＜ハリス・アソシエイツ社 コメント＞

2022 年 5 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

ビル・ナイグレンのコメント（2022年 1-3月期）

ビル・ナイグレン氏

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。ウィンス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。

「恐怖と悲観主義がチャンスを運んでくる」

――Michael Price (1951-2022)

2016 年に私がハリス社が運用する米国株ファンドの 25 周年記念に書いたコメントは、投資家が懸念した世界のさまざまな事象を踏まえながら、ハリス社のファンドと株式市場の投資パフォーマンスについて回顧したものでした。次々と危機がやってこようとも投資家はうまくやってきている、というのがその結論でした。―― そして今も同じことが言えます。

ハリス社の米国株ファンドは 1991 年に設定されました。米国がイラクのクウェート併合を阻むため、多国籍軍を率いて「砂漠の嵐作戦」を決行した直後です。今、人々の多くは、あの戦いの勝敗が迅速に決したこと――6 週間の爆撃とわずか 4 日の武装戦――を記憶しているのみです。とはいえ、戦いが始まる前までは、米国が高度に訓練されたイラク共和国軍に負けることもありうる、中東の石油の入手手段を失えば世界的な不景気が起きかねない、イラクが大量破壊兵器を使えば世界中の人々が死ぬかもしれない、といった強い不安感がありました。ハリス社の創業パートナーの一人であるマイロン・ゾールドが、このように言っていたことを思いだします。「世界が終わるほうに賭けるというのは、考えうるかぎりの最悪の賭けだね。勝つことはなさそうだし、勝ったとしても賭け金を回収できないのだから。」

歴史はくり返さないがしばしば韻を踏む(※)、という言葉があります。ウクライナでの悲劇に対する現在の不安の多くは、われわれが米国株ファンドを立ち上げる準備をしていた 1991 年の、湾岸戦争に対する投資家の不安と似ているようにも見えます。先月のアナリストレポートのひとつに、ロシアのウクライナ侵攻が世界戦となり、文明が壊滅する可能性は 10%と予想するものがありました。リスクを無視することは思慮に欠けるようにも見えますが、マイロン・ゾールドが言ったように、文明の終焉を想定したポートフォリオを構築したところで、報酬など得られません。われわれは、現在の自分たちの資産をどう投資するかを決めるうえで、今の事象との関連付けを行うことが、安心感を与えてくれると考えています。

(※)歴史上でまったく同じことが起きることはないが、同様のことはしばしば起きるの意。作家のマーク・トウェインの言葉とされる。

以下にあるのは、1991 年に米国株ファンドを立ち上げて以来起きてきた厄介な事象を 2016 年にリストアップしたものの更新版です。これらの事象はおおよそ 1 年ごとに起きています。

・砂漠の嵐作戦
・世界的不況
・ヒラリーケア（ビル・クリントン大統領の医療制度改革）
・FED の利上げ
・オクラホマシティ連邦政府ビル爆破事件
・米国連邦政府閉鎖
・狂牛病
・鳥インフルエンザ
・クリントン弾劾裁判
・2000 年問題
・IT バブル
・9・11
・アフガニスタン紛争
・リセッション
・イラク戦争
・SARS
・ハリケーン・カトリーナ
・サブプライムローン危機
・リーマンショック
・オバマケア
・米国住宅バブルの破綻
・世界金融危機
・ギリシャ財政危機
・S&P の米国債格下げ
・石油価格暴落
・エボラ出血熱
・ウクライナ、クリミア、ロシア間の紛争
・シリア難民問題
・ブレグジット
・大統領選と米国の分断
・トランプ弾劾裁判
・米中貿易戦争
・コロナパンデミック
・インフレ加速
・ロシアのウクライナ侵攻

恐ろしげなリストです。2016 年のレポートで私は、世界中であらゆる厄介ごとが起きたにもかかわらず、1991 年に S&P 500 指数に投資して 2016 年まで保有していた投資家は、当初の投資資金の 9 倍以上を蓄積していることを指摘しました。このリターンは、8 回の調整局面と 3 回の弱気相場をくぐり抜けているのです（調整局面とは S&P 500 指数が 10%以上下落することと定義していますが、1-3 月期の水準もこれに値します。弱気市場とは 20%以上の下落のことです）。世界の事象を利用して利益になるような売り買いをしたくもなりますが、投資しない期間を正しく選んでバイ・アンド・ホールドよりも実績を向上させるのは難しいものです。これと同様に、ハリス社の米国株ファンドにおいても、この 25 年間 S&P 500 指数と比べてリターンが良いときもあれば悪いときもありましたが、1991 年の初めに購入し保有し続けた投資家は、2016 年には当初の投資資金の 19 倍を得ています。この 25 年間には、ファンダメンタルズに基づくバリュー投資にとって好ましくない、いらだたしい時期もたくさんありましたが、25 年間のリターンは S&P 500 指数の 2 倍以上となっています。われわれの投資スタイルにとって好ましいときが来るときを推測してリターンをさらに向上させようとするのは、やはりとても困難なことだったでしょう。

