

雌雄を決する ブル VS ベアの 格闘

CONTENTS

対峙する強気と弱気

James T. Holter

現役トレーダーによる短期売買の一考察

Larry Pesavento

米国の労働者もついに楽観という名の「裏」に参加し始めた。しかし、米企業はそれでも強烈な収益増加の果実を維持できるだろうか？ブル（強気）とベア（弱気）の材料が混在する米国の株式市場は今、大きな分岐点に差し掛かっている。

「雇用なき経済回復」。数カ月にわたって低迷した米国の雇用統計は、回復途上にある同国経済の懸念材料として考えられてきた。そのため、米国の消費者は支出を抑え、米連邦準備理事会（FRB）はインフレを回避しようと金利を引き上げなかった（これがドル安の一因となった）。しかし、雇用指標の低迷は、別の側面を反映していた。記録的な高さにある労働者の生産性とあいまって、米企業は人件費の削減に成功し、さらなる増益を実現させてきたのだ。

だが現在、米国の労働者も徐々に裏へと参加し始めている。今年6月



までの10カ月間で150万人の雇用が増加した。これは、雇用市場が新しい参加者を吸収し、多くの失業者を仕事に復帰させるに十分な数字である。おそらく、この傾向を最も明らかに示しているのがBCAリサーチ社の数字であろう。自発的に仕事を離れた人々の比率は、過去10年で最低の10%未満から急上昇を描いている。

消費者信頼指数は、他の指標が好調となつてからも数カ月は同意付かなかったが、今は上昇基調にある。8月のAP IPSOS消費者信頼指数は104.8に上昇した（前月は92.0、前年同月は89.0）（図1参照）。少なくとも消費は悪化しておらず、改善しているのは間違いない。

ただし、株価の最終決定要因であると認知され、実際にそうなのは、企業収益だ。経済アナリストのカーリー・ガーナー氏が指摘する。

「夏終盤までの株式市場の方向は、今度の決算発表にかかっている。46月期の収益が印象的な水準であり続けられ、夏の米株市場は上昇を描くはずだ」

注目は企業収益（過去数四半期で年換算20%の伸びをみせている）が、改善する雇用市場からどのような影響をうけているかだ。

雇用はもろ刃の剣である。雇用の増加は、長い目で見れば確かに良いことだ。しかし、消費支出の増加に置き換えられるまで（また、そうでなければ）企業のキャッシュフローを妨げる可能性がある。そのため企業収益の著しい成長が終焉、もしくは少なくとも減速すると唱えるアナリストもいる。

また、依然として歴史的低水準とはいえ、短期市場金利の指標となるフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標が0・25%引き上げられて年1・5%となり、公定歩合も0・25%引き上げられ、年2・5%となった。次回9月21日の連邦公開市場委員会（FOMC）で、さらに0・25%の利上げがあるとみられている。金利上昇による借入費用の上昇は、他の条件がすべて同じであれば、企業の成長を阻害するだろう。

さらに、悪影響が懸念されるのが、エネルギー価格の明らかな高騰だ。米株市場の最近の失速は、こうい

た弱材料が将来、深刻な問題として顕在化する不安を価格で示しているのかもしれない。

すでに米企業の収益が落ちている証拠がいくつもある。主要銘柄の収益報告（例えば、ゼネラルエレクトリック社など）がどれも素晴らしく、そのことが7月にかけて相場を押し上げたが、比較的小規模の企業がいくつかが収益警告を発しており、市場の期待感を弱めている。事実、メリリンチは7月、2005年の世界の半導体関連株の格付けをセクターごと引き下げた。

しかし、ガーナー氏は「押し目買いはゲームの一部」と指摘する。「1950〜99年まで、米株市場で9度の強気相場があったが、どの上昇トレンドも16カ月目付近で修正が入っている。ダウ（工業株30種平均）の場合、平均して4カ月16%の修正だ。現在のシナリオでは、先例に倣いそうに見える。今回の修正は、上昇に転じて17カ月目になって始まった。ダウは今年初めの高値から10%近く下げている」

CTA（先物投資顧問）キーナ
ー・キャピタル・マネジメント社の

ロブ・キーナー氏は、結局のところ、ダウはファンダメンタルの厚さに跳ね返され、米株市場は上昇に転じるだろうと予測する。

「目先の動きは現在の情報に基づく。しかし、長期的な動きは、ファンダメンタルに影響される。S&P（500株価指数）は秋の大統領選挙時にレンジを上放れ、1160の抵抗圏を超える可能性がある」

