

グロース投資とバリュー投資の特徴を備えた GARP 戦略でアルファ創出を目指す

Daoyu Chen, CFA
Senior Investment Strategist

Kamal Gupta, CFA
Senior Research Analyst

Altat Kassam, CFA
EMEA Head of Investment Strategy & Research

GARP は、グロース投資の要素を取り入れたバリュー投資戦略の進化型だ。例えば、ウォーレン・バフェット氏はキャリアの途中で、本源的価値の概念を広げ、企業の「防護壁」となるブランド価値などの無形資産も含めるようになった。これと同様に、GARP 戦略では、バリュエーションの水準に留意しつつ、企業のファンダメンタルズ調査を基に、この先持続可能な利益成長が見込める質（クオリティ）の高い事業モデルの特定を目指す。

1972 年、伝説の投資家ウォーレン・バフェット氏は、カリフォルニアの箱詰めチョコレート製造・販売会社 See's Candies を買収した。これはバフェット氏の投資哲学の重要な転換点となった。1955 年に独立して以来、同氏は師匠であるベンジャミン・グレアム氏の投資手法、バリュー投資を実践してきた。だが、当時、純有形資産の 3 倍で取引されていた See's Candies の買収は、バリュー投資家にとって躊躇するような意思決定だったはずだ¹。

何が変わったのか？ 投資のパートナーであるチャーリー・マンガー氏の影響を受けたバフェット氏は、それまでのように有形資産の現在価値のみに基づいて割安な銘柄を特定するのではなく、バリューの概念を広げ、企業の無形資産が生み出す将来価値も加味するようになった。See's Candies の場合、バフェット氏は同社の強力なブランドイメージは、同社に税引前利益の拡大を可能にする長期的な競争優位性と価格決定力をもたらすと考えた。

実際、See's Candies の利益は買収時の 500 万ドル弱から、2007 年には 13 億 5,000 万ドルに増加した。バフェット氏は 1989 年の「株主への手紙」で次のように述べている。「並みの会社を安く買うよりも、素晴らしい会社を適正な価格で買う方がずっと良い」²。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ（「当社」）では、バフェット氏の変更後の投資哲学を「妥当な価格での成長投資（growth at reasonable price, GARP）」と呼んでいる——持続可能な長期成長が見込まれる質の高い企業を適正価格で購入することだ。持続可能な成長は、過度に高い対価を支払っていない限り、長期的に強力な収益源になるはずである。

バリューおよびグロース投資

バリューとグロースは株式投資の文脈においては正反対の概念とみなされることが多い。ファクターの観点から見ると、バリュー投資は本質的に流動資産や利益に基づいて割安な銘柄を購入することであり、その尺度となるのは株価収益率（PER）、株価キャッシュフロー倍率（PCFR）、株価売上高倍率（PSR）、株価純資産倍率（PBR）、配当利回りなどだ。一方、グロース投資では、売上高と利益率の成長余地がある企業を買う。そうした企業の選別に主に使われるのは、1 株当たり利益（EPS）成長率の過去の実績と予想である。

ボトムアップ・アプローチでは、ファクターを体系的に複製するだけではバリュー投資またはグロース投資の核心を完全に捉えることができない可能性がある。バリュー投資の場合、ファンダメンタルズ要因はバックワードルッキングとなる傾向がある。一方、グロース投資の場合、ファンダメンタルズ要因はフォワードルッキングとなる傾向があるため、持続可能な成長余地のある企業を見極める高度な技術が必要になる。

たびたび「バリュー投資の父」と呼ばれるベンジャミン・グレアム氏は、投資に際して、徹底したファンダメンタルズ分析により企業の本源的価値を評価すること、そのために、証券の価格と切り離して流動資産または利益に注目することを提唱した。グレアム氏が企業の株式の市場価格を、株式を著しく楽観的または悲観的な価格で売ったり買ったりするように勧めてくるビジネスパートナーになぞらえて、「ミスターマーケット」と呼んだ話は有名だ。

ここからバリュー投資戦略を説明するのは容易である。価格が本源的価値を下回っている時にミスターマーケットから企業の株式を買い、本源的価値を上回ったときに売り戻すことである。本源的価値と株価の間に必要なバッファは「安全域」として知られている。本来的には株式の将来価格は知ることができないため、分析の不確実性を吸収するために安全域が必要である³。

