



ALLIANCEBERNSTEIN®

知の広場
Knowledge Forum

AB株式運用者ラウンドテーブル： 急速に変化する世界における投資戦略



2023年8月14日



ヴィネイ・ターパー

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー

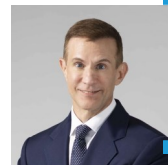
米国成長株式運用 共同最高投資責任者 兼 シニア・リサーチ・アナリスト
グローバル・ヘルスケア株式運用戦略 ポートフォリオ・マネジャー



ケント・ハーギス

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー

ストラテジック・コア株式運用 共同最高投資責任者

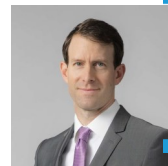


ベン・リ्यू・グセッガー

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー

サステナブル米国テーマ株式運用 ポートフォリオ・マネジャー

サステナブル・グローバル・テーマ株式運用 シニア・リサーチ・アナリスト



株式投資家は、変化しつつある新たな市場環境に引き続き適応しようとしている。2022年の急激な株価下落は、ゼロ金利政策を追い風とした10年間にわたる上昇トレンドに終止符を打った。2023年初めは、長期化する高インフレ、金利上昇、銀行セクターの混乱などに直面し、

市場が一段と不安定化したにもかかわらず、株式市場は上昇した。現在の環境における投資について、アライアンス・バーンスタイン（以下、「AB」）の株式ポートフォリオ・マネジャー3人に、彼らの考え方を尋ねた。

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版は[こちら](#)。

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン（以下、「AB」）ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスに関する過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2023年6月5日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

【質問】景気後退に陥る可能性については、まだまださまざまな不透明感が市場を覆っています。新たな銘柄を発掘する際、リサーチやポートフォリオ構築のプロセスにおいて、マクロ要因をどの程度考慮していますか？

ベン・リューグセッガー(以下、ベン): マクロ経済は当然ながら中央銀行の見通しや行動に大きな影響を与えます。中央銀行の決定はタイムラグを伴って実体経済に影響を与え、市場の株価バリュエーションにはもっと早く影響を及ぼします。マクロ環境を無視することはできません。しかし、私たちのサステナブル・テーマ株式運用のポートフォリオが投資対象としているテーマは、マクロとは無関係か、またはマクロに依存しないものを中心で、これらのテーマは、金利環境や市場の成長レベルとは関係なく持続すると考えています。私たちは、気候変動、健康、エンパワーメントといった、さまざまな異なるマクロ経済シナリオの下でも変わらないと思われる持続性のあるテーマに焦点を当てています。しかし、そうしたテーマ型の投資機会の中にも、市場サイクルに柔軟に対応できる多様な機会があります。例えば、市場全体で業績に対する圧力が高まれば、リサーチの重点をよりディフェンシブな銘柄に置くことができます。それは、マクロ要因がポートフォリオに影響を与え得る1つの方法となります。

また、それは投資機会ももたらします。他の投資家は私たちとは異なる時間軸を持っているため、短期的なマクロ・データに過剰反応する傾向があります。その結果、質の高いさまざまな銘柄に魅力的なバリュエーションで投資する機会が生まれます。

【質問】2023年1-3月期は、一般的にリスクが高いとみなされる高ベータ銘柄が低ボラティリティ銘柄をアウトパフォームしました。2023年は時間とともに業績や経済成長が鈍化すると予想されますが、高ベータ銘柄は引き続きアウトパフォームできると思いますか？

ケント・ハーギス(以下、ケント): 2023年は仮想通貨とともに高ベータ銘柄が上昇しているのは驚きです。私たちは2023年に入った際、金利の上昇が続く一方で、景気後退に陥る可能性があるかと警戒していました。その後、米国で3つの銀行が破綻し、そのうち2つは米国における過去最大規模の銀行破綻となりました。では、市場の動きをどう説明すればいいのでしょうか？第一に、経済は市場が予想していたよりも好ましい状況にあります。例えば、天然ガス価格の下落は、欧州の景気下振

れリスクを和らげるのに役立っています。第二に、中国のゼロコロナ政策が終了したことで、中国経済は徐々に回復しています。最後に、米国経済は堅調に拡大し、雇用は年初に私たちが予想していたよりも好調に推移しています。

私たちはこれまで、金利が上昇すると予想していましたが、現時点では、年内に大幅な利下げが実施される可能性がある、考えを変えています。それは明らかに、一部のテクノロジー株や長期保有向きの銘柄に恩恵をもたらしています。少なくとも今のところは、最悪の波及効果は収束したように見えます。

