて捕えられていない以

上、明日はいつそう悪くしかかなり得ない。そこで、逃げ出す手段が明らかになる——売ることだ。すべてを売り払った投資家は、もっと悪いことが株式市場に起こると確信している。そうでなければ、自分の行動が愚かとしか見えな  
いからだ。

2001～2002年の株式市場における弱気の大衆筋についてはあとの章で詳しく検討する。ここでは、それが2002年中ごろまでに目立って有力な大衆筋になったことを指摘しておけば十分だろう。そのころまでに、ナスダック指数は適正価格を推定する移動平均線よりも50%下にあり、2000年の指数の高値からはほぼ80%下げたところで取引されていた。またS&P500は適正価格の推定値よりも38%下で取引されていた。それは2000年の高値1553よりもおよそ50%低かった。

# 大衆筋の本能と確実性の追求

強気の大衆筋が崩壊すると、価格は適正価格に向かって下落する。弱気の大衆筋が崩壊すると、価格は適正価格に向かって上昇する。どちらの場合でも、予想外の大きな価格変化は大衆筋の消滅を告げる。また、そういう価格変化は金融界にいるほかの人々の注意も引く。「どうして、そんなに下げたのか？」と人々は尋ねる。「悪いニュースがいろいろあったのに、そこまで相場が上昇したのはなぜだ？」と彼らは思う。投資家たちはいつでも答えを欲しが  
る。この点では、彼らは人間的な反応をしているだけだ。なぜかを尋ねてそれに答えるという人間の傾向こそが、食物連鎖の低いところにいる動物との違いだ。科学者は毎日、なぜという問いに取り組んでいる。それが彼らの仕事だ。しかし、あらゆる科学者が知っているように、人間が答えを得るために発明した最も強力な道具である科学的方法では、あれこれの答えについて判断をいったんやめる必要がある。科学者は観察された出来事を説明する理論を考えだして、それを経験的証拠と慎重に突き合わせる。データによって理論がまったく間違っていると分かる場合もある。あるいは運が良ければ、理論の予測とデータが完全に一致していると科学者は分かるかもしれない。しかし、そういう結果が得られることはまれだ。普通、理論的な予測とデータを比べても結果はあいまいなので、科学者は机か研究室に戻って、自分の考えや調査手法を考え直す必要に迫られる。科学的調査という船が確実性という避難港で過ごすことはほとんどない。

日常的な出来事を説明するために、人々は科学的方法を使ったりしない。彼らにはそうする時間も技術もない。ロンドンの外科医であり社会学者であったウィルフレッド・トロッターは、著書『インスティンクツ・オブ・ザ・ハー  
ド・イン・ピース・アンド・ウォー（*Instincts of the Herd in Peace and War*）』（1919年に出版され、2005年にコスモ・クラシックで復刻された）において、次のように述べている。「人は強く興味を引かれる問題では、科学ではよくあるあいまいな判断を受け入れるということはできない。人はあまりにも気がかりだと、知るための時間はあまり  
ないと感じるものだ」。知る（つまり、科学的方法を当てはめる）時間はほとんどなく、あいまいさに対する許容度  
も低い一般投資家は、市場の値動きを説明する科学よりも本能に頼らざるを得ない。

本能という言葉で私は何を言いたいのか？ 今日の心理学者や社会学者は、いかなる人間行動も狭い専門的な意味  
で本能的とは考えていない。つまり、動物のある行動が生物学に基づいた本能的なものと言われる場合と同じ意味で  
は、本能的と考えていない。しかし、自分の考えや行動を説明するときに人々が使う理由づけがどのような性質を持  
つかを述べるのに、この用語はまだ役に立つと思う。これがまさにトロッターが自分の本で使った方法だ。トロッター  
の言う意味での本能的行動は、人の内面を省みたときにどのように見えるのか。これを説明するために、彼はウィリ  
アム・ジェームズ著『心理学』（岩波書店）の上巻から引用する。彼は本能的な行動や考え方を定義して、常識に深  
く基づいていると思われているので、その基礎について話し合うという考えすら「愚かであるか邪悪」に見えるもの  
と述べた。本能的行動は明らかに適切な行為だ。愚か者か悪意を持つ者だけが本能的に信じていることにあえて疑い  
の目を向けるのだ。

もちろん、ここで言う本能は生物学的現象ではなく、動物の本能とも異なる。それは宗教的な信念、あるいは自明  
でありけつて疑われることのない前提に基づいた信念に似ている。人々が自分の経験や行動に対する反応や信念  
を、ひとつの活動領域から別の活動領域に移すときに、トロッターの言う本能的な信念がしばしば現れる。しかし、  
信念を伝えたり獲得したりする仕組みのうちでさらに重要なものは、社会集団と大衆筋である。

人々は科学的手順や知識に付きもののあいまいさよりも、本能的に信じていることの快適さや確実性のほうを好  
む。トロッターは日常生活について、次のように指摘する。

それぞれ個人はとても多様で複雑で困難なことに対して、極めて正確な判断を数多くしている……。そのような意  
見の大半に合理的な基礎がないのはやむを得ない。……それらは専門家が未解決だと認めている問題に関係してい  
るからだ。しかし、残りの問題に関しては、訓練や経験を積んだ専門家がどんな意見でも述べる資格があつて当然だ。

トロッターはさらに続ける。

言うまでもなく明らかなのだが、このように信じている人は自分の信念が合理的だと考えているし、そのように弁護をする。一方で、逆の見方をする人の立場は明らかに不合理だと考える。

たしかに、私がこれまでに会った人で、自分の信じるがこの意味でほとんど本能的だと認めた人はだれもいない。それだけではない。私たちは皆、自分の信じていることは合理的だと思っているし、それは疑いようもないと思うことも多い。トロッターはこの現象に注目する。

心はたいてい、考えの前提を評価すると認めたほうがよい……。心は考えの前提を多少なりとも念入りに正当化できる理由を見つけたことが多い。これは意見をまとめたり振る舞い方を考えたりする際に、その理由に極端な重きを置くせいだ。

私たちの信念のほとんどが本能的なら、その源は何かと考えるのは当然だろう。そうした信念はどのようにして生まれるのか？ 私たちはどうやってそれを身につけるのか？ たしかに、個々の経験の一般化から生まれる信念もあるだろう。しかし、私たちは皆、政治や国家情勢、経済学、地元の問題、スポーツなどについて信念を持っている。ところが、これらのことはほとんど個人的に経験していないことだ。

私たちの信念やその理由づけのほとんどは、参加している社会集団から採り入れたものだ。多くの知り合いがそうした信念を持っているという事実こそ、それが適切だという何よりの証拠だと考える。信念が生まれるこの仕組みは、どこか情報カスケードを思わせる。しかし、これをカスケードという言葉で述べると、信念を獲得する過程をあまりにも合理的なものにしてしまう。トロッターはこの同じ考えをもっと生き生きと表現している。社会を動物の群れに例えるが、その群れには暗示の力という声を与えている。

群れが正しいとする……断定的な主張を信じることは人間の心の正常な仕組みであり、その主張がどれほど証拠に基づいて反対されても信じ続ける。……群れの提案に逆らう信念を、理性に頼って押し付けることはできない。……完全に間違った意見でも、合理的に証明できる真実と同じ特徴をすべて備えているように見えるかもしれない。

これは、完全に社会に基礎を持つ信念はほとんどすべて間違っているとかな不合理だとか言っているわけではない。それどころか、科学的に証明できる信念は群れや大衆や社会集団に認められて、科学的方法に触れる手段がない人やそれを理解できない人に伝えられる。このようにして認められるためには一般に1世代かそれ以上の時間が必要だ。この過程が大規模に起こるのか確認したければ、ダーウィンの進化論やアインシュタインの相対性理論の例を思い出せば十分だろう。



# 大衆筋の先導者たち

強気の大衆筋がいなくなったときには市場価格は適正価格に向かって下落し、弱気の大衆筋がいなくなったときには適正価格に向かって上昇するが、これは普通大いに注目を浴びる。投資家は、劇的で予想外の価格変化について説明を欲しがらる。この説明を求める声に応える者たちがおのずと現れる。私はこの状況で現れる理由づけをハーメルンの笛吹きになぞらえる。それらの理由づけにはまれにしか科学的な根拠がない。それでも笛の音が最初に注目されるのは、それが不可解な値動きのもつとらしく実に論理的な説明に聞こえるからだ。その理由づけはそれを支持する人たちには本能的に明白だと思える。しかし、いつか笛吹きは合理的な計算ではコイン数枚で済むのに、それをはるかに超える代償を聴衆に要求する。大衆筋は笛吹きに従って進み、経済の力が市場の間違いを制限するためにもたらされる必然的な運命に出合う。

2004年の40ドルから2008年の140ドルへと原油価格が大きく上昇する間、ピークオイル論の笛吹きはかなり魅惑的な曲を演奏した。ピークオイル論の支持者は、純粹に地質学的な理由から21世紀初期に原油の世界生産が下落し始めるのは避けたいと主張した。その明らかな結論は、原油価格は上昇する以外にないということだ。ピークオイル論と競い合う理論もあり、それらは原油価格が安定して上昇するだろうという期待を強める働きをした。それらの理論のひとつによれば、中国とインドの経済成長が加速しているために、原油だけでなくすべての天然資源に対する需要が異常なほど拡大しているということだった。もうひとつは市場の悪魔論だ。それは大きな値動きをすべて投機家の陰謀によるものと考えている。これら3種類の笛吹きによって、2008年中ごろまでに原油に強気の大衆筋が成長し巨大になった。

1994～2000年のニューエコノミーというバブルにも笛吹きはいた。このバブルは新しい情報経済——グローバル化の加速とそれに伴う生産性の上昇——を土台にして膨らんだ。情報通信の回線容量に対する需要は無限だと言われていた。インターネットはまったく新しいビジネスモデルを提供し、そこでは企業の当面の利益は小さな意味しか持たないという話だった。バブルの興味深い面は、笛吹きの多くが現実の人だったことだ。彼らの名前はバブルのときの大衆筋ならだれでも分かる。——ジャック・グラブマンにフランク・クアトロネ、アビー・コーエン、メアリー・ミーカー、ヘンリー・プロジェクト、マリア・パーティロモ、ラルフ・アカンポラにアラン・グリーンズパンだ。

2001～2002年の弱気の大衆筋にも独自の笛吹きはいた。しかし、彼らはその前のバブルを可能にした人たちほどすぐ目につく存在ではなかった。バブルの残がいひのなかから生まれる弱気の大衆筋は、リンチを行おうとする暴徒と悔いている罪人の特徴をたいてい合わせ持っている。ひとつは、バブルの投資テーマという明らかにバカげた話を信じたのだから、当然の報いだという感情。もうひとつは、やつらがだまして道を誤らせたのだから、今度はやつらがツケを払う番だという感情だ。大衆筋はスケープゴートを探す。見つかったスケープゴートは調子外れの笛吹きになり、笛の不協和音で聞き手を追い払ってしまう。彼らは不健全で愚かな投資方針の典型として扱われる。バブルを支えた信念体系を取り壊すこの過程は、投資家の態度が将来に対する失望や恐れに支配されている間しか続かない。

# 大衆筋の精神的つながり

これまで、市場価格が適正価格から大きく離れ、そこから再び適正価格に戻ったあとで大衆筋が集まるのを見てきた。適正価格に戻るときに生じる値動きには注目が集まる。あいまいさや不確実性を嫌がるという人間ならではの特徴を持つ投資家は、科学的考え方があまり得意でないことと相まって、急上昇や急落の説明をする笛吹きの影響を受けやすい。それらの説明は常にもっともらしい。また、集団内で通じるある種の理屈も備えている。この理屈によって、説明は笛吹きの魅惑的な曲になる。すでに見られる値動きがこれからも相当続くこの曲が約束すれば、大衆筋が生まれて成長し始める。

それでは、発展しつつある大衆筋が内側からどう見えるかを検討していこう。大衆筋に加わっている人々はどうのように行動するのか？ ばらばらな個人の集団と大衆筋はどうすれば見分がつくのだろうか？ これらの疑問に対して私は自分の答えを出すつもりだが、その多くはギュスターヴ・ル・ボンが1895年に書いた古典『群衆心理』（講談社）とも共通する。彼の本に書かれている大衆の動機や行動の分析は、すべての逆張りトレーダーの必読書だ。

どの大衆でも一番重要な特徴は大衆の**精神的つながり**とル・ボンが呼んだものだ。大衆に属する人々は皆、注意や感情を一方向かひとつの現象に集中させる。大衆の精神的つながりは大衆筋の投資テーマにはつきり現れる。投資テーマとは、一連の説明やその説明から明らかだと思われる結果を予測したもののことだ。投資テーマはある資産や資産クラスを特定して、これらの資産価格が最近（適正価格に戻る間に）大幅に動いたのはなぜか、また一方向に値動きが続くのはどうしてかを説明する。金融界の笛吹きたちとは、これらの投資テーマを早い段階で唱える人々のことだ。私たちは投資テーマの例をすでに見てきた。1994～2000年のバブルでの大衆筋や2001～2002年の弱気相場の大衆筋をまとめた投資テーマだ。

投資テーマが支持者を引きつけ始めるのは、それを本気で信じている人たちが自分の考えを公表し、市場価格が彼らの予測した方向に動き続けてからだ。これが情報カスケードの始まりだ。新しく加わった人は本当に信じている人々の議論に説得されて、自分の情報（があればだが）を無視し、カスケードが築き上げる情報を受け入れる。こうして大衆筋の精神的つながりが成長し始める。しかし、大衆筋の精神的つながりには単なる投資テーマにとどまらないものも多くある。

大衆筋のなかで生きるということは本質的に、大衆筋の信念を常に強化し認め合うということだ。大衆筋は直接個人的に、または活字メディアや電子メディアを通じて間接的にやりとりをする。大衆筋のリーダーたちは常に目立っていて、絶えず広告を求めている。彼らは「自分の本について語る」機会をけつて逃さずに、新しくやって来た人に大衆筋の投資テーマを受け入れるようにと訴える。

大衆筋の投資テーマがこのように絶え間なく繰り返されることが、大衆筋のなかで生きることの最も重要な特徴だ。投資の世界の大衆筋だけでなく、どんな大衆のなかでの暮らしも反響室にいるかのようだ。耳にするのは、繰り返される投資テーマと、それに従えば利益が得られるという自信に満ちた表明だけだ。やがて、テーマを支えている理屈さえも忘れ去られる。少なくとも簡単に覚えられる決まり文句になる。大衆が自分たちの信念を（大衆内の別の人たちからだけとはいえ）大いに認めてもらえるという事実だけでも、大衆のテーマは正しい証拠だと受け止められる。

大衆筋のつながりを生み出す断定的なメッセージは普通、大衆の知性へ訴えているのではないとル・ボンもトロッターも述べる。それらは感情や、固定観念、夢や恐怖感に訴えかける。説得したり大衆の結束を訴えたりするために使われる言葉は科学ではなく演劇の言葉だ。

断定的に発言し主張を繰り返すことが大衆筋の精神的つながりを築き上げる。大衆筋の精神的つながりができるにつれて、なかの人たちは好みや信念や行動がお互いに似てくる。彼らは大衆筋の力が強くなってきたと感じる。それで彼らはそれぞれもっとリスクをとっても大丈夫だと考える。もちろん、外から見るとリスクが高い投資と考えられるものでも、大衆筋はまったく安全でほとんど確実だと見る。大衆筋は間違っている場合にどういう影響があるか、ほとんど考えない。そんな議論をすることを大衆筋は認めない。疑う人は隅に追いやられるか追放されるだろう。

大衆筋が自分たちと反対の見方を認めないということが、彼らを見極める最も重要な特徴だと私は気づいた。この

心の狭さは、彼らのテーマを疑うどんな考察にもあざけりや迫害を示すという形で現れる。私はこの数年間、投資ブログ（<http://www.carlfitia.blogspot.com>）を書いている。そこでは逆張りトレーダーの視点から発言している。ブログに寄せられるコメントが最も増えて口汚くなったとき、相場の転換が差し迫っているのだと分かる。

大衆筋が自分たちと反対の見方に我慢できないということは、資産運用の世界では投資信託や年金基金、ヘッジファンドにいつそう劇的に現れることがある。大衆筋に加わらない資産運用業者はクビにされるかビジネスから締め出されるという大きな危険を冒すことになる。大衆筋に逆らおうとするどの投資指導者にも同じ運命が待ち受けている。この両方のことが1994～2000年のバブルの後半になって、劇的な形で起きた。

まさにバブルの頂点だった2000年3月に、創業者のジュリアン・ロバートソンはヘッジファンドのタイガー・マネジメントを清算した。彼は自分のファンドに投資した人に極めて大きな利益をもたらした。そして、手数料を除いた20年間の年平均リターンは25%だった。しかし、1999年のバブルの年は彼の破滅の元になった。その年、S&P500は21%上昇したのに、彼のファンドは19%も下げた。彼の投資方法はバブルでの大衆筋の大きな買いエネルギーをうまくとらえられなかった。1999年の彼のパフォーマンスはひどかったのも、そのときに会社を清算していなかったら、投資家たちは一挙に彼の元を去っただろう。それで、彼の世代で最も才能があったヘッジファンドマネジャーのひとり、彼が無視したバブル時の大衆筋によって廃業に追い込まれた。

あなたが皮肉を好むなら、スタンレー・ドラッケンミラーの物語にはいつそう興味をそそられるだろう。ドラッケンミラーは1988年から2000年まで、ジョージ・ソロスのヘッジファンドの大部分であるクオンタムファンドの運用を行った。彼は当時も現在もとても優秀な投資家だ。しかし、多くの経験豊かな投資家と同じく、彼も1990年代後半のハイテクブームには乗らなかった。結末は良くないと思っていたからだ。しかし、彼のこうした方針はクオンタムファンドを傷つけ始めた。ファンドへの投資家たちがハイテク分野に投資しないのが果たして賢明なのか疑問視するようになったのだ。

投資会議に出席していた1999年の夏に、彼はハイテク分野について突然のひらめきを得た。会議から戻るとすぐに、彼はハイテク関連株の多くをクオンタムファンドに組み込んだ。ハイテク株が劇的な上昇をしていた1999年後半と言えば、ナスダック総合指数が1998年の安値から400%の上昇を見せる最終段階に当たる。クオンタムファンドの1999年下期のパフォーマンスは目覚ましいものだった。不幸にも、ドラッケンミラーのハイテク株ポートフォリオは2000年3～5月のすさまじい見切り売りによって葬られた。その見切り売りによってナスダックは結局、2000年の高値から80%下落することになった。この失敗で、彼はクオンタムファンドを離れ、ソロスはそのファンドの投機活動を一時的に中止することになった。

ロバートソンとドラッケンミラーという2人の優秀な投資家の話は、大きな力を持つ大衆筋に同調しない資産運用担当者の運命をよく示している。大衆筋の投資テーマに付き合わないのなら、大衆筋は最も才能ある運用担当者でさえ見捨てるだろう。彼らは皆このことを知っていて、自分たちのポートフォリオが有力な投資テーマに従わなければ、仕事を追われる危険性があることを理解している。これは当然ながら、どんな大衆筋の影響でも強めることになる。ドラッケンミラーの経験の皮肉なところは、実にまずい時期に大衆筋の圧力に屈したということだ。結果としてポートフォリオに二重の損害を与え、クオンタムファンドとの関係を切ることになった。

ゲイル・デュダックとテレビ番組「ウォール・ストリート・ウィーク」の話も、大衆筋の力によって反対する人の経歴が傷つけられる一例だ。デュダックは投資銀行SGウォーバーグで1990年代にチーフマーケットストラテジストを務めた。多くの経験豊かな市場ウォッチャーと同じように、彼女は株式バブルに気づいた。そして1997年後半に弱気の見解を顧客に発表した。彼女は「ウォール・ストリート・ウィーク・ウィズ・ルイス・リューカイザー」のレギュラーゲストでもあった。それは公共放送の系列会社向けに製作され、毎週放送されていた大人気の株式番組だ。1999年11月までには、彼女の弱気の見方は番組の人気司会者ルイス・リューカイザーをひどくいら立たせたので、レギュラーゲストから外された。また、彼の番組に出演したテクニカルアナリストたちが共同で市場判断をしていたエルブスインデックスからも彼女の枠はなくなった。

リューカイザーの仕事は視聴者を引きつけることだった。そして、娯楽業界に身を置くだれもが認めるように、そのためには人々が望むものを与える必要がある。1999年までにはバブル時の大衆筋は自分たちと反対の見方に我慢し

なくなっていたので、リューカイザーは無理にでもデューダックを悪く見せるしかないと感じていたのだ。

これが2人の著名なヘッジファンドマネジャーと1人の著名なマーケットストラテジストが経験したことだ。3人とも**1999年11月**から**2000年5月**までの短期間に、心の狭いバブルに酔った大衆筋による猛攻撃で倒れた。株式市場のすべての株価指数が**2000年1～3月**に高値に達したことは偶然の一致ではない。

大衆筋の許容度の低さが金融ジャーナリストにも影響を及ぼしたとしても当然だろう。ニューズウィークの金融コラムニストのアラン・スローンは**1995～96年**に、インターネット接続の商業化を率先した**AOL**（アメリカ・オンライン）の会計手法を疑うコラムを何本か書いた。**AOL**の株式は**1992年**に株式公開して以来急騰していた。スローンは、それが著しい過大評価だと考えていた。言うまでもなく、彼の懐疑的な見方は**AOL**を信じている大衆筋には歓迎されなかった。彼は最終的に**AOL**について書くのを止めた。**2000年**の春に、**AOL**は絶妙なタイミングで**タイム・ワーナー**と合併の合意に達した。なぜ彼は書くのを止めたのだろうか？ マギー・マハールはバブルを記録した魅力的な本『ブル（**Bull!**）』のなかで、スローンの言葉を引用している。

自分が正しいことは分かっていた。だが、記事を書くたびに皆が騒ぎ立てるし……。ついに、私はやめてしまった。やめるべきではなかったが、やめたんだ。こぶしは何度も振り回せないよ。そんなことを続けたら変人扱いされるからね。

大衆筋が自分たちのことを認めてくれない人にかかる社会的・金銭的圧力は極めて強い。これはけっして大げさではない。大衆筋は情報カスケードが起きると拡大する。しかし、大衆筋の精神的つながりは、いつも主張を断言し繰り返すことや、大衆筋の資産が劇的な値動きを見せることを通して、絶えずつながりを強めることで説得力を増していく。精神的つながりによって大衆筋の影響力や重要性は増し、疑問を持っている人にさえも参加したほうがよいという圧力になる。

# 影響されやすさ、ボラティリティ、崩壊

大衆筋の精神的つながりが強まるにつれ、投資テーマを支持する人々の考えは均一になってくる。そうすると、十分に大きくなった大衆筋は動物の群れとも共通する重要な特徴を持つようになる。その参加者はかなり影響を受けやすくなり、彼らが望んでいたり恐れていたりするものの強いイメージを見せられると、行動するか信念を変えがちになる。影響されやすいということは論理的説得のじゃまになる。だが、これまで見てきたように、大衆筋への参加者はだれでも提供される理由づけを固く信じるので、論理的説得は必要ないのだ。したがって、リーダーやメディアが示すイメージが大衆筋は直ちに影響を受けるし、それをさらに検討することもない。

これが群れの行動の核心だ。群れのメンバーは数が多いと安心する。ただし、群れが集団で一緒になり、共に行動する間だけだ。大衆筋は自分の資産価格が予想した方向に動かしがりはまとまっている。しかし、これは皆が適切なイメージやそれが意味する提案に即座に応じる場合にしか起こり得ない。

株式市場の大衆筋が影響されやすいことに関して、興味を引く例が現れたのは1990年代後半で、株式バブルもかなり進んだ段階だった。社名に「ドットコム(.com)」が入っている企業の株は異常な高値を付けた。これが動機で企業名を変えるところも何社か現れた。もちろん、価値自体は単なる名前にあるわけではない。しかし、ドットコム企業の株を買えば儲かるというイメージは強かった。このため、その手の株はどれも1990年代後半にバブル時の大衆筋のお気に入りとなった。似たようなことはどの株式ブームでも起きるので、これはイメージが大衆筋で果たす重要な役割を示している。

いったん大衆筋が群れのように行動し始めると、その資産価格は今までよりもずっと値動きが激しくなる。今まで1日の値上がり幅や値下がり幅は普通だったのに、より大きな変動幅で動くようになる。市場はほとんど理由もなく急上昇したり急落したりするように見える。そして、関連のあるなしにかかわらず、あらゆるニュースが大きなほどの影響を及ぼす。

ボラティリティが劇的に高まるということは、大衆筋が成熟期に入った証拠だ。だが同時に、大衆筋を支える情報カスケードがかなり崩れやすくなった兆候でもある。大衆筋が最も影響を受けやすくなり、バラ色のイメージも恐ろしいイメージも進んで額面どおりに受け取るため、あらゆる新情報が大衆筋や市場価格に行きすぎた影響を及ぼす。値動きがあまりにも大きくなると、大衆筋が値動きから判断できているメッセージはさらに強い影響を及ぼし、大衆筋のテーマにこだわろうとする。悪いニュースがあると、おそらく大衆筋に加わっていない投資家によって大衆筋の抱える資産を大幅に売られるか買われる可能性がある。そのため、たとえ大衆筋のテーマと直接の関係がなくても、マイナスのニュースで情報カスケードが崩れることがある。大衆筋が影響を受けやすい状態にあると、皆が次々に逃げ出すので、そうした値動きは雪だるま式に大きくなる恐れがある。

ボラティリティが劇的に高まるということは大衆筋が十分に大きくなった証拠であると同時に、情報カスケードがさらにもろくなった合図でもある。これは、カスケードの崩壊を事前に予測するのがほとんど不可能だということも意味する。あとの章で、大衆筋の崩壊が差し迫っているかを見極めるといふ、逆張りトレーダーならだれもが解決しなければならない問題について、さらに詳しく検討する。

## 第6章 市場の間違いの歴史的文脈

### The Historical Context for Market Mistakes

●語り尽くされた投資テーマ●大衆筋が成熟期に入ったか判断する手掛かり●市場の間違いを探す●過去の相場で見られた市場の間違い●当て推量で十分●過去の値動きを見たあとでメディアの記事を見る●この方法は適正価格ではなく、市場の間違いに直接注目する●収益見通しよりも役立つ過去の値動き●大衆筋の感情に基づく行動は規則的●過去の値動きを知るためのデータソース●初心者間違い●株式市場のバブルを見極める方法●1929年、1966年、2000年の例●株式市場で過小評価を見極める方法●過小評価の例●ピークオイル論のバブル

# 成熟した投資テーマと市場の大衆筋

逆張りトレーダーは皆、投資テーマが尽きたところを見極める方法を学ぶ必要がある。ここで情報カスケードが効果を発揮し、大衆筋の市場へのかかわりが過去の例から考えられる最大の大きさになる。関連市場の大衆筋は成熟期に入り、古くなって今にも崩れそうになっている。大衆筋の力で市場には評価の間違いが生じた。価格は適正価格よりもはるか上か下にある。まもなく経済の力と目ざといバリュー投資家の働きによって市場の間違いは正され始める。いったんこの過程が始まると大衆筋は崩壊し、価格は素早く適正価格に戻る。時にはそこを大きく超えて、反対方向に別の評価の間違いを生み出すこともある。この適正価格へ戻るときこそ逆張りトレーダーが待ち望み、利用しようとしている投資機会だ。このため、**逆張りトレーダーは成熟した投資テーマと大衆筋をいつも用心深く見張っておく必要がある。**

成熟期に入った大衆筋が市場を握っているかもしれないと、私たちに警告してくれる手掛かりはあるだろうか？ 成熟期に入った大衆筋は市場に間違いを強いて、適正価格よりも離れたところで取引させるので、市場の間違いを特定しようとするには意味がある。どの市場の間違いでも過去の値動きという文脈で見れば特定できると私は考えている。この文脈を見極めるために必要な計算方法を説明しよう。

もちろん、この種の方法はどれを使っても、せいぜい大ざっぱな答えしか出てこない。だが、逆張りトレーダーにとってこれは問題ではない。市場が過大に評価されているか過小に評価されているかは、判断材料のひとつにすぎない。これを使ってやりたいことは、**適切な市場評価に関する大まかな数字を手に入れ、成熟期に入った市場の大衆筋が評価の間違いを引き起こしていないか確認することだけだ。**

この章では、市場が適正価格から大幅に離れて取引されているかどうか確認する方法を説明したい。私の方法の新しい点は、現在どの辺りに適正価格があるかを推定するのに、過去の値動きしか使わないということだ。配当や利益に関する過去の情報も、それらの将来の見通しもいらない。私たちはある意味で、適正価格がどう移り変わり、典型的市場の間違いがどの程度の大きさだったかという情報を過去の値動きから引き出そうとしている。この情報を使って、現在の大まかな適正価格を見積もる。

適正価格と比べて現在の価格がどの位置にあるかを確認することは、逆張りトレードが可能かを見極める第一歩にすぎない。あとの章では、この市場の評価をメディアの報道内容の分析と組み合わせる方法を説明する。活字メディアや電子メディアの記事は、進行中の情報カスケードを観察し、それに関連する市場での大衆筋の強さを測るひとつの材料になる。価格評価に間違いがありそうだということに加え、この間違いを生み出しているのは成熟期に入った大衆筋だという動かない証拠があって、逆張りトレードで利益を出せるのだ。

## 間違ったのか適正価格なのか

第5章で、私は強気の大衆筋がいなくなるとなぜ弱気の大衆筋が生まれるのか、あるいはその逆が起きるのかを説明した。強気の大衆筋と弱気の大衆筋が交互に現れるのは、金融市場で広く見られる特徴だ。この周期が市場の間違い——適正価格と比べて高くなりすぎたり安くなりすぎたりを交互に繰り返す——原因だ。

しかし、適正価格とは何なのだろうか？ 経済学者が資産の適正価格を計算する方法はすでに見た。それは資産から将来得られる資本回収（普通株の場合は配当の支払い）を現在価値に割り引くというものであった。不幸にも、この理論的で素晴らしい考え方は逆張りトレーダーの物差しとしてはあまり役に立たない。適正価格の推定に重点を置くよりは市場の間違いを直接見極めようとするほうがよい。実際、市場の過去の値動きを調べることでこれは実行できると思う。なぜそう言えるのか？ 私たちが見ている市場価格は2種類の投資活動の重なりから生まれている。1つ目は、まったく経済的・統計的な理由に基づいて価値を合理的に計算することから生まれる。2つ目は、大衆筋の心理的・感情的なものや情報カスケードから生まれる。私は、2つ目のほうが1つ目よりもはるかに規則的だと思っている。さらに言うと、普通の投資家がそういった心理的なものや感情の動きのこの規則性を利用するのは極めて難しい。なぜなら彼らはこの現象の外ににいるのではなく、一部になっているからだ。この規則性を利用できるトレーダーは数少ない。したがって、規則性は彼らに壊されることもなく、さらに続くと考えてよいだろう。

私の方法では、市場が適正価格よりも相当上か下で取引されている状況を見極めるために過去の値動きのデータを使う。具体的には、高値から安値までと安値から高値までの典型的なスイングの大きさと期間を表にする。私の作業仮説は、史上最高値では市場が過大評価され、史上最安値では過小評価されていたろうというものだ。過小評価されたあとに過大評価され、また元に戻るまでのスイングの大きさと期間には一貫性があると私は思っている。その一貫性は、大衆筋の動きに心理的な周期があるという経験的な事実を表していると思う。そうであれば、その事実はそのときの特定の経済環境からまったく独立しているはずだ。

この方法は大量心理が市場に及ぼす影響を経験に基づいて評価するため、市場参加者が十分に多く、大規模な大衆筋——特にふだんは金融市場に注目しない人々による大衆——が作られる場合にしかうまくいかない。このため、この手法は株式市場の株価指数、債券市場、それに商品市場の一部（一般の人が注目する市場）で最もうまくいく。個別株の価格が適正価格と比べて、いつが高いつが安いかを推定するにはあまり役に立たない。



# 市場データの入手先

先に進む前に、私が説明する表計算法で必要になる市場データの入手先を確認しておくほうがよいだろう。これらは、私が金融市場に参加していた40年間に大きく変わった。昔は新聞からデータを集めるしかなかった。あるいは運が良ければ、たまたま聞いたはつきりしない情報源を基に一覧表にされたものを購入できたかもしれない。しかし、今やコンピューターとインターネットによって、逆張りに必要な価格データは大変簡単に入手できるようになった。インターネットは逆張りトレーダーにとって極めて有用なデータの貯蔵庫になったのだ。データを分析するとき机で楽に計算できるのは労力の大きな節約になる。

現在、1つのデータソースだけから必要な情報は入手できないが、計算と通信の能力が拡大しているので、今後10年でこの状況は変わるだろう。手元にないデータが必要なときはグーグルなどで検索すれば、いつでも見つけられる。私がとても貴重だと思うネット上のデータソースは次の3つだ。それらは数年もすればきつと時代遅れか、なくなっているだろう。だが、それは大したことはない。グーグルのようなネット上の検索エンジンを使えば、新しいデータソースがきつと見つかるだろう。

さて、1番目はヤフーファイナンス (<http://finance.yahoo.com>) だ。ここのデータは広範囲にわたり、しかも無料だ！ あなたが個別株や株価指数のデータが欲しければ、ヤフーで日次、週次、月次のヒストリカルデータにアクセスすればよい。さらに、それらはエクセルのスプレッドシート形式でダウンロードもできる。エクセルそのものにチャート作成機能があるので、データ分析の準備に使える。

株式や株価指数、通貨、商品のダウンロード可能なデータを会費方式か1回の支払いで提供するサイトもいくつかある。最も広く使われているもののうち2つは、コモディティ・システムズ (<http://www.csidata.com/>) とメタストック (<http://www.equis.com/>) だ。

# 致命的な間違い

あらゆる逆張りトレーダーの目標は市場平均に勝つこと、すなわちバイ・アンド・ホールド戦略を上回る投資リターンを得ることだ（この比較をするときに、詳しい人ならポートフォリオのリスクについて適切な調整をしたほうがよい）。逆張りトレーダーが犯す間違いで、バイ・アンド・ホールドのリターンに匹敵するか上回るのを妨げるものが1つだけある。それは相場が上昇しているときにそれに乗り損ねるか、空売りをしてしまうことだ（相場が下落しているときにフルインベストメントの状態でもあっても、バイ・アンド・ホールドの場合ほどパフォーマンスに響かない）。

残念ながら、逆張りトレーダーの初心者が最もしがちなのがこの間違いだ。なぜだろうか？ 私は2つの理由があると思う。まず、市場が過大に評価されている期間は過小に評価されている期間よりも長いという傾向がある。そのため、この種の間違いをする機会がはるかに多くなる。第二に、過大に評価されているときのほうが、市場の間違いの大きさにバラツキが多い。これらの2つの要素が相まって、過小評価の期間よりも過大評価の期間を特定するほうがはるかに難しくリスクも高い。過大評価の期間を見極めることの技術的な難しさに加えて、初心者は自分がいかに賢いかを世間に伝えたがる。この2つが重なると、確実に災難に陥ることになる。

過大評価の期間を特定するのが難しいということは、**逆張りトレーダー（特にその初心者）は過小評価の期間を特定して利用することに集中したほうがよい**という意味だと、私は確信している。この点については第11章でさらに触れる。そこで「逆張り戦略」について検討する。当面は、過小評価の場合よりも基準が厳しいが、過大評価を見極める基準作りに重点を置きながら進めていく。

# 株式市場はいつ極端に過大評価されるのか？

1920年代と1990年代の株式市場はバブルのあと、崩壊した。逆張りトレーダーはこのような崩壊に巻き込まれたくないと当然考えているだろう。これらの崩壊は、過去100年に3回、株式市場が極端に過大評価されたうちの2回に關係している。当時の株式市場の史上最高値は1929年、1966年、2000年に付けた。これらの最高値同士の間は37年と34年で、どちらも約1世代半離れていることに注目しよう。この種の極端な過大評価はそれほど頻繁に起きるものではない。おそらく逆張りトレーダーの一生のうち一度かせいぜい二度というところだ。これらの3例に続いて起きた下落をインフレ調整済みダウ平均で見ると、1932年の安値まで87%、1974年の安値まで62%、2002年の安値まで42%に達した。ダウ平均の2007年の高値は2000年の高値よりも大幅に上にあったが、私の分析（第14章、第15章を参照）によれば、株式市場のバブルとは無關係だった。それにもかかわらず、2007年の高値から2008の安値までダウ平均はインフレ調整済みで51%下げた。この規模の下落を回避することがすべての逆張りトレーダーの目標であるはずだ。しかし、どうすればそれは可能だろうか？ これらの重要な史上最高値を付ける前に、著しい過大評価を警告していたと考えられる共通して見られる特徴が値動きにあるだろうか？

この種の疑問に答える場合に私は次のように考える。最初の3例の高値で終えた強気相場では、途中の下落が名目値で30%に達することもなければ、高値から安値まで8カ月続いたこともなかった。これらの強気相場の期間は1921～1929年、1949～1966年、1987～2000年だった。これらの強気相場での上昇幅はインフレ調整済みの値で、それぞれ496%、334%、346%だった。これらの上昇はそれぞれ8年、17年、13年続いた。さらに、この三度の強気相場で、直前の暴落の安値から始まっているのは最初の例だけだ。1949～1966年の強気相場が始まったのは1932年の安値から17年後だったし、1987～2000年の強気相場は1974年の安値から13年後に始まった。

これらの観察から次のバブルの最高値が大致っぱに推測できるか見ることにしよう。ひとつの可能性は、私たちが2008年に目にしている安値が歴史的に見て1921年に似ているということだ。私は、2002年の安値よりも2008年の安値がこの役割を果たす可能性のほうがずっと高いと考えている。なぜか？ あとで見るように、2008年の弱気の大衆筋はかなり強力だ。実際、2002年の弱気の大衆筋よりもはるかに大規模になっている。それほど優勢な弱気の情報カスケードが、バブルでの史上最高値に至る強気相場のなかで起きるとは考えられない。それで、2008年のほうが1921年に似ているとしよう。この場合、2008年の安値（私はダウ平均で7552ドルと見ている）から実質値で少なくとも250%上昇したあと、2016年ごろに最高値を付けたらと思うてよいだろう。今後8年のインフレ率が年3%だと仮定すると、バブルの天井は2016年ごろで、ダウ平均が3万3000ドル近くに達したころだろう。

どうして私は250%という数字を使って、バブルをもたらした3例の強気相場での大きな数字を使わなかったのか？ 私は保守的にではあるが、同じレベルで見積もりたかったからだ。最大上昇の半分が248%だ。しかも、これは残りの2例と比べてずっと小さいというほどでもない。もっとも、あなたも遠慮なく自分で予測しても構わないのだ！

なぜ2016年なのか？ もちろん、だれの目にも明らかな答えは、2008年が1921年に似ているのなら、1921～1929年の強気相場が8年続いた以上、今回もそうなるはずだということだ。だが実を言うと、次のバブルの天井が2000年の天井のあと、そんなに早く来たら私はとても驚くだろう。もっとありそうなのは、バブルの強気相場が実際に2008年に始まっているとして、おそらく13～17年くらい続き、2021～2025年に天井を付けることだと思う。これなら2000年の天井から十分に長く、新世代の投資家が成長して両親や祖父母が1990年代のバブルでしたのと同じ間違いをしてもおかしくない。

2008年がバブル相場の始まりでなければ、次のバブルの天井までさらに時間がかかり、価格もずっと高くまで上がるだろう。その場合、次のバブル相場は2008年から何年かあとに、2008年の安値よりも高い価格水準から始まるはずだ。あなたがバブル相場の始まりを見たと思ったときには、その最高値の水準と時期を推量するために引用した先ほどの例を使えるだろう。

これで、株式市場で極端な過大評価が起きたときに、逆張りトレーダーがその状況を見極める方法について説明した。しかし、そうしたバブルでの史上最高値はめったに見られない。大きなバブルで付けた天井と天井の間の期間に

は、それほど劇的ではない強気相場が存在し、何度も高値を付けている。これらのあまり劇的ではない強気相場での高値は、平均して4～5年おきに見られる。これまでに説明した方法を調整すれば、これらのあまり極端ではない過大評価を見極めるのに役立つだろうか？ 私は役立つと思う。実は、これを実行するために私が使っている2つの単純な経験則について話すつもりだ。しかしその前に注意しておきたい。これらのあまり極端でない過大評価の時期を見極める試みは、専門家で経験豊かな逆張りトレーダーだけに任せておくべきだと私は思う。以前にも言ったように、天井を予想したが何も起こらないという間違いを犯した場合、支払う費用は相当に大きくなり得るからだ。そういう試みは、逆張りの新人がするに値することだとは思えない。

とはいえ、次に過大評価の大まかな時期を見極めるときに私が使う2つの経験則を紹介しよう。まず、**アメリカ株式市場の典型的な強気相場では、安値から高値までおよそ平均24カ月だ。第二に、典型的な強気相場では、安値から高値までの平均上昇率はおよそ65%だ。**これが2つの役に立つ事実である。しかし、当然のことながら本当に難しいのは、特定の強気相場が典型的かどうかをどうやって判断するかにある。この点については、残念ながら別の本の主題にするしかないだろう。

# 株式市場はいつ極端に過小評価されるのか？

典型的な逆張りトレーダーは、市場が過小評価されている時期を見極めて、利用することを専門にするのが賢明だと思う。過小評価の期間はたいい過大評価の期間よりも非常に短くしか続かない。さらに、**弱気市場の大衆筋のほうが強気市場の大衆筋よりも口うるさく、感情的で、長続きせず、見極めやすい**という傾向がある。最後に、自由市場経済には絶えず上昇を目指す経済の動きがあり、これが過小評価された状況を利用しようとする場合に有利に働く。逆張りトレーダーが過小評価の期間やそれにかかわる弱気の大衆筋を見極めようとして間違っても、長期的な上昇傾向があると間違いも弱められる。

アメリカの株式市場の株価指数はどれほどの間隔で過小評価されるのだろうか？ 答えは、私たちの話している評価の間違いがどの程度の大きさかによる。アメリカ株式市場で極めて大きな過小評価の間違いが起きたのは**1932年と1982年**だ。私がこう言うのは、大恐慌の間に付けた**1932年**の安値は**1929年**の高値から実質で**85%**の株価下落をもたらしただからだ。**1982年**の安値は**1966年**の高値から実質でおよそ**74%**の下落だった。あなたは、これらの安値でトービンのqはどういう値だったかと思うかもしれない（トービンのqについての説明は第5章を参照）。この両方の安値でトービンのqは**0.5**以下だった。これは、企業が所有する実物資産の再取得価額と比べて、株式市場が株価指数で**50%**過小評価されていたことを示す。

**2002年**の安値か**2008年**の安値は、それに匹敵するほどの評価の間違いがあつただろうか？ 私はそう思わない。その理由はこうだ。第一に、インフレ調整済みのダウ平均は**2000年**の高値からは**42%**下落し、**2007年**の高値からは**51%**下落した。これらの数字は歴史的な文脈では比較的大きいほうだ。しかし私の判断では、どちらも**1932年**や**1982年**の状況に匹敵すると言えるほど大きくない。第二に、トービンのqは**2002年**の安値で**1.5**であり、**2008年**の安値では**1.0**近くだった。どちらの数字も**1932年**や**1982年**の**0.5**という水準にはほど遠い（**2008年**の安値についての評価に関して、詳しくは第16章を参照）。この2つの事実から、**2002年**と**2008年**の安値では、株式市場は**1932年**と**1982年**の安値で見られたほどの過小評価はされていなかったと言ってよいと思う。

それで、**1932年**と**1982年**のような評価の間違いは**50年**に1回しか起こらないかもしれない。そうなると、次は**2032年**まで起こらないかもしれない。明らかに、逆張りトレーダーはもっと穏やかな過小評価を探すしかないのだ。

**100年以上にわたり、アメリカ株式市場は、平均して4年ごとに弱気相場で安値を付けてきた。**これらの安値で隣り合うもの同士の**70%**は**3～5年**の開きがある。ということは、典型的な投資期間の**40年間**で、個人は平均して約**10回**このような機会に出合うだろう。私は弱気相場を3種類に分類したい。短期の弱気相場では、株価指数は普通**20～25%**下げ、高値から安値まで**8～9カ月**続くだろう。普通の弱気相場では株価指数は約**35%**下げ、高値から安値まで**18カ月**くらい続くだろう。長期の弱気相場では、株価指数は約**45%**以上下げ、高値から安値まで**30カ月**続くだろう。

この長期の弱気相場は珍しい。**2000～2002年**の下落は長期の弱気相場で、どの株価指数を使うかにもよるが**31～33カ月**続いた。ダウ平均はその間（インフレ調整をしない数字で）**39%**下げたが、**S&P500**は**50%**下げた。**1937年**に始まった弱気相場は**1942年**まで終わらなかった。その**61カ月**の間にダウ平均は**52%**下げた。それより前の長期の弱気相場は**1929～1932年**に起きた。その**34カ月**の期間に、ダウ平均は名目で**89%**下げた。

普通の弱気相場は、20世紀ではかなり珍しい出来事だった。**1981～1982年**のダウ平均の下落は**16カ月**続いたが、**25%**しか下げなかった。**1976～1978年**の弱気相場では、**18カ月**で**28%**下げた。**1973～1974年**の弱気相場では、**21カ月**で**46%**下げた。**1968～1970年**の弱気相場では、**17カ月**で**36%**下げた。これらの弱気相場はすべて、株式市場が極めて過大評価された**1966年**の状況から、極めて過小評価された**1982年**の状況へ移る調整期間中に起こっていることに気づいてほしい。

最も一般的な弱気相場であり、逆張りトレーダーがうまく利用できるようになるべきだと私が思う相場は短期の弱気相場で、およそ**8～9カ月**続いて**20～25%**ほど下げる。短期の強気相場のほうは長期の株式市場の上昇（例えば**1921～1929年**、**1942～1966年**、**1982～2000年**）に現れる現象だ。第11章で「逆張り戦略」について述べるときに、これらの短期の強気相場をどうすれば利用できるか、詳しく説明する。ここでは短期の弱気相場の典型的な例を

いくつか取り上げる。

1998年のLTCM（ロング・ターム・キャピタル・マネジメント）の危機にかかわる著しく短い弱気相場があった。そのときダウ平均は2カ月近くで22%下げた。もうひとつの大変短い弱気相場は1991年の第1次湾岸戦争の準備に係っていた。1990年7月の高値からダウ平均はおよそ2カ月半で23%下げた。3番目に大変短い弱気相場は特に理由もなく1987年に起きた。そのときにダウ平均は3カ月半で37%下げたが、その下落の大部分は1987年10月19日という1日に起こっている。

これら3例の短い弱気相場は連続していた。また、この種の相場の平均8～9カ月と比べてどれかなり短かった。おそらく、これはバブルでの強気相場が1987～2000年に進行中だったという手掛かりになった。似た状況は1921～1929年のバブルでの強気相場でもあり、1923年と1926年に平均よりも短い弱気相場が生じた。これは、次にそのような現象が展開しているのを見たら、バブルでの強気相場が進行中だということを知る手掛かりになるかもしれない。

短い弱気相場は1942～1966年の株式市場が上昇していた時期には一般的だった。1946年に短い弱気相場があり、ダウ平均は5カ月で25%下げた。次に、1956～1957年にも起きた。それは18カ月続き（下落の99%は最後の3カ月に起きた）、20%下げた。1960年の短い弱気相場は9カ月続き、18%下げた。一方、1962年の場合は6カ月で29%下げた。最後に、1966年の短い弱気相場では8カ月で27%下げた。

これらの統計数字は私たちに何を語っているのだろうか？ 株価平均が高値から20～25%下落し、前の弱気相場の安値から3～5年たっているときはいつでも、私たちは市場が過小評価の領域に入ったのではないかと疑う必要があるということだ。ここは、弱気の大衆筋が成熟期に入って崩れ始めようとしている証拠がないかじつくりと探すときだ。あとの章でどうやってそれを実行するのか、詳しく説明する。

# ピークオイル論のバブル

私が株価平均で説明した方法がほかでは使えないと誤解されないように、原油という完全に異なる市場を見ておこう。2008年7月に原油は1バレル当たり**147ドル**だった（本書は2008年8月に書かれている）。成熟期に入った大衆筋がピークオイル論のテーマを中心に成長していて、今にも崩れ始めるだろうと私は思っている。ピークオイル論のテーマを信じる人々は、原油の世界生産が到達できる最高水準にまもなく達するか、もうすでに達していて、石油の供給はもうすぐにでも減少し始めると主張していることを思い出そう。その意味するところは、原油価格は上がる以外にないということだ。

原油価格の歴史的なデータをチャートにすると何が分かるか見ていこう。1973年にアラブ諸国が初めて原油輸出を禁止する前、原油は1バレル当たり**2.35ドル**だった。1981年までに**39ドル**の高値まで上がったあと、原油は下落した。1998年には**11ドル**の安値を付けた。そしてすでに述べたように、2008年7月には**147ドル**で取引された。私がこのヒストリカルデータを見る方法は次のようになる。

1973～1981年の8年で、原油はインフレ調整済み数値で**710%**上昇した。1981～1998年の17年では、インフレ調整済み数値で**84%**下落した。1998～2008年の10年では、インフレ調整済み数値で**910%**上昇した。この**910%**の上昇期間は1973～1981年の上昇時を2年上回っているだけだということに注意しよう。インフレ調整済み価格も**910%**対**710%**と、その期間に対応している。これが、**147ドル**の原油はかなり過大評価されていて、すでに述べたように、ピークオイル論のテーマで非常に口うるさい強気の大衆筋が生まれたと考えてよい理由だ。

予想としては、原油はインフレ調整済み価格で下落を始めようとしていて、その下落は**17年**続くかもしれない。1981～1998年の下落では価格は**84%**下げた。次の**17年**のインフレ率が年平均**3%**なら、**147ドル**の水準から**84%**のインフレ調整済み下落が起これば、原油価格は**2025年**に**38ドル**になるだろう。これらの数字はすべて、インフレ水準を次の**17年**で年平均**3%**と予想して調節していることを忘れないでほしい。これらの価格予測を最新のものにするためには、実際のインフレ率であなたが計算し直さなければならない。

