

For professional investors - JULY 2020

# THEMATIC EQUITY

# ポスト・コロナにおける テーマ型投資について



**BNP PARIBAS**  
**ASSET MANAGEMENT**

The asset manager  
for a changing  
world

## はじめに

現在のような市場環境において、株式は一般認識とは異なり、年金基金や大学基金、機関投資家および個人投資家の資産運用において大きな役割を果たしてきました。つまり、投資家の資産配分の中で典型的な高リスク資産として位置付けられる株式が、今回の市場混乱期で認識されたように、実際には流動性が高く、長期投資家にとっては経済成長と経済環境の変化をとらえる機会を提供してきました。

ポートフォリオを入念に構築し慎重に運用する「アクティブ運用」は、株式への資産配分におけるリターンを、相場の上昇時、下落時、双方において高めることができます。つまり、独自のリサーチを活用することで、相場の変動からもたらされる魅力的な投資機会を見出し、銘柄を厳選したポートフォリオの構築が可能となります。

株価は本来的に企業の本源的価値を反映するものであり、本源的価値は企業の現在および将来の収益を評価することによって決定されます。その考え方に立ち、BNPパリバ・アセットマネジメント（以下、当社）のファンダメンタルズ分析では事業の底堅さとその自律的な利益成長力を見極めることに重点を置いています。

製品から人材、技術に至るまで、競争力の優位性は、業績拡大の持続可能性の決定要素であると言えます。潤沢なフリー・キャッシュ・フローを生み出すことのできる企業を選好することは、経済環境が変化する局面や不確実性が高まる局面において重要であり、また、将来への投資拡大にもつながります。産業構造が投資や株主の利益創出の持続をもたらします。

2020年の世界的な新型コロナウイルス禍での市場混乱が低成長、高債務という新たなサイクルを生んだことは明らかです。低成長が続くこの世の中では、過去30年間の金利低下局面のように、資産配分により付加価値を生み出し辛くなっています。その代わりに、金利低下局面が終わり、業績の高い企業とそれ以外の企業に違いが生じることで、投資家はより企業の見極めが求められるため、銘柄選択による付加価値が高まります。それにはまず、高い成長が期待できる分野の選別が必要です。具体的には、利益成長によってバリュエーション上の割高評価を打ち消すことができる、つまり、収益拡大を金融技術に頼らず、健全な資本配分を行っている企業を指します。

このレポートでは、先進国株式市場における高い成長が期待できる5つの分野について説明します。

- 環境課題
- ディストラプティブ・テクノロジー
- ヘルスケア・イノベーター
- コンシューマー・イノベーター
- エネルギー転換

2020年7月



**Guy Davies**

Chief Investment Officer,  
Active Equity Portfolio Management

## 投資に対する確信度

当社の投資アプローチはお客様の目的を達成する上で大きな強みになっております。伝統に挑戦する逆張りのかつ独立的な企業および旬の企業は割高に評価する一方で、今後の社会経済動向をけん引する構造的なテーマや、そうした市場を開拓する力のある企業を見極めます。

自律的な運用、綿密な同業他社分析およびリスク管理の組み合わせは、健全な投資文化の主たる柱になると考えます。当社の運用チームは独自の投資テーマを自由に見出しており、それを基にしっかりと議論を行います。また、議論する上で、全ての企業に対して確認する共通の質問事項があります。

- ・ 現在享受している競争優位性は今後も続くと思われるか。
- ・ 強力な知的財産とブランドを有しているか。経営陣はイノベーションを生み出すための投資を行う用意があるか。
- ・ 事業の成功事例について実証できるか。また、特に、当社の投資アプローチで重要視する「一貫性」のある事例か。
- ・ 経営陣は、「エネルギーの転換」や「環境の持続可能性」、「平等と包摂的な成長」に関連する課題や機会をどのような枠組みで考えているか。

持続可能な投資に向けた当社の投資アプローチである「3つのE」、具体的にエネルギーの転換、環境の持続可能性、平等と包摂的な成長は、企業評価のプロセスに組み込まれています。運用会社として共通の投資哲学的アプローチを共有しており、強力なビジネスモデル、高い価格決定力、強固なブランド力、底堅いバランスシートを持つ企業を選別します。



エネルギーの転換

目標: 低炭素経済へのエネルギー転換に、実質的に貢献



環境の持続可能性

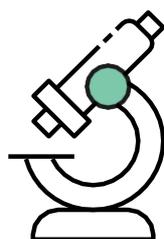
目標: 投資がもたらす環境への影響を向上



平等と包摂的な成長

目標: 長期的に安定し復元力のある社会とエコシステムを確実にするために、より平等で持続可能な価値分配の促進

当社は、投資制約のないポートフォリオ運用を愛好します。これにより、多くの銘柄に分散投資を行う従来の手法ではなく、高い確信度を基にお客様に沿ったポートフォリオを提供することが可能です。従来型手法では銘柄の投資比率は必ずしも一定の法則に基づいて決定されておらず、投資パフォーマンス面では、多くの場合足かせとなってきました。しかし、本来資産運用は超過リターンの実現だけでなく、お客様からの解約依頼にいつでも対応できるよう流動性を確保しておくことも重要あるため、慎重な管理が求められます。これが当社の投資哲学と投資アプローチの本質であり、お客様の信頼と資産を保全するために、常に意識を高め、改善余地がないかを探っています。



