

## 目次

- 01 不透明な時期における投資
- 05 世界的パンデミック時における長期投資

# 不透明な時期における投資： 米国株式ポートフォリオ・マネージャー、 クリス・セラコフスキーに聞く

---

2020年第1四半期が過ぎたが、想定していた状況とは明らかに異なる展開となっている。後から考えれば当たり前のことも危機の最中には見えにくいのが常だが、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ（以下「当社」）は、市場の混乱の先にある長期ファンダメンタルズを見極める投資アプローチを活用できるという有利な立場にある。同時に、新型コロナウイルス感染症

（COVID-19）に関連する現在の混乱は、当社の投資先企業にリスクと機会をもたらしており、これに対してリサーチ・アナリストが分析・評価を行っている。本稿では、環境がダイナミックに変化する中、当社の米国株式ポートフォリオ・マネージャーであるクリス・セラコフスキーに現在の市場および自身が運用する米国株式セレクト・ポートフォリオに関する見解を聞いた。

---

## 新型コロナウイルスのパンデミックにより、経済および市場は大きな混乱に陥っている。コロナショックをめぐる懸念が高まったことを受けて、ポートフォリオに対して何らかの措置を講じたか？

市場の下落が異例の急ピッチで進んでおり、S&P500指数は2月19日に過去最高値を更新してから僅か数週間しか経っていない。この間にS&P500指数は史上最大級の下げ幅を記録し、3月末時点では過去最高値から23.5%の下落となった。

ポートフォリオに関しては、昨年からのパフォーマンスが好調だったマイクロソフトやASML、アップルなど数銘柄を売却した。いずれも過去12か月間で75%超の利益を上げていた銘柄で、既にバリュエーションによる魅力度が相対的に低下していると考えた。この売却による影響の1つとして、2020年初めに大幅にオーバーウェイトしていた情報技術セクターのポジションが減少し、2月末時点で大幅なアンダーウェイトとなったことが挙げられる。

売却代金を用いて、新たにテキサス・インスツルメンツとCMSエナジーのポジションを構築した。両社は全く異なるタイプの企業で、テキサスは半導体メーカー、CMSはミシガン州の規制対象公益事業会社である。だが、いずれも盤石な収益源に支えられた質の高い営業基盤を有する。さらに両銘柄ともバリュエーションは既に低下してより割安な状態になり、高い配当利回りは変動の激しい市場において安定装置の役割を果たすとみられる。また、大幅に下落する市場を背景に、当社は確信度が特に高い多くの銘柄を機動的に追加している。

---

## より一般的な観点では、自身のポートフォリオのリスク管理とダウンサイドプロテクションについてどのように考えているか？

私たちのような集中型のポートフォリオでリスクを管理する最適な方法は、当社の銘柄確信度（Confidence Quotient = CQ）の枠組みを用いて、金融環境、ファンダメンタルズのモメンタム、市場ポジションを中心に個別銘柄のリスクに注目することである。当社は株式リサーチ・チーム各自の深い専門知識を駆使して保有銘柄の事業モデルやバランスシートのストレステストを行っている。

今回のCOVID-19危機の早い段階で、中国およびアジア地域のサプライチェーンに対する影響にカバレッジ対象企業がどの程度さらされているかを分析した。そして感染が広範囲に拡大するに伴い、世界的な景気減速が及ぼす影響について検証した。財務レバレッジ、インタレスト・カバレッジ・レシオ、債務償還スケジュールに注目し、急激な景気後退が収益モデルにどのような影響を及ぼすのか、利益率やフリーキャッシュフローに対してどのような意味合いを持つのかを考察した。来年以降に関しては、現在の環境が投資先企業の長期的な成長のドライバーや相対的市場ポジションに持続的な影響を与えるかどうかを検討した。全体としては、当社のポートフォリオ・ポジショニングおよび個別保有銘柄の質と耐久力に引き続き自信を持っている。

