

ALAMCO

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(2024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)(最高投資責任者)
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32年
・運用経験39年

変化のきっかけ

－ 米国外バリューストックにおけるバリュエーション・ギャップの解消

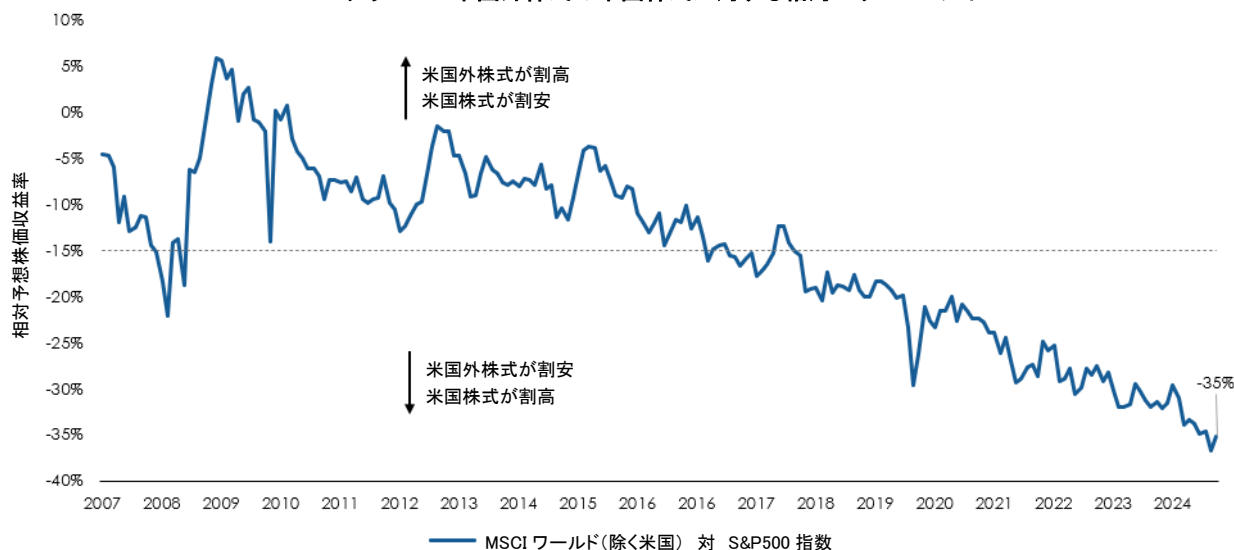
残念ながら、ハリス社の2つの米国外株式戦略のパフォーマンスは、2024年10-12月期および通年でマイナスに転じました。当四半期は米国外市場の米ドル建てのリターンが大きくマイナスとなりました。これは、ほとんどの米国外市場において、特に欧州において、現地通貨のリターンがマイナスとなっただけでなく、米大統領選挙をめぐる高揚感から米ドルとS&P500指数が急騰したためです。

実際に米ドル指数は今期8%近く上昇しました。しかし、ユーロ圏の主要50銘柄で構成されるユーロ・ストックス50指数は、6月と同様、欧州政治への懸念がフランスを中心に再び株価を低迷させ、現地通貨ベースで約2%下落しました。

割安な米国外株式

米国外株式がS&P500指数のパフォーマンスに遅れをとり続ける中、米国株式と米国外株式間のバリュエーション(株式市場での企業評価)のギャップ(格差)は拡大し続けています(※グラフ1参照)。一般的に、リターンが大きく、キャッシュフローの成長性が高い銘柄は、そうでない銘柄よりも株式市場でプレミアム付きで取引されます。

グラフ1: 米国外株式の米国株式に対する相対バリュエーション



データ出所:ファクトセット。各指数の予想株価収益率は向こう12ヶ月の利益予想に基づく。2007年10月31日～2024年12月31日。

しかし、私は次のように考えています。現在の米国外株式の割安さは経済のファンダメンタルズによって正当化されるものではなく、S&P500 指数採用銘柄の一部や、ビットコイン、米ドルなど、他の分野への資金流出のモーメンタム（勢い）主導の動きによってよりわかり易く説明できます。多くの投資家、トレーダー、投機家がこうした狭い投資対象に集中的に投資しているため、ファンダメンタルズでは正当化できないほど価格が急騰しています。

一方、こうしたアグレッシブな値動きの原動力は、米国のバリュー株や米国外株式などからの資金流出からもたらされました。米国外株式からの逃避が起きているのは、中国、EU（欧州連合）、そして最近では英国に至るまで、政治的要因によるボラティリティ（株価変動の大きさ）や稚拙な経済政策に市場参加者が振り回されているためです。

ハリス社の米国外株式のポートフォリオでは、全体として2桁のEPS（一株当たり利益）成長が予測されている中、PER（株価収益率）は10倍強で取引されています（※表1参照）。

