
グローバル・インサイト
2023年6月

*当レポートの原本は
2023年4月発行

持続可能な成長に 投資する

Q1 2023 ニュースレター

-
- 03 景気後退リスクが顕在化するなか、グロース株がアウトパフォーム
-
- 04 インフレ抑制法：自動車産業への影響を評価
-
- 09 Cintas: 循環型経済を可能にする企業

景気後退リスクが顕在化するなか、グロース株がアウトパフォーム



Michael Solecki, CFA
Chief Investment Officer,
Fundamental Equity Team

2023年第1四半期の株式市場は、下落した2022年から反転し、グロース株とクオリティ株を中心に上昇しました。インフレが沈静化しつつあり、政策金利が引き締めサイクルのピークに近づいているとの期待から、上昇が加速しました。

特に、テクノロジー株は利益率への圧迫による株価下落から回復し、堅調な利益成長、広範なコスト削減計画、AI分野での破壊的イノベーションを市場が織り込んだことから、第1四半期の上昇を牽引しました。

しかし、当該四半期にボラティリティが生じなかったわけではありません。3月に米国の3つの銀行が破綻したことで、金利上昇環境下で信用リスク懸念が顕在化しました。資本調達が困難になるなか、その後の地方銀行セクターや民間の与信システムへのストレスが市場全体に波紋を広げ、小型株や中型株、金融セクター（特に、積極的なIT支出や高いレバレッジに最も晒された金融機関）はアンダーパフォームしました。

銀行危機の収束に向けた当局の介入を受けて、金融情勢の逼迫化に伴って大きな余波がさらに起こることが考えられます。米国の地方銀行システムでは規制変更と統合が予想され、より広いレベルでは、借入、個人消費、雇用、資本展開でリスク回避の動きが強まるでしょう。しかし、信用供与の悪化と資本コストの上昇が転換点に達すれば、デイスインフレに向けた経済の軌道修正が起り、中央銀行が引き締めサイクルを早期に解消できるようになるかもしれません。

本ニュースレターの最初の記事では、米国のインフレ抑制法が自動車産業に与える影響について分析します。2つ目の記事では、当社独自の銘柄確信度（Confidence Quotient=CQ）フレームワークにおいて高スコアを獲得している企業の一例をご紹介します：Cintasは、この環境下で底堅さを発揮しているユニフォーム・レンタル業界のリーダー企業です。

インフレ抑制法：自動車産業への影響を評価

Prescott Owusu, CFA
Research Analyst

Alvin Lau, CFA
Research Analyst

2022年インフレ抑制法（IRA）は、電気自動車（EV）の生産拡大、生産が行われる場所、そして既存サプライチェーンをいかに破壊するかなど、世界的に広範囲な影響をおよぼすことになるでしょう。IRAの影響はすでに出はじめています。

2022年8月16日、バイデン大統領はインフレ抑制法（IRA）に署名しました。他の多くのイニシアチブの中でも、IRAの焦点は、内燃機関（ICE）自動車から電気自動車（EV）への移行を促進することにあります。いくつかの税額控除制度が導入されました：購入者に対して1台あたり7,500ドルの税額控除、メーカーには1キロワット時（kwh）あたり45ドルに加え、重要鉱物に係るコストの10%相当が税額控除されます。総合的にみると、米国政府は、今後10年間で数十億ドルを投じる予定です。本稿では、この税額控除を受けるための要件と、委託を受けて相手先ブランドの自動車を製造するメーカー（OEM）が税額控除制度の適用を受ける資格があるか、あるいは資格を得る計画を立てているかについて詳しく見ていきます。