---

## 2019年のポートフォリオのパフォーマンスは相対的に好調で、最近の乱高下を経ても好調さを維持している。その原動力となったのはどのような要因か？今回の事態で何か教訓を得たか？

当社は引き続き、質、持続可能な成長性、妥当な水準のバリュエーションを柱とする中核的な投資哲学を重視している。2019年の当社の相対パフォーマンスの大部分は銘柄選択によってもたらされた。上位の寄与銘柄は情報技術、資本財、不動産、ヘルスケア、コミュニケーション・サービス、金融、生活必需品など幅広いセクターにわたっている。これらに共通していたのは、各銘柄の投資テーマに固有の部分に対するアナリスト・チームの確信度の高さである。

---

昨年の市場の上昇率は30%を超えたため、当社の規律あるバリュエーション手法に基づき、好調なパフォーマンスを上げた多くの銘柄のポジションを削減した。これにより、妥当なポジションで2020年を迎えられたと考えており、年初から3月末までのパフォーマンスはベンチマークを適度に上回っている。最近の相場の下落を利用して、バリュエーションに妙味がある特に確信の高い銘柄に対してポジションを再配分した。当社の目的は短期パフォーマンスの最適化ではなく、長期にわたりポートフォリオのポジショニングに重点を置くことだ。これにより、引き続き市場を上回るリターンを維持しつつ、同時に質と持続可能性を重視することでリスクを抑制できると考えている。

---

### **COVID-19発生前から、既に現在の景気サイクルの長さや株価上昇の持続性を懸念する意見はあった。株式市場の見通しに根本的な変化はあるか？**

COVID-19のパンデミックが進行する中、マクロ経済に対する影響は拡大している。当初は中国の地域的危機であったが、今や多くの国が全国規模でロックダウン（都市封鎖）を実施し、生活に「必要不可欠な」事業を除き全ての事業が州政府によって停止されている。多くの市民が自主隔離しているため、小売、旅行、外食、娯楽関連の消費支出は激減している。この危機に対応したFRBの金利引き下げによって金融機関の純金利収入に悪影響が及ぶことから、金融株は大きな打撃を受けた。

マクロ経済の減速は原油市場の混乱にも拍車を掛け、エネルギーセクターは壊滅的な打撃を受けている。全体として見ると、企業の売上高見通しは軒並み不透明となり、多くの場合、企業は設備投資を削減し、財務ガイダンスを撤回した。当社は個別企業および市場全体の業績予想を引き下げた。年初の時点でS&P500指数構成企業の利益は1桁台半ばの伸びを示すと予想したが、見通しを下方修正して2020年は小幅減益とし、2021年については予想を撤回した。利益がどの程度減少するかを予想するのは難しいが、2020年が利益にとって「失われた1年」になると考えている。現在の状況が過去のものとなり、より正常な環境に戻ることを期待し、2021年および2022年に利益を回復しそうな銘柄にポジションを構築する考えだ。

---

### **厳選した米国株30~40銘柄に投資しているが、これらの企業に何を求めているのか？最近の例を使って説明していただきたい。**

当社の投資哲学は、長期的に持続可能な成長を実現できる、質の高い、妥当な水準のバリュエーションを有する企業への投資に基づいている。当社が考える質の定義は、業界内の一般的なものとは異なっている。銘柄確信度（CQ）という当社の枠組みを用いて、市場ポジションや経営陣の能力など、5つの幅広い分野について企業を分析する。その目的は、持続可能な成長の維持につながる、耐久力のある競争優位性を持つ企業を特定することだ。

最近追加したのはロウズとウェイト・マネジメントの2銘柄で、ロウズは大手ホームセンターであり、事業の大部分を米国で展開している。緩やかな増収見通しを立てており、新経営陣の下で販売効率や営業利益率を改善できると当社は予想する。営業レバレッジと規律ある資本配置計画により、ロウズは中期的に2桁台の増益率を実現できると考えられる。現在のパンデミックの影響で2020年の利益が打撃を受けるのは明らかだが、バランスシートは強固であり、生活に必要な不可欠なサービスとして今のところ店舗は営業を続けている。