# 第7章 大衆のコミュニケーション方法

How Crowds Communicate

●情報カスケードによって伝えられる情報●2種類の情報●投資テーマをつくる信念と記事●メディアの役割●裏付けとなる市場価格の動き●1994～2000年のバブルの例●感情に訴える説得の効き目●マスメディアの役割●人々が聞きたいことを話す●メディアによる広がり●メディアという仲介役を見張る●どのメディアを利用するか●活字メディア●インターネット●ブログ●テレビとトーク番組中心のラジオ●住宅のリフォーム販売と不動産バブル●ジェイ・レノ●明日のメディアは今日とは違う●柔軟になり変化に気を配ろう●市場を見張る●私のデータソース●ここでも状況は変わる●歴史的な説明の価値



# 情報カスケードは投資家に何を伝えるのか

この本の初めのほうで、私は大衆筋の理論を展開した。大衆筋のせいで市場には多くの間違いが生まれる。大衆は私たちの社会環境に必ず付きまとう存在だ。私たちは社会的なきずなをつくり、これらの人間関係を通して自分たちの世界に関する情報を利用したいと考える。そういう願いから大衆がおのずと生まれてくる。

大衆筋に気づくためには、それを生み出すコミュニケーションの過程と、この過程で伝えられる情報の性質を理解しなければならない。大衆筋は情報カスケードから生まれるということを出そう。カスケードの流れに気づいて、それが伝えている情報をどうすれば見極められるのか知りたいと私たちは思う。これができれば、進行中のカスケードを見極め、関連する大衆筋が成長して、やがて市場に間違いを強いるのを見る機会が十分にあるだろう。

カスケードで伝えられる情報は2種類だ。ひとつは大衆筋を最初に作った人々から新たに加わりそうな人々に伝えられる特定の信念や事実だ。これが大衆筋の投資テーマの材料になる。それは論理的に首尾一貫した話ではあるが、科学的な理解を求めているわけではなく、むしろ感情的な反応を引き起こすことを目的としている。普通、この種の情報は活字メディアや電子メディアを通じて伝えられるが、個人的な接触もその役目を果たすることが多い。この伝達の仕組みはだれにでも開かれている。メディアはだれにも開かれているため、メッセージの量と強さがどう変わるかを追うだけで、情報カスケードが発展するところを見られる。

しかし、単に投資テーマを詳しく述べるだけの情報が力を持つためには、もっと劇的な説得材料がなければならない。それは、テーマの予測どおりに市場価格が大きく変わること、小さいが目につく投資家集団が金持ちになる（または、彼らがずっと貧しくなる！）ということだ。投資テーマが大衆筋を引きつけるためには感情の力が必要だが、それを生み出すのはまさに金持ちになる見込みがあるか、貧しくなるのではないかという恐怖だ。

この点について説明するために、1994～2000年のネットバブルを出そう。AOL（アメリカ・オンライン）やヤフーなどのインターネット関連の株が最初に見事な上昇を示していなかったら、あるいはIPO（新規株式公開）が順調に続いて幸運な買い手たちが金持ちになっていなかったら、ニューエコノミーやインターネットの変革の力などの投資テーマが本気で受け取られたとはだれも想像できないだろう。私にも想像できない。しかし、これらのテーマをもっと前に利用していたらどれくらい儲けられたかと、いったん気づいた投資家たちは夢中になった。投資テーマの理屈は単なる飾り物で、大衆筋に加わることを正当化するための都合の良い理由にすぎなかった。

これで、経済やビジネスに関する情報や予測、投資家の夢や恐怖感、金融市場の値動きのすべてが大衆筋を生み出すのに重要な役割を果たしているということが分かる。これらのすべてが情報カスケードに現れる説得で効果を発揮する。しかし、常に最初に起きるのはある資産価格の劇的な変化のほうだ。この変化がやがて大衆筋を生み出す情報カスケードの種であり原動力だ。価格が変化したという事実があつて初めて、経済やビジネスの発展に訴える説明がなされる。そのときでさえ、こうした説明は無味乾燥で感情のこもらない単なる事実にすぎない。これだけでは科学的分析をする時間も技術も持たない個人を説得できない。これらの説明に説得力を持たせるために、欲望や恐れ、仲間に勝ちたいという人間本来の望みなどの感情に訴える。そこで初めて、情報カスケードは勢いを増し、新しい大衆筋を作り出すのだ。

# マスメディアの役割

活字メディアや電子メディアがなければ、現代に大衆筋は存在しないだろう。メディアと大衆筋の間には実に心奪われる共存関係がある。ある資産や商品の価格が大きく変化したために金持ちになったり財産をなくしたりする人々が現れると、メディアはそれを記事にして売ることができる。メディアビジネスとは人々が聞きたがっていることを語り、注意深い視聴者や読者に訴えかけようとする広告主が快く広告料を出すように仕向ける仕事だということを覚えておこう。そうした話題は読者を引きつけるので、広告主も引き寄せる。そこで、面白いことが起きる。メディアビジネスの競争は激しく、ほかのメディアも同じ話題を取り上げるので、それはくまなく広がっていく。こうして、これらの成功談や失敗談はだれもが知るようになる。成功談が広がるとマネをする人々が現れ、失敗談が広がると自分たちも災難に遭ったと話し合う人が増える。この過程から同じような話がさらに生み出され、それでまたマネをする人が増える。この過程そのものが元の話題の影響を拡大させる。注意深い聞き手でさえ、かろうじて聞き取れる程度のささやきだったものが、やがてメディアとメディアが生み出したばかりの大衆筋との間で交わされる耳障りなコミュニケーションになる。

これこそが逆張りトレーダーにとって幸運な状況だ。活字メディアと電子メディアは大衆筋を生む仲介役なので、メディアの報道内容を観察するだけで、大衆筋がよちよち歩きから成熟期に入るまでの過程を見ることができる。この報道内容にどれほどの重要性があるか判断するときに私が使っている方法は、今後の章で取り上げていく。ここでは、現実の情報カスケードを見極めるときに私が見張っているメディアについて話したい。

これを書いている2008年現在、大衆筋を生み出す情報カスケードにとって最も重要なコミュニケーション手段は依然として印刷メディアだ。私は毎朝、ニューヨーク・タイムズとシカゴ・トリビューンの経済、金融、ビジネス面を見て、興味を引く記事がないか確認する。第1面の記事は特に注目に値する。大都市の主要紙ならどれでも、同じ方法が使える。あなたが地方紙の購読者なら、もっと個人的で地元の味わいがある記事で、主要紙の似た記事と同じくらい重要なものを見つけることもあるだろう。

日刊紙に次いで情報カスケードを見張る重要な手段は、週刊、月刊のニュース雑誌だ。タイムやニューズウィークのような総合雑誌は、一般に経済やビジネスの話題にあまりスペースを割かないので、最も重要だ。それらの雑誌がそうした記事を書くとき、特にそれを特集記事として表紙で取り上げている場合は、普通とは異なる重大な状況だ。それは、関連する大衆筋がおそらく非常に重要で大きいとあなたに伝えているのだ。

ほかの総合誌や政治色のある雑誌でもこの方法が使える。長年にわたって、私は（いくつか挙げると）USニューズ・アンド・ワールド・リポート、ニューヨーカー、ニューヨーク・マガジン、ニューリパブリック、ハーパーズの記事を使ってきた。発行部数がかなりある雑誌ならどれでも同じ目的に使える。そのため、私は雑誌コーナーが充実している地元の大きな書店（私の場合はバーンズ・アンド・ノーブル）を定期的に訪れる。私は普通なら読まない雑誌も含めて、陳列されているすべての雑誌の特集記事を確認する。情報カスケードが重大な大きさに達したと思うときは、いつでも私はこれを実行する。こんなちょっとした工夫で、驚くほどたやすくカスケードを特定できる。

これまで、私はフォーチュン、ビジネス・ウィーク、エコノミストのようなビジネス系の雑誌は外してきた。これらがとても役立つこともある。特に特集記事で最近の市場に関する出来事を取り上げている場合は、そう言える。しかし、これらの雑誌は一般に、経済とビジネスに特化した特集記事を数多く載せるということを覚えておく必要がある。そういう特集記事には、タイムやニューズウィークの場合ほどの重要性はない。

私が活字メディアのリストからウォール・ストリート・ジャーナルを落としていることに、おそらくあなたは気づいたと思う。これには正当な理由がある。この新聞は主にビジネスと金融に焦点を当てる。したがって、新聞の第1面に載っていても、記事が重要かどうかを判断するのは難しい。ウォール・ストリート・ジャーナルで私が注意を払う唯一の記事は、ほかの情報源で私がすでに特定している大衆筋の活動を詳しく述べているものだ。私はウォール・ストリート・ジャーナルを主要な情報源ではなく、補強材料として使う。

この10年に活字メディアに対抗する競争相手が現れた。私はこれらをインターネットメディアと呼ぶ。これらはネット情報にアクセスするために使う、ブラウザを通して得られるものだからだ。今やすべての活字メディアは、インターネット上で読める電子版を持っている。活字メディアが配信するネット上の記事は日々刻々と変化するので、それを追いかけて記録するのはいっそう難しい。同じことはマーケット・ウォッチやブルームバーグのようなサイトに載る記事についても当てはまる。基本として頭に入れておくべきことは、刻々と変わる記事はかなり短期（週単位ではなく日単位）の大衆筋の動きにしか関連していないということだ。そのため、情報カスケードを判断するにはあまり役に立たない。しかし、これらのサイトに毎日注意しておくだけで、数カ月にはわたってニュースと考えられているものの感覚はつかめる。例えば、株式市場では注目される業界グループが数カ月のうちに入れ替わっていく。そして、関連する記事の割合も同時に変化する。同じことは、個々の株や商品にも当てはまる。忘れないでほしいが、インターネットメディアは人々の関心を保っておきたいので、最も大きな読者層の興味を引くと考える記事を目立たせる。それで、編集で何を選んでいるかによって、読者の興味を一番引く市場について編集者がどうとらえているかを教えてくれる。

さらに、私は投資や金融、経済学に関する多くのブログも追いかけている。ここでは、それらの名前を挙げるつもりはない。私のリストはよく変わるからだ。典型的なブログは2～3年か、もっと短期間しか続かない。しかし、インスタパンディット（Instapundit）のような一般的な話題のブログや、政治的な主張が強いブログは読んでかなり役に立つことがある。一般の関心を強く引く経済や金融市場があれば、関連資料へのリンクと共にこれらのブログで必ず取り上げられると考えてよい。さまざまなブログの内容についていくことは、逆張りトレーダーにとって不可欠だ。

重要だが、少なくとも今はまだネット配信されていない電子メディアがある。これらはネットワークテレビとケーブルテレビ、トーク番組中心のラジオと映画だ。ここでも、メディアが利益を求める存在であり、人々の興味や偏見を満足させなければならないという原則が逆張りトレーダーにうまく役立つ。一般的に、特別番組が制作されると人々が何を望み何を恐れるかが分かる。もっと重要なものは、関連する大衆筋が崩れかけているときに始まる新しいテレビ番組だ。この種のもので最近の例は、住宅のリフォーム転売（つまり、家を買って修理し、売り払って利益を得るまでを2～3カ月以内に済ませる行為）を特集したいくつかのケーブルテレビの番組で、**2005～2006年**に放送された。これらの番組の初回のところが不動産相場のほぼ天井で、その後、**2007～2008年**のサブプライムローン市場の崩壊が起きた。私が本書を執筆しているとき（**2008年7月**）、ある実話シリーズがケーブルテレビで始まった。それは「ブラックゴールド」という番組で、テキサス西部の3件の石油掘削プロジェクトで掘削装置を操縦している油井作業員の日々の活動を取り上げている。今後の参考のために、原油価格は現在1バレル当たり**143ドル**である点に注意しておこう。

テレビ番組が逆張りトレーダーの役に立つ情報を伝えた例がもうひとつ、**2002年7月**にあった。まさに、**S&P500**指数が当時の弱気相場の最安値**768**に達しようとしたときだった（7月の最安値は**771**）。私は「ザ・トゥナイト・ショー・ウィズ・ジェイ・レノ」のファンだ。私の記憶によれば、レノはその月に初めて、株式市場暴落と景気後退（実際には**2001**年後半に終わっていた）についての冗談を言い始めた。そのときに私は、**2002**年の弱気相場の大衆筋はいなくなりかけていて、株式相場が底値を付ける日も近いという強い補強証拠を見つけたのだ。

# 個人の柔軟性と今後のメディアについて一言

私は2008年7月にこの章を書いているが、これからの世代の投資家にもこの本を興味深く読んでもらいたいと望んでいる。投資界における大衆筋という現象は時を超えたものだ。マスメディアの性質や伝達手段は、これから予測もつかない意外な方法で進化すると思ってよい。これまでの私の議論に関して、未来の読者はきっと細かな点を古くさいと思うに違いない。

しかし、情報カスケードを見極める一般原則はいつの時代でも変わらない。原則を適用するためには、その時代のマスコミを見張る必要がある。メディアが使う形式や技術は進化するので、逆張りトレーダーは絶えずメディアを観察し、必要に応じて柔軟かつ自発的に手順を調節する必要がある。はやるメディアもあれば、すたれるメディアもあるだろう。この進化の過程に遅れず、絶えずスタイルを変えるマスコミについていくことが逆張りトレーダーの仕事だ。これらのメディアの報道内容によって、逆張りトレーダーは情報カスケードを動かす考えやテーマを見極めることができる。

# 市場を見張る

逆張りトレーダーが情報カスケードやそこから生まれる大衆筋を見極めるうえで、マスメディアは重要な役割を果たしている。しかし、これらのメディアはトレーディングで使えるし使ったほうがいい儲けの種というだけではない。逆張りトレーダーは金融市場の歴史的な動きについて、幅広い知識が必要だ。大衆筋に押し動かされる市場を量的に見ることができないからではない。理想的には、市場の間違ひの大きさを推測し、関連する大衆筋がまだ成長しているのか、それともいなくなりかけているのかという感覚や、そういう状況がいつ起こっているかという感覚を得られるようになるのが望ましい。

これは最も経験を積んだ逆張りトレーダーでさえ簡単にはできない。しかし、市場のヒストリカルデータが相当量なければ、そもそも何もできない。以降の章では、このヒストリカルデータを使って、大衆筋の状態を見張る具体的な方法を検討する。この章では、データソースについてと、どういう種類のデータを監視して使えばよいのかに限定して話を進めたい。

現在、株式市場のヒストリカルデータの入手先で最も役立つものは無料のヤフーファイナンスだ。そこからはスプレッドシート形式でデータをダウンロードできる。年がたつにつれてここのデータは貴重になるだろう。しかし、インターネットや情報の蓄積技術は急速に進化している。10年後には状況は変わり、ヤフーはもはや良いデータソースではなくなっているかもしれない。過去の情報が必要なときにどこを見ればよいかわかるように、情報源を常に把握しておくことは逆張りトレーダーの仕事だ。

チャート形式の情報源で今のところお勧めのサイトはチャートストアだ。年間購読料を払えば、株価指数や金利、海外市場、通貨、商品のヒストリカルチャートが見られる。

チャート形式の株式市場データで私が今使っている3番目の入手先は、ストックチャーツ・ドット・コムだ。ここも会費制のサイトだ。そこでは、いつも最新のチャートが大量に保存されていて、ユーザーがチャートの形式をいろいろと選べる。

私が確実に言えることは、10年後には現在とは違うヒストリカルデータを使っているだろうということだ。金融の世界は絶えず進化しているので、出来事を追いかけるために必要な情報源の性質も同時に進化している。世界が変わっても、どこで関連情報を入手できるか知っておくことは逆張りトレーダーの役目だ。

# バブルと暴落の歴史を学ぶ

逆張りトレーダーが現在の情報カスケードと大衆筋を適切な歴史的文脈に置いて見るのに、役立つ情報源がもうひとつある。それは過去のバブルと暴落についての歴史だ。これらの歴史的な記録は読んで楽しめるかもしれない。しかし、同時に考える材料や批判的な分析の機会も提供してくれる。第16章では、この目的で役に立ち、興味深いと私が思った本を何冊か紹介する。時がたてば間違いなく、さらに多くの本が出てくるだろう。歴史は常に書き続けられ、新しい情報に照らして修正されている。

1965年に私が株式市場に足を踏み入れたとき、1929年の大恐慌は36年前の出来事だった。当時の私には、それはローマ帝国時代ほど遠いことに思われた。初心者のときでさえ、私はほかの投機家の経験に影響を受けたと思っていた。そして、私は市場の歴史に関する話を読んで彼らの経験を学んだ。私がこの文章を書いているように、この43年間の市場の出来事も、多くの著者が後世のために記録してきた。今日の逆張りトレーダーの初心者にも、これらの出来事は間違いなく大昔の話のように聞こえるだろう。しかし、この43年間市場に参加してきた私の個人的経験が、逆張りトレーダーの私にやるべきことをすべて教えてくれるのだ。逆張りトレーダーはだれでも多くの経験を基にして自分の技術を築くことが大切だ。まだ始めたばかりで、その経験がたとえ受け売りにすぎないとしてもだ。初心者が市場の出来事を経験できる唯一のものは歴史的な記録しかない。だから、それらを利用しよう。

## 第8章 メディア日記の作り方

### Constructing Your Media Diary

- 逆張りトレーダーの技術●推論から行動へ●メディア日記は分析を助け、トレーダー自身の推論に確信を与える●トレーディングの道具とそれを訓練するための道具●日記はあなたの危険防止策になる●私の日記は2002年にどういう結果をもたらしたか●素晴らしい学習の道具●ノートに日記をつける●切り貼り●どんなメディアの報道内容が重要か●2005年の私の日記からの抜粋●2006年の私の日記からの抜粋●雑誌の表紙●2006年からの例

# エッジを持つこと

逆張りトレーダーのエッジ（優位性）は2つの珍しい技術から生まれる。ひとつは、大衆筋とその投資テーマをしっかりと見極める能力だ。次に、見極めたことから合理的な推論をし、その推論に基づいて自分の投資資産を実際に市場で売買する能力だ。最初の技術は比較的身につけやすい。難しいが、もっと重要なものは2番目のほうだ。単なるあまのじゃくや物事をいつも否定的に見る人と逆張りトレーダーとの違いは、観察と知識を使って投資で利益を出す能力にある。

あなたがこの2つの技術を学ぶうえで、大切な役目をするのがメディア日記だ。日記は逆張りトレードの道具であると同時に、逆張りを訓練する道具でもある。そこには大衆感情の状態や大衆筋、投資テーマを見極めるときに必要な材料がすべてそろっている。もっと重要なのは、その後の市場の動きと照らし合わせながら日記を検討すれば、自分の推論に自信を持ち、適切な機会に大衆筋のテーマに逆らって行動する能力を鍛えられるという点だ。金融の海は活況と低迷で絶えず大荒れになる。あなたの日記はその海での危険防止策だ。

もう一度言っておきたいのだが、逆張りトレードは本当にとても難しい。成功するためには、きちんと管理された最新のメディア日記の助けが必要になる。メディアは大衆筋の主なコミュニケーション手段だ。そのメディアの誘惑に耐えるときに日記が役に立つ。日記があれば、市場が急落しているときに高まる恐怖や、急上昇しているときの高揚感に巻き込まれないですむ。あなたが大衆筋の反対に賭けていることに気づかれ、軽蔑やあざけりを受けても、日記があれば無視できる。世間はあなたのことを、良くて軽率、ひどい場合は愚か者と思うだろう。そういうときにトレードがうまくいかないと、「だから言ったのに」という言葉が耳に痛く、とても耐えがたい。しかし、結果がどんなに思わしくなくても、メディア日記は筋の通った選択をしたという証拠になる。逆張りトレーダーが相手にする感情の世界は揺れが激しい。しかし、感情の揺れは明快な思考の敵だ。この激しく揺れ動く感情の海を航行する際に助けとなるのは、あなたのメディア日記だ。

メディア日記をどう使えば、こういうことがすべて可能になるのだろうか？ 逆張りという綱渡りの行為に必要な感情的バランスを身につけるのに、日記をどう役立てればよいのだろうか？ 答えは意外ほど単純だ。メディア日記はメディアの伝える感情的な記事と市場の動きを時間のなかに閉じ込めることで、それらを客観視できるようにする。こうして、そのときに直接感じていた圧力が消えたあとに、それらを再検討すればよい。これで、大衆筋が熱狂していたときのメディアの記事と、その後の市場のパフォーマンスとの相関関係がはっきり分かる。メディアの報道内容をその場で直接、日付順に記録して観察することで、大衆行動の両極端な感情を見極める能力が発達し、そのときに大衆筋が掲げているテーマの反対側に投資したいという意欲が高まる。日記に保存した報道内容は、その当時にあなたがどう感じたかを思い出す助けになる。逆張りの機会があるときに、メディアの報道を自分がどう感じるかを初めて、大衆筋をその運命と崩壊へ駆り立てるメディアの発言とは逆の行動ができるようになる。

あなたのメディア日記はもうひとつ重要な役割も果たす。それは投資テーマと、それに関連した大衆筋を見極める一番の道具だ。大衆筋に意欲を起こさせるうえで中心的な役割を果たすメディアの発言を、日記は記録する。これらの発言が大衆筋のコミュニケーションの基本的な手段だ。メディアの報道内容は情報カスケードの流れをつくる原動力だ。この内容を調べて、歴史的に似た状況と比べることで、大衆筋がそのライフサイクルのどの辺りに位置するかを判断できる。こうした推理が「逆張り戦略」（第11章を参照）を実行する場合の役に立つ。

私は20年以上メディア日記をつけてきた。それは大衆筋が形成されつつあることを見極める際にとても貴重な働きをした。市場で逆張りの態勢に入る場合に、適切な瞬間を選ぶ手助けを何度もしてくれた。日記のおかげで自分の判断を信頼でき、大衆筋の誘惑の声に乗らずにすんだ。私の日記は最も重要な逆張りの道具だ。あなたが逆張りトレーダーになりたいのなら、今から自分のメディア日記をつけ始める必要がある。この章で、私は自分のメディア日記をどう管理し、どういう素材をそこに入れるか説明する。ここが本書で一番大切な章だ。



# 私の日記は**2002年**にどう**いう結果**をもたらしたか

メディア日記のつけ方や管理の仕方という詳細に入る前に、初心者トレーダーにさえ日記の価値がすぐに分かる実話に触れておこう。この話はメディア日記がいかに貴重な教材になり得るかを示すものだ。

2000年3月に、株式市場は1994～2000年のバブルがもたらした史上最高値に達した。**S&P500は1553**という高値で取引されていたが、最終的にはほぼ**50%**下げて、**2002年10月**に最安値**768**を付けた。ネット関連株と長距離通信株の本拠であるナスダック総合指数は、2000年3月に**5132**の最高値に達したあと、ほぼ**80%**下げ、**2002年10月**に最安値**1108**を付けた。

株式市場でバブルが膨らんでいることは、2000年1月には私にもほかの多くの人にも明らかになっていた。問題は、バブルがはじける前に市場がどれほど大きな間違いをするかだった。どんな逆張りトレーダーでも避けて通れない判断で、これが一番難しいものだ。間違えれば、あなたの純資産が受ける損害も深刻なものになる可能性がある。株価指数の典型的な強気相場は約2年続くということを、私は知っていた。前の弱気相場のときの最安値は**1998年10月**に付け、**S&Pで923**だった。これらの2つの事実を合わせて、バブルはおおよそ**2000年10月**まで膨らみ続けると予想した。

2000年3月24日から4月17日までの3週間で、**S&Pは1553から1333**まで約**14%**下げた。ナスダックは同じ3週間で**25%**と、吐き気を催すほど下げた。私は**S&P**が年内に**1553**の水準を超えると考えていたので、ここは手元資金を使ってその後6カ月で**15%**を稼ぐ機会のように思われた。

また、私のメディア日記もその機会を強調していた。4月15日土曜日に、ニューヨーク・タイムズは次の見出しを第1面に掲げた。「心配した投資家が逃げ出し、株式市場は急落——ナスダック最悪の週」。同じ日に、私の地元の新聞モリスタウン・デイリー・レコードは次の見出しを掲げた。「ウォール街、沈没」。ここで言うておくが、4月17日、月曜日の朝早くに**S&P**もナスダックも底値を付け、その後4カ月半にわたって上昇し続けた。**S&P**は新高値を付けなかったが、8月31日までに**1530**まで上昇した。それから1週間後に、**1300**以下に下落すると予想した私は、自分の顧客に売るようにと言った。

ともかく、私たちの家族では私が投資ストラテジストなのだが、退職後に備えた運用資産の配分を変える前に、私は常に妻の意見を聞く。このときには、私たちは地元のピザ店で3人の子供たちと夕食を取っていた。4月14日の金曜日だった。ピザを食べながら、私は妻に、ここ3週間の急落はめったにない機会だから株に資金を投入しようと提案した。しかし、彼女は下落があまりにも激しすぎると言って、とても不安がった。今は様子見をしようと彼女は言った。私はそれではせっかくの機会を見逃すに等しいと分かっていた。しかし、いろいろ考えて、そのことは議論しないことに決めた。

数週間後に、妻と私はこの逃した機会について話し合っていた。彼女は、そのころの大見出しがひどく怖くて動けなかったと言ったので、仕事場に連れて行って私のメディア日記を見せた。前に引用した2つの大見出しを、私は切り抜いて日記に張り付けていた。それを私たちは眺めた。それから、株式市場でそれまでにあった買いの機会のうち5～6回と一緒に検討した。さらにその買いの機会がやってきたときに現れた大見出しやほかのメディアの報道内容を見せた。もちろん、どの場合でも最も怖い大見出しのときが買い時だった。

さて、2002年7月後半まで飛ぶことにしよう。その月に、**S&P500**指数は直近4年で最も安い水準まで下げていた。**FRB**（連邦準備制度理事会）のアラン・グリーンスパン議長は、投資家が自信を失ったのは「急速に広まる拝金主義」に毒された企業文化のせいだと非難した。**NBC**のトゥナイト・ショーで、ジェイ・レノは暴落している株価と衰えている経済の冗談で視聴者を喜ばせた。

タイムの7月29日号は特集記事で読者に問いかけた。「あなたはいつか引退できるのか？——株価急落と企業の混乱で、アメリカ人の将来の金融資産に暗雲」（強調部分は原文どおり）。

ベン・スタインとフィル・ディムースはこの前週のバロンズで、「下落はまだまだ続く」という題の記事を書いていた。彼らは、企業の損益計算書が信じられないので、株価はさらに下げ続けると予想していた。

7月20日、私は朝6時半に起きて玄関を開け、ニューヨーク・タイムズとシカゴ・トリビューンの土曜版を取りに

いった。私が朝の食卓に新聞を広げていたら、妻が台所に入ってきた。私たちは一緒に席に着き、私はコーヒー、妻はケロッグのスペシャルKを手にした。私はまずニューヨーク・タイムズから読み始めるが、妻は最初にシカゴ・トリビューンを読みたがる。

その朝のニューヨーク・タイムズの見出しはこうなっていた。「市場は4カ月の敗走——ダウ、7390ドルに急落」。この見出しのすぐ横にはフロイド・ノリスによる記事があり、その見出しは「投資の損失に加え、信頼も喪失」だった。

「うわっ！」と私は思った。妻は私にトリビューンの見出しを読んで聞かせた。「ダウ、4年間で最安値。見切り売りは深刻化——人々は今本当に苦痛を味わっている」

私たちは2人ともしばらく黙っていた。妻は明らかに大見出しについて考えていた。どのような反応をするのだろうか。と私は思った。ようやく、テーブルで向かい合っている私に妻は言った、「買い時ってことかしら？」

「そのとおり」と私は答えた。

7月22日、月曜日の午前中に、私たちは年金口座用にインデックスファンドを買った。そのときダウは8019ドル、S&P500は846だった。その後の5年間で、これらの株価指数は私たちの購入価格から75%以上上昇した。

これは、まったく初心者でもかなり賢い投資判断ができた状況だった。妻は私のメディア日記を自分でよく観察して、市場に関する恐ろしい大見出しが出たときは買いの機会だと理解した。そこから、彼女は明らかに正しい結論を出すことができた。大衆筋の感情を忠実にとらえるメディア日記をつけ、将来調べられるように保存しておかなければ、この種の学習経験は得られなかっただろう。

## 切り抜きの準備

メディア日記をつけ始める前にまずやることは、間仕切りが4つあるリングノートを数冊と、雑誌の表紙や2ページ以上にわたる記事を保管するためのマニラフォルダを買うことだ。また、切れるハサミと大量のセロハンテープも必要だ。ノートの1冊の表紙に題をつけよう。私の場合は日記と書いて、最初に記入した日付を入れておく。ノートがいっぱいになったら、最後の記入日を表紙に書き足し、将来の参考のために以前の日記と一緒に本棚にしまう。

メディアのどういう報道内容が日記に保存するのにふさわしいだろうか？ この質問に対する答えは単純だが、おそらく少し意外なものだ。まず、市場が大きく動くと、同じ方向に値動きが続くという信念を強めるニュース記事が決まって出るということを覚えておこう。人々は市場の出来事について説明を欲しがる。この説明に対する欲求をニュースメディアは満たそうとするのだ。したがって、**資産価格が上昇している場合には楽観的な気分を、下落している場合には悲観的な気分を強める記事を探せばよい**。それらの記事は、あなたが見極めた大衆筋の信念を強めるのだ。そのなかで最も重要なものは、何らかのはっきりした感情を伝える（つまり、大衆筋の感情のスイッチを入れる）ものだ。そういう記事は恐怖か楽観主義——どちらかは重要ではない——を促す可能性がある。これらの感情表現は感情的な色合いを帯びた言葉や表現のほかに、投資家の行動を説明するときにも現れる。写真も感情を伝えるためによく使われるので、それらも気をつけて見ておこう。

そのような記事が比較的短い間隔で十分な数現れるとき、特にそれらが投資家の感情的な反応を引き起こしそうな場合は、記事が後押しをしているように思えるトレンドはおそらく反転するだろう。あなたは基本的に気まぐれな読者の注意を引きそうな報道内容に関心を持つだろう。彼らはあなたと同じように時間に押されているので、詳しく記事を調べることはできない。報道内容の感情的な雰囲気が一番影響を受けそうなのは気まぐれな読者だ。さらに、ニュース編集者が売り上げを伸ばすために気を引きたいのは気まぐれな読者だ。彼らの注意を引くものは、**新聞の大見出しや記事中の見出し、それに雑誌の表紙**だ。そんな大見出しや小見出しの記事を見つけたら、私は**初めの2～3段落を読んで感情的な雰囲気がどの程度か測ろうとする**かもしれない。だが、それより先を読むことはめったにない。

特に注意を払いたいのは、編集者が新聞の第1面を飾るのにふさわしいと考えた記事か、でなければ紙面の目立つ位置にあるか、記事と一緒に出ている見出しが写真が感情的な調子で強調されている記事だ。一般に、目立つ第1面に載せるということは2つのことを意味する。まず、編集者は、読者が記事に大きな関心を持つと考えている。ここから大衆筋の注意が現在どこに向いていると編集者が考えているかを読み取ることができる。第二に、配置が目立つと人々の注意をいつそう引くので、大衆筋の雰囲気や信念を効果的に強める働きをする。ここで付け加えておくが、社説もメディア日記のとても良い素材になることがある。ほとんどの新聞は社説で市場の動きについて触れることはめったにない。そのため、社説が取り上げたときには、大衆筋が崩壊する寸前だという確信をかなり持てることもある。この点では、新聞の寄稿論文も役に立つ場合がある。

私が前の章で説明したすべてのメディアで、あなたは市場関連の記事を系統立てて調べたいと思うだろう。報道内容を調査するときの私の決まったやり方はこうだ。

毎朝、食事をしながらニューヨーク・タイムズとシカゴ・トリビューンをざっと読む。私は主に両紙の第1面に載っている記事に関心がある。しかし、ビジネス面の1ページ目の記事や、1面以外の記事にさえ興味深いものもある。そういう記事を見つけたら、そのページを必ず切り取ってリングノートに張り付け、私の大量の記事に加える。

私は見出しや記事に付けられた写真のせいで、気まぐれな読者の注意を引きそうな記事があれば、何でも切り抜く。記事の内容は普通は経済やビジネスに関することか、株、債券、商品市場の動きに関することだ。しかし、時には、あなたが見極めた大衆筋に焦点を当てた記事で、その大衆筋の動機を説明し、感情の状態を暗示したものを見つけることもある。私はこの種の記事も日記に入れる。再び強調しておきたいのだが、探すものは、あなたが追いかけている大衆筋の信念を強めそうな報道内容だ。あなたの目標は、大衆筋の信念を反映して強める働きを大いにすることと、金融市場が絶えず生み出すメディアの雑音とを効率的に分けられるようになることだ。

ここで言わないと不正直だから言うが、メディア日記をつけるには経験が大切だ。経験を積み、日記が長くなるにつれて、大衆筋の状態を推測するうえで本当に役立つ記事を選び、あまり役に立たない記事は無視できるようになる。どの記事が重要かは、ひとつには市場で毎日起こっていることを直接知ることによって分かるようになる。それはまた、現在と過去の価格の変動幅や最高値、最安値と比べて、市場価格がどの位置にあるのかについての私の知識から得られる。この技術を身につけるには長い年月を要したが、何度もとても貴重な働きをした。あなたも訓練でそれを身につけられる（だからこそ、メディア日記をすぐにつけ始めたほうがよいのだ）。

初めてメディア日記をつけ始めたとき、私はあまりにも多くの記事を切り抜く傾向があった。日記でメディアの報道内容を統計的に分析できると思っていたからだ。私はすぐに、これが非現実的なだけでなく間違っていると気づいた。メディア日記の真の価値は、そのときの値動きと対照させながら日記の大見出しや記事を読む経験にある。これによって、ほかのどんな方法でもつかまえない大衆筋の感情を感じ取ることができる。もっと重要なことは、市場や経済の出来事に対して大衆筋がどれほど感情的に反応しているかを感じ取れるようになる。感情や信念がどれほどの強さかということは、私のメディア日記だけが私に伝えられるものだ。ほかのどんな方法によっても、それは判断できない。逆張りトレードで統計や調査に基づいた手法を用いても、ほとんど価値がない理由のひとつはここにある。そういうものでは、大衆筋の信念や恐怖、希望がどれほど強いかわかる評価できないのだ。日刊紙から必要な部分を切り抜いたら、私は仕事場に行ってネットでニュース関連のサイトを何カ所か確認する。さらに、市場関係のブログをいくつかと一般的な話題のブログを少し確認する。私がこれらをメディア日記の素材にすることはあまりない。平均して週に1〜2回だけ、私が追っている大衆筋のひとつに関して役立つ情報と思える記事か論説を見つける程度だ。最近、私はマーケットウォッチのような金融市場を専門にするサイトに出る大見出しの画像を保存し始めた。時がたち、ネットがメディア業界のもっと重要な一部になれば、それらが大衆筋に流すメッセージをとらえて記録すること、さらに多くの時間を費やすはずだ。

ネット情報を確認したら、郵送されてきた雑誌に目を通す。私は有用な情報が載っているかもしれない雑誌をすべて定期購読するわけではない。その代わりに、各雑誌のサイトで最新号を確認する。大衆筋に関連した内容が雑誌にあるかどうかは、普通は表紙だけを見て確認するのが簡単だ。

市場に関係する特集記事を見つけたら、私は表紙を切り取って関連記事が載っているページにホチキスで留める。雑誌をまだ定期購読していない場合は、地元の本屋で買えないか確かめる。買えなかった場合は、雑誌のサイトに戻って、記事と関連する表紙の画像を印刷する。これらの雑誌をファイルするフォルダには、「特集記事」という題を付けている。私は逆張りに関する記事を入れるフォルダを、もうひとつ持っている。特集記事ではなく、リングノートのメディア日記に入れるには長すぎるもの用だ。

# 私のメディア日記からの抜粋——2005年11月

私の日記が実際にどのようなものかを、もっと詳しく具体例で示そう。それによって、どういう記事を保存すればよいか感じがつかめるはずだ。ここでの私の目的は、日記がどのようにあなたの投資判断の手助けをするかを詳しく説明することではない。今はそれよりも、私が重要と考えた記事の例や私の日記に保存したい素材例、この情報であなたが予測した市場が実際にはどうなったかの例を挙げることにしたい。

私が棚から取り出したメディア日記は、**2005年10月25日から2007年9月18日まで**、およそ**23カ月**に現れた記事を含んでいる。普通は**18～30カ月**分の材料で、間仕切りが4つあるリングノート1冊がいっぱいになる。正確に何カ月分の素材でいっぱいになるかは、そのときの市場の性質次第だ。値動きが大きかったり、何らかの記録が生まれたりするときに比べて、市場が閑散としているときにはメディアの解説は減る。

この日記で最初の記事は、ニューヨーク・タイムズのビジネス欄に載った**11月4日**のものだった。それには「弱気筋に運が向く」という大見出しが付いていて、**2005年**は空売り専門のヘッジファンドには良い年だったという話だった。私がこの記事を切り抜いたのは、空売りが新聞で目立つときはいつでも株を買うときだと知っていたからだ。このときも例外ではなかった。この記事が出たときにおよそ**1220**だった**S&P500**はその後上昇し、この日記の最終日にはおよそ**1450**になっていた。

次の切り抜きは**11月8日**のウォール・ストリート・ジャーナルの記事で、「外国株に新規の買い」という見出しだった。記事は、ウォール街の投資会社が外国株に対する投資比率を記録的な水準まで引き上げていると伝えていた。外国株で投資家が儲かるのは主にドルが下落するときだ。私はこの記事を、当時の上昇トレンドに逆らってドルを売ったほうがよいと解釈した。その記事は断じて、当時のドルの強気トレンドを補強する材料ではなかった。実際、およそ1カ月後に下げ始めたドルは、その後**30カ月**で**24%**下落した。そのおかげで、ウォール街の投資会社は天才に見えた。言うておくが、私はドルがここまで大きく下げるとは思っていなかった。その主な理由は、このような記事ではドルに強気の大衆筋がかなりいるという示唆にはなっていないからだ。

私の日記で次にくるのは、**11月14日**号のニュースウィークだ。ロバート・J・サミュエルソンのコラムで、「浪費しながらも心配」という題だった。その下には、「アメリカ人の不機嫌さと浪費ぶりの隔たりをどう説明するか？」という長い副題があった。株式市場は**2002年**の安値から3年間に上昇し続け、**S&P500**はすでに**768**から**1220**まで上げていた。にもかかわらず、株式市場に強気の大衆筋が育っていないと私は見ていた。私のこの見方を強める材料だったので、私はその記事を切り抜いたのだ。それは注目に値する状況だった。しかし、この点は強調しておく必要があるが、大衆筋の不在自体は市場の将来の方向性について何も語っているわけではない（この事実を強調しておきたいので、ドルについての前の段落を見てほしい）。

次の項目はマーケットウォッチのサイトに載った**11月4日**付けの記事だった。これが日付順をきちんと守らずに張ってある点に注意してほしい。この種のことはたまにある。特にネットや雑誌の記事の場合には起こりやすいが、私はあまり気にしていない。しかし、切り抜いた情報源とその日付には常に気を配っている。

このマーケットウォッチの記事はマーク・ハルバートによるコラムだった。彼はハルバート・フィナンシャル・ダイジェストというニュースレターを編集していて、金融関連のニュースレター類で推奨されている銘柄と市場でのパフォーマンスをトラックしている。彼自身も逆張りの愛好者なので、彼のコラムはとても参考になることがときどきある。さらに、彼はさまざまな意見について、信頼できるデータを自由に使える。それは普通の個人では簡単にマネができない。ハルバート・フィナンシャル・ダイジェストでは債券市場のタイミングを計るニュースレター類を追跡しているが、それらが全体的に見て、かつてないほど債券価格に弱気だとコラムの読者に伝えている。彼はこの観察を裏付ける統計数字を出している。参考までに私の記録によると、債券価格は**11月4日**に安値を付けたあと、2カ月連続で上昇した。しかし、その上昇後、債券価格は最終的に**11月4日**の安値を下回った。それでも、ハルバートの逆張りに基づく警告は逆張りトレーダーにとって有用な情報だった。そして、コラムで出されたような証拠に対して、その後上昇するのは普通のことだった。

同じ情報が**11月17日**付けのウォール・ストリート・ジャーナルにあったので、ハルバートのコラムのすぐ後ろに張

り付けた。その記事は「債券市場のメッセージ」という見出しだった。それはイールドカーブ（利回り曲線）が逆転しかけているので、債券市場は弱気だと警告していた。その記事で、債券価格は少なくとも2〜3カ月は上昇するだろうという私の見方は強まった。

日記に張った次の記事はニューヨーク・タイムズのビジネス面に載った短いコラムで、「急上昇——グーグル株、400ドル超え」という見出しだった。私がこれを保存したのは、当面の市場で重要性を持つと判断したからではなく、グーグル株の大衆筋の流れに関する記事を残しておきたかったからだ。2004年8月に1株85ドルでグーグルのIPO（新規株式公開）があつて以降、私はすでに15カ月間追い続けていた。私がグーグルに初めに興味を持った理由は、このIPOを取り巻く状況が変わっていたからだ。IPOの場合、普通なら強気の大衆筋が見られると予想する。だが当時、グーグルに焦点を合わせていた大衆筋は弱気の大衆筋だった。これは普通ではないと気づいた私は、顧客に注意を促した。2005年から始めたブログ（私の名前をグーグルで検索すれば見つかる）で、私はグーグルについてコメントをし始めた。私の基本テーマは、グーグルの弱気の大衆筋が強気の大衆筋に変身するまで、この株はおそらく皆の予想をはるかに超えて上昇するだろうというものだった。224ドルで取引されている2005年4月に、私は500ドルの目標を引用した。しかし、これはあまりにも控えめだった。2007年11月までに、グーグル株は747ドルに達した。

ビジネスウィークとフォーチュンの11月28日号が日記の次の項目になった。ビジネスウィークの記事は、「このブームは株価の急上昇に拍車をかける可能性あり」と題されていた。それは、新規上場企業の未公開株購入ブームが、2002年の安値から上昇を続けている株式市場をいかに勢いづかせているかについて述べていた。これは株式の強気相場について、理由のひとつを正確に判断していると思った。私がこの記事を切り抜いたのは、この話題を最後まで——おそらく株式市場での重要な高値につながる（それは2007年だった）——追いかけたかったからだ。フォーチュンの記事はそれとは異なるたぐいだった。それは「投資家を待ち受ける衝撃」という見出しで、「高値の金融資産」という副題が付いている。記事には、階段を上った投資家が、ワイリー・コヨーテ（いつも悲運に見舞われるアニメの主人公）のように、階段が終わっても上り続けて、（暴落前に）空中に浮かぶ漫画が付いている。私は面白い写真や漫画、グラフ付きの記事を日記に張るのが大好きだ。そういうものは、視覚的に興味を引くものがない報道内容よりも常に感情に訴える。この記事では、金融資産のリターンは人々の予想よりもずっと悪くなりそうだと主張していた。株の強気相場は、この記事が出たあとさらに2年続いたことを指摘しておこう。このコラムは、株式市場に強気の大衆筋がまだいなかった証拠として切り抜いたものだ。

# 私のメディア日記からの抜粋——2006年6月

2005年11月は私の日記に8件の記事しかない。その月は、活気はなかったが、それを除けばよくある月だった。相場はだいたいにおいて横ばいか上昇していた。ほとんどの月は、投資家の行動を求めるほど劇的な日記の材料はないものだ。株価が急落する月には、まさにそれとは反対のことが起きる。私のメディア日記のページは、その時期にはすぐに埋まってしまう。こうした月のひとつが2006年6月だった。

2006年5月5日にS&P500指数は1325で引けた。その月は最終日まで下げ続け、6月13日には終値で1223の安値を付けた。これは8%の下落にしては比較的速かったが、強気相場ではよくあることだ。6月13日の安値からS&Pは上昇し、2007年10月の終値は1575の高値を付けた。29%の上昇だった。2006年6月に、私がメディア日記に記録したものを紹介しよう。

この月の最初の記事は、マーク・ハルバートによる別のコラムだ。それは株式市場とはまったく関係ないものだった。ハルバートの関心は金にあった。金は5月初旬に株式市場の上昇に合わせて1オンス当たり725ドルの高値に達したあと、およそ100ドル下げていた。この下落のときに実際に安値を付けたのは6月14日で、約550ドルだった。ハルバートがこのコラムで注意を促していたのは、金のタイミングを計っているニュースレター類が、5月後半までに持っていたかなり強気の姿勢から平均して完全に買い控えの姿勢に転じたという点だった。彼はこれを強気と解釈した。前にも言ったように、私がハルバートの見方をよく保存するのは、彼が逆張りの視点で市場を見ようとしていて、裏付けとなる有用な事実を提供してくれるからだ。

日記の次の項目は、6月4日付けニューヨーク・タイムズのビジネス面に載った、ダニエル・グロスによるコラムだった。彼は2006年の第1四半期に米国経済が好調だった点に触れ、これを先行きに対する消費者のかなり悲観的な予想と対比した。私はこの記事を保存に値すると考えた。これも、重要な強気の大衆筋が株式市場で動いていないことを示していたからだ。

6月6日のウォール・ストリート・ジャーナルはパーソナル部門の記事に、「現金がはやりの投資に」という見出しを付けていた。記事には、株式市場は不安定だが、金利は上昇しているため、投資家がMMF（マネーマーケットファンド）とCD（譲渡性預金）に動いていると書いてあった。私はこれを株式市場にも債券市場にも強気の兆しが現れたと解釈した。S&P500指数がその後どうなったかは、すでに説明した。債券市場は2006年6月の安値から6カ月間上昇した。

その同じ日に、私はE・S・ブラウニングによるウォール・ストリート・ジャーナルの記事を切り抜いた。見出しは「FRB議長の発言を投資家は不安視し、ダウは1.77%の下落」だった。この記事を取っておくに値すると考えたのは、「不安視」という言葉にある。それは株式市場の投資家に恐怖感が高まっているという兆候だ。

2006年6月の日記でその次に張り付けたのは、日付が前後するネットからの2つの記事だった。両方とも6月5日付けだった。最初はピーター・ブルムローによるマーケットウオッチのコラムだ。そこには金が1オンス当たり3000ドルに向かっているという金投資家ハリー・シュルツの予測が載っていた。2番目の記事は政治解説者のマイケル・バローネによるコラムだ。私は彼の記事で一番重要な文、「それでもアメリカ人は不機嫌だ。それは歴史感覚が欠けているせいかもしれない」に下線を引いた。この切り抜きは、実際の経済状況と将来に対するアメリカ人の見方には全般的にズレがあるという話に、多少の貢献をしているにすぎない。私はこれを、株式市場における強気の大衆筋を拡大させる状況だとは見なかった。

私が日記用に切り抜いた6月9日付けの記事は、ウォール・ストリート・ジャーナル第1面の折り目よりも下に出ているもので、見出しは「金利上昇に対する懸念からリスク選好は抑えられ、海外市場は下げ幅拡大」だった。「金利上昇に対する懸念」という表現に、私は株式市場も金利も強気という感じを受けた。私は何らかの強い感情を表す語句を使っている記事に引かれる。

6月12日付けのバロンズからは、「アップ・アンド・ダウン・ウォール・ストリート」というコラムの一部を切り抜いた。その週はマイケル・サントーリが書いたものだった。そのなかで、彼は短期的には強気（正しい）、長期的には弱気（間違っている）という両陣営に身を置く2つの観察をしていた。私はこれらの文に赤線を引いた。

株価指数は直近の高値から5～6%下落したが、不安感は統計的にも事例調査から見ても、それでは正当化できない水準まで高まっているようだ。

そして、次はこれだ。

気前よく利益をくれない市場環境の前兆が現れそうな予感がある。

6月13日には、ビル・カーラのブログを日記に記録した。それにはクロクマの写真が出ていて、次の説明が付いていた。

トレーダーたちは今、画面にくぎ付けになって、最近のアメリカのインフレに関するデータから、フェデラル・ファンド・レート（銀行間貸出金利）が下がる証拠を見つけようとしている。彼らには、これがふさわしい写真だ。

S&P500が安値を付けたあとの6月14日に、ウォール・ストリート・ジャーナルの1面の記事には次の見出しが付いていた。「市場の急落は成長の強さを反映か——大儲けの終わりに適応しようともがく投資家。ダウは2006年の上昇分を消す」。同じ日のウォール・ストリート・ジャーナルのマーケット面には次の見出しがあった。「金利上昇懸念から株価は世界的に下落」。翌日のニューヨーク・タイムズの第1面には、主要ニュースのすぐ横に次の見出しの記事があった。「緩やかな上昇でもインフレ懸念が拡大——70年代を教訓にして強い警戒感」

ニューヨーク・タイムズは6月16日の第1面で、5月10日の高値から下げているダウ平均のチャートを載せた。その見出しは「少なくとも今のところ一安心」だった。だが、見出しの本文には次の文章が見つかる。「しかし、市場の不安定度は増し、混乱が終わっていない可能性を示唆した」。そのチャートが興味深いのは、この本文のためだけではなく、相場下落過程のはっきり想像できるからだ。このようなイメージにはそのときの感情が非常にうまく映し出されていて、その感情——この場合は恐怖——を広めるのにも役立つ。

6月16日のシカゴ・トリビューンはFRBのベン・バーナンキ議長に触れて、次の見出しを載せた。「ビッグベンが話すとき、……市場が反応する」。見出しには前日のダウの日中足チャートが付いていた。それは議長がシカゴで講演をし始めたときに上昇が始まっていることを示していた。

おそらくこの辺で、感情を引き起こすと私が思った記事の数、安値を付けた6月13日ごろに増えていると気づいただろう。これは株式市場の安値に関連するメディアの報道にはよくあることだ。記事の数と強烈さで見た感情表現が強くなるほど、安値は重要度を増し長期に及ぶ。これとは対照的に、高値の場合は記事が散らばって現れる傾向がある。時にはどんな強い感情も見られないこともある。この点については第9章で、さらに詳しく検討する。