一方、グロース投資は、株価の押し上げにつながる将来の利益成長予想に基づいて行われる。つまり、企業の真の本源的価値を測定するために長期的な利益の成長余地を重視するという点で、これは流動資産のみを考慮した分析では過小評価されているものだ。

だが、賢明な投資家は慎重なアプローチを取るはずだ。グレアム氏自身、キャリアの途中でグロース投資に足を踏み入れている。保険会社 GEICO の黎明期に投資し、保有を続け、長年のバリュー投資による収入を上回る利益を実現した⁴。

投資戦略としての GARP

GARP はグロース投資の要素を取り入れたバリュー投資戦略の進化型だ。例えば、バフェット氏は師匠の教えを取り入れ、さらに本源的価値の概念を広げて、ブランド価値などの無形資産も考慮するようにした。ブランド価値などの無形資産が企業に与える「防護壁」⁵は持続的な利益成長を可能にするため、バリュエーションの上昇は正当化される。この方法を参考に、バリュー投資とグロース投資双方の最も優れた要素を組み合わせるのが GARP 戦略である。

グロースと複利の力

GARP の各構成要素を詳しく見ていこう。

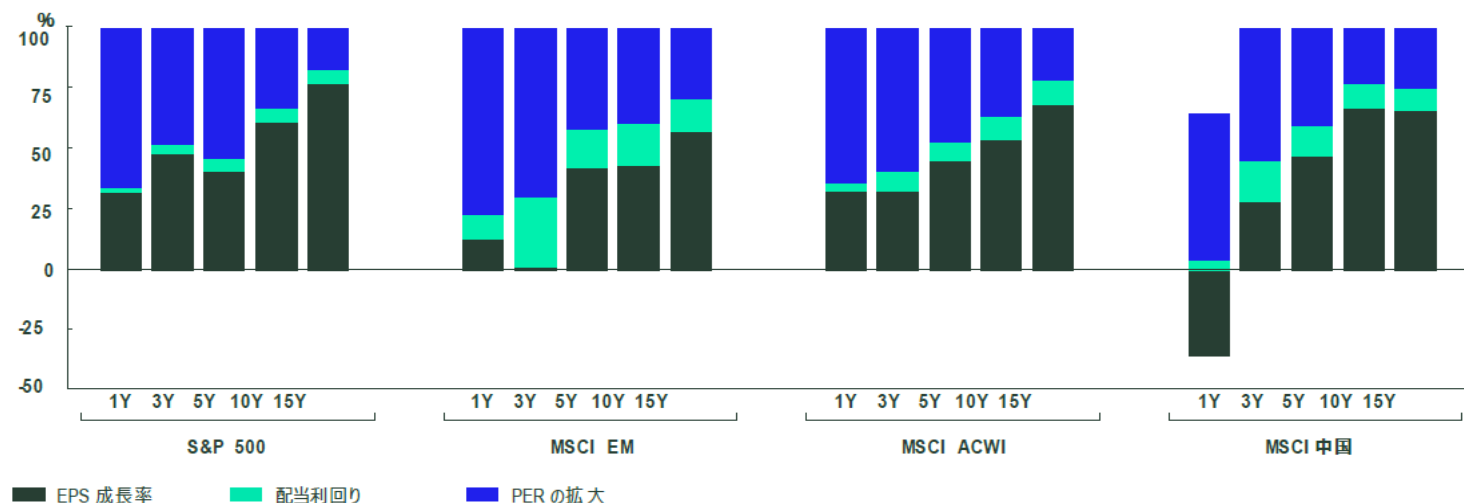
GARP の「G」は、長期的に持続可能な利益の「成長（growth）」を指す。なぜこれが重要なのか？アルベルト・アインシュタインは複利を世界の 8 番目の不思議だと言ったそうだが、複利成長の力はかなり過小評価されていることが多い。

その力を明示するため、まず株式リターンを配当利回りと価格リターンに分解し、さらに価格リターンを株価収益率の変化と利益成長に分解する。短期的には、PER の変化のような一時的要因がリターンの大半を占める。だが長期的には、複利ベースの利益成長がアウトパフォームの牽引役になる。

