

新型肺炎蔓延下での投資行動

2020年3月31日



中国との貿易戦争が後退し、消費者信頼感指数が高まり、史上最低の失業率が現実のものとなり、賃金上昇局面入りも視野に入っていました。このような好マクロ要因に支援された S&P500 は 2 月中旬までは年初来 3% 程度の上昇を示していました。2020 年の大統領選挙という未確定材料はありましたが、その時点では、年を通じて一桁後半程度の株価上昇は十分に射程圏内にありました。

ところが、2 月中旬以降、どのような展開になったのかは、すでにご覧のとおりです。新型肺炎の蔓延が経済に与える悪影響を誰もが強く意識するようになった結果、四半期末には S&P500 は前回の金融危機以来の水準まで下落し、弱気相場入りとなりました。

3 月は新規失業保険申請件数も週ごとに 3 倍ずつ増加するという異常な事態となりましたが、株式市場でも、ほぼ各営業日ごとに奇妙な値動きが多発しました。記録的な速度をもって下落したその直後に、今度はダウ平均が 1 日あたりしては、この 80 年超の期間で最大の反転上昇を示すなど、極めて価格変動性の高い相場でした。個別銘柄レベルでも特異でした。相当弱気な相場の中でも、逆行高となり新高値を更新するよう銘柄は存在するものですが、今回の下落相場ではニューヨーク証券取引所上場銘柄の中で過去 52 週間の高値を更新できた銘柄は 1 つもありませんでした。このような現象は 1990 年以来、発生したことはありませんでした。

現在の相場展開は2つの V で特徴づけられているような相場だと考えます。これらは Velocity(高速性)と Volatility(高価格変動性)です。

世界的な新型コロナウイルスの蔓延は真の 100 年に一度のブラック・スワン事由といえ、市場がこれに的確に対応できないこともやむを得ない面もあろうと考えられます。一方、市場が強烈な不透明性を嫌悪するのは、ごく自然であり、3 月の特異な相場展開の原因もこれであると考えられます。ダウ平均の 3/2 日から、3/12 日までの日々の変動幅を並べると、+1294、-786、+1174、-970、-257、-2013、+1167、-1464、-2352、+1982 となっています。また、VIX 指数は 300%を突破する局面もありました。これほどの急上昇・急降下を繰り返すのは、富士急ハイランドやディズニーランドのジェット・コースターくらいにして貰いたいと希望します。

価格変動の速度にも驚きを禁じ得ません。最高値から 20%の下落で弱気相場入りと定義すると、今回、それに要した期間はわずか 16 営業日でした。しかも、30%下落するのにわずか、18 営業日しか要していません。1999 年のハイテク・バブル崩壊時には 49%下落していますが、その下落には 2 年掛っています。10 年前の金融危機では 57%下落しましたが、その下落にも同じく 2 年掛っています。1946 年以來の 11 回の弱気相場の中で、今回のような急激な速度をともなった下落は一度もありませんでした。

過去の例をみると、S&P500 は指数底打ち後、平均 8 か月で 52 週での高値を更新しています。現在、相場が底打ちしたと判断できませんし、すくなくとも、高値を回復するには相当の期間を要すると見られます。

高速度で株価が変動したことと同様、当局による金融・財政政策発動のスピードも異例です。連銀は直ちにゼロ%金利政策を発表し、5 兆ドル規模まで買いオペを実施する政策を積極的に推進中です。議会も 2 兆ドル規模の財政政策で経済をテコ入れすることを決議しました。

こうした金融・財政政策の効果について、議論の深化があっても然るべきでしょう。現在のところ、こうした政策は、土地や資産の価値を政府が下支えするというよりも、勤労者に自宅待機してもらい、感染者の爆発的蔓延を抑制する。それを実現するために、労働者支援を重視する政策に留まっているようです。今回の危機は構造的なものではなく、公衆衛生上の問題であることを考慮すれば、感染拡大につながる恐れのあるレストランや小売業、酒場などの接客業に従事されている方への重点的支援は妥当とみられます。

