



**ウォルト・チェイキー**  
アライアンス・バーンスタ  
イン・エル・ピー

株式部門 シニア・インベ  
ストメント・ストラテジスト

## 耐久性のある株式を探すには 高クオリティ企業に注目せよ

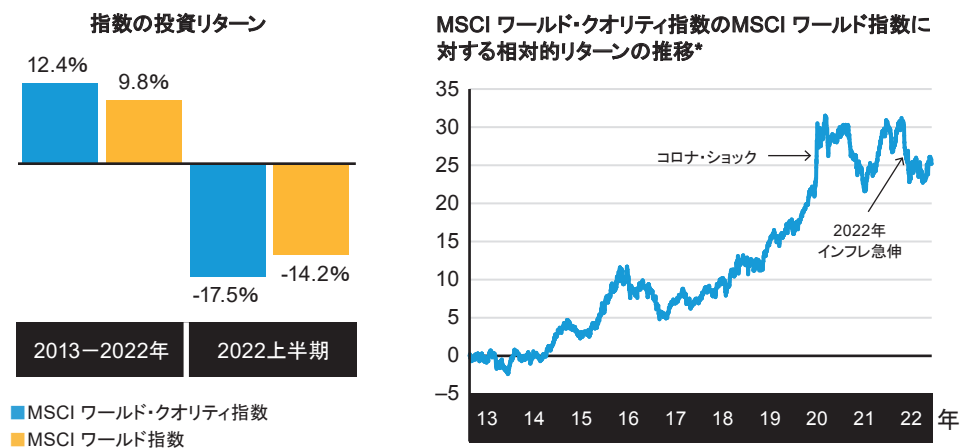
消費者が車、洗濯機、家具などを購入する際には、製品の品質を確認することをチェックリストの上位に置くことが多い。株式についても同じことが言える。消費者が高額を投じて買った商品に長年にわたって問題なく動くことを期待するのと同じく、株式投資ポートフォリオが保有している企業も、時の流れの中で遭遇するさまざまな試練に耐えて良好なパフォーマンスを出し続けることが求められる。

しかし、ポートフォリオが保有している株式に本当に耐久性があるかどうかを知るために、投資家はどのようにすればよいか。テレビを買う時に、ネットで購入者の口コミを探すというような簡単な話ではない。そのために投資家が行うべきことは、ファンド・マネジャーがポートフォリオを構成している株式の発行元である会社の企業属性をどのように評価しているか、ポートフォリオの株式をどのような方法で選んでいるかを調べる必要がある。例えば、支配的な立ち位置を有する企業であること、競争上の優位性を有していること、イノベーション力があること、高い経営スキルを備えていることは、長期にわたって確実なキャッシュフローをもたらすことができる高クオリティな企業に共通してみられる特徴である。

### クオリティ特性が長期的リターンの可能性を支える

株式のクオリティはさまざまな方法で測定することができる。しかし、耐久性のある企業には共通する要素があり、そうした要素が、長期にわたって継続する株式投資リターンの可能性を支える傾向がみられる。過去 10 年間に MSCI ワールド・クオリティ指数は 12.4% の年間投資収益を上げており、そのパフォーマンスは MSCI ワールド指数を上回っている(以下、すべて米ドルベース) (図表 1)。また、過去のさまざまな市場危機において、クオリティ株式の株価の下げ幅は総じて株式市場全体の下げ幅より小さかった。アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)は、このパターンを過去 10 年以上の長い期間にわたって、米国及び世界の株式市場の双方で観察してきている。

図表1: クオリティ株式は株式市場全体を上回るパフォーマンスを示してきた



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。  
投資リターンはすべて米ドルベース。\* 幾何学的に示した相対的パフォーマンス  
2022年7月31日現在。出所：ファクトセット、MSCI、AB

しかし、どんな株式ポートフォリオも不調な時期から完全に逃れることは不可能であり、高クオリティ株式でさえ、時々低迷することがある。2022年上半期には、インフレ高進、金利上昇、ロシアのウクライナ侵攻、中国の新型コロナウイルス対策のロックダウンを受けて株価が下落し、世界経済が景気後退に陥りかねない事態になった。この時、クオリティ株式の株価は17.5%下落し、株式市場全体を下回るパフォーマンスとなった。

だが、クオリティ株式は過去の複数の危機において、危機が終わった後に徐々に回復して元の水準まで戻してきた。クオリティ株式の長期的なメリットは、必ずしも短期的リターンのパターンには現れないとABは見ている。2022年前半のクオリティ株式のパフォーマンスは、通常ではあり得ない出来事が重なったせいで起きた異常事態だったというのがABの見解だ。混乱が落ち着けば、クオリティ重視の運用手法は再び実力を発揮し始めるはずである。本稿では、投資家たちがどうすればクオリティが高い企業の株式を見出すことができるかを論じていく。こうした株式を見出すことができれば、投資家は今後の困難な時期を乗り越え、最終的に利益を手にできるはずである。

### 真のクオリティをどのように識別するか

高クオリティ株式はさまざまなセクターと産業に存在しており、景気循環の影響を受けやすい企業から、収益性の高い成長ドライバーを持つ企業まで多岐にわたっている。日々の株式銘柄の選定プロセスでクオリティを優先している投資家は、将来の見通しが立たない不確実な時期を乗り越えて力強く成長するような耐久性ある企業を的確に見抜く能力をしっかりと備えているはずである。

市場が不安定で、景気見通しが不透明な時期には、投資家は各企業のファンダメンタルズの変化を正確に見極める必要がある。投資家は業界の状況、需要推進要因、会社のビジネスモデルを調べることで、次の3つのレンズを通してクオリティを評価できるようになる。

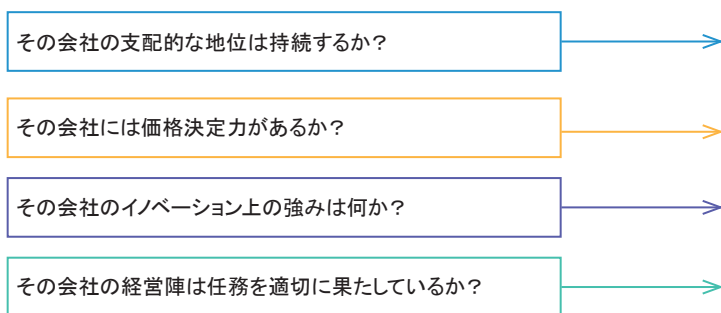
- 1. 持続的な収益と利益成長**：この2つの特性は通常、その企業にマクロ経済の景気循環周期を乗り越えながら良好な業績を維持することを可能にする、他社にはない耐久力ある事業が存在することを示す。
- 2. 潤沢なフリーキャッシュフロー**：優良企業は、経済活動の生命である余剰資金を生み出す。これが企業の財務的柔軟性を高めて株主リターンを向上させる。
- 3. 健全なバランスシート**：潤沢な現金があって負債比率の低い企業にはそうでない企業よりも健全な財務基盤があるため、資本市場の雰囲気に影響されることなく将来のための投資を行い、戦略を実行できる。

