

Baillie Gifford™

グローバルα リサーチアジェンダ



■ 本資料は機関投資家のみを対象としたものであり、それ以外の使用は想定しておりません。また、個人投資家の使用も意図しておりません。

グローバルα リサーチアジェンダ



並外れた成長企業を探す際、私たちはイノベーションと持続的な成長を伴う分野に引き付けられます。それは、企業が繁栄するための肥沃な環境をもたらす経済的、社会的、技術的变化を伴う分野に他なりません。私たちの年次リサーチアジェンダでは、こうした投資分野のうち最も有望なものについて概説します。

全ての投資戦略には、利益と損失の可能性があります。元本や収益は保証されたものではありません。

パフォーマンスが振るわない時期には、こうした活動が益々重要になります。

リサーチアジェンダは私たちがリターンを追求する姿勢を持ち続け、生産的にリサーチに集中する上で役立ちます。

私たちは2013年に最初のリサーチアジェンダを公表しました。今回は第12版です。これまでと同様に、取り上げた分野の一部は以前の成果に立脚しています。例えば、最近の激変の中でヘルスケア分野の投資機会がどのように進化しているかを評価しています。また、より直感に反する分野もあります。地政学的秩序の変化や様々な重要資源が潤沢な状態から不足に転じたことによって生じる課題は、日々の市場の喧騒の中でよく取り上げられています。それほど明らかでないのは、こうしたトレンドの中で台頭する受益者です。国内の勝者は一層力強く成長しており、希少資源へのアクセスは強力な競争優位性となります。

パンデミック前の10年間に株式市場のリターンの大部分が「テクノロジー」企業によって占められていたとすれば、私たちはより多様な勝者が生まれる新時代に差し掛かっているのかもしれませんが。AIによってインテリジェンスが経済全体にかつてないほど広く普及する中、

私たちは、このパラダイムシフトを活かすことができる適正な特質を備えた企業を探して検討対象を広げなければなりません。

このリサーチアジェンダは、こうした変化の中で有利な側に立つ企業を発掘し、お客様のポートフォリオを長期的に健全な状態に保つという極めて重要な仕事に、私たちの時間と注意を集中するための助けとなります。

生成AI – 次のフロンティア

私たちは重要な技術革命の幕開けを目の当たりにしています。以前の革命と同様に、これは大規模な社会的及び経済的変化を引き起こすでしょう。以前の革命とは異なり、普及は急速に進むに違いありません。

人工知能(AI)の前進ぶりは大袈裟に表現するのが難しいほどです。ChatGPTが登場し、史上最も急速に成長する個人向けアプリケーションとなったのは僅か1年前のことです。これは驚くほど使いやすく、いかなる人間も超えるほど多くの知識が組み込まれています。人間に匹敵する水準の会話能力は、並外れたデータ処理能力と相俟って人々の想像力を掻き立てています。

15世紀にグーテンベルクが発明した印刷機は、限られた一連の文字と記号を使い、それらを無制限に組み替えることで現代世界を生み出しました。これによって生活のほぼ全ての側面が変わりました。学者たちが知識を蓄積し、考えを広め、言語を標準化し、教養を高める上で役立ちました。更には、人間と神、個人と社会、そして過去と現在の関係を変えるに至ったのです。

生成AIは、人間のあらゆる知識の組み替えから何を生み出すことができるでしょうか。

内容を複製することしかできない印刷機とは異なり、生成AIは内容を生み出すことができます。生成AIを使用すれば、映画をオンデマンドで制作したり、子供たちを指導したり、自動車に自動運転を教えたりすることも可能です。新しいコードを1行も書かずに、これら全てを行うことができます。生成AIは新しいアルゴリズムではありません。それは新しいパラダイムです。ソフトウェア開発の新しいあり方であり、そこでは「コーディング」ではなく、「トレーニング」が行われます。未来の話のように聞こえるかもしれませんが、その未来は今ここにあります。Teslaは、間もなく自動運転ソフトウェアの新バージョンをリリースする予定です。これはエンドツーエンドのAIであり、誰かが交通規則をコーディングしなくても、人間に匹敵する運転技能を発揮できます。

