

# グローバル $\alpha$ リサーチアジェンダ

—  
2020年  
—



本資料は経験豊富な投資家の皆様のみを対象に作成されたものであり、それ以外の投資家、あるいは個人投資家の皆様を対象に作成されたものではありません。

---

## リスクに関する記述

---

### リスク要因

本資料に掲載されている投資情報はグローバルαのファンドマネジャーの見解です。売買の推奨や助言を目的としたものではありません。読者の投資判断の根拠とすべきではございません。

### 潜在的な投資損益

弊社の運用商品に投資することにより潜在的に損益が発生する可能性がある点にご留意ください。

### 個別銘柄例

銘柄例や写真等のイメージは、それら銘柄の売買を推奨するものではなく、それら銘柄に投資することにより投資収益が上がることを示唆するものでもございません。また、バイリーギフォードが取り扱う運用商品のいずれかに、それら銘柄が将来組入れられているかは明らかではありません。例として使用されたいかなる銘柄もポートフォリオの小さな一部を構成するに過ぎず、それらは運用スタイルを説明するために使用されたものである点にご留意ください。

本資料に掲載されている投資情報は推奨や助言を目的としたものではありません。従って本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りません。バ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。

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。

全ての情報は別途記載がない限りは、直近且つバ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ず、投資を推奨する等の特段の意図はございません。



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

Copyright © Baillie Gifford & Co 2015.

