



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 (2019年1-3月期)



ビル・ナイグレン氏は、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。ウインズ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。

「木々の緑、赤いバラも私やあなたの為に咲いているように見える、何て素晴らしい世界だろう」

ーボブ・シールとジョージ・デヴィッド・ワイズ作詞、作曲、ルイ・アームストロング歌「この素晴らしき世界」より

「冬は終わらない。寒さが続く、灰色の空、この長い冬が一生続くだろう。」

ービル・マーレイ 演じる主人公の人気気象予報士フィル・コナーズのセリフ 映画「恋はデジャ・ブ」より

(超常現象によって閉じた時間の中に取り残され、田舎町の退屈な春の到来の時期を占う伝統的な祭事グラウンドホッグデーの日を際限なく繰り返すことになった主人公が、己の高慢で自己中心的な性格を改めて、時間の繰り返しを抜け出し、恋を成就させるまでを描く1993年の作品)

今日、テレビをつけ、あるニュース専門チャンネルを見ると、民主党の報道官は共和党を愚かだと批判し、共和党は民主党を愚かだと批判していました。政治的分裂は、これまで見た中で最も深刻なものになり、投資家の経済や株式市場への見通しに影響しています。

10年前、米国民の40%はオバマ大統領がリーダーシップを発揮して、米国経済が2008年のリーマンショックに端を発した世界金融恐慌から抜け出せるとは信じていませんでした。現在、米国民の40%はトランプ大統領の下で米国経済がより成長するとは信じていません。ハリス社では、企業に与える経済の影響力は政治の影響力よりも強い、という見方をしているので、保有銘柄の長期的な予測をする際、経済の分析以外の政治の分析はほとんど行いません。

政治の影響力が経済の影響力にトランプするートランプするというのは英語で勝るという意味です。政治力の大きすぎるトランプ大統領にふさわしい表現かもとの軽口はさておき、政治の影響力が大きいと信じている人々は、政治的信念をもとに経済や株式市場について予想しがちです。そのため、代表的なニュース専門チャンネルであるCNBCの討論会でも、ある投資家は、法人税減税効果によって株式市場は好調だろうと予想し、他の投資家は高い関税によって世界の貿易が縮小することから株式市場は弱いだろうと予想していました。このような論争は何度も聞いているので、私たちならその論争に答えを出せるかもしれません。

過去の2四半期のコメントでは2018年のハリス社のファンドのパフォーマンスが悪くなかった原因を中心に、なぜそうだったか、今はどうか、2019年のポートフォリオの割安さに期待していることなどを述べました。これらのコメントについてファンドの投資家の方々と議論した後、彼らがもっと根本的な疑問で葛藤しているとわかりました。それは、「なぜ株式に投資する必要があるのか?」という疑問です。

最近私がCNBCとのインタビューでハリス社の株式運用の長期のプラスリターン実績を説明したところ、ある投資家から、「パフォーマンスが良かったのは、ハリス社がこれまでどんな時でも株式市場に強気だっただけではないか。」と指摘されました。その指摘はおおよそ当たっています。ハリス社では、過去の資産別の収益率と同様、株式が長期には最も高いリターンを上げると考えています。投資家がマーケットタイミングを利用し利益を上げられる方法は、定期的なリバランスと考えます。株式市場の動きで足元の株式の資産配分が目標資産配分からずれた場合には、定期的に目標の資産配分にポートフォリオを戻すことが大切なのです。しかし、先ほどの投資家は、株式の長期的な見通しに対してまったく悲観的になることがなく、常に楽観的であるというハリス社の考えは信用できないと暗に言っています

S&Pには1926年以降の株式市場データがあります。最初、S&P指数は90銘柄の構成で、1957年以降S&P500指数となり、これが米国株の標準的なベンチマークとなりました。このベンチマークで見ると、1926年以降、株式市場は約4分の3、正確には73%の年で上昇しています。

ギャンブルに例えてみましょう。黒18個と赤18個で構成されるルーレットは、十分な回転数後、それぞれの色の出方は同等となります。もし助言者が常に黒に賭けよと言うなら、その助言を拒否するのはもつとです。でも、もしルーレットが黒26個で、赤は10個しかなく、配当金が双方の色で同じとしたらどうでしょう。

このルーレットのボールは無作為に約4分の1の確率で赤になりますから、赤に賭けなさいという助言は間違っています。正しい助言はカジノの許す限り黒に賭け続けなさいというものです。

株式市場のパフォーマンスは、この赤と黒の確率が不均一なルーレットのようなものですが、投資家、投資アドバイザー、それにメディアは常に弱気なアドバイスを繰り返し、これから株式市場は下落するのだから、赤に賭ける時だ、と言うのです。

93年間に渡るS&Pの年間収益率データを振り返って、真の長期投資家が取べき投資スタンスを考えてみましょう。政治や次週のFRB(米連邦準備理事会)のミーティング、四半期の企業収益の減速などは無視して、その代わりに実生活での投資や長期間の個人資産形成の必要性に目を向けてみましょう。将来生まれる子供の為の大学資金の貯蓄に励む若い夫婦や退職資金を貯める40歳のサラリーマンを想像してみてください。この人たちのゴールには25年間という投資期間があります。短期的な変動は忘れて、同期間の株式市場のパフォーマンスを調べてください。

