2022 年 12 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

不安の壁をよじ登る

ダニエル・A・ニコラス、CFA（米国証券アナリスト）

クライアント・ポートフォリオマネジャー

1999 年 ウィスコンシン大学マディソン校卒業

1999-2000 年 ウィスコンシン大学応用証券分析プログラム 株式ポートフォリオ・マネジャー

2000 年 T. ロウ・プライスの株式アナリストインターン

2001 年 ウィスコンシン大学マディソン校 修士課程修了

2001-09 年、UBS エグゼクティブ・ディレクター

2009-12 年モルガン・スタンレー証券 エグゼクティブ・ディレクター

2012 年ハリス・アソシエイツ入社

23 年の投資業界での経験

「不快感は、しばしば達成感を得るために支払わなければならない通行料である。この辛さの向こう側に待っている報酬は、目的地に至るために支払った対価に見合うものである。」

― コリン・オブラディ、「29029 エベレスティング(29029 フィートはエベレストの高さ)」の共同創設者、「12 時間ウォーク」（2022 年）の著者

私は最近、エベレストに相当する山に登りました。エベレストそのものへのチャレンジは、実現不可能な高嶺の花でした。2 カ月間、誰が子供たちを見てくれるのか、帰ってきて仕事があるのだろうか、そもそも帰って来られるのか、私にはリスクが高すぎました。しかし、標高に順応する必要も、極寒の気候と戦う必要も、ネパールに飛ぶ必要もない「29029 エベレスティング大会」は、まさに挑戦してみたいと思った冒険でした。気まぐれな思いつきで、私はユタ州の 290 人の冒険家グループと一緒に、「36 時間以内にスノーベーシン・スキー場の丘を 13 回登り、29,029 フィートの標高差獲得を目指す」というイベントに申し込みました。これは、自らの快適空間から抜け出すチャレンジでした。失敗を恐れて行動を起こすのをためらう自分から脱却したかったのです。

リスクはどこにでもある

山に到着すると、妻と私は「29029 エベレスティング」の共同設立者であるジェシー・イッツラー氏に迎えられました。私は、このミッションに参加申し込みをした後、彼の著書「シールと暮らす：地球上で最もタフな男との 31 日間のトレーニング（2015 年）」 を読んでいたので、信じられないほど過酷なウルトライベントを完遂するために心と体を追い込んだ、億万長者の事業家と話をしているのだと実感しました。私たちの会話は、「これまでに達成した最も過酷な肉体的偉業は何か」という話に及びました。妻は「マラソンを 4 時間以内で走ったことです」と答えました。彼は 「その大変さを 7 倍ぐらいすれば、明日の 29029 と同じになります。どれだけ難しいかわかるでしょう」と応じました。「え、そうなのですか」と私は驚きました。まだ一度もマラソンを完走したことがなかったからです。その時、私は自分の力を試されていると感じ、もう後戻りはできないと思いました。水ぶくれ、脱水症状、疲労困憊、足首の捻挫など、リスクと隣り合わせの道程を受け入れるしかなかったのです。

投資を考えても、リスクはつきものです。ハリス社が主要な投資戦略を開始した 1991 年以降、遭遇したリスクとして、以下のものが挙げられます。

砂漠の嵐作戦（湾岸戦争）
世界的な景気後退
ヒラリー・ケア（医療制度改革）
FRB（米連邦準備理事会）の利上げ
オクラホマ・シティ爆破事件
米国政府の閉鎖
狂牛病
アジア風邪
クリントン弾劾

Y2K （2000 年問題）
インターネットバブル
9/11（米国同時多発テロ）
アフガニスタン戦争
不況
イラク戦争
SARS
ハリケーン・カトリーナ
サブ・プライム住宅ローン危機
リーマン・ブラザーズ破綻
オバマ・ケア（医療制度改革）
不動産崩壊
世界金融危機
ギリシャ債務問題
S&P による米国債の格下げ
石油価格の暴落
エボラ出血熱
ロシアのクリミア併合
シリア移民危機
ブレグジット（英国の欧州連合離脱）
分裂的な大統領選挙
トランプ弾劾
米中貿易戦争
新型コロナウイルス
インフレ加速
ウクライナ・ロシア戦争

