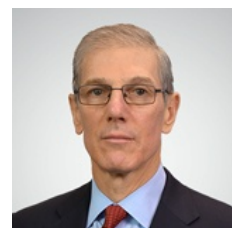


TOPIC

DSM グローバル・グロース ロードショー

グローバル株式運用の提携先であるDSM Capital Partners LLC (以下、DSM社)のCIO 兼 共同経営パートナー Daniel Strickberger氏 (以下、Dan)が来日し、昨年12月13日、14日にお客様を訪問させていただきました。前号「T&D EYES Vol.28」でお話ししました昨年10月のDSM社 藤川氏(ポートフォリオマネージャー 兼 アナリスト)とのロードショーの内容に引き続きご紹介させていただきます。



DSM社の投資哲学

“Earnings Win”

- 質の高いビジネス・モデル
- 安定した利益成長の見通し
- 厳格なバリュエーション

Danが強調したのが、DSM社の運用哲学の根幹である、“Earnings Win”という言葉です。「質の高い」とは言い換えれば、収益、コスト、利益予想がたてやすい企業で、このような企業は通常ユニークで、競争が少なく、競争優位性を持っています。一方で、資源株のように収益が商品価格に左右されるような企業、エアラインのように収益が経済活動に、コストが原油価格に左右されるような企業は投資対象にはなりません。

収益成長が安定して2桁の伸びを期待出来る企業であれば、株価は市場環境により上下することがあっても最終的には企業業績の伸びに伴い上昇すると考えています。また、投資収益を獲得する上では高いPERで投資しないことも重要で、通常ポートフォリオの平均的なPERは20倍台の前半、個別銘柄のPER上限は30～35倍程度としています。

Amazon.com

DSM社では、投資しない銘柄の代表として久しくAmazon.comをあげていました。同社はユニークなビジネス・モデルを持ち、市場でも支配的な位置にありましたが、株価が高く利益水準が低くPERが60～100倍であったため投資対象にはしていませんでした。最近になり、株価が下落したことや、伝統的な通販ビジネス以外に広告やクラウドビジネスからの利益も期待出来ることから、PERが30倍台まで低下したタイミングで投資を開始しました。なお、購入にあたってはこの先4四半期の予想EPSを基にしたPERを使用しています。

質が高く、安定した利益成長が見込める企業を適切なPERで投資することで、DSM社のグローバル・グロース戦略は2010年以来良好なパフォーマンスを獲得してきました。この投資哲学を守り投資を継続することで、今後も中長期的に良好な収益を上げることが出来ると期待しています。

目次

- ⇒ TOPIC
 - DSM グローバル・グロース ロードショー
- ⇒ ちょっと一息
 - ふるさと明石の取り組み
- ⇒ プロダクト情報
 - デンマーク・カバード債券

お問合せ先

T&Dアセットマネジメント(株)
☎03-6722-4801(代)
<http://www.tdasset.co.jp/>

Daniel Strickberger (CIO 兼 共同経営パートナー)

1982年オープンハイマー &カンパニー社にアナリストとして入社。同社売却に伴い同年、ラザード・フレール社に入社。1987年に同社にてダイレクター・オブ・リサーチに任命される。1988年には同社のジェネラル・パートナーとなり、米国株式運用を統括する2名のシニア・ポートフォリオマネージャーの1人となる。さらに国際ナショナル株式運用を開発し、シニア・ポートフォリオマネージャーとなる。1991年W.P.スチュアート&カンパニー社に入社。シニア・ポートフォリオマネージャー兼株式アナリストとして資産運用に従事。2001年2月DSM社設立。CIO兼共同経営パートナーに就任、現在に至る。デラウェア大学にて学士(経営学およびファイナンス)を、ニューヨーク大学にて経営学修士(ファイナンスおよび国際ビジネス)を取得。デラウェア大学寄贈基金の投資委員会に貢献している。

投資顧問事業部 高田 国典

ちょっと一息**ふるさと明石の取り組み**

私の生まれた兵庫県明石市は、政令指定都市である神戸市の西にあり、東経135度に位置しています。日本の標準時である子午線が通っており、地元の子供たちは皆「明石でお日様が真南にくるとお昼(正午)になる。」ことを知っています。

