2022 年 10 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

ビル・ナイグレンのコメント（2022年 7-9 月期）

ビル・ナイグレン

ビル･ナイグレンは、1996 年からオークマーク･セレクト･ファンド、2000 年からオークマーク･ファンド、2006 年からオークマーク･グローバル･セレクト･ファンドのファンドマネジャーです。同氏は、1983 年にハリス社に入社し、1990 年～1998 年にかけて調査部長を務めました。ウィンスコンシン大学の応用証券分析プログラムで 1981 年にファイナンスの修士号を取得しています。1980 年にミネソタ大学で会計の学士号を取得しています。

「下落を避けるために株式市場から退場する人は、次の上昇を逃す確率が高い。」
― ピーター・リンチ※、フィデリティ・マゼラン・ファンド・のマネジャー（1977～1990 年）

※フィデリティインベスメンツのファンドマネジャーとして「マゼラン・ファンド」を運用。マゼラン・ファンドを世界最高の投資信託ファンドに押し上げた伝説的な投資家。

ハリス社は長期投資家です。私たちは、お客様の利益になるように経営されている成長企業を見極めようとしています。そのような企業の株式が、ハリス社の算定する本源的価値を大幅に下回る価格で取引されている場合にのみ、株式を購入します。購入後は、株価と本源的価値の乖離が縮まるのを辛抱強く待ちます。

先週、10 年前に退職されたあるお客様からメールをいただきました。その方は、相場の下落が本当に身につまされ、退職してから初めて資金不足を心配するようになった、とのことでした。私は、「ステイ・ザ・コース（困難な中でも投資を諦めないでください）」との返事を書きながら、これこそ、今、多くのお客様が直面している問題ではないかと思いました。

なぜ今、これほど多くの人が「お金がなくなるかもしれない」と心配しているのでしょうか。S&P500 種株価指数は今年 24%下落しています。債券はさらに悪く、米国債の 20 年債は今年に入ってから 30%も下落しています。つまり、株式と債券の資産配分は、今年はあまり役に立たなかったということです。典型的な退職者のポートフォリオ（例えば、株式 60%、債券 40%など）は、債券の満期によっては、株式だけのポートフォリオよりもさらに損失が大きくなった可能性があります。さらに、そのポートフォリオを生活費に充てると仮定すれば、その価値は簡単に 30%下落することになります。さらに、過去 40 年間で最も高い 8%のインフレを考慮すると、多くのポートフォリオが購買力の 35%以上を失っていることになります。論理的な人々が、あとどれくらい我慢できるだろうかと考えるのも無理はありません。

では、どうすればいいのでしょうか。

アセットアロケーション

この 1 年は、株式よりも長期債の方が大きく値を崩すという極めて異例の年でした。過去 30 年間で、S&P500 種株価指数が下落した年は 6 回あり、その平均損失は 15%でした。その 6 年間のブルームバーグ 20 年超国債インデックスの平均リターンはプラス 13%で、唯一マイナスになった年は 2%のマイナスでした。2022 年を「異常値」と呼ぶのは控えめな表現です。通常、債券は株式よりも変動が少なく、さらに両者の相関は高くありません。例えば、投資家が景気減速を懸念するときは債券が値上がりし、株式は値下がりし、景気回復を予想するときはその逆が一般的です。つまり、株式と一緒に債券を保有することで、通常、ポートフォリオの変動が少なくなるのです。

今年は何が違ったのでしょうか。今年の金利はゼロに近い水準でスタートしました。歴史上ほとんどの場合、長期国債の利回りはインフレ率よりわずかに高い程度でした。金利がそれを大きく下回っていた時期があったため、私たちはしばしば、長期国債は過大評価されており、バランス型ポートフォリオのリスクを軽減するものではないと考えていると述べてきました。しかし、2022 年までの数年間、超長期債と高 PER（株価収益率）株（どちらも投資資金の回収期間の長い投資）の両方に投資したポートフォリオは、あたかも超低リスクであるかのようなパフォーマンスを示していました。債券は通常、投資家が株式のリスクを受け入れると値下がりする一方、投資家がリスクを落としたいときには値上がりし、株式の損失を緩和してきました。しかし今年は、インフレを抑えようと金利が引き上げられたため、すべての長期性資産が下落しました。投資回収期間が最も長い株式と債券が、最も下落したのです。このことは、ファンダメンタルズ・リスクをより詳細に分析するのではなく、直近の値動きだけでリスク評価を行うことの危険性を示しています。

