

監修者まえがき

謝辞

フルツの再紹介

初版のまえがき

第1部 目で見る株式市場

チャート1 **PER**——当時と今

チャート2 前のチャートで納得できなかった人へ

チャート3 マーケットで高いリターンを上げる

チャート4 株と債券の利回り

チャート5 **PDR**で見る長期展望

チャート6 **PBR**——定石どおりに使う

チャート7 **PCFR**——隠れた仕掛け

チャート8 スーパー銘柄とフォーブス誌の宣伝

チャート9 ミスター・アンド・ミセス金融——正反対の性格

チャート10 タイミングは分からない——**56**年間にわたる株価と金利

チャート11 **VIC**——すべての統計を1ページにまとめた資料

チャート12 証券の種類別指数で見た勝者は.....

チャート13 外国投資で分散できるのか

チャート14 外国の株価——アメリカ市場を反映する7カ国の市場

チャート15 **51**番目の州

チャート16 株価と**GNP**

チャート17 成長に期待したプレミアム

チャート18 グロース株の変動

チャート19 「**IPO**」は割高の可能性が高い

チャート20 「みんな、目を覚ませ」

チャート21 資産価値との比較で考える買収作戦

チャート22 だれも気づかなかった静かな崩壊

チャート23 移動平均線とともに移動

チャート24 ニュースとマーケットの関係

チャート25 株価と不況

チャート26 株式市場の9つのメジャーなサイクル

チャート27 狂騒の**1920**年代の再来か

チャート28 **PER**は誤解を招くことがある

チャート29 明らかな警告

チャート30 大物が常に安く買っているわけではない

チャート31 優先株は優先的に保有すべきではない

チャート32 2%ルール

チャート33 お金持ちが忘れたことを思い出せ

チャート34 **1843~1862**年にかけた鉄道株の月ごとの推移

チャート35 **18**世紀にも金融変動はあった

チャート36 南海バブルのチャート

チャート37 **190**年にわたる株式市場の動き

チャート38 報酬に見合う利益は上がったのだろうか

チャート39 **100**万ドルを貯めるための2つの方法

第2部 金利、商品価格、不動産、インフレ

チャート40 金利の変動

チャート41 長期金利——世界経済のなかの4カ国

チャート42 これらの利回りにはつながりがありそうだ

チャート43 やぶの中のヘビには気をつけろ

チャート44 石油価格に関心が集まる理由

チャート45 高金利は繰り返し起こる悪夢だ

チャート46 125年に及ぶコンソール債の教え

チャート47 イギリスの金融引き締めをもたらしたもの

チャート48 高いときに低く、低いときに高いこともある

チャート49 アメリカとイギリスの卸売物価

チャート50 イギリス南部の物価

チャート51 卸売物価のインフレ

チャート52 インフレ——アメリカが経験してきたこと

チャート53 金は商品価格のリトマス試験紙

チャート54 3カ国の物価

チャート55 戦争を避ける利点

チャート56 上がるしかないのか

チャート57 金の長期保有者の悲劇

チャート58 不動産価格の長期サイクル

チャート59 地方の不動産に関する本当の話

チャート60 これまでもずっとダメだった

チャート61 アメリカの住宅価格

第3部 景気循環と政府の財政とインチキ話を分析する

チャート62 経済史が1分間で分かるカンニングペーパー

チャート63 このパターンからは何が見えるか

チャート64 失業率と1%ルール

チャート65 自動車も衝突することはある

チャート66 住宅着工件数——逆さにして見る

チャート67 イギリスの食料配給の列

チャート68 設備投資という神話

チャート69 南アフリカの金はどのくらい重要か

チャート70 労働者の賃金は本当に高すぎるのか

チャート71 電力消費と経済成長

チャート72 原油の供給——政府の介入物語

チャート73 学習曲線を発見したのはテキサス・インスツルメンツではなかった

チャート74 内情を知るか、知らないままいるか

チャート75 税金——政府の成長を支える慣習

チャート76 政府成長率の全体像

チャート77 上がり続ける州税と地方税

チャート78 アメリカは反発している

チャート79 数字はつけられない

チャート80 連邦税という神話

[チャート81 出任せで予算とのバランスを取る](#)

[チャート82 金持ちアメリカの不動産商法](#)

[チャート83 国防費と**GNP**](#)

[チャート84 経済学者が否定する景気循環](#)

[チャート85 太陽黒点](#)

[チャート86 弱気相場とミニスカートの関係](#)

[チャート87 餌がいるものを買っちゃいけねえ](#)

[チャート88 ウォール街のまじない師](#)

[チャート89 自然界と金融界の偶然の一致](#)

[チャート90 マーケットにおける失敗で住み家を失ってはならない](#)

[__結論](#)

[付録A おびえた子供の神話](#)

[付録B 更新されたチャート](#)

監修者まえがき

本書は米国カリフォルニア州に本拠を置く資産運用会社である **Fisher Investments** のCEOであるケン・フィッシャーが著した“The Wall Street Waltz : 90 Visual Perspectives, Illustrated Lessons from Financial Cycles and Trends”の邦訳である。フィッシャーはフォーブス誌に月次のコラム「ポートフォリオ戦略」を書いており、投資に関する書籍も多い。日本でも『ケン・フィッシャーのPSR株分析——市場平均に左右されない超割安成長株の探し方』（バンローリング刊）が出版されており、なじみの読者も多いであろう。

本書は特殊な構成になっており、さまざまな教訓を示唆するチャートがまず初めに存在し、それについてフィッシャーが解説している。ここで取り上げられているトピックは、長期投資家であれ短期トレーダーであれ、私たち投資家にとって必ず知っておかなければならない不可欠の事項ばかりであるが、これほど分かりやすい形で必須の知識をまとめた教科書はほかに類を見ないと言ってよいだろう。私は本書を非常に高く評価するものである。

本書は20年以上前に発行されたオリジナルの改訂版という形を取っているが、このなかで著者自身が過去の自分の解釈や言及を振り返ってコメントを載せており、場合によっては自分の間違いを素直に認めているところも大変好感がもてる。私の知るかぎり金融の世界ではこういった正直さ、謙虚さはとても稀有かつ貴重なものである。

ところで、企業活動でも車の運転でも、その行動は「認知・判断・操作」の3つの過程から構成されるとよく言われる。このうち、「操作」に関しては演習を繰り返すことによって上手になることができるし、「判断」は経験を積むことによって確度を高めることができる。しかし、「認知」は、行為者が自分の置かれているすべての情報を正確かつノイズを除去して取り入れることができないことや局面が刻々変化することが原因となり、正しく行うに多くの困難を伴うとされている。現に交通事故の原因の7割以上は認知の過誤に起因すると言われている。もちろん、認知は情報処理のプロセスなので、判断の過程における経験のフィードバックによって、その精度を高めることができる。だからこそベテランドライバーは事故を起こさないのである。

さて、投資行動も「マーケットの状況の認識（認知）・売買意思決定（判断）・トレード執行（操作）」の3つの過程に分けられるが、このうち重要なのはもちろん状況を正しく認識し適切な判断を下すことである。しかるに、近年は情報そのものが大量にかつ高速に入手できるようになったせいも、多くの投資家の関心は高頻度取引や自動執行システムといったトレード執行（操作）の部分にあるようだ。だが、私の見たところ、ちまたに氾濫している投資に関する情報なるものは、ほとんどが役に立たないか、もしくは場合によっては意図的に捏造されたものである。したがって、今日においてはなおさら、そうったノイズに惑わされない見識と冷静な判断力が必要なのである。

本書は初心者のみならずすべての投資家に対し、マーケットにおいて正しいものの見方と長期的かつ統計的な事実に基づいた判断力の養成の機会を提供している。各自必ず1冊手元に置いて、折に触れ読み返してもらいたい。

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。翻訳者の井田京子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2月

長尾慎太郎

気持ちのうえでも投資ビジネスにおいても人生のダンスパートナーである妻のシェリリンと、私た

ちにとってもっとも重要な仕事で、かけがえのない投資でもある子供たち、クレイトン、ネーサン、ジェシーに捧げる。

謝辞

ある日曜の朝、シャワーを浴びているとお湯と一緒にこの本の構想が吹き出してきた。そして、これはきっと多くの人たちに楽しんでもらえるに違いないと思った。そこで周囲にこの話をする、まるで魔法のように熱心なボランティアが次々と集まり、この構想が実現に向けて動き出した。まず、前回手伝ってくれた人たちの多くが再び集結して、前回以上に熱心に取り組んでくれた。新しく加わった人のなかには、サンフランシスコのベイエリアから700メートルほど上った森の中にある私の会社（フィッシャー・インベストメント、通称小さな「金融工場」）に長年フルタイムで勤務している社員もいれば、この企画のためだけに参加してくれた人もいた。みなさん、ありがとう。

チャートや図を使うと面白いのではないかと最初に提案してくれたのは、フィッシャー・インベストメントでマネジングディレクターを務めるジョセフ・トムズだった。草稿に対する彼の意見は、本書の内容やスタイルを決めるうえで大いに役立った。同じ時期にフィッシャー・インベストメントに応募してきたクリス・アントニオとエフロン・ヤンガーは2人も証券業界で働いた経験があり、転職を希望していて、本書の制作に賛同してくれた。チャートの解説のうち約40枚は2人が草案を書いてくれたものだ。ヤンガーは現在では当社の証券調査部門の中心メンバーとして、われわれ独自のチャート（例えば南海泡沫事件のチャート）を当社のコンピューターシステムで作成するなどして、この企画をさらに進展させてくれている。彼はほかの多くのチャートも、準備したり修整したりして美しく仕上げてくれた。

ヤンガーのためにコンピューターでチャートを作成する設定をしたのは、当社で長年リサーチアナリストを務めるジェフ・シルクと部下のアーサー・フランクで、フランクは膨大なデータの入力もしてくれた。また、彼の妹のメアリー・フランクはスタンフォード大学経営大学院のジャクソン図書館と当社で、最終稿が完成するまでの膨大な数の原稿を体力のかぎりコピーしてくれた。この企画には特別に興味深いチャートだけを使うと決めて以来、われわれは珍しくて役に立つチャートを求めて何週間もスタンフォード大学やサンフランシスコ・ビジネス図書館を探し回った。スタンフォード大学でこの作業の指揮をとってくれたのはグレッグ・クロスフィールドで、同校に通うチャーリー・ブラウンをはじめ、メアリー・フランク、ジェフ・シルク、エフロン・ヤンガー、そして妻のシェリリン・フィッシャーと長男のクレイトンもこれに協力してくれた。

ブラウンの次に多くの時間を費やしたクレイトンは、クロスフィールドたちが集めたチャートを将来の調査にも使えるよう分類して棚に並べてくれた。ちなみに、当社の小さな図書室では次男のネーサンと三男のジェシーが同じ作業をしてくれた。

シェリリンは、妻として支え励ましてくれただけでなく、当社の事務責任者としてこの企画にかかわることになり、チャートの著作権者の許可を取り付けるという大役を引き受けてくれた。一部のチャートは著作権者を特定するだけでも大変な作業で、故人の後継者を探すなどということもあった。なかには綿密な調査でも著作権者が特定できないケースもいくつかあったが、これらのチャートの魅力と価値を考えれば著作権者の利益よりも公益が優先すると判断し、掲載することにした。

もともとは美術が専門のシェリリンはすべてのチャートがより魅力的に見えるようにするため、ヤンガーたちの手を借りながらも大部分は彼女ひとりで修整をほどこしていった。彼女と3人の息子たちは、すべての過程に本当に忍耐強く付き合ってくれた。

言うまでもないが、チャートの使用を承諾してくれた多くの著作権者たちの協力なくして本書の刊行はあり得なかった。彼らは辛抱強くわれわれの話を聞き、その多くは価値あるチャートの使用に快く同意してくれた。

そのほかにも、外部のさまざまな読者が大きな役割を果たしてくれた。彼らが寄せてくれた数多くの優れたコメントが、間違いを直したり、論調や強調点を変更したり、それまで考慮していなかったチャートを採用したりするきっかけとなってくれたからだ。なかでもニューヨークのアルフレッド・P・ハフトとミネソタ州ダルースのヘンリー・B・ロバーツがそれぞれ寄せてくれた20ページ以上のコメントや提案は大いに役立った。長年の友人であるフランク・リン投資信託のケン・コスケラは、批評を交えながらも熱意あふれる激励で私を後押ししてくれた。私の父である

フィル・フィッシャーは事実と異なる記述を見つけて指摘してくれただけでなく、記憶をたどって1920年代と1930年代の金融市場の出来事に対する私の間違った印象を正してくれた。ザ・カスタマー・カンパニーのジョン・ロスコーとネッド・ロスコーは、ほんのいくつかの出来事で循環を証明することの有効性という非常に哲学的な問題を提起してくれた。

私がかつとも尊敬する経済学の恩師のひとりで、現在はカリフォルニア州ユリーカにあるロス・アンド・ジュエットでファイナンシャルプランナーをしているフランク・ジュエット博士の助言も、各項の序文と分析に大いに貢献してくれた。やはり経済学の恩師であるマイク・ブルシンは、いくつかの歴史的な間違いを指摘してくれただけでなく、はるか昔の出来事と現在の出来事を比較することの妥当性について指摘してくれた。サミュエル・B・アロンソン博士は各チャートを自身の関心度で格付けして、どれを修正すべきかを明らかにしてくれた。そしてバンク・オブ・カリフォルニアの最高投資責任者を務めるトニー・スベアは、私が考慮していなかったいくつかのチャートを紹介し、多くのチャートに関して鋭い指摘もしてくれた。早い段階で技巧的すぎるチャートを外してほかのチャートを再加工するよう提言してくれたのは、キダー・ピーボディーのジム・ラブだ。

そのほかにも、ここには挙げきれないほどたくさんの人たちが手を貸してくれた。なかでも、ストロ&カンパニーのビル・ギブソン、バリー・マニュファクチャリング最高財務責任者のドン・ローマンズ、アラカ石油最高財務責任者のロバート・S・ハフト、当社最高財務責任者のレニー・トンプソンの感想や提案は有益だった。また、メルリリンチのフェニックス支店のブルース・ハニー、ステイリー・コンチネンタルで年金および給付建資産部門を統括しているアル・ジックやジェームズ・バルマーやモンテ・M・スターンが寄せてくれた価値ある意見にも感謝している。

チャートに関して言えば、最終的には掲載しなかったけれど真剣に検討したものは何百枚にも上る。オーストラリアの株価トレンドから1900年以降のアメリカ人1人当たりのアルコール消費量まで多岐にわたるこれらのチャートは、読者の興味と学習にもっとも適したチャートを選択する過程においてすべてが価値ある貢献をしてくれたことも、ここに記しておきたい。

そして最後に、これらのチャート自体とこれらを作成した人たちにも感謝しなければならない。各チャートにはエピソードや出所を記してあるが、これだけで制作者の労力と愛着をすべて表すことはできない。このチャートマニアたちの金融と投資に関する知識や知恵を集めれば、既存の投資委員会や諮問機関や専門家のグループをはるかに上回るだろう。1世紀以上にわたって続いてきた彼らの取り組みに見合う感謝を述べることはとうていできないが、独自の視覚的貢献をしてくれたチャーティストたちに私は深い恩義を感じている。

ワルツの再紹介

私が2冊目の著作となる本書を最初に執筆したのは、20年も前のことだった。当時は資金管理の仕事始めてまだ15年で、フォーブス誌の連載コラムを始めてからわずか3年、自宅の地下室で始めた会社の運用資産は約2億ドルだった。しかし、時代は変わった。今日、私の会社では1000人の社員が全米50州すべてと世界各地の顧客が所有する400億ドル以上の資産（現在も増加中）を運用している（おかしなことに、私は今でも自分の会社の上の階に住んでいる。ただし昔よりも会社ははるかに広くなった）。フォーブス誌のコラムは、同誌の歴史のなかで4番目に長い連載となり、4冊目の著作である『ザ・オンリー・スリー・クエスチョンズ・ザット・カウント（The Only Three Questions that Count）』（パンローリングから近刊予定）はニューヨーク・タイムズ紙でベストセラーに選ばれ、私自身は2007年のフォーブス400（全米長者番付400人）で271位に選ばれた。20年前に大きな市場で起こる現象に関する小さな絵本を作ろうというアイデアが浮かんだとき、このようなことになるとはまったく想像していなかった。

それ以外にも変わったことがある。劇的な技術革新によって、現在では膨大かつ総合的なデータが素早く無料で手に入るし、電子メールのアドレスと銀行口座さえあればだれでも投資家になれる。手数料は安くなり、情報は透明性が増し、取引は迅速に処理され、解析計算機能も安く簡単に利用できるようになった。ただ、多くの変化があってもワルツはほとんど変わっていないため、私は本書を再び刊行することにした。

本書を読めば分かるが、内容は20年前のものとはほとんど変わっていない。これは私がマーケットの歴史を深く愛し、敬意を払っているからだ。ことわざにもあるように、歴史を学ばぬものは同じ過ちを繰り返す。投資も同じことで、これを真剣に実践するならばマーケットの歴史を日々の学習に組み込んでおかないと、何度でも間違った結論に達することになる。過去を理解しなければ将来正しい判断を下すことはできない。そこで、本書は過去の一部を切り取って見せていく。幸い、本書で紹介する内容は執筆時にはすでに歴史となっていたため、それ以降もまったく変わっていない。ただそれと同時に、本書を見ると1987年当時の視点も浮き彫りになってくる。われわれが何にイラ立ち、その時点で起こっている出来事をどうとらえ、歴史をどう解釈していたのか、そしてこの特殊な時期（1980年代の偉大な強気相場のさなかにFRB〔連邦準備制度理事会〕がインフレ対策に乗り出して歴史的な高金利が終わりかけ、短期に終わった1987年の株価暴落の直前という時期）にマーケットを動かしていたものは何だったのかが記されているのだ。

本書のチャートや図表や解説の多くは、今日でもまったく変更しないでそのまま利用できる。資本主義の原則がほとんど変わっていないからだろう。ただ、私がこれらのチャートや図表から導き出す結論には変わったものもある。理由は世界が変わったり、私自身が変わったり、データが以前より優れた総合的なものになったりしたからだろう。私は投資の過程で常に「自分が信じていることで間違っていることはないか」と自問している（これは近著『ザ・オンリー・スリー・クエスチョンズ・ザット・カウント』で提起した3つの質問のひとつでもある）。それが非難には当たらないように見えたり、すでに証明を終えていることであったりしてもかまわない。この改訂版では、私の考えが20年前とはまったく変わってしまったいくつかのことも紹介していく。

このことに関する最適例は、本書の一番初めに掲載したチャートかもしれない。当時、私はほとんどの人たちと同様、高PER（株価収益率）は将来のリスクと低リターンを予測するものだと思っていた。しかし、今ではPERがどのような水準でも単独で将来のリスクやリターンを予測するものではないことを知っている。このことは当時のデータや技術では分からなかったが、今日ではマイクロソフトのエクセルと無料の過去のデータ（金融関連のウェブサイトなどから入手できる）を使って相関関係を調べれば、すぐに確認できる。これについては、私の直近の本で詳しく述べている。ただ、今でも「高PERはダメだ」という神話が語り継がれているのは、投資家が従来の教えに疑問を持たない傾向があるからだろう。そういう意味でもこの改訂版は役に立つ。

私の見方が変わったもうひとつの例はチャート74だ。当時、私は財政赤字が経済的にマイナス要素ではないと正しく認識していた。国民の収入、つまりGNP（国民総生産）の割合で見ると、赤字の額が問題となる水準ではなかったからだ。しかし、それでも私は間違っていた。実は、赤字は悪いどころかわれわれの社会にとって非常に良いこと

だった。われわれにはもっとさまざまな種類の赤字を利用することができる。レバレッジは健全な経済に不可欠な牽引役で、財政赤字を削減しようとする政府の努力は常に失敗してきた。私の赤字に関する新しい考えや、愚かな政府でもある程度信頼してよい理由は、付録Aの「おびえた子供の神話」で詳しく述べている。

もうひとつ大きな変化がある。ダウ平均でマーケットのパフォーマンスを測ることをやめたことだ。今ではこの指標はまったく使っていない。当時の私は伝統に従ってダウ平均を使い、みんなもそうしていた。みんなは今でもダウ平均を使っているが、ほかの株価加重型の指数と同様、これらの指数は本質的に不完全で誤解を招きやすい。ダウ平均は株価で加重されているため（**S&P500**や**MSCI世界株価指数**など、適正に構成された指数は時価総額で加重されている）、毎年のリターンは企業が表面的な株価を取り繕うために行う株式分割に大きく左右されてしまう。構成銘柄のなかで、分割した銘柄が指数のリターンに与える影響は分割していない銘柄よりもはるかに大きいからだ。株価を加重することは指数としてバカげているし、この方法で良い指数はできない。

これらの例は、自分が信じることに對して常に疑問を投げかけていかなければいずれ失敗するというを示している。だからこそわれわれは歴史から目をそらしたり変えようとしたりすべきではないし、本書のチャートに余計な手も加えたくない。『ザ・オンリー・スリー・クエスチョンズ・ザット・カウント』には、過去**20**年間に私が学んだ資本市場の技術をすべて紹介してある。これは見方によってはワルツの完璧な手引きとなってくれるだろう。もちろんワルツ自体の更新は必要ないし、作り変えようとも思わなかった。

この改訂版では3つのことをしている。1つ目は、初版のワルツと歴史の一場面をそのまま載せた。当時の様子を示す初版のチャートや解説とそれが私に与えた影響などを紹介することで、投資を熱心に学ぶ人が学んだり楽しんだり教訓を得たりしてもらえればいい。2つ目は、初版の解説に私の最近の考えを書き加えた。ただし、チャートは当時のままで、何も変えていない。歴史の一場面について最新の解釈と当時の解釈を比較すれば、今日の世界をよりよく理解し、これから**20**年後にその解釈がどう変わるかを推測できるのではないかと思う。そして3つ目は、当時との違いを見ることに意味があるチャートを更新して巻末に載せた。つまり、①初版のままの情報を掲載、②最新の考えを追加、③必要に応じてチャートを更新——することで、古いものと新しいものの両方から良いところ取りができたと思う。

さあ、私とともに冷戦の終わりごろ（当時はそうとは分かっていなかったが）に旅をしよう。まだだれもノートパソコンや携帯電話や、超高速ワイヤレスルーターを持っておらず、私がブラックベリー依存症になる前で、所得税やインフレや金利が永遠に高水準にあるように見えた時代、私がまだ貧乏で、ゴードン・ゲッコー（映画『ウォール街』のアイバン・ボウスキーがモデルの役）が「欲望は良いことだ」と教えてくれた年、そして株式市場が1日の下げ幅としては史上最高を記録する直前（それでも最終的な年間リターンはプラス**5%**だった。資本主義とは驚くべきものだ）の時期だ。ウォール街のワルツをご一緒に。

初版のまえがき

読者は1987年のPER（株価収益率）が1929年よりも高かったことを知っているだろうか。また、1929年の株価暴落が世界中でほぼ同じ時期に起こったことや、19世紀の主な金利水準は2桁だったことを知っているだろうか。そして、これらのことが気になるだろうか。気にすべきなのだろうか。もしこれらの質問に答えられないのならば、ウォール街のワルツについて本当に分かっていると言えるのだろうか。

それでは1880年にアリゾナ州で生産された卵の数はわずか87万0408個だったのに、その10年後にはそれが1357万2852個に増えたという事実を知れば見方は変わるだろうか。このちょっとした情報は、私の会社の図書室にある1890年の国勢調査要約から引用したもので、正気ならば進んで見る気にはなれないような資料や地味な学術書などとともに並べてある。当社のヘッドトレーダーのトンプソンは、これらの統計がつい私の口をついて出たときに少しだけ（それもほんの少しだけ）興味を示してくれたが、それは彼女がアリゾナ州出身というだけのことだった。

これらについて、ほとんどの人は関心がない。毎日吸収できないほど大量の「事実」を浴びせられ、金融史を理解したりそれが自分の生活にかかわっているかどうかを考えたりしている暇などないからだ。そもそも金融史や経済史の博士号を修得しようという人はあまりおらず、みんなダンスフロアで恥をかかない程度にウォール街のワルツを覚えて、人類が生み出した二番目におかしなダンスで楽に儲けることができればそれでよいと思っている。

ほとんどの人たちはウォール街のワルツを恐れている。読者もそうかもしれないし、恐れるべきなのかもしれない。ほとんどの投資家がウォール街でお金を失っているからだ。株式市場で最終的に100万ドルの残高を手にする人の多くは、もともと200万ドルの残高から始めたのだ。これはプロも例外ではない。しかし、なぜみんな負けるのだろうか。大きな理由のひとつは、投資にまつわる神話が誤解されたまま出回っているからだろう。ほとんどの人が真実を知らないし、彼ら自身が神話をさも事実のように言いふらしている。その意味では、本書はこれらの神話の仮面をはぐための試みとも言える。

アイデアの誕生と本書の誕生

ある週末、私は月曜日に訪れる顧客のための準備をしていた。この顧客は米国の借金に関する世界の終わりのな神話に踊らされていた。私はいくつかの事実を示してこの気の毒な顧客を妄想から救い出したいと思い、とうの昔にしまいこんだチャートの束を探してみた。しかし残念ながらチャートは見つからず、顧客を説得することもできなかった。

ただ、このとき探し物に数時間を費やしたおかげで、図書室に埋もれていたそれ以外の何十枚ものチャートを発見した。このなかには、そのままファイルに戻すにはもったいない最高級のチャートが何枚も含まれていた。これらは、私がウォール街のプロとしてワルツを踊った過去15年間とその前の大学時代に得た最大の教訓のいくつかを視覚的に説明してくれていた。ちょうど当社の顧客サービス担当が小冊子を作るためのアイビコ社の製本機を持っていたので、私はこのとき見つけたチャートを束ねておくことにした。

月曜日の朝、集めたチャートを社員たちに見せると、1890年の国勢調査よりもはるかに歓迎された。社員たちは、ときには奇妙にも感じられる現実を顧客に説明するとき、これらのチャートが非常に助けになると言ってくれた。チャート1枚と厳選した短い説明文があれば、顧客はそれまでけつして理解できなかった現象を明確に把握できるようになる。それから何日かあとに、実際にこれらのチャートを使って顧客に重要ポイントを説明してみると、うまくいった。翌朝シャワーを浴びているとき、もし私も社員も顧客もこれらの視覚的資料が気に入ったのならば、それ以外の人たち（つまり読者やそれ以外の人たち）も気に入るのではないかという考えが浮かんできた。そして本書が誕生した。

この本の目的は、多くの人にとって不可解な金融界の現象を、事実のみを適切かつ視覚的に抜粋したチャートと短い文章で一目で分かるようにすることにある。そして、そのためにはウォール街のワルツを単純で理解しやすいス

トップに分解していかなければならない。本書には、私のお気に入りのチャート90枚と、その注目すべき重要な部分、そしてそれらの現在や将来とのかかわりを示す簡単な説明を載せたいわばウォール街の絵本と言える。チャートと簡単なエピソードを組み合わせて、現象を視覚的にとらえられるようになっているのだ。

それでは、90枚の金融界の現実をお見せしよう。ほとんどの人にとって、本書以外でこれらのチャートを目にすることはないだろう。もしかしたら、1枚くらい偶発的に目にしたことはあるかもしれないが、大部分はウォール街で働くプロでさえ見たことがないと思う。

チャートについて

私は文章を書き慣れているし、多くの読者が本書のようなものを書くことを容認してくれている。ただ、私の言い回しがチャートの邪魔にならないようにしたい。重要なのはチャートであり、解説は分析を分かりやすくするためだけにある。

これらのチャートはみんな本物で、ウォール街で何世紀も続くワルツの展開を鮮やかに描いて見せてくれる。私が金融界で学んだことがあるとすれば、さまざまな出来事や興味深い現象が毎日のように起こっては消えていっても、この何百年間で本当に重要なことは変わっていないということだ。メディアや経営者たちを沸き立たせる新しい流行も、まったく重要ではない。本当に大事なことは、新しくもなければ変わってもおらず、それを語る人もほとんどいない。しかしウォール街の連中がかつてどのようにワルツを踊っていたのかを見れば、それが正しいかどうかは別として、現在も将来もずっと正しく踊り続けるための展望を得ることができる。

掲載したチャートは、本や雑誌、証券会社の資料、ニュースレター、調査会社、そして一部は当社でデザインするなど、さまざまなところから入手している。このなかには非常に古いものもあれば、比較的新しいものもある。もっとも新しいものは1720年のデータまでさかのぼって当社で作成したものだ。どれも知的明確さと貴重さにおいて極めて優れたチャートばかりだと言ってよい。本書以外でこれらのチャートを目にできるのは、ビジネス系の資料を豊富にそろえた図書館くらいだろう。そのうえ本書を書き進めるうちに、私はあの日曜日に束ねた以外にも素晴らしいチャートがあることに気づいた。そこで、同僚たちの助けを借りてスタンフォード大学経営大学院のジャクソン図書館の棚を何週間も調べ回り、数十枚のチャートを追加した。私は、この多くを物語るコレクションに大いに満足している。

本書の使い方

チャートはどのように使えばよいのだろう。本書は3つの部分から成っている。第1部では株式市場を視覚化し、第2部では金利、インフレ、商品価格、不動産について検証、第3部は景気全般と誤解の多い政府の財政、そして私のお気に入りのインチキチャートを載せている。最後のインチキチャートは本気にしないでほしいが、ここからも学ぶことがある。みんなインチキだと思うと見過ごしてしまうが、こういうところにも真剣に考えてみるべき点はある。

本書はどこから読んでもよい。どの部分もチャートと解説のページがセットになっており、それぞれが独立しているため、時間があるときに少しずつ見ていくことができる。いったん閉じて、何分かあとに読み返してもよいし、何年かあとに再び手に取ってもよい。チャートのなかには何十年も前に作られたものもあるが、今見ても素晴らしい出来なので、あと何十年かたってもおそらくそれは変わらないだろう。どのチャートもわれわれにさまざまなことを語りかけてくる。よく見て、教訓を得てほしい。

私がチャートから導いた結論に同意できなければ、それでもよい。大事なのはチャートを見て考えることで、それに比べればどう考えたかはさほど重要ではない。これらのチャートを吟味して解説を読んだあとで、たとえ私に失望したとしても、チャートやその教訓には感銘を受けずにいられないはずだ。

これらのチャートを見ていれば、ときには私が触れていない発見が、それもとくさん見つかるかもしれない。あるいは、私の説明に激しく反論したくなるかもしれない。歴史上の著名な金融評論家がとんでもない発言をしている例はいくらでもある。もし私が絶対に間違っていると思う個所があれば、それは私も彼らと同じ間違いを犯したということなのだろう。

結局のところ、私は経済と歴史を勉強し、15年間ウォール街のプロとしてワルツを踊り、株式市場に関するベストセラー本を執筆し、フォーブス誌に何年も連載コラムを書いてきたが、今でもウォール街のダンスが生み出す複雑な美しさには、息をのんだり出し抜かれたりと、いつも圧倒されている。

本書は、勝てる銘柄を選ぶ方法や財務諸表の読み方を説明するものではなく、視覚的にすぐに学べる教訓だけ（それだけでも十分すごい）を扱っている。これはウォール街のワルツ、つまり人間の恐怖と欲望の相互作用を集めて個人の気の弱さで振り付けしたダンスについて書いてある。大事な人たちが暮らしていくためのお金に影響を及ぼす難しい決断を迫られたときに感じるアドレナリン噴出の物語と言ってもよい。または、お金という名の下で、われわれよりも前に同じような欲と恐怖にさらされて愚かなステップを踏んだ多くの人たちや、足元ばかりに気を取られて音楽を聞いていない人たちの物語と言うこともできる。

金融電卓の登場

音楽のほうはどうだろう。重要なことは何百年も変わっていないため、音楽もほとんど変わっていない。ただ、あるひとつの変化によって、リズムをつかむことができるようになった。金融電卓だ。私が仕事を始めたころは電動の加算機と計算尺を使っていたが、今日では30ドル程度で金融電卓が手に入る。値段は株を買うときの手数料よりも安い、これがあればウォール街のワルツのリズムとも言える複利という魔法を習得できる。

例えば、チャート39では百万長者になるのがいかに簡単かを学ぶ。25歳から30歳まで毎年2000ドルをIRA（個人退職年金）口座に預け、それに毎年15%の金利がつけば、複利の効果で65歳の退職時にはなんと130万ドルになっている。簡単すぎると思うかもしれないが本当だ。チャート39を見れば一目で分かるが、金融電卓でも30秒で確認できる。電卓には分かりやすい説明書もついている。

真剣な投資家でも、金融電卓の使い方を知らない人や身近に置いて世間に広まっている神話を確認しようとしない人がたくさんいることを私はいつもおかしいと思っている。例えば、チャート52ではインフレによって消費者物価が1900年以来10倍になったことを学ぶが、ほとんどの人は85年間で10倍になった時期の1年間の上昇率がほんの2.75%でしかないことがまったく理解できていない。

あるとき私が計算時間を計ったところ、カシオBF-100では小数点以下10桁まで計算するのにわずか8.25秒しかかからなかった。今日、ワルツをうまく踊るためには複利のリターンを算出する能力がカギとなる。その能力があれば、複利の魔力を理解したり、どんな投資結果なら妥当かを判断したり、何が妥当かを調べたりできるからだ。

現代のような資本主義社会において、複利の魔法を本当に理解し、日々の思考に組み込んでいる人があまりいないことに私は驚いている。もしみんながこの能力を持てば、ほとんど破綻している退職金制度や財政赤字やウォール街のバブルや破綻がこれほど大きな問題になることはない。貧困層も減り、彼らの心配もしなくてよくなるだろう。しかし、それでも大部分の人たちは金融電卓を買って使おうとはしない。つまり、これを使えばみんなよりも先を行けることになる。

複利計算ができる金融電卓をすぐ買って使い方を覚えよう。私もチャートの数字を自前の信頼する電卓を使って何度も確認した。読者もぜひ自分の電卓で、私の主張を確認してほしい。リターンを計算できるようになれば、どんな金融現象が起こっても自信を持って対処できるようになる。そのうえ、世界中にいる金融界の宣伝マンたちが触れ回った神話の本当の姿を暴くこともできるようになる。

ところで、この宣伝マンとはだれなのだろう。彼らの多くは上院議員とか知事とか、ときには大統領などと呼ばれている。それ以外はその仕事を狙っている連中や、単に何かを売って手数料を稼ぎたい連中、そしてニュースが欲しい記者たちや、それ以外の思惑を持った連中で、みんなチャンスをうかがっている。しかし、複利の基礎と本書の

チャートの教訓をしっかりと理解すれば、彼らの多くを退け、少なくとも彼らの本当の姿を見極めることができるようになる。

例えば、政治家は経済不況から回復するために自分を選んでほしいと訴える。しかし、それでどうなったかといえば、彼らは再選され、対策を打ち出しても結局はさらに悪い状況になっている。政治家に経済を立て直すことはできない。彼らが事態を悪化させることしかできないのは、われわれが世界的な金融経済の一部だからだが、ほとんどの人たちにはそれが見えていない。この状態も少なくとも過去200～300年は変わっていない。世界経済のトレンドに対抗して政府ができることはあまりないのだ。

世界の金融

もし、アメリカの株価が上がっていれば、ロンドンでもブリュッセルでも、そしておそらくマレーシアでも上がっている。もしアメリカの金利が上げていたり下げたりすれば、パリや東京やトロント、アンティル諸島、ブラジルでももうすぐそうなることはほぼ間違いない。不況や景気後退に関しても、世界中ほぼ同じことが言える。

もちろんひとつの国だけが世界の動きからそれで苦境に陥ることもある。しかし、政治家が事態をわれわれ以上に改善させることができるわけではない。ウォール街はマンハッタンから始まっているが、ダンスはノンストップで電話線を通じて世界中に広がっていく。そして、本書で学んでいくとおり、ウォール街は電話が登場するよりもずっと前から（実際のウォール・ストリートすらないころから）世界中でダンスを繰り広げてきた。政治家が派手な戦略を打ち出そうとしても、ウォール街はワルツですり抜けていく。そしてウォール街が盛り上がりたとき、政治家がそれを止めることはできない。要するに、ウォール街の力のほうがずっと勝っているのだ。

本書は、金融の国際的な側面も見せてくれる。ダンスは今日も数十年前も数百年前も変わっていない。1720年のダンスは「南海泡沫事件」や「ミシシッピ計画」の音楽に乗り、19世紀半ばには「鉄道ブームと破綻」ブルース、1920年代や最近では「M&Aバルジ」（巨大投資銀行）が目立っていた。そして「ザ・スネーク」（株と債券のせめぎ合い）は今でも人気がある。もちろん「金利変更」や「コンドラチェフの波」はずっとかかったままになっている。

ワルツはけっして止まらないし、止まらないでほしい。資本主義が存続するかぎりは大丈夫だろう。資本主義はわれわれを繁栄させ、封建主義から脅威のマイクロコンピューター（「人びとに力をもたらす」もの）と薬（長生きさせてくれるもの）の時代を創出するエンジンの役割を果たしてきた。

資本主義にとって真の脅威はあるのだろうか。ワルツを止めてしまう真のリスクはあるのだろうか。実は、電卓と米国の国家予算の数字が残念な真実を教えてくれる。ただ、それは本書の政府に関するチャートにもある財政赤字や連邦の負債のことではない。とはいえ、もし政府がGNP（国民総生産）に対して過去20年間で同じペースで拡大を続けていけば、100年もしないうちに米国政府はすべてを使い果たすことになり、このなかにはウォール街やワルツも含まれている。比較的小さな差でもこのような結果をもたらす複利の威力が分かっただろうか。みんな政府の赤字や負債は心配しても、本当に命取りとなるのは癌細胞のように大きくなっていく政府だということに目を向けてやらないのは残念なことだ。

ただ、ウォール街はそんなことは気にしない。金融電卓を使えばすぐ分かるように、100年後の現金の現在価値はほとんど0だからだ。彼らは、政府の搾取が数十年後のダンスに及ぼす影響を心配する代わりに、本書の教えのとおり、これまでと同じ営みを続けていく。

1 歩ずつ

本書はチャートと解説をセットとし、それぞれが独立した内容になっている。チャートはそれぞれが伝えるべき物語を秘めているが、全体として系統立てたテーマに沿っているわけではなく、そのチャートにのみ注目して書かれている。そのため、異なったチャートの結論が矛盾するケースもいくつかあるが、結論はあくまでそのチャートから導

き出したものだと考えてほしい。

ウォール街のワルツについて書いた本書は、包括的な組織も秩序もない金融界が反映されている。ただ、組織としてほとんど体をなさずに世界中に広がるウォール街に比べれば、本書は前述の趣旨の下でまだまとまっていると思う。

本書は、読んで恩恵がなければ喜ばれないかもしれない。しかし、みんな何世紀にもわたってウォール街で資金を失ってきたし、これからもそうだろう。つまり、読者もそうなるかもしれない。ウォール街でみんなが勝つことはできない。ダンスフロアではだれかが笑い者になれば、ほかの人はスターのように見えるとみんな思っている。

そんなことは耐えられないと思っても大丈夫、ウォール街のワルツは簡単なステップで1歩ずつ進めていくことができる。ウォール街でカギとなるのは華麗に踊ることではなく、単純なステップでいいから足元をすくわれないようにきちんと踏んでいくことだ。一握りの人たちの行動に倣い、時間を割いてダンスの教訓を学ぶことで、株式市場でトッププレーヤーになることはなくても、ダンスフロアで恥をかく心配はなくなる。

第1部 目で見る株式市場

株式市場に関してすべて理解したなどという主張はバカげているし、マーケットの動きを予想するにはひとつの指標で十分だなどというのはさらにおかしい。だからこそ、本書では**90枚**のチャートを使ってさまざまな現象を紹介している。ただ、もつとも敬意を表すべき格言のひとつを挙げるとすれば、割高の株は避けろということだろう。高く買いすぎたり、買われ過ぎて割高になった株を保有し続けたりする人たちのほとんどは、残念な結果に終わっている。

割高で買ったり長く保有しすぎたりするのは、株の価値に関する展望がほとんど（あるいはまったく）ないからだろう。そこで、その全体像をつかむために本を何十冊も読んだり、投資セミナーを受講したり、何年間も世界情勢を注視したりすれば多少は理解できるかもしれない。でも、その代わりに1時間程度の時間を割いて最初の**11枚**のチャートをよく見ることで何百年かのデータを把握するという方法もある。

株式市場の戦略

最初の2枚のチャートは、過去**100年**間の**PER**（株価収益率）を示したものである。これらを見れば、**PER**が**10倍**未満のときは常にお買い得で、**10倍**台半ばから後半のときは、あとで後悔するケースが多いことが一目で分かる。ただ、例外もちろんある。そして、この例外があることこそが、ウォール街のワルツが持つ魅力のひとつになっている。

そこで登場するのがそれ以外のチャートだ。これらのチャートが、さまざまな方面から読者を正しく導く助けになってくれる。例えば、**1930年代**の大恐慌で**PER**が急騰したときは、株価も下落したが収益の減少はさらに大きかった。ただ、このようなときは最高の買いのチャンスでもある。しかし、**PER**しか見ていなければ見過ごしてしまうだろうし、このことから**高PER**に注目する理由はないという結論に達してしまうかもしれない。

しかし、チャート3とチャート4を見れば、正しい見方ができるようになる。収益がマーケットに与える影響は短期的にはないが、長期的には間違いなくある。株価と収益には高い相関関係があるだけでなく、チャート4で紹介するように**PER**の逆数である株式益利回りは、長期債のそれを上回っていなければならない。

長期的な収益が重要だとすれば、例外的に収益が激減してしまったときは（例えば**1932年**）価値をどう判断すればよいのだろうか。低いとはどのような水準なのだろうか。そのようなときは、株価と配当や簿価やキャッシュフローや売り上げなどの比率を見るとよい。これらの比率を使っていれば、全体として大きく外れることはない。もし仮に株価が配当の**28倍**、簿価の**2倍**、キャッシュフローの**10倍**、売り上げと同じなら、株価は高すぎて恐ろしい状態にあると考えてよいだろう。

株は長期金利が高くて、なお上昇しているときも怖い。結局、もし長期的に株式益利回りが長期金利よりも勝っていないとすれば、金利上昇は株価下落のきっかけになる。これについては、チャート9とチャート10が**115年間**にわたる展望を視覚的に示してくれている。チャート9は長期金利の急騰が株にとって災いの元となる場合が多いことを示しているが、チャート10を見れば短期金利の上昇にはあまり関係ないことが分かるだろう。

これらの展望は、価値観以外にも投資家に恩恵をもたらしてくれる。例えば、株と債券の相対的なパフォーマンスについて本当に理解できているか考えてほしい。**1920年代**半ば以降、株のパフォーマンスは債券、不動産、短期国債、金、インフレ率など大部分の投資商品を上回ってきた。さらに、それより**20年前**にも株価が目覚ましく上昇して

いたことや、本書のさまざまなチャートのデータを考慮すれば、これまでの株のパフォーマンスの相対的な優位はそれ以前にもさかのぼると考えてよいと思う。過去60年のパフォーマンスは、チャート12を見れば一目で分かる。

ウォール街——世界を結ぶ1本の道

最近ウォール街では、外国株に分散投資すれば低リスクで高リターンが得られるという神話が流れている。しかし、いくつかの理由でこれはバカげている。この項目で紹介する数枚のチャートが示すように、主要な西側諸国の株式市場に投資しても実質的な分散効果は望めない。真の分散効果を得るためには世界中の株式市場がまったく関係なく上下していなければならないが、実際には大部分の国がほぼ同じように動いている。イギリスの株価はアメリカの動きにかなり近いし、カナダとアメリカはほとんど乖離しない。日本やドイツ、フランス、オランダ、イタリアなどの株価も、アメリカ市場と非常に近い動きを見せている。

このことは、ウォール街が世界を巡る1本の道だということのほんの一例でしかない。もちろん外国投資で分散効果を得ることは可能だが、それにはマレーシアやケニアなどといった無数にあるエマージング市場に参入していく必要がある。しかし、これらの市場に関する正確な情報はさほど多くない。われわれは、ついアメリカだけは違うと思いがちだし、そう言える部分も確かにある。しかし、本項目のみならず本書全体を通して見れば、アメリカ経済がこれまでずっと世界の金融の一部だったことがよく分かる。資本主義が存在するかぎり、株価もそれ以外の金融商品も、商品価格もインフレも、全体としては世界中みんな一緒に動いている。

例えば、多くの人たちは1929年の暴落がアメリカだけの出来事だと思っている。しかし、チャート29を見ればこれがヨーロッパで始まり、世界的な暴落に広がっていったことが分かる。アメリカの投資家でもヨーロッパ市場も見ていた人たちは、1929年の惨事に備えて警戒していた。1929～1932年の暴落は実に興味深い。当時はデマや神話が飛び交っており、異常な規模の暴落がもたらした空気を払拭するためだけに（損失を避けるためにはどんなサインが必要だったかを知るためではなく）作られたチャートも数枚あった。この話の怖いところは、1928～1929年の深刻さが1986～1987年のそれと酷似していることで、2つの時期は株価上昇率（チャート27）やPERの動きが似ているだけでなく、M&Aが盛んだったこと（チャート21とチャート30）も共通している。

投資の教え

私は、プロの投資家として過ごした15年間に、さまざまなことを苦労して学んできた。そのひとつにIPO（新規公開株）を避けるということがある。企業は、自社と既存の株主にとって有利なときに上場する（読者にとってではない）。IPOは、企業が新株を売って資金調達する方法で、彼らはコストが安くなければ実行に移さない。そして、人気と魅力で売られるIPOは通常、高リスクのグロース株として分類されている。ちなみに、グロース株に分類される銘柄はすべて高リスクになっている。

私は、何年にもわたってフォーブス誌に「グロース株」に関するコラムを連載しているが、単刀直入に言ってみなが「グロース株」だと思っている銘柄は有名になりすぎて買い得とは言えなくなっている。本当に潜在力が期待できるのは大部分の人たちがまったく価値がないと思っている銘柄で、あとで投資家たちがその潜在力に気づいてあわてて買い始めると、人気とともに株価も上がっていく。すでに人気が高い銘柄が「グロース株」に分類されていて、売り上げも収益成長率も期待どおりなら期待どおりの動きをするだろうが、それを上回ることはいない。しかし、人気の企業は驚くべき成果を上げないかぎり、みんな失望して株価はいずれ低迷する。

そのことを証明するためにチャート18を見ると、もともと有名なグロース株指数のパフォーマンスがマーケットを大きく下回っているのが分かる。皮肉なことに、この現象を逆に利用すると割安銘柄の手掛かりを得ることができ。そもそもグロース株と呼ばれる銘柄を組み込んだ指数のPERは、たいていマーケット全体よりも高くなっていることが多い。しかし、それがマーケットとほぼ同じ倍率になっているときは、多くの投資家がグロース株にあまり目

を向けていないということになる。みんながグロース（成長）のイメージにお金を出さないということは、マーケットの樂觀度が低いということで、グロース株もそれ以外の株も買い時と考えることができる。反対に、グロース株のPERの平均がマーケット全体のPERの175%程度になっているときは、投資家がグロース株に夢中になっていると同時に、株価全体も高くなりすぎているため、株は買い時ではない。

第1部に掲載したチャートは、ほかにも優れた教訓を含んでいる。いくつか挙げておこう。ニュースはみんなが考えるほど株式市場に影響を及ぼさない。本書で見ていくように、ウォール街のワルツは一面を飾る出来事よりもはるかに強いビートに乗っている。経済の方向を予想することで株式市場を先読みするなど不可能だということはいずれ分かんと思うが、株式市場は景気の悪化をうまく予測する。私が優先株を嫌う理由は、パフォーマンスが悪いからだ。「優先」という名称を最初に考えた人は、長期パフォーマンスを示すチャートを見ていなかったのだろう。歴史を見れば、強気相場は平均約3年、弱気相場は平均2年弱続くことが分かる。下落幅は毎月約2%で、それを大きく上回ること下回ることもない。これらのことはすべて、覚えやすい視覚的資料で学んでいく。

古いものと新しいもの

本書では、はるか大昔の図表も何枚か掲載している。これらを見ればこの常軌を逸したウォール街のワルツが、実際のウォール街ができるよりもはるか昔までさかのぼることが分かる。1732～1846年にかけてイングランド銀行の株価変動や、私が一番好きな金融物語である南海泡沫事件など、聞いたことはあったとしても、その現象を正確に示すチャートは見たことがないと思う。

本書の解説は短くて落ちはないが、つけるとしたら1720年代の国際的な金融バブルとその崩壊のサイクルといったところだろう。経済史家は、この件とジョン・ローがフランスで主導したミシシッピ計画が並行的に起こったことをよく指摘するが、彼らはこの2つの強力かつ投機的なサイクルがドーバー海峡をはさんで向かい合うイギリスとフランスで何年もかけて膨れ上がった末に1720年7月のほんの何日かの差でクライマックスと破綻を迎えたことにはあまり注目していない。この「偶然の一致」は、当代の評論家が株のトレードが始まったと考える時期よりもはるか昔から半地球的な規模で金融界が存在していたことの証拠と言える。

もっと新しいところでは、1790年から190年間にわたるアメリカの株式市場の動きが一目で分かるチャートもある。また、1800年代半ばの鉄道バブルと破綻のサイクルの詳細や、1907年の伝説的な金融恐慌（別名お金持ちのパニック）など、それぞれに学ぶところがある。

第1部の最後には、もっとも強力な図（チャート39）を載せてある。この図は複利の威力と、これを使えば誰でも金銭的な心配から解放されることを教えてくれる。楽に暮らせる程度のお金を貯めることは、みんなが想像しているよりもはるかに簡単だが、それがよく理解されていない。本当にすべきことは、若いうちに少ない額を平均以上の利益が得られる投資（例えばパフォーマンスがマーケットの平均よりは高い銘柄を買う）に回すだけだ。

株式市場は世界でももっとも油断がならない場のひとつであり、それを説明するために本書のような本が執筆されている。ここには複雑な仕組みがたくさんあるわけではないが、第1部の図の教訓を学んだけでウォール街のワルツの答えをすべて理解できるというものでもない。ただ、すべては無理でも、自分が出会ったすべての投資家や競った投資家のほとんどに勝る展望を得ることはできる。これは本来なら何年にもわたる経験でしか得られない展望で、一生かかっても得られない人もいる。

2007年のコメント

解説に追加した最近のコメントをよく読めば、私の近年の考えは分かっていくだろうが、いくつかの項目についてはここで述べておきたい。まず、私は今ではPERのみで将来のリスクやリターンが予測できるとはまったく考えていない。PERが統計的に価値がないことは、親しくしているメイア・スタットマンと共同で執筆した研究論文のなかで

証明している(2000年秋にジャーナル・オブ・ポートフォリオ・マネジメント誌に発表したこの論文は、インターネットで「コグニティブ・バイアス・イン・マーケット・フォーキャスト」〔Cognitive Biases in Market Forecasts〕と検索すれば見つかる)。ただ、それよりさらに10年以上前にフォーブス誌でコラムの連載を始めたときから、PERのみに予測的な要素はないと思っていた。理由は、PERと比較される長期資金のコストが考慮されていないこともあるし、マーケットとはマーケットそれ自体とそれがどう認識されているかの両方に拠っているからだということもある。

マーケットでは、認識されたこととは逆のことが現実となる。人々は高PERのマーケットを恐れるが、そのときには恐れがすでにマーケットに織り込まれているためリスクはさほど高くない。逆に、もしみんなが高PERを恐れていなければ、リスクは高いかもしれない。このことは低PERでも同様で、やはり逆が現実となる。マーケットではあることに対して世界がどう考えているかが、そのこと自体と同じくらい重要になっている。

PERに関しては、行動経済学的に言えばみんな枠組みの変化に惑わされる。同じ情報でも違う形で示されると、まったく違って見えたりする。高PERに対する恐れは、古くからの枠組みに対する認知バイアス(行動経済学の研究対象のひとつ)、つまり高さに対する恐怖からきている。われわれの祖先は、高さに対する適度な恐怖心を発達させることで生き延びてきた。落ちるということはリスクにさらされることであり、それが高いところならリスクも増す。情報が枠組みの高いところにあると、われわれは恐れる傾向がある。投資家は高いPERを見ると、はるか下まで落ちていくような気分になる。高いところから落ちれば痛いし、最悪の場合は死んでしまう。もちろんだれも落ちたくはないが、それでもPERに予測する力があるわけではない。

また、PERを入れ替えて株式利益回りになると、同じ情報でも感じ方が変わる。PERが20倍や15倍という銘柄はよく見かけるが、PERが20倍から25%も減って15倍になれば大変な下落リスクだと感じるだろう。しかし、PERを株式利益回りに変換すると20倍は20分の1(5%)、15倍は15分の1(6.7%)になり、これは資金コストを比較する基準のひとつ、またはリターン率ということで、あまり怖くなくなる。特に、株式利益回りを長期借入金(税引き後)のコストと比較する場合はそうだと思う。マーケットでは、このようなことがよく起こる。

しかし、マーケットでは何かがどう認知されているか(それともたいていは長い長い期間)が、その何か自体と同じくらい強力だということに変わりはない。私は最近ではマーケット全体の予測をするときに、要素としてPERやそれ以外の比率をフィルターとして使うのをやめてしまった。PERや株式利益回りは、特定の銘柄を同業他社と比較するときだけに使えばよい。

グローバル分散に対する見方も変わった。私は当時からアメリカとそれ以外の国のマーケットはみんなが思っている以上に相関性が高いことを正しく認識していたが(みんなは今でも誤解している)、間違っていたのはその結論で、グローバル投資には特別な価値がないと思っていた。しかし、今は熱心にグローバル投資を実践している。このほうが、リスク管理においてもパフォーマンスにおいても1カ国に投資するよりもチャンスが多くなり、それはアメリカのように巨大でダイナミックな市場であっても変わらない。現在のアメリカとそれ以外の先進国の相関性について言えば、もしアメリカ株が上がるとするなら、それ以外の国も上がると考えてほぼ間違いない。それなら、選択肢が約2倍に増えると考えれば楽しいではないか。

また、以前は価値に対しても偏見があった。小型株投資という分野を開発したひとりであり、最初はバリュエーション投資家として成功した私が(当時はバリュエーション株がはやっていた)そう思っても仕方がないだろう。のちに高PERが高リスクを意味するわけではないと発見したことにも関連しているが、私は現在では、長期的に見れば特定分野の株のリスクがほかの分野よりも本質的に高いということはないと思っている。短期的に特定分野の人气が高くなることはあるが、そうなれば供給が増えすぎていずれ熱は冷める。そのあと別の分野がはやると、買い直す動きによって供給が減るため、どの分野でもいつかは日の目を見るときが来る。テクノロジー、エネルギー、消費財、REIT(不動産投資)、薬品など、どれもそうだった。価値が成長をもたらし、その逆もまた言える。私も投資を始めたころは、バリュエーション株は永遠に良いように感じたが、それは単なる偏見(と間違ったデータのせい)だった。もし、私と一緒に資本主義という祭壇に祈りを捧げてくれるならば、ひとつの分野にずっと執着するのは間違っている。そればかりか、いずれ訪れる巨大なチャンスを逃すことにもなりかねない。

さあ、ワルツを踊ろう。

チャート1 PER——当時と今

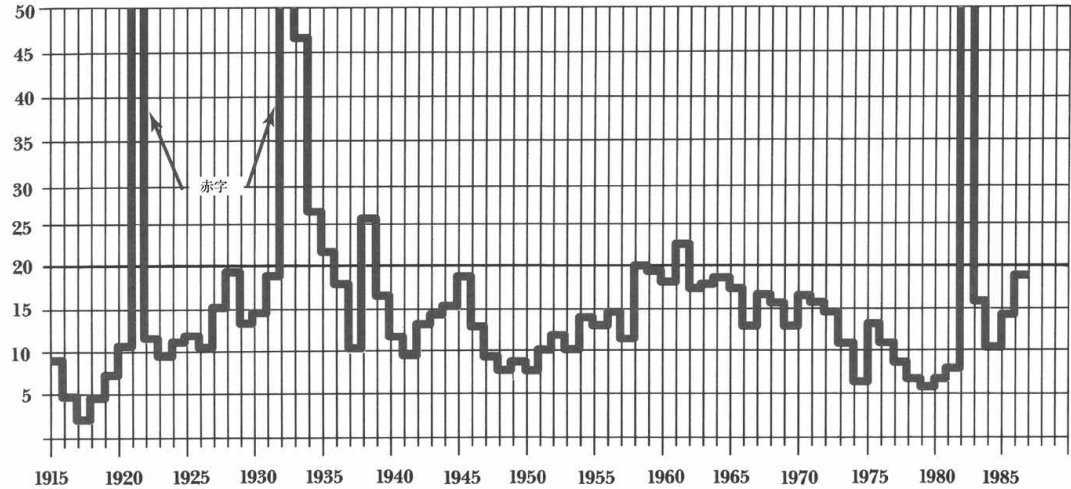
読者はきっと1929年のPERがとてつもなく高かったと思っているだろう。しかしそれは間違いで、1986～1987年よりも高かったわけではない。これは恐ろしいことだ。株価が収益と比較して高いときは、割高であることが多い。もし、すべての株が収益に比べて高くなっていれば、マーケットは騒々しく撤退するときに熟しているのかもしれない。1929年以降の出来事については周知のとおりだ。PERがこの水準にあるときは、半分くらいの確率でマーケットも低迷している。ダウ平均が収益の19倍だった1986年には、ほこりをかぶった図書館の棚からこのチャートがけいたましい警告を発していた。

このチャートは、1975年にゴールドマン・サックスが発行した調査レポートからの引用で、非常に単純だということ以外にきたる特徴はない。バリュエラインのチャート（チャート11）のほうが詳しくPERを示しているが、余計な情報が多くて結論を出しにくい。チャート1では、PERが20倍（太い横線）以上でマーケットが推移していたのはほんの何回かしかなく、ほとんどの期間は収益の15倍未満で推移していたということがまづ目につく。

ただ皮肉なことに、素晴らしい買い時だった1920年代の急騰前と、世界大恐慌から回復する直前のPERがとてつもなく高かったのは（國のとおり実質的に無限だった）、収益がなかったからだ。これは珍しいことではないし、本書が発行されるころにわれわれが直面している世界でもない。

1929年のPERは伝説のとおりとてつもなく高かったのだろうか。まったく違う。しかし、このことが史上最大の下げのなかで、多くの人たちがだまされて保有し続けてしまった理由のひとつとなった。彼らは株が高すぎるとは思っていないかったのだ。面白いことに、1929年のPERは1986年を超えるほど高くはなかった。PERがたいていは15倍未満なら、このチャートは現在の株式市場に対する極端な警告サインと言える。

ダウ平均のPER（1915～1986年）



出所＝1915～1975年分はゲーリー・ウエングロウスキ、ゴールドマン・サックス&カンパニー、1975～1986年分はダウ・ジョーンズ&カンパニー

現在の見解

この古いチャートには説得力があるように見えるが、PERに予測する力はまったくない。このことは、「信じていることも常に疑問視すべき」ことの良い証拠と言える。古いデータは精度が低い場合もあるのでなおさらだ。公表されている無料のデータとエクセルのスプレッドシートがあれば、PERは高くても低くても中間でも、将来のリスクやリターンを予測しないことは簡単に確認できる。

このことは著書の『ザ・オンリー・スリー・クエスチョンズ・ザット・カウント』（バンローリングより近刊予定）で詳しく述べているが、簡単に言えば「高PER銘柄はとてうまくいくこともあれば、ひどい結果に終わることもある」。通常、PERが高くてもみんなが恐怖を感じていれば、マーケットは好調を維持する（例えば1990年代後半）。また、PERは高くてもみんながやきもきしていなければ、マーケットは弱気なのかもしれない。同様に、PERが低くても強気だという見方が広がっていれば、そうはならない。今日、PERは広く知られていて株価にも織り込まれていることが多いため、株価動向はPERに対するみんなの反応によって決まる。ただ、マーケットのPERに対するセンチメントは必ずしも明らかではないし、株価に常に織り込まれているわけでもない。

それと同時に、株は常に投資家の資金をめぐって長期債と競合しているため、PERが高くても長期債の金利の低迷が続くそうならば、高PERでも正当化されることがある。初版の文の最後に書いた1987年のPERが「極端な警告サイン」だという指摘は正しかった。1987年の長期金利は年間を通じて非常に高かったうえに上昇していたので、これは株の大暴落を導いた。いずれにしても、長期金利との比較と、マーケットの価値に対する全体的なセンチメントを考慮しなければ、PERを正しく判断することはできない。

チャート2 前のチャートで納得できなかった人へ

チャート1を疑い、信じられないと思う人には、私がこれまで見たなかでもっとも古くまでさかのぼるPERのチャートを見てほしい。このチャートはコールズ・コミッション研究所のデータ（1930年代に米国議会が証券と大恐慌の原因を調査したときのもの）を使って私の会社で作成したもので、1871～1936年のコールズ総合株価指数を示している。チャート1とは21年分が重なっているが、使用している指数が違うため（ダウ平均よりも幅広くより多くのデータに基づいているためカボラティリティーが低い）、1915～1936年については前のチャートと少し違っている。いずれにしても、2つのチャートは同じことを言っている。

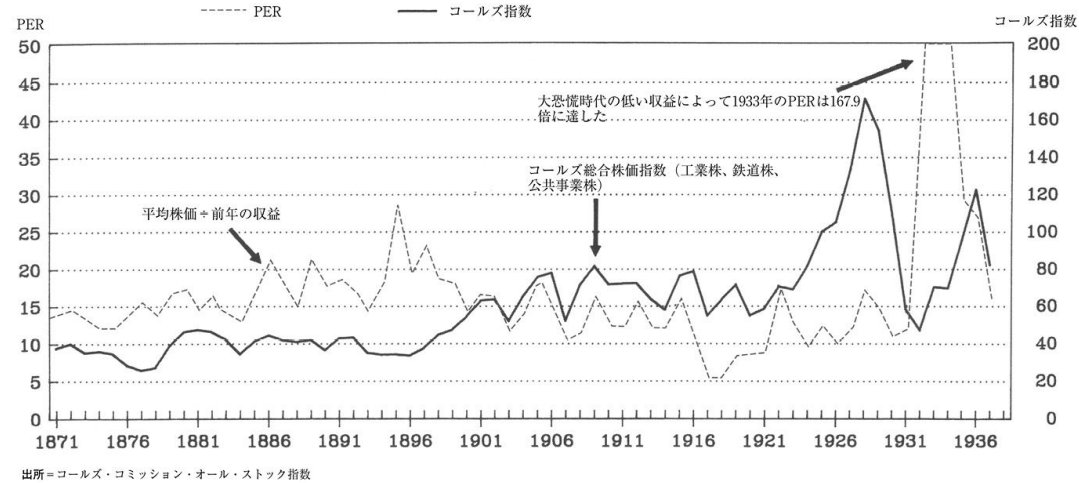
まず、1915～1976年に株価が収益の20倍以上まで上がったのはチャート1では5回だったが、このチャートでは4回だということに注目してほしい。最初は1930年代に収益がなくなったときである。これはマーケットが下げるなかで減少した収益がPERを押し上げたためだった（このような現象は1982年にダウ平均の収益が一時的に減少してPERが100倍というとても高い高さになったときにも起こった）。似たような現象は、1893年と1894年にもあったが、図からも分かれるとおり規模は小さくPERのピークは28倍だった。ちなみに、このときの株価指数は43.5ドルから33.9ドルまで22%下げている。

この出来事は1893年の恐慌として知られる時期の一端を担っている。そして、この恐慌はさらなる収益の低下をもたらして（57%の下げ）、PERを28倍に押し上げた世界恐慌（チャート63）の一端を担っている。しかし、そのあとの10年間で株価は2倍になっているので、結局株価は安かったことになる。PERが最高水準に達しても株価は最低だった1893年、1921年、1932年、1937年、1982年のようなまれな現象は、歴史的に見てもPERが最高水準で株価は最低だった数少ないケースと言ってよいだろう。私がPERのみでは信頼できないと思っている理由はそこにある（このことはチャート8でも述べる）。

マーケットのPERの平均はたいてい15倍を少し下回る程度で推移している。それ以下まで下げることはめったになく、10倍を下回ったのは、第一次世界大戦のさなかとチャート1で示した何回かしかない。つまり、1970年代の超超PERが近い将来繰り返されると恐れる必要はない。皮肉なことに、PERは1917年に史上最低の5倍を記録したものの、すくにはつきりとした強気相場にはならなかった。コールズ指数は1917年の55から1919年には71に上がったが、1920年には再び55まで下げている。もちろんこのときのPERはチャート1とチャート2から分かるように7倍とまだ低かったが、そこから狂騒の1920年代と呼ばれる上昇相場が実質的に始まり、マーケットが割安だったことを証明した。

しかし、ここでもっとも重要なのは、過去115年間でマーケットのPERが1986年や1987年のように高くなったことがほとんどなかったことだ。高PERが強気相場につながったのは、マーケットが下げられても収益が一時的にそれ以上上げたときだけだった。このチャートは、この先に荒っぽい下げが待っているというチャート1の警告を裏付けている（PERと株価の関係の理論的な説明が読み取れば、チャート4を読んでほしい）。

株価とPER（1871～1937年）



現在の見解

知っていることでも疑問視すべき理由をもうひとつ挙げておこう。データも新しく優れたものが次々と出てくるのだ。今日、データはどこでも安く（あるいは無料で）手に入る。将来のリスクやリターンを予測するうえで、PERは単体では意味がないが、長期金利と株価に対するセンチメントを考慮すれば役に立つ。

チャート3 マーケットで高いリターンを上げる

「収益は誤解しやすいと言うのなら、なぜみんなこれほど収益に注目するのか。あなた自身もこの本のなかでそうしているではないか」（チャート1、4、17、28、43などで注目している）。収益は短期で見た場合、誤解を招くことが多い。しかし、長期的に見れば、このチャートが示すとおり収益はマーケットの方向性を支配している。このチャートはS&Pに組み込まれている工業株425銘柄について、指数と各銘柄の収益の合計を44年間にわたって示している。2つの線は、1945～1958年には大きく乖離していて収益が株価を上回っているが、それ以外の期間は2本の線がほぼ一緒に推移している。

長期的に見て収益と株価に高い相関性があるのは、株の所有にはほかの投資にはない側面があるからだ。株の所有者は、事業の一部を所有している。企業は経済状況の変化に合わせて順応したり繁栄したりする組織で、生物ではないけれども生きているのに近い。例えば、自動車メーカーのコストが上がれば、顧客は高い価格を払わなければならない。そこでメーカーでは宣伝を工夫して高くても買うように仕向けたり、コスト削減を進めて元の価格に抑えるようにしたり、コストが低い新分野を開拓したりする。彼らの可能性は、経営陣の創造力の範囲で広がっていく。しかし、金利の変動は株価と収益の間に劇的な影響を及ぼすのだろうか。短期的には間違いないし、そのことはPERが短期的に誤解を招きやすい理由のひとつでもある。ただ、長期金利は企業にとって重要なコストのひとつ（資金コスト）ではあっても、売り上げの割合で考えれば労働コストや在庫や税金などのほうがより重視される。

金利コストが上昇すると、短期的な利益は下がる。しかし、長期的に見れば、企業は新しいコスト状況に順応し、進化していく可能性がある。もし、企業が全体としては利益が上がるような対応ができれば（いつかはできる）、いずれ高金利でも収益を上げられるようになる。逆にもし企業が利益を上げられる対応をとれなければ事業は縮小され、金利も下がっていく。これは「ザ・スネーク」（チャート43、株と債券のせめぎ合い）の教えを発見させたもので、高い収益成長率は社債利率の上昇と高い相関性があり、社債利率の下落と収益成長率の急落にも高い相関性がある。このため、次の2～3年や5～10年でPERが非常に高くなったり低くなったりしても、いずれは歴史的な平均レンジに戻っていく。

ここでの教訓は、2～3年先にマーケットが妥当な水準か、それとも高すぎるか、低すぎるかを考えることにあ
る。将来、ある程度の利益幅があつて、緩やかに成長し、PERが歴史的な平均値に近ければ（チャート1参照）、5
年後のマーケットはどのような感じで、今買えばリターンはどうなるのだろうか。このように考えていくと、1987年
のマーケットは少し割高になるように思う。

収益と株価の長期にわたる関係（1926～1971年）

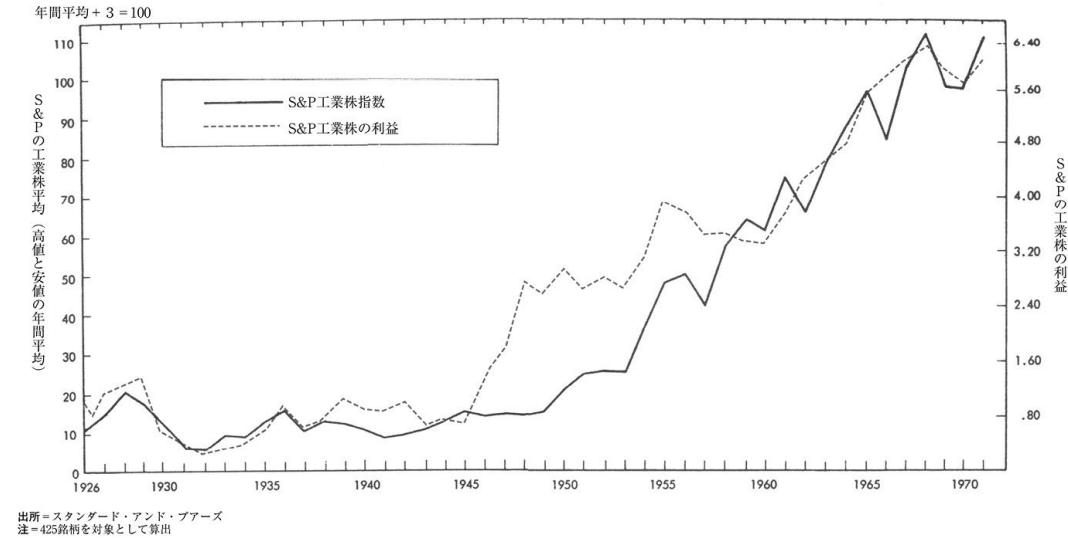


チャート4 株と債券の利回り

金利と株価の関係には本当に意味があるのだろうか。もちろんだ。このチャートも、2つの関係を視覚的に示し、投資管理におけるものとも基本となる概念を浮き彫りにしている。株のパフォーマンスが上がるためには、利回りが債券金利を上回らなければならない。その仕組みと理由を見ていこう。

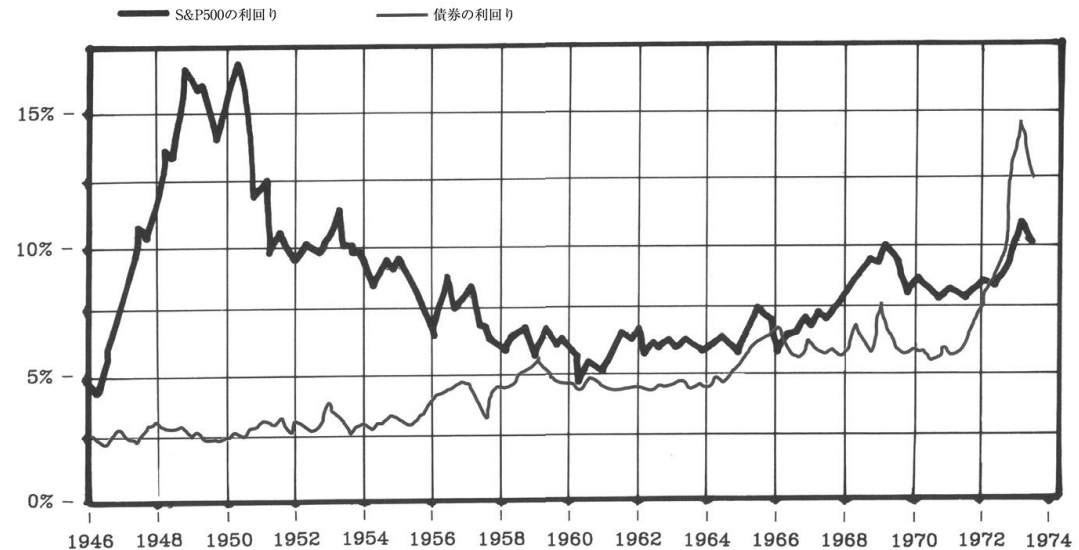
チャートには2本の線が描かれている。細い線は1946～1974年の高格付け社債の利回り、太い線は同じ時期のS&P500の利回りだ。利回りとはPERを逆にした比率で、収益を購入時の株価で割って算出する（チャート43参照）。比率は割合（％）で表示するため、債券利回りと直接比較できる。例えば、PERが20倍なら株式利益利回りは5％（ $1 \div 20 = 0.05$ ）だ。このチャートは、株の利回りが20年以上も債券の利回りよりも高かったことを示している。

投資家が株には債券よりも高い利回りを求める理由は2つある。1つ目は、株を所有するほうが基本的にリスクが高いからで、収益が下がれば株主の将来の利回りも下がるかもしれない。しかし、社債ならば企業が倒産しないかぎり利息は支払われる。2つ目は、株だとたとえ企業が高い収益を上げても経営陣がその多くを将来の事業展開に投資して配当には回さないかもしれないからで、債券ならばすぐに利払いが実行される。ことわざにもあるように、「手中の1羽はやぶのなかの2羽に値する」（確実な利益を取れ）ということだ。

以前はキャピタルゲイン税が優遇されていたことから、配当が少ない株式にも多少は意味があった。もし企業が収益を配当に回さずに留保し、その現金を成長の糧として将来の収益が増加したとすれば、株価も上昇して課税対象の投資家（年金基金ではなく個人投資家）はキャピタルゲイン税で課税される。しかし、このほうが同じキャッシュフローを配当や債券利回りで受け取った場合よりもはるかに節税できる。1981年の税法では数十年にわたる長期の投資を奨励するため、キャピタルゲイン税が35%から20%に引き下げられた。これによって、初期の留保期間のリターンが債券利回りより低くても節税で十分それを補うことができていた。

しかし、1986年の改正でキャピタルゲイン税の優遇措置は廃止され、すべての利益は同じ扱いになった。そうなるのと、減税措置が縮小されることから、多くの歴史的証拠からも、債券の利率が再び株の利率を下回ると考えられる。このことは、近い将来の株価においては深刻なマイナス要因となる。チャート43で説明するが、金利が劇的に下落して収益が1986年半ばの水準から急騰しなければ現在の株価は正当化できないが、株式市場に火をつけるには燃料が足りない。

