

---

ホワイトペーパー  
ファンダメンタル・グ  
ロース&コア株式

---

2024年8月

\*当レポートの原本は2023年  
7月発行

# 持続可能な成 長に投資する 2024年 第2四半期

- 
- 03      **イノベーションはテクノロジー・セクター  
に限定されない**
- 
- 04      **ファンダメンタル株式分析：減量薬が投資  
に及ぼす影響を評価する**
- 
- 09      **米国のインフラと水に関する投資機会**

---

# イノベーションはテクノロジー・セクターに限定されない

---

イノベーションと技術革新のスピードは、ファンダメンタル・グロース&コア (FGC) 株式チームのニューズレターで繰り返し取り上げてきたテーマです。人工知能 (AI) が市場の関心を集めていますが、変化とイノベーションというテーマはテクノロジー・セクターに限られるものではありません。

ヘルスケア・セクターでは、肥満治療のためのGLP-1薬<sup>1</sup>の導入が人々の健康に大きな影響を与える可能性があります。この医薬品におけるイノベーションはAIと類似しています。NVIDIAのGPUチップは長年、ゲーム用画像処理に利用されてきましたが、生成AI用の大規模言語モデルを支えるという新たな役割を見出しました。同様に、GLP-1薬<sup>1</sup>は糖尿病治療に使われていましたが、その後、減量に役立つことがわかり、より広範で奥深い魅力を持つようになりました。

二つ目の類似点は、AIに関して、チャットGPTのリリースをきっかけに、AIが自社のビジネスにどのように役立つのか、あるいは損害を与えるのかを各社が検討し、業界の垣根を超えた動きが活発になったことです。同様に、GLP-1薬の健康に対する潜在的な影響も、医薬品業界の枠をはるかに越えて、消費財、医療機器、医療保険セクターの企業を巻き込んだ活発な動きを引き起こしています。当社のニューズレターで繰り返し取り上げているもう一つのテーマは、変化への反応や適応が他社より優れている企業を発見することです。この特質を当社は「クオリティ」と呼んでいます。本ニューズレターの最初の記事では、GLP-1薬の導入がもたらす多くの波及効果を探り、恩恵を受ける可能性のある企業について考察します。

第二の記事では、比較的知られていないTetra Techという企業を紹介します。同社は、水と環境関連のプロジェクトを専門とするエンジニアリング・コンサルティング会社で、インフラ投資や気候変動への適応といった長期的なテーマから恩恵を享受しています。

---

# ファンダメンタル株式分析：減量薬が投資に及ぼす影響を評価する

---

ファンダメンタルズ分析の重要な側面の一つは、業界構造とトレンドを理解することです。ファンダメンタル・グロース&コア (FGC) 株式調査チームは、独自の銘柄確信度 (Confidence Quotient=CQ) プロセスを通じて企業を評価しており、その重要な要素の一つとして、企業の市場ポジションからビジネスモデルの競争優位性を判断しています。

当社のアナリストは、肥満治療薬のような新しいトレンドが出現するたびに、1) 市場機会の大きさとそれに基づく現在と将来の成長率の判断、2) 現在の競争に影響を及ぼしている競争力の評価、3) 成長の持続可能性に対する確信度の評価、を行わなければなりません。また投資家は、新たなトレンドが他の業界を破壊する長期的なものであるかどうかを判断するために、セクター横断的な影響に注目する必要があると考えられます。市場は往々にして、ある業界に悪影響を及ぼす可能性のある新たなトレンドを素早く察知することができますが、そのトレンドの潜在的影響を正確に評価するには、ファンダメンタルズを深く理解すること以外に方法はありません。一部の市場参加者は、時期尚早で誤った結論に飛びつく傾向があるため、十分な知識がある投資家にとっては、優良企業への投資機会が生まれる可能性があります。

FGCチームの4人のアナリストは、肥満治療薬と担当セクターへの影響を詳細に評価し、これらの新薬の持続可能性と他業界への悪影響の有無を検討しています。

## 肥満症の経口分子治療薬：ゲーム・チェンジャーとなるか？

**Shalabh Gupta**  
Research Analyst –  
Global Bio-Pharma

バイオ医薬品会社であるEli LillyとNovo Nordiskは、ブロックバスター薬のWegovyとOzempicを通じて、肥満症の治療に大きな進歩をもたらしました。しかし、これら第一世代の効能の高い減量薬は皮下投与（注射など）であり、製造上の制約と製造コストの高さから、患者への普及は限定的でした。そこで登場したのが、次世代経口GLP-1薬です。経口薬は製造が比較的容易で、通常は輸送や保管のためのコールドチェーン（低温物流）が不要です。したがって、GLP-1薬を有利な価格設定によって幅広く普及させ、多くの患者に利用される減量薬としての地位を確立するための新たな手段となり得ます。市場は、経口GLP-1薬が2027年以降の発売後に獲得する市場シェアを過小評価しているとみられます。肥満症・糖尿病市場全体の売上高は2023年までに1,500億ドルに達したと推定されており、肥満症が成長の主要因となっています。当社は、経口薬が肥満症治療薬の売上高の3分の2以上を占めると予想しています。

