

# アンソニー・ボルトン スペシャル・レポート 世界的金融危機と相場の考え方について

フィデリティ投信株式会社

2009年3月12日



## 調整局面を乗り越える投資とは

35年以上にわたり運用調査担当者として市場を見続けてきた、フィデリティの代表的ポートフォリオ・マネージャーであるアンソニー・ボルトンが、サブ・プライム問題発生以降の下落を続ける相場について、どのように考えるべきか、語りました。今回はそのコメントと、あわせて四半世紀に渡ってベンチマークを年率で+6%以上アウトパフォームする※という卓越した運用成績を残してきた本人の「相場の極意」を、ご紹介いたします。

### アンソニー・ボルトン (フィデリティ・インターナショナル・インベストメンツ プレジデント)

29歳でフィデリティの英国拠点における初のポートフォリオ・マネージャーに就任。4半世紀以上にわたりポートフォリオ・マネージャーとして運用を行なった「フィデリティ・スペシャル・シチュエーションズ・ファンド」は、英ポンドベースで年率換算20%超の運用成績を記録※。現在は、後進の指導などに専念している。著書に「カリスマ・ファンドマネージャーの相場の極意」がある。

※フィデリティ・スペシャル・シチュエーションズ・ファンドの設定(1979年12月)からアンソニー・ボルトンが単独で運用を担当した2006年8月までの英ポンドベースの運用実績。ベンチマークはFTSEオールシェア(英国)指数。フィデリティ・スペシャル・シチュエーションズ・ファンドは、フィデリティ・インベストメント・サービス・リミテッド(英国)が運用する英国籍証券投資法人です。参考資料として提供することのみを目的として記載しています。当ファンドは日本での販売は行っておりません。

当資料に記載の内容は、セミナーの講演内容およびインタビューをまとめたものであり、アンソニー・ボルトンの個人的見解を含んでおります。その旨ご理解いただき、投資のご判断はお客様ご自身の責任において行って下さいませようお願い申し上げます。

## I. 現在の相場をどう考えるか？

### 未曾有の下落相場

私の35年の運用者としての過去を振り返っても、ここ数カ月間の世界株式市場の変動はこれまでに例がないものです。リーマン・ブラザーズの経営破綻、バンク・オブ・アメリカによるメリルリンチの買収、保険業界の巨大企業AIGの公的資金による救済など、すべてが現在の市場の脆弱さを物語っています。1970年代に英国で起きた金融危機など、現在の世界的な混乱と比べると、一地域で起きた限定的な問題にすぎなかったことがわかります。

### 下落相場は最終局面へ

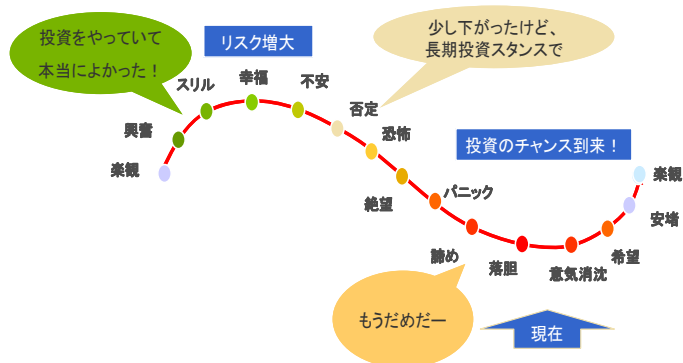
しかし、市場における強気・弱気の典型的なパターンに照らして見ると、2008年9月後半以降は弱気相場の最終局面に入っているといえます。今回の危機は金融システム不安を背景に金融株から始まり、その後、米国を中心とする实体经济の悪化を背景に、下落は消費関連や製造業へと波及しました。その次に下落したのが、買われすぎの状況にあった資源株です。この資源株の大幅な調整によって、初めて世界的な弱気相場に終止符が打たれる可能性が出てきました。そして、次に強気相場が来るとすれば、それは最後に下落した資源株ではなく、今回の弱気相場の初期段階で最も影響を受けた金融セクターや消費関連がまず反騰して相場を牽引すると考えられます。