こうした環境の中ではありますが、ハリスでは如何にして、お客様の資産を守り、増やし

ていけばよいのかという投資方針について、常に念頭に置いた姿勢を維持しています。ハリスの投資先企業の事業価値が株価と同じように毀損していないことは明らかだと考えます。本源的価値を大幅に下回る株価となっている銘柄に投資することを平時からハリスは常に心がけていますが、すべての景気変動局面で、この投資哲学は有効であり、困難な局面であっても、維持されるべき投資哲学であると考えています。

GDP 成長率の見込みが毎日のように修正されていることからわかるように、新型コロナウイルスが公衆衛生や経済に与える影響について、多くが不明のままとなっていると言えます。多くの自治体で、必要不可欠な事項以外での外出を控えるよう屋内退避命令が発令されていますが、いつ撤回されるのかも明確ではありません。長期化に伴って、失業は増加することとなり、経済のマイナス成長に寄与することとなります。全米主要 18 社のエコノミストによれば、3/31 日現在で、4-6 月期の米国 GDP 成長率は-9%から-40%までの幅があり、平均-16%となると予想されています。

今回の新型コロナウイルスの蔓延を踏まえて、米国 GDP 成長率を的確に予想するのは時期尚早と言えます。ただし、長期的な立場に立てば、極めて厳しいエコノミストの予想を採用したとしても、楽観の余地があることに気づきます。以前、ハリスの米国株式調査部長のマレイがご説明させていただいたとおり、企業の本源的価値に占める目先のキャッシュフローの構成比率はそれほど大きくありません。仮に 2020 年におけるキャッシュフローの全部が喪失されたとしても、本源的価値は 5%ほどしか減少しません。

ハリスでは 2020 年におけるキャッシュフローがゼロとなるような極端な想定はできないと考えます。にもかかわらず、実際の株価は 5%をはるかに上回る規模で下落しているのです。株価と本源的価値の大きな乖離は、今回の嵐を耐え忍ぶ決意ができる投資家にとっては好ましい収益率を確保するための絶好の機会になっていると考えます。

前回の金融危機の際、ウォーレン・バフェット氏はニューヨーク・タイムズ紙に「長期的には株式は有望と見られます。米国は 20 世紀に 2 度の世界大戦やそれ以外でも衝撃的で経済的負担の大きい戦争、大不況、石油危機、感染症拡大、十数回を超える景気後退や金融危機、不名誉な大領領辞任など大きな危機を何度も経験してきました。これにもかかわらず、結局、ダウ平均は 66 から 11497 に上昇しているのです」と寄稿していました。

今回のような市場混乱をハリスは何度も経験してきました。そのいずれの混乱期であっても、ハリスは常にお預りしているお客様のポートフォリオの高い質を維持するとともに、適切な銘柄組み入れ比率が実現できるよう細心の注意を払っています。それぞれの市場混乱の原因は様々ですが、ハリスの投資哲学への一貫した確信は常に維持されており、

こうした投資姿勢こそがご預りしているお客様の資産価値増大に必要な不可欠なものであると考えます。

世界中の医療者の献身的な活躍により、困難な時期は過ぎ去り、いずれは、公衆衛生状態の回復が達成されるでしょう。それとともに通常の社会経済活動が再開されることとなります。

そのような時の到来とともに、地域社会や旅行といったことがらや、単にちょっと家族で外食に出かけるというような行動に対して、人々はより高い価値を見出すようになり、実際に需要が高まるものと予想できます。それまで押さえつけられた欲求が解放された需要が生まれることにともない、3番目のVであるV字型の経済回復が期待できると見られます。現在の株式市場の下落の速度や広がり落ち着いたとは言えませんが、そのようなV字型の回復に備えて、今の段階から準備しておくことは重要と言えます。

経済や個別企業の健全性を監視するのはもとよりハリスの職務ではありますが、それ以上に重んじていることは、皆様の健康であります。皆様やご家族のご健康をハリスは祈念しております。

ハリスの投資哲学にご賛同をいただき、お投資を戴いている皆様に心より感謝申し上げます。

著者:

Thomas W. Delaney, CFA

Portfolio Manager



当資料は、ハリス・アソシエイツが2020年4月に公表した“Investing in the Time of Coronavirus”に関して、ナティクシス・インベストメント・マネージャーズ株式会社（以下、「当社」といいます。）が参考抄訳を作成してものです。内容の一部には原文を補足する箇所もあります。原文はハリス・アソシエイツのウェブ・サイトにてご覧いただけます。
<<https://harrisassoc.com/news-insights/investing-in-the-time-of-coronavirus/>> また、参考訳と原文の内容が不一致の場合は