ソフトウェアは成長の促進剤となってきました。ソフトウェアは起業の手段を人々に開放し、企業の成功がユーザー数とともに拡大する新しい経済モデルを生み出しました。今日、最大級の企業の多く(Microsoft、Apple、Alphabet、Amazon、Meta、Tesla)は、いずれも本質的にソフトウェア企業です。ソフトウェア関連の人材を求めて熾烈な競争が行われていることも不思議ではありません。

生成AIはソフトウェアに対する促進剤として働きます。それは新しい画像、音楽、動画を生み出すことができるのと同様に、新しいソフトウェアも生み出すことができます。生成AIは、プログラミングの才能を誰にでも手の届くものにします。オープンソースのコーディングサイトであるGitHub上のプログラマーたちは、既にAIベースのCopilotを使用してコードの半分を作成しています。AIで生成されたTeslaの自動運転ソフトウェアは、10年以上に亘るエンジニアリング作業と300,000行以上のコードに取って代わりました。

ソフトウェアが主導する成長の時代が終わるというよりも、むしろ更に急速な発展の時代が始まろうとしているのでしょうか。新たな希少資源とは何でしょうか。それらを活用するのはどの企業でしょうか。私たちが何か重大な出来事の入口に立っていることは明らかです。この進歩のペースはムーアの法則により決定づけられる水準を遥かに超えており、何が可能と考えられるかについて明確な上限はありません。

それほど明らかでないのは、これが企業や社会に及ぼす影響です。このような破壊的な可能性を秘めたテクノロジーは、不安を引き起こさないわけにはいきません。AIは、労働力、データプライバシー、安全性、偏見等について難しい疑問を投げ掛けています。しかし、それは進歩の原動力でもあり、進歩は繁栄をもたらします。AIはどのような問題を解決できるのでしょうか。その受益者となるのは誰でしょうか。そして、このテクノロジーをどのように活用すれば、より健康で、より安全で、より充実した生活を送ることができるのでしょうか。これらの問いについて検討することは、私たちが明日の勝者を発掘する上で役立ちます。

生成AIは新しい
アルゴリズムでは
ありません。
それは新しい
パラダイムです。

インフラの改修と 国内における勝者の復活

AIは想像力を掻き立てています。しかし、今日の全ての投資機会が昨日のサイエンスフィクションであるわけではありません。馴染み深く、平凡ですらある一方で、同様にリターンが見込まれる機会もあります。

昨年のリサーチアジェンダでは、物理的インフラの修復と増強から恩恵を受ける立場にある企業を取り上げました。先進国では何十年にも亘って投資が不足しています。その結果、強靱性と長期的な経済成長は損なわれています。道路は修復する必要があります。橋は再建し、送配電網は増強し、製造業では先進的な設備を導入する必要があります。私たちは、西側世界全体に渡る産業スーパーサイクルの初期段階を目撃しているという確信を更に深めています。

他にも、このトレンドを加速させる2つの要因が浮上しています。第1に、パンデミックと地域紛争の勃発は、世界的に分散した生産体制の脆弱性を明らかにしました。これに伴い、国内のサプライチェーンを強化する動きが起こっています。地政学的な亀裂が広がる中、エネルギーや金属等の天然資源と、半導体等の製品の両方に各国は目を向けています。

第2に、国家安全保障は、対立する相手国以外のもの、即ち気候変動によって脅かされています。温暖化する世界がもたらす影響の規模と予測不能性を過小評価すべきではありません。物的資産に対するリスクが高まっています。送配電網から雨水排水に至るまで、全てのものに何十億ドルも費やす必要があります。

勿論、これらの要因がなかったとしても、老朽化したインフラを維持管理するためだけでも継続的な投資が必要です。政治サイクルによって、不可欠なインフラ計画さえ滞りかねないとする向きもあります。結局のところ今年は選挙の年です。しかし、地政学的懸念と気候変動への懸念はいずれも国家安全保障上の課題です。このような懸案が後回しにされることは殆どありません。これらのトレンドは今後も持続します。

グローバルαポートフォリオの幾つかの銘柄は、既にこれらのテーマの恩恵を受けています。例えば、建築資材企業のMartin Marietta MaterialsとCRH、地下水管理企業のAdvanced Drainage Systems、電力管理企業のEaton、機械・電気関連請負企業のComfort Systems等です。私たちは、米国及び米国外で更に多くの投資機会を見出すことができると見込んでいます。