明石は瀬戸内海に面しており、鯛(明石鯛)、穴子、タコなどが有名です。料理では、少し脂っばいですが鯛のすまし汁は美味しいです。私が関東に住むようになってから鰻丼をいただくことが多くなりましたが、明石に住んでいた頃は鰻丼よりも穴子丼をいただいていた。どちらも美味しいですが、穴子丼の方があっさりしていて私の好みの味です。タコ焼きは大阪が有名ですが明石では明石焼き(別名玉子焼き)が有名です。見た目は同じようですが、タコ焼きと違ってふんわりしており、鰹だしのおつゆにつけていただきます。関西方面にいらっしゃることがありましたら是非ご賞味ください。ただし、お店選びについてはグルメ雑誌に載っているお店がすべて美味しい訳ではありませんので、地元の人にお尋ねになることをおすすめします。

そういった特徴のあるところですが、最近では巷で明石の市政が取り沙汰されています。それは、本気で子どもを核としたまちづくりを進めていることです。

具体的な施策をみると、経済的な支援(医療費無料化(中学生まで)、保育料無料化(第2子以降))や、虐待防止、中学校給食の全校実施、30人学級の導入など、さまざまな施策に取り組んでいます。その結果、他の地域から転入する人が増え、人口増加に転じています。年齢別では0~4歳、25~34歳といった子育て層が大きく増加に寄与しています。転入による社会増だけでなく、出生数が増え自然増にもなっています。また、人口の増加と地価の回復により税収額が増加するなど、とても良いサイクルになっています。

日本は少子高齢化が進んでいますが今後そのスピードは加速するとみられており、労働者不足に対して政府は働き方改革の実現や外国人労働者受け入れ拡大に向けた方針を示しています。喫緊の問題への対応とは別に、長い目でみて明石の取り組みを全国各地に広げ、元気な子どもたちの笑顔があふれる日本に繋げてもらいたいと思います。

投資顧問事業部長 西岡 慶太

**[3頁の使用インデックスについて]**

・ICE BofAML AAA Euro Government Index ^{SM/®}、ICE BofAML US Treasury Index ^{SM/®}、ICE BofAML US Corporate Index ^{SM/®}、ICE BofAML US GNMA Mortgage Backed Securities Index ^{SM/®}は、ICE Data Indices, LLC、その関係会社(「ICE Data」)および/またはその第三者データ提供機関の知的財産であり、T&Dアセットマネジメント株式会社による使用のためにライセンスされています。ICE Dataおよびその第三者データ提供機関は、その使用に関して一切の責任を負いません。

・当資料中に引用した各インデックス(指数)の商標、著作権、知的財産権およびその他一切の権利は各インデックスの算出元に帰属します。また各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

[ご留意事項]

本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。

プロダクト情報

デンマーク・カバード債券



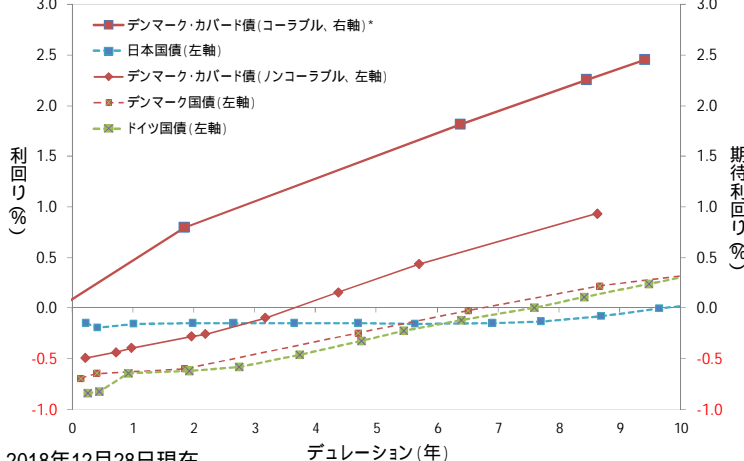
現在、当社では、デンマーク・カバード債券を主対象とする商品を年金向けに提供することを検討しています。デンマーク・カバード債券については、当社では2016年6月以降、私募投信の委託者として取り扱っており、設定開始後約2年半を経過した現在(2019年1月末)では約4,600億円の残高を有しています。なぜこれほどデンマーク・カバード債券に強い需要があったのか、その魅力について、お話しさせていただきます。

魅力の1つは、相対的に高い信用力で、平均信用格付はAAAとなっています。デンマーク・カバード債券は、複数の住宅ローン等を担保に金融機関が発行する担保付社債です。多数の住宅ローン等をまとめて裏付け資産として、ローンの借り手から返済される元利金を、そのまま投資家に通過させて支払う仕組みとなっています。裏付け資産が担保となることに加えて、発行体は超過担保の拋出などの信用補完が法的に義務付けられており、二重のセーフティネットを有しています。また、裏付け資産となる住宅ローンの延滞率は、デンマークが高福祉国家で失業時にも手厚い失業手当が支給されることもあり、2000年以降はリーマンショック時を含め1%を下回る低い水準で安定的に推移しています。1795年にコペンハーゲンでの大火災があり、その復興資金を調達する目的で200年以上前に発行が始まったといわれていますが、この間、一度のデフォルトもありません。また、こうした歴史的背景もあり、デンマークではほぼすべての住宅ローンは担保資産としてカバード債が発行されるため、50兆円を超える規模と相応の流動性も有しています。