ガーナー氏も強気だ。だが、ひとつ補足する。

「長期投資家にとって、現在の価格は割安だろう。ポジション・トレーダーは、企業が収益の堅調を維持しているとみれば、押し目買いの機会と考えるはずだ。ただし、実際のファンダメンタルズが評価され、報告されるかなり前では、株式市場はファンダメンタルズを軽視し、予測で動いている。（目先は）予測、少なくとも予測の影響を考慮しなければならぬ」

賢者の資金の動向

米商品先物取引委員会（CFTC）

が発表する建玉明細（COT）のデータを利用して、市場が将来をどう解釈しているかについて洞察しようとする人たちがいる。市場傾向が価格で現れる前に、またその支持材料となる経済データが発表されるかなり前に、大口法人玉の変化で、強気もしくは弱気の動きを予測できると考えているからだ。

ストックインテックスタイミング・ドットコム（StockIndexTiming.com）の編集者、ジョージ・スレザック氏によると、株価指数先物の正味の当業者玉（商業玉）は、大口投資家のポートフォリオのヘッジ状況を示すという。こうした大口投資家が市場の下落に対してヘッジをかけるために先物を利用してるとすれば、正味の当業者玉は、買いの減少もしくは売り越して反映されるだろう。

氏は、正味の当業者玉が12カ月で最大に達する状況を探している。この状況は、米株市場の大きな転換点を警告する信頼できる指標になるといふ。

スレザック氏の数字では、当業者玉は圧倒的な売り越しだ。主要株価指数先物のヘッジ玉を合計すると、6月末で約5万4000枚の売り越

対峙する強気と弱気

James T. Holter

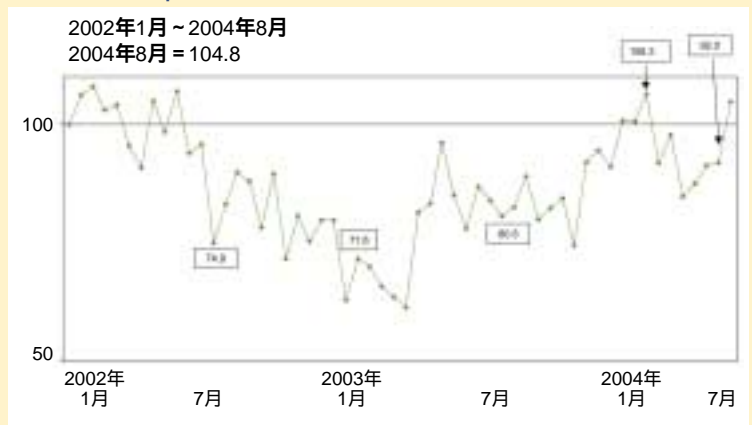
しとなり、過去12カ月の最大枚数(約5万5700枚)に近づいた。

こうした数字の計算には、いくつかの手順がある。CFTCは、フル規格の商品とその「ミニ」商品の数字を分けて発表しているが、枚数当たりのデータで発表する。しかし、EミニS&P500の売り1枚は、その5倍の大きさであるフル規格S&P500の売り1枚と同じ意義をもたない。氏は、こうした商品の建玉を標準化して合計している。

フリッシュ・レビューの編集者、ステイブン・フリーゼ氏もまた、商品の規格に合わせて調整しながら、建玉残高の数字を統合し、より大きな市場の視点を得ようとする。そして、統合した数字とウィルシャー5000総合株価指数を比較している。「この指数は米国で最も総合的な株価指数」だからだ。

しかし、その有効性の一方で、こうした総合値を批判的に見るのも現実的に理解できるという。「大きな信頼を置くだけの歴史がない」ためだ。それでも、総合値は、各先物商品特に当業者が利用を好む立会い場(ピット)で取引されるフル規格商品

図1 AP/Ipsos消費者信頼指数



Source: Ipsos-Insight

図2 ダウのダウ

ダウは主要株価指数の中で最も下げ幅が大きい。しかし、値動きは続いて強気となるパターンにかなり似ている。この場合、古典的なチャート分析では、フラッグがまもなく上昇トレンドの再開となる。



Source: Pricecharts.com (Commodity Price Charts)

