

## 書評

Jim J. Cramer 著 [2013]

*Get Rich Carefully*

(Blue Rider Press)

渡部 亮

著者のジム・クレイマーは、米国 CNBC 放送のトークショー (Mad Money with Jim Cramer) など、絶叫型の投資アドバイスを発信する有名な投資家である。著者は、そうした実践的な投資の観点から、通説や財務理論にとらわれず、すべての要因を考慮した投資戦略を提供する。それも彼自身、独断に固まらず、年とともに刻々と変幻自在に進化する。

評者は、財務理論や株式理論を専門研究分野とする者ではないが、現在の株式市場動向を理解するうえで、本書の内容は興味深い。もっとも財務理論や株式理論の専門家からすれば、本書は、異端者 (heretic) の論考とみえるかもしれない。そうした専門家の批判にも耳を傾けたいと思う。

## I. 三つの理論

評者が思うに、株価変動を説明する論理には、ファンダメンタルズ説、バブル説 (ないし美人投票説)、効率的市場説などがある。単純化すれば、企業価値 (企業の実力) を重視するのがファンダメンタルズ説、市場価格 (企業の人気) やアノマリー (価値からの乖離) を重視するのがバブル説である。ファンダメンタルズ

説によれば、市場価格 (株価) が企業価値 (フェアバリュー) を大幅に下回ったら買い、市場価格が企業価値を大幅に上回ったら売る。一方バブル説によれば、価格が下がったら、人気がない証拠だから売り、価格が上がったら、人気がある証拠だから買う。

第三の効率的市場説によれば、市場価格 (人気) は企業価値 (実力) を厳密に反映するので、市場価格は企業価値に常時等しい。よく引き合に出される比喻でいえば、「路上に落ちたまま放置されている財布は存在しない。なぜならかりに落ちていたら、誰かが先に拾っているはずだから」である。

バブル説は、ケインズが美人投票を引き合いに出したことで知られる。彼の株式市場理論は、現代流に言えばモメンタム重視でもあり、ほかの投資家も注目しているに違いないアノマリーを探し出し、そのアノマリーによる短期的な相場変動に本人も便乗する。株価 (市場価格) はアノマリーを修正して、いずれは合理的な水準 (ファンダメンタルな企業価値ないしフェアバリュー) に戻るであろうが、それまで待っていたら本人も死んでしまう。ケインズは『貨幣改革論』(1923年) で、In the long run, we are all dead. と述べた。

往年のメリルリンチ証券で長い間チーフエコノミストを務めたゲリー・シリングも、Forbes誌の1993年2月15日号で、ケインズと同じようなことを述べたことがあった。曰く、Markets can remain irrational a lot longer than you and I can remain solvent.

## II. 実践的投資戦略

ただし上記の3つの論理ないし仮説は、いずれも考え方の枠組みであって、そのままでは実践的な投資戦略に利用できない。実際、ファンドマネージャーのような投資の実務家は、この3つの考え方を、さまざまに組み合わせて投資を行うであろう。

本書の著者クレイマーも、実践的投資家の立場から、テクニカル分析（チャート分析）の活用を是認する。チャートは、どちらかと言えば美人投票説の信奉者の武器だが、クレイマーは、ファンダメンタルズ分析との併用を提唱する。特に彼が強調するのは、特定の銘柄の株価が移動平均線から突然乖離し、しかも取引高や売買高が急増しているような場合である。こうしたときには、何かの材料（情報）を握った特定の投資家が売買を行っている可能性が大きいので、その場合には、そうした銘柄のファンダメンタルズを再点検する必要があるという。

クレイマーは、元来トレーダーやヘッジファンドから身を起こした投資家だが、本書ではファンダメンタルズ論の立場に立っている。それに加えて、株価指数先物や上場投資信託（ETF）など集成的商品の影響を重視する。というのも、現代の株式市場では、豊富な流動性と集団心理が株価指数先物の相場をまず動かし、それがインデックス・アービトラージ（株

価指数先物と現物株価指数との間の裁定取引）によって現物市場に跳ね返るからである。しかも個別株とは別に、株価指数先物やETFのような集成的商品が、ひとつのアセットクラスとして頻繁かつ大量に売買される。これは、クレイマーがいうポートフォリオ・バスケット・アプローチである。