原文が優先となります。本資料は日本国内の機関投資家に対する当社グループの戦略および投資環境等に係る情報提供を目的としています。当社グループとは、Natixis Investment Managers を最終親会社とするグループをいい、ハリス・アソシエイツを含みます。当資料は、投資助言の提供、有価証券の取引の勧誘を意図するものでも、法務・会計・税務の助言の提供を意図するものでもありません。当資料は、過去のパフォーマンスや将来のリターンを示唆するものでもなく、当資料の内容の正確性、完全性及び適合性は保証されていません。したがって、当資料に基づきとられたいかなる行動の結果についても当社及び当社グループは一切責任を負いません。契約の締結や投資判断の際には、必ず該当する契約書・説明書類等の関連書類を熟読の上ご判断下さい。当資料の記載内容、データ等は執筆者に入手可能であった情報に基づくものであり、今後予告なしに変更されることがあります。当社グループの運用チームは執筆者と異なる見解を持ち、異なる意思決定を行う可能性があります。当資料の複写、転載及び第三者への提供については、当社グループの事前の書面同意なくこれを行うことは固くお断りいたします。

ご留意いただきたい事項

商号等： ナティクス・インベストメント・マネージャーズ株式会社（金融商品取引業者）

登録番号： 関東財務局長(金商)第425号

加入協会： 一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

運用報酬等：

当社の投資一任サービス（投資一任契約に係る運用財産が私募投資信託を取得する場合があります。以下同じ。）をご利用になる場合の当社の報酬については、投資一任契約において実施される投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等により異なりますので、その上限又は計算方法を表示することが出来ません。

また、当社の投資助言サービスをご利用になる場合の当社の報酬は、助言の前提（投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等）により異なりますので、その上限又は計算方法を表示することが出来ません。

ご負担頂く費用等：

当社の投資一任サービスをご利用になる場合、上記の運用報酬の他、有価証券等の保管に係る費用、売買委託手数料等をお客様にご負担いただくことがあります。ファンド形態の有価証券（投資信託の受益証券等）を組み入れる場合には、当該ファンドにおける運用報酬や有価証券保管費用・売買委託手数料等もお客様のご負担となります（複数階層のファンド組入れとなる場合も同様。）。これらの費用については、投資一任契約において実施される投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等により異なりますので、各費用の上限額又は計算方法並びに運用報酬を含めた合計額又は計算方法を表示することが出来ません。

なお、お客様にご負担いただく運用報酬・費用等に消費税が課税される場合、当該課税額もお客様のご負担となります。

リスク情報：

投資一任契約に基づく運用は、主に国内外の株式や債券などの値動きがある有価証券を投資対象（投資一任契約に係る運用財産が私募投資信託を取得する場合において、当該私募投資信託による投資の対象となるものを含みます。以下同じ。）としており、投資元本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や評価価格の変動や為替の変動及び金利水準の変動等により、運用資産の価値が変動します。従って、当社がお客様から受託した資産の当初の元本額を下回ることがあり、さらに元本を超えて損失を被るおそれがあります。投資一任契約の投資対象は、個別の投資一任契約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。

株式の価格は株式相場の変動等により変動することがあります。この結果、取得・換金のタイミング次第で元本欠損となることがありま

す。

債券の価格は、一般に、金利の変動により上下します。また、発行者の信用状況・市場・経済の状況の変化等によって変動することがあります。この結果、取得・換金のタイミング次第で元本欠損となることがあります。

外貨建ての株式、債券、投資信託等は、一般に取得時にその外貨を買付け、換金時などに取得外貨を売却し円貨を取得します。その間、為替相場の変動によっては、外貨額に変動がなかったとしても、取得・換金のタイミング次第で円貨において元本欠損となることがあります。

上記に記載しているリスクや費用項目については、一般的な投資一任契約及び投資助言契約を想定しております。投資一任契約及び投資助言契約に係るリスクや費用は、個別の投資一任契約及び投資助言契約により異なりますので、ご契約にあたっては、契約締結前交付書面及び契約締結時交付書面をよくお読み下さい。