---

CHARLES PLOWDEN  
ファンドマネージャー

---

ベイリーギフォードに勤続37年  
37年間の運用経験



---

MALCOLM MACCOLL  
ファンドマネージャー

---

ベイリー・ギフォードに勤続21年  
21年間の運用経験



---

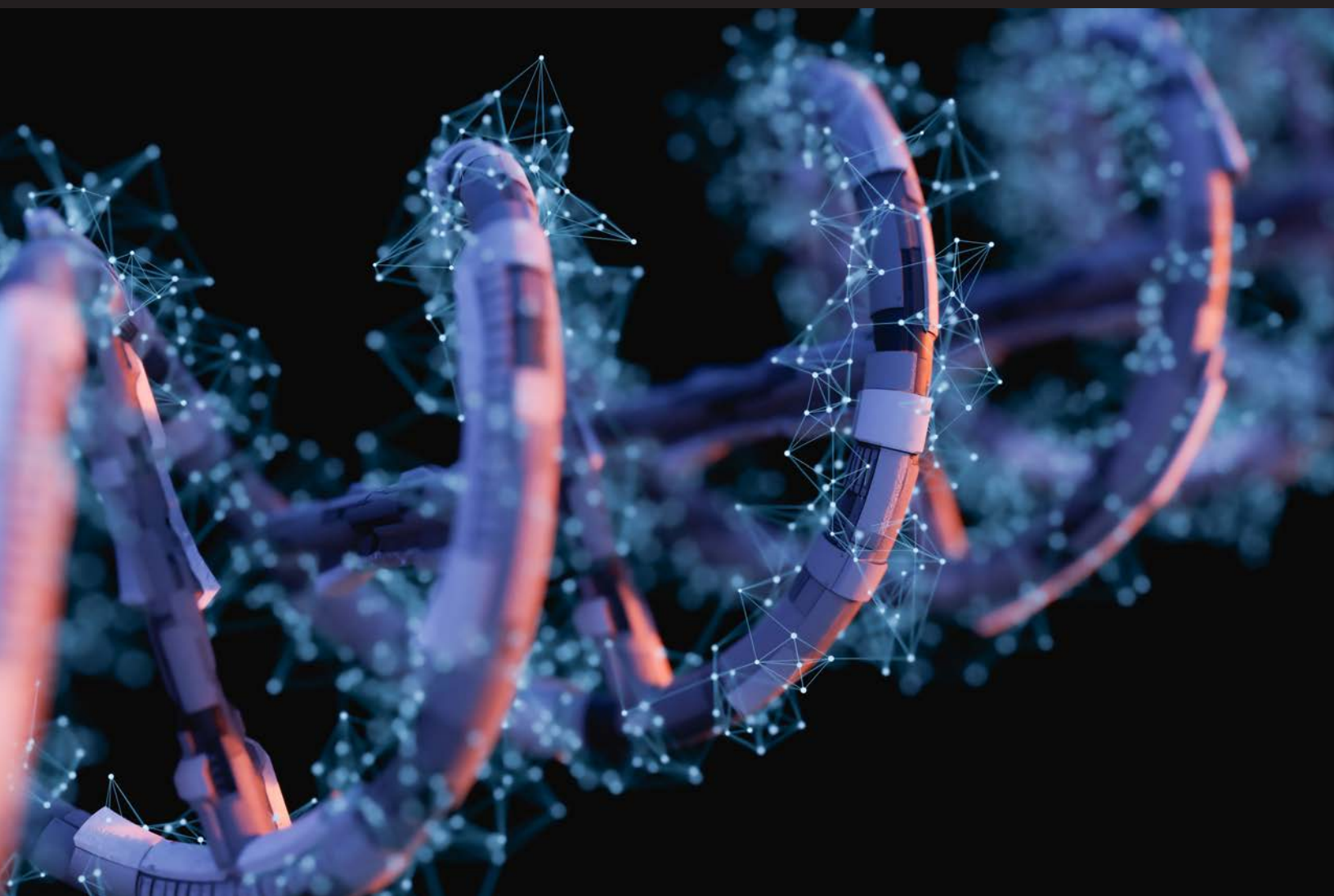
SPENCER ADAIR  
ファンドマネージャー

---

ベイリーギフォードに勤続20年  
20年間の運用経験







---

# グローバルα リサーチアジェンダ

---

ここに謹んで2020年のリサーチアジェンダを提示させていただきます。本書では、今後1年間にリサーチを予定している主要テーマの概要を説明しています。私たちは個別銘柄に注目したボトムアップ型のアプローチに徹していますが、本書は市場でまだ認識されていない成長機会が見込まれる分野、既存のポートフォリオで最も精査すべき分野を見極める指針となる枠組みをつくる、重要な作業文書です。私たちが取り組む時間軸はオープンであり、調査プロジェクトの中には今後数ヶ月でポートフォリオの変化につながるものもあれば、影響が見えるのに数年かかる可能性があるものもあります。投資は継続的なプロセスであり、私たちの好奇心や学習意欲に鈍りはありません。私たちは、それこそが将来の可能性に満ちた新鮮なポートフォリオを維持するために役立つと考えています。

昨年のリサーチアジェンダを受けて、ポートフォリオに最も大きな変化をもたらしたのは革新的医療の分野でした。本ポートフォリオでは、過去1年でIllumina（遺伝子シーケンス）、Abiomed（心内留置型心臓ポンプ）、Novocure（画期的な癌治療薬）、Teladoc（遠隔医療サービス）、シスメックス（診断）など、五つの新規銘柄を購入しました。また、貿易戦争と経済成長の鈍化に関

する懸念をものとしめない能力を備えた、構造的な勝者を求めて、新興国市場への投資を拡大しました。この一環として、Prudential（生命保険）及びAlibaba（eコマース及びクラウドコンピューティング）を追加購入し、また、Reliance Industries（インドの石油化学、通信、小売）及びBrilliance（BMWの中国の合弁事業）も新規購入しました



---

# 電力の将来と大規模な エネルギー移行

---

天然ガス、石油、石炭などの化石燃料は、世界中の家庭の暖房、輸送の動力、料理、機器の充電に必要なエネルギーの75%以上を供給しています。一方で、これらは今後何年にもわたって投資における多くの側面をかたちづくると思われる、地球温暖化の主因でもあります。

