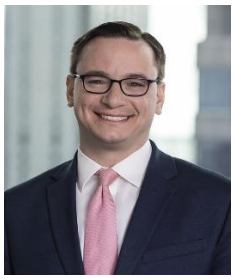
2022 年 10 月

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

不確実性の中にある楽観主義



トーマス・W・デラニー、CFA（米国証券アナリスト） 14 年の投資経験

プライベート・ウェルス・マネジメント担当ディレクター兼ポートフォリオ・マネジャー

プライベートクライアント戦略のポートフォリオ・マネジャー

理学士, セントルイス大学, 2007 年

SEI インベストメンツのヘッジファンドアナリスト、2007-08 年

2008 年ハリス・アソシエイツ入社

ハリス・アソシエイツのシニア・ポートフォリオ・スペシャリスト、2008-15 年。

2013 年 シカゴ大学 修士課程

太陽の光が差し込む秋の森

「秋のさわやかな季節になると、人生はまた一から始まる」

— F・スコット・フィッツジェラルド（米国の小説家）の代表作『華麗なるギャツビー』より

9 月から 10 月へとカレンダーがめくられると、中西部の上部では一般に賑やかな雰囲気に包まれます。リンゴ狩り、スープの季節、フットボール、野球のプレーオフ、コーヒーショップでの楽しいミックス飲料など、秋ならではの風物詩とともに、「スウェットシャツ日和」が、湿度の高い夏からやっと解放してくれるようです。湿度に加え、2022 年の夏を通して、地政学的な話題であれ、金融の話題であれ、シカゴのスポーツであれ、大変なことがありました。どのリンクをクリックしても、どの新聞を開いても、どんな話題であっても、人々の間にさらなる不安が広がっているように見えました。嫌な見出しにもかかわらず、投資家にとっては、季節の変わり目で気温が下がり、一息つけるのではないかという希望もあります。

2022 年は、9 月末まで、投資家はやや痛ましい日々を過ごしてきました。株式市場は不確実性を嫌う傾向がありますが、今年は疑いなく不確実性を多分に含んでいます。インフレ（物価上昇）率の上昇、金利の引き上げ、ウクライナでの戦争の継続など、数え上げればきりがありません。楽観主義者なら、こうした株式市場の暗闇に、トンネルの終わりの光が見え始めていると期待するでしょう。今年最後の 3 ヶ月で、これらの重しの一部または全部が解決されるならば、株式市場は大きく上昇することでしょう。ただ、ハリス社では、このような短期的な視点に立つことは決してありません。むしろ、そのような考え方が投資の失敗につながることが多いと考えています。

善と悪が入れ替わる二重人格のジキルとハイドのような不安定な相場が、投資家のネガティブな感情をより一層際立たせています。7 月が好調だったのに対し、8 月、9 月が気難しい展開となったように、株式市場は安定した足場を確保できないようです。この点について、2 つの指摘があります。まず、9 月に S&P 500 種指数がプラスとなった直近の 7 営業日は、直後にその上昇分をすべて帳消しにする日が続いています。さらに、2022 年 7-9 月期は、一時 15%上昇した後、9 月 30 日の終値では 5%下落しました。このピークからボトムへの約 20%の変動は、この短期間における指数の歴史上 2 番目に大きな変化幅でした。

株式市場は、懸念が正しいことを証明しており、そのため 2022 年に入ってからの株式のパフォーマンスは苦戦しています。私たちは、市場のセンチメント（市場心理）を非常にネガティブなものにしている要因に関して、現実から目をそむけるつもりはありません。ただ、そうしたくなる気持ちも理解できます。そのため、保有する企業の収益水準や質に影響を与える可能性のある潜在的な経済問題に注意を払いつつも、歴史的にハリス社を支えてきた長期的な視点と規律を維持できるようにしたいと考えています。

このような背景の中で、楽観的な見方はどこから来るのでしょうか。答えは簡単です。米国株式市場の動向を示す S&P 500 種指数が 20%以上下落したのは、今年も含めて 6 回あります（1962 年、1974 年、2001 年、2002 年、2008 年、2022 年）。過去 5 回のうち 4 回は、