7,500ドルの税額控除

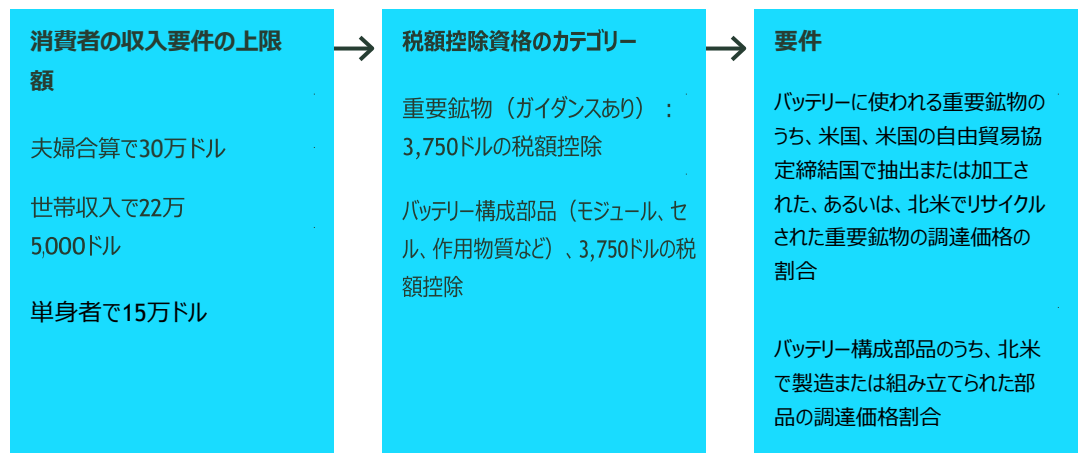
購入者に対する7,500ドルの税額控除は、重要な材料の調達に3,750ドルと、バッテリーパックの製造に関連する3,750ドルの2つで構成されます。どちらの税額控除の適用を受けるにしても、購入者の年収は15万ドル未満、または世帯収入が30万ドル未満である必要があります。また、購入する自動車のMSPR（希望小売価格）¹が、セダンの場合は5万5,000ドル以下、トラックあるいはSUVの場合は8万ドル以下でなければなりません。これらの要件を満たし、最初の3,750ドルの税額控除を受けるには、EVで使用されている重要鉱物の大部分が米国または米国と現在貿易協定を結んでいる国のいずれかで抽出または加工されることが必要です。あるいは、北米でリサイクルされた鉱物を使用することが条件となります。2つ目の3,750ドルの税額控除を受けるには、OEMがEVで使用するバッテリーパックの少なくとも半分を北米で製造または組み立てる必要があります。

図表1

7,500ドルの税額 控除要件

インフレ抑制法の消費者の税額控除要件		
カテゴリー	重要鉱物	バッテリー構成部品
要件	バッテリーに使われる重要鉱物のうち、米国、米国の自由貿易協定締結国で抽出または加工された鉱物、あるいは、北米でリサイクルされた鉱物の調達価格の割合	バッテリー構成部品のうち、北米で製造または組み立てられた部品の調達価格の割合：
年	重要鉱物の調達価格割合の最低要件	バッテリー構成部品の調達価格割合の最低要件
2023 (%)	40	50
2024 (%)	50	60
2025 (%)	60	60
2026 (%)	70	70
2027 (%)	80	80
2028 (%)	80	90
2029年以降 (%)	80	100

出所：2022年米国インフレ抑制法、Bernsteinによる分析。



出所：2022年米インフレ抑制法

メーカーに対するインセンティブ

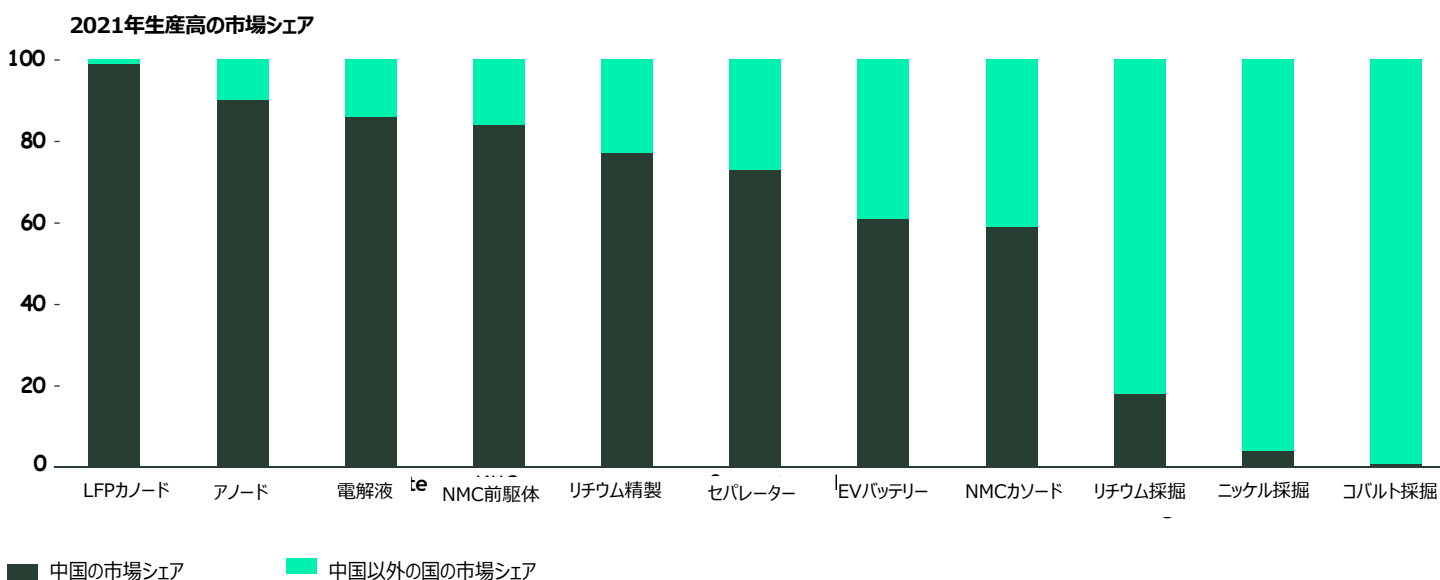
サプライチェーンのさらに川上では、バッテリーメーカーが最大45ドル/kwhと重要鉱物コストの10%相当の税額控除を受ける資格を認められる可能性があります。この税額控除は、車両1台あたり、バッテリー・モジュールで10ドル/kwh、バッテリーセルで35ドル/kwhに分けられます。ちなみに、平均的なEVの容量は現在60~80kwhとなっています。したがって、メーカーは、重要鉱物コストの10%に加え、1台あたり平均2,700ドルと3,600ドルの税額控除の資格を得ることができると考えられます。