図表 1 は、4 つの株価指数の構成銘柄上位 5 分位を対象に、リターンに対する各要素の寄与度を様々な期間別に示したものだ。長期的には、これらの指数のパフォーマンス上位 5 分位の企業の価値創出の最も重要な牽引役が、EPS の成長率であることが分かる。EPS の重要性は期間が長くなるにつれてトータルリターンの 57%～77% のレンジまで上昇している。

図表 1

株価指数（上位 5 分位）の
リターンに対する各種要素の
寄与度（%）



出所: ファクトセット、2020 年 12 月 31 日現在。

この観点に基づくと、バフェット氏の有名なバイアンドホールド・アプローチは、ポートフォリオの保有銘柄の長期成長余地を実現するのに匹敵するほどの伝統的なバリュー投資と言える。

持続可能な成長は クオリティから生まれる

チャーリー・マンガー氏が 1996 年に明らかにしたように、See's Candie は彼らが「初めて買った質の高い企業だった」⁶。当社は持続可能な成長は質（クオリティ）から生まれると考えているが、それは事業の健全性を数値化する試みである。そこで、まず「質」を数字で定義することから始める。質の高い銘柄は、高い収益性（総資産利益率 = ROA）、低い利益変動率（EPS の変動性）、低レバレッジ（対総資産負債比率）などを用いて体系的に選別する。

S&P500 指数の構成銘柄を対象に、質は ROA のみ、成長は過去 3 年の増益率のみを代用指標として、それぞれ上位から 5 つの五分位に分け、各組合せの年率リターンを示した（図表 2）。

図表 2

S&P 500 指数構成銘柄を
5つのグループに分解

年率換算リターン合計	RoA 第 1 五分位	RoA 第 2 五分位	RoA 第 3 五分位	RoA 第 4 五分位	RoA 第 5 五分位	合計
3 年増益率 第 1 五分位	20.4	18.4	16.3	11.1	4.8	15.7
3 年増益率 第 2 五分位	17.3	16.0	12.4	12.4	10.2	15.8
3 年増益率 第 3 五分位	20.1	11.5	14.4	13.6	14.3	15.9
3 年増益率 第 4 五分位	11.3	10.5	9.5	10.6	4.0	9.4
3 年増益率 第 5 五分位	13.8	11.1	12.4	4.6	6.7	7.4
合計	17.6	11.9	11.7	8.8	1.3	10.6

注: S&P 500 指数のリターンは 2009 年 12 月 31 日から 2020 年 12 月 31 日まで。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを保証するものではない。指数のリターンはあらゆる種類の収入、利益、損失、配当や該当するその他の収入の再投資を反映している。出所：ファクトセツト、2020 年 12 月 31 日現在。

この結果から分かるように、歴史的にみて、両要因の最上位の五分位同士を組み合わせたポートフォリオ（最上位五分位が交差する点）に投資すれば、成長のみ、または質のみの最上位グループに投資するより、高いパフォーマンスを上げることができる。

当社のファンダメンタル・グロース & コア株式チームでは、純粋な財務指標だけでなく、より幅広い観点から質を捉えている。事業モデルの質（防護壁と同様）について検証する際には、ポーターの「5 フォース」などのツールを用いる。マイケル・ポーター氏は、競争力やその要因を理解することは、業界の現在の収益性を知るための鍵であり、同時に、競争力（および収益性）が時間の経過とともにどのように変化するかを予測し、影響を及ぼしていくためのフレームワークになると述べている⁷。

これは企業の長期的な競争力の維持を可能にする要因であり、ひいては複利成長の力を実現するための基盤になると当社は考えている。

具体的には次の点を検証する。

- 持続可能な競争優位性があるか、その優位性の源泉とは何か？
- 長期的なトレンドを生み出し活用できる革新的な企業か？
- 明確に示された戦略とそれを執行する規律を備えた有能で信頼できる経営陣か？
- コーポレート・ガバナンスは有効で透明性は高いか？
- 環境・社会・ガバナンス問題に高い理想をもって対応しているか？