これらの数字を 2022 年 3 月末までの期間で更新してみると、過去 6 年に亘り S&P 500 指数へ投資した人の投資資金は倍以上になり、ハリス社の米国株ファンド設定と同じ時点からのリターンは 2016 年の 9 倍から 20 倍以上に上昇していることがわかります。このリターンは、4 回の調整局面と 2 回の弱気相場をくぐり抜けてのものです。2016 年以来、ハリス社の米国株ファンドは S&P 500 指数のペースについていけていませんが、設定時からのファンドの投資家のリターンは、設定から 2016 年までの 19 倍から 40 倍近くに増えており、これは S&P 500 指数のリターンのおよそ 2 倍です。

世界的な不透明感に直面すると、翌年、あるいは翌月にさえ何が起きるか想像しにくくなることはありますし、恐ろしくなることもあります。ですが、ハリス社を支えているのは、現在の株価と長期的な価値の間の乖離を活用した投資哲学です。われわれは、ある事業がおよそ 7 年後に持つと思われる価値と比較して、大幅に安値で売られている株式しか保有しません。投資家が心配する事象が足元の収益を著しく減らすこともありますが、それも通常は一時的なものです。こうした事象が長期的な事業価値の見積もりを大きく下げる結果となるのは、まれなことなのです。1-3 月期のようなボラティリティの高い期間に、われわれがチャンスを見いだし、通常よりポートフォリオに変化を加えることが多いのはそういうわけなのです。

私が好きなスポーツ・イベントに、“マーチ・マッドネス（3 月の狂乱）”と呼ばれるカレッジ・バスケットボールのトーナメントがあります。特に、ダビデとゴリアテのように力差のある 1 回戦の組み合わせはいちばん面白いものです。絶対的強豪校が、名前も聞いたことがないような小さな大学に倒されることも、2、3 年に 1 回ぐらいは起きます。今年の 1 回戦でオッズ・メーカーは、毎年優勝候補に挙げられる第 2 シード校のケンタッキー大学が第 15 シードのセントピーターズ大学を破る確率を 95%と予想していました。セントピーターズ大学が勝利したことで私のトーナメント予想は早くもはずれましたが、セントピーターズ大学の選手たちが勝利を祝う姿は、マーチ・マッドネスが見逃せないイベントだということを改めて教えてくれるものでした。

どの試合がマーチ・マッドネスの番狂わせとなるかはわからないまでも、私たちはそれを期待するようになります。毎年、第 1・2 シードと第 15・16 シードの対戦は 8 試合あります。それぞれの格下チームが勝つチャンスが 5%だとすれば、毎年大きな番狂わせが起きる確率は 34%となります。投資家も、株式市場の調整局面は、マーチ・マッドネスの番狂わせみたいなものだと考えればいいのでは、と私は思います。こうしたことは、2 年に1度

は起きる見込みがあるということです。それに、トーナメントの勝者を予想するのは番狂わせの予想をすることではないのと同じで、最も優れた長期投資の実績とは、ほとんどの調整局面を予想することではありません。番狂わせを楽しむのと同じように株価調整を楽しめばいい、とまで言うつもりは今のところありませんが、それを自分の有利になるように使うことはできます。

われわれは投資家の皆様に対し、株式市場で投資したい資産の比率の目標を決めることを奨励しています。株価が下落すれば、株も比率目標を下回ります。しかし、個人投資家はしばしば、株価が下がったあとで株を売ります。これはリターンを損なうばかりでなく、ポートフォリオをさらに目標から遠ざけることになります。株式の資産比率が目標を下回ったら買い、目標を上回ってから売れば、高く買い、安く売るという状況に陥らずに済みます。

世界の事象が株式下落の原因となっても、パニックにならないでください。自分のポートフォリオを確かめましょう。自分の目標ウェイトよりも株価が大きく下回っていれば、安い株価を利用しましょう。セントピーターズ大学が歓喜する姿を見ているほど楽しくはないでしょうが、痛みを和らげ、リターンを押し上げることができるかもしれません。

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。

2022-05-108