6月19日号のバロンズはいくつかの理由で興味深かった。最初に、株式市場の頑固な弱気筋アラン・アベルソンが彼のコラムで強調している。インベスターズ・インテリジェンスが行った市況レポートの最新調査によると、投資家心理は2002年10月の弱気相場時の安値以降これまでになく弱気を示していると。これは何らかの上昇が必ずあることを意味すると彼は述べている。だが、彼はこれらの数字が持つ中期的な意味には異議を唱え、「市場を乱した現実をかいま見たことで、今後数カ月のうちに、弱気がますます優勢な見方になると思う」と述べている。言い換えると、アベルソンは、長期にわたって弱気の見方が広まっていることの意味を軽視したのだ。そして、短期的には上昇が見込まれるものの、今回は弱気が正しいと主張した。私の経験では、だれもが弱気の見方をしていることが何を意味するのか理解しない弱気の者が現れるほど、強気を示すものはない。

同じ号で、バロンズは株式市場関連の記事を2本載せていた。ひとつは、2006年後半について予測をしている市場予言者たちの座談会だった。記事の見出しは「強い不安」だった。すごい！ このような感情にあふれた大見出しに出合うことはめったにない。



2つ目の記事は、ロバート・A・ハウゲンという人についてだった。彼の主張は、株式市場がますます不安定になることは避けられず、それが不況かさらに悪い事態のきっかけになるというものだ。彼は1週間に2日、株式市場を閉鎖するように勧めていた。このバロンズの記事は一般原則を示している。ジャーナリストは自分の先入観を直接には見せないかもしれない。だが、記事の素材選びでそれを間接的に見せることがよくある。さらに、この題材の選択そのもので、読者の興味や懸念を彼らがどう見ているかが明らかになる。この場合、記事のテーマにハウゲンを選んだということは、基本的にバロンズの読者が今抱えている恐れに訴えかけ、将来について弱気の見通しを暗に示そうとしたのだ。

6月18日付けニューヨーク・タイムズの日曜版にはマーク・ハルバートのコラムがあった。彼の記事も当時の弱気の投資家心理を満足させるものだった。最初の段落で彼は次のように書く。「株式投資家に悪い知らせ——来年末まで、市場のパフォーマンスはありふれたMMFを下回りそうだ」

その月の日記には、その後もいくつかの記事を保存した。しかし、そのすべてが同じテーマを補強するものだった。あなたにはすでに、それがはっきり分かるだろう。株式市場が2006年6月13日に安値を付けると、もっと下がると読者に思わせる記事が次々に現れた。

この例も、メディア日記の重要な原則を示している。それは、最近の市場の動きが今後も続くという見方を強めるメディア情報を探すということだ。そういうものは情報カスケードを活気づけるし、大衆筋の強さの目安にもなる。

# 雑誌の表紙を解釈する

私のメディア日記で、雑誌の表紙を収集する作業は重要だ。私はそれらに出版年の題を付け、別々のファイルフォルダに年代順に保存している。私は前の章で、いつも観察している雑誌について述べた。しかし、どんな週刊誌や月刊誌でも大衆筋に語りかける表紙になり得る。

逆張りトレードで雑誌の表紙を使うと役に立つと最初に私に教えてくれたのは、ポール・マクレー・モンゴメリーだった。1970年代初期に、彼はこう述べている。タイムがビジネス界の著名人か株式市場、あるいはほかの金融関連の事柄について特集記事を組むと、市場の重要な動きが差し迫っていると推測できることがよくある。しかも、その動きは表紙が示唆している方向とは逆になる可能性が高いと言う。たしかに、楽観的な表紙のあとには予想外の下落が起きたが、悲観的な表紙のあとには上昇があった。

この現象の背後にある理屈は単純だ。ビジネスや株式市場関連の記事がタイムの表紙に登場する場合、それは大衆筋の想像力をすでにとらえたものであり、大きな大衆筋のテーマだということを意味する。タイムの表紙がビジネスの話題にかかわることはめつたにないからこそ、これが当てはまるのだ。タイムがそうする場合には、一般投資家にすでに受け入れられた意見を反映する必要がある。その状況では、大衆筋がさらに成長する余力はほとんどない、いなくなるのも時間の問題だろう。

次章では、大衆筋を見極めるために雑誌の特集記事を使う場合の一般的な指針を述べるつもりだ。ここでは、日記に書いておくほど重要な特集記事かどうかを判断する基準について少し説明したい。

最初に、特定の金融市場が特定の株式に焦点を当てた特集記事が望ましい。これが大切なのは、大衆筋が特定の市場を中心に生まれるためだ。表紙自体は企業のトップやFRB議長など、市場と密接に関連する人を目立たせているかもしれない。見つけたいのは、市場の方向を暗に予測しているか、市場の最近の動きについて何らかの感情的な反応を見せている表紙だ。そして、明確なものほど良い。

一般的に、経済全体の状況について語る表紙は大衆筋に関する役立つ情報を伝えていない。私はこれらの表紙を、一般的な感情の指標としては保存するが、大衆筋の状態を判断するためには利用しない。対照的に、金利やインフレ水準について語る表紙は、債券市場の大衆筋を見極める場合に役立つ可能性がある。

重要な特集記事で一番大切なのは、感情的な内容がどれだけあるかだ。表紙が恐怖や強欲に訴えかけるほど、大衆筋がいなくなる日が近いという含みも強くなる。私が2006年に保存した特集記事を見ながら、メディア日記で表紙を選ぶ方法を説明しよう。

最初の特集記事は、タイムの1月30日号だった。表紙はフォード・モーターのビル・フォードを出しながら、読者に尋ねている。「あなたはこの人から新車を買いますか?」。表紙のこの説明は、フォードが彼の会社と自動車産業を救うために野心的な構想を持っていることを示していた。この特集記事の重要性は判断しがたかった。その記事はフォードの株価が2年で16ドルから8ドルまで、50%下げたあとに現れたものだ。そのような表紙は弱気を表すと一般には思われるだろう。しかし、投資家には、最悪のときは過ぎたかもしれないという望みを与えているようだった。フォードの株価はその後2年間、基本的に変わらなかったことに注意しておこう。

次の興味ある特集記事も自動車産業に關係していて、フォーチュンの2月20日号で見かけたものだ。タイムの温かい赤や黄色、緑を使った表紙とは異なり、こちらの表紙は重苦しい黒地にGM（ゼネラルモーターズ）の青のロゴというものだった。表紙の見出しは「ゼネラルモーターズの悲劇」だった。表紙の説明にはこう書いてある。「ゼネラルモーターズが破産しないことが、ほとんどの実業家の本能的な願いだ。……にもかかわらず、証拠はますます確実に破産を指し示している」。GMの株価は2年で45ドルから17ドルまで下げていて、フォードよりもはるかに大きな下げ幅だった。さらに、このGMの表紙は際立って弱気口調だった。そのため、弱気の大衆筋が大規模になり、GMに関して無関心になっているという兆候をその表紙は強く示していた。GMの株価はその後20カ月で17ドルから42ドルまで上昇した。

バロンズの2月12日の表紙はグーグルのロゴを加工し、「ガーグル（ゴボゴボという音）」に変えて出していた。

そのロゴは洗面台かタライの水に沈みかけているところだった。その意味は、グーグルが水の泡になりかけているということだ。当時、グーグル株は**2006年初めの高値475ドル**からおよそ**100ドル**下げていた。そこから、さらに少し下げて3月には**331ドル**の安値を付けることになる。しかし、その後**20**カ月で、グーグルの株価は**331ドル**から**747ドル**まで上昇する。

この記事の1週間後にタイムでもグーグルを特集したのは興味深い。こちらの記事には次の見出しが付けられている。「私たちはグーグルを信頼して、秘密を預けても大丈夫だろうか?」。この雑誌の表紙はグーグルに強気の大衆筋について、ほとんど何も伝えていない。たしかに、「信頼」という言葉が示すように感情的な内容はいくらかあった。しかし、その見出しはあまり具体的ではなかったし、グーグル株がどこに向かうかも示していなかった。

**2006年**で次に興味深かった表紙はバロンズの5月1日号の表紙だ。それは、強気の象徴である雄牛が満面の笑みを浮かべて気持ちよく2つの枕にもたれかかっている絵だ。記事の見出しは「**ダウ1万2000ドル**」だった。ダウ平均はその記事のわずか1週間後に1万**1700ドル**の高値を付けると、**2006年6月**に終わる急落によって**1万700ドル**まで下げた。この記事は株式市場の恐ろしい短期の急落とびったり重なった強気の表紙の特別な例だった。

エコノミストの5月**27日**～6月2日号は、弱気の象徴である熊が後ろ脚で立ち、木の後ろからのぞいている表紙だった。その見出しは「ウォール街はどっちだ?」だ。これは株価下落についての具体的な予測だった。株価が大幅に上げるか下げるかしたあと、雑誌の表紙に雄牛か熊が現れたら、普通は相場が反転する合図だ。**S&P**は6月**13日**に**1223**の安値を付けたあと、**16**カ月後には**1575**の水準まで上昇した。

私はニューヨーク・タイムズ・マガジンの6月**11日**号の特集記事に感動したのを覚えている。それは背景が黒地の表紙で、訳の分からない恐怖で逃げ惑う小さな人々を、毛深く巨大な「借金怪物」が追いかけている。その表紙の見出しは古典的で、「アメリカの最も恐ろしい依存、さらに恐ろしさを増す」と書かれていた。配色を工夫し、「恐ろしい」という形容詞を二度使って、感情を強く表す記事になっていた。それは株式市場が1カ月にわたって下落したあとに出たものだが、当時成長していた弱気の大衆筋の感情を強めて増幅させていた。

次に2本の特集記事を取り上げ、雑誌の表紙が示唆する方向とは逆のポジションをむやみに取ってはならないことを説明する。どちらの記事もバロンズのもので、7月**24日**号と11月6日号だった。7月**24日**の表紙には「買い時」と書かれていたが、このアドバイスはズバリと的中した。11月6日の表紙は「次の目的地は1万**3000ドル**か?」という見出しだった。疑問符を付けたせいで、この記事の重要性は弱まっている。それにもかかわらず、翌年大幅な下落が始まるまでに、ダウは1万**3700ドル**の水準まで上昇した。特集記事について頭に入れておくべき大切なことは、記事が何か特定のことを示していて、しかも、今の相場のトレンドが続くという信念を強めるものに限って、それらは重要であるということだ。

# 第9章 重要な投資テーマ

## Important Investment Themes

●投資テーマ●永続するテーマか、一時的なテーマか●初めに相場が動く●次にその根拠が説明される●テーマの種類●  
新たな時代というテーマ●決まって言われるのは、今度は状況が違う●従来の評価基準は捨てられる●戦争と政治的危  
機●弱気の大衆筋は一般的●戦争による大衆筋はできるとすぐに崩れる●アメリカでは開戦は買い●平和は売り●金融危  
機●普通は長く続かない●ほとんどの強烈な弱気の大衆筋は解決の直前に生まれる●サブプライムローン問題●個々の企  
業や産業●グーグル●商品ブーム●147ドルの原油と1000ドルの金●金利と債券市場●1982年に、金利はその後25年間は  
下げると予測●メディア日記を使って投資テーマを追いかける

# 市場の話をする

あなたのメディア日記には、成長している投資テーマについて知っておくべき情報が含まれている。大衆筋は投資テーマを中心により大きくなるということを思い出そう。投資テーマは市場で行動するときの理論的根拠になる。投資テーマは価格がなぜ劇的に変わったかを説明し、たとえ暗黙にであれ、価格が短期的にどちらの方向に動くかを予測するという形で市場の話をする。投資テーマが持つこの説明的な性質がここでは重要だ。過去について一見すると論理的な説明を与えてくれるからこそ、投資テーマは関連する情報カスケードを支える働きをする。これが大衆筋を生み出す投資テーマの特徴だ。

第5章で、私は1994～2000年の株式市場のバブルと、それに続く2001～2002年の弱気相場に関連した投資テーマをいくつか検討した。これらはかなり重要な投資テーマで、そのテーマに引きつけられた大衆筋は大規模で、長続きた。バブルに引き寄せられた大衆筋はいつも数年間とどまったが、弱気相場での大衆筋の寿命はおよそ24カ月だった。しかし、投資テーマや大衆筋はすぐに消え去ることもある。弱気のテーマから生まれた大衆筋の場合は、特にそれが当てはまる。平均的に、弱気の大衆筋は強気の大衆筋よりも短期間のうちにいなくなる。さらに、弱気の大衆筋は何らかの外部の出来事に反応して、ほんの一時期だけ生まれることがよくある。そして、それが数週間で5%程度という比較的短い下落を株価指数にもたらす原因となる。第8章では、そうした大衆筋の例が2006年6月にできた例を見た。その当時の外部の出来事は金利の上昇だった。それによって、FRB（連邦準備制度理事会）が金融引き締め策を取るのではという恐れが広がっていると云われた。

投資テーマを見極めるために日記に保存した材料を使うときには、どんな大衆筋の成長にでも見られる、出来事の基本的な順序を頭に入れておく必要がある。最初に、株価指数か個別株あるいは業界全体の株が劇的に上げるか下げるかする。これをメディアが報道し、この価格の変化に注目させてその説明をする。その価格トレンドが続くかぎり、これを取り上げるメディアの数は増え、説明の頻度も感情的な強さも増すだろう。これが、情報カスケードがすでに動いていることをあなたに教えてくれる証拠であり、あなたが探すものだ。逆張りトレーダーとしてのあなたの仕事は、大衆筋の現在の強さを判断して、過去の例を利用しながら大衆筋がライフサイクルのどの辺りに位置するかについて根拠のある推測をすることだ。

原則として、投資テーマは市場価格について、どんなもつともらしい話をする可能性もあるし、まったく斬新な説明をすることさえある。とはいえ、ほとんどの投資テーマは何種類かに分類される。これらの分類を知って、過去の例をそれぞれいくつか理解しておくに役に立つ。こういう背景知識があれば、実際に投資テーマを特定する場合も楽になるのだ。

# 新たな時代

ほぼ各世代おきに、アメリカの株式市場は複数年にわたる上昇を経験している。株価指数は何倍かになり、その間に相当の下げが続くこともなかった。これらの上昇で典型的な投資家は金持ちになり、いつでも強気の大衆筋が少なくともひとつは生まれる。古典的な例は、ダウ平均が60ドルから380ドルまで上昇した1921～1929年と、3800ドルから1万1750ドルまで上昇した1994～2000年の強気相場だ。1949～1966年の強気相場もこれらと同じくらい劇的で、その間にダウは169ドルから1000ドルまで上昇した。

株価がこのように持続して上昇するときには、いつでも決まった投資テーマが現れる。私はそれを「新たな時代」のテーマと呼びたい。人々は、株価が着実に上昇しているだけでなく、普通の景気拡大のときによくある上昇をすでに超えていると気づく。投資家は、なぜそんなことが起こっているのか知りたがる。メディアは答えを欲しいというこの求めに喜んで応じる。よくある説明は、新しい産業や科学技術、あるいは金融の革新があり、それらが経済をかつて見られなかったほどに繁栄させているというものだ。1920年代のブームはラジオ（その当時の新技術）と自動車産業だった。分割払いが当時の金融の革新であった。それで当時の消費者の購買力が上がった。1960年代の新たな時代は、コンピューター産業や、エレクトロニクス産業、航空産業に関連したものだった。そのころの主な金融の革新はマクロ経済学だった。ケインズ経済学が経済学の専門家の間で勝利を収めた。多くの人々はその処方せんで不況は過去のものになったと信じた。ほかにも重要な革新が2つあった。第一は congromaritt ——異なる業界の企業同士による合併——という構想だ。それによって抜け目ない管理の範囲と効果が広がるとされた。また、業界固有の業績リスクは分散化された。第二の革新はニフティ・フィフティ（人気50銘柄）として手際よくまとめられた、時価総額の大きい永遠の成長株という考えだ。それは1970年代初期の機関投資家のポートフォリオに大きな影響力を持った。1994～2000年のネットバブル時代には、インターネットとパソコンが新技術だった。新しい通信技術で可能になった市場の国際化が始まったとき、ニューエコノミーというテーマが登場した。

新たな時代という考えを見極めるときにカギとなる表現は、「**今度は状況が違う**」だ。メディア日記の材料を選ぶときには、この種の主張がないか気を配らなければならない。多くの人が、従来の物差しに従えば株価は過大評価されていると気づくはずだ。そこで、一見すると過大評価されているようでも、株価暴落が起こって普通の評価水準に戻るといふ、過去によくあった結果にはならないと投資家を説き伏せる必要がある。そうでないと、彼らが株を買う続ける理由はなくなってしまうからだ。「新たな時代」による株価急上昇の間は、伝統的な株の評価基準を捨てるようにと、投資家に訴えているメディア報道を探すことだ。投資家は必ず言われる。収益や配当だけを見て株を買うのは古い考え方で時代遅れであり、それは新しい金融や新産業による革新の重要性を理解しない人々によくあることだ、と。1990年代後半の株式市場のバブルは、「今度は状況が異なる」というテーマの古典的な例だった。実際には、このテーマは愚かさの第二段階まで進んでいると言ってよい。第一段階では、利益率が配当率の上昇ではなく、売上高の成長によって株価を正当化する。しかし、第二段階の領域に入ると、売上高ではなく潜在的顧客のシェアに目を向け、どれだけの人が見たかという数字で、極めて高い株価を正当化する。別の言い方をすれば、これらの新しいネット上の小売業者や情報サービスは獲得した顧客から利益を上げてもらえないのに、応対する顧客数を増やせば損を補えると投資家が信じたということだ！

# 戦争や国際的な政情不安が株式市場にもたらす影響

戦争や戦争の脅威があると、いつでも投資の世界は活発になり、一般市民も大部分がメディアの報道に注目する。そうした状況ですぐに大衆筋が生まれるが、いなくなるのも早いことが多い。そのため、逆張りトレーダーは信念や期待のこうした急激な変化に注意を払う必要がある。

一般に、戦争の脅威やとりわけ開戦は、勝利しそうな国の投資家に買いの機会を提供する。戦争が起こりそうになると、たいてい大規模な弱気の大衆筋が生まれる。大衆筋は戦争による死者、経済インフラの破壊、戦争でどちらが勝つかという一般に広がる不安感に焦点を合わせ、結果として株価は下落すると予想する。戦争が間近に迫っていると考えると、人々の気分は落ち込む。しかし、宣戦布告がなされたあとは、最終的に勝利を予想できる理由が見つかるとすぐに、この弱気の大衆筋は崩れ始める。その結果、株価が上昇すると、やがて勝利による強気の大衆筋が生まれる。平和が訪れると、勝利がますます確実になるにつれて勢いを増していた強気の大衆筋が崩れ始める合図となる。こうした一連の流れは、アメリカの株式市場でたびたび繰り返されてきた。

南北戦争は避けがたいという見通しが広まると、エイブラハム・リンカーンが1860年に大統領に指名されたときから1861年4月にサムター要塞で銃撃が始まるまでに、NYSE（ニューヨーク証券取引所）の株価は35%下落した。サムター要塞の銃撃による安値以降、株価は300%上昇した。そして1864年3月にリンカーンがユリシーズ・S・グラントを北軍総司令官に任命したときに、株価は高値を付けた。

1898年2月に戦艦メインがキューバのハバナ港で沈没すると、戦争が始まるという恐れが生まれ、2カ月後にアメリカがスペインに宣戦布告するまで株価指数は15%下落した。株価はそこで反転し、交戦を停止する8月まで27%上昇した。

開戦は金融界に混乱をもたらすと恐れられていたので、1914年7月にヨーロッパで第一次世界大戦が始まると、NYSEは閉鎖された。12月にNYSEが再開されると、株価はすぐに上昇を始めた。その後の強気相場で、ダウ平均は53ドルから、1916年にウッドロー・ウィルソン大統領が再選される直後の110ドルまで上昇した。アメリカが参戦すると見られると、再び弱気が優勢になり、1917年4月6日の宣戦布告までにダウは110ドルから90ドルまで下落した。前回とは異なり、株価はさらに8カ月下落し続け、1917年12月には65ドルの安値水準に達した。そこからダウは1918年11月の休戦協定まで35%上昇した。

1941年12月7日に、日本は真珠湾のアメリカ艦隊を攻撃した。アメリカが日本に宣戦布告した12月8日は、ダウは112ドルだった。株式市場は1942年4月までに18%下げ、ダウは92ドルになった。それは1942年6月初めのミッドウェー海戦を機に、太平洋で勝利し始める直前だった。ダウはその後上昇を続け、日本降伏から9カ月後、ドイツ降伏からは丸1年後の1946年5月には212ドルの水準に達した。

朝鮮戦争は1950年6月25日に始まり、ダウはその後3週間で224ドルから197ドルまで下落した。アメリカの地上部隊は7月1日に韓国に入った。ダウはそのとき以降、197ドルの安値を付けたことはない。

キューバ危機は1962年10月に起きた。ダウは1961年12月に734ドルの高値を付けたあと、62年6月までに25%下落していた。6月の安値535ドルはキューバ危機の間に一度も破られることはなかった。ソ連製核ミサイルがキューバに配備され始めたことをアメリカ情報部が最初につかんだのは1962年8月で、ダウはそのとき620ドルだった。危機が深まった10月24日には549ドルの安値を付けた。平和的な解決に達したのは10月28日だった。

ベトナム戦争は種類の異なる紛争で、宣戦布告や交戦の開始という明確な始まりがなかった。しかし、アメリカにとって終わりは明確で、パリ和平協定が調印された1973年1月27日だった。ダウは1973年1月13日に1051ドルの記録的な高値に達すると、その後の23カ月間でほぼ50%下げ、1974年12月には577ドルの安値を付けた。

ウォーターゲート事件によって、リチャード・M・ニクソン大統領は1974年8月9日に辞任に追い込まれた。前にも述べたように、ダウはその4カ月後に安値を付けた。その年の12月の安値は基本的に10月10日に付けた安値と同水準だった。

第一次湾岸戦争でアメリカが参戦したのは1991年1月だった。サダム・フセイン率いるイラクは、すでに1990年8月初めにクウェートに侵攻していた。1990年7月の高値水準3000ドルから、ダウは1990年10月11日の2363ドルの安

値まで下げた。アメリカが参戦準備を続けても、株価はけっしてそれ以上安くなることはなかった。当時は、開戦すれば**10月の安値2363ドル**を割るだろうという見方が広まっていた。私はその秋と翌年の1月初めに数回**CNBC**に出演して、株価は大幅に上昇しかけているという反対の見方を主張した。アメリカは**1991年1月15日**にイラクで空爆を開始した。ダウはその前日に終値で**2482ドル**を付けていた。それから6週間でダウは**20%**上昇した。その後、ダウが**2482ドル**の安値を付けることは一度もなかった。

アメリカは**2001年9月11日**にテロリストに攻撃された。その前日のダウの終値は**9605ドル**だった。株式市場はテロ攻撃後の数日間、閉鎖され、9月**17日**に再開した。ダウは下げ続けて、9月**21日**には**8235ドル**の安値に達した。そこから、ダウは**2002年3月19日**の**1万635ドル**まで上昇を続けた。

第二次湾岸戦争は**2003年3月20日**にアメリカのイラク侵攻で始まった。対立する政治勢力がその侵攻の利点と危険性を議論していたので、戦争までの準備期間中はアメリカでも国際的にも政治的に混乱した時期だった。ダウは3月**11日**に**7425ドル**の安値を付けたあと、**2007年10月9日**の**1万4164ドル**まで上昇し続けた。その後、ダウは**2008年7月**までに**24%**下落した。イラクでアルカイダを打倒したあとの**2007年**後半を、歴史が勝利と記録するのかどうか興味深いところだ。もし勝利とみなすなら、この場合も、勝利が勝利の確信が得られたときに株価が重要な高値を付けるという一例になる。

こうして歴史を再検討したことで、戦争の脅威や現実が国民感情に強い影響を及ぼすことが納得できたはずだ。戦争にまつわる感情の揺れに合わせて、大衆筋はすぐに現れてすぐに消える。そして、この大衆筋によって市場に評価の間違いが生まれる。戦争状況からたびたび生じる市場の間違いは、逆張りトレーダーにとって極めて重要な機会となる。



# 金融危機は大衆筋を生む

国民の注目を大いに浴びる金融危機は、普通、国内外の金融機関が主権国家が信用の崩壊ないし崩壊に近い状況に陥ったときに起きる。ほとんどの金融危機は比較的短期間しか続かない。また一般的に、それらは弱気の大衆筋を生み出す。ここでは、過去35年間に起きたそのような危機をいくつか見ておきたい。危機がいかに株式市場で買いの機会となるかに注意しよう。そうなるのは、危機のニュースがメディアで素早く流れ、そのニュースが生み出す恐怖も素早く伝わるからだ。わずか数日間か数週間のうちに、関連する情報カスケードは、弱気の大衆筋に加わるように説得できる人を皆説得してしまう。危機は何らかの政府介入——保証か救済——で頂点に達し、弱気の大衆筋は崩れ始める。

過去35年間に金融危機は何度かあった。1970年6月21日に、ベン・セントラル・コーポレーションはCP（コマーシャルペーパー。短期資金の調達のために発行される無担保手形）を決済できずに破産した。これはCP市場を短期間、混乱に陥れた。しかし、17カ月続いた株式市場での弱気相場は、ダウが5月26日の終値で631ドルの安値を付けた4週間前に終わっていた点に注意しておく必要がある。また面白いことに、タイムの6月1日号は表紙にFRB議長のアーサー・バーンズを載せ、「この不景気は必要か？——瀬戸際に立つ経済」という見出しを付けた。ダウは上昇し続け、1973年1月11日に1051ドルに達した。

1974年の株価は、リチャード・ニクソンが大統領を辞任した2カ月後に安値を付けた。これは政治的危機だったが、9月9日と10月14日のタイムの特集記事は弱い経済がテーマだった。フランクリン国立銀行が10月8日に破たんし、S&P500指数は10月10日に62.28の安値を付けた。その後、S&P500がそれほどの安値を付けることは二度となかった。

1982年8月12日にメキシコの財務大臣は、メキシコが短期負債の支払いを停止すること、またその翌日は外国為替市場を閉鎖することをアメリカのFRBに通告した。1カ月前にオクラホマ州のベン・スクエア銀行が破たんしていた。ダウ平均は1981年4月の高値1024ドルから下落し、1982年8月12日には777ドルの安値を付けた。777ドルの安値から強気相場が始まり、ダウはその後の25年間で1万4164ドルまで上昇した。

1998年7月～10月には、アメリカの株価指数は短期間に20%もの急落を見せた。8月17日にロシア政府はルーブルを切り下げ、短期国債の債務不履行を宣言した。その結果、世界の公債市場で混乱が生じ、アメリカのヘッジファンドLTCM（ロング・ターム・キャピタル・マネジメント）は債務超過寸前の事態に陥った。倒産させるにはあまりにも大きすぎる企業だと判断したFRBは、9月23日にLTCMの不良資産を買い取るためのチームを組織した。ダウがその年に付けた終値での安値は8月31日の7530ドル近くであり、日中での安値はその翌日に付けたことに注意しよう。ダウはそこから上昇し、2000年1月には1万1750ドルに達した。

私が検討したい最後の金融危機は、2008年のサブプライムローン問題だ。これについては、あとの章でさらに取り扱うつもりだ。ここでは、危機は世界的な不動産バブルが生み出したもので、アメリカでは2005年にその頂点に達したことを指摘しておけば十分だ。目を見張る住宅価格の上昇は、ひとつは金融緩和によって、もうひとつは資産か収入が不十分で信用度が低い借り手に住宅ローンを貸し付けたことによって加速した。そんなことが可能になったのは、住宅ローンを証券化しパッケージ化したあと、今度はそれを細切れにしていわゆるトランシェという新しい証券にしたからこそだった。サブプライムローンは、投資家が各トランシェから受け取る支払いを左右する複雑な数式に隠れて見えなくなっていた。これらの数式はだれも統計的に判断できない金融の変数に依存していたので、投資家に対する支払いを予測するのは不可能だった。そのため住宅ローン担保証券の買い手は、ムーディーズ・インベスターズ・サービスやスタンダード・アンド・プアーズなどの企業がこれらの証券に与えた格付けに頼った。これはもちろん、よく分かりもしない者がよく分からない者に教えるという事例だ。いずれにしろ、多くのサブプライムローンの借り手からの住宅ローンの返済が滞り始めた。そのため、住宅ローン担保証券の一部のトランシェは無残なほど価格が下落した（2008年7月後半に、メリルリンチは事実上、額面360億ドルの住宅ローン担保証券の95%を評価損にした！）。さらに悪いことに、どの銀行や証券会社が、そのような（現在では「有毒廃棄物」と名付けられている）証券を帳簿に抱えているのか、金融界のだれもよく分からなかった。このため、ある種の証券市場や貸付市場は事実

上、完全に動きを止めてしまった。その結果、信用収縮が起こり、アメリカを初めとして世界各国が深刻な景気後退か不況に陥る恐れが出てきた。

私が（2008年11月に）これを書いている時点で、サブプライム危機が株式市場に及ぼす影響はまだ完全には記録されていない。現在までのところ、金融機関に対して政府融資を伴う大型救済が少なくとも3件あった。まず2008年3月中旬に、ベアー・スターンズが破たんし、JPモルガン・チェースに買収された。2件目は7月中旬に、住宅ローンの仲介業務を行うファニーメイ（連邦住宅抵当公庫）とフレディマック（連邦住宅金融抵当公庫）が、FRBの信用保証と議会の住宅救済一括法案で救われた。3件目は9月16日に、巨大保険会社AIG（アメリカン・インターナショナル・グループ）が救済された。しかし、さらに重要なことはリーマン・ブラザーズを倒産させるという、9月中旬の政府判断だった。

この2008年のパニックに端を発する金融危機は、歴史的に見てそうした危機は長続きしないという原則の重大な例外だった。2008年のパニックは何週間とかほんの数カ月とかではなく、ほぼその年の間ずっと続いた。2008年後半に本書を書いているのだが、いまだ衰える様子は見られない。そうであっても、危機が最も激しく、恐怖がただよっていた2008年9月～11月の時期は、アメリカ株式市場で素晴らしい買い場だったと歴史に記録されるだろう。

# 新しい産業や企業

この項目はほとんど自明だ。シュンペーターが資本主義経済の特徴と考えた創造的破壊の世界では、科学技術の進展とビジネスの革新は絶えることのない現実だ。新しい産業が起り、ニュービジネスを始める企業がその革新を市場にもたらす。

鉄道は1800年代後半の投機では人気があった。しかし、1900年代初期に、鉄道よりも工業関連の企業が優位に立ち始めた。この変化を象徴したのが1899年のスタンダード・オイル・ホールディング・カンパニーの再編と1903年のUSスチールの設立だった。その後20年間では、自動車産業が目覚ましい成長をした。フォードとゼネラル・モーターズに率いられた自動車産業は、ビジネスにとっても消費者にとっても経済状況を完全に変えてしまった。ラジオは1920年代の大きな科学技術の革新だった。そして、1929年のアメリカ株式市場で投機の一番人気はRCA（ラジオ・コーポレーション・オブ・アメリカ）だった。

1960年代まで早送りすると、大型汎用コンピュータの最大手メーカーのIBMは、コンピュータ産業の最初の典型的な企業だ。同じ時期に旅客用ジェット機が登場し、飛行機による旅行が増えていった。そして、航空会社の株は当時の成長株のひとつだった。1976年創業のバイオテクノロジー企業ジェネンテックのIPO（新規株式公開）によって、1980年にバイオテクノロジー業界の誕生が告げられた。バイオテクノロジー部門は今日でもなお急速な成長を続けている。1980年代には、コンピュータ産業の二度目の典型が現れた。パソコンの登場だ。1981年にIBMがパソコンの販売を始めたのだ。マイクロソフトがIBMのパソコン用OS（オペレーティングシステム）の製作権を手にしたとき、コンピュータソフトも同じ時期に成長産業になった。

1990年代はインターネットが普及し、携帯電話と光ファイバーケーブル網という形の長距離通信技術が急速に発展した。この当時、AOL（アメリカ・オンライン）やデルコンピュータ、ルーセント・テクノロジー、ワールドコムなどの新しい企業によって株式相場は上昇した。

新世紀の最初の10年間でとりわけ興味深い新会社はグーグルだ。今日、その検索技術は市場を支配し、オンライン広告の販売手段として使われている。グーグルが2004年8月にIPOを行ったとき、株価は85ドルだった。3年後にはグーグル株は747ドルまで上昇した、しかし、2008年のパニックの期間に247ドルの安値まで下落した。グーグルで面白いところは、IPO当時に弱気の大衆筋がかなり多かったことだ。これは私の経験では前例がなかったので、そのときはグーグルに極めて強気の立場を取った。グーグルのIPOについては第14章を読みたい。

新しい企業や新産業にかかわる投資テーマはたいいてい強気のテーマで、その企業や産業が今後、事実上限りなく成長すると予測する。だが、そのテーマが現れるのを初めて見る逆張りトレーダーは、それに懐疑的になりすぎないように気をつける必要がある。実際、かつてないほどにグローバル化した大きな経済においては、どんな新技術や革新でも大いなる成長の可能性を秘めている。もちろん、どんな木でも天には届かない。しかし、これから見ていくように、逆張りトレーダーはこれらの個別企業や産業の強気の大衆筋が一時的に加わるほうが賢明なこともよくある。秘訣は、魅力や説得力のない関連状況にまで、強気が広く波及していないか注意しておくことだ。

いったん後発の競争企業が登場したら、逆張りトレーダーは強気の大衆筋から離れて、大衆筋のテーマとは逆の投資ポジションを取ることを考えるのが普通だ。

# 商品ブーム

需給の変化に反応して、ある産業用原材料や農産物の価格が歴史的な新高値まで劇的に上昇することがときどきある。時にはいくつかの商品が同時に上昇することもある。それは経済全体にインフレが広がった状況でよく起きる。商品価格が大きく動くと、何らかの形で商品に関連する企業の株式も大きく動くことは珍しくない。これらの企業は生産者、生産者に対するサービスや設備の供給者、生産者に融資する銀行などかもしれない。

1972～1974年には、小麦やコーン、大豆とそれらの関連製品の価格が劇的な上昇をした。金は1オンス35ドルから1974年末には200ドルまで上昇した。1973年10月には、アラブ諸国による最初の原油禁輸が起きた。1974年までに、原油価格は4倍の1バレル13ドルまで上昇した。あまり言及されないが、二度目の商品価格の上昇が1979～1980年に起きた。これは第二次石油危機に関連していて、原油は1バレル13ドルから39ドルまで上昇した。1980年は13%というアメリカで最もインフレ率が高かった年でもある。これはそれまでの30年で最も高い水準であるだけでなく、以後も二度と見られない高さだった。この全般的なインフレに伴って、1975年に1オンス100ドルだった金が1980年1月には850ドルまで上昇した。

1998年までに原油価格は11ドルまで下落し、1999年には金は250ドルの水準まで下落した。そこから商品価格は上昇し始めた。それはインドや中国のような新興経済国の成長に反応したためであり、また2000～2002年の弱気相場の間は、株式市場でバブルがはじけた影響を和らげるために中央銀行が資金供給を拡大したことに反応したためでもある。2008年までに、農産物価格は1973～1974年に見られた高値水準を大きく超えて上昇した。金は1000ドルを超え、2008年7月の原油は147ドルで取引された。

商品価格のこうした華々しい値動きは、原油や金、さまざまな農産物に対する大衆筋の成長を促した。歴史的な記録から判断して、私たちは間違いなく商品価格の高騰のうち最大部分をすでに見たと思う（この部分は2008年8月に書いている）。たとえ価格が持続可能な水準まで下げても、これらの市場の値動きは今後も非常に激しいだろう。これらの価格調整が起きるときには、関連市場で多くの大衆筋が生まれては消え、逆張りトレーダーに多くの機会を提供するはずだ。

# 金利の動向と債券市場

過去30年間にMMFや変動金利型住宅ローンなどの新しい金融商品が成長し、一般市民が金利や債券市場の動向に注目するようになった。これは特に金利が長期間上げるか下げるかしたあとには、逆張りトレーダーは債券市場で大衆筋をたびたび見極められるということを意味する。

逆張りにとって、1982年に始まった株式相場の上昇を見極めるための指標は、その当時にはやったMMFだった。それは豊かな引退を保証する絶対安全な手段と考えられていた。1982年には、MMFでの10%以上の年率リターンは基準であって例外ではないと、人々は信じるようになっていた。同時に、巨大な弱気の大衆筋が債券市場に集まってきていた。そのテーマは、高いインフレ率は経済状況の永遠の特徴であり、長期債を保有すればキャピタルロスを招くというものだった。長期債の価格は1981年9月に歴史的な安値を付けた。それに対応して、長期金利は歴史的な高さになった。

債券市場の弱気の大衆筋はとてほかたくな見方をしていたので、1982年後半には、債券市場についての私の予測を公表しようという気になった。そのなかで、この先長年にわたって、1981年の長期金利を超えることはない私は主張した。債券価格は上がり、長期金利は25〜30年間下がるだろうと予測した。1981年9月に、30年物Tボンドの利回りは15.30%だった。そして、私が予測を発表したとき、利回りはおよそ11.00%だった。2008年後半までに、利回りは3%まで下げた。これはこの50年以上で最も低い数字だ。私は、債券市場での強気の大衆筋がいなくなり始めようとしていると思う。これが正しければ、Tボンドの利回りが今後30年間にこれほど低くなることはもう二度とないだろう。

## メディア日記を使って投資テーマを追う

あなたがメディア日記をきちんとつけ続けていれば、それは大衆筋の投資テーマに関しての最新の情報の宝庫になるだろう。日記で見つけたテーマを整理するためには、この章で検討した分類を使ってみるとよい。その場合のひとつの方法は、日記に張り付けた各記事の後ろに分類名を書くか、その記事が強めていると思う特定のテーマを書き込んでおくことだ。テーマ別に索引を作っておくのもお勧めだ。索引は、あなたが見極めて追いかけている主題ごとにページを分けておくことよ。このページには、テーマを強める日記の各内容の日付と簡潔な説明を日付順に書いておく。この手法の利点は、各テーマがメディアからどれほど注目されているかが一目で分かるということだ。そして、これは関連する大衆筋の規模や重要性を判断するのに役立つ。さらに、この情報は大衆筋の信念の強さを判断する場合にも助けになるし、大衆筋がライフサイクルのどこに位置するかを判断するのに非常に役に立つ。

# 第10章 日記の解釈——市場記号論

Interpreting Your Diary : Market Semiotics

●市場の大衆筋と情報カスケード●マスメディアの役割●あなたのメディア日記●記号論——記号の研究●行間を読む●  
価格チャートの役割●ポール・モンゴメリーと雑誌の特集記事●タイムの特集記事は弱気相場の終わりを意味する●新  
聞の読み方●大見出しの重要性●第1面記事と社説●考えを固めさせる出来事●証拠を評価する●再び記号論について

# メディアと情報カスケード

市場における大衆筋は情報カスケードによってつくられる。強力な大衆筋や成長しつつある大衆筋を市場で見つけるには、関連する情報カスケードを直接、観察することだ。素晴らしいことに、マスメディアの報道を見張るだけで、逆張りトレーダーはこれが可能になる。カスケードで伝えられる情報は基本的に人から人へとは流れない。そうではなく、マスメディアが世界的なコミュニケーション網の中枢となり、情報カスケードを支えるコミュニケーションの手助けをする。個人は新聞や雑誌を読むか、ネットでお気に入りのサイトの内容をチェックするたびに、このメディアの中枢と、そして間接的にはお互い同士で情報交換をする。

なぜそうなるのか？ 覚えているだろうが、メディアは読者とそれに伴う広告収益を獲得するために、永遠の競争を繰り広げている。読者を引きつけるために、メディアは話題性があり、適切で面白いと人々が思う情報などの記事を提供しなければならない。メディアとは、読者が聞きたいことを読者に伝えるビジネスだ。競争が激しいこの環境で生き残るには、メディアは極めて感度の良いアンテナを視聴者の興味や心配事に合わせておく必要がある。

このため、メディアは世論を見事に映す働きをする。しかし、メディアはもうひとつ重要な役割も果たしている。世論を映し出す過程で、メディアはまだ多数派の見方を持っていない人々の注意を引こうとして、世論の声を高め、それに注目させる。言い換えると、メディアは情報カスケードの進み具合を伝えるだけでなく、カスケードそのものも強めている。



# あなたのメディア日記——情報カスケードの生きた歴史

あなたのメディア日記は情報カスケードの生きた歴史という役目をする。あなたは、私が第7章と第8章で示した指針に従いさえすればよい。日記は必ず最新のものにしておかなければならない。あなたが日記に新しく記録するときには、それを特定の投資テーマと結びつけるように心がけてほしい。日記そのものに、記録した記事ごとのテーマを書いておく。あるいは好みによっては、テーマごとに索引を作り、関連する日記の日付や内容を書いてもよい。あなたの日記の内容はほとんど、第9章で私が論じた種類のテーマに関連すると思う。

これらの手順に従えば、あなたのメディア日記は金融市場で進行中の情報カスケードの生きた歴史になる。しかし、関連する市場の大衆筋が今どれくらい強いのかや、どの発展段階にあるのかを判断するために日記を使うつもりなら、あなたはさらに日記の内容を解釈する必要がある。私はこの解釈法を市場の記号論と呼びたい。

# 記号論——記号の研究

記号とは何か？ おそらく、最初に頭に浮かぶ記号は、通勤途中で毎日見る道路標識や、なじみのない建物で行き先を知るときにいつも見かける案内図だろう。これらの標示は文字や見慣れたマークで情報を表している。マークは交通信号のようにただの赤い色だったり、ある方向を指し示す矢印だったりすることもある。一般的に、記号は何かほかのものを代表して示すか、何かに代わる働きをする。

もう少し交通信号の例を細かく考えてみよう。なぜ、赤を「停止」という命令に関連づけたのだろうか？ これは、単に長い年月をかけてできた慣例にすぎないかもしれない。ほかの何色でも停止命令に関連づけることができただろう。しかし、生理的理由から赤を停止命令に関連づけたとも考えられる。ことによると、赤は普通、自然や人間の暮らす環境で出合う色のなかでは目立ちやすく、人の注意をすぐに引くからかもしれない。いずれにせよ、完全に異なる文脈——例えば雑誌の大見出し——に現れるときでさえ、赤い色は「停止」という命令か「危険」という警告と関連づけられるようになった。今や、赤は停止命令を表すものと解釈できる。同時に、赤はそれ以上のものになり、危険を知らせる合図が警報にもなった。

記号論とは、何かほかのものを代表して示すか、何かに代わる働きをする記号の研究だ。ほとんどの記号は、たいい何層もの意味を持っている。一番上は記号の明らかな内容か意図されたメッセージの層だ。しかし、別の文脈でその記号を使うことによって生じる、より深く隠れた意味の層もよく見つかる。

新聞の大見出しを例に取ろう。朝刊を開くと、大きくブロック体で「株式市場、クラッシュ（暴落）」という大見出しが出ているとする。この記号の意味は何だろうか？ それはつまるところ記号であって、株式市場自体ではない！ 意味の最初の層は、メッセージの明らかな内容——株式相場が下落した——で表される。意味の2番目の層は「クラッシュ」という言葉を使うことで伝えられる。この言葉には、物理的な破壊と死にかかわる極めて激しく不快な響きがある。さらに3番目の層は、この記号が大見出しという形をとったという事実から生まれる。それは、ほとんどの読者が最初に気づくものだ。新聞の編集者は、この出来事が重要であり、読者や一般国民の注意を引いていると信じているに違いない。さらに、彼らは大見出しによって無関心な読者の興味さえ刺激できているはずだ。意味の最後の層は、大見出しが大きなブロック体で書かれているという事実によって伝えられる。これは、メッセージがいつもよりずっと重要なだけでなく、何らかの危険の存在と関係していることを意味する。

と言うわけで、「株式市場、クラッシュ」という仮の新聞大見出しの意味には、少なくとも4つの異なる層が見つかった。私たちはメディアの報道内容の行間を読んだとも言えるだろう。私は記号論を、表面的な内容を読むだけでなく、メディアが伝えるメッセージの形や文脈、配置、連想からも意味を引き出す、行間を読む技術とみなしたい。

行間を読むという記号論の技術を学べば、どうして役に立つのだろうか？ 逆張りトレーダーとしての私たちの目標は、市場の大衆筋が消えかけているところを見極めることだ。まさにそこで、大衆筋は大変強い精神的つながりを示す。このつながりは、大衆筋に加わっている人々の高まった感情が似ていることと関係している。さて、ほとんどのメディア報道は事実を伝えていただけだと主張する。だが、私たちは事実のかげに隠れている感情の強さを見極める必要がある。市場の大衆筋がどこで崩れ始めたのかは感情の強さで分かる。

記号を解釈して行間を読むという記号論の技術が、ここで重要な役割を果たす。ニュースの内容に大衆筋の感情が出ていることはめったにないからだ。むしろ大衆筋の感情は、いわば行間に現れる。内容の配置や形、関連する色や画像、使う言葉の選び方などの手掛かりという、意味のもっと深い層に現れるのだ。

# 最も重要な記号——価格チャート

観察で明らかに分かることから始めよう。人生で「上向き」は幸せだが、「下向き」は嘆かわしい。私たちは良いと思うものや望ましいと思うものは何でも、少なくではなく多くあってほしいと願う。同じことは市場でも当てはまる。株価指数がある株の株価が上がっていれば投資家はうれしくなるが、下がっていると苦痛を感じる。

強気だが減りつつある大衆筋を見極めるときに初めに探す記号は、目覚ましい上昇トレンドを示すチャートだ。長期にわたって大幅に上昇するほど、強気が終わりに近づいている可能性も高くなる。長期にわたって大幅という言葉に、どうすれば量的な意味を持たせられるだろうか？ 第6章で、私はヒストリカルデータを表計算ソフトにダウンロードして使う方法を説明した。この方法で、市場が間違った評価をしていそうな、おおよその期間と価格帯を見極めることができる。どんな場合でも、高値はかなりの期間にわたって上昇し続けているチャートを思い起こさせる。

強気に見えるチャートがなければ、強気にとられる大衆筋は生まれない。かなりの期間にわたって大幅に上昇しているチャートの形があるからこそ、情報カスケードの理屈は強められ、人々は大衆筋に加わりたくなるのだ。

もちろん、まったく同じことは弱気に見えるチャートと弱気の大衆筋の関係にも当てはまる。

これらの観察は当たり前のことだと思われるかもしれない。だが、この大切さはいくら強調してもしすぎることはない。市場の価格チャートと、関連するヒストリカルデータの表計算は、あらゆる逆張り分析の出発点だ。覚えておくことは、初めに強気相場がないかぎり、弱気相場はあり得ないし、初めに弱気相場がないかぎり、強気相場もあり得ないということだ。

逆張りトレードの技術を使い始めたばかりの人がよく戸惑うことがある。どこの市場であれ、強気の声も弱気の声も常に聞こえてくるし、それぞれの議論がもっともらしく理論的根拠もあるという点だ。これは当然、予想されることだ。結局、市場の動きが活発であれば、毎日多くの買い手と売り手が市場に参加しているはずだ。いつでも多くの弱気筋と強気筋がいる。逆張りトレードの技術では、根拠と感情につながりのある大衆筋として動いているのはどちら側かを見極める方法を学ぶ必要がある。人の性質から言って、市場のこの側面は当然、一番新しくて力強く、持続している価格トレンド——強気の大衆筋なら上向き、弱気の大衆筋なら下向き——に関係する側になる。

チャートの記号論的な重要性を頭に入れておけば、逆張りトレードの初心者が犯す2つのよくある間違いを避けられるだろう。

初心者の第一の間違いは、自分の見方と一致しない報道だけを好んで選ぶことだ。そして、これに基づいて、実際には巨大化している大衆筋と同じ見方をしているのに、自分の市場の見方は逆張りだと自分を納得させることがよくある。普通、どのチャートが強気で、どのチャートが弱気の大衆筋と結びつくのかを心に留めておけば、この種の間違いをする可能性はずいぶん少なくなる。少なくとも大ざっぱな記号論の観点から見ると、チャートは基本的に客観的な情報だ。

初心者の第二の間違いは、強気相場のとても早い時期に現れる強気の記事や、弱気相場のとても早い時期に現れる弱気の記事が目立っていると、すぐに飛びついて、その新しいトレンドがまもなく反転すると結論することだ。

私の記憶では、ちょうどダウ平均が強気になり始める**1982年8月**に、この最も鮮やかな例が起きた。ダウは**777ドル**から**2000年**の**1万1750ドル**まで上昇することになる。週刊金融紙バロンズの**1982年8月号**の表紙は鼻息が荒い雄牛の絵だった。当時の弱気の市場予言者たち、特にジョー・グランビルはこの表紙を、下落が差し迫った確かな兆候と解釈した。彼らがどれほど間違っていたことか！ ダウ平均のチャートを見ると、バロンズの特集記事から逆張りの解釈をするのはひねくれているのが分かる。ダウは1年以上にわたって下げ続けていて、上昇に転じてからたったの3週間にすぎなかった！

これと同じほど興味深い2番目の例が**2000年4月**にあった。それは株式市場のバブルで高値を付けた**2000年3月24日**からちょうど1ヵ月後だった。ニュースウィークの**2000年4月24日**号は、「強気相場は本当に終わったのか？」と問いかけた。表紙のほかの内容から明らかな理由で、ニュースウィークは「そのとおり」という答えを期待していた。そして、実際に強気相場は終わったのだ！

だから、特集記事がいつも間違えるわけではない。時には気味が悪いほど先見の明がある。こういう初心者であり

がちな間違いを避けるには、チャートが明らかに力強く持続的な上昇トレンドを示しているときにしか強気の大衆筋は生まれないということ、また第6章で述べた計算で過大評価の危険性が判断できるということを覚えておくことだ。バロンズの表紙が1982年に登場したとき、株価指数のチャートは、弱気か横ばいの期間が比較的長いトレンドを示していた。強気の大衆筋が生まれるほどの時間はたっていなかったし、価格も十分に上昇してはいなかった。経験豊かな逆張りトレーダーなら、バロンズの表紙は弱気の結論を出す理由にはならなかった。ニューズウィークの表紙が登場したとき、チャートはまだ上向きだった。まだ、弱気の大衆筋が生まれる余地はなかった。だから、逆張りトレーダーがこの表紙から、強気が長期間続くという結論を出す理由はなかった。

# 雑誌の特集記事

特集記事の解釈の先駆者はポール・マクレイ・モンゴメリーだ。1970年代に、モンゴメリーはタイムの特集記事の資料を使って逆の意見を分析する理論を編み出した。そのとき以来、彼はこの極めて独創的な考えを拡大し、相場変動の心理的・感情的な要因という実践的な理論に発展させた。私は彼から多くのことを学んだ。私の考えの多くは彼の仕事から影響を受けている。