気候変動への無策が悲惨な結果を生ずる可能性を思えば、化石燃料に代わる再生可能エネルギー源への大規模な移行が必要であることは明らかです。したがって私たちは、再生可能エネルギー技術、よりクリーンな輸送ソリューション、炭素回収、製品リサイクルなどを実現する、新しい低炭素環境の形成を支援する事業に投資する機会を探していきます。Teslaは、輸送及びエネルギー貯蔵の変化を推進するスケラブルな事業として浮上しましたが、次の勝者の波はどこにあるのでしょうか。

同時に、エネルギー移行が炭素主体の既存事業者にもたらす影響についても検討します。いわゆる資源メジャーの一部は、既に数十億ドルを再生可能技術に投資しています。これらは、解決策の中で重要な役割を果

たすことになるのでしょうか。化石燃料の中で最もクリーンな天然ガスは、どのような移行においても重要ではないのでしょうか。新興国市場の成長に支えられて化石燃料への需要が衰えることなく続いている時期に、成長投資が失速したことを考えると、実際に巨大な設備投資サイクルが生じる可能性があるのでしょうか。

多くの複雑な質問を考慮すべきですが、特に、設備投資サイクル議論の高まりと、エネルギー環境が劇的に変化する、という20年先を見越した見解のバランスをどのようにとるかという質問が重要です。また、投資リターンの最大化と、投資先企業が社会に対する倫理的義務を果たすよう促す、という両方への必要性がますます高まっていることも考慮しなければなりません。

長期的な見通し、及び既存企業が実際に変化しているという証拠が乏しいことを理由に、ポートフォリオにおける化石燃料へのエクスポージャーは控えめにしています。私たちはこれらの見解に強い拘りがある訳ではありませんが、何よりも大切な目標は、持続可能な新しい電力に向けて未来を切り拓きながら価値を創造できる企業を発掘していくことです。



---

# 資本主義の変貌

---

重大な人口統計学的及び文化的な変曲点が近づいてきている、という微かなシグナルに私たちが関心を持ってから暫く経ちます。私たちがビジネスリーダーやその他の人々と交流する中で示唆されているのは、新しいストーリーが西側の社会で形成されつつある現状です。企業における非情な資本主義的姿勢は、株主に加えて従業員、顧客、サプライヤー、政府を含む幅広いステークホルダーをより重視する姿勢に変わりつつあると感じています。私たちは常に、全てのステークホルダーに対するオープンな姿勢が、投資の長期的な持続可能性と成功に不可欠であると認識してきました。

この点で、多くの企業が進化する方向性が、私たちの長い間の関心事と整合しつつあることは喜ばしく、そして新世代の革新的な企業が投資機会を提供するであろうとの期待が高まっています。保有銘柄の中で、姿勢が変化している良い例がMicrosoftです。Microsoftの業務慣行は、閉鎖的、防御的で我が身を削るに近い状態になっていましたが、新しい経営陣の指揮下で、外部に目を向け、野心的で顧客を第一に考える組織へと進化を果たしました。イノベーターの新しい波の例として挙げられる、eコマースプラットフォームShopifyは、顧客に広範なエコシステムを提供し、それと共に成長できるような整合性の高いビジネスモデルを持っています。



Satya Nadella, chief executive officer of Microsoft Corp.

© Bloomberg/Getty Images.

私たちは、所得の伸びの停滞、富の不平等、又は環境に関する広範な懸念に対する反応など、西側諸国における明らかな姿勢の変化とその文化的基盤を調査する予定です。こうしたトレンドが一過性のものに留まる可能性もあり、企業リーダーの発言のみならず行動を注視していく必要があると認識しています。もし文化の根底からの変化によるシフトであるとすれば、強力かつ持続的なものにならないとも限りません。



We intend to  
investigate the  
apparent shifts  
in attitudes  
within the West  
and their cultural  
underpinnings...





