

# グローバル $\alpha$

2023年リサーチアジェンダ



**BAILLIE GIFFORD**

*Actual Investors*

---

## リスク要因

---

本稿に記載されている見解は、特定商品を購入、売却、保持するアドバイスや推奨とみなされるべきものではありません。事実ではなく私的な意見を反映しており、読者の投資判断の根拠とすべきではありません。

本稿は2023年1月に作成及び承認され、その後更新されておられません。本稿に記載されている見解は本稿作成当時のものであり、現在の見解とは一致しない場合もあります。

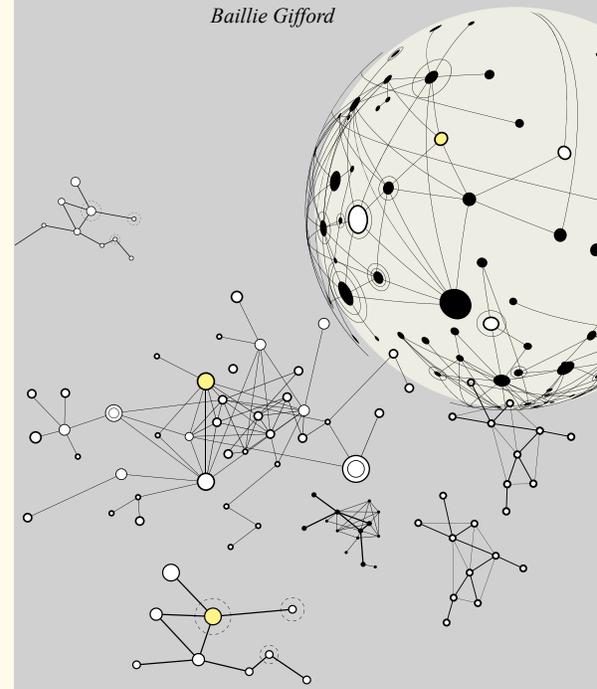
## 潜在的な投資損益

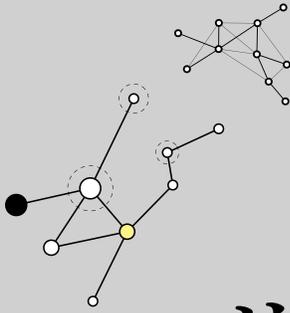
弊社が取り扱う全ての運用戦略に損益発生の可能性があり、お客様やお客様の顧客の資金がリスクにさらされる場合があります。過去の成績は将来の結果を示唆するものではありません。

本資料に掲載されている情報は独立したリサーチによるものではないため、投資情報の使用によって得られたいかなる結果も投資家保護の対象にはならず、Financial Services Act（‘FinSA’）第68条の区分で広告に分類されます。ベイリーギフォードおよびその役職員は本レポートに掲載された証券のポジションを有している場合があります。

全ての情報は別途記載がない限りは、直近且つベイリーギフォード作成のものです。

本資料に使用された写真等のイメージは本文に関連する挿図に過ぎません。





2023年2月

# グローバル $\alpha$ リサーチアジェンダ

グローバル $\alpha$ インベストメントマネジャーが過去を振り返るとともに、将来に思いを巡らせ、忍耐強い投資家が享受できる投資機会について解説します

## 序文

成長志向の投資家である私たちにとって、一歩下がって俯瞰的な視点に立つことは必要不可欠なことです。市場の雑音を遮断することで、投資機会を発見できます。そのプロセスの中心には丹念なリサーチがあります。

最初のリサーチアジェンダは2013年に発表されており、本稿で11冊目を数えます。従来から往々にしてそうであったように、今回のアジェンダに含まれる幾つかの分野（インフラの更新、新たな成長フロンティア等）は、過去のアジェンダで紹介され、ポートフォリオの形成に寄与したトピックにルーツをもっています。これは自然なことです。変化が止まることはなく、私たちの仕事も毎年丁度12月で終了する訳ではありません。