潜在的な税額控除は意義深いことですが、どの企業が資格を得るかについては、まだまだ明確になっていません。Tesla、GM、Fordなど、電気自動車を提供する米国拠点のOEMは、いずれも北米にバッテリー工場を持っているため、消費者の税額控除が全て適用になる可能性が高いでしょう。FordとGMは、それぞれSK innovationとLGとの合併会社を通じて、バッテリーセルに対する35ドル/kwhの税額控除に加えて、自社工場によってバッテリー・モジュールに対して10ドル/kwhの税額控除を受ける資格を得るでしょう。しかし、Teslaは、Panasonicと直接供給契約を結んでいるため、10ドル/kwhの税額控除のみが対象になる見込みです。この場合、PanasonicはTeslaに納入したバッテリーに対して35ドル/kwhの税額控除を受けることになると考えられます。

EVバッテリー：変化 に対応するメーカー

OEMは一般的に、ニッケル・マンガン・コバルト（NMC）とリン酸鉄リチウム（LFP）の2種類のEVバッテリーを製造しています。この2つのバッテリーは重要な構成部品が異なるため、サプライチェーンやメリットも異なります。NMCバッテリーは高品質でより長い航続距離とパワーを兼ね備え、現在米国で販売されているEVの大部分に搭載されています。LFPバッテリーは、コスト効率が高く、理論的にはより安全です。これらのバッテリーを搭載したEVは、主に中国や欧州で販売されています。IRAの可決前まで、米国拠点の大手OEMは今後5年間で、NMCバッテリーを加工・製造する工場を設立する一方、大衆車に搭載するLFPバッテリーは米国外の企業から供給を受ける計画でした。

図表2
EVバッテリーのサプライチェーンにおける中国の市場シェア
(2021年)



出所：Bernsteinによる分析

IRAの成立を受けて、いくつかの企業が戦略の変更や更新を発表しました：

- Volkswagen AGとMercedes-Benz Group AGは、米国でのバッテリー製造に必要なEVバッテリー素材の確保を容易にするため、カナダ政府と覚書を締結しました。
- TeslaにEVバッテリーセルを供給するPanasonic Holdingsは、すでに2024年に操業開始を予定している工場に加え、新たに米国にEVバッテリー工場を建設するための協議を開始しました。
- Toyotaは、バッテリー生産拡大のため、米国施設に25億ドルを投資すると発表しました。
- Teslaはドイツ工場でのEVバッテリー生産計画を中止しました。ここで使われていた機械を米国に送り、米国でのバッテリー供給を増やすのではないかとこの憶測が広がっています。
- 世界第2位のEVバッテリーメーカーのLG Energy Solutionは、北米での生産体制を現在の10%未満から2025年までに45%に拡大することを目指しています。また、5年以内に重要鉱物のサプライチェーンの72%を現地化する目標も掲げています。

- SK On CoやSamsung SDIなど、韓国のEVバッテリーメーカーも、米国での事業を大幅に拡大する計画です。
- General Motors、Ford、Honda、VolkswagenおよびStellantisは、米国でEVバッテリーを生産するため、韓国のEVバッテリーメーカーと合併会社を設立しました。

これら発表は、EVのサプライチェーンを米国内で拡充し、米国での雇用を増やすという米国政府の方針に沿ったものです。これらのインセンティブは、税額控除の適用対象になる限り、米国への投資を企業が経済的に有利とみなすことを意味します。現在、消費者が最大の税額控除を受けて恩恵を得る立場にある企業は、EVではTesla、GM、Fordです。Stellantisは現在、消費者に対する税額控除が適用されるプラグイン・ハイブリッドを保有しています。各社は政府と協働して、自社のサプライチェーンがメーカーの税額控除をどの程度受けられるかどうかを判断しています。GMは、米国で製造されるEV1台あたり3,500～5,500ドルの税額控除が適用されると見積もっていますが、この数字はまだ業界全体では確定していません。

