

# 変化の渦中にある世界では、 ファンダメンタルズを重視した アクティブな銘柄選択が重要

From the Field

2025年3月



## サマリー

- 経済の見通しおよび選好される銘柄が多岐にわたる不透明な投資環境下、米国株式市場では、クオリティの高い「耐久性のある成長企業」が最も優位性の高い立場にあると見ています。
- 毎年高い收益率を上げて、株主の資産価値を継続的に増やし続ける企業は、あまり多くありません。
- これを実現した企業、つまり当社が「耐久性のある成長企業」と呼ぶ企業は、フランチャイズのクオリティが高く、競合他社には模倣が難しい長期的に持続可能な優位性を有する傾向にあります。



Justin White

米国オールキャップ・  
オポチュニティーズ  
株式運用戦略  
ポートフォリオ・  
マネジャー

世界のマクロ経済および地政学的状況の見通しは、2025年に入りても、依然として大きな変化の渦中になります。米国では政権交代と政策の不透明感が目先の市場見通しへの懸念を増大させています。こうした環境下では、魅力的なリターンを生み出しつつ、ある程度の下方硬直性を提供できる銘柄を発掘するのが難しくなってきています。

投資環境が厳しさを増すなかで、最善のアプローチは、クオリティが高く耐久性のある成長企業を見出すように努めることだと考えています。このような企業の特性として、継続して二桁台の利益成長を達成してきた実績、粘着性の高いインフレが長期化した場合にコスト上昇を転嫁できる価格決定力、貿易戦争が激化し

た場合に関税の影響を免れる可能性があることなどが挙げられます。

## 資産価値を継続的に増大させる企業はまれ

当社の経験上、毎年高い收益率を上げて、株主の資産価値を継続的に増やし続ける企業は、あまり多くありません。ほとんどの企業は長期的な資産価値の創出が不安定もしくは劣後しており、これらの企業は市場・経済環境次第で業績が左右される傾向にあります。

クオリティの高いフランチャイズを有する企業は、競合他社には模倣することが難しい長期的に持続可能な優位性があると考えています。

クオリティの高いフランチャイズを有する企業は、競合他社には模倣することが難しい長期的に持続可能な優位性があると考えています。

## クオリティの高い耐久性のある成長企業を特定

(図表1) 持続可能な「全天候型」の特性を模索



- 規律ある資本配分
- 高い投下資本利益率
- 価格決定力
- 低い資本集約度
- 低い景気敏感度
- 販売力/データ活用
- クオリティの高いフランチャイズ
- 相対的に低いレバレッジ
- ブランド認知およびロイヤルティ
- 安定した営業キャッシュフロー
- リカーリング型の売上

2025年3月時点。

上記は例示のみを目的としています。これらは一般的な特性であり、変わることもあります。望ましい特徴が将来も持続する保証はありません。

出所: ティー・ロウ・プライス。

これらの特性として、寡占などの優位性の高い業界構造、先進的イノベーション、高いブランド認知、顧客ロイヤルティ、販売ネットワーク、データ活用などが挙げられます。こうした特性を備える企業は、一般的に、資本集約度が相対的に低く、継続的な需要の伸びが価格決定力を支える業種において最もよく見られます。耐久性のある成長企業は様々なセクターに存在しており、金融、一般消費財・サービス、コミュニケーション・サービス、ヘルスケア、情報技術などのセクターにまたがる投資機会があります。

伝統的な電気通信、公益事業、石油やガスの探鉱・生産、コモディティなど資本集約度の高い業界では、優れた耐久性のある成長企業はあまり見られません。これらの企業は、固定費が大きいコスト構造のため景気敏感度が高くなりがちで、多くの場合、利益がコモディティ価格に左右されます。結果として、通常、安定した収益や投下資本利益率(ROIC)をもたらしません。

一方、一部の高成長企業は、企業の「Sカーブ」<sup>1</sup>のライフサイクルのうち初期段階で多額の投資を行うことから、収益やフリー・キャッシュフローがマイナスとなる場合もあります。また、前述の耐久性を著しく欠いている場合、急速なイノベーションや熾烈な競争に対して脆弱であり、競争から脱落する可能性さえあります。

### ファンダメンタルズを重視する理由

耐久性のある成長企業は、主な財務上の特性として、継続的に高いROICを享受しています。ROICは、経常的に発生する収益(リカーリング(継続課金)型の売上など)、高い粗利益率、市場における高い優位性を背景とした価格決定力が組み合わさって生み出されます。重要な点として、耐久性のある成長企業は、予測可能かつ安定した営業キャッシュフローを背景に、歴史的に景気後退局面でも比較的良好な業績を上げる傾向があります。収益は景気動向に左右されにくく、不確実性が高い時期にも、より安定的な業績をもたらす可能性があります。この「売上高の景気感

応度が低いこと」は、市場における支配的な立場や強力なブランド・ロイヤルティに起因するものです。そのため、耐久性のある成長企業は、景気後退による影響を免れる可能性があります。