資本サイクルと不足の発生

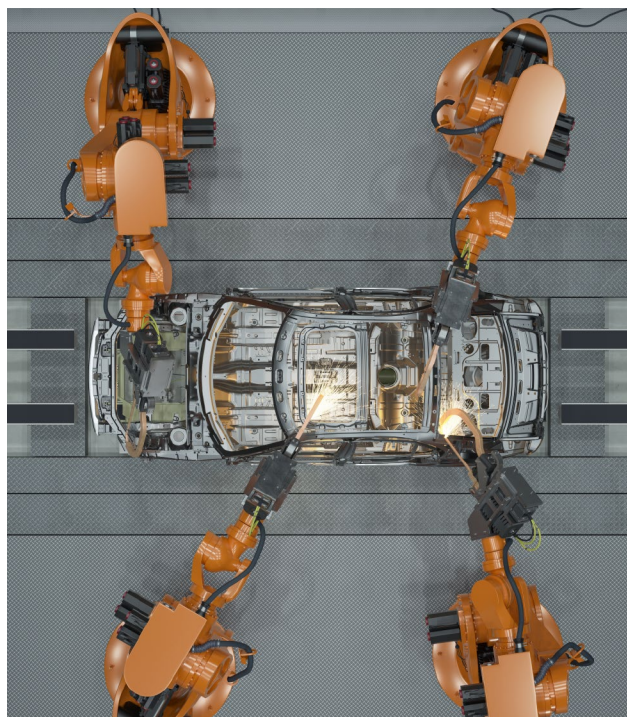
2008～2009年の世界金融危機後の何年もの間、資本は安価でした。実際、非常に安価で潤沢であったため、一部の市場参加者は資本にコストが掛かることを忘れていたように見えました。2022年以降、中央銀行による金利操作(米国では過去50年間で最速の利上げサイクル)が突然の目覚めをもたらしました。

金利上昇の影響は、色々な意味で即時性を持ち、かつ明らかなものとなりました。高成長株等、デューレーションの長い資産の価値が低下しました。私たちは確かにその影響を受けました。しかし、他の場面では、その影響はもっとゆっくりと顕在化しています。供給サイドの変化には時間が掛かります。とは言え長期的には、資本不足が投資、従って競争力に及ぼす影響は、今日の単なる割引率の上昇よりも遥かに大きくなるはずで

私たちは既に、競争を巡る動向の変化と資本配分の変化の兆候を目にしています。米国の石油・ガスセクターは超大型合併の時代に入っています。ストリーミング企業(Netflix、Disney、Amazon)は、投資にコストが掛かるようになった今、コンテンツへの支出に慎重になっています。世界のテクノロジー企業は、単なる売上高成長率よりも利益率を重視しています。ShopifyやDoorDash等、一部の保有銘柄の利益率は既に上昇傾向にあります。更に、資本は地理的に見てこれまでほど自由に移動しない可能性があります。保護主義が強まる中、国全体が資本投資にとって安全でない場所だと認識されています。思い浮かぶのは英国と中国です。

私たちは、2024年には供給サイドが改善して最初の開花期を迎える可能性があることに注目しています。私たちのリサーチは、合理的な競争によって利益の増加が見込まれる分野や、健全なバランスシートを有する堅実な資本配分者が低いバリュエーションを活かすことができる分野を明らかにします。私たちは既に電柱メーカーや英国の住宅建設会社等、様々な分野に注目しています。

不足が発生している分野は資本だけではなくありません。ファンドマネージャーの重要なスキルの一つは、企業に対して質問するだけでなく、耳を傾けることです。私たちの



保有銘柄は、他の不足分野を繰り返し明らかにしてきました。半導体はメディアを賑わす一例となっています。エネルギー転換の結果、新たな危機が発生する可能性があります。銅やリチウム、専門部材(そして政治的意志)は十分にあるのでしょうか。もう一つの興味深いボトルネックは労働力です。知識労働者もブルーカラーも供給不足となっています。