上記の3つの特性は相互に関連し合っている。安定したフリーキャッシュフローを持続的に生み出す企業は、事業を維持するための資金が少なくなくても債務返済コストを賄う能力がそれ以外の企業より高い。さらに、収益の変動が小さいということは、その企業に複雑でかつ変化し続ける事業環境を乗り越えながら良好な業績を上げ続ける能力があることを示す優れた証拠である。

上記の3つの特性をすべて備えた企業には、短期的な市場ストレスと、より長期的な課題をうまく乗り越えていくための柔軟性が備わっている。投資家は適切な疑問を持って答えを探ることにより、クオリティの高いファンダメンタルズを備え、長期的に存続できる企業を見出すことができる(図表2)。クオリティ重視の投資手法は、今日の投資家が直面する3つの課題である「インフレ」、「成長減速」、「地政学的リスク」にうまく対処できるポートフォリオを構築するために有用だとABは考えている。

図表2: より強いファンダメンタルズを備えた企業を見極める方法

#### 重要な質問



#### クオリティの判断基準

- 数量的成長を推進する成長ドライバーがある
- 「競争力の堀」がある
- 事業の参入障壁が高い
- 循環的な景気変動から受け入れる影響が小さい
- 独自の商品・サービス・プロセスを有する
- 健全なバランスシート
- 顧客の集中度が低い
- 規制リスクが低い
- 戦略的で創造的な経営陣がいる

出所: AB

# インフレショックがクオリティ株式を襲う

2022年初頭にクオリティ株式のパフォーマンスが振るわなかった理由をひもとくには、新型コロナウイルス感染症パンデミックが始まった頃まで時間を巻き戻してみるのが有用だろう。

2020年2月と3月に、新型コロナウイルス感染症によって世界各国で経済活動が停止されたことを受け、さまざまな株式市場で株価の暴落が起きた。この状況下で、株価／簿価の低い株式をはじめ、クオリティが低めの株式が次々に売られて急落した(下図)。投資家たちは、総資本利益率(ROA)または自己資本利益率(ROE)で測定される収益性が高く持続的であることなどのクオリティ特性を備えた企業の株式や、安定した収益と売上成長を現出している企業の株式を物色した。厳しい景気状況においても一貫した利益と収益を出す能力のある企業の株式は、そうした企業が希少であり、高い投資需要があった。

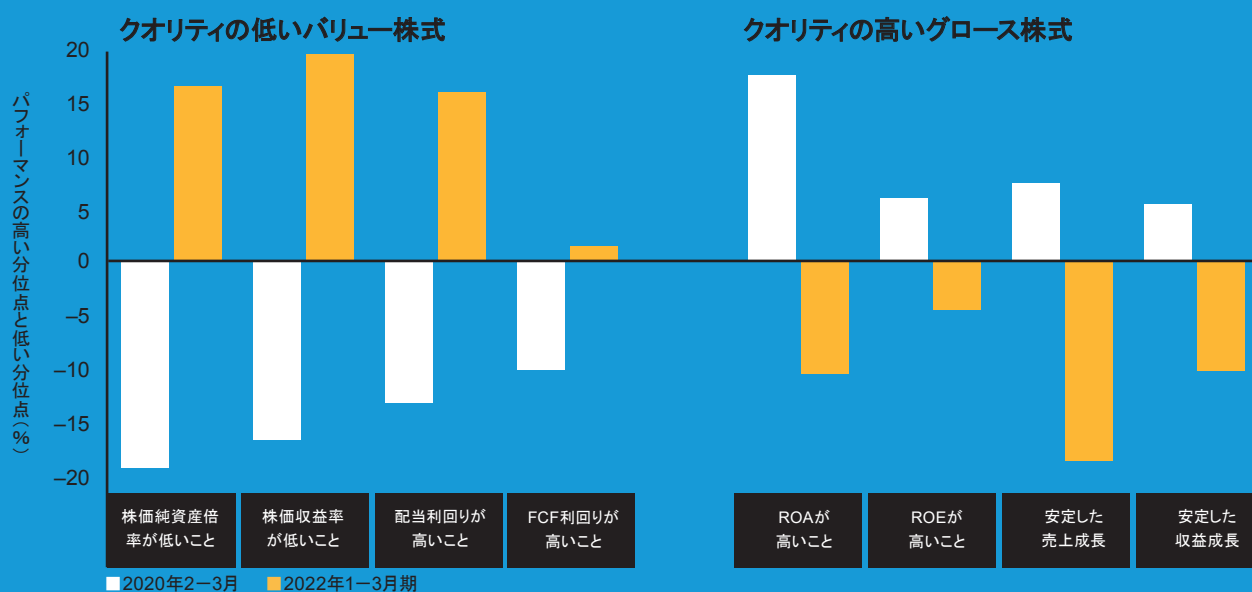
その2年後に、世界はインフレショックに直面した。低インフレの時期が数十年続いたのちに2022年に物価の急上昇が起きたことを受け、投資家たちはエネルギー、公益事業、金融などのセクターに引き寄せられた(特に2022年1-3月期)。これらのセクターには一般に、他のセクターに比べてバリュー株式(割安な銘柄で、バランスシートで負債が多めな傾向を有する企業の株式)が多く存在している。このようなバリュー株式は、インフレ及び金利上昇の局面でより良いパフォーマンスを示す傾向がある。米国のインフレが年率9.1%という40年ぶりの高水準に達した2022年6月までに、米連邦準備制度理事会は積極的な利上げに踏み切った。グロース株式の場合、利上げが行われている時に評価倍率が悪影響を被りやすくなるため、今回の利上げでも株価の大きな値崩れが起きた。高ROA及び高ROEなどのクオリティ特性を備えた株式は、グロース株式の中により数多く存在する。そのため、今回の株価急落においてクオリティ株式の株価も下落した。