コストのこうした新しいダイナミクスは、従来のOEMの戦略転換や、北米でのオンショア生産とセルバッテリー材料への移行を促します。そのため、米国のバッテリー供給と車両製造の市場シェアは拡大する可能性が高いでしょう。すでに米国内に製造能力を持つ国内OEMは、米国の消費者向けEVを安くすることができ、明確な勝ち組となります。外国のOEMがこの税額控除の適用を受けるには、米国内にサプライチェーンを構築するため初期費用を増やさなければなりません。サプライチェーン構築の達成には、数十億ドルの費用と数年を要するでしょう。OEMは、サプライチェーン構築のコストを分担するために、バッテリーに関するパートナーシップにますます頼るようになってきました。IRAは中国から市場シェアを奪うことを目的としているため、他のアジアの国のバッテリーメーカー（特に韓国のバッテリーメーカー）は、バッテリーのサプライチェーン情勢が変化していくことで最大の受益者となる可能性があります。欧州グリーンディールは、ある程度IRAの影響を受けていますが、欧州のEVサプライチェーンにおいて欧州に重点を置いた内容が求められます。

企業への影響を測定

IRAの銘柄への影響を予測するため、当社のファンダメンタル・グロース&コア株式チームは、独自の銘柄確信度指数（Confidence Quotient = CQ）のフレームワークを用いて企業のファンダメンタルズをスコア化しています。EVへの移行をテーマとして捉え、このテーマに沿って、当社がカバーしている銘柄のCQを調整しています。EVへの移行は、特に、「市場ポジション」、「財務状況」、「経営陣」の各スコアに影響をおよぼしています。

例えば、CATLなど中国のバッテリーメーカーは、LFPのサプライチェーンを独占しているため、市場ポジションのCQスコアは引き上げられました。しかし、IRAの施行を契機に、バッテリーのサプライチェーンが北米に戻るようになったため、引き上げられたスコア分は相殺されることとなります。従って、IRAの影響で需要がLFPからNMCのサプライチェーンにシフトしたため、LG Electronics、Samsung SDI、SK on Co LGなど、韓国や日本のメーカーの市場ポジションのCQは上昇しました。EVへの移行に伴い、電化技術の開発と拡張に関連する設備投資や研究開発コストに数十億ドルがかかったため、OEMの財務状況のCQは低下しました。IRAでこのコストの一部は軽減されますが、全体としては、これらの企業のバランスシートのストレスは高まっています。最後に、各社の戦略が明確で効果的であるかどうかをみてみましょう。EVへの移行を有利に進める戦略を掲げているならば、経営陣のCQスコアは上昇し、その戦略が成功すれば、さらに上昇することとなります。GMやTeslaのよ

うな企業は、独自の技術（GMは「Ultium」バッテリーのプラットフォーム、Teslaは垂直統合型サプライチェーン）を確立することに成功したと当社は考えています。これらの技術が構築されたことで、特に戦略が明確で効果的であると評価し、当社は両社の経営陣のCQスコアを引き上げました。

結論

IRAを契機に、NMCバッテリーとLFPバッテリーのコスト・ダイナミクスが変化したため、大手OEMは戦略を変更しています。LFPの重要部品は中国が大きなシェアを占めているため、LFPサプライチェーンへの転換が実現するとしても、少なくとも10年はかかりそうです。OEMは現在、IRAの税額控除制度の資格を得るため、よりコスト効率の高いLFPバッテリーの使用から、NMCバッテリーの国内のサプライチェーン構築へとシフトしています。各社がEV戦略を策定するなかで、重要な材料を獲得しようとする動きは今後も加速し、OEMやバッテリーのサプライヤーからEV関連資源の構築や獲得に関する発表が今後さらに増えることが予想されます。

Cintas: 循環型経済を可能にする企業

Patrick Bernard
Assistant Director
of Research

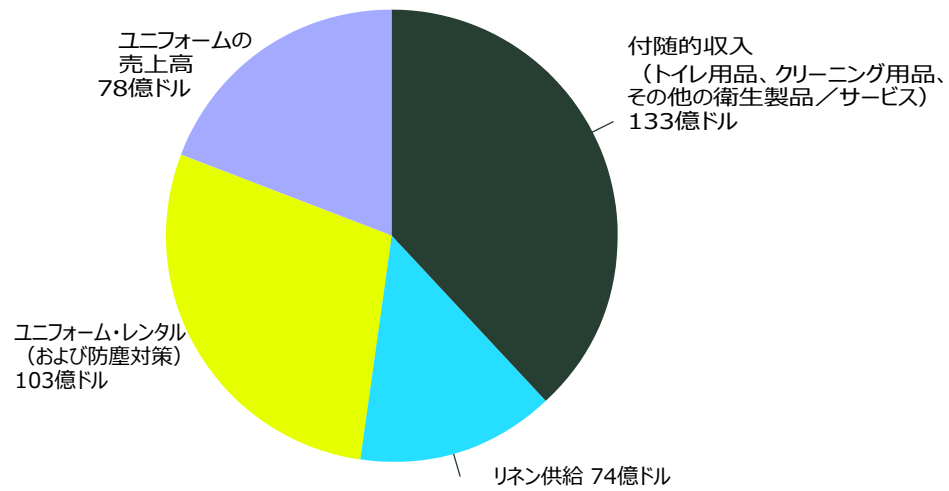
Cintasは、ユニフォームの提供やクリーニングをアウトソースしている企業にサービスを提供するという成長市場において業界を牽引している企業です。当社のファンダメンタルズ・グロース&コア株式チームがポートフォリオの銘柄候補を評価するために採用している「銘柄確信度（CQ）」フレームワークにおいて、同社は非常に高いスコアを獲得しています。