### 相場の局面判断

ここで典型的な相場の循環を確認しておきましょう。(図1および図2参照)

図1にあるように相場は投資家心理の局面が変わるごとに変化し、循環しています。現在は諦めの1番底から、落胆の2番底、さらに意気消沈のステージにあり心理的にはこれ以上悪化する局面は後にはない状況です。

### 図1 投資家心理のロードマップ



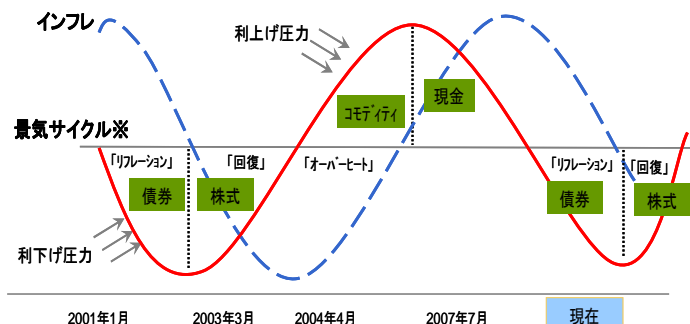
注: West core Funds / Denver Investment Advisors LLC, 1998

# アンソニー・ポルトン スペシャル・レポート 世界的金融危機と相場の考え方について

フィデリティ投信株式会社

またフィデリティでは、図2のように、世界の景気サイクルで資産配分戦略を考える手法(インベストメント・クロック)を参考にしていますが、現在は、2008年はじめのスタグフレーション局面(高インフレ下の景気減速)からリフレーション(景気後退)局面へ移行したところと考えられます。運用環境から見ても下落相場は煮詰まってきたと言えるでしょう。

図2 インベストメント・クロック

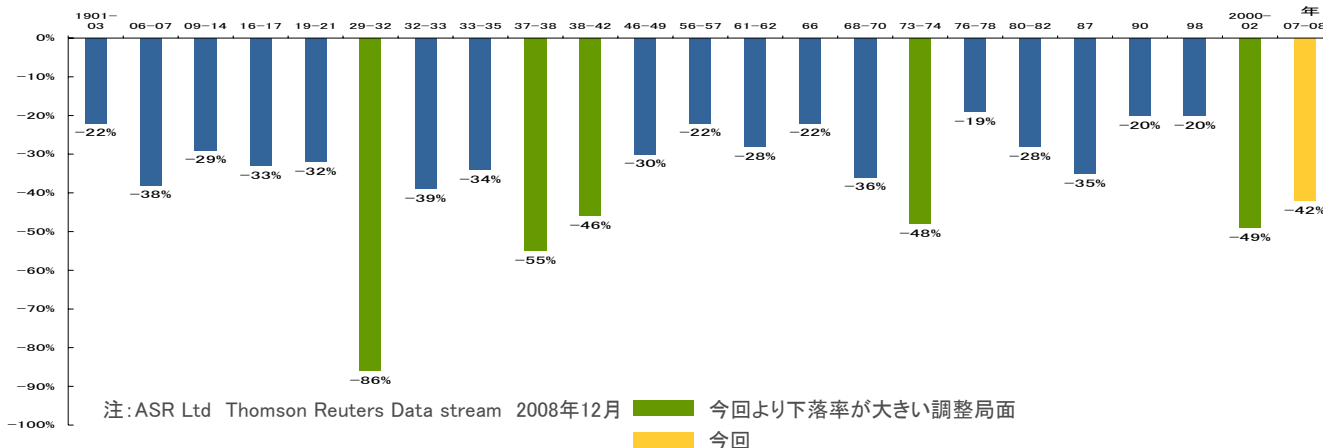


注: FIL Ltd 2008年10月時点 ※長期経済成長トレンドに対するかい離

次に過去の下落局面と比較すると、今回の弱気相場は既に1年以上続いており、弱気相場の平均的な長さを越えています。また、米国の代表的株式指数であるS&P500種指数の2007年10月9日の最高値から2008年年末までの下落幅は▲42.3%に達し、これは弱気相場の平均下落率を上回り、今世紀6番目の下落幅となっています。(図3参照)