---

# 消費者の関心を引くための戦い

---

ニュース、ソーシャルインタラクション、ゲーム、小売、テレビ、音楽、映画等のデジタル化は、近年、ポートフォリオの多くの部分にとって追い風となってきました。ほぼ無限の選択肢を提供し利便性の向上が続く新しいビジネスモデルは、動きの遅い既存企業から大きなシェアを獲得しています。今年、私たちはこの「革命」がどこまで進んでいるかをテストする予定です。Facebook、Tencent（Naspers経由で所有）、Netflixなどのビジネスの成長見通しは、今後、成熟をみて鈍化するのでしょうか。過剰供給、ユーザーの時間を奪い合う競争激化は、これらの銘柄の将来性を損なうのでしょうか。まだ最大のオポチュニティがあるのはどの企業でしょうか。

私たちは、過剰な選択肢が感覚の麻痺につながるかもしれない兆候が現われていると考えています。eコマースでは、2019年の調査でAmazonプライムデーの買い物客の25%が、提供された製品の数に「圧倒された」と報告しています。衣類用ハンガーのような単純なものに100,000以上の選択肢があるのですから、そう感じるのも無理はありません。同様に、メディアでは、世界中で毎日平均10億時間分のYouTubeコンテンツが視聴されています。これを一度に見るには10万年かかります。またNetflixの会員の多くは、現実的には、提供されるコンテンツのごく一部を見ていただけではないでしょうか。

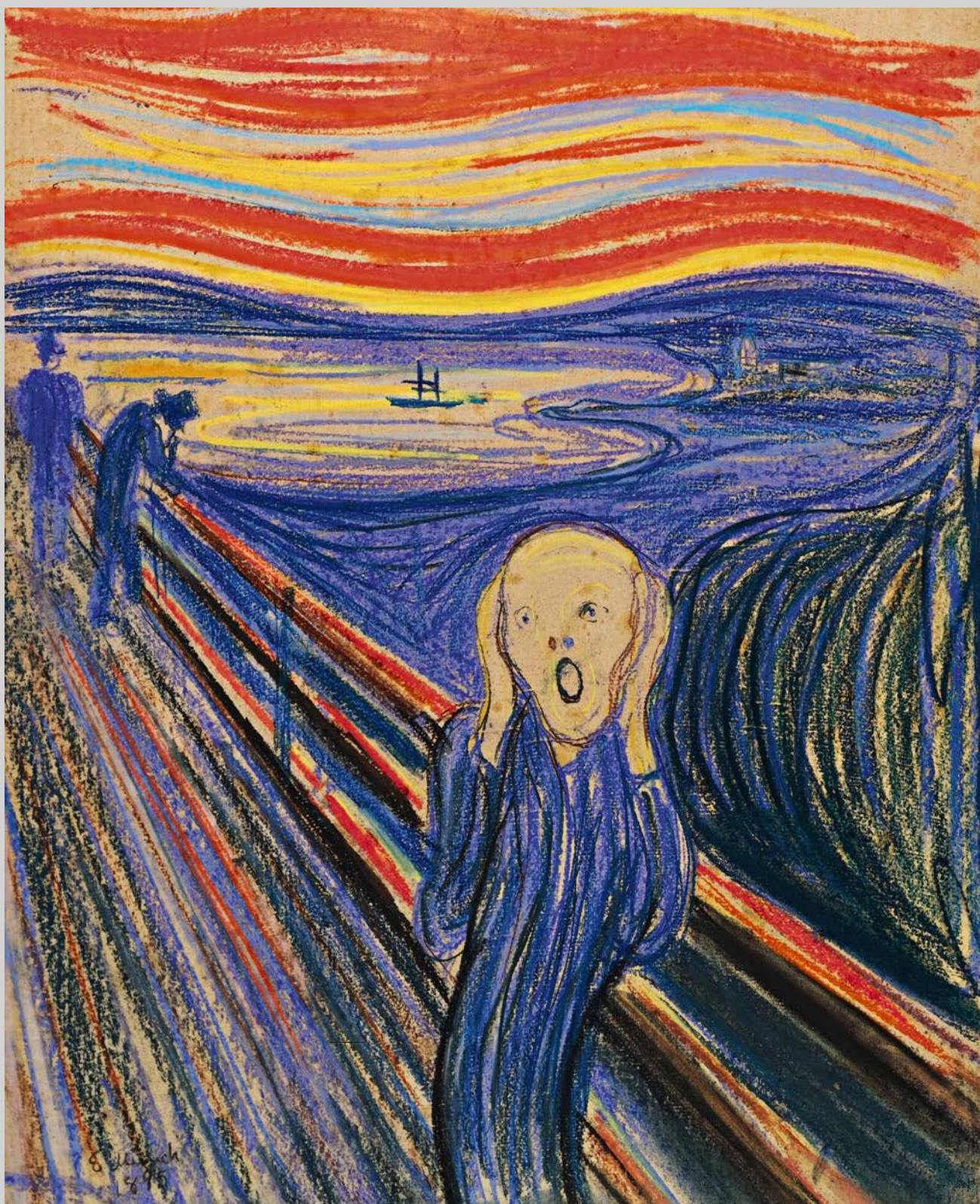
このように様々な業界で進化が続く力構造について考察するときには有用な方法の一つは、消費者の限られた時間と関心を得るために争っている各企業の視点から考えてみることです。購入する製品が多過ぎたり、聴く音楽が多過ぎたり、見る映画が多過ぎたり、プレイするゲームが多過ぎたら、どうなるでしょうか。現在では、商品とメディアについての意思決定に役立つレビューが非常に多く、こうした情報氾濫の一因となっている可能性があります。これに直面して消費者の行動はどのように変化するのでしょうか。AIアシスタントなどの新しい消費者インターフェイスはどのように影響するのでしょうか。企業が消費者からの関心を引き続けるために採用すべき正しい方法とは、何でしょうか。

