

投資の心理学

真壁昭夫、岡本和久、澤上篤人、伊藤宏一

上がるかと思えば下がり、下がるかと思えば上がるのが相場の常。

幸福な投資には銘柄選択以上に、心身のコントロールが大切なテーマになってくる。

プラス運用の波に乗るための「投資の心理学」を、経験豊富な運用のプロたちが伝授する。

長期投資のテーマは 経済の拡大発展に乗ること



伊藤宏一編集主幹
(ファイナンシャルプランナー)

伊藤：株式を買うということは、企業を部分的に所有するということですから、これは実体経済への参加そのものです。

でも反面、ケインズが「投資とは美人投票だ」と評したように、株価は多分に実体経済からかけ離れて、人間の思惑によって動く面があることも事実です。

その株式を発行した企業に実際の価値があるかどうかは別として、とにかくその場、その時の群衆心理的な人気次第で、株価は上下するという側面があります。

澤上：この半年間が典型だけれど、ちょっと平均株価が上昇すると、マスコミなどから「現在の株価上昇をどう見ますか」といった取材が来ます。

でも株価なんて、買う人が多ければ上がるし、売る人が多ければ下がる、ただそれだけのことです。

理由を見つけようとすればいろいろと挙げられるけれど、「だからどうしたの?」といった程度のもので

す。

それよりもわれわれ長期投資家が大切にしたいのは、世界の経済というのは、長期でならして見ると毎年平均して実質的に年3%程度の成長をしているという事実です。

伊藤：人間には、昨日よりは今日、今日よりは明日と、「もっと良い生活をしたい」という欲望があるから、経済は成長していくということですね。

澤上：そうです。経済というのは地球上の人間の、飲んだり、食べたり、着たりといった日々の生活の営みが集まったものです。人間感情の必然として、「もっと豊かに」という願望があるから、経済が成長していくのは当然のことです。

そして、その世界経済の実質成長に毎年2%前後、ひどい時は5%程度の物価上昇（インフレ）が加わります。さらに平均株価の伸び率は、^{すうせい}趨勢としてそのちょっと上を推移しています。

ですから黙って長期の経済成長に乗る運用をやっていたら、確約はできませんが、年平均にして7%とか8%程度の運用収益を上げるのは、それほど難しいことではないはずだと思います。

伊藤：ただし人間というのは、自分の投資している



澤上篤人編集委員
(ファンドマネジャー)