リスクの評価

スキー場の下り坂を逆に登るのですから、道のりは険しいに決まっています。20 週間前から準備のためにトレッドミル（屋内ランニングマシーン）の傾斜を最大で 20 度にして練習しましたが、それだけでも私の心拍数は上限に達していました。午前 5 時半にスタートラインに着くと、最初の登り坂が暗闇だったのは幸運でした。暗闇は私たちの集中力を持続させるからです。ヘッドランプで照らされた足元 3 メートルを直視しながら、一歩一歩登っていきます。驚いたことに、最初の登り口の後ろに、更に十数個の登り口が現れ、その角度は一度も平らになることはありませんでした。とはいえ、3 回も登れば気分は上々です。トレーニングの成果でしょう。しかし、4 回目の登頂で 4,000 キロカロリー以上を消費し、体

力が低下してきたため、心に疑問が湧いてきました。この過酷な山道をあと 9 回も登らなければならないなんて、冗談じゃない。

しかし、スノーベーシンの山頂に着くたびに、ゴンドラに乗って下山できるというプレゼントがありました。15 分の休憩時間には、来た道の上空から危険な景色を眺めることができました。ズームアウトで見ると、登ってきた際に遭遇した危険の全容を眼下に一望できます。地上からだと、こんなに危険が存在するとは決して思わないでしょう。上空からは、滑りやすい岩、飛び跳ねるバッタ、80 度の傾斜、日陰のない 30 度の暑さ、すべてが見渡せます。ゴンドラに乗ることは、株式市場をトップダウンで上から見下ろしているようなものです。現在、投資家は、インフレ（物価上昇）、戦争、欧州エネルギー危機、景気後退、金利上昇、弱気相場など、同時に発生する様々なリスクに直面しているとわかります。

ハリス社は、マクロ経済がミクロ経済に与える影響を、1 社 1 社の企業について評価しています。いわば、ゴンドラではなく、ヘッドランプのようなボトムアップの視点です。パンデミック（新型コロナウイルスの世界的な大流行）であれ、津波であれ、景気後退であれ、当社のアナリストは、企業のキャッシュフロー創出能力への影響にレーザーのように焦点を当て続けます。結局のところ、企業の適正価値とは、その企業が創出する将来のフリーキャッシュフローの現在価値の総和なのです。当社のアナリストの企業価値評価モデルを長期にわたって研究した結果、企業価値のうち、今後 3 年間に企業が創出するフリーキャッシュフローから算出される現在価値はわずか 15%であることがわかりました。つまり、企業価値の 85%は、企業が 3 年目以降に創出するフリーキャッシュフローに基づいて算出されるのです。

ハリス社は、今日の懸念が企業全体の本質的な価値を大きく変えることはほとんどないと考えています。注意すべきは、悲観論が溢れるとき、金融新聞や株式市場のストラテジストによって語られるのはダウンサイドリスク（下落リスク）だけであるように思われることです。私たちは、株式市場で投資タイミングを計ることは不可能だと考えていますが、目標とする資産配分に適合するようにリバランス（資産の投資配分調整）を行うことは重要です。株式投資で受け入れるリスクは、最終的にリターンとして戻ってくるであろうことを忘れないでください。過去 77 年間における弱気相場、景気後退、インフレが発生してからの株価の動きを研究すると、その後 2 年間の S&P 500 株式指数のトータルリターンは 17%を超えていることが明らかになっています（次ページ表）。