当社は独自の分析と処方医との議論に基づき、経口薬の膨大な商業的機会を生かすには、GLP-1薬が安全かつ有効で、製造と生産拡大が容易でなければならないと認識しています。そのような特性があれば、かかりつけ医による処方が促進されるからです。今後の臨床試験において、対象医薬品の体重減少率が10%台前半（13%以上）で、薬剤の副作用に対する忍容性の低さを理由とする服用中止率が低く（5%未満）、肝臓に対する毒性がゼロであることが確認されれば、明らかに勝者に分類されるでしょう。複数の企業が臨床試験を実施中であるため、当社はこの分野を注意深く追跡しています。また当社は、AstraZenecaのような「隠れた宝石」になると考えられる銘柄を探しています。AstraZenecaのバリュエーションは肥満治療薬の事業機会を織り込んでいないとみられ、2025年予想株価収益率（PER）は15倍で、同45倍のEli LillyやNovo Nordiskなどに比べて大幅に割安となっています<sup>2</sup>。当社は、2024年6月開催の米国糖尿病学会でAstraZenecaの肥満治療薬について重要な臨床試験データが発表される可能性があるため、同社の株式がコール・オプションのような性質を持っていることを評価しています。

短期的には、このセクターと関連企業にとってポジティブなカタリストとなり得る複数の臨床試験結果が注目されます。図表1は、企業、医薬品、臨床試験結果の発表予定時期を示しています。これらの分子薬の一つが理想的な臨床プロファイルを持ち、製造が容易であれば、今年是一般向け肥満治療の決定的な選択肢が生まれる年になる可能性があります。当社は、価格に敏感な米国以外（アジアと欧州）の市場が経口薬の最大の受益者になると考えており、2020年代末に向けて非常に急速に普及が進むと予想しています。米国における当社の調査や処方医の情報によると、経口分子薬は当初、GLP-1注射薬投与後の維持療法（目標体重の維持）に使用される見込みです。これらの分子薬が広く利用可能になれば、その有効性、価格設定、流通、副作用プロファイルによって普及が進み、治療の最前線での利用も浸透していくと考えられます。当社は全体として、経口分子薬は世界全体の肥満症治療の拡大にとって画期的な医薬品であり、2024年中に革新的な製品が特定されると予想しています。

図表 1

企業	医薬品	結果の発表予定時期
Novo Nordisk	Amycretin (経口)	2024年6月
Novo Nordisk	CB1R受容体逆作用薬 monlunabant	フェーズ2結果：2024年終盤／2025年初め
Lilly	Orforglipron (経口)	2025年上半年期
Viking	VK2735 (経口)	フェーズ1の28日試験結果：2025年第1四半期
Pfizer	danuglipronの新剤形	フェーズ1結果：2024年上半年期
Amgen	AMG786	フェーズ1結果：2024年上半年期
AstraZeneca / Eccogene	ECC5004	フェーズ1/2結果：2024年上半年期
Roche / Carmot	CT-996	フェーズ1結果：2024年上半年期
Structure	GSBR-1290	フェーズ2a結果：2024年第2四半期
Tern	TERN-601	フェーズ1結果：2024年下半年期

出所：ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ

## 手術件数がゼロにならない理由

**Stephen Kao**

Research Analyst –  
Global Healthcare  
Equipment

GLP-1薬に対する当初の反応は、GLP-1薬がすべての体重関連疾患を治して、手術件数がゼロになり、それに伴って医療機器メーカーが低迷するという予想を示唆しているようでした。しかし、GLP-1薬の有効性や、肥満が多くの疾患の危険因子であることを疑問視する人はほとんどいませんが、価格が普及を阻む唯一にして最大の障壁となっています。UnitedHealthのDirk McMahon CEOの言葉を借りれば、「手頃な価格でないイノベーションは革新的ではない」。連邦議会予算局によると、「抗肥満薬が現在の価格であれば連邦政府にとって、今後10年間で抗肥満薬によって他の医療費を削減することで節約できる金額よりも、多額の費用がかかる」とされています。つまり、合併症の減少によってもたらされる利益は、抗肥満薬にかかる費用を正当化するものではありません。肥満でない米国成人の年間平均医療費は1万5,000ドルです。肥満の場合、年間医療費は30~50% (4,500~7,500ドル) 増加します<sup>3</sup>。一方、GLP-1薬の年間費用は1万2,000ドルで、生涯服用しなければならない可能性があります。代替的な選択肢の一つである肥満外科手術は、1万7,000~2万6,000ドル<sup>4</sup>の費用を1回支払うだけの永続的なソリューションで、通常はGLP-1薬よりも大幅に体重を減らすことができます。

金銭的な費用は別として、GLP-1薬はどの程度効果があるのでしょうか。Novo NordiskのSelect臨床試験では、主要心血管イベント(MACE)が19%減少しました。これは素晴らしい結果ですが、「相対的」リスクの低下(元々の割合が低い: Wegovy投与群のMACE発生率が6.5%だったのに対して、プラセボ群は8.0%で、絶対的なMACE発生率の低下幅はわずか1.5%ポイント)であることに注意する必要があります。服用中止率は予想より高く(17%)、ボディマス指数(BMI)が35を超える患者が得られる恩恵は限定的でした。GLP-1薬は有効ですが、万能薬ではありません。