(通称「ビッグ」)に反映されているものを裏付けるとき、シグナルへの信用感が増すと氏は説明する。批判的な視点で慎重に見ても、COTの数字は弱気である。

氏によると、Eミニ電子市場と立会い場で取引されるナスダック100株値指数先物は、ともに正味の当業者玉が大幅な買い越しから急激に下げている。一方、S&P500先物は、どちらもかなりの弱気だ。ダウ

先物のCOTの数字は、ビッグが少し弱気であるのに対し、総合値は非常に弱気である。

「米株市場の天井となった02年3月を振り返ると、正味の建玉残高は現状と似ていることが分かる」

シズナルな戦い

夏終盤の弱気を正確に予測してい

るとすれば、「賢者の資金」は事実、賢いのもかもしれない。夏終盤は得てして底入れする傾向があるからだ。ただし、大統領選の年は、後半も下落が続く、歴史的標準に反する可能性がある。

『2004年ストック・トレーダーズ・アルマナック』によると、かつて農業が米国経済の牽引役であったとき、収穫期の8月は最高の月であったが、過去15年間では、最も弱気

18通貨ペア
手数料

¥

0

大好評!!

ひまわり証券の「外国為替デイトレ口座」募集中!

お待たせしました。デイトレーダーに朗報です。

外国為替証拠金取引のパイオニアひまわり証券がデイトレーダー専用口座をスタート!

午前6時から翌日午前6時までの24時間で取引を開始～終了するインターネット専用口座。

業界トップクラスの18通貨ペア対応で、手数料は0円で始められます。

もちろん様々な情報サービスやリアルタイム取引を可能にしたクイックトレードもご利用いただけます。

また証拠金はNOPの2% (通常口座5%) から取引可能です。

●本商品は元本を保証するのではなく、相場の変動により損失が発生する事があります。

まずは資料請求! お問い合わせ・資料請求は

 0120-86-9686

受付時間: 平日8時~20時 (土日祝日除)

<http://sec.himawari-group.co.jp/>



ひまわり証券

図3 大きな市場のスイング

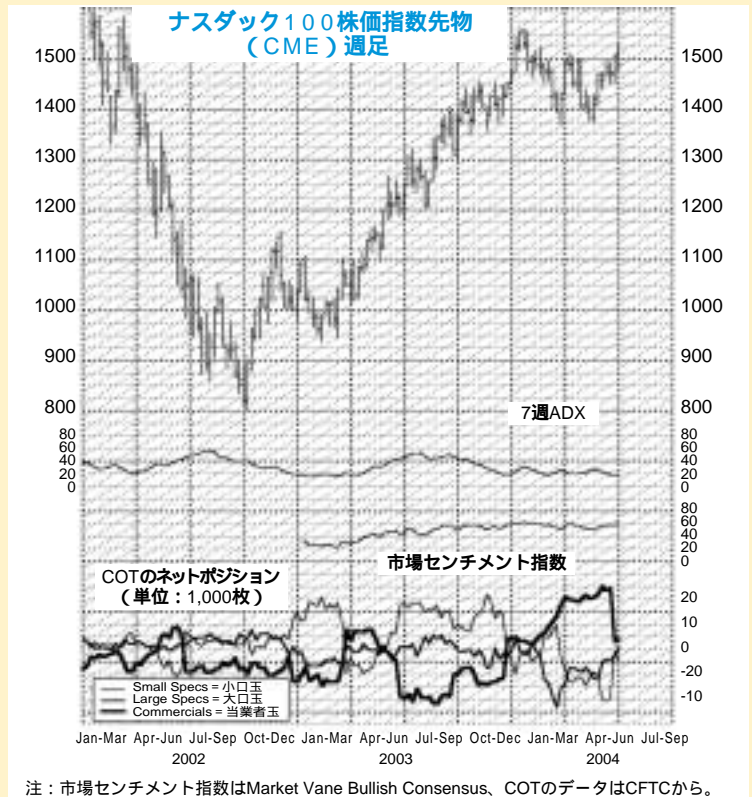
S&P500は三つのチャートの中で最もはっきりしないように見える。昨年初めからの上昇が最も抑えられている。



Source: Pricecharts.com (Commodity Price Charts)

図4 ハイテクしっかり

ナスダック100株価指数はダウやS&P 500よりも回復している。しかし6月末の当業者の建玉残高が大幅な買い越しから急激に減っており、「賢者の資金」は自分たちの建玉をよそに動かす時期と考えていることを示唆している。



Source: Pricecharts.com (Commodity Price Charts)