このように相場の局面は、今後1930年代の大恐慌のような事態とならない限り、成熟した最終段階にあると思われる。そして、現在確認される範囲内では、今回の調整が1930年代の大恐慌と同じ規模・深度で進むという確証は得られません。今回は各国中央銀行が大幅な減速を避けるために迅速な対応をした点で1930年代の大恐慌とは異なると考えられます。また米国の内需の落ち込みは、1990年代の日本ほど深刻ではないと思われます。

図3 1900年以降の米国株式(S&P500種指数)の下落局面



## 今回の調整の問題点

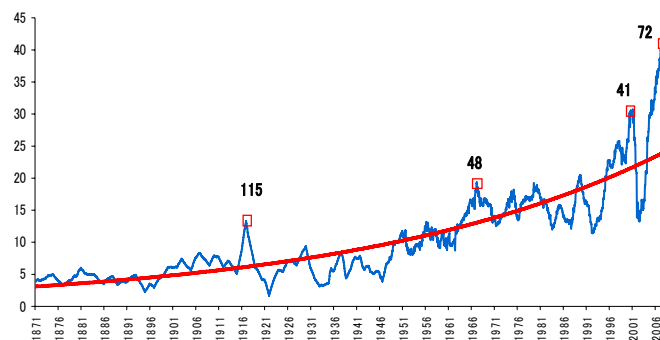
今回の調整局面と前回の調整局面を比較すると、大きな違いがあります。情報・メディア・通信など情報通信株によって牽引されたITバブル期の強気相場では、企業の将来にわたる潜在的成長力を過信した結果、株価評価(バリュエーション)が過大に膨れ上がったことが問題でした。

しかし、今回の金融危機直前の強気相場では、企業の自己資本利益率や予想業績が過大に評価されたことが問題となっています。

企業の収益見通しは随分下方修正が進みましたが、依然として強気過ぎる部分もあり、今後、下方修正される余地は残っていると見ています。(図4参照)

ただし下方修正のかなりはすでに株価に織り込んでいると思われ、下方修正が止まれば、相場が反発する下地は形成されるものと考えています。

図4 S&P500種指数のEPSの推移と長期トレンド



注: S&P, Morgan Stanley Research 2008年6月  
グラフ内の数字は企業業績と長期トレンドの乖離(%)

**投資タイミングについて**

後になって振り返って見れば、業績の下方修正が終わり、過大な業績予想が解消するにつれ、相場は上昇力を取り戻していたことが明らかになるはずで

しかし、今回のような長期化した弱気相場において、相場がいつ底値を打つかを知ることはきわめて困難です。歴史的安値を狙って投資タイミングを計っても、成功することは非常に難しいのです。結局は投資資金の投入や引き上げを行うよりも、市場の変動を辛抱し乗り越えることが大切です。過去の長期にわたる実証では、最もパフォーマンスが良かった10日間に投資していなかっただけでも、長期の投資収益に大きな影響を及ぼしています。それが40日間になると、長期的パフォーマンスは破滅的な状態になっています。さらにいえることは、最もパフォーマンスが良かった日は、短期間に集中する傾向があります。これらをふまえ、いま投資家へアドバイスするポイントは、次の3点です。

- 投資のタイミングを計るのではなく、長期的な視点を持つ。
- 可能な限り継続的に投資を行い、長期目標を見据える。長く投資するほど、資金効率を最大化する機会が拡大する。
- 市場変動の影響を平準化するため、定期的に投資する。