今回のインフレショックはしばらくの間、企業の業績と株式収益率のパターンに影響を与えることになるだろう。しかし、そんな時期が永遠に続くわけではない。インフレ制圧のための取り組みがやがて物価の上昇を抑制し、経済成長を鈍化させ、収益に歯止めをかけることになる。インフレ率は以前より高い値にとどまる可能性が高いものの、最終的には今より合理的な範囲の数値に落ち着くことになるだろう。

ABの調査では、クオリティ株式はほとんどの経済環境において優れたパフォーマンスを示すが、金利の高い時期や、より投機的な市場環境においてはパフォーマンスが株式市場全体を下回る場合があることが明らかになっている。経済活動の勢いとインフレが落ち着けば、投資家たちは、より厳しい状況下で優れたパフォーマンスを発揮する可能性がある、高いクオリティ特性を備えた企業に投資するようになるとABは予想している。

## 「インフレ加速局面」と「景気悪化局面」の比較分析

異なる株価急落時において各ファクターのパフォーマンスが大きく異なっている



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。

FCF：フリーキャッシュフロー。ファクターのパフォーマンスの最も高い4分位点と最も低い4分位点の差。

2022年3月31日現在。出所：AB

## インフレと利上げ：価格決定力が勝因になり得る状況

物価上昇は、企業にさまざまな形で影響を及ぼす。しかし、どのセクターにおいても、原料価格から人件費までにわたる投入原価の上昇が企業の利ざやを圧迫することになる。自社の製品またはサービスに対する需要を損なうことなく価格引き上げを行える企業は、投入原価が上昇しても、利ざやをより巧みに守ることができるだろう。価格決定力はどんな状況においても重要なクオリティ特性の一つだが、インフレが高進する世界では、この特性が企業に利益と収益性の持続的な成長をもたらす重要な差別化要因の1つになったとABは見ている。

企業の価格決定力は何によって決まるのだろうか。市場競争力、顧客がその企業の商品を不可欠なものみなしている度合い、その企業が属するセクター及び産業内の需給変化への耐性など、さまざまな要素が企業の価格決定力を決定する。



**インフレが高進する世界では、価格決定力が重要な差別化要因の1つになった。”**

至る所に普及しているプログラムまたはサービスを有するテクノロジー企業は、価格引き上げを実施できる企業の代表格のひとつだとABは見ている。テクノロジー企業各社は徐々にサブスクリプションを土台とするビジネスモデルに移行してきているが、このビジネスモデルでは通常、既存ユーザーにとってスイッチングコストが高い。このような要因が相まった結果、顧客基盤の大部分を維持しながら、価格を柔軟に設定する力を持つようになった。

利便性の提供も価格設定力を高めることになる。例えば建設業界では、重機を自社で所有して維持したいと考える建設会社はほとんどない。建設機械レンタル企業は、このような所有に伴う負担を肩代わりできる。これらのレンタル企業はまた、自社がレンタルする機械・重機が環境配慮型のグリーンなものであればあるほど、顧客は排出ガス規制を満たすために高いレンタル料を喜んで支払うことも分かっている。

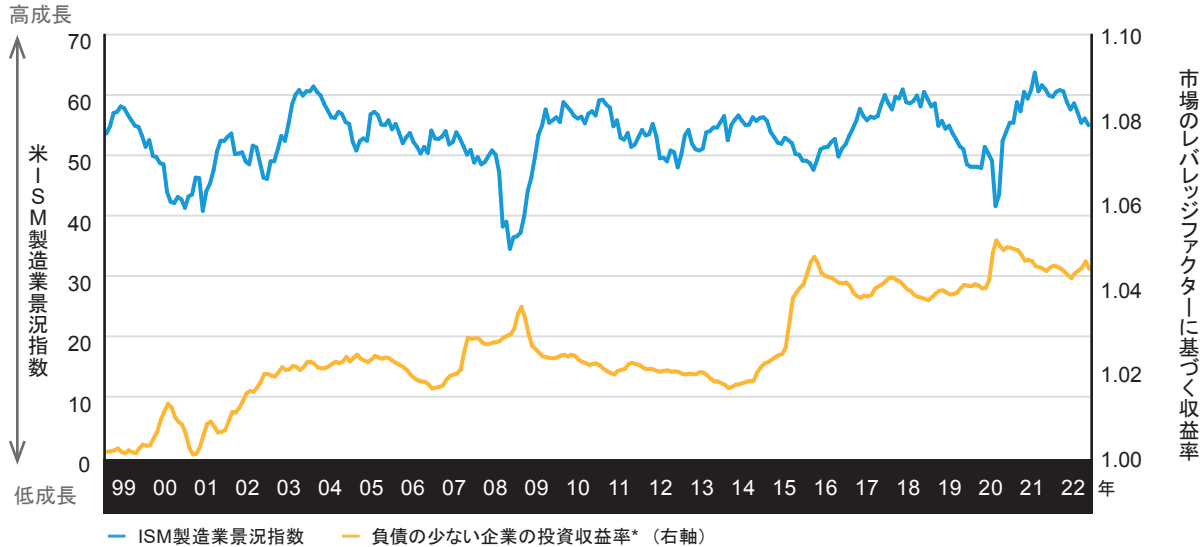
クオリティ企業は、価格決定力があることのもう1つの側面として、コストの上昇をよりうまく管理できることが多い。今回のインフレサイクルでは、労働市場の逼迫が企業にとっての大きな逆風要因のひとつとなって、多くのセクターに賃金上昇をもたらしている。テクノロジーとオートメーションの導入が人件費の削減に役立つ場合はあるが、このような導入プロセスには総じて長い時間がかかる。だからこそ、人件費削減のために創造的な計画を立てている企業に注目している。例えば、ある半導体メーカーは、新入社員レベルの職位に就く社員をより積極的に採用し、人件費の高い年長の社員と置き換える計画を立てている。ただし、この方法を選んだ企業は、経験豊かな従業員を若い従業員に置き換えたせいで自社商品またはサービスが犠牲になることがないようにしなければならない。

賃金上昇が起きれば、企業は従業員に定着してもらうために、より多くの努力を払わねばならないことになる。従業員の定着化とスキル開発をうまく行っている企業は、他社より優位に立てる可能性がある。従業員の定着化やスキル開発などの「ソフト」な企業活動を評価するために、投資家は各社の経営陣と定期的に意見交換を行うことや、これまで用いた情報源とは違う、Glassdoor.comのような新たな情報源にも目配せする必要がある。