こうした現象が目立って活発化した理由の一つは、量的緩和や低金利政策によるものであろう。フィナンシャルタイムズ紙コラムニストのジョン・プレnderが2015年1月12日付け記事（Bewitched by the mandarins of central banking）で指摘したように、金融危機以降、金融政策が常に緩和方向に偏り、非対称的な政策運営になった。そのため、バランスの取れた自由な市場取引が株価や債券価格を「平均に回帰させる力（mean reverting）」が失われた。ここでいう「平均」とは理論値（フェアバリュー）とか趨勢値といった意味であろう。実際、債券価格は一方的に上昇するだけで、ほとんど下落することがなく、国債利回りの無リスク金利としての指標性や、利回り曲線の景気先行指標としての役割が失われた。なにがノーマルな適正水準なのかわからなくなり、ただ単に、リスクオンとリスクオフの判断だけで相場が変動するようになった。

## III. 株価指数先物の歴史

本書の中でクレイマーは、彼がハーバードのロースクールの学生であった1982年当時、カンザスシティ取引所に上場されたバリュールイン株価指数の先物取引に言及している。同取引所は、それまでは小麦やコーンなど、ひと粒ひと粒が同質な穀物商品の先物取引を主業としてい

た。しかし株式は銘柄ごとに異なった価値を持ち、しかも個々の銘柄の株価はユニークな動きをする。そうした多数の異質な銘柄をパッケージとしてひとつの指数に束ね、その先物を売買するのは無意味ではないか。クレイマーはそう考えて、ロースクールのコーポレートファイナンス担当教員に質問した。それに対して担当教員は、株価指数先物は、あくまでも現物株式ポートフォリオのリスクヘッジ手段であるという当時の通説を紹介して、クレイマーの質問を受け流したという。現在のように、株価指数先物が現物市場の株価に影響を与えることは、1982年当時誰も考えてはいなかったのである。

その後カンザスシティ市場に遅れること2カ月、今度はシカゴ商品取引所が、米国の代表的株価指数 S&P500 の先物取引を開始した。その5年後には、直先の株価指数が連動するかたちでブラックマンデーが起きたのである（本稿V節参照）。

#### IV. トップダウンのマクロアプローチ

集合的商品への活発な投資（ポートフォリオ・バスケット・アプローチ）は、バブル説の妥当性を裏付けるものともいえる。実際ここ数年の日本株市場動向をみると、個別企業の収益など、ファンダメンタルな要因を押し流してしまうような、怒涛の上げ下げが繰り返され、そのたびに個別株が相場全体の上げ下げに呑み込まれて、いわば玉石混交のかたちで上下動を繰り返すようになった。

しかし株価指数先物の売買においても、マクロ経済指標が参照されることもあり、そういう

意味では、ポートフォリオ・バスケット・アプローチにもファンダメンタルな要素も含まれている。というのも、特に日本株に関しては、次のような事情があるからである。

日本株の3割を保有する外国人投資家は、売買高（委託取引）では6割以上のシェアを占め、株価への影響力も大きい。一部のヘッジファンドやアクティヴィストなどを除けば、いきなり個別株に飛びつく外国人投資家は少ないであろう。なかでも年金基金など機関投資家の場合には、最初に株式、債券、商品、現預金などのアセットクラスへの資産配分比率を決め、そのうえで株式であれば、国別の投資配分比率を決める。そしてアクティブ投資の場合であれば、最後に個別銘柄を物色する。こうしたトップダウンのアプローチが常道のようなのだ。実証的にも、株式投資のパフォーマンスは、最初のアセットクラス別資産配分によって大きく左右されるようだ。