私たちの現時点の仮説は、企業が顧客の関心を維持するためには、適応能力が必要とされるということです。優れた配送・配信、そして豊富な選択肢は、消費者の関心をつなぎとめる競争上の最低条件に過ぎないのかもしれませんが、むしろ、コンテンツの品質、優れた顧客サービス、並外れた推薦エンジン、信頼、メディアを洗練・共有する能力が、競争に勝ち傑出するための方法になります。消費者の観点から見ると、シンプルさが市場を制すると私たちは予想しています。これを実現するには複雑な対応が必要ですが、戦いに勝つ要はこの点にあると考えています。

We believe that  
there are some early  
indications that  
excess choice could  
lead to paralysis.

---





The Scream, 1895. From a private collection. Artist Munch, Edvard (1863-1944).  
© Hulton Archive/Getty Images.



## クラウドベースの革命

グローバルαポートフォリオは、クラウドベースのソフトウェア業界、特に大規模なインフラとサービスを提供しているAlibaba、Amazon、Microsoftなどの企業成長にある程度のエクスポージャーを有しています。スタートアップ企業も伝統企業もこれらのサービスを採用しているため、それに対する爆発的な需要は私たち自身の楽観的な見方さえも超越しています。

この業界に関しては主要な質問が三点あり、今後1年間で調査していく予定です。一つ目は、クラウドサービスが現在、普及曲線のどの辺りにあるのかに関するものです。Amazon Web Services (AWS) やMicrosoft (Azure) 等を展開する企業は、巨額の収入と優れた利益構造を持つだけでなく、時価総額も巨大であるため、この質問は重要です。私たちの中核的な投資事由は、クラウドの普及は依然「Sカーブ」の初期段階にあり、大企業はミッション・クリティカルな仕事をクラウドに移行し始めたばかり、そしてクラウドサービス提供企業による極めて高水準の資本投資は完全に正当化できるということです。このことについては、確信度合いを更に強められればと考えています。

2つ目は前述の事項に密接に関連する質問ですが、これらの企業に期待できる究極的な収益性です。AWSは、付加価値サービスの提供により、20%を超える営業利益率を実現できています。このような収益性水準が今後も持続すると考えてよいのでしょうか。このような事を実現できるのは、最大規模のプレイヤーだけでしょうか。この収益性は更に向上するのでしょうか。