財務諸表だけでは分からないことにも目を向けることで、企業が将来も成長を持続できるファンダメンタルズの決定要因を見極めたいと当社は考えている。

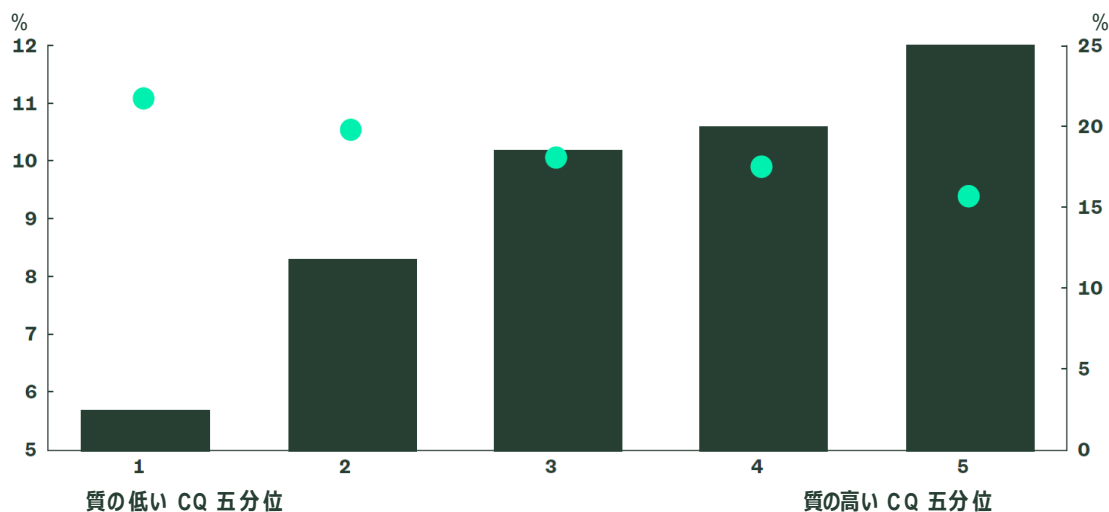
だが、それで終わりではない。当社のリサーチ・チームは、この定性情報を事業に対する当社の確信度を示すスコアとして数値化する。「銘柄確信度（Confidence Quotient = CQ）」という当社独自のスコアだ。**CQ フレームワーク**によって質のみを切り離す。そしてこのプロセスを通じて、市場金利を上回る増益率を実現できる、従って、「持続可能な成長」と言うに値する、安定した事業モデルを有する企業を特定する⁸。

高いCQスコアは、将来まで持続する可能性が高い競争力を反映していると当社は考える。図表 3 から明らかなように、歴史的にみて CQ はリスクとリターンの識別に有効である。

図表 3

銘柄確信度 (CQ) は
リスクとリターンの識別に有効

■ リターン (左軸)
● 標準偏差 (右軸)



注: CQ は当社のファンダメンタル・グロース・チームが経営陣、市場ポジション、透明性などの指標に基づき開発した独自のスコアである。出所: ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ、2020 年 12 月 31 日現在。

買うべきか、買わざるべきか

当社が重視するのは、市場金利を上回るペースで利益を伸ばす力を持つ企業を特定することだが、持続可能な成長モデルを有する企業を手に入れるために支払う価格が妥当な水準かどうか、常に意識している。これが GARP の「ARP」、すなわち「妥当な価格で (at a reasonable price)」である。

実際、「妥当な価格で質が高い」は、当社の投資哲学をバランスよく反映するものと言えるだろう。なぜなら、当社の CQ の定義によると、成長と質には相関関係があるからだ。当社は質の低い銘柄を回避すると同時に、規律ある「妥当なバリュエーション」の評価によって、通常「モメンタム・グロース」という特性で定義される割高な銘柄も回避している。

図表 4 に MSCI グロース株指数の対 MSCI バリュース株指数での動きを示す。また、PER を基に両指数を長期的に比較したグラフも加えた。リターンの動きを示すグラフから明らかなように、最近グロース株指数がバリュース株指数をアウトパフォームしている。このアウトパフォームを牽引しているのは、利益成長ではなく PER の拡大であり、投資家にとって心配なことではあるが、この比率は長期的に平均回帰する傾向にある。言い換えると、バリュエーション、すなわち投資家が支払う価格は常に長期的に重要な視点ということになる。

図表 4

最近のグロース株の対バリュース株でのアウトパフォームの牽引役は PER の拡大

■ グロース株/バリュース株 — NTR (左軸)
■ グロース株/バリュース株 — PER プレミアム (右軸)