Cintasは、作業用ユニフォームのレンタル業界において北米をリードする企業です。また、マット、モップ、トイレ用品、救急・安全用品、消火器・可燃性試験、安全教育なども提供しています。同社は主に米国とカナダで事業を展開しています。

業務レベルでは、Cintasは顧客の施設に毎週出向いて、着用済みの衣服を引き取り、各従業員が翌週着用する洗いたてのユニフォームを配達しています。顧客の約70%はサービス業（ヘルスケア、ホスピタリティ産業、フードサービスなど）、30%は財の生産セクター（製造業、建設業など）です。

Cintasが獲得可能な最大市場規模（TAM）は大きく、相対的に魅力度の高い外部および内部の成長機会を提供しています（図表3）。

図表3
Cintasの市場 – 規模が大きく魅力的

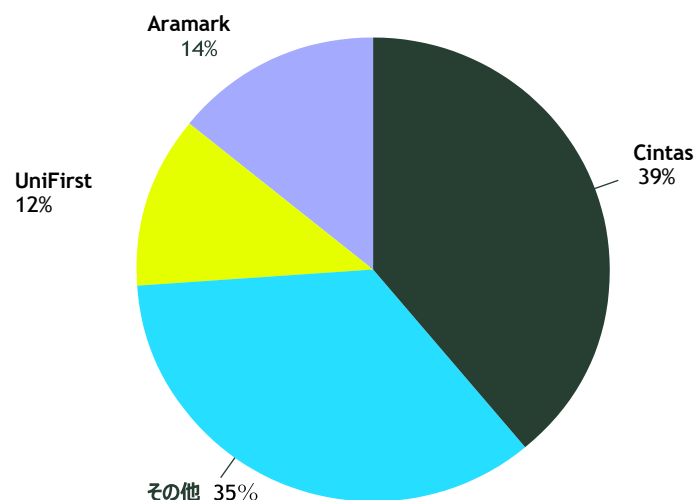


出所： Robert W. Baird & Co.、2021年9月

ユニフォーム・レンタル市場は細分化されていますが、上位3社で市場の約3分の2を占めています。レンタルビジネスの普及率はわずか20%ほどに過ぎないため、ユニフォーム・レンタル産業は大幅な有機的成長の機会を提供しています。Cintasは、新規ビジネスの60%をレンタルプログラムにまだ参加していなかった顧客から獲得しており、1桁台半ばから後半の成長を実現しています。北米にはCintasにとって1,600万のビジネス機会が存在していますが、現在の取引先はこのうちの100万社に過ぎません。

同社は3つの事業セグメント：1) ユニフォーム・レンタルおよび施設サービス、2) 救急・安全サービス、3) 防火サービス、ユニフォーム直販、を手掛けています。最も収益性が高い事業はユニフォーム・レンタル事業で、営業利益率は20%前後となっており、同社の利益の約85%を占めています。他のセグメントはレンタル事業ほどの高い収益性はありませんが、それでも営業利益率は10%台前半から後半を達成しています。

図表4
Cintasはユニフォーム・レンタル市場の約40%を占める



出所： Robert W. Baird & Co.、2021年9月

Cintasの市場シェアは主要な競合2社の合計シェアよりも大きく、その規模が事業の効率化の原動力となって、中核的な競争優位性を得ています。

CQフレームワーク分析

ファンダメンタル・グロース&コア株式（FGC）チームは、独自のリサーチプロセスを用いて、企業のファンダメンタル評価をスコア化しています。銘柄確信度（CQ）は5つの基準に基づき、それぞれ1~100のスケールでスコア化されます。CQは、持続的に成長する優良企業を探し出すFGCの投資哲学に不可欠な要素となっています。CintasのCQを以下にまとめました：

