＜ハリス・アソシエイツ社 コメント＞

2023 年 4 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(2023 年 1-3 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 30 年
・運用経験 37 年

ハリス社のファンドは、今四半期、絶対リターンと相対リターンの両方で好調でした。この好結果は、主に欧州の保有銘柄、特にドイツに拠点を置く銘柄の反発によって獲得できたものです。2022 年 7-9 月期の四半期コメントで、「欧州株式の事例」を取り上げています。欧州の株価が回復したことは喜ばしいことですが、世界の他の地域の株価と比較すると、まだ大幅に割安であることに留意する必要があります。

(1)特定の銀行の危機か、銀行システムの危機か

SVB (シリコンバレー銀行)をめぐる事件で、3 月は世界的に銀行の株価が大きく下落しました。実際、BNP パリバのような優良銀行でさえ、3 月には 25%も下落し、その後わずかに回復しました。このような株価の反応は行き過ぎであり、企業の本源的価値とまったく一致していないと考えています。なぜなら、銀行の資本が現在より薄く、保有する資産の質が低いことが多かった世界金融危機以降、世界の銀行システムは大きく変化しています。2008 年の世界金融危機後、銀行に貸倒れに対する引当金と資本基盤を大幅に増加させることを要求する新たなバーゼル 3 規制が制定されました。その結果、融資や株主還元は低調になり、企業評価も全般的に低くなりましたが、おかげで銀行システムは強固になりました。

SVB とシグネチャー銀行の破綻に代表される最近の銀行セクターのストレスは、破綻した金融機関のリスク管理の不備に大きく起因しています。預金(短期)と資産(長期)のデュレーション(投資回収期間)に大きなミスマッチ(不調和)があったのです。さらに、SVB は、ベンチャーキャピタル(新興企業支援)や暗号資産のように特殊な業界に集中した、大きく偏った顧客基盤を持ち、FDIC(米預金保険公社)が保証する 25 万ドルを超える大口預金を爆発的に集めました。パンデミック(新型コロナウイルスの世界的流行)下での好況の後、ベンチャーキャピタルや暗号資産関連ビジネスが大きく縮小すると、預金が急激に減少しました。その結果、銀行が預金引出しに応じるためには優良ですが投資回収期間の長い投資を換金しなければならなくなり、

その際に大きな損失の実現が避けられなくなりました。銀行の支払能力に対する預金者の懸念が高まり、預金の取り付け騒ぎが最高潮に達しました。これについては、ビル・ナイグレンの四半期コメントもご覧ください。

一方、ハリス社のファンドが保有している欧州の銀行の投資有価証券は、米国の銀行と比較して資産に占める割合が非常に小さくなっています。このため、ハリス社のファンドが保有している厳選された欧州の銀行は、米国の銀行と比較して、投資有価証券の含み損の発生可能性が大幅に低くなっています。実際、欧州の銀行の投資有価証券を時価評価しても、純資産およびバーゼル規制の対象資本に与える影響は軽微です。さらに、ハリス社のファンドが保有する欧州の銀行は、強固で多様な預金基盤を有しており、不確実性の高い時期に質への逃避が起きた際には、資金の預け先となるという恩恵を受けると思われます。

さらに、銀行は現在、バランスシート上の資本が増加し（下図参照）、資産の質も向上しています。そのため、①長短金利差の拡大による利鞘改善、②経済の回復力、③収益を事業の成長や株主還元に活用可能という、ハリス社が考えるトリプルメリットの恩恵を受ける準備が整っていると考えています。ロイズ・バンキング・グループ、BNP パリバなど、ハリス社のファンドが保有する優良な銀行の中には、PBR(株価純資産倍率)やPER(株価収益率)が低く、高い配当利回りで、10%以上のフリーキャッシュフロー利回りを持ち、増配や自社株買いに使える余剰資本を有しているものがあります。BNP パリバの場合、1 月にバンク・オブ・ザ・ウェストを純資産の 1.75 倍にあたる 160 億ドルで売却しており、その資金で純資産の約半分の価格で自社株を買い戻すことができるため、非常に企業価値が向上しています。

出典：バーンスタイン・オートノマス LLP

レバレッジ比率*：有形固定資産/調整後資産。

バーゼル 3 CET1 比率**（右軸）：バーゼル 1 およびバーゼル 2 の比率に基づき、2011 年以前に推定されたもの。

結論としては、特定の銀行が危機的状況にあったとしても、銀行システムそのものは危機的状況にはないと考えています。むしろ、銀行は規律正しく忍耐強い投資家に投資機会を与えてくれると考えています。

(2)クレディ・スイス・グループへの投資に終止符

ハリス社のファンドは 20 年以上にわたってクレディ・スイス・グループの株主でした。株価が大幅に上昇した後、世界金融危機の前に保有株の多くを売却し、世界金融危機の後に再投資しました。クレディ・スイス・グループの投資銀行部門が、より規模の大きな同業他社に対抗しようとする一方で、リスク管理に何度も失敗したため、2 度目の保有期間は問題が多く、保有継続の是非をめぐる論争が絶えませんでした。しかし、今にして思えば、私たちは、クレディ・スイス・グループのサム・オブ・ザ・パーツ評価を重視し、ウェルス・マネジメント(富裕層向け資産管理)部門、アセットマネジメント(資産運用)部門、スイス・ユニバーサル・バンク(総合金融)部門が市場平均を上回るリターンを上げ続けていることに安心感を持っていました。ハリス社は、この 3 つの優れた事業部門が価値あるものであり、投資銀行部門は修復可能であると信じていました。

しかし、クレディ・スイス・グループの複数の経営陣による数々の試みにもかかわらず、私たちの仮説は間違っていたことが証明されました。昨年 10 月に発表された投資銀行部門の再建計画と増資を受け、ハリス社は、保有銘柄に根本的な変化があった場合に行うように、投資アイデアを見直すべき時期に来ていると判断しました。この再建計画の発表により、同社の資産売却の収益と投資銀行再編の費用について、達成が困難であるとの洞察を得ることができました。そのため、正確な事業評価は不確定であり、今後数年にわたるキャッシュアウト(資金流出)が避けられないと判断しました。

さらに、クレディ・スイス・グループの主要なウェルス・マネジメントの支店では、顧客の引き揚げが増加し、ウェルス・マネジメント部門のブランドに対する風評被害のリスクが高まりました。そのため、ハリス社は 2022 年秋にクレディ・スイス・グループの株式売却を決定し、今年 3 月初めに同社の全売却を完了しました。

(3)ボラティリティの中にこそ投資機会

ボラティリティ(株価変動)の存在は、通常、株価と企業の本源的価値との間の不一致を拡大させると考えています。企業の本源的価値重視のバリュー(割安株)投資家である私たちは、3 月に世界の金融セクターで起こったように、長期的なリターンの可能性を最大化するためにポートフォリオを有利に配置することのできる投資機会を最大限に活用します。推定する本源的価値が低下することなく質の高い企業の株価が急落したら、その企業の株式に追加投資する機会として利用します。株価が算定する本源的価値に収斂してきたら、投資比率を縮小します。ハリス社は、過去の危機の際にも、規律正しく、長い時間をかけて確立された投資プロセスを遵守してきました。その一貫した姿勢はこの先も変わりません。
今後ともよろしくお願いいたします。

以　上

■デビッド・ヒーロ氏は、当社がハリス・アソシエイツ社に運用委託をしている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 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://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。

2023-04-203