チャートの記号論的な解釈に次いで、市場の大衆筋が成熟期に入っている証拠で最も説得力があるのは、大衆筋の投資テーマに関する雑誌の特集記事で、普通ではないものだ。この場合の普通ではないという言葉の意味は、報道するメディアによって異なる。例えば、タイムやニューズウィークなどの総合週刊誌や月刊誌では、金融市場にかかわる特集記事を組むことは普通ではない。そのため、そうした特集記事は、市場の大衆筋が成熟期に入っていることを特に表している。しかし、ビジネスウィークもフォーチュンもビジネスと金融のニュースが専門なので、これらの雑誌で金融関連の特集記事はごく普通だ。エコノミストは昔に比べれば総合的になったが、それでも世界のニュースではビジネスと金融の視点を強調している。

雑誌の特集記事が直接に市場とは関係せずに、むしろ市場と密接に関連する個人、例えば強気相場を主導する業界のCEO（最高経営責任者）を取り上げている場合もあることに注意しよう。

この現象の重要な例が見られたのは、タイムが1999年12月にアマゾン・ドット・コム創設者ジェフ・ベゾスをパーソン・オブ・ザ・イヤー（その年に最も話題になった人）に選んだときだ。ベゾスは2000年3月に頂点に達した株式市場のバブルにおいて、ニューエコノミーのテーマを象徴する人物だった。金利が大衆筋の焦点になっているときに、タイムかニューズウィークの表紙にFRB（連邦準備制度理事会）議長が登場した場合は特別な意味がある。1982年3月にタイムは当時のポール・ボルカーFRB議長を表紙に載せて、「金利の苦悩」という見出しを付けた。当時の債券市場は底ばい状態で、長期金利は1981年9月30日に付けた歴史的な高金利に近い水準だった。その表紙は弱気の債券市場の大衆筋が崩れ始めた兆候だった。その結果、債券価格の上昇と長期金利の下落がその後25年間続いた。

市場の大衆筋について、雑誌の表紙は記号論で読み解ける情報の宝庫になり得る。具体例を紹介しよう。近年のタイムの表紙で私のお気に入り、2002年7月29日号のものだ。これが雑誌売り場に並んだのとほとんど同じ日に、S&P500は771の安値を付けた。S&Pはそこから965まで上昇したあと、10月の安値768まで下落した。表紙は、ドライブインのファストフード店で、おばあさんがローラースケートを履いてウエートレスとして働いている写真だった。表紙は、「あなたはいつか引退できるのか？」と読者に問いかけていた。副題は「株価急落と企業の混乱で、アメリカ人の将来の金融資産に暗雲」となっていた。

私の記号論的な分析でこの表紙を読み解いてみよう。まず、どの株価指数もチャートは下向きだった。株価はほぼ2年半下げ続けていて、高値からは50%近く下げていた。ナスダック総合指数は80%近く下げていた。私のチャート分析では、市場はおそらく過小評価の間違いをしていると示していたので、弱気の大衆筋の勢いが強い可能性が高かった。

このタイムの表紙は、弱気の大衆筋が実際に存在していて、どう見てもすでに成熟期に入っているという反論の余地がない証拠になっていた。表紙の意味にはいくつかの層があった。だれでも証券会社の報告書か株価指数のチャートから分かることだが、表紙はまず株価が急落していると断言している。次に、不正会計が広がり、株価下落で年金制度が資金不足に陥ったために、企業は混乱状態にあるとも断言している。そのため、この表紙は2つの目立つ投資テーマにかかわっている。急落している株価というテーマと腐敗した企業というテーマだ。

さらに、表紙は感情の引き金をいくつか引いている。これは市場の記号論でかなり重要な側面だ。市場の大衆筋は投資テーマに対して強い感情的なこだわりがある。大衆筋に精神的つながりがあるのは、彼らが感情的に強いこだわりを持っているためだ。だから、メディアの報道内容を分析するときには、いつでもメッセージの感情的な側面に特に注意を払わなければならない。このタイムの表紙の場合には、株価について述べるときに急落しているという言葉を使っていることに気がつく。アメリカ人の将来の金融資産に暗雲。企業は混乱状態にある。これら3つの言葉はす

べて著しく否定的な感情を連想させ、コントロール不能で今にもパニックに陥りかねないという状況を暗示する。表紙はまた、自分たちの金融資産は将来どうなるのだろうかという、引退した人や引退間近の人の持つ恐れに合わせた表現をしている。彼らは貧困に陥らずに一生暮らせるのだろうか？ 表紙は、「あなたはいつか引退できるのか？」と問いかける。それが示唆していることは、今は引退するには良い時期ではない。株価が急落しているので、引退すればかなりの期間つまらない仕事をしながら生き延びるしかないということだ。将来に対する全般的な恐れにこうして訴えかけることで、この表紙は第二のとても重要な感情の引き金を引いている。これらの総仕上げとして、企業の強欲とウォール街の不正行為に何もできない被害者であるおばあさんを表紙の中心人物に取り上げている。

この表紙の言外の意味である感情的なメッセージから、この弱気の大衆筋は株式市場に過小評価の間違いを強いていると、私はそのときに確信した。それで私は、新しい強気相場が始まるのも近いと信じた。**S&P500**は、その後5年間で2倍になった。

# 新聞の大見出し

主要都市の大新聞は、週に7日、年に**52**週発行されている。どの新聞でも毎回、第1面の最重要ニュースに大見出しを付ける。金融市場に関する大見出しはめつたにない。そういう見出しのときには、逆張りトレーダーはすぐに気づいて注目する。それは、市場の大衆筋が動いていて、逆張りトレードを行える機会が近いという確実な証拠になる。

大見出しの感情的な内容はどうやって見つけるのだろうか？ どんな大見出しでも、まずだれでも明らかなことは第1面で目立っていることだ。大見出しのなかには、紙面の右半分の長さで関連する記事の上にしか付いていないものもある。また、1面トップに全段抜きで付けられた見出しもある。こちらのほうが感情的な重要性はずっと大きい。大見出しの感情的な内容は活字の大きさでも強調される。大きく太いブロック体の活字は小さめの文字に比べて感情的に強い効果を持つ。さらに、大見出しの近くに写真かグラフを載せて強調することもある。この種の手掛かりの価値はあなどれない。

大見出しの感情的な内容は、本文の言葉使いに見られることもある。恐怖や不安感などの否定的な感情を表す言葉は見るだけで分かるので、注目されるはずだ。新聞の大見出しではかなり少ないが、熱狂や自信、希望、喜びなどを意味する言葉も重要だ。これらの原則を最近のいくつかの例に当てはめてみよう。

**2008年1月17日**付けニューヨーク・タイムズの大見出しは「**FRB**議長の保証でも株価急落は止められず」だった。この大見出しをチャートと照らし合わせてみよう。**S&P500**は**2007年10月9日**に**1576**の高値を付けると、この見出しが出る前日の**2008年1月16日**には**1364**の安値まで下げた。これは3カ月でおよそ**14%**の下落だ。私が第6章で述べた計算方法によれば、これはまだ重要な過小評価の間違いが長期間、続いていると言える状況ではなかった。逆張りトレーダーはこの大見出しを見ても、株式市場で弱気の大衆筋が成熟期に入っている証拠とは受け止めなかっただろう。

大見出しを記号論的に見ても似た結論に達する。まず、大見出しは新聞の初め2段分の長さしかなく、活字も典型的な大見出しとしてはごく普通の大きさだった。たしかに、急落という言葉を使い、**FRB**議長がテレビ出演したときの写真を記事の真下に載せていることから分かるように、感情的に意味のある内容があった。写真には、「ベン・S・バーナンキの威光がシカゴ商品取引所を包み込む」という見出しが付けられていた。この文脈で、包み込むという言葉を使うと、要人が国民に語りかけるイメージを呼び起こす。私はまた、バーナンキのコメントは功を奏さなかったという大見出しの表現にも注目する（ゴシック部分は私による）。これは、この要人の影響力に対する信頼を揺るがしている。

1週間とたたないうちに、さらに劇的な大見出しが現れた。**2008年1月22日**付けニューヨーク・タイムズは、「アメリカの景気減速懸念で、世界市場は急落」という見出しを載せた。この大見出しを1月17日のものと比べるとためになる。1月22日の大見出しは2段抜きではなく4段抜きだった。活字も大きかった。大見出しのすぐ下にはカラー写真が3枚載っていた。最初が一番大きなものは、日経平均株価のチャートだった。それは青地に黄色の足で、しっかりと下げている様子を示している。残りの2枚の写真は小さく、急落に反応している世界中の人々を示している。大見出しに関する写真を付けたということは感情的な内容を強調している。しかも、写真がカラーであるために、この強調は倍増していた。

翌**1月23日**のニューヨーク・タイムズの大見出しにも、株式市場に関するものがあつた。それは2段抜きの見出しだったが、活字は前日のものよりもずっと大きく太かった。また、そばにはグラフを何枚か付け、記事は第1面全部を使っていた。これらを総合すると、前日の大見出しよりもこちらのほうが、弱気の大衆筋の感情をもっと強く示している。1月23日の大見出しは「驚いた**FRB**、大幅利下げで金融緩和に動く」だった。

**S&P500**は1月23日までに、**2007年10月9日**の高値から**20%**下げていた。第6章の計算方法では、これは過小評価に近い水準の可能性がある。だが、この下落はわずか3カ月しか続いていない。重要な弱気の大衆筋が生まれるにはかなり短い期間だ。そのため、逆張りトレーダーはここを比較的短期で、強気のトレードをする機会と予想するかもしれない。少なくとも、ここで弱気の大衆筋に加わって株を売ろうとは思わないだろう。





# 第1面の記事と社説

大見出しは市場の大衆筋についての極めて重要な情報を逆張りトレーダーに伝える。しかし、大見出しのない市場関連の記事が新聞の第1面に載ることもある。そういう記事は大衆筋の存在と強さを示す追加の証拠となるので、私はそれらも日記に入れるようにしている。記号論による解釈の原則は、大見出しの場合と同じだ。さらに第1面のどこに配置されているかも役に立つことがある。ページの一番上に近く（折り目よりも上が最も重要な位置）、第1面の左端か右端であれば記事の重みは増す。

市場の大衆筋が動いているもうひとつの証拠は、ビジネス面の最初のページで見つかることがよくある。特に写真が付いている場合、ここの大見出しは日記に残す重要な材料になる。もちろん、第1面の大見出しほどの重要性は持っていない。

かなり珍しいことだが、一般紙が金融市場の状況について述べた社説を掲載することがある。これは極めて特別なことなので、私はメディア日記にその社説を貼り、市場の大衆筋の強さを判断するために使うように気をつけている。

# 考えを固めさせる出来事

市場外の何らかの出来事によって大衆筋の見方が強められ、正当化できそうに見えることは珍しくない。戦争のぼつ発や平和条約への調印、銀行など金融機関の破たん、企業倒産、通貨切り下げはすべて、そうした出来事の例だ。私は、これらの出来事が投資家心理を固めさせると考えたい。そのときまでは、あまり明確でなく弱々しくしか表現していなかった信念にも、投資家たちは確信を持つようになる。投資家の態度を固めさせる出来事はその性質上、大衆筋がすぐに崩れ始めることにだいたい関連する。私は第9章で、こうした出来事の例をいくつか検討した。評価の間違いが起こっている合図として、それらに十分な注意を払おう。

同様に、メディアが相場やビジネスでの成功例や失敗例として個人を取り上げたときにも、特別な注意を払ったほうがよい。1990年代後半のバブル真っ盛りのころ、シリコンバレーで新たに大富豪になった人々の富とライフスタイルについて事細かに書かれた記事がメディアから絶え間なく流された。また、バブル崩壊に続く弱気相場の深みにはまっていた2002年、バブルを膨らませるのに手を貸したほとんどの強気のアナリストや、破たんした新興企業のリーダーの多くはメディアの笑いものにされた。これが株式市場での過小評価の兆候だった。

# 証拠を評価する

ここまで、私はメディアの報道内容を分析するさまざまな方法を検討してきた。この内容は意味に多くの層がある記号から成り立っているという見方を私はした。逆張りトレーダーの仕事は意味のこういう層をはがしていき、すべての記号に重要な感情が含まれていないか常に探すことだ。

逆張りトレーダーが崩れかけている大衆筋を見極めたと確信するためには、どれほどのメディアや記号の証拠が必要だろうか？ 何かの数式か指針を当てはめて、客観的にメディアの証拠を評価することはできるだろうか？

これらの問いに対する信頼できる答えとなる、単純な基準なり公式があるとは思えない。メディア日記をきちんとつけ続けたからこそ、私は長年の間に記号論的な読み方で証拠をうまく評価できるようになったのだ。日記があるために、過去の市場での重大な局面や、それらに関する報道の激しさや回数について比べることもできた。だから、市場の大衆筋を見極めるために必要な記号を読み取る技術を身につけるには実践に限ると思う。また、過去のバブルや弱気相場の安値に関する記事を読んでおくと、実践でも生きてくる。歴史を知っておくと、成熟期に入った大衆筋に関する状況や世論の性質について、ある種の感覚が養われる。

評価の間違いが大きいほど、関連する大衆筋のコミュニケーションについて、日記のページも当然増えると思うかもしれない。しかし、大衆筋が大きな評価の間違いをしているのに、ほんの2〜3の、しかし重要なメディアの記事しかそれを認めていないように見えるときもある。弱気相場の大底だった**2002年**もそうだった。たしかにその当時、弱気によるイラ立ちが社会全体にただよっていた。しかし、はつきりと市場の安値を指摘したのは、その年の7月のタイムと8月のニューズウィークの特集記事だけだった。だから逆張りトレーダーは、特集記事や新聞の大見出しがあふれかえり、それで大衆筋がすぐになくなるのが分かるという期待はしないことだ。時には2〜3の証拠しかないこともあり、証拠の量は機会の重要性和必ずしも比例しない。これが、逆張りトレードが科学であると同時に技術でもある大きな理由のひとつだ。そして、技術者が技術を磨いてそれを維持するためには、絶え間ない訓練が欠かせない。

# 再び市場の記号論について

私がこの章で示した指針を、あなたの日記を解釈するときの最終判断と受け取るべきではない。逆張りトレーダーは経験を積むにつれて、自らの創造力に導かれるようになるものだ。長年にわたって、私は市場の大衆筋に関する記号を観察してきた。ここで、私の役に立ってきた例で、おそらく将来あなたにも役立つと思われる例を2つ取り上げよう。

まず出版業界を見ることにしよう。そこは大衆筋の存在について、逆張りトレーダーに役立つ手掛かりを提供してくれることがある。私の記憶では、**1970年代後半から1980年代初めごろ**、書店で株式市場や投資に関する棚は1つか2つしかなかった。対照的に、**2000年の株式市場バブルの絶頂期**には、**バーンズ・アンド・ノーブル書店**で投資関連の棚は優に**20**を超えていた。さらに印象的だったのは、デイトレーディングやテクニカル分析など、**20年前**には見向きもされなかったテーマの本が数多く並んでいたことだった。だれでも予想がつくが、**2000年**にバブルが天井を付けたあとの8年間に、株式市場に関する本のスペースは著しく小さくなった。これは株式市場に対する一般の関心が薄くなっていることを表すとても良い指標だ。

同じように、投資やそれに関連する金融をテーマにしていそうな新刊書の書名を追いかけるとよい。**1994～2000年**のバブル絶頂期に、ダウが**3万ドル**から**10万ドル**の水準に達すると予測する本が少なくとも**3冊**出版された。これは強気の大衆筋が成熟期に入っているという明確な兆候だった（**2000年**のダウの高値は**1万1750ドル**で、**2007年**の高値は**1万4164ドル**だった）。私がこの本を書いている**2008年**の秋にも似た現象が起こっていると思う。金融市場で昨年起こったサブプライムローンの崩壊をテーマとする書物が最近何冊か出版されたか、今後出版される予定だ。これは株式市場で強力な大衆筋が育ったことを意味すると思う。そうであれば、これはアメリカの株式市場では素晴らしい買い場だ。

もうひとつの興味深い兆候はかなり微妙だが、それでも非常に重要だ。情報カスケードが大衆筋に人を呼び込むときは、過去や将来の値動きに対して理論的な根拠か論理的な説明をする。ここでカスケードは説得するという役割を担っている。出来事について、投資家が自分の解釈ではなく大衆筋の解釈を受け入れるようにと促すのだ。しかし、どんな大衆筋のライフサイクルでも、これらの根拠がやがて説明ではなく前提になる時期がやってくる。理屈を議論する時間はおしまいというわけだ。つまり、上昇相場の説明だったものが、どこかの時点で理屈ではなく事実として受け入れられる。もはや、正当化も裏付けとなる議論も必要ない。この時点で、大衆筋の信念はすべての議論や行動の原理になる。ここで大衆筋の精神や感情がまとまる。大衆筋が崩れ去るのも時間の問題となる。

メディアは大衆筋の信念を正当化しようとする一方で、その信念が投資において持つ意味を利用するにはどうすれば一番良いかを報道する。この報道内容がどちらに偏るかを慎重に観察することで、大衆筋の信念が議論や行動の原理となる時期を見つけることができる。大衆筋がいなくなるような段階では、そもそも相場でどうしてそういう動きが起きるのかという説明ではなく、予測した相場の動きをどう利用するかが報道内容の事実上すべてを占めるのだ。

# 第11章 逆張りトレードの大戦略

## The Grand Strategy of Contrarian Trading

●逆張りトレーダーになる●実践から学ぶ●初めは少額で●若い読者へ一言●攻撃にさらされる場所に身を置け●はがきトレーダーの経験●逆張りトレードのための投資手段●ETF（上場投資信託）の登場●投資目標●完べきである必要はない●1990～2002年の活況と低迷からの例●税の問題●逆張り戦略1——投機をしない●なぜこれが本当に逆張り戦略なのか●逆張り戦略2——大衆筋と一緒に投資しない●大衆筋からの感染を防ぐ●逆張り戦略3——逆張りでのリバランス●強気の大衆筋が成長したら株式市場での配分を減らす●弱気の大衆筋が成長したら株式市場での配分を増やす●ひとつの例●意欲的な逆張りトレーダーが従うべき最良の戦略●より積極的な逆張り戦略のための提案●株式市場での積極戦略●債券や商品、株式セクターと個別株を見る●そういう状況で大衆筋をトラックするのは難しい●相乗り戦略●空売りの危険性●株式市場では、長期的には強気に勝算がある

# 逆張りの投資計画

この章では、ここまでの10章で展開した考えを逆張りの投資計画でどう使うかを説明したい。

すべての逆張りトレーダーも初めは初心者だ。初心者にとって最善の方法はメディア日記をつけ始め、第6章で説明したような表計算ソフトへのデータ蓄積に時間を使うことである。また、この章で述べる投資戦略について考え、あなたが投資につき込める時間に合った戦略をひとつ選ぶとよい。私の経験では、トレーダーや投資家として成功する技術を身につける最も効果的な方法は実践で学ぶことだ。お金を本当に失う恐れがあるときに判断するということを経験の本質であり、あなたが心理面で逆張り手法に向いているかどうか、それで初めて分かる。

このことを念頭に置きながら、少額投資から実践で学び始めるように提案したい。あなたのポートフォリオのほんの一部だけを逆張りトレード戦略に振り向けることだ。2～3年間試したあとで、逆張りのトレード結果とほかの投資での結果とを比べよう。逆張りの結果のほうが明らかに優れているならば、逆張り戦略に振り向ける金額を増やせばよい。

若い読者へ一言。逆張りトレードどころか、どんな種類の投資につき込む貯金も、今のあなたは持っていないかもしれない。それでも、逆張りトレードの技術を実践で身につける方法はまだある。メディア日記をつけるだけでなく、実際にトレードをしないで具体的な売買判断をノートに書いておくことだ。これはペーパートレードとかつもり売買と呼ばれている。

ネット取引であたかも実際に売買しているかのように、投資判断をすると同時にその内容を電子メールで送れる友人がいるともっとよい。あなたの友人にメール「注文」のファイルを保管してもらおう。これは自分の判断に対して実際にリスクをとった場合の経験に最も近く、ごまかしても他人に分からないつもり売買よりもはるかに優れている。

私が大学生のときに、家族の友人に非常に経験豊かで成功したファンドマネジャーがいた。そのころ逆張りトレードを始めた私は、その人に数週間おきにはがきを送ったものだ。そのはがきには株価指数による売買指示を書いた。この実験は1年しか続かなかったが、かけがえのない経験だった。そこには何かが懸かっていた。私自身の信用や誇り、私自身にとってお金（当時の私はまったく持っていなかった！）と同じくらい貴重な何かだ。自分で判断をしてはがきを送ったときには何かが懸かっていたので、それは見通しが定かでないことに実際にお金を賭けるとかなり似た経験になった。あなたもこれができるなら、実際にリスクをとってなくても、日記を解釈して市場が間違えていそうなところを見極める貴重な経験ができる。また、自分が逆張りトレードに向いているかもいろいろ学べるだろう。将来、投資を始めるための蓄えができるころには、あなたは逆張りトレードで目に見える投資成果を出せるほどの技術や経験を身につけているだろう。だから、この機会を逃さずに今、投資技術を学んでほしい。投資資金ができたときに技術を使えるように準備しておこう！

# 逆張りトレーダーのポートフォリオ

逆張りトレーダーの投資計画にはどういう資産がふさわしいだろうか？ 覚えておくべき重要な点は、トレーディングでの主な道具がメディア日記だということだ。したがって、逆張りトレーダーは活字メディアや電子メディアがよく注目する市場に焦点を合わせることになる。つまり、逆張りトレーダーは主に株と債券への投資に焦点を合わせるということだ。

しかし、ほかの市場で投資機会が現れることもある。時には、**FX**市場、特に米ドルが多くのメディアに注目される。また、商品先物の農産物が新聞の第1面や総合雑誌の表紙に載ることもある。過去3～4年間は原油市場が世界的な注目を浴びた。同じ時期に、金や銀などの貴金属に情報カスケードが起こり、これらの市場で大規模な大衆筋が生み出された。私の意見では、**FX**や商品先物はたいていの場合、極めて経験豊かな逆張りトレーダーに任せておくのが一番だと思う。これらの市場はかなり動きが速いのが普通で、通常は高レバレッジの投資が行われる。そういう投資は危ないこともあるというだけでなく、これらの市場で逆張りトレードをする機会はない。逆張りトレーダーはアメリカ最大の市場である株式と債券に焦点を合わせるのが一番よい。

過去20年に起きた金融の革新は逆張りトレーダーにとってありがたいものだった。1970年代まで、株価指数や債券指数で逆張りトレードを行うには、個々の株や債券を買ってポートフォリオを組むしかなかった。これは売買費用が高くつくだけではなかった。確実に指数を追えるほど分散化されたポートフォリオを組むことは、平均的な資力の投資家には難しかった。投資信託は一般的にこの目的にはふさわしくなかった。なぜなら、販売手数料に加えて高い管理手数料を取られるからだ。これらの費用を考えると、投資信託はバイ・アンド・ホールド戦略にしか向いていなかった。

逆張りトレーダーにとっても平均的な投資家にとっても喜ばしいことに、こうした金融界の状況は最近まったく変わった。株価指数や債券指数との連動だけを狙いとするインデックスファンドが人気になってきた。それらは管理手数料や売買手数料の面では安い費用で投資ができる。

逆張りトレーダーにとって、はるかに重要なことは**ETF**（上場投資信託）の登場だった。これこそ逆張りトレードにとって理想的な投資手段だと私は見ている。**ETF**とはアメリカン証券取引所や**NYSE**（ニューヨーク証券取引所）のような管理された証券取引所に上場され、取引されている投資信託のことだ。これはある特定の株価指数と連動するように構築された株式のポートフォリオを保有している。そして、投資信託の株式は指数構成銘柄のポートフォリオといつでも交換できる。これは**ETF**を構成する株式と、**ETF**がトラックする市場ポートフォリオとの間で裁定取引ができることを意味する。これによって、**ETF**を構成する株の価格と、**ETF**が対象としている株価指数とをうまく連動させられる。

現在これを書いている時点で最も活発に取引されている**ETF**は、**S&P500**「スパイダー」**ETF**だ。この名称は、それがスタンダード・アンド・プアーズ預託証券（**SPDR**）をトラックしていて、その銘柄コードが**SPY**であることによる。ほかにも活発に取引されている**ETF**がある。アメリカの各種株価指数や、株式市場の金融やエネルギー、貴金属などをセクター別にトラックする**ETF**だ。債券市場のさまざまなセクターをトラックする**ETF**もある。もっと大きな革新はベア型**ETF**の開発だった。その価値はある株価指数が下がったときに上がり、株価指数が上がったときには下がるものだ。しかし、何らかの市場が下落しているのを利用しようと考えてベア型**ETF**を買うときには、本当に用心してほしい。ベア型ポートフォリオの構築や運用の性質上、ベア型**ETF**は指数と正反対の動きをしないこともある。さらに悪いことに、極端な状況では指数と逆方向ではなく、同じ方向に動くことさえあるのだ！

# 逆張りトレーダーの投資目標

逆張りトレーダーの目標は市場平均を上回る利益を出すことだ。しかし、これは実際には何を意味するのだろうか？ ほとんどの人にとって、市場平均を上回るということはバイ・アンド・ホールドの投資方針による利益を上回ることを意味する（あなたがポートフォリオ分析の専門家ならば、ポートフォリオのリスクについて調整をして、この最後の発言を修正したほうがよい）。バイ・アンド・ホールド戦略に勝つために、強気相場の天井近くで売ったり、弱気相場の大底近くで買う必要はないことを強調しておきたい。天井や大底にだいたい近いところで売買しさえすればよいのだ。この点を示す良い例を紹介しよう。

現金以外の投資をすべて**S&P500**インデックスファンドに振り向けている逆張りトレーダーがいると仮定しよう。**1990年代前半**に、そのトレーダーは資金の全額を投資していたとする。株式市場では、最も早く見ても**1996年**まで強気の大衆筋がいるという物的証拠は何もなかった。どんな理由にせよ、この逆張りトレーダーは、成熟期に入った強気の大衆筋が株式市場から去ろうとしているという結論を**1997年**に出したと想像しよう。そのため、**S&P**で平均**950**の水準ですべてのポートフォリオを売却した。この章で後述する逆張りのリバランス戦略に従うトレーダーなら、**2001年**前半に**S&P**が**1250**近くになるまで売らなかっただろう。ここで私が示したいのは、平均的か平均以下の技術しか持たないトレーダーの経験だ。

**S&P**をどの水準で買っていたら、このトレーダーは最初の買いポジション分を取り戻していただろうか？ **S&P**が**1000～1050**水準にあった**1998年10月**は、逆張りの素晴らしい買いの機会だったと私は思う。しかし、私たちが仮定しているトレーダーは何かの理由でこの機会を逃したとする（ここもそうだが、経験豊かな逆張りトレーダーならば**1998年**の買いの機会には飛びついただろう）。このトレーダーは**2002年7月**の前章で述べたタイムの表紙を見るまで待つて、ポートフォリオを株式市場に再投資しようと決めたとする。さらに、**S&P**が平均**900**のところで買ったとする（実際、まったく初心者である私の妻は当時、**820**の水準で買った）。

このトレーダーの判断による最終結果は、**1997年**に**950**での売り、**2002年**に**900**での買いだった。ところで、その5年間の短期金融商品の利回りは、**S&P**の利回りを年平均**250**ベースポイント上回っていた（1ベースポイントとは**100分**の**1%**なので、**250**ベースポイントとは**2.50%**になる）。**1997年**に**950**で売り払って、その全額を**2002年**まで**MMF**（マネーマーケットファンド）に投資していたら、その課税猶予されたポートフォリオは**S&P**で**1074**に等しい価値になっていた。それを**2002年**には**900**の水準で再投資したことになる。これは当時のバイ・アンド・ホールド戦略と比べて**19%**、あるいは年率で**350**ベースポイント上回っていることを表す。しかもこれは、その5年間に市場でリスクをとらずに達成したものだ。対照的に、その5年間のバイ・アンド・ホールド戦略では、歴史的なバブルからそのあとに続いた暴落の全期間を通じて投資していた。どんなプロの資産運用担当者でも、バイ・アンド・ホールド戦略を年率**300**ベースポイント上回れば、ウォール街では英雄だということを指摘しておきたい。

私の意見では、この逆張りトレーダーは**1990～2002年**に平均的か平均以下の技術しか持っていなかった。それでも、**2000～2002年**の危険で極めて難しい弱気相場の期間も、また全**13年間**で見ても市場平均よりも明らかに優れた成果を挙げている。だが、どこか重要な高値の近くで売り抜けたわけではない。買いはもつとうまくやったが、自慢するほどではない。

この例は、市場平均を上回る成果を出すために、売買タイミングが完璧に近い必要はないということを示している。肝心なことは、弱気の大衆筋が市場に生まれたときに、それを利用できるだけの流動資産をポートフォリオに残しておくことだ。弱気の大衆筋は強気の大衆筋よりも見極めるのがずっと簡単で、いったん特定できれば普通はすぐにいなくなるのだ。



## キャピタルゲイン税についての注意

課税対象の投資口座を用いる場合、この章で述べた積極的な逆張り戦略ではキャピタルゲイン税を支払う必要がある。これらの税金は、基準となるバイ・アンド・ホールド戦略と比べて逆張りトレーダーのパフォーマンスに影響を及ぼすかもしれない。課税対象の口座で逆張りトレード戦略を用いる前に、この問題は慎重に考えておく必要がある。実際この点を考えると、逆張りを専門とする人以外は課税対象口座でこの戦略を使わないほうがよい。一般的に、逆張り戦略は納税が猶予される年金口座で行うのに適している。

# 逆張り戦略 1 ——投機をしない

あなたは、本書の初めの数章に説得力を感じて、逆張りトレードは自分向きではないと考えたかもしれない。そうであれば、あなたは向上心を持った多くの投資家が一生をかけて学ぶ以上のことをすでに学んだのだ。自覚ができて、おめでとう！ これで、個人的にもお金の面でも、投資の世界でつらい経験をいろいろとしないですむだろう。

逆張り戦略 1 は、投機をしない、である。その代わりに、株価指数や債券市場、短期金融商品に連動するインデックスファンドかETFからあなたのポートフォリオに適した配分を選ぶ。単純な例は、スパイダー、債券のインデックスファンド、MMFに60対30対10の割合で配分するやり方だ。毎年同じ時期に自分のポートフォリオを見て、過去1年の市場の動きのせいでポートフォリオの配分が望んでいた60対30対10から外れていないか確認する。そして、ポートフォリオの配分が60対30対10になるように必要な売買を行う。あなたがこれを決めたとおりに実行すれば、毎年の投資結果は平均的な資産運用業者を上回るだろう！

あなたは、私がなぜこれを逆張り戦略と呼ぶのか疑問に思うかもしれない。トレーディング自体はたしかに逆張りではない。しかし、言葉の真の意味では逆張り戦略なのだ。あなたは、何人の投資家がこの方針に従うと思うだろうか？ それほど多くないことはたしかだ。なぜか？ それに従うためには、ほかの投資家に勝る投機家としてのエッジ（優位性）を自分は持っていない、と自覚する必要があるからだ。よかったですね！ これで、あなたは家族ともっと多くの時間を過ごし、別の興味を追いかけることができる。また、相場や一般国民の心理の動きに悩まされることもまったくなくなる。

## 逆張り戦略2——大衆筋と一緒に投資をしない

これは逆張り戦略1よりはいくらか積極的な手法だが、それでも、間違いを避けることで勝とうという姿勢は変わらない。これは基本的に防衛的な戦略だ。逆張り戦略2は、**大衆筋と一緒に投資をしない**、である。あなたが大きな大衆筋に加わらずにすめば、大衆筋の分裂と崩壊に伴う損失を避けられる。それだけではない。大衆筋がいなくなると、それに巻き込まれた投資家はさらに間違いを犯すことが多い（損をしたあと、お金をMMFに預けっぱなしにするとか、損を取り戻そうとしてさらに傷口を広げるなど）。しかし、あなたはそういう愚かな判断をしなくてすむ。

この逆張り戦略では、あなたのメディア日記が大衆筋を生み出す情報カスケードに対して予防の働きをする。あなたは、カスケードが動いているということを知って、市場が評価を間違えていることが分かる。これを知っているあなたは、大衆筋の投資テーマに合わせてポートフォリオの配分を増やしたいという気にはならないだろう。特に大衆筋の誘惑が最も強いときにそうしようとは思わないだろう。こうして、大衆筋が崩れざるを得ないときにポートフォリオに大きな穴をあけずにすむ。同時に、たとえ明確な逆張りでなくとも、あなたが好むどんな投資戦略でも追求できる。投資の世界で勝者になるためには、大きな間違いを避けることが大切だ。逆張り戦略2に従えば、その目標を達成できる。

## 逆張り戦略3——逆張りでのリバランス

逆張りでのリバランス戦略とは、強気の大衆筋がいなくなるときに起きる相場の急落をかわそうとするものだ。また、過小評価され弱気の大衆筋に支配されている市場の投資配分比率を上げようとする。これは意欲的な逆張りトレーダーならば、ほとんどの人が使ったほうが良いと私が思っている戦略だ。これは非常に保守的な戦略だと私は考えている。この章のあとのほうで、もっと積極的な逆張り戦略について説明する。私は、逆張りトレーダーが株価指数や債券指数に連動するETFかインデックスファンドに投資対象を限定した場合に、この戦略は最もうまくいくと思っている。それで、逆張り戦略1で示したのと同じように、株に60%、債券に30%、現金に10%をベースラインの基本的な配分としてトレーダーが採用したとしよう（この配分割合に何も特別なことはない。これは投資家全体で見たときの平均的な配分である）。逆張り戦略3は株式市場では次のように行う。強気相場の時期に、株価指数が前の弱気相場の安値から65%ほど上昇したら、株式市場に通常以上の配分をしているものを、普通の水準に戻す。ただしこれは、少なくとも20ヵ月上昇が続いた場合に限る。この計算には、S&P500が一番良い株価指数だと思う。

株式市場への配分を通常以下の水準に下げたほうがよいのは、いつだろうか？ 逆張りトレーダーが犯す最悪の間違ひは、長期の強気相場のときに株式市場の投資比率を下げることだ。そういう相場では、基本的なバイ・アンド・ホールド戦略が最もうまくいく時期だ。この間違ひを避けるために、逆張りでのリバランス戦略では、株式市場への配分比率を次の状況の場合のみ下げようにする。最初に、S&Pが前の弱気相場の安値から少なくとも65%上昇している。第二に、逆張りトレーダーは株式市場に強気の大衆筋がいることをメディア日記で確認できる必要がある。最後に最も大切なことだが、S&P500の200日移動平均線が強気相場でのどの高い値から見ても1%は下げていることだ（この移動平均線は、S&Pの直近200日の終値を合計してそれを200で割って計算する。表計算ソフトで簡単にできる）。株式市場のバブルというまれな時期には、だれの予想もつかないほど株価は上昇する。だがそのような場合でも、最後の条件があれば逆張りトレーダーも株に投資し続けられる。

逆張り戦略3では、弱気相場の際に逆張りトレーダーはどう振る舞えばよいのか？ 強気相場の終わりがちに強気の大衆筋が崩れて弱気相場が現れた場合、S&Pの200日移動平均線の値が高いところから1%下げたところで、逆張りトレーダーは株式市場への配分を通常以下に減らす。ほかのすべての状況では、逆張りトレーダーは株式市場にいつもどおりの配分をしたまま弱気相場を過ごす。どちらの場合でも、S&Pが前の高値から20%下げて弱気の大衆筋が成長すれば、逆張りトレーダーは株式市場への配分を通常以上の水準に増やす機会を探す。S&Pが少なくとも20%下落すると弱気の大衆筋が増えてくる。その後につけたどの安値から見ても、S&Pの200日移動平均線が1%上昇したら株への配分を実際に増やすのだ。

# 積極的な逆張り

慎重な逆張りとは対照的に、積極的な逆張りでは毎年、株式市場の配分を2回以上変えるのが普通だ。私が今述べる積極的な逆張りでの配分方法は、ロングオンリー戦略であり、空売りをしたりベア型ETFを購入したりはしない。この理由は単純だ。ひとつのトレーディング戦略に特化し少数の銘柄でトレーディングをすることで、すべてのトレーダーは得るものがある。この場合では、ほとんどの積極的な逆張りトレーダーはバイ・アンド・ホールド戦略に勝つことを目指して、株式市場での配分を増やしたり減らしたりすることに集中するようにと私は提案している。ポートフォリオで株に割り当てた部分は、主要な株価指数に連動するダイヤモンドやスパイダー（ダウやS&Pをトラック）などのETFに投資したほうがよい。たしかに弱気相場では、こうしたロングオンリー戦略は損をする。しかし、トレーダーにかかる精神的な負担も、空売りを許す戦略に比べるとはるかに小さい。

すべての逆張りトレーダーは、自分の投資目標が市場に勝つこと——つまり、ベンチマークにしているバイ・アンド・ホールド戦略のパフォーマンスを上回ること——だということを心に留めておくべきだ。残念ながら、株価指数が将来どちらに動くかを正しく推測するほうが大切だと信じている投資家は多い。これほど真実から遠いものはない。実際、哲学者ならそのような態度をカテゴリー錯誤と呼ぶところだ。投資パフォーマンスを評価するのに、正しいか間違っているかという概念が入り込む余地はない。唯一意味のある概念は利益と損失である。何らかの適切なベンチマークと比べて測定するときには特にそう言える。逆張りトレードとは、断じて株価指数の高値や安値を見つけることではない。それは市場の間違いを適切なときに見つけ、その間違いを利用してポートフォリオの調整をするだけだ。時がたてば、自分のポートフォリオのパフォーマンスをバイ・アンド・ホールド戦略のものと比較して、成功したか失敗したかが判断できる。

# 積極的な逆張り向けのロングオンリー戦略

積極的な逆張り向けのロングオンリー戦略の基本的な考え方は単純そのものだ。弱気の情報カスケードを探して、それを見つけたら株式市場への配分を増やす。弱気の情報カスケードに関連する安値から、過去によく見られたほどの上昇をしたら、この配分を通常か通常以下の水準まで引き下げる。

弱気相場するときよりも強気相場するときのほうが、弱気の情報カスケードは長続きせず、株価指数の下落もそれほど大きくないという傾向がある。これを利用するために、積極的な逆張りトレーダーは、強気相場と弱気相場を株価指数で区別する何らかの方法を持たなければならない。**S&P500の200日移動平均線**の向きが変わったかを見る機械的な方法はすでに説明した。強気相場と弱気相場を見極めるための、反応が早く機械的な方法がほかにある。**S&P500**とその**200日移動平均線**の関係を見よう。上昇幅も上昇期間も平均的な強気相場のあとで、**S&P500**がその移動平均線よりも**5%下回った**ときは、積極的な逆張りトレーダーは弱気相場が進んでいるとかなり確信してよい。下落幅が平均的な弱気相場のあとで、**S&P500**がその移動平均線よりも**5%上回った**ときは、強気相場が進んでいると確信できる。ここで指摘しておきたいのだが、一般的に弱気相場では、弱気相場の大きさ（前の強気相場で付けた高値からの下落幅）にだけ関心をもったほうがよい。というのは、弱気相場が続く期間には著しいバラツキがあるからだ。

では、このロングオンリー戦略について詳しく述べることにしよう。強気相場では、積極的な逆張りトレーダーは、弱気の情報カスケードを見張ったほうがよい。これらは株価下落という新聞の大見出しで現れることが多い。また、第1面に載っている記事だが大見出しは付いていないという場合もある。その時期の雰囲気次第では、雑誌の表紙に弱気の株式市場が見つかるかもしれない。ここで思い出してほしいのだが、強気相場における弱気のカスケードは極めて短期間であることが多く、数日かせいぜい2〜3週間しか続かない。

とはいえ、弱気の情報カスケード自体は株式市場への配分を増やせるほど十分な証拠ではない。さらに、**S&P500**が終値で**50日移動平均線**（直近**50日**の終値を足して**50**で割るだけで、表計算ソフトで簡単に計算できる）を下回っているか確認したほうがよい。また、**S&P**は上向きの**200日移動平均線**に比較的近いほうがよく、それを上回っているなら**1%以内**、下回っているなら**5%未満**ぐらいが望ましい。同じ強気相場で、今回の**S&P**の短期下落幅と前の下落幅とを比べることも役に立つことがある。これらの短期下落幅は同じ程度になりがちだからだ。これらの追加した基準も満たしているなら、株式市場への配分を通常以上の水準に引き上げるときだ。

強気相場で株式市場への配分を増やしたら、次に積極的な逆張りトレーダーは元の水準に戻す機会を見張ることになる（強気相場で通常以下まで配分を減らすことを正当化できる理由は何もないと私は思う）。普通この機会が訪れるのは、**S&P**が強気相場で新高値を付けたときだ。ここでは、同じ強気相場で前に上げたときの上昇幅を見ると役立つことが多い。それらが似た大きさになることが多いためだ。現在の上昇幅がそれまでの各上昇幅の平均と同率になったら、たいていは配分を元の水準に戻すときだ。

弱気相場では、この手法には少し修正が必要になる。普通の積極的な逆張りトレードでは、株式市場への配分を通常以下に減らす。特別な状況においてのみ、この通常以下の配分を弱気相場るときに一時的に増やすこともある。

この場合は、まず弱気の情報カスケードがメディア日記に現れている必要がある。大切なことは、弱気の情報カスケードが強気相場するときのものよりも長く続いているということだ。短期の高値から新安値まで下落して、弱気相場のせいで投資家の心が弱気に傾くまでには十分な時間が必要だ。一般に、私が弱気のカスケードの兆しを見て動く場合は、**S&P**がおよそ2カ月下げて弱気相場の新安値を付けるか確認する。そして、**S&P**が**200日移動平均線**を少なくとも**10%下回って**いたら、だいたい株式市場への配分を増やすときだ。その後、株式市場の配分を減らすときを見計らうには、**S&P**の**50日移動平均線**を見る。**S&P**が**50日移動平均線**を**1%上回った**ら、配分を通常以下か元の水準に戻すときだ。

もちろん、客観的に強気相場と弱気相場を区別しようとする戦略のすべてに共通するが、この戦略も常に遅れる。

つまり、弱気相場で安値を付けたあとでしか、今は強気相場だとは分からないし、強気相場で高値を付けたあとにしか、今は弱気相場だとは分からない。弱気相場の始まりを逃しても普通は大した問題ではない。ほとんどの弱気相場では、最大幅の下落は相場の終わりごろに起きるからだ。しかし、強気相場の始まりを逃すと、かなり手痛い間違いになることがある。バイ・アンド・ホールド戦略の収益率が最大になるのは新しい強気相場の初期だからだ。それで、積極的な逆張りトレーダーは強気相場の方針を採るために、**200日移動平均線**によるシグナルを普通は待ちたくないだろう。

このジレンマに対処するために私は、直前の弱気相場の期間と大きさを用いて、弱気相場での弱気の情報カスケードがどの程度の強さに注意を払う。弱気相場で株価指数が平均的な下落を見せたあとで、最も激しい弱気のカスケード（どれだけのメディアが取り上げたかや記事になった回数、記号論で解釈できる内容で測る）が現れたら、私は弱気相場は終わり、次の上げ足は新しい強気相場の始まりだというほうに賭ける。新しい強気相場の第一段階が進んでいると考えて、通常よりも株式市場への配分を増やし、私は**S&Pが弱気相場の安値から少なくとも6カ月間、25%上昇するまで待つ**。その局面になったら**50日移動平均線**を見始める。そして、移動平均線の値が高いところから**0.5%下げるとすぐに、通常以上の配分を元の水準に戻す**。

この積極的な株式市場戦略の目新しさや強みは、適切な移動平均線と比べた**S&P500**の位置に合わせて弱気の情報カスケードを見ることから生まれる。過去の市場の変動を表計算ソフトで見ること、特に弱気相場の終わり近くでは重要な役目を果たす。

## さらに積極的な逆張り戦略

ここは熟練した経験豊かな逆張りトレーダーの領域だ。あなたがすでに逆張りの手法に接した経験が数年はあり、その期間に市場平均をかなり上回る利益を出せたのでないかぎり、私がこれから説明する考えはあなたの財務状態の健全性をかなり損なう恐れがある。

まず、これらの逆張り手法はあまり大きくない市場で使う。債券や商品市場（原油、金、銀、大豆など）、あるいは個別株や各業種に生まれる大衆筋を利用できることがよくある。しかし、ここで問題に直面する。普通、これらの市場は株式市場全体に比べると、一般の関心をはるかに低いのだ。したがって、コミュニケーションの過程や、関連する大衆筋を生む情報カスケードを観察するのが難しくなる。そのため、これを行うには業界組織への参加や専門誌の予約購読、投資セミナーや業界が支援するセミナーやイベントへの出席などが必要になることが多い。つまり、逆張りトレーダーはずっと多くの時間やかかわりあい要求されるのだ。

それでも、これらの市場にはかなり重要な逆張りの機会がある。その理由は、これらの市場のパフォーマンスに連動する**ETF**が登場したからだ。これらの商品のおかげで、経験豊かな逆張りトレーダーは金利や商品市場、株式市場の各セクター（例えば、金融、住宅、銀行、ハイテク）の値動きを効率的に利用できるうえに、売買費用が安く分散化もうまくできる。そのため、これらの市場で成熟期に入った大衆筋を見極めるために、時間や手間をかけるだけの値打ちはある。

さらに別の考え方として、普通の逆張り手法にひねりを加えた方法もある。私はこれを相乗り戦略と呼びたい。強気の大衆筋が成長して成期に入るまで、だいたい少なくとも1年かそれ以上かかるし、数年かかることも珍しくない。これは、月単位で計ることができる普通の弱気の大衆筋とは対照的だ。強気の大衆筋が大きな集団となるまでには時間がかかる。そのため、強気の大衆筋を作るコミュニケーションの過程が始まったときに、すぐにそれを見つけられるなら、逆張りトレーダーは市場平均を上回る利益を出せることが多い。この時期には、市場はおそらくまだ適正価格の近くで取引しているだろう。強気の大衆筋はまだ成熟期からはほど遠い。ここで使う奥の手は一時的に強気の大衆筋に加わり、大衆筋の投資テーマを採用して大衆筋の関心を引く資産を買うことだ。こうすることで、適正価格から極端な過大評価の高みにまで価格を押し上げる市場の動きに、逆張りトレーダーは乗ろうとしているのだ。各セクターや個別株、商品でのこうした強気相場はしばしば適正価格を大きく上回り、逆張りトレーダーの投資結果にかなり重要な貢献をすることもある。

言うまでもなく、この相乗り戦略には危険が付きまとう。逆張りトレーダーは自分の方法を忘れて、選んだ大衆筋の一員になりきってしまう可能性がある。こうなると、そのトレーダーのポートフォリオに損失をもたらす。だから、これは熟練者しか試みてはならない戦略なのだ。

私はこれまで、強気の大衆筋がいなくなったときと、そのときに起きる関連資産の大幅な価格下落を利用する方法については何も言ってこなかった。私がこの点に関して無口なのは正当な理由がある。直接的に株を空売りするにせよ、間接的にベア型**ETF**を買うにせよ、売り手の立場に立つのは危険な戦術だからだ。強気の大衆筋は長く続く傾向があり、見極めるのが難しい。だれの想像も超える水準まで価格が過大評価されるかもしれない。アメリカの株式市場では、いや実はどんな自由経済の株式市場でも、長期的には常に強気のほうに勝算がある。このため例えば、ベア型**ETF**を買って弱気の立場に立つということは、強気に分の良い長期的な予測に逆らうことを意味する。これで成功するには、極めて高い水準の技術と市場に関する知識を必要とする。さらに一般的に言って、ロングショート戦略はロングオンリー戦略に比べて投資結果の変動が極めて激しい。たとえ、たいていプラスになっていても、投資収益がいつも激しく変動すると投資家の精神的な負担も大きくなる。そして、これは普通間違った判断につながる。だから、私は逆張りトレーダーの初心者にはこれを勧めないのだ。



## 第12章 1982～2000年の壮大な強気相場

The Great Bull Market of 1982-2000

●1982年の悲観的な見通し●続く18年間で株式相場は驚くべき上昇●1987年の株価暴落●暴落前の強気相場の大衆筋  
●1987年の暴落時における逆張りのリバランス戦略●1929～1932年の株価暴落でも同じ戦略●S&L危機●1990年の弱気  
相場の大衆筋●CNBCに出演●慎重な逆張りトレーダーが株式市場への配分を増やす●喜びなき大幅上昇●バブルが始ま  
る●1996年の根拠なき熱狂●慎重な逆張りトレーダーがさらに4年間、株式での配分を維持する●強気相場での積極的  
な逆張り●再び1987年について●株価暴落の間の私の経験●1990年の安値で強気に●1998年のLTCMの破たん●弱気の  
情報カスケード●積極的な逆張りトレーダーが強気に出る●バブルの壮大な最終章

## はじめに

1982年8月の夏、株式市場の見通しには暗さがにじみ出ていた。その3年前の1979年8月13日号で、ビジネスウィークは「株の終わり」という特集記事を組んだ。今から振り返るとビジネスウィークは先見の明があった。1982年8月の株価はビジネスウィークが特集記事を出したときよりもほぼ10%安かった。歴史上最大の強気相場が始まろうとしているとは、当時だれも想像すらしなかった。8月12日のダウは776.92ドルで引けた。同じ日、S&P500は102.42で引けた。そこから17年半の間に、ダウは年平均16.42%という目覚ましい上昇をし、2000年1月14日の終値は11722.98ドルという抜きでた高値に達することになる。S&Pはそれをさらに上回る年平均16.63%の上昇をし、2000年3月24日の終値は1527.46の高値に達する。

だが、この2つの株価指数もナスダック総合指数のウサギと比べればカメだった。1982年8月13日の金曜日、ナスダック指数は159で引けた。2000年3月10日には、指数は5048になっていた。ほぼ18年にわたってナスダックは年平均21.73%という前例のない上昇をし、新しい千年が始まった年にバブルの最高値を付ける。