- 1) **マネジメント** 分権化したマネジメント構造に支えられた優れた実行力によって、クライアントの要求に対する高い機動性を有し、オペレーティング・レベルでの強い説明責任を果たしています
- 2) **マーケットポジション** Cintasの「競争優位を保つ参入障壁（moat）」は同社の事業規模に由来しており、競争力のある料金でのサービス提供が可能です
- 3) **ファンダメンタル・モメンタム** パンデミックをきっかけに衛生管理の重要性に注目が集まり、業界の成長率が1桁台半ばから1桁台後半へと加速しています
- 4) **財務状況** 強固なバランスシートによってM&Aが可能です。営業利益率の上昇に加えて、非常に健全なフリーキャッシュフローを創出していることから、1983年以来、毎年配当金を引き上げています
- 5) **透明性** 顧客維持率は約95%となっており、「顧客の粘着性」が非常に高い事業を展開しています

Cintas ビジネスモデルにおけるサステナビリティ：循環型経済を可能にする

Cintasは、創業者が地元の工場が捨てた使用済みのボロ布を集め、自宅に持ち帰って洗濯し、再び企業に販売していた頃から、サステナビリティの一端を担ってきました。同社の主力のユニフォームレンタル事業では、1着ずつ洗濯して修理の有無を確認しています。同社のランドリーサービス事業は水やエネルギーの使用量を大幅に改善しています。

従来の家庭用洗濯機での工程（平均）：

水（ガロン） Cintasよりも使用水量が84%多い	1.90 従来の家庭用洗濯機	1.03 Cintas
エネルギー（BTU：英国熱量単位、乾燥工程のみ） Cintasよりもエネルギー消費が69%多い（洗濯、及び乾燥工程）	2,143 従来の家庭用洗濯機	1,530 Cintas

出所：Cintas。例示のみを目的としています。

Cintasの洗濯工程では、家庭での洗濯に比べ、重量1ポンドあたりの廃水量が84%少なく、エネルギー使用量（洗濯、及び乾燥工程の合計）も69%少なくなっています。また、水の再利用技術を活用した取り組みも行っています。洗濯工程の一部は、必要な水の30%を再利用能力から得ていることが証明されています。また、Cintasは2050年までにネットゼロ達成を公約に掲げています。Cintasは、2021年度に米国レンタル事業でCO₂e総排出量を7.8%削減しました。

図表 5
Cintasのランドリーサービスはエネルギーと水の効率化に優れています

■ 従来の家庭用洗濯機
■ Cintas

同社は他にも、リサイクル素材を50%使用したフロアマット製品の調達や、持続可能な素材を使用した100種類以上のユニフォームスタイルの提供など、サステナビリティへの取り組みを行っています。最近では、同社初となるサステナビリティ・オフィサーの配置を発表するとともに、ESG担当ヴァイスプレジデントとチーフ・コンプライアンス・オフィサーを任命しました。

正しい行動は事業にも有益

Cintasは、顧客、従業員、株主のために正しいことを行うことで成長を遂げてきた企業です。リサーチ上のフレームワークで捉えることは難しいですが、企業文化は非常に強靱で、同社の競争優位性の鍵となっています。FGCチームはこのような企業文化を分析のフレームワークとして活用することが重要であると考えています。文化という定性的なものを定量化できる強固なリサーチプロセスに、当社のリサーチアナリストの豊かな業界知識や経験を組み合わせることで、Cintasのような優れた企業を見極める上で大きな強みになります。

執筆協力者

Nicholas Trager
Portfolio Specialist, Fundamental Equities

脚注

1 MSRP = メーカー希望小売価格 (Manufacturer's Suggested Retail Price)

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズについて

当社は、世界各国の政府、機関投資家、金融アドバイザーを顧客とし、顧客の皆様が財務上の目標を達成する手助けを行うために、指針となる以下の原則を毎日実践しています。

- 厳格さが礎
- 幅広い選択肢からの構築
- スチュワード（受託者）として
- 将来への投資

過去40年にわたり、これらの原則のおかげで当社は激しく変動する投資の世界で翻弄されることなく、数百万もの人々の金融面の将来を守る手助けを行ってきました。これは、世界29拠点で活動する従業員の存在、そして、常に向上しようという全社共通の強い信念がなければ実現できなかったと確信しています。その結果、約3.62兆ドル²を運用する世界第4位¹の資産運用会社へと成長しています。