言うまでもないことだが、人件費は企業のコスト構造を構成する要素のひとつに過ぎない。あまり労働集約型ではない業界においては、生産コストを削減するために、より安価な投入物や代替的な原材料が利用可能か否かを検討するべきである。ABは、企業の製造プロセスの合理化が可能か否かも調べている。アウトソーシングをまだ導入していない業界では、アウトソーシングがコスト削減に役立つ可能性がある。また、[合成生物学](#)などの最新の科学的な技術革新は、セメント・化粧品・食品までを含む多様な商品に使用される原材料の供給源への道を開く可能性がある。

米国をはじめとする主要国では、インフレを受けて利上げに踏み切った。利上げは、クオリティの低い企業に有害に働く可能性がある。とりわけ巨額の債務負担を抱える企業は、利上げが行われる中で成長が鈍化した場合には弱体化しかねない。過去数年間の低金利環境では資金の借入コストが非常に低くなっていたため、企業各社が借入金を増やしていた。しかし潮目が変わった今、財務レバレッジが低いことが重要なクオリティ特性のひとつになる可能性が高いとABは見ている。このような環境においては、確固たる成長ドライバーを有し、負債比率の低い企業の株価が高値を付けるだろう。実際に、財務レバレッジの低い企業の社債が20年以上にわたって高い利回りを出していることからわかるように(次ページの図表3)、過去の数回の景気停滞においては、財務レバレッジの低い企業のパフォーマンスがそうでない企業を上回っていた。

図表3:クオリティの高いバランスシートが景気後退時のパフォーマンスを支える



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。

ISM：全米供給管理協会

\* 財務レバレッジの低い企業が高い企業より好まれるという市場のレバレッジファクターを前提とした収益率。純有利子負債額÷(純有利子負債額+株式時価総額)の数式を使って投資収益率を算出。上の図は、米国ハイイールド債券ユニバースを対象としたファクター加重済みの業界中立の長期/短期ポートフォリオの期間スプレッド調整後累積収益率を示しています。

2022年6月30日まで。出所：ブルームバーグ、パイパー・サンドラー、AB

### 景気後退への対処：競争上の優位性とイノベーション上の優位性

経済成長が鈍化すると、企業はしばしば、制御できない力に支配されているかのように見える。しかし、予測不能な市場の動向に対して、すべての企業が等しく弱い弱なわけではない。基本的に健全な事業を有していること、市場で強いポジションを獲得していること、商品が他社より優れていること、経営陣が有能であること、オペレーションがよりうまく遂行されていることなどの要因に支えられ、自らの運命を他社よりはるかにうまくコントロールしている企業もある。

市場における支配的な地位は、持続可能な成長を支える要因となることが多い。「競争力の堀」が深いことと、事業の参入障壁が高いことは、市場をリードするポジションを構成する重要な要因である。ただ、これらの要因がある場合にも、その企業の商品が競争によって市場から排除されるような状況がないことを確認することが重要である。現在成功している企業が、新しいテクノロジーによって地位を奪われる恐れはないか？刻々と変化する消費者と企業の行動が、支配的なビジネスモデルを揺るがす可能性はないか？

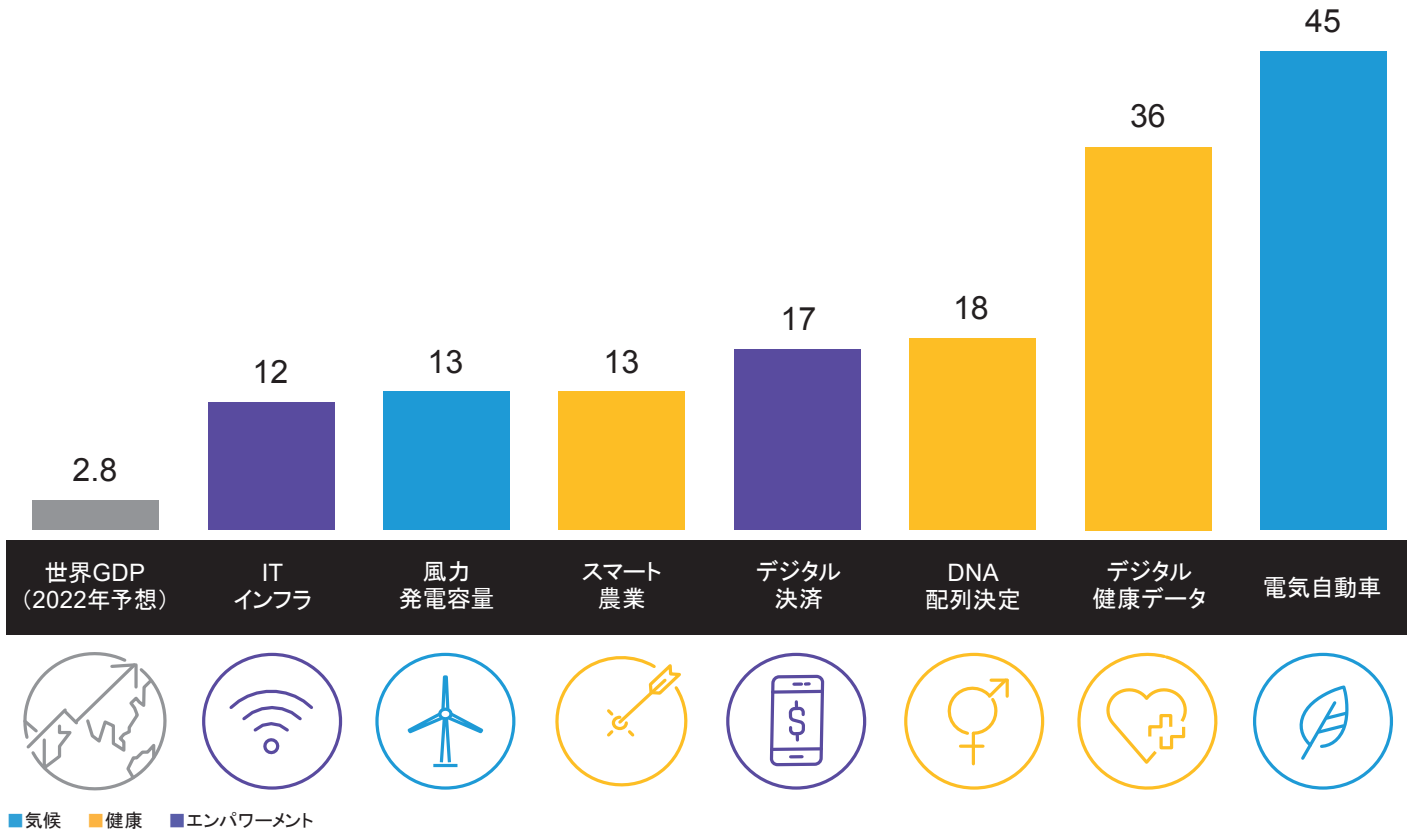
(循環的な)経済成長が起これにくくなる世界においては、こうした疑問を持つて答えを探ることがさらに重要になる。