経口GLP-1薬は将来的に手頃な選択肢となるかもしれません。広く普及した場合、手術件数にはどのような影響があるのでしょうか。その前例となるのがスタチン製剤です。この「驚異の薬」は、1990年代半ばに高コレステロール血症の治療薬として登場しました。2000年代半ばにジェネリック医薬品が発売されて以来、この手頃な価格の1日1回服用する錠剤は、世界中で何百万もの人々に利用されています。GLP-1薬と同様、スタチン製剤もMACEを20%以上減少させる効果があります<sup>5</sup>。当時、この薬によって心臓外科手術が著しく減少するのではないかという懸念が広がりましたが、医療機器メーカーは過去20年間、堅調な成長を続けてきました。現実には、GLP-1薬と医療機器は相互に他方を排除するものではなく、相互に補完する可能性が高いでしょう。以下では、GLP-1薬の普及でリスクが最も大きいと考えられている医療機器のカテゴリーと、その見通しが市場の懸念ほど切迫していないと思われる理由をいくつか紹介します。

**股関節／膝関節置換術** 体重の重い人ほど関節痛になりやすいのは当然に思えます。しかし、変形性関節症の主な原因は加齢、遺伝、関節の損傷です。肥満は関節症の進行を早めますが、一度軟骨が損傷すると元には戻らず、体重を減らしても効果はありません。むしろ、減量によって寿命が延び(危険因子の第1位は加齢)、より活動的なライフスタイルになる(関節の摩耗が増加する)可能性があります。さらに、患者の10%は肥満のために人工関節置換術を受けることができません。減量すれば、そのような患者も手術を受けられるようになるでしょう<sup>6</sup>。

**持続血糖モニタリング(CGM)** GLP-1薬は2型糖尿病の進行を遅らせることができ、特に早期に服用すればするほど効果があります。このことは、恐らく(遠い)将来のある時点で、最大市場規模(TAM)に影響を及ぼすでしょう。しかし、1) CGMの普及率は依然として低く、2) GLP-1薬とCGMの併用がより良い結果につながる可能性があります。

**閉塞性睡眠時無呼吸症候群(OSA)** OSA症例の60~80%はBMIと相関関係にあります。CGMと同様に、減量は最終的にTAMを縮小させる可能性があります。しかし、1) 普及率は低く、2) 持続陽圧呼吸(CPAP)療法機器は多くの場合でGLP-1薬と併用されるでしょう。

## GLP-1 薬の服用者は依然として食事を摂取する必要がある

Nicolas Caron,  
Research Analyst —  
US Consumer Staples

2023年夏にGLP-1薬を巡る熱狂が高まると、食品・飲料企業の市場バリュエーションは低下し、場合によってはS&P500指数との比較において歴史的な低水準まで落ち込みました。食品・飲料業界は、これらの医薬品が、何十年にもわたって底堅さを証明してきた成長の方程式に課題を突き付け、ビジネスモデルに影響を及ぼす可能性があることを身をもって知ることとなりました。

GLP-1薬の服用者は食事を完全に止めるわけではありませんが、服用によって摂取カロリーは大幅に減少します。消費者の食欲の変化によって最も消費が減るのは、糖分の多い食品・飲料およびアルコールとみられ、消費が50~100%減少したとする研究もあります。これらのカテゴリーは、多くの食品・飲料メーカーが提供する製品の重要な部分を占めています<sup>7</sup>。したがって、GLP-1薬の普及率の上昇に伴い、食品・飲料メーカーのビジネスモデルは現実的なリスクに直面することとなります。当社はこれが食品・飲料セクターにとって深刻な脅威であると考えていますが、長期的には、企業は影響を軽減する方法を発見できることも予想しています。第一に、食品・飲料メーカーは通常、自社流通網と大手小売店で広く棚面積を確保することによって、強固な市場ポジションを確保しています。GLP-1薬の影響を受けるカテゴリーにおける販売数量の減少は、一部の主要製品で時間をかけてノンシュガーに移行したように、より顧客の嗜好に合った他の製品で相殺できるでしょう。合併・買収(M&A)活動によって、新しい製品やカテゴリーを取り入れ、小売店での圧倒的な棚面積を維持できる可能性もあります。第二に、売上高への悪影響の拡大は、GLP-1薬の普及率が上昇するにつれて、緩やかなものになると予想されます。GLP-1薬による逆風の強まりは、食欲抑制薬の普及率をはるかに遅いとみられる、多くの新興市場諸国での高い成長率によって相殺される見込みです。

GLP-1薬の普及率は依然として非常に低いため、昨年夏の株式市場における当初の反応は過度に悲観的であり、時期尚早だったと当社は考えています。ただし、当社はGLP-1薬が食品・飲料メーカーにとって脅威であり続けると認識しています。特に今後もGLP-1薬に関するデータが発表されるため、なおさらです。GLP-1薬の有効性を裏付ける試験結果や、経口薬が成功する兆候があれば、センチメントにとって大きなマイナス材料となるでしょう。したがって、現在の市場ポジションが強固であるにもかかわらず、バリュエーションが多くのケースで過去の最高値を下回っている状況でも短期的な上昇余地は限定的と考えられます。

---

## 減量を持続するには健康的な栄養補給が重要

**Nicole Chanthasoto**  
Research Analyst –  
International  
Consumer Staples

多くの食品・飲料銘柄の株価急落は、食品消費の構造的な減少を示唆するものでした。Walmartなどの小売業者の事例や、データ・プロバイダーの調査は、GLP-1薬の服用者が食料品店で買い物を徐々に減らしていることを示しています<sup>8</sup>。しかし、今回の急落は無差別的でもあったため、銘柄選別を重視する者にとっては、GLP-1薬の普及から事業を守り、あるいは共に成長することさえ可能な最高のポジションにある企業を発見し、割安なバリュエーションで投資する好機となりました。