1. Pensions & Investments Research Center. 2021年12月末時点。
2. 2023年3月末時点、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ・ファンズ・ディストリビューターズ・エルエルシー（「SSGA FD」）が営業を行っているSPDRの残高約650.3億ドルを含みます。SSGA FDはSSGAの関連会社です。すべての運用資産残高は監査前の数値です。

ssga.com

Marketing communication

State Street Global Advisors Worldwide Entities

Abu Dhabi: State Street Global Advisors Limited, ADGM branch is regulated by the Financial Services Regulatory Authority (FSRA). This document is intended for Professional Clients or Market Counterparties only as defined by the FSRA and no other person should act upon it. State Street Global Advisors Limited, ADGM Branch, Al Khatem Tower, Suite 42801, Level 28, ADGM Square, Al Maryah Island, P.O Box 76404, Abu Dhabi, United Arab Emirates. Regulated by the ADGM Financial Services Regulatory Authority. T: +971 2 245 9000. **Australia:** State Street Global Advisors Australia, Limited (ABN 42 003 914 225) is the holder of an Australian Financial Services License (AFSL Number 238276). Registered office: Level 14, 420 George Street, Sydney, NSW 2000, Australia. T: +612 9240-7600. F: +612 9240-7611. **Belgium:** State Street Global Advisors Belgium, Chaussée de La Hulpe 185, 1170 Brussels, Belgium. T: +32 2 663 2036. State Street Global Advisors Belgium is a branch office of State Street Global Advisors

Europe Limited, registered in Ireland with company number 49934, authorised and regulated by the Central Bank of Ireland, and whose registered office is at 78 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2. **Canada:** State Street Global Advisors, Ltd., 1981 McGill College Avenue, Suite 500, Montreal, Qc, H3A 3A8, T: +514 282 2400 and 30 Adelaide Street East Suite 800, Toronto, Ontario M5C 3G6. T: +64 7 775 5900. **France:** State Street Global Advisors Europe Limited, France Branch ("State Street Global Advisors France") is a branch of State Street Global Advisors Europe Limited, registered in Ireland with company number 49934, authorised and regulated by the Central Bank of Ireland, and whose registered office is at 78 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2. State Street Global Advisors France is registered in France with company number RCS Nanterre 899 183 289, and its office is located at Coeur Défense — Tour A — La Défense 4, 33e étage, 100, Esplanade du Général de Gaulle, 92 931 Paris La Défense Cedex, France. T: +33 1 44 4 40 00. F: +33 1 44 45 41 92. **Germany:** State Street Global Advisors Europe Limited, Branch in Germany, Briener Strasse 59, D-80333 Munich, Germany ("State Street Global Advisors Germany"). T: +49 (0)89 55878 400. State Street Global Advisors Germany is a branch of State Street Global Advisors Europe Limited, registered in Ireland with company number

49934, authorised and regulated by the Central Bank of Ireland, and whose registered office is at 78 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2. **Hong Kong:** State Street Global Advisors Asia Limited, 68/F, Two International Finance Centre, 8 Finance Street, Central, Hong Kong. T: +852 2103-0288. F: +852 2103-0200. **Ireland:** State Street Global Advisors Europe Limited is regulated by the Central Bank of Ireland. Registered office address 78 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2. Registered Number: 49934. T: +353 (0)1 776 3000. F: +353 (0)1 776 3300. **Italy:** State Street Global Advisors Europe Limited, Italy Branch ("State Street Global Advisors Italy") is a branch of State Street Global Advisors Europe Limited, registered in Ireland with company number 49934, authorised and regulated by the Central Bank of Ireland, and whose registered office is at 78 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2. State Street Global Advisors Italy is registered in Italy with company number 11871450968 — REA: 2628603 and VAT number 11871450968, and its office is located at Via Ferrante Aporti, 10 - 20125 Milan, Italy. T: +39 02 32066 100. F: +39 02 32066 155. **Japan:** State Street Global Advisors (Japan) Co., Ltd., Toranomon Hills Mori Tower 25F 1-23-1 Toranomon, Minato-ku, Tokyo 105-6325 Japan. T: +81-3-4530-7380. Financial Instruments Business Operator, Kanto Local Financial Bureau (Kinsho #345), Membership:

Japan Investment Advisers Association, The Investment Trust Association, Japan Securities Dealers' Association. **Netherlands:** State Street Global Advisors Netherlands, Apollo Building 7th floor, Herikerbergweg 29, 1101 CN Amsterdam, Netherlands. T: +31 20 718 000. State Street Global Advisors Netherlands is a branch office of State Street Global Advisors Europe Limited, registered in Ireland with company number 49934, authorised and regulated by the Central Bank of Ireland, and whose registered office is at 78 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2. **Singapore:** State Street Global Advisors Singapore Limited, 168, Robinson Road, #33-01 Capital Tower, Singapore 068912 (Company Reg. No: 200002719D, regulated by the Monetary Authority of Singapore). T: +65 6826-7555. F: +65 6826-7501. **Switzerland:** State Street Global Advisors AG, Beethovenstr. 19, CH-8027 Zurich. Registered with the Register of Commerce Zurich CHE-105.078.458. T: +41 (0)44 245 70 00. F: +41 (0)44 245 70 16. **United Kingdom:** State Street Global Advisors Limited. Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority. Registered in England. Registered No. 2509928. VAT No. 5776591 81. Registered office: 20 Churchill Place, Canary Wharf, London, E14 5HU. T: 020 3395 6000. F: 020 3395 6350. **United States:** State Street Global Advisors, 1 Iron Street, Boston, MA 02210-1641. T: +1 617 786 3000.

