＜ハリス・アソシエイツ社 コメント＞

2023 年 6 月

朝日ライフ アセットマネジメント株式会社
Asahi Life Asset Management Co.,Ltd.

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 301 号
一般社団法人 投資信託協会会員 / 一般社団法人 日本投資顧問業協会会員

狭き幅

アンドリュー・グラック

CFA 協会認定証券アナリスト

プライベート・ウェルス・マネジメント、ディレクター兼シニア・ポートフォリオ・マネジャー

プライベート・クライアント戦略担当ポートフォリオ・マネジャー

カリフォルニア大学サンタバーバラ校卒業、1995 年

2001 年 デポール大学 M.B.A.(経営学修士)取得

2018 年 ノースウェスタン大学修士課程

D.E. トレーディングにて債券トレーダー(1996～98 年)

ショアライン・マイクロキャップ・ファンドにてアナリスト兼ポートフォリオ・マネジャー(1997～2000 年)

ハリス・アソシエイツにてポートフォリオ・マネジャー(2000～10 年)

パンディオンキャピタルにて創業者(2010～14 年)、

GCG ファイナンシャルにてマネージング・ディレクター(2014～16 年)

2016 年ハリス・アソシエイツに再入社

27 年の投資経験

私たちは再び、ほんの一握りの銘柄が株式市場全体の行方を歪めて伝える環境に身を置くことになりました。S&P500 指数のパフォーマンスは、多くの意味で株式市場全体の健全性を歪めています。S&P500 指数構成銘柄のうち、わずか 10 銘柄が今年の上昇の約 80%に寄与しています。これらの銘柄に投資することがなければ、ポートフォリオのリターンは大きく異なっていたでしょう。S&P500 指数の全構成銘柄の今年のリターンの中央値はわずか 5%で、さらに構成銘柄の 40%近くはマイナスのリターンとなっています。つまり、この S&P500 指数の上昇に寄与した銘柄群の幅はかなり狭く、かなりの集中リスクがあるということです。歴史的に見れば、強気相場は 10%程度の銘柄に支えられてきましたが、今年は 2%程度の銘柄に依存しています。株式市場での集中リスクは珍しくありませんが、これほどの集中リスクは珍しいと言えます。専門家や評論家が「株式市場が割高に見える」と言うとき、重要なのは「株式市場」がどのように定義されているかです。S&P500 指数が予想 PER（株価収益率）20 倍前後で取引されている場合、その予想 PER は過去の平均より高いので、妥当な発言といえるでしょう。しかし、株式市場に公開されているすべての銘柄を見

ると、強いファンダメンタルズを持つ成長企業に投資するチャンスはいくらでもあります。そうした銘柄の多くは 1 桁の PER（株価収益率）で投資家から見過ごされています。

このような状況を踏まえておくことは重要です。過去 50 年間、株式市場は 3 回半減しましたが、それでも年 10%以上の複利リターンで推移しています。ある人気ポッドキャスト（ネット放送番組）が最近、個人投資家に強気相場と弱気相場のどちらでアウトパフォーム、すなわち株式指数に勝ちたいかを尋ねました。弱気相場が株式価値を下落させるよりも強気相場がはるかに大きく株価を上昇させることを認識しているにもかかわらず、参加者はほぼ 2 対 1 の差で、弱気相場でアウトパフォームすることを好むと答えました。

しかし、この調査結果は驚くべきものではありません。ポートフォリオの損失は、それと同じ額の利益から得られる喜びの大きさの 2 倍の大きさの痛みを伴うという既知の研究結果とも一致しています。人間は投資に関する生来の能力が特別に高いわけではありません。例えば、ポートフォリオの価値が下がると、数千年前なら狩猟民族がライオンに脅かされていることを察知し、身を守るために逃げるよう脳の一部が警告を発します。投資家にとって、この逃走本能は、不安定な株式市場をじっと待つ不快感を避けるために長期投資戦略を放棄するという形で現れるかもしれません。長期投資戦略を放棄するような反応をとっても投資家にとって有益なことはほとんどありません。

ハリス社では、数週間や数ヶ月単位ではなく、数年単位で時間をかけてお客様の資産を長期運用することを使命としています。一般的には、5 年から 7 年の保有期間を考えています。株式の評価と投資メリットの査定は、その期間内にその株式がどの程度の企業価値になると考えるかに基づいています。ほぼ確実に言えることは、株式の買い入れと売却のタイミングを完璧に行うことはできないということです。かのロスチャイルド財閥の開祖ネイサン・ロスチャイルドの言葉を引用すると、「決して底値で買えないし、いつも早く売りすぎてしまう」ということです。

短期的あるいは重要でないと思われる理由で、株式市場で叩かれた株を買うこともあります。そのため、悲観的な市場心理がまだ続いていても、ある銘柄の株価が魅力的だと考えることがあります。同様に、株価を正当化できなくなった銘柄は売却します。これは、株価が強い上昇局面にあっても、企業の実態よりも株式市場の投資家心理に基づいて取引されている状況で発生する可能性があります。割高な株式を持ち続けることにハリス社が危険性を感じるのは、割高な株式は悪いニュースがさほどなくても株価が急落してしまいがちだからです。ハリス社は長年、割安と思われる銘柄で失敗を経験してきました。しかし、本源的価値よりかなり低い価格で取引されている銘柄を買うというハリス社のバリュー（割安株）の投資哲学を遵守すれば、もしハリス社が間違っていたとしても、平均的には、下げ幅

