

ストラテジストの予想は当たらない - なぜ理論が大切なのか -

難解な投資理論は個人投資家に不要か

先日、お客様からメールを頂戴した。以下、原文のまま紹介する。

件名： レポート内容が難解(専門的)すぎる

はじめまして
広木さんのレポートはいつも参考にしています。

ですが、以前から様々な理論の計算式(求め方)を理解する読者がどれだけいるのか疑問に感じています。(FP技能士の私でさえ…)

もう少し、読者にわかり易いレポートを期待しています。

この点については、まったくご指摘の通りである。読者に分かり易いレポートを提供するべく鋭意勉強中であり、ご容赦願いたいとお返事を差し上げた。マネックス全国投資セミナーで日本各地を回り、お客様の前でプレゼンテーションする時も話のレベルをどう設定するか常に悩む。これから福岡に飛んで明日も 200 名を超えるお客様にお話をする。セミナーにいらっしゃるお客様は、投資を始めてまだ間もない初心者の方から、投資歴が何十年という超ベテランの方まで様々である。専門的過ぎるのもいけないが、易し過ぎてもベテランの方にはご満足がいかないだろうと思うのである。

あれこれ悩んでも仕方がない。セミナーはその場限りでかつ時間の制約もあるため、中庸と思われるレベルの内容でお話することが多い。一方、レポートは毎週書ける。しかも筆者がマネックスをクビにならない限りずっと書いていける。いろいろなレベルの話をお届けすることができるのだ。昨年 9 月にチーフ・ストラテジストに就任して以来、9 カ月と 10 日が過ぎ、この間に 69 本のレポートを書いてきた。その多くは相場観を語るものと投資戦略を紹介するものであり、その場合はどうしても数字やデータに基づく理論的な説明が多く

なってしまうが、時には定性的な見解を述べたり、チャートを示したりもしてきた。また、ある時は行動ファイナンスの観点から「なぜ損切りができないか」といった投資家の心理面についての話題もお届けしてきた。毎回毎回、統計と数式の理詰めでは読者を失ってしまうことは重々承知である。しかし、ひとつだけこだわっていることがある。それは理論展開のクオリティ(質)を落としたいくない、という点である。ちょうど1年前になるが日経ヴェリタスでマネックスグループ CEO 松本大の特集が組まれた。そのなかで松本はマネックス創業の志をこう語っている。

外資系証券では生き馬の目を抜く機関投資家を相手にしていました。だからマネックスをつくる時には、彼らに提供してきたのと同じ質のサービスや商品を、個人に届けたいと思いました。

(2010/06/20 日経ヴェリタス「松本大 世界と個人の架け橋に(2)」)

筆者が当社に入社した理由は、この考えに強く共感したからである。機関投資家に提供してきたのと同じ質のサービスや商品を個人にも届けたい - 投資情報も同じである。このストラテジー・レポートは個人投資家向けという体裁だが、中身はプロ仕様。機関投資家にも通用する内容だと自負している。手前味噌で恐縮だが、前々回お示したような IBES の 12 カ月フォワード EPS や長期成長率の仮定に基づき残余利益モデルで理論株価を算出するアプローチなどは、並みの機関投資家でもできない芸当である。

そんなことを書くとたくさん反論が来るだろう。「相場は理屈じゃない」「理論など役に立たない」「所詮、机上の空論に過ぎない」「理論と実践は違う」云々と。

本日のレポートで、最もお伝えしたいことは

「投資において理論はとても重要である」

ということだ。それをお伝えするために、これから何人か賢人の言葉をお借りしよう。

ストラテジストの予想は当たらない

マネックス・ユニバーシティ代表取締役社長・内藤忍の近著「ウラ『お金学』講義」¹は早くもベストセラーを予感させる良書だが、そのなかにこんな一節がある。

¹ 大和書房 定価(本体 1300 円+税)

プロの予想は聞き流す

「年末の日経平均はいくらになるか」などによく予想していますが、ことごとくはずれています。(中略)
実際には、上がるか下がるかなど誰にもわかるはずないのですが、記事として「今年、日経平均は上がるかもしれないが、下がるリスクもあります」では面白くない。
ですから「年末には1万5000円になります」などと断言してくれる人に人気が集まるのです。