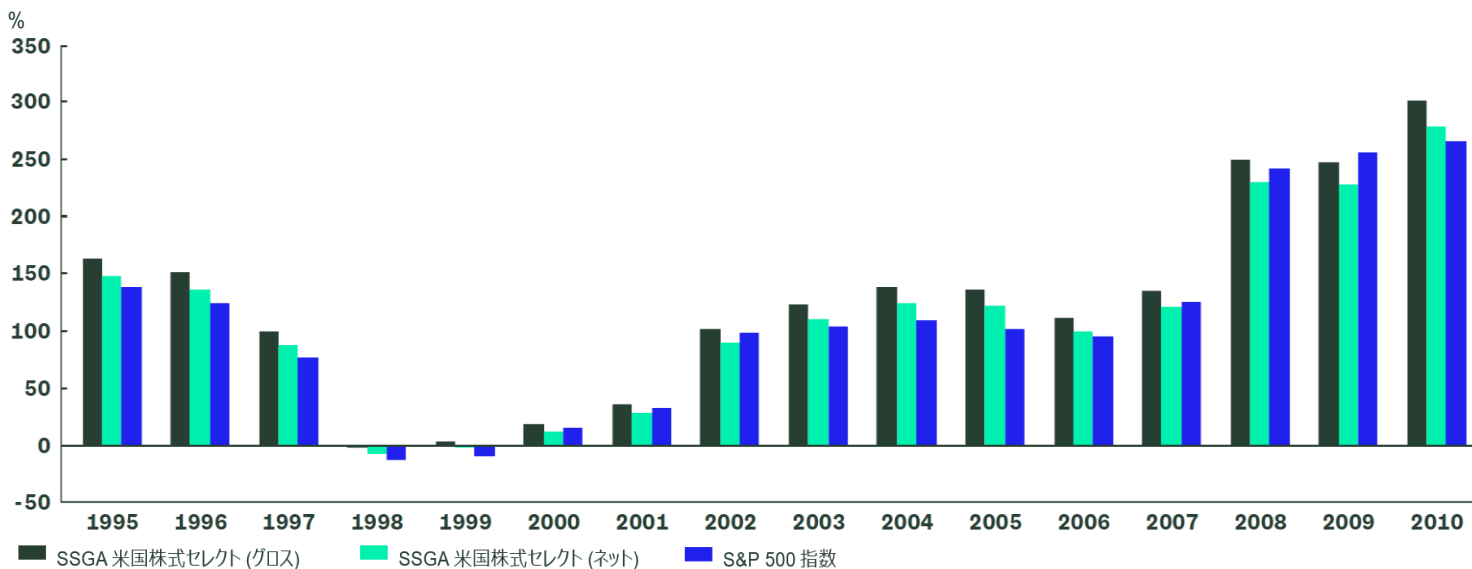
注: グロース株/バリュース株 — ネット・トータル・リターン (%) = MSCI 世界グロース株指数の対 MSCI 世界バリュース株指数での累積アウトパフォーマンス (1997 年 1 月末以降、配当の源泉税控除後)。グロース株/バリュース株 — PER プレミアム = MSCI 世界グロース株の PER の対 MSCI 世界バリュース株の PER でのプレミアム (%)。出所: ファクトセット、2021 年 2 月 26 日現在。

GARP は通常 S&P500 指数をアウトパフォーム

図表 5 は、当社で最も長く続いている GARP 戦略、米国株式セレクト（米国に本拠を置く、または米国で取引を行っている中大型株に特化）戦略を示す。1995 年の設定来の同戦略の 10 年フォワード・リターンを S&P500 指数と比較した。見て分かるように、米国株式セレクト戦略は設定来ほとんどの期間でベンチマーク（S&P500 指数）をアウトパフォームしている。この点から、GARP がコア・インデックス・アプローチを補完するアルファ追加戦略であることは明らかである。

図表 5

米国株式セレクト戦略と S&P500 指数



注: SSGA 米国株式セレクト・コンボジットの年間グロス・リターンおよび S & P 500 指数の年間グロス・リターンを用いて 10 年フォワード・ローリング・トータル・リターンを算出。図表にはコンボジットのネット・リターンも表示。上記は当投資戦略を採用する全ての一任勘定で構成されるコンボジットのパフォーマンス。上記の情報は、付録または以前に提示した資料に記載されている。当コンボジットに関する GIPS 基準に基づくプレゼンテーションを補完するものである（GIPS 基準に基づくプレゼンテーションは要望があれば提供可能）。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスの指標として依拠されるべきではない。1 年未満のパフォーマンス・リターンは年率換算されていない。上記数値は手数料のグロスベースおよびネットベースで記載。グロスベースの数値はアドバイザーフィーやその他の手数料の控除前。ネットベースの数値は手数料の控除後であり、リターンが低下する可能性もある。当コンボジットを構成する一部口座では事務管理手数料が発生する場合もある。パフォーマンスは配当およびその他の企業利益の再投資を含み、米ドル建てで計算されている。出所：ファクトセット、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ、2020 年 12 月 31 日現在。