年の始めに投資をしたら、93年間の年間収益率データから69個の25年間投資した場合のサンプルが抽出できます。1929年1月に投資した投資家は最悪でした。投資後すぐに4年連続の株価下落年(有難いことにこのような下落はその後繰り返されていません。)となり、その結果、初期投資額は約3分の2

に減ります。しかしながら、1953 年の終わりまでには、これらの投資家はその損失を埋め合わせたばかりか、初期投資額の 4 倍以上の蓄積を得ます。忘れないでください。この期間は最悪の 25 年なのです。年初に購入して 25 年間保有し続けた場合に初期投資額が何倍になったかのデータの中央値は 12 倍です。平均すると約 16 倍、最高は 1975 年 1 月に初期投資をした時で 53 倍です。

このような驚くべきデータにもかかわらず、株式市場のタイミングに乗じて利益を上げようとする投資家は常に株を売るタイミングを探そうとします。私たちに言わせれば、そのような手法は、1926 年以降、株式市場が約 4 分の 3 の年でプラスのリターンを上げたことを考えると、長期的には負ける見込の高い投資方法です。

今日、株式売却をすべきとの議論の一つに 2009 年の株式の底値から「上がりすぎて」いるというものがあります。こうした議論はハリス社の投資決定には影響しません。しかしながら、よく聞く見解なので、ここに述べる価値があると考えました。

株式市場の歴史についての専門家たちは、概ね「調整」を S&P500 指数の 10% の下落と定義し、「弱気市場」の定義は 20% の下落です。これらの定義を使用すれば、調整は 2 年に一度、弱気市場は 5 年に一度起きます。弱気市場のない 10 年間にはほとんど前例がなく、それらは避けられないと見ています。

しかし、投資家は本当にこの 10 年連続で順調な株式市場の上昇を享受したと言えるのでしょうか。2011 年には、S&P500 指数は 4 月 29 日引け値から 10 月 3 日引け値まで 19.4% 下落しました。弱気市場の定義にはわずか 1% 届かなかった程の下落です。5 月の日中高値から 10 月の日中安値の期間では下落率は 21.2% です。付け加えると、S&P500 指数の 50% 以上の銘柄が 20% 以上下落し、小型株の下落率はさらに厳しいものでした。多くの投資家にとってその期間は弱気市場でした。

2018 年には、9 月 20 日からクリスマスイブまでに S&P500 指数は 19.8% 下落しました。9 月の日中高値から 12 月の日中安値では下落率は 20.2% です。2011 年と同様、S&P500 指数の半数以上の銘柄が 20% 以上下落し、小型株はさらに厳しいものでした。

株式市場の専門家たちが過去を振り返るならば、過去 10 年には 2 回の弱気市場しかなかったと結論づけるでしょう。それはこれまでの動きと一致しています。しかし、彼らがどう言う定義づけをしようと関係ないのです。私が運用業界に従事して 38 年になりますが、このように急激な株価下落は、私に言わせれば弱気市場です。

さらに、投資信託の投資家は典型的な弱気市場にいるかのような投資行動を取っています。株式の資産配分維持のため株式を購入するというリバランスの代わりに、既に下落した株式を売却し、株式投資への資産配分を減らしています。2008 から 2009 年の弱気市場ほど悪い相場ではないにも関わらず、投資家は積極的にファンドを買い増して株式比率を維持しようとはしません。しかし、通常の景気後退はリーマンショックほど酷いものではなく、通常の弱気市場は 2008 から 2009 年ほど厳しいものではありません。

過去 10 年の株式市場は本当に”上がりすぎ”でしょうか。ハリス社はそのようには考えません。

シカゴの春はとっても良い季節です。木々は緑になり、シカゴ・カブスの本拠地球場リグレー・フィールドでは野球シーズンが開幕し、「恋はデジャ・ブ」で主人公を演じたビル・マーレイと違って、灰色の冬は永遠には続かないということを実感できます。

ハリス社には、もし景気後退が始まるならば、あるいは、2020 年に向けて政党が経済成長重視の候補者を立てたら、株式市場が今年どういうパフォーマンスとなるのか、などについての明確な見解はありません。長期の投資家の私たちとしては、その様な事はあまり重要とは考えていないのです。PER(株価収益率)は通常のレンジの範囲内である一方 GDP(国内総生産)は過去のトレンド線の延長上には届いていません。このことから株価が異常な高値にあるとは思えず、将来の株式リターンは過去の延長線上に回帰するだろうという確信を与えてくれます。

ハリス社は、2019 年に株式投資をして保有を続けた投資家はきっと 25 年後にその決定を喜ばしく振り返るだろうと大いに期待しています。

以 上

■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。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。

## ■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。

1904045