最後に、AWS等がますます多くのツールやサービスを提供する中で、現在の専門クラウドプロバイダー（Salesforce、Dropboxなど）の長期的な見通しはどうでしょうか。これらのプロバイダーは、AWSやAzureなどと連携して、より広範なクラウドベースのエコシステムの一部として成長し続けることができるのでしょうか。それとも、イノベーションに莫大な予算をかけ、統合された商品バンドルの販売力を強化している最大規模のプレイヤーとの競争で打ち負かされることはほぼ不可避免なのでしょうか。この分野で展開する多くの企業のバリュエーションを考えると、重要な事柄であると考えられます。



# メンタルモデル

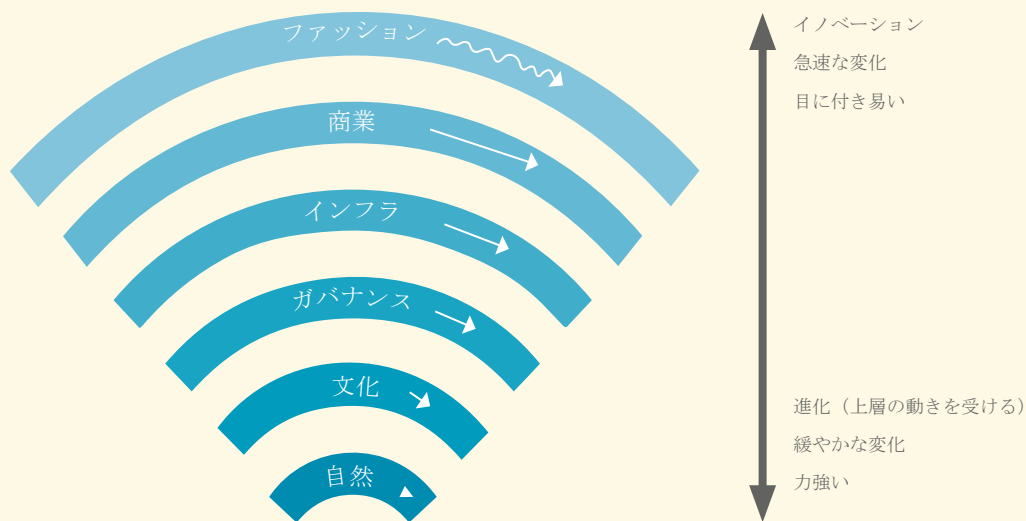
以前のアジェンダでは、私たちのプロセスを改善するための取り組みについてご紹介しました。2020年は、メンタルモデルの使用法に磨きをかける予定です。メンタルモデルは、ビッグアイデアを簡素に表現したものです。優れたメンタルモデルは、複雑な現実を取り込んで中核のエッセンスまで掘り下げるといって、地図に似ています。1:1の縮尺の地図は、実世界と同じ大きさになってしまうため、重要なことを単純化するのに役立ちません。様々な業界や学術分野のメンタルモデルを使用すると、新しい洞察や多様性のある見方で問題を捉えることができます。複数の次元で質問を考察すると、変化しつつある状況を左右する可変要素の理解・特定に繋がります。

実際に、変化のペース自体についても、メンタルモデルを使って考えることができます。私たちの取り組みの中で特に価値が高いと分かったモデルの1つは、著者Stewart Brandによって最初に発案されたペースレイヤリングの概念です。このモデルは、社会や経済には、上層に位置するのファッションや商業から、インフラ、ガバナンス（法制度や規制）、文化、そして最下層の自然まで、様々な「レイヤー（層）」があると

いう理念に基づいています。最上部のレイヤーは最も急速に変化し、最下部のレイヤーは、変化のペースは遅いものの最終的には最も強力です。Brandによる概念は、AmazonやGoogleなどのプラットフォームビジネスに対する私たちの考え方に大きな影響を与えました。これらの企業は商業というレイヤーを貫通して「インフラ」になっており、より大きな競争優位性を実現できる立ち位置にあると考えられます。最終的に「ガバナンス」によって制約されるかどうかの議論は未解決です。