地政学的リスクを別とすると、どの国を選ぶかの基準は、個々の投資対象国の景気や構造改革に前向きな変化がみられるかどうかである。2013年初め以降の世界の株式市場は、このことを浮き彫りにした。まず2012年末に登場した安倍政権の経済政策、そのなかでも異次元金融緩和に踏み切った日本銀行の金融政策が評価されて、日本株が急騰した。しかし2013年5月22日に、当時のバーナンキFRB議長が量的緩和終了（tapering）の可能性を示唆すると、日本株は急落した。いわゆる taper tantrum（ろうそくの火が消える直前の最後のキラキラ）の始まりであった。米国の金利上昇懸念の余波を受けて、新興国市場も下落したが、それは2013年後半に入ってからのものであった。新興国株が売られる前に、日本の構造改革の腰の弱さを見透

かされたようなものであった。

一方2013年後半には、ユーロ債務危機を脱した欧州株が上昇した。その後2014年に入り、今度はインド株が急騰した。同年5月の総選挙で大勝したモディ新首相が、閣僚数の削減や許認可行政の簡素化など、官邸主導の改革案を矢継ぎ早に打ち出したからだ。

逆に日本株は、14年4月22日のオバマ大統領訪日にもかかわらず、環太平洋経済連携協定(TPP)交渉が目立った進展をみせず、そうした失望感が外国人投資家の売りを誘った。折から好決算を発表する会社が続出したにもかかわらず、構造改革に前進がみられないといった判断が外国人投資家の間で広まったのである。日本株の下落は、主として欧州勢の投資家による株価指数先物売りを引き金とするものであると報じられた。

14年6月下旬に安倍政権の三本目の矢(成長戦略)が放たれた時も、フィナンシャルタイムズ紙コラムニストでアジア編集局長のデイヴィッド・ピリングは、英フィナンシャルタイムズ紙(2014年6月19日付け)で「構造改革(成長戦略)は、太い矢ではなく、千本の針のようだ」(Abe's third arrow is more like 1000 needles)と論評した。千本の針のうち一本が的に当たったとしても、その針の効力は限られているというのであった。

## V. 毎日がブラックマンデー

株価指数先物主導の相場変動は、1987年10月のブラックマンデーで注目されるようになった。インデックス・アービトラージが作動し、株価指数先物が下落すると、裁定取引を通じて直物相場(現物の株価指数)が下落した。直物

相場下落があらかじめ定められた一定率を超えると、今度はポートフォリオ・インシュアランス(損失ヘッジの保険)が作動し、ロスカットの売りが現物株価をさらに下落させた。それが再び株価指数先物市場に打ち返され、同じことが繰り返された。インデックス・アービトラージとポートフォリオ・インシュアランスが連動して溶解(melt down)を起こしたと評されたのである。

近年のフラッシュクラッシュは、アルゴリズム(コンピュータを使った段階的かつ連続的計算法)を使った高頻度取引(High Frequency Trading)によるものとされるが、その原理は、インデックス・アービトラージやポートフォリオ・インシュアランスと同じようなものであろう。要するに、最近は「毎日がブラックマンデー」なのである。

フィナンシャルタイムズ紙コラムニストのジリアン・テットは2014年10月17日付け記事(Markets are parched for liquidity despite flood of cash)で、株価指数(インデックス)をベンチマークとする投資手法、ETFの発達、市場参加者の予想の同質化、高頻度取引の発達などがフラッシュクラッシュを頻発させる可能性を指摘した。

もっともブラックマンデーの原因に関しては、1980年代当時の財政赤字と貿易赤字(「双子の赤字」というファンダメンタルな要因も存在した。しかし当時のレーガン政権は、米国経済の基本的な脆弱性(双子の赤字)を認めることを拒んだ。そこで米国証券取引委員会(SEC)などの政府機関による報告書では、インデックス・アービトラージとポートフォリオ・インシュアランスが連動して溶解(melt down)が起きたという、いわば株式市場内部

の技術的な要因を意識的に強調した。相場が一定の幅以上に下落した場合に取引を中断する「サーキットブレーカー（取引一時中断装置）」も、こうした政府機関の報告書に基づいて導入された。

なおクレイマーも、ブラックマンデーの原因に関してはファンダメンタルズ説を採らず、インデックス・アービトラージやポートフォリオ・インシュアランスのような市場内部の技術的要因を強調している。

