

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

# デビッド・ヒーロのコメント(2023年7-9月期)



デビッド・ヒーロ

ハリス・アソシエイツ社副会長 米国外株式チーフ・インベストメント・オフィサー(CIO)(最高投資責任者) ポートフォリオ・マネジャー

1983 年ウィスコンシン大プラットビル校卒業

1985 年ウィスコンシン大ミルウォーキー校修士

1986 年プリンシパル・フィナンシャル・グループポートフォリオ・マネジャー

1989 年ウィスコンシン州投資審議会、ポートフォリオ・マネジャー

1992 年ハリス・アソシエイツ社入社

・ハリス・アソシエイツ社在籍 31 年

·運用経験 38 年

# グローバル株式市場における 3 つの地域の物語

### 要点

- ① ハリス社はボトムアップ (個別銘柄重視)の銘柄選択に重点を置いているため、地理的投資配分は単なるプロセスの結果です。しかし、もし最も投資機会がある地域を特定するとすれば、それは欧州です。
- ② 欧州では、優良欧州銀行、農業テクノロジー、グローバル旅行関連事業の3つのテーマが浮上しています。
- ③ 日本では残念ながらバリュー(割安株)を見出すのが難しいのですが、中国には投資機会があると見ています。

ハリス社の投資哲学と投資プロセスは銘柄選択に重点を置いていますが、具体的な地理的投資配分や、なぜ特定の地域をオーバーウェイトし、他の地域をアンダーウェイトするのかについてよく質問されます。ハリス社は、企業がどこで、どのようにキャッシュフローを生み出し、そのキャッシュフローがどのように使われるかに重点を置いているため、企業がどこに本社を置いているかはあまり重要視していません。

要するに、国や業種の配分は、文字通り銘柄選択の結果なのです。ハリス社は、株価の割安度を測る標準的なバリュエーション指標を用いて、割安で、高収益ビジネスを行い、長期にわたって良好なキャッシュフローを生み出している質の高い企業という、ハリス社の投資哲学を満たす企業を探します。とはいえ、注目すべき特定の地域やテーマがいくつかあります。

## (1) 欧州

ここ数年、欧州企業の株価は低迷している一方、企業業績はハリス社の基準を超えているため、ハリス社は欧州企業に大きな価値を見出しています。ドイツを例にとれば、経済状況は必ずしも好調とはいえないものの、ほとんどの企業はグローバルな事業展開をしており、業績を伸ばしています。一方、ドイツの主要株価指数は来年の利益の10倍強で取引されています。9月末時点のドイツ10年債利回りは、比較的堅調な財政状況に支えられて2.7%だったことに留意してほしいと思います。10%近い収益利回りから10年債利回りを引いた数字を見ると、両者の間には7%を超える開きがあります。米国の場合、10年国債金利ははるかに高い一方、S&P500トータル・リターン・インデックスの収益利回りが5.5%と大幅に低いことを考慮すると、米国の収益利回りと10年債利回りとの差、スプレッドは1%前後となります。つまり、バリュー投資家にとって、欧州は豊かな狩猟場なのです。

欧州では、優良銀行を選好しています。10年間にわたるゼロ金利状態で収益性が悪化したことにより、低いバリュエーション(株式市場での株価評価)で売買されています。最近の米国の銀行破綻に投資家は怯え、欧州の銀行も不安定な融資や投資によって支払い不能に陥る可能性があると考えました。しかし、欧州の銀行は米国の銀行よりも安全で保守的な傾向があります。欧州の金利の急上昇は、欧州の銀行の収益性と配当利回りを改善するはずです。一つの例は、フランス最大の銀行である BNP パリバです。約80カ国で事業を展開しており、米国型のフルサービスのグローバル投資銀行を目指しています。昨年はドイツ銀行のグローバル・プライム・ブローカー(取引の決済、有価証券の貸付、融資を行う)部門と電子株式部門の買収を完了しました。

欧州は農業技術への投資機会も与えてくれます。イタリアの CNH インダストリアルは、農業機械と建設機械のメーカーです。同社の先駆的技術である精密技術ソリューションは、自動化や自律化、そしてコネクテッド・プラットフォーム(相互接続)という分野で顧客の生産性向上に貢献しています。ドイツのバイエルは、作物科学部門に年間 20 億ユーロ以上を投じ、国連が 22 億人を超える人口増加を予測する中、その需要に見合った質の高い食糧供給を確保するため、革新的パイプラインを推進しています。

ハリス社のバリュー哲学に合致するもうひとつのテーマは、世界的な旅行需要の回復です。海外旅行は 2023 年 1-3 月期に新型コロナウィルスの世界的な流行前の 80%に達しました。世界中の観光地に中国人 観光客が戻ってくることで、世界観光の力強い復活が完成するはずです。その一例がライアンエアー・ホールディングスです。このアイルランドの航空会社は、欧州全土の二次空港を結ぶ短距離路線において、余分なサービスを省いたビジネスモデルで事業を展開しています。