市場環境は過去2年間で劇的に変化し、その揺れ動きはパフォーマンスに重要な影響を与えてきました。今年のアジェンダに含まれる複数のトピックは、こうした変化を反映しており、次の10年間の勝者は直近の10年間とは異なる可

能性があるという認識に基づいています。私たちは、変化を経た環境で成功できる適切な資質を持った企業を探す必要があります、そのためには広く網を掛けなければなりません。また、これまでの出来事を振り返り、最近の経験から学ぶ必要もあります。

懸念が広がり、市場が不安定な時期には、リターンの追求を継続することが極めて重要です。私たちのリサーチアジェンダは、こうしたリターンがどこから得られるかを判断するという重要なタスクに時間と注意を集中させるのに役立ちます。恐らく今年も、過去に比べてその役割がかつてないほど重要になっています。



# 忍耐力によるリターンの増大

不安と不確実性が蔓延している期間は、投資ホライズンが縮小します。これは往々にして、投資家が目先の事象に注目する傾向が強まることを意味します。自然な反応ではありますが、未来の素晴らしい成長機会を捉えるにはこの反応を退けなければなりません。忍耐力と長期的な見方が最も大きな価値を持つのは、このような局面においてです。港に停泊している船は安全に見えるかもしれませんが、船は一つ所にとどまるために造られたものではありません。

忍耐力を持つことは、二つの面で私たちの優位性を高めています。第一に、短期的な景気循環による圧力に直面する長期的な成長企業をカバーしていることです。市場は近視眼的な見方をすることから、目先の需要に過度に気を取られ、長期的な潜在収益力を見逃していると思われれます。これは、例えば半導体業界や米国住宅市場を取り巻くエコシステムで顕著に見られます。私たちはこうした分野における取り組みを一段と強化しており、既に半導体製造用フィルター及び半導体材料メーカーのEntegrisと、スイミングプールのサプライヤーである米国のPool Corp. を購入しました。

第二に、市場は直近、設備投資に対して寛容さを失っており、高成長企業による継続

的な投資の価値を無視しています。成長志向の投資家である私たちは、企業が将来に向けた投資を行うことは不可欠であると考えます。しかし、現在のように先行き不透明な時期には、極めて堅調な企業が行う規模拡大のための支出でさえ嫌気されています。この傾向を表す一例がAmazonです。Amazonに10年以上投資してきた私たちは、同社の投資計画に対して懐疑的な見方が強まることを時おり経験し、同社の小売り事業とクラウドコンピューティング事業の両方の長期見通しに関してとても楽観的な考え方を維持しています。Amazonの規模の優位性は強まっていると考えられますが、株価は下落しています。私たちはこのミスマッチを捉えてポジションを積み増しました。同様の投資機会は、市場が企業の野心を不当に嫌気し、潜在的なリターンの評価を怠っている分野で発生しています。

いずれの場合も、短期的な株式市場環境は困難な状況が続く可能性があります。私たちの投資のタイミングは、必ずしも正確ではないでしょう。しかし、私たちは断固として、現在の市場を支配している不安感の先を見据え、長期的な成長見通しが依然として堅調な分野に焦点を当て、優位性を得るために忍耐を継続しています。

## 成長への投資

|              | グローバルα (%) | MSCI ACWI (%) |
|--------------|------------|---------------|
| 売上高に対する設備投資  | 8.8        | 6.5           |
| 売上高に対するR&D投資 | 8.2        | 4.5           |

出所：Baillie Gifford & Co.、MSCI。2022年12月末基準。当戦略の代表ファンドベース。

---

# インフラの更新

---

世界のインフラは、人口の増加とエネルギーミックスにおける再生可能エネルギーの拡大に対応するために、再構築と再編を必要としています。人口増と都市化により、より多くの人々が一部の人口密集地に居住するようになるでしょう。気候変動の深刻化は、既存の資本ストックへの依存に対する圧力となります。さらに、世界的な高齢化に伴い、需要が必然的に供給を圧迫するようになります。建造物は目的に適合したものでなければならないのに、世界の多くの地域でその通りになっていません。