最悪のパターンは、ピーク時(高値)で市場に資金を投入し、底値で市場から資金を引き上げてしまうことです。市場が最高値に達した1999年のドットコムブームのピーク近辺で、多くの投資家がこぞってドットコム銘柄を買い、2003年3月の最安値に近いところで見切り売りをしていました。あまりにも多くの投資家が最高値で市場に引き込まれ、最安値で市場から離れてゆくのです。TVやニュースが「株式市場の崩壊」または「100年に一度の不況」について語っているとき、「今後こそ、事態は深刻だ」と売りたい気持ちが強まるはずで

図5 1920年以降の米国景気後退(リセッション)局面の株価の動き

リセッション期間	底値年月	期間騰落率	下落月数	底値からリセッション終了までの上昇率	リセッション期間中に強気相場が始まったか?
① 20年11月～21年12月	21年8月	-5.0%	23	20.4%	Yes
② 24年3月～24年11月	24年5月	13.7%	5	23.2%	Yes
③ 27年8月～28年5月	27年10月	21.2%	1	21.0%	Yes
④ 29年12月～33年3月	32年6月	-76.8%	35	29.3%	Yes
⑤ 37年10月～38年10月	38年3月	-1.8%	14	53.3%	Yes
⑥ 45年1月～46年8月	45年1月	24.2%	0	23.1%	Yes
⑦ 49年1月～50年1月	49年6月	13.8%	14	20.5%	Yes
⑧ 53年11月～54年11月	53年12月	40.2%	13	37.7%	Yes
⑨ 57年10月～58年10月	57年12月	19.0%	18	24.7%	Yes
⑩ 60年12月～61年5月	60年12月	16.7%	7	13.1%	Yes
⑪ 70年1月～71年4月	70年6月	17.7%	20	37.8%	Yes
⑫ 74年9月～75年11月	74年9月	26.8%	22	41.6%	Yes
⑬ 80年3月～81年4月	80年3月	16.8%	8	27.0%	Yes
⑭ 81年11月～83年4月	82年7月	43.8%	17	51.6%	Yes
⑮ 90年12月～91年10月	90年12月	19.9%	6	16.5%	Yes
⑯ 01年2月～02年5月	01年9月	-8.8%	5	12.2%	Yes
⑰ 08年7月～?	?	?	?	?	?
平均		11.3%	13.0	28.3%	

注: Bloombergよりフィデリティ投信作成  
期間: 1920年11月～2008年11月(月次)  
株価はNYダウ工業株30種(ドルベース)を使用

リセッション期間とは、米鉱工業生産指数が6ヶ月連続で、前年比マイナスとなった期間  
底値はリセッション期間中の安値  
下落月数は直近高値から底値まで

また、株式市場は公のデータが景気の回復を示すよりもはるか前に底を打って上昇基調になることも覚えておくべきです。経済状況の改善を確認する統計を待っていると、多くの場合、新たな強気相場の到来を告げる株価の急反騰を見逃すことになるでしょう。(図5参照)

この表のように、1920年以降の米国のリセッションによる調整局面では、全ての下落相場がリセッション中に底を打ち、ほとんどの場合、リセッション開始時点の株価を終了時点の株価が上回っていたのです。

**新興国市場の見方**

新興国市場は、欧米市場下落の影響を受けず、連動しないという考え(デカップリング論)は、誤っていることが明らかになりました。新興国経済は先進国経済悪化の影響を受けており、資源価格下落の影響を受ける国など新興国市場によっては、むしろ先進国市場よりも、今回の金融危機からの回復に時間がかかる国もあると見ています。

しかし、長期的に見れば成長力を維持する新興国市場は存在し、中国などは極めて魅力的な投資機会を提供しているといえます。

**II. 下落相場を乗り切る投資判断****バランスシートに戻れ**

だれでも、優れた運用者といえども投資判断の5回に2回は「間違い」を犯しています。しかし優れた運用者は、その間違いによる損害を最低限に抑えることに努力し、成功している点が、他の運用者と異なるのです。