また、ビジネストレンドの中には、景気後退に対する耐久性が他のトレンドより大きいものがある。その中でも、トレンドとしての持続期間が長く、社会において長い間継続している成長トレンドの恩恵を受けているビジネストレンドは特に景気後退に強い。

例として、テクノロジーセクターのクラウドを見てみよう。世界各国のあらゆるセクターの企業がデータのクラウド移行を進めている。このニーズは、人件費とセキュリティに関する懸念の広がりを受けて、急速に高まり続けており、景気後退によってこのトレンドが勢いを失うことになる可能性は低い。クラウド移行に必要な不可欠な役割を果たす企業は、たとえ経済状況がさらに厳しくなったとしても、このクラウドへの移行トレンドがもたらす恩恵を受け続ける可能性が高いとABは見ている。

イノベーションも経済成長の鈍化に対する防御手段となる。新しいテクノロジーや情報システムがあれば、企業は顧客行動に関する膨大なデータを利用できるようになる。新しいテクノロジーや情報システムの潜在力を認識して投資する企業は、そうしたテクノロジーやシステムを顧客との関係を深めるツールとして活用し、投資していない企業の優位に立つ手段として利用している。このようなメリットは、経済成長が鈍化する時期には特に価値あるものとなるだろう。

図表 4: 一部の成長トレンドは景気停滞の時期にも継続する  
年平均成長率(%)



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。予想は今後変更される可能性があります。

世界 GDP (国民総生産)は、AB のエコノミストが算定した 2022 年 3 月 31 日現在の数値。IT インフラは 2021 - 2024 年、風力発電容量は 2020 - 2030 年、スマート農業の市場規模は 2022 - 2030 年、デジタル決済は 2020 - 2024 年、世界の DNA 配列決定は 2021 - 2024 年、デジタル健康データは 2018 - 2025 年、電気自動車は 2020 - 2025 年を対象としています。

2022 年 6 月 30 日現在。出所: BCC リサーチ、ブルームバーグ NEF、シスコシステムズ、フレックス、世界風力エネルギー協議会、グランドビューリサーチ、インターナショナル・デジタル・コーポレーション(IDC)、モルガン・スタンレー、スタティスタ、AB

売上成長が鈍化している時に、利ざやを維持しようとする企業は、生産性を向上させる必要があるだろう。企業はプロセスの自動化や機械のアップグレードを通じてオペレーションを合理化し、収益性を維持できるようになる。今後数年間でデジタル健康データは年成長率36%、電気自動車は45%という急速な成長を遂げると予測されている(図表4)。気候変動対策、医療向上、社会的弱者の地位向上などのテーマの成長トレンドは、経済成長の影響に左右されていない。むしろ、これらのトレンドのいくつかは、新型コロナウイルス感染症の流行を受けて定着したりリモートワーク、遠隔学習、オンラインショッピング、遠隔医療の増大によって加速している可能性がある。

医療セクターにおいて、イノベーションは強力な破壊力を有している。ロボット工学は、手術のあり方を変えている。アルツハイマー病や心疾患の治療は、人口構造の変化がもたらす物理的及び経済的コストの軽減に寄与するものとなるだろう。

あらゆる業界のクオリティ企業は、企業が直面するマクロ経済環境のもたらすミクロな諸課題に対応するため、有能な経営陣を必要とする。情勢が悪化した際には、経験豊かな経営陣のほうが難しい事業・市場環境や地政学的イベントがもたらす予測不能な状況の中でより巧みに舵取りを行うことができる。

## 地政学的リスク：予測不能な事態を回避するために

選挙から戦争までを含む地政学的な出来事について、信頼性の高い発生確率を予測することは本質的に難しい。一般的に投資家は政治動向を常に注視しているが、株式のファンダメンタル分析を行って、ビジネスドライバーをより重視している投資家のほうがより良好なリターンを得ることができる。投資家たちはウクライナにおける戦争や欧米がロシアに課した大規模な制裁措置を目の当たりにして、発生可能性が低く大きな影響をもたらす地政学的イベントは実際に起こり得るものであり、起きた際には企業や資本市場に非常に大きな影響をもたらすということを改めて確認した。

ポートフォリオ・マネジャーは、重要な地政学的イベントに適用するリスクプレミアムを再考する必要があるかもしれない。場合によっては、発生確率の低いリスクは評価するのがあまりにも難しいため、投資家はそうしたリスクを無視すべきだと結論しても良いとABは考える(地殻変動レベルのすさまじいイベントについては、この考え方が正しいアプローチとなり得る)。それ以外の場合には、以前は発生確率が低いとみなされていた出来事が起きると想定した場合、一部のハイリスク資産を投資不適格とするか、少なくとも今よりかなり高いリスクプレミアムを適用することになるのではない。

サプライチェーンに注目すれば、投資家が基本的アプローチの一環として地政学的リスクにどの程度積極的に対応できるかを示す好例を見ることができる。企業は数十年にわたるグローバル化の間、部品の調達と製品の生産を最も安くできる場所を世界中から求めていたが、今では先を争うようにサプライチェーンの再設計を行うようになってきている。米中貿易戦争や新型コロナウイルス感染症のパンデミックに伴う社会活動の停止、そして2022年に起きたロシアによるウクライナ侵攻をはじめとするさまざまな地政学的動向を受け、企業はオペレーションを海外委託するという考え方を見直す取り組みを加速させている。