この問題は悪化するばかりです。GDPに占める労働者の割合が低下することは減多にありませんが、変化する可能性は高いと考えられます。

これらの資源を入手できるのはどの企業でしょうか。この問題にうまく対処できるのはどの企業でしょうか。労働者を(報酬、ミッション、忠誠心を持つ従業員を通じて)引き付け、定着させることができる企業や、労働力が少なく済むプロセスを有する企業は、競争優位性が大きく高まるでしょう。私たちは、細分化された業界をまとめ上げる大規模な企業、ロボット及びオートメーション企業、そして勿論、AIのリーダー企業を求めています。

資本不足と労働力不足は、多くの企業にとって問題を引き起こす可能性があります。しかし、一部の企業にとっては非常に大きな恩恵となるでしょう。こうした大成功を収める企業は、非常に高いリターンをもたらす投資先となるはずで

ヘルスケア – 回復の1年

私たちは、一時的かつ不公正に市場から嫌気されている構造的成長分野に魅力を感じています。

2023年、ヘルスケア銘柄は世界の市場全体を20%アンダーパフォームしました。この調整は過去20年間で最悪のものとなりました。ヘルスケアセクターの10年間の累計アウトパフォーマンスが帳消しになり、相対バリュエーション指標はほぼ10年ぶりの低水準に落ち込みました。つまり、ヘルスケア銘柄は選好されていません。しかし、この状況は正しいと言えるでしょうか。

長期的に需要増を支える要因は失われていません。第1に、人口の高齢化は続いています。世界保健機関(WHO)は、世界の60歳以上の人口が2050年までに倍増すると予測しています。80歳以上の人口は3倍になります。高齢化が進む中、ヘルスケアに対する支出額は大幅に増加しています。90歳の英国人は、年齢が半分の人と比べて約10倍の医療費が掛かります。

第2に、私たちは医療の限界を急速に広げています。医療の対象となる領域が拡大し、以前は不治の病であった疾病も長期治療によって抑制できるようになっています。

第3に、生物学的なイノベーションが加速しています。食品医薬品局(FDA)が昨年承認した医薬品数は、業界の将来的な収益の伸びを示す先行指標であり、過去30年間で2番目に多くなりました。

需要の伸びがこれほど明らかであるとすれば、何が問題なのでしょう。幾つかの懸念の波が積み重なり、最悪に近い状況が生み出されているのです。以下に挙げる要因は全てではありません。しかし、興味深い共通点は、それぞれの逆風が弱まりつつあるということです。

01. 治療が先送りされたことに伴い、待機患者が増加しました。見込まれていた医療処置からの収益は一向に実現しませんでした。人工股関節置換術等の緊急性のない医療処置は、パンデミック、スタッフ不足、そしてサプライチェーンの遅延によって先送りとなりました。英国の選択的処置による待機患者は、10年前と比べてほぼ3倍に増えています。しかし、今後、待機患者に対応するために何年にも亘って平均を上回る医療活動が必要になり、医療機器メーカーの需要は黄金期を迎えることになります。

02. 同様の混乱から、バイオ加工製品やライフサイエンス製品の在庫が過剰に積み上がりました。この過剰在庫は減少しつつあり、一時的に需要と目先の成長率の落ち込みをもたらしています。一方ではより通常に近い状況に戻ると予想されますが、他方では政府による購買抑制により、ライフサイエンス及び医療機器に対する需要が大幅に減少しました。正常化は成長をもたらします。

03. リスク許容度の低下に伴い、企業は株式発行による資金調達を求め、野心的な目標を大幅に縮小して現金を手許に残すようになりました。まだ収益性を確保できていないバイオテクノロジー企業が最も大きな打撃を受けました。しかし、インフレ抑制法により、米国では薬価に対して強い圧力が掛かるという懸念が生じる中、最も収益性の高い最大規模の製薬会社でさえ苦戦しました。資金調達環境は現在、緩和傾向にあると見られ、最悪の価格設定シナリオは現実化していません。

04. 最後に、新種の抗肥満薬の効能が市場の注目を集める中、広範な医療関連企業(及びチョコレートやアルコール飲料等を販売する消費財企業)の株価が圧迫されました。これらの薬剤は大きな商業的可能性を秘めていると私たちは考えています。しかし、周辺分野の需要に対して長期的に存続を脅かすほどの影響が及ぶという見方については、非常に誇張されているように思われます。

私たちの見方は、需要を支える構造的要因が依然として存在しており、バリュエーションは非常に魅力的であり、幾つかの懸念の波は弱まり始めているというものです。投資機会は豊富にあると考えられます。