S&P500と高格付け社債の利回り（1946～1974年）



出所＝ピーター・L・バンスタイン著『債券投資の理論と実際』（東洋経済新報社）から引用

現在の見解

本書を執筆している2007年の株と債券の利回りの関係は、さらに強力になっている。まず、債券と株式は投資家の資金をめぐって競合しており、次に債券利回りは実質的に企業の借入コストになっている。2002年以降世界中で見られたように、株の利回り（税引き後）が債券利回り（税引き前の利率は正しい税率で調整しなければならない）を上回ってはいれば、CEO（最高経営責任者）は資金を安く借りて自社株を安く買い戻したり、現金を使って有利に競合他社を買収したりできる。どちらも少ない株数に対してこれまで以上の収益が得られるため、1株当たりの収益は増加し、それが株価にも恩恵をもたらす。そして何よりも、現金による買収と自社株の買い戻しは株の供給を減らし、それが株価をさらに押し上げることになる。

チャート5 PDRで見る長期展望

このチャートは、私が知るかぎり株式市場の長期の方向性を単体で示すもつとも強力な指標を表している。この指標は単純だが、どういうわけか強力である。現在マーケットが上がっているか下がっているかは教えてくれないが、2〜3年先の予測力においては素晴らしい実績を誇っているからだ。チャートAは背景となる1920年以降のダウ平均で、実線は直近12カ月の配当にPDR（株価配当率）の22.7倍を掛けた数字となっている。この線がダウ平均の非常に近くに推移していることに注目してほしい。つまり、これは過去65年間のダウ平均が配当の平均約22.7倍だったことを示している。

そして、チャートBには予測する力がある。ここには同じ65年間におけるダウ平均のPDRが記してあるが、これは単にダウ平均を過去4四半期の配当金の合計で割っただけの数字だ。もしダウ平均が1800ドルで昨年の配当金の合計が90ドルなら、PDRはちょうど20になる（もし自分でこの指数を観察しただけで、ダウ銘柄の配当金の合計はパロンス紙に定期的に掲載されている）。

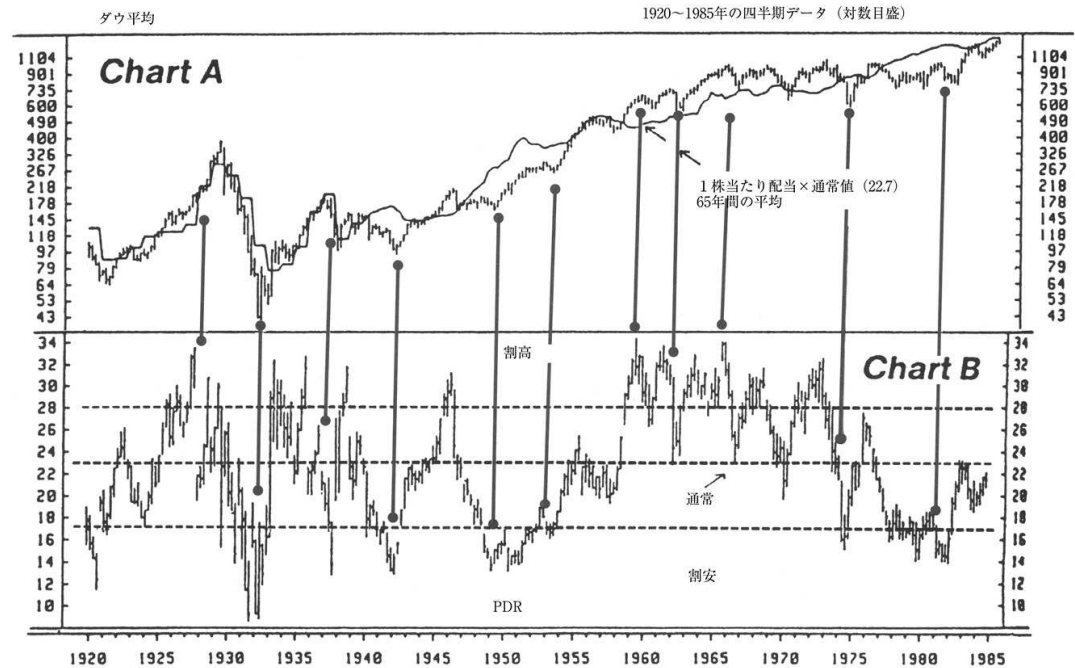
このチャートには、3本の点線が水平に引いてある。真ん中の線は前述の平均値である22.7倍で、その上下の線がもっとも有効な予想を提供してくれる。下の線は配当金の17倍で、株価がこれに近づいたり下回ったりしたときは、近いうちにメジャーな強気相場がほぼ間違いなく始まる。反対に、上の線は配当金の28倍で、株価がその水準まで上がると（例えば1928年や1929年）ほとんどのケースですぐに株価が急落するか、1937年や1945年のように緩やかに下げて何年も回復しないという状態に陥る。

2つのチャートを線で結ぶと、この評価モデルの威力が分かる。PDRは、マーケットがどれくらい割高か割安かを教えてくれる。2つのチャートを結ぶ縦線を見れば、この指標が驚くほど正確にマーケットの転換点と合致していることが分かる。PDRが平均を大きく下回っているときは（例えば17倍）、振り返ると株価は非常に安かった。そう考えると、私がこの文章を書いたときの株価は配当の32倍で、1987〜1988年の株式市場が良いとは言いがたい。

これらをすべて理解するためには、PDRが配当利回りの逆数だということに注目するとよいかもしれない。もしダウ平均の配当利回りが5%ならば、PDRは20（ $1 \div 0.05 = 20$ ）になる。つまり、PDRが高ければ、配当利回りは低くなる。

これらのチャートは、1985年にパロンス紙に掲載されたクレイグ・コーランの記事から引用した。当時のPDRは22倍で、コーラン氏はこのモデルを正しく読んで株価上昇の可能性を指摘した。それから1年後、彼が同じ理論を用いれば32倍は割高になりすぎという結論に達したはずだが、残念ながらこの助言がパロンス紙に掲載されることはなかった。

PDR（1920〜1985年）



出所＝クレイグ・コーラン著「オール・システムズ・ゴー」（パロンス紙1985/11/18号）

現在の見解

1年以上先のリターンを予想するなど不可能なので、いろいろ言ってくる連中は何か良からぬもの売りつけよう

としているだけだろう。株価は需要と供給で決まるが、現時点で将来の株の供給を予測できる技術や能力を持っている人はいない。例えば、**1990**年代をとおして株の配当利回りは低かったが、リターンは素晴らしかった。皮肉なことに、今日では配当でマーケットの方向性を予測できるという考えが広まっているが、私はむしろその可能性は低いという思いを強めている。

チャート6 PBR——定石どりに使う

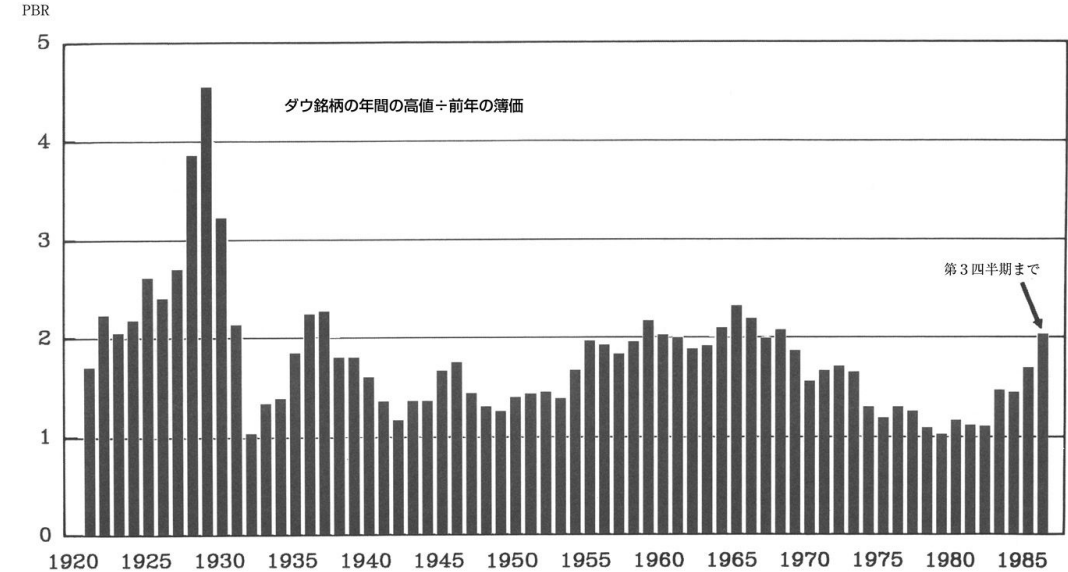
一部の人が言うように、ダウ平均は近いうちに3000ドルに達するのだろうか。不可能とは言わないが、歴史的に見れば可能性は低いと思う。彼らは1920年代や1950年代のメジャーな強気相場で株価が3倍以上になったことを考えれば、1982年に1000ドル超の株価もいずれ3倍になると予測している。また、企業内部のファンダメンタルズを引用して、収益や配当が1960年代半ばの水準の2倍になったのに、株価は700～1000ドルという20年来のレンジにとどまっているのは株価が安すぎるということで、インフレ調整すればなおさらだと主張する。そのうえ、収益の増加に伴って留保利益が事業に再投資されたため、簿価が上がったとする意見もある。そして、会計上の資産はインフレ調整後の価値ではなくコストで示されるため、増加した簿価（自己資本=資産価値－すべての負債）はダウ平均の真の価値の過小評価につながり、インフレが押さえ込まれた圧力を徐々に高めていつて大きなバブルに至るというのだ。しかし、ちょっと待ってほしい。このチャートはダウ平均を前年の簿価で割った数値、通称PBR（株価純資産倍率）を示している。強気相場はたいてい低PBRから始まる。1982年の大規模な強気相場もPBRが並外れて低い1.10倍から始まった。1934年以降、ダウ平均が簿価と同じ水準まで下げたのは1979年だけしかない。1987年初めに、ダウ銘柄のPBRは2.02倍という歴史的な高水準にあった。これは1965年に52年来の記録となった2.36倍に迫る水準で、これ以上上がる余地はあまりない。

このチャートを、マーケットのくねくねした動き（チャート26）と比較してほしい。PBRが高くなると、株のパフォーマンスは悪くなる。もしダウ平均が3000ドルに達したら、現在の株価である944.97ドルの3倍になるということだが、少なくともこの55年間は達成できていない。PBR自体は1928年と1929年（ピークは4.5倍）にこの水準に達しているが、その後の展開は周知のとおりだ。それでは、簿価が増加したらどうなるのだろうか。1927年から1929年にかけて簿価は上がったが、上げ幅はわずか20%だった。悲しいことに、ダウ銘柄の現在の簿価は5年前と比較してわずか3%しか上がっていない。簿価が急騰することはとても期待できない。

最近のインフレでPBRは使い物にならなくなってしまうのだろうか。それともダウ平均は3000ドルに達しそうなのだろうか。可能性はある。ただ、ダウ採用企業の収益はインフレにはなっていないので、現在の115ドルという水準でダウ平均が3000ドルになればPERは26倍になる。これは、1986年の平均PERである18倍をはるかに上回り、チャート1とチャート2で見た歴史的な水準もはるかに超えている。PERがこれほど高くなったのは、収益が激減したときだけ（1921年、1932年、1982年）しかない。つまり、これまでになかったわけではないが、歴史的に見れば可能性は低い。また、PDRも歴史的な水準である32倍に近づいていて、マーケットのピークを示すレンジにはつきりと入っている（チャート5）。

つまり、ダウ平均が3000ドルになるとみんなが予想し、それが可能だとしても、多くの点がその可能性は低いことを示している。そしてもしそうなった場合は、歴史に照らすと直後にとてつもなく大きな破綻が訪れる可能性が高い。

マーケットのPBR（1921～1986年）



出所=このチャートは、メルリン・リンチ・ピアース・フェナー&スミス・インコーポレーテッドの許可を得て、「インベストメント・ストラテジー・クォーターリー」から引用（著作権は1986年メルリンチ）

現在の見解

20年間の展望がこのチャートをさらに興味深くしている。ダウ平均はかなり前に3000ドルを超え、今ではPBRのデータは簡単に入手できるようになり、PBRが単独で予測する力はなくなった。マーケットを打ち負かすためには

PBRだけでなく、ほかの人が知らない知識が必要となる。何十年にも及ぶインフレとポイントがずれた会計基準によって、簿価はほとんど意味のない数字になってしまったのだ。

チャート7 PCFR——隠れた仕掛け

株式市場のすべての評価基準が、現在の株価は大変割高かどうかを教えてくれるのだろうか。実は、まだ上がる余地があることを教えてくれるただひとつの指標が**PCFR**だ。キャッシュフローは収益と減価償却費の合計で、後者は工場や生産能力などに対する資本支出を推定耐用年数で償却して算出する。一般の認識とは反するが（チャート68参照）、企業は近年、記録的な額の設備投資を行っているため、減価償却とキャッシュフローもみんなが思っている以上に増加している。

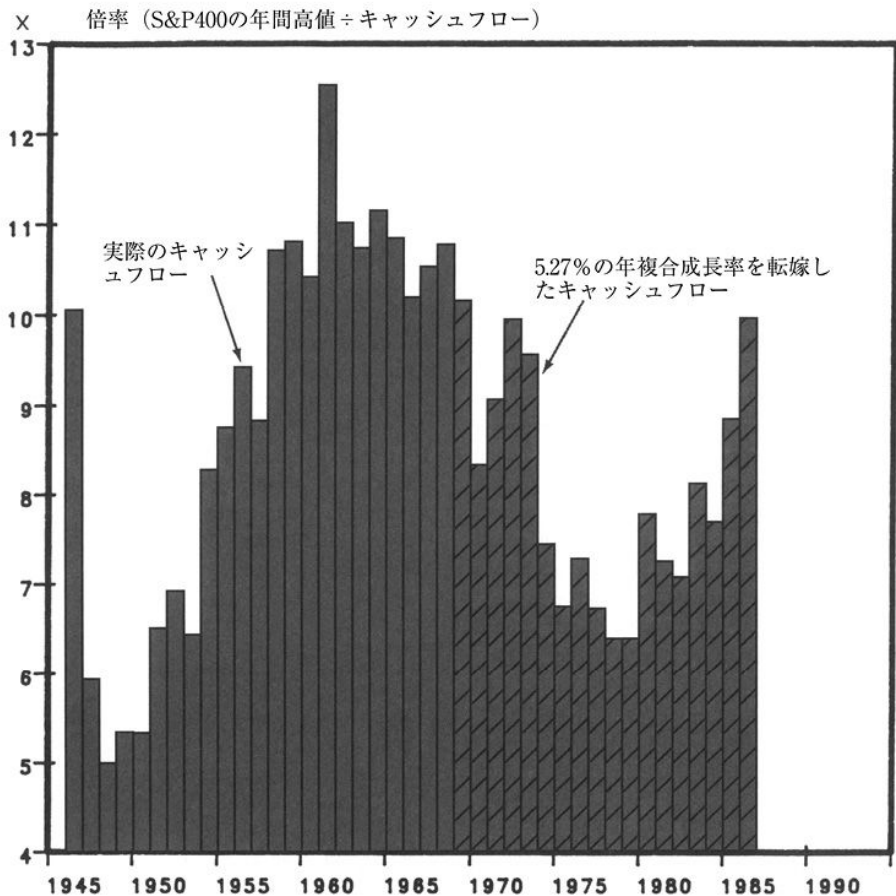
このチャートは、**PCFR**（株価キャッシュフロー倍率）を**1945**年までさかのぼって示している。株価は掘り出し物とはほど遠い水準だが、ここから必ず高騰するという水準でもなかった。**S&P400**で見るチャートの最新株価は、キャッシュフローの**10**倍になっている。この比率が前にこの水準を付けたのは**1972**年と**1973**年で、そのあとマーケットは災難を迎え、株価は**1**年半で**47%**も下落した。しかし歴史をさらにさかのぼると、また違った光景が見えてくる。

1948年の株価は、キャッシュフローのわずか**5**倍という歴史的な低水準にあった。これはマーケットが超割安だということで、株価はすぐに史上最大級の強気相場に突入し、**1958**年までに**3**倍に跳ね上がった。株価の上昇とともに**PCFR**も安定的に上がり、**1961**年には市場最高の**12.5**倍に達した。これは**1986**年の水準の**10**倍をはるかに超えている。**1958**年に**PCFR**が**10**倍を超えたところで売った人は、次の**10**年で株価が**2**倍になったことにひどく怒ったに違いない。しかし、**1961**年以降**PCFR**は下がり始めた。その後は収益増加と減価償却によってキャッシュフローが増加したことが株価に反映して**2～3**年は安定したが、**1968**年から再び株価が下がり始めると**PCFR**も下がっていった。

現在のマーケットは、**1948**年や**1975～1982**年ごろ始まった現在の強気相場直前のような超割安の水準よりはずっと上にある。しかし、**1970**年末に始まったパターンは、**1948**年のそれと非常によく似ている。つまり、歴史に倣えば株価が今よりもはるかに上がることははっきりしている。また、設備投資が非常に高いために減価償却費やキャッシュフローが収益よりも膨らんでいることをメディアや大衆がまったく知らないことを考えると、特に興味深い。

みんなが見ていないものがマーケットを動かす最大の要因となっていることはよくある。多くの人たちは**PCFR**よりも**PER**や**PBR**を見ているし（チャート1とチャート6）、キャッシュフローにはみんなが気づかない強気の隠れた仕掛けがあるため、このチャートは継続する強気相場の屋台骨の一部を表していると言える。もし収益が変わらなくても、この**2～3**年に高水準の設備投資がキャッシュフローを**20%**押し上げて**PCFR**が**11**倍に達すれば、株価もさらに**30%**上昇するかもしれない。ただ、それでも歴史的な範囲を超えることはない。

S&P400のPCFR (1945~1986年)



出所=このチャートは、メリル・リンチ・ピアス・フェナー&スミス・インコーポレーテッドの許可を得て、「インベストメント・ストラテジー・クォーターリー」から引用（著作権は1986年メリルリンチ）

現在の見解

この項目の前半で紹介したチャートと同様、ここでも同じ警告を発したい。この比率もPERと同じような効果がある。

チャート8 スーパー銘柄とフォーブス誌の宣伝

株が本当に安いときを知るために、多くの人たちは**PER**を使う。しかし、もし企業が収益を上げておらず**PER**が算出できなければどうすればよいのだろうか。そのときは**PSR**（株価売上高倍率）を使う。**PSR**は効率的に株の価値を教えてくれる指標で、**PER**が使えないときは特に便利だ。私は、**PSR**の研究と結果の公表によって投資の世界で名を上げたため、この指標には特に親しみを抱いている。このチャートは、普通に**PER**を使ってもうまくいかないときに**PSR**がその代わりを果たしてくれることを実証している。

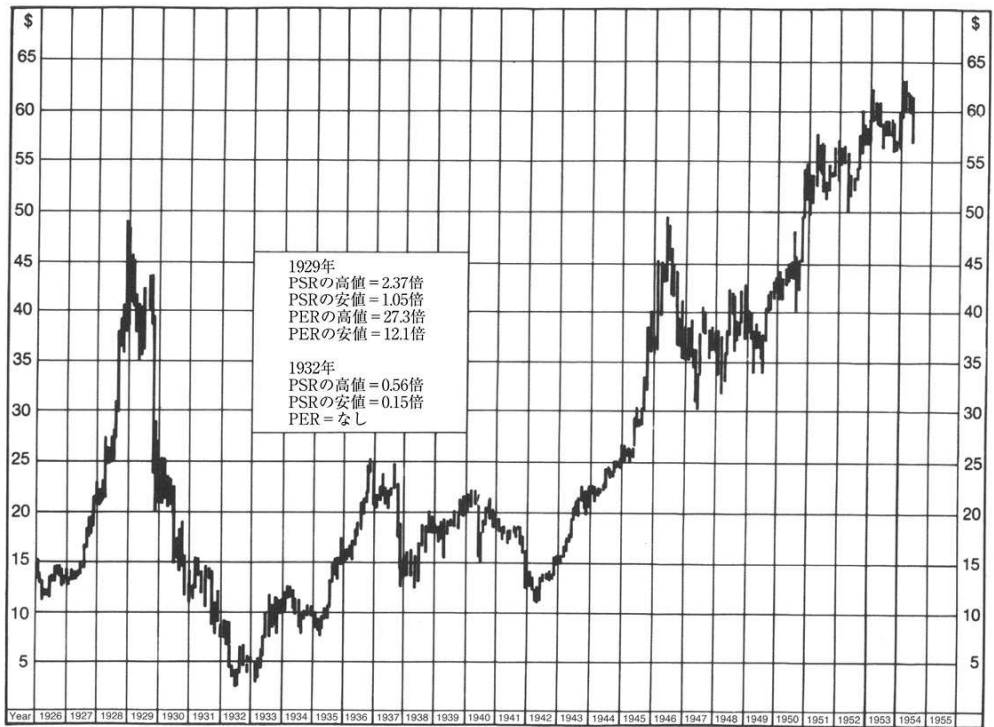
大企業の株は、時価総額が年間売り上げの**40%**未満（できればそれよりもずっと低い）でなければ買ってはならない。つまり、株の**PSR**は**0.40**未満ということになる。もしある企業の年間売り上げが**100**億ドルなら、時価総額が**40**億ドルを下回っていなければ買いの候補とはならない。もし、発行済み株数が**1**億株で株価が**35**ドルならば時価総額は**35**億ドルなのでよいが、株価が**45**ドルなら高すぎる。

このチャートは、シアーズ株が**1927～1928**年に急上昇する前から始まっている。シアーズは**1928**年にピークに達したあと**1929**年はほとんど下げていたため、安いと感じたかもしれない。特に、**1929**年半ばの下げで**PER**がわずか**12**倍になったときはそうだろう。たいていの人は**PER**が**12**倍と聞けば安いと思うが、**PER**は誤解を招くことも実は多い。シアーズは、だれも気づかないうちに収益が落ち込み、株価は**1929**年の安値から**3**年間でさらに**90%**も下げた。そこで**PSR**が登場する。この指標は、異常な高収益が割高株の実情を隠してしまう状況を避け、収益と株価が崩壊したあとの評価を手助けしてくれる。

1929年のシアーズの**PSR**は**1.05～2.37**倍のレンジにあり、年間収益の**237%**から始まった時価総額は**105%**を一度も下回らなかった。この水準は私の基準では高すぎるように思う。もしこのとき**PSR**を使っていれば、迫り来る**90%**もの下落が来る前にシアーズを手放し、**1932**年は傍観していることができただろう。**1932**年のほとんどの期間においてシアーズの**PSR**は**0.40**倍を大きく下回っており、ここで買えば次の**5**年間は大きな利益を得られたはずだ。シアーズが**1932**年の底値を付けたとき、**PSR**は格安の**0.15**倍になっていた。ただこれは、確かに安い利益もなかった。もし**PER**だけを見ていたら、まただまされたかもしれない。

このチャートは、**PER**が成功のあかしではないということを教えてくれる。私よりも前に**PSR**について書いた人がいないため、**PSR**について学びたい人は『ケン・フィッシャーの**PSR**株分析』（バンローリング）か、フォーブス誌の私のコラムの過去2～3年分を読んでほしい。鳥と象では使用する矢が違うように、株の利益を追跡するときもそれぞれの獲物に合った矢を用意しなければならない。**PSR**は獲物を一発で仕留めることができる最強の矢のひとつだと思う。

シアーズ・ローバック&カンパニーの株価（1926～1955年）



出所=M・C・ホーシー&カンパニー・インクの資料を翻案して『ケン・フィッシュ
ヤーのPSR株分析』（パンローリング）に掲載したもの

現在の見解

最近ではPSRのデータも簡単に入手できるため、以前ほどの効果はなくなった。現在では、バリュー株の人氣が高まると低PSR株のパフォーマンスが上がり、バリュー株が低迷すると低PSR株はさらに下がる傾向があるため、PSRはグロース株に対するバリュー株の優位（あるいはその逆）を極端に反映すると言われている。ここで大事なはこの優位が入れ替わる時を突き止めることで、『ザ・オンリー・スリー・クエスチョンズ・ザット・カウント』（パンローリングより近刊予定）にはこの時期を予想する方法（第2章）と、PSRの最新の応用方法（第4章）が詳しく述べてある。

チャート9 ミスター・アンド・ミセス金融——正反対の性格

長期金利が上がれば企業の利益はさらに上がるから株価の下落要因にはならないという意見がある。このチャートが示すように、株価はときには金利上昇の壁を突き破ることもあるが、それはかなり珍しい。このチャートは、80年間にわたる株価動向のタイミングの裏望を鉄道株（上の線）で示し、それを金利と比較している。

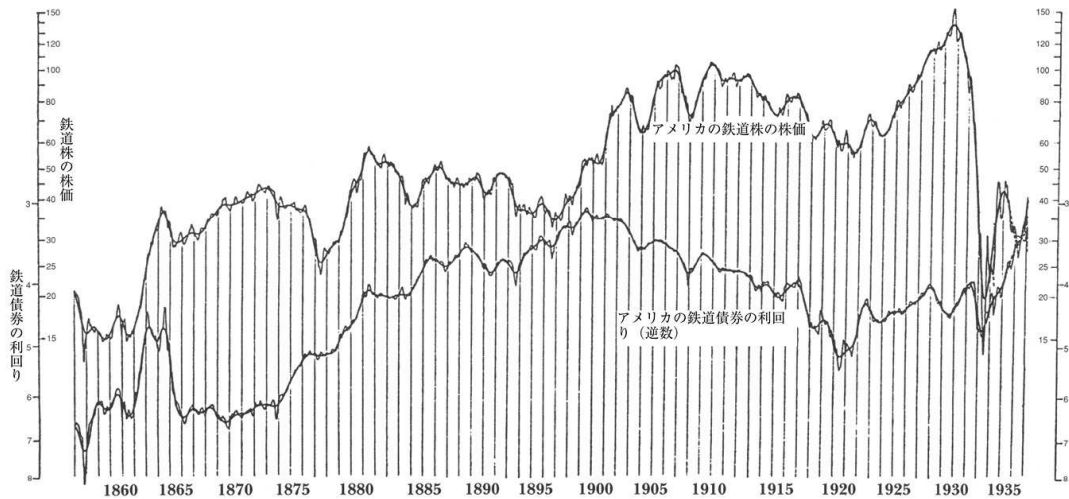
ただ、金利は鉄道債券の価格という逆の形で示してあるため、動きは少し見にくい（下の線）。金利が上昇すれば、債券価格は下がるし、金利が下がれば債券は上がる。これは機械的かつ数学的な関係だ（チャート33参照）。チャートの縦軸には2種類の目盛りがあり、内側は株価で外側は金利の逆数になっている。例えば、1899年と1935年は利回りが長期的な低水準である3%を示している。

しかし、なぜ鉄道株と鉄道債券を比較するのだろうか。1つ目の理由は、同じ事業体が発行する証券を比較すべきだからで、りんごはみかんではなくりんごと比較したい。2つ目は、このチャート期間の大部分において鉄道会社は優良企業だったからで、当時はみんなの関心が高い証券だった。そして3つ目は、金利が上昇しているとき、つまり債券価格が下落しているときは必ずしも株式市場全体が下がっているわけではないが、やはり株価が引きずられているように見えることがあるからだ。債券価格が大幅に下落しているときに株価が大きく上昇した例は極めて少ない。チャートを見ると、債券の動きは1860年代から1899年までに大きく上昇した期間と、金利上昇に合わせて1920年まで大きく下げた期間の2つに分けることができる。ただ、緩やかな上昇のなかで債券価格が下げ始めたところ（つまり金利が上げ始めたところ）の株価を見てほしい。チャート33でも示すように、金利が上昇した2〜3カ月後に株式市場がピークを付けることはよくある。しかし、債券価格の下落をひとつずつ見ていくと、債券が21回下落したなかで株価が上がったケースは4回しかない。

このようなアノマリーは、1863年の短い期間のあとや、1868年と1869年の小さな上げや、1900〜1902年と1928年〜1929年などに起こっている。ただ、1928年の半ばに金利が上昇していることに気づいて株を売っていれば1930年までに満足な結果を得られていたことを考えれば、3回は例外だったのかもしれない。21回中の3回は多くないので、金利が上がれば株は下がるほうに賭けたほうが勝率はずっと高い。例えば、株価と債券価格が平行して下げたケースは、1860年、1864年、1866年、1881年、1888年、1892年、1895年、1902年、1906年、1909年、1916年、1919年、1922年などがある。

もちろん、金利が下がれば必ず株価が上がるわけではない。1873年〜1877年にかけては株価が下がって債券価格は高騰（金利は下落）した。同様に、1887〜1889年や1893〜1895年は金利が下げても株価には方向感がなかった。つまり、いくつかの例外はあっても、このチャートを見れば上昇する長期金利は株式投資家の敵だということがよく分かる。最近の金利低下は良いことだが、この先反転して上昇するのだろうか、それともさらに低下するのだろうか。

鉄道株と鉄道債券（1860〜1935年）



出所＝フレデリック・R・マコーリー著「サム・シオレティカル・プロブレムス・サジェステッド・バイ・ザ・ムーブメント・オブ・インタレスト・レート・ボンド・イールド・アンド・ストック・プライス・イン・ザ・ユナイテッド・ステーツ・シンス1856」、全米経済研究所（ニューヨーク、1938年）

チャート10 タイミングは分からない——56年間にわたる株価と金利

株式市場を出し抜こうとしても無駄なのに、みんなそれをやめようとはしない。皮肉なことに、大部分の人たちは金利が予想できるならば、株価も予想できと思っている。しかし、それをして面倒なことになるだけだ。

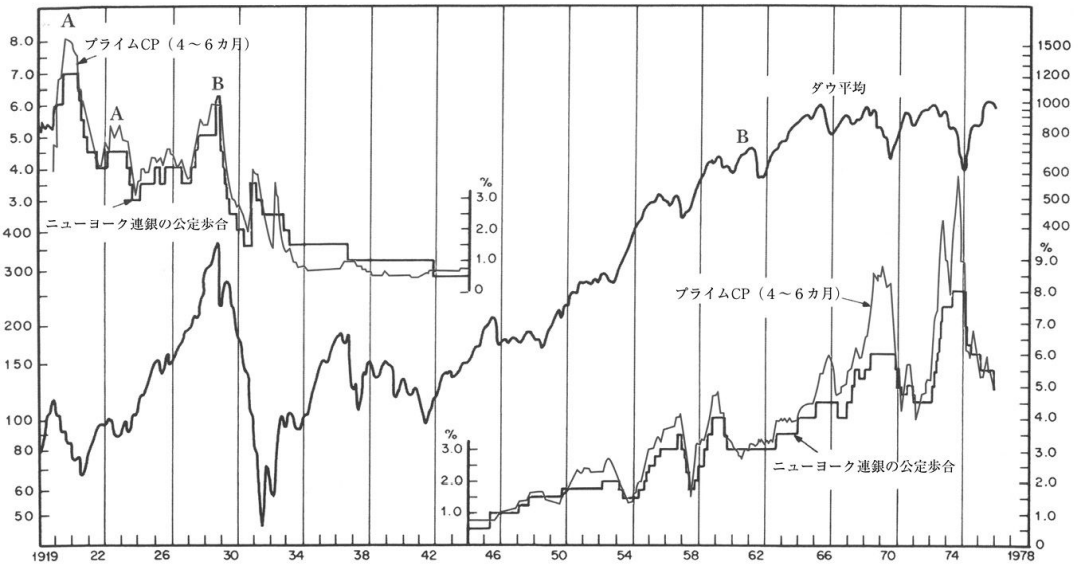
金利が株価を動かすと考えるのは自然だし、そう見えるときもある。低金利は経済活動を刺激すると考えられているし、そうしなければ売り上げが増え、借り入れコストが下がり、企業の収益は増える。金利が下がれば代替投資のリターンがそれまでよりも魅力的に見えるようになるし、金利が上がれば、理論的にその逆になる。高金利は企業の収益を低下させ、ROE（株主資本利益率）も以前ほど魅力的ではなくなってしまう。

しかし、なぜかいつもそうなるわけではない。このチャートは56年間にわたるダウ平均と2つの主要な金利を示している。公定歩合はFRB（連邦準備制度理事会）が経営危機に陥った銀行に資金を貸し付けるときの金利で、この利率とプライムCP（一流企業のコマースヤルペーパー、チャート45）の金利がその期間の短期金利の目安となる。本書に掲載した金利にかかわるほかの例を観察していれば、2つの利率が相前後して推移していても驚くことはないだろう（このチャートで金利の線が分断されているのは、ダウ平均の形を維持したまま金利のデータを限られたスペースに表示するため）。

チャートのポイントAは、予想どおり短期金利の下落と株価の上昇が重なった2つの例を示している。反対に、ポイントBは金利と株価が予想どおりに動かなかった2つのポイントを示している。1929～1932年のケースは金利と株価が共に下げ、1958年は金利の急上昇と株式市場のメジャーな強気相場が同時に起こった典型的な例となっている。ただ、株価が上げて金利が下げたり、その逆だったり、一緒に上げたり下げたりする例も数多くある。

神話や金利予想に基づいたニュースレターなどを売り込もうとする怪しげな連中が何と言おうと、短期金利と株式市場の動きに一貫した関係はない。他人の短期金利の予想に基づいて株を売買してはならない。たとえ予想が当たったとしても、意味はない。1983年以降金利は下げ、株価は強気のトレンドで上げているため、金利と株価の相関関係という神話がささやかれている。しかし、それも簡単に覆されるかもしれない。

短期金利と株価の攻防（1919～1978年）



出所＝ザ・バンク・クレジット・アナリスト（調査会社）

現在の見解

ダウを信じてはならない。ダウ平均のように株価に加重している指数は中途半端だし誤解を招く。同じ時価総額加重型の指数でもS&P500やMSCI世界株価指数のほうがマーケットの目安としてははるかに良い。ただ、欠点があるかどうかは別として、長期金利は株式市場に多少の影響を与えるが、短期金利はまったく関係ないという話は本当だ。最近のケースでもそれは確認できる。例えば2001年にFRBが金利を大幅に引き下げたが株価は2年間も下落した。また、2004年、2005年、2006年とFRBが金利を上げたときは株価が安定的に上昇した。

チャート11 VIC——すべての統計を1ページにまとめた資料

もし本書に掲載できる図表が90枚ではなく10枚だけだったら、この図表を最初に載せる。これは私が見たなかでマーケットと価値の特徴をもっとも明快に示した資料で、これを使えば1つもしくは複数の銘柄を幅広いマーケットの特徴と比較できる。簡単に言えば、この図表はマーケットに関する15年分の統計を凝縮してある企業の株価のように示し、来年の予想までしてくれている。これがあれば、マーケットが割高か（割安か）を判断したり、特定の銘柄をマーケット全体と比較したりすることもできる。

この図表には、VIC（バリュエライン総合株価指数）の過去のデータが掲載されている。VICは、動きのタイミングもおおよその規模もほかの幅広いマーケットを網羅する指数（S&P500やダウ平均など）と非常に似た動きを見せている。チャート下の表は24行あり、9行目は年間PERの平均（「Avg Annl P/E Ratio」）を示している。例えば、マーケットが崩壊した1972年のPERは19倍になっている。また、VICをPERが10倍未満で買って2～3年保有していれば、良いリターンが出たことも分かる。

ほかにもマーケットについていろいろと調べることができる。例えば、チャートの上の「Industrial Composite」（株価指数）の下に数字は、VICの年間の高値と安値を示している。これを見れば、1978年のVICは14 1/2から19 1/2ドルのレンジで推移していたことが分かる。この株価のレンジを、前年の収益（4行目、「Earnings per sh.」）や簿価（7行目、「Book value per sh.」）、1株当たりキャッシュフロー（3行目、「"Cash Flow" per sh.」）などと比較してほしい。また、株式市場の平均値と自分が保有する銘柄を比較してもよい。

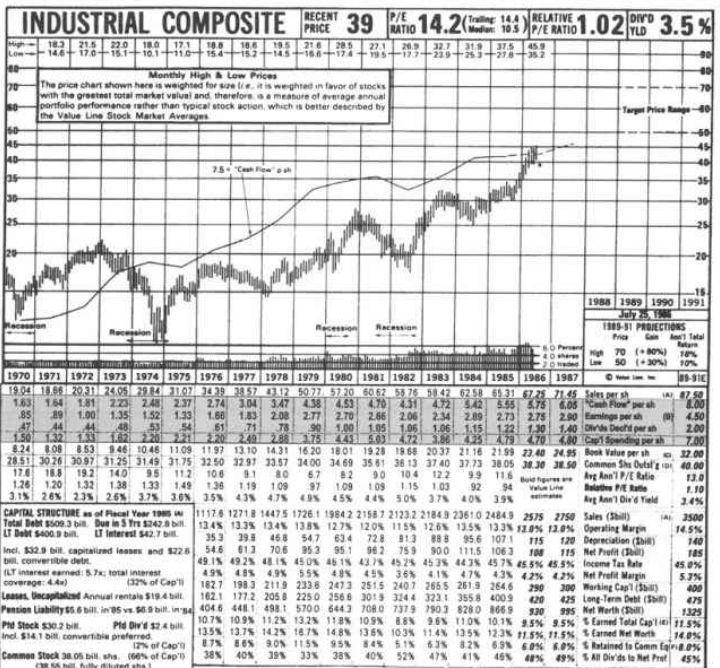
しかし、なぜ前年の数値を見るのだろうか。それは1年が終わって決算と監査が終わらなければ今年の数字は発表されないからで、投資家に入手できるのは過去のデータしかない。

まずは財務の健全性を比較してみよう。19行目（「Long Term Debt」）を20行目（「Net Worth」）で割るとウォール街の聖なる負債資本比率が算出できる。この数字は低いほうが良いのだが、読者が保有する銘柄は1986年のVICの45％と比べてどうだろうか。読者の銘柄の売上高純利益率（17行目、「Net Profit Margin」）はVICの4.2％と比べてどうだろうか。また、VICのキャッシュフローが収益と減価償却のどちらからきているのかを計算して（14行目「Depreciation」+15行目「Net Profit」）、自分の銘柄と比べてもよい。チャートの左側の表には、流動資産と負債の構成が載っていて（「CURRENT POSITION」の「A」の印）、この業界の基本的な流動性を分析できるようになっている。このような財務分析の入門書としては、ルイス・エンゲル著『ウォールストリート流株式投資必勝法』（ティビーエス・ブリタニカ）を勧める。

私も投資を始めたばかりのころは、このようなチャートを使って長期間の株価のレンジや前年の収益などを比較していた。そうしていれば、私やそれ以外の人たちが見逃している重要な関係を見つけることができるかもしれない。

Year	QUARTERLY SALES (\$BIL.)					Yr. Total	Per Share
	1st Qtr	2nd Qtr	3rd Qtr	4th Qtr	5th Qtr		
1983	513.5	546.0	541.9	585.5	2,187.0	21.84	
1984	584.3	592.6	580.8	623.3	2,381.0	23.84	
1985	593.9	617.2	608.8	601.0	2,420.9	24.21	
1986	627.0	646.0	630.0	682	2,575	25.75	
1987	672.0	692.0	680.0	720.0	2,764	27.64	
Year	EARNINGS PER SHARE					Yr. Total	Per Share
1st Qtr	2nd Qtr	3rd Qtr	4th Qtr	5th Qtr			
1983	2.50	2.60	2.50	2.70	10.30	1.03	
1984	2.75	2.75	2.69	2.74	11.03	1.10	
1985	3.00	3.10	3.00	2.73	11.83	1.18	
1986	3.25	3.35	3.25	3.25	13.10	1.31	
1987	3.50	3.60	3.50	3.50	14.10	1.41	
Year	QUARTERLY DIVIDENDS PAID					Yr. Total	Per Share
1st Qtr	2nd Qtr	3rd Qtr	4th Qtr	5th Qtr			
1982	21	21	21	21	84	.84	
1983	21	21	21	21	84	.84	
1984	28	27	25	28	108	1.08	
1985	28	28	28	28	112	1.12	
1986	30	31	30	31	122	1.22	
1987	31p	32p					
Current Position	Financial					Financial	
Cash Assets	181.0	142.9	139.9	132.6	596.4	59.64	
Accounts Receivable	287.4	304.7	320.8	320.8	1,233.7	123.37	
Inventory	289.0	287.0	287.0	287.0	1,150.0	115.00	
Prepaid Expenses	52.8	68.5	68.5	68.5	258.3	25.83	
Fixed Assets	743.9	798.7	798.7	885.1	3,226.4	322.64	
Accruals Payable	292.2	277.7	292.2	292.2	1,164.3	116.43	
Debt Due	73.7	94.1	94.1	106.4	368.3	36.83	
Other Liabilities	202.2	227.7	227.7	227.7	885.3	88.53	
Current Liab.	478.1	499.5	499.5	499.5	1,976.6	197.66	
Current Assets	411.2	415.6	415.6	415.6	1,658.0	165.80	
ANNUAL RATES	Sales					EPS	
Change per share	10 Yrs					10 Yrs	
Price	8.0%	5.5%	5.5%	6.0%	5.5%	5.5%	
Dividend "Flow"	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	
Earnings	5.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	
Book Value	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	
Book Value	7.5%	5.5%	5.5%	7.0%	5.5%	5.5%	

EXPLANATION: The Industrial Composite consists of over 900 industrial, retail and transportation companies (except rails). These companies comprise all U.S. nonfinancial corporations. The figures shown in this table are statistical data differ from those reported by the Commerce Department in the national income accounts. The figures are based on the Internal Revenue Service accounting techniques rather than Internal Revenue Service bookkeeping methods and (b) include the reported results of just the larger companies. Financial data are not available for these 500 companies. The figures have been pooled to give the average for each company. Per-share figures are computed on the basis of the total number of shares outstanding for all companies at year-end. Forecasts for the Industrial Composite are published in *Selection & Operation* since July 1, 1975.



<p>(A) Company fiscal years and between May 1st of year shown and April 30th of following year. Fiscal years for about 80% of companies and Dec. 31st. (B) Based on</p>	<p>year-end shares outstanding: Excl. losses from discontinued operations: '82, \$4, '83, '84, \$6, '85, \$11. Excl. nonrecurring losses: '82, \$4; '83, \$4; '84, \$2; '85, \$4.</p>	<p>(Client: intangible assets in '85: \$70.5 bill.; '85: \$8.5b. (D) In interest. (E) Net profit plus long term retained paid, divided by long-term debt plus net worth including in</p>	<p>tangibles. (F) Earnings retained divided by common equity. (G) About two-thirds LIFO. p. preliminary.</p>
<p>Factural material is obtained from sources believed to be reliable but the statistics and comments published herein cannot be guaranteed as to accuracy or completeness.</p>			

出所 = 「バリューライン・セレクション・アンド・オピニオン」(1986/7/25、953p)

現在の見解

時代は変わった。当時、私は調べたい銘柄の背景を一目でつかめるバリュエラインを常に愛用していた。しかし今では、株に関する統計はオンラインでだれでもすぐに無料で入手できる。しかし、簡単に無料になったことで、データ自体にかつてのような競争力はなくなった。このようなデータを無視しろと言っているわけではないが、マーケットに打ち勝つためには、ほかの人が気がつかない部分まで深く探っていかなければならない。ワルツはまだまだ続いている。

チャート12 証券の種類別指数で見た勝者は.....

株と債券はどちらが良いのだろう。男性は債券を好むが、これまでは株のほうが買い得だった。しかし、それがこれからもずっと続くのだろうか。その答えは、イボットソン・シンクフィールドの調査から引用したこのチャートを見てほしい。この調査と、フィッシャー・ローリーの調査によって、これまで株がほかの投資先よりも優れていたことが証明されている。

この調査によれば、1926年に1ドルをNYSE（ニューヨーク証券取引所）株の平均に投資すると1985年には配当も含めて211.20ドル（年率平均9.3%）となり、平均インフレ率の3%をはるかに上回っていた。ちなみに、短期国債や長期国債のリターンはインフレ率とちょうど同じくらいだった。そして面白いことに、いわゆる小型株だと平均12.2%という驚くべきリターンに達していた。NYSEの小型株とは、時価総額の小さいほうから20%の銘柄と定義されている。

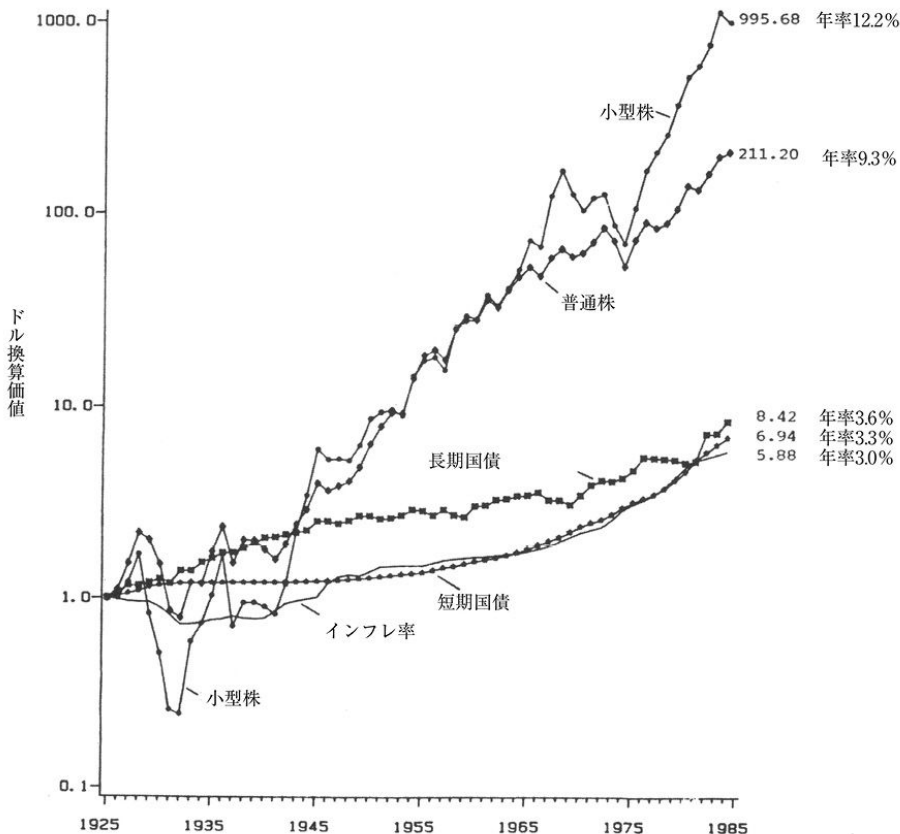
しかし、なぜ株のほうが債券よりもパフォーマンスが優れていたり、小型株のほうが株式全体よりも良かったりするのだろうか。債券が好きな人たちはインフレがカギだと考えているが、もしこのままインフレ率が低いままならそうとは言えない。ほかには、株価の値上がりに対するキャピタルゲイン税の優遇装置が重要だという意見もある。

私のように株が好きな人たちは、企業を人のように見ている。企業も人も長期間、変化に合わせて柔軟に生きていくことで利益を増やし、潜在リターンを高めていくことができる。小企業は大企業よりもさらに柔軟に世界に順応していくことができるかもしれない。また、時価総額の小さくなった大企業（問題が生じて株価が低迷しているなど）は順応しなければ存続できないという厳しい圧力にさらされることで、問題解決後は問題の少ない企業よりも順応力が増しているのかもしれない。

企業を問題解決にかかわる人の集団だと考えれば、このチャートの教訓を肝に銘じて、小企業の株でも一生保有しようという気持ちになるだろう（あくまでNYSE上場銘柄なので、必ずしも投機的な銘柄というわけではない）。

アメリカの資本市場における証券の種類別の指数化されたパフォーマンス (1925～1985年)

1925年末=1.00



出所=ロジャー・G・イボットソン、レックス・A・シンクフィールド著
「Stocks, Bonds, Bills, and Inflation: The Past and the Future」(1985
年版、研究論文15、バージニア大学、ザ・ファイナンシャル・アナ
リシス・リサーチ・ファンデーション)

現在の見解

小型株のパフォーマンスが素晴らしく見えるのは幻想で、メジャーな弱気相場の底での大きな上昇と、小さすぎて、保有し続けなければリスクが継続的に上昇することなどによって結果がゆがめられている。また、このチャートにはかつて小型株の売買にかかった大きな買い気配と売り気配の差が含まれていない。小型株の買い気配と売り気配の差は35%に上っていた時代もあり、パフォーマンスを大きく損ねていた。

手数料と、4回にわたるメジャーな弱気相場（1932～35年、1942～45年、1974～76年、2003～04年）の底からの上昇を調整すれば、過去のパフォーマンスの平均は大型株が小型株を上回っている。

私はこの20年間で証券の主な種類をすべて学んだが、正確に測定すれば長期リターンはどれもほぼ同じになる。もし特定の種類の株が資本主義自体にも勝ると信じている人は、まだまだ学ぶべきことが残っていると思うてほしい。

チャート13 外国投資で分散できるのか

世界中に投資すればリスクを減らし利益を最大にできる.....というのはたわ言だ。最近人気の外国投資はかなりのパフォーマンスを上げているが（だから人気がある）、これらの商品（投資信託など）のセールスマンが主張するほど分散効果や安全性は高くない。

理由は、本書のさまざまなチャートからも分かっており、世界中の人たちの経済的なつながりや株式市場のつながりはみんなが思っているよりもはるかに強いからだ。世界中の波が完全に一致するわけではないが、波が来れば全体が持ち上がることはカリフォルニア州の海辺の子ならみんな知っている。このチャートは、1958～1977年のアメリカとロンドンのマーケットを比較したもので、2つの指数の相関性の高さに注目してほしい。1960～1962年と1972～1975年は強気相場でも弱気相場でもアメリカとイギリスの動きがほぼ一致している。大部分において、アメリカの市場が大幅に上昇したり下落したりしたときは、そのほんの少しあとで世界中のマーケットもほぼ同じような動きを見せる。これはもう何十年も続いていることで、もっとも典型的な例は1929年にイギリス、フランス、ドイツ、アメリカで見られた相互関係だろう（チャート29）。

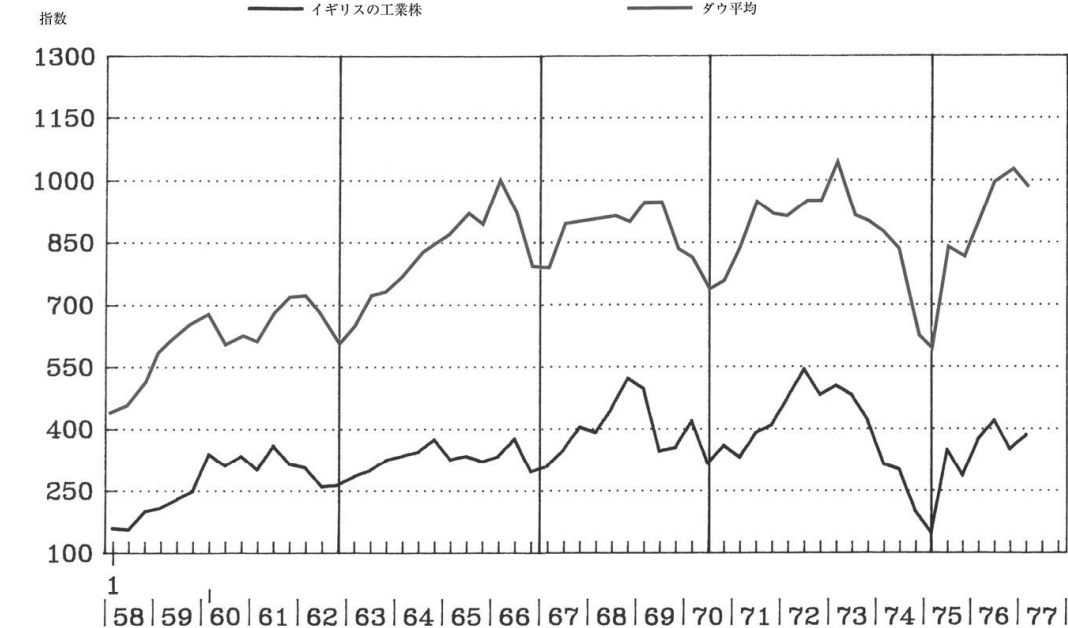
それではなぜ最近、外国への分散投資がよく話題になるのだろうか。世界の株式市場は半分をアメリカが占め、日本とイギリスを足せば80%になるが、実はそれ以外の20%の市場の株価が1981～1983年の世界的な不況のあとにアメリカよりも大きく値上がりしているのだ。1981年から1986年半ばまでのアメリカの株価は年間平均で約12.5%上昇したが、上の20%の市場は毎年約18%も上昇している。

それならば外国投資は賢明なのかと思うと、実はそうでもない。もしトレンドがみんな同時に強気ならば、アメリカ市場よりも小さくリスクも高いかもしれない外国のマーケットはさらに上がるということではない。このことは、アメリカの店頭市場がNYSEの強気相場や弱気相場よりも大きく上下するのと似ている。また、弱気相場でも小さい外国市場のほうが大きく下落する。これでは香港、イタリア、南アメリカなどでヤマを張るチャンスがあるというだけで、本当の分散効果は得られない。

そして、なじみのない国のあやふやな会計基準や理解しにくい関税などが、問題をさらに複雑にする。また、外国では大企業でもアメリカの基準から考えれば小規模で、情報を得るのが難しい。例えば、スペインで7番目に株価が高いエンデサを知っているだろうか。もしかしたらスウェーデンで6位のアストラやシンガポールで7位のプレーザー・アンド・ニープと混同していないだろうか。

もちろん外国投資で定期的な利益を上げている人たちがいいわけではない。一部のプロはきちんと理解したうえで外国に投資しているが、普通の投資家にはそれは無理だろう。また、そういうプロと最近の驚異的な強気相場でまたま儲けただけのプロを見分けることもできない。それよりも、アメリカ市場をきちんと理解すれば優れたパフォーマンスが上げられる。反対に、アメリカ市場も理解できていない人がマレーシアで駆け引きに打ち勝っていくことができると思えない。

イギリス株とダウ平均（1958～1977年）



出所＝デリー・メール紙、フィナンシャル・タイムズ紙、ダウ・ジョーンズ&カンパニー

私はなぜ外国投資に関してこれほど厳しいことを書いたのだろうか。アメリカ市場は世界の約50%しか占めておらず、外国嫌いはリスク管理や超過リターンにおいて巨大なチャンス逃すことになる。世界に投資しよう。15年前の私はこの件に関して100%間違っていた。

チャート14 外国の株価——アメリカ市場を反映する7カ国の市場

マーケットが下がっているときに上がる銘柄を見つけることはどのくらいあるだろうか。みんなそうなることを期待するが、実際にはなかなか見つからない。マーケットが大幅に下落すれば、ほぼすべての銘柄が下がるし、外国の株価も下げる。このチャートも、チャート13で紹介した世界の株価の性質を別の形で示している。これらのチャートは7つの主要な株式市場における驚くべき相関性を示している。すべてのチャートに縦に引いた点線は、アメリカ市場で高値や安値を付けた時期を示している。各国の細かい揺れは別として、カナダとフランスとドイツとイギリスはアメリカの動きを1カ月程度の遅れ（ときには何週間か）でほぼ同じ動きをしているし、日本とイタリアはさらに少し遅れるがやはり似た動きを見せている。

例えば、1974年末に終わったメジャーな下落相場はイタリア以外のすべての国に波及し、何カ月かのうちに各国が底を付けた。また、アメリカと日本、西ドイツ、フランス、イギリスの下落をたどってみると、各国の始まりも終わりもそれぞれ数カ月以内に固まっている。厳密に言えばフランスと日本の底はほかの国よりも1カ月ほど早い、いずれにしても非常に近い時期に付けたことは間違いない。

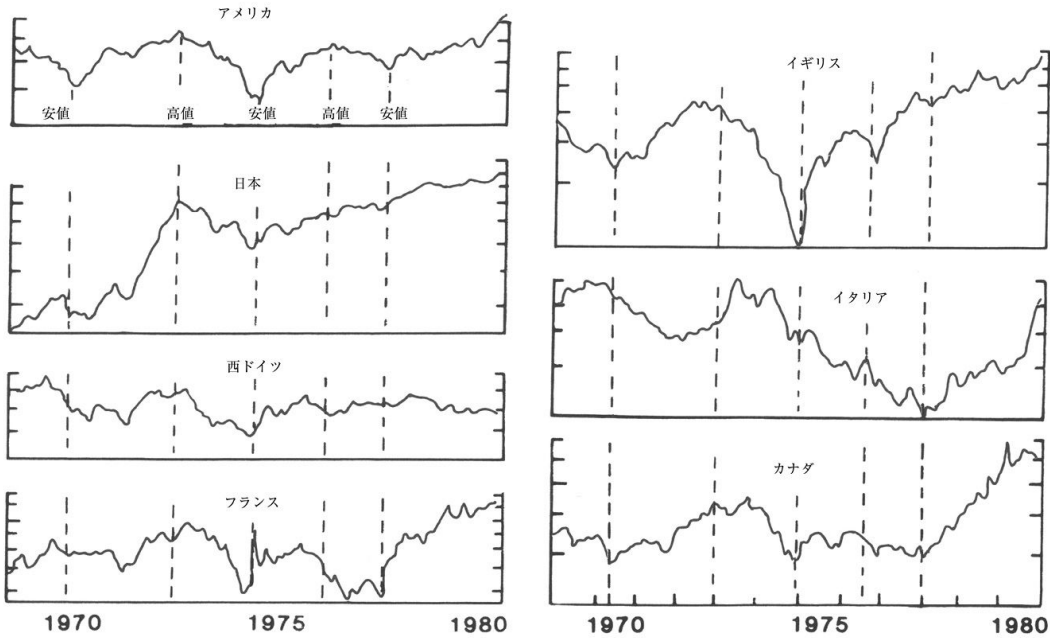
また、1972年末に終わった強気相場のピークも、日本のピークやカナダの一時的なピークと完全に一致し、ドイツとフランスはアメリカのピークの直前にそれぞれピークを付けている。ちなみにこのときもイタリアだけはずれていた。

次は、1977年末にアメリカ市場が付けた底を見てほしい。このときは、カナダ、フランス、イタリア、イギリスがアメリカとかなり近い動きを見せた。日本とドイツは下げなかったが、すぐに上がったわけでもなかった。

外国のマーケットの動きは、異なった銘柄が一緒に動くときほど近くはないが、それでも世界のマーケットは同じ波に乗って動き、同じ世界的なトレンドの影響を受けている。もしある国の株価が別の国よりもはるかに安ければ、それは「安い」国のほうが利回り（チャート43参照）が高いということで、資金はそこに流れて行くだろう。

世界の株式市場の相互関係を受け入れたうえで、利益を上げるためにはどうすればよいのだろうか。それには外国の市場を限定的な警告シグナルとして利用すればよい。主要な西側諸国の市場のいくつかは、ほかよりも少し早めに下げ始める。例えば、1972年のピークを見ると、ドイツとイギリスはアメリカよりも先に下げ始めている。また、1976年にはフランスとイギリスとドイツがアメリカよりも先に急落した。そして前述のとおり、1975年の大きな強気相場では、フランスとドイツと日本がアメリカよりも少し前に上昇し始めた。このような早めの「先導」は警告となってくれる。チャート29を見ると、この警告が1929年の株価崩壊を回避する役に立ったことが分かる。アメリカ市場と外国市場が乖離する部分のそれぞれの動きをよく見て、もし外国株がアメリカのトレンドに反する動きを見せたときは、アメリカもそれに続くかどうかを注視しておいてほしい。

7カ国の株価指数（1970～1980年）



出所＝「ビジネス・コンディションズ・ダイジェスト」（米商務省、1980/12、59p）

現在の見解

何十年たっても状況は変わらない。グローバル市場はみんなが考えている以上に相関性が高い。ただ、そのことが

外国株を無視する理由にはならない。世界は広く、そこには大きなチャンスがある。現在のコンピューターの力があれば、**20年前**にアメリカの株価を追いかけるよりも簡単に世界中の株価を追いかけることができる。

チャート15 51番目の州

西側諸国のマーケットはみんなそろって動く傾向にあるが、そのなかでも動きが非常に近いところとそうでないところがある。例えば、カナダはあらゆる点から見てアメリカの**51番目の州**、投資的に言えば**51番目の場所**と言える。このチャートは、**1961～1969年**にカナダ市場とアメリカ市場がどれほど近い動きを見せていたかを示すもので、2つの市場の動きはタイミングだけでなく振れの大きさまでほぼ完全に一致している。

本書のほかのチャートがさまざまな国の金融市場の共通点を示しているのに対して、カナダの場合はほとんど無視してよいほどの違いしかない。例えば、**1965年**と**1966年**を見ると、2つの指数に目立った違いはない。また、チャート**14**は目的が異なるため形式も異なっているが、相似は**1969～1981年**も続いていく。

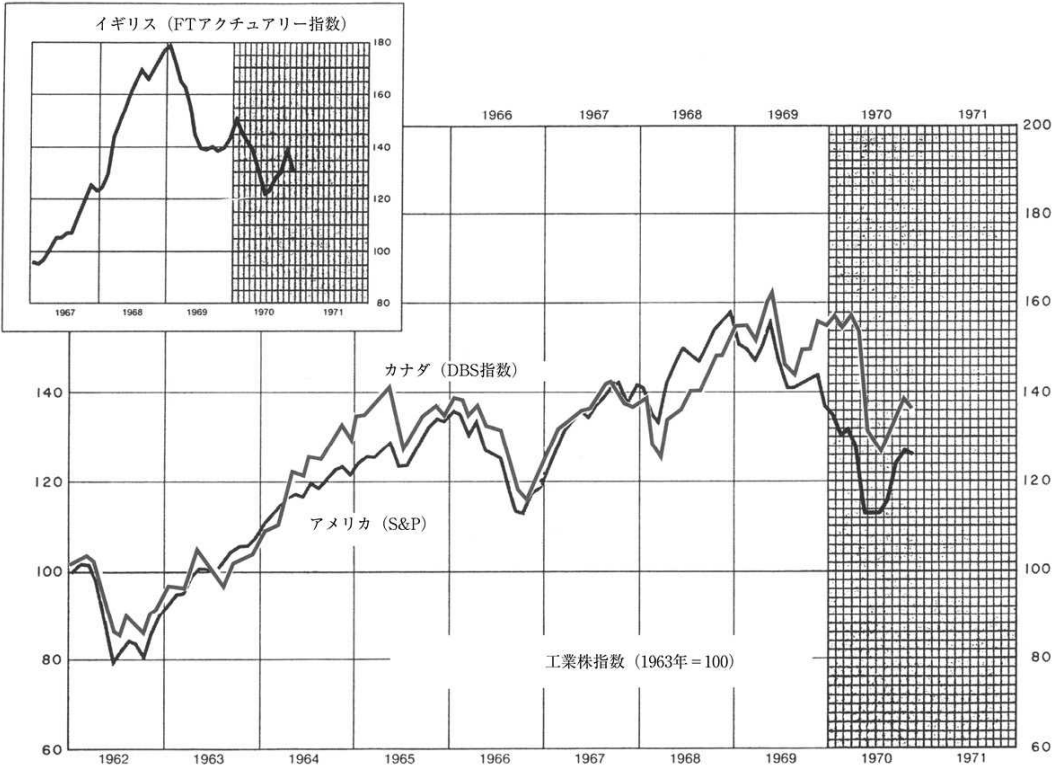
なぜ、カナダはこれほどアメリカと近い動きをするのだろうか。答えは単純で、カナダ経済は全般的にアメリカ経済と足並みをそろえているからだ。金融関連の出来事は、アメリカで起こればカナダでもほぼ同じように起こる。企業は違っても、それはさして重要ではない。例えば、資源が豊富なカナダは鉱業が主力産業で、カリウム肥料などを多く生産している。カリウム（塩化カリウム）は三大肥料のひとつで、これらは植物の栽培には欠かせない。カナダは世界最大の塩化カリウム埋蔵量を誇り、世界一の輸出国でもある。一方、アメリカは埋蔵量が比較的少ないため、大部分をカナダから輸入している。そのため、アメリカの農業の好況や不況に合わせてカリウムの需要も変動する。

これではカナダ政府の政策などほとんど効果がない。カナダがどれほどアメリカと一線を画そうとしても、このチャートを見ればアメリカ経済の影から逃れる政策を打ち出すのは難しいことが分かる。社会的に不可能だし、勸めているわけではないが、経済効率を考えればカナダはムダな努力をやめて独立政府を廃止し、アメリカの一部になったほうがよい。正式にはそうなっていないが、実質的にはすでにそうなっている。

このことから、投資信託のセールスマンがカナダ投資で分散を図るように言ってきたら、**51番目の州**に資金を投入しても分散効果は得られないということをひとつ目の教訓として覚えておいてほしい。もちろん銘柄の選択肢が増えるのは悪くないが、アメリカには活発にトレードされている**5000**銘柄とそれ以外にも**7000**の上場銘柄がすでにある（流動性が低かったり出来高が小さかったりして、売りたいときに売れない場合もあるが）ことを考えれば、決定的な理由にはならない。

ただ、カナダ株には選択肢が増えるだけでなく、アメリカの状況を考慮して、アメリカ株と同じ感覚で買うことができるという利点もある。アメリカ人にとって、海外市場の感覚をつかむのは難しいが、カナダ株だけはすぐ隣の家に行くような感じで買うことができる。

カナダとアメリカの株価（1962～1971年）



現在の見解

当時との唯一の違いは、上場銘柄の数がはるかに増えていることで、あと20年たてばさらに増えていることは間違いないだろう。

チャート16 株価とGNP

株価をインフレヘッジとして評価するという経験則を聞いたことがあるだろうか。つまり、ダウ平均とGNP（国内総生産）を比較するのだ。理論的に言えば、インフレがGNPを押し上げると株価もいずれそれに続く。GNPと比較して株価が歴史的に低ければ、それは買い得を意味しているし、歴史的に高ければ手放したほうがよい。企業はGNPの大きな部分を占めるカギとなることから、株価はGNPと同じベースで推移すると考えられる。

これは一見正しそうだが、単純に信じてはならない。このチャートは、1955～1971年のイギリス、フランス、ドイツ、日本、オランダ、アメリカの株価指数とGNPを比較したもので、それぞれ1955年が100になるように調整してある。このなかで、フランスだけが株価とGNPの動きが大きく違っているが、それ以外の国では、この期間に株価指数がGNPの130%に達するとみんなが売り、GNPを下回るとみんなが買っていたということになる。

例えば、1965年はダウ平均が1000ドル目前で天井を付け、GNPは7250億ドルだった。1000を725で割ると株価はGNPの138%で、理論的には良い売り時ということになるし、実際にそうだった。それから数年後の1972年から株価が急落し、GNPに対して1930年代以来の低水準が何十年も続いた。しかし、GNPはその間も経済成長とインフレに後押しされて上昇し続けた。GNPは今や当時の5.5倍となる4兆ドルに達している。この理論によると、経済のベースに合わせようとするばダウ平均は近年2倍になるだけではダメで（これは実際になった）、さらに2倍の4000ドルに達していなければならない。つまり、この理論を信じるのは超強気派ということになる。

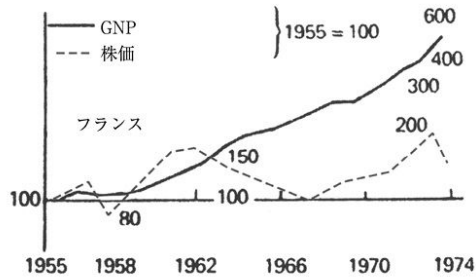
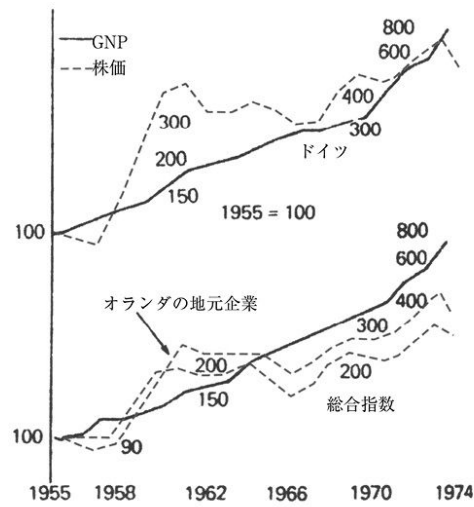
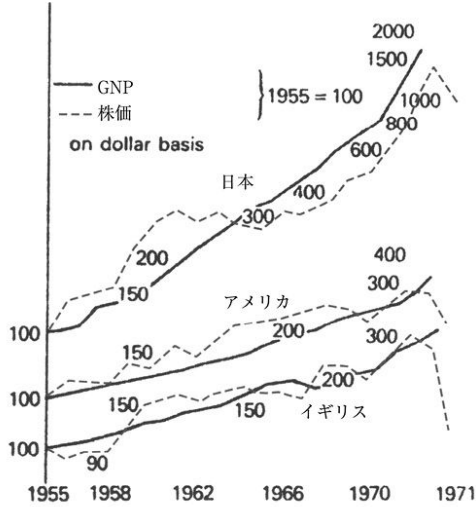
ただ、そうでなくても強気かもしれない。このチャートの期間は、世界中が低金利だった特別な時期で、株価は歴史的な高値にあった。現在の金利水準は、それよりもずっと上がっている。すべての条件が同じなら、GNPと比較した株価は当時よりも低くなるはずだ（チャート43の収益と金利の比較を参照）。

それ以外にも、GNPと比較してダウ平均が当時よりも低くなる理由があと3つある。まず、GNPのなかでアメリカ政府の占める割合が拡大したことによって、企業のシェアは少しずつ減っている（チャート76とチャート80参照）。この20年間でアメリカ政府はGNPの6%を奪い、その分企業のシェアが減った。つまり、企業の株の価値はそれに見合う分だけ下がったことになる。それと同時に、政府は効率的ではないため、GNPの取り分は増えてもGNP全体の成長率は下がってしまった。そして、経済成長が停滞すると株の価値は下がる。最後に、ダウ採用銘柄のような企業は、新しく革新的な企業にGNPのシェアでも株価でも劣っている。

今日では、ダウ平均採用銘柄のように官僚的な巨大企業ではなく、主に小規模で革新的な企業がアメリカの経済成長を支えている。例えば、DEC（デジタル・イクイップメント）はこの25年で売り上げがゼロから80億ドルに伸びたし、インテル、アップル、ブライス・クラブ、フェデラル・エクスプレスなどは20年前には存在すらしていなかった。そして、さらなる新しい芽が台頭しつつある。彼らはまだ大企業ではないが、経済成長の大部分を担っているため、GNPに対するシェアは彼らが増やした分だけダウ採用銘柄のシェアが減っていく。

ダウ採用銘柄のGNPのシェアはどこまで下がるのだろう。これは難しい質問で、私にもまったく見当がつかない。ただ、この古い基準を見直すべきだということだけははっきりしている。

株価指数とGNPに対する割合の変化（1955～1974年）



出所＝「ザ・イバリュエーション・オブ・オーディナリー・シェアス：ア・サマリー・オブ・ザ・プロシーディングス・オブ・ザ・エイト・コンGRESS・オブ・ザ・ヨーロッパ・フェデレーション・オブ・ファイナンシャル・アナリスト・ソサエティス」（フィリップス・ローゼンフィールド編集、デュノッド、1974年）

現在の見解

なんとダウ採用銘柄のシェアは増えている。しかし、私の主張はだいたいにおいて間違っていないかったと思う。政府のシェアはすべてにおいて拡大を続けている。州や地方を含めればなおさらだ。

チャート17 成長に期待したプレミアム

マーケットを出し抜く巧妙で効率的な買い方のひとつに、成長株のPERがマーケットと比較して歴史的低水準にあるときに狙うという方法がある。PERは株価を1株当たり収益で割った値で、ウォール街でもっとも標準的な指標となっている。このチャートは、新興のグロース銘柄のPERをS&P500の平均PERで割った値を示している。

一般的に、グロース株を買うときはそのPERがマーケット全体のPERの125%以下の銘柄を買うと儲かると言われている。これは、急成長している企業のPERがマーケットの平均PERよりもずっと高いからで、みんな刺激的な企業のバラ色の未来にはお金を出したがる。

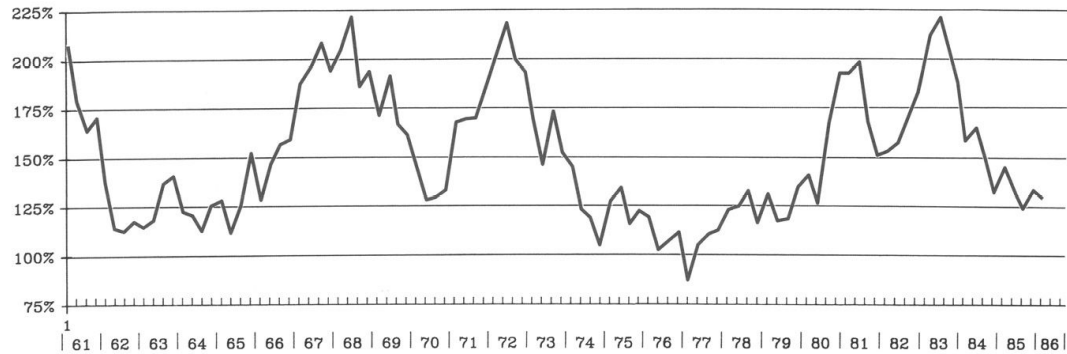
しかし、ウォール街が成長に資金を出さないときは、面白みも方向感もない大企業と同じか少し高いくらいの価格で質の高いグロース企業を買うことができる。どちらを買うべきなのだろうか。グロース株を正しいタイミングで買っておけば、みんなが気づいて株価が上がり始めたときに、手持ちの株も一緒に上がる。

1977～1978年は、過去50年間でグロース株を買うには最高の時期だったのかもしれない。グロース企業のバリューストック・アンド・テクノロジーズ株を見ると、1978～1983年の期間に6倍に上がっている。1962～1964年と1970年はグロース株で大きく儲けたが、まだまだチャンスは残っている。

このチャートを見ると、1987年と1988年のグロース株の見通しがよく分かる。チャートが「買い」の水準まで下がっているからだ。マーケット全体の水準は見方によっては高いととらえることもできるが、このチャートはグロース株が少なくともこれから何年かは上がるであろうことを示している。

このチャートはもともT・ロウ・プライス・ニュー・ホライズン・ファンドが同ファンドのデータを基に作成した四半期レポートから引用した。同様のチャートは毎四半期のレポートに掲載されているので、そこから最新のデータを入手できる。

S&P500のPERの割合で見た新興成長株のPER（1960～1986年）



出所＝デニス・シェーバ、モルガン・スタンレー調査部門ディレクター

現在の見解

このチャートも、歴史を分析するうえで非常に興味深い。膨大なデータが入手できるインターネット時代以前に、情報がいかに価値あるものだったかが分かる。現在では、PERはそれだけでは決定打にはならないが、ハイテクバブルのころは手仕舞いのサインが2～3年早かったもののうまく機能していた。グロース株はそうでない株よりもPERが高いが、常に大事なものはそれが「どのくらいか」ということだ。

