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

デビッド・ヒーロのコメント（2022 年 7-9 月期）

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30 年

・運用経験 37 年

誠に遺憾ながら、2022 年 7-9 月期の実績は、非常に不本意なものとなりました。ウクライナでの戦争継続、インフレ（物価上昇）による金利上昇、新型コロナウイルス関連のロックダウン（都市封鎖）が続くことによる中国の経済不安という 3 つのマクロ経済事象が重なり、世界の株式相場はかなり大きな打撃を受けました。加えて、欧州の株式は現地市場の価格パフォーマンスの低迷の影響を受けています。その結果、グローバル戦略のパフォーマンスは、絶対ベースでも同業他社との相対比較でも低調でした。

<u>インフレは、なぜ現在のような状況になったのでしょうか。</u>

現在の状況を理解するには、中央銀行が債券買い入れと金利引き下げを通じて積極的に金融緩和を開始した世界金融危機（リーマンショック）まで遡る必要があります。同時に、銀

行に対して準備金と自己資本を増やすよう強制する規制措置がとられ、世界金融危機後の10年間で資本金は文字通りほぼ3倍になりました。貸出や株主還元を増やす代わりに、資本金は中央銀行に預けられ、ほとんど、金利がつかないか、あるいはマイナス金利となりました。このような状態が、インフレを伴わない金融の拡大を可能にしました。しかし、現在では、ほとんどの銀行が全額資本積立を行い、その収益を事業の拡大や株主への利益還元に充てることができます。今日のインフレは、銀行が望ましい資本状態に達し、経済が新型コロナウイルスのショックから回復する過程で、過度に緩和的な金融政策を撤回できなかったことに起因しています。サプライチェーン（生産供給体制）の混乱や拡張的な財政政策（新型コロナウイルスへの対応）、ウクライナ戦争によるエネルギー価格の高騰、エネルギー供給を制限する措置など、他の要因も絡んでいます。

欧州株式についての投資スタンス

大半の中央銀行はインフレ抑制のために積極的に金融引き締めを行い、中には急激なスピードで利上げを行うところもあります。しかし、こうした状況を過去約13年間以外の広い視野で見ることが重要です。米国の 10 年物国債利回りは、主要国債と同様に 1984 年の13.8%をピークに漸減し、新型コロナウイルス初期には 0.5%まで低下し、現在は 4%をわずかに下回る水準にあります。最近の金利上昇は過去10年間と比較すると異常ですが、過去40年間と比較するとそうでもありません。

過去14年間でユーロは対米ドルで1.50から0.96まで下落しました。このことは欧州株式の米ドル建て価格にマイナスの影響を与えました。また、インフレ、戦争、エネルギーコストの上昇といったマクロ経済の逆風にもかかわらず、ハリス社が投資している欧州企業の多くは世界経済への広範なエクスポージャーを持ち、こうしたマクロ課題にもかかわらず、満足のいく業績とリターンを報告しています。多くの場合、欧州を拠点とする企業はドル高に助けられています。

例えば、ハリス社のファンドの保有銘柄であるドイツの自動車メーカーの BMW とメルセデス・ベンツは、欧州以外の地域、特に中国と米国で売上と利益の最も高い割合を稼いでいます。これらの市場が好調でユーロ安が続くと、他の条件が同じであっても利益に対する上振れ圧力が実際に生じます。さらに、両社は魅力的なバリュエーションと健全なバランスシート、多額のネットキャッシュフローを誇りながら、一株当たり利益の4〜5倍で取引され、配当利回りは7%を超えています。

欧州を拠点とする企業（高級品、世界的な工業製品、消費財メーカーなど）が、本社の所在地のために極端に低いバリュエーション（割安）で取引されている例は、他にも数多くあります。これは、投資家やトレーダーがしばしばマクロとミクロを切り離せないために起こる

ことです。マクロ経済の事象ではなく、一般的に企業業績、特に長期にわたるキャッシュフローの創出に基づいて企業価値を算定するハリス社のような長期投資家にとっては、市場の非効率に乗じる投資機会となります。

結論

以前もコメントしたように、ハリス社は、ポートフォリオの市場価値とハリス社が算定する本源的価値との乖離を追跡しています。グローバル戦略の 30 年の歴史の中で、ハリス社のポートフォリオの市場価値の平均的な範囲は、本源的価値合計 100%に対し 50%から 75%であり、グローバル小型株戦略も同様です。

しかしながら、2 度の大きな例外があります。世界金融危機の底である 2009 年 3 月と新型コロナウイルスの世界的流行の 2020 年 3 月に、両戦略の時価総額は本源的価値合計に対し 40%以下になりました。

9 月 30 日現在、両戦略は、ハリス社が推定する本質的価値合計の 40%付近で推移しています。過去の実績からは、ポートフォリオが本源的価値合計の 55%以下の市場価値になったとき、その後に強いアウトパフォームが発生する傾向があります。

このことは、ハリス社の基本的な信念と一致しています。株式は、より魅力的な価格になればなるほど、よりリスクが低くなります。そして、資産価格が本源的価値よりも大幅に上昇した場合、リスクはさらに高まります。このように、私たちが経験した株価下落の痛みにもかかわらず、またそれだからこそ、今後において長期的な利益を得る投資機会はより大きく、リスクはより低くなっていると考えています。

ハリス社は、皆様のご忍耐と信頼に非常に感謝しつつ、長期的なリターンの獲得に全力を尽くします。

■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。 2022-10-105