年から年中、「日経平均は〇〇円になる！」と断言して生計を立てている筆者には、これだけでもじゅうぶんに聞き捨てならない話であるが、実は内藤が2009年に書いた「60歳までに1億円つくる術」ⁱⁱにはもっと刺激的な内容が含まれている。第5章に「間違っただけで情報もまかり通るマネー誌の世界」というパートがあって、その内容を要約すると以下の通り。

- 「金融のプロ」と称する人たちは玉石混交。
- 人気のあるアナリストが「こんな理屈はないんじゃないか」と思うようなことを堂々と発言している。
- 少なくとも将来の予想が正確にできる人は、最初からいないと考えて臨んだ方がいい。

「そもそも『銘柄予想』は成り立たない」というパートではこう書かれている。「結果を誰も検証しないのですから、結局『言ったもん勝ち』。いかに面白いストーリーを書けるか、万人を納得させられるわかりやすい理屈を言えるかが勝負になります。こうなってくるとインベストメントではなく、エンターテイメントです。」

ベストセラー「ブラックスワン」の著作で知られるナシーム・ニコラス・タレブもその前作「まぐれ」のなかで内藤と異口同音にこう述べている。但し、語り口は、紳士的な内藤に比べてかなり辛辣だ。

「コメンテーターの類についていえば、やつらが成功するかどうかは、確かに言ったことがどれぐらいの頻度で当たるか、どれぐらいの頻度で外れるかで決まる。この手合いには、テレビに出てくる大手投資銀行のチーフ・ストラテジストなんかも含まれる。なんのことはない。連中は芸人に過ぎないのだ。名前が売れていて、筋が通ったことを喋っているような気がするし、数字を振り回して向かってくるけれど、効能からいえば、連中の仕事は芸をお見せして人を楽しませることだ。だいたい、何かの予測に意味があるのは、統計的に実証可能な形で予測が示されるときだけだ。連中はというと、厳密な実証にもとづいているかどうかではなくて、むしろプレゼンテーション能力なんてものが勝負の分かれ目になってしまっている。」

ⁱⁱ 幻冬舎新書 定価(本体780円+税)

「壇上に登場するのはウォール街で『エコノミスト』とか『ストラテジスト』と呼ばれる芸人たちだ。市場の行く末を占ってお見せするのが彼らの芸だ。でも、彼ら自身はまったくリスクをとってはいない。だから、彼らが成功するかは、実証できる結果ではなくて弁が立つかどうかで決まる。」

話を「60歳までに1億円つくる術」に戻すと、紳士的な内藤でさえタレ顔負けの辛辣なことを述べている。それはこの部分である。

当たらない予想を断言するエコノミストたち

「今年の日経平均は1万3000円」などと断言するのは、相当大胆だと思います。(中略)
よっぽど忘れっぽい性格でないとできない仕事です。

筆者は卯年生まれ、乙女座のA型で、外見通り、うさぎのように臆病で慎重な性格である。また三島由紀夫と同じくらいの記憶力ⁱⁱⁱの持ち主だとも自負しており、特に外した馬券のことは翌週のレースまで忘れられずに引きずってしまう性質(たち)だ。忘れっぽいなどということは断じてない。

「じゃあ、オレはこの仕事に向いてないの？」と悩みながらも同書を読み進むと、こういう記述に出会った。

Mさんという強気で有名なアナリストがいます(筆者注:本のなかでは実名で記載されているが、ここでは伏せておく)。「強気で有名」というのも考えてみればおかしなことなのですが、Mさんの場合、それが「キャラ」になってしまっている。当たる当たらないではなく、どういう分析をするか、予想よりむしろそのロジックが注目されているのです。