10-12 月期のリターンがプラスでした。つまり、80%の確率で基調が変わったのです。

もっと長期の、もっと熟慮された答えが知りたいと思われるでしょうか。投資家は、ハリス社の歴史とバリュエーションの 2 つの側面に分けて考えることができます。

まず、歴史的な側面では、簡単に言えば、「ハリス社は、以前にもこのような経験をしたことがある。」ということです。すべての弱気相場が同じであるわけではなく、すべての原因が同じであるわけでもありません。しかし、1976 年以来、ハリス社は株式市場の低迷を乗り切り、お客様の資産形成に貢献してきました。過去は必ずしも繰り返すものではなく、将来の結果を保証するものではありません。しかし、私たちは、私たちの投資プロセスと投資哲学を信じ、その再現性が、忍耐強く長期的な投資家に役立つと信じています。

例えば、1999 年から 2000 年にかけてのインターネットバブル、2001 年後半の米国の景気後退、そして 2007 年から 2009 年の世界金融危機という、最近の 3 つの顕著な株式市場の落ち込みを考えてみましょう。

この 3 つのケースでは、ハリス社の規律ある投資スタイルがお客様の資産にプラスのリターンをもたらしました。これら危機前後の期間を合計すると、S&P500 種指数と比較して、平均 27%以上の超過収益を上げています。繰り返しますが、確実なことは何もありません。しかし、このような時期には、株式市場は極端に理性を失う傾向があり、投資家はしばしば良い株を悪い株と一緒に投げ売りしてしまうことがあります。

そこで、バリュエーション（企業価値評価）の出番となります。客観的で大局的な視点で見ると、現在の投資環境は魅力的であるように思えます。2022 年の株式市場の継続的な下落状況からすれば、それはある程度明らかなことです。S&P500 種指数は今年 9 月 30 日までの累計で 24%下落していますが、2020 年末に遡って比較すると、株式市場は 2021 年の豊潤な利益をすべて吐き出し、その 21 カ月間のトータルリターンは約▲2%となっています。しかしながら、その 2 年間、企業価値が横ばいであったとは考えにくいと思います。

個別銘柄についても、複数の事例を紹介できます。例えば、現在の評価水準では、金融機関、特に大手商業銀行に魅力があると思います。伝統的に、これらの企業は有形資産の簿価（バランスシート上のすべての有形資産の価値）の 2 倍以上の株価で評価されることがあります。しかし、現在では、その 70%程度の株価でしか評価されていない大手商業銀行もあります。つまり、これらの金融機関が単純にすべての資産を時価で売却した場合、株価は 40%高くなるはずです。特に金利が上昇し、これらの金融機関にとって融資と調達の利鞘が稼げるはずなのに、現在の株価はあまりにも安すぎます。

グーグルやユーチューブなどの親会社であるアルファベットにも、株価と本源的価値の乖離の好例が見られます。アルファベットの PER（株価収益率）約 14 倍で、株式市場の PER とほぼ同水準です。しかし、ウェイモ（自動運転車開発企業）やクラウドなど他の事業への投資状況や手元資金を考慮すると、中核事業であるグーグルやユーチューブは株式市場 PER の 50%で取引されていることになります。これは、中核のインターネット検索事業で 18%、クラウドで 39%成長し、全体として 16%成長している事業としては、単純に安すぎると考えています。

現在の株式市場の見通しに対する懸念は、目下の問題を考慮すれば、理由がないわけではありません。企業業績見通しの下方修正、インフレによる経済活動の収縮の継続、過度に積極的な FRB（米連邦準備理事会）の利上げ、あるいはその他の多くの外生的なショックが起こる可能性があります。しかし、魅力的なバリュエーションを持つ弱気市場を見ると、このような時期こそ、本源的企業価値と株価の乖離を利用し、ポートフォリオを機敏に見直すべきです。将来においてポートフォリオの企業の健全性とバランスシートの強さが評価されるように準備をしたいと考えています。

長期的な視野に立つ投資家は、今年 9 カ月の試練を乗り越え、富の創造という究極の目標を達成する必要があります。口座残高や株価を毎日チェックしているとおかしくなりそうになりますが、「悪いことも永遠には続かない」ものであり、最終的には、これまで培ってきたバリュー哲学に忠実であることが重要だと考えています。

皆様からのご支援とご忍耐に心より感謝いたします。今後ともよろしくお願い申し上げます。

■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。 2022-10-111