私が長期で、これまでの企業調査・分析を行ってきた中で経験した数々の失敗について振り返ると、どの局面でも投資先を見極める上で重要な3つの要因(バランスシート、ビジネスモデル、経営陣)が理由として浮かび上がってきます。失敗の3大共通点は、脆弱なバランスシート、脆弱なビジネスモデル、質の低い経営陣で、なかでも失敗の原因として群を抜いているのは、脆弱なバランスシートです。

# アンソニー・ボルトン スペシャル・レポート 世界的金融危機と相場の考え方について

フィデリティ投信株式会社

脆弱で不健全なバランスシートは、企業の純資産またはキャッシュフローと比べて、多額の銀行借入れや負債を抱えているというだけでなく、年金の積立て不足、償還条件付き優先株、未払い金など将来の負債はすべてバランスシート上の弱点になる可能性があります。

そこで、特に現在のような弱気相場においては、資金力のある企業に投資することが不可欠です。金融機関に貸し出し抑制圧力が強まっているため、多額の借入金を抱えた企業は借り換えができなくなる可能性があります。銀行はしばらくの間、慎重な貸出姿勢を取り続けるでしょうから、バランスシートが弱い企業は窮地に立たされる可能性が高く、仮に借りられても、借入条件は悪化し、結果的に十分な手元資金を確保できなくなる可能性があります。

また景気悪化の影響で、事業環境が悪化し、あるいはビジネスが問題に直面した場合、バランスシートが脆弱な企業ほど打撃を受けやすいのです。ですから、バランスシートの弱い企業に投資する場合は、借り入れなどの負債だけではなく、年金の積み立て不足なども通常以上に内容を十分に把握し、選別する必要があります。

逆に、銀行からの借入金に依存せず、潤沢なキャッシュフローや流動資産を持ったバランスシートの強い企業は、業績の悪化を最小限に抑え、不況をむしろ次なる回復期に向けた投資機会とすることができます。

## どのビジネスモデルを選ぶか

次の要素はビジネスモデルです。ビジネスモデルや販売網の質は企業によって大きく異なります。会社の競争力を見極めるために、競合他社の数や規模、どれだけ目標とする市場に集中しているか、新規参入の有無や参入障壁、市場における価格決定力、業界で優位な地位を持続させられるか、顧客や下請けとの強固な関係があるか、などを徹底調査する必要があります。

企業が成長するための設備投資を行なっていく十分な資金を中長期的に蓄積できるかは特に重要です。私は、30年以上企業調査を行なってきた経験から、「キャッシュを生み出すビジネスモデル」は、「キャッシュをつぎ込むビジネスモデル」よりもはるかに優れていると確信しています。

## 経営陣のクオリティー

最後の重要な要素は経営陣の質です。経営目標の達成状況もさることながら、企業訪問を行い面談する度に一貫性のある経営計画を示せるか、うまくいっている事業分野だけでなく、問題を抱えている分野でも明快な説明ができるか、などは経営陣を評価するための主要なポイントとなります。また、自社株式の一部を保有する経営陣は、自身の利益と株主としての利益が一致しますから、自社の収益力を高めて、投資先としての価値を高めることに集中できます。このため、経営陣の株式保有率も評価のポイントとなります。

経営陣が率直で、自社を誇張していないか、バランスの取れた視点を持っているか、信頼できない、あるいは反倫理的で危険を冒す経営陣でないか、も選択の鍵となります。したがって、銘柄選択では、可能な限り経営陣と直接対話することが必要なのです。

## 優れた運用姿勢とは

まず、簡潔で有効な投資テーマをもつことです。このためには他人より2歩先を読むことが重要となります。

投資はチェスと同じで、2手・3手先を考え、想定外の展開をも予想し、考慮する必要があります。今は忘れられていても、将来再び脚光を浴びるかもしれない投資テーマを発掘することも重要です。