結論

バフェット氏は 1992 年に、バリューとグロースは切っても切れない関係にあり、グロースは常にバリュー算出における要素の 1 つであると述べている。前述したように、当社はバリューとグロースを組み合わせた投資哲学を「GARP」と呼んでいる。これは、バリュエーションの水準に留意しつつ、徹底したファンダメンタルズ分析に基づき、持続可能な利益成長をこの先実現できる、質の高い事業モデルを有する企業の特定を目指す投資スタイルだ。

当社が独自に開発した CQ スコアは、企業の持続可能な成長力に対する当社の確信度を示す。CQ スコアが高い企業は歴史的にみてアウトパフォームしており、このフレームワークに基づく当社の戦略は、それぞれのベンチマークを一貫してアウトパフォームしてきた。確信度の高い銘柄を調査分析するプロセスは、引き続き長期にわたり当社の競争上の強みとなるとともに、当社の顧客にアルファをもたらすだろう。

脚注

- 1 「Pricing a Box of Candy — Warren Buffett & (箱詰めチョコの価値を評価する — ウォーレン・バフェットとシーズキャンディ)」(2013年9月18日)、Gurufocus。
- 2 Berkshire Hathaway Inc.会長の株主への手紙(1990年3月2日)、Berkshire Hathaway Inc.。
- 3 Graham, B. (1985年)。「The Intelligent Investor: A Book Of Practical Counsel」(邦題:「賢明なる投資家 — 割安株の見つけ方とバリュート投資を成功させる方法」)、HarperCollins。
- 4 Martin, F., Hansen, N., Link, S., Nicoski, R. (2012年)。「Benjamin Graham and the Power of Growth Stocks: Lost Growth Stock Strategies From the Father of Value Investing (ベンジャミン・グレアムとグロース株の力: バリュート投資の父から失われたグロース株戦略)」。
- 5 Kim, T. (2018年5月7日)。「Warren Buffett Believes This is 'The Most Important Thing' to Find in a Business (ウォーレン・バフェットはこれが「事業に最も重要なもの」と考えている)」、CNBC。
- 6 Calvey, M. (2012年8月21日)、Chuck Huggins, See's Candies 元 CEO (享年 87 歳)、San Francisco Business Times。
- 7 Porter, M. E. (2008年1月)、「The Five Competitive Forces That Shape Strategy (戦略を形作る5つの競争要因)」、Harvard Business Review。
- 8 Solecki, M. J. (2021年4月26日)、「Investing in Sustainable Growth: A Focus on Quality」、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ。
- 9 Berkshire Hathaway Inc.会長の株主への手紙(1993年3月1日)、Berkshire Hathaway Inc.。

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へ資産運用サービスをご提供しています。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 E TF、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 3.59 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 603.3 億ドル（2021 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。

- 本稿はステート・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。
- 本資料は、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。
- 本資料に記載されている見解は 2021 年 5 月 20 日時点のものであり、市場およびその他の条件によって変更される場合があります。
- 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、将来の投資成果を保証するものではありません。
- 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。

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

ssga.com

Information Classification: General Access

Marketing Communications

State Street Global Advisors Worldwide Entities

Abu Dhabi: State Street Global Advisors Limited, ADGM Branch, Al Khateem 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 Fosbury & Sons Chaussée de La Hulpe, 185 B-1170 Watermaal-Boitsfort, Belgium. T: 32 2 663 2036. F: 32 2 672 2077. SSGA Belgium is a branch office of State Street Global Advisors Ireland Limited. State Street Global Advisors Ireland Limited, registered in Ireland with company number 145221, 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 30A delade Street East Suite 800, Toronto, Ontario M5C 3G6. T: +647 775 5900.
France: State Street Global Advisors Ireland Limited, Paris Branch, is a branch of State Street Global Advisors Ireland Limited, registered in Ireland with company number 145221, 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 Ireland Limited, Paris Branch, is registered in France with company number RCS Nanterre 832 734 602 and whose office is at Coeur Défense - Tour A - La Défense 4 33e étage 100, Esplanade du Général de Gaulle 92 932 Paris La Défense cedex France. T: (+33) 1 44 45 40 00. F: (+33) 1 44 45 41 92.
Germany: State Street Global Advisors GmbH, Briener Strasse 59, D-80333 Munich. Authorised and regulated by the Bundesanstalt für