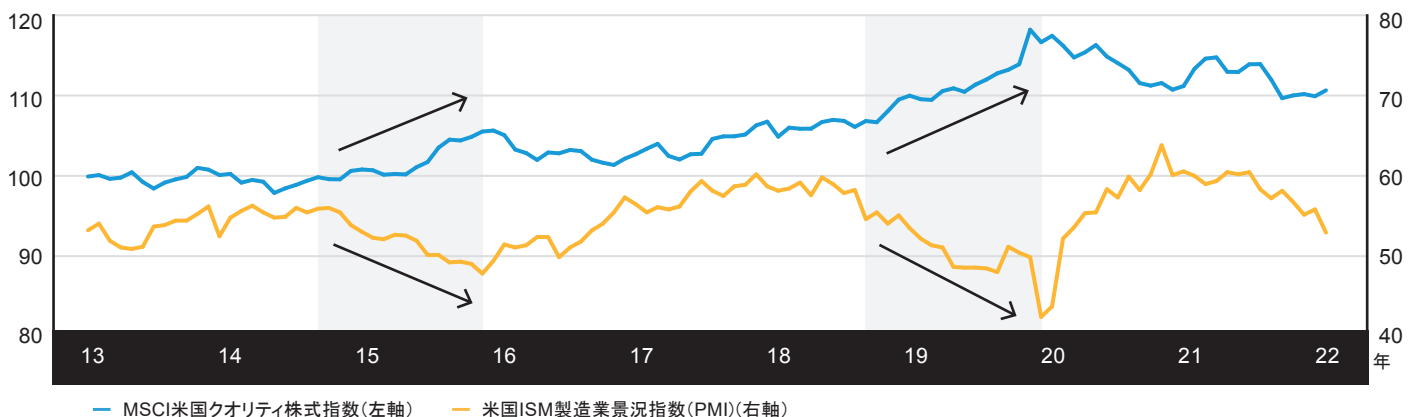
このような展開は、投資家たちにさまざまな新たな疑問を投げかける。例えば、数十社、数百社、場合によっては数千社というサプライヤーで構成されたサプライチェーンの弱い部分をどのように洗い出せばよいのだろうか。

投資家はサプライチェーンリスクの高まりを補完するために、「オペレーションの海外委託に基づく割引」を求めるべきなのか。サプライチェーンに関する報道や報告には詳細な内容が不足していることが多い中、投資家は各企業が正しい方向に進んでいるかかをどのように把握すればよいのだろうか。このような疑問を抱くことは、現在起きているさまざまな混乱が短期的な収益予測にどのように影響する可能性があるのかを理解し、企業各社が長期的な耐久性を得るためにサプライチェーンを見直すという、より広範な課題にどのように対応しているのかを把握するための出発点となる。

投資チームがサプライチェーンの提示する諸課題を克服するためには、3つの主要な適性が必要だとABは考えている。第一の適性は、詳細な企業調査を行う力。詳細な企業調査は、企業が自社のサプライチェーンを再設計して、マクロ経済及びミクロ経済の力学の変化に耐えることができるか否かを把握するために不可欠である。第二がデータサイエンスを活用する力。既存のサプライチェーンの脆弱性を把握する上で、データサイエンスが果たす役割は今後高まり続けるだろう。第三が企業の経営陣と対話する力。経営陣と対話することは、通常の報告書では得られない内部者の見解や情報(インサイト)を収集するために不可欠である。この3つの適性に立脚した規律あるアプローチを適用することにより、各社が予想外の地政学的イベントに耐え得るクオリティの高いサプライチェーンを有しているか否かを見分けられるようになる。

ウクライナにおける戦争や選挙結果などのリスクは本質的に予測不能であり、さまざまな市場に驚くべき影響を及ぼし得るものだ。地政学的な結果を予測しようと努めることは、分別ある投資戦略ではないとABは考える。しかし、視界が限られた厳しい時期においても、他社の株式より予測可能な収益パターンを示している株式を選んで投資することは可能である。ABの調査によって、このような企業は長期的に市場を上回るパフォーマンスを出すことができ、リスク特性もより良好で、ポートフォリオに安定性をもたらす傾向を強く有することが明らかになっている。このような傾向は、不確実性の高い時期や経済成長が鈍化する時期に特に顕著に認められている。(図表5)。

図表5:クオリティ株式は景気後退の時期により高い耐久性を発揮することが多い



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。  
青線(MSCI米国クオリティ指数)は2013年1月31日時点の収益率を100として指数化しています。  
2022年6月30日まで。出所:ブルームバーグ、MSCI、AB

エネルギー企業の株式は、その典型例である。石油・ガス開発業界は2022年上半期に株価が上昇した唯一のセクターであるため、石油・ガス開発会社の株式を買い増したい気持ちになるかもしれない。しかし、エネルギー企業は大半が高クオリティ特性を有しておらず、これらの企業各社の株式の価格は、主に石油・ガス価格に引っ張られる形で動いている。石油・ガス価格は、地政学的イベントや政治決断によって決まることが多いため、非常に値動きが激しく不安定だ。エネルギー価格(及びエネルギー企業の株価)の方向は、一晩のうちに激変することがある。

### 忍耐強い姿勢がクオリティの高いポートフォリオを作り出す

株式投資を行う人々は、これまで述べてきた指針に従うことで、外部の圧力の高まりに耐えて乗り切ることができるビジネスモデルや競争上の優位性を見極めやすくなるだろう。利上げが行われている時には、現時点ではキャッシュフローが少なく、後に多くなるという企業の株式の株価が下がる傾向がみられるが、現時点で収益を確保していて、今後も収益性を維持できる企業は、このような利上げの影響に耐えられる可能性が高い。

2020年上半期に、グロース株式のバリュエーションが大きく低下した(図表6、左図)。中でも、不採算のテクノロジー企業のバリュエーションの下げ幅が特に大きかった(図表6、右図)。収益を生み出す確固たる事業を持たない企業はリスクな投資先であり、クオリティが高めの株式への資産配分の中にこうした企業は通常含めてはならないとABは考えている。ボラティリティがやがて落ち着いた時に、市場はファンダメンタルズに再び注目し、より厳しい経済環境を乗り越えて成長を実現する能力を証明した企業の価値を認めるようになるだろう。こうした企業を見極めている投資家は、2022年前半に株価レーティングの変更が行われた後にクオリティ株式投資に参入する魅力的な機会を得られた可能性がある。

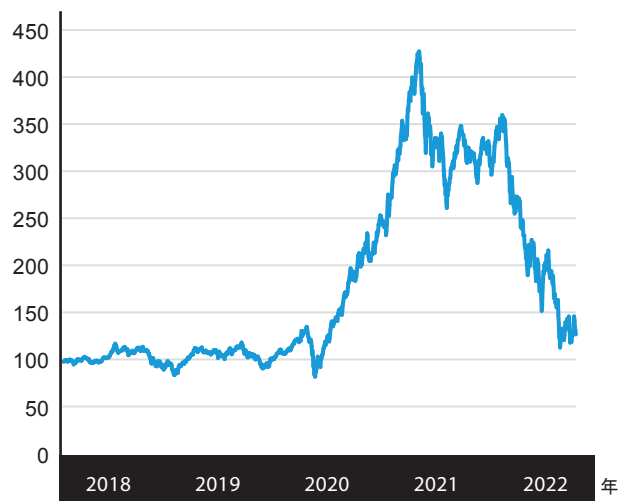
図表6: グロース株式のバリュエーションの見直しがクオリティ株式への投資機会を開く

グロース株式のバリュエーションは  
極端な動きを示しており...