本書はステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズが作成したものをステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社が和訳したものです。内容については原文が優先されることをご了承下さい。本書は、情報提供を目的として作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。本書は、弊社の運用手法等をご紹介するために作成・提供されるものであり、特定の金融商品への投資を勧誘する目的のものではありません。弊社グループの運用戦略をもとに弊社が運用を再委託することにより提供可能となる運用戦略も含まれます。本書は、特定の金融商品の勧誘を目的とするものではないため、運用に係る手数料・報酬等の金額および計算方法等を予め示すことができません。なお、投資信託の場合は投資信託毎に設定された販売手数料、信託報酬やその他費用が、投資一任契約や投資顧問契約の場合は個別契約毎に運用報酬、信託報酬やその他費用がかかります。各金融商品に関する運用リスクや手数料等諸費用の詳細につきましては、契約締結前交付書面やお客様向け資料等をご覧ください。上記の目標値は、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ／第三者による一定の仮定および分析に基づく推定値です。これらの推定値が実現する保証はありません。

本書で述べられている見解は、2023年3月31日に終了した期間におけるファンダメンタル・グロース&コア株式チームの見解であり、市場およびその他の状況によって変更となる可能性があります。本書には、将来予想に関する記述とみなされる可能性がある特定の記述が含まれます。このような記述は、将来のパフォーマンスを保証するものではなく、実際の結果または展開は、予測されたものとは大きく異なる可能性があることに留意してください。ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズの書面による明示的な同意なしに、本著作物の全部または一部を複製、複写もしくは送信、またはその内容を第三者に開示してはなりません。提供された情報は、投資助言に該当するものではなく、そのようなものとして依拠されるべきではありません。本情報は、有価証券の購入の勧誘または売却の申出とみなされるべきものではありません。本情報は、投資家の特定の投資目的、戦略、税務上の地位または投資期間を考慮したものではありません。ご自身の税務・財務アドバイザーにご相談ください。すべての情報は、別段の記載がない限り、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズによるものであり、信頼できると考えられる情報源から入手したのですが、その正確性を保証するものではありません。

これらの情報は、現在の正確性、信頼性もしくは完全性、またはこれらの情報に基づいた意思決定に対する責任についての表明や保証はなく、これらの情報はそのようなものとして依拠されるべきではありません。投資には、元本割れリスクを含むリスクが伴います。言及されている銘柄は、必ずしもステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズが投資している保有銘柄ではありません。特定企業の株式への言及は、推奨または投資助言として解釈されるべきではありません。記述および意見は、市場およびその他の状況に応じて随時変更となる可能性があります。外国有価証券への投資は、通貨価格の不利な変動、源泉徴収税、一般に公正妥当と認められる会計原則の差異、他国の経済不安定または政局不安によってキャピタルロスが発生するリスクを含む場合があります。新興国市場または発展途上国市場への投資は、先進国市場への投資よりも相対的にボラティリティが高く、流動性が低い場合があり、より発展が進んだ国々と比較すると、多様性と成熟度の面で概して劣る経済構造や安定性に劣る政治制度に対するエクスポージャーを含む場合があります。『クオリティ』投資スタイルは、高いリターン、安定した収益、および低い財務レバレッジを持つ企業に重点を置きます。

この投資スタイルは、これらの企業の過去のパフォーマンスが継続しないリスクや、『クオリティ』株のリターンが他の投資スタイルや株式市場全体のリターンよりも低くなるリスクを伴います。戦略は「グロース」投資スタイルに重点を置く場合があります。グロース株の市場価値は、他の種類の投資先よりも変動しやすい可能性があります。グロース株の価格は将来の期待を反映する傾向があり、その期待が変化し、または満たないと、一般的に株価は下落します。「グロース」株のリターンは、他の投資スタイルや株式市場全体のリターンと連動する場合もあれば、連動しない場合もあります。過去のパフォーマンスは、将来の成果を保証するものではありません。株式証券の価値は、個々の企業の活動や一般的な市場および経済状況によって変動し、大きく下落する可能性があります。ここで言及されている商標およびサービスマークは、それぞれの所有者の所有物です。第三者のデータ提供者は、データの正確性、完全性または適時性に関してもいかなる保証または表明も行わず、また、かかるデータの使用に関連するいかなる種類の損害に対しても責任を負いません。

© 2023 State Street Corporation.
All Rights Reserved.
Tracking #: 5756605.1.1.APAC.RTL
Exp. Date: 5/31/2024

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社
東京都港区虎ノ門1-23-1
虎ノ門ヒルズ森タワー25階
金融商品取引業者関東財務局長（金商）
第345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、日本証券業協会