大切なお金が、実際に市場の中で増えたり減ったりしているのを見ると、そう冷静でいられるものではありません。

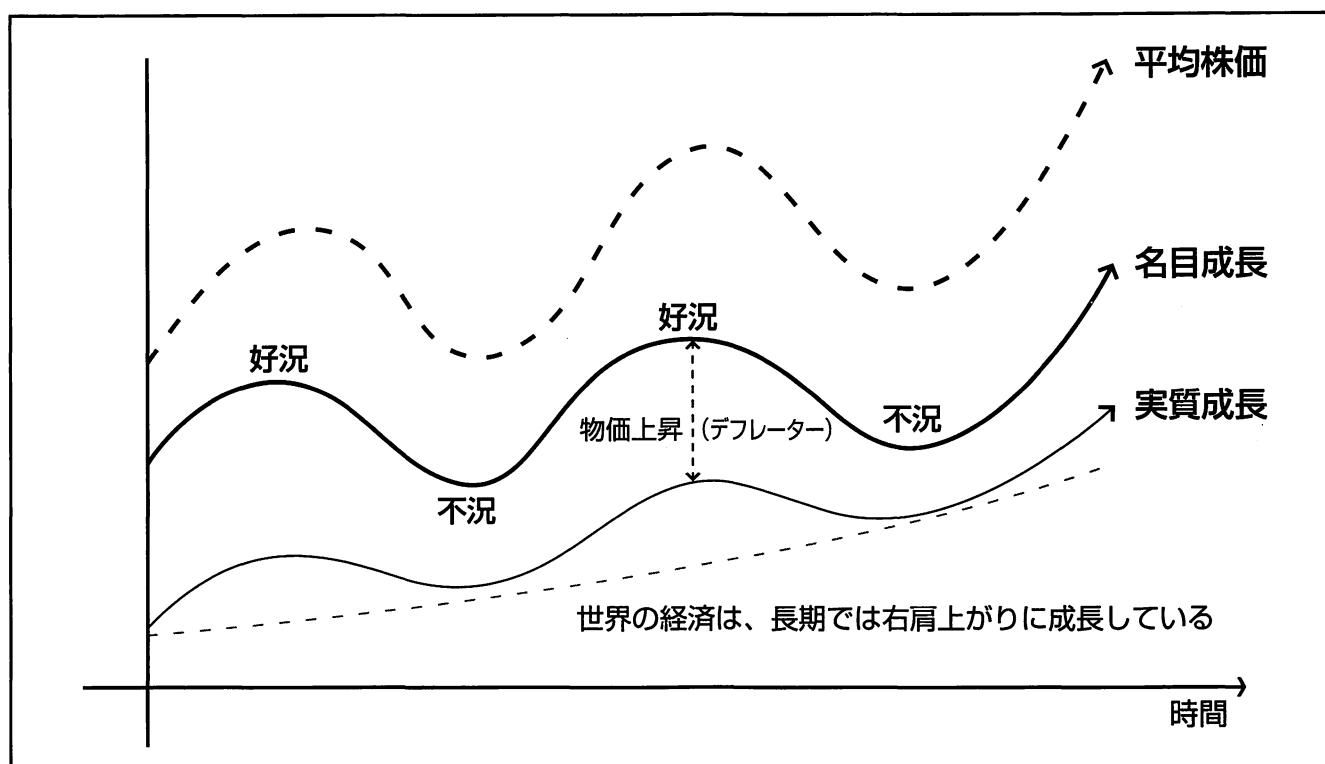
価値のある銘柄だと思っていても、目の前で相場が動いているのを目の当たりにしたら、一体上下の

どちらに動いているのかなんて、本当にわからなくなり、ハラハラ、ドキドキしてしまいます。

澤上：それも欲のなせる業ですね（笑）。

「儲けたい、もっとお金を殖やしたい」の裏返しで、「損したくない、自分のお金を減らしたくない」のハ

【図】経済も株価も、長期で見ると右肩上がりで成長している



ラハラ、ドキドキです。

欲望追求があまりにうまく行き過ぎると、「バスに乗り遅れるな」とばかりにみんなが買い群がるので、景気が過熱して相場全体の高騰やバブルが発生します。

反面、いったん景気が下がりだすと、その反動として恐怖心がわき起こり、われ先に市場から逃げ出すので暴落が起こるわけです。これも欲望の裏返しですね。

伊藤：ですから長期投資家にとっては、日々の変動の中で、自分の欲望や気持ちをいかに管理していくかということが、とても大切な要素だと思います。

ということで今日は、「投資の心理学」をテーマに話し合ってみたいと思います。

欲望にとらわれると 正常な感覚が萎縮してしまう



真壁昭夫編集委員
(エコノミスト)

真壁：実際の金融市場では、想像以上に人間の感情が大きく働いています。そしてその人間の感情を管理することがいかに難しく、また大切かということについて、ひとつ興味深い例を挙げてみましょう。

たとえば金融機関の為替部門では、毎年、新人のディーラー候補生の研修で、模擬のディーリングを行わせています。

そしてこの机上のシミュレーションでは、どのディーラー候補生もとても良い成績を上げます。もう老練なディーラー顔負けのパフォーマンスで、本人も自信を持ちます。

ところが、いったん自分のポジションを持たせて実戦に投入するとどうか？

ほとんどの新人は途端に思ったようなディーリングができなくなり、自信も吹き飛んで一気に萎縮してしまうのが普通です。

伊藤：その理由は何なのでしょう？

真壁：僕もいつも考えているんですが、とても難しい問題です。

でもひとつ言えるのは、やはり欲望にとらわれてしまうからではないでしょうか。

研修の時は、損をしても構わないというくらいの

気持ちで、まっさらな状態で無心に思い切りよくディーリングしています。こうした状態での判断は、結構、相場の流れに添うものなんですね。

ところが、実際に自分のポジションを持つとなるとまったく違ってきます。

「何が何でも儲けなくてはならない」という心理が働き、相場が上がり始めるともう手控えていることができません。それで高値づかみをして、相場が上昇を続けたとしても、利益の幅は小さくなってしまいます。