その上で、定期的にその投資テーマの有効性を検証し、有効でなくなった場合は、その投資テーマをポートフォリオから排除する、つまり「売り」をすぐに行います。この場合、買った水準にこだわってはいけませんし、投資テーマに固執するのも、過信するのも禁物です。

## 優れたファンド・マネージャーの12の資質

私の長い経験と実績が教える優れた運用者の条件を、まとめておきましょう。

- 先見の明 2歩先を読むチカラ
- 冷静さ 相場の絶望や歓喜に動じないこと
- 物事を整理して考える力 投資の筋道が明解であること
- 分析への意欲 裏づけと調査をおろそかにしないこと
- きめ細やかなジェネラリスト 幅広い分野に目を向ける
- 勝つことにどん欲 投資・分析・調査への熱意
- 柔軟な判断力 自説や過去に固執しない
- 大衆に逆らうことに動じない 市場平均に迎合しない
- 自分自身を熟知 弱点と限界、自身の偏向を知る
- 誠実 何にもまして重要なこと
- 豊富な経験 何にもまして得がたいこと

## 最後に ～ 夜明け前が最も暗い ～

相場が下落するほど、投資家の悲観論は膨らんでゆきます。したがって、相場が底を付ける時に、見通しは最も暗くなります。

株式相場は、人が思うよりずっと早く悪材料を織り込んでいくことを忘れないで下さい。

(上記は2008年第4四半期のアンソニー・ボルトンの個人的見解で、フィデリティの運用方針を示唆または保証するものではありません。本レポートの内容は予告なく変更されることがあります。)

## アンソニー・ボルトン スペシャル・レポート

# 世界的金融危機と相場の考え方について

フィデリティ投信株式会社



- 当資料は、信頼できる情報をもとにフィデリティ投信が作成しておりますが、正確性・完全性について当社が責任を負うものではありません。
- 当資料に記載の情報は、作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。また、いずれも将来の傾向、数値、運用結果等を保証もしくは示唆するものではありません。
- 当資料に記載されている個別の銘柄・企業名については、あくまでも参考として申し述べたものであり、その銘柄又は企業の株式等の売買を推奨するものではありません。
- FIL LimitedおよびFMR LLC とそれらの関連会社のネットワークを総称して「フィデリティ」ということがあります。
- 当資料にかかわる一切の権利は引用部分を除き当社に属し、いかなる目的であれ当資料の一部又は全部の無断での使用・複製は固くお断りします。
- 投資信託のお申し込みに関しては、下記の点をご理解いただき、投資の判断はお客様自身の責任においてなさいませうようお願い申し上げます。なお、当社は投資信託の販売について投資家の方の契約の相手方とはなりません。
- 投資信託は、預金または保険契約でないため、預金保険および保険契約者保護機構の保護の対象にはなりません。
- 販売会社が登録金融機関の場合、証券会社と異なり、投資者保護基金に加入していません。
- 投資信託は、金融機関の預貯金と異なり、元本および利息の保証はありません。
- 投資信託は、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、ご投資に当たっては目論見書や契約締結前交付書面を良くご覧下さい。
- 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 3.675%(消費税等相当額抜き3.5%)
  - ・換金時に直接ご負担いただく費用・・・信託財産留保金 上限 1%
  - ・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 年率2.0265%(消費税等相当額抜き1.93%)
  - ・その他費用・・・・・・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。目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

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。費用の料率につきましては、フィデリティ投信が運用するすべての公募投資信託のうち、徴収する夫々の費用における最高の料率を記載しておりますが、当資料作成以降において変更となる場合があります。投資信託に係るリスクや費用は、夫々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、事前に良く目論見書や契約締結前交付書面をご覧下さい。

## フィデリティ投信株式会社

金融商品取引業者：関東財務局長(金商)第388号  
加入協会：社団法人投資信託協会、社団法人日本証券投資顧問業協会

KI090303-2