— S&P 500グロース指数-S&P 500バリュエーション指数 — 平均

...特に不採算のテクノロジー企業のバリュエーションはピーク時から70%下落



— ゴールドマン・サックス不採算テクノロジー指数

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。

12ヶ月後予想PERは、ブルームバーグの予想PERに基づきます。

2022年6月30日まで。

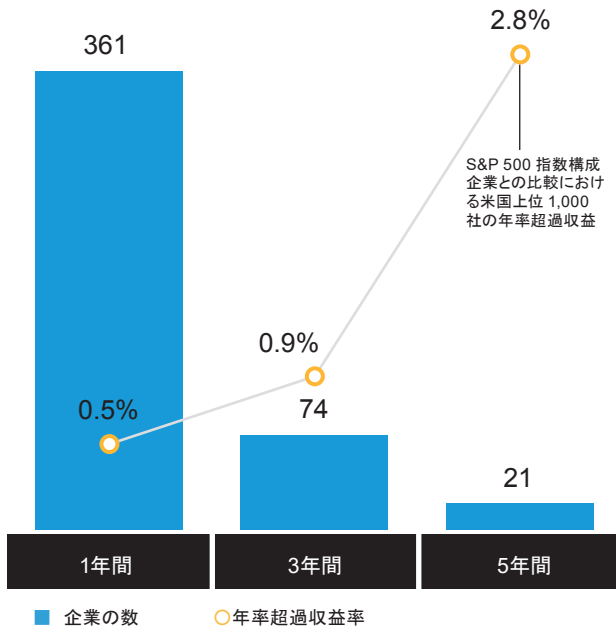
出所：ブルームバーグ、ゴールドマン・サックス、スタンダード・アンド・プアーズ、AB



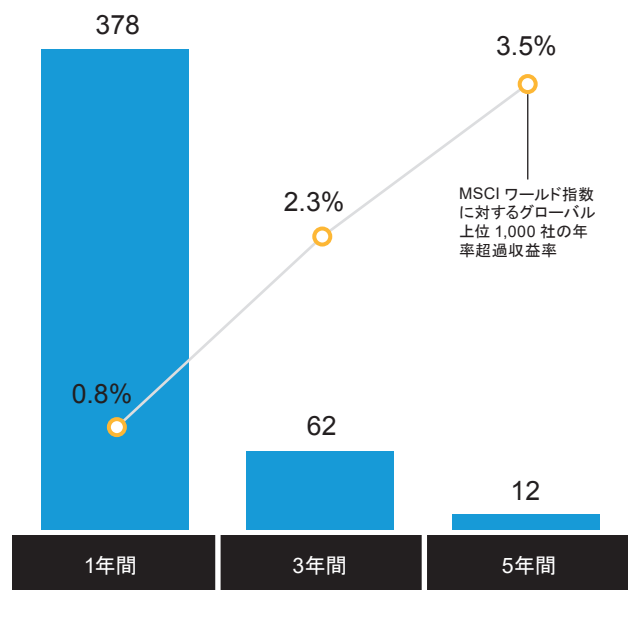
## 図表 7: 持続的な利益成長を遂げている企業への投資は収益を得られる手法である

前年比収益成長率が継続的に 10% を超えている企業

米国企業上位1,000社(1979-2021年)



グローバル企業上位1,000社(1989-2021年)



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。

左図：1979 年から 2021 年までの毎年の(年次リバランスの)時価総額が上位 1,000 社の企業を対象としています。

右図：過去のデータは情報提供のみを目的としています。1979 年から 2021 年までの毎年の(年次リバランスの)時価総額が上位 1,000 社の企業を対象としています。

2021 年 12 月 31 日現在。出所：株価調査センター、ファクトセット、S&P コンピュスタット、AB

持続的な利益成長を実現している企業を探して投資することは、利益を得られる投資手法だと AB は考えている。前年比 10% 以上の収益成長を 5 年間にわたって実現できる企業は非常にまれではあるが、こうした企業は一般に高い超過収益率を実現している。

実際に、1979 - 2021 年の期間において、前年比平均 10% 以上の成長率を 5 年連続で実現することができた米国企業はわずか 21 社しかなかった(図表 7、左図)。これらの企業のパフォーマンスは、S&P500 指数のパフォーマンスを年率 2.8% 上回っていた。グローバル株式にも同様の傾向が見られる(図表 7、右図)。このような数少ない高クオリティ企業の株式を対象とする、確信度の高い集中型ポートフォリオを構成することにより、持続的な利益成長の恩恵を享受できるようになると AB は考えている。

投資家は、収益の持続性に注目する以外に、総資産利益率(ROA)などの事業収益性の尺度に注目することができる。収益性指標を企業調査の中心に据えることで、投資家は各企業が成長しているか否かを把握できるだけでなく、どのように成長しているか(つまり、企業が利益を生み出すために賢明な投資を行っているかどうか)も見極められるようになる。ABは考えている。

ROAは、会社の経済的成果を示す強力な尺度となる。会社の投資収益が資本コストを上回っているか否かを評価することで、投資家はその会社の成長が持続可能なものなのか、または外部資金の調達が必要になるものなのかを判断できるようになる。資本の効率的かつ効果的な活用と収益性は、最終的に株価に影響を与えることになる。継続的な収益性を示している企業のパフォーマンスは長期的に、そうでない企業を大幅に上回るものになるからだ。

上述した手法は、成長重視のポートフォリオにクオリティ株式を組み込むための最も効果的な方法のひとつであるとABは考えている。しかし、株式ポートフォリオへのクオリティ手法の適用は、個々の投資哲学または投資資産配分ニーズに応じて、これ以外にもさまざまな方法で行うことができる。