チャート18 グロース株の変動

このチャートはいくつかの教訓を含んでいる。まず、パッと見たときに誤解を招きやすい。はじめに、ハンブレクト・アンド・クイスト・グロース指数（H&Q指数）はS&P400を大きく引き離して驚異的な成功を収めたように見える。またテクノロジー指数はマーケット（ここではS&P400）と拮抗していた。しかし、これまで述べたことはみな真実ではない。例えば、一見S&P400とテクノロジー指数はそれぞれが別のもののように見えるが、S&P400のチャートには年間5%にも上るS&P400の配当利回りが含まれていないし、テクノロジー指数のほうは配当がほぼ無いに等しい。このチャートの最大の教訓は、金融電卓で複利のリターンを計算しろということだろう。そして、数字の背景にある本当の意味（隠れている場合も多い）に目を向けてほしい。

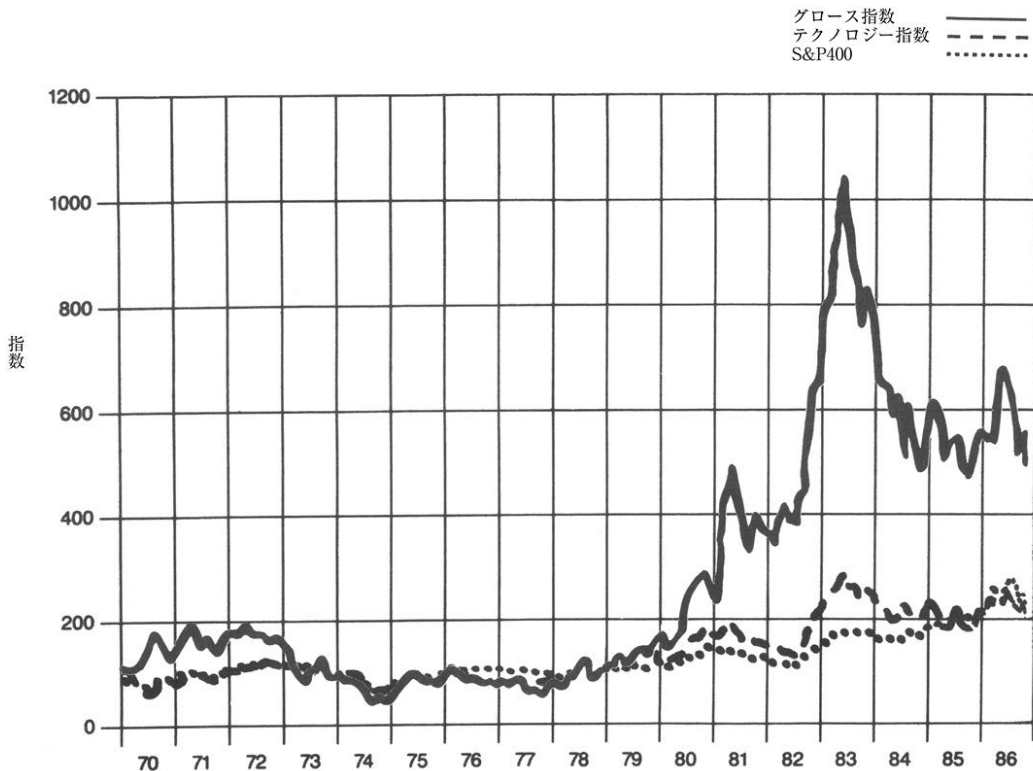
1971年のグロース指数は約195だったが、1978年には80まで下落していた。そのあとは不規則に上げていき、1983年に1020でピークを付けたあと、680まで下落してしまった。結局、1971～1978年は年間リターンが-12%まで落ちてしまったが、1978～1983年の年間（複利）リターンはなんと66%に達している。しかし、1983年を過ぎると再び-12%に下がってしまった。大幅な上昇とその前後の下落によって、1971～1986年の15年間を通したリターンはわずか8.7%となった。反対に、一見さえないS&P400は（チャートの左端から）15年間、約7.6%のペースを維持しながら上昇した。ただ、このチャートでは分からないが、S&P400のリターンには毎年5%の配当が上乘せされていることを忘れないでほしい。

つまり、前期間の配当を含めて計算すれば、S&P400のリターンはH&Q指数を上回り、テクノロジー指数よりもはるかに良い結果になっていた。H&Q銘柄で利益を上げるためには、手っ早い方法とその時期を知っておかなければならなかった。しかし、なぜ成長株が成長できなかったのだろうか。実は、みんながグロース株だと思っている株はたいていが割高になっている。

私は子供のころ、実際の企業とそれを金融界がどう見ているか（相対的な期待）の差が株を動かすのだと父から教わった。長期に好パフォーマンスを上げる銘柄は人気があっても結局は良い企業で、予想に反した良い結果に保有者は売るのがやめ、それ以外の人は買ったがる。しかし、グロース株として広く「称賛」されている銘柄はすでに人気があり期待値いっぱいまで値上がりしているため、本当に素晴らしい企業でも株価は期待値以上には上がらない。そのことを理解することが、利益を上げるためのカギとなる。愛されていないバリュー株を買うほうが、愛されすぎているグロース株よりも良いということだ。

そして最後の教訓は、どのような銘柄でも2～3カ月以上も上昇していれば、近いうちにピークを付けて下げ始めるとのことだ。直線的な上昇は長くは続かず、必ず最後は急落するため、ストップロスだけが理にかなっている。株価が高騰しているときに急落を避けて高値の恩恵を得るためには、高値を更新するたびにそこから10%下にストップロスを置いておくしかない。

ハンブレクト&クイスト・グロース指数とハンブレクト&クイスト・テクノロジー指数とS&P400 (1970年1月～1986年9月)



出所＝ハンブレクト&クイスト・インク（サンフランシスコ）

注＝比較のため、すべての指数の1978年12月31日の数値を100に設定。チャートの数値は月末の値で、最後は1986年9月30日の値

現在の見解

付録にこのチャートの更新版を載せてある。あれ以来、ストップロスはブローカーの手料を増やすだけで負け戦略だということが繰り返し証明されているということを記しておかなければならない。

チャート19 「IPO」は割高の可能性が高い

時間を無駄にすることはならない。企業が株式を「公開」したら（IPO、新規株式公開）、アップルやインテルに続く銘柄を手に入れようと多くの人たちが殺到する。しかし、実は銀行預金のほうがましなことのほうが多い。IPOが10社あれば、9社は2年以内に損失となる。アップルのような数少ない長期の勝ち組でも、優良銘柄よりもパフォーマンスが良くなることはめったにない。もしこれが信じられないなら、フォーブス誌が毎年（2月に）掲載する年間パフォーマンスのランキングに最近のIPOがどれほど入っているかを確かめてみるとよい。

IPOは、販売するブローカーが数パーセントの手数料を得ようと張り切るため、通常すぐに値上がりし、意味のないモメンタムが生まれる。そして投資家は、大ヒットになることを夢見て興奮し、だまされる。企業が株式公開で資金調達するのは彼らにとって株価が良いときだけだ。しかし、その水準は買い手にとっては高すぎる場合が多いため、結局は損となる。興奮はすぐにさめ、株は打ちのめされる。1983年に新規公開した銘柄の多くは、すでに価値の大半が失われている。例えば、一時は時価総額が何億ドルにも上り優良銘柄と言われたダイアソニックスも、30ドルから3ドルに下がってしまった。かつては名門企業と言われたビクター・テクノロジーなど破産した企業も数多くある。

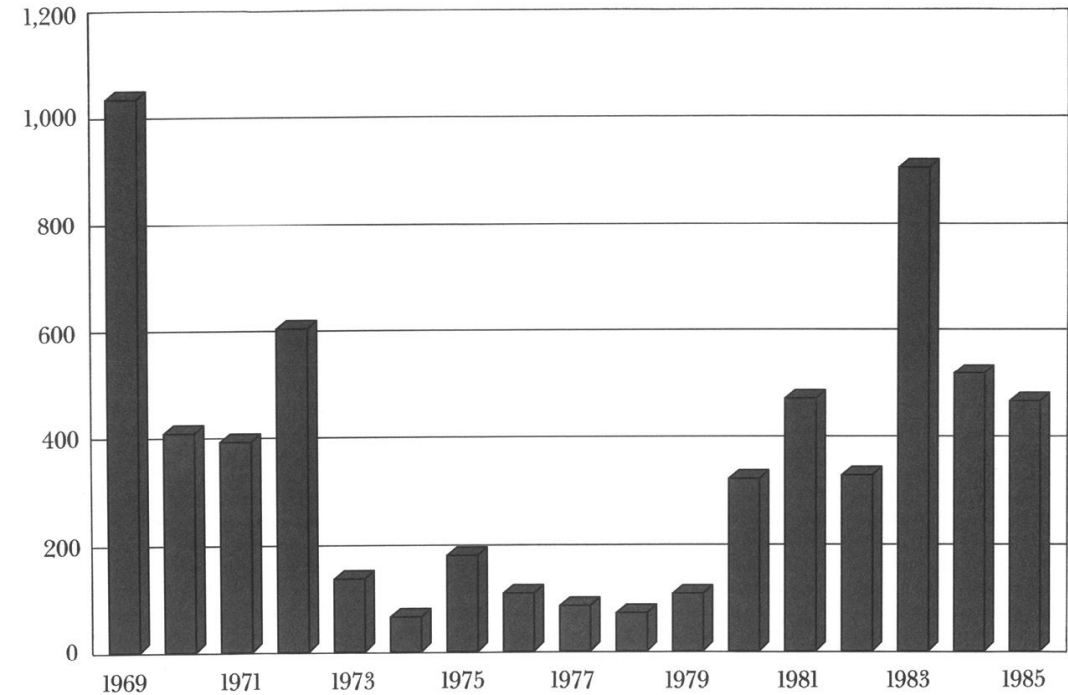
ただ、ほとんどがひどいパフォーマンスに終わるIPOをすべて集めてひとつのグループとして見ると、マーケットが買われ過ぎか売られ過ぎかを示す効果的な指標として利用できるというすごい方法がある。

このチャートは、1969～1985年に公開されたIPOの毎年の銘柄数を示しているが、IPOの数が多い年は売り時で、少ない年は買い時になっている。もしどの程度なら多くてどの程度なら少ないかが分かなければ、過去2～3年と比べて多ければ売ると覚えておけばよい。そうすると、この時代の最高の売り時は1972年、1980年、1981年（どのくらい売りたいかによる）、そして1983年ということになる。この戦略に従えば、投資のプロのなかでも勝利を取めることができるだろう。

反対に、IPOの数が前年よりも減っているときや増えていないときに買うと、結果は非常に良くなる。例えば、1982年に買って1982～1983年の驚異的な強気相場まで保有したり、1984年か1985年に買ってそれ以降の素晴らしい上昇をとらえたり、1970年代半ばから後半のどこかで買ってよかった。ただ、1973年だけはこの指標もうまく機能せず、買ったあとは1974年の弱気相場で苦しむことになった。残念ながら、音楽が次々と変わるウォール街のワルツのステップをすべて教えてくれる完璧な指標など存在しないのだ。

1986年にはIPOは記録的な数に達したが、1987年はそれほどでもなく、1988年もおそらくダメだろう。もしかしたら、このときがこの指標の二度目の失敗だったのかもしれない。何百社もの企業が株式の公開をもっとも安い資金調達方法だと判断するほど株価が高いと考えているときは、買い手と売り手のどちらかが間違っているというのを思い出してほしい。そして、それが自分のほうではないように注意しなければならない。

IPOの数（1969～1985年）



出所 = 「ゴーイング・パブリック」(IPO関連レポート)

チャート20 「みんな、目を覚ませ」

これは私のライバルとも言えるデビッド・ドレマンの言葉だ。私は彼と交代でフォアブス誌にコラムを執筆している。彼の金融関連のコメントはだれよりも洞察にあふれ、随所で思考を刺激してくれる。このチャートは彼の1985年3月11日のコラムから引用したもので、このとき彼はみんなに「目を覚まして」強気相場に気づくよう促した。当時はすでに10年間の上昇相場のあとだったが、彼の予想は正しかった。チャートの意味するところと、ドレマンの賢い分析は注目に値する。チャートは1975～1984年の株のパフォーマンスを、債券、金、米短期国債、銅と比較している。

株のパフォーマンスが債券や短期国債よりも良かったことに驚きはないだろう。チャート10でも見たように、株は何十年にもわたって債券やその代替商品よりも良い結果を出してきた。ただ、株と「ハードマネー」の代替商品との比較は珍しい。この10年間に金をはじめとする「ハードマネー」のインフレヘッジ商品を勧める本やニュースレターを何百万冊も売った悲観論者たちを、ドレマンは厳しく批判している。彼が指摘しているとおり、金は天井で売ることができた1000人に1人にならないかぎり、年間リターンは銀行預金よりも低い4.8%でしかない。もしチャート57を見ていれば、それには驚かないだろう。ほとんどの期間において金のリターンは低く、銅はさらに低かった。面白いのは美術品で、ハードマネー資産としてはサザビーズの総合アート指数が唯一株のパフォーマンスに迫る年間12.5%上昇している。

もちろん美術品投資には難しい面もあり、それが投資利益を上回る場合もある。まず、質の高い作品を買うには大金がいる。それにBMを100株買うなら偽造株券の心配はないが、美術品は本物かどうかを確認しなければならない。さらに、買ったあとは保管しなければならないが、これは所有者にとっても、居間の壁にとっても、近所の泥棒にとっても喜びとなる。最後に、株の大きな利点のひとつとして、ブローカーに手数料を支払えば（安いところならトレード金額の0.75%以下で）、売りたいときにすぐに売れることがある。美術品の売却にはその何倍もの費用がかかる。

この比較が1975年初めの株のメジャーな強気相場の初期から始まっていることを指摘して、ドレマンがこの結果をでっち上げたという連中がいる。確かにこのチャートは株が有利な時期から始まっているが、検証を終えた1984年は株にとって決して良い時期ではなかった。もしドレマンがこのチャートを1986年の高値のときに終わらせていれば、スタートがどこであろうと株はほかをもっと引き離していただろう。

ドレマンの記事のポイントは、これまでの10年間で強気相場だったとしても、これから2～3年は株を保有し続けるか買うよう勧めることだった。そして、1985～1986年に株価が50%上昇したことで、彼の主張は証明された。ただ、このチャートのさらに大きな教訓は、チャート10の延長とも言えるが、長期的には株が最高の投資先だということにある。配当や流動性、管理や維持にかかる責任を考えれば、定期的には暴落することはあっても、アメリカ株の長期リターンを超える資産はない。

株式と5つの代替投資のリターン（1975～1985年）

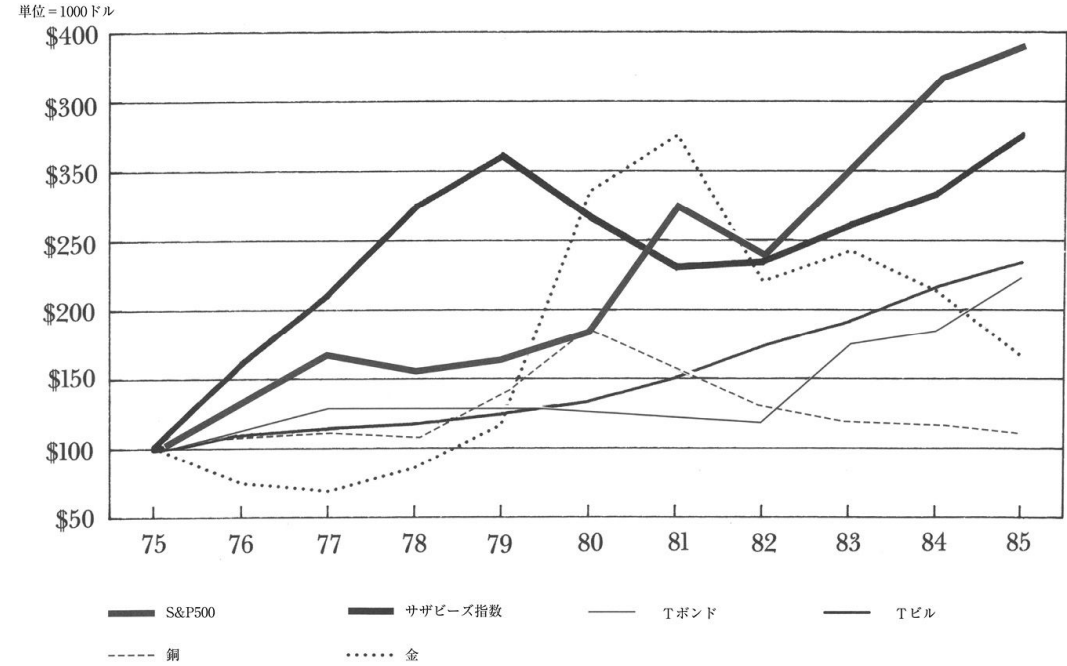


チャート21 資産価値との比較で考える買収作戦

ダウ平均が史上最高値を記録し、ほかの株価指数の多くも歴史的高値を示すなかで、資産を買い替えることを考えれば株はまだ安いのだろうか。最初のチャートを見ると、答えはノーだ。このチャートは、すべての株の時価総額（株価×発行株数）とその原資産である企業を買うコストとの比率を示している。

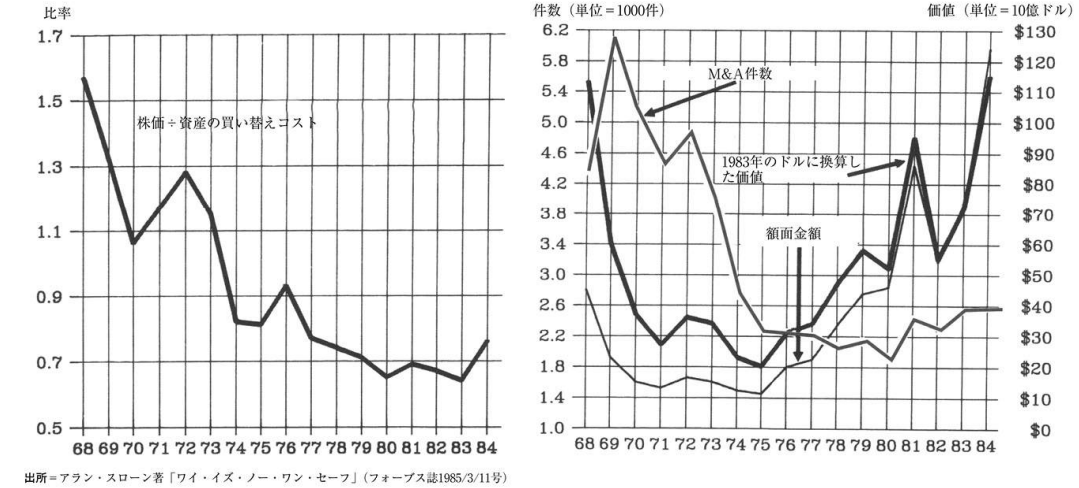
1968年の株価水準は、どれも企業の資産価値の平均約1.5倍で明らかに割高だった。案の定、株価は次の15年間で下落した。株価の下落に加えて企業の資産価値がインフレ圧力で上昇したこともあり、株価は資産買い替えコストと比較して少しずつ安くなっていった。そしてその結果、1980年の株価は原資産の買い替えコストよりも30%以上安くなっていた。

このことを、乗っ取り屋の視点で見てみよう。2つ目のチャートが示すとおり、1960年代にはやり手のコングロマリット経営者が企業を猛烈な勢いで買っていた。彼らは自社の株が割高になっていることを知っていたため、その割高な株を使って小企業を買収していった。そして1980年に株価が資産買い替えコストと比べて大幅に安くなると、株はさらに買いやすくなった。ただ、1980年代の乗っ取り屋たちは買収に自社の安い株を使いたがらず、自社株は温存してジャンクボンドで大型買収を進めていった。2つ目のチャートが示すように、1984年になるとインフレ調整済みの買収価値は1968年の水準に戻り、1984年の買収水準は名目上の金額（インフレ調整しない）で言えば1968年の300%以上高くなった。

会計上の資産は、現在価値や買い替え価格ではなくコストで計上されている。株価が買い替えコストよりも低いときは、起業するよりも買収するほうが安いため、今は買収が盛んに行われている。もし、業界内のシェアを拡大したければ、工場を建てて生産力を増やすよりも既存の企業を買ったほうが安くつく。そしてこの買収ブームを資金面で支えるため、ドレクセル・バーナムが驚くべきジャンクボンドの仕組みを開発した。

しかし、そうなる和株はまだ安いということにはなりそうだが、それはまったく違う。1968年や1920年代（チャート30）に証明されたとおり、買収マニアの出現はマーケットが割高だという警告であることが多く、次の5～10年のパフォーマンスが上がることはほとんどない。1982年以降、株価は150%上昇しており、資産価格との比率は0.69から1.7に戻った（ただしインフレによって分母も1982年以来20%も増えている）。そこで1.7を1.2で割ると全体の比率は1.4に下がり、結局は1968年の水準よりも少しだけ低くなる。ここは注意が必要だ。

株価とインフレとM&A（1968～1984年）



現在の見解

1960年代後半のコングロマリットブームや買収マニア（そして1990年代後半のハイテク系IPOブーム）は、大部分が株を使って行われたため、株式市場は供給過剰で将来の株価は圧迫されていた。しかし、2007年に行われた歴史的な件数のM&Aは大部分が現金によるもので、株の供給が下がり株価は押し上げられた。現金ベースのM&Aは途方もなく強気かもしれないので、買収がどのように行われているかを常に注意しておかなければならない。マーケットはキャッシュベースなら強気で、株式ベースなら弱気になる。

チャート22 だれも気づけなかった静かな崩壊

みんなマーケットが上げていることは知っているが、実はインフレ調整すると今でも1960年代よりも安くなる。本
当だ。このチャートの上半分は1915～1984年のダウ平均で、下半分はそれをインフレ調整したもののだが、2つはまっ
たく別の形になっている。ちなみに、2つの株価の間の線は消費者物価指数で、インフレ率を示している。

まず、チャートの最初のほうを見てほしい。インフレ調整した株価のほうは1915～1921年にかけて急落している。
チャート53で見ていくが、この時期の欧米諸国は激しいインフレに見舞われていた。株価に方向感がないと（チャー
ト27）、インフレ調整すれば下がってしまう。もしインフレが猛威をふるっているときに株価が上がらなければ、
「本当の」価値は下がることになる。こうして1920年代に向けた買い時の舞台が整っていった。

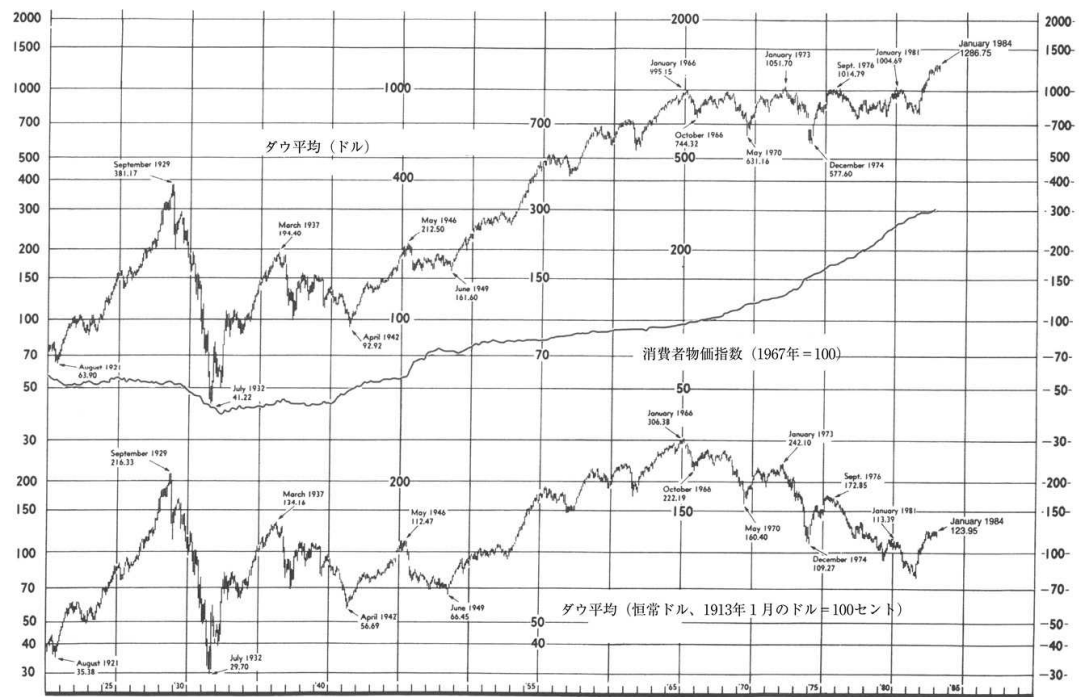
面白いことに、1920年代の世紀の強気相場はインフレ調整するとさらに大きくなる。これは1921～1929年の消費
者物価が若干下げているからだ。ダウ平均は1921年の63.9ドルから1929年の381.17ドルと5.97倍になったが、インフ
レ調整するとこれが33.83ドルから216.33ドルと6.4倍になる。そして投資家にはあまり慰めにならないものの、1929
年以降は消費者物価の下げによってダウ平均の下げ幅は89%に及んだが、インフレ調整後は86%に止まった。

その後もインフレはマーケットの実質ターンを下げ続けたため、1965年に1000ドル目だったダウ平均も、イン
フレ調整すると3分の1のわずか306ドルにしかならない。注目すべきなのは、マーケットがインフレの猛威のなか
で17年間も力なくジグザグに推移し、1982年のダウ平均は景気循環の過程で769.98ドルの安値まで下げたが、インフ
レ調整後の価値は85ドルを下回ったことだ。1929年の大恐慌ではそのあと86%の購買力を失ったが、この17年間で
マーケットはそれに近い72%を失ったことになる。

もちろんこのチャートは2年前のもので、そのあとマーケットは62%上昇して1987年初めには2200ドルのピーク
を付けた。消費者物価指数は1984年から1987年初めまでに11%上がり、これによって1987年初めのインフレ調整後
のダウ平均は約180.9ドル（123.95×1.62+1.11）になる。

インフレを調整したマーケットの実質価値は20年前よりも安いと、株はインフレヘッジにはならないから投資す
べきではないという意見もある。しかし一方で、現在のマーケットはほかのチャートが示唆するほど高くないから良
い投資先だという人もいる。この人たちは、17年間吹き荒れたインフレによって暴落は気づかないうちに過ぎ去った
ため、近いうちに1929年のような暴落は起こらないとも主張する。歴史家がいつかこの17年を非難することがあれ
ば、だれも気づかないうちに価値が下がっただけの暴落と呼ぶかもしれない。

インフレ調整したダウ平均（1920～1985年）



現在の見解

ダウ平均の異様さを示す証拠はまだある。有名な「17年間」の年間平均リターンをS&P500で見ると平均以下だっ

たが、それでもプラスだった（1965～1981年は年間平均7.7％）。しかしその間ダウ平均は何も生み出していなかったため、多くの人たちがマーケットはリターンを生まないという間違った考えを持ってしまった。やはりダウ平均は無視したほうがよい。

チャート23 移動平均線とともに移動

投資分析の二大流派であるテクニカル分析とファンダメンタルズ分析の戦いには、驚くべき矛盾がある。テクニカル分析が株やマーケットや金利やそれらに関連する出来事の過去の動きを基にして予想を立てるのに対し、ファンダメンタルズ分析ではPERや簿価などの評価価値と経済や業界や企業の将来のトレンド分析を組み合わせで予想を立てているのだ。

どちらのスタイルにもたくさんの支持者がいるが、2つの理由からファンダメンタルズ派が優勢になっている。まず、伝説の投資家として何十年も大金を稼いできた人たちはファンダメンタルズ派出身が多く、テクニカル派は少ないということがある。次に、証券の過去の動きが将来の動きに関係があるかどうかが学術的に証明されていないということもある。そこで、私を含めてプロの投資家の多くは、自らをファンダメンタルズ・アナリストとしている。

ところが皮肉なことに、私が出会った（あるいは読んだ）偉大なファンダメンタリストたちは、主要なファンダメンタルズツールと一緒に偽装テクニカルツールを使っている。理由は、それが少なからず機能しているからだろう。40週移動平均線の素晴らしい成果を考えてみてほしい。これは過去40週間分の終値の合計を40で割ってそれを1日ずつずらしていくだけの単純なもので、株価がこれを上回っていれば強気だ、下回っていれば弱気だと考えられている。

このチャートは、1966～1978年にかけての株価とその移動平均を示したもので、2つの線は似た動きを見せている。もし株価が移動平均線を超えたときに買い、下回ったときに売っていれば、驚くほど頻繁にマーケットの「正しい」側にいることができる。例を2つ挙げておこう（図中のA）。最初は1969年半ばに株価が移動平均線を下抜いたときで、ここで売ればそのあとの200ポイントの急落を避けることができた。次は1970年半ばに株価が移動平均線を上抜いたところで、ここで買えばそのあとの150ポイントの上昇をとらえることができた。

移動平均線はマーケットの反転を予想するものではないが、反転後に不完全な形で確認する。例えば、図中のBは1975年に株価が移動平均線を超えるよりもかなり前に上昇トレンドになることを示している。反対に、Cのように狭いレンジでちやぶつく「ウィップソウ」の場合は、このツールを使って仕掛けたり手仕舞ったりしてもうまくはいかない。ただ、このようなウィップソウでかかるコストがほかの交差で上がった利益に比べれば小さいことは、検証すればすぐに分かる。

私は移動平均線を厳密な売買ルールとして使ったことはないが、予想に反した展開になって特に注意が必要な場合の警告にはなっている。皮肉なことに、もし移動平均線を全面的に使っていれば、結果は向上していたというケースもある。ちなみに、40週間に特別な意味はない。移動平均は39週でもいいし、41週でも、2週でも、2002週でもよい。ただ、期間が短いとウィップソウの頻度が増し、長期だとめったにシグナルが出ない。40週の良いところは、考える時間をとられる価値のないシグナルがあまり出ないことだろう。

ダウ平均とその40週移動平均線（1965～1977年）

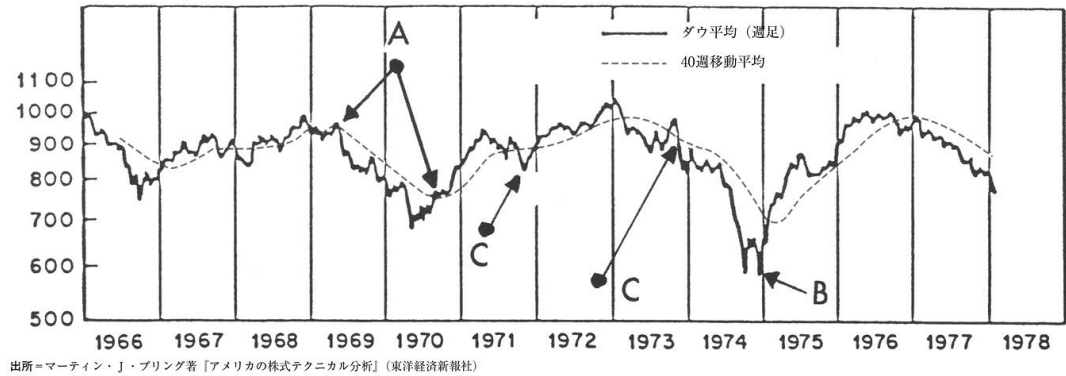


チャート24 ニュースとマーケットの関係

「大統領が狙撃された。急いですべて売れ」。1963年11月22日にケネディ大統領が暗殺されたとき、多くの人がこの叫んだ。しかし、賢い連中は違った。このニュースが流れた金曜日にダウ平均は28ポイント（3.8%）も下げたが、月曜日にはそれ以上に回復して強気相場がそのあと2年間も続いたのだ。フランクリン・ルーズベルト大統領以来もっとも愛された大統領に対するマーケットの見方もその程度なのだろう。同じことは、1955年にアイゼンハワー大統領が心臓発作を起こしたときについても言える。

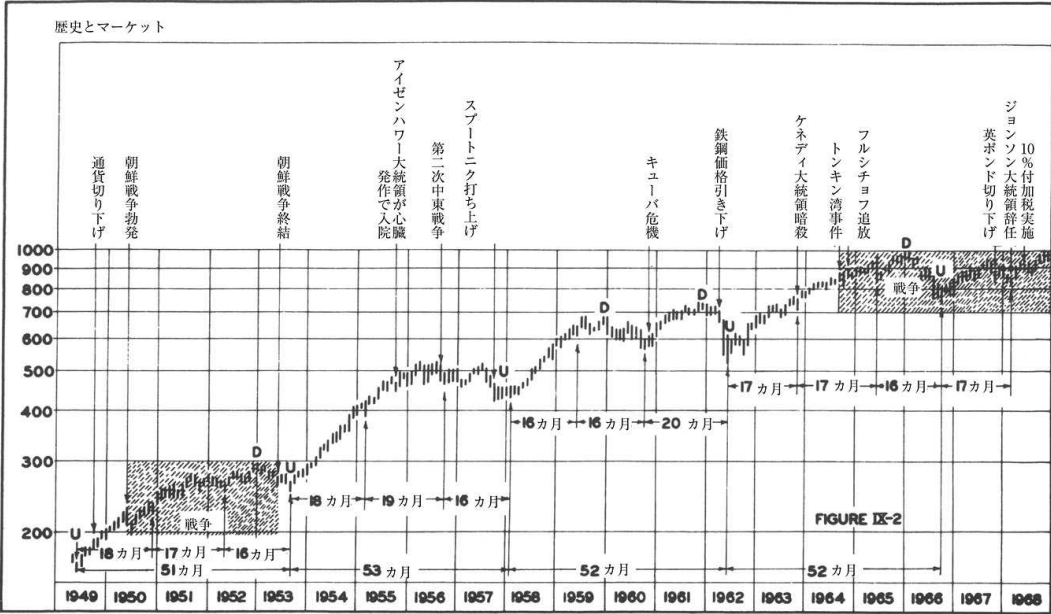
このチャートは、怖い見出しもマーケットを揺るがすことはほとんどないことを示している。非常に重要に見えるニュースでも、たいていはマーケットにほとんど影響を与えない。例えば、朝鮮戦争も、最初はほとんどマーケットに波紋を呼んでいない。戦争は財界やもしかしたらウォール街が起きたなどとする反企業の強硬派なら、3年間の朝鮮戦争でマーケットが約28%も上昇したと言うかもしれないが、それならなぜ戦争後の3年間で66%も上がっているのだろう。大ニュースでも、マーケットに与える影響はほとんどないからだ。

マーケットは、キューバのカストロ議長が共産主義者をやめたときにも気にしなかったし、ロシアがスプートニクの打ち上げでアメリカにショックを与えたときも、ソ連のフルシチョフ首相が追放されたときも、トンキン湾やスエズ運河の事件でも波紋は広がらなかった。さらには、1968年のニューハンプシャー州の大統領予備選挙でユージン・マッカーシー上院議員が当時のジョンソン大統領を猛追して再選を断念させたときも、マーケットはあくびをしていた。

確かに、1962年にケネディ大統領の「ロッキ」で鉄鋼価格が下がったときはマーケットも多少反応したが、マーケットは少し休みたかっただけなのかもしれない。IPOが史上最高水準に達したときは（IPOと割高なマーケットの関係についてはチャート19の解説参照）、13年間で株価が250%上昇し、その間に15%以上下げたことはなかった。それではほかの時代はどうだろうか。1906年にサンフランシスコで起きた地震と火事のあとマーケットは少し下げたが、実際は地震の何日前から下げ始め、その後も下落したが結局は地震前の水準以上に上昇した（チャート32）。それでは、二度にわたる世界大戦はどうだろうか。戦争のニュースが流れた前後数週間を見て、マーケットが大きく動いたことはない（上昇でも下落でも）。面白いのは、1942年に価格統制の発表があった直後にマーケットが底を付けてから高騰したことで、これが終わった1946年に株価は再び底を付けてから高騰した。これをどう考えればよいのだろうか。

ニュースはマーケットと関係なくランダムに発生し、マーケットを動かすこともない。ウォール街では昔から「マーケットは知っている」と言われている。マーケットは神と通じているかのようになり、何が起るかをすでに知っているという意味だ。しかし、現実的に考えれば、やはりマーケットがニュースを知っていることはないだろう。自己中心的なわれわれはニュースが大好きだが、特定の人物や出来事が経済の仕組みを大きく変えることなどないことをマーケットは知っているのだ。

株価とニュース（1949～1968年）



歴史がマーケットにいかに影響しないか

出所＝J・M・ハースト著『ザ・プロフィット・マジック・オブ・ストック・トランザクション・タイミング』（プリンストン・ホール・インク、1970年）

大規模なテロ攻撃でもマーケットを倒すことはできなかった。2001年9月11日のあとマーケットは急落したが、19営業日後にはテロ以前の水準まで戻し、そのまま年末まで力強く上昇した。その後のテロ事件の影響はさらに小さく、アメリカ市場は2004年のマドリッドの列車爆破テロのあと5営業日で回復し、2005年に起きたロンドンの地下鉄テロの日にはたっは上げて終わっている。マーケットを動かしている本当の理由は、新聞には載っていないということだ。

チャート25 株価と不況

どうしよう。みんなが不況と言っている。すぐに株を売らないといけない.....というのはおそらく間違っている。実は、過去の株価の変化から景気を予想するとかなり当たる。ただ、景気予想から株価を予想するのはほぼ無理だろう。

理由は、株式市場がまるで魔法のように経済をいつも先導しているからだ。株価は景気が落ち込むかなり前に下がり、景気が回復する前に上昇を始める。これまでずっとそうだった。

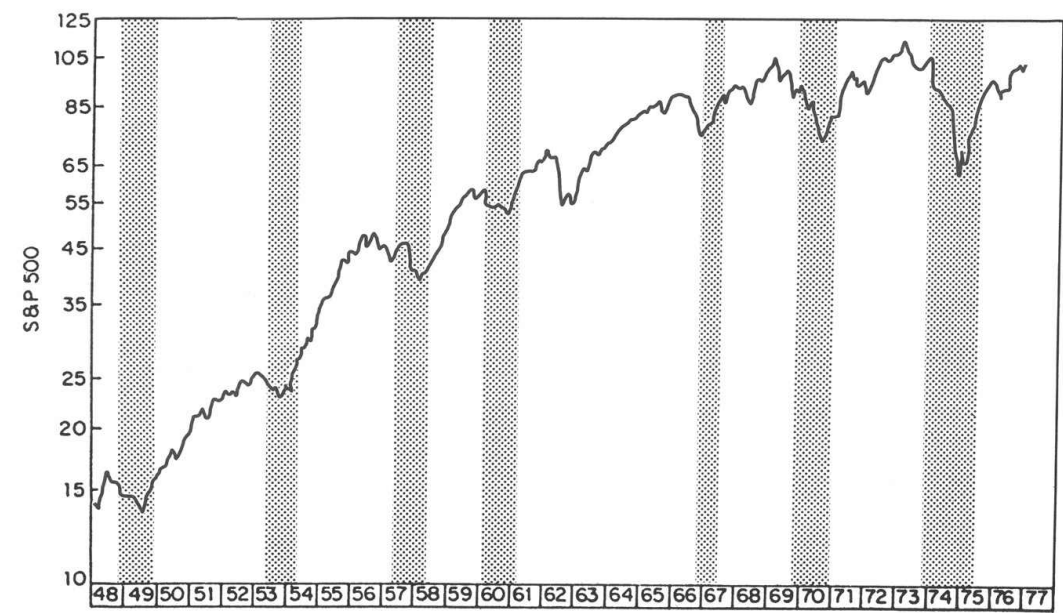
今回の古典的なチャートは、1948～1976年のS&P500の動きを記したもので、背景は景気が後退しているときはグレー、拡大しているときは白になっている。グレー部分の始まりは、景気拡大が最初に後退に転じたところで、終わりは次の拡大が始まった時期となっている。例えば、1970年は年が明ける直前から景気が後退し始め、そのまま年末まで下がり続けた。しかしそのあとは1971年と1972年、そして1973年の大部分と景気は拡大していった。

ここで、グレーの不況の期間と株式市場の関係に注目してほしい。株価は景気が後退する何カ月も前から下落し、1年以上前に下げ始めることもよくある。また、上げるときも景気が底を打つ前に株価は必ず上向き始める。例えば1970年の不況では、株価が1968年にピークを付けているが、これは景気が後退し始める1年以上も前だった。そして、株価が底を打ったときの景気はまだ後退半ばで、そのあともずるずると悪化していった。つまり、最悪の景気で恐怖におののいているとき、株価はすでに上昇を始めているのだ。

しかし、これは多くの人にとって説明し難い。全米経済研究所によると、主要な経済指標のなかでは、単独では株式市場がもっとも的中率が高く、ほぼ完璧だという。このチャートでも不況の前には必ず株価が下落しており、下落のあと不況にならなかったのは1962年が唯一のケースだった。

経済学者は数カ月後の経済動向すら予想できないと非難されており、そのような経済予想を基に株式市場の天井や底を知ろうとすることに意味はない。経済学者ならば経済の山と谷を少なくとも1年前には予想してほしいのだが、彼らはたいてい楽観的すぎるし、普通の人たちの多くは不況が始まって何カ月もたたないとそれに気づかない。そこで、もし株価が下落していれば、景気は6～12カ月の間に弱含むと考えてほしい。また不況のさなかには、経済がスパイラル的に悪化し続けていくように見えても、株価が近いうちに上昇し始めるのを待ってほしい。確かにマーケットはあまのじゃくだが、それでも大いに賛美しよう。

S&P500（普通株）の動きと経済の周期的な後退（1948～1977年）



出所＝リチャード・クロウエル著、『ストック・マーケット・ストラテジー』（マグロー・ヒル、1977年）
 濃＝アミの部分は景気後退時期

現在の見解

このチャートを更新してみたが（この種の情報は簡単に無料で手に入るようになった）、結果はやはり同じだった。ただ、政府がこの何十年か経済指標を良くしようと悪あがきしたことが裏目に出ている。10年以上前にフォーブス誌にも書いたことだが、政府のマーケット関連のデータは今でも少しは役に立つものの、昔ほどではなくなっている。

チャート26 株式市場の9つのメジャーなサイクル

強気相場や弱気相場がどれくらいの頻度で起こるのかを考えたことがあるだろうか。今回の2つのチャートは、それを非常に単純な形で教えてくれる。これらのチャートは、マーティン・J・プリングの『アメリカの株式テクニカル分析』（東洋経済新報社）から引用したもので、この本には優れたチャートが数多く掲載されている。まずは、**1929～1977年**にメジャーな強気相場とメジャーな弱気相場が9つずつあることに注目してほしい。全期間が**48年間**なので、好況と不況のフルサイクルは**5.3年**ごとに起こっていたことになる（ $48 \div 9 = 5.3$ ）。

また、このチャートはメジャーな強気相場とメジャーな弱気相場の相対的な長さも教えてくれる。まず下落から見でいくと、最初は**1929年**の約**2.5年**だが次の**1937～1942年**は最長の下降トレンドで5年間にもわたっている。**1946～1949年**の下落は3年間続き、**1953年**は1年間、**1956～1957年**は下落というよりも停滞が2年間、**1962年**と**1966年**はそれぞれ1年ずつ下げ、**1968～1970年**が**1.5年**、**1973～1974年**は2年間下げた。

計算してみると、**48年間**のうちにメジャーな下降トレンドは**19年**しかなく、これは全体の約**40%**にあたる。9回の弱気相場の平均期間は2年強ということになる（ $19 \div 9 = 2.1$ ）。

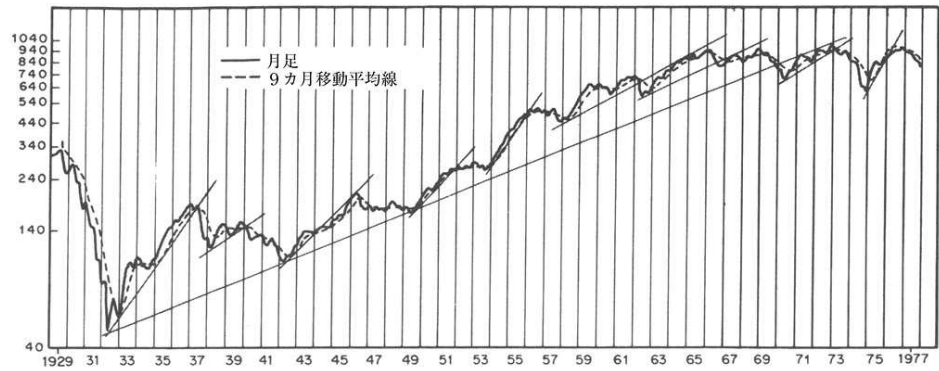
面白いことに、例外的に長かった**1937～1942年**の下落を除いても結果はあまり変わらない。**14年間**に8つの主要な下降トレンドで1回平均は**1.75年**（ $14 \div 8$ ）、いずれにしても弱気相場は平均約2年間ということになる。

反対に、強気相場は1回当たり約3年間続く。**1932～1937年**は5年間上昇し、**1938～1939年**は2年弱、**1942～1946年**は4年間で、**1949年**半ばから**1951年末**までは**2.5年**、**1954～1955年**は2年間だった。**1958～1962年**の強気相場は4年間続き、**1962～1966年**が**3.5年**、**1970～1973年**は**2.5年**、**1974～1976年**は2年間の上昇だった。これらを合計すると**27.5年**で、強気相場は平均3年間続くことが分かる。つまり、マーケットは全体の約**60%**がメジャーな強気相場にあったことになる。今回も弱気相場のときのように例外的に長かった**1932～1937年**を除いても、平均期間は**2.8年**とあまり変わらない（ $22.5 \div 8 = 2.81$ ）。

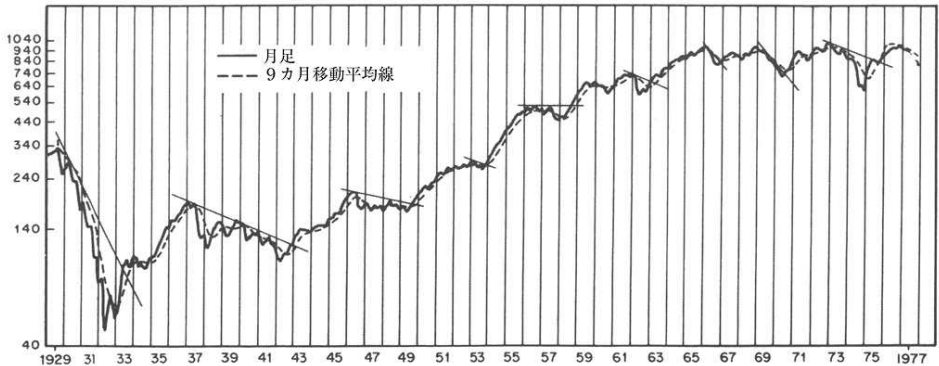
結局、過去の確率は悲観主義者には不利だったが、圧倒的というほどではなかった。これからもマーケットは約**60%**の期間は上げ、**40%**は下げると期待してよいだろう。この原稿を執筆している**1987年**の時点で、**1982年8月**に始まった強気相場はまるまる4年間が経過しており、歴史的に見ればかなり長期のトレンドになっている。9回の強気相場でここまで長かったのは3回しかなく、どれもあと1年はずっといない。これは注意が必要だ。

ダウ平均で見た強気と弱気のトレンドライン（1929～1977年）

ダウ平均が示す重要な強気相場のトレンドライン



ダウ平均が示す重要な弱気相場のトレンドライン



出所＝マーティン・J・プリング著『アメリカの株式テクニカル分析』（東洋経済新報社）

現在の見解

私は今では別の見方をしている。ダウ平均はひどいマーケットの指標であり、最近の強気相場は長くなっている。1980年代と1990年代の強気相場は、それぞれ10年近く続いたのだ。そうすると、現在（2007年）の強気相場も10年間続くということなのだろうか。それは違う。でも可能かといえば、もちろんそうだ。強気相場が終わる理由はさまざまだが、寿命はそのひとつではない。強気相場が終わるのは、悪い出来事があってみんなが期待するのをやめ、供給が需要を上回るからだ。強気相場の長さを測るのではなく、原因を調べてほしい。

チャート27 狂騒の1920年代の再来か

怖い話をしよう。株式市場の大きな上昇相場だ。この25年間のダウ平均のチャートを、1929年の大暴落までの25年間のチャートに重ねてみてほしい。2つのチャートはほとんど見分けがつかないほど似ていて、現在のマーケットのリスクについて考えるチャンスを与えてくれる。上のチャートは1905年から始まって悪名高き1929年の大暴落で終わり、下のチャートは1965年から始まって1986年で終わっている。

2つの相似は怖くもあるが刺激的でもある。両方とも17年間に及ぶ買い集めの時期のあとブレイクして急騰している。1920年代は、最終的に100ドルをブレイクしたのが1924年で、5年後に380ドルのピークまで上昇した。もしこのよ、似たチャートがさらに深い意味を秘めているとすれば、1983年に1000ドルをブレイクした現在の株価は、もしかしたら5年後の1988年初めには3500ドルまで達しているのかもしれない。

ただ、良い時期のあとには不吉な崩壊が待っている。1929年10月を思い出してほしい。もし1987年のシナリオが60年前の出来事を映しているのならば、文字どおり急降下を警戒すべきだろう。

1929年との相似を示すほかの証拠もある。例えば、チャート1とチャート2を見ると1987年のPERは1929年よりも高かったことが分かる。同様に、チャート30は1920年末に買収が盛んになっていたことを示しているが、これも最近の状況とよく似ている。さらに言えば、ヨーロッパの株価は1986年春に下落していた。チャート29を見るとヨーロッパの株価が1928年に下落しており、1929年の下落に対して警鐘を鳴らしていた。

上のチャートは、1800年代末から長期の強気相場へ至る過程を示しており、下のチャートは1965年までの30年の間ちやぶついていた状態から大幅に上昇したことを示している。そして、1965年と1905年に株価はその価値を回復している。1920年代と1980年代に50〜60歳を迎えた人たちは、人生の大半を上昇相場のなかで過ごしてきたため、株価がさらに上昇するものだと思っている。彼らにとって、継続的に大きく値上がりするマーケットは異常事態ではなく、普通に帰っただけで危険は感じていない。

ただ、これらの相似は単なる偶然で、それ以上の意味はない可能性が高い。極端な1920年代のスタイルに対する一番の反論材料は、最近のインフレ率の高さだ。チャート22で見たように、インフレで調整すると1980年代の上昇は1920年代のそれとはまったく違う。現在の株価は確かに高いが、それでも2つのチャートの相似は単なる偶然の一致でしかない。

1920年代と1980年代のダウ平均

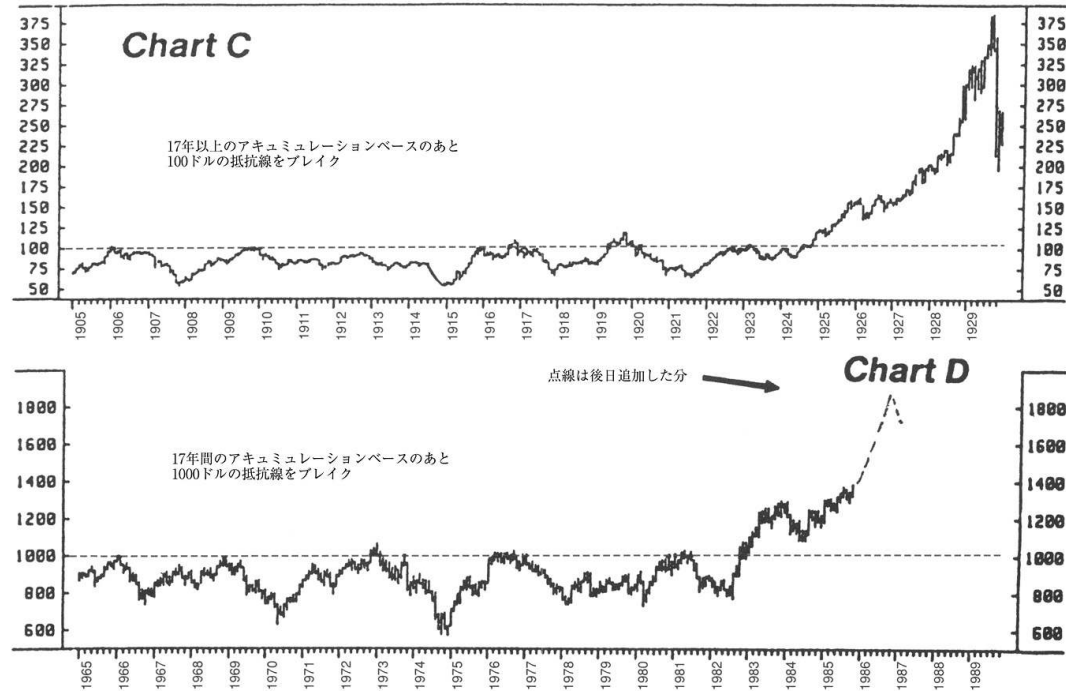


チャート28 PERは誤解を招くことがある

1929年の株価は高騰していて、膨れ上がったバブルが破綻寸前であることはだれでも気づく……というのは間違いない。多くの投資家が株価評価に用いている収益は、誤解を招きやすい。PERが低いことが必ずしも株が安くなっていることを意味しているわけではない。多くのプロは信じていたろうが、この状態が1929年の暴落につながった。株価は1926年から2倍になり、1913年から見れば4倍になっていたが、PERが下がっていて問題がないように見えたため、多くの人たちがだまされて割高の株を買い続けた。

ダウ平均のPERは1927年初めには20倍だったが、マーケットはそれから30%上昇し、収益はそれ以上に増加していた。それではなぜ年末のPERが13倍になるとみんな恐れるのだろうか。当時圧倒的な知名度を誇っていた経済学者のアービング・フィッシャー（私の親戚ではない）はエール大学の講義で、収益が株価を上回って増加しているため株価は高すぎではないと語った。これは経済が活性化している証拠だというのだ。この見方を示すチャートは、彼が1930年に書いた『アメリカ株式恐慌と其後の発展』（同文館）に掲載されていて、「専門家」でも間違える好例となっている。3年間にわたる自殺的な下げのさなかの1930年に、フィッシャーはPERが妥当で下げているかぎり何も恐れることはないと長々と論じていたのだ。

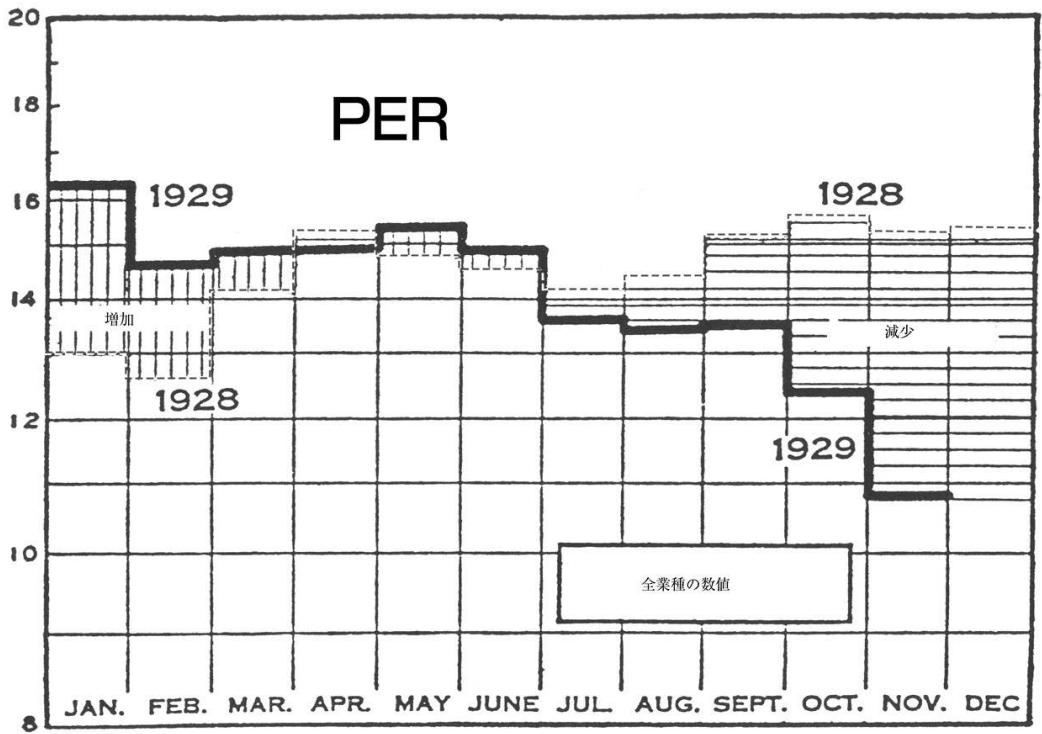
チャートの黒い太線は1929年のその月の平均PERで、点線は1928年のその月の平均PERを示している。点線を左から右にたどっていくと、1928年のPERは1月の13倍から12月の15倍以上に増えているが、1929年のPERは1月が最高の16.2倍で年末には最低の10.8倍にまで下がっている。

1929年のダウ平均は300ドルから始まり、ピークを付けた9月3日の386ドルまで29%上昇した（1985年もこのくらい上がっている）。そしてその間に、収益はさらに増加している。実は、株価が大幅に上がったのは6～8月で、収益が上がったのはこの年の前半だったのだ。しかし、みんな収益の大幅な増加に目を奪われて、高い株価が正当化されると思ってしまった。

しかし、何が違っていたのだろう。まず、収益が発表されるまでには四半期末から最低でも6週間はかかる。つまり、収益が落ちたかどうかは、かなり時間がたたないと分からない。もし四半期の2カ月目に業績が下がり始めても、それが分かるのは数カ月後になるということだ。次に、収益は誤解を招きやすい。もし収益が一時的に急上昇していれば、マーケットが楽観的に株価が高値圏に達していても、PERは低くなる。1929～1932年はこの逆の状態です。株価は急落したが収益が消滅したため、PERは高騰してしまった。これは分母のほうが分子よりも速くその値を削ってしまったからだ。

このことが今日の世界にどう関係するのだろうか。PERや将来の収益に基づいて株価を上昇すると予想する専門家がいたら注意してほしい。彼らの理論には無理がある。私が長年フォーブス誌のコラムや著書などで主張しているように、いろんな評価基準を使ってほしい。PERだけで株価を予想することはできないのだ。

PER (1928~1929年)



出所=アービング・フィッシャー著『アメリカ株式恐慌と其後の発展』(同文館)

チャート29 明らかな警告

多くの人たちが**1929年**の大暴落は何の前触れもなく起こったと思っているが、そんなことはない。ヨーロッパの株式市場は明らかに警告を発していて、現在ならだれでも気づくことでも、当時はほとんどだれも気づかなかった。このチャートはニューヨークとロンドンとベルリンとパリの株価指数を示したもので、これを見れば警告が発せられていたことが分かる。**1929年10月**前後にさまざまな出来事があり、ニューヨークの株価が急落したことはよく知られている。ただ、次のことについては知っていただろうか。

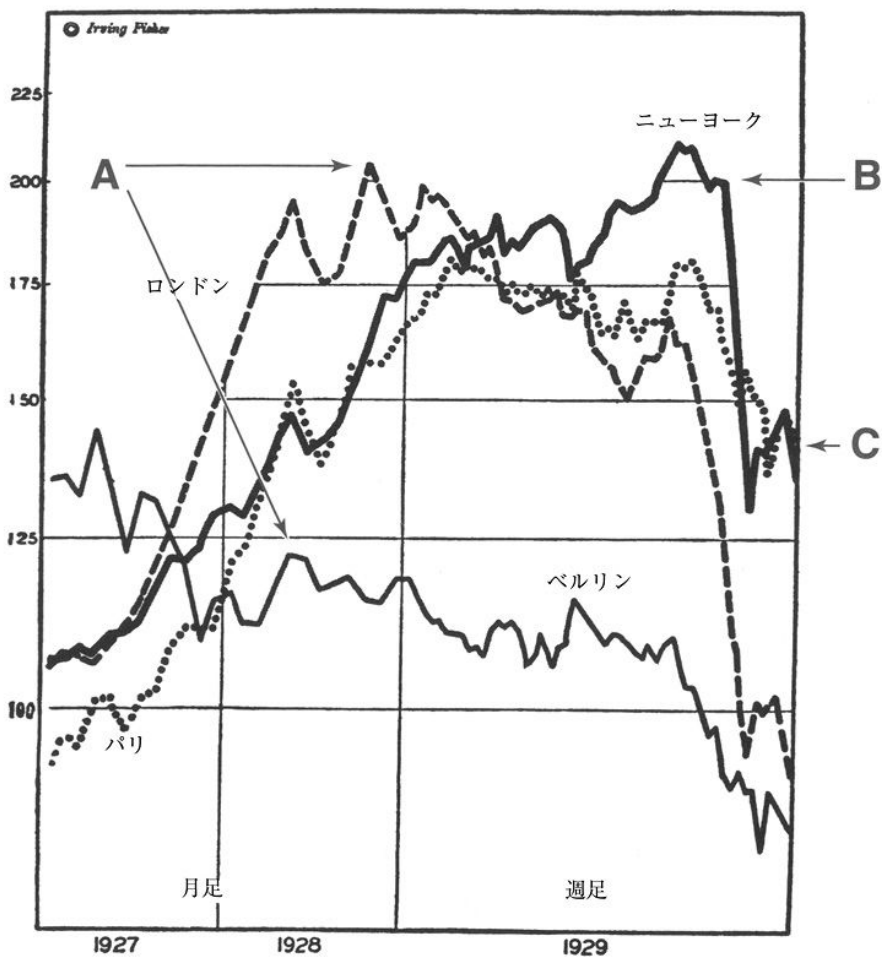
- 当時、世界にはほかにも主要な株の取引所があった
- ロンドンやパリやベルリンでも大幅な下落に見舞われた
- ロンドンとベルリンの株価は、ニューヨークの株価暴落の1年前に当たる**1928年**に高値（ポイントA）を付け、そのあとはニューヨーク市場が崩壊するまで明らかな下降トレンドにあった
- パリでさえ**1929年**初めにモメンタムを失ってこの年の大部分は下げていたが、その間ニューヨークは上昇していた

もうひとつ興味深いのは、**1929年**のロンドンの株価がニューヨーク以上に下げたことで、これに気づいた人はほとんどいなかった。しかし、ヨーロッパの主な市場が下げ始めたことに気づいていたアメリカ人は、ニューヨークもうまくいかないというはっきりとした警告を聞いていた。結局、大部分のケースにおいてグローバル経済の出来事の影響を受けない国などない。不思議なことに、世界中で一斉に何かが起こることはよくあるし、それは「現代のコミュニケーションシステム」ができるよりもはるか前から続いている。**10月**の大暴落は、欧米諸国でほぼ同時に起こっている（ほんの何日かの差、ポイントB）。しかし、ヨーロッパ人にとって、下落は特に珍しいことではなかった。

警告はほかにもある。ポイントCはニューヨークの株価が**1932年**に大底を打つ前に一時的に高くなっていることを示している。ニューヨークで株価が安定している間にロンドンではそれよりもはるかに大きく下げ、ベルリンも下落、パリでも安定してはいなかった。ここでも、**10月**の暴落がアメリカ人のほとんどが考えているような長期強気相場の単なる調整ではなかったことをヨーロッパの株価は警告していたのだ。

このチャートは、アービング・フィッシャーが**1930年**に執筆した世紀の失敗作『アメリカ株式恐慌と其後の発展』（同文館）から引用している（チャート**28**も参照）。ニューヨークの下落の一因をヨーロッパ株の流動化による圧力だと考えていたフィッシャーは、株価が上がると思っていた。そして、下落がだいたい終わったとき（チャートを見れば分かるように実際には終わっていなかった）、ニューヨークは再び熱気を取り戻すと主張した。この著名な経済学者は、チャートを描くのはうまかったが、それを使って金融の海を乗り切っていくのは苦手だったようだ。

株価指数 (1927~1929年)



出所=アービング・フィッシャー著『アメリカ株式恐慌と其後の発展』(同文館)

チャート30 大物が常に安く買っているわけではない

最近よく「乗っ取り屋が次々と買収を行っているのだから株は安いはずだ」などと言われている。もしこれを信じるとなれば、つまり最近増加しているM&Aは株が割安だという意味ならば、もう一度よく考えてほしい。彼らだっていつも安く買っているわけではない。

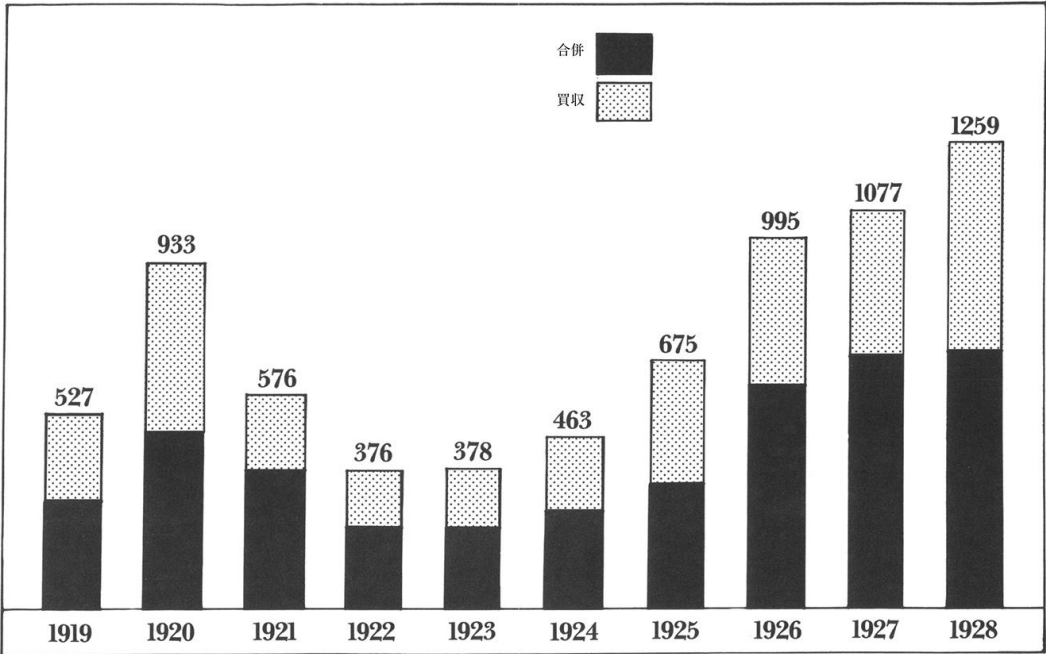
なかには驚くような戦略が展開されるケースもあるが、全体を見ると結果はさまざまだ。実際、買収はマーケットの健全性の表す反対のパロメーターになるのかもしれない。驚くべきポイントをいくつか見てみよう。まず、株価がゴミのように安かった1970年代半ばに、乗っ取り屋はどこにも見当たらなかった。株価は収益の7倍で、そのあと高騰したのになぜ買収が起らなかったのだろう。そのうえ、信じがたいことに当時の金利は現在とほぼ同じで（チャート41）、レバレッジを効かせた買収コストも今とあまり変わらなかった。それでも、乗っ取り屋たちは買収をしなかった。

もし彼らが賢ければ、なぜゲッティやガルフといった巨額の買収は石油価格が高騰する前ではなく、高騰したあとで行われたのだろう。1983～1984年には買収資金の大部分を借入金でまかなうのがもっともお得な選択だった。これは、その後の高騰した石油価格や利益や急速なインフレによって借入時よりも価値の下がったドルで返済できたため、1978～1979年よりもはるかに良い条件だったからだ。

要するに、乗っ取り屋たちもおそらくみんなと一緒に強気相場を追いかけていただけなのだろう。彼らの多くは特に洗練されているわけではなく、単に多くの資金を持っていただけだった。このような現象をもっともよく示しているのは、1920年代に行われた買収かもしれない。ここでも（チャート28やチャート29と同様）当時もっとも著名な経済学者だったアービング・フィッシャーに登場してもらおう。彼はかつて、増え続ける買収件数が株価の安さを示す一番の理由だと言っていたが、今日でも同じだと述べている。このチャートも彼の『アメリカ株式恐慌と其後の発展』（同文館）からの引用で、ここには株価がいつまでも下げ続けるわけではないと書いてある。チャートを見ると、1920年代の強気相場が進むにつれて買収件数も安定的に増えている。もし乗っ取り屋たちが本当にカリスマながら、彼らは株価が上がる前のまだ安い時期に買っていたはずだ。

株価は1920年と1921年に下げ、すぐそのあとに買収が盛んに行われた。しかし、1922年にマーケットが上昇を始めると、やはりそのすぐあとで買収件数が増え始めた。そして、大暴落前の1928年までに年間の買収件数は3倍以上に増えた。1934年になると、このような「賢い」買いの多くは破綻した。この現象は、投資家に重大な影響を及ぼした。それまでの2～3年間に乗っ取り屋たちが多くの株を買い取ろうとしていたことで、投資家たちは自分の持ち株を売ろうと考え始めたのだ。

買収件数（1919～1928年）



出所＝アービング・フィッシャー著『アメリカ株式恐慌と其後の発展』（同文館）

現在の見解

買収側が新株を発行して行う株式ベースの買収と、借入れた資金を使って行う現金ベースの買収には大きな違い

がある（あるいは現金と株式の混合案件もあるが、これはどちらかといえば現金ベースに近い）。1920年代の買収はほとんどが株式ベースで、株の供給が増加して弱気に向かった。反対に、現金ベースの買収（2007年現在、記録的な件数に上っている）では供給が減り、強気に向かっている。株式ベースと現金ベースの買収に関しては、『ザ・オンリー・スリー・クエスチョンズ・ザット・カウント』の第7章を参照してほしい。

チャート31 優先株は優先的に保有すべきではない

普通株よりも安全なのに、債券よりも潜在利益が大きい優先株は素晴らしい……と言うのはたわ言だ。実は、優先株のリターンは債券よりも低いうえ、安全でもない。そして今日の優先株は普通株ほど安全でもない。この古いチャートは、1908～1932年にかけて普通株と優先株を比較したもので、普通株を買えばそれから何年にもわたって優先株よりもはるかに高く売ることができたことが一目で分かる。優先株と比べて普通株の価格は最初から上がっていったのだ。

1915年になると、普通株は配当も増え始めた。第一次世界大戦から1921年の不況まで普通株の配当は下がり続けたが、その間でもずっと優先株の配当は上回っていた。1932年の世界大恐慌のときでさえ、10年前に買った普通株の配当のほうが1922年に買った優先株の配当よりも高かったのだ。

1908～1929年にかけて、普通株の株価は優先株と比べてほぼ安定的に上昇していった。そのあと株価は下落して、このときばかりは普通株を持っていないほうがよかったが、優先株のほうが普通株よりも優れていたのは、あとにも先にも1929～1932年の4年間だけだった。この時期もそのあとも含めて、ほとんどの時期において、優先株は普通株のような値上がり期待もなければ問題が発生したときに債券ほど安全でもない負け犬だった。

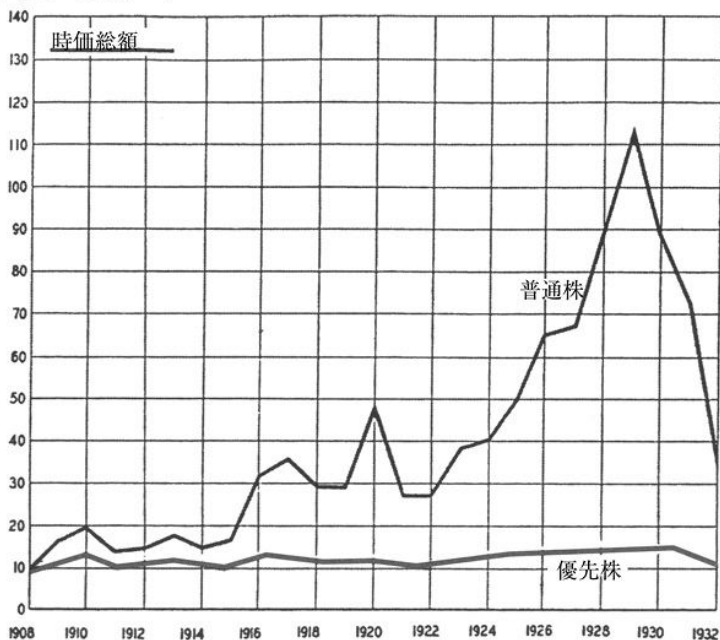
優先株は一定の配当が約束されていることと流動性において普通株よりも優れていること以外に利点はない。優先株の株主には長期間配当金が支払われていない場合でもないかぎり投票権がなく、大した権利もない。結局、優先株はたったひとつの小さな特長である問題発生時の流動性（優先的な支払い）が欠けた債券のようなものと言える。

今日では企業が倒産しても連邦破産法第11章によって企業が清算されることはまれなため、優先株の安全性が普通株よりも大きく勝っているとは言えなくなっている。企業は清算される代わりに裁判所の判断に基づいた経営方針で再編される。そして、社債保有者の損失を株主の資金で埋め合わせる。実際、裁判になると、裁判所の庇護の下で話を進める経営陣はほとんどが優先株を持っていないため、優先株主に対する忠義心もなく、優先株主は普通株主よりも不利になる。優先株主は返済もされなければ、彼らを追い出すために必要な投票数も持っていない。経営陣を決める役員会を選ぶための投票権は普通株の株主が持っているのだ。つまり、優先株主はひどい目に遭ったうえに、再編によって新しい証券が発行されると優先株は希薄化されてほとんど価値がなくなってしまう。

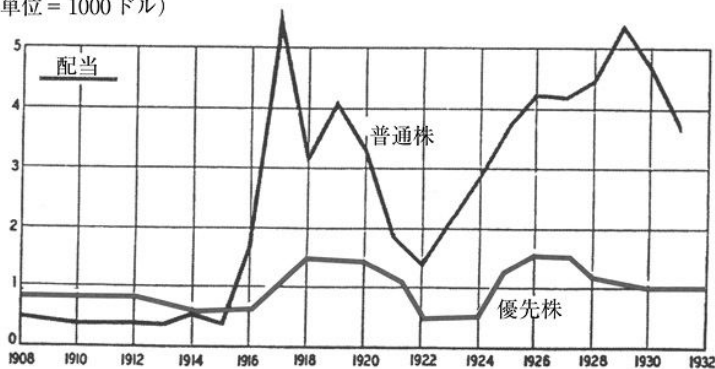
そこで、このチャートの教えを覚えておいてほしい。普通株には値上がりの可能性があるが、優先株にはそれがほとんどない。もし長期的な安全が欲しければ債券を買えばよいし、値上がりを期待するなら普通株を買えばよい。何も期待しないなら優先株でもよい。優先的に保有すべきなのは、優先株ではなくて普通株のほうだ。

工業銘柄の普通株と優先株の比較（1908～1932年）

（単位 = 1000 ドル）



（単位 = 1000 ドル）



出所 = ロバート・G・ボッキー著「プリファード・ストック・アズ・ロング・ターム・インベストメント」(ミシガン・ビジネス・スタディーズ、アン・アーバー、ミシガン大学出版、1932年)