長期債の利回りが長期インフレ予想を上回り、これまでの歴史と整合的であることから、債券は分散ポートフォリオにおいて再びリスク低減の役割を果たすことができると考えています。投資家の皆様には、株式と債券の適切な資産配分を確立し、変動が激しい時期は、パフォーマンスが良好な資産を売却し、劣後している資産に再投資して、意図した資産配分を回復する機会として活用することをお勧めします。

適切なアセットアロケーションとは

退職者にとって、1 つの資産クラスが完璧であることはありえません。現金は通常、非常に低いリターンしか得られず、債券はインフレに対する保護を提供せず、株式は生活費を満たすために使用するポートフォリオには変動が大きすぎる可能性があります。そのため、ほとんどのアドバイザーは分散投資を推奨しています。若い人ほど、投資期間が長いので、ポートフォリオの大部分を株式にすることが適切です。私がこの仕事を始めたころの経験則では、株式の比率は 100 から自分の年齢を引いたものが妥当だとされていました。つまり、70 歳の人なら株式 30%、債券 70%を目標にするということです。しかし、平均寿命がこれほど伸びた今、多くのファイナンシャルアドバイザーは、この計算式は保守的になりすぎたと言い、120 から年齢を引いたものを使うようになりました。つまり、70 歳の人は 50%を株式に投資することができるのです。それよりも、適切な水準に達し、そこにとどまるように臨機応変にリバランスすることを考えるべきでしょう。

ベア（弱気）マーケット

前四半期のコメントで、過去 77 年間に株式市場が 20%以上下落した回数は 11 回であったと書きました。20%下落後のさらなる下落幅は中央値で 10%、最終的な底値は中央値で 117 日後に発生しました。今年の下げはどうなっているのでしょうか。6 月 13 日に 20%の下落を記録しました。その後 109 日間でさらに 7%下落しています。つまり、「通常の」弱気相場まであと数日、数パーセントのところまで来ているのです。もちろん、もっと悪くなる可能性もありますし、過去の弱気相場の半分くらいはそうでした。しかし、典型的な弱気相場をすでに経験しているということは、いくらか安心できるのではないでしょうか。

前四半期のコメントでは、ベア（弱気）マーケットの後は通常よりも相場が上昇する傾向があることにもふれました。20%下落した後の 2 年間の平均上昇率は 33%であり、通常 2 年以内に損失額以上を回復していたことになります。この 33%という数字は、2 年間の上昇率の中央値のほぼ 2 倍です。特に専門家からは、相場が下落した後はより慎重になるようにというアドバイスが多く聞かれるため、このような前向きな見通しは受け入れがたいかもしれません。

良い時期が悪い時期に続く、あるいはその逆の傾向があることが、株式の長期的なリスク・リターン特性が非常に良好である理由の一部です。下の表は，S&P 500 種株価指数の過去 77 年間の 1 年，5 年，10 年，20 年の平均総リターンと，各期間の最高・最低リターンを示したものです。

＜S&P 500 種株価指数リターン（過去 77 年間）＞

期間（過去）	平均リターン	最高リターン	最低リターン	標準偏差(年率)
1 年	12%	61%	-39%	17%
5 年	80%	251%	-22%	7%
10 年	215%	587%	-26%	5%
20 年	784%	2,753%	155%	3%

ここで、皆さんに注目していただきたいことが 2 つあります。まず、複利の力です。1 年で 12%のリターンは人生を変えるものではありませんが、20 年間投資し続ければ、平均して資金はほぼ 9 倍に膨れ上がります。次に、表の中で最もリターンが低いのは、過去 1 年の最低リターンで、39%の損失であることに注目してください。時間が経つにつれて、平均的な結果が改善されるだけでなく、最悪の損失も小さくなっています。実際、20 年間の最悪の結果は 155%の利益となっています。リスクが時間とともに減少することは，年率換算した標準偏差にも現れており，保有期間が最も長い場合に最も低くなっています。つまり、年間のリターンは互いに独立しているのではなく、平均回帰しているのです。そして、それは今年のような年の後に知っておくと良いことです。

ですから、私たちは、長期間株式市場に資金を投資し続けられる投資家に、株を買うことを勧めています。もし、1 年後に株を現金化するつもりなら、予想される利益の何倍もの損失を被るリスクがあります。現金化までに 5 年待つことできるのであれば、期待できる利益は、過去の最悪の損失の何倍にもなります。20 年待てば、投資額が 2 倍になるより悪い結果はないのです。私たちは、5 年以内に売却する予定があるなら、株を買うべきではないと言っています。また、マーケット・タイミングを狙うことも推奨しません。多くの投資家は、大きな損失を出したら投げ売りし、大きな利益を出したら全力投球する傾向があります。歴史的に見ると、その逆の方が良い結果を生んでいます。