この章では逆張りトレーダーの観点から、この大きな強気相場のほとんどを年代順に見ていく。まず、1987年に株価が暴落したときの動きを取り上げる。この壮大な株式市場のバブルは1998年8月から2000年3月までの19カ月に最高潮に達する。そして、バブル株の指数であるナスダックはその間に1499から5408へと235%も急上昇した。

株式市場のバブルは、平均して30年に1回起こっている。20世紀のアメリカ株式市場では、1906年と1973年に小さなバブルで高値を付けた。大きなバブルは1929年と1999年に膨らんだ。こうしたバブルは今後も繰り返されるだろう。予定どおりにいけば、次のバブルは2030年辺りかもしれない。次のバブルの種がまかれるまでには、1世代が過ぎて、その間違いが忘れられる必要があるようだ。

# 1987年の暴落

1982～2000年の強気相場では劇的な出来事がいろいろあったが、そのひとつが1987年の株価暴落であった。その年の10月19日に、ダウとS&P500はおおよそ20%下落した。アメリカの株式市場の歴史で、1日でこれほどの下落をしたことは一度もない。このパニック的な下落が、極めて短期の弱気相場で最大幅のところだった。S&P500（私が逆張りトレーダーに使うように勧めている指数）で見ると、1987年の最高値は8月25日に付けた336.77、最安値は12月4日に付けた223.92だから34%の下落だった。ダウの場合は最高値が8月25日の2722ドル、最安値が10月19日の1739ドルで36%の下落だった。

投資家は株価が暴落すると大変な恐怖を感じ、それは当時の新聞の大見出しや雑誌の表紙にも現れた。10月20日付けのニューヨーク・タイムズは大きく太い黒字で、次の見出しを掲げた。「ダウ508ドルの急落、下落率は22.6%。出来高6億400万株は過去最大のほぼ2倍。痛手をこうむるのはだれか?」。11月2日号（雑誌売り場に並んだのは10月26日）のタイムは、恐怖を表す赤い色を背景に白黒の文字だけという表紙だった。その見出しには、「株価暴落——ウォール街での激動の1週間を経て、世界は変わった」と書かれていた。もちろん、世界は実際にはまったく変わらなかった。ただ投資家のとらえ方が変わっただけだ。ニューズウィークもタイムの11月2日号の表紙に調子を合わせた。その表紙は赤のラインチャートで株価の急落を示し、悩んでいる投資家の写真を挿入していた。見出しは「株価暴落のあと」だった。

新聞の大見出しと両誌の表紙によって、私たちは弱気の情報カスケードが株価の暴落そのものから引き起こされ、1日でそれほど途方もない下落をした説明を求めていることが分かる。市場のセンチメントはほとんど瞬間的に変わり、弱気の大衆筋があつという間に形成された。ほんの2～3日で市場のセンチメントがそれほど急に激しく変わるのは珍しい現象だ。リバランス戦略を用いる慎重な逆張りトレーダーなら、この株価暴落にどう反応するだろうか？

1987年の中ごろには、それまでの3年間で相当に強気の大衆筋が形成されていたことはほとんど疑いないと思われた。私はメディア日記をその年に始めたばかりだった。したがって、日記にある強気の情報カスケードを示す証拠記事は大まかなものだった。とはいえ、今でも覚えていることがある。1982年8月に広まっていた悲観的な見通しは、その後5年間に株価が着実に上昇したことで消えていた。1987年8月までには、ダウとS&Pの配当利回りは歴史的な低水準まで下げていた。また、PER（株価収益率）は20を超えていて、当時では歴史的な高水準だった（もっとも、13年後にはそれをはるかに超えることになる）。株式市場の解説者たちは、バブルの可能性があると懸念を表明していた。

逆張りのリバランス戦略では、1982～1987年の上昇の初期段階に株式市場への配分を通常以上に引き上げる必要があった。しかし、S&P500が1986年に250の水準に達して1984年7月の安値148から65%上昇したら、慎重な逆張りトレーダーは株式市場への配分を元の水準に戻しただろう。ヒストリカルデータを使った計算では、強気相場が過大評価の領域に入った可能性があったからだ。1987年前半にはメディアの解説はだいたい強気になっていた。また、S&PはかつてないほどPERは高く、配当利回りは低下していた。いったん、そうした状況が観察されると、逆張りトレーダーなら、強気の大衆筋が株式市場にできたという結論を下しただろう。そこで、株式市場への配分を通常以下の水準まで引き下げるシグナルとして、**S&P500の200日移動平均の値が1%下落するか見守ることになる。**

S&Pそのものが242で引けた1987年11月20日までに、200日移動平均の値は高いところから1%下げた。これが起きたのは、弱気相場で日中に216の安値を付けた10月20日よりもあとのことだ。慎重な逆張りトレーダーは、そこで前に述べた弱気の情報カスケードに気づいただろう。さらに10月の安値で、株価指数は1987年の高値からおおよそ35%下げたことになる。これは強気相場の大衆筋が去るときの普通の下落幅だ。11月20日に何をすべきか？

答えは単純だ。逆張りのリバランス戦略の原則に従うことだ！ たとえ急激な35%の下落がすでに起きて弱気の大衆筋が現れたにしても、**200日移動平均の値が1%下げた**ということは、株式市場への配分を通常よりも低い水準まで下げなければならないことを意味していた。しかし、忘れないでほしいが、あくまでも前

の高値で強気の大衆筋が現れていたことが前提だ。強気の大衆筋が現れていなかったら、その後のどんな下げでも株式市場への配分は通常どおりを維持するのが逆張りのリバランス戦略だ。

1987年11月20日にS&Pが242の水準まで下げたときに、株式市場への配分を通常以下まで減らした。そこで、慎重な逆張りトレーダーの次の動きは何だろうか？ 株価指数は少なくとも20%下落し、弱気の大衆筋が市場に生まれたことは観察できた。そこで**200日移動平均の値が1%上げれば、逆張りのリバランス戦略では株式市場への配分を通常以上まで引き上げる必要がある**。これが起きたのは、1988年9月9日にS&Pが267で引けたときだった。株式市場への配分が通常どおりの場合と通常以下の場合とでは、1987年11月からの9カ月半のポートフォリオに違いが出る。慎重な逆張りトレーダーはバイ・アンド・ホールドの投資家よりも約10%、または1000ベシスポイント運用成績が悪くなる。

## 昔を振り返る——1929～1932年の株価暴落と弱気相場

経験の浅い逆張りトレーダーはおそらく逆張りのリバランス戦略は効率的なのかと疑いをもち始めているだろう。結局のところ、バイ・アンド・ホールドの投資家のほうが1987年の株価暴落でうまくやったのではないかと。それは、たしかだ。しかし、どんな市場戦略でも、ひとつの出来事でのパフォーマンスによってではなく、長年にわたるパフォーマンスで判断しなければならない。

ここで強調しておきたいもっとも重要なことがある。逆張りのリバランス戦略では、弱気相場が始まると、株式市場に通常以上の配分をすることにはかなり慎重になる。これにはそれなりの理由がある。市場が危機的状況に陥ると経済危機に発展することもある。そうした状況では、異なる弱気の情報カスケードが連続して現れる。そして、それぞれのカスケードのせいで相場は次々と安値を切り下げていき、場合によっては株価指数が高値から極めて大幅な下落をすることがある。この現象の古典的な例が1929年の株価暴落のあとに起きた。1929～1932年の弱気相場の間にダウ平均は381ドルから40ドルまで、34カ月で90%の下落を見せた。経済状況が悪化しているという新たな兆し——記録的な高失業率、銀行の破たんなど——が現れるたびに悲観主義が繰り返しあふれかえった。この弱気の情報カスケードの連続は、ダウがまだ200ドルの水準よりも上の1930年後半に始まり、1933年3月の銀行休業日まで続いた。

こういう状況で200日移動平均線を指標にする戦術を用いていたら、バイ・アンド・ホールド戦略よりもパフォーマンスは劇的に高くなっていただろう。ダウが261ドルで引けた10月28日までに、1929年の**200日移動平均の値**は高いところから1%下げていた。それは株式市場への配分を通常以下の水準まで引き下げる根拠となる。その後、移動平均線は3年以上も絶え間なく下がり続けた。移動平均の値が1933年3月31日の低いところからようやく1%上げたのは、1933年の銀行休業日が終わっておよそ2週間後のことだった。1933年3月31日のダウの終値は55ドルだった。そのときにようやく初めて、慎重な逆張りトレーダーなら通常以下まで落としていた株式市場への配分を、通常以上の水準まで引き上げる根拠が生まれたのだ。

# S&L危機、1987～1990年の強気相場と1990年の弱気相場の大衆筋

1980年代のいくつかの規制緩和によって、S&L（貯蓄貸付組合）や商業銀行はそれまで以上に不動産投資ができるようになった。これらの規制緩和のおかげで、さまざまな貯蓄性預金に高い運用利回りを提供することもできるようになり、貸出資金が楽に調達できるようになった。その結果起きたのが商業用不動産への貸出ブームだった。不幸にも、その貸し付けの多くは不健全なものか詐欺的なものだった。そのため多くのS&Lや商業銀行が破たんに追いやられた。こうした状況は経済の健全性を損なう恐れができたため、1989年8月にアメリカ議会は金融機関改革救済執行法を可決した。その規定のひとつによって整理信託公社が設立された。公社は1989年1月1日以後、規制当局が管理する破たんした貯蓄金融機関を買収して処分することになっていた。

1988～1990年にS&Lと銀行の破たんが続き、株式市場で強気の大衆筋が形成されるのをはばむ背景となった。

1987年の株価暴落の記憶も強かったのも、これも強気マインドには悪材料となった。

逆張りのリバランス戦略に従う慎重な逆張りトレーダーなら、1988年9月9日にS&P500が267で引けたときに株式市場への配分を通常以上に増やしただろう。1990年7月にS&Pは368.95、ダウは2964ドルを付け、それぞれ1987年の株価暴落時の安値から65%と71%の上昇を見せた。安値からは2年以上がたっていたので、慎重な逆張りトレーダーならそこで株式市場への配分を元の水準に戻しただろう。強気の情報カスケードはメディア日記にはまだ現れていなかったで、たとえばS&P500の200日移動平均の値がその後1%下げても、配分をさらに通常以下まで引き下げることは考えないだろう。

1990年8月3日、世界はイラクがクウェートを侵略したというニュースに驚いた。世界の主な原油供給源であるサウジアラビア国境付近に、イラクが軍隊を集めているという。株価指数はすでに7月後半には下落し始めていて、このニュースで下げ足を速めた。株式市場に関する最初の大見出しは8月24日付けのニューヨーク・タイムズに現れたもので、「湾岸危機による大量の売り注文で米国株式は急落」と書かれていた。そのときまでにS&Pは終値での高値368.95から17%近く下げて、307.06になっていた。これは弱気相場とみなすための最低20%の下落には至っていない。しかし、S&Pが弱気相場の安値295.46で引けた1990年10月11日にびっくり20%まで下落した。

8月から10月にかけてメディアは、湾岸戦争が始まり人的被害や経済的損失が出るのではと心配していた。だがそれだけではない。ほかに悩みの種があった。失業の増大、不動産不況による景気後退、6%を超えた気がかりなインフレを抑えるためにFRB（連邦準備制度理事会）が金融引き締め政策に動くのではないかと、といったことだ。

この弱気の情報カスケードがあるという証拠は、雑誌の特集記事ですぐに見つけられる。まず最初はビジネスウィークだ。8月13日号の表紙は、「今、景気は後退しているのか？」と問いかけていた。ニューズウィークの10月1日号の表紙は「不動産不況」を特集していた。タイムの10月15日号は株式市場で安値を付けるほんの数日前に出た。にぎやかな通りの頭上高くに時計があり、その針に男がぶらさがっている写真が表紙だった。見出しには「強い不安——迫り来る不況や政府のまひ状態、戦争の脅威で不安症に陥っているアメリカ人」と書かれている。負けじとばかり、ニューリパブリックの10月29日号は、深い穴を描いた漫画に次の見出しをつけた。「原油価格はもうすぐ2倍だ。外国人はもうお金を貸したがない。不動産市場はめちゃくちゃで、銀行システムはぐらぐら。失業率の上昇と不況下のインフレも、すぐそこまで来ている。なのに、政府はどうしようもない対策すら思いつかないんだ。あーあ」。最後はニューヨーク誌だ。11月19日号は表紙に1930年代の写真を載せている。スリーピースのスーツを着た青年がかついでいるリンゴ箱には、「失業中——リンゴ買ってください——1個5セント」と書かれている。表紙の見出しは「つらい時代」だ。

逆張りの初心者でさえ、この弱気の情報カスケードには気づくだろう。10月中旬までには、非常に弱気の大衆筋が株式市場に形成された。イラクとの戦争で株式相場は大幅に値を下げ、銀行の危機はすぐには解決しないだろうと広く信じられていた。

私は当時設立されたばかりの金融専門テレビ局CNBCに何度か出演した。テレビの対談では、株式市場についても債券市場についても私はしつこいほど強気の立場で話をした。S&Pは2～3年で安値295から400以上まで上昇するだろうと予測した。また、長期国債の利回りは同じ期間に9%から6%の水準まで低下するだろうと予測した。この予

測は両方とも的中した。私は自分の見方に対してテクニカル面の理由をいくつか述べた。しかし実は私が自信を持っていたのは、広がっている弱気の投資家心理は奥が深く、弱気の大衆筋が強い確信を持っていると認識していたからだ。私の市場に対する見方は非常に孤立したものだった。**CNBC**のスタッフは私を「強気のテクニカルアナリスト」と呼んで、ほかのゲストと区別したのだ！

これらの出来事が起きている間ずっと、逆張りのリバランス戦略では株式市場への配分を通常どおりに維持する。株価指数は高値から**20%**下げ、極めて明白な弱気の大衆筋が株式市場に生まれた。慎重な逆張りトレーダーであればここで、株式市場への配分を増やすために**S&Pの200日移動平均線**が上向きにならないか見ているだろう。**1991年3月26日**に移動平均の値は低いところから**1%**上昇した。その日の**S&P**は**376**で引けた。慎重な逆張りトレーダーはそこで株式市場への配分を通常以上まで増やしただろう。実はこのときは、**1982**年から始まった上昇で付けた新高値の水準であったことに気づく。しかし、それはどうでもよい。慎重な逆張りトレーダーは安値近くで買い、高値近くで売ろうとしているわけではない。目標はひとつ、パイ・アンド・ホールド戦略に勝つことである。

# 1991～1994年の喜びなき上昇

1990年10月に付けた安値295から、S&P500は3年以上も着実に上昇を続けた。そして1994年2月2日に一時的な高値482に達した。これは1990年の安値から40カ月間で63%上昇したことになる。同じ期間にダウは68%上昇した。強気相場での上昇期間も上昇幅もふだん期待する基準を満たした。ここで逆張りのリバランス戦略では、通常以上の配分を元の水準に戻すことになる。

逆張りトレーダーは、あらゆる状況で常に次の動きを考えている必要がある。1994年2月、株式市場への配分は通常どおりだった。ここでS&Pの200日移動平均の値が強気相場の高い水準から1%下げたらどのように行動するか、トレーダーは知っていなければならない。そのときに配分を通常以下まで減らす唯一の状況は、メディアが発する強気の情報カスケードによって強気の大衆筋が株式市場に生まれているときだ。強気の大衆筋は1994年初期に成長していたらうか？

当時の私自身のメディア日記によると、強気の情報カスケードは1994年初期まで始まってさえないなかった。これは1991年から1993年までの雑誌の表紙を適当に選んで見てみると簡単に分かる。

1991年10月7日号のビジネスウィークは表紙に漫画を載せ、「ぼくの仕事はどうなるんだ！」と男が考えていた。11月4日号のニュースウィークの表紙も同じように漫画で、凶暴そうなオオカミの口の中にいる家族を表していた。表紙の見出しは、「どんな回復？ かみつかれる中流階級」と書かれている。この雑誌のトップ記事には、「あの気がめいる感じ——いつまでたっても終わりそうにない景気後退に平均的なアメリカ人はイラ立っている——と、おびえる政治家」という見出しがついていた。12月2日号のビジネスウィークは実感のない景気回復に対する懸念を強調して、「強い不安」という見出しをつけた。エコノミストの11月29日号の表紙は、株式トレーダーが世界的に下げている株価チャートの坂を転げ落ちていた漫画を載せた。その見出しは、「そして皆が『助けて』と叫ぶ」と書かれていた。最後に、ニューリパブリックの12月23日号は、2つの漫画の目が景気回復の底からじっと上を見上げているところをまったく黒地に描いていた。その見出しは「私たちの経済のどこが本当におかしいのか——そして、どうやって立て直すのか」と書かれていた。わずか3カ月の間にこれだけ悲観的な経済特集記事が集中するとは注目すべきことだ。これは、1991年の終わりまでに強気の情報カスケードが始まらなかったという確証である。

タイムも負けずに1992年1月13日号で不況の表紙を出した。それは不況時代の白黒写真で、ビジネスマンが失業中の露天商からリングを買うところだ。ただし、露天商の写真だけは1992年のカラー写真で、野球帽をかぶってリングを持っている男に差し替えられていた。表紙の見出しは「どれくらい悪いんだ？」となっていた。

これらの段落を書いていて、私は1990～1991年の景気後退が1991年3月にすでに公式に終わっていたことを思い出す。これは一連の特集記事が現れる7カ月前のことだから、なんともちぐはぐだ。しかし、アメリカの失業率は依然として上がり続けていて、1992年6月には7.8%まで上がる。これを歴史的な視点から見ると、第二次世界大戦後で最も高い失業率は1982年12月の10.8%だった。1930年代の大恐慌の間で最も高い失業率は記録によると25%だった。ここで指摘しておくべきことが2つある。まず、景気後退かその余波が残っていて失業率が上がっているのに、強気の情報カスケードが株式市場で成長するというのは、どう考えてもありそうにない。第二にこの場合では、これらの雑誌の表紙から人が受ける印象は、アメリカ経済が恐慌時代に陥る寸前であるかのようだ。これは、メディアが経済ニュース、特に気がかりな種類のものを誇張する傾向を示している。それは何らかの情報カスケードが始まるのを助けることが多い。アメリカの大統領がたまたま共和党に属するときに、この傾向は特に強まるらしい。

悲観的な特集記事のこの集中ぶりは1992年にかなり衰えてきたが、完全に止まったわけではない。エコノミストの1992年10月24号は、難破した船員が海で岩にしがみついている絵を載せて、「景気後退か死ぬ運命か？」という見出しをつけた。注目すべきことに、そのわずか4カ月後に民主党のビル・クリントンが大統領に選ばれると、同じ雑誌の表紙は、アンクル・サムが病院のベッドから飛び上がって喜びに満ちた漫画になっていることだ。そしてベッドには経済活動が上昇するグラフが掛けられていた。その見出しは「急上昇の必要なし」だった。

雑誌の表紙で見る指標では、1993年の残りの時期は静かだった。しかし、ほぼ3年続いたと言える弱気の情報カスケードが終わったあと、逆張りトレーダーは正しく推測することができるだろう。少なくとも1年、おそらくは数年



たたないと、強気の活動精神が復活して株式市場に再び顔を出すことはない。このため、私は慎重な逆張りトレーダーならば**1994年にS&Pの200日移動平均線**がどんなに下げても、それを無視するほうを選んだと思う。結局、移動平均線は実際に下向きになったのだが、逆張りのリバランス戦略が要求する完全な1%までは下げなかった。それでこの問題はいずれにしろ杞憂で終わった。

# 1995～2000年、株式市場で膨らむバブル

強気の情報カスケードが始まったという説得力ある最初の兆候は、1995年11月13日号のUSニュース・アンド・ワールド・リポートの表紙だった。表紙の見出しは「仮想空間でゴールドラッシュ——すべてを変えるインターネット——そして、だれもがその動きに乗りたがっている」となっていた。ネット関連株の上昇が始まった。しかし、いつものことだが、これらのバブル株がどこまで過大評価されるのか、だれにも想像できなかった。この表紙はネット株の勢いに便乗する動きが始まった証拠なので、積極的な逆張りトレーダーの注意を引いたはずだということに注意しておこう。ネット株や関連セクターに便乗した投資家はその後5年間、とてもうまくいった。

1996年6月3日号のビジネスウィークは株式市場の急上昇に注目し、「私たちは株に夢中——これほど多くの人が相場に乗ったことはない。私たちは心配すべきか？」と表紙に見出しをつけた。1996年9月30日号のタイムは、投資信託会社フィデリティ・インベストメンツの社長ネッド・ジョンソンの写真を表紙に使った。ジョンソンは株の銘柄コードに覆われた地球儀を持っている。表紙の見出しは「フィデリティはまだあなたのお金を増やすことができるか？」と書かれていた。

このタイムの表紙は、強気の大衆筋が株式市場に形成された決定的な証拠であった。タイムは総合週刊誌なので、それは国民の関心が株式市場に向いていることを示していた。しかし、すべての逆張りトレーダーが思い出さなければならない重大なことがある。強気の大衆筋が最終的にどこまで大きくなるかを予測するのは極めて難しいということだ。この場合なら、大衆筋は1999年の終わりまで成長し続けた。このタイムの表紙が現れてから丸3年後だ。ビジネスウィークの表紙が「私たちは心配すべきか？」と尋ねたという事実から、心配の種が株式市場とはもはや関係なくなるまで、強気の大衆筋は拡大し続けるだろうと私には読み取れた。

逆張りのリバランス戦略では、1994年初期に株式市場への配分を通常の水準に引き下げようと、慎重な逆張りトレーダーに要求したことを思い出そう。そのときから、配分は通常のままだ。このタイムの表紙を見て、強気の大衆筋が成熟期に入っている強い証拠だと気づいたあとでさえ、慎重な逆張りトレーダーは通常どおりの配分を維持するだろう。株式市場への投資比率を下げるには、S&Pの200日移動平均の値が1%以上、下げるまで待たなければならない。タイムの表紙が現れたとき、S&Pは686だった。しかし、S&Pが売りシグナルを発するのは2001年1月2日で、4年以上もあとの話だ。売りシグナルが出た日に、S&Pは1283で引けた。それは1996年9月のタイムが売り場に並んだ日より87%高い。

当然のことながら、このけた外れに強気の情報カスケードは1997年、1998年、1999年と続いたので、その証拠もほかのときとは比べものにならない多さだ。一例を挙げると、配当利回りや株価収益率、トービンのqで測った株式市場の評価は文字どおりグラフから飛び出した。これよりもずっと印象的だったのは、伝統的な評価尺度がなぜこの新しい時代の強気相場ではもはや役に立たないかを説明する論文が、金融関連の出版物にしきりに現れたことだ。同じような理由づけは、長期上昇が最高値近くになると必ず出てきて、とてつもない株価を正当化する。それは常にバブルが膨らみ、株式市場の大衆筋が成熟期に入ったという兆候である。

当時のもうひとつ面白い兆候はあなたの地元の本屋でも見つかっただろう。それは1982年とは鮮やかな対照をなす状況だった。株式市場についての書物は人気になり、毎週出版されていた。それらは本屋の棚スペースを大きく占めていった。コンピューター技術をトレーディングに応用した書物は特に人気があった。典型的な本は1999年6月28日付けウォール・ストリート・ジャーナルでクリストファー・バイロンが批評している3冊だ。それらの題名は『デイトレード・オンライン (Day Trade Online)』『ハウ・トゥー・ゲット・スターティッド・イン・エレクトロニック・デイトレーディング (How to Get Started in Electronic Day Trading)』『エレクトロニック・デイトレーダーズ・シークレッツ (Electronic Day Traders' Secrets)』だった。

1982～2000年の注目すべき強気相場の歴史について決定版と言える本はまだ書かれていない。第5章で触れたように、私がすべての逆張りトレーダーに読むように勧めるのはマギー・マハール著『ブル (Bull!)』だ。2004年にハーパー・コリンズから出版されたこの書物は、1982年から2002年までの大相場の歴史を詳しく述べて、優れた仕事をしている。

慎重な逆張りトレーダーは**1987～2000年**の歴史的な上昇をした期間はまずまずの成績だった。**1991～1994年**の上昇期間中は株式市場に通常以上の配分をし続けていたので、たしかにバイ・アンド・ホールド投資家に勝った。そこから配分を元に戻し、**2001年1月2日**まで通常どおりの配分を維持した。これは素晴らしい成績ではない。だが、覚えておいてほしいことがある。**1987～2000年**は考えられるほかのポートフォリオ戦略の事実上すべてよりも、バイ・アンド・ホールド戦略が優れていた時期だったということだ。さらに悪いことに、多くの自称逆張りトレーダーは**1996年**か**1997年**以降、株式市場から身を引いていたために運用成績はひどかった。実際、当時の株式市場に現れていた根拠なき熱狂について、ロバート・シラーが**1996年**に語った警告（FRB議長のアラン・グリーンスパンが国民に伝えた）に従った人々は、それ以降バイ・アンド・ホールド投資家の運用成績を大きく下回った。**1996年**に株価は歴史的な高値を付けていたし、強気の大衆筋が市場に生まれていたのも間違いない。しかし、バブルは常識を持った人々の想像をはるかに超えて膨らむこともある。だから、そのことを覚えておくのも同じように大切だ。逆張りのリバランス戦略で**200日**移動平均線の戦術を使うのは、バブルが長く続くこともあるという事実を考慮しているからだ。

# 1987年の株価暴落に直面する積極的な逆張り

この章の残りでは、第11章で述べた積極的な逆張り戦略を、1987～2000年の強気相場で起きた三度の劇的な局面で使うとどうなるかを示すことにする。この14年間の強気相場で積極的な逆張りがどう振る舞うかを余すところなく語るなど、とてもできない。すべて語ろうとすると、だれも読みたがらない量になるだろう。ここでは、積極的な逆張りトレーダーがこの間に行う重大なポートフォリオの調整について少しだけ述べて、積極的な逆張り手法の核心を伝えられれば満足だ。

本章で前に説明したように、どう見ても1987年夏までには強気の大衆筋が株式市場にできていると、逆張りトレーダーが信じる理由があった。配当利回りとPER（株価収益率）の歴史的な基準から見れば、株価指数は明らかに過大評価されていた。1982年から株価指数は大幅に上げ続けていたので、市場のセンチメントは楽観的で強気だった。例えば、1982年8月から1987年6月1日まで、S&P500は年率およそ24%の上昇をした。

S&Pが300の水準を少し下回っていた1987年3月に、私は株式市場に対するポートフォリオの配分を大幅に引き下げることにした。そのころ、私はS&Pの動きを1984年7月の安値148から測っていた。1986年の中ごろまでには、約2年でS&Pは安値から65%上げていた。これは、市場が過大評価されていると考えてもいい最低基準を満たしている。しかし、1986年には強気の情報カスケードが株式市場にあるという納得のいく証拠はまだ見つかっていなかった。さらに、過大評価が相当の水準まで進むには、1982年の安値から5年ほど上昇する必要があると、そのころの私は思っていた。それで、私は翌年3月まで積極的に強気の姿勢を崩さなかった。

1987年3月に私が株式市場への配分を通常以下まで減らしたことに注意してほしい。これは積極的な逆張りトレーダーにもお勧めできない戦術だ。しかし、S&Pがたとえ大幅に上げたとしても、2～3カ月以内に再び下げて、通常以上の水準に配分を増やす機会がくると私は確信していた。結局、1987年8月25日にS&Pは終値で337の高値を付けた。

10月16日の金曜日にS&Pは282で引けた。これは200日移動平均線を5%下回る水準で、積極的な逆張りトレーダーに弱気相場が始まったことを知らせるシグナルとなった。弱気の情報カスケードがそのときにはなかったので、積極的な逆張りではこのシグナルで株式市場への配分を通常以下まで引き下げたいだろう。どうしてか？ 強気の大衆筋は明らかに1987年の夏までには株式市場に入ってきていた。そのような大衆筋がいなくなると、株価指数は高値から少なくとも30%は下げるのが普通で、時にはそれ以上下げることもある。そうした見通しがあれば、株式市場への配分を最低水準にしても問題はない。

次の取引日である1987年10月19日に、主な株価指数は20%という驚くべき下落を見せた。その日のS&Pは225で引けた。私は、その翌日の市場が大混乱に陥ったのを覚えている。20日の正午ごろ、NYSE（ニューヨーク証券取引所）の取引は事実上、停止した。株の買い注文がなかったのだ！ そこが、パニックが最大になったときだった。市場の公式記録では、その日のS&Pの安値は216だった。だが私の見積もりでは、この混乱中に実際は190ぐらいいまで下げていた（20日のS&P先物は181まで下げた）。だが、どこからともなく買い手が現れ、すさまじい上昇が始まる。翌週のS&Pは216～258のレンジで激しく変動した。株価暴落でショックと恐怖が広まったことを反映して、株と先物の売り気配と買い気配の差はけた外れの大きさになった。

この暴落によって弱気の情報カスケードが発達する。それは1週間後の10月26日には明らかになった。その日のS&Pは227で引けた。200日移動平均線を24%以上、下回る数字だ。これは当然、積極的な逆張りトレーダーが株式市場への配分を通常以上の水準まで引き上げたほうがよいと明らかに示していた。

私はそうしただろうか？ しなかった！ そのときの私は皆と同じくらい動揺していた。10月19～20日の安値で、株価指数が高値から30%以上、下げたことは分かっていた。それは強気の大衆筋がいなくなるときのよくある、弱気相場での急落だということも分かっていた。しかし、時間面では基準に合っていなかった。1987年の夏に明らかになったような強気の大衆筋がいなくなるときの、普通は何カ月もかかるものだ。しかし、8月25日の高値からは2カ月しかたっていなかった。それで私は何もしないで、何かが起きるのをじっと待つことにした。

私は1988年5月まで待った。1987年8月に高値を付けた日からおよそ9カ月後だ。私の計算では、強気の大衆筋が

いなくなったあとに起きる弱気相場としては、これが最低限の期間だった。しかし、5月に**S&Pは248**までしか下げなかった。それは前の**10月**の安値よりもずっと上の水準だった。**10月**の安値で弱気相場はおそらく終わったと、私が判断したのはそのときだった。これが正しければ、私は株式市場への配分を通常以上の水準まで増やさなければならなかった。私は実際にそうした。**1988年5月**に採用した仮説では、強気相場が進行中だということになっていたの  
で、私は強気相場の第一段階にふさわしい特別ルールに従いたかった。ルールでは、**終値での安値から少なくとも25%上昇するまで待つべきだし、安値から少なくとも6カ月はたっている必要がある。それらを満たしたら、50日移動平均線を観察し始める。この50日移動平均の値が高いところから0.5%下げたら、株式市場への配分を元に戻す。**

**1987年12月4日**の終値で付けた弱気相場の安値**224**から**25%上昇**すると、**S&Pは280**になる。この水準に初めて達したのは、**10カ月後の1988年10月20日**だった。この日から**50日移動平均線**は上げ続けた。**S&Pが332**で引けた**1989年11月6日**に、この移動平均の値は初めて**0.5%下げた**。積極的な逆張りトレーダーはこの時点で、株式市場への通常以上の配分を元に戻すだろう。

# 1990年の安値

この章の前のほうで、1990年の第4四半期にS&L危機と湾岸戦争の脅威に反応して、弱気の情報カスケードが発展したことを私は説明した。1990年8月21日にS&P500は322で引けた。それは200日移動平均線を5%以上、下回っていた。その局面で、積極的な逆張りトレーダーは通常以下まで株式市場への配分を減らしただろう。

10月中旬までに弱気の情報カスケードが極めて明白になっていた。またそのときは、S&Pが200日移動平均線を10%以上、下回ってから数日たっていた。S&Pが305の水準を下回っていたときに、積極的な逆張りトレーダーが株式市場への配分を通常以上に増やすのは簡単だっただろう。

1990年の弱気相場は短く、S&Pは20%下げた。そして10月11日に付けた295の水準で、その相場は終わった。そのときに私はかなり強気で、新しい強気相場が始まったと信じていた。私はその秋、CNBCに何度か出演したときに、このことを繰り返した。強気相場の第一段階で、積極的な逆張りトレーダーは少なくとも6か月間は株式市場への配分を通常以上そのまま維持したいと考える。そして、弱気相場の安値から少なくとも25%上昇するまで待つ。1990年10月の安値から6か月後に、S&Pは378で引けた。それは安値よりも27%上昇していた。ここで積極的な逆張りトレーダーは、S&Pの50日移動平均の値が最初に0.5%下げるところを見守る。これが株式市場への配分を元に戻すシグナルだからだ。これは、S&Pが374を付けた1991年7月5日に起きた。

# LTCMの破たん

次は1998年まで飛ぶことにしよう。それは世界の金融市場にとって劇的な年だった。8月17日に、ロシア政府は対外債務を履行しなかった。ルーブルは他通貨に対して著しく下げた。世界の債券市場はロシアの金融危機で混乱に陥った。また、これによって巨大ヘッジファンドのLTCM（ロング・ターム・キャピタル・マネジメント）は多大な損失を出した。LTCMの損失はあまりにも大きかったので、ウォール街のいくつかの銀行で資金繰りが行き詰まる恐れが出てきた。このいわゆるシステミックリスク（決済システムの破たんにつながる危険）のため、FRBはこれらの融資や出資をしていた銀行をまとめて、ファンドのポートフォリオを買い取らせた。それだけでなく、FRBは大幅に利下げを行い、大量の流動性を金融市場に提供することでパニックが広がるのを防いだ。

弱気の情報カスケードの最初の兆候は、1998年8月28日のニューヨーク・タイムズの大見出しだった。それは、「揺れる市場。ロシア経済は傾き、エリツィンにさらなる圧力。ダウは4.1%の下落」と書かれた。9月1日付けの私の地元紙モリスタウン・デイリー・レコードは、「ダウ完敗——512ドルの下落で吹き飛んだ1年分の上昇」という見出しをつけた。

弱気の情報カスケードは総合週刊誌でも目立っていた。8月8日号のエコノミストの表紙は、弱気の象徴である熊がサングラスをかけている漫画だ。そのレンズには株価が下落しているチャートが映っていた。見出しは「笑ってこらえろ」だった。1ヵ月後の9月14日号で、タイムの表紙は「上昇は終わったのか？」と尋ね、下げる株価のチャートに混乱する投資家を描いた。10月12日号の表紙でニュースウィークは、「99年に株価暴落？——起きるとは言わないうが、起きてもおかしくない理由はある」と書いた。

ロシア財政危機が起きる前の1998年7月17日に、S&Pは終値で高値の1187を付けていた。その後、S&Pは8月31日の終値で957の安値まで下げ、10月8日には日中に付けた安値923まで下げた。これは終値ベースで20%近い下げで、日中ベースではそれ以上の下落だった。出来事の動きはあまりにも速かったので、積極的な逆張りトレーダーはこうした下落をどれも回避できなかっただろう。実際、S&Pが200日移動平均線を少なくとも5%終値で下回った最初の日である8月31日は、終値での安値957を付けた日でもあった。その日が、積極的な逆張りトレーダーが株式市場への配分を通常以下まで下げられる最初の機会だった。

S&Pが日中の安値を付けた10月8日は、200日移動平均線を少なくとも10%下回って引けた最初の日だった。弱気の情報カスケードは明らかにそのときには動いていた。積極的な逆張りトレーダーは、S&Pが959の水準で株式市場への配分を通常以上に増やしただろう。この局面で、新しい強気相場が始まっているように私は進んで賭けていた。これはギャンブルだ。相当地強気の大衆筋が形成されていたことは、1996年以降明らかだったからだ。S&Pは高値からまだ20%しか下げていなかったもので、過去の例に基づいて考えるなら、さらに大きく下落して、30%以上下げても全然おかしくなかった。

思い出してほしい。新しい強気相場の第一段階は普通、上昇全体のうちでも最も大きく上昇する。私はその機会を逃したくなかった。新しい強気相場が進んでいると予想した積極的な逆張りトレーダーは、弱気相場の安値から6ヵ月たち、S&Pがその安値から少なくとも25%上昇するまで待ちたいだろう。この2つの基準が満たされたら、50日移動平均の値が0.5%下げるまで待つて、株式市場への配分を減らすシグナルにするだろう。

しかし、私は大きな下げが迫っていても自分を守るように、妥協策を用いることにした。50日移動平均の値が0.5%下げるまでは、私は株式市場に通常以上の配分をし続けるだろう。だが、これが起きれば、たとえ6ヵ月たっていなくても、また25%上げていなくても、通常以下まで引き下げるだろう。

結局、S&Pが7月17日の高値を超えるのに2ヵ月余りかっただけだった。そして50日移動平均の値は、その上昇期間中で一番高かったところからすぐに0.5%下げた。いったん新高値を付けると、私は強気相場の第一段階にふさわしい6ヵ月と25%のルールを採用した。1999年9月20日にS&Pが1336で引け、50日移動平均の値が0.5%下げると、株式市場への配分を元に戻した。1998年の安値から始まった強気相場は、S&Pの終値で1527の高値を付ける2000年3月まで続くことになる。





## 第13章 バブルの崩壊——2000～2002年の弱気相場

Collapse of the Bubble : The 2000-2002 Bear Market

●バブル相場の終わり●慎重な逆張りトレーダーはシグナルが出るまで待つ●2001年1月の弱気相場のシグナル●どこまで下げるのか？●9.11テロ攻撃後の弱気の情報カスケード●シグナルが出るまで長く待つ●2002年7月に弱気筋が大騒ぎする●大衆筋の逆に賭けるアマチュア逆張りトレーダー●慎重な逆張りトレーダーは2003年6月まで待つ●積極的な逆張りトレーダーは弱気相場でトレードする●打ちのめされたウォール街●ニュースウィークが弱気相場を予測する●天井を付けたあとのサマーラリーで考えたこと●10月11日の弱気相場のシグナル●2001年3月の買いの機会●4月に再び配分を減らす●9.11後のトレーディング●弱気相場の底値近くで買う●強気相場の第一段階

# 壮大な強気相場の終わり

アメリカ史上最大の強気相場は1982年8月にダウ平均と**S&P500**が付けた安値から始まった。8月12日にダウは**776.92**ドル、**S&P**は**102.42**で引けた。そこから18年という驚異的な長さの上昇が続き、ダウは2000年1月14日に終値で1万**1722.98**ドルに達した。**S&P**は2000年3月24日に、その強気相場での最高値**1527.46**に達した。バブル株が多いナスダックは1982年8月の159から2000年3月10日の終値**5048**まで上昇した。

2000年前半にこれらの株価指数が空前の上昇を終えようとしているときに、逆張りトレーダーはどういうポジションを取っていただろうか？ 忘れないでほしいが、どんな逆張りトレーダーでも犯しかねない最大の間違いは、長期の強気相場で相当の期間にわたって投資比率を下げすぎることだ。市場平均を上回る利益を出すということは、バイ・アンド・ホールド戦略の運用成績を上回ることを意味する。そして、この戦略が輝きを増すのは強気相場が長く続いているときなのだ。それで、1996年後半にバブルに踊る大衆筋を見極めたあとでさえ、逆張りトレーダーは株式市場への配分を通常の水準に戻すだけだっただろう。慎重な逆張りトレーダーなら、逆張りのリバランス戦略に従って通常以下まで配分を減らす前に、**S&P500**の200日移動平均の値が強気相場の高値から1％下げるまで待つ。積極的な逆張りトレーダーの場合は、**S&P500**そのものが200日移動平均線を5％下回るまで待つ。きちんと準備を怠らないかぎり、どちらのタイプの逆張りトレーダーも、これらの戦術によってバブルの強気相場で投資比率を下げずに済んだだろう。

## 2000～2002年の弱気相場における逆張りのリバランス

S&P500の200日移動平均の値は2000年10月5日の1447.54で最大になり、2001年1月2日までにその水準から1%下げた。1月2日にS&Pは1283で引けた。ここに至って、株式市場への配分を通常以下の水準まで下げる十分な理由を慎重な逆張りトレーダーは持ったことになる。通常の配分が60%という私たちの例では、通常以下の配分とはおそらく30%か、もっと低い比率になるだろう。

ここで極めて重要な点を強調しておきたい。逆張りトレードとは断じて、株価指数の天井と底をつかむことではない。バイ・アンド・ホールドの投資方針よりも優れた成績を出すことが目的だ。したがって、強気相場の最高値近くで株式市場から抜け出し、弱気相場の最安値近くでまた戻するという必要はない。逆張りトレーダーに必要なのは大衆筋に向かうことだ。つまり、大衆筋が逃げだしそうなところを見極めて、大衆筋が選ぶ方向とは反対側に投資することだ。強気相場の天井を見極めるのはとても難しいが、天井をおそらく付けたと考えられるところから、強気の大衆筋がいつ逃げだしそうかを見張るほうはずっと簡単だ。

# 再び長い下げ

逆張りトレーダーの立場から見た場合、**2000～2002年**の弱気相場で一番重要な特徴は、それが株式市場のバブル崩壊から発展したということだ。バブルは**1990年代**の最後の数年に発達した。バブル時に大衆筋を育てたメディアの情報カスケードは見極めやすかった。それまでのどのような基準で測っても、**2000年**の高値水準にある株式市場は異様なほどに過大評価されていた。

株式市場のバブルはそうそう起きるものではない。しかし、実際に起きたとき、その後に続く弱気相場は長く厳しいものになることが多い。この弱気相場も例外ではなかった。弱気相場が終わる**2002年10月**には、**2000**年前半の高値からダウは**39%**下げていたし、**S&P500**は**50%**、ナスダックは**80%**近く下げていた。どの株価指数で測るかによるが、弱気相場は**31～33**カ月続いた。歴史的には、下げ幅と下落期間でこれに匹敵する最後のものは**1929～1932年**の大暴落だった。それは**1930年代**の大恐慌を招いた。

逆張りトレーダーは、バブル後の弱気相場が長く厳しくなりそうだということを知っている。逆張りのリバランス戦略を用いている慎重な逆張りトレーダーの場合、これは重要な意味を持つ。まず、彼らは厳しい弱気相場がおそらく**1**年半から**3**年ぐらい続くだろうということは分かっている。相場は少なくとも**30%**、おそらくは**50%**近く下げだろうと予想している。これらのヒストリカルデータを使った計算とメディア日記の情報を利用して、準備ができたら——つまり、弱気相場が終わったという証拠が得られたら——すぐに、彼らは株式市場への配分を通常以上の水準まで増やしたいと考える。

これらの目標が**2000～2002年**の弱気相場で、どう達成できたのかを見ることにしよう。

# 暴落時における逆張りのリバランス

第11章で私は、弱気相場が終わったという証拠が得られたら、慎重な逆張りトレーダーは株式市場への配分を通常以上の水準まで引き上げるべきだと説明した。このためには3つの条件を満たす必要がある。まず、メディア日記で弱気の情報カスケードが見つけれなければならない。それも、相当に弱気の大衆筋が株式市場にできるほどカスケードが集中していることが必要だ。第二に、そのときの弱気相場にふさわしい程度に、**S&P500**が下げている必要がある。（何らかのバブルに関連する）強気の大衆筋が逃げだしたために起きた弱気相場なら、**S&P**が**30%**以上下げると予想される。それ以外の普通の弱気相場なら、**20~30%**しか下げないだろう。最後に、これら2つの条件を満たしているとき、**S&P500**の**200日移動平均**の値が一番低いところから**1%**上げる必要がある。この第三の条件を満たしたら、慎重な逆張りトレーダーは株式市場への配分を通常以上の水準まで引き上げる。

アメリカ史上最大のバブルは株価指数の**2000年**の最高値と関連しているので、慎重な逆張りトレーダーはその後の弱気相場で**S&P**が少なくとも**30%**は下げると予想するだろう。これが実現したら、彼らは弱気の大衆筋が形成されているという証拠がメディア日記にあるかどうか判断する。**2000年3月24日にS&Pは終値で1527の最高値を付けた。1527から30%下げると1069になる。2001年9月17日にS&Pは1038で引けた。これは終値で初めて30%を下回った日だ。そのときに、弱気の情報カスケードが流れていただろうか？ また、弱気の大衆筋が株式市場に集まってきていたのだろうか？**

両方の質問とも私の答えはイエスだが、その理由は普通とは多少異なる。**2001年9月11日に、ニューヨークの世界貿易センターがテロリストに攻撃された。株式市場はその後1週間閉鎖され、9月17日に再開された。1313の水準で、S&Pは2001年5月21日に付けた短期の高値から4カ月近く、ずっと下げ続けていた。テロリスト攻撃で金融市場が受けた衝撃はけた外れだった。しかし、そのことは新聞の第1面でも雑誌の表紙でも扱われなかった。その理由は明らかだ。メディアを支配したのは政治的・軍事的ニュースだったからだ。そうであったとしても、2001年9月12日付けニューヨーク・タイムズのビジネス面は1ページ目に、「金融界は攻撃の余波で大揺れ」という見出しを載せた。9月21日付けシカゴ・トリビューンの第1面には株式市場の記事が載せられ、前の週にすべての株価指数が下落しているチャートもつけてあった。その見出しは、「アメリカの精神にさらなる打撃。崩れ去ったこれまでの前提。市場に残る恐怖」となっていた。**S&Pはこの前日に984で引けていた。それで、弱気の情報カスケードが動いていると慎重な逆張りトレーダーが結論を出しても問題ないと思う。そこで彼らは、S&P500の200日移動平均の値が少なくとも1%上げるのを待つだろう。****

これを待つのは長くつらいものだった。というのも、**200日移動平均の値が望みどおりに1%の上昇を見せたのは、2003年6月13日にS&P自体が988で引けたときだったからだ。途中には激しい動きがあった。S&Pは2002年1月に1178まで上げ、同じ年の10月には768まで下げた。これらの変動は2002年夏に発達した、第二の弱気の情報カスケードを背景に起きたものだ。**

この第二の弱気の情報カスケードができたという最初の動かぬ証拠は、**2002年7月13日付けニューヨーク・タイムズに現れた。これは第1面に出た株式市場に関する記事だった。それはトップ記事ではなかったが、半分の折り目よりも上の重要記事だ。また、S&P500、連邦政府の財政赤字、急落している消費者信頼感指数の弱気のチャートも載せていた。その記事の見出しは「市場が憂うつな週を終え、うろつく弱気筋」だった。その翌日も第1面の折り目よりも上に、株式市場に関する記事が出た。今度もトップ記事ではなかった。記事には「年配アメリカ人の夢を打ち壊す株価下落」と見出しがつけられていた。7月17日によりやく株式市場のニュースがニューヨーク・タイムズの大見出しに登場した。そこには、「企業の強欲を非難するFRB（連邦準備制度理事会）議長、下院は法案を修正——投資家の悩みの原因を挙げるグリーンズパン——再びダウ下落」と書かれていた。さらなる証拠が7月20日付け同紙の1面トップ記事に出た。大見出しは、「4カ月も総崩れを続ける市場——ダウは390ドルの急落」だった。同じ日、シカゴ・トリビューンも同じように「ダウ、4年間の最安値まで急落」という大見出しを載せた。そして7月23日付けトリビューンは「ダウ、8000ドルを下回り1998年水準に」と見出しをつけた。**

アマチュア逆張りトレーダーの妻は、**2002年7月22日に株式市場への配分を増やした。7月20日の2本のトップ記**

事が出てから最初の取引日だ。7月22日の**S&P**は**820**の水準で引けた。彼女は**S&P500**インデックスファンドに投資していたので、その**820**が彼女の取引価格になった。妻は積極的な逆張りトレーダーのように動いた。では、慎重な逆張りトレーダーの場合は、いつ株式市場への配分を通常以上に増やすのだろうか？ たしかに、相場は**S&P**で測って**50%**近くと、十分に下げていて、前のバブルはしぼんでいた。弱気の情報カスケードは長い間続いていた。そのため、強力な弱気の大衆筋が発達していた。配分を増やすためには、**S&P500**の**200**日移動平均の値が**1%**上げさえすればよかった。これが実際に起きたのは、**S&P**が**989**で引けた**2003**年**6**月**13**日だった。その日に**S&P**の**200**日移動平均の値は**887.96**に達した。これは**2003**年**5**月**1**日の弱気相場で付けた一番安い平均値**879.03**から**1%**の上昇だった。

というわけで、**S&P**が**1283**を付けた**2001**年**1**月**2**日に、慎重な逆張りトレーダーは株式市場への配分を通常以下まで減らしただろう。それから**2003**年**6**月**13**日に**S&P**が**988**を付けたのを確認して、配分を通常以上に引き上げただろう。ここで、2つの重要な点に気がつく。まず、終値で**S&P**が**1527**の最高値を付けたあと大幅に下げたからしか、彼らは配分を通常以下まで落としていない。また、弱気相場の終値での最安値**777**近くのどこにおいても、配分を通常どおりに引き上げたうえで、さらに通常以上の水準まで増やすということはしていない。これはかなり重要なことを示している。ベンチマークとなるバイ・アンド・ホールド戦略を上回る成果を出すために、天井近くで売ったり、底値近くで買ったりする必要はないということだ。平均して、売る水準よりもかなり安い水準で買ってさえすればよいのだ。

## 2000～2002年の弱気相場での積極的な逆張り

2000～2002年の弱気相場は3回のかかなり大きな上昇で中断し、S&Pは少なくとも20%上昇した。この3回の大きな上昇で買い、その後の下落を予想して売るか空売りさえもできる素晴らしい機会が、積極的な逆張りトレーダーには何度もあった。しかしこの章では、バブル後の強気相場の間に彼らが利用できた空売りの機会について、私は説明しないつもりだ。なぜか？

株式市場で売り手側に回るのは、たとえばベア型ETF（上場投資信託）を使う場合でも熟練者に任せるべきだと私は思っている。それを実行するにはとても柔軟な頭が必要だし、どこが良い機会かを徹底して公平に見る目も必要だ。初心者の逆張りトレーダーはこれらの特徴をあまり身につけてはいない。熟練者は私の助けを必要としない。だが初心者には、あまり無理をしないようにと言っておきたい。株式市場はどんな投資家にとっても当てにならない領域でもある。初心者はアメリカ株式市場の長期的な上昇トレンドに合った行動——買いポジションを持つこと——に焦点を合わせるのが賢明だ。というわけでこの章の残りは、2000～2002年の弱気相場の間に買いポジションだけの運用で満足していた、積極的な逆張りトレーダー向きの機会をいくつか指摘しておく。