チャート32 2％ルール

私は子供のころ、野球のキャッチャーになりたいと思っていた。あこがれたのは伝説的なキャッチャーで素晴らしい哲学者でもあるヨギ・ベラだ。彼は、「時間を割いて見るだけでたくさんのが分かることもある」と言っているが、私もこの影響で繰り返し起こる出来事の頻度を数えて、何がどの程度起こるかを観察するようになった。ベラにとってそれで十分なら、私にとっても十分はずだ。そして、数えることで2％ルールを見つけた。株式市場が大きく下落するときは1カ月に平均2％のペースで下げるというルールだ。

このルールを説明するのがこのチャートで、これは1907年に起こった伝説の恐慌時における工業株12銘柄で構成する指数の動きを示している。面白いことに、この指数はダウ平均とほぼ同じ動きをしている。チャートにあるとおり、ダウ平均の天井は1907年1月19日の96ドルで、底は1907年11月22日の53ドルだった。今回の教訓に関しては、下のチャート（鉄道株20銘柄）は無視してよい。

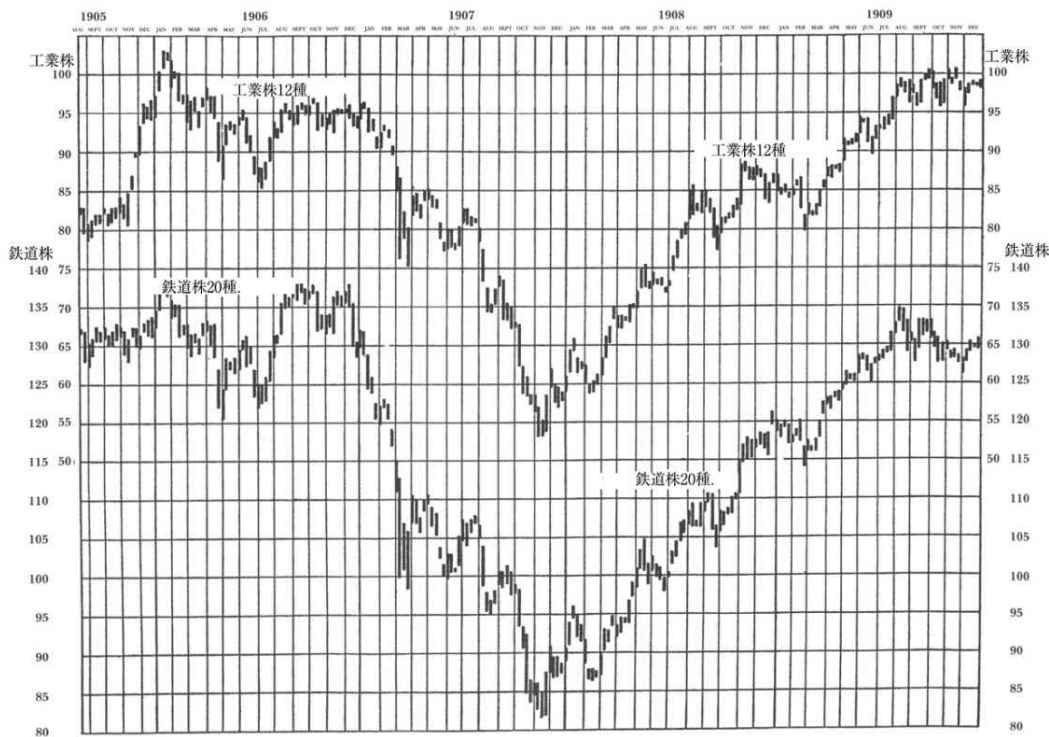
「1907年の恐慌」というのは、下落の大部分と最後の「金融破綻」危機がこの年に起こったことを意味している。ただ、「恐慌」は常に下落が始まったあとかなり長い時間がたってから始まる。1907年の恐慌の種は1906年初めにまかれている。1904年以降、株価は2倍になり、1906年1月半ばに天井を付けた。そのあと株価は下げ始め、年末にかけては一時回復したものの1月の高値までは届かなかった。1907年を通して株価は下げ続け、価値を減少させながら11月の底を形成していった。その後は上昇に転じて1908年は上げ続け、1909年には1906年の高値を回復した。これは過度の投機熱と金融引き締めが組み合わさって起こった典型的な大暴落で、株価は22カ月の間に49％の価値を失った。

これは平均すると1カ月当たり2.2％の下落となる。このことが今回の教訓だ。大きな下落のほとんどは1カ月に約2％前後の割合で下げ、それを大きく上回ることも下回ることもあまりない。外れるとしても1カ月でせいぜい1.5％～3％程度だろう。これを確認するために、最近の記録を見てみよう。1968～1970年は18カ月で995ドルから627ドルに下げているが、これは1カ月当たり2.1％で1907年とほぼ同じペースということになる。1981～1982年は16カ月で25％下げ、1カ月にすると1.6％でこれももっとも低かった。1973～1974年の下げは2.1％、1976～1977年の下げは1.7％だった。

大きな弱気相場は規模と期間の駆け引きだ。弱気相場はみんなを悲観的にし、楽観的な人がほとんどいなくなると終わるのだが、このとき規模よりも期間のほうが重要になる。短期の急落では、少し前の上昇相場を覚えている人がまだたくさん残っている。みんなが崩壊は止まらなと感じるようになるためには、投資家が疲れ果てるまで十分な期間が必要なのだ。

そこで、1907年と2％ルールを覚えておいてほしい。もし一部の人たちが言うように1987年のダウ平均の高値である2200ドルが主要な景気循環の高値で、マーケットは次の下落で最低でも25％は下げるのであれば（つまりダウ平均は1650ドルになる）、すぐに底を探すべきではない。2％ルールに従えば、底を形成するための十分な悲観論が広がるためには8～16カ月かかり、もっとも可能性が高いのは12カ月くらいだろう。ここは忍耐が必要だ。

1907年の恐慌



出所=フィリップ・L・カレット著「ザ・アート・オブ・スペキュレーション」(パロンズ紙、1927年)

現在の見解

面白いことに、1987年の弱気相場は2%ルールの例外で、速く下げすぎた。しかし、2000～2002年の弱気相場はそのとおりになった。いずれにしても、弱気相場には忍耐が必要だ。私は今でも2%ルールを用いているし、弱気相場の法則はほとんど変わっていないと思っている。

チャート33 お金持ちが忘れたことを思い出せ

このチャートは、チャート32（1907年の恐慌）と似ているが、そのほかに3つの重要な特徴を備えている。債券価格、1903年の「お金持ちのパニック」、そして重要な教訓、つまり株式市場の主要な天井の前には通常最低2〜3カ月債券価格が下落する、という3点だ。まずは、細い線で示した債券価格の1905年のところを見てほしい。債券価格は1903年半ばから上昇したが、1905年初めに天井を付けて下がり始めた。しかし、株価は1906年まで上昇し続けてから下落に転じ、最終的に1907年の恐慌に至った。債券価格は1907年まで株と一緒に下げたあと、1908年末まで一緒に上がった。しかし1909年初めに債券価格だけが下げ始めて株価の急落前兆となった。

債券価格は株価よりも先に下げる。これは、債券価格が金利に合わせて変動するため（逆ではない）、金利が下れば債券価格が上がり、金利が上がれば債券価格が下がる。債券のクーポンは毎年金額が決まっているが、金利は上下するため、既発債の価格は新規に発行される債券の新しい金利の利回りに対して金利の動きとは反対方向に上下する。

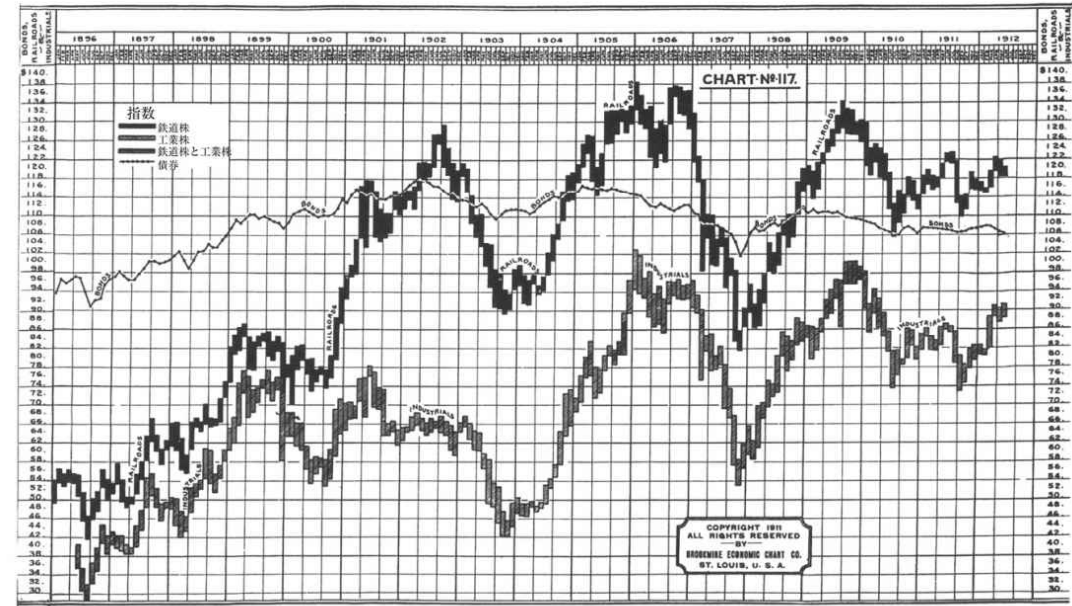
しかし、株もまた金利とほぼ連動している。チャート4で見たように、株の利回り（収益÷株価）は金利と見合わなければならない。つまり、債券価格が下がるということは金利が上がっているということで、そうなれば株の利回りも上がらなければ株価は下落してしまう。もし株の利回りがすぐに上がらなければ、株価は下がっていく。

ただ、必ずというわけではなく、たいていはそうなると思えない。大型株が下落する前には少なくとも債券が2〜3カ月下落する（金利は高い）。このチャートはその数少ない例外で、鉄道株（濃い四角）は1899年と1901年にこのルールどおりに動いているが、工業株（薄い四角）のほうはそうなっていない。工業株は1899年と1901年に下げているが、その前に債券価格は下げしていない。もちろんルールには必ず例外があるが、このときの工業株は20%も下げている。そして、そのあと一度も上げることなく1903年に工業株は再び37%という大幅な下落を記録した。1902年に債券価格が下げたあともマーケットに残っていたのはお金持ちだけだったことから、このときの下落は「お金持ちのパニック」と呼ばれている。

例外はあるが、お金持ちが忘れていたことを思い出せば鉄道株と工業株の強気相場の大部分に乗り、下落相場の大部分は避けることができたはずだ。債券市場の落ち込みという前触れなしに株式市場が大きく下げるのはまれである。このことを覚えておけば、債券が落ち込まなければ株が大きく落ち込むことはないと思うできる。1896年には債券価格が安定的に上昇しているが、このルールは株の買い手にとって数少ない実績ある強気のサインと言える。

私が初めてこの古いチャートに出合ったのは、スタンフォード大学経営大学院のジャクソン図書館だった。現物は約45cm×90cmもあるこのチャートは、かつて購読者向けに定期的に送付するための最新チャートを大量に作成していた部署の棚に横たっていた。

主要な鉄道株20種と工業株12種と標準的な債券5種の平均価格（1896〜1912年）



出所＝1911年レス・ユールとジョン・R・ユール・アンソニー著「ブルックマイヤー・インベストメント・レポート」の許可を得て複製（転載禁止）

チャート34 1843～1862年にかけて鉄道株の月ごとの推移

大金を失いかねない深刻な問題を超える方法について述べておきたい。最近のコンピューター株暴落で大金を失った人たちは、19世紀の鉄道株から2つの教訓を得ることができたはずだ。最初の教えからすでに節約を始め、もうひとつの教えで現在のカギをつかんでいるだろう。当時の鉄道株は大型グロース株で、間違いなく長期展望が期待できたはずなのに（今日のエレクトロニクス銘柄のようなもの）下落した。鉄道株や1980年代のエレクトロニクス株のような投機ブームのあとには、重要かつ深刻な長期の下落が続くことが多い。

背景——1843年、アメリカは7年間に及ぶ不況から立ち直ろうとしていた。1830年代は不安定な金融状況、過剰なインフラ投資（鉄道、運河など）、恐ろしいまでの不動産投機などが1837年の恐慌につながっていった。経済破綻から大規模な危機が続き、株価は暴落、都市部の食料品価格は暴騰した。食料品店や倉庫は略奪され、銀行は手形の保証をやめ、鉄道株の多くは見向きもされなかった。どこから見ても、1870年代や1930年代に匹敵する史上最悪の経済期間と言える。

バブル——しかし、1843年から回復が始まり、株に対する新たな関心も高まっていった。そして、1843～1844年に株価は下がりすぎの状態から目覚ましく上昇した（AからBにかけての上昇）。1850年になると鉄道建設がブームを迎えた。アメリカ・メキシコ戦争とカリフォルニア州の金発見のあと、繁栄と新たな土地の獲得を目指してアメリカの鉄道建設は世界中の国すべてを合わせた規模に達していたのだ。株価は1843～1853年にかけて3倍になり、鉄道は世界一確実な投資に見えた。買い手は安心してこのグロース株を買ひ増していった。しかし多くの人たちは、鉄道計画が必ずしも利益が出るわけでもなく、簡単でもなく、すぐに結果が出るわけでもないことを認識していなかった。崩壊——供給が需要を上回って運賃が急落すると株価が下がり始め、ついには1853年の天井時から70%近く下落した。10年にかけて上昇した分が5年間で消えてしまったのだ。この長い5年間（CからD）に鉄道株は20%以上の戻しが一度もないまま下げ続けた。銀行借り入れの担保となっていた資産の価値が急落し、銀行が支払い停止を発表すると1857年の恐慌が起こった。このときは、「ブルーチップ」（優良銘柄）のなかのトップ銘柄でもこの流れに逆らうことはできなかった。

教訓——大きなバブルのあとには大きな崩壊が続く。確実に思える投資先が逆効果になることも多い。そしてもうひとつ、バブルの時期が長ければ崩壊の時期も長いという法則も同じくらい重要だ。非常に長いバブルが展開したエレクトロニクスセクターのファンは、1850年代の鉄道を思い出してほしい。現在続いている弱気相場は、5～7年という驚くほど長い期間に及ぶ可能性もある。ここは注意するか、耐えるしかない。

鉄道株指数（月足、1843～1862年）
指数1（厳選8種、1843～1852年）
指数2C（厳選18種、1853～1862年）
すべてを含む指数（1843～1862年）

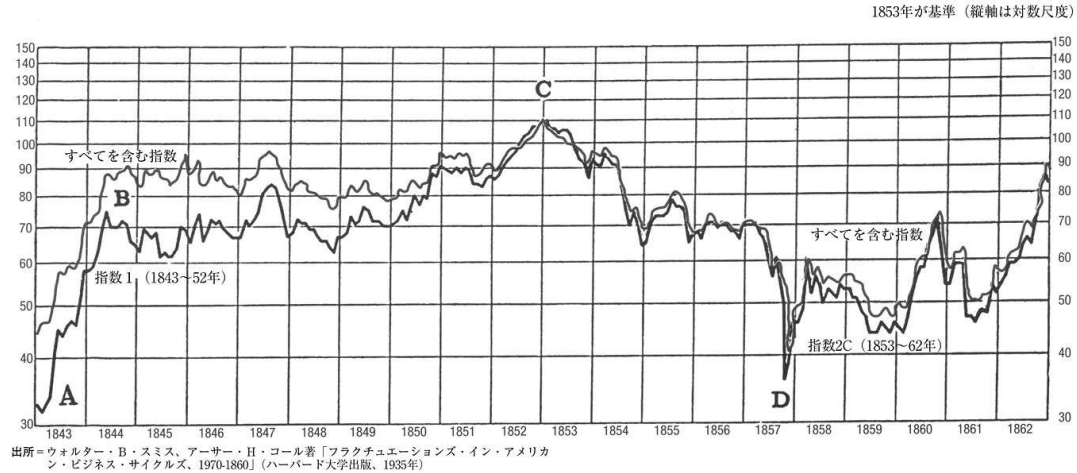


チャート35 18世紀にも金融変動はあった

NYSEができる前の時代の金融市場は激しく変動していたのだろうか。もちろんだが、あまりはつきりとした記録は残っていない。当時、世界の金融の中心はロンドンにあり、ダウ平均のような株価指数はなかった。投資家たちは、個別銘柄を1週間に6日間トレードしていた(1950年代まではロンドンでもアメリカでも土曜日まで株のトレードができていた)。株式トレードは投機的で、企業に関する噂で乱高下することも多かった。

タイミングと変動のおおよその規模を見るにはイングランド銀行(BOE)の株価が役に立つ。BOEはイギリスの中央銀行(アメリカのFRBに相当する)で、「バンク・ストック」「ザ・バンク」などと呼ばれている。ただ、この銀行は、規模の小ささ・他行とも直接競合していて、利益チャンスを生んでいる。FRBの株を買うことはできないが、当時はBOEの株を買うことができたため、この安全で値上がりも期待できる銘柄を多くの人たちが買っていた。これ以上安全な銘柄があるだろうか。この心理は、統制下で独占的な公共事業を展開していた分割前のAT&Tの優先株を世界一安全な銘柄と信じて買ったアメリカ人にも通じるものがある。

ただ、いずれにしても激しい変動はあった。ジョセフ・フランシスが19世紀に書いた『ヒストリー・オブ・ザ・バンク・オブ・イングランド(History of the Bank of England)』に基づいたこのチャートは、1732~1846年にかけてのイングランド銀行のその年の高値と安値を示している。1769年を見ると、わずか2年弱で株価は175ポンドから105ポンドまで40%も下落したあと、翌年には47%上昇している。マーケットは1781年までだらだらと下げ、105ポンドで底を打ったあと、次の10年間で2倍以上の219ポンドまで上げている。

これが静かで平和な金融市場と言えるはずがない。1770年代初めにはボストンで植民地の人たちが権利を主張したり、イギリス船上でテロ行為に及んだり(いわゆる「ボストン茶会事件」)していた。長引いていた1770年代の弱気相場は、イギリスが植民地で天然資源を確保してきた時代が終わるきっかけを示している。イギリスがアメリカの領地を失い、ジョージ3世も王位を失うなど、メジャーな弱気相場にもなっても仕方がないだろう。

皮肉なことに、マーケットは激しく変動していたが、ナポレオン戦争(1804~1815年)のさなかも株価は下がらなかった。古い資料によると、ネイサン・ロスチャイルドは伝書鳩を使って1815年にナポレオンがワーテルローで敗北したことをいち早く知り、株価が暴落したところで買って巨額の利益を得たという。しかし、これらのデータを見るかぎりでは、株価の暴落や巨万の富よりもロスチャイルドの宣伝のほうが勝っていたのかもしれない。

ここでのポイントは、コンピューターや金融商品など詳細については新たな展開があっても、金融市場において重要なことはこの200年間ほとんど変わっていないということにある。激しい変動・強気相場・弱気相場・噂、インサイダー取引ははるか昔からあった。金融マニアは、長年(あるいは長すぎる期間)持続した大衆心理以上のものではない。1986年には新しく登場した「プログラム売買」によって金融市場の変動が激しくなったという考えが広まった。しかし、こういったたわ言を聞くたびに、これらのチャートが金融の世界に新しいことは何もなく、せいぜい年をとった顔に新しいしわが増えた程度だということを思い出させてくれる。

イングランド銀行の株価 (1732~1846年)

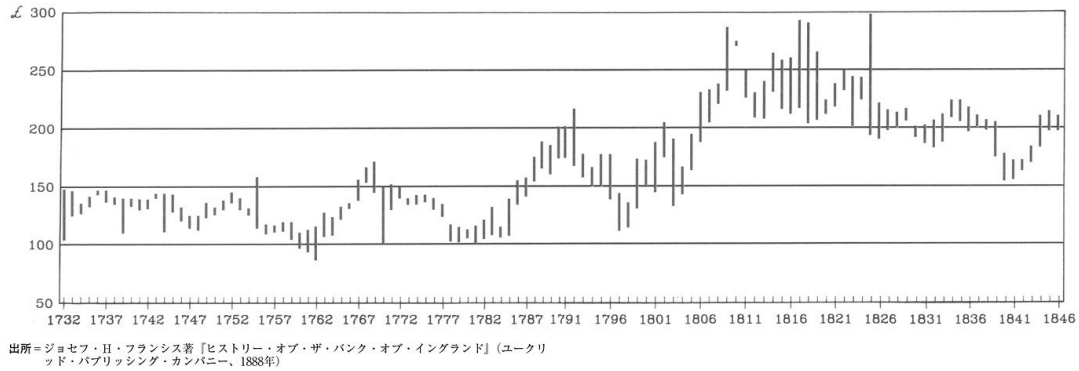


チャート36 南海バブルのチャート

金融市場では、何世紀にもわたって重要なニュースがなかった。新しい仕組みが出てきても、お金を儲けて手放さないためのカギとなる部分は何も変わっていない。例えば、熱狂は避けなくてはならない。金融市場の熱狂ははるか昔からあった。このことについて私が最初に読んだのは、チャールズ・マッケイが1841年に書いた『狂気とバブル』（バンローリング）だった。この本は、オランダのチューリップ熱（1636年）やフランスの「ミシシッピ計画」（1720年）、イギリスの「南海泡沫事件」（1720年）などについて書かれている。ちなみに、1720年はコンドラチェフの波の最初のピーク（チャート84）だと言う人もいる。このチャートは初めて出版されるもので、1711年に当時の大蔵大臣だったハーリー伯爵が南海株式会社（SSC）を設立し、自ら南海（主に太平洋）における貿易の独占権を供与して始まった南海泡沫事件の熱狂を日にちを追って記している。この会社の商業的な潜在力を正確に査定できる人はだれもいなかった。熱狂は詳細なところまでは正確に分らない現象を伴うことが多く、そこから投機的になっていく。

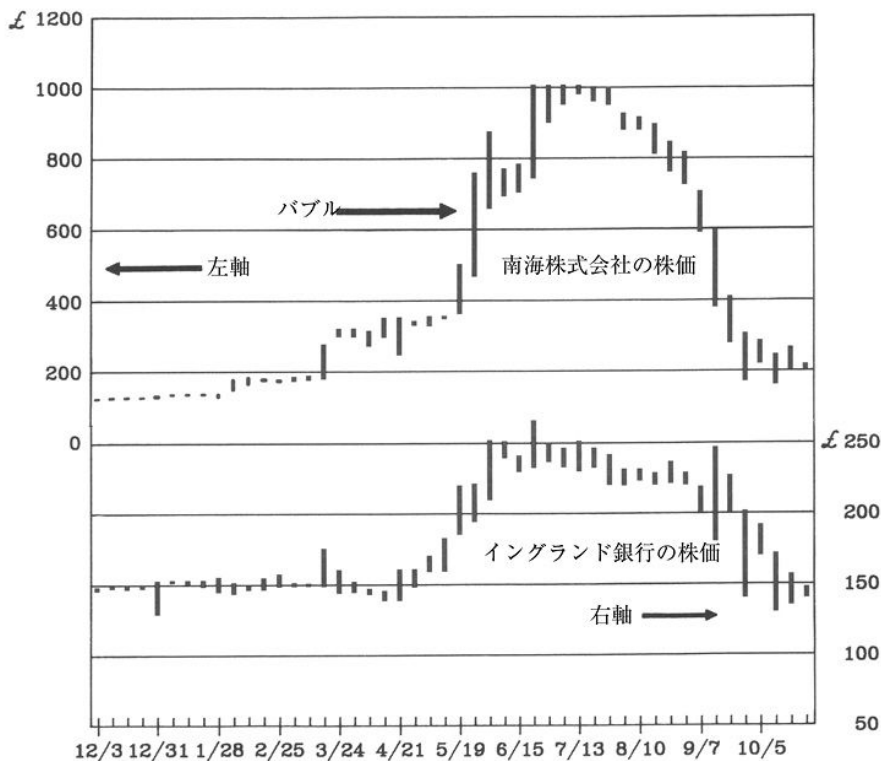
SSCは金融プロモーターの企画によって設立されたが、彼らの関心は南海の貿易よりも案件をまとめること自体にあった。1719年に株価が高騰すると、彼らはイギリス国債とSSCの株式（と夢のような南海の将来の利益）を交換する仕組みを企てた。イギリス議会はこの「タダで何かを得る」ような仕組みを歓迎した。そして、この仕組みが展開していくと、ものすごい数の人たちが、なかでも政治家（当時はたいていがお金持ちだった）がSSCの株式を買っていった。当時は、ほかに古めかしいイングランド銀行（チャート35）など多くの銘柄が高騰した。このチャートが示すように、イングランド銀行の株価は5月までに33%上昇している。しかし、SSCの株価は123ポンドから400ポンドへと225%も上昇し、一般投資家向けに販売された。

SSC株を買う政治家が増えるほどSSCの威力は増し、さらなる資金が集まった。その間にSSCは投資家がさらにタイムリーに株を買えるよう、借入金での投機に関して議会の支持を取りつけた。SSCはこれまでにないほどの高値でこれまでにないほどの公募を行ったが、実態は欲張りな大衆から集めた膨大な資金を積み上げただけのピラミッドだった。この活気あふれる環境下で夢物語のような株式会社が次々と設立され、大衆の貪欲な騒ぎに乗じて資金を集めていったが、その多くは堅実な計画も適正な経営者も備えていなかった。しかし、騒ぎのなかでだれもそんなことは気にしていなかった。

南海の富の夢を信じて、退職した労働者が一生かかって貯めた資金をSSC株に投じた結果、株価は夏までに1000ポンドに達した。発足したばかりの株式会社が潜在投資家の資金を吸い上げ続けていくために、SSCは議会に対してますます貪欲に許可されていないすべての会社の追放を要求した。当時はイギリスの王でさえ許可を与えた会社を正確に把握していなかったため、最大級の銘柄以外はすべて下落した。もちろん許可を得ているSSCは最初は下げなかったが、損失を被った投資家、特に借金で株を買った人たちはすぐに大型株（SSCやイングランド銀行など）を売って資金化する必要に迫られるようになった。そうなると事業実体のないSSCの株価は10月に200ポンドに下がり、イギリスの負債を引き受けてくれると期待されていた「偉大な」会社SSCは年明けを待たずに破綻した。このとき、ほかの多くの株式会社が破綻したがイングランド銀行だけは例外で、もちろん現在も生き残っている。

ここでの教訓は、みんなが新しい万能薬を信奉しているときは必ず新たに膨れ上がる熱狂を警戒しなければならないということだ。金融の世界に新しいダンスはなく、結局どれもウォール街のワルツの変奏曲でしかない。

南海泡沫事件 (1719/12~1720/10)



出所=ジェームズ・E・ロジャース著『ア・ヒストリー・オブ・アグリカルチャー・アンド・プライス・イン・イングランド、1703~1793』（クラレンドン・プレス、1902年）

チャート37 190年にわたる株式市場の動き

マーケットについて学んでいれば必ず見たことがあるこのチャートは、単独で見ると本書やそれ以外のチャートと組み合わせただけが面白いかもしれない。1790～1980年にかけてマーケットの大きな上昇や下落を正確に示すこのチャートは、ファンデーション・フォア・ザ・スタディー・オブ・サイクルス（FSC）が発行しているサイクルズ誌から引用した。

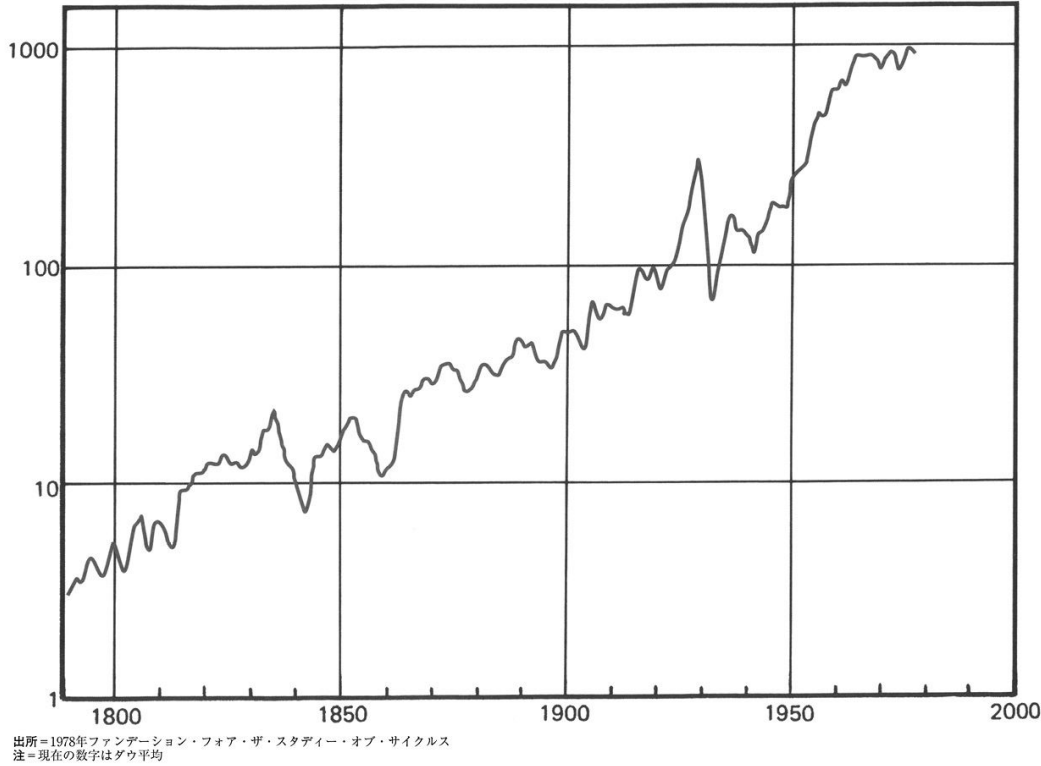
このチャートのもっとも重要な点は、マーケットが上昇したり下落したりする時期と、上下どちらの動きが大きいことを示していることだろう。例えば、1880～1910年は長い期間あまり方向感がなかったが、もしこのチャートを信じるなら、この時期は年間2.3%しか上昇していない。一方、コンドラチェフの波のファン（チャート84）は、1830年代と1870年代と1920年代に起こった強力な強気相場に注目し、55年間という長期にわたる経済の波のなかの特定の段階で起こる投機的なスーパー強気相場だと考えている。そして、彼らの多くは現在もそのような段階にあると見ている。ただ、大きな上昇期はこの3つ以外にもあった。チャート34で見たように、1840～1853年はこれまででもっとも思いがけないメジャーな強気相場だったのかもしれない。もちろん、第二次世界大戦後の上昇と比べれば、ほかの動きはみんな小さく見える。

上に「このチャートを信じるなら」と書いたが、実は私は信じていない。株価が上下している時期に関してはほかの記録と照らしてある程度信用できるが、このチャートの最初の100年にマーケットがどの程度上下したかに関しては確信が持てないからだ。この時期については、本当に役に立つ株価指数を構築できるほど十分な記録が残っていない。

FSCは尊敬に値する専門的な組織であり、彼らは全力で5つの異なった（見方によっては不適切な）指数を継ぎ合わせてこのチャートを作成した。最初の指数は1790～1831年にかけて銀行と保険会社の指数で、もちろんこれで株価全体を表したとは言えない。同じことはクリーブランド信託の鉄道株指数（1831～1854年）やクレメント・パージェス総合指数（1854～1871年）、工業株のコールズ指数（1871～1879年）などにも言える。コールズ指数以外は主要な動きの大きさを正確に測る能力に関して疑問が残る。1897年になってダウ平均が始まると、初めてこのチャートは見慣れた形になっていく。

つまり、チャートの動きの大きさを信じるなら、この190年で株価は毎年3%しか上昇していないことになる。しかし、もちろんここでは配当や異なった指数を使用していることによる不正確さは考慮されていない。ちなみに、ダウ平均も1920年代半ば以降毎年約3.5%しか上昇していない。しかしこれはイボットソンとシンクフィールドやフィッシャーとローリーの研究（チャート12）でNYSEの全銘柄とその配当を含むリターンとされている9.5%よりもはるかに低い。

年間平均株価（1790～1980年）



現在の見解

フィッシャーとローリーは長期のダウ平均が正確でないことを非常にうまく示したことになる。

チャート38 報酬に見合う利益は上がったのだろうか

1949年12月にモリスおじさんが亡くなり、父を被信託人として非課税の信託口座に25万ドルというちよつとした財産を残してくれたとしよう。1975年に35歳になると、条項によって資金はあなただけのものになる。これまで父はこの口座を資金運用会社に託していたが、彼らが報酬に見合うリターンを出しているのかどうかは常に気になっていた。特に、この26年間のリターンがマーケットを上回っていたのかどうかを知りたいのだが、どうすればよいのだろうか。

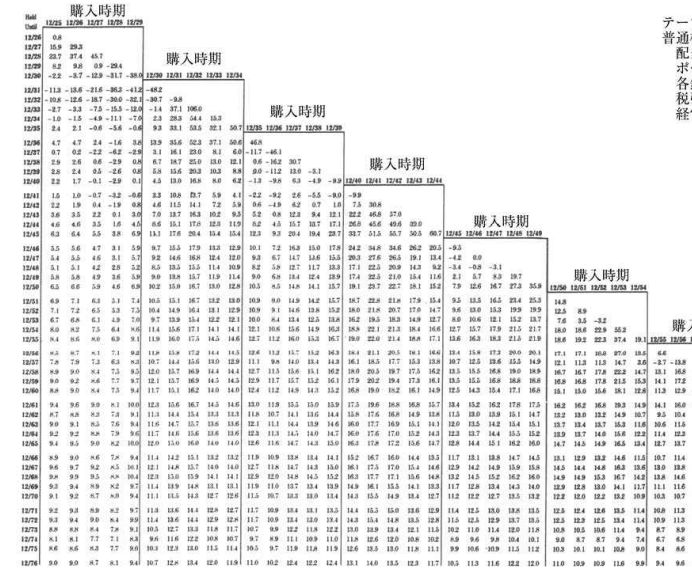
自分の信託口座のリターンは金融電卓で複利計算をすれば簡単に分かる。「PV」（現在価値）に25万ドル、「FV」（将来価値）に受取額、「N」（年数）には26を入力して「ans」（答え）と「i」（金利）を押せば年間リターン（複利）が分かる（電卓によってキーの表示が違うので、マニュアルを読んでほしい）。

計算が難しいのは、自分の信託口座のリターンと比較するためのマーケットの平均リターンのほうだ。近年マーケットのリターン率に関するさまざまな統計を目にするが、かなり以前の特定の期間のリターンを正確に教えてくれるものはない。そこで、シカゴ大学のローレンス・フィッシャー（私の関係者ではない）と彼の親友のジェームズ・ローリーが書いた本から引用したこの表が役に立つ。彼らは1926年までさかのぼって、NYSEの年間平均リターン（配当や値上がりを含める）を調べ、見やすい表にまとめた。

この表は階段状になっていて、右に行くほど低くなっている。まず、左から5段目の一番右にある「12/49」という数字は、おじさんの遺産を運用会社が管理し始めた1949年12月を示している。次に、各段の一番上を右にたどっていくと、最後のほうに12/75（1975年12月）とある。そこで、12/75の行と12/49の列の交差するところを見ると11.2という値が見つかる。これは1949年12月から1975年12月までのNYSEの年間総合リターンが11.2%だったということ。これが今回のハードルとなる。もし父が雇った資金管理会社が手数料を差し引いたあとでこれ以上のリターンを上げていれば、彼らは報酬に見合う働きをしたと考えていよう。

みんなが見たいであろうこのチャートが掲載されているフィッシャーとローリー著『ア・ハーフ・センチュリー・オブ・リターンズ・オン・ストックス・アンド・ボンド（A Half Century of Returns on Stocks and Bonds）』は大きな図書館ならたいいは置いてある。この本は、ほかにも長期や短期の米国債の特定期間におけるリターンなど、役立つ資料を多く掲載している。そのうえ株や国債のリターンを税率別に算出してあり、自分の条件や期間に合ったリターンを知ることができるようになっている。配当や金利で生計を立てている場合は、インカム部分を再投資しない値上がりだけのリターンも示してある。だからこの表を直近のデータまで更新してくれるといいだろう。

普通株の年間リターン（1925～1976年）



テーブル1
普通株の時間加重リターン
配当は再投資
ポートフォリオの残高ベース
各銘柄に均等配分
複利引き後
経常ドル（名目金額）

出所＝ローレンス・フィッシャー、ジェームズ・H・ローリー著『ア・ハーフ・センチュリー・オブ・リターンズ・オン・ストックス・アンド・ボンド』（シカゴ大学出版、1977年）

* Percent per annum, compounded annually.

チャート39 100万ドルを貯めるための2つの方法

心からお金持ちになりたいと思っているのは、あなただけではない。ただ、みんなアメリカンドリームなど「夢の宝くじ」とあまり変わらないと思っているが、あきらめる必要はない。方法はある。ただし、これはすぐに大金が入る仕組みではない。実は複利の力を使えば、ほぼだれでも退職するまでに100万ドルを積み立てることができる。必要なのは、ある程度の貯金とまっとうな投資先だけだ。

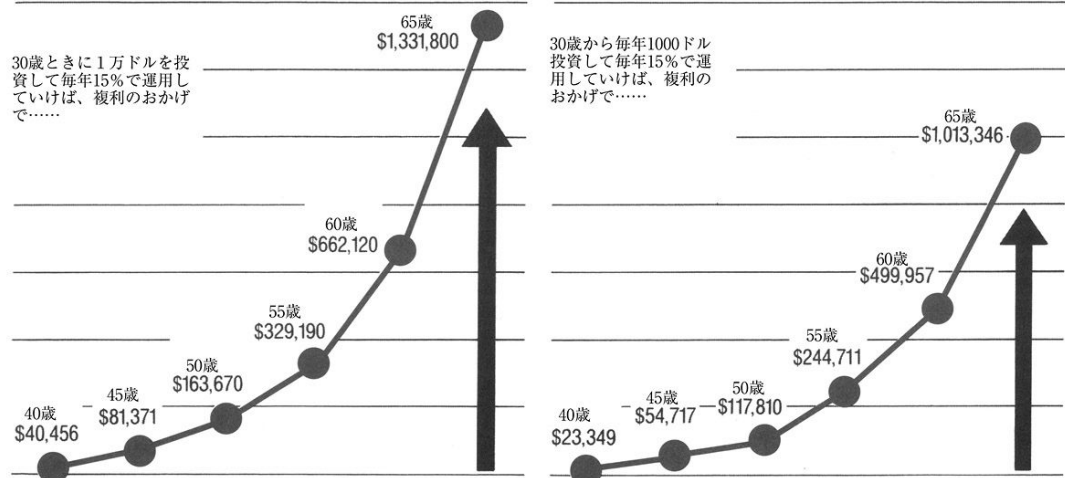
このチャートは、100万ドルを貯めるための2つの方法を示している。ひとつは一括払いの方法で、もうひとつは定期的に積み立てていく方法だ。最初の例は、30歳で非課税のIRA（個人退職年金）口座に1万ドルを持っている場合で、これが毎年平均15%（素晴らしい利率だが不可能ではない）で増えれば、65歳になったときには130万ドルになっている。驚いたかもしれないが、これが複利の素晴らしい威力なのだ。

しかし、元手の1万ドルがない場合は、30歳から毎年1000ドルずつIRA口座に貯金してほしい。そしてこれを年間15%で増やせば、65歳になったときに残高は100万ドルを超えている。信じられないかもしれないが、これは現実的な試算だと思う。ただし、いくつかの「もし」が含まれている。15%のリターンは不可能ではない。過去10年間のS&P500の平均リターンはこれを超えている。ただ、この例はインフレが考慮されていないため、もしインフレ率が年間平均4%だとしたら、100万ドルを手に入れるためには19%（15%+4%）のリターンが必要になる。これはさらに難しいが、やはり不可能ではない。過去10年間に30以上の投資信託が19%を超えるリターンを達成している。

それでも大変すぎると思うならば、もっと当たり前の方法もある。はつきりとは書いていないがチャートを見れば分かるように、2つを組み合わせてもう少し早くから始めればよい。もし25歳から毎年2000ドルをIRA口座に貯金していけば（多くの人がやっている）、30歳になったときには1万ドルが貯まっている。そして、そのまま毎年2000ドルの貯金を続けて15%で増やしていけば、65歳にはなんと400万ドルを手にすることができる。もしゴールが100万ドルでよいのならば、年間の平均リターンは10%でよく、これはさほど大変なゴールではない。過去60年間のNYSEの平均リターンでもこれを超えている（チャート12）。

つまり、アメリカではだれでも100万ドルの長者になることができる。われわれのような若い世代は、個人的に将来設計をしておけば社会保障制度が破綻する心配をしなくてよくなる。もちろんこの結果は、今後も非課税のIRA口座で運用でき、退職金や年金に繰り延べ課税が適用されるといった現行の税法が変わらない場合を想定している。政治家がこの「税金逃れ」の方法を取り上げないことを祈ろう。さもないと、100万ドルの長者になるというアメリカンドリームは、何百万人もの労働者にとってただの夢物語になってしまう。

複利の威力を示す2つの例



出所＝USニューズ・アンド・ワールド・リポート誌（1968年、USニューズ・アンド・ワールド・リポート・インク）
注＝配当やその他の年配当にかかわる税金の還付金などはすべて再投資する

現在の見解

今日ではIRAの上限が上がって100万ドルを貯めるのはさらに簡単になった。貯めて、あとは複利に任せよう。定年

を迎えて**100**万ドルを持っていない人は、**20**年前に本書が出版されたときにこれを読まなかったのだろう。もちろん、現在の**100**万ドルの価値は**20**年前のそれとは違うが、ここに書いた原則は今でもそのまま通用する。

第2部 金利、商品価格、不動産、インフレ

大学で経済学を学んでいたとき、私にとって金利は謎めいていて、どうもよく理解できなかった。これは原因なのか、それとも結果なのか。教授があえて複雑にしているのではないかとさえ思った。結局のところ、金利はお金を借りるときに払う金額で、いわばお金の価格と言ってよく、ほかの物の価格と何ら変わらない。さまざまな価格を高騰させる現象は、金利も高騰させる。このパートでは金利だけでなく、商品価格、卸売物価、不動産価格、インフレなどさまざまな価格についても学んでいく。

金利の動き

視覚的なチャートを使うことの利点は、みんなが何年もかかって学ぶことが一目で分かることにある。まず、長期と短期の金利は一緒に上下する傾向があっても、動く程度は違うということを見ていく。短期金利（例えば90日の短期国債）は30年の長期国債よりも激しく変動することが多い。このことは、金融市場がどれほど感情的かを理解すれば納得がいく。ウォール街には独特のヒステリックな考え方がある。世界が明日終わっても長い目で見れば完全に回復し、それから2〜3年もすれば近い将来はバラ色に見えるが地下鉄の悪臭はいつまでたつてもなくならない。

また、長期金利はファンダメンタルズ的なリスクが高いため、通常は短期金利よりも低いということも見ていく。長期金利と短期金利の差は、景気の活力を示すバロメーターとも言える。短期金利が長期金利よりもずっと低いときは経済がかなり健全で、2つが近いときはリスクがくすぶっている。これらのことをたった1枚のチャートと短い説明だけで学ぶことができるのは素晴らしいことではないか。

これらのチャートはほかにもさまざまなことを教えてくれる。例えば、金利は欧米諸国では一緒に上がったり下がったりするという重要なことを学んでいく。実は金利だけでなく、商品価格もインフレ率もフランスやドイツやスイスやイギリス、ベルギー、オランダ、そしてもちろんアメリカで半永久的に同じ動きをしている。経済学部の教えとは逆だが、これらの国で金利が一緒に上下している理由は資本主義が始まって以来、世界が経済で結ばれたひとつの大きなかたまりとなったことにある。皮肉なことに、経済理論の主役は経済を刺激することでほかの国よりも良い結果を出せると信じるケインズ主義者とマネタリストたちだった。しかし、それが株には当てはまらないことは先のパートですでに述べた。第2部では、これが金利やほかの価格にも当てはまらないということを見ていく。

金利に関するそのほかの教え

ここでは、金利が経済成長や企業の利益といかに密接に関係しているかや、その理由についても学んでいく。この関係がいかに密接かは、金利のトレンドを見るだけでたいいていの経済学者を上回る収益予想ができてしまうことから明らかだ。評論家はウィジャ盤を使えばたいいていの経済学者を出し抜くことができると反論するかもしれないが、それでも金利と利益率のつながりを理解することの有効性は否定できない。例えば、原油価格を予想するでしょう。これまでのプロの予想はひどいもので、大きな上げ下げはほとんど外れていた。しかし、チャート44からも分かるとおり原油価格は金利動向と密接な関係があり、金利に注意しておくだけでメジャートレンドの正しい側に常にいることができてしまう。

さらに、これまで信じてきたのとは反対に、高金利が新しい現象ではないということも学んでいく。ほとんどの人が第二次世界大戦後まではずっと低金利で、そのあとそれまで以上にひどい経済運営によって少しずつ上がっていったと思っている。私が投資家を対象に行ったアンケートでは、**95%**の投資家が**19世紀**のアメリカの金利は年率**1～3%**だったと思っていたが、これは真実とはほど遠い。チャート**45**で見るが、短期金利が**5%**を切ったことはほとんどなく、**10%**近いことも少なくなかったし、数回は（国内が平和なとき）**20%**や**25%**まで上昇したこともある。これは当時のアメリカがいわゆる発展途上国だったからで、ヨーロッパから資金を取り入れるためにはリスクが高い分だけ超高金利でなければならなかった。

それに対して、当時はイギリスが世界において現在のアメリカの地位、つまり経済安定の要だった。そのため、イギリス人はだれよりも安いコストで資金を借り入れることができた。しかし、チャート**46**には、これまでの教訓を結びつける驚くべきチャートが描かれている。イギリスとアメリカの金利は**1860年**以降同じように上下しているのだ。イギリス経済は今世紀を通して徐々に低迷していき、新興のアメリカ経済と比較した資金の借入コストはこれまでで最高になっている。

実際、**18世紀**と**19世紀**にイギリスが世界経済の中心だったことを理解しないで今日の経済を厳密に理解することはできない。アメリカの金利のボラティリティを見たあとで、アメリカの独立やナポレオン戦争や大規模な工業化、第一次世界大戦といった大惨事のなかでもイギリスが常に資金コストの中心だったことを思い出せば（チャート**47**）、イギリスがいかに世界の中心だったかということが分かるだろう。

インフレの役割

ただ、金利は単独では存在しない。もし金利こそがウォール街のワルツならば、レコードの裏面はインフレと商品価格になるだろう。金利の上げ下げはインフレ率の上げ下げと一致することが多いが、ほとんどの人が過去のインフレについては過去の金利ほど把握していない。彼らはインフレが現代の出来事であって、価格は上がることはあってもデフレで下がることはないと思っている。しかし、実際にはこれまで何度もインフレが起こっている。チャート**51**には卸売物価が**1950年**までの**200年**間に**5回**の高騰と下落を繰り返したことが記されている。しかしこの動きもチャート**49**とチャート**54**を見れば、インフレが世界中でワルツを続けている過程のほんの一部でしかないことが分かる。

ただし、これは長く続いている。チャート**50**を見ると、イギリスにおけるインフレは**1300年**までさかのぼることが分かる。これほど長期間の記録を検証できるのはイギリスしかない。インフレ率は**50～100年**に一度高騰すると、徐々に静まり、のちに沈静化する。このような激しい変動が、アメリカや世界のインフレの本当の長期トレンド（想像どおり低い）を覆い隠してきた。ただし、その間にしゃっくりのような激しいインフレは何度も起こっている。

われわれが過去に経験したインフレに関する研究は非常に面白い（チャート**52**）。一見すると**1900年**以降たくさんのインフレが起こったように見えるが、金融電卓が正しい見方を教えてくれる。**1790年**以降のインフレは、年間平均がわずか**1%**で、**1900年**以降の平均はわずか**3%**にとどまっている。怖いのは、このわずか**3%**が**80年間**続くと価格は**10倍以上**になることで、このままあと**8年**行けば、今日**1万ドル**の車は孫の時代には**12万ドル**になっているかもしれない。家なら何百万ドルになるのだろう。これだと大変だ。

不動産と商品を詳しく見る

不動産とインフレを関連付けて考える人は多いが、おそらくこれは正しい。本書に掲載したチャートからも分かるように、不動産を使っていることはせいぜいインフレヘッジ（ともしかしたら税金逃れ）で、最悪の場合はこれで投資をしたと勘違いする人もいる。一般に信じられているのとは逆に、不動産は長期的に見ればひどい投資先で、かろうじてインフレ率に追いついたとしても、数十年に及ぶとそれでもできなくなる場合がある。

不動産と株のリターンを長期と比較すると、不動産のリターンの低さに驚くだろう。特に更地を買った場合はひどい目に遭うことになる。家のほうが土地よりはましだが、それでもインフレ率にはかなわない。実際、住宅が「投資」とみなされるようになったのはほんの最近のことで、それ以前は長期にわたる消費者支出と考えられていた。

それなら、なぜみんな不動産が儲かると考えるのだろう。それは、不動産利益の大部分が、不動産が高騰した数少ないチャンスに目いっぱいレバレッジをかけた結果得たものだということをみんな忘れてしまうからだ。家を買うときは、自己資金1ドルに対して4ドルを借り入れるのが典型的なパターンで、もし価格が10%上がれば自己資金で50%の利益が上がったことになる。もちろん借り入れによって利益チャンスが増えた代わりに、リスクも拡大している。しかしみんなこのリスクは忘れて、第二次世界大戦後に広がったインフレ主導の不動産ブームを歓迎した。本書のチャートは、かつて不動産価格が低迷していた長い期間について教えてくれたり思い出させたりしてくれるだけでなく、将来に対しても現実的な期待を持って備えるよう促してくれる。

次に、商品価格を見ていこう。商品価格が弱含んでいるときに、インフレ率や不動産価格が上昇することはほとんどない。チャート56では、これまで商品価格がいかに低迷していたかを見ていく。もし不動産を買いたいときは、商品市場がある程度強含むのを待ったほうがよいのかもしれない。不動産にある程度インフレヘッジかそれ以上の効果があるのならば、商品価格にも同じことが言える。

たいていの人にとって究極のインフレヘッジは金（きん）だろう。チャート57は、金のインフレヘッジとしての利点はあつたりなかつたりして混乱したことや、本当に長期間金を保有してきた人の多くが冷遇されていたことを教えてくれる。ほんの2〜3回のほんの2〜3年という例外を除けば、金はインフレにもそれ以外の価格にも遅れをとっている。そして、このことはほとんどの主要な商品に関しても言える。激しいインフレの後押しで価格が高騰しないかぎり、いわゆるインフレヘッジと言われる投資は避けたほうがよい。

長期間で見れば、インフレは各国の政府が紙幣をどれほど印刷しすぎたかを示す数字でしかない。商品、不動産、通貨はインフレや金利に左右されるという意味では本質的に同じで、みんな価格という領域でつながっている。

歴史を見ると、インフレは戦争のさなかに起こっている。戦争は経済にとって良いという意見もある。確かにチャート55は商品価格が戦争の前と途中で高騰し、終わると何年にもわたって下落することを示しており、投機家にとっては良いのかもしれない。しかし、やはり戦争は経済にとって良いことではない。戦争が有害だということを示す証拠は数多くあるが、本当の意味でその反証となるものはない。戦争は短期的な欠乏や混乱を招き、それが価格を高騰させ経済を混乱させる。

もしインフレや高金利や商品価格の変動を避けたいければ、まずは戦争を避け、次に政府から紙幣の印刷権限を取り上げるべきだろう。それができれば、インフレによるバブルと崩壊のサイクルを避けられるため、行間を読んで堅実な金本位制の長所を考えたりしなくてもよくなる。かつてイギリスが世界経済の中心だった時代には、これと同じことをやっていた。

2007年のコメント

ここで私が言いたいもっとも重要なことは、長期的かつグローバルな視野に関することだ。1987年には、高金利は避け難いように見えた。私が大人になってから金利はずっと高かったが、世界中がそうだったわけではない。それはなぜだろうか。

さらに視点を広げると、今日の金利が異常に低いわけではない（確かに歴史的に見れば低いほうではある）。1970年代と1980年代の金利は、世界中で行われた悲慘な金融政策のせいで奇妙なほど高かった。今日の中央銀行には、当時はなかった膨大かつ迅速な情報と経験がある。彼らは、前任者たちが知らなかった理論を学んだり試したりできるし、間違えてもずっと素早く対応できるため、最悪の間違いを犯してもかつてほどひどい事態にはならない。ただ、通信技術の進歩が世界の中央銀行の連携と協力体制をこれほどまで向上させることを、1987年の時点で私は予想できなかった。

実は、戦争とインフレのつながりに関するコメントと同じことがここでも言える。何十年前の戦争で主な資金源

はインフレだったが、今は違う。3つの要素がこのつながりをほとんどなくしてしまったからだ。1つ目に、主要国のインフレは世界中で連動しているため、ある国のインフレ率が他国とともに上下すれば、インフレのコストもある程度は貿易相手国に助けられることになる。ユーロができて、各国のインフレが加盟国と直接的にかかわるようになると、この傾向はさらに強まった。2つ目に、ソ連の崩壊によって冷戦が終わると、戦争の規模は縮小した。今日の戦争は、**GDP**（国内総生産）や世界の株式市場の規模と比較して見た場合、かつてよりもずっと小規模になっている。

3つ目に、技術の劇的な進歩によって、これまでにないほど高速かつ安い半導体、レーザー、光学機器、ワイヤレス通信機器などが開発され、新しい軍事技術が戦争の形態を大きく変えた。長期にわたる戦闘や人海戦術、基本的な軍需品や機材などは必要なくなり、今日ではレーザー誘導爆弾や暗視スコープなどによってアメリカはアフガニスタンやイラク（世界で4番目に大きい軍隊と言われていた）などの国をほんの何週間かで倒すことができるようになった。死傷率も費用も昔の戦争に比べればはるかに低い。戦争が技術とスピードの領域に移行すると、経済や市場と比較したコストも激減した。例えば、現在も進行中のイラク戦争のコストは、**2006年**が**870億ドル**と言われている。しかし、これはアメリカの**GDPの0.7%**でしかないし、インフレがかつてよりも世界的なものになったことで、**2006年の870億ドル**は世界の**GDPの0.2%**にしかない。これならさらに紙幣を印刷してインフレを加速させる圧力にはならないため、ほとんど無視してよい数字と言える。

さらに、私の**20年前**の見方の多くは、私の経験と、金利やインフレが比較的高水準で推移するという予想に基づいていた。しかし、インフレや金利は、長期も短期も害のない水準で推移してきた。これは**FRB**やほかの中央銀行が将来もバカな間違いを犯さない、あるいは犯せないということなのだろうか。それは違う。それに、新興市場の中央銀行が愚かな間違いを犯すことだってあり得る。ただ、時とともに中央銀行も全体としては向上していく。本書を最初に執筆したときもそうだったし、この**20年間**もそうだった。

もうひとつ言えば、この**2～3年**の不動産ブームを考えると本書に掲載した不動産関係のチャートは面白いほどタイムリーだ。われわれは**2007年**に不動産バブルに突入しているというのが一般的なコンセンサスになっているが、私はそうは思わない。バブルは、崩壊したあと年月を経てからでないとバブルとは言えないが、崩壊はまだ先だ。そのうえ、バブルのときは「新しいパラダイム」とか「今回は違う」などと言われ全体的に高揚感が漂うものだが、**2006～2007年**にはそのようなものがまったく見られず、むしろ懸念すらある。さらに、不動産人気は特定地域に集中しており、価格はマイアミでは下落しているのにサンフランシスコでは高騰したりしている。それに、金利が過去の水準と比較して高くない時期に不動産価格が落ち込むとも考えられない。これは、過去**2～3年**がお金を借りるにはとても良い時期だったことをすっかり忘れて、流動性が少しでも下がれば「バブル崩壊」につながると想像するようなものだ。バブルが膨らんでいるとしても、不動産は長期的に見れば投資先としては株よりも劣っているし、流動性も低い。特大のリターンはレバレッジによってそう見えているだけにすぎない。

それではチャートを見ていこう。

チャート40 金利の変動

25年間の短期金利と長期金利を示したこのチャートを初めて見たのは、アメリカを戦後最悪の不況が襲った1974年だった。このチャートからはいくつかの教訓を得ることができる。まず、短期金利と長期金利は同じような時期に同じように動くことが多い。例えば、1953年と1957年を見ると、ほぼ同じ時期にピークを付けている。1970年には短期金利のほうが長期金利よりも先にピークに達しているが、その差はわずか2〜3カ月しかない。そこで、投資家にとってこのケースは、短期金利が長期金利の今後を示唆するシグナルとなった（チャート42）。しかし、1973年には短期金利がピークを付けてから下落し、再び上昇に転じたあとは両方とも1974年末の時点でまだ上昇している。

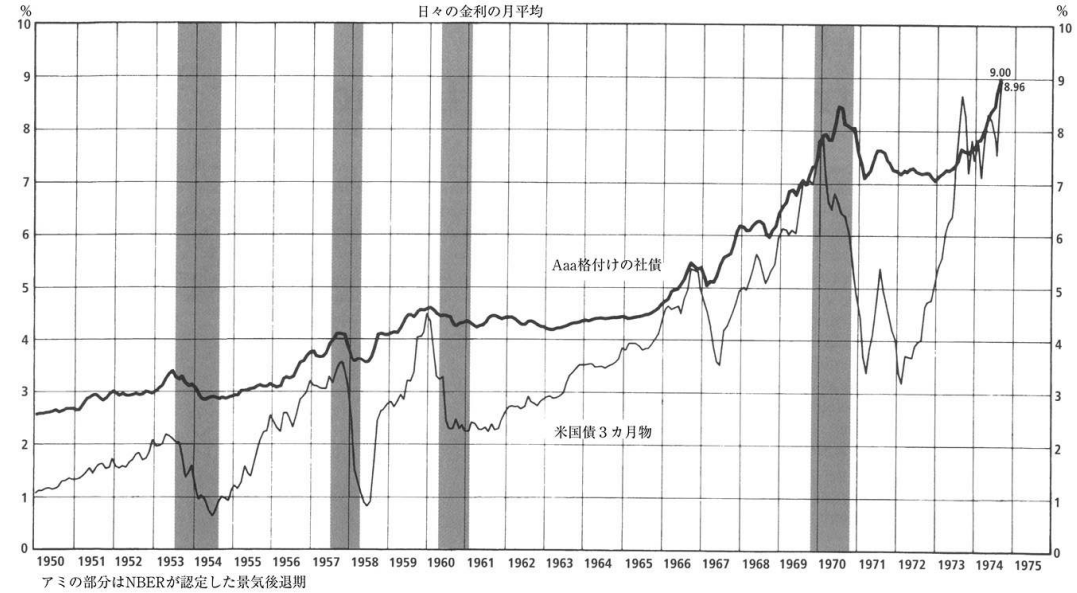
世の中に完全なものなどないが、このチャートの不完全さが別の完全なルールを示している。金利が何カ月も急落すると、経済は非常に弱含む。アミの部分は、NBER（全米経済研究所、景気に関する米国の公式見解を示す組織）が景気後退の時期とした期間を示しているが、これを見ると1966年を除いて、金利が急降下したときは景気が必ず後退し始めている。

1974年末の経済は崖っぷちにあり、フォード政権が「今こそインフレに鞭を打つ」（WIN政策）と金融引き締めを宣言した。当時配られたWINバッジを覚えているだろうか。さらに大統領はすでに低迷期に陥っていた景気循環についても反論したが、短期金利を観察していれば1973年の「ピーク」が景気後退の警告になっていたはずだ。つまり、もし大統領が誤った政策を打ち出す代わりに事実を把握していれば、1974年はそれほどひどいことにはならなかっただろう。結局、景気後退は1973年末には始まっていたが、そのことはまだこのチャートには反映されていなかった。金利は1974年末から下がり始めたが、これは景気が後退しているときには普通のことだ。このケースのように短期金利がピークを付けると景気後退に陥るというルールは、読者にとって良き案内役となってくれたはずで、金利動向はしゃっくりをしたあと正しい位置に落ち着いた。

このチャートの教訓はほかにもある。短期金利は長期金利に比べて低く、変動幅も大きいことが多い。長期の貸し付けは問題が起こる可能性が高くてリスクが大きいため、貸し手は高い金利を課そうとするからだ。このことから、やはり長期間にわたって機能してきた警告のサインとして、短期金利が大きく変動して長期金利に近づいたり上回ったりするときは注意が必要である。

しかし、これらの教訓が1986年末の環境とどうかかわっているのだろうか。1985〜1986年と下がり続けた金利は、現在の政府統計が示しているよりも景気が弱含んでいることを示している。しかし、短期金利が6％で長期金利よりも2〜3％下を推移していることから、さほど心配する事態ではないということが分かる。

長期金利と短期金利（1950〜1975年）



出所＝セントルイス連邦準備銀行

現在の見解

1980年代の終わりになって、歴史的な高金利の時期が再びやってきそうである。ただ、金利が1970年代から1980年代半ばほど高くなる可能性は低い。世界の中央銀行が経験を積み、リアルタイムの情報を入手できるようになったので、過去にあったような大きな政策の間違いを犯す可能性が低くなっているからだ。私の短期金利と長期金利に関する見方は大幅に更新されていて、それについては『ザ・オンリー・スリー・クエスチョンズ・ザット・カウント』（バンローリングから近刊予定）の第2章と第6章を参照してほしい。インフレは、中央銀行のまづい政策に

よって加速するが、過去3代のFRB議長は、それ以前の議長たちよりも優れた手腕でマネーサプライとインフレを操作してきたと思う。

チャート41 長期金利——世界経済のなかの4カ国

このチャートは、多くの経済学者が認めようとしないう秘密、つまりわれわれは世界経済のなかで生きていて、国境の外の出来事から逃れることはできないということを示している。ここには欧米4カ国の20年間にわたる長期金利が記されているが、1970年や1974年などといった大きなピークはどの国も避けられなかったことに注目してほしい。また、大きな谷もほぼ同じ時期に訪れている。ある国の金利が上昇すればほかの国の金利も上がるし、ある国の金利が下がればほかの金利も下がる。

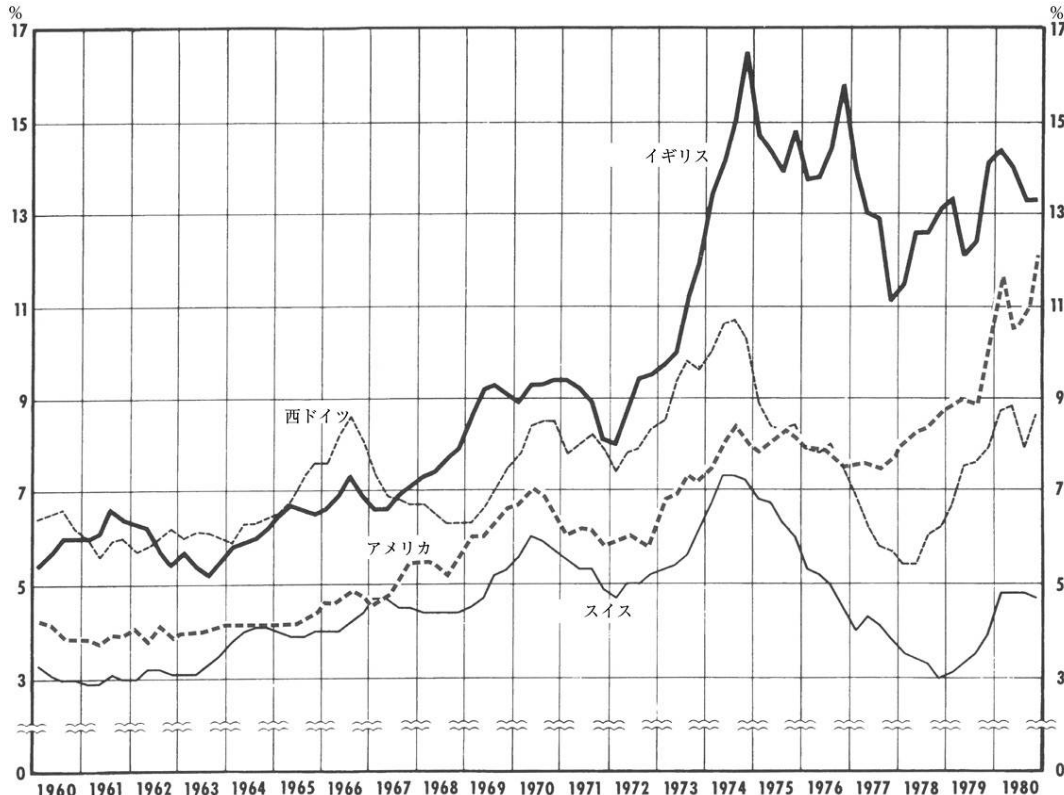
ある国がトレンドに逆らうことは可能だという考えにみんな固執しているが、そうなることはめったにないし、たいていは失敗に終わる。経済学者は政治的な考えに惑わされ、自国の運命を他国と切り離してコントロールできるなどと主張したが。政治家は経済的独立性とそのための独自の方法をまくしたてるが、曲がりくねった川を下る自分の船を操る能力を示さない船長にだれが投票するだろうか。経済に関して言えば、われわれがみんな一緒に流れていることは歴史が物語っている。レーガン大統領は最近のアメリカのインフレと高金利を退治して評価されたが、彼がこの結果を生み出したのではなく、この流れに乗っただけにすぎない。しかし、このとき外国に目を向けて同じ現象が世界中で起こっていることを見ようとした人はほとんどいなかった。

そしてこのことは昔からずっと続いている。チャート51とチャート57で1920年代と19世紀の商品価格や卸売物価を見てほしい。たとえGNPに占める対外貿易の割合が小さくても、われわれは外国の動きから逃れることはできない。

ここからの教訓は、外国で起こっていることを必ず把握して、自国でこれから起こることを把握するということだろう。1986年に西側諸国の大部分で金利が下がっていたとき、アメリカに金利上昇圧力はほとんどなかったが、下落する余地は十分あったと考えられる。また、このことから株式市場と債券市場が高騰していた理由も察することができる。

このチャートは、セントルイス連邦準備銀行月報1981年10月号から引用した。同行には経済データが豊富にそろっていて、チャートファンなら同行に書面で申し込むだけで無料で購読できるインターナショナル・ファイナンシャル・スタティスティックス・アンド・USファイナンシャル・データも役立つだろう。

4 力国の長期金利（1960～1980年）



現在の見解

これらのことは今でも変わらない。世界はこれまでずっと、みんなが想像するよりもはるかに相関性があったし、そのつながりはますます強まっている。

チャート42 これらの利回りにはつながりがありそうだ

前のチャートと同様、ここでも異なる国の金融界の出来事が同時に起こっている。今回は金利と配当利回りだが、ヨーロッパの4カ国がどれほど密接にかかわっているかがよく分かる。まずは長期国債（各国でもっとも高品質のもの）の金利を見ていこう。金利は国が違っても一緒に上下していて、これらの国には何らかのつながりがあるように見える。**1957年**にイギリス以外の金利はピークを迎えた。イギリスの金利はそのあと少し上がったが、**1959年**には4カ国の金利がそろって下落し、その後同時に底を打った。

ただ、多少の変化はある。**1960～1962年**には多少のばらつきがあり、ドイツとイギリスの動きは似ていたが、ベルギーとオランダは違った。しかし、**1963年**からは4カ国の動きがまた一致している。しかし、それでも納得できなければ配当利回りを見てほしい。ドイツはほかの国がピークを付けた**1958年**よりも1年前にピークを付けたことと、オランダの利回りが**1960年**に上昇しなかったことと、ベルギーの利回りが**1961年**に上昇しなかったことを除けば、4カ国の利回りは毎年ほぼ同じ動きを見せている。

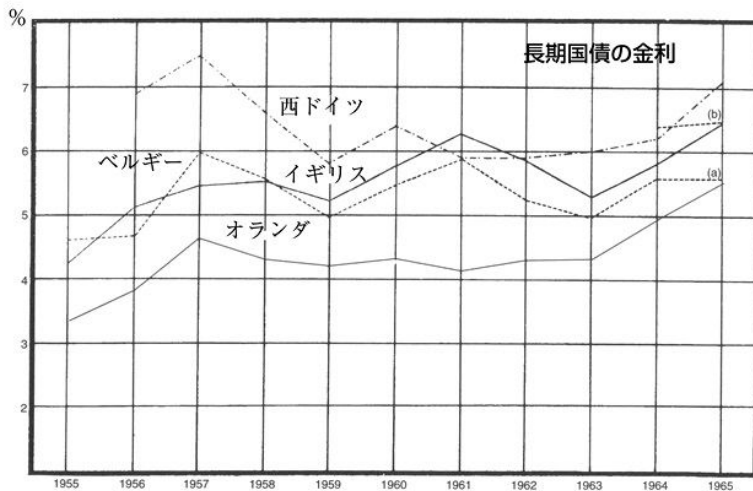
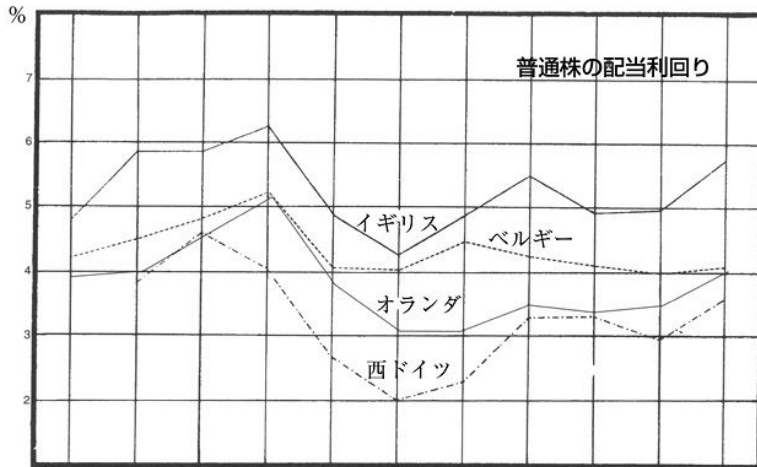
ここでの教えもほかと同様、主要国の経済の特性は相互に結びついているということである。さらに、チャートからはウォール街の機知を磨くためのケーススタディーとして、いくつかの単純な教えを得ることができる。まずもっとも明らかなのは、多くの出来事が同時に起こることだ。ある国で変化が起これば、それが金利でも、配当利回り、株価、通貨、商品、不動産でも、その影響は各国に及ぶことになる。

次に、このチャートは典型的なダイバージェンスも示している。例えば**1957年**の配当利回りはドイツが下げに転じたのにほかの3カ国はまだ上げ続けていることから、ドイツの動きに注意しろというシグナルになっている。ドイツの利回りがまた上昇に転じた場合でも、ほかの国が近いうちに下げに転じた場合でも、ドイツの足並みがそろわない時期が長くなるほどほかの国の金利が下がる可能性は高くなる。そして、そのとおりになった。同じ現象は、**1961年**に各国の利回りが上がっているときベルギーの利回りだけが下がり始めたケースにも当てはまる。ほかの国が下がり始めたとしても、ベルギーが反転して再び上昇し始めたとしても、ベルギーの下げが警告サインだった。トレンドをブレイクしてそれが続けば、それは将来の方向性を示唆している可能性が高い。

もちろん、ダイバージェンスに必ず意味があるわけではない。たいていはひとつの国が短期間流れから外れても、すぐにまた他国と足並みをそろえる。しかし、ときにはひとつの国が長く独自の道を歩むこともあり、特に国内が混乱しているときはそうなる傾向が強い。ダイバージェンスは確実ではないが、強力な警告になる場合があることを覚えておいてほしい。

ヨーロッパの金利はロンドンのフィナンシャル・タイムズ紙に載っているし、一部の情報ならウォール・ストリート・ジャーナル紙やバロンズ紙にも載っている。これらの数値を見て、警戒のシグナルとしてほしい。

4 力国における普通株の配当利回りと長期国債の金利 (1955~1965年)



出所 = 「キャピタル・マーケット・イン・ヨーロッパ」(ミッドランド銀行、エコノミック・リサーチ・グループ、ロンドン)

チャート43 やぶの中のヘビには気をつける

私が「ヘビ」と呼んでいるこのチャートは、今後2～3年の株と債券の基本的なトレードオフを描いている。このチャートは、企業の資金調達能力を収益成長と借入コストで比較したもので、左軸が金利（優良企業の社債）、右軸が収益成長率（S&P400）になっている。ここから分かるとおり、金利と収益成長率にはかなりの相関性がある。収益成長率が高いときは急速な景気拡大の後期であることが多く、金利が高くなっている。また、金利が下がっているときは収益成長率も下がっている。

このことは、もし過去の関係が継続して金利が下げ続ければ、収益成長率も下がっていくかもしれないことを意味している。収益成長が遅ければ、株式市場にとっては問題だ。本書執筆時のダウ平均は2100ドル近辺で、収益は約115ドルになっている。言い換えれば、PERは18倍だが、PERチャート（チャート1）を見ると18倍は歴史的には高い倍率だと分かる。

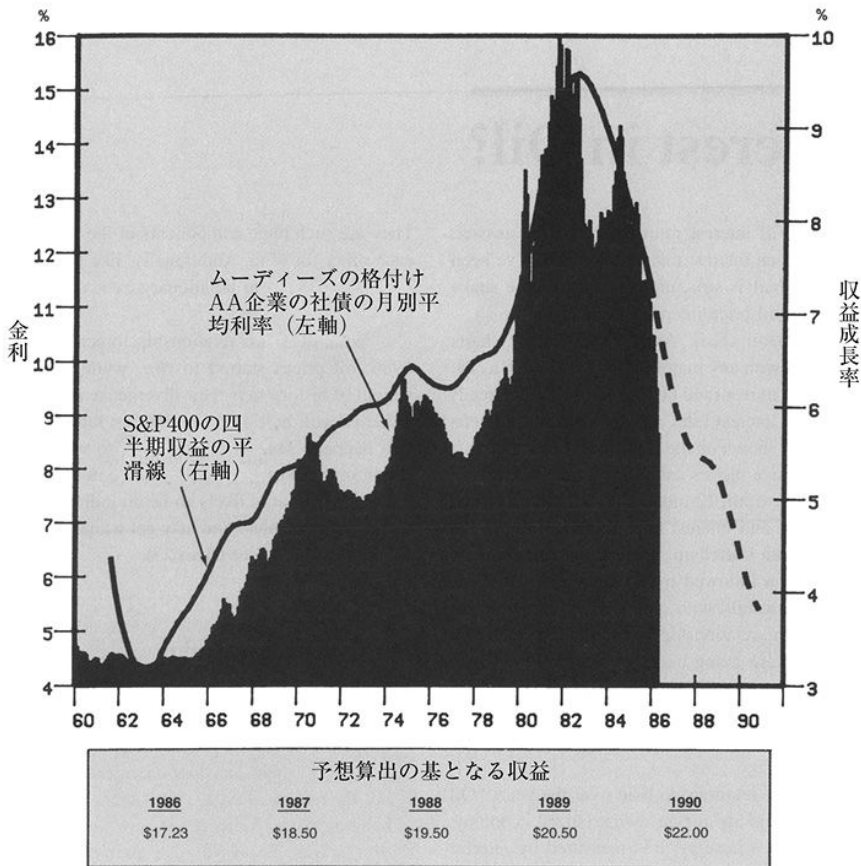
しかし、PERはどれくらいなら高いのだろうか。話を簡単にするために、PERを20倍としよう。まず、PERを逆にして、株式利益回り（1株利益÷株価=1÷20）を計算すると5%になる。この数字は、企業（株）を所有したときの利回りで、債券利回りと直接比較できる（チャート4参照）。もし株の利回りが債券の利回りよりも低ければ、これから2～3年で企業の収益が急増して債券利回りを上回らないかぎり株を買う意味はない。債券は先に支払いをしてくれるが、株の収益の多くは事業に再投資されるため、債券のほうが株よりもファンダメンタルズリスクは低い。

