



2014年4月にファンダメンタル株式運用の最高投資責任者が米国株式市場と集中投資戦略について語りました。

ポイント

- 米国はファンダメンタルズの改善が進み、売上増に伴い企業収益も向上する見通し
- 設備投資や研究開発、M&Aなど、成長拡大への資本投下が企業で進む
- 「ハイテク産業」、「医療・バイオ」、「消費財」などのセクターに強気
- 長期的な視点で「質の高いビジネス」に厳選投資する運用戦略を継続

スティーブン・M・バリー
 マネージング・ディレクター ファンダメンタル株式運用グループ
 最高投資責任者 兼 米国グロース株式投資責任者(在米国)

**第一部
 米国株式市場の見通し
 GS米国成長株集中投資戦略**

2014年は通年でGDP成長率は加速するでしょう

2013年は株式運用の成績が特に良かった年だと考えています。なかでも米国株式は債券やコモディティのような他の資産クラスと比較しても良好で、新興国株式の成績を上回りました。このような潮流は、2014年も続くと考えています。

米国経済の今後の見通しについては、年明け早々に大寒波が発生したため一時的にマイナスの影響が出ましたが、2014年は通年でGDP成長率は加速するでしょう。雇用や住宅市場は改善し、製造業の業績もかなり向上してきています。シェールガス関連をはじめ、エネルギー産業で予想される革命も米国の競争力向上に繋がるでしょう。

ただ、リスクがないわけでもありません。米連邦準備理事

会(FRB)は金融緩和を継続する意向を示しているものの引き締めへの舵取りは常に意識されています。現在のウクライナ情勢に代表されるような地政学リスクを念頭に、引き続き、世界の金融情勢からは目が離せません。

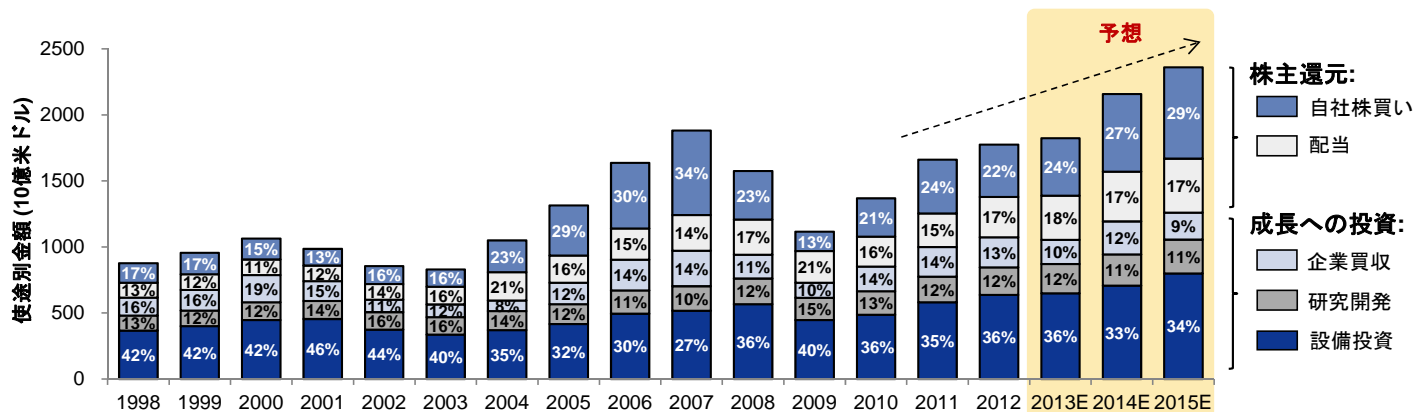
銘柄間の相関性は低下し、銘柄選択が重要に

米国株式市場の動向はどうでしょうか。米国企業のバランスシートは非常に健全なうえ、収益の伸びも堅調でファンダメンタルズは良好です。特に売上の増加に伴ってキャッシュフローが増え、これまで配当や自社株買いに使われていた資金が設備投資や研究開発、雇用やM&Aなどの企業の成長拡大のために使われていくことが予想されます(図1)。