## VI. 「弱い鎖の環」

前節での記述も含めて、本書は日本株投資に関してほとんど触れていないが、本書の論調を参考にすれば、日本株投資の注意点も明らかになる。日本株市場がフラッシュクラッシュの巻き添えを食わないためには、あらためて構造改革によって日本経済を強化する必要がある。日本市場は、世界をつなぐ国際金融という鎖の環のなかで、最も弱い部分である。その日本市場を、外国人投資家は狙い撃ちにする。

「最も弱い鎖の環 (the weakest link)」という言葉は、英国 BBC 放送の人気クイズ番組の題名から、評者が借用したものである。黒服を着用した番組の女性司会者がクイズ問題を出す。それに対して数人の解答者が答えるのだが、間違えた解答者は脱落し、残った者が賞金を独占する。クイズの質問と解答が繰り返される過程で、解答者のうちの誰かが答えを間違えると、それまでに積み上げられてきた賞金の累積総額が減額される。そのため解答者たちは、その一団のなかで間違えた答えを出しそうな解答者（最も弱い鎖の環）を追い出す必要がある。そこで最も間違いを犯しそうな（最も弱そ

うな）解答者に、ほかの挑戦者が挑戦状を突き付ける。挑戦状を突き付けられた弱そうな解答者は、番組の司会者から「あなたが最も弱い鎖の環だ (You are the weakest link)」と宣告されて、難問のクイズの矢面に立たされる。生き残れるか退場するか瀬戸際である。

日本経済や日本株が「最も弱い鎖の環」だとみなされるのは、「失われた20年」という「脛の傷」を持つためであろう。日本株は、外国人投資家の間では「仕手銘柄」と位置付けられているのではなかろうか。評者は、株式市場の現場に直接立ち会っているわけではないが、最近ではアルゴリズムによる高頻度取引が、日本株のフラッシュクラッシュを引き起こしているように見える。実際、2015年1月7日には日経平均株価が500円を超える大幅安を記録し、その翌日には逆に281円の急反発したのが記憶に新しい。

## VII. 「誰が裸で泳いでいたか？」

ところで相場変動の引き金を引くのは、ちょっとしたマクロ経済環境の変化である。2014年10月にニューヨーク市場が調整に入ったのも、欧州経済がデフレ色を強めたことをきっかけとするものであった。その後、好調な米国経済や雇用統計の改善を反映して、ニューヨーク市場は反転したが、12月央には原油価格の暴落によって、再度急落した。

クレイマーによれば、こうした急落局面が、個別銘柄物色の好機だという。株価指数先物主導で、前述のように玉石混交のかたちで、ほとんどすべての銘柄が急落するので、そうしたときにファンダメンタルズのよい銘柄を選ぶ。その手法はウォーレン・バフェット流のきわめて

正統的手法である。

相場の神様で「オマハの聖人 (sage of Omaha)」と呼ばれるウォーレン・バフェットは、Only when the tide goes out do you discover who's been swimming naked. という名言を発したことがある。最近の日本株市場をみていると、まったくバフェットのいうとおりであって、かつての超優良銘柄の中に、成長戦略の欠如 (裸で泳いでいたこと) を露呈する会社が多い。デフレの時には皆一様に株価が下落したが (波間に隠れて、水着着用の有無が分からなかったが)、少し景気や相場が回復すると (干潮になると)、優勝劣敗 (水着を付けていたかどうか) が明らかになる。バフェットの投資手法も、クレイマーのいう玉石混交の相場下落や上昇相場の中で「玉」や「石」を探し出すという相場手法である。

もっともバフェットは、2014年にはコカコーラ、IBM、テスコ (英国の小売チェーン) といった彼のポートフォリオのコア銘柄のパフォーマンスが悪化した。そこでバフェットは「人生において成功する秘訣は馬鹿な間違いを犯さないことだが、自分は馬鹿な間違いを犯した」と言って、自己批判 (mea culpa) したと伝えられる。

## VIII. 7つの投資テーマ

クレイマーは投資アイデアおよびそれに関連する企業群として、次の7つのテーマをあげている。

(1) モバイル, ソーシャル, クラウドといった情報通信技術の新しいパラダイムを体現する企業群

(2) 美しくありたい, 健康でいたいと願う

中高年層のニーズにマッチする企業群

(3) 良いものを安く買いたいという一般消費者のニーズを満たす企業群

(4) 買収によって規模の経済やシナジーを追求する企業群 (逆にコングロマリットのような複合企業の場合には、むしろ部門分割やスピンオフが買い材料となる)