リスク	発生頻度	その後2年間のS&P 500のトータルリターン
弱気相場	11回	33%
景気後退	12回	25%
インフレ（8%以上）	5回	17%

リスクとの付き合い方

イッツラー氏は、山において、対応可能なことに集中し、全工程に圧倒されないようにすることを勧めてくれました。まずはマイル標識まで、次は休憩所までとステップを踏むことで、達成可能な課題に向けて気持ちを切らさないようにすることができました。登頂した後は、テントで休んだり、休憩所に行ったりする誘惑を避けることが重要でした。最終的なゴールに向けて体を動かし続けるために、すぐに山に戻らなければならなかったのです。不必要な不稼働時間を回避することが、登頂に向けたペースを維持することにつながるのです。

今日のリスクを前にすると、株式市場から撤退し、その危険を回避したくなるかもしれません。しかし、自分のリスク許容度に応じた資産配分があることを忘れてはいけません。投資のポイントは、すべてを回避することではありません。投資目標を達成できないことこそが最大のリスクであり、そのリスクを軽減するために、計画を忠実に実行することが大事です。

イッツラー氏は、「痛みを予期しておけば、いざというときに備えができる」と言います。ハリス社の投資チームは、今日の難題を楽しんでおり、アナリストが新しいアイデアのメモを急ピッチで作成していることをご存知でしょうか。当社の米国リサーチ・ディレクターのアレックス・フィッチが、2021 年に初めて「29029 エベレスティング」の登頂に成功したことを知れば、驚かないかもしれません。私たちの「銘柄選定グループ」では、投資アイデアのリスクを探るために、難題を振りかざす文化を設けています。

私たちは、お客様の資金を 1 ドルさえもリスクにさらす前に、その銘柄のベア（弱気）ケースを確実に探るために、すべての新しい買いアイデアに「悪魔の代弁者（敢えて反対意見を述べる担当者）」を任命しています。また、すでに承認されたアイデアについては、定期的に「悪魔の代弁者」と「天使の守護者」を戦わせ、リスクについて丁重に議論しています。投資家が過度に悲観的であったり、過度に楽観的であったりしたときに、すぐに行動に移せるように、リスクが顕在化することを想定し、それを評価する方法を見つけ出しているのです。トレーダーは逃げ出すかもしれませんが、準備の整った投資家は「安全余裕率（株式が本質的価値よりも安い価格で取引されているということ）」を活用することができます。こ

のように、ボラティリティ（株価変動）はチャンスなのです。

予想通り、10 回目の登りで私の限界はやってきました。18 時間の行程でタンクは空っぽになり、むくみで足が曲げられなくなりました。そろそろ休憩の時間です。私たちは足を引きずりながらテントへ向かい、29029 コーチの専門的なアドバイスのもと、数時間休息をとりました。そして、新たな恐怖が頭をよぎりました。簡易ベッドから起き上がれるだろうか、それとも体が硬くて再開できないだろうか。コーチたちは、「心配しなくていい、何百回も見てきたことだから」と、知恵を授けてくれました。2 日目、太陽が昇る頃、コーチが正しかったことが証明されました。気迫と決意で最後の 3 回の登頂を果たし、5 時間以上余裕をもってエベレストに到達しました。自分の限界に挑戦した爽快感は、登頂後数週間経っても私の中に残っています。もし私があと 40 年生きられるとしたら、31 時間の山行は、今後 14,000 日間、私の経験に見返りを与えてくれることでしょう。

最後に、ハリス社の四半期ごとの運用報告書やホームページで、資産の成長グラフをよく目にされると思います。私たちに託された資産の成長も、同じような道筋をたどっているのです。このグラフの傾斜は、私のエベレスト登頂を思い出します。

ハリス社の運用資産（2022 年 9 月末現在）、単位：10 億ドル

私たちの唯一の投資手法であるバリュー投資を貫くことで、長期的に大きな資本の複利運用を実現することができました。振り返ると、マクロ経済には大きなリスクがあり、投資家はその都度困惑しました。そんな時は、私が「山に登り続けろ、目標達成には価値がある」というコーチの声に支えられたことを思い出して頂けましたら幸いです。

■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。 2022-12-6