食品・飲料メーカーはすでに、筋肉量、骨密度、必須栄養素を維持することで減量効果を高める方法から、既知の有害事象（特に胃腸症状）への対処まで、消費者をサポートする方法を示しています。GLP-1薬の利用者にとって最も重要なのは、薬の服用を中止しても、バランスの取れた食事を維持することによって、一度減量した体重を持続可能なものにする事です。食品・飲料メーカーはすでに、より分量が適切で、栄養価が高く、糖分やカロリーが少ない、あるいはゼロに近い選択肢を提供し、製品ラインの見直しを続けています。高脂肪、高カロリー、高糖分の製品、例えばスナック菓子、スイーツ、その他の嗜好品カテゴリーの消費に収益を依存している企業は、長い目で見れば構造的に不利な立場にあります。アルコール飲料企業でさえ、今日では長年の主力ブランドのノンアルコール版や低カロリー版を販売しています。

GLP-1薬の効果がどうあれ、人々の健康志向は高まっています。この傾向は特に主要な人口層において顕著です。食品・飲料企業は、より高品質な製品を、より高い価格で、より多くの消費者に提供することを目指す「プレミアム化戦略」を実行しています。GLP-1薬を補完するカテゴリーは、差別化を図り、最終的に業界内の主導的な市場ポジションを維持する手段となるでしょう。

---

## 結論：投資先企業を知ることが成果をもたらす

適正な価格で持続的な成長を遂げる優良企業を見極めるには、厳格なファンダメンタルズ分析が必要です。FGCチームは、当社独自の銘柄確信度 (CQ) フレームワークに基づき、確立されたリサーチ・プロセスに従っています。今回の減量薬のように強力な破壊的イベントが市場で発生した場合、投資家は企業のファンダメンタルズに対する広範な影響を評価する必要があります。影響を受ける可能性のあるすべての銘柄を、その影響がプラスかマイナスかを問わず「手広く」網羅するのは常に簡単ですが、勝者と敗者を見極めるには、企業の市場ポジションを真摯かつ厳密に分析する以外の方法はありません。FGCチームは20年以上にわたり、このファンダメンタル・プロセスを推進し、大きな成功を収めてきました。

---

# 米国のインフラと水に関する投資機会

**Noble Alden**  
Research Analyst

---

米国は歴史的に水道インフラへの投資が十分ではありません。鉛の配管、水道管の定期的な破損、新たな汚染物質、そして下水道と上水道システムの老朽化は、稼働中のシステムに問題を生じ続けています。インフラ整備の必要性は重要な懸念事項ですが、水関連の課題はそれだけではありません。気候変動も、海面上昇や異常気象の頻度の増加で影響を受ける沿岸部地域のために、気候変動に強いインフラへの追加投資を行う必要性を高めています。

---

## 水インフラへの投資を紐解く

幸いなことに、最近では政策立案者や企業のステークホルダーからの注目によってこのテーマに光が当たっており、近年の法律はこうしたインフラの課題に対処することを目的としています。2021年11月15日に発効した米国インフラ投資・雇用法 (IIJA) は、多くの主要インフラ部門に5,500億ドルの連邦政府予算を新たに配分しています<sup>9</sup>。これには、図表2に示すように、水関連プロジェクトへの920億ドルの追加投資が含まれます。当社は水が米国の公共部門にとって重要な焦点であり続けると考えています。その理由は、清潔な水への持続的なアクセスは地域社会にとって必要不可欠であるだけでなく、産業経済にとっても重要な資源であり、気候変動の影響を受けるためです。IIJAがもたらす大幅な支出の増加は、インフラの中でも過小評価されている分野において、複数年にわたる魅力的な投資機会を提供すると考えられます。

図表2:  
IIJAに基づく水関連投資  
の内訳

一般用水 (650億ドル)	強靭化 (150億ドル)	港湾および水路 (120億ドル)
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 244億ドル: 飲料水の改善</li> <li>• 150億ドル: 鉛製導管の更新</li> <li>• 億ドル: 鉛製導管の更新</li> <li>• 100億ドル: 試験と水処理</li> <li>• 60億ドル: 米国先住民インディアン居留区の土地とコミュニティを保護するための浄化水と施設の開発</li> <li>• 13億ドル: 貯水関連設備の建設に対する税制優遇措置</li> <li>• 83億ドル: 西部および農村地域のための貯水、リサイクル/再利用、海水淡水化、その他の改善</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 77億ドル: ハリケーンや暴風雨のリスク管理、洪水リスク管理、水域の生態系回復の取り組みに関連するレジリエンスへの投資</li> <li>• 38億ドル: 西部地域の干ばつに対処するための貯水・効率性向上/再利用技術</li> <li>• 35億ドル: 洪水軽減支援プログラム</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 88億ドル: 沿岸港湾と内陸水路への資金援助</li> <li>• 22億5,000万ドル: 海面上昇、洪水、異常気象、エネルギー効率に対処するための港湾インフラ開発プログラム</li> <li>• 14億ドル: 海上高速道路計画 (USMHP)、フェリー・ターミナル施設、沿岸住宅調査・設計などのその他プログラム</li> </ul>

出所: ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ、インフラ投資・雇用法 (IIJA)、米ホワイトハウス事務局、2021年11月15日現在。上記の情報は例示のみを目的としたものです