バリュエーションは株価指数が堅調な中で予想PERが15倍前後と妥当な水準であるものの、株式益回りは債券利回りと比べて依然割安です(図2)。

また、ここ数年は銘柄間の相関性が低下しています。徐々

図1 S&P500指数組入れ銘柄における現金の使途



出所:GSグローバル・マクロ調査部、2014年3月31日時点



図2 過去と比較して適正な水準にある米国株式

過去のピークとの比較			
バリュエーション指標	2000年8月	2007年10月	2014年3月
S&P 500 指数	1518	1549	1872
予想PER(倍)	24.4	15.0	15.3
予想EPS(米ドル)	62.5	103.5	122.3
配当利回り	1.1%	1.9%	1.9%
デット/エクイティ・レシオ(倍)	1.8	2.1	1.0

景気環境	2000年8月	2007年10月	2014年3月
インフレ率	2.6%	2.2%	1.6%*
米国10年国債利回り	5.7%	4.5%	2.7%

出所：ファクトセット、GSグローバル・マクロ調査部（2014年3月31日）
 *2014年予想インフレ率

にアセットクラスではなく個別銘柄がリターンに影響を与える様相が強くなっており、アクティブ運用の効果が現れやすい投資環境へと変化してきています。

したがって今後は銘柄選択が重要となってきます。特に先進国の成長分野、例えば革新的な企業や一部の金融セクターに投資機会があると見ています。新興国市場やコモディティ市場については様子見の段階にあり、投資にはより一層の慎重さが求められます。

15～20の厳選した成長株でポートフォリオを組成

ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント（以下、GSAM）ではバリュー、コア、グロースと様々な米国株式運用戦略を有していますが、本日、ご紹介するのは私が運用の総指揮を取る「GS米国成長株集中投資戦略」です。この戦略では長期的に良好なリターンを得るために、15～20の厳選した成長株でポートフォリオを組成します。

企業オーナーのように事業の成長性を分析し、長期的な視点で「質の高い成長ビジネス」に投資を行うのが大きな特徴です。質の高さとは、例えば業界内で優位性を保てる価格支配力を持っている、資本に対して高い収益率がある、優秀な経営陣が揃っている、といったことで、これらが長期的に優れていると判断できる企業の銘柄に集中的に投資します。

運用は、平均経験年数16年の15名からなるファンダメンタル株式運用グループの米国グロース株式チームが担当します。各業界に精通したセクター担当アナリストが各セクター内の動向を日々注視し、ポートフォリオ・マネジャーが株価上昇の確信度合いに応じて組入銘柄の配分を決定します。

この戦略は長期的な成長性への投資ではあるものの、決してバイ・アンド・ホールドではないという運用上の大きな特徴があります。企業のファンダメンタルズや株価が変化すれば、

投資判断も変わります。組入銘柄は投資候補の中から厳選されるため、長期的視点であっても銘柄の入れ替えは随時行われます。売買回転率は平均して50%ほどであり、約20銘柄中5銘柄は毎年新しいものになっています。

パフォーマンスを見てみると、2014年3月末時点での長期の運用実績は良好です。過去3年、5年、10年、運用開始以来と参考指標であるラッセル1000グロース指数を上回る運用成績を収めています（図3）。

図3 GS米国成長株集中投資戦略の運用実績

運用実績 – 2014年3月末時点、運用報酬控除前（年率）

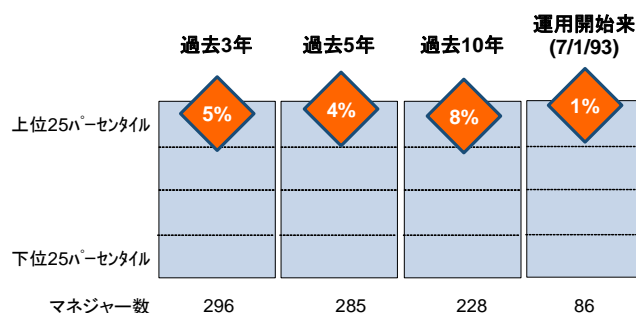
	当戦略 (%)	ラッセル1000 グロース指数 (%)	超過収益 (bps)
過去1年間	31.24	34.97	-373
過去3年間	26.41	23.21	320
過去5年間	25.49	22.68	280
過去10年間	10.37	7.75	263
運用開始以来 (1993年7月1日)	13.68	8.33	534