ロジック(理論)が大切である理由

どう分析するか、予想よりむしろそのロジック。やっと今回の核心に近づいてきた。筆者が言いたいことはまさにそれである。ロジックとは「理論」のことである。

以前に紹介した「ストーリーとしての競争戦略」の著者・楠木建氏はこう述べている。「ビジネスの成功を事後的に論理化しようとしても、理屈で説明できるのはせいぜい二割程度でしょう。(中略)理屈で説明できないものの総称を『気合い』とすれば、現実の戦略の成功は理屈二割、気合い八割といったところでしょう。

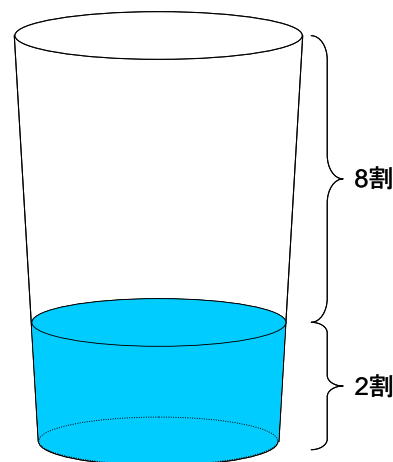
ⁱⁱⁱ 「永いあいだ、私は自分が生まれたときの光景を見たことがあると言い張っていた。」(三島由紀夫「仮面の告白」)

あっさりいって、現実のビジネスの成功失敗の八割方は『理屈では説明できないこと』で決まっている。(中略)八割は理屈では説明がつかないにしても、ビジネスのもろもろのうち二割は、やはり何らかの理屈で動いているわけです。『ここまでは理屈だけれど、ここから先は理屈じゃない』というように、左から右へと考えてみて下さい。すると、『理屈じゃないから、理屈が大切』という逆説が浮かび上がってきます。(中略)野性の嗅覚が成功の八割にしても、二割の理屈を突き詰めている人は、本当のところ何が『理屈じゃない』のか、野性の嗅覚の意味合いを深いレベルで理解しています。」

理屈と理屈ではないものの間

「理屈ではないもの」とは何か。例えば「運」などだろう。偶然に左右されること、不確実であること、一寸先は闇で予測不可能なこと - それはまさに相場の世界の常である。

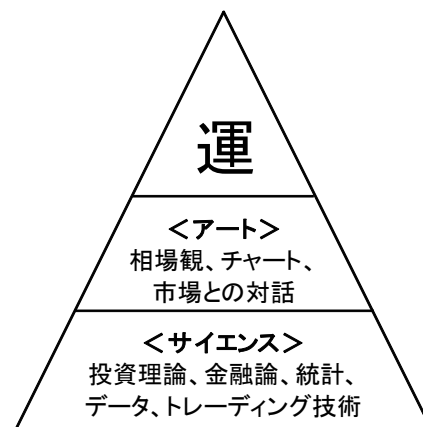
コップの中に水が入っている。コップの容量に対して 2 割程度。残りの 8 割は何もない。空(カラ)である。水は目に見えるし、触れることもできる。その温度も分かるし、味を見ることも可能である。一方、空(カラ)の部分は - 何もないのだから - 捉えようがない。捉えようがないもの、それを相場の世界における「理屈ではないもの」と思っていたきたい。「捉えようがないもの」を認識するには「捉えられるもの」を認識する必要がある。コップの 8 割に水が入っていないことを認識するには、コップの 2 割に水が入っていることを認識することだ。存在しない 8 割を捉えるためには、実在する 2 割をしっかりと見るしかない。仏教の言葉で言う「空即是色、色即是空」である。



相場は運や偶然に左右されるところが大きい。理屈(理論)で説明ができるのはせいぜい 2 割がいいところである。運や偶然は人の力ではどうにもすることができない。だからこそ、人の力で突き詰められる理論が大切なのである。

どうせ理論で説明できるところが少ないならと割り切って深く考えず適当に相場を張っていくのと、少しでも相場を捉えられる余地があるならばその可能性をとことん突き詰めて投資を行うのと、結果はたいして差がないのかもしれない。しかし「お前はどちらの態度で相場に臨むか？」と問われたら、躊躇わずに後者を選ぶ。