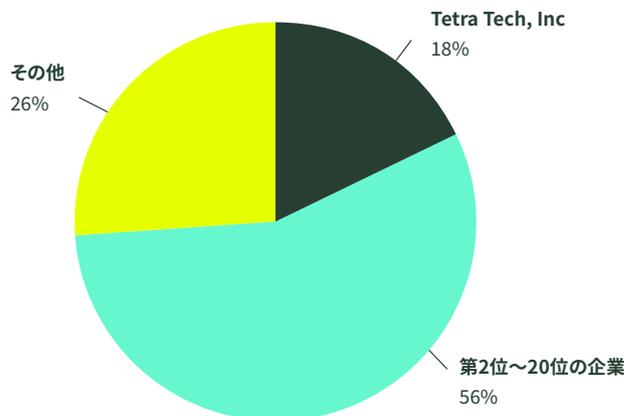
## インフラに質の高い成長を見出す:Tetra Tech, Inc.

Tetra Techは、インフラなどの投資プロジェクトの予備段階において、独自の専門知識を提供することに重点を置いたエンジニアリングおよびコンサルティング・サービス会社です。特に水、環境、気候に関連するプロジェクトを専門としており、水関連プロジェクトの比率は同業他社と比較して最も高くなっています。同社の水・環境関連の事業分野としては、研究・開発 (5%)、沿岸・流域管理 (60%)、高度水処理 (20%)、高性能建築物 (10%)、再生可能エネルギー (5%) などがあります。

## 持続的な成長見通しを有する質の高いリーダー

アクティブ・ファンダメンタル株式チームは独自の銘柄確信度 (CQ) クオリティ・フレームワークを利用して企業の持続的な競争優位性を評価します。Tetra Techはこのフレームワークで測定される強力なクオリティ特性を示しています。業界リーダーである同社は、中核事業である水ビジネスで18%の圧倒的な市場シェアを維持し、過去20年にわたって水インフラ・プロジェクトで常に最上位に位置しています。この強固なブランド力はCQの「市場ポジション」要因の重要な構成要素です。

図表3:  
米国の水エンジニアリング・サービス市場シェア  
(2022年)



出所: Engineering News-Record, RBC Capital Markets, ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ

**市場ポジション** 市場ポジションの評価におけるもう一つの構成要素はビジネスモデルです。ほとんどのエンジニアリング企業は、競争上の差別化がなされていないため、CQスコアが低くなる傾向があります。しかし、Tetra Techは他のエンジニアリング企業よりも差別化されたビジネスモデルを持っているため、当社は市場ポジションを高く評価しています。インフラ・プロジェクトのライフサイクルの前工程に特化したTetra Techのサービスは、コモディティ化したエンジニアリング業務とは一線を画しており、建設よりも上流で、より技術的なプロジェクトの専門知識を必要とします。こうしたサービスには、プロジェクトの許認可、初期段階の計画や評価、実現可能性調査、研究・開発、環境コンプライアンスなどがあります。多くの場合、この種の初期段階のコンサルティング業務は、大規模なインフラ・プロジェクトの物理的な開発の基礎を築く上で不可欠です。同社は、主に米国を拠点とする科学者とエンジニアで構成される高度なスキルの労働力を活用し、これらのサービスを提供しています。

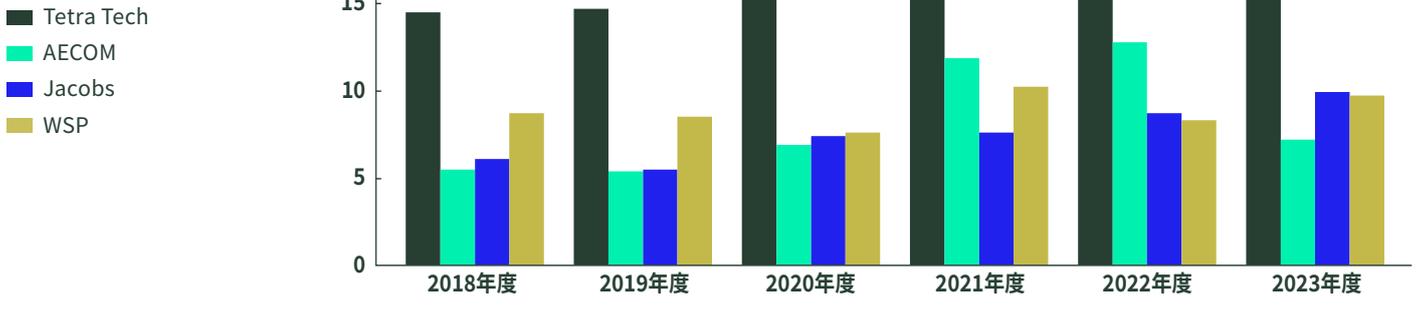
図表4:  
Tetra Techのプロジェクト範囲

プロジェクトのライフサイクル	Tetra Techのサービス構成 (%)	プロジェクトの種類
<b>フェーズ1</b> プロジェクト評価、技術評価、初期レイアウト計画、許認可、実現可能性調査、サイト評価およびコンプライアンス	65	<ul style="list-style-type: none"> <li>再生可能エネルギー開発</li> <li>港湾・水路</li> <li>上水・下水施設</li> <li>高性能建築物・施設</li> <li>生態系と生物多様性の管理</li> <li>サイトの修復</li> </ul>
<b>フェーズ2</b> 設計、エンジニアリング		
<b>フェーズ3</b> 建設	35	