出所：GSAM ※上記はコンポジット（円建て）の実績であり、類似の戦略ないし投資方針に基づいて運用される1つ以上のポートフォリオの運用実績を、一定の基準に従って総合的に評価したものです。国内で販売されている各ファンドの実績ではありません。

また同カテゴリー内で競合比較を行ってみても過去3年間の成績では上位5%、過去5年間の成績では上位4%、運用開始以来の約20年間では上位1%と非常に良好であり、市場環境の悪い年があっても当戦略には良好なパフォーマンスを達成する実力が備わっていることがわかります（図4）。

図4 パフォーマンスの競合比較

運用開始以来(1993年7月1日) – 2013年12月末時点



出所：eVestment Alliance Search Engine (eASE) Analytics。eASE Analyticsは年金基金、コンサルタントや資産運用会社にパフォーマンスデータを提供する独立した分析会社であり、この分析は同社のデータベースにおいて資産運用に関する情報を更新している資産運用会社のみを対象としています。パーセンタイルは0%が最も良く、100%が最も悪いを示します。



長期成長トレンドを見定める業種が鍵に

今後は革新的な技術を持ち、業界内シェアの拡大が見込める市場拡大が期待できる銘柄に集中的に投資していきます。モバイル、インターネット、クラウドコンピューティングに代表されるテクノロジー企業、医療・バイオ企業のほか、専門小売やアパレル企業にも注目しています。また、金融銘柄については、いわゆる総合金融機関ではなく、アメリカン・タワーのようなREITや不動産仲介業を行うCBREグループのような企業を対象としています。一方で、バリュエーションの割高さから生活必需品セクターの株や高利回り株については弱気に見ています。

【組入銘柄事例1】ザイリンクス・インコーポレーテッド

組入上位銘柄の中から、いくつか注目の企業を紹介しましょう(図5)。半導体企業のザイリンクス・インコーポレーテッドは、プログラマブル・ロジック・デバイス(PLD)という特定用途向けIC(ASIC)を代替するICチップを設計しています。業界2トップのうちの1社という位置にあって製造をアウトソースで行うなど生産効率を高めており、今後の成長が更に期待できます。

【組入銘柄事例2】アメリカン・タワー

先ほどのアメリカン・タワーはすでに10年以上投資しています。今後もモバイル環境の充実と通信速度の高速化に伴い、無線通信塔の需要が増していくと予想される中で、供給サイドはアメリカン・タワーを含め寡占状態にあります。無線通信塔は乱立が許されないものの、一度建ててしまえば継続的にキャッシュフローが発生するので、経常利益に大きなプラスとなります。モバイル業界のトールキーパーとして、これからも長期的な成長が見込める企業のひとつと捉えています。

【組入銘柄事例3】グローバル・アパレル(ナイキ)

組入上位銘柄への記載はありませんが、消費財分野として、世界的なアパレル企業であるグローバル・アパレル(ナイキ)をご紹介します。同社株については長期にわたって注目を続けてきましたが、「GS米国成長株集中投資戦略」ではバリュエーションが割安になり確信度が高まったと判断した2011年4月より、投資対象銘柄としてポートフォリオに組み入れました(他のグロース株式投資戦略では2005年12月から投資を開始)。

2012年3月から4月にかけて同社株のバリュエーションが割高になったので我々は一部の株式を売却しました。6月には目先の業績不透明感から株価が一時低下する場面があったものの、長期的には問題ないと判断し追加投資をしました(図6)。株価やファンダメンタルズの変化に伴い株価上昇に