# 打ちのめされたウォール街

2000年3月24日にS&P500はおよそ1527の終値でバブル相場の天井を付けた。当然のことだが、そのときには逆張りトレーダーのだれも、それが強気相場の天井になるとは分からなかっただろう。しかし、株式市場が極端に過大評価されているという証拠は、彼ら全員がいくらかでも見つけたはずだ。すべての逆張りトレーダーのメディア日記には、株式市場にバブル時の大衆筋を形成させた強気の情報カスケードがいくらかでも証拠として見つかるに違いない。それで、彼らは少なくとも相場に慎重な見方をして、弱気相場が始まった兆しが見えないか気をつけただろう。

2000年3月のころは、これらの警告の合図があるにもかかわらず、私は強気相場がまだ続くと思っていた。私の推理はヒストリカルデータを使った計算に基づいたものだった。S&P500が日中の安値923を付けた1998年10月に、私は短い弱気相場が終わったと思った。そこから、普通の強気相場が展開すると考えた。それは私の計算では2年ほど続き、65%か、それを少し超えるほどの上昇になる。およそ923から実際に65%の上昇をしたのは、S&Pが最高値1527で引けた2000年3月23日だった。しかし、2年という目安は2000年10月にならないと達成しない。そこで、私は2000年9～10月のどこかで天井を付けると予想した。

積極的な逆張りトレーダーの場合、S&Pが短期の安値から少なくとも15%上昇して新高値を付けたら、強気相場が続いている間は株式市場への配分を必ず通常の水準まで引き下げておくほうがよい。2000年3月、あとになって天井だと分かった水準のほぼ近くで、幸いにも彼らは株式市場への配分を元の水準まで減らせたかもしれない。なぜだろう？ 2000年2月25日は短期の安値を付けた日だが、そのときのS&Pの終値は1333で、200日移動平均線を約2%下回っていた。その短期の安値に伴って、弱気の情報カスケードが短期間続いた。特に、2月26日付けニューヨーク・タイムズ1面の記事が目立っていた。記事の見出しは、「金利の上昇懸念で混乱する株式市場——ダウ、終値で1万ドルを下回る」だった。2月25日の終値で付けた安値近くで、積極的な逆張りトレーダーが株式市場への配分を通常以上に増やしていたら、S&Pが15%上昇したあとで通常の配分に戻していただろう（それはおよそ1533で、3月24日の日中に付けたが、終値では一度も達成しなかった）。

前にも述べたように、3月24日の終値1527が強気相場の天井だろうと、その時点では知る方法はない。まさにこのために、たとえあなたが積極的な逆張りトレーダーであっても、強気相場の間に株式市場への配分を通常以下まで引き下げることは勧められないのだ。彼らにとって、強気相場が続いているときの適切な方針は、通常以上の水準に増やせる機会を待つことだ。2月25日に安値1333を付けたときの説明で示したように、これにはS&P500が上向きの200日移動平均線まで、あるいはそれを多少下回るまで下落する必要がある。またそのときに、弱気の情報カスケードが短期間、進んでいることも必要だ。弱気相場がいつ始まってもおかしくないとよく分かっているながらも、積極的な逆張りトレーダーならそこで配分を通常以上まで増やせる。その理由は、株式市場のバブルがどこまで膨らむか予測不可能だからだ。そのため、普通はS&Pが200日移動平均線を5%下回るまで、積極的な逆張りトレーダーであっても弱気相場の戦略を実行しないのが一番なのだ。なお、実際に5%を下回ったのは10月のことだった。

3月に天井を付けたあとの2000年4月に、弱気の情報カスケードが短期間続いた。株価指数、特にバブル株が多かったナスダック総合指数は3月の高値から急落した。4月5日付けニューヨーク・タイムズは第1面で、「警戒心の強い相場で暴落後、ナスダック回復」という大見出しを載せた。この記事にはフロアトレーダーのカラー写真がついていて、前日にナスダックが乱高下したチャートを背景に悩んでいるように見える。4月4日の終値でS&Pは1494を付けた。それは200日移動平均線よりもほぼ8%上回っていた。さらに、3月の最高値から下落し始めて2週間もたっていないかった。また、終値ベースでの下げ幅は2%程度にすぎない。そのため、弱気の情報カスケードは4月5日に始まったように見えたが、相場は200日移動平均線近くまで下げていなかったし、高値から1～3カ月にわたって5～10%下げてもいかなかった。これらは普通の強気相場であれば、反落の指針となる。それで、積極的な逆張りトレーダーならば、もっと良い機会が現れてから株式市場での買いを増やすだろう。

4月13日になって、事態がうまく動き始めた。ニューヨーク・タイムズは1面に株式市場の記事を載せた。それはトップ記事ではないが、重要記事だ。記事の見出しは、「ナスダック、わずかに数週間で天井から25.3%の下げ——急落はハイテクの弱気相場を示唆」だった。4月15日土曜日のニューヨーク・タイムズは太字の長い大見出しで、「警



戒した投資家が逃げ、株価急落——ナスダック最悪の週」と書いた。地元のモリスタウン・デیلیー・レコードは、その日の大見出しに「打ちのめされたウォール街」と載せた。

明らかに、弱気の情報カスケードが短期的に根付き、一時的な弱気の大衆筋が生まれていた。こういうことは強気相場で生じる短期の下げではよくあることだ。さらに、4月14日にS&P500は1357で引けた。これは上向きの200日移動平均線を2%下回り、50日移動平均線よりも下で、3月の最高値からはほぼ12%下げていた。この組み合わせは積極的な逆張りトレーダーにとって絶好の買い場だった。株式市場への配分を通常の水準に戻すか、通常以上まで増やしてもよいところだ。分かっているかぎりでは、強気相場はまだ続いていた。

だが、意欲的な逆張りトレーダーの注目に値する雑誌の表紙が、2000年4月に現れている。2000年4月24日号の表紙に、ニューズウィークは水が入ったグラスの写真を載せた。そのなかでは2錠の胃薬が溶けかけている。表紙の見出しは「強気相場は本当に終わったのか？」だった。これは気味悪いほど先見の明があった雑誌の表紙例だ。そのような表紙は普通ではないが、ときどき出てくる。大切なことは、逆張りトレーダーがそれらを誤解しないことだ。世間知らずの逆張りトレーダーはこの表紙の質問に、強気相場は終わっていないと答えたいだろう。彼らはあとになって間違いを思い知らされるのだ！ この核心は、明白で圧倒的な証拠によって、すでに株式市場にバブルができていることをその表紙が示したということだ。そして、バブルが完全にしぼんでしまうまで何カ月、おそらくは何年もかかると歴史は教えている。

# サマーラリー

2000年4月のS&P500の終値での安値は1356で、4月14日に付けた。前にも指摘したように、弱気の情報カスケードがその月に短期間続いた間に、積極的な逆張りトレーダーが株式市場への配分を通常以上に増やすだけの理由は十分にあった。逆に、強気のパブルで形成された大衆筋が逃げだし、弱気相場がすでに始まったと信じる理由はまだなかった。1998年10月の安値から始まった強気相場は17カ月しか続いていなかった。これは平均20～24カ月と比べてかなり短い。としかに、2000年3月の最高値までにS&Pは65%上昇していた。とはいえ、どんな過去のデータに基づいて統計的な推測をしても、パブルはそれをはるかに超えて膨らむことがある。また、逆張りトレーダーはそのことをいつでも強く意識している。それで、積極的な逆張りトレーダーの場合、弱気相場のトレーディング戦略に切り替える前に、少なくとも**S&Pが200日移動平均線を5%下回るまで待つ**だろう。当面の問題は、通常以上の配分をいつ元の水準に戻せばよいか決めることだった。

私は当時、この問題に次のように対処した。この章で以前に指摘したが、1998年10月の安値から始まった強気相場は2000年9～10月まで続くだろうと考えていた。そのころにパブル時の大衆筋が逃げ始め、弱気相場が定着するだろうと思っていた。さらに、1998～2000年の強気相場には次のような重要な特徴があることも分かっていた。短期間の反落は2000年3～4月の前にも2回あった。この2回の下落が終わったあと、S&P500はいずれも6週間以内に何とか強気相場の新高値を終値で付けた。したがって、私はこの6週間以内という間隔を使って、4月の安値からの上昇がどれくらい強いかを測ることにした。

6月19日に、S&Pは終値ベースで4月の安値からの上昇における新高値1486に達した。そこまで8週がたっていたが、S&Pは2000年3月24日の終値での最高値1527を抜いてはいなかった。私はこれを、強気相場の天井はすでに付けているという警告かもしれないと受け取った。しかし、それはまだ警告にすぎない。私は、S&Pが200日移動平均線を終値で1%下回る日があつたら、弱気相場の態勢に移る決心をした。そのような終値は200日移動平均線がまだ上向きのときに付けるだろう。だが、私は積極的に弱気の姿勢に転じて問題ないと信じていた。けた外れに強気の大衆筋が形成されていたし、2000年9～10月という理想的な時期も間近に迫っていたからだ。

2000年9月1日にS&P500は上昇して高値1521を付けたが、強気相場の終値での最高値に近いとはいえ、それをまだ下回っていた。9月26日に、S&Pは200日移動平均線を1%以上、下回る1427で引けた。そのときの200日移動平均の値は1447で、まだ上昇を続けていた。そのときに、私は逆張りトレードで弱気相場の態勢に入った。実を言うと私は、相場が上昇している7月にはすでに、株式市場への通常以上の配分を元の水準に戻していた。これは4月の安値から6週間以上たっていたのに、新高値を付けなかったからだ。9月後半にはさらに配分を下げ、通常の水準よりも大幅に減らした。これは私が第11章で勧めた方法よりも、もっと積極的な手法だった。だが、私は一般の逆張りトレーダーよりもずっと経験豊富でもある。

普通の積極的な逆張りトレーダーの場合、2月25日の安値からの上昇で使ったのと同じ戦術を用いて、配分を通常どおりに戻すとしたら、どのように行っただろうか？ 強気相場の最高値はすでに付けていた。また、S&Pは4月14日の安値から15%の上昇を見せることは一度もなかった。第11章で述べたように、**積極的な逆張りトレーダーが新しい弱気相場を見極めるひとつの方法は、普通の弱気相場のあとでS&Pが200日移動平均線を5%下回るか見守ることだ**。2000年10月11日にS&Pが1365で引けたときに、初めて200日移動平均線を5%下回った。ここにきて、彼らは株式市場への配分を通常以下まで落とすだろう。特に、2000年4月の安値近くで買ったものは、何であれ売ってしまうだろう。損失はおそらく少なく済むはずだ。

## 2001年3月の急落

S&Pが1365を付けた2000年10月11日以降、弱気相場が進んでいると積極的な逆張りトレーダーが考える理由はいくらでもあった。1994～2000年の株価上昇の間にバブルが生まれた証拠はたくさんあったので、この弱気相場で3月の高値から少なくとも30%株価指数が下がると予測するのは理にかなっている。

2001年3月12日にS&P500は1200の水準を割り、1180まで下げた。これは2年以上で最も安い水準だ。ナスダックはその日、6%下げた。2000年3月の最高値5048からでは61%の下落だった。明らかにバブルははじけた。3月13日付けニューヨーク・タイムズは、「広範な見切り売りに押されて相場は急落——ナスダックは6%の下落」という見出しを載せた。弱気の情報カスケードが始まった。積極的な逆張りトレーダーは200日移動平均線に対してS&Pがどの位置にあるか、すぐに確認するだろう。3月12日の終値で、S&Pは移動平均線を16%近く下回っていた。そのため、株式市場への配分を増やしても問題なかった。ただし、相当に発達した弱気の情報カスケードが進んでいて、相場が直近の短期の高値（この場合では1月後半）から2カ月以上下げ続けていた場合に限ってだ。当時のカスケードは、少なくとも弱気の大衆筋が短期間の間に形成されていることを示すほど進んでいたのか？ その質問に対する私の答えはノーだ。これは発達しているカスケードを表すまさに最初の大見出しにすぎなかった。さらに、相場は1月後半の高値から下落を初めて2カ月もたっていなかった。特にナスダックに言えたが、相当大きな弱気相場が進行しているように見えた。それで、私はメディア日記のなかのひとつの大見出しだけではなく、もっと証拠を見たかった。十分大きな弱気の大衆筋がいることが分かれば、株式市場への配分を増やしても問題ないという結論を下すことができる。

そのような証拠がまもなく出てきた。タイム、ニューズウィーク、USニューズ・アンド・ワールド・リポートの3月26日号はすべて弱気の株式市場についての表紙だった。これらの雑誌は出版の日付よりも1週間ほど早く売り場に並ぶ。タイムもUSニューズ・アンド・ワールド・リポートも、表紙は弱気の象徴である熊がほえている写真だった。ニューズウィークの表紙は「どれだけ怖がるべきか？」と尋ねていた。弱気相場とはいえ、このような雑誌の表紙を同じ週に3つも見ることは極めてまれだ。これを私は、弱気の大衆筋が大きく成長して、すぐにも短期の安値を付ける何よりの証拠だととらえた。3月26日までの10取引日でS&P500の平均をとると1153になる。積極的な逆張りトレーダーが株式市場への配分を楽に増やせた価格を推定すると、これくらいが妥当だ。S&Pが実際に短期の安値を付けたのは4月4日で、終値で1103だった。日中の安値を付けたのは3月22日で、およそ1081だった。

安値1103は2000年3月の終値での最高値1527を30%下回ってはいなかったことに注意しよう。S&Pの下落幅は、バブルに酔った大衆筋が崩れ去ったあとの弱気相場で普通に見られる水準にはまだ達していなかった。そうした相場では最低でも30%は下げるし、それ以上の下落も珍しくない。このため、S&Pがその後に200日移動平均線よりも5%上まで上昇したとしても、積極的な逆張りトレーダーはそれを新しい強気相場が進んでいる兆候とは解釈しないだろう。もっとも、この場合の用心深い観察に実的な意味はなかった。結局、S&Pはバブル時に付けた最高値1527から30%以上、下げたあとでしか、200日移動平均線を上回ることはなかったのだ。

3月に通常以上の水準に配分を増やした積極的な逆張りトレーダーは次に、新たな買いポジションを清算して通常以下の水準まで引き下げる機会を探しているだろう。結局、彼らの分かる範囲では弱気相場はまだ続いていた。S&Pが強気相場の最高値から少なくとも30%下げてはいなかったからだ。積極的な逆張り向けに第11章で述べた弱気相場でのトレーディング戦略では、S&Pが50日移動平均線よりも1%上がるまで待つことになっている。これが実現したのは、S&Pが1238で引けた4月18日だった。

4月18日で興味深いのは、この日にFRBが予想外の利下げを行ったということだ。私は日中に相場を見ているので、FRBがその発表をしてほぼ1時間後に株式市場への配分を減らすことができた。これは、弱気相場での強気のニュースによって大幅な上昇の可能性があるなら、その反対に賭けるという例だった。その行動はそのときには理にかなっていた。ニュースによって発表後およそ30分以内にS&P500が5%近く上げたからだ。相場は50日移動平均線よりも上まで押し上げられている、ということは分かっていた。



## 9.11のテロ攻撃

4月18日の大引けまでに株式市場への配分は通常以下まで減らした。次は、**S&P**が直近の短期の高値から少なくとも2カ月下げ続けたあとに、**200日移動平均線**を少なくとも**10%**下回るか見守る。その水準になったら、積極的な逆張りトレーダーは別の弱気の情報カスケードが出てこないか、再び探し始めるだろう。2001年9月6日に**S&P**が**1106**で引けたときに、価格も時間も基準を満たした。しかし、**S&P**はまだ2001年3月の安値までは下げていなかった。そのため、弱気の情報カスケードがそのときに明らかでなかったとしても驚くには当たらない。

本章で前に述べたように、9月11日にニューヨーク市の世界貿易センターがテロ攻撃されると、状況は劇的に変わった。投資家心理は一気に弱気になった。**S&P**が**1000**以下で取引されている間に、積極的な逆張りトレーダーは株式市場への配分を楽に増やせただろう。9月21日に**S&P**は**966**の安値で引け、日中の安値**945**も同じ日に付けた。

どんなトレードでも買いと売りの両方がないと完結しない。**1000**以下の水準で買った**積極的な逆張りトレーダー**は再び配分を減らすために、**S&P**が**50日移動平均線**を**1%**上回る場所を探しているだろう。**S&P**が**1102**で引けた2001年11月5日にそれは実現した。9月の安値から上昇を始めた**S&P500**は、やがて2002年1月4日の終値で**1173**の高値を付けた。

## 弱気相場の終わり

2001年の初めから2002年の終わりまでに、**S&P500**が**200日移動平均線**を**5%上回って**引けたことは一度もなかった。この時期には**S&P500**はほとんど移動平均線を下回っていた。積極的な逆張りトレーダーにとって、弱気相場が進行中だということに疑いを差し挟む理由はなかった。この時期には、通常以下の水準まで配分を減らすのが彼らの普通の方針だ。しかし、彼らは弱気の情報カスケードを利用して、一時的に株式市場への配分を増やした。彼らが最後にそうしたのは**2001年9月**だったが、**11月初め**には通常以下の配分に戻した。

**2002年6月21日**には、**S&P**は再び**200日移動平均線**を**10%下回った**。しかし、**S&P**はまだ**2001年9月21日**の安値を下回ってはいなかった。そのため、弱気の情報カスケードがその日の私のメディア日記に見当たらなくても意外ではなかった。だが、7月中旬にはその安値を割り、弱気のカスケードがかなり進んでいた。この点は本章ですでに詳しく説明している。**S&P**の終値での安値は**7月23日の798**だった。その7月に**900**を下回る水準で、積極的な逆張りトレーダーが株式市場への配分を増やす機会はいくらでもあったと思う。議論のために、平均して**860**の価格で彼らが実際にそうしたとしよう。

だが、この通常以上の配分は長く続けられなかった。彼らは、**8月19日**に**S&P**が**951**で引けるのを見ることになる。そこで**50日移動平均線**を**1%上回った**。**S&P**はまだ**200日移動平均線**を割ったままなので、彼らはそこで配分を通常以下の水準まで減らしただろう。

**2002年7～10月**全体を通して、**S&P500**は依然として**200日移動平均線**を少なくとも**10%下回っていた**。だから、弱気のカスケードが再び現れたら、積極的な逆張りトレーダーはいつでも**8月19日**に減らした配分を再び増やしても問題ないことになる。私が付け加えておきたい唯一の注意は、**S&P500**がそのときに7月の安値から数%以内にあるか確認しておいたほうが良いということだ。

あいにく、**2002年10月9日**の終値で**S&P**が弱気相場の最安値である**777**水準に達したときに、新たなカスケードができていたという証拠はあまりなかった。私のメディア日記はその当時に一般的だった弱気の記事で占められていたが、はっきりとしたトップ記事はなかった。しかし、第1面の記事はいくつかあった。**10月9日**付けシカゴ・トリビューンは折り目よりも上に解説記事を書いて、「もたつく不安定な経済」という見出しをつけていた。その分析記事にはダウ平均の下向きのチャートがついていた。その翌日のウォール・ストリート・ジャーナルにはトップ記事ではなかったが、第1面に重要記事があった。折り目よりも上の記事で、株価が下落しているチャートもついていた。記事の見出しは「弱気筋が再び相場をかき回し、ダウ平均はほぼ3%の下げ」だった。私は記事の初めの文に線を引いた。それは、「暗く厳しい見通しが市場をおおい、投資家は再び株を見捨てる」と書かれていた。第二段落の始まりは「どうして事態がここまで悪化したのか？」だった。

そのときに私はこの2本の記事を、株式市場への配分を増やしてもよい証拠と受け取った。その主な理由は、**10月10日**の日中に付けた弱気相場での安値である**769**が、**7月24日**の日中の安値**776**をわずかながらも下回っていたからだ。それまでの2年に弱気の情報カスケードが繰り返されるなかで、弱気の大衆筋が大量に形成されてきた。さらに、**S&P500**は**2000年3月**の高値から**31カ月**にわたって**50%近く**下げていた。この両方の数字は、過去**100年**の弱気相場で達した最大に近かった。

**10月21日**に**900**で引けたとき、**S&P**は**50日移動平均線**を**1%以上**、上回るところまで素早く回復した。**S&P**はまだ**200日移動平均線**を下回っていたので、積極的な逆張りトレーダーの場合は、そこで株式市場への配分を通常以下の水準に引き下げようと決めたかもしれない。しかし同時に、**10月**の安値からの上昇は新たな強気相場の第一段階だと、信じるだけの理由もあった。それが正しければ、第11章で述べた方法に従って、この**10月21日**の売りシグナルを無視しただろう。私自身は、**2003年3月**の安値のあとまで、この見方を採用しなかった。どちらの場合でも、投資結果は次に述べるように変わらなかった。

**2002年11月**から**2003年1月**まで、**S&P**は下向きの**200日移動平均線**よりも下にあつたが、**10%**も低くはなかった。しかし**2003年2月7日**に、**S&P500**は**200日移動平均線**から**10%を超えて**下落した。しかし、この下落は**2～3日**しか続かなかった。また、弱気のカスケードも起きなかった。**3月10、11、12日**には、**S&P**は再び**200日移動平均線**を

少なくとも**10%**下回った。この時期はイラクとの戦争が迫っていて、それが第1面の記事で重点的に扱われた。一般的には、戦争で戦闘が開始されると、投資家心理が弱気であり市場での弱気の大衆筋が崩れ始める指標であると受け取られる（第9章を参照）。イラク戦争の勃発で**S&P500**が移動平均線を**10%**下回ったので、積極的な逆張りトレーダーが株式市場への配分を増やしても問題はなくなった。**2003年3月11日**に、**S&P**は**2003年**の安値**800**で引けた。

## 新たな強気相場への転換

逆張り戦略も、ほかのすべてのトレーディング戦略と同じく、強気相場や弱気相場が転換する時期に最大の難関に直面する。逆張りトレーダーは強気相場が始まった段階で模様眺めをしないことが特に重要である。株価指数が最大の上昇率を見せるのはその段階だからだ。**S&P**が終値で**200**日移動平均線を初めて**5%**上回る場所を見張っていれば、新たな強気相場に気づけるだろう。しかし、この種のシグナルはいつでも、実際の弱気相場の大底からかなりたってからしか現れない。そのため、強気相場の初期に相場が上げ足を速めたまさにそのときに、積極的な逆張りトレーダーは通常以上の配分を通常以下の水準まで引き下げてしまう恐れがかなりある。

**2003**年に、私はこの問題に次のように対処した。まず、株式市場のセンチメントは**8**カ月の間、非常に弱気だった。実際、アメリカ個人投資家協会（**AII**）が毎週行う投資家調査では、**2003**年**3**月のセンチメントは歴史的に見ても高い水準の弱気を示していた。この弱気相場で**S&P500**は**50%**近く、ナスダックは**80%**下落していた。弱気相場は**30**カ月以上続いていたので、下落期間も下落幅も過去の水準を超えていた。こういう背景で、**S&P500**は**2003**年**3**月に終値で**801**の安値を付けた。これは前年**10**月の最安値**777**をはっきり上回っている。さらに、戦争が迫っていた状況を考え合わせると、相場の転換も近いのではと私は考えた。それで私は、増やしていた株式市場への配分を減らすのを遅らせて、**S&P**が**11**月**21**日の高値である**933**を抜くかどうかを確かめることにした。それを抜けば、新たな強気相場が始まった予備的証拠と受け取り、強気相場の戦略に変えるだろう。

結局、イラク戦争が始まると**S&P**は大きく上昇し、**5**月**6**日には高値だった**933**を抜いた。また、**5**月**2**日には**200**日移動平均線を**5%**以上上回り、**930**で引けた。その時点で、新たな強気相場が始まったという確実な証拠をすべての逆張りトレーダーは手にした。



## 第14章 バブル後の2002～2007年の強気相場

The Postbubble Bull Market of 2002-2007

●2002～2003年の安値での弱気●慎重な逆張りトレーダーが株式市場への配分を増やす●30カ月後に通常の配分に戻す  
●強気の情報カスケードを探す●グーグルのIPO●不動産バブル●強気相場の間は積極的な逆張り●強気相場の間は配分  
を通常以下にしない●2004年5月の買いの機会●2005年3月の買いの機会●2006～2007年のトレーディング

## 弱気に巻き込まれないために

強気相場になるときはいつもだが、**2002年10月**の最安値から始まった大きな上昇も、恐怖におおわれた状況とアメリカ経済への不信のなかで始まった。株式市場は**2000～2002年**の弱気相場の底値近くで8カ月近く横ばいを続けた。**S&P500**は**2002年7月**には**771**まで下げ、**10月**には**768**まで下げた。最後に**2003年3月**には**789**まで下げた。

**2002年5～10月**に流れた弱気の情報カスケードによって弱気の大衆筋が株式市場に形成され、8カ月の横ばい期間の間ずっとその大衆筋は力強かった。ある投資家心理の調査によると、弱気のセンチメントが最大になったのは**2003年3月**の安値のころだった。そのときのダウ平均と**S&P500**は、**2002年10月**に付けた安値よりも高い水準にあったのにだ。例えば、アメリカ個人投資家協会(AAII)が毎週行うセンチメント調査によると、**2003年3月**の安値を付けた週に回答者のほぼ**60%**が弱気を示した。**2000～2002年**の弱気相場の期間で弱気の割合がこれ以上大きくなったことはない。この事実から、弱気の大衆筋が消え去る寸前だと私は確信した。

**2007年**までにダウは**7181**ドル、**S&P500**は**768**と、いずれも**2002年**の安値から2倍に達することになる。この上昇を利用するために、慎重な逆張りトレーダーはポートフォリオの配分をどのようにするだろうか？ 第13章で確認したように、**2001年1月2日**に**S&P**の**200日移動平均線**は強気相場で一番高かった値から**1%**下げた。その日に**S&P**自体は**1283**で引けた。逆張りのリバランス戦略では、ここで株式市場への配分を通常以下の水準まで減らす必要があった。これは、バブルのあらゆる兆候が**2000年**の最高値近くで明白だったことによる。

慎重な逆張りトレーダーの場合、バブル後の弱気相場の間はずっと配分を通常以下にしておく。彼らは、**S&P500**が少なくとも**30%**下落すると思っている。そうした下落が起きると、弱気相場の安値になりそうな辺りで、彼らは弱気の情報カスケードを探す。カスケードが発達して、その後に**S&P**の**200日移動平均の値**が一番低いところから**1%**上がれば、配分を通常以上の水準まで増やす合図となる。

**2002年10月**までに**S&P**は**50%**近く下げた。5～10月に発達した弱気の情報カスケードから弱気の大衆筋が生まれ、その見方がメディアで支配的になった。**2003年6月13日**に**S&P**の**200日移動平均の値**は**1%**上がった。その日、**S&P500**自体は**988**で引けている。**200日移動平均線**が上向いたのは、**2001～2003年**を通して初めてのことだった。そこで慎重な逆張りトレーダーは株式市場への配分を通常以上の水準まで引き上げただろう。

それから強気相場が**20～24**カ月続いて、**S&P**が安値から**65%**上昇したら、逆張りのリバランス戦略では通常の水準まで配分を下げるようにと要求する。**S&P**の終値での安値は**2002年10月9日**に付けた**777**だった。その安値から**65%**上昇すると**S&P**は**1282**になる。**2006年1月6日**に**S&P**は**1285**で引けた。終値で**1282**以上を付けたのはそのときが初めてだった。その後、**S&P**は3年を超えて上昇を続けた。その局面で、慎重な逆張りトレーダーはポートフォリオの配分を通常の水準に引き下げただろう。

# どんな強気相場か？ 強気の情報カスケードの兆候を探す

すでに指摘したように、バブル後の2002～2007年の強気相場は5年続き、ダウとS&Pは2倍近くになった。そのような状況では、強気相場の熱烈な大衆筋が見つかるかと考えるのが普通だろう。しかし、ほぼ3年続いた前の弱気相場でS&Pは50%下落し、そこで受けた心の傷は明らかに、かなり長期にわたって投資家に影響を及ぼしていた。おそらくそのために、2000年の最高値まで相場を引っ張ったバブル株はS&Pの平均的な株よりも大きな痛手を受けたのだ。バブル株のほとんどはナスダックで取引されていた。ナスダックは2000～2002年の弱気相場で80%も下落した！

いずれにしろ、2002～2007年の強気相場の間に強気相場の大衆筋や強気の情報カスケードが発達したという兆候は、私のメディア日記ではまったくなかった。ここで、兆候について思い出しておこう。

第一に、強気の情報カスケードが流れている間、雑誌の表紙は景気の良い業界の企業リーダーを好意的に（英雄的にさえ）取り上げる。だが、この強気相場の間に私はそうした特集記事には1つしかお目にかからなかった。それは2005年10月24日号のタイムだった。表紙はアップルコンピュータの創設者でありCEO（最高経営責任者）のスティーブ・ジョブズの写真で、見出しは「次に起きることを常に知っているように見える男」だった。

もう1種類の強気の特集記事は当時見かけなかったために目立ったのだが、私たちの文化や経済環境におけるお金と富の「新しい」役割を議論するものだ。これらの記事では普通なら、上昇する株価と派手なIPO（新規株式公開）の流れに乗って裕福になった新興企業家の記事を載せる。

強気の情報カスケードができて第二の兆候は、（少なくとも企業内部の人間は）相当の利益を得られる一連のIPOが広く報道されることだ。これらは1994～2000年のバブル相場ではかなり目立っていたが、2002～2007年の強気相場ではほとんど見られなかった。唯一の例外はグーグルのIPOだ。これについては少しあとで述べる。

強気の情報カスケードができて第三の兆候は、複数の先導者が現れることだ。彼らは金融解説者や市場ストラテジスト、産業界のリーダーたちで、強気相場を予測したとみなされているために、マスコミやその他のメディアで絶えず引き合いに出され、株価の上昇を応援したり、さらには今後の相場を予測したりする。多くのバブル株の株価が膨れ上がった1996～2000年には、そうした専門家があふれかえった。しかし、2002～2007年の強気相場では、彼らのだれもメディアで大きく取り上げられることはなかった。

成長した強気の大衆筋が株式市場にいることを示す第四の兆候は、全般的な幸福感や楽観主義が国民に広まっていることだ。これはさまざまな世論調査、消費者信頼感指数、メディアや普通の日常会話で見られる経済や株式市場の見通しについての議論にだいたひ現れる。そのような楽観主義の兆候は何もないどころか、2002～2007年の強気相場において世論は、経済や今後のアメリカについて全般的に悲観的だった。これにはイラク戦争の遂行やテロに対する一般的な懸念が大きく影響したのかもしれない。しかし原因が何であれ、そのときの世論が世論なのだ。

強気の情報カスケードができて最後の兆候は、革新的なビジネス部門の業績見通しが良く、それらの株価も上昇していると広く知られていることだ。1994～2000年のバブル相場では、コンピューターや通信技術、インターネット関連セクターがこれに当てはまった。2002～2007年の強気相場で最もパフォーマンスが良かったセクターは住宅と金融関連だった。しかし、これらのセクターは前のバブル相場でのネット関連株とは異なり、世間の注目を浴びることはなかった。実際、2002～2007年に強気の大衆筋が目立った唯一の市場は、株式市場ではなく住宅市場のように見えた。1995～2005年に住宅価格が大幅に上昇したことで、持ち家への投資こそ富を築く確かな道だという信念が広がった。この住宅市場での大衆筋が逃げ出すと、2008年には株式市場に深刻な影響を及ぼすことになる。だが、この大衆筋自体は株式市場に生まれた大衆筋ではなかった。住宅市場にできた大衆筋については、あとで述べる。

2002～2007年の株価上昇の間、株式市場に強気の大衆筋は形成されなかった。このため、株価指数が2007年10月の高値から下落し始めたあとでさえ、慎重な逆張りトレーダーは株式市場に通常どおりの配分をしたままのはずだ。

結局、それで痛手を受けることにもなる。2008年のパニックによってS&P500は50%を超える下落をしたからだ（第15章を参照）。しかし、トレーダーをそうしたリスクにさらしてもその戦略を用いるには、それなりの理由があるのだ。アメリカで投資における勝算を長期的に見ると、株を所有しておくほうに分がある。逆張りのリバランス戦略はこの勝算を考えに入れているので、株式市場への配分を通常以下まで減らすときには極めて慎重になるのだ。

逆張りトレーダーにとって最も手痛い間違いは、株価指数が長期的に上昇している時期に株式市場への配分を通常以下まで減らしたままにしておくことだ。そんなことをしたら、ポートフォリオのリターンは間違いなくバイ・アンド・ホールド戦略よりも劣るだろう。したがって、逆張りのリバランス戦略で通常以下の水準まで配分を減らすのは、強気の大衆筋が株式市場で成長しているという確実な兆候がメディア日記に見られる場合に限る。

# グーグルのIPO

2004年8月18日に、検索エンジン企業のグーグルは普通株のIPOを行った。この株式公開は2つの点で普通ではなかった。まず、ダッチオークションあるいは逆オークション（通常とは逆に価格を下げていき、最低価格をつけた人と同じ価格ですべての落札者が購入できる）という変わった方法でグーグル自身がIPOを行ったこと、そしてこれをインターネットで行ったことだ。グーグルは108～135ドルの範囲で2570万株を売りたいと考えていた。だが実際には85ドルで1960万株しか売れなかった。その当時ウォール街は、オークションが明らかに期待外れの結果に終わって、ほくそ笑んだ。もちろん、引受業者にかなりの分け前を与える代わりに、グーグル自らがIPOを行うという決定で傷ついたのはウォール街の投資銀行のほうだった。

しかし、私をもっと面白くて重要だと思ったのは、このIPOの見通しや実際に行われたIPOそのものに対する世間の反応だった。投資家たちはネットバブルの崩壊でひどく損をしたので、グーグルのIPOが失敗することを実際に望んでいるようだった。彼らは、グーグルの新規公開株の価格がIPO後に下がってほしいと思っていた。大いに期待されていたIPOで、そうした望みがあるのは極めて異例のことだ。一般に、ハイテクやコンピューター関連企業のIPOでは、予想はいつでも強気になる。グーグルのようにインターネット検索市場で支配的な地位に立つほど成功した企業の場合はなおさらだ。公募以上の申し込みがあるので、投資家はIPOで手取り早く利益を得られると考えるからだ。ところがグーグルのIPOでは、地合いは強気とはほど遠かった。

逆に世間の態度は、グーグルの新規公開株を買った投資家はお金を損して当然という感じだった。結局のところ、2000～2002年の弱気相場では、バブル株の大幅下落でだれもが大損したのではなかったか？ そのときの投資家はハイテク企業や通信関連企業の株に対して、また株式市場全般に対しても不愉快な気持ちを抱いている。同じことが再び起きれば、彼らのそうした態度も正当だということになるだろう。

2004年8月になって、近づくグーグルのIPOに対して世間が驚くような態度を見せていることに私は気づいた。2002年の安値から始まった強気相場はまだ過大評価の領域に達していないようだった。また、強気の大衆筋も私のメディア日記に保存してある材料からは明らかではなかった。グーグルは検索分野の大手企業だ。強気相場はまだ好調だったので、市場全般とともにグーグルの株価も上昇する可能性が高い。これらの点を、グーグルの公募について異常なほど弱気の希望や期待が一般にあることと考え合わせよう。すると、グーグル株のパフォーマンスに期待していない弱気の大衆筋の逆に賭けるという典型的な機会が見つかる。

これらの理由からグーグルはIPOで買っても割安だと、私は当時の友人や顧客に言った。85ドルから200ドルまで株価が上昇したあと、強気相場が終わる前に500ドルの水準まで上昇すると私は大胆にも予測した。しかし結局、私の予測は慎重すぎるのが分かった。2007年10月末までに、グーグルは747ドルまで上昇したのだ。2008年の弱気相場でグーグルは247ドルの安値まで下げた。だが、それでも85ドルという公募価格のまだ3倍近くあった。グーグルのIPOの翌日に、ニューヨーク・タイムズとウォール・ストリート・ジャーナルに世間の態度が映し出されていた。

8月19日付けニューヨーク・タイムズの第1面のある記事には、「需要が少なく提示価格を下げるグーグル」という見出しがつけられていた。記事にはタイムズスクエアにあるニュース速報のカラー写真が添えられていた。それは「グーグル、価格を切り下げ」と読めた。記事の冒頭は次のような文だった。「グーグルは待望久しい株式公開で、応募が予想よりもはるかに少なかったことを認めた。そして昨日、株数を減らしたうえで最初の目標をかなり下回る価格を受け入れ、型破りのオンラインオークションを終えた」

8月19日付けウォール・ストリート・ジャーナルにはグーグルの記事が2本あった。最初の記事には、「グーグル株は今が買い時か？」という見出しがついていた。その小見出しは、「今の株価は安い、公開株を買うのは半期待ったほうがよいと、歴史は示唆している」と書かれていた（グーグル株は半年後には190ドルで取引されていた）。その日のウォール・ストリート・ジャーナルの2番目の記事は、世間の態度についてさらに語っている。記事の大見出しは、「誤算と自信過剰で、著名なグーグルのIPOはどう妨げられたか」だった。その小見出しでは、「高揚感が消えハイテク株が値を下げるなかで、公募数を減らす。1株85ドルの安値しか付かず、ダッチオークションに打撃」と書かれた。

2～3日後に、ウォール・ストリート・ジャーナルはIPO全般の見通しについてのコラムを掲載した。その見出しは、「グーグル参加後も活気づくか疑われる、暗いIPO市場」だった。記事のテーマは、現在の市場環境で新規公開株を売ることの難しさについてだった。これは、強気の大衆筋がまだ株式市場に形成されていないという、もうひとつの確固たる証拠だ。

グーグル株に対する一般の態度は、2004年10月11日号のニュースウィークに載ったアラン・スローンのコラムに見事に反映されていた。スローンが記事を書いたとき、グーグルは130ドル近くで取引されていた。その1週間前に、5人のアナリストがグーグルの見通しについて初めて意見を公表していた。スローンは書いている。

驚きだ！ ほんの6週間前に行われたIPOから株価は40%近く上昇し、はるかに高くなっているのにもかかわらず、5人全員がグーグル株に高評価を与えているとは。投資家がこれらの意見を本気で受け止める理由が私には謎だ。

この記事のあとのほうでは、スローンは次のように書く。

今、グーグル株は上昇しているから上昇しているのだ。企業の経営状態が8月中旬の新規公開のときよりも60%良から上昇しているわけではない。……どこかで現実が浸透してきて……グーグルは400億ドルの時価総額を正当化できるほど稼げるのだろうか、投資家は考え始めるだろう。

2004年のグーグルのIPOに関する記事、そのIPOや当時のIPO市場全般に対して世間がどういう態度を取ったかについての記事は、逆張りトレーダーに重要な教訓を与えてくれる。過去のデータに基づいて私が計算したところによれば、2004年8月の株価指数は過大評価と考えられる領域にはまだ達していなかった。また、私のメディア日記には、強気の大衆筋が株式市場に形成されているという兆しもなかった。これらの2つの指標はグーグルのIPOやIPO市場全般に対する世間の態度によっていつそう強められた。株式市場に対して世間はまったく弱気でないにしても、疑わしい目で見ていた。そのため、慎重な逆張りトレーダーがこの時期に株式市場への配分を通常以上にしておくことは簡単だっただろう。さらによいことに、株価指数が上昇しているなかで、ひとつの企業に焦点を合わせた弱気の大衆筋があった。ここはその大衆筋の逆に賭ける機会だった。積極的な逆張りトレーダーはこうした機会を見張っていなければならない。それらに賭ければ、市場全体を追いかけるETF（上場投資信託）だけを用いた場合と比べて、パフォーマンスを上げられる可能性があるからだ。

# 不動産バブル

アメリカの株価指数はすべて**2000年**の第1 四半期にネットバブルの最高値に達したあと、**2002年10月**に最安値まで下落した。意外なことだが、弱気相場とそれに伴って経済が減速していた**2000～2002年**に、持ち家市場は実は拡大していた。事実、その時期の住宅価格は上昇傾向を速めていた。アメリカの住宅価格に関するケース・シラー指数は、**2000年**の第1 四半期から**2006年**の第2 四半期の間にほぼ**90%**上昇している。これを**2000年**以前の6年間の上昇率**30%**と比べてもらいたい。不動産バブルで興味深いところは、バブルが膨らんでいるときになされた多くの解説によって、それがバブルだという認識は広がっていた点だ。しかし、あらゆるバブルに共通するが、そういう認識があったからといって住宅価格がどこまで上がり、バブルがどこまで膨らむかの手掛かりにはならないということだ。

これは逆張りトレーダーにとって教訓となる。バブルは常に、それが膨らんでいるときに賢明な観察者に気づかれる。だが残念ながら、これは投資家には役に立たないのだ。バブルがいつかはじけるかを教えてくれないからだ。一般的に、バブルはどんな理にかなった予想をもはるかに超えて膨らむ。だからこそ、私たちはそれらをバブルと呼ぶのだ。記憶に新しいこの現象で最も衝撃的な例は、**1980～1990年**の日本の株式市場と不動産バブルである。

日経平均株価は**1970年代**に**250%**近く上昇した。**1980年代**には株価はさらに上昇したので、日本の株式市場はバブルだと指摘し、それもじきに終わると予測する解説がたびたび現れた。バブルは**1990年**に本当にはじけたが、日経平均が**1980年代**にさらに**490%**上昇してからのことだった。そのときに、**20年間**で**1850%**の上昇という仰天するほどの強気相場は終わったのだ！ **1985年**半ばの日経平均は**1万3000円**水準で、そこまでの**5年間**で**2倍**になっていた。そのころに日本市場を調べていたら、市場についての解説や株価が歴史的に見て極めて高い水準にあることから判断して、すぐにバブルがはじけるとは思ったかなっただろう。しかし、実際にはじける音を聞くには、さらに**5年**待つて相場が**200%**上昇するのを見守らなければならなかった！

逆張りトレーダーであれば、アメリカの不動産バブルが終末段階にあるという初期の兆候をつかんだはずだ。その手掛かりは総合週刊誌や総合月刊誌の特集記事にあった。

私のメディア日記にある最初の住宅市場に関する表紙は、**2004年9月20日**号のフォーチュンのものだ。それは汗をかいている男の漫画で、「価格は永遠に上がると言われた！ .....おれたちはそれを信じたんだ！」と言っていた。この表紙の見出しは、「住宅ブームは終わったのか？」と問いかけている。

この表紙は住宅ブームについて懐疑的だ。このような弱気の表紙はたしかにバブルの終わりごろに現れることがある。事実、株式市場のバブルでは**2000年4月**にそういうことが起きた。第**13章**で説明したように、ニューズウィークはその当時、株の強気相場は終わったのかと問いかける特集記事を載せた！ しかし一般的には、バブルのさなかに出る弱気の表紙には、逆張りトレーダーに役立つ情報はほとんどない。あえて言えば、バブルはまだはじける時期に達していないということを意味している。

私のファイルにある次の2つの表紙はまったく別の話をしている。フォーチュンの**2005年5月30日**号は、「不動産のゴールドラッシュ」という見出しだ。その記事は不動産市場で明らかに大金を稼いだ個人や夫婦の写真を載せている。小見出しには、「住宅投機やマンション転売、一獲千金を狙うホットマネーの世界（仲間入りは遅すぎるか?）」と書いてある。2週間後のタイム**6月13日**号は、特集記事に自分の家を抱えている人のイラストをつけた。その大見出しは、「楽しきわが家？ 私たちが不動産にのぼせあがる理由」だった。

これらの2つの表紙が現れた**2005年**の第2 四半期に、ケース・シラー住宅価格指数は**176.70**だった。**2000年**第1 四半期を**100.00**として**76%**の上昇だ。**2006年**第2 四半期には指数は**189.93**に達し、そこで天井を付けた。その後の2年で指数は**20%**下げて**140**水準になった。

これらの2本の特集記事は住宅ブームの終わりを適切に警告しているが、それらが現れたのは住宅価格が実際に高値を付ける**9年**も前だった。これは極めてありふれた現象だ。相場は、強気の雑誌の表紙が現れて**4～12**カ月後に天井を付ける傾向がある。一方、相場の底は弱気の表紙に**1**カ月程度しか遅れないという傾向がある。

これらの表紙は、住宅価格よりも株式市場の住宅セクターが最高値を付ける時期のほうにびったり合った。スタン

ダード・アンド・プアーズによる住宅セクター指数とフィラデルフィア証券取引所の住宅セクター指数は、2005年7月に不動産バブルでの最高値に達した。それは雑誌の特集記事が現れてからわずか1カ月後のことだった。2008年7月には、これらの指数は2005年の最高値からそれぞれ85%と70%下落した。

逆張りトレーダーは、強気の大衆筋や弱気の大衆筋が成熟期に入っていることを示すメディアの手掛かりがないか、常に気を配っておいたほうがよい。これらは予想外の場所に登場することがあるからだ。不動産バブルはその好例と言ってよい。2005年には不動産投機に特化した2本のテレビ番組が始まった。ラーニング・チャンネルの「フリップ・ザット・ハウス (Flip That House)」とアーツ・アンド・エンタテインメント・ネットワークの「フリップ・ジス・ハウス (Flip This House)」で、それらは熱心な視聴者をますます引き付けていた。面白いことに、住宅価格が下落していき、住宅の転売を取材されている投機家たちが損をし始めたときでも、両番組は放送され続けた。明らかに、不幸は道連れを欲しがるのだ。



## 2002～2007年の強気相場での積極的な逆張り

慎重な逆張りトレーダーとは異なり、積極的な逆張りトレーダーは強気相場の間でも弱気相場の間でも、毎年少なくとも2回は株式市場に対する配分を調整しようと考えている。彼らの目標は、過去データから割り出した数字とメディア日記を使って、中長期的な複数年のトレンドのなかで起きる短期的な相場の変動を利用することだ。例えば強気相場の場合、普通の短期上昇は4～9カ月、時にはそれ以上続き、株価指数は15～25%上昇する。また、普通の短期下落は1～3カ月（極端な場合は6カ月）続き、株価指数は5～15%下落する。弱気相場のなかでの短期上昇の期間と上昇幅は、強気相場での短期下落の期間や下落幅と似ている。同じように、弱気相場での短期下落の期間や下落幅は、強気相場での短期上昇の期間や上昇幅と似ている。

積極的な逆張りトレーダーの場合、理想的には、短期下落の安値近くで株式市場に通常以上の配分をし、短期上昇の高値近くで通常どおりか通常以下の配分にする。

ここで言わせてもらいたいのだが、通常以下に配分を減らすと損をする恐れがある。どんな逆張りトレーダーであっても、強気相場が続いているときに株式市場への配分を通常以下まで減らすのはやめたほうがよいと私は思う。長期にわたって上昇が続いているときに通常以下まで配分を減らせば、ポートフォリオのパフォーマンスはバイ・アンド・ホールド戦略よりも確実に悪くなることを思い出そう。積極的な逆張りトレーダーならだれでも、強気相場での株式市場への配分は通常どおりと通常以上の水準との間だけで動かすことを勧めたい。**積極的な逆張りトレーダーが通常以下まで配分を減らすのは、S&Pが200日移動平均線を5%下回るのを確認したあとに限る。**通常以下の配分に動くのは、株式市場でバブルが膨らんでいる可能性が高く、それがじきにはじけそうな状況でしか正当化されない。ほかのどういう状況でも、通常以下の配分まで減らすのは逆張りにも熟練したトレーダーに任せておこう。

2002～2007年の強気相場で、積極的な逆張りトレーダーがどういう戦術を使って目標を追求できたか見ていこう。S&P500は2002年10月10日の（日中の）安値768から強気相場に転換した。積極的な逆張りトレーダーは、強気相場が新たに始まろうとしているという極めて有力な証拠をつかんでいただろう。たしかに、2002年の夏に現れたメディアの記事から弱気の情報カスケードが広がっていることは明らかだった。それは2001年3月と2001年9月に安値を付けたときよりも強力なものだった。2002年10月までに、S&Pの弱気相場は31カ月続いて50%近く下げていた、これは過去50年のどんな弱気相場よりも大きかった。この2つの事実を考え合わせると、強気相場が新たに始まろうとしているという前提で積極的な逆張りトレーダーが行動するのは妥当だと思う。

強気相場の初期に一番思い出してほしい大切なことは、**率で言うと最初の短期上昇がたいていは強気相場で最大のものになるということだ。**また期間で見ても、最初が最も長くなることが多い。この時期はバイ・アンド・ホールド戦略よりも大幅にポートフォリオのパフォーマンスを上げられる機会だ。そのためこの上昇期間に、積極的な逆張りトレーダーが株式市場への配分を通常以上にしておくことは二重の意味で重要なのだ。

どうすればこの重大な目標を達成できるだろうか？ 一般に、強気相場の最初の短期上昇がどこで終わるかを見極めるのに、メディア日記にはあまり期待できない。強気相場の初めにある弱気の大衆筋がたとえすぐに去っていても、まだ強気の大衆筋は明らかではないし、強気の情報カスケードもメディア日記に現れていないだろう。

この問題を解決するために、第11章で私は過去データの計算に基づいたルールとS&P500の50日移動平均線を使うように提案した。私の計算法では、少なくとも6カ月続く上昇で、前の弱気相場の安値から株価指数が少なくとも25%上げるまで待つようにと提案している。これが達成されたら、50日移動平均線（過去50日の終値を合計して50で割っただけの数字）を見始める。6カ月続く上昇で少なくとも25%上げたあとに、50日移動平均の値が一番高くなったところを探す。その値から移動平均の値が少なくとも0.5%下がったら、それが通常の水準まで配分を減らすシグナルだ。

強調しておきたいのだが、このルールはこの本で説明したほかのものと同じように、読者がやみくもに当てはめる

べき魔法の公式ではない。これらのルールが表す基本的なアイデアを修正して、創造的に考える余地は大いにある。トレーダーはだれでも自分だけの技術や知識、経験を持っている。自分の知識を利用し、自分自身のスタイルや市場に関する知識に合わせて、私が提案するルールを改良したり修正したりするほうが賢明だろう。

それでは、**2002～2007年**の強気相場における最初の上昇に私のルールを当てはめよう。**2002年10月9日の777がS&Pの最安値**だった。積極的な逆張りトレーダーは、この安値のあと6カ月間で**S&Pが25%上昇**するのを待つ。これは**971**の水準まで上昇する必要があるということだ。その水準なら**2003年4月10日**以後の上昇での新高値になる。**S&Pが972**で引けた**2003年6月3日**に、これらの条件は両方とも満たされた。また、**50日移動平均線**の値は**2003年4月4日**に付けた弱気相場での一番低い値から上昇し、同じ**6月3日**に一番高くなった。積極的な逆張りトレーダーはそこで**50日移動平均線**の値が**0.5%下**げて、配分を通常どおりまで減らすシグナルが出ないか見守ることになる。**2004年4月28日にS&Pは1128**で引けて、これが実現した。