【質問】2023年1-3月期の決算発表シーズンでは、業績の悪化や、マクロ経済及び消費に関する広範な懸念があるかどうかを判断するため企業と対話した際に、どんな点に注目しましたか？

ヴィネイ・ターパー(以下、ヴィネイ): 私たちは、資本効率、再投資率、参入障壁、価格決定力を含む持続的な競争優位性などのファンダメンタルな要因について、常に企業に質問しています。インフレ率が上昇する中で、企業は販売量に悪影響を与えることなく価格転嫁できるでしょうか？生活必需品セクターでは、一部の企業が積極的な値上げに踏み切っていますが、それに伴って販売量が減少しています。経済の混乱期を乗り切る力を持ち、マクロ環境によって投資機会が生まれた場合に、投資家がポートフォリオのリスクを取り直す確信を与えてくれるような企業を見つけたいと考えています。

ベン: 今の環境では、企業業績のバラつきが非常に大きくなっていますが、いくつかの面で正常化に向けた動きも見られます。価格設定は正常化しつつあり、多くの業界や企業にとって追い風となっています。バランスシート上で増加している受注残や過剰在庫もおそらく正常化する見込みです。その影響度合いは、在庫が過剰にある重要な部品のプロバイダーや、そうした製品を使用する企業など、エコシステムのどこに属しているかに左右されますが、どちらにしてもこれまでの圧力はやや和らぐと思われ、そうしたトレンドが業績に反映されていきます。

ケント: 私も同感です。付け加えるとすれば、銀行セクターで起きた混乱の後、信用状況はひっ迫しつつあります。私たちは、投資先企業やその競合他社が、資金調達コストの上昇や再投資機会に関する新たな問題に直面していないか、その兆候を探っています。

【質問】皆さんが運用するポートフォリオはすべて質の高い企業に焦点を当てていますが、質に関する考え方はそれぞれ異なります。投資候補企業をリサーチする際、質についてどのように定義していますか？

ヴィネイ: 私たちにとって、それは企業が資本をいかに効率的に活用しているかを意味します。私たちは投下資本利益率(ROIC)を重視しており、企業が再投資を行い、資産を拡大するような企業を選好します。企業が成長しているかどうかだけでなく、どのように成長しているかが重要なのです。

ベン: 私たちは、質についていくつかの側面から検証しています。まず、過剰なレバレッジを抱えていない、バランスシートが健全な企業が望ましいと考えています。また、長期にわたり資本コストを上回る成長を達成できる企業も好ましいとみています。キャッシュフローが高水準にあるか、改善していることも重要です。私たちが注目しているもう1つの要因は、経営陣の意向がステークホルダーの利害と合致しているかどうかという点です。そうした経営陣は株主のためや、翌四半期の利益見通しを達成するためだけでなく、従業員、地域社会、顧客のことを考慮し、さまざまな要因を考慮して事業を運営しています。こうした企業は、長期にわたって安定した経済的リターンを生み出し得る、より耐久性のあるビジネスを構築できると考えています。

ケント: 私も同じ意見です。企業のROICが非常に高い場合、市場はキャッシュフローの持続可能性を誤って評価しがちです。また、持続可能なキャッシュフローの源泉は企業によって異なります。ネットワーク効果のあるプラットフォームを持ち、定着した顧客基盤を築いている企業もあるでしょう。また、再現が難しいサービスやイノベーションに関する優位性を持つ企業や、愛されるブランドを持つ企業も、市場が認識するよりも持続性や質の高いキャッシュフローを生み出すことができます。

【質問】さまざまなセクターにおいて、最も魅力的な投資機会をどこで見つけていますか？

ケント: 私が担当しているストラテジック・コア株式運用ではボラティリティの低い銘柄に投資しています。意外に思われるかもしれませんが、今日の市場においては、テクノロジーは最も守りに強い分野のひとつだと考えています。この業界は、強力な価格決定力、高いキャッシュフロー創出能力、低いレバレッジなど、上述した多くの特性を持っています。これらの特性は、今日の環境では有効に機能します。テクノロジー分野の中では、表面的には目立たないかもしれませんが、舞台裏で活躍している企業が好ましいと考えています。こうしたタイプの企業は、着実に複合的な成長を遂げる可能性があります。そうした企業の例としては、不可欠なソフトウェアや