世界で最も豊かな国である米国では、公共道路の43%が「悪い」又は「あまり良くない」状態にあります。水道管は2分毎に破裂しています。送配電網の大部分は40年以上前に建設されたものです。これはあまりに長い間、設備投資が少なすぎたためです。そうした過少投資を続けることはできません。私たちは今年、これらの不確定要因、特に幅広いインフラの更新で恩恵を受

ける立場にある企業について、時間を掛けて徹底的に検討する方針です。「壮大なエネルギー転換」（昨年のリサーチアジェンダの項目）から思考を広げ、インフラの更新という広範なテーマに注目することで、インフラ再編による潜在的な受益者をより幅広く捉えることができます。これには、最近ポートフォリオに組み入れた電力管理会社のEaton等の企業が含まれます。

スティーブ・ジョブズが「シンプルであることは、複雑であることよりも難しい」と述べたのは有名です。エネルギー転換は本質的に複雑なものです。新たなエネルギーシステムでは、産業規模での脱炭素化と、それに匹敵するデジタルトランスフォーメーションが求められます。世界はよりスマートなエネルギー生産・消費の方法を必要としています。その複雑さを簡素化し、テクノロジー自体とエンドユーザーとのギャップを埋めることができる企業が勝者となるでしょう。

# 新たな成長フロンティア

過去10年間は消費者向けテクノロジーの黄金期でした。スマートフォンの登場によって始まったユビキタス接続の時代は、強力なネットワーク効果と、規模によるリターンの増大を特徴とする新世代の消費者プラットフォーム企業を生み出しました。これらの企業は、メディア、小売り、ソーシャル、エンターテインメント、ゲームなどの幅広い消費経済をデジタル化して変革し、経済の新たなリーダーとして台頭しました。こうした企業はちっぽけな規模から大企業へと成長し、投資によって最高の時期は多少なりとも過ぎたと認識しなければなりません。

理想の世界では、イノベーションは破壊ではなく、創造を追求するものであるべきです。既存の産業の限界を超えて、未解決の問題を解決することを模索すべきです。こうしたレンズを通してイノベーションを見てみると、起業家は単に既存市場の置換を目指すだけでなく、新しい市場を創造すべきであると考えられます。顧客により良いサービスを提供するのみならず、十分なサービスを受けていない顧客や、サービスが提供されていない顧客にも範囲を広げる必要があります。イノベーションは、市場シェアを既存企業から創造的破壊企業に移すだけのゼロ・サム・ゲームとなってはなりません。

今後10年を見据えるに当たっては、新たな成長フロンティアに注目せねばなりません。過去10年間の成長の原動力がインターネット、モバイル、ソフトウェアであったとすれば、今後10年間の成長の原動力はデータと人工知能に基づくものになるでしょう。これらのテクノロジーは、デジタルの世界と現実世界の橋渡しをしています。既にスーパーにはセルフレジが並び、路上では自動運転車が走っています。これらは時と共に賢くなったロボットに過ぎません。しかし、小売店や道路にロボットが存在するならば、工場やホテルの受付、病院の手術室にロボットが存在しても良いはずで、今日のインターネットの大部分は2次元であり、人工知能はクラウドに存在します。インターネットの次の段階は3次元

となり、人工知能はクラウドから現実世界に移行するでしょう。

こうした新たな成長の原動力の恩恵を受ける可能性が高い受益者はどの企業か？どの分野に変革が起きるか？社会全体にどのような影響を与えるのか？これらは、私たちが今年探求したいと考えている問題のごく一部に過ぎません。答えは未だ見つかっていませんが、広い視野を持ってこのタスクに取り組む必要があることは分かっています。これらの解となる企業は、過去の勝者とは非常に異なって見えるかもしれません。場合によっては、古いメンタルモデルを捨てて、新しいモデルを構築することが必要です。発見の旅はエキサイティングなものです。その旅を皆様と共にすることを楽しみにしています。