また高値で買うと、相場が反転して下がりだした時に損をしやすくなりますが、それでも足がすくんでなかなか損切りができず、損失が膨らんでしまうわけです。

自分の心理を管理する術 「81ルール」「51ルール」

伊藤：真壁さんご自身、長年、ディーラーを務められてきた経験から、こんな時どうすれば良いとお考えですか？

真壁：変動の中で、客観的な視点を保つというのは実に難しいんですが、僕自身は「81（エイティワン）ルール」というのを自分に課しています。

相場がどんなに好況だといっても、10人のうち8人以上が買っていたら、すでにみんな買い終えていて、以後は売って利益を確定したいという人しかいません。もうこれ以上、上がる余地はないんですね。だからどんなに魅力的な相場でも、10人のうち8人以上が買っていたら、手を出さないというものです。

それから「51（フィフティワン）ルール」というものもあります。売る人と買う人が50対50なら、相場は動きません。ところがその比率が51対49になると、ほんのちょっとバランスが変わっただけなのに、49の人が51の方へ、雪崩を打って乗り移り始めるという現象があります。

上がっているという現象を見始めてから買うのは遅いのです。それよりもその現象を引き起こす、微妙なバランスの変化に注意したいということです。

岡本：「81ルール」には思い当たる節が多々ありますね。

昔、証券会社で働いていた頃、私自身も興味深い現象だと思って着目していた事があります。

たとえば、株式本部長と営業本部長、それに調査本部長の意見が完全に「買い」で一致した時は、まず価格の天井だと思って良かった（笑）。これはかなりの中率の高い指標だったと思います。

真壁：完全に「81ルール」の世界ですね。

1987年のブラックマンデーの時も、みんなが「ダメだ」と言ったけれど、あの時に思い切って買いを入れることができた人は安値で拾えて、結果として儲けることができました。

もっともらしいストーリーに 埋没しない方法



岡本和久編集委員
(投資顧問会社経営)

岡本：相場の世界ではある意味、自分自身がどのぐらい強気になったり弱気になったりしているかを客観的に見る目が必要だといえますね。

大多数の意見に流されないためには、この「第三者的な目」が必要だと思います。

ストラテジストとして投資戦略についてプレゼンテーシ

ョンしていた頃の事です、自分自身、心地良く説明ができ、しかも顧客も気分良く聞いている時というのは、後から考えると間違っていることが多かったように思います。

それはすでにコンセンサスとしての相場見通しの合意ができているということで、話す方も聞く方も納得している。しかも、買いでも売りでもすでに行動を取っている。そういう時は長い目で見ると、やっぱり天井に近い場合が多いんですね。

自分の考えに酔っている状態は、非常に危険だということです。

澤上：岡本さんは米国を中心に活躍されて、向こうの洗練された投資家もずいぶん目にしているわけですが、彼らのバランス感覚についてはどう思われますか？

岡本：たしかによくニュースなどでも、「外国人買いが入っている」などと言われるように、日本では外国人投資家が金融市場をリードしているところがあります。その行動の早さの理由ですが、やはり彼らは、市場に埋没しないで、常に第三者的な視点で見

ているところではないかと思います。

具体的にどういうことかという、東京の市場に投資していても、「ニューヨーク市場と比較してどうか」「ロンドン市場では今どうなっているか」という視線が常にあるわけです。同様に通貨や景気についても、各国、各地域のバランスを見ながら動いているところがあります。

これは世界的な運用資金の流れや、景気の循環を見ながらの運用ですから、株価を買って株価を売るという、目の前の相場を追いかける投資とは一線を画するものがあると思います。