を小さく抑制できます。

代替資産クラスとしては、暗号通貨はまだほとんど実験的段階です。ビットコインが最もよく知られていますが、なんと、その他にも 22,000 以上の通貨が存在します。暗号通貨は価値の保存と交換の媒介を目的としていますが、少なくとも現在までのところ、その主な用途はトレーディングの対象もしくは悪質な行為の取引手段となっています。SEC（米国証券取引委員会）のゲーリー・ゲンスラー委員長は、「この分野ほど、コンプライアンス違反や誇大広告によって現実が飾り立てられているのを見たことはない」と述べました。皮肉なことに、暗号通貨が本来の目的に使用された場合、ボラティリティが高い投機的な売買を好むトレーダーは自分たちのニーズに合った暗号通貨以外の投機対象を探すため、暗号通貨に対する関心は薄れ、暗号通貨の価値はおそらく下がるでしょう。ハリス社は、この資産クラスを評価するための健全な方法論にまだ到達していないため、この分野には現在も引き続き距離をおいて見ています。

米国経済の健全性は引き続き疑問視されています。しかし、パウエル FRB（米連邦準備理事会）議長は最近、「米国経済が緩やかな成長を続け、インフレ（物価上昇）が沈静化していることから、中央銀行の利上げはピーク金利に達するまであと 2、3 回にとどまる可能性が高く、利下げが 2024 年に始まると多くの人が予想している。」と述べました。消費者信頼感指数は高く、雇用も多くの業種で旺盛です。心強いことに、黒人労働者の失業率は過去最低を記録し、それに伴って高賃金の仕事も増えています。さらに、住宅市場は安定化の兆しを見せており、中古車価格はガソリン価格とともに下落しています。ガソリン価格は、1 年前は 1 ガロン当たり 5 ドルだったのに対し、米国では平均 3.5 ドル強となっています。つまり、多くの経済評論家が今頃の時期にはリセッション（景気後退）に突入しているだろうと予想していましたが、まだ実現していないということです。私たちがよく耳にし、望んでいた「ソフトランディング（実体経済への悪影響が最小限に抑えられる形で、景気が穏やかに減速する）」の可能性はまだ残っているのです。世界に目を向けると、過去数十年の間に、インド、インドネシア、ブラジルなどの新興国で中産階級に昇格する人の数が急速に増えています。例えば、1995 年にはインドネシア人の 4%が中流階級と見なされていましたが、現在では同人口のほぼ 3 分の 1 が中流階級と見なされています。ニュースの多くは私たちを落胆させるものですが、全体的に見れば人々の生活レベルは向上し続けています。

幸いなことに、（少なくとも次の米国債務上限問題までは）米国債務上限問題のことに無関心でいられます。この問題は、残念ながら、多くの場合、民主党と共和党が債務上限とはまったく無関係な問題で相手から譲歩を引き出す政治的な駆け引きのために利用されることがますます多くなってきています。第二次世界大戦後、債務上限はデフォルトを回避するために 100 回以上変更されてきました。しかし、直近の事態が解決されるのに 11 時間を要し

多くの人が「予想通り解決されたけれど、もし今回が今までと違うとしたら、株式市場にどういう影響があるだろうか。」と自問しました。潜在的な危険性を否定したわけではありませんが、同時に、予想がつかないようなカオス理論や歴史的前例のない結果から投資方針を決定することはできません。ハリス社は、投資先企業がどのようなパフォーマンスを見せているかに集中し、必要な場合には企業価値評価モデルの調整を行いました。結局、株式市場では米国債務上限問題にほとんど関心が示されませんでした。

一年前と比べれば、世の中は良くなっているように見えます。しかし、経済や資本市場に大混乱をもたらしかねない懸念は常に存在しています。しかし、それらがいつ起こるのか、どの程度深刻なものなのかを予測することはできないため、ハリス社は投資先企業のファンダメンタルズを重視し続けます。リスクは絶え間なく生じるので、長期的に一貫した投資哲学を貫くことは、リスクに基づいて投資意思決定を行うよりも、より生産的な戦略であると確信しています。

■投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元金が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価値が変動します。従ってお客様のご投資された金額を下回ることもあります。

又、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては投資信託説明書(交付目論見書・商品説明書)をよくご覧ください。

■投資信託に係る手数料等について

[ご投資頂くお客様には以下の費用をご負担いただきます。]

■申込時に直接ご負担いただく費用 …… 申込手数料 上限 5.5%(税抜 5.0%)

■換金時に直接ご負担いただく費用 …… 信託財産留保額 上限 0.3%

■投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用

…… 信託報酬 上限 2.035%(税抜 1.85%)

■その他の費用 …… 上記以外に保有期間等に応じてご負担頂く費用があります。

詳しくは投資信託説明書(交付目論見書・商品説明書)でご確認ください。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率等につきましては、朝日ライフ アセットマネジメントが運用するすべての投資信託が徴収するそれぞれの費用のうち、最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書(交付目論見書・商品説明書)をご覧ください。

本資料は、朝日ライフ アセットマネジメントが、提携先であり、運用を委託しているハリス・アソシエイツ社がホームページに掲載した資料を、同社の情報提供を目的として、日本のお客様向けに日本語に翻訳したものです。したがって、特定の金融商品の勧誘を目的としたものではありません。本文中に特定のファンド、銘柄についてのコメントがある場合、当ファンド、銘柄についての投資の勧誘、助言や取引の推奨を行うものではありません。また、法令に基づく開示資料ではありません。十分な注意を払い翻訳しておりますが、英文と日本文の内容に相違が生じた場合には、英文が優先するものとします。なお、英文につきましては http://oakmark.com/ をご参照ください。資料の記載事項については資料作成時の執筆者の見解であり、将来予告なく変わることがあります。

2023-07-155