---

ウェイスト・マネジメントは北米有数の廃棄物回収・処理サービス会社である。健全なバランスシートと回復力の高い収益モデルを有し、強力な市場ポジションとそれに付随する価格決定力を持つ安定した銘柄と言える。全米各地で、様々なタイプの顧客（商業施設、住宅、産業施設など）を対象に事業を展開している。増収率は1桁台半ばで、利益率は横ばいから改善傾向にあるため、利益変動を平均以下に抑えつつ市場を上回るペースで利益を継続的に成長できると当社はみている。現在の市場環境によって、この中核的なポジションを魅力的なバリュエーションで構築する機会が提供されている。

注：ここに示す情報を特定の証券への投資や提示する証券の売買の推奨と捉えてはなりません。示された証券が将来利益を生む保証はありません。

---

# 世界的パンデミック時における 長期投資

---

ファンダメンタル・グロース&コア株式チームは、詳細なファンダメンタルズ分析を行っている。通常は長期保有可能な投資対象の特定を目的としているが、極端な市場環境においては、当社社内および私たちの顧客に対して情報発信のリソースとなる。以下に、当チームが最近発行した新興国市場ポートフォリオ運用チームが中国からの教訓を取り上げたレポートを紹介する。

ファンダメンタル・グロース&コア株式チームのグローバル医薬品担当アナリストによる治療薬・ワクチン開発に関する考察レポート「新型コロナウイルス治療薬の開発を急ぐ医薬品会社」は、2020年5月1日発行「SSGAグローバル・インサイト」でご紹介しています。レポートを読む

---

## 中国の新型コロナウイルスとの闘いから学ぶ\*

**アンドリュー・シャオ、PhD、CFA**

シニア・ポートフォリオ・マネージャー  
中国株式

**ローラ・オストランダー**

新興国市場マクロ・ストラテジスト

**ジョージ・ビチャー**

アセットクラスCIO ポートフォリオ・マネージャー

\*当レポートの原本は2020年3月31日発行

---

---

COVID-19の感染拡大が世界中の国々に波及し、新たな感染者数が増加の一途をたどる中、人々の不安は高まり、投資家は更なる不透明感に直面している。各国において、ウイルス封じ込めの措置に留まらず、感染力の強いCOVID-19との闘いは総力戦の様相を呈するとみられる。当社は中国のCOVID-19との闘いから重要な知見が得られると考える。

中国で最初に感染が確認されたのは2019年12月のことだ。政府が断固とした措置を講じたことで、公表データによると、COVID-19は現在概ね封じ込められている。これらの措置の経済的・社会的コストは増大しているが、対策は効果を上げている。

---

#### COVID-19に関する 中国の経験を分析した 結果:

- 中国のエピデミック・カーブ（流行曲線）は感染封じ込めの成功を示唆
- ウイルス封じ込め対策は、利用可能なあらゆる資源を投入し、リーダーシップの最上位からトップダウンで指示
- 工場閉鎖や強制的な自宅隔離など、大きなコストと犠牲を伴う厳格な措置を敢行
- 湖北省に比べて他の地域の致死率はかなり低水準
- 中国は中小企業や家計への影響を緩和するために、慎重かつ的を絞った刺激策ならびに利下げを実施、追加の景気刺激策が見込まれる
- 発表頻度の高い各種経済活動データから明らかなように、景気は徐々に回復

---

#### 中国が現在直面する 主要な課題:

- ウイルス感染の「逆輸入」の封じ込め
- 日常生活の復帰に伴う感染再拡大の防止
- 景気回復を支えるために十分な財政・金融政策を実施すると同時に、過剰な/非効率的な信用拡大を回避

COVID-19ショック中に取られた消費者や企業の行動の根本的变化は、持続的な影響をもたらす可能性がある。COVID-19の拡大局面ではソーシャル・ディスタンス（社会的距離の確保）が至る所で叫ばれ、eコマース、テレワーク、オンライン・エンターテインメントを取り入れる動きが加速している。また、感染性ウイルスの流行により、予防医療や健康保険・生命保険の必要性に対する認識が高まっている。世界経済および資本市場に対する短期的な悪影響は大規模になるだろう。ウイルスとの闘いに最終的に勝利するには、有効な治療とワクチンが必要であり、それには一定の時間を要するかもしれない。