“Great Fool” にならないために

岡本：投資の世界には“Great Fool Theory（グレートフールセオリー：大馬鹿理論）”という説があります。

これは「投資においては、もっとも多くの人が売買に参加した時が相場の転機になり、彼らの動きが価格の天井や底を形成する」というものです。

つまり、大多数の投資家が一斉に買いに走ったりすると、その時が天井となり、彼らが高値掴みをするということですね。

マーケットというのは、参加している一番多くの人にとって不都合なことが起こる場所のようですね（笑）。

さて、このグレートフールは誰かかというと、欧米では個人投資家だということになっています。欧米の市場の株主構成は、個人投資家が多いからです。

ところが日本では主流をなす投資家が逆で、投信会社、保険会社、銀行、投資顧問会社などといった機関投資家をもっとも株式を保有しています。だから、彼らがグレートフールになってしまう面が強いわけです。

伊藤：2003年春からの日本株市場の上昇でも、利益を上げたのは個人投資家だったという話をよく耳にしますね。

岡本：あるネット証券の社長さんと話していたら、「2003年4月頃に平均株価8000円割れで大騒ぎだった時期、地方の農家の方がしっかりと株を仕込み、回転売買も行って夏には4倍にしてしまった」という話を聞きました。

株安だとはいうけれど、誰かが売るということは、



必ず裏側では安く買っている人がいるということです。そしてここで安く買える人が、大きな利益を手に行き届けることになります。

澤上：由々しき問題は、日本ではグレートフルに属している機関投資家が、自らを正当化するために理由づけの言葉を振り撒き、さらにマスコミがそれに乗るから、間違いが2重、3重にも増幅されてしまうことです。

2003年の春も、平均株価8000割れで、マスコミは「日本経済は破綻する」などと大騒ぎしたけれど、別にどうということはないし、逆にその後は一気に1万円台を回復してしまいました。

ですからこれは投資の「真理」とまで言ってもいいのかもしれませんが、「マスコミ情報を追わない」ことも大切です。

真壁：マスコミは視聴率や発行部数が上がらなければ商売にならないから、これでもか、これでもか、と危険を強調するでしょう。

実は情報を作っているマスコミ自身は、確信犯的にやっているんだけど、普通は「日本経済壊滅」とか「金融破綻」みたいな新聞や雑誌の見出しを見ると、つい目を奪われてしまいます。でも、マスコミ情報に目を奪われたとしても、心まで奪われてはいけません。

澤上：情報に食らいつく必要なんてまったくない。個人投資家は、むしろ中途半端な情報は持たない方

がいいんです。

中途半端に情報を求めようとすると、かえって餌^え食^{じき}になってグレートフルになってしまいます。

たとえば企業分析にしても、単年度のPER（※注1）やPBR（※注2）などを見たからといって、企業経営の実体なんてわかりっこないんですから。

伊藤：そうですね。バランスシートというのは、会計の尺度の取り方でいくらでも動かしてしまふところがありますから。

澤上：でしょう。

だから、もしバランスシートを読んで企業分析をやるのだったら、10年分とか15年分のバランスシートをずらっと横に並べて、各財務項目のある時間軸における増減や変化を追うところまでやらなくては いけません。

単年度ではわからないけれど、長期間のバランスシートの変化を見れば、その企業の生き方というもの、あるいは経営の意図がつかめてきます。

ただし実際のところ、このようにしてバランスシートその他の企業情報を読み込み、さらにその上で業界全体の動き、日本経済や世界経済の流れまで読み込んで、5年先くらいの予想財務諸表を作成した上で、長期の業績予想を立てるというのは、かなり難しいものです。

そこまで本気で取り組んでいるアナリストは、日本に何人いるだろうか、というくらい稀^{まれ}ですし、世界的に見ても、そんなに多くはないです。

ですから個人投資家の場合、中途半端に情報を追って相場に振り回されてしまうより、心のコントロールも含めて、感性を磨き込んで、自分のペースの運用を覚えたり確立する方が現実的だし、楽ではないかと思うんですね。

つまり、「これからどんな世の中になっていくのかな」「どんな経済や社会にしていくなのかな」といった事を考えて、「じゃあ、こんな企業はどうかな」「あの企業頑張ってるな」といった視点でリサーチしてみたり、「よし、応援しよう」と思える銘柄を相場の暴落時などに買った方が、的中率が高いのではないかと思います。