サービスを提供する企業や、ライバル企業よりも優れたデータや分析能力を持つ企業などが挙げられます。

ベン: 私たちはテーマに沿ったレンズを通して世界を見ています。特に魅力的だと思われるのは、持続可能なインフラです。この分野は世界的に成長しており、すでに多くの資金調達承認されています。たとえば米国では、インフレ抑制法に基づき、こうした事業機会に多額の資金が流入しています。米国に製造業を呼び戻すことを目的としたCHIPS法や、超党派のインフラ法は、持続可能なインフラ・プロジェクトを後押ししています。欧州ではグリーンディールが承認され、英国をはじめとする各国が追加的な刺激策を講じています。インフラには強い追い風が吹いています。

その目標は何でしょうか？それは、経済の脱炭素化、エネルギー安全保障、生産の現地化や安全です。米国ではインフレ抑制法に基づき、風力発電、太陽光発電、バイオ燃料、水素、炭素回収などの事業機会を支援するため、今後数年間で推定3,700億米ドルが提供される予定です。これは連邦政府による支援だけの金額で、民間セクターからさらに多くの資金が提供される見込みです。この市場には数兆米ドルに上る資金が投入されることとなります。同時に、これらのテクノロジーのコストは著しく低下しています。これらを合わせて考えれば、景気刺激策とコスト低下は、これらの事業の収益性を改善させています。

私たちのポートフォリオは、いくつかのアプローチでこのテーマに投資を行っています。例えばプロジェクトの管理、設計、実施を支援するコンサルタント会社に投資しています。また、インフラ支出の恩恵を受ける、新しい工場やビルに水を供給する重要なシステムを設置する水設備企業も保有しています。公益事業会社や再生可能エネルギー企業にとっても、こうしたトレンドが追い風となっています。これは1年限りの現象ではなく、2030年まで続くと考えられます。送電網の刷新は2050年まで続き、米国、欧州、アジアの関連企業に大きなビジネスチャンスをもたらす見込みです。

ヴィネイ: 私たちは、ヘルスケア・セクターが興味深い分野だと考えています。当セクターは純粋にディフェンシブなセクターだとみなされがちですが、私たちの考えではそうではありません。利益が高水準で、再投資率も優れている企業には、実に興味深い成長機会がたくさんあります。そうした機会は、テクノロジーの進展で引き続き医療費が抑制され、好業績につながると思われる保険会社から、医療に大きく貢献しそうな手術用ロボットなどのイノベーションに取り組む医療機器会社まで、さまざまな企業に存在しています。ヘルスケア企業とみなされないことが多い他の企業としては、アニマルヘルスを手掛ける企業などが挙げられます。ペットを飼う人

や、ペットのために支出を拡大しようとする人が増えています。これらの企業は、医療制度改革や価格規制などのリスクにさらされる恐れがほとんどないため、力強い成長率と高い利益を備えた堅実な業界構造が作られています。

【質問】次の10年は、ゼロ金利政策が株式のアウトパフォーマンスをけん引した過去10年のようにはなりません。今日の高金利環境では、債券の魅力が高まっている模様で、投資家は実際に数年ぶりに現金の預金から利益を得ています。では、株式に代わる投資先が現れている今、投資家は幅広い資産配分において、なぜ株式への投資を検討すべきなのでしょうか？

ベン：世界には破壊的な力が働いており、テーマに沿った投資機会へのエクスポージャーを構築する上で、おそらく最も流動的が高く、最も直接的な方法は株式への投資だと思われます。確かに金利が上昇し、中央銀行は積極的な行動を取っていますが、それらは、チャットGPTが市場に取り入れられるかどうか、それが今後どのように展開するかを変えることはありません。低分子薬品であれ、複雑なバイオ製剤であれ、医薬品がどのように開発され、どの程度の頻度で市場に投入されるかを考えれば、こうした市場の進化は今後も続いていくでしょう。私たちは、こうした変化に対するエクスポージャーは、株式を通じて構築するのが最善の方法だと考えています。

それは、市場に幅広く投資したり、株式へのエクスポージャーを構築したり、単一テーマのファンドを保有したりすることだけではありません。セクター内における投資機会を見極める能力とスキルを持ち、テーマに沿った投資機会に直接アクセスできる、変化を適切に捉えている企業を見つけることのできるマネジャーを選別しなくてはなりません。ベンチマークに組み入れられている大型株は、進行中の変革に対するエクスポージャーを希薄化させる要因となりがちです。そこがマネジャーの腕の見せ所で、これこそが長期的に顧客のリターン向上につながると考えています。