積極的な逆張りトレーダーが短期上昇の最高値の近くで株式市場への配分を通常の水準まで下げたら、次に短期下落の安値の辺りで一時的な弱気の大衆筋が成長している証拠がないか、メディア日記に目を配り始める。短期下落の安値辺りで流れている、一時的な弱気の情報カスケードを見極めるのに、メディア日記を役立てたいと彼らは思っている。このために、彼らは大手新聞の第1面に株式市場についての大見出しが出ていないか、あるいは大見出しのない第1面記事がいくつか載っていないか探している。さらに望ましいのは、株式市場の短期下落について、弱気の立場で注目している雑誌の表紙が現れることだ。

このような機会がすぐには来ないで、株価指数はしばらく上げ続けるかもしれない。気にすることはない。今の配分は通常どおりだ。一時的な弱気の大衆筋が生まれるのを待つ間、彼らのパフォーマンスはバイ・アンド・ホールドの投資家と変わらない。

**2004年5月**に、私がメディア日記に残した唯一の1面記事は、**5月18日**付けシカゴ・トリビューンのものだった。それは重要記事だったが、トップ記事ではなかった。見出しは、「戦争の災難に揺れる投資家たち」だった。その記事には「下落を続けるダウ」という見出しの表がつけてあった。その表はダウ平均のそれまで3週間の下落幅を載せていた。前日の**5月17日にS&Pは1084**で引け、その日には日中に**1079**まで下げた。これらの水準は前回の短期上昇を終えたときの水準——**3月5日に1163**の日中の高値を付けて**1157**で引けた——と比べたほうがよい。その高値のあとの下落は2カ月以上続いて、**S&Pは5月17日までに7%下**げた。これは強気相場という文脈で普通に予想される範囲に十分収まっている短期下落だ。**5月17日の終値で、S&P500は200日移動平均線を1%下**回るほどまでは下がっていなかった。しかし、**50日移動平均線**は下回っていた。強気相場でそうした組み合わせがあると、積極的な逆張りトレーダーは株式市場への配分を増やす機会かもしれないと注目するはずだ。当時の私は強気だった。シカゴ・トリビューンの記事のせいもあるが、基本的にはマスコミのトップ記事ではない解説がだいたい暗いものだったからだ。

私が強気だったもうひとつの要因は、アメリカ個人投資家協会(AAII)が毎週行う個人投資家の調査で、弱気のセンチメントが大きく増えたことが明らかになったからだ。また、そのころに明らかになったのだが、この調査はオプション市場で(相場がさらに下落するほうに賭けている投資家による)プットオプションの買いが増えていることにも合っていた。

だが、あなたは株式市場についての大見出しがニューヨーク・タイムズに現れないか見守っていたので、この情報に従って行動しなかったでしょう。大見出しは何も現れなかったのだから、あなたは通常どおりの配分を維持する。そして、**S&Pの短期下落に伴って弱気の情報カスケードが現れるまで、この配分に固執**するだろう。あいにく、この機会が現れるまで1年近くかかるだろう。とは言っても、この待っている期間のパフォーマンスはバイ・アンド・ホールド戦略の場合に匹敵しただろうから、悪くはない。

すべての出発点をきちんと見ておきたいので、5月に株式市場への配分を実際に通常以上まで増やした積極的な逆張りトレーダーが、次の上昇期間にどう行動したかを考えよう。短期下落は**S&Pが1063**の水準を付けた**8月12日**に終わった。その後の短期上昇のどの時点で、彼らは通常の水準に配分を戻せばよいのだろうか？

この質問に対する私の答えは次のとおりだ。通常の水準に配分を戻そうと考える前に、私は**S&Pがその短期の安値から15%上げて、強気相場での新高値**を付けるか確認したい。この**15%**は魔法の数字ではない。強気相場があとの段

階になるほど、私は普通それを下方に調整する。あなたはこの方針を、自分の使い慣れた逆張りの情報やテクニカル指標で修正したほうがよいかもしれない。

第11章で述べた戦略に従っている積極的な逆張りトレーダーは、**S&Pの50日移動平均線**を使う方法で通常の水準に配分を戻すタイミングを計るかもしれない。

2004年8月の安値**1063**から始まった短期上昇で**15%**上昇すれば、**S&Pは1222**になる。それはまた、その強気相場での新高値でもあった。2005年3月4日に**S&Pは1222**で引けた。積極的な逆張りトレーダーが上昇の間、幸運にも通常以上の配分を維持できたなら、ここで通常どおりの配分に戻すだろう。

## 2005年4月——買いの機会

S&Pが1128で引けた2004年4月28日から、積極的な逆張りトレーダーは通常どおりの配分のままでいたかもしれない。彼らが非常に手慣れているなら、S&Pが1084水準になった2004年5月18日に通常以上の配分に増やし、S&Pが1222を付けた2005年3月4日に再び通常の配分に戻したかもしれない。

次に、進展中の強気相場のなかで普通の短期的な下落が起きると、そこで付けた安値辺りで一時的な弱気の情報カスケードがないか探しているだろう。それが見つければ弱気の大衆筋が形成されていることを示すからだ。これには一般に、第1面に株式市場の記事が少なくともひとつは現れ、そこで株価指数の下落を語っている必要がある。あるいは、新聞の大見出しの少なくともひとつがそういうことを語っている必要がある。株式市場について弱気の態度を表す雑誌の表紙が少なくともひとつ現れると、もっと望ましい。

2005年4月16日に、ニューヨーク・タイムズの第1面は株式市場の記事を特集した。それはトップ記事ではなかったが上段の左側に載った重要記事で、ダウが下げているチャートもついていた。その記事の見出しは、「株価急落、選挙以来の最安値に」と書かれている。この記事が載っている位置や、見出しのなかの急落と最安値という言葉使いから、弱気の情報カスケードを示唆するだけの重要性和重みがこの記事に加わっている。4月18日付けニューヨーク・タイムズの第1面の大見出しは、「株価下落で、決算数字に注目する投資家たち」だった。それから、4月21日付けニューヨーク・タイムズに出た重要記事に、「インフレ懸念でたたかれる株価——2005年の最安値」という見出しがつけられた。この3本の記事のどれも、積極的な逆張りトレーダーが株式市場への配分を通常以上に増やすには十分だっただろう。4月15日（金曜日）にS&Pは1143で引けた。そして4月20日には1138で引けた。3月の高値1225からのこの下落は1カ月以上続き、S&Pは6%以上下げた。これは強気相場のなかでの短期下落としてはごく普通だ。さらに4月15日とその後の数日間、S&P500は200日移動平均線を1%下回るほどまでは下げていなかったが、50日移動平均線は下回っていた。

株式市場への配分を通常以上に増やしたあと、積極的な逆張りトレーダーは2005年4月20日に付けた安値1138から15%上昇するまで待つだろう。これは、S&Pが1311で引けた2006年4月6日に達成された。そこで、積極的な逆張りトレーダーは通常の配分に戻すだろう。それから、一時的な弱気の情報カスケードが流れているという証拠がメディア日記に現れないか待つことになる。

## 2006年6月——もうひとつの買いの機会

2006年5月8日に、S&Pは1327水準で短期的な上昇での高値を付けた。その後の短期的な下落は6月14日の日中に付けた安値の1219で終わった。これは1カ月余り続いてS&Pは8%の下落と、強気相場のなかで現れるまったく普通の短期的な下落だった。この短期的な下落の間に一時的な弱気の情報カスケードが流れているという証拠は、2005年3～4月の下落のときほどはつきりしてはいなかった。しかし、それがあったことは明らかなだ。

最も重要な証拠は雑誌の特集記事だった。エコノミストの5月27日号は、弱気の象徴である熊が後脚で立って木の背後からじっと見ている写真を表紙に載せていた。表紙の見出しは、「ウォール街はどっちだ？」だった。この号が出たのは5月26日だが、S&Pはすでに5月24日に1245の安値まで下げていた。これは2週間で5月8日の高値から6%の下落であり、普通の短期下落としてはちょっと短い。それでも、S&P500は今回も200日移動平均線をわずかに下回り、50日移動平均線も下回っていた。S&Pが5月24日の安値まで再び下げるか、そこを下回るとすぐに、積極的な逆張りトレーダーは株式への配分を通常以上に増やすことを正当化できただろう。これが起きたのは、S&Pが日中に1235まで下げ、1258で引けた6月8日だった。

弱気の大衆筋が一時的に形成されてきているという、さらなる証拠がその後に続く。6月11日付け日曜版のニューヨーク・タイムズ・マガジンは、「借金」という名前の毛深く赤いお化けの漫画を表紙にっていて、恐怖にかられた大勢の人々がお化けから逃げていた。見出しは、「アメリカの最も恐ろしい依存、さらに恐ろしさを増す」と書かれていた。この表紙は株式市場を直接扱っているわけではなかったが、当時の私はそれが株式市場と経済に対する世論をはっきり反映していると感じたので、一時的な弱気の情報カスケードのひとつと解釈した。

最後の証拠もニューヨーク・タイムズがもたらしたものだ。その6月16日版では、第1面の折り目よりも下にダウ平均のチャートが載せてあり、5月10日の高値から大きく下げているところを強調していた。その見出しは、「少なくとも今は一安心」となっていた。見出しの下の説明は次の文で終わっている。「だが、値動きが荒くなっているということは、悩みの種は消えていないかもしれないということを示唆していた」。この短期下落でのS&Pの安値は2日前に付けていた。

私たちはそれで、S&Pが1260水準よりも下のどこかで、積極的な逆張りトレーダーが通常以上の水準まで配分を増やしても問題ないと分かる。終値での安値1224を付けたのは6月13日だった。これに15%を足すと1408になる。S&Pは2006年12月4日にこの水準に達した。そのときに、積極的な逆張りトレーダーは株式市場への配分を再び通常の水準まで減らしただろう。

## 2007年春の積極的な逆張り

積極的な逆張りトレーダーにとって、次の機会は2007年2～3月に現れた。2007年2月28日付けのシカゴ・トリビューンは、「中国市場の急落にダウ追従。次はどうなる？」という大見出しを載せた。第1面全段抜きで太字の見出しだった。前日にダウ平均が416ドル急落していたが、そのラインチャートも載せてあった。それには、9.11（ニューヨークの世界貿易センターが2001年に攻撃された日付）以来、最悪の日という小見出しがついていた。株式市場の下落はその日のニューヨーク・タイムズでも見出しに取り上げられ、「ウォール街の急落で経済にも懸念……強まる景気後退への恐れ」と書かれた。この大見出しはシカゴ・トリビューンのものほど大げさなものではない。普通の大見出しの活字で、1段分の長さだ。しかし、それには世界の株式市場の下落を表すチャートが第1面上段の端から端までつけてあった。

株式相場の急落に対するメディアの関心は2月27日以後は薄れていたが、完全になくなっているわけではなかった。3月11日付けニューヨーク・タイムズは第1面の折り目よりも上で、しかもトップ記事の真横にグレチェン・モーゲンソンによる「ニュース解説」を載せた。その解説の見出しは、「住宅ローンに迫り来る危機」だった。それは住宅ローンの貸し手が資金繰りに行き詰まっている様子を詳しく述べていた。具体的には、住宅ローン市場で信用度の低い、いわゆるサブプライム向けのローンを専門とする会社ニュー・センチュリー・ファイナンシャルの話だった。相場が安値を付けた3月14日に、ウォール・ストリート・ジャーナルは、「広がるサブプライムローンの恐怖で、ダウは1.97%の下落」という見出しをつけた。これらの記事は私の日記で、2～3月の株式市場での下落をサブプライム危機と結びつけている、何本かの記事のなかの2本だ。これらの記事は、株式市場についての極めて短い弱気の話でさえ、カスケードの側面があるという事実を示している。ジャーナリストたちは競い合って最新事情の解説や説明をしているので、ニュース記事がひとつ出るとそれを追いかけるように次の記事が出る。

しかし、重要な逆張りについての手掛かりが、今述べたものよりもはかないこともある。トゥナイト・ショーのオープニングでは、ジェイ・レノが1人でおしゃべりをする。2月27日と3月2日には、そこで彼が株価の下落を話題にしたので、メディア日記に書きとめた。2月27日のショーの初めに彼は、株価が500ポイント下げただけで（彼が強調したところ）、人々はもうまったくお金がないんだと述べた。コメディアンズの冗談からでも、大衆筋の気分について何かが分かることもあるのだ。

株価指数の7%の下落は3月14日に安値を付けて終わり、わずか3週間しか続かなかった。それはどのような歴史的文脈で見ても、穏やかで短いものだ。それなのに、この下落に触れるか焦点を合わせた総合週刊誌の表紙が、そのときに3つも現れたのにはとても驚いた。

最初は2007年3月3日号のエコノミストだ。その表紙は、「ウォール街を歩く（A Walk Down Wall Street）」という見出しだった。この表紙を記号論に沿って解釈するのは簡単だ。まず、どんな特集記事であっても重苦しさを表す白黒だった。第二に、それは綱渡りという、極めて危険で死ぬ恐れもある行為をしている人の足を描いていた。最後に、大見出し自体にDownという言葉を使っている。全体として、これは明らかに弱気に偏った表紙だ。しかし、私が見てきたすべての弱気の特集記事のなかでも、これはかなり控えめなものだ。

株式市場に触れている2番目の表紙は3月12日号のタイムだ。表紙自体は食物で占められていた。しかし、表紙の一番上には白地に小さめの緑の活字で、「株式市場はリスクが高くなりすぎているか？」と問うていた。ここでは、私はリスクというマイナスの言葉を使っていることに注目する。これは私たちが1週間前に新聞の大見出しやエコノミストの表紙からすでに知っていること——株価の下落を投資家は心配している——についての証拠だった。それでも、タイムが表紙で下落に注目したという事実は、積極的な逆張りトレーダーにとってちょっとした強気の手掛かりだった。

ビジネスウィークの3月12日号も株式市場の表紙だった。しかし、その表紙には感情的な内容がほとんどなかった。ところが、大衆筋についての情報を明らかにし、大衆筋に情報を伝えるのは雑誌の表紙の感情的な内容なのだ。この表紙の見出しは、「市場が伝えていること」だった。しかし、その答えを見つけるためには雑誌を開かなければならない。そのため逆張りトレーダーの視点からは、この表紙には意味がない。

積極的な逆張りトレーダーの場合は、これらの大見出しや特集記事からトレーディングの機会を見つけただろう。S&Pは2月20日に1460水準でその強気相場での新高値を付けた。たとえ強気相場が進んでいるときでも、わずか1週間で情報カスケードを通じて本物の弱気の大衆筋が形成されるというのは無理がある。しかし、3週間がたつて7%下落したあとの3月中旬には状況は変わっていた。かなり穏やかなものではあったが、弱気の情報カスケードが動いていた。また、S&Pも十分に下げたので、私は株式市場への配分を増やしたいという気になった。

2002～2007年の強気相場のなかでの下落を計算すると、今のところ、この強気相場での下落の中央値はS&Pでおおよそ100ポイントだ。また、そういう下落は最も短くて約3週間だと気がついた（これらの数字は2002～2007年の強気相場だけに当てはまるもので、ほかの相場では異なることに注意しよう）。S&P500は2月22日の日中に1462水準に達して、2月27日には1389まで下げた。これは、たったの5日で73ポイントの下落だった。そのときに私は、もうすぐ相場が安値を付ける可能性は高いが、おそらくもっと下げることになるだろうと思った。実際に日中の安値1364を付けたのは3月14日だった。それは2月22日の高値から18日後で、そこから98ポイント下げたところだった。移動平均線の観点からは、S&Pが200日移動平均線に最も近づいたのは3月13日の終値での安値で、1378だった。それは200日移動平均の値を2.16%上回っていた。同時に、それは50日移動平均線を下回っていた。そこで私は、こういう組み合わせができていれば株式市場への配分を通常以上に増やしても問題ないと考えた。

2007年3月に配分を通常以上まで増やした積極的な逆張りトレーダーは、反落で付けた終値での安値から15%上げたあと、通常どおりの水準まで配分を下げようと思っているだろう。この場合、その水準は1584だが、弱気相場が新たに始まるまでにその水準に達することは一度もなかった。積極的な逆張りトレーダーが日中に付けた安値1364から測ったとしよう。その場合、S&Pが日中での高値1576を付けた10月11日に、株式市場への配分を通常水準に戻しただろう。しかし、彼らが終値にだけ従って行動したとする。その場合、彼らはどうしただろうか？

もちろん、最も簡単な方法は第11章で述べた戦略にきちんと従うことだろう。したがって積極的な逆張りトレーダーの場合、下落で付けた終値での安値から15%上昇したら株式市場への配分を通常どおりまで減らす。また、S&Pが200日移動平均線を5%下回った場合は通常以下まで配分を減らす。結局、最初に達成したのはあとの条件だった。2007年11月26日にS&Pが200日移動平均線を5%以上下回る1407で引けたときに、積極的な逆張りトレーダーは株式市場への配分を通常以下の水準まで減らしただろう。

こうした状況でもっと洗練された手法を使いたいなら、強気相場での計算法に頼ればよい。この場合なら、2007年半ばまでに強気相場はほぼ5年続いているのに、10%下落したことは一度もなかった。プラスのリターンがこれだけ続くのは驚異的で、これ以上はあまり続きそうになかった。これらの状況から判断すると、S&Pが（丸15%上昇するまで待たずに）10%ほど上昇して2002～2007年の強気相場での新高値を付けたらすぐに、もっと慎重な利食い戦術を用いて通常水準まで配分を引き下げてもまったく理にかなっていたと思う。S&Pが1514を付けた2007年5月15日に、これは達成された。

2007年2～3月の出来事から離れる前に、私が強い印象を受けたこの弱気の情報カスケードのもうひとつの側面に触れておきたい。株価が比較的穏やかな下げを見せたときに、株式市場に関する雑誌の表紙が3つも現れたのに気づいて、私は驚いた。いつもなら、もっとはるかに長期にわたって大きく下げたからしか、総合週刊誌はそれを表紙にはしない。私はこれを、そのときには重要な強気の大衆筋が株式市場には存在しないさらなる証拠と解釈した。強気のテーマが明らかでないだけでなく、ちょっとしたことでメディアが弱気の記事を書く傾向がはつきりとあった。市場に関してほんのわずかの口実でも見つければ、人々は悲観論や否定的な感情を進んで口にした。これによって、強気の情報カスケードはそのころ株式市場に流れていないという私の見方が再確認できた。

## 2007年7～10月

2007年7月17日にS&Pは1553で引けた。その後の1カ月で、S&Pは約10%下げることになる。それは、過去4年間のどの短期下落よりも大きい。この下落によって、積極的な逆張りトレーダーは3月に利用したものと似た機会に再び巡り合った。

この7～8月の下落の間に第1面に関連記事が載ったのは役に立った。ニューヨーク・タイムズは7月27、28の両日、株式市場に関する記事を第1面の上段左に載せた。両方とも株価の下落に注目していた。そのときまでに下落はおよそ10日続いていて、株価指数は4.5%ほど下げていた。それは積極的な逆張りトレーダーの関心と呼ぶほどのものではない。下落については、金融市場で再び恐怖が現れたためという説明がなされた。

最初にトップ記事を書いたのは8月4日付けのニューヨーク・タイムズだった。大見出しには、「高まり続ける貸し手の苦難で相場は下落」と書かれていた。トップ記事としては、これは穏やかなものだった。使われた言葉は控えめだった。相場は「下落した」であり、「急落した」や「暴落した」とは書かれなかった。活字の大きさも普通で、大見出しの幅も1段分だった。

この記事の前日（金曜日）、S&Pは終値での高値をおよそ8%下回る1433で引けた。下落は16日続いた。これは3週間という標準的な期間には足りない。また、2007年2～3月の下落期間にも足りない。それでも、そのときのS&Pは200日移動平均線を1%ほど下回り、50日移動平均線も下回っていた。積極的な逆張りトレーダーがこの局面で株式市場への配分を増やしても問題ないと思う。これは月曜日の午前中の早い時間に、金曜日の終値に近い水準で行えただろう。

7月の高値からの下落は、S&Pが1371水準を付けた8月16日に終わった。この安値を付ける前に、もうひとつトップ記事があった。8月10日付けのニューヨーク・タイムズだ。その大見出しは、「ヨーロッパとウォール街に影響する住宅ローンの損失」だった。この大見出しが現れる前日のS&Pは1453で引けた。これは8月4日の大見出しの前日に付けた水準よりも上回っている。それで、積極的な逆張りトレーダーが8月6日すぎまで待つ株式市場への配分を増やしても、何も得をしなかっただろう。

8月16日に株価が下げ止まったのは、明らかに数日前に起きた具体的な出来事にかかわっている。これは8月10日にFRB（連邦準備制度理事会）や各国中央銀行が金融市場に大規模な介入を行い、それが8月11日の土曜日に新聞の大見出しで取り上げられたからだ。その日のニューヨーク・タイムズには、「各国中央銀行の介入で荒れた市場は沈静化へ」という見出しが載せられた。この大見出しは2段抜きで、8月4日と10日の1段幅の大見出しとは異なる。そのため、もっと強い感情が表れている。この出来事はその日のシカゴ・トリビューンも取り上げた。「FRB頼みで神経質な相場展開」という全段抜きの大見出しを、第1面の一番上に太字で出した。それには、NYSE（ニューヨーク証券取引所）で悩んでいるトレーダーの写真もつけてあった。

7～8月の株価下落については特集記事を組む雑誌もあった。しかし、2～3月の下落のときと同じで、これらはタイムやニューズウィークのような総合誌ではなく、ビジネスの専門誌でしか見かけなかった。パロンズ8月13日号の表紙は黒地に太く赤い文字で、「動揺する市場」と告げていた。記号論の観点からすると、赤と黒は恐怖と危険を連想させる色だ。エコノミスト8月18日号は、サメが群がる海でサーフィンをしている投資家の漫画を表紙にしている。その漫画でサーファーはワイプアウト（「転倒」と「利益の帳消し」という二重の意味に注意）されかかっている。その大見出しは、「市場で生き残る」と書かれていた。最後に、フォーチュンの9月3日号（定期購読者は8月24日ごろ手にしただろう）は黒い表紙をひけらかし、赤と白の太字で「市場の衝撃、2007年版」と書き立てた。私が前に検討した2007年3月の雑誌の表紙と比べると、これらの表紙のほうが弱気のセンチメントをいくらか強く伝えている。これによって積極的な逆張りトレーダーは、ますます8月初旬に配分を増やそうという気になっただろう。

8月に株式市場に通常以上の配分をしたら、積極的な逆張りトレーダーは8月15日に付けた終値での安値1406から10%上昇したところで、配分を通常の水準に戻しただろう。これを実際に達成したのは、S&Pが1547で引けた10月1日だった。S&Pが2002～2007年の強気相場で、終値での最高値1565の水準に達したのは10月9日だった。2008年のパニックの幕が開こうとしていた。





## 第15章 2008年の金融危機

The Panic of 2008

●2002～2007年の目覚ましい強気相場●天井付近で強気の大衆筋が現れない●住宅市場での強気の大衆筋●弱気相場のシグナル●慎重な逆張りトレーダーは株式市場への配分をいつ増やすか？●住宅ローン市場の混乱●負債デフレの悪循環●政府の介入●信用危機と積極的な逆張りトレーダー●移動平均線を下抜ける●2008年3月のベアー・スターンズの破たん●2008年7月のファニーメイとフレディマック●株価暴落●2008年10月の世界的な金融危機●雑誌の表紙が驚くほど続く●積極的な逆張りトレーダーは新たな強気相場を待ち望む

# 金融危機での慎重な逆張り

**S&P500**は2002年10月の最安値である**777**から2007年10月の最高値である**1565**まで、2倍以上の上昇を見せた。よくある強気相場は2～3年続くが、この強気相場は極めて長く、ぴったり5年続いた。株価指数が**100%**上昇しても珍しいというわけではないが、平均に近い上昇なら**65%**くらいだっただろう。

逆張りトレーダーである私が2002～2007年の強気相場で注目したのは、その5年間にメディアがアメリカ経済や株式市場について悲観的な記事を流し続けたことだ。強気の大衆筋が株式市場に形成されたという兆候は私のメディア日記にはまったく現れていなかった。

だが前の章で指摘したように、アメリカだけでなく世界中で極めて強気の大衆筋が住宅市場に大量に入ってきた。この不動産バブルがはじけると、世界経済や金融市場、銀行システムはその後12カ月にわたって壊滅的な影響を受けることになる。しかし、それを2007年10月の時点で想像することは難しかった。

**S&P500**は2007年10月9日の終値での高値である**1565**から2008年11月20日の終値での安値である**752**まで、1年をわずかに上回る期間に**52%**下落した。逆張りのリバランス戦略に従った慎重な逆張りトレーダーの場合は、**S&P**が**1285**水準だった2006年1月6日に株式市場への配分を通常的水準に下げてください。 **S&P**が**1360**で引けた2008年2月20日に、200日移動平均の値は強気相場での一番高い値から1%下げていた。しかし、慎重な逆張りトレーダーがこの出来事で株式市場への配分をさらに減らそうと考えるのは、強気の大衆筋が2007年までに株式市場に入ってきていたと信じている場合に限るだろう。実際にそう考えた投資家がいたことは知っている。だが、私個人はそう思わなかった。したがって私は、そこで200日移動平均の値が1%下落したことを、慎重な逆張りトレーダーが通常以下の配分に動くシグナルとは解釈しなかった。

2008年の金融危機は恐ろしいものだった。しかし、覚えておくべき大切なことがある。通常以下まで配分を下げていてもいなくても、慎重な逆張りトレーダーのポートフォリオがバイ・アンド・ホールドの場合以上に傷ついたわけではないということだ。そして重要なのは、このベンチマークと比べて自分のパフォーマンスが優れているかだけである。すべての逆張りトレーダーの主な目的はベンチマークに勝つことであり、相場の方向を当てることではない。

これを書いているとき（2008年11月後半）、慎重な逆張りトレーダーは**S&P500**の200日移動平均の値が1%上がるのを待っている。これが起きたら、2008年の金融危機は過去のもので強気相場が新たに始まったというシグナルになるだろう。アメリカだけでなく世界中で、けた外れの弱気の大衆筋が株式市場に参入してきた。そのため、移動平均の値が1%上がったら、慎重な逆張りトレーダーは株式市場への配分を通常以上の水準まで増やそうと計画するはずだ。

いつ、どの価格水準でこの移動平均の値がそこまで上がるか予測する方法はない。現在、**S&P**の200日移動平均の値は**1244**で、1カ月につきおよそ50ポイントずつ下がっている。**S&P**が200日移動平均線を上抜けるまで、この平均線は上向きそうにない。現在の**S&P**は**800**だ。このデータから判断すると、移動平均線が上向くのは数カ月先になると考えるのが合理的だろう。

この章では今後、積極的な逆張りトレーダーの目を通して2008年の金融危機の進展を追っていく。だがその前に、不動産バブルの崩壊から金融危機がなぜ、どのように生じたのかを説明しておきたい。

# 住宅ローン市場の混乱

何が2008年の金融危機を引き起こしたのか？ 一言で言えば住宅ローンだ。不動産バブルがはじけた結果、持ち家の価値が予想外に大きく下落したために、住宅ローンの多くの借り手は返済不能に陥った。しかし、これらの住宅ローンは住宅ローン担保証券に証券化されていた。さらに悪いことに、ウォール街の銀行はこの住宅ローン担保証券から債務担保証券というはるかに複雑な証券を作り出した。低利回りの債券市場でより高い利回りの商品を求める投資家の声にこたえるためだった。住宅価格の下落によって住宅ローンの焦げ付きが生じ始めたために、これらの複雑な証券の価値を決めることが極めて難しくなった。前例のないことが起きていたのだ。全国平均で見た住宅価格は1930年代以降、実質ベースで下落したことはなかった。またその下落でさえも、2006～2008年にアメリカが経験した下落幅よりも小さかった。複雑な証券を客観的に評価するのは非常に難しかったので、債券市場はそれらをいつそう低く評価した、当然、取引価格は極めて安くなった。そこから、それらの証券を所有している銀行やその他の金融機関が大量に債務超過に陥るのではないかという恐怖が広がった。

住宅ローン担保証券とは何なのか？ それは、投資銀行が住宅ローン債権の所有者（普通は商業銀行か住宅ローン会社）から住宅ローンのポートフォリオを買い取り、それらをひとつのポートフォリオにまとめる際につくられる長期債券である。これは住宅ローンの所有を特別目的事業体（投資ビークルまたはSIVと呼ぶこともある——これは普通、信託会社か非営利企業である）に移すことによって実行される。それから、特別目的事業体は債券（住宅ローン担保証券）を発行し、その売却によって投資銀行が住宅ローンを最初に買い取るときの資金を調達する。住宅ローン担保証券は住宅ローンの借り手——あなたと私のような住宅所有者——による毎月の元利金支払額から、証券の所有者に一連の支払いを約束する。

ここまでのところ、これは金融仲介そのものの過程のように見える。流動性が低い住宅ローンをまとめて証券化することで、それらは流動性のより高い資産に変わる。同時に、例えばあるひとつの地域の住宅市場に限った経済問題などから生じる住宅ローンの貸し手リスクも小さくなる。このように住宅ローン担保証券によって、平均的な住宅購入者は住宅資金をより安く簡単に調達できるようになる。

この証券を担保しているのはポートフォリオを構成している住宅ローンなので、住宅ローン担保証券の価値は住宅ローンに対して住宅の持ち主がどれだけきちんと元利金を支払うかに懸かっている。問題はこれらの期待されている支払いを評価する過程で起きた。住宅ローン担保証券がストラクチャードファイナンスと呼ばれるものを使って、債務担保証券というさらに複雑な証券に再証券化されることが多かつたせいで、この問題はいつそう拡大した。

1996～2006年の期間にアメリカの住宅価格は目覚ましい上昇を遂げ、建設費用を少なくとも30%上回る水準に達した。この開きは長期的には持続不可能な水準だった。それなのに、人々は持ち家の価格は上がるしかないと思い始めていた。そのため、住宅ローンを将来借りようとする人は家の購入を基本的にリスクのない投資と見た。さらに悪いことに、住宅ローンの貸し手も住宅ローンを基本的に同じように見た。いつまでも不動産価格が上昇するので、資産価値が保護されている安全資産と見たのだ。持ち家の価格は上がるしかないという借り手と貸し手の信念は、お互いに強め合った。住宅ローンの需要も供給も増えただけでなく、住宅ローンの拡大によって住宅価格の上昇はさらに激しくなった。その結果、不動産バブルが起きた。

どんな信用バブルでも同じだが、住宅ローンの貸し付けを増やして手数料を稼ごうと競争するなかで、貸し手は貸し出し基準を徐々に引き下げた。まさにここで、慎重な住宅ローンの貸し出し基準は住宅ローン担保証券という金融テクノロジーによって省かれてしまったのだ。もはや住宅ローン債権の所有者——銀行と住宅ローン会社——は住宅ローンを帳簿に載せておく必要がなくなった。その代わりに、彼らはこれらの住宅ローンをまとめて投資銀行に売却した。彼らは自分たちが貸し付けた住宅ローンを投資ポートフォリオに残していないので、貸し付けに対して借り手が元利金を支払っているか確かめる必要性をほとんど感じなかった。

住宅価格が上がり続けるかぎり、これらの甘い貸出基準でも問題は起きなかった。事実、住宅ローンの返済率を推定するときに用いるヒストリカルデータによると、信用度の低い借り手（いわゆるサブプライム層）でさえ返済履歴は良かった。それに、住宅価格は上がり続けるだけだったではないか？ スタンダード・アンド・プアーズ（S&P）

やムーディーズ・インベスターズ・サービスのような格付け機関はサブプライムローンを裏付けにした証券でさえも、特にそれらを債務担保証券に再証券化したものをトリプルAと格付けすることを正当化するために、それらのデータを利用した。

ほとんどの人は、住宅価格が上げ止まり、さらに悪いことに下がり始めたらどうなるのかと尋ねようとは思わなかった。この質問を実際にして問題が起きると分かった人でさえ、住宅ローン担保証券やそれを元にストラクチャードファイナンスでつくられる複雑な証券の価値が下落すると、貸借対照表にどれほど破壊的な影響をもたらすのか、まったく分かっていなかった。

アメリカの住宅価格に関する**S&P**ケース・シラー住宅価格指数によると、持ち家住宅の価値は**2006**年半ばに天井を付けている。その後2年間で全国平均の住宅価格は**20%**以上下がった。**2003～2006**年に住宅価格が頂点に達したころ、少ない頭金で家を購入した人々は資金繰りの問題に直面した。多くの場合、住宅価格が下落すると住宅ローンによる借金が家の価値を上回る。このため、住宅ローンの焦げ付きが増えた。特にサブプライムローンでそれは著しかった。住宅ローン担保証券の価値を信じるときの裏付けとなっていた返済予想はそれらの出来事によって突然、間違っていると分かった。

しかし、状況はそれよりもはるかに悪かった。不動産市場は本当に未知の領域に突入した。住宅価格が下がり、サブプライムローンの借り手の資産がマイナスになったときに、彼らの債務不履行率を推定する過去データがなかったのだ。同じことはほかの住宅ローンの借り手にも当てはまった。というのも、これまでアメリカは、持ち家住宅の実質価格（つまりインフレ調整済み価格）が長期間にわたって大幅に下がるという経験をしたことがなかったからだ。どの証券の適正価格も比較できる歴史的な基準がまったくないとすると、証券は恐怖に基づいて値付けされがちだ。これが**2008**年に住宅ローン担保証券と債務担保証券の市場で起きたことである。これらの証券の多くは、ほんの1～2年前の購入価格を**70～90%**下回る水準の価値しかないと思なされることも珍しくなかった。

# 負債デフレの悪循環の定着

いったん住宅ローン担保証券の価値が下がり始めると、恐怖が世界の金融市場に伝わった。ポートフォリオに住宅ローン担保証券が相当含まれていると、これらの証券が購入価格よりもはるかに低い価値になったために、どんな銀行や保険会社、ヘッジファンドあるいはその他金融機関であっても、その株主の正味資産は急減した。たいていの場合、そうした証券を売買できる市場はなかった。そのため、市場のない手持ちの住宅ローン担保証券の資金を調達するために、取引できる市場があるほかの証券が売られた。

住宅ローン担保証券を大量に保有している金融機関の純資産は減少しているので、それら金融機関の社債や短期借入金の価値もおのずと疑問視された。これは特に危険な転機であった。どの金融機関がこれらの住宅ローン担保証券で大幅な損失を被りそうか、知っていると思われる人はだれもいなかったからだ。

どんな代価を払っても安全第一が決まり文句になった。レバレッジの解消が金融機関の経営方針になった。銀行はお互い同士でも企業顧客に対しても金を貸そうとしなかった。企業はCP（コマーシャルペーパー）市場で資金調達ができなかった。ローンを即刻返済してほしいという要望が急激に高まったので、金融仲介の通常のビジネスは停止した。これは古典的な負債デフレという悪循環の始まりだと、景気循環を研究する経済学者は恐れた。ローンを返済するために資産を大急ぎで売ろうとすると、そうした悪循環が始まる。売り急ぐと資産価格は下がり、ローンの返済はいつそう難しくなる。すると、さらに資産を売る動きが強まる。これを放置しておけば、経済は回復が極めて難しい不況に陥るだろう。1930年代の大恐慌が負債デフレの悪循環の古典的な例である。

# 最後の貸し手

2008年の金融危機は世界中の市場に影響を及ぼし始めたので、中央銀行と政府の金融監督当局が介入した。2008年7～10月に、政府資金による多くの融資計画が発表され実行に移された。銀行とその他の金融機関同士が金を貸し渋っているとしても、政府か中央銀行との金の貸し借りなら、彼らも進んで行っだろう。世界中の中央銀行と国庫はこの方法で、民間部門が一時的に放棄した金融仲介の役割を引き受けた。それらは世界経済において、本当に最後の貸し手になった。

政府の行動は負債デフレの悪循環を止めて、世界的な不況を防ぐのに間に合ったのだろうか？ 2008年11月にこれを書いている時点では、私は間に合ったと見ている。だが実際には、時がたたなければ分らない。この点では、1929年に大恐慌が始まったときに起きた出来事と2008年の出来事を比べることには大きな意味がある。

当時も現在と同じように金融バブルが生じ、その反動によって銀行の破たんや住宅ローンの焦げ付きが起きた。大きな違いはこれらの展開に対する政府の反応に見られる。今日の財政支出は1930年代よりもはるかに世界経済の重要な一部になっている。このため、財政政策はかつてよりもずっと効き目があり、景気の失速を和らげられる。さらに重要なことは、景気循環を調整するために介入することは、特に不況に向かっているときには適切だと広く信じられていることだ。1930年代には、このような見方をする政策立案者はほとんどいなかった。その主な理由は、金本位制を守ることが長期的な繁栄には不可欠だと彼らが信じていたためだ。

最後に、現在の中央銀行、特にアメリカのFRB（連邦準備制度理事会）は危機の時期に金融仲介者の働きをする最後の貸し手として、極めて真剣に責任を引き受けている。結局のところ、ほとんどの中央銀行が設立された理由はこれであった。さらに、現在のFRB議長ベン・バーナンキは大恐慌を生んだ誤った政策に関する専門家で、そういう失敗を避けようという固い決意を持っている。このためだけであっても、今回の事態は異なる展開をすると思うし、アメリカと世界の経済は比較的素早くこの金融の大失敗から立ち直ると思う。

# 信用危機と逆張りトレーダー

どんな経済危機でも、**2008年**の金融危機ほど長く続くのは普通ではない。それは数幕からなる金融危機だった。まず**2007年**7～8月に最初の幕が上がった。投資銀行ベアー・スターンズの出資するヘッジファンド2社が住宅ローン担保証券に投資していたために破たんに追いやられたのだ。この恐ろしい劇の各幕でそれぞれ弱気の情報カスケードが流れた。それらは新たな金融の恐怖や危険性に焦点を合わせていた。それぞれのカスケードは、恐れていたことが現実になるという、状況を明らかにする出来事で終わった。投資家の安心と相場の上昇という短い幕あいのあと、次のもっと恐ろしい幕が上がるだろう。これを書いている**2008年11月**後半はバラク・オバマがアメリカ合衆国大統領に当選した直後だ。ここでさらに幕が上がり、また別の予期しない金融災害が明るみに出るかどうかは、だれにも分らない。

私は金融市場にかかわって**40年**たつが、**12カ月**間にこれだけ多くの激しい弱気の情報カスケードが流れるのを目撃したことはなかった。あとで見えていくが、これらのカスケードは多くの劇的な新聞の大見出しや、前例のないほどあふれかえった弱気の雑誌表紙が生み出したものだ。また、カスケードにはこれらの大見出しや表紙がついて回った。

この章で以前に指摘したように、**2007～2008年**の慎重な逆張りトレーダーの成績はバイ・アンド・ホールド戦略のパフォーマンスと同じというにすぎなかった。これを書いている今、彼らは**S&P500**の**200日**移動平均の値が**1%**上昇するのを待っているだろう。これが実現すると、彼らは通常どおりから通常以上の配分へと動くだろう。

この慎重派とは正反対の積極的な逆張りトレーダーは、危機のさなかでもはるかに活発だった。この章の残りは彼らに従い、**2007年**後半と**2008年**の最初の**11カ月**に現れた情報カスケードに彼らがどう反応するかを見ていく。



# 強気相場の天井と投資配分の最初の引き下げ

**S&P500**は2007年10月9日に付けた終値での最高値**1565**から、2007～2008年の弱気相場を始めた。

弱気の情報カスケードが始まったことを最初に示唆したのは、2007年11月8日付けニューヨーク・タイムズの大見出しだった。それは、「アメリカの景気減速で沈む各市場とドル」と書かれていた。記号論で見る弱気の尺度では、これはかなり穏やかな大見出しだったことに私は注目する。なぜか？ まず、これははっきりとは株式市場に触れていない。「各市場」と複数形を使っている点に注意しよう。1段目でダウに触れている小見出しがあった。しかし、その同じ小見出しは原油と天然ガスの価格にも触れていた。また、住宅所有者が資産減少でお金に困っているという小見出しもあった。困っているや沈むという言葉は穏やかな弱気の感情しか伝えていない。全体として、これは弱気の大衆筋が成熟期に入り、株式市場に存在することを示す大見出しではなかったと言ってよい。それは弱気の情報カスケードが流れていたことを示しているにすぎない。

およそ3週間後の2007年11月26日に**S&P**が**1407**で引けたとき、積極的な逆張りトレーダーは弱気相場の姿勢に変わった。ほぼ5年間で、**S&P**が**200**日移動平均線を少なくとも5%下回って引けたのは、5年近くでそれが初めてだった。この局面で、積極的な逆張りトレーダーは株式市場への配分を通常以下まで引き下げるだろう。

7週間以上たって、株式市場に関する2番目の弱気の大見出しがニューヨーク・タイムズに登場した。2008年1月17日に出た2段抜きの大見出しは、「FRB議長のコメントでも株価の急落を止められず」だった。急落という言葉が使われて、株式市場についてははっきりと触れている点で、これは11月8日のものよりも決定的に弱気の大見出しだ。この弱気のメッセージが記号論的に見て唯一薄められているのは、株式市場が文の主語ではなく目的語で触れられているというところだ。

1月17日の取引終了後、積極的な逆張りトレーダーは**S&P500**が**200**日移動平均線を10%以上下回っている点に注目するだろう。弱気の大衆筋が十分に成長していると判断するなら、彼らがこれを基に**S&P**が**1333**で引けたその日に株式市場への配分を通常以上の水準まで増やしても問題はない。

ただしその局面で、彼らが配分を増やすのを延期する可能性がひとつだけあった。彼らは弱気相場が進展中だと信じていた。しかし、弱気の大衆筋が形成されつつあることを示唆するのは大見出しの記事ひとつだけしかなかった。急落について触れている雑誌の表紙はまだ現れていなかった。それまでの3カ月間に株価指数は大幅に下落していたにせよ、証拠が不十分なこの状況では配分を増やすのを延期する積極的な逆張りトレーダーもいるだろう。

ほんの数日後の1月22日に状況は変わった。この前日、アメリカ市場はキング牧師の誕生日で休場だった。しかし、海外市場は開いていた。ニューヨーク・タイムズは、「アメリカの景気減速を恐れて世界市場は急落」という大見出しを載せた。この大見出しはとても印象的だった。4段抜きの見出しで、カラー写真も何枚かついていて、1枚は東京証券取引所の日経平均株価のチャートで、前日の下落を分足で表していた。残りは、インドの不安げな多くの投資家たちとブラジルの証券取引所の混乱ぶりを示していた。

この大見出しを記号論的に解釈すると、ひどく弱気であることが明らかになる。最初に、「世界市場」が文の主語だ。また、状況を述べるのに恐れと急落という言葉も使っている。大見出しは4段抜きで、カラー写真もついている。1枚の写真は東京証券取引所で指数が下落しているチャートだ。残りは不安で取り乱した投資家たちを示している。全体としてこの大見出しは、弱気の大衆筋が株式市場に入ってきたことを示す非常に説得力のある証拠だと考えられる。これは、積極的な逆張りトレーダーが株式市場への配分を増やす十分な理由となる。実際に、**S&P**が**1280**近くだったその日の寄り付き辺りで実行できただろう。

翌日の大見出しは、弱気の大衆筋が形成された証拠をさらに提供している。「驚くFRB、市場安定化を狙い大幅利下げへ」と、1月23日付けニューヨーク・タイムズの大見出しは書いている。シカゴ・トリビューンも、「株式市場を揺さぶるFRB」と同様の見出しを載せた。アメリカのFRBは前日に翌日物の貸出金利を4.25%から3.50%まで、75ベースポイント引き下げた。株価指数はそれに反応して、1月22日の寄り付き直後の安値から上昇した。ニューヨーク・タイムズの2段抜き大見出しの横には2つのチャートが載せてあった。そのひとつは前日の何種類かの株価指数の動きを表していた。もうひとつはデビッド・レオンハルトによるニュース解説の横に載せてあった。その解説

は、「好景気は幻だったという懸念」という題だ。それは、「それで、これはどこまで悪くなるのか？」という文で始まっていた。

積極的な逆張りトレーダーが1月17日に株式市場への配分を通常以上の水準まで増やしていなかったのなら、1月22日か23日にきっと増やしただろう。彼らがメディア日記に入れた大見出しの素材は、弱気の情報カスケードが流れているという強い証拠になった。また、そのカスケードによってすでに弱気の大衆筋が大量に入ってきた。株式市場は3カ月間下げ続け、ダウとS&Pは5年で最大の下落率を見せていた。さらに1月22日のFRBによる利下げは、ひとつの（この場合は弱気の）方向に感情を集中させる働きをしていて、状況を明らかにする出来事の一例となった。そうした出来事は相場の転換点と密接に関連することが多い。

弱気の大衆筋が形成されているという証拠は、雑誌の特集記事がいくつか現れたことで1月下旬にいつそう明確になった。特に私の注意を引いたものは2月4日号のビジネスウィークとニューヨーカーの表紙であった。

ニューヨーカーは金融市場にかかわる表紙をめったに出さない総合誌なので、特に意味がある。その2月4日号の表紙は、ウォール街のNYSE（ニューヨーク証券取引所）のてっぺんに座り、額をふきつつ悩んでいるハンブティ・ダンプティを載せた。私たち皆が童謡で覚えているように、卵形のハンブティ・ダンプティは激しく落っこちて無数の破片に砕け散り、二度と元には戻らない。記号論の観点からすると、これはかなり強力で、人をがっかりさせる弱気のイメージだ。

ビジネスウィークの表紙はこれほど劇적ではなかった。緑色に輝くスクリーンに黒い文字で「相場は計算中」と出ている。その表紙は、シャツの袖をまくりあげたトレーダーが両手で頭を抱え込みながら、その文字をじっと見つめている様子を見せていた。

## ベアー・スターンズの破たん

その後2カ月間、株式相場は横ばいした。1月の安値を下回ること、あまり上昇することもなかった。積極的な逆張りトレーダーは、**S&Pが50日移動平均線を1%上回るのを待っている**だろう。しかし、次の弱気の情報カスケードが根付く前に、これが起きることはなかった。**S&Pが3月17日に1256の水準まで反落した**あとでさえ、このカスケードが流れている間、積極的な逆張りトレーダーは通常以上の配分を維持するだろう。

3月17日土曜日付けのニューヨーク・タイムズは、「ウォール街の大手銀行で取り付け騒ぎ。政府による救済に拍車」という見出しを載せた。問題のウォール街の銀行とはベアー・スターンズであった。ベアー・スターンズは9カ月前の**2007年6月23日に悪評を受けた**。そのときニューヨーク・タイムズは、「ベアー・スターンズ、傘下ヘッジファンドの救済に**32億ドル注入**」という見出しを載せた。ベアー・スターンズは、傘下ヘッジファンドが住宅ローン担保証券による損失で破たん寸前に陥ったため、救済が必要と認めた。

住宅ローン関連の損失に占めるベアー・スターンズの投資額は、**2007年6月に明らかになっていた額よりもはるかに大きい**ことは疑いなかった。3月17日の大見出しははっきりと株式市場には言及していないので、普通なら株式市場の情報カスケードにはならないだろう。しかし、私はこの場合を2つの理由で例外扱いにした。まず、大見出しは銀行の取り付け騒ぎに触れている。この取り付け騒ぎは預金者に影響を及ぼすものではなかった。しかし、感情的な意味はどちらであっても同じだ。さらに悪いことに、救済される必要があったのがウォール街の銀行だったことだ。ウォール街が銀行の取り付け騒ぎと救済にかかわると、この大見出しは株式市場に関する弱気の情報カスケードになる。それは、成熟期に入った弱気の大衆筋が存在するという確証をさらに与えてくれる。

3月17日と18日付けニューヨーク・タイムズの大見出しも、それほど劇的ではないが似た意味を持っていた。3月17日の見出しは、「素早い動きで、**FRBは買収を支援しウォール街に融資**」だった。3月18日の見出しは、「急落は避けられたが、市場は先行きに神経質」だった。これらの大見出しはすべてベアー・スターンズの救済（実際には政府融資による買収）という、状況を明らかにする出来事に関連している。

弱気の大衆筋が成熟期に入っている証拠がまもなく、さらに続いて現れた。3月22日号のエコノミストは、ひび割れが縦横に走っている壁（ウォール）を表紙に描いていた。その壁には金文字の浮き彫りで「ウォール街」と書かれていた。小見出しは赤文字で、「危機に関する**10ページの特別レポート**」と書かれている。言うまでもなく、ウォール街の危機が広く知られると、たいていは買いの機会になる。

ウィークリー・スタンダードの3月31日号も似た表紙を出した。この週刊誌は保守的な政治問題と意見で占められていて、ふだんは金融市場にまったく注意を払わない。しかし、この号は例外だった。それは白黒写真で、スーツとネクタイ姿で帽子をかぶっている中年の男が旧式のティッカーテープを手を持っているところだ。その男はまゆをひそめ、帽子を後ろにずらし、手のひらで額をたたいている。全体的な印象は**1929年の株価暴落の記憶**を呼び起こす。大見出しは一言、「えーっ!」だった。

## ファニーメイとフレディマック

S&Pは3月17日の日中の安値である1256から5月19日の高値である1440まで上昇した。4月1日にS&Pが1370の水準で引けたとき、50日移動平均線を1%以上、上回っていた。これは、積極的な逆張りトレーダーが株式市場への配分を再び通常以下の水準まで減らすようにというシグナルだ。

2008年4～6月には、大手新聞の大見出しに株式市場は登場しなかった。また、雑誌の特集記事でも注目されなかった。にもかかわらず、その時期の私のメディア日記を読み通すと、住宅市場と経済についての悪いニュースが切れ目なく続いていることに驚かされる。しかし、最大の記事をひとつ挙げるなら、おそらく原油価格の著しい上昇だ。3月4日に99ドルだった原油は7月15日には147ドルに達した。この原油価格の50%の上昇によって、アメリカの夏のドライブシーズンにガソリン価格が急上昇した。さらに、これはほとんどのアメリカ人にとって生活費の全般的上昇のひとつにすぎなかった。全体として、これは投資家が非常にがっかりするニュースの背景だった。