# 供給サイドの重要性の高まり

私たちの仕事の中核にあるのは、優れた利益成長を達成する可能性があるにも拘らず過小評価されている企業を特定し、忍耐強く、エンゲージメントを実施しながら保有を続けることです。

世界金融危機の最悪期であった2009年以降、需要は利益成長の主要な原動力となってきました。この需要主導の拡大による恩恵を受け、後に大きな株主価値を生み出した複数の企業を、私たちは十分に早い時期から認識していました。引き続き、需要の増加が牽引する投資機会を模索するなかで、今後5年間については、富の創造を推進する上で供給サイドの要因が一段と重要になるという確信を強めています。そのため、大きな成果をもたらす可能性のある投資アイデアを探求し続ける一方で、供給サイドについて検討するためのインサイトを深め、メンタルモデルを充実させる予定です。

初期のリサーチで幾つかの有意義な問題を特定しました。

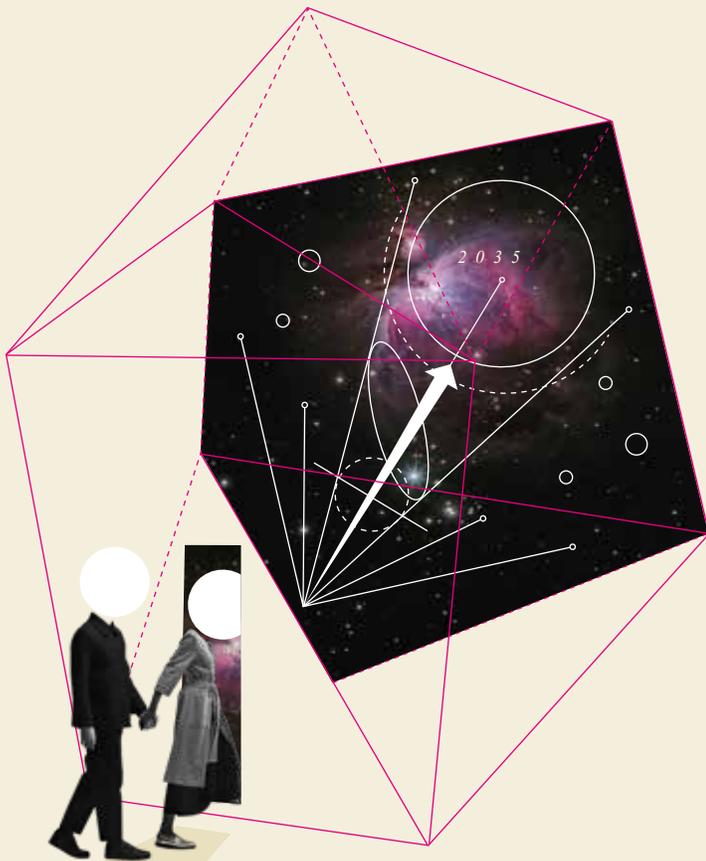
— 多額の投資資金を有するのはどの企業か？まず、負債の水準が市場を大幅に下回っている銘柄のポートフォリオを作成します\*。この隠れた競争優位性は、金利がゼロ付近にある間は顧みられませんでした。金利上昇局面では、健全なバランスシートを持ち、景気循環の影響を相殺する資本配分の巧者が経営する企業には、同業他社では不可能なタイミングで資本を投下し、長期的な収益力を急加速させるという独自の機会を作ることができます。

— 業界統合の機会はどこにあるか？キャッシュフローを再投資し、長期的に高い収益率を生み出せる企業は、複利効果で株主に高いリターンをもたらすことが可能です。連続的に買収を行う企業は、競争の緩和を通じて、業界を改善することもできます。一部の企業は、隣接分野への進出によって多角化し、より優れた企業になろうとしています。これらの企業は、個別事業のリスクを抑制しつつ、高いリターンを実現できます。