つまり、ダウ銘柄のPERが18倍ならば株式利回りは5.6%（1÷18）になる。これを現在の債券の利回りである8.5%と比較すると、企業の収益が高騰して債券利回りが3%以上下がらないかぎり、株が有利とは言えない。債券の利回りが少ししか下がらなければ、収益はダウ平均が2100ドルを維持できる水準まで上がる必要がある。

しかし、ヘビは債券利率が下があれば収益成長の見通しも下がることを示している。ヘビによれば債券利回りが8%ならば収益成長率は5.5%で、これはダウ銘柄の収益が3年間で115ドルから121ドルに増えることを意味している。しかし、ダウ平均が2100ドルならばPERは17.3倍（2100÷121）となり、株式利益回りはわずか5.8%（1÷17.3）でまだまだ債券の8.5%よりは低い。

つまり、ヘビによれば債券利率が大幅に下げて6%未満にならないかぎり、株のほうが有利になることはない。しかし、債券利率が5.5%ならば、投資先としての魅力は株とほぼ同じと言える。ヘビの予測では、収益成長率が4%ならばダウ銘柄の3年後の収益はわずか129ドルで、利回りが上がったとしても6.1%では債券をほんのわずかに上回ったにすぎない。これが収益と金利と将来の株価のトレードオフで、やぶのなかのヘビの正体だ。

AA債券とS&P400銘柄の収益の比較（1960～1986年）



出所＝このチャートは、メрил・リンチ・ピラス・フェナー&スミス・インコーポレーテッドの許可を得て、「インベストメント・ストラテジー・クォーターリ」から引用（1986年メрил・リンチ・ピラス・フェナー&スミス・インコーポレーテッド）

現在の見解

2007年の今、われわれは歴史的に見ても珍しい経験をしている。2002年以降、世界中で株式の利回り（PERの逆数の株式益利回り）が債券利回りを上回っているのだ。この現象は長い間続いたので、CEO（最高経営責任者）たちは安く借り入れた資金で自社株を買い戻したり他社を買収したりして収益を押し上げているのだ（チャート4とチャート30の「現在の見解」参照）。

チャート44 石油価格に関心が集まる理由

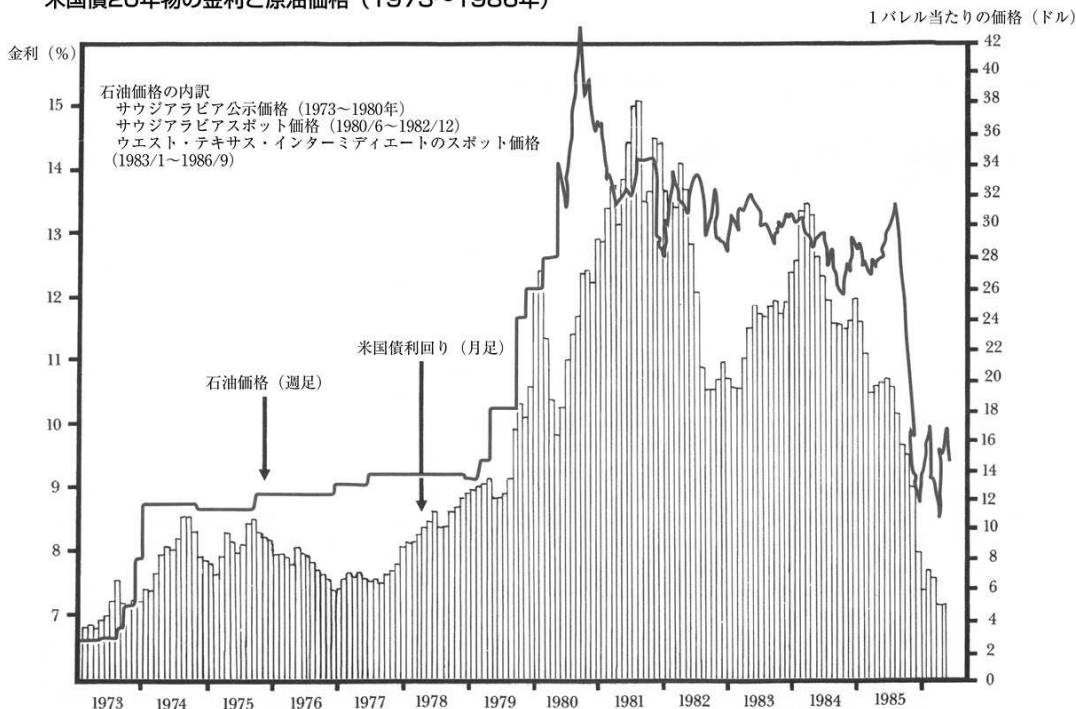
石油価格はこのまま下げ続けるのだろうか。金利は下がるのだろうか。その答えは、金利と石油価格の関係に注意しておけば分かる。この2つはこれまでかなり緊密な関係で推移してきた。このチャートは構造的には「ヘビ」（チャート43）と非常によく似ており、石油価格と金利の驚くべき関係を、OPEC（石油輸出国機構）主導の石油危機から年代順に記してある。ほかのチャートでもそうだが（チャート40やチャート45）、主要な金利（例えばここで使っている米国債20年物）はほかの債券のトレンドを反映していることが多い（つまり代用することも可能）。このチャートは左の縦軸が金利、右の縦軸は石油価格になっている。

1973～1986年は石油の大きな動きと長期国債の変動の12カ月以内の方向性が一致している。トレンドが乖離したのは1983～1984年の短い期間だけで、1975～1978年の石油価格と金利はほぼ横ばいに近く、そのあと上がり始めた。このときは金利が先に動いたが、ピークを付けたのは石油のほうが1980年で早く、そのあと1981年に米国債がピークを付けた。それ以降は基本的に下り坂で、唯一の例外は1983～1984年にかけての金利の一時的な上昇だった。面白いことに、この関係は1983～1984年に石油価格が再び上がるか（実際にはならなかった）、金利が下げに転じる（そうなった）ことを示していた。そのあとは1984～1985年にかけて金利は急落していたが、原油は上げていた。そのことは1985年後半の石油価格がその後12カ月間にわたって急落することを示唆していた。

しかし、石油価格と金利はなぜ長期間同じように動いてきたのだろうか。石油は、工業経済におけるもっとも基本的な商品と言えるが、もうひとつのカギとなる商品がお金であり、その価格は金利で示される。景気を拡大したり縮小したりする経済力は、経済の主要部分の需要を統合的に動かしていくが、そのなかに石油とお金も含まれている。これらが全体に占める割合は非常に大きいため、お互いがその影響から長期間逃れることはできなかったのだろう。そのうえ、ほかの商品と同様、お金も石油もインフレトレンドに敏感で、短期的にはインフレが懸念材料になるということもある。

この関係は近い将来について何を教えてくれるのだろうか。1986年半ばに石油価格が上がり始めたとき、金利は下げ続けていた。歴史を見ると、2つの乖離が長く続く可能性は低いため、石油価格が下がるか、金利が上昇に転じることになる。そのどちらになるかは数カ月、あるいは数年先に良い手掛かりがある。一方がどちらかの方向に大きく動くと（例えば1982年の米国債のように）、それが石油と金利の長期トレンドになる可能性が高いのだ。一時的な反転はあるかもしれないが、さほどひどくはならないだろう（チャート23参照）。

米国債20年物の金利と原油価格（1973～1986年）



出所＝このチャートは、メルル・リンチ・ピアス・フェナー&スミス・インコーポレーテッドの許可を得て、「インベストメント・ストラテジー・クォータリー」から引用（1986年メルル・リンチ・ピアス・フェナー&スミス・インコーポレーテッド）

現在の見解

今日では石油と金利に相関性はない。当時のインフレ高騰を主導したのはむしろやる世界中の中央銀行だったが、現在の石油価格の急騰は供給不足によるものだった。さらに、今日のアメリカ経済はかつてよりも効率的なうえ、**GDP 1** ドルに対するエネルギー依存度も低くなっている（逆ではない）。そのうえ、当時は今日のような優れたリスクヘッジ商品がなかったため、商品はインフレヘッジにも使われていた。しかし、今ではデリバティブを使って正確にヘッジできるため、商品がヘッジの仕組みを提供することはなくなった。

チャート45 高金利は繰り返し起こる悪夢だ

「古き良き時代」とよく言うが、アメリカの高金利がベトナム戦争後の新しい現象だと思っているのなら、それは間違っている。多くの人が第二次世界大戦前に金利が10%を超えたことはないと思っているが、このチャートを見ればそうではないことが一目で分かる。これを見れば、19世紀の短期金利は頻繁に高騰し、高金利が珍しくなかったことに納得してもらえるだろう。そして、もしかしたらその再来に備えておくべきなのかもしれない。

このチャートは、1841～1918年の短期CP（コマースルペーパー）の金利を示している。CPは短期債券の一種で、財務状態の良い大企業が発行する社債だ。競争力が高く、短期金利全般の目安にもなる。

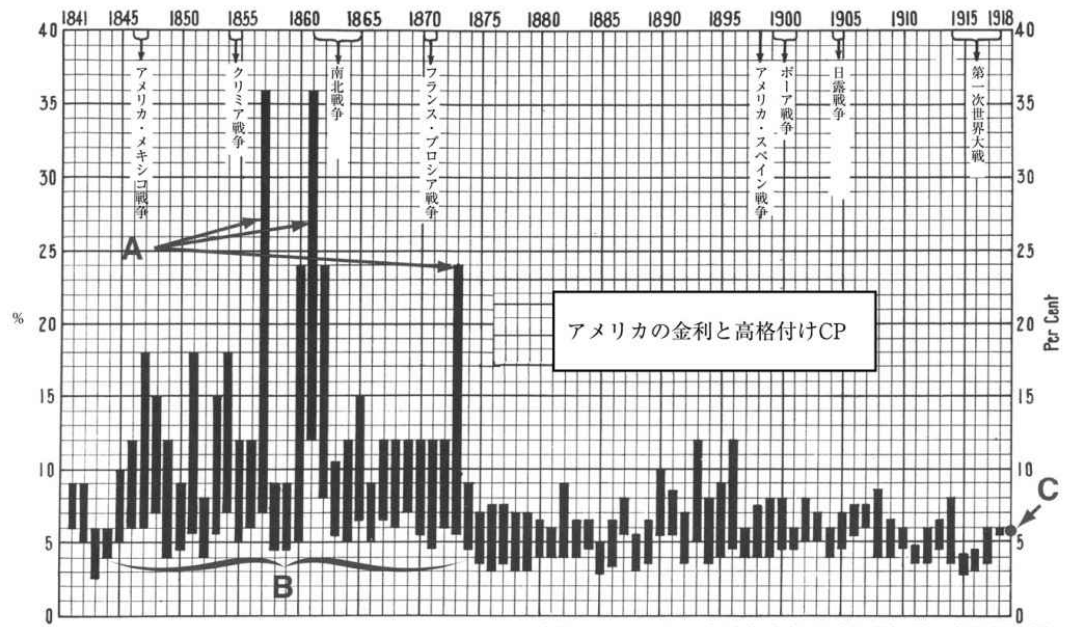
まずはAの矢印を見ると、南北戦争直前の短い期間と1870年代に、短期金利（年利）が25～30%という高水準に達している。そのうえ1845～1875年という長い期間（B）に短期金利が10%を下回った年がほとんどないのも興味深い。

なぜ金利はこれほど高かったのだろうか。理由のひとつは、戦争やパニックと崩壊、通信手段の悪さ、致命的な疫病、規制や保険の不足など、当時はリスクが高かったということがある。貸し手は高リスクならば高い見返りを求める。ただ、最大の理由は資金需要の大きさだったのかもしれない。当時のアメリカは工業革命途上の二流国で、工業化のための資金をヨーロッパから引き寄せるためには他国よりも高い金利を払う必要があった。

このチャートからは3つの結論を得ることができる。1つ目は、高金利が最近の出来事ではないということ、アメリカ史上何度も繰り返し起こっていた（別の例はチャート46を参照）。2つ目は、1979～1983年の高金利が近年で見れば極端に高いが、歴史的標準からすればさほどでもないということだ。3つ目は、これまで高金利の時期が何度も訪れたように、今後も訪れる可能性があるということだ。Cは1986年エプリルフル現在の30日物CPの利率で、今のところは低いが、いずれは「古き良き時代」のように高くなるだろう。みんなが昔を懐かしがるようになったら、ハンバーガーは安かったがお金は高かったことを思い出してほしい。

このチャートは、1870年以前の金利を示した最初の信頼できる記録だと考えられている。情報源は当時の新聞で、実際に掲載されていた3～6カ月のCPの利率を集めている。私は1930年や1870年の暴落に匹敵する規模だった1837年の恐慌以前にこのチャートを作成しようとしたが、当時の適当な記録が入手できなかった。したがって、このチャートは傑作だと思う。

アメリカの金利と高格付けCP (1841～1918年)



出所＝バートン著『ア・センチュリー・オブ・プライス』（マガジン・オブ・ウォール・ストリート誌、1919年）

金利——このグラフは、1870年より前に作成された金利に関する最初の真正な記録と考えられている。金利は当時の新聞が毎日掲載していたデータをまとめるなど、非常に労力をかけた調査が行われた。高格付けの3～6カ月CPは、コールレートや銀行借入金利より正確に実状を反映しているという考えから選択された。そのうえ、金利が早めに公表されることも利点と言える。このチャートは苦勞の末に1837年のパニックまでさかのぼって作成されたが、1841年以前については適切なデータが入手できなかった。1930年代の後半は、金利に関係なく資金が調達できない時期があった。明らかな資金不足と高金利が、1873年以前の金融史をさらに面白くしている。

現在の見解

1970年代と1980年代の金利は、世界中で行われてきた金融政策の失敗によって大変高かった。技術の進歩と経験豊富な中央銀行の担当者と今日入手できる広範囲のデータによって、世界中で中央銀行のミスが将来減れば平均的には適正な金利になる。動揺とミスはなくならないが、昔よりは確実に減っている。

チャート46 125年に及ぶコンソール債の教え

コンドラチェフの波のファン（チャート84）は、彼らの理論を実証するこのチャートが好きに違いない。私は、これが本書のほかのチャートと同様に金融とほかの欧米主要国の経済が織り成す関係をよく表しているという意味でありこのチャートを気に入っている。ここでは1855～1980年のアメリカの鉄道債券とイギリスのコンソール債の利回りを比較している。鉄道株は、1860年から1929年の世界大恐慌にかけてアメリカでは最優良銘柄だった。また、19世紀半ばにはアメリカをとりこにしていた。ちなみに20世紀前半の金融市場でこの地位についたのは自動車で、新しい技術の発展がインフラに影響を及ぼした（チャート34参照）。一方、イギリスのコンソール債はイギリス領土で発行されていた長期債で、大英帝国最盛期の17世紀と18世紀（チャート35）には世界一保守的な投資先だった。第二次世界大戦前のコンソール債が担っていた流動性の高い安全な投資先としての役割は、現在ではアメリカのTノート（中長期債）が担っている。

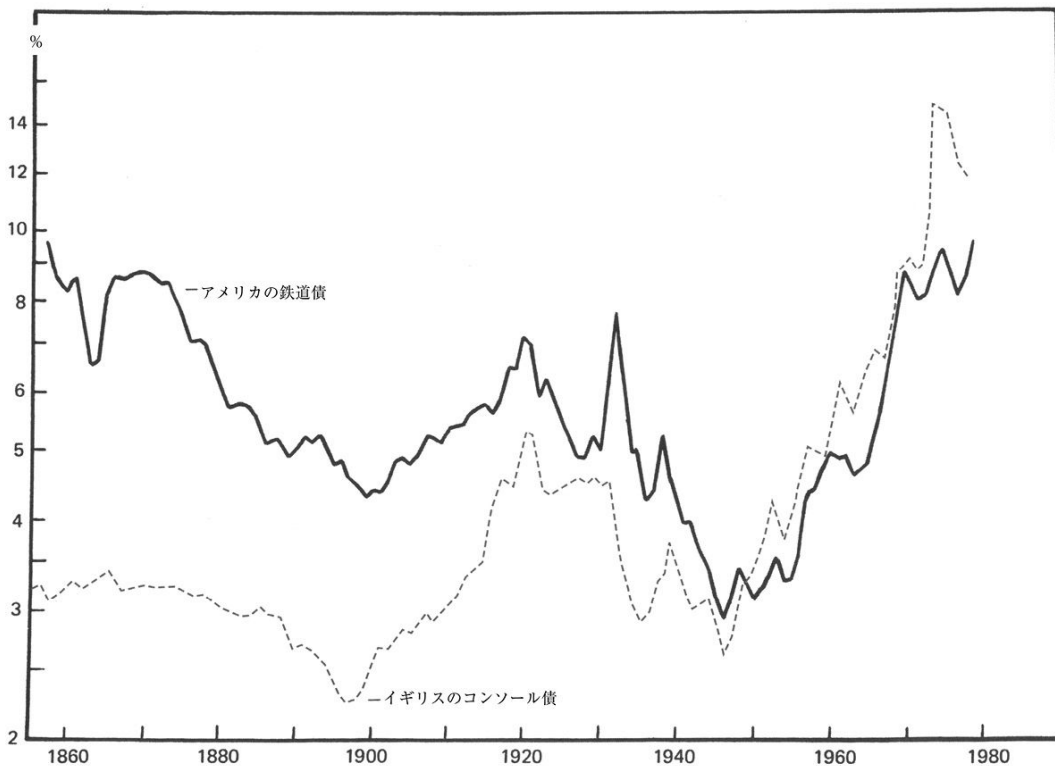
125年全体を通して2つの利回りがそろって上下していることに注目してほしい。初めのころは鉄道債の利回りのほうがはるかに高かったが、それには理由がある。鉄道債の安全性はこの事業の安全性に依存しているため、世界一強い国の徴税力を背景としたコンソール債には当然劣る。そのうえ鉄道債への投資はアメリカの文明社会で人々を運ぶ事業だけでなく、未開拓の地、つまりネイティブアメリカンとの戦い、野牛、荒野などの地域での事業も含まれていた。そのため、投資家は鉄道に、ジョージ3世よりも多少高めのリスクを想定しなければならなかった。

アメリカとイギリスの金利は1900年までほぼ安定的に下がり、その後1920年まで上昇する間、ほぼ同じ動きをしている。この動きをコンドラチェフの波の信者たちは最長の景気循環における主要な下降と上昇だとしている。1920年以降、金利はまた下がり始めて1929年の世界恐慌に至った（チャート29）。鉄道債の利回りは暴落のさなかに一時的に急騰したが、コンソール債は上がらなかった。この差は、不況というリスクを抱える鉄道では債務を返済できないかもしれないが、税金という裏付けがあるコンソール債には返済リスクがないことからきている。

2つの利回りは、1940年代末から1980年まで同じように推移している。面白いのは、利回りが第二次世界大戦の途中で下落していることで、これは第一次世界大戦のときとは逆になっている。コンドラチェフの波の信者たちは、これを見て自分たちのサイクルは世界大戦よりも素晴らしい予知能力があると思っていたのかもしれない。戦後の上昇スイングでは、コンソール債の利回りが鉄道債を上回っているのはなぜだろうか。実は1900年以降、イギリスの圧倒的な国力が次第に失われていくなかでコンソール債の競争力も落ちていき、第二次世界大戦後には鉄道債のデフォルトリスクがイギリスの社会主義化やインフレリスクよりも低いと考えられるようになっていた。

ここでの教訓は、アメリカの金利も経済や株式市場と同様に世界経済の一部であり、世界の動きから長い期間大きく外れることはほとんどないということだ。つまり、自国の経済について政治家を責めてはならない。彼らの失敗は世界から大きく外れるまれなケースだけだ。外国を見れば、アメリカで起こっていることが自分の家の絨毯の下の汚れを見るとの同じくらいよく分かる。

イギリスのコンソール債とアメリカの鉄道債の利回り (1860～1980年)



出所=1980年ファンデーション・フォア・ザ・スタディー・オブ・サイクルズ

チャート47 イギリスの金融引き締めをもたらしたもの

現在の金利のボラティリティが高い、そして将来高く、過去においても高かったはずだという人がいたら、イギリスの過去を見るよう勧める。もしかしたら、金本位制を望むようになるかもしれない。この240年にわたるイギリスの金利を見れば、金の投資家が驚く理由が分かるだろう。イギリスは凝り固まった金本位制のなかで200年以上も安定した長期金利水準を維持してきた。この間の長期金利は6%を上回ることも3%を下回ることもなく、小幅な振れはあっても大きく変動することはなかった。また、他国を定期的に苦しめてきたインフレの影響も、イギリスにはあまりなかった。しかもこの期間には食糧不足、ペスト、大戦争（ナポレオン戦争、2つの世界大戦など）、近代化による激変、産業革命などが起こっていた。

この状況をやはりボラティリティの高かった19世紀のアメリカ（チャート45）と見比べてほしい。そうすれば、金の投資家がイギリスのような結果を出すためには現在のアメリカの金融制度を金本位制に切り替えればよいと考える理由が分かるだろう。なにしろ当時のイギリスは岩盤のように安定していた。

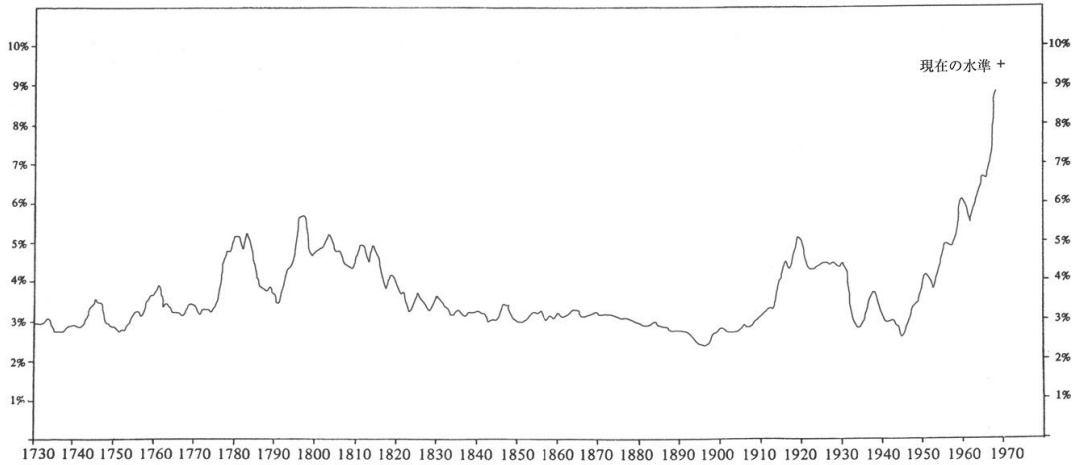
このチャートから明らかなように、金利が激しく動かなくても経済運営はできる。そのためにまず必要なのが、お金の価値に対する絶大な信頼だろう。第二次世界大戦までの200年間、イギリスは現在のアメリカと似た役割を果たしていた。どの国も自国経済の運命を世界経済の中心であるイギリスに託し、イギリス以外の国同士の貿易でも支払いはイギリス債券を指定するなど債券の価値は信頼されていた。これはみんながイギリス通貨の安定に絶対の自信を持っており、この国の金融制度がずっと続くと思っていたからだ。イギリスの金融制度がその価値を維持できたのは、債券の価値を保証するために紙幣と金の交換権を継続してきたからだった。

アメリカは1930年代から実質的な紙幣制度になっているが、その間に中央銀行が管理するドル本位制がインフレや激しい金利変動を避ける良い方法ではないことも証明してきた。また、イギリスの金利の安定は、ブレトン・ウッズ体制でイギリス経済が紙幣本位のアメリカドルに引きずられるようになってから10年で消滅した。

財政支出の伸びに対する憲法上の制限は避けることができない（チャート80）。そのことと、金本位に近い体制との何十年かの混乱は、はるか昔のことになりつつある（金本位に近いという言葉に注目してほしい。純粋な金本位制は今日では機能しない。チャート69参照）。つまり、ほかの多くの人たちと同様に近年の金利変動が避けられないと思うならば、これをもたらしたのが深刻な経済問題ではなく、政権運営だということを思い出してほしい。

イギリスが何百年もの間さまざまな経済問題乗り越えてきたのは、金融引き締めをくじけず続けてきたからだ。そのうえ、彼らはアメリカのこの数十年よりもはるかに難しい時代に規律を持ってこの制度を維持してきた。ただし、これは政治家の規律ではなく、厳格な金本位制がもたらしたものだった。

イギリスの長期金利（1731～1970年）



出所＝第5 回国際投資シンポジウム、1970年代の投資、イタリア、ペラージオ、コモ湖、P・N・ケンブージー&カンパニー、証券取引所会員、1970年、スクリムジャー・ピッカース&カンパニー（ロンドン）提供

現在の見解

先進国の長期金利は、1970年代から1980年代にかけて高騰したあと、2007年現在は歴史的な低水準にある。理由はチャート45の現在の見解を見てほしい。

チャート48 高いときに低く、低いときに高いこともある

1980年代の初期は歴史的に見ても高金利で金融の引き締めがきつかったかどうかは、この時期の状況を思い出してみれば分かる。プライムレートは10%台後半で企業には活気がなく、失業率は上昇していた。ほとんどの人たちは、高金利が経済活動を圧迫していると考えていた。

しかし、インフレで調整してみると、金利は歴史的高水準にはなかった。このチャートは190年間にわたる金利をインフレ期間やデフレ期間ごとに調整し、「実質」金利を示している。ちなみに、インフレ調整をしない金利は通常「名目」金利と呼ばれている。調整の結果、金利はプラスになるときもあればマイナスになるときもある。

しかし、実質金利がマイナスになるというのはどういうことなのだろうか。例えば、米30年物国債の長期的な平均金利が5%で、その期間のインフレ率が8%ならば、実質金利は-3%になる。インフレで調整すると、想像していたのとは違う物語が見えてくるのだ。歴史的に見て、1980年代初期の金利（A）は歴史的平均とさほど違わない。

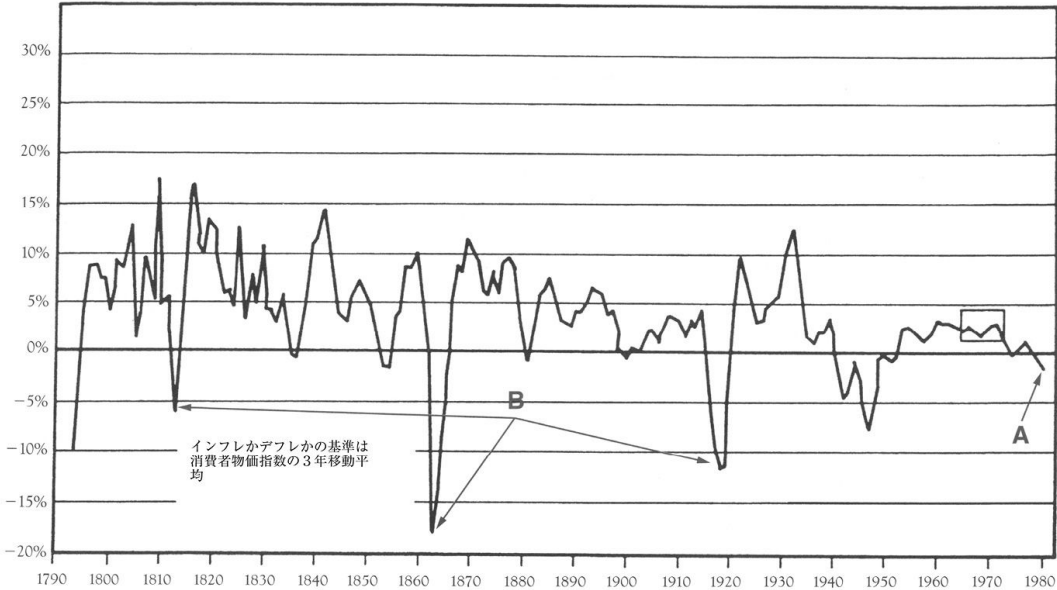
1950～1970年の金利はあまり変動していないが、チャート全体で見るとこのような横ばい期間は短いうえに唯一のケースだ。1950年代までの実質金利は、5年、10年、20年にわたって高ボラティリティで推移している（Bの期間）。

1970年代の実質金利は、1980年代に金融の引き締めが行われていなかったことも暗示している。1970年代半ばの実質金利はマイナスで、これはインフレ率が金利水準よりも高く推移していたことを意味している。金融制度がお金を払って資金を借りてもらっているというケースは珍しい。このチャートからは、長期的実質金利がマイナスになったのは1812年や南北戦争（1860年代初期）、二度の世界大戦の途中から戦後にかけてなどの数回しかなく、それがすべて戦争が引き起こしたインフレ時期だったことが分かる。

皮肉なことに、最近の名目金利は1980年代初期の水準から約7%へと劇的に下がっている。しかし、インフレ率はそれ以上に下げたため、インフレ調整した実質金利は上昇している。インフレ率が2～4%の範囲ならば、実質的な長期金利は3～5%になる。

金利が下げて喜んでいる人たちもいるが、実質金利を見ている人たちはむしろ心配している。一部の人たちが懸念したり本書の何点かのチャートで指摘したように、最近のディスインフレがデフレにすり変われば、金利は1930年代のように高騰する。そしてこれは投資家にとって最悪の環境となる。今後は、インフレも良くないが、本格的なデフレはさらに困る。

実質金利の推移（1790～1980年）



出所＝スティーブン・C・ルースルド著『ザ・ミス・オブ・インフレーション・アンド・インベスティング』（ザ・ルースルド・グループ、クレイン・コミュニケーションズ・インク、1980年、米労働省と商務省のデータ）

チャート49 アメリカとイギリスの卸売物価

インフレは、アメリカでもそれ以外の国でも歴史のなかで繰り返し起こっている。このチャートは、1793～1932年のアメリカとイギリスの卸売物価を示したもので、全体的な価格が大幅に何度も上下して資本主義経済に影響を及ぼしてきたことを示している。イギリスの価格の歴史は世界一安定しているが、アメリカとイギリスのインフレが驚くほど似ているという事実も思い出してほしい。

上のチャートは、アメリカの140年間にわたる卸売物価で、チャート51と似ている。これを見ると、大きなインフレとデフレのサイクルが50年余りにごとく繰り返していることがはっきりと分かる。サイクルはアメリカ史の法則とも言える。価格は、1812年戦争や南北戦争、第一次世界大戦（詳しくはチャート55参照）など、大きな戦争の途中と直後に必ず上がっていることに注目してほしい。そして、この現象はベトナム戦争後のインフレの説明にもなっている。

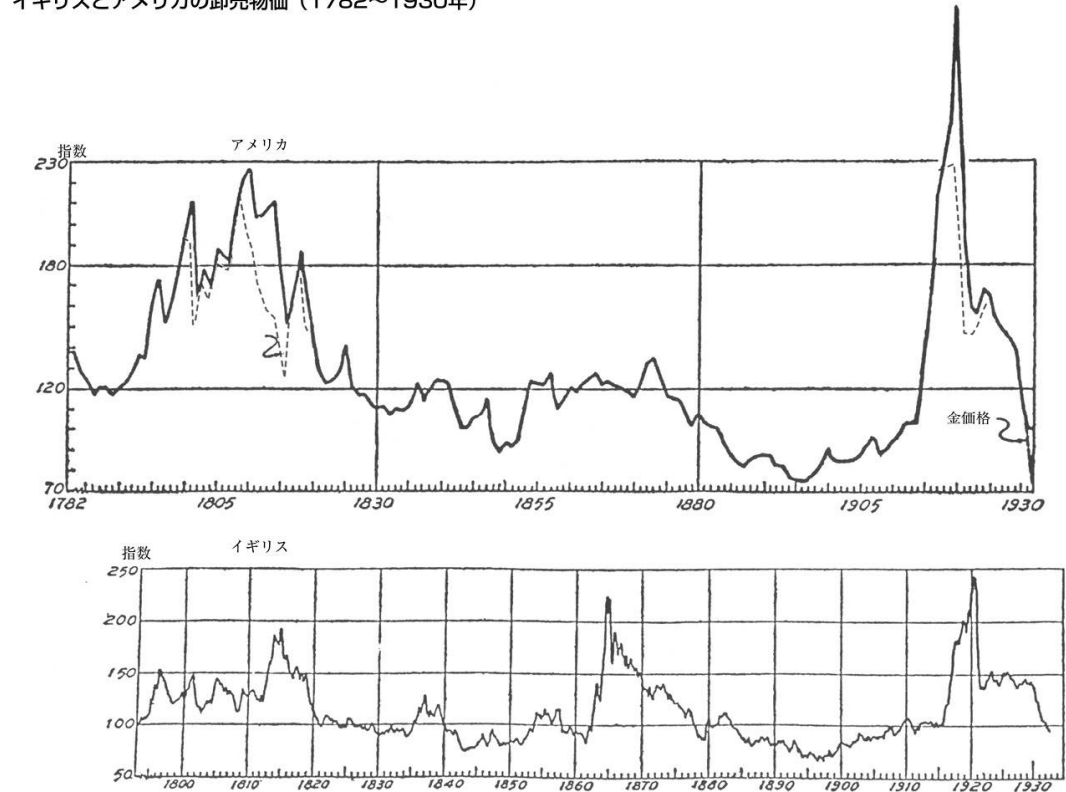
実際、これらのスイングは欧米諸国全体でほぼ同じ時期に起こっている。ロシアの経済学者であるニコライ・コンドラチェフは1920年代初めにこのトレンドに気づき、マルクスの予言に反して資本主義が自滅するわけではなく、長期的の自浄循環サイクルの一貫として自らの非効率部分を一掃すると考えた（チャート84のコンドラチェフの波参照）。しかし、これがスターリンの怒りをもってシベリア送りになった。

価格のスイングがどのくらい似ていたかを見るために、アメリカ（上）とイギリス（下）のチャートを見比べてほしい。通常、アメリカの価格が上がるとイギリスも上がる。イギリスのインフレは、南北戦争のさなかは明らかに、レベルはずっと低い。19世紀半ばにはイギリスのほうがアメリカよりも安定していたが、2つのチャートと比較すると、現代の通信技術が発達する前の少なくとも100年前から物事はほぼ同じ時期に、ほぼ同じ方向に動いていた。

イギリスでは1850～1870年の緩やかなインフレ時期でも動きは非常によく似ていた。どちらのインフレも、アメリカの南北戦争よりも前に始まっているのは明らかで、チャート55でも書いているように、世界的なインフレによって戦争が起こることはあっても、その逆（通常考えられているほう）はない。

このチャートは、ジョージ・F・ウォーレンとフランク・A・ピアソンが執筆した『プライス（Prices）』から引用した。2人はコーネル大学の著名な教授で、景気と農産品価格や商品価格や卸売価格の関係を探索し続けている。2人は数々の研究を通して世界中の初期の価格に関するもっとも総合的な情報を提供してくれている。チャート53にも、この屈指の統計学者によるさらに詳しいチャートを載せてある。

イギリスとアメリカの卸売物価（1782～1930年）



出所＝ジョージ・F・ウォーレンとフランク・A・ピアソン著『プライス』（ジョン・ワイリー & サンズ、1933年）

インフレのない世界が何百年も続くことはあるのだろうか。実はあった。**1290年以降の長期インフレ率は、年間1％未満だったのだ**。このチャートに記した物価指数は長期的な物価チャートとして現存する最古のもので、長期のインフレ率の基準となる唯一の資料とも言える。チャートは細かく上下しているため、短期や中期のインフレを追いかけていると混乱するかもしれない。しかし、この比類ない**660年間にわたるチャートが、将来に関して役立つ洞察を与えてくれる**。

インフレは、短期で見ると長期で見たほうがランダム性が薄れる。トレンドラインAとトレンドラインBを見ると、**1290～1500年の210年間は物価上昇率が年間約0.5％と比較的静かだ**が（トレンドラインA）、**コロンブスが西半球を発見してから8年後に、物価は急上昇を始めた**（トレンドラインB）。これは探検家たちが金を持ち帰ったことで金の供給が増え、金（当時のお金）の価値が下がったからだ。ただ、探検家やそれ以外の理由があっても、それから**450年間（1500～1950年）、インフレ率は変動しながら年間平均0.5％で推移していった**。

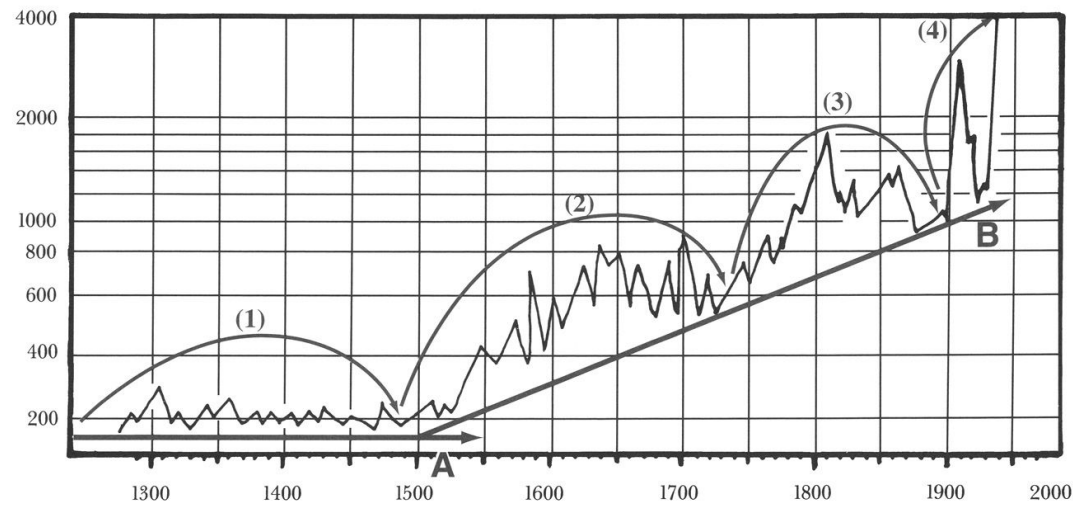
確かに、インフレは平均値よりも大きく上昇していることも多い（例えば、**1800年前後には25年間も年間平均約5％と急騰している**）。しかし重要なのは、このような短期的な急上昇があったとしても、しばらくたつと必ず以前の低い平均水準に戻っているという点だ。インフレがBの線よりもはるかに高く上がっても、そのあと必ずトレンドラインまで下げている。**1290年以降、このようなサイクルが3回あり、ボールがバウンドすると必ず地面に戻ってくる**ようにインフレ率も必ずトレンドラインまで戻ってくる（矢印1～4参照）。ただ、インフレのほうは毎回バウンドが高くなってきた。4回目のバウンドは**1910年から始まった**。

このチャートの教訓を挙げておこう。

- インフレ率の急激な短期スイングは相互に打ち消す傾向がある。インフレ率が大きく上昇し、それが何十年にわたるものでも、そのあとで大きく下落する。つまり、自分のそれまでの経験からインフレが永遠に加速するように見えるても、おそらくそうはならない。
- 孫は子供よりも激しいインフレを経験することになるかもしれないが、現在予想されているほど高くはないだろう。

このチャートは、サイクルズ誌（独自のチャートが多く掲載されている雑誌）から引用した。これを見れば、長い年月の間にはインフレ率が下がり、われわれを支配している下限のトレンドラインまで下げて低インフレになるかもしれない（それどころかデフレになるかもしれない）ことがよく分かる。

イギリス南部の物価指数（1290～1950年）



出所＝1979年ファンデーション・フォア・ザ・スタディー・オブ・サイクルズ

チャート51 卸売物価のインフレ

持続する高インフレが経済生活において避けられない事実だと思うのならば、もう一度考え直してほしい。まずは、**1749～1980年**の卸売価格を調べてみよう。「卸売り」という言葉は、完成品になる前の商品のことを指し、指数は商品（例えば砂糖）と製品（針金や靴底）を基に算出している。

このチャートには何通りかの見方があるが、そのどれも興味深い。まず、価格が上昇した年数と下落した年数を比較してほしい。面白いことに、これはほぼ同じになる。例えば、**1779年**の周期的な急上昇から数えると、全体が**201年**のなかで**103年**は価格が上昇している。上がったものは下がると思えば、さほど驚くことではないかもしれないが、アメリカのインフレ率が突出した5回を見ると、すぐに3つの面白い事実が気がつく。1つ目はインフレ率が突出するのは大きな戦争の途中か直後だということ、2つ目はこれがあまり頻繁には起こらないということ、3つ目はインフレが約**50年**ごとにピークに達するということだ。

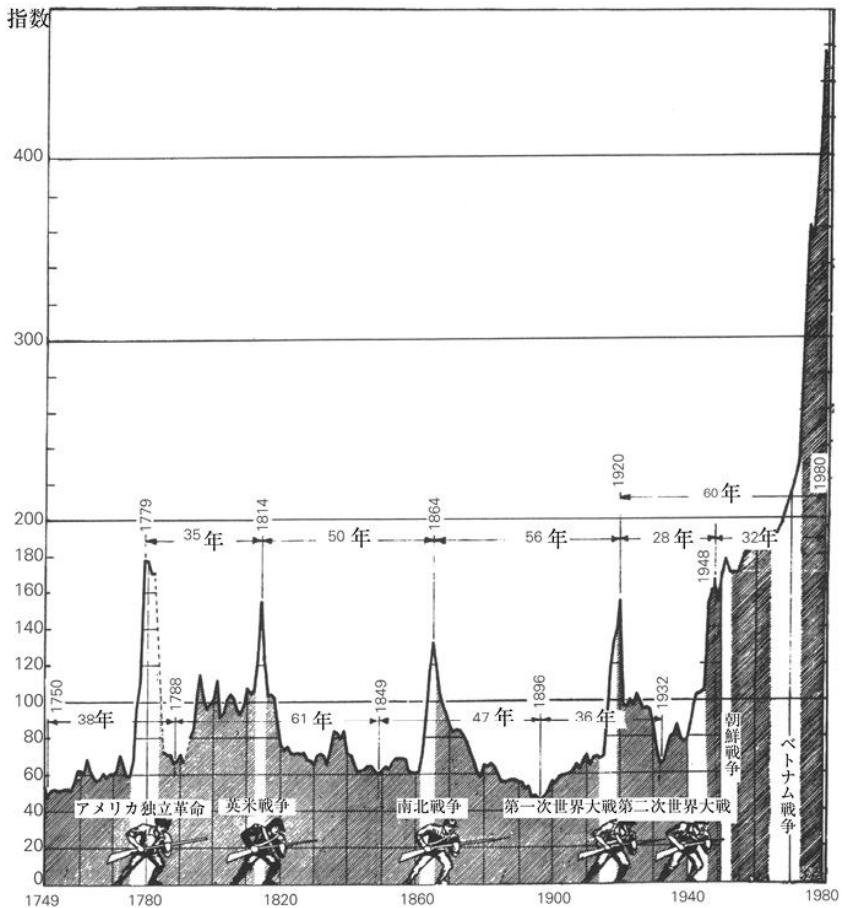
まず、チャートの縦軸の**80**を最初の**200年**間の平均とする。これは、われわれが思っていたよりも長い期間、卸売物価は低い水準にあったということである。

最近ではだれもが物価は永遠に上昇し続けると思っているが、インフレが一方方向のみに走り続けるケースは歴史にはなかったことをこの平均値は教えてくれる。近年、インフレはいつになく続いているが、歴史はこれもいつかは止まる可能性が高いことを示唆している。ベトナム戦争や朝鮮戦争、**OPEC**の原油輸出禁止など、最近のインフレを後押ししてきた出来事はもう要因とはなっていない。新たな戦争の勃発や大きな災難がなければ、長期の適正価格に戻るか、もしかしたらデフレが始まるかもしれない（それも怖い）ことを歴史は物語っている。

もちろん財政赤字や紙幣印刷機の登場、連邦負債のスパイラル、社会全体の腐敗などに後押しされたこの**50年**の急騰など、最近のインフレは過去のものとは違うという意見もある。これは正しいのかもしれないし、間違っているのかもしれない。ただ、これらはすべてわれわれが何とかできる国内の出来事でもある。社会のコンセンサスが間違っている可能性も考えることが賢明だ。現在、ウォール街でもそれ以外でもほとんどの連中がインフレは永遠に続くと思っているが、われわれがすごしてきたインフレ時代は、規模は通常の2倍でも期間はさして長くないということを覚えておくとよいだろう。

このチャートは当初、サイクルズ誌が米労働統計局のデータに基づいて作成したもので、**1893年**の上院調査委員会の報告書を筆頭に、政府が所蔵するなかでもっとも古いデータが使われている。南北戦争後の厳しいデフレ時期に関しては信頼できるデータが不足していたため、委員会では当時の新聞や商人やメーカーの台帳などを集め、**250**以上の品目を同じ条件で加重するなどしてこの指数を算出した。

全商品の卸売物価（年間平均、1749～1980年）



出所=1981年ファンデーション・フォア・ザ・スタディー・オブ・サイクルズ
 注=1950～1980年のデータはデビッド・ウィリアムズから提供された

現在の見解

インフレは、「乗ってる1970年代」以降、間違いなく鎮静化している。そのうえ、中央銀行は経験を積み、経済のさらなるグローバル化がインフレの猛威を和らげる結果にもなっている。安定成長を続けてきたサービス産業が世界のGDPに占める割合はこれまでにないほど大きくなり、商品価格や卸売物価とインフレとのつながりは以前よりも薄れてきた。今でも卸売物価が1ドル上がれば、それが直接消費者の価格に影響すると思っている人は多いが、そのような世界はもう何十年も前にすでに終わっている。

チャート52 インフレ——アメリカが経験してきたこと

おじいさんの時代には物価が安かったという話を何度も聞いてきただろうが、歴史のなかでインフレがどのように推移してきたのか知っているだろうか。このすっきりした単純なチャートがあまり知られていないことを視覚的に示してくれる。もともとのチャートは190年（1790～1980年）にわたるCPI（消費者物価指数）を示したもので、チャートは252で止まっていた。しかし、1986年初めにCPIがさらに30.5%上がって329になったため、最後の5年分は私が書き足した。

面白いことに、低かったはずのインフレ率は今日まで着実に高くなってきた。言い換えれば、これは複利の力であり、少ない金額でも年金口座に貯金しておけば、退職するころには大きな金額になっているのと同じ現象だ（チャート39）。

近年、インフレ率をもっとも高かったのは1980年の13.5%だったが、時間枠を長くすれば結果はもっと緩やかになる。金融電卓を使ってこのチャートのさまざまな期間について複利のインフレ率を年率に換算してみよう。

期間	指数の変化	インフレ率（年率）
1970～1985年	100～329	8.26%
1937～1985年	41～329	4.43%
1900～1985年	26～329	3.03%
1790～1985年	34～329	1.17%

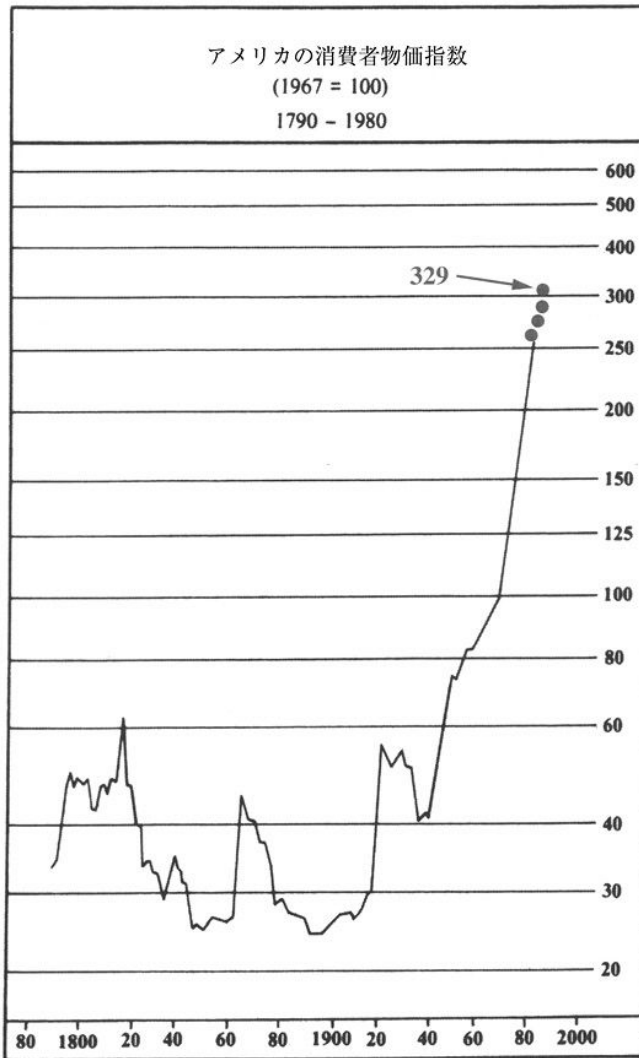
結局、1970年以降CPIは年率8.26%上昇し、1790年の10倍に跳ね上がった。

しかし、10倍といっても年率は驚くほど低く、1.17%でしかない。これはおじいさんの時代から急激に物価が上昇した思い出と矛盾しないだろうか。そう感じるのは、人が通常複利（あるいは複利のインフレ率）では考えないことも理由のひとつだろう。また、長期の時間枠で見ると、値上がりが大きい製品とそうでない製品が出てくることもある。CPIはあくまで平均値なので、品質が変わったり（良くも悪くも）、製造中止になったり（例えば馬車のムチ）、過去とは比較できない新製品が登場したりすることでも（1945年以降のテレビ）、指数はゆがんでいく。

また、卸売物価（チャート51）のケースでも見たように、過去に数回インフレ率が突出した時期があったが、そのあとには必ず価格が下落している。最近は低インフレの時代に戻ったように見えるが、近いうちに1820年代や1970年代、1920年代、1930年代のような物価の下落に見舞われるのだろうか。おそらくないだろう。緩やかなデフレは高インフレよりも悪く、企業破産や不況をもたらす。お金を印刷することにかけてかつてよりも効率的になったアメリカは、デフレの政治的影響を避けるためなら何でもする。そのなかで真のデフレが起こるとは考えにくい。

しかし、1984年以降の平均3%というインフレ率でも高すぎる。もし毎年3%ずつインフレが高進したとすると、わずか63年程度でCPIは2000に達してしまい、現在の子供たちが生きている間に物価は10倍になってしまう。ジャクソン大統領はこれをどう思うのだろうか。

アメリカの消費者物価指数（1790～1985年）



出所 = トーマス・ブレイマーとリチャード・シュルマン著『ダウ3000』（1982年）

現在の見解

歴史を見ていると面白いのは、この何十年かでインフレがほぼ終わりに近づいていることだが、それでも長期の平均は3%周辺をさまよっている。今のところ、これが変化する兆しは見えない。

チャート53 金は商品価格のリトマス試験紙

アメリカとそのほかの西側諸国の商品価格は、ほとんどの人が思っているよりも密接に（それもかなり密接に）かわっているし、それはずっと以前から変わっていない。このチャートは、第一次世界大戦前後のハイパーインフレのなかで、アメリカとその貿易相手国のインフレが同じような展開を見せていたことを示している。

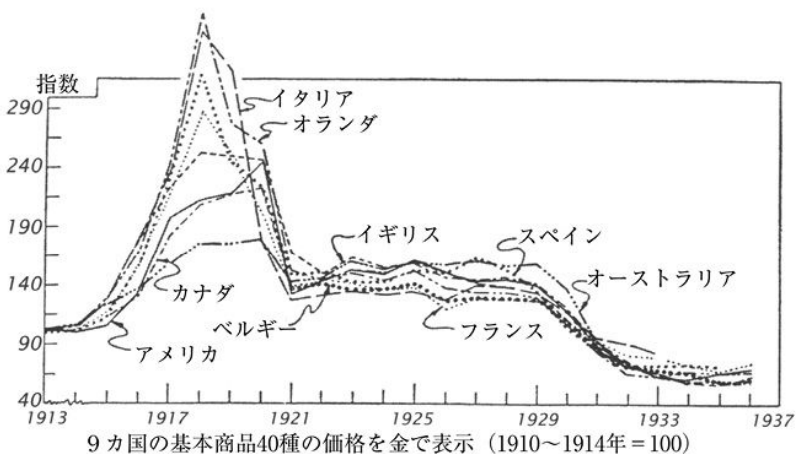
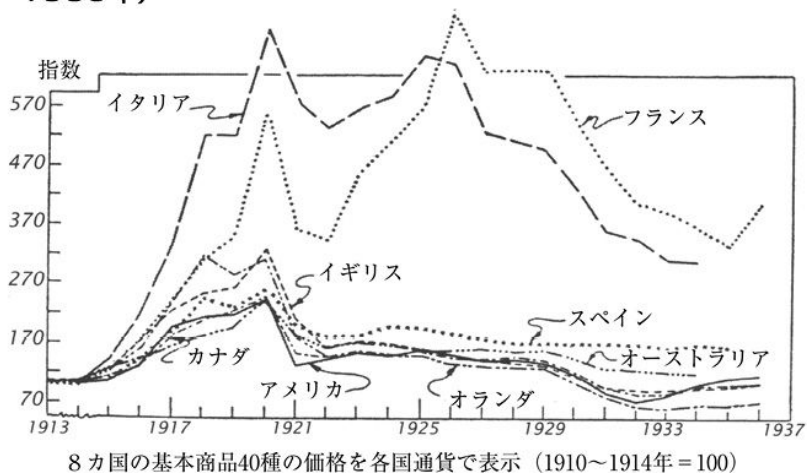
ここでのキーワードは「価格」で、1913～1937年にかけて基本商品の価格40種を9カ国で比較したこのチャートは、ドルや各国の通貨ではなく金の価格で表示してある。こうすると、各国の短期的な通貨インフレの影響を最小限に抑えることができるからだ。チャートで示した24年間に、各国の価格がほぼ一緒に上下していることに注目してほしい。9本の線が1本のように見えている。戦争がもたらしたインフレは、欧米諸国にさまざまな強さで広がったが、インフレを調整した実質価格になおせば、各国の差はほとんどない。ここでは、金を測定ツールとして使ったことがカギとなり、9カ国の価格の線がほぼ一緒になった。

ここでもっとも興味深いのは、9カ国とも第一次世界大戦後のインフレスパイラルを避けられなかったという点かもしれない。しかし、60年も前になぜこれほど同じような動きになったのだろう。何十年も前に、株や金利ばかりか価格まで一緒に動いていたのだ。近年、外国投資で分散できるという風潮があるが、世界中で価格が一緒に動いていればこれはあまり現実的ではない。ちなみに、54年周期を信じるコンドラチェフの波のファンは、このインフレスパイラルが55年後のベトナム戦争のあとに世界を襲ったインフレスパイラルと非常によく似ていると騒ぎ立てている。

このチャートの教訓は、本書のほかのチャートと同様、主要国の価格も程度の差はあれ、ほぼ一緒に動く傾向があるということだ。投資家は、アメリカではまだ起こっていない出来事が外国で広がっていないかをよく見ておけばきっと役に立つだろう。そして、もしそのような動きがあれば、そのトレンドがアメリカでも発生する時期に注意しておくといよい。世界中でファンダメンタルズ的な要因による動きが起これば、1カ国だけその影響から逃れるということはほとんどないからだ。

これらのチャートは、コーネル大学教授で農業経済学者と統計学者として当時指導的な立場にあったジョージ・F・ウォーレン博士とフランク・A・ピアソン博士によるもので、現在入手できる卸売物価指数の初期部分のデータは、この2人が提供したものがほとんどを占めている。戦前の経済について現在分かっていることは、彼らの伝説的な研究と、あとほんの何人かの研究によるところが大きい。

基本商品40種を各国の通貨と金で表示した価格（1913～1936年）



出所＝ジョージ・F・ウォーレンとフランク・A・ピアソン著『ワールド・プライス・アンド・ザ・ビルディング・インダストリー』（ジョン・ワイリー&サンズ、1937年）

現在の見解

最近、私は金にはあまり関心がない。株やインフレの方向についてあまり手掛かりにならないからだ。株と金の相関性は、今ではなくなってしまった（もし金の投資家なら、パンローリングより近刊予定の『ザ・オンリー・スリー・クエスチオンズ・ザット・カウント』の第6章を参照）。ただ、当時も今も同種の資産価格は、みんなが想像している以上に世界的な相関性がある。

この古いけれど信頼できるチャートは、主要国の経済がずっと昔から密接な関係にあったことを、また別の角度から示している。出所はA・C・ビグーの『インダストリアル・フラクチュエーションズ (Industrial Fluctuations) 』（チャート67も参照）で、1860～1910年のイギリスとドイツとアメリカの物価を示したもののだが、さまざまな面でチャート49と似ている。

3カ国の物価がいかに一緒に動いているかということに注目してほしい。例えば、イギリスでは1873年から急激に下落しているが、何カ月かの間に残りの2カ国でも同じくらい大きく下げている。実際、チャートの50年間で1カ国がほかの2カ国から大きく外れたのは、イギリスの物価が上ってアメリカとドイツが下げた1862年しかない。

このチャートも、世界経済が近代的な通信技術が登場するよりもはるか昔から密接にかかわっていたことを視覚的に教えてくれる。19世紀に3つの主要国の物価がこれほど密接に動いていたのならば、当時よりも通信速度が速く、貿易量もはるかに増えた現在、この関係が当時と同じかそれ以上密接になっていると考えるべきだろう。

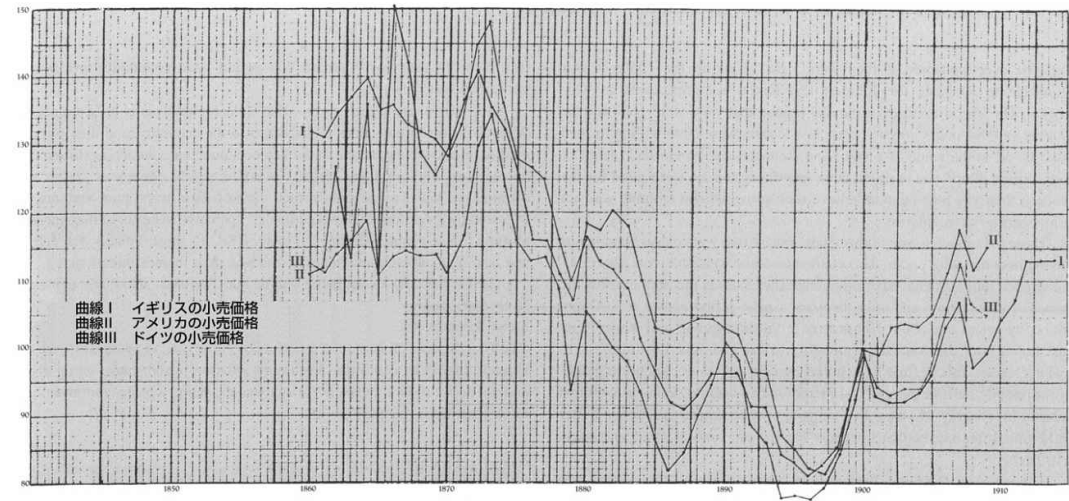
この関係は非常に政治的で、経済が良いときは大統領が自分の功績だと主張し、うまくいっていないときはみんなが大統領を非難する。そして、これはほかの国でも同様だ。しかし、世界のメジャートレンドを避けられる国があると思うのは、大きな思い上がりだ。1カ国ができることはせいぜい悪い状況をさらに悪化させないことくらいだろう。それなのになぜ大統領や政治家たちが称賛されたり非難されたりするのだろうか。彼らは今起こっていることに影響を及ぼすことはできるが、本書のさまざまなチャートで見えてきたように、彼らが世界のトレンドを良い方向に押し上げることではできない。

最近レーガン大統領が、失業率の低下や金利低下、株価上昇、4年間に及ぶ景気拡大など、就任以来の経済効果を自分の功績だと主張している。そして、ほとんどの人がこれらの良いニュースを彼のおかげだとして称賛している。しかし、経済が世界中で同じように動いているという事実に基づき始めた人たちも少しはいる。

もちろん、経済を世界のトレンドよりも多少うまく運営することは可能だ（例えば最近の日本のように）。しかし、それと連邦政府の自己満足的な経済運営とはほとんど（あるいはまったく）関係なく、むしろその国の文化や倫理観によるところが大きい。貯蓄率が高く、勤勉で、再投資して社会を構築してきた国は長期成長率が平均トレンドを上回ることができるし、その逆も言える。これはさほど複雑なことではない。

私は、失業率や株価や金利について人々が大統領を褒めたりけなしたりするのを聞くたびに、彼らが世界経済について何も理解していないことを痛感する。確かに政府は経済を良くも悪くもできるが、もしみんなにビグーと同じ知識があれば、世界中で起こっているバブルやその破綻から政府が救ってくれるなどと期待することはないだろう。

ドイツとイギリスとアメリカの小売価格（1860～1910年）



現在の見解

今ではレーガン大統領の減税や小さな政府といった政策が1980年代の好況と株価上昇をもたらしたと少しは評価している。ただ、これは私が思想的にレーガン大統領を支持しているからではなく（私はほとんどの政治家が嫌い）、資本主義の優位性を信じているからだ。一方、政府は何となく市場を統制しようとする。レーガンの減税は限りなく大きくなり続ける連邦政府を後退させた。小さな政府につながるのならどんなことでも歓迎する。そうでなければ何も変わらない。

チャート55 戦争を避ける利点

1960年代に、ジョンソン政権やニクソン政権を戦争論者として厳しく非難するのがはやっていたが、これは正しかったのだろうか。当時のリベラル派は、戦争が経済にとって良いことだと考え、政治家や企業経営者は多少の流血があったとしても利益のために積極的に戦争を支持していた。ジョンソン大統領とニクソン大統領にも欠点は多くあった。しかし、もし彼らが本当に戦争が経済のためになると考えていたのならば、彼らの最大の欠点は戦争を始めたことではなく、無知だったことだと言わざるを得ない。

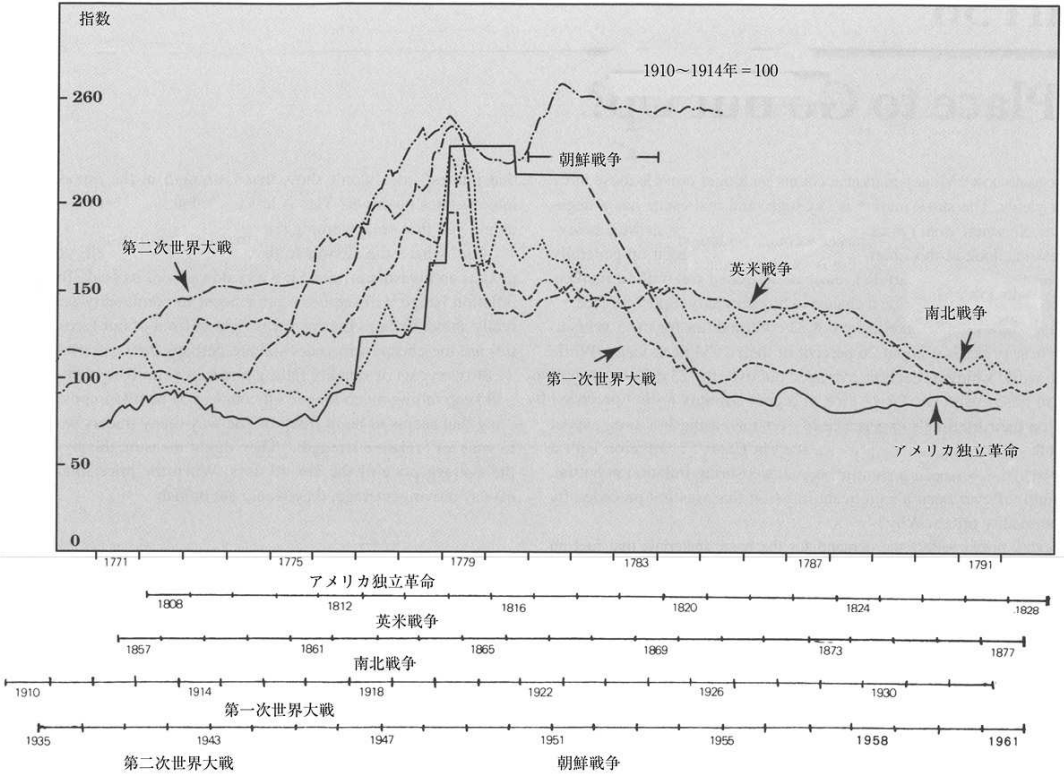
このチャートの唯一のポイントは、戦争が商品価格の途方もない高騰を導いたということだ。5回の戦争で、商品価格指数がどのように推移したかを見てほしい。チャートの下の目盛りは戦争のピーク前後の年で、戦争が勃発してからピークに達するまでに商品価格が約**100%**上昇していることが一目で分かる。戦争が終わると商品価格も以前の水準に戻るが、下落幅は同じでもスピードは上昇時の約半分のペースでゆっくりと下げていく。通常、下落は衰えることなく**15**年間程度続くが、唯一の例外は第二次世界大戦後で、価格は再度インフレに転じた。これは直後に朝鮮戦争が勃発したからかもしれない。

ベトナム戦争の初期もほかの戦争時と似ているが、もっと緩やかに推移している。ただ、この戦争はほかよりも小規模だが、期間がはるかに長い。このチャートを見れば、最近商品価格が下げていることにはだれも驚かないだろうが、戦争が終わったのにいつまでも下がり続けていることには驚くかもしれない。もしこのチャートの内容に偶然以上のものがあると思うのなら、インフレはすぐには再開しないだろう。われわれはまだベトナム戦争後**15**年の期間が過ぎていないため、商品価格はさらに下がるかもしれない（チャート**56**参照）。

戦争が商品価格を高騰させることは間違いないが、それはほんの一時的なことにすぎない。また、戦争は経済を大きく転換させ、経済の主要なバロメーターのひとつである商品価格（これもチャート**56**）の激しい変動をもたらす。通常、戦後の全体的な景気が戦前よりも良くなることはなく、ベトナム戦争を含めて戦後は必ず不況になっている。そして、これらの不況は私が史上最悪の景気後退だと考える9回のうちの6回を占めている。そうなるとジョンソン大統領とニクソン大統領が意図的に自分の経歴に汚点を残そうとしたとは考えにくい。

しかし、教えはほかにもある。このチャートは、ある疑問を提起してくれている。商品価格が戦争勃発よりも前に上がり始めることが多いことに注目してほしい。これについては、商品価格の上昇が戦争の兆候ではなく理由だとする理論派もいる。彼らは、戦争を回避するためにインフレをもたらす社会的状況（社会不安をもたらしたり、外国にスケープゴートを探そうとしたりする）をなくさなければならないというのだ。基本は逆張り思考の私も、この異端的な発想は気に入っている。

戦争がアメリカの卸売物価に与えた影響



出所＝1981年ファンデーション・フォア・ザ・スタディー・オブ・サイクルズ

現在の見解

かつて戦争がインフレにもたらしたような影響は、今はない。少なくとも世界的な規模ではない。1つ目に、昨今の戦争はかつてのように世界的なものではなくなった。ありがたいことだ。そして2つ目に、低価格の品物が世界中どこからでも簡単に手に入るようになった。

チャート56 上がるしかないのか

銀行預金がかつてのように2桁の利回りを提供してくれなくなった今、われわれはどうすればよいのだろうか。株式市場は高騰し、不動産はキャッシュフローがマイナスになっている。どこかに高すぎない投資先はないのだろうか。その答えといくつかの教訓を得るため、このチャートを見てほしい。一方的な上げが永遠に続かないように（チャート18）、下落するマーケットもいずれ止まり、ただ同然で買えるチャンスを提供してくれる。

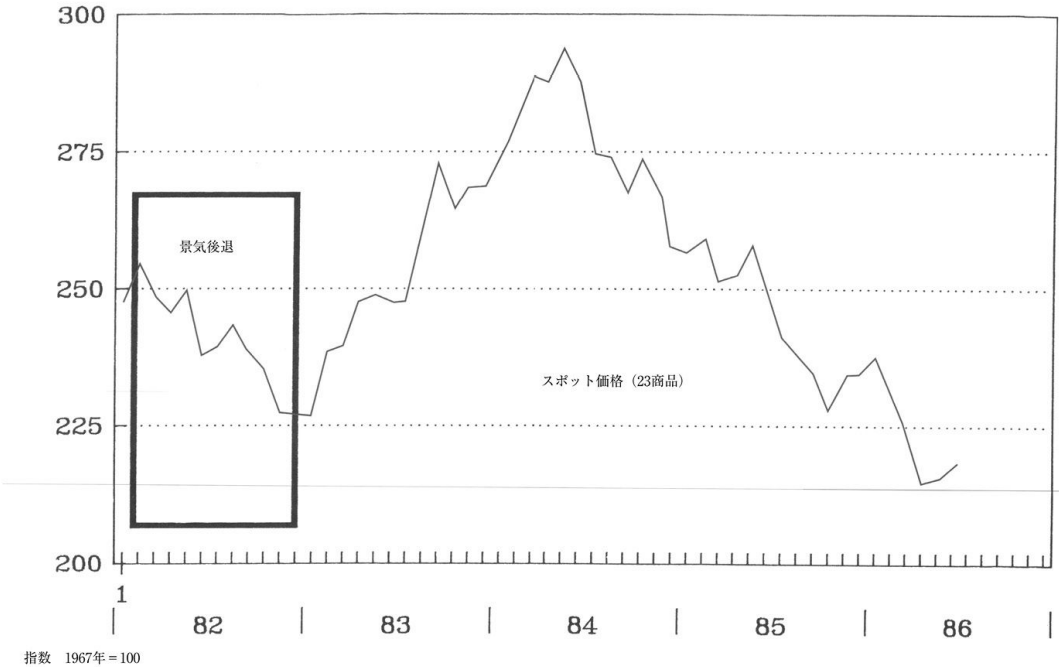
このチャートは、1986年半ばまでの5年間における23の商品のスポット価格を示している。当時の価格は1984年のピーク時の価格から約26%下げていた。これが史上最大の下げ幅というわけではないが、23品目の平均の下げ幅としては十分注目し得る。まずこれは、生まれてからずっとインフレ率が上昇していた経験から近い将来もインフレが続くと思っている連中への強い反論となっている。チャート51で見たように、インフレは一方通行ではなく、商品価格はインフレの可能性を測るカギとなる。これまで、ハイパーインフレのほとんどは商品価格の高騰によって引き起こされてきた。そして、スパイラルが起こらなかったケースは極めてまれだった。なぜなのだろうか。

商品価格は、経済発展の燃料となる基本素材の需要に影響される。商品が生産されるとき、商品に労働力が加わって中間財となり、再び労働力が加わって完成品になる過程でインフレが徐々に進んでいく。鉄鉱石を加工して最終的に自動車や巻き尺になるまでには長い工程がある。このチャートは、商品に対する需要が少ないマーケットを示している。商品価格が低迷しているかぎり経済が強くなる兆候はないし、それは急速なインフレをもたらす切迫した経済状況でもないということである。つまり、商品価格が強含んで上昇し始めるようなことがないかぎり、これから数カ月のうちに大きなインフレが起こることはないということである。

同様に、多くの人たちが金利がもうすぐ2桁になると主張しているが、これもまったくのナンセンスだ。ここでも、商品価格の弱さから近い将来金利が上昇することはないと教えてくれる。しかし、それなら金利は下がるのだろうか。それものはっきりとは分らないが、商品価格が急激に上がり始めれば強気に転じると判断してはならない。

そうすると、最初の質問の答えはどうなるのだろうか。ピーク時から大きく下げている金を投資先として考えるかもしれないが、インフレヘッジとしての金も本当に輝く前には商品価格が上昇する。もしかしたら、答えは目の前にあるのかもしれない。原材料は、ここ何年間も最安値を付けていて、もしかしたら逆張り派にとっては夢が完璧にかなうかもしれない。2年間下げ続けてきた商品価格がさらに長期間下げ続けるとは思えないが、急落しそうなものを買うわけにももちろんいかない。そこで、多くのトレーダーは「レティバーストレングス」を見る。例えば過去40日間の平均価格を毎日算出して、この40日移動平均線が上がり始めれば強気に転じると判断するのだ。

商品価格（1982～1986年）



出所=ナイト・リッターのビジネス情報サービス傘下のコモディティ・リサーチ・ビューローのデータ

現在の見解

今では商品価格に頼らないでも、もっと良い方法がある（自分の知識は常に疑ってかからなければならない）。今

日では、世界の長期債の利率（言い換えればお金を借りるコスト）のほうがインフレに対するマーケットの期待度を敏感にとらえることができるからだ。さえない長期リターンでも我慢できるか、短期の金価格を極めてうまくとらえる能力がないかぎり、金の投資は勧められない。

チャート57 金の長期保有者の悲劇

インフレをヘッジしたければ金が一番……ではない。このチャートを本書のほかのチャートと比較してほしい。すぐに考えが変わるだろう。

このチャートでは一見、金が勝者のように見える。われわれは、史上最悪のインフレ周期のひとつを乗り越えたところだが、**1970～1980年の10年**だけでも消費者物価が2倍以上に上がった間に金は何と**2400%**も高騰している（1オンス当たり**35ドル**から**850ドル**に上昇）。これは年率に直すと平均**37%**（複利）となる。大事なお金の投資先として金が輝いて見えるのも無理はない。