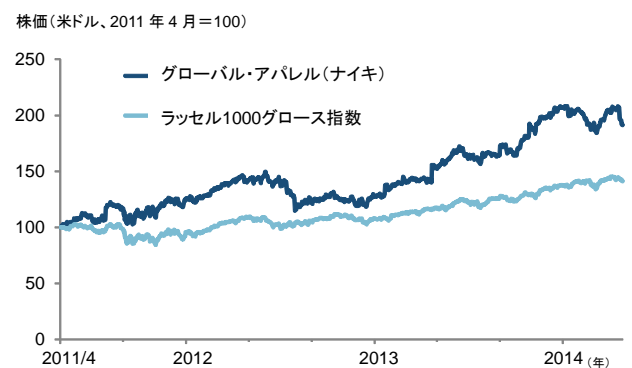
対する確信度は変化します。このように我々は長期的に成長が見込まれる銘柄に対して、株価の上昇余地や確信度に応じて機動的な運用を行います。

図5 「GS米国成長株集中投資戦略」組入上位10銘柄

銘柄名	セクター	組入比率
CBREグループ	金融	6.9%
クアルコム	情報技術	6.5%
EMC	情報技術	6.1%
PVHコープ	一般消費財・サービス	6.0%
エクイニクス	情報技術	5.8%
アメリカン・タワー	金融	5.6%
ヤム・ブランズ	一般消費財・サービス	5.6%
グーグル	情報技術	5.4%
イーベイ	情報技術	5.4%
ザイリンクス・インコーポレーテッド	情報技術	5.0%

出所GSAM、2014年3月31日時点。

図6 株価水準および確信度に応じて保有比率を調整



売買	日付	旧ウェイト(%)	新ウェイト(%)
1 投資開始	2011年4月11-18日	0.0	4.5
2 一部売却	2012年3月12日-4月30日	5.5	2.8
3 追加投資	2012年6月29日	2.3	3.5
4 追加投資	2012年8月6日	3.6	5.3
5 追加投資	2012年10月1-2日	4.9	6.5

出所GSAM、2014年3月31日時点。



第二部 ポートフォリオ・マネジャーに聞く！ 米国株式市場



——投資の神様と呼ばれるウォーレン・バフェット氏にあやかりたい投資家は多く、その投資手法には多くの方が注目しています。バフェットの投資手法と「GS米国成長株集中投資戦略」の投資手法において、似ている点と決定的に異なる点を教えていただけますか？

長期的な視点で投資を行うバフェット氏の手法と我々の戦略とはよく似ています。その企業の持つ価格支配力やキャッシュフローに着目していますし、ビジネス自体に投資をするという考えに基づき運用を行っています。また両者ともバリュエーションにはとても敏感です。

バフェット氏同様に我々もよく理解できないビジネスや領域には手を出しません。違いがあるとすれば、投資機会を広げるために専門家を擁するチームが調査を行い、十分に理解できれば投資に踏み切る点です。そしてもう1つ、会社全体を所有するようなバフェット氏とは異なり、我々はバリュー効果をより効かせるために、もっと柔軟性の高い運用を目指します。市場が過熱気味のときには売り、逆に悲観的なムードのときには買うなど、自由に株式を売買し、各銘柄の保有期間をその時々に合わせて変更します。

——ファンドの月次の運用報告書やレポートを見ると、パフォーマンスとともに組入銘柄の上位10社が掲載されており、個人でこれらの銘柄へ個別に投資すればよいと考える方もいると思います。この点についてはどのように思われますか？

あくまで運用の透明性をお示しするために、ある時点の

ポートフォリオなどを公開しているにすぎず、あまり個別株を買う上での参考にはならないと思います。

我々は長期投資を基本としていますが、バイ・アンド・ホールドではありません。つまり経済情勢などの状況が変われば、運用も機敏に変える必要があり、期待リターンやリスクを考慮してその都度、微修正を行うのです。個々に売買するにはかなりリスクの高い銘柄もあるとも言えます。