私たちは複数の学術分野からビッグアイデアを特定し、私たちが行う投資との関連性を探り、限界も理解するよう努めます。一連のメンタルツールをより豊かにし、それらを適切に活用する方法について知識を深めれば、世界、そしてその構造変化の方向についてより合理的に考えることができます。最終的な目標は、初期判断の質を高め、より広い視野を持ち、他者のいうことを批評眼をもって考えることです。最も影響力を持つと考えられる事項について皆様と共有することを楽しみにしています。

ペースレイヤリング



\*Adapted from 'The Clock of the Long Now', Stewart Brand, 1999.

## 結論

---

本リサーチアジェンダを貫くテーマは、経済全体の構造的変化を推進する大きな動きです。変化が機会をもたらす中で、業界を変革させる卓越した成長銘柄を特定するという挑戦に私たちは胸を躍らせています。短期的な市場動向や保有銘柄の株価は予想できませんが、長期的に優れた付加価値をお客様に提供する能力については自信を持っています。



## 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。

### 香港の投資家に対する情報開示

Baillie Gifford Asia (Hong Kong) LimitedはBGOの100%子会社であり、2016年1月に営業を開始しました。同社は香港のSecurities & Futures CommissionからType 1の営業許可を与えられており、経験豊富な投資家に対して Baillie Giffordが運用を行うUCITSにファンドのマーケティング及び販売を行います。 Baillie Gifford Asia (Hong Kong) Limitedの所在地は30/F, One International Finance Centre, 1 Harbour View Street, Central, Hong Kong、電話番号は+852 3756 5700です。

### 韓国の投資家に対する情報開示

BGOは韓国の韓国金融委員会から韓国外のDiscretionary Investment ManagerおよびNon Discretionary Investment Advisorとして認可を受けています。南アフリカの投資家に対する情報開示BGOは南アフリカのFinancial Services Board に Foreign Financial Services Providerとして登録されています。

### 日本の投資家に対する情報開示

三菱UFJベリリーグ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。

### オーストラリアの投資家に対する情報開示

本資料はs761G of the Corporations Act 2001(Cth)の定義に基づくwholesale clients向けに作成されたものです。BGO（ARBN 118 567 178）はCorporate Act 2001 (Clth)に基づきforeign companyとして登録されています。同国のwholesale clientsに対して金融サービスを行う上で、Corporate Act 2001 (Clth)に基づくAustralian Financial Services Licenceの取得が免除されています。BGOはオーストラリアではなく、英国の法令の下でFCA の認可を受けています。

### 南アフリカの投資家に対する情報開示

BGOは南アフリカのFinancial Services Board に Foreign Financial Services Providerとして登録されています。

### 北米の投資家に対する情報開示

Baillie Gifford International LLCはBGOの100%子会社であり、2005年にデラウェア州に設立されました。BGOは同社を通じてアメリカでクライアントサービスおよびマーケティングを行う他、カナダでのマーケティングを行います。BGOはアメリカの証券取引委員会に投資アドバイザーとして登録されています。

### 欧州

Baillie Gifford Investment Management (Europe) Limitedは、欧州（英国を除く）のクライアントに投資運用及びアドバイザーサービスを提供しています。2018年5月にアイルランドで法人化され、アイルランド中央銀行の認可を受けています。同社はMiFIDパスポートを通じて、Baillie Gifford Investment Management (Europe) Limited（フランクフルト支店）を設立し、投資運用及びアドバイザーサービスのマーケティングを行い、ドイツでBaillie Gifford Worldwide Funds plcの販売業務を行っています。Baillie Gifford Investment Management (Europe) Limitedは、Baillie Gifford & Coの100%子会社であるBaillie Gifford Overseas Limitedの完全子会社です。

# **CURIOUS ABOUT THE WORLD**

**[bailliegifford.com/thinking](http://bailliegifford.com/thinking)**