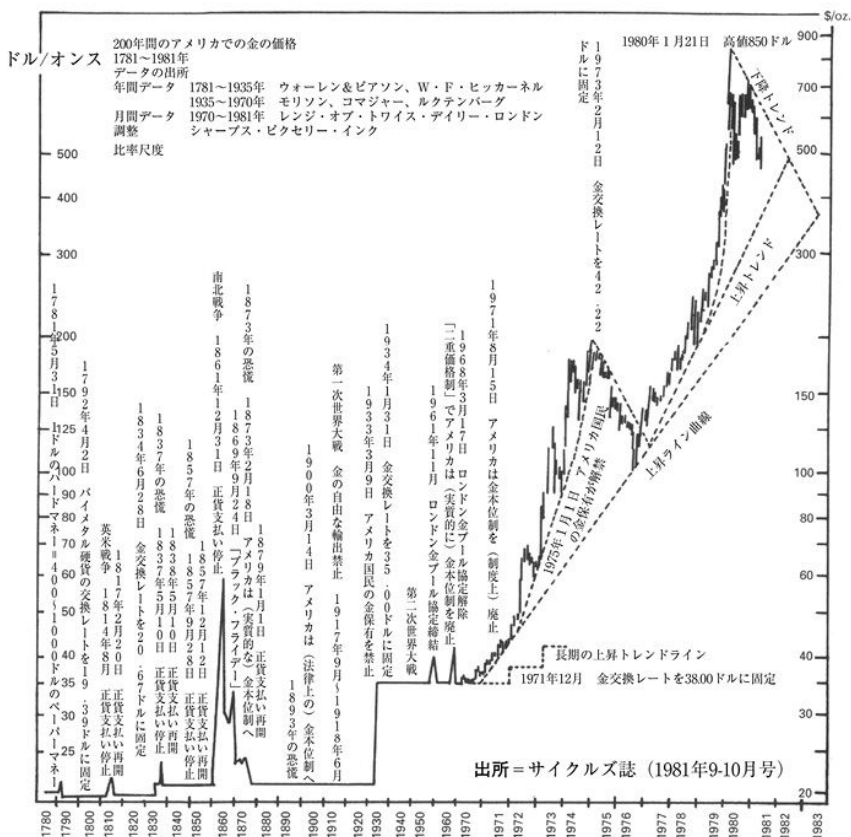
しかし、もっと長い期間で金の価格の歴史を見ると、その輝きは鈍ってくる。金が劇的に上昇したのはほんの2～3回で、間隔もかなり空いている。この**200年間**でピークを付けたのは、南北戦争の最中と石油危機後、そして**1980年**にインフレ率が2桁に達したときの3回しかない。そのうえ、この3回の金の強気相場は平均**3.7年**しか続いていない。つまり、インフレヘッジをしようとする人にとって、金ならこの**200年間**のうち**190年**は利益もなく待つしかなかったことになる。

要するに、長期的に見れば金が素晴らしいリターンをもたらさないことは証明されている。**1781～1981年の200年間**を見ると、金は年間わずか**1.58%**しか上がっていないし、**1980年**にピークを付けたときでさえ多少ましな**1.9%**でしかない。これでは引退資金を預けたいとはとても思えない。もっと最近の、金が全盛期だった**1926～1981年の55年間**を見ると、年間**5.77%**上昇してインフレ率の平均である3%と米国短期国債のリターン率である3%（チャート12）を大きく上回っている。しかし、これはすべて最近の**10年間**に起きたことで、これでは5年のうち4年は何も得ないで待ち続けることになる。それに、このときの金の利回りは、**1929年**の株価大暴落があったにもかかわらず、**NYSE**上場株のリターンよりも低い年率**4%**だった。

つまり輝いていたのは金ではなかったし、もっとも輝くのが金というわけでもなかった。この**200年間**で金が良かったのはほんの最近で、それもごく短期間のことだった。金の長期リターンの低さを考えれば、この**20～30年**の成績は割り引いて考えるべきだろう。もしインフレヘッジが必要だったのならば、平均的な銘柄を分散してバイ・アンド・ホールド戦略で運用したほうが結果は良かっただろうし、これからもそうだろう。金がほんの2～3年だけ輝いたのがつい最近のことだったことを考えると、近いうちに再び輝く可能性は低い。私なら別の投資先を探す。

このチャートは、さまざまな種類のチャートを提供しているサイクルズ誌から引用した。チャートは最近のほうをより詳細に記しており、右半分は**1955～1983年**をカバーしているのに対して、左半分は**1781年**までさかのぼっている。

アメリカでの金の価格（1781～1981年）



出所=1981年ファンデーション・フォア・ザ・スタディー・オブ・サイクルズ

チャート58 不動産価格の長期サイクル

不動産にも周期があることは間違いないが、間隔が人々の記憶に残っている期間よりも長いために分かりにくい。株価や金利は毎日公表されるため、われわれは金融市場のボラティリティを感じやすいし、短期スイングも目につきやすい。株式市場はいわばサイレントパートナー（匿名の共同出資者）のようなもので、会社の一部を買ったり売ったりしたいときにいつでも応じてくれるが、それは餌をちらつかせて愚かな取引に誘い込もうとする誘惑でもある。しかし、不動産の場合は日々の誘惑はない。

その代わり不動産には18年間という規則正しい長期サイクルがあり、1940年にこれについて最初に書いたプリンストン大学のクラレンス・ロング教授にちなんでロングサイクルと呼ばれている。このチャートは、このロングサイクルを1970年までさかのぼって追跡している（最上部はチャート62の領域なので無視してよい）。人生のなかで仕事についている期間にロングサイクルは最大でも3回程度しかないため、みんなこれがサイクルだとは気づかない。市場が全滅しても、人生で何度かしか起こらないまれな災難だと思ってしまうのだ。

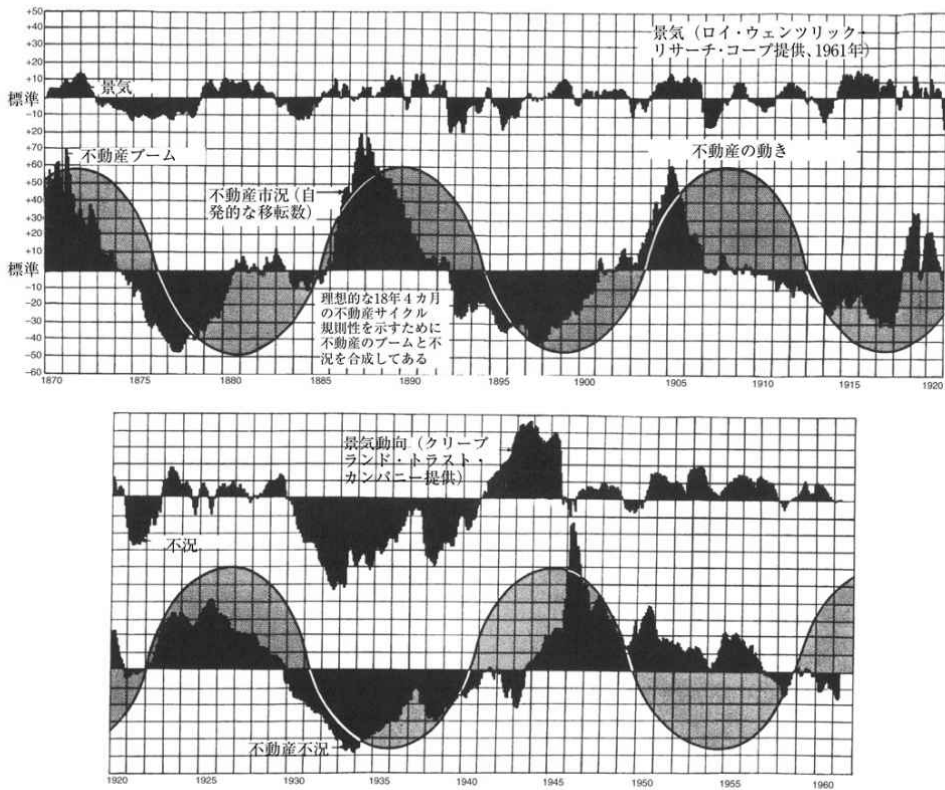
株式のように毎日、価格や出来高が公表されるとサイクルを意識するようになるし、ほかのさまざまなサイクルとのかかわりも見えてくる。サイクルのなかでもっとも強力な基盤となるはコンドラチェフの波（チャート84）で、そのうえをスイングしながら推移していくのがこのチャートで示したロングサイクルだ。このサイクルは、コンドラチェフの波がもたらす金利の変動と、住居に対する世代的な需要が喚起されることが相互に作用して起こる。そして最後に、2つのサイクルに重なってロングサイクルの周辺をスイングしているのが、われわれがよく目にする3～4年周期の景気循環だ（発見者のジョー・キッチンにちなんでキッチンサイクルとも呼ばれている）。

われわれはキッチンサイクルしか気づかないことが多いが、このサイクルはコンドラチェフとロングサイクルが上昇スイングにあるときは非常に緩やかになり（例えば1950年代後半や1960年代前半）、コンドラチェフの波やロングサイクルが下落しているときは壊滅的になる。

このことを信じない人は多いが、この予測力を見てほしい。このチャートは1960年で終わっていて、サイクルの最後のピークは1945年だった。そこで、18年を足して次のピークを計算すると1963年と1981年になる。昔から不動産に興味を持っている人ならば、1963年から不動産市場がひどく低迷し始めたことや、1981年から農地の価格が暴落したこと（チャート59）、非住居用不動産が極めて供給過剰で住居用不動産も1970年代後半のような高値ではなくなったことなどを知っているだろう。不動産価格が1970年代前半に高騰したのはロングサイクルのせいなのだろうか。1954年の谷に18年を足すと、次の谷は1972年ということになる。このチャートによればそのころにはロングサイクルの上昇スイングが始まっていることになり、実際そうなっているように見える。

このサイクルは将来をどう予想しているのだろうか。次のロングサイクルの谷は1990年なので、不動産はまだ何年か良くない状況が続くだろう。もしかしたら1992年まで続くかもしれない。現在行われているひどい税制改革も考慮すれば、このトレンドは長続きしないかもしれないが、ロングサイクルによればそのあとには10年間の上昇期が始まる。そこで、今ではなく少し待ってから買い、黄金の1990年代に保有しておけばよい。

理想的な18年4カ月の不動産サイクル（1870～1955年）



出所＝ロイ・ウェンツリック・リサーチ・コープ

現在の見解

ロングサイクルの予想どおり、この10年間の前半に当たる1990年後半の住居用不動産市場は素晴らしいかった。しかし、これはアメリカの税制改革によって住宅売却時のキャピタルゲイン減税が生涯一度ではなく、2年ごとに適用できるようになったことが大きく影響している。

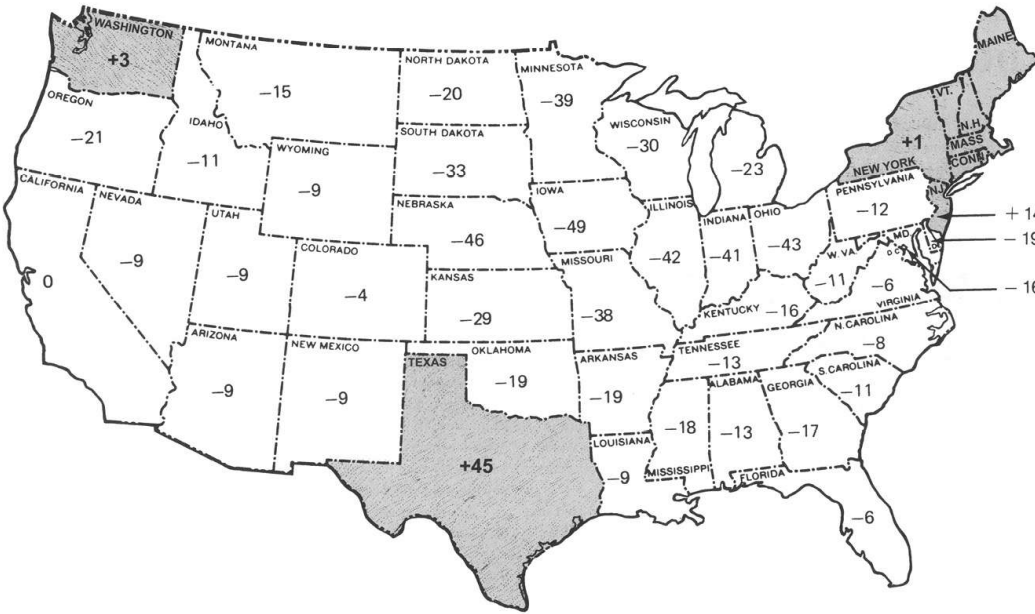
チャート59 地方の不動産に関する本当の話

「不動産はずっと上げ続けるわよ」と彼女は言っていた。**1980年**当時は、不動産が確実な投資だということをみんなが「知っていた」。彼女は金融のことなどまったく知らない年配の未亡人だが、不動産売買で儲けていた。彼女は「絶対に損しない」と断言し、隣人は多額の借金で土地を買ってほとんど一夜にして何百万ドルも手に入れた。**19歳の労働者**も「だれも知らない特別な土地を買うためのコツを披露してくれた。そしてさらにウィル・ロジャースの「土地を買え、これ以上増えないのだから」という言葉まで教えてくれた。しかし、彼とのおしゃべりでそれ以上の教訓を得たのは、バーナード・バルークの「こじきも靴磨きの少年も、床屋も美容師もお金持ちになる方法を語るようになったら、タダで儲けられるという信念以上に危険な幻想はないということを思い出ししてほしい」という言葉

を思い出したときだった。ロジャースの警告も面白いが、最近土地を買おうとしていた人はバルークの言葉を聞いておくべきだった。**1980年**までの長い期間、農産物の高騰とニクソン、フォード、カーター政権時のインフレ高騰に後押しされて地方の不動産は年間**15%**のペースで値上がりしていた。しかし、パーティーが盛り上がりつてきたところで、だれかがフルーツポンチを持ち去ってしまった。

この地図は、**1981～1985年**の州ごと（とニューイングランド地域全体）の農地価格の変動率を示している。これは地方の一般的な地価を知るうえで妥当な資料で、全体的な不動産価格の目安になると思う。これによると、農地の価格は下落している。中西部の穀倉地帯（最近では旧式の産業工場を抱えるラストベルトとも呼ばれている）は、アメリカ屈指の肥沃な土地だが、その価値は平均**40%**（アイオワ州だけなら**49%**）も下落していて、上がった州は4つしかない。大幅に値上がりしたのはテキサス州の**45%**（複利）だけで、それでさえ年率に直せば**10%**にも満たない。本書執筆中にも農産物は値下がりを経て、政府も値下げを後押しする支援や貸付制度を導入したため、専門家は農地の不動産価格が**1981年**のような爆発的なピークに再び達するのは何十年も先になるだろうと予想していた。しかし、彼らの言うことを聞く必要はない。**1981年**に警告してくれなかった彼らが今回は正しいという根拠はない。ただひとつ分かっていることは、不動産を買うならば急落した今であって、その前の高いときではないということだ。結局、この地図はバルークの名言と同じで、みんなが大儲けできると思うものはそうならないということを教えてくれる。理由は簡単で、みんなが信じているということは、みんながそれに（ものすごいスピードで）資金をつぎ込むということで、それが終わるとさらに価格を押し上げる十分な買い手はもういないからだ。価格が上がるためには、これから自分と同じ考えになってくれそうな人がまだ多くいなければならない。

1 エーカー当たりの農地の平均価格の変化（1981～1985年）



出所＝米国農務省、経済調査局、農地価格、1985年6月7日

現在の見解

メディアが連日「住宅バブル」について報道している**2007年**現在、この原稿を見て心を痛める人もいるかもしれない。しかし、あと2～3年しても絶望的な事態には陥っていないだろう。ただ、株、不動産、金など何にしてもみんな

なが有頂天の時期は最悪の買い時だという教えは間違っていない。

チャート60 これまでもずっとダメだった

最近、農地の価格が暴落していることは分かったが、長期的に見たらどうなのだろうか。農地は、1965～1980年の超インフレ時期を除けば、どの長期時間枠においても平均以上の投資先ではなかった。もし信じられなければ、このチャートを見てほしい。これは1912～1975年までの農地価格の歴史で、名目ドルとインフレ調整後の両方で示してある。

この指数は1965年の約82から1975年には約220に上昇している。金融電卓でざっと計算すると平均年率は約10.4%で、そう悪くはなさそうだ。ただ、実際にここまでの利益は上がらない。まず、農地を売れば通常は土地代の10%程度の手数料がかかる。つまり220ならば手数料差し引き後は約198になり、年間リターンは9.2%に下がる。そのうえ所有期間を通して資産価値の約1%が毎年固定資産税としてかかるため、実際の年間リターンは約8%に下がる。これでは農地にとって史上最高の期間であっても、過去60年間の株の平均リターン（チャート12）よりも劣っていたことになる。

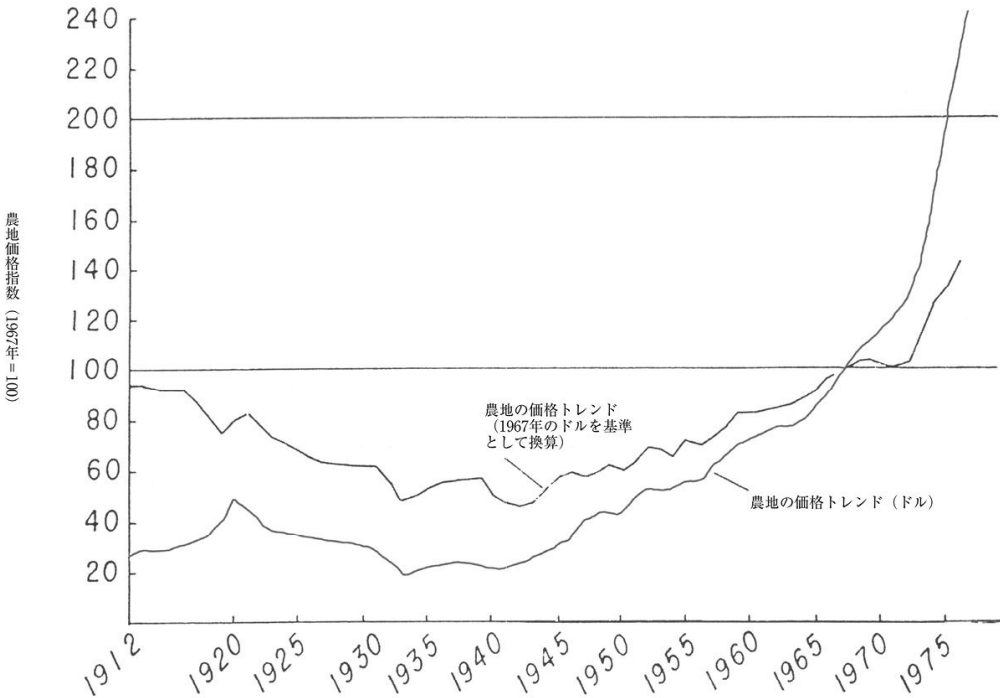
長期間で見るとさらに悪い。1912年に25で買って1975年に220（ネットでは198）で売れば、63年間の平均リターン（年率）は固定資産税差し引き前でもわずか3.3%にしかない。これは同期間のインフレ率や短期国債の利率（チャート10参照）とほぼ同じでしかない。このチャートには、1967年の価格に換算した（つまりインフレ調整した）農地価格も示してある。これを見ると、インフレを除けば一生所有しても実質的にはほとんど値上がりしていない（しかも固定資産税差し引き前）ことが分かる。

しかし、それで良いのだろうか。たいていの人はインフレヘッジよりは多少ましなリターンを望んでいるが、このチャートはその神話も覆している。長期のインフレヘッジとして、農地は適していない。もし1912年に買って1942年に売る必要があれば、まる30年間で最初の購買力の40%以上が失われたことになる（しかも手数料と税金を差し引く前）。多少のインフレヘッジができるまでにどれくらい待つ必要があるのだろうか。今回のケースでは、56年先の1968年までかかりそうだ。

もちろん、手数料や固定資産税まで含めると、最初にまいた餌すらすべて回収することはできない。そして最後に、このさえないリターンを実現しようとすると流動性のなさにも苦しむことになる。ちなみに債券（米国債や社債など）なら何十年にもわたって同じ年間平均リターンが得られるし、株ならリターンがさらに高いうえにいつでも好きなときに換金できる。

結局、平均以上のリターンを得たければ歴史が教えてくれるように、土地に投資するのはやめたほうがよい。ひどい目に遭う可能性が高いからだ。長期投資の対象として農地は最善策ではないし、これまでもそうではなかった。

アメリカの農地の価格トレンド（1912～1976年）



出所＝ローリー・パロウ著『ランド・リソース・エコノミクス、ザ・エコノミクス・オブ・リアル・エステート』（プリンストン・ホール・インク、1978年）

チャート61 アメリカの住宅価格

少なくとも自分の家は買い得だった、と思いたい。しかし、この利益は値上がりではなく、借金によって得たものだということを理解している人はあまりいない。このチャート（商務省のデータを使用）は、**1885～1980年**のアメリカの住宅の平均価格を示している。これを見れば、**1935年に60だったのが1980年には1000に上がっているのだから素晴らしいと思うだろう**。しかし、見かけにだまされてはならない。まずは、必ず金融電卓で**1935年以降の複利の増加率**を計算してほしい。そうすれば、**60から1000**というものすごい伸びも年間リターンに換算すれば**6.5%**にも満たないことが分かる。これでは最高の投資とはとても言い難く、**NYSE（チャート12）**のリターンのほうがはるかに上回っている。

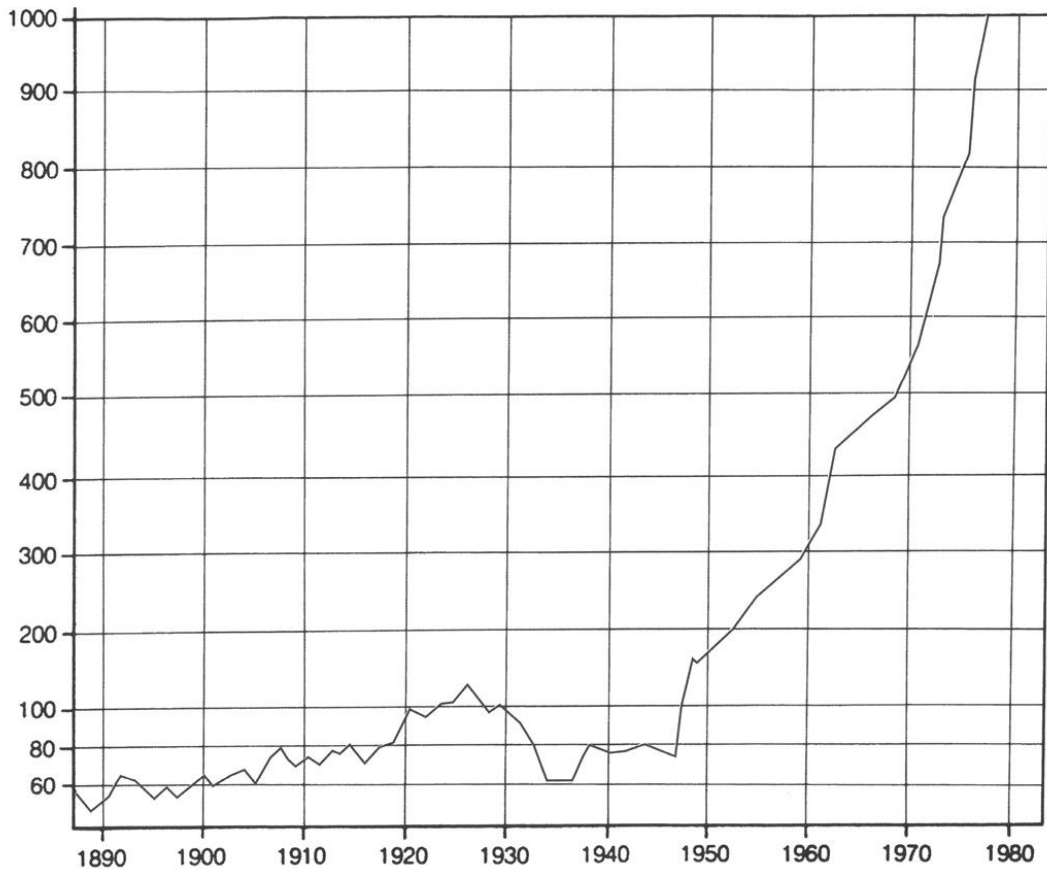
自分はずっと儲かっていたはずだと思うかもしれないが、家を買ったときに実際に投資した自己資金はわずか**20%**で、残りは住宅ローン組んだことを忘れていないだろうか。つまり、**1935年に支払ったのは60ではなく12であり、重要なのはローンは返済しなければならない**ということだ。このことは**1930年代**ころの世代はよく分かっているが、そのあとはほとんど忘れられている。住宅は素晴らしいリターンをもたらす可能性もある反面、それに見合う大きなリスクもある。もし何らかの理由で自分の家の価格が下がれば（例えば**1925～1935年**のように）、金利の支払いと莫大な損失だけが残ってしまう。

仮に**1925年**に家を買ひ、コスト（指数）の**100**を自己資金**20**と住宅ローン**80**でまかなったとする。それから毎年金利を支払っていくが、最初の何年かは元本がほとんど減らないため、**1930年代半ば**になってもローンはまだ約**80**のまま残っている。しかし、家の価格のほうは**60**に下がってしまった。こうなると、借金は**80**のままなので住宅所有者としての財産価値は**-20**となり、この投資をトントンに戻すだけでも**1940年代末**までかかってしまう。もちろん、ここにはそれまで支払った金利分は含まれていない。

金利が全般的に下げているときに、住宅価格が**20年間**も下げるとだれが考えただろう。これでは大変なことになる。実際、祖母が**1885年**に**60**で買った家を両親と自分とで受け継いで**1980年**に**1000**で売ったとしても、所有していた**95年間**の年間リターンは手数料や固定資産税差し引き前でさえ**3.0%**にしかない。

このことは今日の状況とどう関係しているのだろうか。住宅価格は高く、その市場価値と比較すれば賃料の利回りは低い（平均すれば銀行預金よりもはるかに低い）。不動産投資の夢のような誘い文句とは裏腹に（長期債の価格の仕組みを理解していなければ、チャート33の説明を参照）、家賃は不動産価格の上昇に見合うほど上がることはないが、下がる時は同様に下がる。債券価格と同じで、不動産も賃貸利回りがほかの長期投資に対して競争力を保つためには価格が変動する。不動産価格が格安とはとても言い難い水準にあり、**1930年代**のように住宅ローンが破産を招くことを理解していない人が多い今、不動産価格が**1890～1935年**にほとんど値上がりしなかったことをぜひ思い出してほしい。同じことはまた起こるかもしれないし、もっとひどい場合だってあり得る。

戸建の価格指数（1890～1980年）



出所＝ダグラス・ケーシー著『ストラテジック・インベスティング』（サイモン&シュスター、1982年）

現在の見解

住宅価格が「高すぎる」恐れは昔からあったことをぜひ覚えておいてほしい。

第3部 景気循環と政府の財政とインチキ話を分析する

金融界の事実無根の神話が、世間とメディアを通じて簡単に広まってしまうことにいつも驚いている。みんなその「事実」が真実であるかどうかさえ確認しないまま、それを繰り返し語り継いでいく。しかし、チャートがあれば大衆のくだらない話に何らかの根拠があるのか、それとも単なる神話の受け売りなのかを一目で確認できる。第3部のチャートは、景気や政府の財政、そして周知のインチキ話（事実として受け入れるかどうかは意見が分かれる）などが描かれている。これらのチャートは事実を明確かつ視覚的に示すことで、現実をよりよく把握する助けとなってくれる。

政府の財政ほど神話や愚かなヒステリーを生み出す話題はない。政治家は選挙を見据えて真実を伝えないこともあるし、メディアは売り上げを伸ばすために刺激的なことばかり書きたてる。そして、われわれはパーティーを盛り上げるために、愚かにも聞いたままのことを話してしまう。大衆が伝え聞いた神話を信じてしまったとしても無理はない。みんながそう言っているのだから、本当に決まっているではないか。第3部で紹介する財政に関する9つの図は、政府の債務や税金、赤字額、財政支出、成長率、州と国との関係などについて教えてくれる。

負債と赤字

例えば、連邦債務「危機」は問題だが、本当の危機とはほど遠く、大問題ではない。債務はその額を収入や純資産と比較して考えるのがもっとも良い方法で、そうすればアメリカの負債が過去の平均の範囲に十分収まっていることが分かる。確かに、連邦債務はGNPの割合で見れば10年前よりも高くなっているが、それは1960年代半ばと比較したからで、1950年代半ばと比べればずっと低いし、1940年代半ばの3分の1程度でしかない。当時の債務を負担できたのならば、今の状況はそう悪くはないのかもしれない。

実際、連邦負債を返済するのが最善策とは限らない。以前にそれをしたときは、3大不況のひとつを引き起こした。チャート76で示したように、しっかり者のジャクソン大統領は連邦負債を返済したが、大恐慌を引き起こし、経済は7年連続で縮小した。しかし、もし本当に返済したいのならば、税率を引き上げなくてもジャクソン大統領と同じ方法でできる。アメリカが150年間の負債とインフレを利用して世界一価値のある不動産ポートフォリオを構築した方法は、チャート82の説明に詳しく書いてある。

また、盛んに論じられている赤字問題もみんなが思っているほど致命的な問題ではなく、それどころか問題ですらないということがはっきりと分かるだろう。もし、政府が州や地方自治体に支払っている1000億ドルの資金提供をやめ、また購入した資産を企業と同じように減価償却すれば、何も変えることなく連邦政府の赤字の大部分は消滅する。これは会計操作というよりも、現実的な会計だ。チャート82で見ていくが、アメリカに赤字や連邦債務をもたらしたのは過去200年間に購入した資産だが、それらの価値は今日では何兆ドルにもなっている。

皮肉なことに、だれも指摘しないが本当に怖いのは赤字や負債ではなく、この20年間の政府支出がGNPよりもずっと速いペースで増えていることだ。このGNPよりも高い伸び率が続けば、複利の効果によって100年もしないうちに政府が経済全体を食い尽くすことになる。

反企業の神話

日々の企業活動もさまざまな神話を生んできた。大きな財産を築いた人は、超人的なスキルがあるとか、買収王だとか、それ以外の刺激的かつ非現実的な人物と評される。しかし、彼らの多くは普通の人間で、みんなと同じように人間の強さも弱さも持っている。ただ、勤勉で、覚悟を決めていて、知識もあり、そのうえで正しい場所に正しいタイミングでいたという運に恵まれたただけだ。しかし、彼らの仕事も良くも悪くも超現実的に描かれる。

ただ、このことは昔から変わっていない。チャート36で見たように、行きすぎはこの何百年間に何度もあった。私の会社の図書室には、セオドア・ルーズベルト大統領の「スクエア・ディール」（公平で同等な待遇を約束した公約）の初版があり、その近くにはロバート・ウェルチが設立したジョンバーチ協会（極右・反共団体）の「ブルーブック」も置いてある。どちらも本物だ。ウェルチの保守的すぎる言い回しは皮肉にもルーズベルトが世紀の変わり目に発した反企業的「イエロー・ジャーナリズム」（扇情的ジャーナリズム）と比べれば穏やかに聞こえるが、ルーズベルトの考えの多くは今日の反企業的な神話にも見いだすことができる。

例えば、企業は現実的な事業を拡大するかわりに、M&Aに明け暮れているという神話が近年広まっている。しかし、M&Aを繰り返すことも十分現実（チャート21参照）だが、彼らは記録的な金額を伝統的な事業につき込んでもいる（絶対額だけでなく民間GNPの割合で見ても）。チャート68には1900年以降の企業の設備投資額が載せてある。もし、私の更新部分に納得できなければ、図書館でバリューラインか全米産業審議会（商務省の一部）かチャート68の出所であるマシナリー・アンド・アライド・プロダクト・インスティテュートの資料を調べてほしい。マシナリー・アンド・アライドはこの種のデータを掲載したキャピタル・グッズ・レビューというニュースレターを発行している（1200 18th St. N.W., Washington, D.C.20036）。

同様に、この10年間のメディアは石油会社を悪者に仕立て上げる一方で、悪臭放つ死にかけのアメリカ産業界に新風を吹き込む息吹として電力会社を持ち上げてきた。このなかには多少の真実もあるが、やはり神話の部分が大きい。チャート71～チャート73はこの200～300年の間に重要な変化は何もなかったことを示している。ここでは、電力業界の先駆者たちを偉大な地位まで押し上げた「新しい」と言われている学習曲線も、実はまったく新しくなかったことを学んでいく。同様に、石油業界は悪魔に加担したというよりも政治と外国勢の犠牲になったと言ったほうが正しいのだが、これらのことをみんなに考えさせるのは難しい。

そのほかの叫び

そのほかにも、例えば労働者の賃金は高すぎるという神話があるが、これはバカげている（チャート70）。長い歴史のなかでインフレ調整すれば、労働賃金が高すぎるということはない。みんながそう不満を述べるのは労働力を効率的に使えない無能さを暴露しているにすぎない。言ってみれば、彼らは自分の無知と無能をさらしているだけなのだ。問題は労働コストではなく、経営陣の頭脳にある。

そして最近では南アフリカの外国投資にかかわる騒動もあった。アパルトヘイトが問題視される一方で、この国から産出される貴金属の価値に対する懸念も指摘された。倫理問題は本書の範疇ではないが、チャート69を見れば南アフリカの金採掘の本当の価値がS&P500の足かせになっていないことはすぐ分かる。もし南アフリカが明日崩壊しても、世界への影響はグッぽ程度で、あとはあくびをしてそのまま進んでいくだろう。

インチキチャート

残念ながら、人類には説明のつかない現象がたくさんあることを認めるよりも、本当は知らないことを知っていると思ひ込む傾向がある。第3部の最後の9つのチャートは私が「インチキ」のチャートと呼んでいるもので、たいいてい人は賛成してくれるだろう。読者もこれらのチャートまで読み進めるころにはインチキを見抜けるようになっていと思うが、このなかには本質的な部分も含まれている。例えば、コンドラチェフの波は経済学者にはあまり重要

視されておらず、真剣に論じられることすらあまりない。しかし、大部分の経済学者の経済予想が当たらないこともわれわれは直感的かつよく知っている。もし彼らが長期波動論を考慮していれば、最近はもっとまじな予想ができていただろう。本書を通して見てきたとおり、インチキとされている長期波動には驚くほど偶然の一致が多い。もしかしたら、経済予測はまだ地球が平らだった時代の探検者のレベルで、知識はたくさんあっても予想的中させるにはほど遠いのかもしれない。

この現象のさらに強力な例に、太陽黒点がある。黒点の状況は、農業や航空宇宙産業、通信など、地球上のさまざまな活動に多大な影響を及ぼしているが(チャート85参照)、黒点がなぜ存在し、どのようにして生まれたのかはだれも知らない。ただ、黒点の周期がわれわれに降り注ぐさまざまな形態の大気放射の変化量と完全に一致していることは分かっている。それならば、黒点(もしくはその原因となるもの)が放射量を通じて直接あるいは間接的にわれわれの心理状態に影響を及ぼし、それがひいては金融上の判断にも影響している可能性はないのだろうか。

残念ながら、この答えはコロンブスの時代でも今でも分からない。しかし、いつかは科学者が黒点の原因を突き止め、太陽とウォール街の関係も解明されるだろう。それまでは黒点のような考えは一部の人たちが漫然と思っているだけで、大部分の人にはただ拒絶されてしまう。黒点は、人間が本当に知っていることなどほんのわずかだということを自覚させてくれる好例かもしれない。もし、無知のまま大胆な行動をとっているのならば(ウォール街では常に行われていること)、自分の無知を理解するだけでも結果は向上するだろう。

景気循環分析に役立つ現象はほかにもあるし、そのいくつかはチャートにできる。ただ、残念ながら株価の動向が景気予想にはもつとも優れている(チャート16)。なぜ残念かというと、多くの人たちは景気予想から株価を予想したいと思っているからだ。しかしそうはならない。景気と株価の組み合わせでうまくいくことのなかに、失業率が下げ止まってから1%上げれば直後に株価が高騰するという1%ルール(チャート64)がある。また、自動車の売り上げも参考になる。チャート65が示すように、景気や株価の下降トレンドの前には、自動車の売り上げが下がるが多いからだ。

大局的に見る

第3部は、アメリカだけでなく世界の景気の長い歴史を描いた2つのチャートから始まっている。最初に載せたのは、アメリカのバブルとその崩壊と題してその規模を視覚的に示した古典的なチャートで、おそらくどこかで目にしたことがあるだろう。2つ目(チャート63)は、あまり目にするものない珍しいチャートで、西側諸国の経済が驚くほど密接にかかわっていることをよく示している。バブルとその崩壊はコンピューターや電話や飛行機やダウ平均が登場する前から、世界規模で起こっている。

チャート63の教訓を得るだけでも、本書はあなたの人生に価値をもたらしてくれるだろう。政治の過程に経済的思考があれば経済問題は避けられると信じているが、世界の国々が経済的に結びついているなかで、一国の政治家が繁栄を称賛されたり不況を非難されたりするのはおかしい。世界的な不況を避けることはできない。かつてそれができたこともないし、これからも無理だろう。これで神話がひとつ消えた。本書のチャートの教えを学び、あといくつかの神話を解明してくれればいい。

2007年のコメント

1987年以来膨らんだ債務と赤字について少し書いておきたい。みんなが恐れていたのがマーケットや経済のマイナス成長ではないことは、当時でさえ分かっていた。しかし今では、付録のチャート83で詳しく述べるように、小さな債務がゴールではけっしてないと思うようになった(さらなる詳細は私が最近書いた『ザ・オンリー・スリー・クエスチョンズ・ザット・カウント』の第6章参照)。債務は悪いどころか良いことで、現在の残高は、まだわれわれが理論的かつ現実的に借りるべき金額に達していない。まだまだ借りられるのだ。私を呪う前に言い分を聞いてもらえ

ば、納得してもらえらるだろう。

第3部のまえがきに書いたそれ以外のコメントはほぼ当時のままでよいが、チャートは多少更新してある。20年もたつてそれですむのは、これらが主にメディアの神話と政府に関するものだからだろう。メディアは、かつても今もこれからもずっと利益を追求するために神話を語り続ける。人には何千年も前から神話を作り、語り継ぎ、堪能したいという尽きない欲望がある。メディアが儲けるのはかまわないし、利益を上げるのは良いことだ。ただ、自分が信じていることをメディアも大々的に支持しているときは、かなり警戒したほうがよい。それは正しいという証拠ではなく、間違っているという警告である可能性が高いからだ。このことは、マーケットに関することにもそうでないことにも言えることだが、マーケットのようにみんなが知っている話題の対象が割り引きされたり値付けされたりする場合は特にそうだろう。

そして、政治もほとんど変わっていない。「ポリティックス」（政治）という言葉は、ギリシャ語の「多い」を意味する「ポリ」と「小さくて血を吸う生き物」を意味する「ティックス」からできている。われわれが選んだ「ポリ・ティックス」は、かつてよりもしつこい「ティックス」になっているが、彼らが大きく変わる理由はあまりない。

もうこの辺りでやめておこう。チャート63の教えさえ学べば、本書のモトはとれるはずだ。さあワルツを踊ろう。

チャート62 経済史が1分間で分かるカンニングペーパー

カクテルパーティーでみんなの注目を一気に集める一言がうまく言えないのではないかと不安に感じる事があれば、このチャートを見てもいいでしょう。これはアメリカの経済史が1分間で分かるカンニングペーパーで、これさえあれば友人をびっくりさせ、知人を感嘆させることができるだろう。

義理の兄が電話で妻に、義父が残してくれた信託口座を解約してひと山当てようとしてくよくよく言ってくる。フロリダの「絶対値上りする」不動産に賭けようというのだ。妻はせっかくの財産をふいにするのを恐れているが、兄の言うことに逆らうこともできず困り果てている。そこであなたはカンニングペーパーを取り出して、覚悟を決めると渦中に飛び込む。「義兄さん、僕もよく考えてみたけれど、今の状況は1830年代に起こった銀行の信用供与ブームとあまりにもよく似ています。当時は違うということが納得できなければ、スージー（妻）の土地投資は全力で阻止します。僕が昔使っていた経済史の教科書を送りますから、それを見てから連絡してください」。義兄がこの話を蒸し返すことは二度となく、それ以来妻からは英雄視されている。

カクテルパーティーで、自分の会社がいかに儲かっているかを自慢している客がいる。別の男がジンフィズを飲みながら「その優等生、最近調子はどうだい」と聞いてきた。あなたはチャートを思い浮かべながら、「やあ、ジョン。うちもとてもうまくいっているよ。でもてんぐにならないように、かなり気をつけているんだ。今の状況は1870年代初期のバブル期に簡単に儲かっていたときとよく似ているからね。そのあとどうなったか知ってるかい」。もちろん相手は知らないから、とどめの一言だ。「1930年代並みの歴史的な長期不況さ。だから今は儲かっているけれど、それを無くさないためにいろいろ工夫しているよ」。あなたの株は上がったはずだ。

私が初めてこのチャートを見たときはまだ子供だったが、190年に及ぶパノラマに畏敬の念を抱いた。ここには2つのチャートが描かれている。まず、折れ線は卸売物価指数を示している。そして、黒い部分は景気に対する良い悪いを主観的に判断した結果を示している。「長期トレンド」の線であるゼロよりも上の部分は景気の良い時期で、下の部分は景気後退や不況を表している。

このチャートは、最近の時期についてはあまり実際と合っていない。1973～1975年や1982～1983年の不況は、トレンドラインを下回っていないが、その重要性においてはかつてラインを下回った不況（例えば1903～1904年のお金持ちのバブル）に引けをとらない。それでも、みんなが大昔のことだと思っているようなことまでさかのぼっているこの伝説的チャートは本当に素晴らしい。1928年よりも前に起こったことを知っている人は、10人にひとりもないだろうが、みんな自分の無知を進んでさらけ出すようなこともしない。このチャートと、本書のそれ以外のチャートのちょっとした情報（例えばチャート45）を組み合わせれば、どんな場所でも、どんな相手でもきつと説得できるだろう。このチャートをじっくり見てほしい。ここに出てくる出来事について学ぶだけでも楽しめるかもしれない。少なくとも私はそうだった。

アメリカの経済活動（1790～1986年）

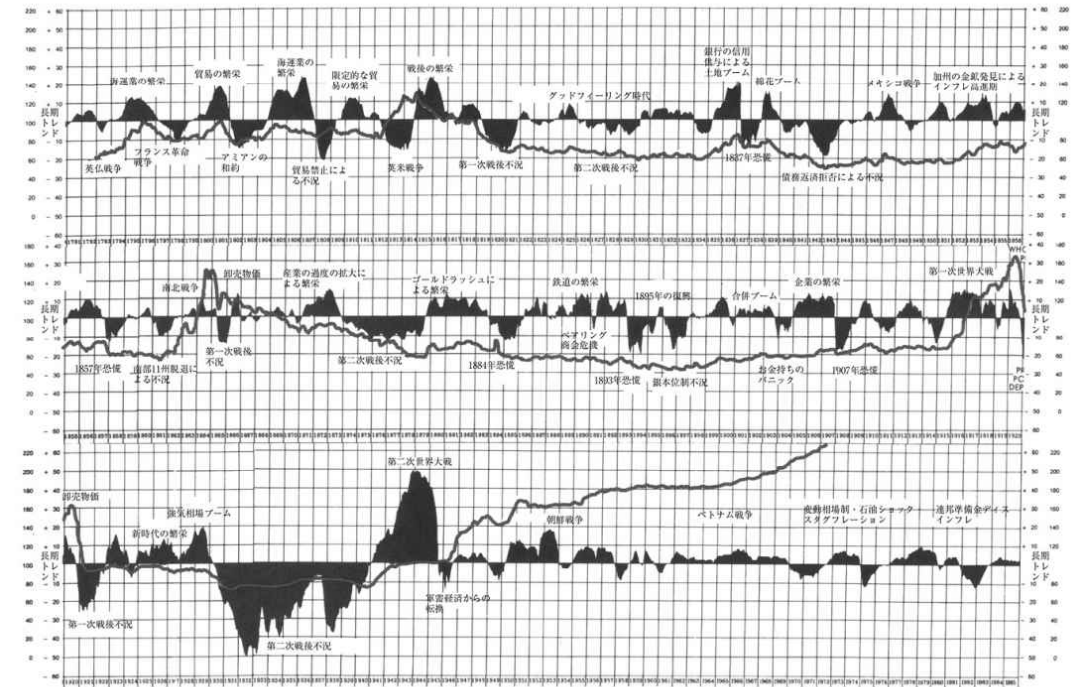


チャート63 このパターンからは何が見えるか

このチャートはインクプロット検査（インクのしみを使った性格判断）ではないが、インクのしみから多くを読み取ることができればこの教訓を最初に得る人になれるかもしれない。私も最初に見たときは驚いたが、これが重要なチャートである理由は3つある。1つ目に、これは主要国の景気循環の長期的な全体像を一目で分かるように簡潔にまとめた比類のないチャートになっている。2つ目に、これは世界経済に関して権威ある筋から得たもつとも古い情報であるウエズリー・C・ミッチェルの1927年の古典、『景気循環、問題とその設定』（文雅堂書店）に基づいて作成されている。同書はNBER（全米経済研究所）が発行した10冊目の本で、NBERが発表する不況や好況の判断はアメリカの正式見解とみなされている。ミッチェルはNBERの創立者で、調査部門の責任者を25年間務めた。またASA（米国統計学会）の会長も務め、経済統計を標準化した最初の人物としても評価されている。もし彼が1970年まで生きていれば、サイモン・クズネッツの代わりにノーベル経済学賞を受賞していたことはほぼ間違いない。クズネッツのGNPの統計に関する研究は、それ以前のミッチェルの基礎研究がなければ存在し得なかった。そして3つ目の重要な点は、その視覚的な教えにある。

このチャートは、細かく見なくても学ぶことができる。ここで見るべきことは、主要国の経済的な出来事（黒や斜線の部分）がほぼ縦に並んでいるということで、黒い部分の上には黒、白い部分の上には白がある。これは、1カ国で起こったことがほかの国でも起こっているということを意味している。

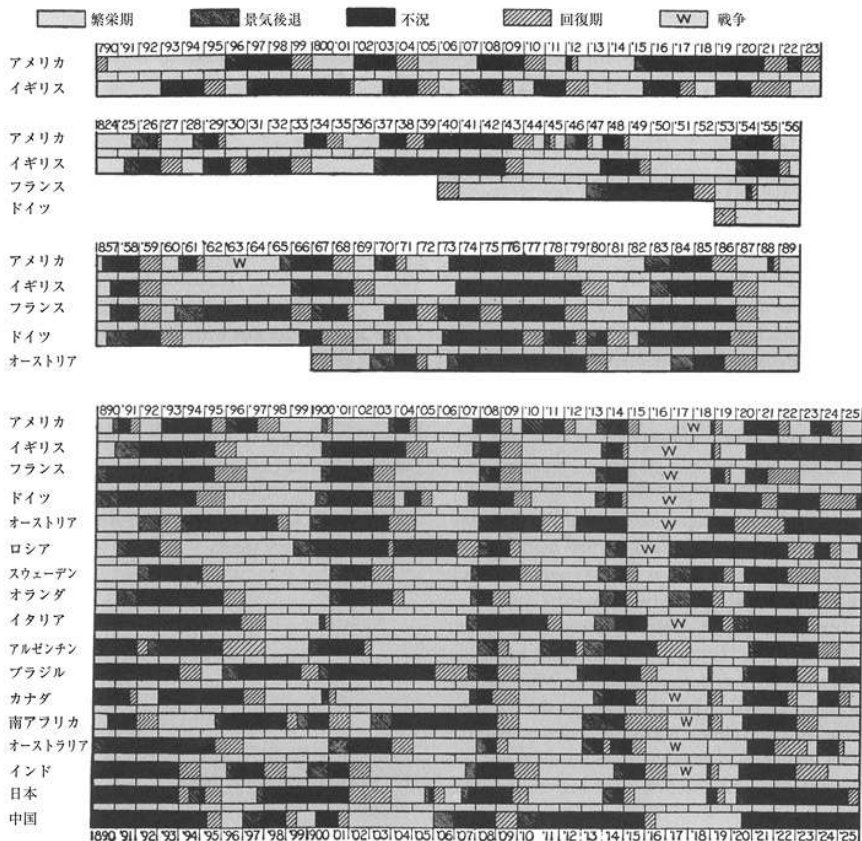
それだけだ。昨今ではメディアのおかげで昔よりも情報が増えたが、このチャートは昔から状況が変わっていないことを示している。これからもおそらくそうだろう。

景気の後退（黒と斜線部分）は、世界中に広がっていくことが多い。最初はどこかの国が不況に陥る。あとは少し不況になるのを遅らせることのできる国もあれば、より苦しむ国もあるし、軽くすむ国もある。しかし、経済の風邪がはやり始めたら世界中のほぼすべての国が程度の差はあれかかってしまう。

ところが、多くの人はこれを信じない。だれでも自分のやり方ならトレンドに抵抗できると思いたい、実際にそれができた人はあまりいない。ほとんどの経済理論でさえある国の経済は他国の影響をさほど受けないとしているが、経済学者の予想はこれまであまり当たらなかったし、歴史のほうが理論よりも信頼できることは言うまでもない。

本書のあらゆるところで説いてきたように、経済的に孤立している国はない。しかし、ここには途方もなく皮肉なことが2つある。ひとつはある国がトレンドに抵抗しようと極端な手段に出ると、結果はさらに悪くなる場合が多いことだ。もうひとつは、景気が良くなるのはほとんどのケースが世界的な流れに乗っただけなのに政治家は自分の功績だと吹聴し、景気が後退するときは外国の出来事のせいにする。不況が世界を駆け巡り始めたら、それを避けるために政治家ができることはほとんどない。むしろ彼らには何もしないでほしい。ただ、投資家には「社会の動向に注意して」世界中の出来事と自分の周りの出来事（チャート42）に乖離している点がないかを見極めてほしい。身の周りも金融市場もそれ以外のこともすべて、外国の影響を受け続けている。

各国の景気循環傍観図（1790～1925年）



出所＝ウエズリー・Ｃ・ミッチェル著『景気循環、問題とその設定』（文雅堂書店）

チャート64 失業率と1％ルール

株式市場と景気後退（チャート25）には歴史的に強いつながりがあるが、失業率と景気後退にもやはり強いつながりがある。そこで少し工夫すれば、失業率を有力な買いサインを示す素晴らしい警告シグナルとして使うことができる。その方法を紹介しよう。

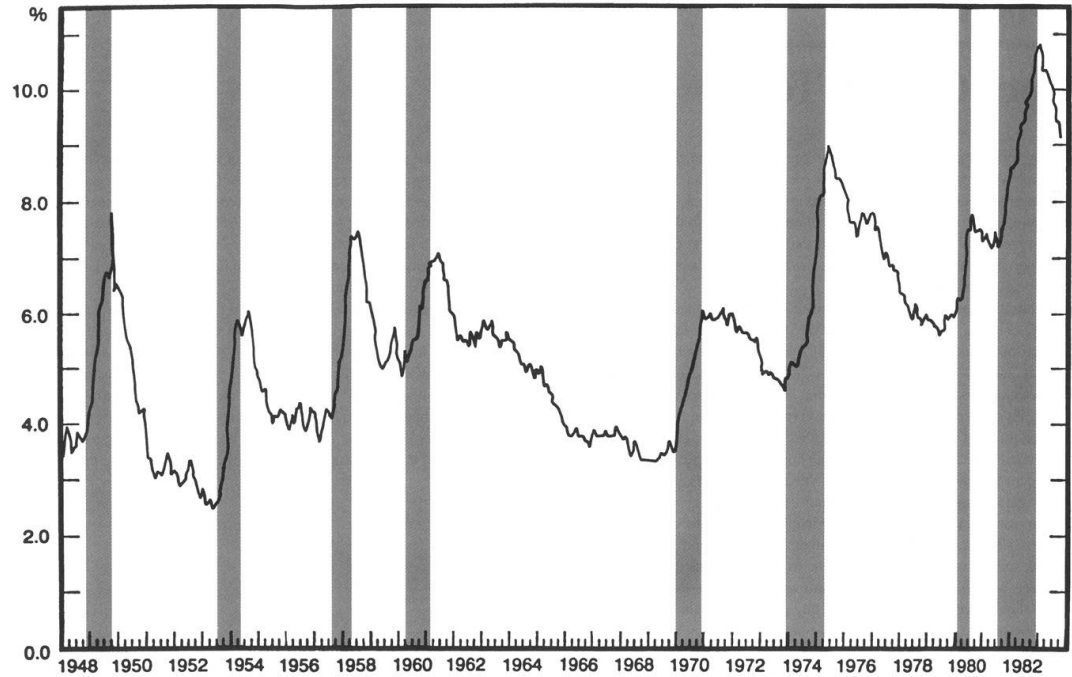
このチャートは、失業率を景気後退期（アミの部分）と重ねて示したもので、アミのかかっていない部分は景気拡大期を示している。失業率は、失業者の数を就業者と失業者の合計で割った値である。失業率は、景気拡大期には下降し、後退期には上昇することに注目してほしい。これには驚かないかもしれないが、失業率の上昇と下降が景気の状態によってきれいに分かれているところをよく見てほしい。例えば、景気拡大期には失業率が1％以上（左の縦軸で）上がったケースは一度もないが、後退期には最初の3分の2の期間にいつも1％以上上がっている。反対に、チャート25で見たように、マーケットは景気が後退し始める前から下げ始め、後退期も半ばを過ぎると株価は先行きの良いことを予期して急上昇し始める。

私の「1％」ルールはここから来ている。これは、マーケットの底を利用したければ、失業率がまるまる1％上がったときに100％投資した状態にしておく、というルールだ。この指標もそれ以外もマーケットの底を完全に予想することはできないが、1％ルールがあれば今試合がどのイニングまで進んでいるのかをほぼ完璧に教えてくれるし、2〜3カ月の誤差で大底が分かる。底の正確な時期を知るためには別のツールが必要だが、最初のステップとしては良い指標だと思う。

別の言い方をすれば、失業率が1％上がらなければ景気変動による株式市場が底を付けたことにはならない。好例は1970年で、マーケットは1968年12月から下落していた。失業率も1961年から下げていたが、1970年の初めから急上昇を始め、これが注目すべきシグナルとなった。失業率の上昇は春までに1％に達し、ダウ平均は5月26日に627ドルで底を打った。もし1％ルールに従って買っていれば、笑顔になっていたはずだ。それ以外の株式市場のサイクルについても、このルールと底の関係を調べてみてほしい。

ただ、失業率はマーケットの天井の時期は教えてくれない。谷に比べると天井を当てる精度は低いのだ。これは経済を先導する株式市場が経済が弱含むよりもかなり前に下げ始めるからで、経済が弱含むと失業率は上がり始める。ただ、このチャートからは失業率が最低2年間には下げないと株式市場の主要な天井は期待できないことも分かる。失業率はさまざまなところで公表されており、バロンズ紙の最後のページにも毎週掲載されている。

一般労働者の失業率（1948～1983年、季節調整済み）



出所＝米国労働省統計局

現在の見解

このチャートを2007年まで更新しても、ほぼ同じことが言える。素晴らしい！

チャート65 自動車も衝突することはある

「気をつけろ、衝突するぞ」。これはマーケットでもドライブでもあり得ることだが、実は自動車の売り上げが落ちれば株価もすぐに下落し、そのあと経済全体がそれに続く。チャート25で見たように、株価は景気を先導する。しかし、このチャートが示すように自動車の売り上げにもそれが可能で、株式市場とも密接にかかわっている。チャートのアミの部分は、チャート25やそれ以外のいくつかのチャートと同様、景気後退期を表している。

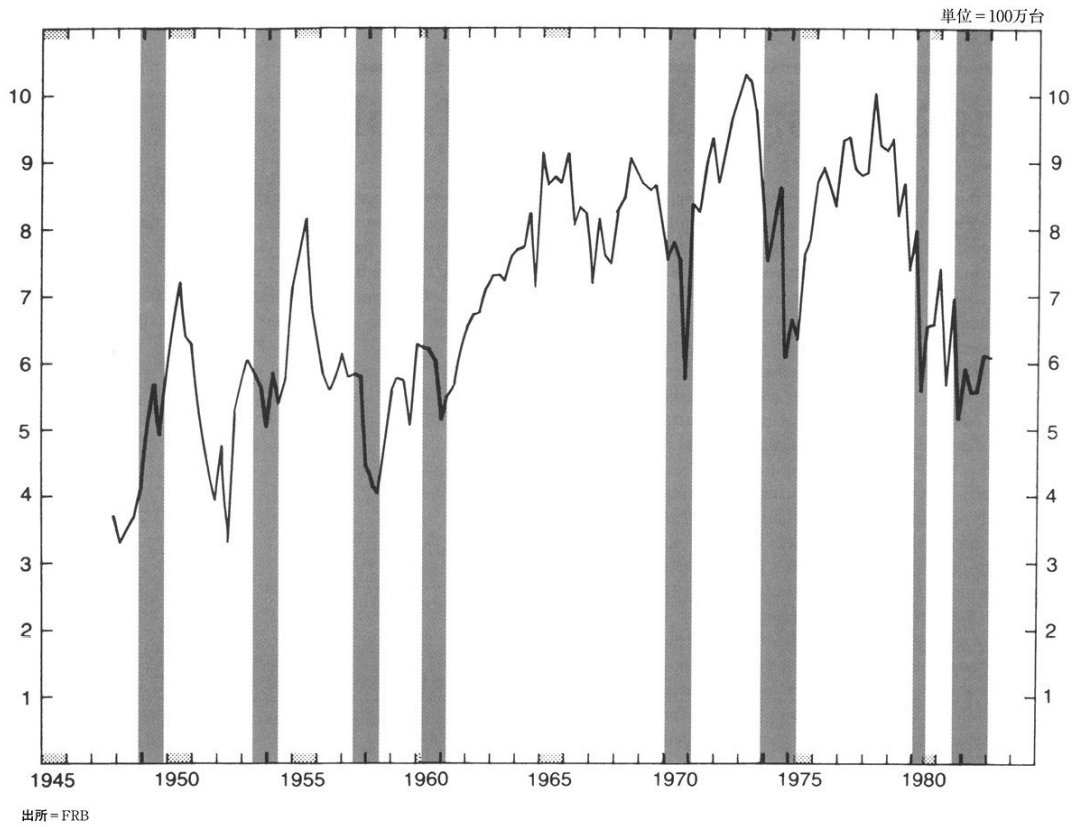
自動車の売り上げが、常に経済よりも先に（それもかなり先に）落ちることに注目してほしい。不況のかなり前に自動車販売が落ち込まなかった唯一のケースは1960年だった。1981～1982年の先導期間も短かったが、これは1980年代の不況の直後だったので仕方がないだろう。しかし、なぜ自動車の売り上げが落ちると不況になるのだろうか。自動車は価格が高いうえに何年も使えるが、現金で買える人は少なく、たいていはローンを組む。不況になるとみんな経済的に不安になるため、あえて危険を冒して車を買おうという人はほとんどいなくなる。しかし車が古くなれば、新車が幸せをもたらすといったたぐいの広告が目につき、潜在需要は上がる。そして経済が上向き始めるとみんなの心配も薄れ、それまで抑えられていた需要が一気に上昇する、といったことがほぼ同時期に起こる。

そしてその間、2つのことが起こる。まず、新車を長いこと楽しみにしてきた人の多くが有り金をはたいて新車を購入しようと決める。次に、景気拡大も一段落して金利も高くなると、自動車を買う人の信用度は（パソコンや住宅の購入者と比べて）低いため、車を購入したくてもまだ買っていない人たちへの融資が滞り始める。この2つの力が自動車販売の落ち込みを招くが、最初はみんな車の代わりに比較的安い非耐久財（衣服や贅沢品）の購入に切り替えることから、すぐに景気が落ち込むわけではない（自動車販売の上昇は景気回復の兆しにはならないことに注意してほしい）。

しかし、何よりも優れているのは、自動車販売とマーケットの動きの方向が同じということだ。自動車販売は1950年にピークを付け、マーケットは1952年にピークを付けた。次は自動車が1955年で株価が1956年、その次は自動車も株価も1959年だった。同じことは1965年（両方とも不況はなし）と1968年と1972年にも起こっている。しかし、1976年はそうはならず、株価のほうが自動車の売り上げよりも18カ月早くピークを付けた。ただ、これまでも繰り返し見てきたように、マーケットで完璧なことなどない。ちなみに、1981年にもこの法則どおりになった。

ここでの教訓は、自動車販売が上昇しているときは株価の下落がさほどないと期待できることだ。そして株価が下がったときは、自動車販売が落ち込んでいるかどうかをチェックすれば、マーケットの下げが長期で深刻なものかどうかを確認できる。自動車の売り上げは、毎週パロンス紙に載っている。本書を執筆している現在、ここで取り上げたバリュー系の株価指数の多くは弱気だが、金利低下と自動車メーカーが提供するマーケット以下のローンに後押しされて自動車の売り上げは高水準にある。自動車の売り上げは、金利低下と合わせて、株式市場を楽観視している人たちが信頼できる希望の光となっている。

輸入車を除く国産の新車販売（1945～1983年）



現在の見解

アメリカ人は当時よりも裕福になり、信用供与は簡単になり、資金は比較的安くなり、自動車はGDPに占める割合はずっと小さくなったため、この指標に頼ることはほとんどなくなった。ただ、歴史的な視点としては今でも面白いと思っている。

チャート66
 住宅着工件数——逆さに見る

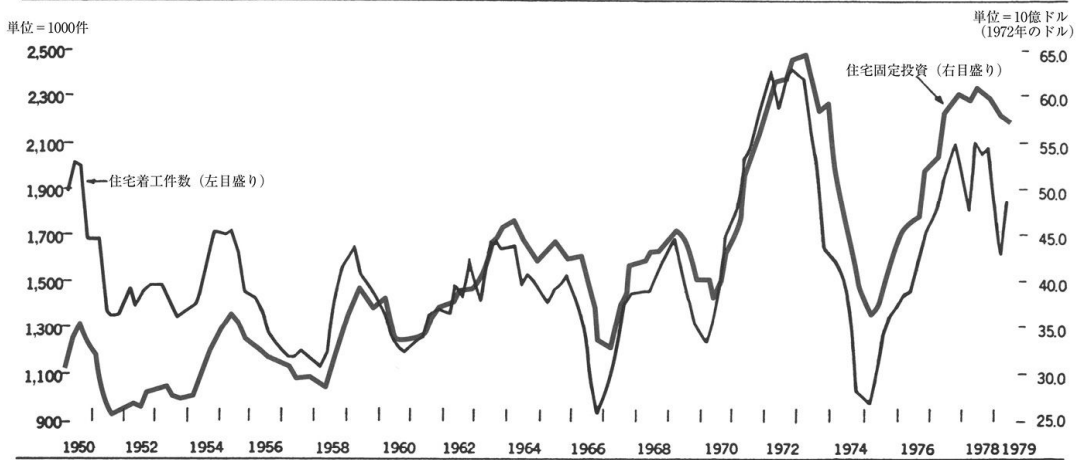
景気を予想する方法のひとつとして、住宅着工件数を逆さに見るという少しひねった方法がある。この数値がしばらく上昇すれば景気はある程度悪化するし、しばらく下がればバラ色の世界が期待できるのだ。住宅着工件数とはどのような数字で、なぜそれに注目するのだろうか。これは建設中の新築住宅や集合住宅の数を示す指標で、周期的に上下しながら経済の重要な一部を担っている。住宅が堅調でなければ景気は良くならないが、住宅業界が2～3年以上連続して好調を維持するのは難しい。住宅がすぐに増えすぎてしまうからだ。経済は定期的に燃え尽きる。住宅着工件数が2～3年連続して増加すると経済全体が疲弊し、休みが必要になることが多い。ここは注意が必要だ。

このことは、住宅着工件数が年間200万件に達すると特に言える。このチャートは、1950～1979年にかけての住宅着工件数を示したもので、これと同じことをもっと複雑かつ分かりにくく表した住宅固定投資（RRFI）も合わせて載せてある。ここでは住宅着工件数だけで十分なので、RRFIは無視してよい。まずは年間着工件数が200万件を超えた1972年と1973年に大きなピークがある。そして次に、戦後最悪の不況は住宅着工件数が増大したすぐあとの1974年になる。1977～1978年は堅調な住宅着工件数がスタグフレーションという言葉を生んだ。これは、景気が停滞するなかでインフレがまん延することを意味している。住宅着工件数が数年間上昇し、200万件に達すれば、洞察力のある人なら問題が起こる兆候を十分つかむことができる。

最近の状況を見なければ、毎週バロンス紙の最終ページに年換算の住宅着工件数が載っている。この数字は1983年以降上昇していて、1986年の初めには200万件の水準を回復した。1987年と1988年の景気には不吉な兆候と言える。

このチャートは、ボストン連邦準備銀行が発行しているニューイングランド・エコノミック・レビューから引用した。ここでは、米国商務省が発表しているサーベイ・オブ・カレント・ビジネスのデータが使われている。同じ情報源のデータは、最寄りの図書館でも入手できる。

住宅着工件数と住宅固定投資（1950～1979年）



出所＝『ニューイングランド・エコノミック・レビュー』（ボストン連邦準備銀行、1979年）

現在の見解

住宅着工件数は、今でもよく使われている。多くの人たちが住宅ブームの前壊を懸念している2007年初めは特にそうだろう。しかし、みんなが同じ情報を見て同じ解釈をしているときに、マーケットをさらに動かす力はもう残っていないことを思い出してほしい。このようなときは、だれも注目していない別のところを見抜かなければならない。

チャート67 イギリスの食料配給の列

1930年代を除いて失業率は最近までごく低水準だったと思っている人は多い。これは1920年代までしかさかのぼらなければ正しいが、それよりも前も含めれば間違っている。イギリスが世界の経済と軍事の中心だった19世紀後半の失業率は、ヨーヨーのように上がったり下がったりしていた。このチャートが示すように、イギリスの失業率は定期的に7%に達し、最近のアメリカよりもさらに高い10%や11%になったことも数回ある。

この1929年のチャートは、A・C・ビグーの『インダストリアル・フラクチュエーションズ (Industrial Fluctuations) 』から引用した。ビグーはケンブリッジ大学教授で、いわゆるケインズ政策が導入される直前の当時のイギリスでもっとも卓越した経済学者だった。彼の本には、今日みんながあまり注目しない忘れられた時代のチャートが載っている。19世紀末のイギリスの位置づけは今日の世界に共通する要素がたくさんあり、イギリスの経済史は現在においても非常に重要だ。

アメリカの失業率が1930年代以来最高になっている今日、イギリスの周期的な失業率との共通点を思い出してほしい。まず、イギリスは今日のアメリカと同様、欧米諸国の原動力だった。現在のアメリカの貿易量は自由世界の貿易量の半分を占めているが、当時のイギリスもそうだった。現在、各国の中央銀行は準備金をアメリカの短期国債で積み立てているが、当時はそれに相当するのがイギリスのコンソール債だった。

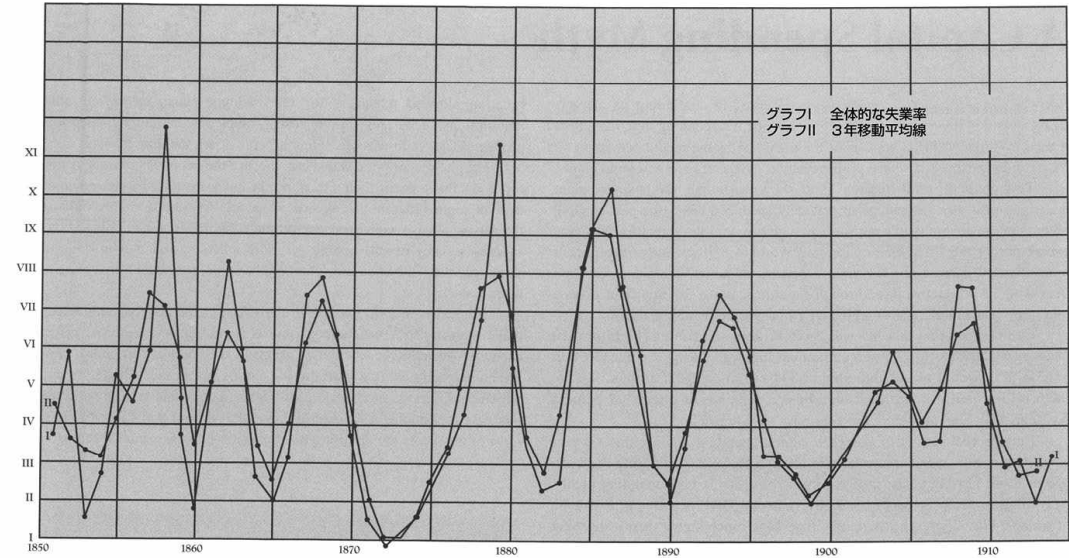
そして何よりも重要なのは、ビグーのチャートにある失業率の大きな上下動だ。チャート47とチャート49が示すとおり、イギリスの商品価格と金利の変動率が他国と比較してさほど大きかったわけではない。それなのに、なぜ失業率はヨーヨーのように上下動していたのだろうか。

実は、他国の失業率はイギリスに輸出されていた。イギリスは金本位制を維持していたため、ポンドの価値は無防備な標的のように比較的安定していた。世界の経済が落ち込むたびに、他国はインフレで自国通貨の価値を下げ、自国製品に国際的に割安に見せるためにイギリスとの貿易を進めていった。もちろん、この効果は短期間しか持続せず、インフレの国はいずれコスト高に苦しむことになる。しかし、通貨を印刷すれば短期的には自国の製品に対する国際的な需要を押し上げることができ、標的国の費用で雇用を上げることができる。

今日では、アメリカがこの標的になっている。ただ、インフレだけが武器というわけではなく、日本政府が日本企業向けに行っている助成金付きローンなどもある。日本の政府系金融機関は利益を上げる必要がないため、安い金利で貸し出すことができるのだ。そしてもちろんインフレもある。アメリカ以外のだれもが、失業率を低く抑えるためにはアメリカにできるだけ速く輸出すれば良いということを知っている。例えば、1982年の不況では、米ドルの価値が他国の通貨よりも上がり、最近のような回復期にはドルと失業率が少しずつ下がっている。

結局、最近ドルが下がり失業率も6%まで下がっているが、また景気が悪化すればこれらは再び上昇し、他国はそれぞれの失業率とともにアメリカに逃げ出してくると思っておいたほうがよい。アメリカが唯一できることはインフレで彼らを追い払うことだが、過去の経験から言えばこれも良い方法とは言い難い。

イギリスの失業率（1850～1914年）



出所＝A・C・ビグー著『インダストリアル・フラクチュエーションズ』（マクミラン&カンパニー、1929年）

チャート68
 設備投資という神話

大企業は事業の基礎となる工場を建設するよりも、派手なM&A（企業買収）に関心があつて、設備投資額は以前よりも減っていることはみんな知っている……というのもメディアがでっち上げた数多くの神話のひとつではない。実際には、企業はこれまでになく熱心に工場建設を推し進めている。

1900～1960年までのこのチャートは、企業の設備投資額を民間GNP（政府関連の生産支出を除いたGNP）の割合で示したものである。これを見れば、60年間のなかで大恐慌と第二次世界大戦を除いて企業の設備投資が非政府関連GNPの10%を超えたことはないが、7%を下回ったこともないことが分かる。つまり、このチャートは、現在の状況を比較するうえで長期的なベンチマークとなってくれるのだ。

1985年の設備投資額は4760億ドルで、10年前よりも1630億ドル増えている。この10年間のインフレ率である7.5%で調整すると、1630億ドルは1980年のドルに換算すれば3370億ドルとなり、4760億ドルをインフレ調整した年間約3.5%の増加率は、経済の実質成長率を上回っている。

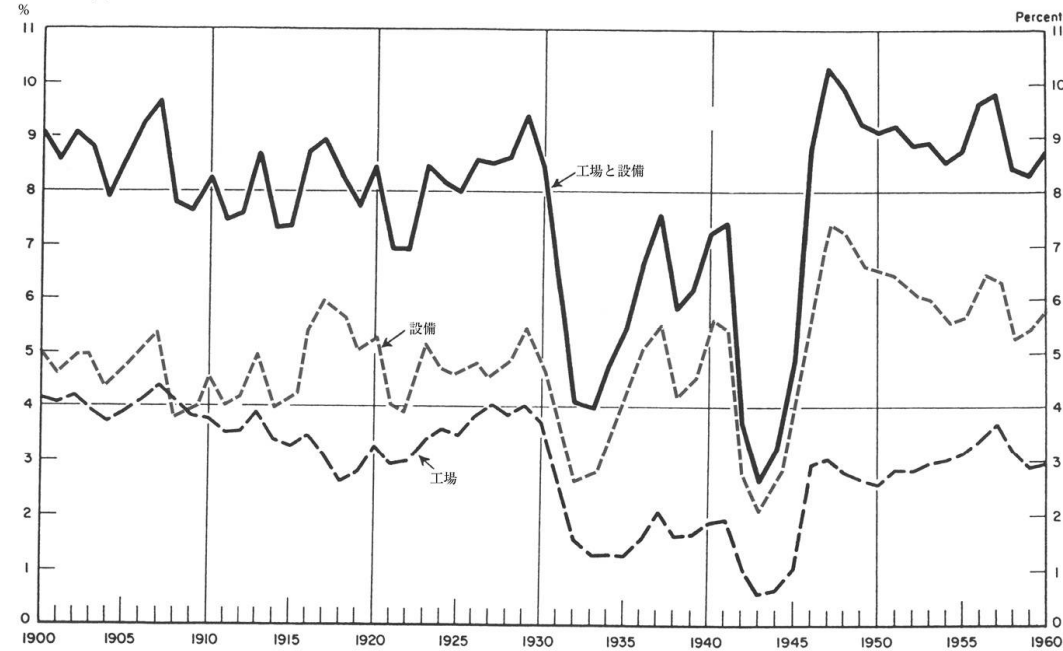
しかし、本当に重要なのは設備投資とチャートで示した60年間との比較で、もし現在の企業のGNPに対する支出額が全盛期の平均を上回っていれば、今でも十分設備投資が行われていることになる。アメリカの国家予算において非政府関連GNPは2兆9000億ドルで、4760億ドルはその16%にも上る。これは、1960年よりも前のどの年よりもはるかに高い。実際、政府関連を含めたGNPで見ても企業の設備投資は12%を占めている。

しかし、なぜこれほどの額を支出しているのだろうか。1960年代にインフレ率が上がり始めると、メーカーは工場建設をしやすいくなった。インフレによって完成品の価格が上がり、インフレがずっと続くという見通しの下では現在の資本コストと比較して工場建設を正当化できるからだ。工場建設には大きな潜在利益が見込まれていた。

最近、物価が弱含んできているが、アメリカの大企業の経営者にはインフレがずっと続く環境で過ごしてきた50歳代と60歳代が多い。彼らは生涯ずっと物価が上がることに賭けてそれに勝ち、その成功によって昇進してきた。そのため、今でもこれまでと同様インフレに賭け、設備を増やすほうに賛成している。