— 自社株買いを通じた株式の消却が可能で、そのような行動に積極的なのはどの企業か？現行見られる脱株式化モデルは、企業の株価収益率や株価キャッシュフロー倍率が一貫して低位で推移している場合、長期的に見て膨大な富を創出する可能性があります。低格付けの株式の自社株買いは、残る株主にとっての1株当たり価値を恒久的に高めます。

こうした供給サイドの要因による成長は、より華やかな需要サイドの要因による成長に比べて大きいものの、あまり広く認識されていないと私たちは考えています。更なるリサーチにより、1株当たり純利益の成長率が優れた多様な企業を数多く発見できるでしょう。また、個々の企業は独立して行動しているため、供給サイドの成長要因と、経済全体の状況との相関性は低いとみられます。これは追求する価値があるテーマであり、私たちの仕事の核心に迫るものです。

\*グローバルα戦略の代表ポートフォリオの純負債資本倍率は13.5% (MSCI ACWI指標は50.4%)。



## 熟考の時

すべてのリサーチアジェンダに共通するテーマは、継続的な学習と改善の追求です。このテーマは、メンタルモデルの利用法を洗練させる、専門家のネットワークを構築する、代替的なインサイトの源を探求するなど、過去にさまざまな形を取ってきました。目標は、プロセスを改善し、お客様に利益を提供する能力を高めることです。パフォーマンスが打撃を受けた期間を経験し、私たちはお客様に対して、何が上手くいったかを熟考すると共に、犯した可能性のある誤りについて検討し、そこから確実に学ぶという責任があります。私たちは自らのプロセスとスタイルに断固としてコミットしています。私たちの仕事は、一定の間違いは避けられないものの、常に改善の余地があります。

私たちは広い視野に立ち、誠実に熟考することを目指します。そのために、「回避できる誤りを犯していないか?」、「解消が可能であり、尚且つ解消すべきバイアスは

ないか?」と自問しています。重点分野の一つはポートフォリオ内の相関関係です。私たちは、長年、ボラティリティは恐れるべきものではないと考えてきました。実際、人為的なベンチマークからある程度逸脱することは、真のアクティブ運用マネジャーが長期的な投資リターンを改善する唯一の方法です。とは言え、例え事業ファンダメンタルズに相関性がなくても、同様の成長特性を持つ企業間の相関性の上昇については、警戒を高めるべきだったとも考えます。私たちはこの分野に積極的に取り組んでおり、既に投資リスクチームと協力し、プロセスを強化しようとしています。

人間は経験から学ぶのではなく、経験について熟考することから学ぶと言われていました。或いは、同僚の一人が子供に教えているように、誤りを認め、修正し、そこから学び、先に進む場合にのみ、誤りを糧にできます。私たちはこのプロセスを既に開始しています。

# 結論

---

ビジョン、野心、実行力という適切な要素を持ち、株主にとって優れたリターンを生み出す企業を発見することが、私たちの仕事です。本リサーチアジェンダは、こうした資質を持つ企業にとって潜在的な恩恵が最も大きい分野に私たちが重点を置く助けとなることを目指しています。その目的は、変化が加速しており、成功企業にとって大きな価値を創造・獲得する機会が拡大しつつある可能性が高い分野や、そうした機会への理解が不十分な分野を探求することです。この取り組みの重要性は、変動の激しい時期、特に（最近では往々にしてそうであるように）市場が確実性を追求する時期には忘れられることがあります。本リサーチアジェンダは、次の10年間そしてそれ以降も大きな投資リターンを生み出す可能性の最も高いテーマと企業に重点を置き続けるための有用な指針となります。

---

## 重要情報に関する記述

---

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ベリ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。



# **BAILLIE GIFFORD. ACTUAL INVESTORS.**

**[bailliegifford.com/actual-investors](https://bailliegifford.com/actual-investors)**

**Calton Square, 1 Greenside Row, Edinburgh EH1 3AN  
Telephone +44 (0)131 275 2000 / [bailliegifford.com](https://bailliegifford.com)**