魅力のもう一つは、相対的に高い利回りです。米国は2015年12月に利上げに転じましたが、世界的に金利は低水準にとどまる中、デンマーク・カバード債券はデュレーション5~6年程度で2%近い利回りを維持しています。これは投資対象とするカバード債券においては期限前償還リスクがあるため、一般の債券に比べて高い利回りが求められる傾向にあるからです。(ただし、期限前償還リスクがあるからと言って、価格変動リスクが高いわけでは決してありません。)

加えて、デンマークの通貨であるデンマーク・クローネは、2019年1月末現在において、為替ヘッジプレミアムが0.3~0.4%程度得られる状況となっています。信用格付AAAの債券で、為替ヘッジ後の期待利回りが2%を超える債券は、現状、デンマーク・カバード債券において他にはないものと思われます。下の図表をみると、日本国債や、外国債券(為替ヘッジあり)を上回るリターンを獲得してきました。リターンが良好だけでなく、運用の効率性を示す1リスクあたりのリターンも相対的に高くなっており、効率的に収益を獲得してきたことがわかります。

【相対的に高いデンマーク・カバード債券の期待利回り】



2018年12月28日現在

* コラブル債についてはスカンジナビスカ・エンスキルダ・バンケン(以下、SEB)の期限前償還予測モデルに基づく期待利回りであり、一般的な最終利回りと異なります。

(出所) SEB、ブルームバーグのデータに基づきUBPインベストメンツが作成

【パフォーマンス(円ヘッジベース)】

	リターン	リスク	リターン/リスク	デュレーション(期間平均)
デンマークカバード債(コラブル債)	4.87%	3.58%	1.36	4.54年
欧州国債	3.58%	4.33%	0.83	6.81年
米国国債	1.90%	4.19%	0.45	5.81年
米国投資適格社債	3.83%	5.80%	0.66	6.61年
米国ジニーメイ	2.46%	2.62%	0.94	4.03年

期間: 2008年3月~2018年12月末

デンマーク・カバード債(コラブル債): ダンスケデンマークコラブルモーゲージ指数、欧州国債: ICE BofAML AAA Euro Government Index、米国国債: ICE BofAML US Treasury Index、米国投資適格社債: ICE BofAML US Corporate Index、米国ジニーメイ: ICE BofAML US GNMA Mortgage Backed Securities Index

(出所) ICE Data Indices, LLC、ブルームバーグのデータに基づきUBPインベストメンツ、当社が作成

信用格付AAAで2%の期待リターン。マイナス金利の環境下、高い利回りは欲しいが、信用リスクや為替変動リスクは抑えたいというニーズに対応した商品と言えるかと思えます。また、デンマーク・カバード債券はユーロ圏主要国国債との相関が非常に高く、これらの債券の代替として利回り向上への寄与も期待できるものと考えています。

執行役員 運用部門担当 運用統括部長 温泉 裕一

リスク情報

(1) 国内株式

発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動して、投資元本を割込むことがあります。流動性の低い銘柄においては、流動性の高い銘柄に比べて株価の変動率が大きく、売買に支障をきたす可能性があります。発行者が民事再生手続や破産等になった場合、投資元本を大幅に下回り、全額を回収できなくなることがあります。

(2) 外国株式

前述した国内株式に関するリスクに加えて、外国為替市場の変動により、投資元本を割込むことがあります。発行者が主に外国で企業活動を行っており、外国の証券取引所(または店頭市場)に上場されていることから、各国における政治・経済・社会情勢の変動等により、企業業績の悪化、株式の売買が制限される等、売買や受渡等が不能になる場合があります。また、通貨不安の発生により、大幅な為替変動が起こり、円への交換が制限される、あるいはできなくなる場合があります。そのほか外貨建株式の取扱いは、それぞれの外国の売買制度や課税制度等に準じますが、これら制度等の変更が行われる場合があります。

(3) 国内債券

債券の価格は金利の変動等により上下しますので、償還前に売却する場合には、投資元本を割込むことがあります。また発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割込むことがあります。