1987年の今は1982年から始まった景気拡大の5年目に入っているが、皮肉なことに生産量は最大許容量の80%を下回っている。これは先の経営者たちが設備を増やしすぎたからだろう。過剰設備は価格低下しかもたらさず（チャート56とチャート84参照）、それはもつと深刻なデフレという問題を引き起こす。企業は過剰に支出して工場と生産量を増やしているのに、大部分のメディアが企業の設備投資が手ぬるいと報道しているのは皮肉としか言いようがない。

民間GDPの工場と設備への支出がGNPに占める割合（1900～1960年）



出所＝ジョージ・タボア著『60イヤーズ・オブ・ビジネス・キャピタル・フォーメーション』（マシナリー・アンド・アライド・プロダクト・インスティテュートの許可を得て再現。1960年）

現在の見解

この件は、私がお気に入りの質問のひとつである「自分が信じていることのなかで間違っているものはないか」の好例と言える。このチャートは当時の通説の誤りを、公表されているデータを使って訂正してくれた。

チャート69 南アフリカの金はどのくらい重要か

多くの人たちは、南アフリカの金採掘が世界経済にとって重要だと思っているが、このチャートをよく見ればそうでもないことが分かる。そもそも、南アフリカが重要だと思ったのは、世界中で産出される金とプラチナの大部分がこの国で産出されているからだが、よく考えれば世界の金産出量はそれほど重要なことではない。このチャートは、1950～1983年にかけての世界の金の産出量を示している。南アフリカの年間生産高は、一番下の薄い色の部分で、真ん中の部分は西側の自由市場や資本主義経済国を合わせた産出量、一番上の濃い色は共産圏の産出量を示している。

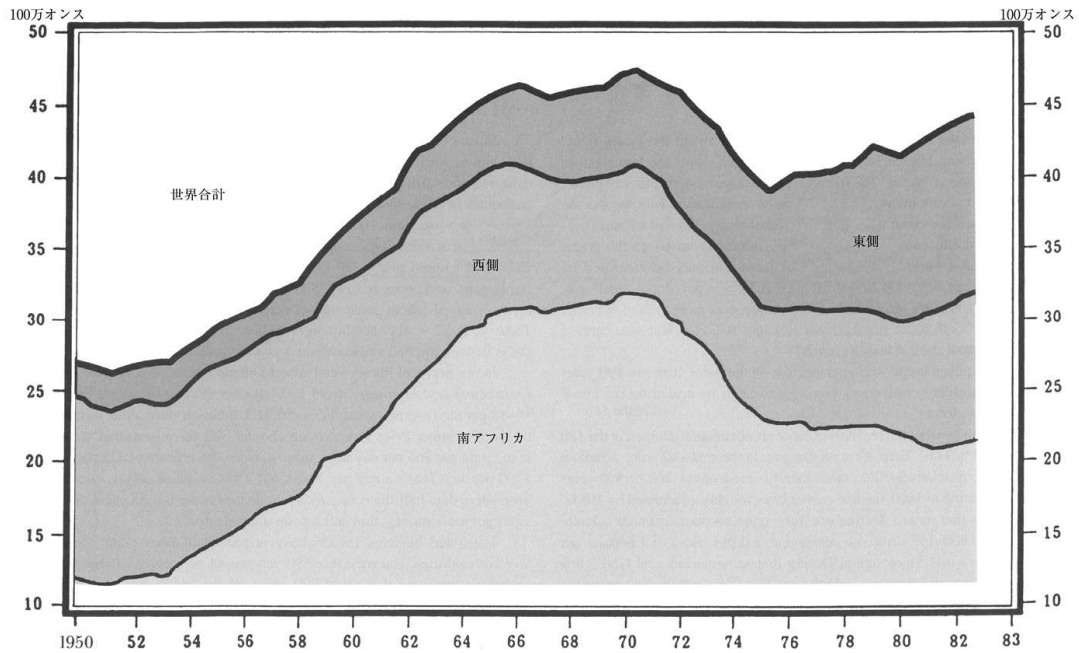
このチャートでまず目につくのは、過去35年間で世界の生産量に占める南アフリカの割合が高くなっていることだが、これが間違っているのは縦軸が0ではなく10から始まっていることから分かる。1960～1972年にかけて南アフリカの金産出量のシェアは上がったが、そのあとは1950年と同じ水準の48%まで下げた。その一方で、共産圏が大きくシェアを伸ばし、1950年には世界の産出量の10%、1983年には約29%を占めるようになった（13+45）。その間、アメリカを含む自由市場経済圏の世界の産出量に占める割合は46%から22%に下がっている。つまり、共産圏が増えてそれ以外の国が減るなかで、南アフリカのシェアだけは変わらなかったことになる。

これについて、将来的に悪い兆候だという意見もある。私たちは社会的に重要だと考える分野で共産国や南アフリカに後れをとっているのだろうか？ そうかもしれないし、そうでないかもしれない。あまりはつきりとは分からないかもしれないが、このチャートは実は重要なことを教えてくれている。世界の総産出量である4500万オンスは、1オンス当たり400ドルとして180億ドルにしかない。これは大金に聞こえるかもしれないが、ほんの微々たる金額だ。例えば、テキサコやIBMの年間収益と比べれば半分以下だし、アメリカのGNPのおずか0.5%で、われわれを混乱に陥れるにはほど適い。つまり、道徳上や政治信念上の善悪は別として、南アフリカが何が起こっても世界経済に与える影響はほとんどない。ちなみに、同国の株式市場の価値は全体でも550億ドルで、これはIBM 1社の時価総額の3分の2でしかない。

それなら、金や金に裏づけされた通貨制度はどうなのだろう。今日では世界のGNPが巨額になり、それを超えるだけの十分な金がない。仮に金の価格が天文学的に高くなったとしても、まったく足りないのだ。パブルになったとしても無理だ（パブルはインフレの後押しはしてくれる）。産業革命で実質成長は抑制がきかなくなった。そしてGNPは当時の約20倍になったが、内訳は農業よりも工業とサービス業が多くなっている。

金などに頼った通貨制度がうまくいく場合もあるが（チャート47）、基盤となる資産は、金よりも価格が低くても価値ははるかに高くなければならない。いくつかの資産を組み合わせたバスケットを基盤とした通貨制度も検討されている。金もそのひとつにはなれるかもしれない。

世界の金産出量（1950～1983年）



出所＝ゴールドマン・サックス（ニューヨーク）

チャート70 労働者の賃金は本当に高すぎるのか

労働者の賃金が高すぎるから今日の企業は儲からないというのは本当だろうか。結局のところ、アメリカ企業が外国の格安製品に負けているのは、外国の安い労働力のせいではないのだろうか。違う。外国企業には、効率性の高い近代的な工場があるからだ。労働力も安くはないが、本当に欠けているのは労働力を効率的に使う革新的で賢い企業経営者であり、効率性の低い労働力は必ず大きすぎるコストにつながる。

もちろんインフレで労働コストは上がるが、そのときは彼らが生産した製品の価格も上がる。本当の労働コストは、労働者が自分の賃金で何が買えるかでしか測ることはできない。そして、「本当に」もっと高い賃金を得るためには彼ら自身の生産効率を上げなければならない。労働者が技能を磨けば、それが彼ら自身の努力によるものでも、経営者の努力によるものでも、賃金は上がる。しかし、労働者の生産力が多少上がったとしても、だれがそれに気づくというのだろうか。

このチャートはこの問題に関する長期的な見方を示すもので、建設職人の購買力を食料品や衣服といった消費財で測定している。

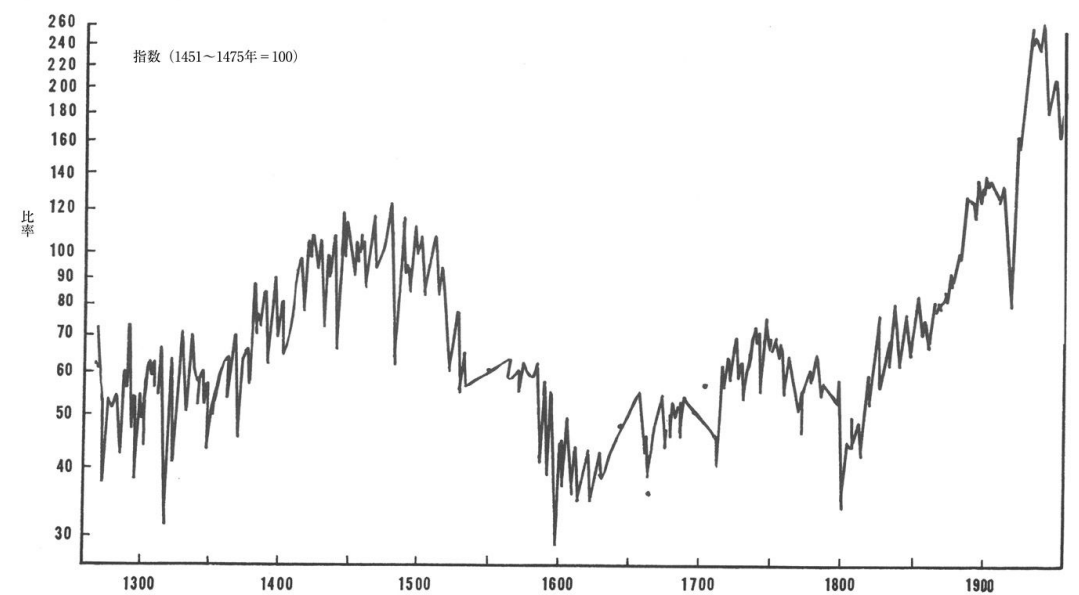
実質的な労働コストは、1264～1450年の186年間で実質的にほぼ2倍になったが、次の180年で元に戻っている。1800年の労働者はそれよりも200年前や500年前のご先祖様よりも多少多く買い物ができる。1800年以降の実質的な労働コストは1954年までに約4倍になった。

この意味を調べるために再び金融電卓で計算してみると、1800～1954年の急激な上昇は年率に直すと1％（複利）の上昇率だと分かった。これが多いかどうかは、同期間の実質GNPが年率2％を上回っていたことと合わせて考えてほしい。結局、賃金も上がったがそれ以上に生産量も伸びていたということで、当時はみんながうまくいっていた。実際の賃金は、彼らがそれまで想像もしなかったツールを手に入れた産業革命の間も増えていった。この新しいツールで彼らの実質的な生産性は上がり、賃金も上がった。1900年の平均的な職人には、その100年前の職人よりもはるかに速く大量生産できる新しいスキルがあった。100年前はドリルと固定具で穴を開け、測量機器で高さを調整したり、ラジオペンチで丸釘をつかんだりしていたが、1950年までに彼らは動力工具や崩岩機や電動タッカーや電動のこぎりなどを手に入れていた。そして、それ以降はレーザー工具、コンクリート釘銃打機、プラスチック配管などさまざまなツールが登場した。今日の「怠慢な」労働者が生産性を上げるために働く必要がないのは、彼らが優れたツールを持っていてその使い方を知っているからだ。

私の蔵書のなかに、ハルバート・ジレットが1907年に書いた『ハンドブック・オブ・コスト・データ・フォア・コントラクターズ・アンド・エンジニアス（Handbook of Cost Data for Contractors and Engineers）』という本がある。ここに「1日の賃金が5～8ドルの熟練の現場監督にかかるコストは平均6.50ドル程度だ」とある。そこで1900年以降のアメリカのインフレ率を消費者物価指数の約1000％で計算すると、現在の現場監督の1日の賃金は65ドル程度になるのだが、実際の賃金は時給25ドル、1日当たり200ドルくらいになっている。これは一見大幅な引き上げだが、年率に直せば1.3％で、過去85年間の実質経済成長率の半分でしかない。つまり、労働者の稼ぎも増えたが、まだ買えていないものもたくさんあるということになる。

いら立つ経営者たちは、何世紀にもわたって労働者の賃金が高すぎると不満を述べている。しかし、この690年にわたるチャートを見れば、現在の労働者の賃金が高すぎることはないし、もし過去700年が何らかの指針となるのならば、生きているうちに賃金が妥当になることもないだろう。

消費財の総数で示した南部イギリスの建設労働者の賃金率の変化
 (1264～1954年)



出所＝E・H・フェルプス・ブラウン、シーラ・V・ホプキンス著「セブン・カントリーズ・オブ・ザ・ブライス・オブ・コンシューマブルズ・コンバード・ウィズ・ビルダース・ウェッジ・レート」（エコノミカ・ニュー・シリーズ23巻、1956年11月、302p）

チャート71 電力消費と経済成長

もしかしたら、このチャートが本書のなかでもっとも分かりにくいものかもしれないが、驚くべきチャートなので苦勞して見るかいはある。ここにはわれわれが**1970年代のOPEC**による石油危機でどのように深みにはまっていたかが描かれている。

このチャートは、電力消費量（キロワット時）とインフレ調整済みの**GNP（1947年を基準として）**を比較したもので、各点は1年間の**GNP**とキロワット時の関係を、点の下に数字は年（**52**なら**1952年**）を示している。2本の線は、**A**が**1929～1945年**の平均トレンドで、それよりも急な**B**は**1946～1956年**のトレンドを描いている。このチャートが発表されたのは**1958年**で、**1960年**と**1965年**の点は当時は予想値だったが、実際にこのとおりになった。

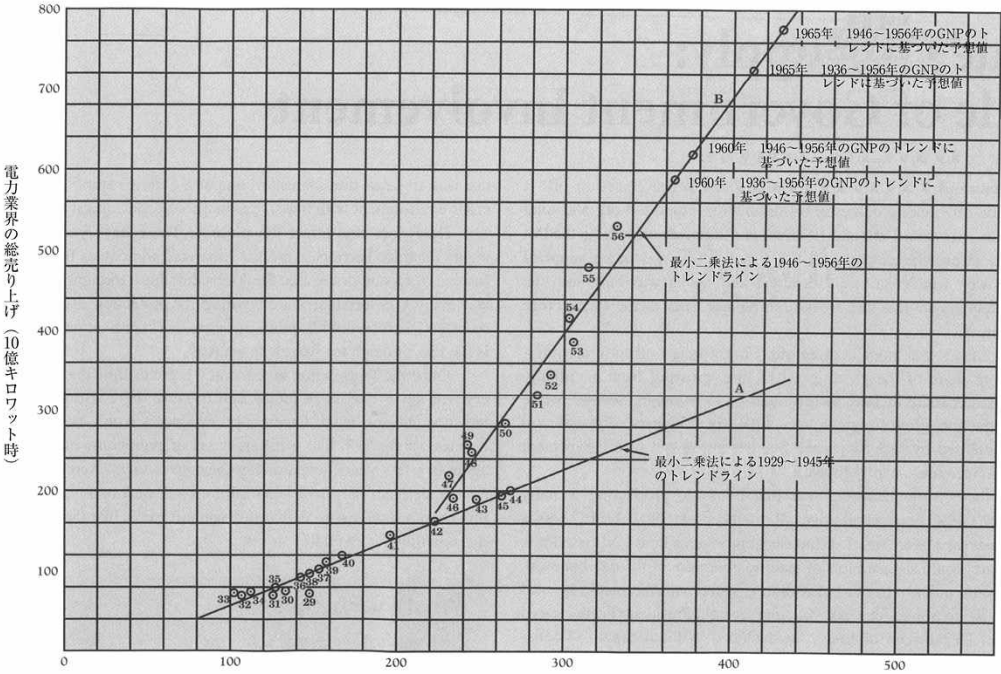
線Bの角度が線Aより急になったことは、第二次世界大戦後に電力消費量が多くなったことを示している。それまでは、チャート**72**で示すようにアメリカはスタンダード石油など今世紀初めに設立された米国の巨大石油企業の供給で国内需要のすべてを賄っていた。チャート内の点をよく見ると、この期間（線A上の点）は倍増する**GNP**に対して電力消費量は約**150%**増加している。

しかし、第二次世界大戦後になると状況が変わった。消費者は役に立ちそうにもない物にこだわるようになり、**GNP**が2倍になる間に電力消費量は5倍に増えたのだ。アメリカの産業界がテレビから自動食洗機、電気毛布、初期の電子機器、そして数十億個の電球などを生産するのに合わせて、電気の使用量は急増していった。それ以外にも、電車やクリスマスツリーのイルミネーションなど、あらゆるものに電気は使われていた。これは石油も同じことで、飛行機や自動車、芝刈り機やゴルフカートも珍しくなくなった。電力はあらゆるところで使われるようになっていった。

そして、これと同じことが欧米全体で起こった。それまでは戦前の例から**GNP**成長率と比例して電力を作り出す原油を供給してきた国内の石油会社は、消費量の空前の増加に対応する準備ができていなかった。しかし石油は簡単には見つからないため、**1950年代以降**アメリカでは突然輸入された化石燃料の使用が年々増えていった（チャート**72**）。総量はさほど多くはなかったが、トレンドは急上昇していった。

アメリカ人の高消費体質はより高まり、それと同時に外国の石油への依存度もますます高まっていた。**1973年**までに石油使用量が急増すれば、過去**25年**と同様、次の**25年**で**GNP**が2倍になる間に石油消費量は第二次世界大戦以前の**30倍**に達する。そして、その大部分は外国の石油によって賄われることになる。**1973年にOPEC**がその力を世界中に見せつけようとしたのは、「お前たちだけそんなに儲けないで、少しはこちらにもよこせ」と言いたかったからだろう。

電力業界の売り上げ（キロワット時）とGNP（または出費）の関係



出所＝リリアン・ドリス著『コーポレート・トレジャラーズ・アンド・コントロールーズ・エンサイクロペディア、第1巻』（プリンティス・ホール・インク、1958年）

GNP（単位＝1947年のドルで10億ドル）

現在の見解

テクノロジー、生産性の向上、市場の圧力によって、アメリカのエネルギー依存度は以前よりも高くなるどころか
はるかに低くなった。また、GDPの割合で見たエネルギー消費量も、過去20年間で段階的に下がっていった。資本主義とはまったく素晴らしい。

チャート72 原油の供給——政府の介入物語

このチャートは、前のチャートの最後から始まっていて、アメリカの国産石油と輸入石油の総消費量を示している。1950～1975年に石油の消費量は3倍になり、前のチャートが示すとおり電力がアメリカのエネルギー消費に占める割合はそれまでで最高になった。電力はあまり効率的ではなかったが、交換し難い機器（例えば1950年代の電気オーブンブーム）がすでに経済に組み込まれてしまっていた。

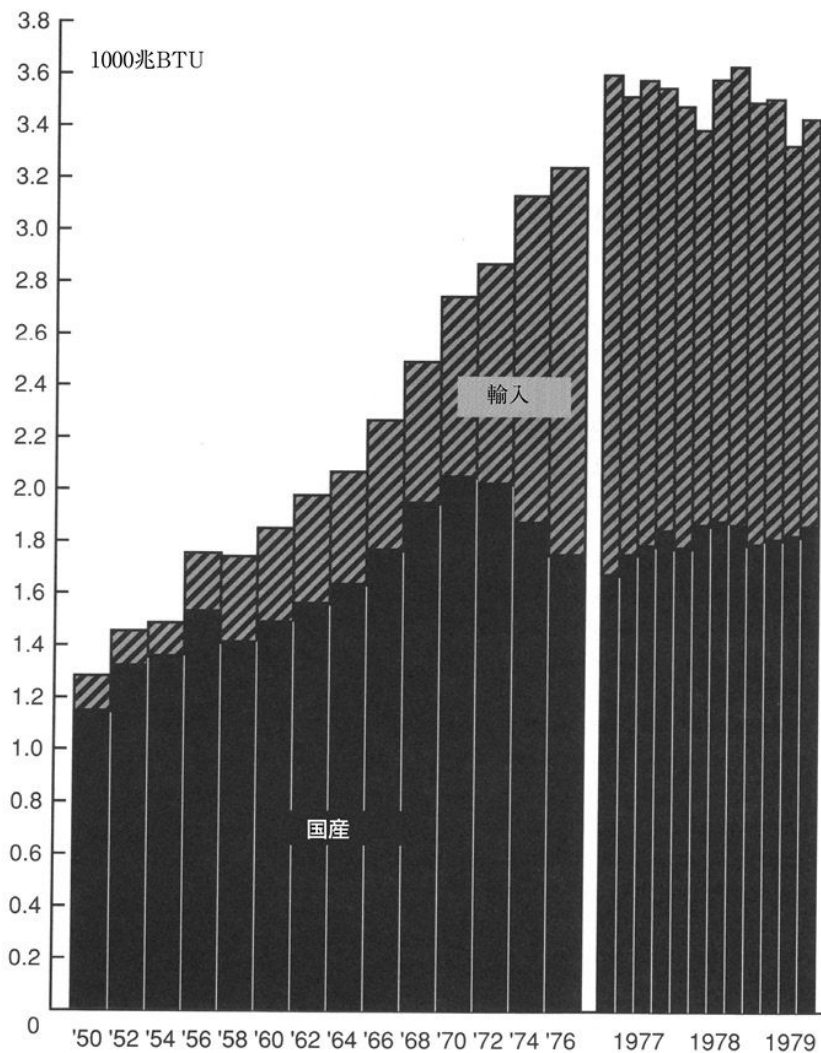
しかし、このチャートで注目してほしいのは、チャートが3倍になっていることだ。まず、増え続ける石油消費のなかで、輸入石油が占めるシェアも増え続け、1950年にはほぼゼロだったものが、1976年には消費量の半分に達している。次に、国内生産量も増えてはいたが、25年間で54%、年率に直せばわずか1.8%で、堅調とは言い難かった。

そして最後に、OPECが石油価格を上げると、実際の国内生産は減少したという驚くべき事実がある。1973年末を思い出してほしい。OPECの大幅値上げによってアメリカ中のガソリンスタンドには行列ができ、製造メーカーは石油を原料とする素材を買い占めた。理論的にも、専門家の意見でも、OPECはすぐに力尽きるとされていたがそうはならなかった。有権者とメディアは議会に対応を迫り、フォード大統領がエネルギー省を創設してウィリアム・サイモンを「エネルギー皇帝」に指名したことは覚えている人もいるかもしれない。そして、典型的な政府のやり方で「悪者」石油会社がOPECの値上げを「利用」できないよう課税して、この「棚ぼた」利益を刈り取ってしまった。石油会社のほうも反感と政治力の弱さから生産意欲を失った面もある。いずれにしても、先の課税の効果で国内企業は危機的環境に陥り、多額の資産をつぎ込んだり石油生産能力を増加させたりするのをやめてしまった。

そのことが現在にどう影響しているのだろうか。今日、外国の輸入品からアメリカ企業を守るための貿易障壁についてよく議論されているが、昨今の外国勢はかつてのアラブ勢のように価格を上げる代わりに価格を下げ、それに対してアメリカの多くのメーカーが保護を求めて騒ぎ立てている。しかし、政府が数量制限や価格や特定の業界の計画にかかわれば、アメリカ製品にとっては命取りになる。

ワシントンの官僚が量的管理を始めたら、メーカーにとっては不透明な手続きが増え、生産量を最大にしようとは思わなくなる。メーカーは、2～3年したら別の政治家が規制を変更するリスクをとってまで設備を拡大したり近代化したりして投資を台無しにするようなことはしない。そして、拡大も近代化もしなければ、競争相手よりも後退していく。つまり、政府の対策が必要に見えてもけつしてそれをすべきではないというのが、このチャートの最後の教えとなっている。

国産と輸入による石油供給量（1950～1979年）



出所＝スタティスティカル・ブリテン（Vol.12、No.12、1979/12、全米産業審議会）

現在の見解

政府による自由市場への介入は必ず悲惨な結果を招く。もし議会が地球温暖化対策でエネルギー問題をいじくりまわせば、これまで政府がかかわってきたさまざまなことと同様、結果はめちゃくちゃになるだろう。

チャート73 学習曲線を発見したのはテキサス・インスツルメンツではなかった

「学習曲線」という有名な言葉が初めて使われたのは1960年代で、テキサス・インスツルメンツなど半導体の草分け企業が電子機器を増産させるのと同時に知識も蓄積していったことを表していた。まったく新しい製品技術には実際の経験が乏しいため、メーカーは実地学習で1個当たりの製造コストを削減できるか探っていく。そして生産量が増えたと、知識も増え、1個当たりのコストも順調に下がっていく。

1個当たりのコストが下がれば需要は増えるため、このトランジスタの草分けメーカーは最初から低コストに基づいた価格を設定した。彼らは注文を取り、大量のトランジスタチップを製造し、「学習曲線を下って」コストを下げて大儲けをした。このようなやり方はだれも見ただけでなかった。たくさん作れば単価が下がるなんて素晴らしいではないか。今日までほとんどの人たちが、学習曲線を発見したのはテキサス・インスツルメンツたちだと思っていた。

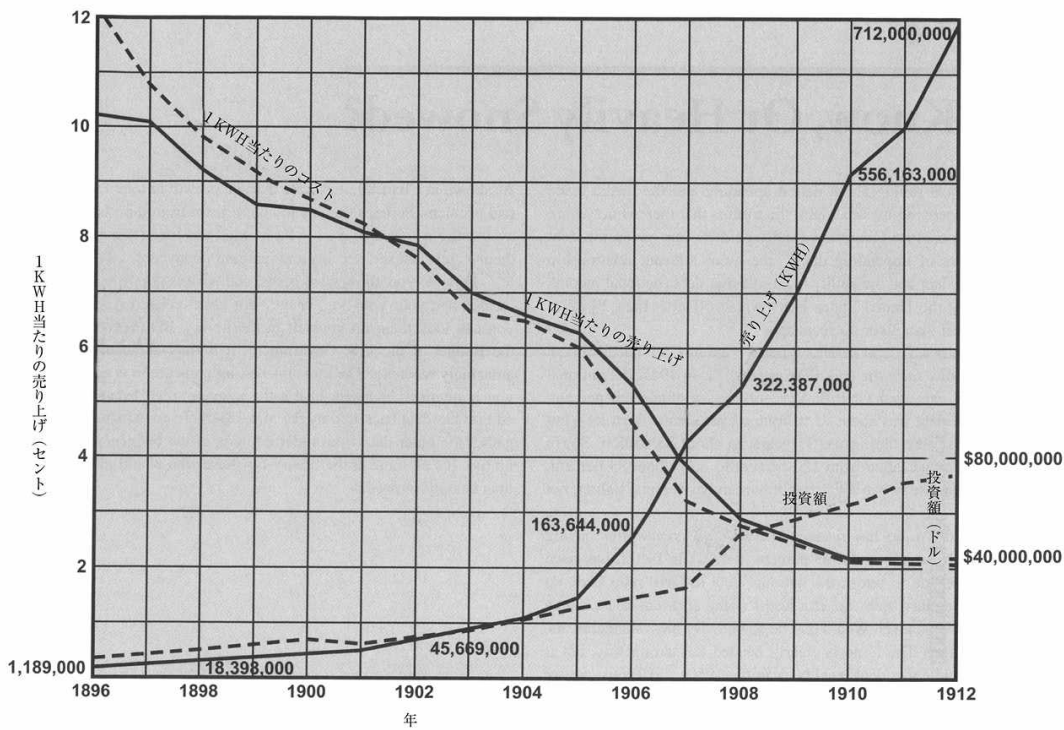
しかし、違うのだ。この1913年のチャートには、1900年代初めの電力業界がすでに独自の学習曲線を持っていたことがはっきりと表れている。発電量が爆発的に増えるのと合わせて、1キロワット時当たりのエネルギーコストが、1896年の12セントから1912年には2セントへと劇的に下がっていることに注目してほしい。ただ、例のトランジスタ大手は学習曲線に再投資をしただけだったのだ。この概念は50年ごとに再発見されることになり、ほとんど省みることがない50年周期のコンドラチェフの波と驚くほど一致している（チャート84参照）。学習曲線は、19世紀半ばの鉄道ブームや1900年代初めの電力と自動車業界、そしてもちろん最近のエレクトロニクスブームの推進力にもなっている。

しかし、学習曲線はなぜ50年周期になるのだろうか。これは心理と技術と需要の対比によるもので、サイクルの下降期には経営者が経費を削減し、事業に本腰を入れ、拡大させすぎないことを学ぶ。この時期は需要が低いいため、リスクの高そうな量産や成長や拡大にはだれも期待しないし、試そうともしない。そこで、学習曲線は表面化することもないまま忘れ去られていく（例えば1930年代や1940年代）。ただ、その間も技術はどこかで蓄積されていくが、それが応用されることはない。

しかし、チャート84が示すように、50年周期がヒートアップすると、成長を目指す気持ちが新たに生まれてくる。蓄積された製造技術が一気に応用されるようになり、生産量の増加とともに自社や他社の製造技術も取り入れられていく。そうすると生産量はさらに増え、さらなる技術革新がもたらされる。

もし今がコンドラチェフの波の下降期に入ったところだというならば、近いうちに画期的な技術が大々的に開発されることは期待できない。過去20年間の驚くべきエレクトロニクス革命が、次の20年に再び起こることはない。この革命はもう終わった。コンドラチェフによれば、今後はそれが応用されるだけだ。ただ、革命が永遠に起こらないというわけではない。われわれの子供たちがまた別の革命を目にすることになるだろうし、神秘的な学習曲線サイクルというもうひとつの革命にも出会うことになるだろう。

電力業界の知識の蓄積とコストの比較（1896～1912年）



出所＝米国投資銀行協会の第2回年次総会会報（1913年）
注＝このチャートは多少ずれているが、73年前のものなので許してほしい

現在の見解

私は間違っていた。過去20年間、目を見張るような技術革新が次々と起こったのだ。そして、無線技術が爆発的に発展しているさなかにある現在、この流れがまだしばらく続くのは間違いない。

チャート74 内情を知るか、知らないまゐるか

非難を浴びる赤字財政やメディアが騒ぎ立てる国債発行の急増にもかかわらず、実際の債務は深刻な問題にはなっていない。極端に心配性の連中が、増加する負債を見て差し迫った運命を恐れているが、国債の額と返済能力（つまりGNPまたは国内総生産）の適切な関係を理解すれば、アメリカの状態が20年前と比べて悪化していないことはすぐに分かる。それどころか、30年前や40年前よりもはるかに良くなっている。

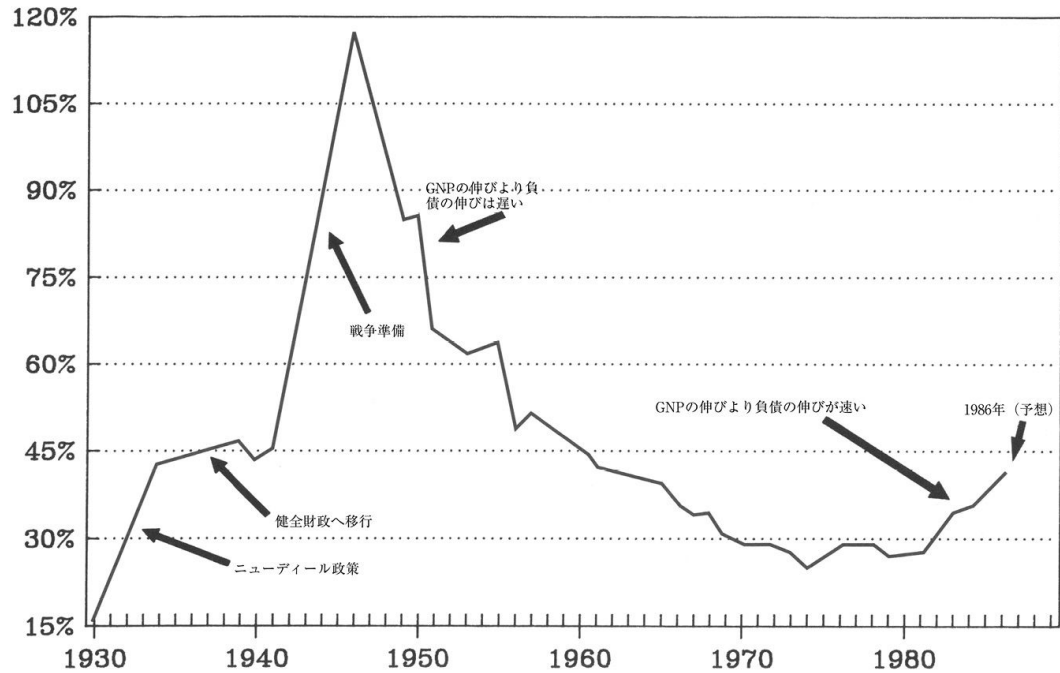
このチャートが示すように、GNPの割合で見た連邦政府の負債は第二次世界大戦以降、何度か中断はしたものの下がり続けている。1945年に国債発行額の2520億ドルはGNPの212億ドルを20%も上回っていた。そして1982年に国債は1兆ドルに達した。ただ、これは多額に見えるが、それまでの37年間でGNPはさらに拡大して約3兆ドルに達していた。つまり、GNPの割合で見れば負債は35年間で120%から33%に下がったことになる。破綻を叫ぶ声とは反対に、債務負担はむしろ軽くなっていたのだ。

確かにこの比率は、1974年に最低の25%を記録したあとこの何年かは上昇している。実際、この10年間で負債とGNPの比率は1960年代半ばの水準まで戻っているのも事実だ。この比率が最近のペースで上がっていけば、1950年代の水準に戻るのには時間の問題だろう。ただ、そうなるのがそれほど悪いことなのだろうか。1950年代はどこからみてもなかなか良い時代だった。トレンドは明らかに悪い方向に向いているが、アメリカが1950年代も1960年代もこの負債水準でやってこれたのなら、これからは背負っていかないと考えて良いのではないだろうか。

この負債に関する騒ぎはこの時代だからであり、連邦政府の負債に対する不満をぶちまけるための非現実的な狂騒とも言える（付録A参照）。実際に何も政府に問題がないというわけではないし、実際に問題はある。チャート80が示すように、拡大する連邦支出は明らかに問題だ。もしかしたら、このチャートのカギとなる教訓は聞いたり読んだりしたことをすべて信じてはならないということかもしれない。政治家の言うことやメディアの報道は、利己的で無知なたわ言でしかないことが多い。

しかし、新聞記事や政治家の言うことや私の言うことが真実かたわ言かは、どうしたら分かるのだろうか。政府の財政については、図書館で調べることができる。政府予算を閲覧したいと申し出るだけで、厚さ5センチくらいの驚くほど読みやすい資料が出てくる。このなかでもっとも興味深いのは表とチャートで、これらもきちんと分類されている。このチャートはこの資料に基づいているが、現行版は1960年代半ばまでのデータしか載っていないため、古い版のデータも集めて作成した。もちろんこれらも図書館で閲覧できるので、もっと知りたい人は、ぜひ自分で調べてみてほしい。

GNPの割合で見た純公共負債額（1930～1986年）



出所 = 米連邦予算

現在の見解

このチャートの内容は非常に重要なので、最新版を付録Bに載せてある。

チャート75 税金——政府の成長を支える慣習

最近までアメリカ政府がゆっくりと成長を続けてきたと思っているだろうが、それは間違いだ。それに、いつどうして成長が加速し、初期のころはどのように資金を調達したのかも知らないだろう。しかし、これらの事実は将来に対する興味深い暗示を含んでいる。

このチャートは、アメリカがその昔、貿易障壁と保護主義に基づく税金と酒類とタバコの課税といういわば悪者を懲らしめる方法で資金を調達していたことを示している。しかし、本格的な成長が始まったのは政府が所得税に気づいたときからだった。このチャートは連邦政府の収入源を示したもので、上が**1873～1916年**、下がその続きで**1940年**までとなっている。途中で目盛りが変わり、上のチャートは単位が**100万ドル**、下は**10億ドル**となっていることに注意してほしい。

関税は長い間、政府の財政の大半を支えてきた。これに酒税とタバコ税を加えれば、全体像に近い。外国貿易と「消費者」に課税するというのが政府の基本方針だったため、政府の成長率は資金源の伸びに左右された。経済が発展し、人々が多くの外国製品を買い、酒や葉巻（当時はまだタバコが普及していなかった）を消費すると、それに伴って政府も成長した。

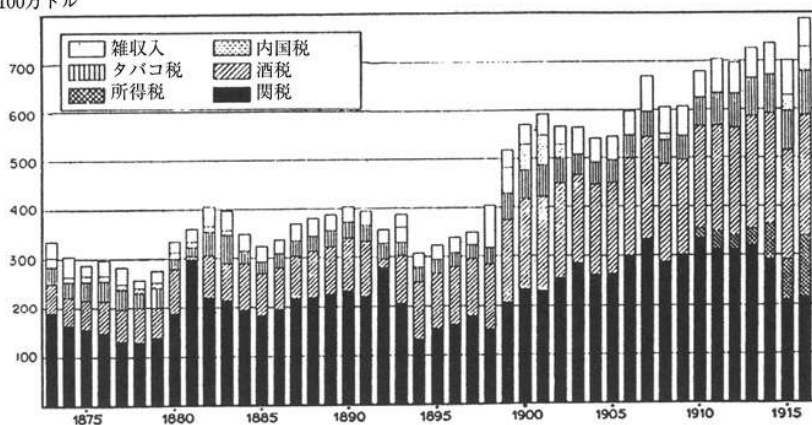
しかし、成長率は限られていて、セオドア・ルーズベルト大統領やウイルソン大統領といった進歩的な社会改良主義者にとっては十分ではなかった。金融電卓を使えば、**1909年**までの財政支出の伸びが平均**2%**だったことはすぐ分かる。そしてこの年に法人所得税が導入され、その後**1913年**には個人所得税、**1916年**には相続税も導入された。

それ以降、企業と個人の所得税は急上昇して**1940年**までに**40億ドル**に達した。**1918～1921年**に短期間突出したのは第一次世界大戦に関連した増税が理由だが、そのあと収益トレンドが膨れ上がったのは平時になってからだった。**1916～1940年**は、連邦の歳入の伸びが何と年率**8.6%**に上った。ここでのポイントは、所得税が徴収できると知った政府が急成長を支える財源を手に入れたことにある。酒税などのように政府が何かを禁止する手法に依存することは社会的に受け入れられにくい、所得税は人々に受け入れられていった。

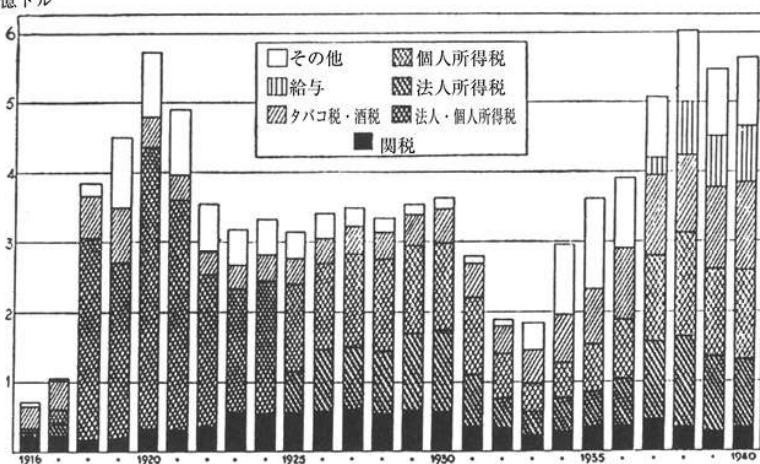
このことはなかなか興味深い。産業革命のころのアメリカには消費税があったが、政府の成長率は非常に低かった。しかし、企業と個人の所得税が導入されると、政府成長率はすぐに急上昇した。最近、アメリカ政府の成長率は、われわれが生きている間に生産能力に支障が生じるかもしれないほど高くなっている（チャート80参照）。もしかしたら、一部の人が言うように憲法を改正して財政支出の伸びを制限すべきなのかもしれない。しかしその代わりに憲法で所得税を廃止して、古き良き時代のように利用に応じて税金を納めるという方法もあるのかもしれない。

連邦歳入の財源（1873～1940年）

100万ドル



10億ドル



出所=ウィリアム・J・シュルツ、C・ローウェル・ハリス著『アメリカン・パブリック・ファイナンス、第5版』（プリンティス・ホール・インク、1949年）

チャート76 政府成長率の全体像

このチャートは、私が見たなかでもっともよく政府成長率の全体像を描いたもので、初代のワシントン政権から1950年代までをカバーしている。チャートの一番上は各大統領の在任期間で、チャート内は国民所得（GNPで調整済み）、連邦負債、歳出、歳入（税金）などを示している。この163年間で、歳出と税金は約700万ドルから1000億ドルに増え、これを年率に直すと平均約6％の成長率になる。一方の連邦負債は約9800万ドルから3000億ドルに増え、こちらは平均約5％だった。ちなみに、国民所得は9億5000万ドルから3000億ドルで、平均約3.6％の成長率だった。このときから1950年代以降の2桁成長率（チャート80）が始まり、連邦予算を約1兆ドルに押し上げた。2つの期間を比べると、アメリカ政府の成長率に関する測定可能な最長期間（196年間）が分かるが、それでも年率に直せば平均約6％になる。チャート左上の枠は1人当たりの負債と歳出で、年間約2.8％増えているが、これはうまい具合にGNPよりも若干少ない。

面白いのは1830年代である。アメリカ史上、唯一連邦負債が完全に消滅したのだ。ポリュリストのジャクソン大統領の政治哲学に基づいて政府は西部の土地を投機狙いの大衆に売却し、その資金で連邦負債を返済した。投資家たちは、アメリカの将来を買っているのだと信じていた。この考えは確かに正しかったが、ほんの20〜30年早すぎた。ジャクソン大統領の選挙前にアメリカは貴重な土地を売却したが、1836年には1年間で2500万ドル相当の土地を投資家につけて負債を完済した。

今日の政府指導者は、ジャクソン大統領から学び、資産を売却して連邦負債を返済することを考えても良いと思う。アメリカの連邦政府は世界最大の資産保有者であり、さらなる資産の買収は負債が累積する大きな原因となっている（チャート82）。インフレはこれらの資産のコストに対する価値を制的に引き上げることになった。

ただ、注意してほしい。国債を返済すれば経済はすぐに上向くと思っている人が多いが、皮肉にも1830年代は負債の完済が、史上最悪を記録した4大財政危機と経済崩壊を引き起こした。これは1837年の恐慌から始まり、土地の投機筋を初めとする多くの投資家を破綻させ、そのあと1843年まで不況が続いた。負債返済はみんなが想像しているほど素晴らしいことではないのかもしれない。

そして、負債と歳出と歳入がそろって急増した時期に、南北戦争の1861年と第一次世界大戦前の1911年があった。これらの戦争で連邦政府の活動が増えたのは当然だが、意外なことにそのあと元の水準には戻らなかった。ただ、この時期の大統領はみんな進歩的で、財政緩和に反対ではなかった。例えば、チャート75のように1909〜1913年に導入された所得税は、政府成長に伴う痛みを増長した。所得税は、セオドア・ルーズベルト大統領の進歩的な政策から波及したもので、その後タフト大統領とウィルソン大統領にも継承された。ただ、この流れはハーディング大統領の緊縮政策によって終わりを告げた。現在、ハーディングのような人物は必要なのだろうか。

国家財政（1790〜1953年）

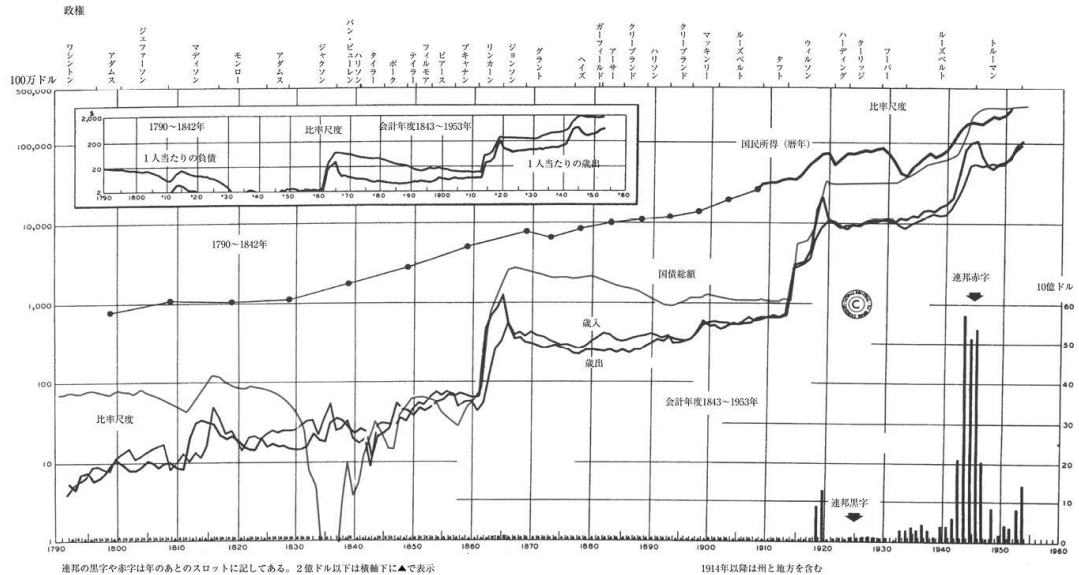


チャート77 上がり続ける州税と地方税

けっして期待どおりにはいかないこともある。税金はその一例だ。議会は2年おきに税法を変更するだけでなく、連邦政府から流出した資金は、まず州（通常、連邦準備理事会に合わせて調整している）、次に地方自治体（通常は州にならう）へと向かう。ただ、増税されるかどうかは別として、減税を叫ぶ連中が何と言おうとチャート80で見るとおり実質的に減税となる変更はない。実際に変わるののは税収全体で見ればほんの一部だということが、このチャートを見れば分かる。

州税や地方税にかかわる歳入をすべて合計したのが一番上の線だが、成長率はレーザービームのようにまっすぐ年率11%で上昇し、6年半ごとに2倍になっている。州や地方自治体の税制の基礎となっているのは、所得税、消費税、財産税、連邦政府補助金などだ。

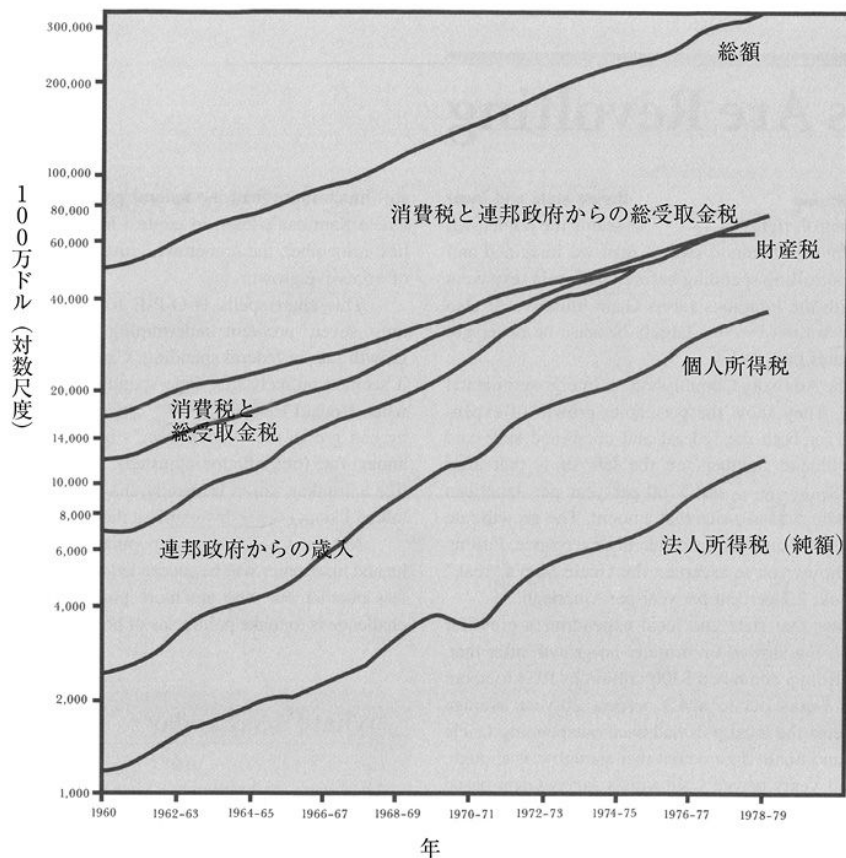
財産税が下がるのは選挙の争点となった場合だけで、それ以外ではあり得ない。個人所得税は、景気の緩やかな上昇とインフレによって税率区分が上がった人がそれまでになく増加したため、年率13%上昇した。同じことは、州の法人所得税にも言える。多くの州で税率が上がり、好況が法人税を押し上げ、多少の揺れはあっても年率12%で増加していった。そのうえ、連邦政府の補助金も年率13%のペースで上がっていった。

結局、減税しても納税額は減らないし、税制改革は重税者や疲れ切った有権者への課税を少し減らして、それを別のいずれ疲れ果てる人たちの肩に背負わせるだけの所得再配分計画でしかない。納税者が膨れ上がって州は十分な歳入を確保し、実際には税収すべてを使い切ることができなくなっている。そこで彼らは累積黒字分を使って負債の返済を始めた。その額は年間約1000億ドルに上る。

皮肉なことに、昨今は連邦赤字に対して不満の声が多いが、私はその存在すら疑っている（付録Aのフォーブス誌1986年10月6日号に掲載された私のコラム参照）。しかし、もしあったとしてもみんなが騒ぎ立てるほど大きくはないはずだ。現在、州や地方自治体が1000億ドルの黒字になっているのは、それを国から提供されているからで、もしそれがなくなっても州は多少の黒字を維持し、連邦赤字は40%以上縮小するだろう。

本当に変わったことはあるのだろうか。もちろんない。しかし、社会が悪化しないうちにその40%を削減して赤字の悪を叫ぶ連中をなだめておき、その間に政府支出の増加という本当の問題に集中したほうがよいのかもしれない（チャート80参照）。

州税と地方税の財源（1960～1979年）



出所 = 大統領の経済報告書（1981年）

現在の見解

2007年の連邦所得税率は幸いにも当時よりも低くなっているが、州の税率は高くなっていて基本的な構造は変わっていない。私は今でも連邦財政赤字が株価や景気にとってさほど悪いとは思っていないし、みんなの恐怖を裏付ける証拠もない（それどころか、歴史的に見れば財政赤字が大きいときは株のリターンが平均以上になり、財政黒字が大きいときのリターンはさえない）。ただ、それでも愚かな政治家は嫌いだし（つまりほとんど全員だが）、もし連邦政府が失敗しなければ、その代わりに州や地方自治体の連中がするだけだという点も変わっていない。

チャート78 アメリカは反発している

1970年代末の税制改革によって、州や地方の勝手な支出が統制された……というわけではない。地方政治家は有権者のムードが想像以上に揺れ動くことを予想し、1978年にカリフォルニア州の納税者が悪名高いジャービス・ギャン法案に反旗をひるがえすよりもはるか以前に支出統制に向けた動きを始めていた。国は、それまでの制度を大きく逸脱した州政府から学ぶところがあるように思える。

このチャートはワシントンにある政府関係諮問委員会の資料で、1人当たりの支出の伸び率（インフレ調整済み）を連邦政府と州・地方自治体に分けて示している。左側の連邦政府の数字はインフレ調整すると1954年にはアメリカ人1人当たり年間700ドルを支出しているが、1982年にはそれが約2倍になっていることを示している。増加率は1959年ごろから加速し、それ以降は安定的に増えている。金融電卓で計算すれば、ポストインフレ時代の「本当」の支出がアメリカ人1人当たり年間約2.7%だったことが分かる。

また、右側のチャートは1954～1974年の州と地方の歳出が急増したが、その後はほとんど増えていないことを示している。州と地方の歳出は、1954年が合わせて3億ドルだったのが、1974年には約7億ドルに増加し、20年間で見たポストインフレ時代の平均増加率は4.3%だった。地方政治家は長年国よりも多く支出してきた揚げ句、もうたくさんだということを理解したようだ。

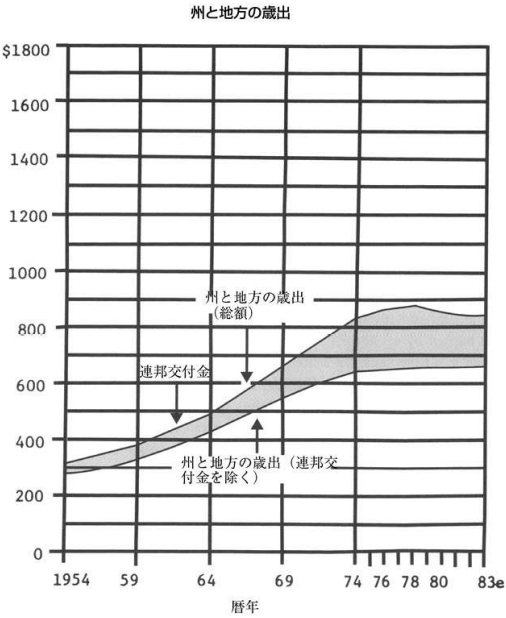
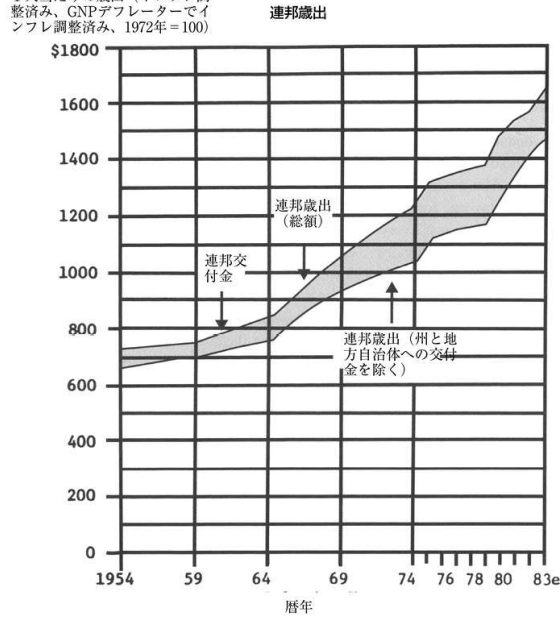
カリフォルニア州でジャービス・ギャン法案を基にした税制改革が導入されるまる4年前の1974年から州は歳出を押さえ、その伸び率も下がっていった。その後8年間の1人当たりの支出は実質的に下がり、28年間の成長率は年率平均3.3%に減ったが、それでも連邦政府のそれよりも多かった。つまり、今日のアメリカ政府は地方でもできる歳出統制さえできないように見えるが、実は地方も何十年もの間過度に支出した末、最近になってそれを学んだだけということが分かる。

このチャートは経済に「希望」をもたらす。チャート80が示すように、長期的に経済を弱体化させるもともと深刻な問題は、連邦政府の歳出の増加率だが、これを減らすことはできるのだろうか。10年前なら、州の歳出削減すら考えられなかった。例えば、ロナルド・レーガンが2期目のカリフォルニア知事を終えた1974年に、同州の予算は年率17%も増加していた（インフレ調整無し）。レーガンは財政引き締めをうたいながら、実際には湯水のように支出していたのだ。皮肉なことに、彼の後任で民主党の変わり者と言われたジェリー・ブラウン知事は浪費家のように見えて実際には節制に励み、支出の伸びを抑えた。

人気の高いレーガン大統領がホワイトハウスを去るときには、知事時代と同様、後任には有名でなくても支出を抑えようとする政治家が引き継いでくれることを私は願っている。両党の政治家がこの指令を理解するように仕向けることこそが、有権者の課題だろう。

連邦と州・地方自治体の歳出（1954～1983年）

1人当たりの歳出（インフレ調整済み、GNPデフレーターでインフレ調整済み、1972年＝100）



出所＝米商務省による国民所得に基づき、政府関係諮問委員会（ACIR）が算出した資料

現在の見解

レーガン大統領の後任も歳出を抑えなかった。理由は彼らが政治家だからだ。政治家はわれわれのお金を浪費する

だけで、自分のお金は使わない。ただ、レーガンの減税政策はアメリカ経済に大いに恩恵をもたらした。

チャート79 数字はつけられない

ロナルド・レーガンは、大統領になるには最高の俳優だったのかもしれない。見栄えは良いし、気の利いた言い回しができ、庶民的な魅力も兼ね揃えたうえに運にも恵まれた。ここまで読めば、金利を下げたのが彼ではなかったことは分かるだろう。単に当時の金利が世界中で一斉に下げただけだった。また、長期にわたる好況も彼の功績ではなく、世界的な流れでしかない。レーガン大統領は連邦歳出を拡大し続け、それが将来最大の問題になっている。厄介なのは、彼が単純な経済理論で自分の政策を正当化していることだ。

すべてはこのラフファー曲線のチャートから始まった。このチャートはもともと経済学者のアーサー・ラフファーが、最終的な税収が同じになる税率は必ず2つあるということを説明するためにレストランのナブキンに描いたものだとされている。それが、ジェイド・ワニスキーの『ザ・ウェー・ザ・ワールド・ワークス(The Way The World Works)』という控えめな題名の本に掲載されて有名になった。このチャートは税率と税収のチャートで、税率が変わっても税収は変わらないということを示している。税率が非常に低ければ(例えばポイントB)国の税収は低くなり、税率が非常に高ければ(例えばポイントA)人々は重税によって労働意欲を失うため、やはり税収は減るからだ。

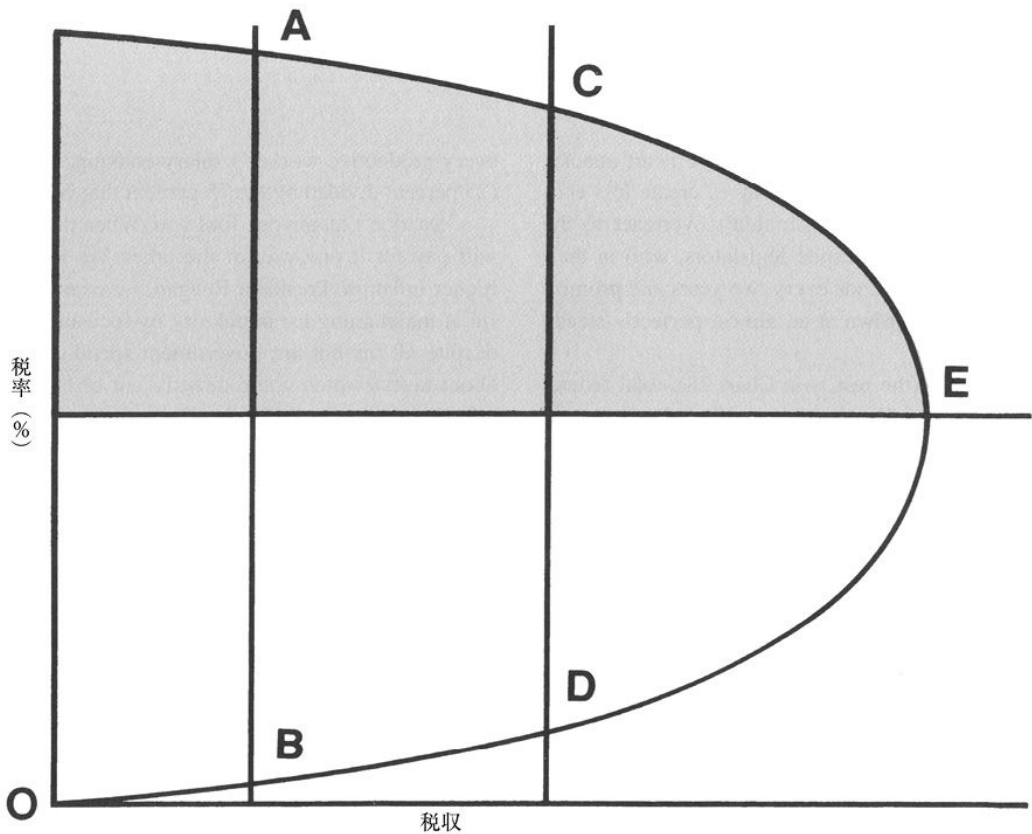
もちろん、最適な税率(ポイントE)は存在する。ここは、これ以上税率を上げてもみんな働かなくなるため税収は上がらないし、税率を下げて労働意欲は高まらないため、やはり税収は上がらないというポイントだ。

供給側(サプライサイド)は減税が経済を活性化させ、そうなれば税収が増えて赤字がなくなると考える。この「サプライサイド経済学」と減税に関して言えば、レーガン大統領はここに自分の人気とついでに税収も上げる方法を魔法のように見いだした。1986年の税制法案は、もともとレーガンと彼の顧問が企業に負担を求める社会保障税を上げようとしたもので、控除廃止を「税率引き下げ」でごまかしている。これがごまかしかどうかは別として、実際これはケインズ主義による「企業を所有する金持ちに課税して、低所得者を救う」戦略でもある。

しかし、これも作り話だ。このチャートには数字が書いていないことに注意してほしい。政府の「おねだり」と高い税負担が釣り合う理想の税率はだれにも分からない。みんな税率は低いほうがよいが、国がこの徴税というお気に入りの無駄な仕事をやめることも望んでいない。このチャートを含めて、ただでもらえるものはないからだ。

サプライサイド派は、税率は低いほうが絶対に良いと思っているが、彼らはこのチャートが示すように低すぎてもいけないという点を無視している。ラフファーやワニスキーたちは外国税を下げれば経済が活性化するというが、過去にアメリカ経済が高税率でも活性化したことは無視している(チャート81参照)。例えば、1950年代の所得税の最高税率は90%だった。サプライサイド経済学は将来の増税でごまかす方法のひとつでしかなく、ただで何かを手に入れようと夢見る連中を生み出すことにしかない。

ラフファー曲線



出所＝ジェイド・ワニスキー著『ザ・ウエー・ザ・ワールド・ワークス』
(ペーシック・ブックス、1978年)

現在の見解

私がラフファーをこれほど嫌うのは、これが合理的に税率を引き上げるのにも引き下げるのにも使えるからだ。減税の利点は赤字が膨らむことで、これはマーケットにとってはそう悪くない。それにおびえた政治家が支出を減らせば、それもまたマーケットにとっては良い。レーガン減税のときもそうだった。現在の赤字額を考えれば、次もそうなるだろう。私が恐れているのは、政治家が赤字に慣れてしまっって経済と同じ速度で政府を拡大していくことで、これはマーケットにとって良いことではない。

チャート80 連邦税という神話

ワシントンのろくでなしたちが税率を変えるたびに、国民は心臓発作に襲われる。少なくとも私はそう感じるし、それが自然だと思う。しかし、税制改革の経済効果はみんなが思うほど大きくないし、メディアの無意味な扇情に過剰反応する必要もない。議員たちが有権者に税率を下げて夢のような世界を実現すると2年ごとに約束し続けても、税収の総額が安定的に増加していることは間違いないし、それはおそらく永遠に続くだろう。

このチャートは、国家予算に計上された**1965年以降の連邦歳出の総額**と、連邦歳出の**GNP**（国民総生産）に占める割合を示している。税制に関する大型の改革や改正や簡素化などが何度行われても、連邦税率は年率**10.25%**のペースで増加していて、この間「減税」が何度実施されても実際に政府の税収が減った年はたったの1年しかなかった。

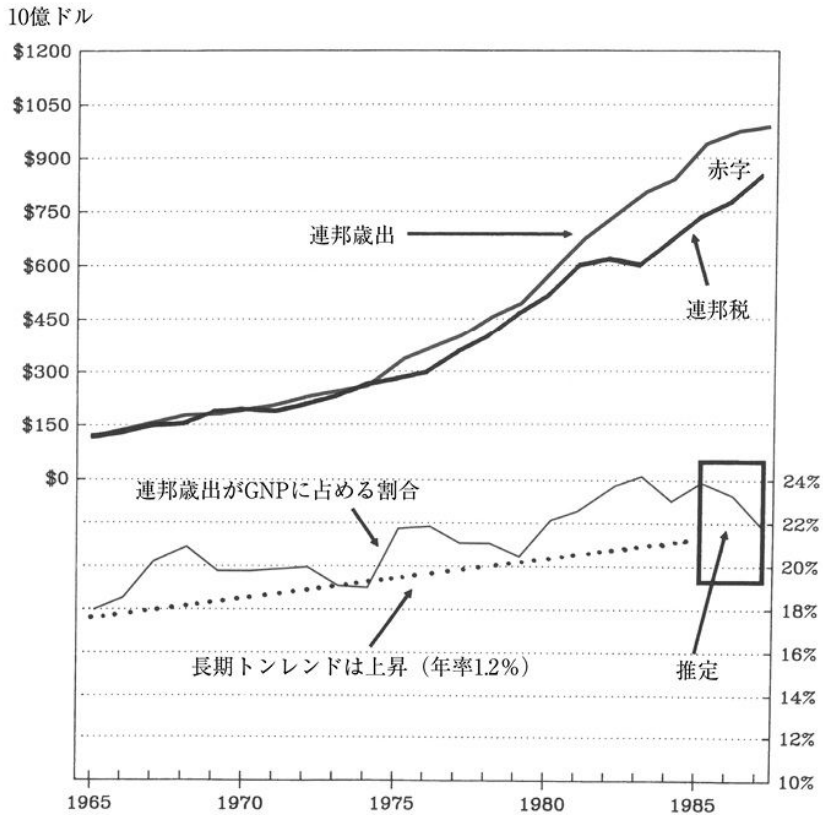
メディアの浅はかさや政治家のインチキ減税の主張にごまかされず、本題の政府歳出に目を向けなければならない。連邦支出の伸びは税率よりもさらに大きい年間**11.25%**になっている。もちろんこれにはインフレ（年間約4%）も含まれているが、それでも**GNP**の名目成長率である**9.4%**よりも高いことを記しておきたい。結局、この間の**GNP**に占める政府歳出の割合は**18%**から**1986年の24%**へと緩やかに上昇した。

これは、**20年前**には「忍び寄る社会主義」と呼ばれていた。金融電卓で計算すると、このスピードで忍び寄れば政府はわずか**100年**ですべてを没収することになる。アメリカ人の支出総額（**GNP**）に対する政府の役に立たない支出が容赦なく増え続けていることが、近年、アメリカの経済成長を抑える要因となっている。**GNPの25%**が政府に渡り、優秀な労働者の給与の約3分の1がその支払いに充てられているのだ（**25%+非政府機関の75%**）。

だからだまされてはならない。政府の支出は、高い税率であれインフレであれ、何らかの形で国民が支払っている。例えば、レーガン大統領は減税を約束することで高い人気を保つことには成功したが、彼が何と言おうと政府歳出は増加し続けた。政治家は常に税金について語ろうとするが（みんな自分に直接関係する話題を好む）、本当は支出について話すべきなのだ。

悲しいことに状況はさらに悪化し、州や地方の支出の伸びも年間**11%**に達している（チャート77）。税制の変更に惑わされてはならない。本当に理にかなった社会全体の解決策は、憲法で政府の歳出総額を対**GNP**比で制限するしかない。政治的な誘惑によって個人としての税率は揺れ動くかもしれないが、投資家としてはベテンス師たちにだまされて短期的に恐慌に陥ったり長期的な経済リスクを見逃したりしてはならない。

税収と歳出と歳出のGNPに占める割合（1965～1987年）



出所＝アメリカ政府予算

現在の見解

私は今でも政府の増え続ける支出は問題だと思っている。しかし、それは負債を増やしているからではなく（負債はみんなが思っているほど経済やマーケットにマイナスではない）、読者のほうが地方自治体や州や連邦よりもはるかに賢い消費者だからだ。経済に占める割合で見たとき、連邦と州と地方政府を合計した規模が大きいほどマーケットにとっては良くない。もし減税によって手元に残るお金が増えるのならば、私だって政府に賛成する。

チャート81 出せせで予算とのバランスを取る

1986年の税率引き上げは、巧妙に減税に見せかけただけのくだらない政策だった。税率が下がれば、われわれは給料の取り分が増えるからもっと働くはずだというのだ。しかし、もしもっと働いたら、妻は家庭を顧みなくなったとして夫を訴えるかもしれない。それに、サプライサイド経済（チャート79の説明）の考えに刺激された政府の役人が私をもっと働かせて徴収額を増やし、彼らが作った赤字を返済したり、私が望まないことに支出したりすると思うと怒りを感じる。

私自身は連邦による支出増加に反対だが、それが避けられないのならば、財源は減税ではなく、価格に応じて税率を決めて確保してほしい。対象はいくらでもある。

それに、昨年の税率はそれまでの長期的な平均と比べればずっと良かった。この2枚のチャートは所得税導入以来の最高税率を示している。右側の図は、所得に応じた税率で、例えば、1954～1967年に収入が5万ドルならば、翌年の税率は1ドル当たり60セントとなる（ただし、インフレ調整はしていないため、当時の5万ドルは現在の20万ドル程度に相当する。チャート52参照）。

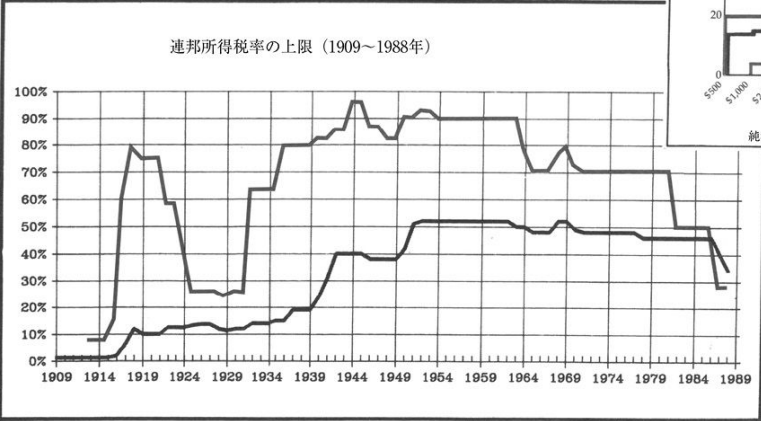
サプライサイド経済学派は、税率引き下げが景気を引き上げるので、高い税率は絶対にダメだと考えている。彼らはもしかしたら共和党が行った78%から22%という最大級の減税策が1920年代の好況をもたらしたと考えているのかもしれない。また、法人税率を上げなければ、景気はさらに上昇していたと思っている可能性もある。もちろん、史上2番目に大きい上昇相場は、法人税と個人所得税の最大税率が安定的に上がっていた1932年に始まった。サプライサイド派はこういうケースは忘れることにしているのだろし、1950年代には低インフレ下で株価が高騰している。うぬぼれ屋は地獄に送っていいだろう。ただ、個人税率と法人税率を上げたのが彼らだということは忘れないでほしい。最高税率が適用される納税者は、収入がいくら増えてもその90%は国に取られてしまう。つまり、サプライサイド派によれば、当時は税率が高すぎても働く意欲がなく、家庭を顧みなくなった夫を訴える妻もいなかったことになる。もちろんこれは単なるたわ言だ。

このチャートを見たことがある人はほとんどいないと思う。このなかで興味深いのは、アメリカの納税者が繁栄期にかなり高い税率を何年間も支払っていたことだ。1920年代初めの最高税率が1930年代初めよりも高かったとか、1950年代にこれほど税率が上がっていたとはだれが想像しただろうか。

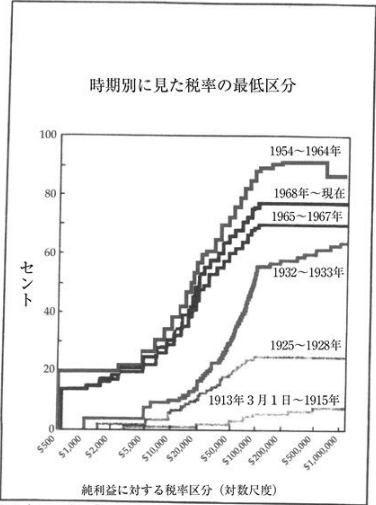
高い税率はだれも望まないが、それよりも重要なのは税額を算出する前の控除額だ。税率が高くても控除額が大きいか、税率は低いが控除額も小さければ結果はあまり変わらない。ちなみに、1987年には税率が下がることになっているが、控除額の廃止分が法人と個人を合わせた減税分よりも大きいため、GNP比で見た実際の税収は上がることになる。

結局、税法がどのような構造になっても違いはない。政府が使ったお金は、税率の引き上げか、控除額の引き下げか、さらなるインフレによって納税者が支払うという点では同じだからだ。政治家のウソにだまされてはならない。もし彼らが減税を約束するならば、こちらも空手形で対抗するしかない。

連邦所得税率（1909～1988年）



出所 = 米国財務省



出所 = ミルトン・H・スベンサー著『コンテンポラリー・マイクロエコノミクス、第3版』（ワース・パブリッシャーズ、1977年）

現在の見解

税率が下がるのは良いことだ。サプライサイド派は正しかった。しかし、当時私に影響を及ぼしたチャートを見るのは今でも楽しい。自分の知識は常に疑ってみてほしい。

GNP比で見た連邦政府の負債が、メディアなどが騒ぎ立てるほど高い割合ではないことは分かったと思う。ただ、アメリカが破産状態で借金を返さなければ、この先も税率を上げていき、それで返済を続けなければならないのだろうか。もしかしたら進うかもしれない。チャート76で見たように、ジャクソン大統領は1836年に連邦政府の土地を熱心な投機家に売って連邦の負債を完済した。

政府はまた同じことをするのだろうか。ほとんどの人はそうは考えないが、実は可能だ。アラスカが州になって約5年後の1964年に作られたこのチャートを見ると、アメリカがどれほどの資産をため込んでいるかが一目で分かる。このチャートは1781～1960年にかけて連邦政府が所有していた土地（単位は100万エーカー）を示している。実はこれ以降も面積はほとんど変わっていないため、チャートの最後から1986年までの線はほとんど水平になる。

1850年まではジャクソン大統領が少し売却し、それ以前にも売却や無償譲渡などがあったが、アメリカの不動産ポートフォリオは二度にわたって大きく拡大した。ルイジアナ州の購入（1803年）と、オレゴン州とメキシコの領土購入（1840年代末）のときだ。こうして1850年までに連邦の領土は12億エーカー（約486万平方キロメートル）に広がったが、このなかにはネバダ砂漠など価値が低い土地も含まれていた。1850年以降、アメリカはこのポートフォリオを縮小し、1930年までに面積は66%減って4億エーカー（162万平方キロメートル）になった。政府は価値の低い土地を削り、価値の高い都市部や国立公園、森林制度（大部分はあとになってできた）、軍事基地などを残した。