（※注1）PER（Price Earning Ratio）：株価収益率。株価を1株当たりの純利益で割った値。企業の収益状況を見る指標になるが、分母となる純利益が会計上の操作で歪められやすいという短所もある点に注意が必要。

（※注2）PBR（Price Book-value Ratio）：株価純資産倍率。1株あたりの純資産で株価を割った値。投資する際、株価がその企業の時価と等価以上でなければ投資の意味がないので、PBRは1倍を越えていなければならない。

個人投資家のアドバンテージを 最大限に生かす

真壁：先ほど、日本では機関投資家の方がグレートフルに属するという話が出たけれど、それでも機関投資家は、個人とは比較にならないくらい質、量共に豊富な情報を持っています。

特に短期運用、為替のディーリングのような世界では顕著です。

ディーリングルームにはいろいろな情報端末が導入されていて、どこで何がいくら買われているか、あるいは売られているかといったマーケットの動きが、リアルタイムで把握できます。

それからブローカーといわれる国内外の証券会社にとって、機関投資家は多額の手数料を落としてくれる大切な顧客です。ですからマーケットの中で起きていることや起こりそうなことは、彼らが逐次情報をくれます。統計その他の資料も、彼らに頼めば、ほとんどどんなものでも集めてくれます。

ではそんな彼らでも、どうして思うように運用成績を上げられないかというと、まず、期間損益が問われることが挙げられます。

つまり決算期ごとの運用成績が問われるので、一時的な下落を被ってでもあえて買いを入れて保有し続けるといった、長期運用ができないんです。

また少しでもインデックス（株価指数）に負けると人事考課が下がってしまうので、隣を見た横並びの運用をやってしまう傾向もあります。

さらにもう一点、機関投資家は売買するのが仕事ですから、チャンスがあろうとなかろうと、売買をしないといけないという宿命的なものがあることです。

伊藤：これを裏側から見ると、個人投資家の利点が浮かび上がってきそうですね。

真壁：そうなんです。

まず個人投資家は、短期の期間損益は問われませんから、自分が納得できるまで銘柄を持ち続けることができます。

それから、自分が買いたくなければ、買わなくて済みます。

チャンスというのは、別に決まった間隔でやってくるものではありませんよね。待てど暮らせどやってこない時もあれば、立て続けに到来することもある

ります。個人投資家の場合、これを自分の意志でとらえることができますから、大きな強みです。最大限利用しない手はないと思います。

伊藤：下がり局面でも持ち続けたり、^{なぎ}嵐の状態でもチャンスを待ち続けるためにも、やはり自分の心をコントロールする術を知っておく必要がありますね。

真壁：その意味でも、投資の理論を知っていることは役立つと思います。

実は投資理論は、積極的に利益を取りにいく局面というより、むしろ自分なりの投資スタンスを貫く上で有用なものだと思います。マスコミや周囲でいくら騒いでいても、自分なりに熟考したシミュレーションを投資理論的にも裏づけておけば「やはり妥当な価値・価格はこの辺と考えて良いのではないか」と納得することができますから、運用の方向性のブレを防ぐ助けになると思います。

よく「投資理論なんて気休めだ」という人がいますが、「気休め」で十分です。気を休めて冷静に判断することこそが、投資ではとても大切なんですから。

天才になろうとしてはいけない—— 「勝たんと打たず、負けじと打つべし」

真壁：冒頭で澤上さんが「世界の経済は右肩上がり」で成長している。それに乗るのが長期運用だ」とおっしゃっているけれど、確かに長期運用はプラスサムがありうる世界です。