表1: ポートフォリオ特性

	ハリス社の 米国外株式ファンド	MSCI ワールド (除く米国) 指数	ハリス社の 米国外小型株式 ファンド	MSCI ワールド (除く米国) 小型株指数
PER	10.1x	13.9x	10.5x	12.5x
株主資本利益率	11.9%	13.0%	11.4%	8.2%
EPS 成長率	11.1%	4.4%	14.9%	17.5%

1年後の利益予想に基づく。2024年12月31日時点。

表1から表4にあるハリス社の米国外株式ファンドおよび米国外小型株式ファンドはハリス社が米国の投資家向けに提供するファンドに関するもので、当社が設定するファンドに関するものではありません。

バリュエーション格差の解消

ハリス社のお客様の多くは、特に米国外株式のバリュー（割安）株の米国株式とのバリュエーションのギャップが大きすぎるという事実を認識していますが、そのギャップが解消するきっかけを見出せていません。そのギャップにミーン・リバージョン（平均値に回帰する動き）が発生するとしても、そのタイミングを計ったり、根本的なリバランス（資産の再配分）の要因を予測したりするのは難しいことが多いのです。

欧州最大経済国の成長懸念に対処するドイツの新政権や、相対的に低成長である中国がより強力な政策を打ち出すなど、様々なカタリスト（変化のきっかけ）を挙げることができますが、これらはいくまで可能性にすぎません。一方、より重要なことは、投資先企業の経営陣がじっとしていないことです。むしろ、経営者は積極的に自社が株式市場で再評価されるための方法を模索しています。

ハリス社が運用する小型株ファンドで保有する企業では、株価の低迷を利用しようとする M&A（企業の買収・合併）が活発化しています（表 2 参照）。また、ハリス社の中核となる米国外株式戦略では、配当増額から自社株買い、スピンオフ（分社化）に至るまで、企業価値向上のための数々の施策が見られます（表 3、4 参照）。これは、長期にわたって株主価値を構築する責任を経営者が真摯に受け止めていることを示すものであり、ハリス社が経営陣に期待することです。ハリス社は彼らの行動を賞賛しています。

もちろん、ハリス社の調査プロセスでは、株主価値を構築することに注力し、その能力を有する企業や経営陣を求めていますので、ここには選択バイアス（調査の対象を選ぶ際の偏り）があるかもしれません。しかし、グローバル市場でより積極的な平均回帰が起こるようなマクロ経済的なカタリストを待つ間にも、多くの企業が積極的に株主価値を創造しようとする反応を示していることは心強い限りです。

表 2: ハリス社が運用する小型株ファンドで保有する企業で行われた M&A やスピンオフ

保有する企業(買収された企業)	買収を行った企業
ヴィテスコ	シェフラーAG
ソフトウェア AG	シルバー・レイク
アプラス	アンバー・エクイティ
DS スミス	インターナショナル・ペーパー(進展中)
アデヴィンタ	ペルミラおよびブラックストーン・ヨーロッパ

表 3: ハリス社が運用する米国外株式ファンドで保有する上位 10 銘柄のうち自社株買いを発表した銘柄

銘柄	トータル株主 リターン(%)	年初来の自社株買い リターン(%)	現在の 配当利回り(%)
メルセデスベンツ・グループ	13.37	5.22	9.85
BNP パリバ	9.73	1.64	7.77
CNH インダストリアル	9.00	5.22	4.15
BMW	7.77	1.90	7.60
エデンレッド	6.07	2.24	3.46
エアバス	1.52	0.11	1.16

表 4: ハリス社が運用する米国外株式ファンドで保有する銘柄のうち 2025 年にスピノフする可能性のある銘柄

銘柄	可能性のある スピノフ	トータル株主 リターン(%)	年初来の 自社株買い リターン(%)	現在の 配当利回り(%)
コンチネンタル	オートモーティブ・グループ	3.26	0.00	3.39
ホルシム	北米事業	5.44	2.04	3.21
ティッセンクルップ	マリーン部門	3.84	0.00	3.83

データ出所:ファクトセット。トータル株主リターンは自社株買いと配当によって得られたリターンを指します。配当利回りは 12 月末時点のものを表示しているため、年初来の自社株買いリターンと現在の配当利回りの合計は、トータル株主リターンと一致しません。

最後に、ハリスの運用チームを代表して、この困難な時期を乗り越えるにあたり、皆様からの変わらぬ信頼とご支援に感謝申し上げます。投資した事業の質の高さと、そのお買い得なバリュエーションを考えれば、皆様のご忍耐は必ず報われると確信しています。

以 上

■デビッド・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・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 3.3%(税抜 3.0%)

■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。本文中に特定の銘柄についてのコメントがある場合、当該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。

2024-03-32