Finanzdienstleistungsaufsicht ("BaFin"). Registered with the Register of Commerce Munich HRB 121381. T: +49 (0)89-55878-400. F: +49 (0)89-55878-440.
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 Ireland Limited is regulated by the Central Bank of Ireland. Registered office address 78 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2. Registered Number: 145221. T: +353 (0)1 776 3000. F: +353 (0)1 776 3300.
Italy: State Street Global Advisors Ireland Limited, Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) is a branch of State Street Global Advisors Ireland Limited, registered in Ireland with company number 145221, 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 Ireland Limited, Milan Branch (Sede Secondaria di Milano), is registered in Italy with company number 10495250960 - R.E.A. 2535585 and VAT number 10495250960 and whose office is at Via Ferrante Aporti, 10 - 20125 Milano, 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, Japan Securities Dealers' Association.
Netherlands: State Street Global Advisors Netherlands, Apollo Building, 7th floor Herikerbergweg 29 1101 CN Amsterdam, Netherlands. Telephone: 31 20 718 1701. SSGA Netherlands is a branch office of State Street Global Advisors Ireland Limited, registered in Ireland with company number 145221, 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.

The whole or any part of this work may not be reproduced, copied or transmitted or any of its contents disclosed to third parties without State Street Global Advisors' express written consent.

The views expressed in this material are the views of the Investment Strategy & Research team through 20 May 2021 and are subject to change based on market and other conditions. This document contains certain statements that may be deemed forward looking statements. Please note that any such statements are not guarantees of any future performance and actual results or developments may differ materially from those projected.

The information provided does not constitute investment advice and it should not be relied on as such. It should not be considered a solicitation to buy or an offer to sell a security. It does not take into account any investor's particular investment objectives, strategies, tax status or investment horizon. You should consult your tax and financial advisor. All information is from State Street Global Advisors unless otherwise noted and has been obtained from sources believed to be reliable, but its accuracy is not guaranteed. There is no representation or warranty as to the current accuracy, reliability or completeness of, nor liability for, decisions based on such information and it should not be relied on as such.

Past performance is not a guarantee of future results. Investing involves risk including the risk of loss of principal.

The trademarks and service marks referenced herein are the property of their respective owners. Third party data providers make no warranties or representations of any kind relating to the accuracy, completeness or timeliness of the data and have no liability for damages of any kind relating to the use of such data.

For EMEA Distribution: The information contained in

this communication is not a research recommendation or 'investment research' and is classified as a 'Marketing Communication' in accordance with the Markets in Financial Instruments Directive (2014/65/EU) or applicable Swiss regulation. This means that this marketing communication (a) has not been prepared in accordance with legal requirements designed to promote the independence of investment research (b) is not subject to any prohibition on dealing ahead of the dissemination of investment research.

Equity securities may fluctuate in value in response to the activities of individual companies and general market and economic conditions.

Investing in foreign domiciled securities may involve risk of capital loss from unfavorable fluctuation in currency values, withholding taxes, from differences in generally accepted accounting principles or from economic or political instability in other nations. Investments in emerging or developing markets may be more volatile and less liquid than investing in developed markets and may involve exposure to economic structures that are generally less diverse and mature and to political systems which have less stability than those of more developed countries.

All the index performance results referred to are provided exclusively for comparison purposes only. It should not be assumed that they represent the performance of any particular investment.

This document provides summary information regarding a strategy. This document should be read in conjunction with the strategy's Disclosure Document, which is available from SSGA. The Strategy Disclosure Document contains important information about the Strategy, including a description of a number of risks.

© 2021 State Street Corporation.
All Rights Reserved.
ID3625115.1.1.APAC.RTL 0521
Exp. Date: 08/31/2021