の月のひとつであるという。S&P 500とダウにとっては最悪の月で、ナスダックにとっては2番目に悪い月である。

「8月はウォール街が空虚になる」と言うのは、アルマナックの編者でハーシユ・オガニゼーション代表のジェフリー・ハーシユ氏だ。夏終盤の数週と9月の営業期間近は、一般的に相場が枯れやすいと指摘する。

「8月の最終週にも、かなりやっか

いな急落があるかもしれない」

ただし、アルマナックでは一方で「選挙年の例外」を補足する。大統領選のある年の8月は、ナスダックにとって2番目に成績の良い月であり、S&P 500にとって4番目に良い月なのだ。

「1952年以来、選挙年の年末までの7カ月間は、決断しなかった2000年を除いて、上昇している」

氏によると、歴史的傾向は、8月

から9月にかけての弱気は、買いを仕込むには絶好の時期と示唆しているという。

株はすべてを語る

多くの市場ウォッチャーは、米大統領選が近づくとつれ、株式市場を売買手段から経済指標に変装してしまふ。どうしてそうなるかの答えが、

前出のストック・トレーダーズ・アルマナックにある。

アルマナックによると、全国大会から選挙日までの米株市場の成績は、現職再選の可能性をうまく予測しているという。

1900年以来、現職が再選された16回の大統領選のうち、14回でダウがその間はつきりと上昇した。現職の党が選挙で勝った年は、党大会から選挙まで、ダウの平均上昇率は

トレーダーのアンチョコ

ファンダメンタルズ

- ・雇用市場の改善を確認して、米連邦準備理事会（FRB）は金利を引き上げている。しかし、金利上昇は、記録的水準にある消費者負債、そして個人消費に悪影響をもたらす可能性がある。グリーンスパンFRB議長とその仲間たちが小刻みにフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を引き上げる方針であるのは明らかと考えられる。
- ・ともあれ仕事には賃金がある。6月、予想以下とはいえ11万2,000人の雇用増となった。過去10カ月で150万人の増加だ。働く消費者は、債務者であろうがなかろうが、支出する傾向がある。
- ・インフレが戻ってくる可能性が高い。価格が急騰すれば、個人消費や企業の借入・投資を狂わせる可能性がある。ダブルパンチとなれば、米株の強気相場は続きそうにない。
- ・消費者信頼指数は強基調である。AP-Ipsos消費者信頼指数は7月92.0から8月104.8に上昇した。前年同月は89.0だった。
- ・企業収益が堅調である。数四半期連続で年換算20%を超える割合で上昇している。
- ・企業収益が減速する可能性がある。エネルギー費用の高騰、金利の上昇、ドル安による輸出拡大効果の衰退、人件費の上昇は、収益報告をさらに抑える結果となるはずだ。
- ・弱材料に非常に多くのサプライズがあり、米株市場にのしかかっている。

テクニカル分析

- ・教科書で言う強気のペナントを主要株価指数、特にダウで形成中である。これは続いて前回と同様の動きになると示唆している。この場合、昨年3月から今年4月までの3000ドル近く上昇した強気相場の再開となる。
- ・「賢者の資金」である当業者（商業筋）の手口は売り越して、売り玉が増加している。この状況は一般的に株価悪化の前兆である。
- ・市場センチメント指数はしばらく上昇しており、天井圏にある。これは得てして下落に先立つ。

シーズナル傾向

- ・8月は過去15年間でS&Pとダウにとって最悪の月であり、ナスダックにとって2番目に悪い月である。ただし、選挙年では8月は比較的良い成績となる傾向がある。
- ・1952年以来、選挙の年は（2000年を除いて）S&P500が年末までの7カ月間に平均7.1%上昇している。

米経済統計（9月）

- ・8月の失業率：9月3日
- ・生産者物価指数：9月10日
- ・消費者物価指数：9月16日
- ・連邦公開市場委員会（FOMC）：9月21日

不測要素

- ・テロ攻撃。7月8日、トム・リッジ米国土安全保障省長官は、アルカイダが2004年の大統領選を混乱させるため米国で「大規模攻撃」を計画していると警告した。もしこうした事態が起これば、他のすべてが無意味になる。

Sources: International Monetary Fund, Stock Traders Almanac, Commodity Price Charts, Bullish Review, CNN, First Call.