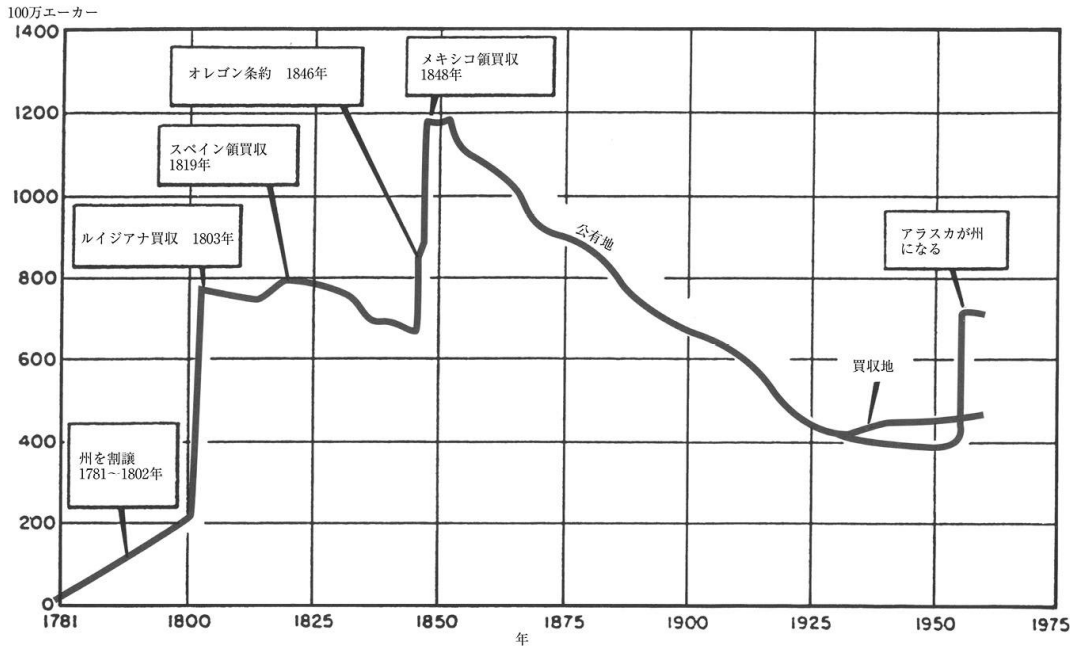
フランクリン・ルーズベルト大統領の時代になると土地の売却は激減してむしろ買いに転じたため、連邦政府の土地面積は1930年代に下げ止まった。そして、1958年にアラスカが州になると、連邦の面積は約2倍に増え、現在とはほぼ同じの7億5000万エーカー（300万平方キロメートル）になった。国土は立ち入り禁止区域であるネバダ州の軍事拠点から、主要都市のビジネス街、広大な首都ワシントンの特別区などがあり、アメリカは世界でもっとも裕福な不動産の所有者となった。ちなみに、購入資金はすべて借金で調達している。

どのくらい裕福かを見ていこう。鉱業権を含めた国有地の価値は1エーカー（約4000平方メートル）当たり100ドル程度だが、ビジネス街はそれよりもずっと高い。もし供給過剰にならないようゆつくり売っていけば、ワシントン特別区だけでも1平方フィート（約930平方センチメートル）当たり350～500ドルになるはずだと地元の投資家は言っている。つまり、ワシントンだけでも1エーカー当たり1500～2000万ドルの土地が1万5000エーカーあり、その価値である3000億ドルは連邦負債額の17%に相当する。それ以外の7億5000万エーカーを足せば、アメリカが所有する土地は負債の数倍の価値があることになる。

もちろん、借金返済のためにすべてを売るべきではない。チャート74で見たように、GNP比で見た水準が歴史的な平均値の範囲にあるかぎり負債はそう悪いことではない。それに、だれもリンカーン記念塔を売り払いたいとは思っていないだろう。ただ、それでもGNP比などに関係なく負債が大きすぎと思うのならば、少なくともこのチャートが、負債の返済は税率引き上げと不動産売却のどちらを選ぶかという話でしかないことを教えてくれる。もし税金がとてつもなく高くなれば、ジャクソン大統領に再び登場してもらえばよいし、政治家が大事なものを売ろうとしたらポケットの小銭をかき集めて阻止すればよい。選択するのは国民だ。

追伸 アメリカの各州もたくさんの土地を持っていることを覚えておこう。

アメリカ政府が所有する土地のおよそ面積（1781～1960年）



出所＝マリオン・クラウソン著『マン・アンド・ザ・ランド・ユース』（ネブラスカ大学出版、1964年）

現在の見解

現在のアメリカは過剰な借金はしていない。むしろさまざまな負債を利用して、まだ3倍以上借りられるかもしれない（理由は、『ザ・オンリー・スリー・クエスチョンズ・ザット・カウント』の第6章に書いてある）。ただ、それ以外の説明は今でも正しい。

昨今の国防費の増加が経済に悪影響を与えないだろうか。もし心配ならば、過去の国防費を総GNP比で見れば懸念は和らぐだろう。

ここ数年、メディアはレーガン政権の大規模な軍事力強化と国防費に充てられる天文学的な金額について攻め立てている。実際、アメリカが1982～1985年に使った軍事費は、第二次世界大戦以降、朝鮮戦争やベトナム戦争を含めたどの4年間よりも多かった。金額で言えば、これによって昨年の国防支出は2540億ドルに達し、レーガン大統領が当選した1980年の約2倍になっている。

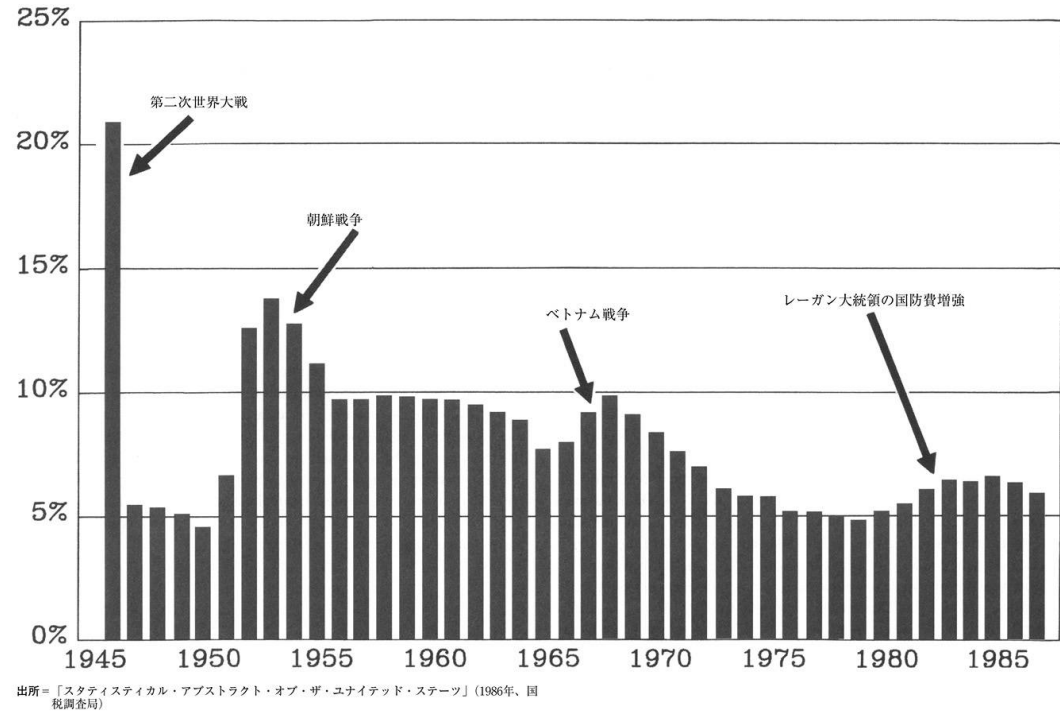
このような統計を振り返って見れば、みんなが国防費が手に負えない危険な水準だと思うのも仕方がない。そして、この軍事費の大幅振る舞いが国の経済を弱体化させるのではないかと心配している。しかしこの件を冷静に検証すれば、現在の軍事費が経済に与える影響は評論家の主張をはるかに下回っていることが分かる。このチャートがそのことを証明している。

驚くかもしれないが、国の総生産高のうち軍事費に投じられた総額が大幅に減った時期もある。朝鮮戦争ではGNPに占める国防費の割合が14%近くに達したが、1986年はその半分以下の6.4%である。さらに、最近の国防省の予想では、1987年も軍事費は大幅に下がって6%を下回るとしている。国防省の予想などあてにならないと思うかもしれないが、財政収支均衡法（グラム・ラドマン法）や現在の議会の雰囲気を考えれば、あと何年か軍事費が縮小していくのは間違いないだろう。

事実を検証すれば、軍事費が増えると個人消費が抑えられて生活水準が下がるという主張はまったく筋が通っていない。実際、銃よりもバターを買いたいという意見は増えている。むしろ、個人消費が軍事費を押しつけているとも言えるのだ。このチャートが示すように、軍事費が突出した時期（1951～1953年、1966～1968年、1981～1985年）は集中的だが短く、それ以前の成長率は下がっている。このパターンはまだ続きそうだ。

感情的になりやすい問題ではよくあることだが、知っていると思っていることと事実は違う。国防費を増やすのは好ましくないかもしれないが、軍事費が経済の足を引っ張るという誤解に基づいた見方はやめなければならない。それは明らかに間違っている。それに、われわれが現在支出している金額は、少し前と比べてはるかに小さくなっている。

GNPの割合で見た国防予算（1945～1986年）



現在の見解

多くの人たちがイラク戦争への出費やその関連の軍事支出に対する恐れを抱いているので、このチャートの更新版を付録Bに載せてある。

コンドラチェフの波は、これを冷笑するたいていの経済学者

戦後5～10年がたつと、インフレーションが少しずつ始まり始めた。しかし、年取った元若者はそれを信じて設備を拡張し続ける。それまでずっとインフレに駆け、勝ってきたからだ。彼らは確かに運は良かったが、はたして賢かったのだろうか。彼らにとってデフレはあり得ない。商品価格も金利も急落し、低価格では新工場の採算がとれない。そこに新人の若者が登場し、買収に勢を上げる。この時点で、資産は建設するよりも買ったほうが安い。そして価格が下ると経営者たちは政府に泣きつき、「われわれの市場と物であれば必ず」「暴落を止むための国勢」を連断するために貿易障壁を設けるよう要求する。そして、株価や不動産価格が急騰し始める。振り回されて見れば、1929年も1873年、1835年、そしてもしかしたら1987年もすべて不況やデフレの10～15年後で、これは新しい循環の始まりでもあった。

出所=1971年ファンデーション・フォア・ザ・スタディー・オブ・サイクルス

このチャートを更新し、新しい解説とともに付録Bに載せてある。

このチャートを更新し、新しい解説とともに付録Bに載せてある。

太陽黒点から将来の出来事を予想する人たちに初めて出会ったとき、私はバカげていると思った。実は今でもそう思っているが、同時にいつかもっと太陽に関する知識が増えれば、科学者たちが黒点を利用して驚くような予想をするだろうとも思っている。こう思うようになったのは、黒点で予想するおかしな連中の多くが優秀なNASAの科学者だということを知ったからだ。最初から話をしていこう。

黒点は、太陽の表面に見える染みで、天文学者たちは1700年代以降この数や大きさを記録し、その結果を黒点「数」という指数で測定してきた。面白いことに、黒点の現れ方は約11年で定期的に増減している。このチャートは、1755～1978年の黒点「数」の推移を示している。

科学ファンが投資家に吉報をもたらすと、驚くべき偶然が見つかった。株式市場の3大惨事（1836～1843年、1872～1878年、1929～1932年）は黒点の数が最高になった直後だったのである。また、この3大惨事よりは軽微だったが、衝撃的な下げだった1907年（チャート32参照）や1937年や1969年も、黒点の数が最高になった直後だった。

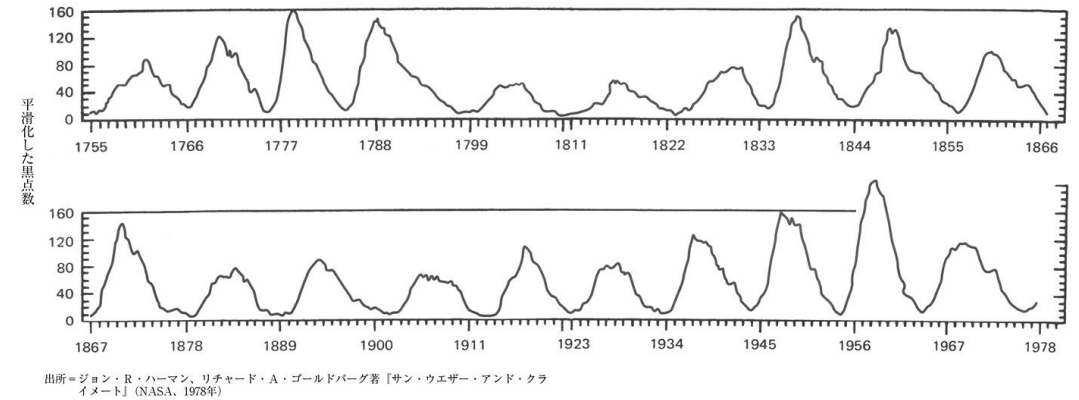
もちろんこの11年間という黒点サイクルとは合わない下げ相場もあるし、黒点の大きなピークでも直後に株価が下がらなかったケースもたくさんある。そのため、黒点崇拜者はすぐに変人呼ばわりされるようになった。それも仕方ないのかもしれないが、もちろん変人たちは観察を続け、最近もトーマス・レイダーの『サン・スبott、スターズ・アンド・ザ・ストック・マーケット（Sun Spots, Stars and the Stock Market）』など数冊の本が出版されている。

ここに現代の科学者たちが参入し、黒点の出現数がほぼ予想可能で、異なる太陽放射量の変化と完全な相関性があることを発見した。β線でもγ線でも宇宙でもとにかくすべてが黒点から直接的に予想できる。しかし、なぜこれが重要なのだろうか。例えば、太陽が大量の紫外線を放出すると、イオン圏がイオン化して地球を包むアルミホイルのようになる。こうなると、イオン圏を通して衛星やほかの受け手と交信するのは難しくなる。

もしかしら **NASA** という名称は「黒点をもつと評価する必要がある」（Need Another Sunspot Assessment）の頭文字なのかもしれない。**NASA**は数百万ドルを投じて黒点の研究を進め、驚くべき相関性を発見した。これについては、このチャートの出所である『サン・ウエザー・アンド・クライメート（Sun, Weather and Climate）』（米政府印刷局で入手可能）に詳しく載っている。潮位の変化やオゾンの総量、大気電気、低気圧経路、雷雨活動、降雨と干ばつ、X線、α粒子などがすべてこの厄介な黒点と関連しているなどとだれが考えただろうか。

黒点なぜできるのかは分かっているが、われわれはまだ暗黒時代をさまよっている。ただ、黒点やその原因と何かかわれわれの脳を行きかうβ線の数を決め、メディアや気まぐれな出来事を変えることができるならば、黒点が個人や集団の心理にも影響を及ぼして、感情と心理が動かしている金融市場（これも完全には解明されていないが）に影響しないとも言い切れないではないか。いつの日か、世界が丸いことを科学者たちが発見するかどうかなど、だれにも分からない。

黒点（1755～1978年）



現在の見解

未来のことは分からない。私は、「ほかの人が不可解だと思うことでも自分には可能だと思えることは何か」ということも常に自問するようにしている。もしかしら黒点について想像を巡らすことでマーケットに打ち勝つことができるかもしれない。

チャート86
 弱気相場とミニスカートの関係

金利に注目したり、女の子の脚がスカートからどのくらい出ているかを研究したりしてうまくマーケットを予想できたことがあるだろうか。ウォール街はもしかしたらフェミニストの主張が及ばない最後の砦のひとつかもしれない。そこには将来の株価を示す指標として、本書やそれ以外で紹介している伝統的な基準よりも、女の子の脚のほうが優れた指標になるなどと思っている連中がいる。実際、スカート丈指標は驚くほど真剣にとらられている。

この指標を提唱する人たちは、投資家を過度に樂觀させたり悲觀させたりする心理的な力は、簡単に流行に乗ってしまふ非投資家の心理も動かすと主張する。彼らが言わんとしていることは、このチャートを見れば分かる。脚がよく見える短くて挑発的なスカート丈がはやるときは強気相場の時期が多いし、長いビクトリア調のスカート丈がはやるときは弱気相場の時が多いのだ。

例えば第一次世界大戦前の時期は、チャート27で見たように株価は低迷していた。そして、この時期は女の子ウオッチャーにとってもあまり楽しい時期ではなかった。スカートの丈は長く、マーケットは弱気だったのだ。しかし、1920年代になると株式市場も女の子ウオッチャーも活気づいた。スカート丈が短くなり、おしゃれな女の子は（今の時代でさえ）大胆なスカートをはいていたのだ。ところが、1930年代に株式市場が崩壊すると、スカート丈もくるぶしまで隠れる長さに戻ってしまった。1940年代はマーケットにもスカート丈にも方向感がなかったが、1950年代にマーケットが上がり始めるとスカート丈も短くなり始めた。女の子ウオッチャーの気分が明るくなるとマーケットもさらに上がり、マーケットはインフレ調整後は初めて1929年の水準を超えた。そして、1960年代半ばに史上最高値を付けると、ミニスカートの時代が始まった。

しかし残念ながら、この指数が重大な問題を避けているという意見もある。スカート丈はもつと基本的な心理や社会力に反応するというのだ。例えば、1960年代半ばにはサンフランシスコの当時は男性用クラブだったザ・コンドルでキャロル・ドードが初めてトップレスダンスを披露し、それが全国に広まった。社会分析をする連中は、トップレスダンスがマーケットの天井を示す心理トレンドの一部だと信じている。1970年代半ばになるとマーケットには希望がなくなり、平均インフレ率で調整するとさらに悪化した（チャート22）。スカート丈も長くなり、マキシスカート（ロング丈）の時代に入った。

スカート丈派は、この指標なら周りにいくらでもあるからほりくさい図書館に投資データを探しに行かなくてすむと主張する。ただ、もちろんスカート丈を定量化するのは不可能だし、真剣に研究されているわけでもない。そして、驚くべき一致があったとしても、スカート丈が将来を予測するとか、現在のスカート丈が過去を反映しているとは言い切れない。短いスカート丈がはたしてマーケットが上昇する前兆になっていたたり、すでに上がっていることを示していたりするのだろうか。厳密に言えば、スカート丈はマーケットよりもあとに動いているが、これはマーケットがいずれ反転するということなのだろうか。それはだれも分らない。私だって分らないし、何だかインチャキクさい。それに、1932年や1974年の壊滅的な下げから始まったもつと有名な強気相場では、スカート丈の影響は見られなかった。

今日、ここから何が分かるのだろうか。ある鋭くて疑り深い観察者は、1986年後半の株式市場の方向ははっきりしないということかもしれないと言っている。彼女いわく、「マーケットもスカート丈と同じで、最近は何でもありなのかもしれない」。

スカート丈指標（1897～1986年）



チャート87 餌がいるものを買っちゃいけない

ある朝、ひとりの男性がわが家の庭の木を6メートルくらいの棒で突いているのを妻が見つけた。話を聞いたら彼は近所の住民で、**1000ドル**もした飼い猫を塹の木から下ろそうとしているということだった。彼は飛行機の時間が迫っていたが、妻の大事な猫も気になって仕方がないようだ。私は脳みそを絞って唯一思いついた言葉をつぶやいた。「餌がいるものを買っちゃいけない」。これは父の叔父で、投資好きだった故アーサーおじさんがよくつぶやいていた言葉だ。

最近、私は趣味でニワトリとアヒルを飼っている。新鮮な卵は食べられるし、アヒルが池で泳ぐのを見るのは楽しい。ところが、アライグマやコヨーテもこの羽で覆われた私の友だちを気に入ったようで、今ではたった2羽しか残っていない。

このチャートを見て、サラブレッドが良い投資先だと誤解する人がいるかもしれない。これによれば、サラブレッド1歳馬の価値は**1980**年までの**10**年間で**7676**ドルから3万ドルに上がっている。理由は**10**歳馬が極めてまだからだろうか？ もちろんこれはバカげた話で馬の価値は歳とともに劇的に下がるため、このような価格を長期的に維持することはできない。アーサーおじさんが株や不動産を買っていたように、馬を買うことはできないのだ。おじさんが**15**年前に亡くなったとき、彼が**1930**年代に買った株が残っていた。しかし、非常に珍しい**40**歳馬には、好奇心程度の価値しか残っていない。

そのうえ、馬は世話をしなければならない。そうすれば、土地や馬舎、餌、靴、用具、獣医の診療料などがかる。**1974**年に馬の育成事業をやめた友人の話では、**30**頭を飼うための毎年の直接コストは1頭当たり**1100**ドルだったという。やめるとなれば、ほかの活動もあきらめるか（機会費用）、お金を払って預かってもらうことになる。ちなみに、馬を売るときには通常**15**％程度の仲介手数料がかかる。

本当の投資リターンを計算するときは、チャートの価格だけを見ないで、これらに付随するコストも含めなければならない。チャート**60**で見たように、財産税が不動産のリターンを大きく下げることもある。ちなみに、株や債券には運営費はかからないばかりかむしろ収益を生む場合もあり、それも総合リターンに含めるべきだろう。

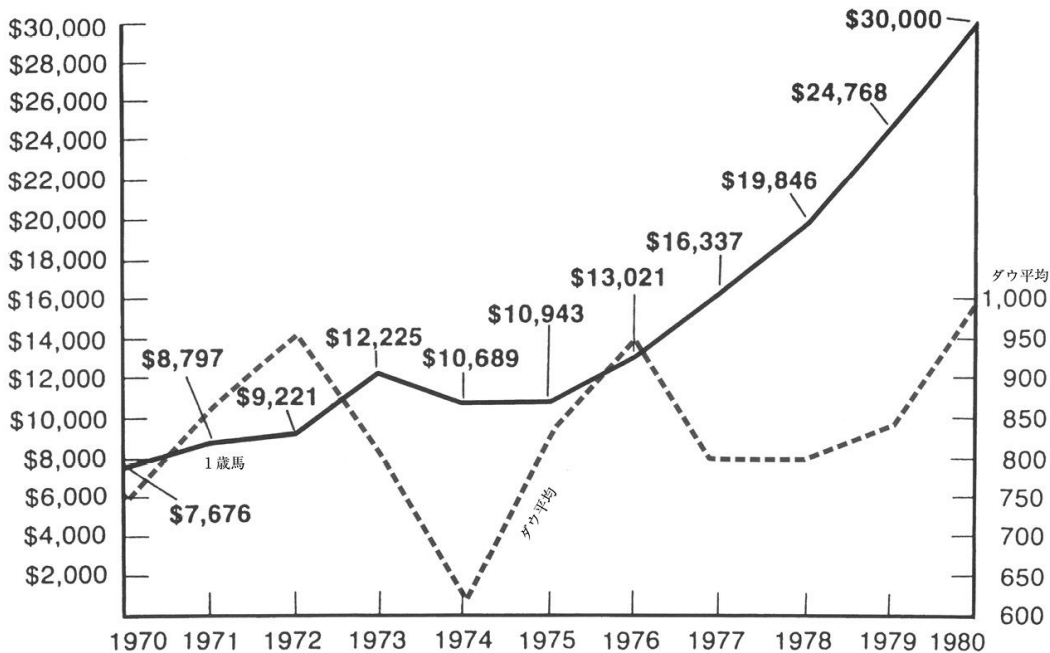
このチャートによると、サラブレッドのリターンは株よりも良かったように見えるが本当にならうのだろうか。**1100**ドルの直接コストを**10**年分引いてインフレ調整すると、3万ドルー1万**2750**ドル=1万**7250**ドルになる。ここから**15**％の売買手数料を差し引くと残りは1万**4662**ドルで、どこかに預けるならさらに少なくなる。チャートによれば、ダウはこの**10**年間で**600**ドルから**1000**ドルに上がっているが、その間に毎年平均**5**％程度の配当を支払っている。もしこの**5**％をまたダウ平均に再投資していけば、値上がりと複利で**1980**年には1万**5910**ドルになる。売買手数料の**1**％を差し引いても1万**5750**ドルだ。株にとって最良とは言えないこの**10**年間でさえ、株のパフォーマンスのほうが上回っていたことになる。

また、株には十分な流動性もあるが、馬はそうはいかない。それに3万ドルあれば馬なら2～3頭だが、ダウ平均ならば**30**枚買えるうえ、株なら死ぬこともめつたにない。

もし購入後もさなるコストと世話がかかる投資を勧められたら、アーサーおじさんの「餌がいるものを買っちゃいけない」という言葉を思い出してほしい。

サラブレッド1歳馬の平均価格とダウ平均の年間終値（1970～1980年）

馬の価格



出所＝B・レイ・アンダーソン著『ハウ・ユー・キャン・ユーズ・インフレーション・トゥ・ビート・ザ・IRS』（ハーバー&ロー、1981年）

チャート88 ウォール街のまじない師

景気や金融の予想に関して「偽預言者に注意しろ」というのは賢い警告だが、テクニカル分析ではウォール街の本物のまじない師たちが過去の動きだけで将来を予想している。しかし、ちょっと待つてほしい。ここに、このまじないチャートの好例がある。これは1964年に発行された株価が物理的法則に従うという内容の本から引用したもので、この本の著者はマーケットが幾何学級数的な成長曲線を描き始めることと、物理的法則では幾何学級数的なトレンドは継続することから、株価もこの曲線に沿って永遠に進んでいくと主張している。この非論理的な結論によれば、株価は加速しながら永遠に上がるわけで、そうなれば現在の株価の軌道速度は毎分1000%になってしまう。

常識で考えてもこれはおかしい。それなら上がったものは下がるという引力的法則のほうがましだろう。実際、このチャートから数年後に、マーケットはこの「幾何学級数曲線」から飛び降り、次の17年間で実質購買力の70%を失った（チャート22参照）。強気相場では、みんな何でも強気だと信じてしまう。相当頑固な人でもそうだ。

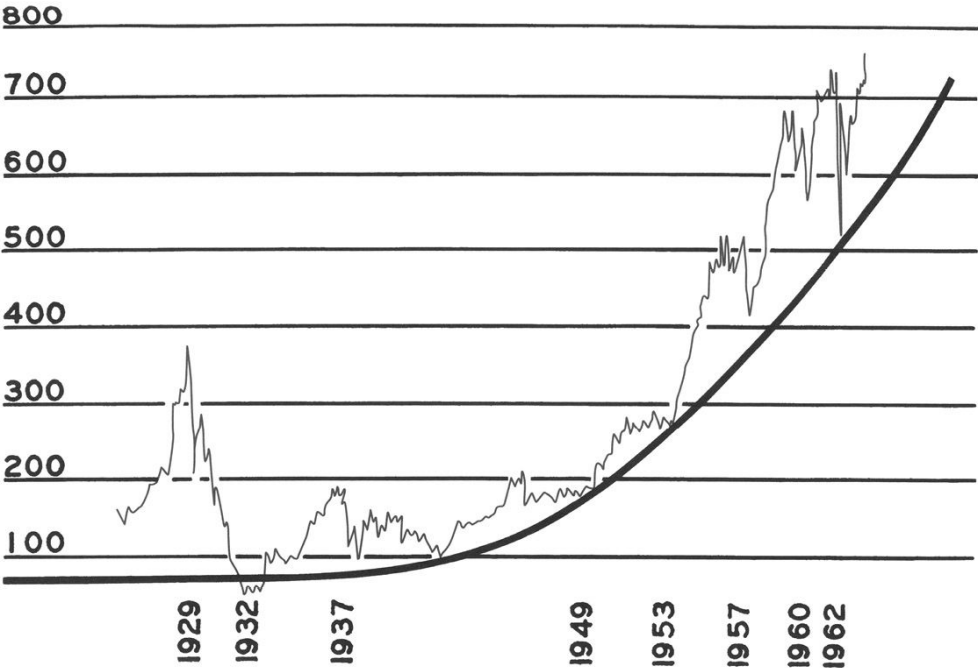
この根底にある誤りは、ほかの要因を考慮せずに過去の価格の動きのみを前提として将来が予想できるとしていることにある。このような主張を展開する本は数多くあるが、学術的根拠や実績や論理的根拠があるとされる考えはまだ生まれていない。過去の価格の動きが単独で将来の価格を予想する力はゼロ、もしくはそれ以下かもしれない。

このことは、確率論を知っている人ならだれでも分かる。もし納得できないのならば、次のことを試してほしい。まずチャート用紙に点をひとつ描く。次にコインを50~100回投げ、もし表ならば最初の点から右と上にそれぞれ1マス分移動したところに点を描き、裏ならば右と下に1マス分動いたところに点を描く。これを繰り返して右に動いていく。やめたくなくなってきたら、横の1マスが1ドルで縦の1マスが1日だと想像して点を結んでみてほしい。上下トレンドを含んだ典型的な株価チャートとそっくりなチャートが出来上がる。

実はこのパターンを予想できる人は少ない。たいていの人は、表が続いて出たら次は裏になる確率が上がると感じる。統計学を勉強していれば何回表が続いても、次に裏が出る確率はちょうど50%だということを知っている。同じように、株価の変動も過去の動きだけに左右されるものではない。

ただ、これはすべての価格チャートに予想的価値がないということではない。例えば、株と債券の利回りの歴史的な関係を示したチャート4を見ると、PERが20倍（利回りは1+20=5%）で債券利回りが9%ならば明らかにアービトラージの余地がある（チャート4の解説参照）。もし企業収益が急増しなければ、債券のほうがリターンも高くなるし、将来の価格も上がる可能性が高いからだ。同様に、本書のほかのチャートも経済の基本的な因果関係を描いているため、予測的価値がある。重要なことは、価格動向のみに基づいた予想にだまされてはならないということだ。これは当たらない。

ダウ平均の幾何学級数的な上昇曲線（1926~1962年以降）



出所=ベントン・W・デービス著『ダウ1000——ザ・エクスポネンシャル・シークレット・オブ・ザ・グレート・ブル・マーケット』（アメリカン・リサーチ・カウンシル、1964年）

現在の見解

現在のダウ平均の水準はどの新聞にも載っているので、このチャートを更新する必要はないだろう。幾何学級数的カーブは続いていく（ただし、ダウ平均のように株価加重型の指数は不完全で誤解を招くだけなので無視してよい）。

チャート89 自然界と金融界の偶然の一致

チャートに夢中になりすぎる人たちがいる。確かにチャートは過去の全体像を一目で把握する良い情報源で、学ぶことも多いが、間違った結論につながることもある。「テクニカルアナリスト」と呼ばれる連中は、過去の価格の動きだけで将来が予想できると信じているが、そんなことはほとんどない。チャートは情勢を理解するのに役立ち、それが将来を理解するのに役立つということはあるかもしれないが、過去の価格動向のみで将来の価格を予想できるという証拠はまったくない。

周期的なパターンの多くは、どのようなタイプのもでも自然と何らかのかわりがある長くてきちんとしたジグザグパターンに当てはまる。木の年輪、アラスカヒグマの個体群動態、キツネと齧歯動物（ネズミ、リス、ビーバーなど）の個体数の関係、太陽放射、潮の干満などはすべて繰り返して起こる分りやすいくて予想しやすいサイクルだといふサインを示している。ただ、人が介入すると「分かりやすい」部分が混乱を来たすことが多くなり、「予想しやすい」部分が不可能になる。ただ、それでもこのおかしい理論に熱中する連中はたくさんいる。

このチャートは、小麦の収穫の**9.6年**サイクルを示している。自然現象を含むこのサイクルは、なかなかの予想力があるように見える。チャートのピークと谷が**9.6年**のジグザグパターンにほぼ完璧に当てはまることに注目してほしい。なかでもAのポイントはパターンにぴったりと当てはまるが、Bのような明らかな例外もいくつかある。

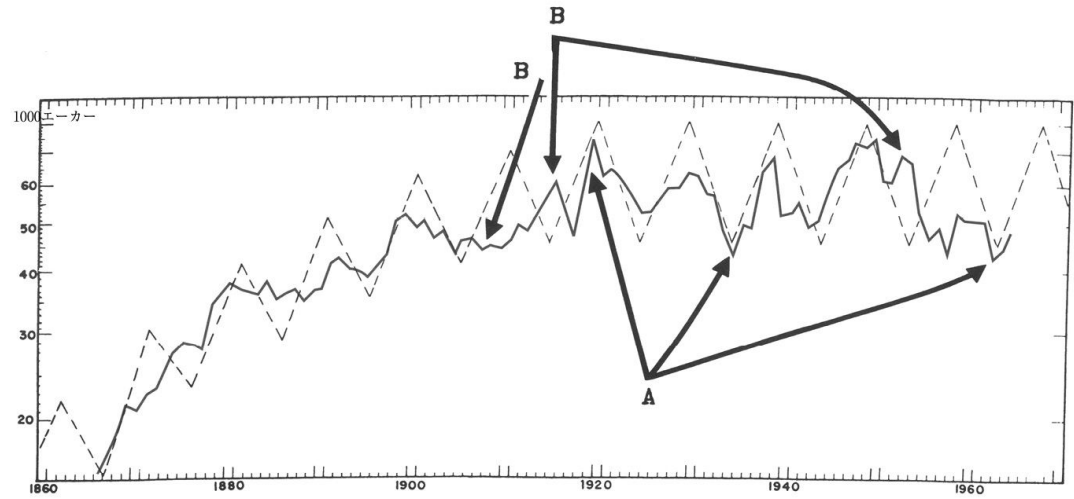
小麦の収穫は、自然と人のどちらに左右されるのだろうか。おそらく両方の影響を受けているが、人の影響が大きいことは間違いない。チャートをたどっていくと、この繰り返しているように見えるパターンが、自然が完全に支配しているサイクル（例えば潮の干満）ほど論理的でも予想可能でもないことが分かる。

このパターンが完全に繰り返すほうにお金を賭ける気になるだろうか。もしそれをすれば、**1986年**は小麦の豊作に大金を賭け.....負けたらう。それでも**1991年**には小麦の不作に賭けたいだろうか。私ならごめんだ。これでは目をつぶって鉄砲を撃つと変わらない。

確率論では、循環しているように見える出来事もただの偶然だとしている。もしすべてのアメリカ人がコインを投げ、もしどこかのだれかが**1000**回続けて表を出したとしても、その人がそのあと表を出し続けることはないし、表が続くことを事前に予想することもできなかったらう。これは単にこの人が非常に運が良かっただけでしかない。友人が大金を稼いでいた「チェーンメール」が自分のすぐ直前で終わってしまうのも同じようなことだ。世の中には運だけに左右されることがいくつもある。

完全に繰り返しているように見えるパターンには注意してほしい。もしそこに自然に完全支配された「自然な」説明がなければ、完璧に「見える」サイクルはおそらく読者がそれを必要とする直前に破綻することになるだろう。

小麦の収穫面積で見る**9.6年**サイクル（1860～1970年）



出所＝1971年ファンデーション・フォア・ザ・スタディー・オブ・サイクルス

出所＝レス・ユール、ジョン・R・ユール・アンソニー著「ブルックマイヤー・インベストメント・レポート」の許可を得て複製（転載禁止）

結論

人はいろんなものを恐れる。連邦政府の赤字や麻薬のまん延、戦争、犯罪率の上昇、そしてウォール街でさえそうだが、本書をここまで読み進めれば実はどれも恐れる価値がないことは分かったと思う。これらやそれ以外の要因で金融界がすぐに終わりを告げるわけではない。人生には昔も今も問題は山積しているが、それはいつの時代にもあったことだ。例えば、財政赤字による金融危機が発生したからすべての資金をマーケットで失うということはない。それよりも、法外な値段で買ったあとに大不況になったり、過度の樂觀のあと必ず訪れる暴落で投げ売りして大金を失う可能性のほうがずっと高い。社会に大きな変化が訪れなくても、このようなことは常に起こっている。想像し得るすべての転落は、神話と幻想に基づいてウォール街と人間のヒステリーだけで引き起こされる。

ウォール街のワルツは、戦争、革命、飢饉、インフレなどを乗り越え、何世紀にもわたって続いてきた。また、調査、科学的発見、共産主義やファシズムの脅威、不況、大恐慌などもくぐり抜けてきた。ワルツは世界中をバブルとその崩壊のサイクルと独自のリズムに乗って駆け抜けてきた。ウォール街は、政治家や王様やジャーナリストや読者や私のためではなく、ウォール街自体のために踊っている。ダンスはずっと続き、ほとんどは近い将来のために踊っている。読者の唯一の選択肢はこのダンスの一部を踊るかどうかで、もし踊るのならば恥をかくか大儲けして楽しむかしかない。

もしワルツを踊りたいのなら、本書の90枚のチャートがマーケットの小刻みな動きや金利、不動産、商品インフレの動向を評価するための指針となり続けてくれるだろう。そして何年かあとで新しい熱狂やヒステリーが発生してみんなの気が動転したときは、これらのチャートを開いて金融史を見れば、何が普通のことと何がそうでないかが分かって安心できるだろう。

ほとんどのチャートは、見る前に頭に入れておくべきようなことは何もないが、多少の結論はいるだろう。とはいえ、大部分のチャートの内容は明らかなので、主な結論は自分で出してほしい。マーケットが大部分の評価基準で見て高いとき、そこにとどまる価値はあるのだろうか。それは自分で判断しなければならない。ここで提供するのツール、つまりダンスのステップだけで、行動は自分で起こさなければならない。

連邦政府の赤字は本当に大きすぎるのだろうか。本書で学んだように、これは現時点では経済問題というよりも倫理問題であり、自分で判断するしかない。連邦政府が所有している不動産を売り払うことまでして赤字を返済する価値はあるのだろうか。それも自分で判断してほしい。チャートを見て私の見方を受け入れたとしても、独自の考えに至ったとしても、これらのチャートを見る前と比べてずっと力がついているはずだ。

マーケットを打ち負かす

マーケットのタイミングを読もうとして成功した人はいない。あらゆるタイプの預言者がマーケットの転換期が分かると主張し、正確に分かると言ったり、そう言ってニュースレターを売ったりするが私は信じていない。もしそんな人がいれば、大金持ちになって世間に知れ渡るだろうし、私の最近の著書のなかで計算したように年間リターンは約50%というものすごい数字になるだろう。

このリターンならば、実家から借りた2万5000ドルの元手しかなくても、わずか21年でフォーブス誌が発表するアメリカの長者番付でトップ400に入ることができるし、26年あれば資産は15億ドルに達する。素晴らしいマーケットタイマーたちがもしいるのなら、隠れていないで出てきてほしい。出てこないのは、そんな人はいないからだ。

マーケットを打ち負かした人は確かにいる。何十年にもわたって楽々とマーケットに勝ってきた達人たちの記録は多く残っていて、彼らの多くはマーケットの天井では現金を多く保有し、底では資金の大部分を投資した状態としておくという驚くべき才能を持っていた。彼らの共通点は、だれもタイミングで勝負しようとはしていないことで、みんなそれ以外のことに着目している。彼らは「今日は天井だから全部売ろう」と言ったりしないし、「底」で特別な動きをするわけでもない。

その代わりに、彼らは何らかのファンダメンタルズの価値を重視した仕組みを持っている。このなかには私がスーパードラッグと呼ぶ株もあれば、フォーブス誌でいつも紹介しているように質や価格が自分の基準に合う銘柄が見つかったときだけ買う方法もある。株価が高すぎて自分の基準に見合う銘柄が見つからなければ、彼らは買わない。強気相場がさらに進めば、以前に買った株は高くなりすぎたということで、抜け目のないプロは売却する。しかし、そのとき買いの基準を満たす銘柄が見つからなければ、彼らの現金の割合は増えることになる。

事実をつかむ

もちろんマーケットの天井で現金をたくさん持っているのはバカバカしく見えるかもしれない。もしそのまま上がリ続けたらどう感じるだろうか。それに、大きく下げるなかで買うには、プロの巧妙さと度胸がいる。彼らは自分のやっていることを理解しているが、皮肉にもウォーレン・バフェットやジョン・テンブルトン、ベン・グレアム、T・ロウ・プライスなどといった連中は、事実をよく見て安心する。事実をつかむ方法はさまざまだが、過去に実際に起こったことを可能性として考慮するという方法はよく使われている。彼らは本書のようなチャートなどなくても、頭のなかに生の情報がインプットされている。そこで、読者は本書のチャートを使って彼らのまねをすればよい。

これらのチャートがマーケットの転換期をすべて教えてくれるわけではない。それは無理な話だ（これで勝った人はいないのだから試す価値はない）。それよりも株の価値を見極め、本書の最初のいくつかのチャートが示す歴史的推移から外れない質の高い銘柄を買えばよい。もしチャンスだと思っても株価が高すぎればやめておく。これらのチャートは、いわば人の心を落ち着けた気分にしてくれる最高の決定機関のようなもので、伝説の投資家たちが頭のなかのデータを助けとしているように、これらのチャートが読者の助けとなってくれるだろう。

マーケットが25%下げて怖くなったときに、注目している銘柄が価値に対して割安だから買っても大丈夫だという安心が欲しければ、これらのチャートを使ってほしい。また、みんながマーケットでどれだけ儲かったかを話しているのに、歴史的にずっと安かったまったくのボロ株しか見つからなくて怖くなったときも、このチャートを見ればよい。みんなが金利は下がると言っているがとてもそうは思えないときもチャートを見よう。さらに、チャートの教えを定期的に思い出すためにも使ってほしい。

ダンスを覚える

これらのチャートから何を学ぶべきだったのだろうか。それぞれのチャートには物語があり、結論はひとつではない。第1部から第3部まで、そこで注目すべき点はそれぞれのまえがきに書いてある。あとは自由に見てほしい。ただ、全体に共通するポイントが2つある。まずは金融電卓を使いこなせるようになって複利で考える習慣を身につけてほしい。これはウォール街のワルツのリズムと言える。この小さな教えを習得するだけで金銭的な結果も快適度もすぐに向上し、ウォール街を目指すほかの人たちよりもはるかに優位に立つことができる。

そして本書の趣旨とも言えるもうひとつの教えは、ウソに基づいて行動するのではなく、事実を知ることを楽しんでほしいということだ。今後、読者が何かのチャートを見るときに、みんなが言っていることではなく、自分の見方で事実から結論を引き出すことができれば私はとてもうれしい。もし投資を考えているときは、それが何であれ大きな図書館に行けばそれに関するチャートがある。例えば、専門的すぎて本書には載せなかったが、もしオーストラリアの投資に興味を持っているとすれば、A・L・ロッキードの『ザ・ブリスベン・ストック・エクスチェンジ、1884～1984年（The Brisbane Stock Exchange, 1884-1984）』が参考になるだろう。マレーシアやキリバスやモルジブといった国の詳しい経済チャートならば、アジア開発銀行が発行している『キー・インディケーターズ・オブ・デベロップメント・メンバー・カントリーズ・オブ・ザ・アジア・デベロップメント・バンク（Key Indicators of Developing Member Countries of the Asian Development Bank）』に載っている。

ほかにも、チャートは見切れないほどたくさんあるが、そのすべてを見る必要はなく、自分が使える分だけを手に取ればよい。「百聞は一見にしかず」ということがあるとすれば、金融史の現実を視覚化することにはそれ以上の価値がある。もしウソではなく事実を視覚化することを学び、それを使ってヒステリーを回避していくことができれば、それまでとはまったく違うウォール街のワルツを見ることができるようになるだろう。

2007年のコメント

マーケットから撤退して良い時期が来るのを待ったほうがよいときというのはそうめったにあるものではない。マーケットに入ったり出たりを繰り返していれば失敗する。ただ、ごくごくまれに、防御的になることで利益を確保してからマーケットに戻るほうが良いこともある。この20年間で、このようなケースが3回あった。本書のオリジナル版を書き終えた直後に、私は大目玉をくらった子供のように弱気になり、防御的になったことで大いに助かった。そして1990年、また同じような対応で助かった。その次は2000年末、再び防御的になって、再び大いに助かった。これらの経緯はすべてフォーブス誌のコラムに書いてある（次は多分うまくいかないだろうが、それでも長期間において4回中3回成功していればそう悪くないだろう）。

まれに非常におかしなことが起こったとき、ほかの人が気づいていないようなことでメジャーな弱気相場の衝撃をかわすことができれば、それはとても価値がある。本書のチャートと解説がそのような見方を助けてくれるだろう。みんなが強気のときは弱気になったほうがよい。なぜなら、みんなには見えていない問題があなたにははつきりと見えているからだ。ただ、これは難しいことである。また、みんなが不機嫌なときに弱気になる必要もない。あなたが悪いと思ったことはマーケットにすでに織り込まれ、マーケットは割り引かれている状態かもしれない。でも、これを判断することは大変難しい。

最後の結論としては、みんなが信じるウソではなく、事実を楽しみ、それに基づいて行動することを学んでほしい。これは2006年に書いた『ザ・オンリー・スリー・クエスチョンズ・ザット・カウント』の趣旨と驚くほど似ている。腕が上がるまで十分長く投資を続けるためには、楽しむという部分がとても重要になる。本書も楽しんでもらえればうれしいし、これから何十年も続くであろうウォール街のワルツも楽しんでほしい。

付録A おびえた子供の神話

最近のようにマーケットが1日で**100**ポイント以上変動すると、みんなパニックを起こし始める。しかし、大衆のヒステリーに惑わされて安定した長期投資プログラムを放棄してはならない。多くの投資家にとって、もっとも深刻かつ現実的な問題は、本当に価値のある銘柄を見つけることで、4年間で**130%**も上昇したマーケットならなおさらだ。優良企業だが人気のない銘柄は保有し続けるべきだろう。

しかし、なかには大きすぎる連邦政府の赤字が経済全体を脅かし、人気のない株も影響を受けるなどという人たちがいるが、それは違う。メディアは赤字について盛んに騒ぎ立て、政治家は果てしなく意味のない主張を繰り返すが、連邦の赤字や負債に関する騒ぎは安定投資を行う人たちを不必要に脅かすたくさんのこのけ膺しのひとつでしかない。

ここで重要なのは、赤字や負債の額ではなく、われわれの返済能力だ。実際の**GNP**に対する連邦政府の負債の割合は**1960**年代半ばよりも小さくなっているし、**1950**年代よりはるかに低くなっている。公的な負債が**GNP**に占める割合がピーク時の約**120%**に達したのは第二次世界大戦中で、それ以降**30**年間、その比率は減り続けている。財政赤字に陥ったときも、実質成長とインフレによって比率の分母の伸びが分子の負債の伸びよりも大きくなり、**GNP**に対する負債は縮小した。インフレは負債の価値を下げることで返済力を押し上げる大きな力となっている。

1955年までに**GNP**の**120%**だった負債比率は**58%**に下がり、**1965**年には**42%**、**1975**年には**40**年来の低水準である**25%**まで下がった。それ以降は確かに悪化して赤字も比率も増えたが、割合は**40%**台前半で、かつてのような高水準ではない。

赤字の別の見方としては、他国と比較するという方法もある。過去5年間のアメリカの平均赤字は**GNP**の約**3%**で推移している。ちなみにほかの国を見ると、日本が**7.4%**、ドイツは**2.5%**、フランス**2.6%**、イギリス**3.5%**、カナダ**5%**などとなっている。ただ、心配性の連中は貯蓄率が低いアメリカではこの水準でも他国よりも深刻だと主張する。しかしこれも大げさで、スーザン・リーによる説得力のある記事（フォーブス誌**1985**年**12**月**16**日号）が示すとおり、主な違いは会計方法と貯蓄方法（例えば年金制度）にある。

そもそも正しい会計処理を行えば、この大々的に報道されている赤字が本当に存在するのかどうかさえ私にはよく分からない。例えば、もしデュボンがアメリカと同じように帳簿をつけていけば、この巨大化学企業でさえ何十年もノンストップで赤字に転落するだろう。デュボンが健全性を維持しているのは、企業が工場を建設したり自動車やコンピューターを購入したりするときにそれを貸借対照表の資本勘定に計上し、資産ごとの推定寿命に基づいて少しずつ費用として計上していくからだ。しかし、アメリカには貸借対照表がなく、同じものを買っても費用は即座に計上される。フォーブス誌が発表している上位**500**企業も、政府と同様に超保守的な現金ベースの会計処理を行っていれば、みんな赤字に陥ることになるだろう。

アメリカの主要な空港は、それぞれが**20～30**億ドルの価値がある。高速道路網や軍事システム、郵便システム、公園や森林などもそうだし、規模は小さいがコンピューターやトラックなどもそうだ。そして、政府は高額商品の主な分野において飛び抜けて大口の買い手だが、これらの費用は、たとえ更地であつてもすべて即座に計上される。

一方、州や地方自治体では巨額の財政黒字が生まれている。この総額は連邦赤字の約半分に相当するが、財源は**1000**億ドル以上に及ぶ連邦政府の給付金が担っている。そのうえ、州や地方自治体は購入した資産を資本として計上しないため、黒字額は過小評価されている。

つまり、もし連邦政府や州や地方自治体を合わせて、購入資産を企業と同様に会計処理すれば、政府の「赤字」は消滅するかそれにかなり近い状態になる。そうなれば、**GNP**と比較しても取るに足りないほど小さい割合でしかなくなる。

ただ誤解しないでほしいが、財政支出の拡大など深刻な問題はある。**1965**年以来、財政支出は年間**11%**のペースで増加しており、**GNP**比で見ても**18%**から現在では**24%**に達している。もしこの割合が増え続ければ、わずか**96**年で支出が**GNP**を上回ってしまうことになる。レーガン大統領の年間**11%**の浪費は、レーガン時代に低下したインフレ率を

調整するとカーター政権を上回っている。

それでもまだ心配ならば、財政支出のトレンドのほうを心配してほしい。ただ、恐ろしく聞こえる連邦赤字や株式市場の恐怖の空洞化があったとしても、世界が終わるわけではない。どのようなときでも、良い銘柄を安く買ってマーケットがそのメリットに気づくまで保有していれば、必ず利益を手にすることができる。

（フォーブス誌**1986年10月6日**号に掲載されたフィッシャー氏のコラムより転載）

チャート18 需要と供給——本当の推進力

これは現在最も一般的な株式指数に置き換えて更新したチャートであるが、それでも第一印象に惑わされてはならない。新しいチャートを見ても、バリューストックが常に良くてハイテク株は避けるべきように見えるが、限定的な分野のみに固執し続ける（または避け続ける）のはバカげている。十分長い期間で見ればすべての株の分野のリターンはほぼ同じになり、この2〜3年にはやった分野も例外ではないことをこのチャートは示している。リターンが変化したのはすべて2000年と2003年で、見方はさまざまだがこの間にはバリューストックが人気だった。

何の価格にも言えることだが、株価も需要と供給のみによって決まる。ただ、IPO（新規公開株）や株（や債券）の新規発行、買い戻しや買収などは相当な時間と労力がかかり短期的な供給は比較的安定するため、需要が価格を左右することになる。しかし、長期的に見れば、供給はほぼ永遠に増えていくため、長期価格は今日の技術ではだれも予測できない将来の何らかの供給圧力によって決まる。

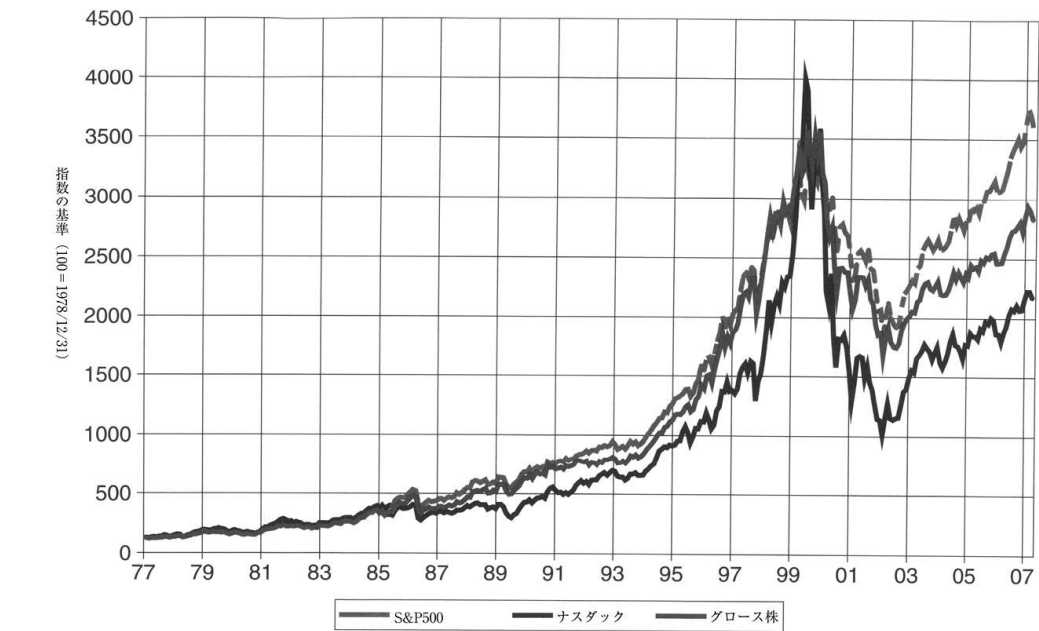
仕組みを説明しよう。素晴らしい製品を製造しているA社には、10億ドルの市場価値（PMV）がある。同社は資本を強化する必要があり、資本の20%に当たる株式を発行して2億5000万ドルを調達した。企業価値は12億5000万ドルになり、みんな喜んでる。この株主のなかには、手数料としてこのIPO（新規公開株式）の一部を引き受けた投資銀行も含まれている。A社は投資家たちの興味を引き、株価は上がり始めた。これを見たベンチャーキャピタルは、自分たちも資金調達して儲けようとA社をまねたB社、C社、D社などを次々と設立する。投資銀行はもつと手数料が欲しいし、投資家は新しいIPOが次々と登場して株価が上がっていくことを望んでいる。

そこに時価総額が1000億ドルの一流企業X社がこの分野に新製品を投入しようと考え、A社に30億ドルで買収を提案する。支払いはX社の新株で行われるため、マーケットの株数はさらに増えた。需要があるかぎり、起業家と投資銀行は対応するが、残念ながら供給が需要をのみ込んで株価は下がってしまった。これがハイテクIPOバブルとそれが崩壊したときに起こったことで、チャートが示すとおり供給が需要を上回って株価は崩壊した（極端な例だが、仕組みは分かったと思う）。

この話は逆もある。例えば積極的な投資銀行が負債調達の手数料目当てで行う現金による自社株買いなどが行われると株の供給は減る。CEO（最高経営責任者）も投資銀行も特定のセクターだけ本質的に良いとは思っていない。各々のセクターにおいて発行したり買い直したりできる株数には制限などないため、供給量が保障されているわけでもない。ビジネス上の理由と需要があればマーケットには株が増えたり減ったりする。長期間で見ればリターンがほぼ同じになる理由もそこにあるし、供給の波は時間とともに上下しながら投資家の需要の変化に合わせてさまざまなセクターを渡っていく。もちろん統計上のミスや変動で特定のセクターパフォーマンスの歴史的な平均値が多少良く見えることはあるが、そのトレンドがずっと続くことに賭ける理由はない。

チャートが何を示そうとも、特定のセクターがこれからもずっと良いということはない。資本主義とはそういうものだ。もしバリューストックやグロース株、大型株、小型株、新興市場などのどれかが資本主義や市場価格とアービトラージの仕組みよりも強力だと考えているのなら、それはとても間違っており、まだまだ学ぶことがある。最後に勝つのは資本主義で、あとはみんな負ける。もし地球上に資本主義に勝るものがあると信じている人は、マーケットに苦しめられることになるだろう。幅広い分野（できればグローバルに）のベンチマークに投資し主導する分野が代わるたびにポートフォリオの加重を大胆に見直していくのが最善策と言える。

S&P500とナスダック総合指数とS&Pバーラ500グロス指数
(1977/1～2007/7)



出所＝イボットソン・アナリスト、グローバル・ファイナンシャル・データ
注＝比較のため、すべての指数は1978年12月31日の値を100としている。チャートは月末の値を使い、最後は2007年7月31日

チャート74 負債と連邦政府とヘロイン依存症

1987年に本書を執筆したとき、アメリカの負債が過去の水準の範囲を超えておらず、その後改善しているのだから当時の水準でも高すぎることはないとは思っていた。しかし、その見方は間違っていた。現在の負債水準は問題ないどころか、低すぎたのだ。もっと借りたほうが良いし、あらゆるタイプの負債を組み合わせれば今の3倍くらいになっても問題ない。そしてさらに重要なことは、負債が低すぎるのは良くないということだ。

アメリカ人は負債に対して宗教的とも言えるほど嫌悪感を持っているのに、例えばGE（ゼネラル・エレクトリック）のような大企業が借入れをするのは気にしない。それにみんな自分はきちんと返済できていると思っている。自分のことは心配しないで、どうでもいい連中の心配をしているのだ。無責任な能無しが、手に負えないヘロイン依存症患者のように無謀に借金を積み重ねている。われわれが自分たちの愚かな政府の負債を心配するのは、彼らがヘロイン依存症よりも100倍もひどい浪費家だということを知っているからだ。

私は、個人的には連邦政府のすべてが嫌いだ。しかし、彼らの負債は乗数効果を考えれば気にならない。アメリカで新規に貸し出された資金は1年間で平均6回利用されると言われている。そうすると、最初の用途はバカげていても、次の5回は平均すれば効率的に使われる。車を買うためにお金を借りると、カーディーラーは社員に給料を払い、株を買う。社員が食料や衣服を買えば、食料品店はさらに多くの社員に給料を払う、といった具合にお金が動いていくのだ。薬物依存もこれと同じだが、違いは最初の浪費がさらにバカけているということだろう。ところが、政府の最初の支出は薬物よりもさらにバカけている。それでもお金は繰り返し支出され、平均すれば普通の用途になる。アメリカ経済はこの乗数効果によって、政府が借りて浪費するほうが何も起らないよりも結果は良くなる。

負債が少ないのは良くないということは分かったが、それではどれくらいの額が適当なのだろうか。金融論の入門クラスなら、利潤最大化は限界コストが限界収益と同じになるとき起こると習うところだ。もう少し分かりやすく言うと、借入コストが資産収益率と同じになるのならば、借り入れられるだけ借りて利益を生み出す資産を十分買えば、国民は最大限豊かになれることになる。

現在の借入コストはすべて含めると約6％で、税引き後なら4％となる。われわれが所有する資産は約11兆ドルで、2006年のGDPが約13兆ドル、つまりROAは12％だ。これは税金を含めた借入コストの3倍で、はるかに高い。このことから、最初の支出がどうしようもない浪費だったとしても、われわれには今よりもはるかに多い借金が可能だということになる。さらなる負債はさらなる資産を生み、それはさらなる富、つまり国民が今よりも裕福になるということも意味している。そう考えれば、これ以上借りない、という考えは道徳に反しているとも言える。

昔から、資金で問題に巻き込まれる人は必ずいる。しかし長い期間で全体として見れば、われわれはうまくやっていけるし、増えた資金の恩恵も受ける。それでもまだ納めできないのならば、1965～1981年の有名な「17年間」を

見てほしい。この時期は、株式市場がずっと横ばいだったと言われている（不完全で役に立たないダウ平均を見れば横ばいだが、**S&P500**を見ればマーケットのリターンは平均以下の**7.7%**だが、横ばいではない）。この**17年**間は負債が返済され**GDP**に対する負債の割合が今の世代では最低水準になったが、それによってリターンは低迷し、経済も活気を失った。成功するのと、最初の見方に固執するのとどちらが良いか考えてほしい。

それなら負債がなければどうだろう。ジャクソン大統領が**1830**年代半ばに国の負債を完済した結果は悲惨だった。詳細はチャート**76**の解説を見てほしい。

負債を心配する代わりに、レバレッジを高めれば買える素晴らしい資産について考えてほしい。そのほうがずっと楽しくなる。

GNPの割合で見た純公共負債額（1930～2006年）

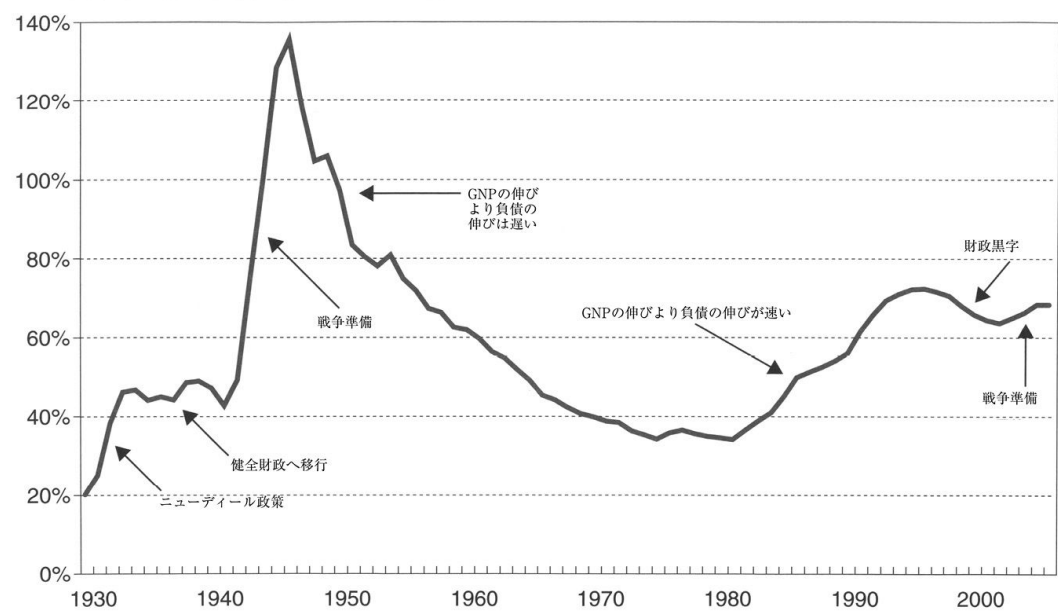


チャート83 正しい尺度で見る

2007年まで更新したこのチャートは、多くの投資家が間違える尺度の使い方を非常に分かりやすく示している。

この問題の根元は、行動経済学にある。われわれの脳は親から受け継いだもので、親はその親からといった具合に受け継がれてきたため、問題に対処する方法も元をたどれば石器時代のご先祖様のご対処方法に基づいている。そのため、現代の株式市場で起こるような直感に反するような問題に直面すると、われわれの脳は混乱してしまう。

特に大きい数字には弱い。石器時代のご先祖様は、マンモスは巨大でウサギは小さいことは知っていたが、それ以上の情報は必要ないため、相対的に考えることはなかった。今日の投資家も同じで、**2007**年の国防予算が**5200**億ドルだと聞くと脳の時代遅れの部分がそれは巨額だと考える。石器時代から少し進化すると、現在の予算を過去と比較しようと考え、第二次世界大戦中のピーク時だった**1945**年が**830**億ドルだったことを突き止める。これでは現在の予算は天文学的数字ではないか。

大きな数字を正しくとらえるためには、相対的に国の総収入の割合で見る必要がある。チャートは**GNP**の割合で見た国防予算がアフガニスタンとイラクの戦争準備で少し上がっていることを示している。しかし、レーガン大統領の冷戦への備えや**1980**年代の好況と株の高リターンの時期と比べれば、近年の国防費は下がっている。2カ所で戦争を行い、テロとの戦いという形のない戦争まで展開していることを考えればもっと使っているのではないかと疑いたくなるが、国防予算が**GNP**の4%未満しかないなかで軍事産業が陰謀を企てるのには無理がある（それでも主張をやめない連中はいるが、おかしいやからはどんなときでも理不尽なことを言うものだ）。

メディアは大きな数字で脅かすのが好きだ。イラク戦争は、開戦前の年には**870**億ドルかかると言われていた。これは巨額だが、**GNP**のわずか**0.7%**の金額で、アメリカは世界の**GNP**の約**35%**を占めている。そう考えるとイラク戦争の支出は単純に経済面だけで考えれば高額ではない。ここでイラク戦争について道徳や倫理を語るつもりはなく、ただ単に大きな数字は合理的な尺度で見てもいい。イラク戦争がひどいと思うのなら、きちんと経済的に見て、小さなひどい戦争だということを理解してほしい。もしこれが素晴らしいと思うのなら、これは経済的には小さい素晴らしいことなのだ。

正しい尺度を使えば、メディアが好んで脅かそうとするほかの数字も落ち着いて受け止めることができる。例えば貿易赤字を見てみよう。**2006**年は**6800**億ドルと、驚くような数字だ。まず、先進国の貿易赤字は死の前兆ではなく、むしろ健全な経済の兆候と言ってもよいかもしれない（おそらくこう言うと思う人も多いだろうが、そういう人は『ザ・

オンリー・スリー・クエスチョンズ・サット・カウント』の第6章を読んでほしい)。アメリカの貿易赤字はGNPのわずかに5%で、さらに驚くのはこの割合がイギリスとほぼ同じということだ(あのイギリスでもこんなに大きな貿易赤字を抱えていたことを知らなかった人は多いはずだ)。相対的に考えれば、貿易赤字や負債やサブプライムローンや信用危機など、数字自体は大きくても現実には経済的な影響が小さければ、騒ぎを割り引いて聞くことができる。

GNPの割合で見た国防予算（1940～2006年）

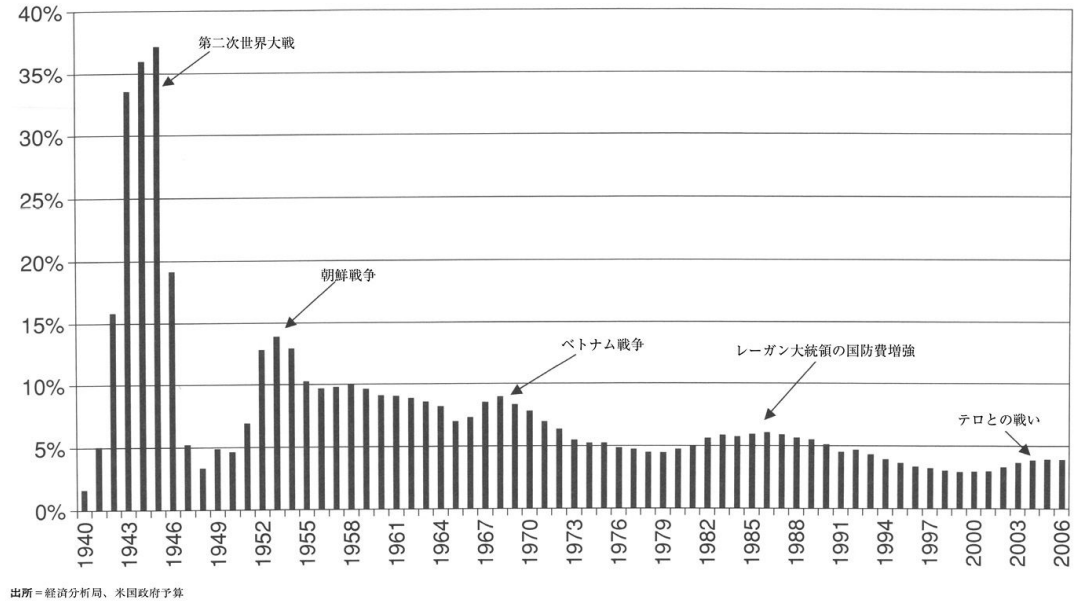


チャート84 共産主義の崩壊を予想する

私は1987年当時、コンドラチェフの波の力を信じていたが、今でもそれは変わらない。ただ、サイクルは前よりも長くて奇妙になった。これは人の寿命が伸び、記憶も長くもつようになったからだろう。

コンドラチェフの波は、インフレとデフレとインフラのサイクルとも言える。インフレは物価を上昇させ、それが崩壊するとインフレ時代に作られた不要のインフラをデフレが一掃する。サイクルがそれぞれ異なっているのは、前のサイクルには前の戦争で戦った人たちがいるからだ。前のサイクルがピークを付けた1980年ごろは、1929～1932年のような株価暴落や大恐慌はあり得なかった。私の父を含めてその前の恐慌を記憶している人たちがまだたくさんいたからだ。波がインフラをかき消してしまうのはだれも見えていないときで、今回は共産主義がほぼ完全に一掃された。

1929年の大暴落のあと、ソ連は鉄鋼や商品や重工業のインフラ投資を始めた。そして社会主義化した周辺国と同じことを強いられた。1950年代の共産主義には、壮大な工業化計画があった。共産主義を理由にバカげた投資も問題にはならず、インフレサイクルが鉄鋼や商品の価格と彼らのおかしな経済を長期間にわたって押し上げていった。

1950年代、1960年代、1970年代とソ連は超大国だった。軍事力だけでなく、その大規模で侵略的な経済力を使ってソ連は小さな共産主義国を支援し、援助しながら汚れた共産主義を広めていった。レーガン大統領はもちろん、トルーマンからブッシュ（父）までのすべての大統領が、ソ連に多額の軍事支出を強いれば崩壊すると信じていた。ただ、いつまで持つかについては、それぞれ考えが違った。彼らはもつと波を信じるべきだった（波は純粋な資本主義のためで、共産主義者には見えない）。

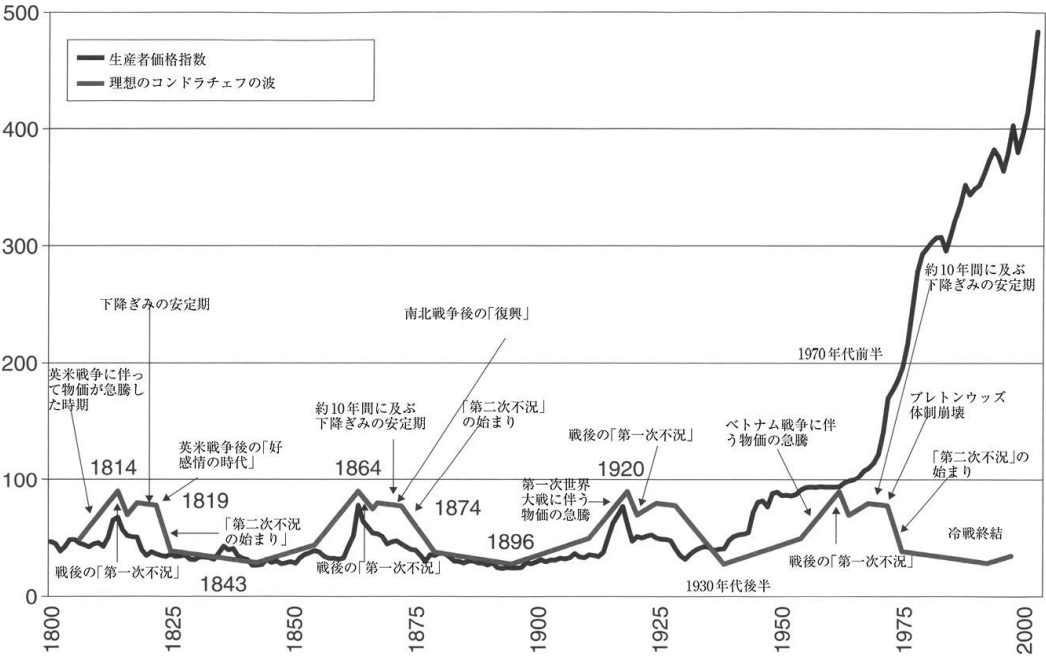
サイクルは1920～1991年の71年間続いた。記憶が長くなればサイクルも長びく。1980年にはインフレがピークを付け、デフレが始まった。1987年の大暴落を見たソ連は、自分たちが正しくて資本主義は死んだと思った。しかしそれは違った。われわれは前回と同じことは繰り返さない。資本主義はそれ以来繁栄を続け、2000～2002年の弱気相場のと看でさえアメリカとグローバル経済は好調だった。短期間の軽い不況はあったが、経済と株は再び活気を取り戻している。

しかし共産主義の流れはまったく違う。まず、デフレサイクルが商品価格とソ連の腐れたインフレを崩壊させた。そのあと壁が崩れ、冷戦が終わり、東欧圏が開放されると、インフレ下でしか機能しないソビエト時代の腐敗となった無数の工場が露呈した。ソ連の衛星国も大恐慌によって同じように崩壊し、政治的混乱と景気低迷がそれに続いた。共産主義の東隣から解放されたエストニアやリトアニア、ラトビアなどかつての衛星国には一律課税が導入された。腐れたテクノロジやインフラや共産主義から抜け出し、新しい制度が始まった。

現在もまだ残っている共産主義政権は、キューバや中国、そしてカリフォルニア州バークレーなど重工業を持たないところばかりだ。中国とキューバにはそれぞれ毛沢東とカストロによる新封建的農業主義でもというような独自の

共産主義があり、繁栄もしない代わりに不要となるインフラもない。彼らはインフレサイクルがないため、ソ連のようには崩壊することもない。中国の近代化はコンドラチェフ後の暴落であり、次のサイクルの下降期が来る前にソ連の教訓をぜひ学んでほしい。ただ、それができるかどうかを目撃できるまで生き延びる人はわれわれの世代にはあまりいない。コンドラチェフの波は、記憶を超え、毎回少しずつ変化しながら長い期間続いていく。それがこの波の仕組みなのだ。

コンドラチェフの波（1800～2006年）



出所＝1971年ファンデーション・フォア・ザ・スタディー・オブ・サイクルス

■著者紹介

ケン・フィッシャー（Kenneth L. Fisher）

フォーブス誌の有名コラム「ポートフォリオ・ストラテジー」の執筆者。このコラムは23年間人気を博し、同誌の90年の歴史のなかでも4番目に長い連載コラムとなっている。複数の金融商品で400億ドル以上を運用しているマネーマネジメント会社フィッシャー・インベストメントの創設者兼会長兼CEO（最高経営責任者）で、その成功によってフォーブス誌の2007年フォーブス400（全米長者番付）では271位にランクされている。定期的にメディアに登場し、アメリカの金融・ビジネス関連の主な定期刊行物のほとんどに寄稿している。最近ではニューヨーク・タイムズ紙のベストセラーに選ばれた『ザ・オンリー・スリー・クエスチョンズ・ザット・カウント』（バンローリングから近刊予定）を刊行している。

■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『魔術師リンダ・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】』（いずれもバンローリング、共訳）、監修に『ゲイリー・スミスの短期売買入門』『バースタインのディートレード入門』『究極のトレーディングガイド』『マーケットのテクニカル秘録』『高勝率トレードのススメ』『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』『エリオット波動入門』『EVトレーダー』『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』『フィボナッチトレーディング』（いずれもバンローリング）など、多数。

■訳者紹介

井田京子（いだ・きょうこ）

翻訳者。主な訳書に『ワイルダーのテクニカル分析入門』『トゥモロウズゴールド』『ヘッジファンドの売買技術』『投資家のためのリスクマネジメント』『トレーダーの心理学』『スベランダオのトレード実践講座』『投資苑3スタディガイド』『マーケットの魔術師【オーストラリア編】』『トレーディングエッジ入門』『ディリートレード

入門』『千年投資の公理』『EVトレーダー』『ロジカルトレーダー』（いずれもパンローリング）などがある。
書籍発行日 2010年 4月 2日
電子版発行日 2013年 10月 1日

チャートで見る株式市場200年の歴史
——マーケットのサイクルとアノマリーを図解解説

著 者 ケン・フィッシャー
監修者 長尾慎太郎
訳 者 井田京子
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

本書の全部、または一部を複写・複製・転記載、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)Kyoko Ida /図表 (C)PanRolling 2010 Printed in Japan
The Wall Street Waltz: 90 Visual Perspectives, Illustrated Lessons from Financial Cycles and Trends, Revised and Updated Edition by Kenneth L. Fisher

Copyright © 2008 by Kenneth L. Fisher
All Rights Reserved.

Japanese translation published by arrangement with the John Wiley & Sons International Rights, Inc. through The English Agency (Japan) Ltd.

All Rights Reserved. This EBook published under license with the original
publisher John Wiley & Sons, Inc.