出所: Tetra Tech Inc. ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ

Tetraのフロントエンド・サービスにおける主導的地位は、ビジネスモデルにおける差別化の重要なポイントであり、同業他社に比べ最高クラスのリターンにつながっています。資産を持たない「アセット・ライト」なビジネスモデルと深い専門知識は、公共部門や民間部門のクライアントに拡張性のあるソリューションを提供するのに役立っています。独自に自社開発したソフトウェア・ツールの使用は、事業の運営効率を向上させ、必要な労働力を増やすことなくプロジェクトの量的拡大に寄与しています。同社の国産ソフトウェア・スイートはTetra Tech Deltaスイート<sup>10</sup>と名付けられ、科学的・工学的専門知識と複雑な分析ツールを組み合わせたソリューションを提供します。これらのツールの基礎となるユースケースは、50年にわたる過去のプロジェクトの豊富 実績に基づいて開発されました。

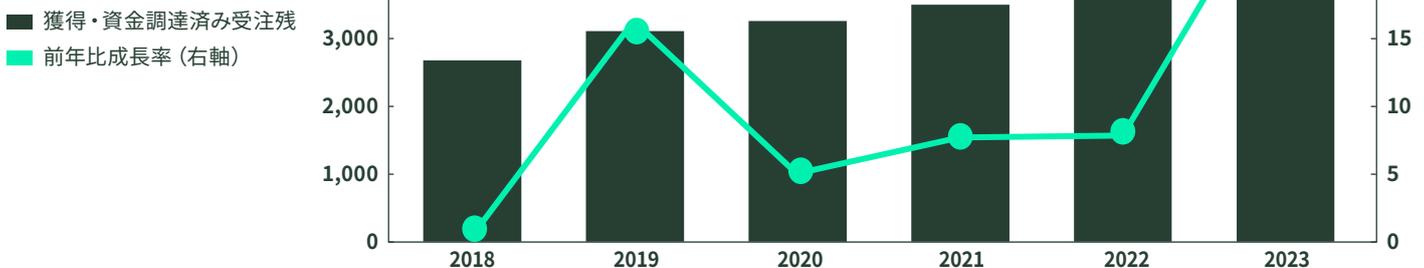
図表5:  
Tetra Techの投下資本利益率(ROIC)は同業他社をリード



出所: ブルームバーグ、2024年3月31日

**ファンダメンタルズ面のモメンタム** Tetra Techが提供するサービスは、IIJAに基づく水関連投資の各カテゴリと非常に整合的です。飲料水や清潔な水、気候変動に対する強靭化、その他の環境サービスに関する能力は、IIJAがインフラ再生を通じて解決しようとしている多くの課題に対応しています。しかし、水関連投資のニーズはIIJAに限られません。Tetra Techは、清潔な水、衛生、気候変動への適応、新たな汚染物質に関する21世紀の課題に対処するために、水関連インフラへの世界全体の年間投資額が2030年までに2倍の1兆5,000億ドルに増加する必要があるとしています。このことは同社の将来的な利益成長への見通しを高めるものです。これらの要因はCQの構成要素の一つである強力なファンダメンタルズ面でのモメンタムを示しています。

図表6:  
好調な受注がTetra Techの成長を牽引



出所: Tetra Tech 2024年5月現在

**持続可能性:** Tetra Techは、気候変動の影響を受ける世界のステークホルダーにも恩恵をもたらすことが可能な立場にあります。Tetra Techが提供するサービスの多くは持続可能性を実現するものです。これには、民間および公共セクターのクライアントが温室効果ガス(GHG)報告やエネルギー使用量を管理し、標準的な事業運営による排出量フットプリントを削減し、持続可能な工事方法を活用するための支援が含まれます。民間企業や公的機関がエネルギー効率を管理し、気候変動に適応する必要性が時とともに高まる中、Tetra Techは上記のサービスによって、インフラ関連の法制面からの刺激策に加え、気候変動を追い風とする位置に付けていると考えられます。

---

## リソース

<https://epa.gov/dwsrf/annual-allotment-federal-funds-states-tribes-and-territories>.

<https://epa.gov/cwsrf/clean-water-state-revolving-fund-cwsrf-allotments-federal-funds-states>.

---

## 執筆協力者

**Tom Kronzer**  
Portfolio Strategist

---

## 脚注

- 1 GLP-1受容体作動薬は、2型糖尿病と肥満の管理に役立つ医薬品の一種。
- 2 ブルームバーグの将来コンセンサス予想。
- 3 UBS投資家向け説明会(2023年9月25日)、GLP-1薬の肥満症向け保険償還についての議論。ゲストスピーカー: Andrew Baskin博士。
- 4 Crémieux, P. Y., et al (2008)。A study of economic impact of bariatric surgery (肥満外科手術の経済的影響に関する研究)。The American Journal of Managed Care。アクセス元: <https://ncbi.nlm.nih.gov/pubmed/18778174>。米国代謝・肥満外科手術学会のファクトシートより転載。
- 5 JP Morganのリサーチノート“Using History As A Guide; The Impact of Statins on MedTech & Implications for GLP-1s.” (過去の事例に学ぶ: スタチン製剤の医療技術セクターに対する影響とGLP-1薬への示唆)。2023年11月16日。
- 6 Zimmer Biomet, 2023年第3四半期決算説明会。
- 7 Morgan Stanley AlphaWise, Downsizing Demand: Obesity Medications’ Impact on the Food Ecosystem (需要の縮小: 肥満治療薬が食品エコシステムに及ぼす影響)。2023年8月7日。
- 8 参照元: Doering, Christopher. “Consumers on weight-loss drugs buying less in certain grocery aisles, study finds.” (減量薬を服用した消費者は、食料品店の特定コーナーでの買い物が増えたことが調査で判明) FoodDive。2023年12月7日。 <https://fooddive.com/news/consumers-on-weight-loss-drugs-buying-less-in-certain-grocery-aisles-study/701602/>。
- 9 出所: <https://whitehouse.gov/wp-content/uploads/2022/05/BUILDING-A-BETTER-AMERICA-V2.pdf>。
- 10 <https://tetratech.com/tetra-tech-delta/> より引用。

## ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズについて

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズは、過去40年以上にわたり、各国政府や機関投資家、金融プロフェッショナルの皆様へ資産運用サービスをご提供しています。厳密なリサーチや分析、厳しいマーケット環境における経験に基づいたリスク考慮型アプローチをもとに、アクティブからインデックス戦略まで幅広く、コスト効率に優れたソリューションを提案いたします。インデックス運用とETF、ESG投資の先駆者として、投資における新しい世界を常に切り拓き、世界第4位の資産運用会社\*として、約4.37兆ドル<sup>†</sup>を運用しています。

\* Pensions & Investments Research Center, 2023年12月末時点。

<sup>†</sup> 2024年6月末時点、ETFの運用資産総額1兆3,939.2億米ドルを含み、そのうち約693.5億米ドルは、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ・ファンズ・ディストリビューターズ・エルエルシー（「SSGA FD」）がマーケティング・エージェントのみを行っているSPDRの金の資産です。SSGA FDはSSGAの関連会社です。すべての運用資産残高は監査前の数値です。

## ssga.com

### Marketing communication

### State Street Global Advisors Worldwide Entities

**Australia:** State Street Global Advisors, Australia, Limited (ABN 42 003 914 225) is the holder of an Australian Financial Services License (AFSL Number 238276). Registered office: Level 14, 420 George Street, Sydney, NSW 2000, Australia. T: +612 9240-7600. F: +612 9240-7611.

**Belgium:** State Street Global Advisors Belgium, Chaussée de La Hulpe 185, 1170 Brussels, Belgium. T: +32 2 663 2036.

State Street Global Advisors Belgium is a branch office of State Street Global Advisors Europe Limited, registered in Ireland with company number 49934, authorised and regulated by the Central Bank of Ireland, and whose registered office is at 78 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2. **Canada:** State Street Global Advisors, Ltd., 1981 McGill College Avenue, Suite 500, Montreal, Qc, H3A 3A8, T: +514 282 2400 and 30 Adelaide Street East Suite 1100, Toronto, Ontario M5C 3G6. T: +647 775 5900. **Dubai:** State Street Global Advisors Limited, DIFC branch is regulated by the Dubai Financial Services Authority (DFSA). This document is intended for Professional Clients or Market Counterparties only as defined by the DFSA and no other

person should act upon it. State Street Global Advisors Limited, DIFC Branch, OT 01-39, 1st Floor, Central Park Towers, DIFC, P.O. Box 507448, Dubai, United Arab Emirates. Regulated by the DFSA. T: +971 4 871 9100. **France:** State Street Global Advisors Europe Limited, France Branch ("State Street Global Advisors France") is a branch of State Street Global Advisors Europe Limited, registered in Ireland with company number 49934, authorised and regulated by the Central Bank of Ireland, and whose registered office is at 78 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2. State Street Global Advisors France is registered in France with company number RCS Nanterre 899 183 289, and its office is located at Coeur Défense — Tour A — La Défense 4, 33e étage, 100, Esplanade du Général de Gaulle, 92 931 Paris La Défense Cedex, France. T: +33 1 44 45 40 00. F: +33 1 44 45 41 92. **Germany:** State Street Global Advisors Europe Limited, Branch in Germany, Brienner Strasse 59, D-80333 Munich, Germany ("State Street Global Advisors Germany"). T: +49 (0)89 55878 400. State Street Global Advisors Germany is a branch of State Street Global Advisors Europe Limited, registered in Ireland with company number 49934, authorised and regulated by the Central Bank of Ireland, and whose registered office is at 78 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2. **Hong Kong:** State Street Global Advisors Asia Limited, 68/F, Two International Finance Centre, 8

Finance Street, Central, Hong Kong. T: +852 2103-0288. F: +852 2103-0200.

**Ireland:** State Street Global Advisors Europe Limited is regulated by the Central Bank of Ireland. Registered office address 78 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2. Registered Number: 49934. T: +353 (0)1 776 3000. F: +353 (0)1 776 3300.