8・6%である。一方、1932年に48・6%上昇した異常値を抜くと、現職の党が負けた年の平均成績はマインス1・6%だ。
 2004年は、民主党大会が7月29

日に、共和党大会が9月2日に終わる。テロへの不安と国家安全保障への関心が急激に高まっている現在、米株市場や一般経済にとって、誰が選挙に勝とうとそれほど重要ではないと主張す

る声もある。しかし、ハーシユ氏はそれは、木を見て森を見ず」であり、株式市場の性質を無視していると主張する。「市場は誰よりも賢い。あるトレーダーが教えてくれるのはひとつだけ

だ。ある投資家が教えてくれるもひとつだけだ。しかし、大事なのは彼や彼女らがどこで現金をかけているかであり、それをすべて教えてくれるのが株式市場だ」⑩

1982年4月、シカゴ・マーカ
ンタイル取引所(CME)の立会い
場(ピット)でS&P500株指
数先物(S&P)の取引が始まった
とき、米経済はスタグフレーション
の最中であつた。インフレと景気後
退が共存する状態だ。

わずか数力月前に「レーガノミク
ス」が導入されたばかりで、ダウ工
業株30種平均が800ドルのレンジ
で取引され、S&Pが103ポイン
トの水準にあつた。

S&P先物は当初、一貫して現物
指数より2~3ポイント安で売られて
いた。この相関性は米株市場への弱
気の見通しによるものであつた。し
かし、82年8月9日、米株市場で最
大級の強気相場が始まると、この日
を境に、米国人の株式と株価指数に
対する見方は180度変わったので
ある。

当時、私はCMEのフロア・トレ
ーダーとして1年目で、米財務省短
期証券(Tビル)や通貨市場での売
買に関心があつた。多くも同じ嗜好
で、S&P先物が新規上場した82年
4月16日、取引所当局はトレーダー
をS&Pピットに送り込んで取引さ

せるのに難渋した。宣伝用の写真を
撮り終わると、ピットから急に人気
がなくなったほどだ。世界最大級の
流動性を誇る現在とは、隔世の感が
ある。

ただ、注意してほしいのは、当時、
価格や経済データの情報を正確かつ
タイムリーに表示するコンピュータ
がなかった点だ。米株市場でブル
(強気)が吼え続けた20年、テクノ
ロジーは驚異的に進化し、個人トレ
ーダーがプロと同じ土俵に立つこと
を可能にした。それが立会場外での
短期売買の普及につながり、今日の
隆盛があるのだ。

短期売買で一貫して収益を出すた
めに一体化すべき三つの要素があ
る。

健全な資金管理

トレーダーに優位性をもたらす、
成功する可能性がある売買手法

とを一貫して実行する自制心

(自己規律)

健全な資金管理でリスクを制御す
るのは、一貫して収益を出すのに欠
かせないアプローチの根本である。
チップをすべてなくしたら、ゲーム
ができなくなる。

現役トレーダーによる短期売買の一考察

Larry Pesavento

自制心は必要だ。もし自制心がな
ければ、どんなに優れた資金管理だ
ろうが売買手法だろうが意味がな
い。失敗するだろう。

売買手法はおそらく、トレーダー
がその構築に最も時間を費やす部分
だと思つ。

このビジネスで40年、私は自分の
売買手法を「パターン認識によるス
イング売買」と表現している。

パターン認識は、多くの方法に応
用され、一般大衆から大きな支持を
得ている。これはアンドリュウ・ロ
ーの業績によるところが大きい。マ
サチューセッツ工科大学で応用数学
の学位を得たローは、価格パターン
に数学的確率が内在するか発見する
ため、66年からの株価の3万を超え
るパターンを研究した。

その結果を著した『A Non
Random Walk down Wall Street(ウ
ォール街の非ランダム・ウォーカ
ー)』には、ダブルトップ(2番天
井)やダブルボトム(2番底)、ヘ
ッド・アンド・ショルダーズ(三尊)
などに類似した価格パターンが、ペ
ナントやフラッグ同様に含まれてい
る。熱心なテクニカル分析者が数十

年にわたって確認してきたこうした
パターンに、学問的信用をもたらさ
たわけだ。

私はS&P先物を、上場以来、日
常的にトレードしてきている。20年
にわたって4~5ポイントごとのス
イングを研究してきた経験から、マ
ーケットは一貫して拡大と縮小の過
程にあり、この過程を一貫して繰り
返しているという強い確信がある。

株式や株価指数のデイ・トレード
は、強い自制心と健全な勤労意欲を
必要とする。その上で、結果的に成
功するためには、ゲームを知らなけ
ればならない。もちろん、突発的な
ニュースが原因で値動きが常軌を外
れることはある。しかし、すぐに上
げ下げの連続に戻るだろう。