耐久性のある成長企業には、他にも、経営陣のクオリティと経営資源の集中に関連する特性を有します。規律ある資本配分とフリー・キャッシュフローの効率的な活用を実証してきた経営陣は、耐久性のある成長企業を見極める上で重要な要素です。

<sup>1</sup>企業の一般的なライフサイクルにわたるSカーブ型の成長軌道を示したもの。企業が足場を固める初期段階の緩やかな成長から、製品/イノベーションが認知を得て、市場シェアを獲得するにつれ成長が急加速する時期を経た後、ビジネスが成熟し、製品/イノベーションが模倣または代替されるにつれ、需要が減速する時期に再び成長が鈍化します。

## 耐久性のある成長企業の例

(図表2) 注目すべき主な特性

企業の特性	目先の業界トレンド	
Hilton Hotels and Resorts	<ul style="list-style-type: none"><li>世界最大級のホテル・チェーン</li><li>不動産を持たず運営権を受託する方式で運営するビジネス・モデルであるため、初期投資を抑え新規施設を拡大することで、今後も市場シェアを獲得可能</li><li>顧客ロイヤルティが高く、価格決定力も大きい</li><li>サービス価格が高止まりすれば、コスト増加分を価格に転嫁可能</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>主な需要のけん引役は景気サイクル一見通しは安定化／改善している</li><li>客室単価は引き続き供給の逼迫や高インフレの長期化から恩恵を受けて上昇傾向</li><li>米国的新政権は不動産開発に対する前向きな姿勢を後押ししており、新規物件の増加を支える見込み</li></ul>
Chubb	<ul style="list-style-type: none"><li>損害保険大手</li><li>世界的に事業を拡大し、市場シェアを獲得</li><li>健全なバランスシートの維持に重点を置く効率的な経営</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>損害保険分野における保険料の値上げサイクルが継続</li><li>コロナ前より金利水準が上昇しているため、投資ポートフォリオからの利息収入の増加が見込まれる</li></ul>
Visa	<ul style="list-style-type: none"><li>高い利益率を誇る世界最大級の決済サービス企業</li><li>価格決定力を補強する参入障壁の高さから恩恵を受けてきた</li><li>電子決済の普及という強力かつ長期的な追い風が下支え</li><li>力強い価格決定力と潤沢なフリー・キャッシュフロー</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>米国において決済額の改善傾向が見られる</li><li>電子決済の採用／普及の長期的な鈍化という一般的な見方は、現実化しない模様</li></ul>

2025年3月時点。

上記は例示のみを目的としています。記載された特定の個別銘柄は、情報提供のみを目的としたものであり、推奨銘柄ではありません。

出所：ティー・ロウ・プライス。

## 今後の課題に備える企業

米国の政策変更による混乱のため、経済の見通しのブレ幅が大きくなる不透明な投資環境となり、目先の株式市場が持続的に上昇することは難しいと思われます。幅広いマクロ経済や政治面における多種多様なリスクが存在するにもかかわらず、市場のバリュエーション水準は割高です。このため、目先約1年間は、より不確実性の高い期間となるでしょう。こうした環境下、企業収益は悪化しやすく、一部の企業は売上成長に苦戦する可能性があります。

耐久性のある成長企業は、こうした目先の環境を乗り切る態勢が最も整っていると考えています。これらクオリティが高く耐久性のある成長企業は、リカーリング型の売上、高い粗利益率、業界における高い優位性、低い資本集約度などを基盤としています。さらに、これらの強力なフランチャイズ銘柄の多くは、長期的な本質的価値および市場全体と比較して、相対的に魅力的な株価水準で取引されているという事実を加えれば、これらの企業は特に投資妙味があると評価しています。

INVEST WITH CONFIDENCE®

ティー・ロウ・プライスは、進化する世界で投資機会を見極め、  
アクティブ運用をもってお客様の成功を支えます。

## 重要情報

当資料は、ティー・ロウ・プライス・アソシエイツ・インクおよびその関係会社が情報提供等の目的で作成したものを、ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社が翻訳したものであり、特定の運用商品を勧誘するものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。当資料における見解等は資料作成時点のものであり、将来事前の連絡なしに変更されることがあります。当資料はティー・ロウ・プライスの書面による同意のない限り他に転載することはできません。

資料内に記載されている個別銘柄につき、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はありません。また、当社ファンド等における保有・非保有および将来の組み入れまたは売却を示唆・保証するものでもありません。投資一任契約は、値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替変動リスクもあります。）を投資対象としているため、お客様の資産が当初の投資元本を割り込み損失が生じることがあります。

当社の運用戦略では時価資産残高に対し、一定の金額までを区切りとして最高1.265%（消費税10%込み）の遞減的報酬料率を適用いたします。また、運用報酬の他に、組入有価証券の売買委託手数料等の費用も発生しますが、運用内容等によって変動しますので、事前に上限額または合計額を表示できません。詳しくは契約締結前交付書面をご覧ください。

「T. Rowe Price」、「INVEST WITH CONFIDENCE」および大角羊のデザインは、ティー・ロウ・プライス・グループ・インクの商標または登録商標です。

ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社

金融商品取引業者関東財務局長（金商）第3043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／一般社団法人 第二種金融商品取引業協会