### (2) 中国

2000 年代半ば、なぜ BRICs (ブラジル、ロシア、インド、中国)諸国をもっとポートフォリオに組み入れないのかとよく聞かれました。私は、株価が割高であり、コーポレート・ガバナンス(企業統治)がひどいという理由で、BRICs のどれにも価値を見いだせないと答えていました。経済成長と活気があるからといって、ハリス社の厳格な基準を満たす割安な株式があるとは限りません。今日、私たちはロシアを投資対象から完全に除外しており、中国が引き続き投資対象になるかどうかも議論を続けています。

中国が問題を抱えているのは確かで、そのほとんどは中国が自ら招いたものですが、現状を鑑みれば投資対象外とは考えていません。外資系企業がサプライチェーン(生産供給体制)のリスクを回避するために直接投資を大幅に減らしているのは事実ですが、世界第2位の経済大国であり、まだ新興国である中国は、重要な市場であると同時に製造業の一大拠点でもあります。メルセデス・ベンツ・グループやBMWなどの自動車メーカーは、売上の約3分の1を、中国を中心とするアジアから生み出しています。このような状況にもかかわらず、ドイツの自動車メーカーとのミーティングでは、同じような話を聞くことができます。すなわち、ビジネスは持ちこたえており、時間の経過とともに利益の増加を見込むこと、販売量を追わず収益の質を追求すべく規律を保っており、これは新型コロナウィルスのパンデミック(世界的大流行)から学んだ重要な教訓であること。BMWは2024年から2025年にかけて新たな車格のクラスを発表する予定なので、慎重ではありますが楽観しています。さらに、一株当たりのキャッシュフローの3倍の株価で取引されているなど割安で、多額のキャッシュ残高があり、自社株買いも行っています。

また、中国のハイテク企業に対する規制圧力は既にピークを超えたように見え、中国経済の重要な部分を構成するこの部分の不確実性は取り除かれました。規制のおかげで競合他社が参入しやすくなった一方で、ハリス社はアリババ・グループの株式を平均的な企業の数分の一の水準で保有する投資機会を得ました。アリババ・グループの40%の市場シェアは持続可能ではないと常に考えており、政府の動きによって市場シェアの低下は少し早まりましたが、アリババ・グループの技術と規模の優位性を考えれば、市場シェアと収益性は崩壊していません。アリババ・グループの事業分離計画は、アリババ・グループ本来の企業価値を可視化するのに役立つと考えています。

地政学的な情勢に加え、中国企業の評価に際してはリスクを高く見積もっています。公共部門や不動産部門に債務が蓄積していることから、金融情勢にもリスクがあります。これらのリスクは問題ですが、特に中国の高い貯蓄率、貿易黒字、外貨準備の豊富さを考慮すれば、充分に対処できると考えています。このようなリスクを前提としたうえで、ポートフォリオにおける中国企業の総投資ウェイトについて、追加的にリスクを取れる分野として認識しています。

## (3) 日本

その一方で、なぜ日本を大きくアンダーウェイトしているのかという質問をよく受けます。それは単純に、バリュエーションを考慮すると、ハリス社の基準を満たす企業を見つけるのが難しいからです。日本の株式市場は PER(株価収益率)約 14 倍で取引されていますが、日本企業の ROE(自己資本利益率)の平均はわずか 8%です。それに対して、欧州株式市場は PER11 倍、来期予想利益ベースでは PER10 倍で取引されていますが、ROE は 15%です。確かに日本の企業業績は徐々に改善していますが、このように日本企業全体に低水準の経済的リターンが蔓延している状態では、広く割安な投資価値を見出すのは難しいのです。以前は必ずしもそうではありませんでした。ハリス社の日本株への投資比率は 2011 年に史上最高を記録しました。1990 年代以降、経済成長が横ばいを続けていたことで日本企業は古典的なバリュー・トラップ(罠)とみなされていたため、ハリス社は多くの投資機会に恵まれました。

### 結び

つまり、ハリス社は、地理的な要素を投資の原動力として考慮しているのではなく、調査・分析に基づく個別

銘柄の特性や投資機会を重要視しています。ハリス社が現在、地域として欧州に価値を見出しているのはたまたまに過ぎませんが、全体的に見て、保有する投資銘柄における、割安な企業評価と企業における堅調なキャッシュフローの成長という組み合わせをもって、ハリス社はポートフォリオの状況に満足しており、将来に確信を持っています。

以上

■デビッド・ヒーロ氏は、当社がハリス・アソシエイツ社に委託をしています各ファンドのファンド・マネジャーです。また当社の当該ファンドと、同社が米国で運用するオークマーク・ファンド・シリーズの投資哲学や基本的な運用方針等は共通のものです。本コラムは、当社が提供する各ファンドの投資哲学等をお客様がご理解頂くうえで有益と思われる情報を提供するもので、当該ファンド・シリーズの勧誘、推奨を目的としたものではありません。

#### ■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。本文中に特定の銘柄についてのコメントがある場合、当銘柄についての投資の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://www.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。

2023-11-8