---

#### 投資への示唆

投資の観点からは、中国は他の大半の国に比べて有望な投資先であるように見える。COVID-19と最初に闘った中国は、流行の最初の急増局面を乗り切り、現在、封じ込めに成功した模様だ。中国経済は甚大な打撃を受けたが、これまで公表された石炭消費量などの高頻度経済活動データからは、感染症の流行が封じ込められる中、経済が緩やかながら着実に回復しつつあることがうかがえる。

---

一方で、他の経済大国の多くはいまだCOVID-19のパンデミックとの激闘の最中にある。ウイルスが経済に及ぼす打撃が一時的であることに加えて、持続的な政策支援の見通しも、中国によるMSCI新興国市場指数のアウトパフォームに寄与する可能性がある。

ファンダメンタルズに基づき新興国市場でアクティブ運用を行う投資家として、当社は全ての上場企業の中から長期的な勝ち組の特定を目指す規律ある投資プロセスを通じ、パッシブ運用を上回る超過収益を達成できると考えている。

COVID-19との闘いでは、セクターおよび業種によって勝ち組と負け組に分けられるだろう。負け組になりそうなのは、旅行・娯楽、輸送、エネルギーなどである。勝ち組に入る可能性が高いのは、eコマース、オンライン・エンターテインメント、ヘルスケアなどだ。頑健性の高い事業モデルと盤石な財務ポジションを備えた高クオリティ（質の高い）企業は、おそらくこの危機を切り抜けて、株主に利益を還元する態勢を整えられると思われる。

## 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

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズは、過去40年にわたり、各国政府や機関投資家、金融プロフェッショナルの皆様にご提供しています。厳密なリサーチや分析、厳しいマーケット環境における経験を礎としたリスク考慮型アプローチをもとに、アクティブからインデックス戦略まで幅広く、コスト効率に優れたソリューションを提案いたします。そしてスチュワード（受託者）として、社会、環境への配慮が長期的な成果をもたらすということをお客様に理解を深めていただくよう努めています。インデックス運用とETF、ESG投資の先駆者として、投資における新しい世界を常に切り拓き、約2.69兆ドル\*を運用する世界第3位の資産運用会社へと成長しました。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズは、ステート・ストリート・コーポレーションの資産運用部門です。

\*運用資産残高には、約500.1億ドル(ドル(2020年3月末時点)のステート・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（以下「SSGA FD」）が取り扱っているSPDRの残高を含みます。SSGA FDはSSGAの関連会社です。

[ssga.com/jp](https://ssga.com/jp)

### ご留意事項

・本資料はステート・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抜粋、および和訳したものです。内容については原文が優先されることをご了承下さい。

・本資料は、弊社の運用に関する見解や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。

・本資料は、信頼しうると考えられる情報源から得たものですが、正確性・完全性は保証するものではありません。また、内容につきましては、予告なく変更される場合があります。過去の実績は、将来の投資成果を保証するものではありません。

・本資料は2020年3月31日時点のファンダメンタル・グロス&コア株式チームの見解であり、市場やその他状況の変化に伴い、予告なく変わることがあります。本資料には将来予測の表明とみなされ得る一定の情報が含まれています。そうした表明は将来の運用成果を保証するものではなく、実際の結果や展開はそうした予想とは大きく異なる可能性があります。

・なお、実際の運用戦略においては、値動きのある有価証券等に投資します。有価証券の価格は市場環境、有価証券の発行会社の業績、財務状況等により価格が変動するため、損失を被る事があります。また、外貨建の資産に投資する場合には、為替変動により損失を被ることがあります。

・本資料に表示している各種シミュレーション・データは、過去のデータに基づき弊社モデルを利用したバックテスト結果であり、将来の運用収益を保証するものではありません。

・弊社ならびに弊社グループ会社における運用に係る研究開発実例、運用スタイル、運用戦略、投資環境等をご紹介するものであり、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。

・本資料に記載の各インデックスの著作権・知的所有権その他一切の権利は各インデックスを算出・公表している機関・会社に帰属します。

・本資料の二次使用、複写、転載、転送等を禁じます。

・本資料の記載内容は2020年3月時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。

## 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

金融商品取引業者 登録番号 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