ではその中でどんな運用をしていけばいいかというと、まず、負けない運用をすること。負けなければ必然的に勝つことになります。

それには自分の心身の状態、バイオリズムみたいなものをわきまえていることも大切です。

僕自身の経験からいっても、やっぱり疲れがたまったら、売買のオペレーションが「面倒だな」と感じた時は、損をしたことが多かったように思います。

また一方で、たまたまの好調や幸運を、自分の実力と勘違いしてしまう「コントロール・イリュージョン」というものも、意識する必要があると思います。

これに気づかないで突っ走ってしまうと、損失を手ひどく膨らませてしまうことになります。

岡本：ただ利益を追い求めて売買するよりも、まず、自分の感情や体調を安定させることが大切です。さもないと合理的な判断が狂ってしまうということで

すね。

やっぱりこれも、先ほどお話しした「第三者的な目」ということではないでしょうか。

真壁：獅子文六の『大番』（現在は星雲社より発売）という相場小説で、主人公ギューちゃんのモデルになっている佐藤和二郎氏とか、旧山種証券の創立者で城山三郎の小説『百戦百勝』（角川文庫刊）でも描かれている山崎種二氏のような短期で莫大な利益を手にした伝説的な相場師はいるけれど、こういう人たちは例外中の例外。決して普通の人が真似しようとしてはいけないと思います。

ただし、彼らは自分の勝てる時、そして相場から手を引いてやめるべき時をよく知っていた。儲ける時もすごいけれど、引き際も鮮やか。

市場の心理、自分の心理をよくわきまえていた。これはだれもが見習うべき点だと思います。

岡本：たしかに市場には、パブロ・ピカソのような芸術的な域に達した投資家もいるのです。

ただしちょっとうまくいくと、みんな自分がピカソだと思い込んでしまう。ピカソになるのはそう簡単ではないことを、自分で認識しておかないとね。

澤上：すごい勝負師というのは確かにいるんですよね。全財産を注ぎ込んで、あっと驚く大勝負をかけて勝ってしまう人が。

後から彼らの行動を検証してみると、徹頭徹尾合理的で、「見事」「なるほど」と唸るほかない。チャンスを待っていて、一生に一度、文字通り一世一代の大勝負に出るわけだけれど、お金を手にした後は一切、相場には見向きもしない。

芸能人でいえば、山口百恵さんみたいな人です。人気の絶頂でスッと引退して、後は伝説だけが残る（笑）。

あるいは、米国の伝説的な相場師、ジェシー・リバモア。

彼は幾度となく、切れ味の鋭い投機で巨富を手に入れています。そして3回ほどスッテンテンになる。

最後の華が、1929年の暗黒の木曜日に先立つ4ヵ月前からNY市場で大々的な空売りを仕掛け、空前絶後と言われる利益を手にした投機。これはただただ、すごい！

でも彼らは天才。われわれは全部真似して天才になろうとしてはいけない。

真壁：常識と良識の範囲内で、負けない運用をしよう

うということですよ。

澤上：そうですね。

個人投資家の方に強調したいのは、「勝つということとは忘れようかな」というスタンス。自分の座標軸を崩さずにマイペースで、しかしきちっとした運用を続ける。

そのためには「ちょっとわからないな」「どうも自分の肌に合わない」というものはすべて捨てる。捨てることで自分のペースが守れる。

面白いもので、自信のないものや、いまひとつ消化不良のものをきれいさっぱり捨ててしまうと、残ったものに関しては意外と腹のすわった勝負ができるものですし、集中力も湧いてきます。

この辺のニュアンスが身についてくるにつれ、市場の価格変動にどっしりと対応できるようになります。というか、わからないものには手を出していないから、ちょっとやそっとのことではビクビクしなくなってくるんです。

これは相場全体を相手に勝負するのとは、基本的に異なる投資スタンスです。自分の土地勘のあるところだけで、マイペースのささやかな勝負を積み上げていくイメージで、気分的にはすごく楽です。

ちょっと言いすぎかもしれないけれど、長期投資の心理って、こんなところじゃないでしょうか。

要は、自分のペースと自分のリズムを大切にしつつ、安く買って高く売ることを考えることです。



**本誌ご購入者様、
そしてこれから定期購読される方にも朗報！**

全冊、自筆献辞入り！

澤上篤人編集委員の新著をプレゼント！

澤上さんから新著『図解財産づくりの仕組み フローチャート思考の長期投資』（講談社刊）を合計50名の本誌定期購読者様にプレゼントいたします。

2004年2月中の時点での定期購読者様を対象とした抽選となりますので、現在ご購読中の方、そしてこれからご購読される方も楽しみにお待ち下さい（※なお、プレゼントのご当選は発送をもって代えさせていただきます）。

全冊、著者自筆の献辞入りでお届けいたします！