(5) 一見すると、イノベーションなど起きそうもないような、たとえば日用雑貨製品を生産する企業で、実は革新的な製品を発売する可能性がある企業群

(6) 遺伝子治療など、これまでの化学療法や放射線治療などに代わる薬品の製造に取り組むバイオテクノロジー関連の企業群

(7) シェールガスやシェールオイルの開発に関連する企業群

## IX. キャタピラーの収益と雇用統計に注目

クレイマーが重視するマクロ経済の指標は、毎月初めの金曜日に発表される米国雇用統計、その中でも非農業部門の雇用者数の増減である。特に、発表値が事前のコンセンサス予想を上回り、しかも前月や前々月の公表値までもが上方改定されたような場合には、力強い景気回復のシグナルである。2014年12月や2015年1月にもそうしたことが起きた。もっとも2014年12月には、FRBの利上げ時期が早まるのではないかとといった憶測を呼び、翌週の数日間、ニューヨーク株価は下落した。また2015年1月には、原油価格暴落といった悪材料が出たため、相場は軟調に転じた。

それでは株価指数先物などに影響を与えるマクロの景気指標の変動が、一時的な変化 (だま

し)なのか、それとも景気の潮流が実際に大きく変わったのか、その辺を見極めるにはどうすればよいか?

まずマクロ経済の先行きを占ううえでは、代表的企業の四半期報告を克明に読むことを彼は推奨する。というのは、政府発表の公式経済統計よりも、個別企業の報告書やガイダンスに景気の実態が滲み出るからである。政府統計には政治的なバイアスが掛かりやすいが、経営者の経営方針に関する声明文には、将来のビジョンやリスクに関する本音が表出する。とくにクレイマーは、キャタピラー社の受注動向や収益動向を重視する。キャタピラーは北米だけでなく、中国など新興国でも主力の建設機械を始めとして広範な製品を販売しており、その動向が世界経済の先行指標になるというのである。

もうひとつミクロレベルでの有力な景気指標は、FEDEX や UPS といった運輸会社の収益動向である。いずれも国際的にビジネスを展開しており、四半期報告書には地域別国別の収益動向が記載される。とくに好景気のときには、翌日配達の日配便が増加し、不景気になると減少するという。この辺を見極めれば、景気判断を間違わなくて済む。

株式相場動向自体に関していえば、小売り、運輸、ハイテク、金融の4業種の株価が揃って上昇している場合には、強気相場に転じたと判断してよいと、クレイマーはいう。

これらことを日本に当てはめれば、さだめし

コマツやヤマト・ホールディングスの四半期報告書あたりを参考にすべきなのであろうか。たとえばコマツの日本国内売上げは、連結総売上げの18%にすぎず、残りは、北米南米、欧州、アフリカ、アジアなど世界中にバランスよく分散している。ヤマト・ホールディングスも、最近ではアジア諸国に展開している。

雇用統計とは反対に、クレイマーは、FRBの景気判断を酷評する。2007年夏にサブプライム危機が表面化し、ベアスターン傘下の二つの投資ファンドが破綻したころ、FRBは楽観的な景気判断を決め込んでいた。このときクレイマーは、みずからのトークショー番組で、危機の到来をまるで発狂したかのような調子で報じた。その後の事態の展開は、どちらが正しかったかを雄弁に物語っている。「FRBの景気判断は信じるに値しない」とクレイマーはいう。もしその通りだとすると、評者がこの書評を書いている2015年1月現在、米国景気はFRBの判断以上に好転しており、利上げを躊躇するFRBは、後日再び辛酸をなめることになるであろう。一言でいえば、バブル的相場が再現し、その後にそのバブルが崩壊することになる。もっともキャタピラー社は、足元での原油価格下落に伴う掘削活動や新興国経済の低迷で、苦境に陥っている。はたして結末や如何?

(法政大学経済学部教授・  
当研究所客員研究員)