(4) 外貨建債券

前述した国内債券に関するリスクに加えて、外国為替市場の変動により投資元本を日本円で受取る場合、投資元本を割込むことがあります。外国の政府や企業が発行者となる場合、国内債券と同様に信用リスクがあります。外国における政治・経済・社会情勢の変動等により、売買が制限される等、売買や受渡等が不能になる場合があります。また通貨不安が発生して、大幅な為替変動が起こり、円への交換が制限される、あるいはできなくなる場合があります。そのほか外貨建債券の取扱いは、それぞれの外国の売買制度や課税制度等に準じますが、これら制度等の変更が行われる場合があります。

(5) 国内新株予約権付社債

国内新株予約権付社債の価格は、発行会社等の株式の価格変動や金利変動の影響、あるいは発行会社等の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により上下しますので、投資元本を割込むことがあります。流動性の低い銘柄においては、流動性の高い銘柄に比べて価格の変動率が大きく、売買に支障をきたす可能性があります。

発行会社等が民事再生手続や破産、あるいは債務不履行等になった場合、利払いが行われなくなる・全額が償還されなくなることがあります。また、投資元本を大幅に下回り、全額を回収できなくなることがあります。新株予約権の行使期間には制限があります。

(6) 投資信託

組入れた有価証券の価格変動により基準価額が変化し、投資元本を割込むことがあります。また組入れた有価証券の発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により投資元本を割込むことがあります。外貨建の有価証券を組入れる場合には、これらのリスクに加え外国為替市場の変動により、投資元本を割込むことがあります。なおクローズド期間中は換金ができないよう設定されています。

(7) 先物・オプション取引

対象とする原資産等の変動により価格が上下しますので、これにより差損が生じることがあります。またオプション取引の場合、オプションを行使できる期間が限定されています。

(8) 保険を投資対象とする証券等

再保険契約などの保険を投資対象とする証券、デリバティブ等の価格は、自然災害に関わる損害などの損害保険の契約対象の状況等により上下しますので、投資元本を割込むことがあります。

お客様にご負担いただく費用等について

投資信託に係る費用等について

◆ 投資者が直接的に負担する費用: 購入時手数料・・・上限 4.32%(税込)

信託財産留保額・・・上限 解約金額・償還金額の1.50%または1口(設定時1口1万円)あたり160円

投資者が信託財産で間接的に負担する費用: 運用管理費用(信託報酬)・・・上限 年1.998%(税込)

その他費用・手数料: 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。

投資信託証券を組み入れる場合には、間接的にご負担いただく費用として、当該投資信託の資産から支払われる運用報酬、投資資産の取引費用等が発生します。これらの間接的な費用のご負担額に関しては、その時々各投資信託証券の組入比率や取引内容等により金額が変動しますので、予めその料率、上限額等を具体的に示すことができません。

当該手数料等の合計額については、投資者がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

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、T&Dアセットマネジメントが運用するすべ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。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なります。詳しくは投資信託説明書(交付目論見書)でご確認ください。

投資一任契約、投資顧問契約に係る報酬等について

(1) 投資一任契約、投資顧問契約に係る報酬額は、下記 または と の組合せにより、お客様との協議に基づいて決定させていただきます。

定率報酬型

お客様の契約資産額に、一定の料率を乗じて算出します。料率は2.0%(年率、税抜)を上限とし、契約資産額や運用手法、サービス内容等の事情に鑑み、個別協議により報酬額を決定させていただきます。

成功報酬型

成功報酬の割合については、予め取り決めたベンチマーク等を超過した収益部分の20%(年率、税抜)を上限とし、お客様の契約資産額や運用手法、サービス内容等の事情に鑑み、個別協議により決定させていただきます。

(2) その他証券取引に伴う手数料、有価証券売買時に売買委託手数料、外貨建資産の保管等に要する費用、等。(その他の費用については、運用状況等により変動するものであり、事前に料率、上限額等を示すことができません。)

(3) 報酬額には消費税相当額が上乗せされます。

(4) その他契約資産において株式等を保有している場合には、配当金等に対して、源泉税等がかかります。

投資一任契約締結後、運用資産に投資信託受益証券等を組入れる場合には、当該投資信託受益証券等の購入・保持にかかる信託報酬・手数料・管理費用・税金等はおお客様のご負担となります。

上記で組入れた受益証券等に係る財産が他の投資信託受益権等に出資され、または拠出される場合にかかる費用については、投資対象が多岐にわたり、条件等も異なること、また随時投資対象が変更されることから、購入・保持にかかる信託報酬・手数料・管理費用・税金等については、予め明示できません。