銘柄選択が問われる相場

これも金融メディアに浸透している無意味なフレーズです。相場が高いときに使われることが多く、自分の好きな銘柄は、いずれ相場が下がっても大丈夫だとでも言いたいのでしょう。私たちはこの言葉を使いませんが、お気に入りの銘柄が相場の下落に耐えられると誤って考えてしまう罪は大きいのです。

では、銘柄選択の好機というものをどのように定義すればよいのでしょうか。平均的な銘柄よりも上昇する銘柄を選ぶことが成功であるとすれば、候補銘柄が多い環境とは、株式市場での株価の値付けに大きな幅があるとき、つまり、通常よりも多くの銘柄が極端に高いバリュエーション（割高）と極端に低いバリュエーション（割安）で取引されているときでしょう。分布が狭いほど、銘柄選択によるリターンの差別化は難しくなります。この投資機会を測る一つの方法は、PER の分布を見ることです。(株価と本源的価値の対比の方がより正確ですが、これは計算が難しい指標であり、歴史的に再現することはほぼ不可能です)。

今日の PER 分布は歴史と比較してどうなのでしょうか。S&P500 種株価指数の実績 PER の分布を調べ、450 番目に高い PER と 50 番目に高い PER を比較しました。過去 30 年間で PER が高い 50 位の平均は 47 倍であるのに対し、450 位の平均は 11 倍でした。つまり、約半数の年で最高 PER は最低 PER の 4 倍以上であり、残りの半分の年では 4 倍以下であったということです。

現在では、PER が高い 50 位は 50 倍と通常より高く、PER が低い 50 位は 9 倍以下と通常より低く、比率は 5.6 となります。つまり、PER の散らばり具合は通常より 4 割程度広がっています。従来からよくあることですが、ボラティリティ（株価変動幅）が異常に大きいため、バリュエーションの広がりが大きく、銘柄選別を通じて付加価値を高めるには良い相

場環境でした。今後もしばらく続くと見ています。この比率がさらに高くなったときに以前の四半期報告でも同じようなことを申し上げましたが、いくつかの銘柄が不調だったため、この比率が下がり始めてから期待したほどの付加価値を得ることができませんでした。それでも、今日は平均よりも良い相場環境であると信じています。株式市場が好調なだけでなく、ハリス社が魅力的と判断した銘柄のパフォーマンスが向上することを期待しています。

アドバイス

2022 年、株式と債券の両方が弱気相場となり、ポートフォリオの購買力が高いインフレによって損なわれたため、実質的に多くの資本価値が失われました。米国に限って言えば、2022 年現在、株式は 14 兆ドル、債券は 8 兆ドルの価値を失い、インフレはさらに 6 兆ドルの価値を毀損したと推定されます。合わせて 28 兆ドルの購買力低下は、まさに「前代未聞」という言葉を使うにふさわしいと思います。FRB（米連邦準備理事会）がインフレの鈍化と経済の減速のバランスを取ろうとする際に、この数字を考慮することを望んでいます。

私に手紙をくれた退職者の方へ

ポートフォリオの損失を心配するのは正しいことですが、その心配にどう対処するかによって、損失がどの程度永続的になるかが変わってきます。私たちのアドバイスは、きわめて伝統的なものです。

1. 夜中に投資ポートフォリオのことが心配で目が覚めるのであれば、リスクを減らすべきでしょう。
2. 株式市場が回復するまでは、自由裁量の支出を控えましょう。
3. メディアのマーケット・タイミングに関するアドバイスに耳を貸してはいけません。
4. 資産配分は重要であり、株式と債券の両方に投資することは、投資リスクをコントロールするのに役立ちます。
5. 株式市場の変動は、目標とする資産配分にリバランスする投資機会を作ります。
6. バリュエーションの散らばり具合が通常より大きい時は、銘柄選択で付加価値を高めることを検討します。
7. 投資家は、下落後に売却し、上昇後に購入することで、自分自身を傷つけます。その逆を行いましょう。

私たちは既に、平均的な弱気相場の期間と規模を経験しています。もちろん、それが続かないという保証はありません。しかし、株式は歴史的に、時には痛みを伴う弱気相場にもかかわらず、長期的には最もパフォーマンスの良い資産クラスであったことを忘れてはなりません。今後も長期的な株式のパフォーマンスの優位性が変わることはないと考えています。

■当社がハリス・アソシエイツ社に運用を委託している各ファンドと、同社が米国で運用するファンドの投資哲学や基本的な運用方針等は共通のものです。当社では、当社が提供する各ファンドの運用内容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して参りますが、当該ファンドの勧誘を目的とする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。 2022-10-101