ヴィネイ：市場のタイミングを計るのは難しいことです。プロであろうがなかろうが投資家は皆、債券に全力投球すべきか、それともマネー・マーケット・ファンドや株式に集中すべきか判断するのは、いつも難しいことだと認識しています。私たちは、長期的に価値を生み出すと確信できる企業を保有し、そうした株式に対するエクスポージャーを維持することで、利益を増やす確率を高めることが望ましいと考えています。

ケント：市場が不安定になると、投資を続けることが難しくなります。私たちのような低ボラティリティ株式戦略

のメリットの1つは、下落局面におけるマイナスを和らげることができることで、投資を維持することが容易になり、ここで議論しているような恩恵を長期にわたり受けることが可能になります。

【質問】戦略を運用してきた過去10年間の経験から何を学びましたか？あなたの戦略は変わりましたか？また、現在でも通用するものは何でしょうか？

ケント：私たちの戦略に変わりはありません。私たちは、資産保全とリターン創出が過去10年間と同様に重要だと考えています。私たちのコアとなる投資の信念は変わっていません。低ボラティリティ株式戦略の運用から学んだ3つの重要な教訓を挙げてみましょう。第一は、信念と適応力のバランスをとることです。私たちはコアとなる投資の信念を堅持していますが、人間は適応能力があるおかげで成功を収めてきました。私たちは大きな話題を集めている最近のニュースに振り回されることなく、トレンドを追いかけることもしませんが、成功を収めたビジネスモデルの根本的な構造変化に対応し、データサイエンスにおける定量的ツールの進歩を活用すべきだと考えています。

第二に、ポートフォリオ・マネジャーは従来の常識に挑戦しなくてはなりません。人と違うことが必要なのです。投資の成功とは何か、攻撃と守りの特徴は何であるかを定義し直す必要があります。私たちは業界における従来の定義に目を向けるのではなく、リターンとリスクを把握するための基本的なビジネスモデルや特性について独自の見解を構築してきました。第三に、予想不可能な要因から距離を置くことです。投資先企業に関する予期せぬノイズを和らげることに集中しなくてはなりません。ポートフォリオの焦点が知見に沿ったものであることを確認し、それをポートフォリオに取り入れることが大切です。

ベン：今日の環境は、私たちが実践していることにより適していると思います。持続可能なテーマは今後も続くでしょう。それらは優れた成長力と回復力を備えています。すべての企業を支えてきた好ましいマクロ要因は薄れ始めています。持続可能なテーマには成長を推進する独自の原動力があり、それはますます重要になるでしょう。この10年間に学んだことについては、データサイエンスと新たなツールが思い浮かびます。データサイエンスは、私たちのテーマに沿った強力な投資可能ユニバースを構築する上で非常に重要な役割を担っています。私たちは、どのようにしてこれらのテーマに関連する企業を探し出し、どこが勝者及び敗者になるかを見極めるのでしょうか？テーマに勢いはあるのでしょうか？私たちは、世界中からのデータでそれを点検することができます。

また、リスク管理に有効な新たなツールも開発しています。私たちは、銘柄固有リスクで分散したポートフォリオであることを重視したいと考えています。それは、幅広いマクロ要因ではなく、銘柄固有の要因でリスク・テイクするポートフォリオであることを意味します。また、ポートフォリオのリバランスの重要性も改めて認識しています。投資家は、テーマや銘柄に惚れ込むことなく、しっかりした規律あるプロセスを守り、適切なタイミングで利益を確保すると同時に、リスクとリターンバランスが好ましくなった場面で再び投資することが重要なのです。

ヴィネイ: この10年間で、合理的な投資哲学を保持することの重要性がますます高まりました。あなたが利用しようとしているアノマリーは何でしょうか？それはなぜうまく働くのでしょうか？それは、まさしく投資哲学に根ざ

していることが重要で、その投資哲学を裏付ける具体的な特徴を探さなければなりません。もうひとつはプロセスです。その投資哲学を実行するプロセスを実行することが重要で、客観的に測定することも可能になります。3つ目は規律です。パフォーマンスが低迷する場面もあるでしょう。私の経験では、マネジャーがその時々状況に応じてポートフォリオを完全に替えてしまうと、うまくいかなくなる傾向があります。私たちはそのようなことはしません。私たちのポートフォリオは何かを象徴しており、その投資哲学とプロセスを信じています。良い時も悪い時も、その投資哲学を守り続ける規律を持つことが、長期的に利益を上げる方法だと考えています。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】 一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会／日本証券業協会／
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

● 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

● お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- 申込時に直接ご負担いただく費用 …申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
- 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

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、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって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。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。