

日興アセットマネジメント

揺らぐ市場でひとときわ目を引くアクティブ運用 「フューチャー・クオリティ企業」の真価を再検証

昨年3回にわたり紹介した日興アセットマネジメントの「グローバル株式戦略」。すでに読者からの支持も厚い同戦略は、今般のコロナショックでも底堅い結果を残したという。英国エジンバラで運用チームを率いるウィリアム・ロウ氏と現地在住のプロダクトスペシャリストであるキャメロン・桑原氏に話を聞いた。

—コロナショック以前から、市場には過熱感や景気後退入りも囁かれました。運用チームはこの環境をどう捉えていたのですか。

ロウ 私たちが運用するグローバル株式戦略は「事業」「経営」「財務」「バリュエーション」の4つの柱を満たす「フューチャー・クオリティ企業」に集中投資するものです。そして、チームはコロナショック以前から全保有銘柄が確実にフューチャー・クオリティに合致しているかを常にチェックしてきました。これは、高水準のキャッシュフローや投下資本利益率を達成している企業、そしてバランスシートが非常に強固な企業であれば、市場サイ

クルや誰も想像できない危機でも乗り越えられると確信しているからです。**桑原** 「バリュエーション」ですが、コロナショック以前から市場全体は相対的に割高な状況にありました。そのため2018年頃からバリュエーションを特に意識して運用しており、同年には高騰していたFANG銘柄のなかで唯一保有していたフェイスブック*を全売却しました。

その後は景気後退局面でも底堅さを発揮できるように、財務の軸からバランスシートの質が高い銘柄を選好しており、それはポートフォリオの特性にも表れています(図)。コロナショックは誰にも予期できないイベントでしたが、私たちは2年前から備えを進めてきたわけです。結果的にダウンサイド耐性も高まり、ベンチマークであるMSCI ACワールド・インデックスを四半期で4.07%、年度で5.19%アウトパフォーマンスできました。

—投資哲学の一貫性と事前の備えが奏功した一方、3月の株価急落時はどのような投資行動を取ったのですか。

ロウ 私たち運用チームは平均20年以上の運用経験を有し、過去何度も金融危機を見ていますが、株式市場の急

落局面で多くの投資家がディフェンシブ銘柄に回避する現象を幾度も目にしてきました。今回も同様の投資行動が観察され、そのため保有銘柄には値上がりを楽しんできたものもあります。ただ、私たちはこの「安全に対する対価」が割高になり過ぎていると感じました。そこで、清掃・洗浄分野における製品・サービス大手のエコラボ*のように反発した銘柄は売却し、その資金で新たな銘柄を買い付けています。株価急落により長年買いたくても買えなかった優良銘柄を買い付けるまたとない機会になりました。

ただ、コロナショックの影響を大きく受けた銘柄もあります。保有している英国の給食・ケータリング企業は、学校やカフェテリアの閉鎖により顧客を失いました。しかし私たちはこの銘柄をむしろ買い増しています。競合他社が過剰な負債や脆弱なビジネスモデルを理由に姿を消していく中、危機収束後も必ずシェアを伸ばしていくと信じているからです。

桑原 市場の変動を受け、運用チームはすぐさま全銘柄につきバランスシートの健全性チェックやストレステストを実施しました。将来資金調達ができ

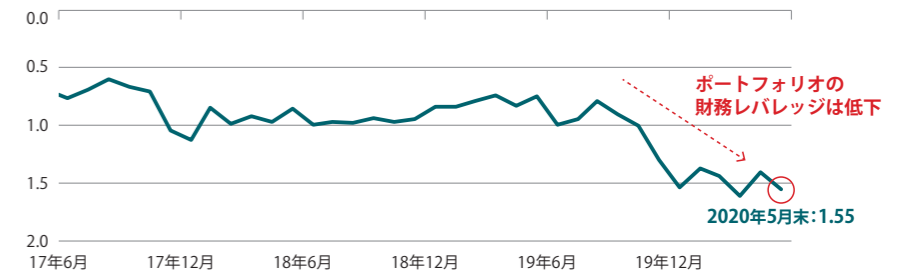
るのか、債務の返済期限やコベナンツを調べ、ショックにどれだけ耐えられるか検証したのです。その上で、随時借入が可能なりボルピング・ローンの活用可能性や法律面も含め精査したところ、この給食・ケータリング大手は、少なくとも10カ月先まで資金繰りに問題が生じないという結論に至り、保有を継続しています。