昔、運用会社で駆け出しのファンドマネージャーをしていた時代、相場の師匠から右の図を見せられた筆者は思わず叫んだ。「なんだ、結局、運頼みなのですか?!」師いわく「それは違う。」と。「最先端の投資理論などを徹底的に研究しサイエンスを突き詰める。その上で科学では捉えられない相場の『あや』や機微も含んだ相場観、アートの部分を磨く努力も怠らない。そういう研鑽を一生懸命つまないと『相場の神様』が運を使わせてくれないんだよ。運用とは『運』を『用いる』ことだからね。」



何故、論理的に考えるべきか

もう少し合理的な説明を加えておこう。ロバート・ルービン元米国財務長官^{iv}が、ペンシルバニア大学^vの卒業式の祝辞で示した有名な「4原則」がある。

1. 唯一確かなのは、確実なものはないということである。
2. 意思決定においては確率についてよく考えるべきである。
3. 不確実性があるにもかかわらず、われわれは行動しなければならない。
4. 意思決定を評価するには、結果だけでなく、その過程も考慮すべきである。

特に、この4番目の点については、ペン大の祝辞から2年後、2001年のハーバード大学卒業式祝辞で再び詳しく述べている。

「ときとして間違った判断が成功に結び付くことがあれば、きわめて正しい判断が失敗に終わることもある。しかし、長い目で見れば、より深く考え抜いたうえでの意思決定は、全体としては望ましい結果につながり、結果そのものよりも、いかに検討を加えて意思決定が行われたかが評価されることになる」

要は確率の問題なのだ。理論などおかまいなしに、ドタ勘勝負を続けていても儲かることもあるだろう。理詰めで考えてもさっぱり儲からないこともある。但し、長い目で見ればどうか。理論やデータに基づく科学的なアプローチは、それを採用しなかった場合と比べて、長期的には望ましい結果をもたらすものと筆者は信じている。

^{iv} ゴールドマン・サックス出身。天オトレーダーとして鳴らしゴールドマンの共同会長に昇りつめた。

^v マネックスビーンズ・スカラシップ(海外留学支援制度)でペンシルバニア大学ウォートン校にMBA留学していた青年が帰国し、今月から業務に配属された。大きな戦力となってくれるだろう。

今回のレポートは、理論について書いてきたが、その内容は「理論的な論考」というよりはむしろ、相場に臨む気構えというか、投資哲学といったものに近い。相場に対峙するには、明確な投資哲学を持つべし、というメッセージとして、これも立派な「ストラテジー・レポート」である。(70本目、だ。)そして、個人投資家向けであるが、今回も、中身はプロ仕様であることは言うまでもない。

筆者の仕事はストラテジストであって著述家ではない。しかし、ストラテジー(投資戦略)を語るのは - レポートを書くにせよ、セミナーで話すにせよ - 言葉を使う。旧約聖書には「初めに言葉ありき」と書かれている。ギリシャ語の「ロゴス」を言葉と訳したものだ。「ロゴス」本来の意味は論理、理論、真理という意味である。英語のロジック(理論)の語源となった。われわれが言葉を使うとき - それにはストラテジストが相場を語る時も含まれる - 論理的であるべきなのは、聖書にも記された神の教えであるからだ。



- ・当社は、本レポートの内容につき、その正確性や完全性について意見を表明し、また保証するものではありません。
- ・記載した情報、予想および判断は有価証券の購入、売却、デリバティブ取引、その他の取引を推奨し、勧誘するものではありません。
- ・過去の実績や予想・意見は、将来の結果を保証するものではありません。
- ・提供する情報等は作成時現在のものであり、今後予告なしに変更又は削除されることがございます。

- ・当社は本レポートの内容に依拠してお客様が取った行動の結果に対し責任を負うものではありません。
- ・投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断と責任でなさるようお願いいたします。
- ・本レポートの内容に関する一切の権利は当社にありますので、当社の事前の書面による了解なしに転用・複製・配布することはできません。

マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第165号
加入協会: 日本証券業協会、(社)金融先物取引業協会