### 図表8:総資産利益率(ROA)はクオリティを判断する 確実な手がかり

ROA=税引後営業純益額÷平均時価純資産価額



ROAは株価に影響を与える資本の効率的及び効果的な活用と収益性を示す。長期的に見れば、市場では単純に一株当たり当期純利益の割引評価が行われるわけではない。



ROAは、他の測定手法とは異なる経済的成果の指標を提供する。投資収益率は、資本コストを上回っているだろうか？



ROAを見ることで、ある企業の成長が持続可能なものか、または外部資金の調達を必要とするものかを判断できる。



ROAを使えば、企業間の比較をよりの確に行える。

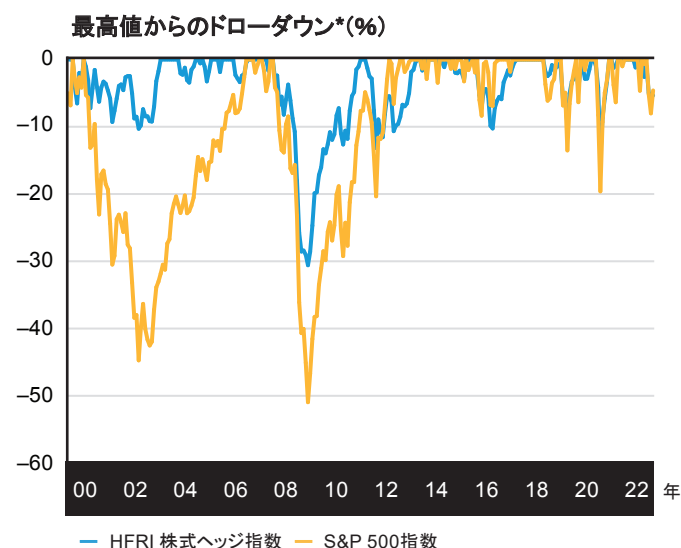
出所:AB



収益性指標を見ることで、投資家は各企業が成長しているか否かを把握できるだけでなく、どのように成長しているかを見極められるようになる”

例えば、バリュー株式は低クオリティ資産とみなされることが多いが、クオリティ手法を適用することにより、リスク調整後リターンを得られる可能性を高めることができる。安定したフリーキャッシュフロー利回り、より強固なバランスシート、基本的な事業の強みを有する企業に注目すれば、魅力的なバリューを有し、バリュエーションの改善を促す明確なカタリストを有し、リスクが他の株式より低い株式で構成されたポートフォリオが構築できるとABは考えている。

### 図表9:クオリティ重視のロング/ショート戦略はリスク 低減に役立つ



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。過去のデータは情報提供のみを目的としています。投資家は指数に直接投資することはできません。

\*ドローダウンとは、特定の記録期間における最高額から最低額までの下落を示します。ドローダウンは通常、最高額と最低額の間下落率で表記されます。

2022年6月30日まで。

出所:ヘッジファンドリサーチ、スタンダード・アンド・プアーズ、AB

投資家のポートフォリオにおいて、クオリティ重視型のロング/ショート株式戦略は魅力のあるディフェンシブな特性を提供できるものとなる。クオリティが高い企業の株式ロングポジションを構築すると同時に、クオリティが低い企業の(株価は下落するという考えに基づいた)株式ショート・ポジションを構築することにより、魅力的な投資リターンのパターンを生み出すことができる。こうした戦略を規律ある銘柄選択プロセスで実践すれば、市場の下落による損失を減らすと同時に(前ページの図 9)、市場の上昇による利益を獲得しやすくなると AB は考えている。

### 投資家に適したクオリティ・ポートフォリオは？

クオリティ株式ポートフォリオは色々あるが、それぞれ違うリスクとリターン特性を有している。適切なポートフォリオを選ぶには、個々の投資家のリスク及びリターン選好、投資理念及び哲学や、ポートフォリオが投資家の全体的な投資資産配分の中でどのような位置付けにあるかによって変わってくる(図表 10)。

ブロードバンド通信のイノベーション、医療の進化などの社会で長期にわたって継続している成長トレンドに合わせて成長させたいと望む投資家は、クオリティ重視型のテーマ別グロース株式ポートフォリオに魅力を感じるかもしれない。

集中型ポートフォリオを好む投資家は、事業の重複が少ない企業を対象とするクオリティ企業のグロース株に投資するアプローチにより、「比較的少数の銘柄保有が個々の銘柄の期待外れのパフォーマンスに大きく左右されない」という自信を持ち続けることが可能になる。

コア・ポジションの大幅なアンダーパフォーマンスを経験した投資家や、非常に変動性の高い資産クラス及び株式戦略で痛い思いをした投資家は、資産配分先の一部をクオリティ手法に基づく戦略に切り替えて、ポートフォリオを改善することを検討すべきだというのが AB の意見である。

過去に例を見ない不確実性の時代には、「クオリティ」が株式投資のカギとなると AB は考えている。クオリティ企業に明確に焦点を当てることにより、下落局面のショックを和らげるクッションを得ることができる。このクッションは、単に市場下落がもたらす痛みを和らげるだけではない。投資家は市場が変動する時期にも自信を持って投資を継続できるようになり、市場が停滞した時に持ち株を売って損失を確定するような事態に陥らなくて済むようになることが期待される。厳選したクオリティ株式に資産を配分することで、マクロ経済や市場が厳しい状況に陥った時期においても超過収益を得られる可能性と、来るべき市場の回復に向けても超過収益を得られる可能性を支える確固たる基盤を築けるようになると AB は考えている。

図表10: クオリティ株式ポートフォリオ戦略的ロードマップ

戦略的メリット	インフレ率が上昇し、経済成長を難しくする課題が山積する世界においては、クオリティに軸足を置いて構成したポートフォリオが、短期的な圧力を乗り越える長期的なアウトパフォーマンスの可能性を実現する収益源泉へのアクセスを提供するものとなる。
主な属性	クオリティ重視のポートフォリオが投資対象とするのは、持続的な利益と利益成長を実現し、価格決定力と高いフリーキャッシュフローを持つイノベーション力のある企業でなければならない。クオリティを重視した株式のヘッジ・ポートフォリオは、株式市場に参加するディフェンシブな経路を新たに提供するものとなる。
資産配分戦略	投資家は自身の資産を、変動性の高い資産クラス及び株式投資戦略からクオリティ株式に、または期待したパフォーマンスを出せていないコア・ポジションからクオリティ株式に移すことを検討するとよい。

出所:AB

当資料は、2022年12月現在の情報を基にAB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。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。アライアンス・バーンスタイン及びABには、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。

## 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。
- ・ 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。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、元金及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。上記の個別の銘柄・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