6月7日付けニューヨーク・タイムズは、「5カ月連続で失業率上昇、原油の上昇で増す憂うつ」という大見出しを載せた。大見出しで「憂うつ」という、当時の世間の気分を極めて強く示す言葉を使っている点に注意しよう。6月24日にコンファレンスボードは6月の消費者信頼感指数を発表した。50.4という値は16年間で最も低く、これよりも低い値は過去34年で2回しかなかった。これら2つの記事は4～6月期の経済状態について、事実上すべてのメディアがどういう傾向で論じたかを示している。けた外れに弱気の大衆筋が増加していた。そのテーマは住宅価格の下落や金融引き締め、金融機関の破たんの恐れ、インフレや失業率の悪化だ。それでも、株式相場は1月の安値を上回っていた！

ダウとS&P500は5月19日の高値から再び下落し始めた。7月上旬までに、両方の指数とも1～3月の安値を下回った。それでも、株式市場の話題は7月8日まで大見出しには現れなかった。その日にニューヨーク・タイムズは、「住宅ローンの恐怖で2機関の株価は急落——さらに悪いことが起きる恐怖」という見出しを載せた。記事は政府出資の2企業、ファニーメイ（連邦住宅抵当金庫）とフレディマック（連邦住宅貸付抵当公社）に関するものだった。両社ともアメリカの住宅所有者のために、住宅ローンの融資に対して保証を行っていた。非常に多くの銀行や金融機関が2社の債権を保有していたので、株式市場は全体としてファニーメイとフレディマックの運命にひどく敏感になっていた。ファニーメイとフレディマックが破たんすれば信用危機と景気後退が経済全体に及ぶだろう。記号論の観点からすると、この大見出しは極めて弱気のセンチメントを伝えている。恐怖という言葉が2回現れていること、急落という言葉とさらに悪いことが起きるという表現が使われていることに注意しよう。1週間後の7月15日にニューヨーク・タイムズは、「銀行セクターへの信頼低下で株価下落——銀行に行列」という見出しを載せた。記事の最初の段落には、「金融セクターの信頼は月曜日に急降下した」という文がある。さらに、地方銀行の株価が「1980年代以来めったにない急落を見せた」と述べている。

これらの2つの大見出しが1週間置いて現れ、両方とも銀行や金融機関の株価に関係していた。それらは、株式市場のこのセクターに弱気の大衆筋が発達していることを示していた。経済を機能させ続けているのは金融機関だということを心に留めておくことが重要だ。信用不安が起きると銀行だけでなく、すべての株の株価が下落する。このため、積極的な逆張りトレーダーにとってこれは買いの機会だと、そのときの私には思われた。これは別の弱気の情報カスケードだった。また、7月14日にS&Pは1228で引けた。それは200日移動平均線を10%以上下回り、進行中の弱気相場での新安値となった。積極的な逆張りトレーダーの場合、ここで株式市場への配分を通常以上の水準まで増やす理由は十分にあった。しかも、S&Pは短期上昇で最後に付けた5月19日の高値からおおよそ2カ月間下げ続けていた。

雑誌の表紙は、弱気の大衆筋が株式市場に存在しているという証拠をさらに提供した。バロンズの7月7日号は、「ベアズ・バック（〔熊の背中〕と〔弱気が戻る〕を掛けている）」という見出しを載せた。表紙は歯をむいて激しくほえている、弱気の象徴である熊の漫画だった。ビジネスウィークの7月14日号はさらに重要だ。その見出しは、「つらい時代の引退戦略」だった。表紙には、迷路を何とか抜け出ようとしている一組の男女が描かれていた。もちろん、つらい時代という言葉は弱気のセンチメントをはっきりと伝えている。しかし、それよりもずっと重要なのは

大見出しの主語にある引退という言葉だ。仕事から引退することを考えるとき、人々は自分自身を金融市場の変動に振り回される存在とみなす。彼らが引退について心配し始めるのは、たいてい株式相場が注目を浴び恐怖を感じるほど株価が下落しているからだ。2000～2002年の弱気相場における安値の時期と、2002年7月号のタイムが引退の恐怖に関する特集記事を組んだ時期がたまたま同じだったことを思い出そう。

エコノミストの7月19日号は表紙に2個の竜巻を描いていた。それらは通貨と家と貯金箱（貯金）を吸い上げていた。その見出しは、「双子の竜巻——ファニーメイ、フレディマックと市場の大混乱」だった。竜巻は災難を意味する。そして、大混乱という言葉は市場について述べるときに用いるものとしては極めて弱気の表現だ。ビジネスウィークの7月28日号は自分のしっぽを食べているヘビを載せた。それには赤色の大文字（恐怖と危険を表す色）で、「ウォール街はいかにして経済を食いつぶしたか」という表題がつけてあった。

経済の状態に関するアメリカ人の気持ちを要約するかのように、エコノミストは7月26日号で、腰を下ろした自由の女神がニューヨークの遠くをがっかりした表情でじっと見つめている表紙を出した。大見出しは、「不幸なアメリカ」だった。

並外れた弱気の大衆筋が株式市場に発達した兆候は、ほかにもあった。8月3日にコンファレンスボードは最新の消費者信頼感調査を公表した。20年間で初めて、回答者の過半数が、その後12カ月間にわたって株価が下落すると予想していた。株式市場での弱気の大衆筋は、また経済に関する弱気の大衆筋も伴っていた。8月3日のギャラップ調査によると、アメリカ人の77%が経済についてネガティブな見方をしている一方で、ポジティブな見方をしている人は7%にすぎなかった！

8月28日に積極的な逆張りトレーダーは、S&Pが1301で引けたのを見ただろう。そこで7月中旬以来初めて、50日移動平均線を少なくとも1%上回った。あいにく、このシグナルは事実上の短期の高値1305水準に達した8月11日よりもあとに出た。この局面では、通常以下まで配分を引き下げる動きが要求された。その当時は信じがたかったが、さらに悪いことが待ち受けていた。

# 株価暴落——リーマン・ブラザーズの破たん

9月にウォール街で投資銀行の崩壊が始まった。今回は世界的なパニックが金融市場をおおった。新しい災難（そして新しい弱気の情報カスケード）の最初の兆候は、9月10日付けニューヨーク・タイムズの1段幅の見出しだった。それには、「リーマン・ブラザーズに関するウォール街の恐怖、市場を襲う」と書かれていた。2日後にニューヨーク・タイムズは、「金融危機で変わるウォール街の勢力図」という3段抜きの大見出しを載せた。リーマン・ブラザーズは破たん寸前に見えた。ウォール街と銀行業界がひどく驚いたことに、財務省とFRBはリーマン・ブラザーズの救済を拒否した。そして9月15日にこの投資銀行は破産した。

リーマン・ブラザーズの破産は金融危機を引き起こした。事実上すべての大手金融機関の支払い能力が疑われた。由緒ある証券会社メリルリンチは不動産担保証券によって巨額の損失を被ったので、バンク・オブ・アメリカに売却された。9月16日に株価を主語にした最初の大見出しが現れた。9月16日付けニューヨーク・タイムズは、「ウォール街はブッシュのコメントにもかかわらず、2001年以来最悪の損失」という見出しを載せた。その翌日、ニューヨーク・タイムズはさらに悪いニュースを見出しに載せた。それは、「FRB、揺らぐ保険業界の巨人に850億ドルの緊急援助計画」だった。アメリカン・インターナショナル・グループ（AIG）保険会社はクレジット・デフォルト・スワップという、デリバティブ（金融派生商品）の発行によって生じた損失のために、倒産の危機にあった。最後に、9月18日付けニューヨーク・タイムズは4段抜きの大見出しで、「投資家の安全への逃避で、金融危機は新しい局面に」と書いた。

この一連の大見出しで、株式市場自体が文の主語になっているのは、ひとつにすぎないことに注意しよう。そのとき弱気の情報カスケードが流れていて、S&Pは200日移動平均線を10%下回っていた。それでも、積極的な逆張りトレーダーが株式市場への配分を増やすのを遅らせるだけの理由は十分あったと思う。さらに重要なのは、8月11日に短期の高値を最後に付けてから1カ月余りしかたっていなかったことだ。普通、少なくとも2カ月は下落したあとでないと弱気相場での買いの機会は生まれない。

当時のアメリカ政府はウォール街と経済を救う計画を作成しようとしていた。続く2週間、新聞は政府のその努力を伝える記事と大見出しで占められた。この動きは、最初の救済法案が下院で否決された9月29日に頂点に達した。翌日の大見出しはその出来事を伝えた。ニューヨーク・タイムズは、「反抗的な下院、巨額資金による救済を拒否——株価は急落、次の手は不明」と書いた。同じ日のシカゴ・トリビューンは、「下院は拒否、恐怖にとらわれる投資家」という見出しを載せた。

明らかに、弱気の大衆筋が株式市場に相当多く集まっていた。それは7月の一時的な安値を付けたときに形成されたものよりもはるかに多かった。しかしS&Pは強気相場ではなく、弱気相場のなかにあった。弱気相場においては、短期の高値から2カ月かそこら待ったあと、弱気相場のなかで買いポジションを増やす。これが過去データから勧められることだ。たとえ弱気の情報カスケードがもっと早く発達しても待ったほうがいい。

次の株式市場にかかわる大見出しが現れたのは10月7日だった。8月11日に短期の高値を付けてから合計57日後だ。これは、積極的な逆張りトレーダーが注目し始める2カ月という指標に十分近い。ニューヨーク・タイムズは4段抜きの大見出しを載せた。そこにはおびえた投資家の写真と株価が急落しているチャートが添えられていた。見出しは、「世界的な株価急落でFRBは経済刺激策を慎重に検討」とあった。同じ日にシカゴ・トリビューンが、「世界に広がる危機」という大見出しを第1面に全段抜きで載せた。また、分かりやすくするために、世界の各株式市場で投資家が不安そうにしている写真を挿入していた。それぞれの写真には下向きの矢印がつけられ、市場ごとの前日の下落率が示してあった。この弱気の情報カスケードに対するシカゴ・トリビューンの最大の貢献は、10月10日の第1面に全段抜きで載せた大見出しだ。それには直近7取引日の下落を表す下向きの矢印が添えてあった。見出しは、「恐慌に向かうあらゆる兆候」だった。S&Pはその日、日中の安値である839に達した。

10月7日以降は、積極的な逆張りトレーダーが株式市場への配分を通常以上の水準まで引き上げるだけの根拠があった。S&Pは200日移動平均線を10%以上、下回っていた。類を見ない弱気の情報カスケードによって、断固とした弱気相場の大衆筋が形成されていた。しかも、この弱気相場で最後に短期の高値を付けてから2カ月ほどたつてい

た。10月6日に**S&P500**は**1056**で引けたが、翌10月7日にはそれよりもずっと安い**996**で引けた。それでも**S&P**が**1056**で引けたときに、積極的な逆張りトレーダーが株式市場への配分を通常以上の水準に増やしたと見ておくべきだと思う。

ここまで私は新聞の大見出しだけを通して9～10月の弱気の情報カスケードを明らかにしてきた。しかし、類を見ないほどあふれ出た雑誌の表紙も、弱気の大衆筋を株式市場に形成する役目を果たした。最初はタイムの9月29日号の表紙だった。それは穴に頭から突っ込んでいるために、両脚だけしか見えていないビジネスマンを表している。表題は、「ウォール街はいかにアメリカを裏切ったか」だった。ウィークリー・スタンダードの9月29日号は「強い不安」という見出しで、**NYSE**から逃げ出している漫画の登場人物たちを描いていた。ニューヨーカーの9月29日号は、携帯電話で話しながらウォール街を歩いているビジネスマンがマンホールに落ちようとしている表紙だ。タイムの10月13日号は大恐慌時代の炊き出しに並ぶ人の列を表紙にして、「新たなつらい時代」という見出しをつけた。**US**ニュース・アンド・ワールド・リポートの10月13日号は1ドル紙幣の一部を漫画にし、ジョージ・ワシントンの肖像が目大きく見開いている表紙だ。見出しは、「あなたはどれほど怖がるべきか？」だった。最後にニューヨーカーの10月20日号の表紙は、赤いローブをまとい、黒い羽飾り付きの赤い帽子をかぶった死神の衝撃的な漫画を売りにしていた。死神はドクロを先につけた杖を握りしめ、ギザギザの赤い線で株価の下落を示しているチャートを持っていた。彼の視線の下にはもたえ苦しむ銀行家とブローカーの一群が立っていて、明らかに目から赤い損失を流していた。げえ一つ！ 当時の気分をなんとびつたり洞察し、うまくまとめていることか！

私がこれを書いているとき、積極的な逆張りトレーダーは、**S&P**が**1056**水準になった10月7日に通常以上に増やした配分をまだ維持している。11月20日の終値で**S&P**は**752**の安値を付けた。そのため、彼らは7週間で29%の下落を被ったことになる。彼らの成績は10月初旬以来、バイ・アンド・ホールド戦略を下回っている。しかし、さらに別の弱気の情報カスケードがニューヨーク・タイムズの大見出しに現れた。その11月20日版は、「株式を傷つける最新の恐怖——株価の下落」という大見出しを載せた。この大見出しは穏やかな弱気のセンチメントしか伝えていない。見出しは1段分の幅だ。また使っている動詞は「傷つける」で、もっと強い感情と結びつく可能性のある「暴落する」や「急落する」は使っていない。しかしその翌日には、はるかに感情的な大見出しが4段抜きで現れ、ダウ平均のチャートもつけられていた。見出しは、「株価急落で信用市場は機能停止」だった。

この章と前の章で見てきたように、こうした大見出しはたいい短期の安値から1日か2日以内に現れる。このため、積極的な逆張りトレーダーは**S&P**が上昇する動きを探していると思う。しかし、彼らが向き合わなければならない真の問題は、現在の株式市場での配分を通常どおりか通常以下の水準に戻すためにどのような戦術を使うべきかだ。

普通の弱気相場での戦術なら、**S&P**の終値が50日移動平均線よりも少なくとも1%上回るのを待って、通常以下の配分に戻すよう要求するだろう。しかし、こういう相場の局面で彼らが取り組むべき重要な問題がある。2007年10月9日の高値である**1565**から11月20日に付けた現時点での終値ベースの安値である**752**まで、**S&P500**は12カ月間で47%下落した。したがってこの弱気相場は、下落幅では平均よりもずっと大きく下落期間では平均的だ。11月20日に付けた安値である**752**からの上昇が、実は新たな強気相場の第一段階だという可能性はどれぐらいあるだろうか？

株式市場と経済についての弱気のセンチメントが強いという点では、11月20日の安値から新たに強気相場が始まる可能性は高い。しかし、積極的な逆張りトレーダーは現在、株式市場に通常以上の配分をしていて、10月初旬に**1056**水準で買ったときと比べると相当の損失を出している。過去の経験からして、そういう状況では「守勢に回って」、バイ・アンド・ホールド戦略にあまり負けすぎないようにすることが、いつでも一番だと分かっている。それで、ここでの適切な選択は普通の弱気相場での戦術に従うことだ。つまり、**S&P**の水準が終値で50日移動平均線を少なくとも1%上回るのを待って、通常以下の配分に戻すことだ。

# 第16章 逆張りの考え方と実行について

Vignettes on Contrarian Thought and Practice

●1912年の優れた本●ハンフリー・ニール●テーブリーディングに関する重要な2冊の本●逆張りに関するニールの著作●アメリカ人は世論調査が大好き●インベスターズ・インテリジェンスが溝を埋める●うまい話はない●ガーフィールド・ドリューと端株投資家●投機に関してこれまでに書かれた最も素晴らしい本●ボール・モンゴメリーが雑誌の表紙による指標を発明した●バブルと株価暴落の歴史●根拠なき熱狂は天罰を受ける●ロバート・シラー●逆張りトレーダーから見たバリュート投資●3ページのバリュート投資家案内

どんな逆張りトレーダーもやがては独自の方法を編み出して、大衆筋が犯す市場の間違いを利用するようになる。ここまでの章で、私は過去40年にわたって発展させた方法を説明してきた。しかし、逆張り手法については、これまで述べたことだけでなく、ほかにも山ほど話したいことがある。この章で、私はこの差を少しでも埋めるつもりだ。

以下は、私が逆張りトレードの手法を開発するなかで自分のために書きためてきた短いメモを並べたものである。これらのメモを書いたのには、さまざまな理由がある。考えさせられる書物を読んだときには、それを逆張りの考え方の範囲でもっと広い文脈に位置づけようとしながら、短い批評を書いた。また、それまでに読んだどの本でも説明されていなかった逆張り手法について知り、私の手法との関係を説明する小論を書いたこともある。これ以降は、逆張りの考え方や実践についてのそうした短い文章をいくつか紹介する。



# 株式市場での心理

『ザ・サイコロジー・オブ・ザ・ストック・マーケット (The Psychology of the Stock Market)』はジョージ・C・セルデン著の薄い本で、初版は**1912**年だ。これはザ・ティッカー誌に連載された雑誌の記事を数年後にまとめたものだ。ザ・ティッカーは**20世紀初頭**に伝説的なリチャード・D・ワイコフが創刊した雑誌で、最終的にザ・マガジン・オブ・ウォールストリートに発展した。驚くべきことに、この本は今でもコスモクラシックから出版されていて、入手可能だ。

セルデンは、よくある投機サイクルのなかで投資家の感情や思考がどういう浮き沈みをするかを詳しく述べている。**100**年近く前に初めて行った彼の観察は、今日でも相変わらず重要だ。私は特に**22**ページに出ている次の文章に心を打たれた。

少なくとも投機的な変動に関しては、相場について語る人々のほとんどは、適切であるよりも間違っていることのほうが多そうだ。これは「世論をつくる人々」にとってはありがたい言葉ではない。しかし、新聞をととてもよく読み慣れた人たちはそれが本当だと同意してくれるだろう。一般的に、日々の報道は多数派の考えを反映する。そして株式市場では、多数派はどうしても.....高値では強気になり安値では弱気になりがちだ。

メディアの内容を慎重に検討すれば大衆筋——特に株式市場での大衆筋——を見つけられるという考えの起源がここにある。その後**100**年のうちに、この考えはいくつか異なる方向に発展した。そして、それぞれが大衆筋に向かうことで市場平均を上回る利益を出すという方法を生み出すことになる。

# 逆張りの名づけ親

セルデンが生み出した方法はハンプリー・B・ニール（1895～1977）に引き継がれた。私は、彼が逆張りの名づけ親だと考えている。スティープン・L・ミンツによる『ファイブ・エminent・コントレリアン（Five Eminent Contrarians）』の第5章に、ニールの素晴らしい伝記が32ページにわたって書かれている。この本はバーモント州バーリントンのフレイザー・パブリッシング社によって1994年に出版された。

ニールは本を3冊書いていて、すべて現在でも入手可能だ。それらは逆張りの理論とテクニックについていまだに目立った貢献をしている。

3冊のなかで最初に出版された『テープ・リーディング・アンド・マーケット・タクティクス（Tape Reading and Market Tactics）』はおそらく現在、出版されているテープリーディングのテクニックに関する著作では、最高のものだろう。この本の初版は1931年だ。このなかでニールは、テープリーディングにおいて株の値動きに伴う出来高をどう評価し、出来高からどのように推測するかを説明している（ここで付け加えておくべきだろう。これまでに書かれたテープリーディングについての著作で最高のものはリチャード・D・ワイコフの『テープ・リーディング・アンド・アクティブ・トレーディング〔Tape Reading and Active Trading〕』だ。これは彼の1930年代の株式講座『ザ・リチャード・D・ワイコフ・メソッド・オブ・トレーディング・アンド・インベスティング・イン・ストックス〔The Richard D. Wyckoff Method of Trading and Investing in Stocks〕』の一部として出版されたものだ。残念ながらこの講座はもう出版されていない。しかし、1910年に出版されたワイコフの『板情報トレード——テープリーディングのプロが教える株式売買法』〔バンローリング〕はまだ出版されている。それにはテープリーディングに関する彼の初期の考え方が含まれている）。

ニールの2冊目の本は『ジ・アート・オブ・コントラリー・シンキング（The Art of Contrary Thinking）』だ。それは1954年初版で、彼の本のなかでいまだに最も人気がある。初めの46ページで、ニールは彼の逆張り理論をうまく説明している。市場や、もっと一般的な社会的、政治的な問題についての考えを、彼は弁証法を用いて説明する。まず、テーゼから出発する。これは大衆筋の現在の意見だ。次にアンチテーゼというそれとは相反する段階に進む。これは大衆筋の見方にはかなり逆らった見方だ。そのあとにジンテーゼが続く。そこで、大衆筋が見落とした事実が持つ意味を突き止める。これによって結局、大衆筋の意見がどの程度、どのように間違っているか評価できるのだ。最後の150ページでは、ニールは一連の小論を通していくつかの方向に理論を展開している。それは考える材料をたくさん提供してくれるが、投資に対して逆張りを当てはめることに焦点を合わせていないので、株の投資家はこの本をしばしば気まぐれだと感じる。

ニールの3冊目の本『ザ・ルーミネーター（The Ruminator）』はトレーダーや投資家にとってはるかに興味深い。1975年に初版が出たこの本は、アメリカでも世界でも非常に感情的に混乱した時期とニールが評する1968～1973年の株式市場と経済的な出来事について、逆張りトレーダーの視点から述べた小論をいくつか含んでいる。

# 世論調査——あなたはどのように思いますか？

ニールの逆張り手法を、過去40年で人気になった別の手法と対比すると面白い。ニールは、活字メディアから情報を集めて大衆筋の見方を判断することが重要だと強調した。彼は新聞記事や雑誌の解説、証券会社の推奨などを保存した自分のファイルからよく引用をした。私が本書で用いたのはニールのこの情報収集法なのだ。

しかしまもなく、大衆筋の信念を判断するニールの方法に世論調査が取って代わった。世論調査の発達はアメリカの際立った特徴を反映しているのかもしれない。1936年に出版された古典的な著作、『雇用・利子および貨幣の一般理論』で、ジョン・メイナード・ケインズは次のように述べている（第12章VI節）。

アメリカ人は金融以外の分野でさえ、平均的な意見では何が普通の意見と考えられているのかを発見することに関心を持ちすぎるくらいがある。そして、この国民的な弱点は株式市場で報いを受けるのだ。

インベスターズ・インテリジェンスはA・W・コーエンが創立したアメリカの投資顧問企業だ。1963年に編集者の彼が率いて、ニュースレターの記者などの投資アドバイザーに、その時点での株式相場の見解について毎週、調査を行い始めた。その結果は、アドバイザーたちが株式相場に対して、その時点で強気か弱気か中立的かの割合としてまとめられた。インベスターズ・インテリジェンスが行った世論調査には多くの模倣者が現れた。これらのなかには、先物市場に焦点を合わせているものもあった。また、アメリカ個人投資家協会（AAII）が毎週行う世論調査もある。アマチュア投資家の非常に大きな層がこの協会の会員だ。調査はその会員を対象に少なくとも1987年以降行われている。

こうした世論調査には45年の歴史がある。私もこういう世論調査にとても注意を払った時期があった。だが、やがて幻滅していった。週ごとに提供されるプロ投資家の意見よりも、情報カスケードが今流れているという兆候のほうがはるかに意味があると分かったのだ。そのうえ、それら週ごとの世論調査の結果は、株式相場自体の短期的な動きと強く関係している。株価指数の上昇が続いたあとには強気のセンチメントが高まるし、下落が続いたあとでは弱気のセンチメントが高まる。したがって強気のセンチメントや弱気のセンチメントに基準がなく、その後の値動きに対する信頼できる手掛かりを与えてくれない。

これは意外ではない。これらの世論調査はすべて公開されている。そのため、世論調査を利用すれば簡単に逆張りトレードができる。例えば、対象者の50%以上が弱気の見方を示したら、強気になるといった具合だ。しかし、うまい話はないという原則によれば、そのような戦略で市場平均を上回る利益を出すことはできないだろう。その戦略は現在の株価水準をすでに織り込んでいるはずの情報を使っているからだ。

ではどうして同じ理由で、逆張りトレーダーのメディア日記も役に立たない、ということにならないのか？ うまい話はないという原則の教えに従えば、逆張りトレードで成功するにはどの戦略でも未公表の情報を使う必要がある。たしかに、逆張りトレーダーのメディア日記に記録する内容はすべて公表されたものだ。しかし、日記自体はそうではない！ 日記に何を保存するかは、トレーダーが大衆筋のライフサイクルをどう把握し、今流れている情報カスケードを明らかにする意見がどういう種類のものと理解しているかによる。優れた逆張りトレーダーが日記の内容を記号論的に解釈すれば、大衆筋の信念がどういう性質で、それがどの程度強いのかを見抜けるだろう。というわけで、逆張りトレーダーのメディア日記は市場平均を上回る利益を出すための非常に個人的な道具になっているので、投資の世界で一般的に利用できる情報ではない。

逆張りトレーダーを夢見る投資家の間にメディア日記が広がる恐れはあるだろうか？ 私はないと思う。まず、この日記をつけ続けるには大変な手間がかかる。第二に、自分のメディア日記に含まれる情報に従うということは、世間一般に広まっている信念に逆らって投資するということを意味する。それはほとんどの投資家には受け入れられないことだ。だから、これが逆張りトレーダーのエッジ（優位性）の源になるのだ。



# 端株投資家は常に間違っているか？

1941年に、『ニュー・メソッズ・フォー・プロフィット・イン・ザ・ストック・マーケット（New Methods for Profit in the Stock Market）』の初版が出版された。そのとき著者ガーフィールド・A・ドリューは、株式市場で利益が得られないときにはなぜ株式市場の利益に関する本を書くのかと尋ねられた。ドリューは笑みを浮かべただけだった。彼は自分の端株指数が異なるメッセージを送っていることを知っていたのだ。当時のダウ平均は105ドル水準辺りで、1929年の高値381ドルから下落していた。その高値を付けたのは12年前の話だ。1929年の株価暴落と1930年代の大恐慌のせいで、国全体が株式市場に不快感を抱いていた。それでも、ダウ平均が安値92ドル水準に達する1942年4月まであと数カ月だった。そして、ダウ平均がその後67年間にそこまで安くなることは二度となかった！

逆張りの理論に名前さえなかったときに、ドリュー自身は熱心な逆張りトレーダーだった。私の本棚には彼の1955年改訂版の本が収まっている。ニールの逆張りの理論が歴史的にどのような発展を遂げたか知りたい人なら、大いに興味を引かれるだろう。その本の『メジャーズ・オブ・サイコロジー（Measures of Psychology）』という題のVI節は全383ページのうち68ページを占める。この節でドリューは逆張りの理論に関するニールの業績を説明し、1936～1948年に株式市場でそれを使った例を示している。また、ドリューはニールの有名な端株指数の理論について具体的な実行例も説明している。

端株とは100株（取引単位）未満の注文で、慣例上、NYSE（ニューヨーク証券取引所）のティックーターテープには現れなかった。ティックーターテープとは紙テープで取引の電信情報を提供する方法だ（これはその後、いわゆるトランス・ラックス——かつて全証券会社で掲示されていた紙テープの電子版——に取って代わられた）。今日では個々の株式すべての情報が電子的に提供されている。もしも取引順にそれらが提供されたら、おそらく大量の取引を処理できないだろう。

とにかく、ドリューが端株指数を開発したころに端株取引をしていた人々は、情報不足のために経済のファンダメンタルズではなく感情に基づいて取引しがちなのだと信じられていた。しかし1930年代後半に、ブルッキングス研究所が1920～1938年の月別全取引による端株の動きに関して、研究論文を発表した。この研究の結論は、株価が下落するにつれて端株取引は買い越し傾向になり、上昇するにつれて売り越し傾向になるというものだった。一般的な考えに反して、端株投資家は今日インベスターズ・インテリジェンスが調査をしている投資アドバイザーたちよりも理性的に行動しているようだった。価格が下落するほど強気になり、上昇するほど強気ではなくなっていたのだ！

しかし、ドリューは2つの微妙な特徴に気がついた。それらを用いると、端株の動きについて当時一般的だった考えを定量化できると感じた。株価変動の両端近くで、端株投資家は一時的に正気を失うのだ！ 買いの比率を着実に増やしていた端株投資家は、安値を付ける直前に一時的に恐怖にとらわれる。そしてその後、買いの比率が一時的に下がる。株価指数が高値を付ける直前には、逆の現象が見られる。ドリューはまた、株価変動の安値近くで突然、急激に端株の空売り数がしばしば増えることに気づいた。この動きは今日では、投資家調査で弱気のセンチメントの比率が見せる動きと似ている。

ドリューの端株指数は、逆張りの理論が著しく進歩したことを意味した。端株投資家という特定の投資家層の相場に対するセンチメントが、初めて客観的に測定できるようになった。これが可能だったのは、端株の買い株数と売り株数を等しくする必要がないからだ。ドリューはこの理論を実際に使って、1960年代末まではだいたい良い予測結果を出した。もちろん、端株指数が効果を発揮するためには、ドリューの解釈術を大いに必要とした。

しかし、1973年に株式市場の取引は劇的に変わった。シカゴ・オプション取引所が設立され、プットオプションとコールオプションの取引所取引が発達した。今や、証券取引所とオプション取引所の取引高のかなりの部分は、ヘッジとスプレッド（トレーダーがプットオプションとコールオプションのミスブライズから利益を得ようとする取引）によるものとなった。コールオプションの購入は株価上昇への賭けとみなせる。一方、プットオプションの購入は株価下落への賭けとみなせる。これは逆張りトレーダーにとって良い知らせでもあり、悪い知らせでもあった。

悪い知らせは、取引所取引されるプットオプションとコールオプションの出現によって、端株取引の数量と取引動機に影響が及ぶということだ。端株取引はかつては少額投資家が行うものだったのに、今やプットオプションやコー

ルオプションを使ったヘッジの一部である取引もそれに多数含まれていた。ここにおいて、逆張りトレーダーにとって端株指数は、相場を読む手掛かりとしての価値をあっという間にほとんど失ってしまった。

良い知らせは、今やオプション取引所でのプットとコールの取引に反映された投資家の意見を観察するという、新しい機会が生まれたということだ。その理屈は、相場の安値近くでコールオプションに対するプットオプションの出来高比率が高くなり、相場の高値近くでは逆のことが起きるはずだというものだ。このプット・コール・レシオには多くの変形がある。しかし、意見調査の数字と同じように、それらはすべて株価指数の水準と強い（マイナスの）相関関係を示す。さらに、プットオプションとコールオプションの取引高はだれでも自由に入手できる情報だ。したがって、うまい話はないという原則によれば、これらのプット・コール・レシオによってその後の値動きをうまく占うことはできないことになる。私は、この含意は証拠によって支持されてきたと信じている。

# 過去の予測の巨人

投機に関してこれまでに書かれた本で最も素晴らしいものは、ローレンス・L・B・アンガスによる『インベストメント・フォー・アプリーシエーション（Investment for Appreciation）』である。1936年に初版が出版されたこの本は株式や債券、商品の値動きから投資家が利益を得る方法と、アンガスの景気循環論について述べている。

アンガス自身も1920～1940年に並外れた予測結果を出した。イギリスとアメリカの株価の動きと、それに関連する両国の景気循環について常に適切な予測をした。後年になると、彼の予測成績はブレが大きくなった。アンガスは1972年のホテル火災で亡くなった。彼の短い伝記は、この章の初めのほうで引用したニールの伝記（『ファイブ・エminent・コントレリアン（Five Eminent Contrarians）』の第5章）に含まれている。たまたまニールとアンガスは友好を深めた。1950年代初期に、ニールは自分の故郷であるバーモント州サクストンズリバーに引っ越してくるようにと、アンガスを説得した。

アンガスを逆張りトレーダーと呼ぶのは適切ではないだろう。しかし、彼の本をざっと読んだだけでも、投資による成功は進んで大衆筋に向かう人にもたらされないと信じていたことが分かる。つまり、投資家たちが一時的に落ち込んでいるときに買い、夢中になっているときに売ることができる人しか成功できないと考えていたのだ。アンガスは、私が積極的な逆張りトレーダーに勧めたものと似た投資方針——強気相場で起きる中期的な上昇トレンドや、弱気相場で起きる中期的な下降トレンドを利用する——を主張した。彼は本のなかでチャートを読む技術を説明していて、彼の経済理論と合わせて使うように熱心に勧めている。実際、彼はチャートだけを投資道具として使うほうが、経済学だけを使う場合よりもわずかながら効果的だと主張した！ とにかく、彼のチャートを読む技術を慎重に見ていくと、私が本書の第6章で論じた相場の表計算法と共通点が多いことが分かる。

## ポール・モンゴメリー、雑誌の表紙を使った逆張り

ポール・M・モンゴメリーは過去40年の逆張り理論の世界で最も革新的な思想家である。情報カスケードやそれに関連する大衆筋を見つけるには雑誌の特集記事が重要だということを、私はモンゴメリーから学んだのだ。1970年代半ばに、モンゴメリーは1923年以降のタイム全号の表紙を含む記録を調べた。何らかの形で金融市場をテーマにした表紙がタイムに現れると、まもなく株価指数か特定企業や業界の株式がよく天井か底を打つということを彼は発見した。

彼が導き出した一般的なルールは、強気や楽観的な表紙か、著名なCEO（最高経営責任者）や財界人の成功を強調した表紙が現れると、たいていその特集記事から4カ月以内に重要な高値を付けるというものだ。逆に、金融問題について悲観的な態度や恐怖を伝える表紙か、著名な財界人の方針が破たんしたことを強調する表紙が現れると、1カ月以内に重要な安値を付ける。

これまでの年月はモンゴメリーの雑誌表紙のルールによく合っていた。積極的なファンドマネジャーや市場解説者として、彼は過去30年にわたってそのルールを使って素晴らしい予測をしてきた。モンゴメリーはすべての逆張りトレーダーの導き手として、ニール・ドリュウ、A・W・コーエン（インベスターズ・インテリジェンスの創設者）に並ぶ存在だ。



# 根拠なき熱狂やその他のバブル

バブルとその後に必ず起きる株価暴落は、自由市場という舞台で繰り返し再現されるドラマである。それらは逆張りトレーダーにとって最も重要な機会であると同時に、最も危険でもある。大衆筋が成長するとバブルになり、それが崩れると株価は暴落する。本書で私は、情報カスケードの進展をどのように見張っていれば、投資家が大衆筋の存在に気づけるかを伝えようとしてきた。また、これらのカスケードが存在するとポートフォリオを調整する必要があるが、そのタイミングを計るために**S&P500**の移動平均線を利用するという単純な戦術の使い方も説明した。

しかし、どんな市場経済でも本質はヨーゼフ・シュンペーターの素晴らしい言葉、創造的破壊で表すことができる。私たちが確信を持って言えることはただひとつ、**50年後**の金融市場もメディアも今日は異なる形になっているということだ。しかし、今後**50年**間に逆張りトレードの基本原則が変わることはまずない。それらは時代を超えたものであり、自由市場の性質に根ざしているからだ。しかし、メディア報道の情報源や、ひょっとするとバブルと株価暴落を生みやすい市場の性質も、おそらく予想外の変化を遂げるだろう。

状況の変化に適応していくには、逆張りトレーダーは、バブルと株価暴落が普通のように展開するのか、歴史的な事例を通してよく把握しておく必要がある。もちろん、そういう時代を生きてきて投資をした経験があれば、それに越したことはない。しかし、その場合でも歴史的な展望があれば、出来事が展開している最中にはあいまいだった詳細や関係が明らかになる。

この企てを始めるには、まずエドワード・チャンセラーの『バブルの歴史——チューリップ恐慌からインターネット投機へ』（日経BP社）を読むのがよい方法だと思う。この本はペンギングループから**2000年**に出版された。残念ながら、これは**1994～2000年**の株式市場におけるバブルがはじける前に書かれたものだ。たしかに**150～151**ページで、この事例についても章の最後に解説されている。だが、それは**1830年代**のイギリスで起きた鉄道熱に関する章の終わりなのだ！ この本の目玉のひとつは、**1980年代**の日本経済の好景気とその後の不況の長い章だ。

私の愛読書の1冊はデビッド・N・ドレマンの著作で、**1977年**に出版された『株式投資は心理戦争——ランダムウォークを超える戦略』（パンローリング）だ。その後、ドレマンはバリュート投資の資産運用業者として名をなし、大いに成功した。彼はほかに何冊か本を書いているが、これが彼の一番良い本だと思う。そのなかで、ドレマンはウォール街の集団思考がいかにして株式市場でバブルを膨らませるのか、なぜ投資のプロがその影響を免れることができないのかを説明している。彼は数回のバブルについて歴史的に詳しく説明し、**1960年代**と**1970年代初期**、特に**フティ・フィフティ**（人気**50**銘柄）という一部の銘柄だけが上昇した**1972年**のアメリカ株式市場を事細かに見ていながら、彼の理論を説明している。

アメリカの株式市場で起きた**1994～2000年**のバブルとその後の弱気相場については、ハーバー・コリンズから**2003年**に出版されたマギー・マハールの本がうまく説明している。題名は『ブル（Bull!）』だ。私はこの書物を気に入っているが、バブルがはじけた直後に出版されたので、歴史的な文書として不完全なのはやむを得ないと思う。おそらく今ごろ、そのバブルの歴史の決定版にだれかが取り組んでいるだろう。

チャールズ・P・キンドルバーガー（**1910～2003**）は著名な経済歴史家だった。おそらく彼の本で一番人気があるものは『熱狂、恐慌、崩壊』（日本経済新聞社）だろう。初版は**1978年**で、**2005年**に一番新しい改訂版が出された。この本で、キンドルバーガーは市場の熱狂と株価暴落の歴史的な事例を詳しく述べている。だがそれだけではなく、根底にある原因や、政府がこれらの現象に対してなすべき適切な反応についても彼の考えを説明している。これは前に挙げた3冊よりも難しい。それでも、多くの入り組んだ歴史を追っていこうと努力する読者は報いられるだろう。

経済学者であり、出版業界のタイミングを最もうまく見計らった著者は疑いなくロバート・J・シラーだ。**1994～2000年**の株式市場のバブルで最高値に達したまさに**2000年3月**に、彼の『投機バブル——根拠なき熱狂』（ダイヤモンド社）が発売された。そのなかでシラーは、投資家の根拠なき熱狂だけが、その当時に通用していた不当に高い株価を説明できると主張した。彼はさらに、株価がもっと標準的な評価額に戻る日も近いので、株価の大幅な下落は避けられないと予測した。ついでに言うておくと、根拠なき熱狂という言葉の人々が初めて意識したのは、アラン・グリーンズパンFRB（連邦準備制度理事会）議長が**1996年**の講演でその言葉を使ったときだった。当時の株式市場にお

ける心理を説明するのに、この言葉を使うようにグリーンスパンに提案したのはシラーだった。

シラーはその後、この本の**2005**年の改訂でも再び出版時期をびたりと見計らってみせた。改定版には不動産バブルの幅広い観察と分析が含まれていた。翌年にはアメリカの住宅価格は天井を打ち、この不動産バブルの崩壊がやがて**2008**年の株価暴落を引き起こす。**2008**年にシラーは『ザ・サブプライム・ソリューション（**The Subprime Solution**）』を出版した。そこで彼は不動産バブルの崩壊を分析し、危機管理の方策を提案している。

逆張りトレーダーは皆、これらの本を2冊とも繰り返し読んだほうがよい。それらの本で、シラーは株と不動産の過去のバブルについて豊富な情報を提供している。また、それらのバブルを引き起こす心理的なメカニズムも詳しく説明している。シラーは疑いなく、あなたが今読んでいる本のテーマである、大衆筋の発達に関する世界一の専門家である。

# バリュー投資——簡単な計算法

投機についての本に、バリュー投資に関する小論を含めるのは変わっていると思うかもしれない。しかし、ちょっと振り返ってみれば、大衆筋の成長や崩壊とバリュー投資との間には密接な関係があると分かるだろう。この点について一番うまいことを言ったのは、史上最も成功したバリュー投資家ウォーレン・バフェットだ。彼は、**人々が強欲になったときが売り時で、恐れを抱いているときが買い時だ**と言った。投資大衆筋、特に弱気の大衆筋は逆張りトレーダーだけでなく、バリュー投資家にとっても投資の機会を生み出す。株価が適正価格を大きく上回ったり下回ったりしていないかを、バリュー投資家が判断するのに役立つ指標が、逆張りトレーダーにも役立つのは理にかなっている。

バリュー投資家は大衆筋の心理にはあまり注意を払わない。何よりも、バリュー投資の方針を貫く投資家は、取引の適正価格について信頼できる推定をしたいと考えている。これは一般的に、投下資本に対してどれだけの利益を得られるかや、この利益率を維持するか、上げていけるかどうか判断しようとすることを意味する。バリュー投資家は投下資本に対する利益率が最も高い企業の株を保有したいと考える。なぜなら、これは定義上、その経済圏で最高の企業と言っているのにはほぼ等しいからだ。なお、ROI（投下資本利益率）は借入れによる資金調達を含むため、ROE（株主資本利益率）とは異なることがあるので注意する必要がある。これらは両方とも重要ではあるが、バリュー投資家は後者よりも前者のほうにずっと関心を持つことが多い。

ROIを基準にして適切な企業を見極めたバリュー投資家は、次にその企業の株が買うことのできる価格かどうかに関心を持つ。バリュー投資が科学であるだけでなく技術になるのは、この局面においてだ。良い企業の適正株価はいくらか？ この質問に対する明確な答えはない。たいていは類似企業のバリュエーション（企業価値に対して株価が割安か割高かの評価）に関する過去データを基準として、特徴が似た企業に対する標準的な適正価格を推定しようとする。企業経営陣がROIを維持し、高めることに専念しているかどうかを評価する能力も大切だが、それに加えて、直観力も事業に対する先見の明と共に重要な役割を果たす。

この評価の正式な側面、つまり貸借対照表と損益計算書にかかわる面は、ベンジャミン・グレアムとデビッド・L・ドッドによる投資関連の古典『証券分析』（パンローリング）で入念に説明されている。この本は1934年に最初に出版され、いまだに改定版が出されている。ベンジャミン・グレアムはバリュー投資の父であり、ウォーレン・バフェットの師であつたと広く認められている。安全域という考え方を明瞭に表現したのは彼の功績だと考えられている。それは、証券の市場価格が十分に適正価格を下回っているために、思いがけない出来事があっても投資家が損失を被らないという状況を指す。

ベンジャミン・グレアムの思想に関する優れた入門書は、彼の書いた『賢明なる投資家——割安株の見つけ方とバリュー投資を成功させる方法』（パンローリング）で、1949年に初版が出版された。私は2006年のペーパーバック版である『新賢明なる投資家——割安株の見つけ方とバリュー投資を成功させる方法』（パンローリング）を強く勧める。ウォーレン・バフェットによる序文と付録に加えて、ジェイソン・ツバイクによる解説が収められているからだ。グレアムの思想からバフェットがどういった影響を受け、証券分析にどのような革新をもたらしたのかについては、1995年に出版されたロジャー・ローウェンスタインによる素晴らしい伝記である『ビジネスは人なり 投資は価値なり——ウォーレン・バフェット』（総合法令出版）で巧みに語られている。

バリュー投資家になることは逆張りトレーダーになるよりも簡単だろうか？ 一言で言えばノーだ。両者とも大衆筋の影響を受けないようにして、他人が恐れているときに買い、他人が愉快でいるときに売る能力を必要とする。ROIが高いままか、もっと高くなる可能性がどの程度あるかを判断するバリュー投資家の技術には、教えるのが難しい洞察力が必要だ。同じように、トレンドや時期を正確に反映する適切なメディア報道を選びぬく逆張りトレーダーの技術は、経験を通してしか身につけられない。どちらのタイプの投資家も、投資という山の滑りやすい傾斜に、利益をもたらすくぼみを刻むことができる。しかしいずれの場合も、この過程は簡単でも単純でもない。

ここで興味を持っている逆張りトレーダーに、バリュート投資家が株式市場で極端な過大評価や過小評価を見つけるときに用いる3つの方法を教えよう。これらの道具は、手近にある封筒の裏だけで簡単に計算できる。実は、あなたのお気に入りのインターネット検索エンジンを使えば封筒さえいらぬ。私が解説しようとしている計算はブログやホームページを運営している熱心な投資家が行っている。おそらく、あなたは彼らの仕事に便乗できるだろう。

ただし、これらの単純な方法だけでバリュート投資家として成功することはできない、と言っておこう。これらが何かを示すことはめつたにない。しかし、何かを示すときには、大衆筋が株式相場の評価を極端に高くか安くまで押しやっているので、長期投資でどういう立場が正しいかが明らかになる。これは逆張りトレーダーにとつても非常に貴重な情報になり得る。

最初の方法は単純そのものだ。アメリカの株式公開企業が発行している普通株の現在価値を計算して、その数字をGDP（国内総生産）のドル価値で割る。この株式時価総額の対GDP比率は平均値0.6の上下を変動する。1929年と1972年は二度とも極端に過大評価されていた時期で、この比率は0.8以上になった。1932年と1942年は両方とも極端に過小評価されていた時期で、この比率は0.2だった。1974年と1982年の比率は0.4を少し下回つた。それは過小評価された状態を示しているが、大恐慌のときほど極端ではなかつた。1994～2000年のネットバブルのピーク時に、この比率は1.7に達した。私の大ざつばな計算によれば、2008年11月後半の比率は0.6近くだ。これは歴史的に見た平均値と同じであり、明らかな過小評価は示していない。

第二の方法も考え方としては最初と同じだ。それはトービンのqを計算する必要がある。トービンのqについて詳しく知りたければ、アンドリュー・スミザーズとスティーブン・ライトによる『バリュート・ウォールストリート（Valuing Wall Street）』を勧める。この本はマグロウヒルから2000年に初版が出された。トービンのqは、企業が使う資産の再取得価額に対する、普通株の時価総額の比率である。これは計算がさらに難しい。しかし、生のデータはさまざまな政府機関によって公表されている。トービンのqが1.0をかなり上回ると株価が過大評価されている。1.0をかなり下回ると株価が過小評価されていることを示す。1994～2000年のバブルのピーク時に、トービンのqは2.9という記録的な高さになった。S&P500が752で引けた2008年11月20日のトービンのqは、私の推測では0.65だった。1932年や1974年、1982年における過小評価の水準に匹敵するには0.5まで下がる必要があるだろう。それでもこの比率は、アメリカの株式市場が2008年11月後半にはかなり過小評価されていることを示していた。

第三の方法はベンジャミン・グレアムが主張して、シラーの『投機バブル——根拠なき熱狂』で広く知られるようになった。それはS&P500の古典的なPER（株価収益率）だ。ただし、分母には決算報告での利益の10年平均値を使う。過去120年間の平均PERは16だった。それは大きく過小評価されている時期には、たいてい10を下回る。対照的に、1929年に株価が最高値を付けたときにはこの比率は30を超えた。また、2000年のバブル最高値のときには史上最高の44になった。S&Pが安値752を付けた2008年11月20日のPERは11だ。歴史的な平均をかなり下回るが、まだ10よりも低くはない。

バリュート投資の紹介をしたこの小論は、株式市場でバブルを生む強気の大衆筋や、保有株を自ら進んで格安で手放しているように見える弱気の大衆筋を、逆張りトレーダーが見極めるのに役立つだろう。このような簡単な計算だけで、次のウォーレン・バフェットになることはできない。しかし、あまりにも多くの人を欲求不満にする、株式投資での間違いを避けるのには役立つだろう。

## ■著者紹介

カール・フティーア（Carl Futia）

25年以上の経験を持つ株価指数先物のトレーダー。高い評価を得ている投資・トレーディングのブログ

（<http://carlfutia.blogspot.com/>）を運営し、そこでは株式や債券やさまざまな商品市場に関する非常に具体的な価格予測を行っている。エル大学で経済学の学士号、カリフォルニア大学バークレー校で数学の修士号、同じくバークレー校で数理経済学の博士号を修得。

## ■監修者紹介

長尾慎太郎（ながお・しんたろう）

東京大学工学部原子力工学科卒。日米の銀行、投資顧問会社、ヘッジファンドなどを経て、現在は大手運用会社勤務。訳書に『魔術師リнда・ラリーの短期売買入門』『タートルズの秘密』『新マーケットの魔術師』『マーケットの魔術師【株式編】』（いずれもパンローリング、共訳）、監修に『ゲイリー・スミスの短期売買入門』『バーンスタインのデイトレード入門』『マーケットのテクニカル秘録』『高勝率トレード学のススめ』『フルタイムトレーダー完全マニュアル』『新版 魔術師たちの心理学』『トレーディングエッジ入門』『スイングトレードの法則』『ロジカルトレーダー』『タープ博士のトレード学校 ポジションサイジング入門』『チャートで見る株式市場200年の歴史』『フィボナッチブレイクアウト売買法』『アルゴリズムトレーディング入門』『コナーズの短期売買入門』『クオントトレーディング入門』『投資価値理論』（いずれもパンローリング）など、多数。

## ■訳者紹介

山口雅裕（やまぐち・まさひろ）

早稲田大学政治経済学部卒業。外資系企業で輸出入業務や国内営業のマーケティング業務などを経験後、個別指導英語塾で主に大学受験生の指導を行う。現在は翻訳業。訳書に『フィボナッチトレーディング』『規律とトレンドフォロー売買法』（パンローリング）など。

書籍発行日 2011年 1月2日

電子版発行日 2013年 8月1日

---

## 逆張りトレーダー

——メディア日記を付けて投資機会を見極める

著 者 カール・フティーア

監修者 長尾慎太郎

訳 者 山口雅裕

発行者 後藤康徳

発行所 パンローリング株式会社

〒160-0023 東京都新宿区西新宿7-9-18-6F

TEL 03-5386-7391 FAX 03-5386-7393

<http://www.panrolling.com/>

E-mail [info@panrolling.com](mailto:info@panrolling.com)

---

本書の全部、または一部を複写・複製・転載、および磁気・光記録媒体に入力することなどは、著作権法上の例外を除き禁じられています。

---

本文 (C)Masahiro Yamaguchi/図表 (C) PanRolling 2011 Printed in Japan

The Art of Contrarian Trading : How to profit from Crowd Behavior in the Financial Markets

Copyright © 2009, Carl Futa

All rights reserved

Japanese translation published by arrangement with John Wiley & Sons International Rights, Inc.