——米国の企業、株式に対して非常に強気の見方をもっているとのことでしたが、日本株や新興国株、その他の市場についてはどのような見通しでしょうか？

グローバル株式市場全体としては、非常に楽観的に見えています。ヨーロッパについては、金融システムの修復や不良債権の認識についてまだ甘い部分があるものの、中央銀行は継続して改善努力を続けており、資産価格の観点から見ても魅力的です。日本は政策変更の局面にありGSAMでも消費税増税の動向などに注目していました。駆け込み需要がひと段落し、6月までは反動減があるかもしれませんが、それを乗り越えたあとの下期の日本株は強気に見ています。

新興国市場については、まだ様子見の段階です。今後投資していくにあたって注意しなければいけないのは、経済成長のドライバー（けん引役）がインフラ整備から消費にシフトしてきているという点です。今後もチャンスはありますが不確実性も高い。そのような中で消費動向を早く正確に掴めるかどうかは、現地地の優秀なスタッフの調査・分析に掛かっているでしょう。

——これまでの運用の中で、一番パフォーマンスに寄与した銘柄は何でしょうか？

アメリカン・タワーは印象的です。2000年から2001年頃、ITバブルがはじけた頃でしたが、我々は敢えてアメリカン・タワーへ投資しました。ハイテク分野はこれから伸びていくだろうと考えられましたし、元々は不動産関連の会社が多く乱立していたものの、業界統合が進んで寡占状態になったことで価格支配力もありました。バブルの影響を避けつつ利益を享受していけると確信できたので投資を継続しました。結果としてその後、経常利益やキャッシュフローは増加し、株価も上昇してこの戦略のパフォーマンスに寄与することとなりました。

(2014年4月17日現在)



注記

本資料は、情報提供を目的としてゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社(以下「弊社」といいます。)が作成した資料であり、特定の金融商品の推奨(有価証券の取得の勧誘)を目的とするものではありません。

本資料は、弊社が信頼できると判断した情報等に基づいて作成されていますが、弊社がその正確性・完全性を保証するものではありません。

本資料に記載された過去のデータは、将来の結果を示唆あるいは保証するものではありません。

本資料に記載された市況や見通し等は、本資料作成時点での弊社の見解であり、将来の動向や結果を示唆あるいは保証するものではありません。また、将来予告なしに変更する場合があります。

本資料に記載された個別の銘柄・企業については、あくまでも例示をもって理解を深めていただくためのものであり、いかなる個別銘柄の売買、ポートフォリオの構築、投資戦略の採用等の行為を推奨するものではありません。

ポートフォリオの内容は、市場の動向等を勘案して随時変更されます。本資料はあくまでも過去の一時点における投資判断事例であり、本ポートフォリオにおいて現時点で、または将来にわたって引き続き当該銘柄を保有、または保有しないことを保証するものではありません。

本資料中に記載された経済、市場等に関する予測は、資料作成時点での弊社あるいは弊社グループの見解を反映するものです。実際には予測と異なる結果になる可能性があり、本資料中に反映されていない場合もあります。これらの予測は、将来の運用成果に影響を与える高い不確実性を伴うものです。したがって、これらの予測は、将来実現する可能性のある結果の一例を示すに過ぎません。これらの予測は一定の前提に基づく推定であり、今後、経済、市場の状況が変化するのに伴い、大きく変わることが考えられます。弊社および予測機関はこれら予測値の変更や更新について公表の義務を有しません。

本資料の一部または全部を、弊社の書面による事前承諾なく(I)複製、写真複製、あるいはその他いかなる手段において複製すること、あるいは(II)受領者に所属する役職員あるいは受領者の委任を受けた代理人以外の第三者に再配布することを禁じます。

© 2014 Goldman Sachs. All rights reserved. <審査番号:127881.OSF.MED.OTU>

ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第325号

日本証券業協会会員

一般社団法人投資信託協会会員

一般社団法人日本投資顧問業協会会員