—コロナショックを受けて運用方針に何か変化はありますか。

ロウ 運用の根底にある4つの柱は不変です。しかし、投資判断はバリュエーションによって変化します。

例えば、一般的にコロナショックによる社会の変化はIT企業の追い風になると考えられていますが、私はこれら銘柄がすでに割高すぎると思っています。長期的な視点では、資金調達コストが非常に低い場合、将来的に投資が増え、供給が増大し競争が激しくなります。現状は株価が高い一方で、低い資金調達コストによって競争が激しくなると考えられるため、IT銘柄であれば何でも良いという考えは危険で、クラウドやデータ収集・分析関連、ゲーム関連企業などを中心に調査を実施してきました。保有銘柄についても競争優位性が維持できるか、研究開発や設備投資が続けられるかなど経営陣

図 財務レバレッジの推移(単位:標準偏差)



出所:日興AM、スタイル・アナリティクス、2020年5月末時点
※上図はグローバル株式戦略の代表ポートフォリオを対象に日興アセットマネジメントが作成したものです。ベンチマーク構成銘柄を母集団として、ポートフォリオ保有銘柄の普通株式に対する有利子負債の割合を標準偏差で表示しています。ベンチマークはMSCI ACワールド・インデックスです。縦軸は上下を逆転して表示しています。

による資産配分能力の観点から慎重に選択しています。

—今後有望な投資テーマとしてはどのようなものが考えられますか。

ロウ 世界は転換点に差し掛かっています。低金利の継続が予想される一方、企業は成長と投下資本利益率を継続してもたす必要がありますが、そのために正しい企業行動を取るべきだという意識が高まっているからです。

例えば、不況下でも従業員やサプライヤーを守る企業は、評判が高まり株価に好影響をもたらす、サプライチェーン分断も防ぐことができます。こうした企業は景気回復局面では株価も大きく上昇し株主にも恩恵をもたらします。逆に、顧客や従業員、あるいは環境、地域社会など他のステークホルダーを犠牲に株主だけにリターンを提供するという考えでは、いずれ顧客やサブ

ライヤーを失い、成長と投下資本利益率のどちらも維持できなくなるでしょう。

私たちが住む世界をより良くしていく上では、企業は問題の一部というより解決策の一部であるべきです。利益を生み出す企業に投資すると同時に、世界に好ましい変化をもたらす企業に投資することも重要と考えています。AD



プロダクトスペシャリスト部
グローバルエクイティ プロダクトスペシャリスト
キャメロン・桑原氏

*これらの銘柄について、売買を推奨するものでも、将来の価格の上昇または下落を示唆するものでもありません。また、当戦略における将来の銘柄の組入れまたは売却を示唆・保証するものでもありません。

■投資対象 日興アセットマネジメント株式会社のグローバル株式戦略に合致した有価証券 報酬等の概要:お客様には以下の費用をご負担いただきます。(投資顧問報酬等)固定報酬(投資信託に投資する場合を含む):年率0.715%(税抜き0.65%)以内 その他費用:組入れ有価証券の売買委託手数料など。また投資信託に投資する場合、信託財産留保額、組入れ、解約等に際しての手数料等。組入れ有価証券の売買委託手数料、有価証券の保管などに要する費用、管理費用、監査費用、設立にかかる費用、借入金の利息、借株の費用などがかかる場合があります。※その他費用については、運用状況などにより変動するものであり、事前に料率、上限額などを表示することができません。契約に関するお客様が預託すべき委託証拠金はございません。当戦略の投資に際しては、投資一任契約に基づき投資信託に投資する場合があります。■当広告に掲載される情報は、日興アセットマネジメント株式会社が、お客様と締結する投資一任契約における運用のご参考として表示したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。■投資リスクについて 当戦略は、主に株式を実質的な投資対象としますので、株式の価格の下落や、株式の発行体の財務状況や業績の悪化などの影響により、運用資産の評価額は変動し、損失を被ることがあります。また、外貨建資産に投資する場合には、為替の変動により損失を被ることがあります。したがって、投資元金は保証されているものではなく、運用資産の評価額の下落により、損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。当戦略の運用による損益はすべて投資者の皆様に帰属します。当戦略の主なリスクは以下の通りです。①価格変動リスク②流動性リスク③信用リスク④為替変動リスク⑤カントリーリスク⑥システムリスク⑦制度・環境の変化⑧運用制限や規制上の制限に関するリスク⑨法令・税制・会計方針などの変更に関するリスク等

日興アセットマネジメント株式会社 www.nikkoam.com/

お問い合わせ先 機関投資家事業本部 電話:03-6447-6515 メール: nam.fi@nikkoam.com

〒107-6242 東京都港区赤坂9-7-1 ミッドタウン・タワー
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第368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

nikko am
日興アセットマネジメント