日中の市場は、トレンド日と非ト
レンド日によって特徴付けられる。
自分が追従すべき日中のトレンドが
どれか分かっていれば、トレードの
総合結果は非常に改善されるだろ
う。

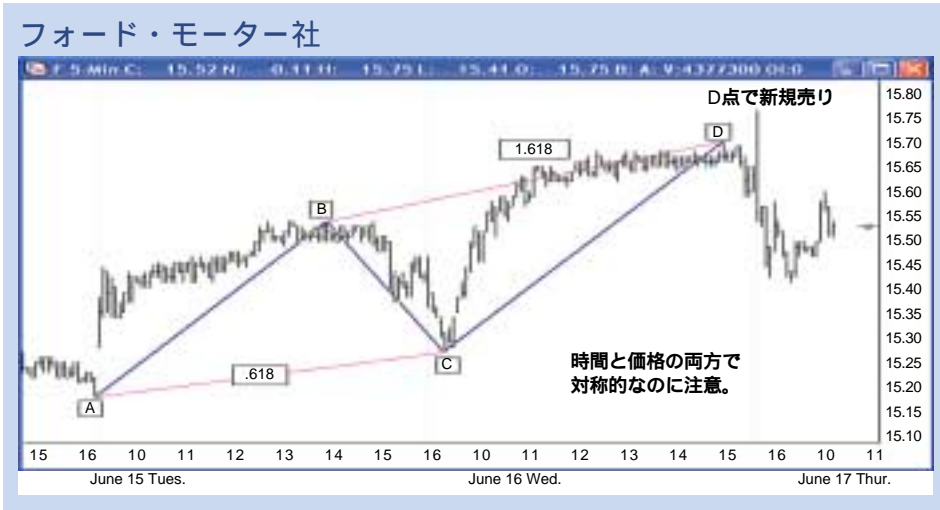
市場で最も基本的なパターンのひ
とつが、平行チャネル現象である。
価格が同じだけ上下に動く。これは
常に価格にも時間にも当てはまる。

このパターンを最初に記録したのはH・M・ガートレイだ。トレードの古典『Profits in the Stock Market』は1937年に初めて出版された。そして20年後、フランク・タプスが同じ価格パターンを『Tubbs Stock Market Course』として売り出した。さらに20年を経て、チャールズ・リオンセイが『Trident: A Trading Strategy』を著し、再び脚光を当てている。

二つの並行する価格スイングから成るそのパターンは、ひとつがA、もうひとつがCで示される。稲妻の形に似ている(図参照)。ミニS&P500先物の5分足を調べれば、いくつかのA=B=C Dスイングが出現していると、すぐに分かるだろう。時間と価格の両方でこのパターンを測定できる。フィボナッチ比率はまた、仕掛けと利食いの目標を選択するのに利用できる。平行する価格スイングが一貫して対称的なのに注目してほしい。この現象は、取引の活発なすべての株式、商品、外国為替に現れている。

まず、平行する価格スイングを判別する。それぞれの価格スイングは、

フィボナッチ級数によって、他のすべての価格スイングと関連する。この数字には1・618の平方根1・27と0・618の平方根0・786も含まれる点に留意してほしい。これら四つの比率、0・618、0・786、1・27、1・618



は、拡張と縮小を続けるマーケットを構成する価格スイングのかなりの部分を占めているだろう。この種の分析は、日足、週足、月足にも広げられる。こうしたパターンを上手に応用すれば、適当な資金管理技術を加える

のと同じくらい成功が見えてくるだろう。A=B=C Dパターンの完成は、点Dでの売りのお膳立てとなる。トレードを仕掛けるのは、点Dを完成したときだ。ただし、下落トレンドにおける点Cでの売り、あるいは上昇トレンドにおける点Cでの買いもまた、成功する戦略になる可能性がある。

サンプルを研究し、自分にあったパターンを判断してほしい。ただし、念を押しておきたいのは「適当な資金管理なしに成功する売買手法はなし」ということだ。損小利大の重要性を幾千ものトレーダーに何千回も説いてきた。いかなる売買手法を選ぼうと、優れた資金管理とリスク管理の適用こそがトレードの動所なのだ。⑤

Larry Pesavento (ラリー・ペサメント) トレーディンググチニター・ドットコム(TradingTutor.com)代表。この道40年のベテラン・トレーダーで、S&P500の立会場で自己勘定の売買をしていた経験がある。