

デビッド・ヒーロのコメント(2018年10-12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)
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26年
・運用経験33年

※ハリス・アソシエイツ社の運用するオークマーク・インターナショナル・ファンド(米国を除く世界株式を投資対象とするファンド)とオークマーク・インターナショナル・スモールキャップ・ファンド(米国を除く世界の小型株式を投資対象とするファンド)のお客様向けのコメントをご紹介します。

2018年第4四半期(10-12月期)は、残念ながら2月に始まった国際株式のネガティブなトレンドが加速しました。ハリス社のファンドが投資している企業は、第4四半期も、2018年全体も、総じて満足のいく企業業績でした。しかしながら、株価の値動きは大きなマイナスとなり、ハリス社のファンドは、他のファンドと比べてもアンダーパフォームとなりました。

◇投資 VS トレーディング

投資とトレーディングという2つの行動の違いについてはさまざまなレターで論じてきましたが、この1年は、市場参加者の内でトレーダーが他の市場参加者を文字どおり圧倒した年でした。2018年は、相対的に企業のファンダメンタルズは良好だったのですが、ここ1年で企業価値が市場に著しく低く見積られるのを目にしました。実際、ハリス社が投資した企業の株価は2018年の年明けにはあまり割高ではなく、ハリス社のグローバル・ファンドやインターナショナル・ファンドは、私たちが算出した本質的価値と比べても25~30%割安な株価で取引されていたにもかかわらず、今年の主要株価指数で上昇したものはほとんどありませんでした。

貿易懸念やEU(欧州連合)の政治問題から長引くブレグジット(英国によるEU離脱)の話題までネガティブ

な政治ニュースに応じて、世界の株価も暴落しました。企業収益は安定を保ち、大半は成長もしているのですが、企業のバリュエーションは低下し続け、実のところ長期的な投資家にとっては魅力的な価格になっています。特に欧州の金融と自動車は、(一部の例外をのぞいて)それなりの企業収益を上げているにもかかわらず大幅に株価が下がっており、結果として2008年以來の割安な株価となっています。例えば、BNP パリバヤクレディスイスの株価は、純資産の75%未満で取引されており、予想利益のわずか6~7倍です。両銀行とも、資本構成を大きく改善し、企業収益も安定し成長しているにもかかわらず、このような株価の下落が起きているのです。欧州の自動車関連企業も、特に貿易摩擦の雑音と中国問題で株価が暴落し、かなり割安となっています。欧州の新しい排ガス規制も動揺を巻き起こし、短期的な株価に影響を与えました。

こうした投資環境において有利なのはトレーダーです。株価の動きやボラティリティなど、企業のファンダメンタルズ以外の要因を見て取引するからです。企業の株価が企業価値に関係なく動くのは短期的な現象です。短期的なトレードの優位性は歴史的に見ても長続きしないということを忘れないでおくことが重要です。

トレーダーはニュースの見出しに応じて株を売却しますが、投資家はこうした値下がりにより生じた投資機会を利用して割安で質の高いキャッシュフローを生み出す企業に投資することができます。2018年の株価の下落局面は企業収益が低下しないまま生じているため、ハリス社のインターナショナル・ファンドは現在、本源的価値に対して50%近く割安に取引されています。

◇政治的不透明感と資産価格

地政学的なリスクの存在はこれまでと同様、常に投資環境の一部となるでしょう。選挙、貿易紛争、戦争、その他の形態の紛争は、短期の株価に大きな影響を与える傾向があります。EUも数多くの重大な経済問題を抱えています。それでもなお、企業の本質的価値に大きな影響を与えるのは、マクロ経済事象ではなく、キャッシュを生み出し、長期にわたって株主価値を創造する企業の能力に影響を及ぼすファクターです。バリュー投資家として、ハリス社が調査・分析・算出するものが、正にこの本源的価値です。マクロ事象は確かに株価に影響しますが、企業のキャッシュフローにはそれほど影響しないため、企業価値にもそれ程影響しません。結果として株価と本質的企業価値との乖離が生じるため、投資機会が増えるのです。

短期的な痛みや居心地の悪さは生じるかもしれませんが、ハリス社は引き続きファンダメンタルズの要因に焦点を合わせ、規律を持って市場のボラティリティや投資家の焦りを最大限に利用します。過去にもこのような状況に直面しましたが、長期的にはお客様に価値をご提供することができました。株式が非常に割安になっている今日の状況を考えれば、引き続き長期的に良い結果を出し続けられると確信しています。

2018年のお客様の忍耐と信頼に感謝しています。皆様にとって良い2019年となりますことを祈念しております。

以上

■デビット・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)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 5.4% (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 1.998% (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)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)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、英文と日本語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。

1901206