FDAが昨年承認した
医薬品数は...
この30年間で2番目に
多くなりました。

結論

世界は多くの課題に苛まれています。紛争や様々な不足、インフレ、そして気候変動です。それでも、イノベーションと企業家精神は今日もこれまでと同じく健在です。私たちの眼前にある投資機会は豊富で、厚みがあります。AIから未舗装道路、バイオテクノロジーのイノベーターからストーリーミング企業まで、大いに期待せずにはいられません。これからの実り多いリサーチの1年を楽しみにしています。



重要情報およびリスクに関する記述

12月31日までの年次パフォーマンス（費用控除後）

	2019	2020	2021	2022	2023
グローバルαコンポジット	32.7	36.4	7.3	-29.1	19.5
MSCI ACWI Index	27.3	16.8	19.0	-18.0	22.8

12月31日までのパフォーマンス（費用控除後）

	1 year	5 years	10 years
グローバルαコンポジット	19.6	10.5	8.3
MSCI ACWI Index	22.8	12.3	8.5

出所：Baillie Gifford & CoおよびMSCI。米ドルベース。戦略のリターンは、コンポジットのグロスリターンから、コンポジットに含まれるアカウントの最大の運用報酬額の分を減額して計算。

過去の実績は将来のリターンを示すものではありません。

法的通知

MSCIは、ここに含まれるいかなるMSCIデータに関して、明示的または暗示的な保証や表明を行わず、またいかなる責任も負いません。MSCIデータは、他の指標や証券、金融商品の基礎としてさらに再配布または使用されることはありません。この報告書は、MSCIによって承認、支持、レビュー、または作成されたものではありません。MSCIデータは、投資アドバイスや、いかなる種類の投資決定を行う（または行わない）ための推奨として構成されることを意図しておりません。表明された見解は、特定の投資を購入、売却、または保有するためのアドバイスや推奨として考えられるべきではありません。それらは意見を反映しており、事実の声明として受け取られるべきではなく、投資決定を行う際にそれらに依存すべきではありません。本資料は2024年2月に作成および承認され、その後更新されていません。それは執筆時点での見解を表しており、現在の考えを反映しているとは限りません。

利益と損失の可能性

すべての投資戦略には、利益と損失の可能性があります。元本や収益は保証されたものではありません。過去のパフォーマンスは将来のリターンを示すものではありません。

Baillie Gifford & Co及びBaillie Gifford & Co Limitedはともに英金融行為規制機構(以下FCAと呼びます)の認可を受け、かつ、その監督下にあります。Baillie Gifford & Co Limitedは英国籍投資信託(OEIC)のコーポレートダイレクターとして機能します。

Baillie Gifford Overseas Limited(以下BGOと呼びます)はBaillie Gifford & Coの100%子会社であり英国外のお客様に対して資産運用・助言サービスを提供するための会社であり、FCAの認可を受け、かつ、その監督下にあります。

英国外に居住する投資家は投資アドバイザーからの助言に基づき、弊社商品への投資に際して政府等からの許可等が必要か否かをご確認ください。また投資に関連して発生し得る税金についてタックスアドバイザーにご確認ください。

金融仲介業者

本レポートは、金融仲介業者の使用に適しています。金融仲介業者はそれ以降の配布について単独で責任を負い、Baillie GiffordはBaillie Giffordから直接この文書を受け取っていないその他の人物によるこの文書の信頼について責任を負うものではありません。

本書は英語から他言語に翻訳されています。翻訳版には英語版の文書と同一の情報のみが含まれ、英語版の文書と同じ意味を持っています。英語版の文書と翻訳版に相違がある場合は、英語版の文書が優先します。英語版は、ご要望に応じて提供いたします。

日本の投資家に対する情報開示

三菱UFJバレイリーギフォードアセットマネジメントリミテッド(以下MUBGAMといいます)は三菱UFJ信託銀行とBGOとの合併会社です。MUBGAMはFCAの認可を受け、かつ、その監督下にあります。

bailliegifford.com/globalalpha



Calton Square, 1 Greenside Row, Edinburgh EH1 3AN
Telephone +44 (0)131 275 2000

Copyright © Baillie Gifford & Co 2024. All rights reserved.