**Italy:** State Street Global Advisors Europe Limited, Italy Branch ("State Street Global Advisors Italy") is a branch of State Street Global Advisors Europe Limited, registered in Ireland with company number 49934, authorised and regulated by the Central Bank of Ireland, and whose registered office is at 78 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2. State Street Global Advisors Italy is registered in Italy with company number 11871450968 — REA: 2628603 and VAT number 11871450968, and its office is located at Via Ferrante Aporti, 10 - 20125 Milan, Italy. T: +39 02 32066 100. F: +39 02 32066 155. **Japan:** State Street Global Advisors (Japan) Co., Ltd., Toranomon Hills Mori Tower 25F 1-23-1 Toranomon, Minato-ku, Tokyo 105-6325 Japan. T: +81-3-4530-7380. Financial Instruments Business Operator, Kanto Local Financial Bureau (Kinsho #345), Membership: Japan Investment Advisers Association, The Investment Trust Association, Japan, Japan Securities Dealers' Association

**Netherlands:** State Street Global Advisors Netherlands, Apollo Building 7th floor, Herikerbergweg 29, 1101 CN Amsterdam, Netherlands. T: +31 20 7181 000. State Street Global Advisors Netherlands is a branch office of State Street Global Advisors Europe Limited, registered in Ireland with company number 49934, authorised and regulated by the Central Bank of Ireland, and whose registered office is at 78 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2. **Singapore:** State Street Global Advisors Singapore Limited, 168, Robinson Road, #33-01 Capital Tower, Singapore 068912 (Company Reg. No: 200002719D, regulated by the Monetary Authority of Singapore). T: +65 6826-7555. F: +65 6826-7501. **South Africa:** State Street Global Advisors Limited is regulated by the Financial Sector Conduct Authority in South Africa under license number 42670. **Switzerland:** State Street Global Advisors AG, Beethovenstr. 19, CH-8027 Zurich. Registered with the Register of Commerce Zurich CHE-105.078.458. T: +41 (0)44 245 70 00. F: +41 (0)44 245 70 16. **United Kingdom:** State Street Global Advisors Limited. Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority. Registered in England. Registered No. 2509928. VAT No. 5776591 81. Registered office: 20 Churchill Place, Canary Wharf, London, E14 5HJ. T: 020 3395 6000. F: 020 3395 6350. **United States:** State Street Global Advisors, 1 Iron Street, Boston, MA 02210-1641.

本書で述べられている見解は、2024年6月12日時点におけるファンダメンタル・グロース&コア株式チームの見解であり、市場およびその他の状況によって変更となる可能性があります。本書には、将来予想に関する記述とみなされる可能性がある特定の記述が含まれます。このような記述は、将来のパフォーマンスを保証するものではなく、実際の結果または展開は、予測されたものとは大きく異なる可能性があることに留意してください。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズの書面による明示的な同意なしに、本著作物の全部または一部を複製、複写もしくは送信、またはその内容を第三者に開示してはなりません。

提供された情報は、投資助言に該当するものではなく、そのようなものとして依拠されるべきではありません。本情報は、有価証券の購入の勧誘または売却の申出とみなされるべきものではありません。本情報は、投資家の特定の投資目的、戦略、税務上の地位または投資期間を考慮したものではありません。ご自身の税務・財務アドバイザーにご相談ください。

すべての情報は、別段の記載がない限り、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズによるものであり、信頼できると考えられる情報源から入手したものです。その正確性を保証するものではありません。これらの情報は、現在の正確性、信頼性もしくは完全性、またはこれらの情報に基づいた意思決定に対する責任についての表明や保証はなく、これらの情報はそのようなものとして依拠されるべきではありません。

投資には、元本割れリスクを含むリスクが伴います。

ポートフォリオに指定されているもののサステナブル投資基準を満たしていない企業は有価証券ポートフォリオから除外されることがあり、それらの収益は、基準を満たさない企業を含む有価証券ポートフォリオの収益を下回る可能性があります。ポートフォリオのサステナブル投資基準により、ポートフォリオが市場全体のパフォーマンスを下回る産業セクター、または証券に投資する可能性があります。

外国有価証券への投資は、通貨価格の不利な変動、源泉徴収税、一般に公正妥当と認められる会計原則の差異、他国の経済不安定ま

たは政局不安によってキャピタルロスが発生するリスクを含む場合があります。新興国市場または発展途上国市場への投資は、先進国市場への投資よりも相対的にボラティリティが高く、流動性が低い場合があります。より発展が進んだ国々と比較すると、多様性と成熟度の面で概して劣化する経済構造や安定性に劣る政治制度に対するエクスポージャーを含む場合があります。

『クオリティ』投資スタイルは、高いリターン、安定した収益、および低い財務レバレッジを持つ企業に重点を置きます。この投資スタイルは、これらの企業の過去のパフォーマンスが継続しないリスクや、『クオリティ』株のリターンが他の投資スタイルや株式市場全体のリターンよりも低くなるリスクを伴います。戦略は「グロース」投資スタイルに重点を置く場合があります。グロース株の市場価値は、他の種類の投資先よりも変動しやすい可能性があります。グロース株の市場価値は、その期待が変化し、または満たないと、一般的に株価は下落します。「グロース」株のリターンは、他の投資スタイルや株式市場全体のリ

ターンと連動する場合もあれば、連動しない場合もあります。

過去のパフォーマンスは、将来の成果を保証するものではありません。株式証券の価値は、個々の企業の活動や一般的な市場および経済状況によって変動し、大きく下落する可能性があります。

ここで言及されている商標およびサービスマークは、それぞれの所有者の所有物です。第三者のデータ提供者は、データの正確性、完全性または適時性に関していかなる保証または表明も行わず、また、かかるデータの使用に関連するいかなる種類の損害に対しても責任を負いません。

本書はステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズが作成したものをステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社が和訳したものです。内容については原文が優先されることをご了承下さい。

© 2024 State Street Corporation. All Rights Reserved. ID2321300-6904302.1.1.APAC.RTL 0824 Exp. Date: 08/31/2025