## 投資の原則に忠実に

企業が生み出す新たなトレンドや将来的な観点でのテーマ型投資



投資家は自らの信念に基づくよう投資資金を配分



地域や産業にまたがる投資テーマ



投資家にダイナミックな見方の提供



トップ・ダウンの見通し  
およびボトム・アップからの視点の組み合わせ

当社は、運用プロセスの改善、銘柄分析の質の向上、人材の効率的な活用等、あらゆる側面から投資アプローチを見直しています。ことこれが、運用パフォーマンスの強化につながっていると信じているため、今後もこれを継続します。

## 2020年の世界的な新型コロナウイルス禍による市場混乱を乗り切るには

2020年上半期の株式市場の動きは、構造的な株式への資産配分およびアクティブ・マネジャーが提供し得る付加価値についての確信度を更に強固なものにしました。もちろん、2月中旬から3月下旬にかけて株式市場は急落しましたが、それは投資家が世界各地で実施されたロックダウン（都市封鎖）による世界的な景気悪化を織り込んだためです。しかし、他のリスク資産とは異なり、株式市場はこの極端なリスクオフ局面においても通常通り取引が行われていました。

この期間、当社は積極的にポートフォリオのリスク管理に努めました。特に組入れ銘柄のクオリティの向上およびいかにリターンの回復が期待できるかに着目しました。この結果、特に集中投資のポートフォリオにおいては、パフォーマンスに大きなマイナス影響を与えかねない投げ売りや強制ロスカットなどを避けることができました。

経験や冷静さを保つ力が重要である一方、行動面だけでなく精神面からの柔軟性も要求されます。多くの投資家は、1987年のブラックマンデー以降、数々の危機を乗り越えてきました。それぞれの危機の原因や対処方法も様々であったと認識しています。そのため、その当時の認識は、その当時の役割や経験によって異なるものになってくると考えています。

当社は投資哲学と投資アプローチに忠実であり続け、従業員やお客様に近い立場で考え運用することにより様々な報道に対する極端な反応や短期的な動きに追従せざるを得ない市場傾向に対して一線を画すことが出来ることを実証しました。

### 株式市場の地域別の長期パフォーマンス



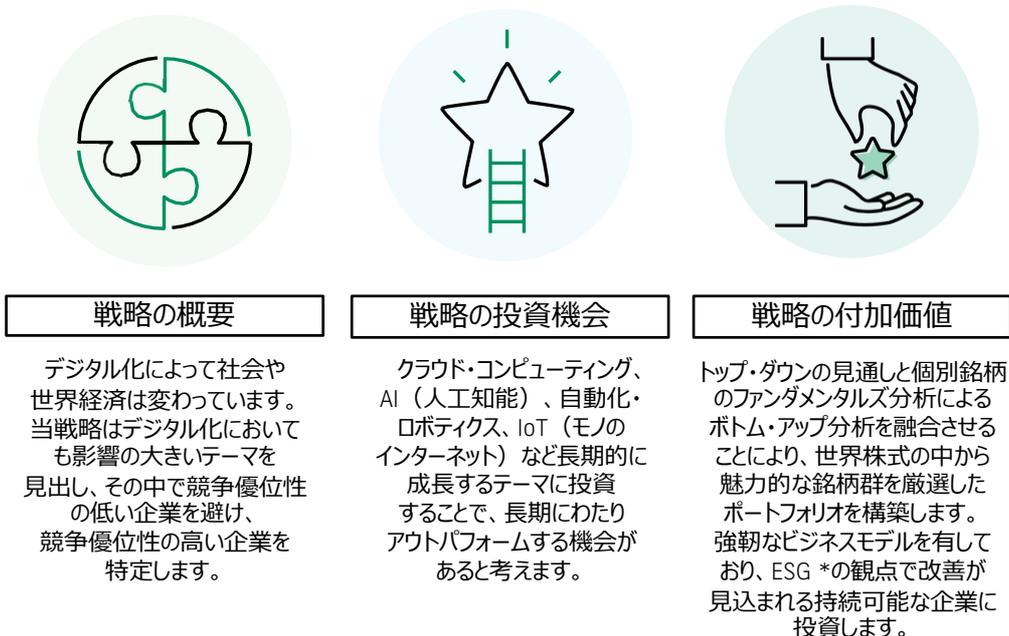
出所：ブルームバーグ、2020年3月現在

## 将来への展望

新型コロナウイルスの感染拡大は、第二次世界大以降に世界中に波及した最初の危機であり、発生した原因も世界各国の対応も独特なものです。この世界的な危機に対処する有効な処方箋はなく、人的被害や経済的損失の大きさも加わって、最終的には社会に対して大きな衝撃を与えることになると考えています。

この経験は、当社の投資家としての投資行動を見直すきっかけとなります。新型コロナウイルス禍の混乱はすでに重大な影響を及ぼしていますが、今後も産業界や消費者行動に重大な影響を与えるでしょう。在宅勤務やコミュニケーションを可能にする技術に関する分野は恩恵を受ける一方で、出張関連ビジネスについては大きなダメージが生じる可能性があります。世界的な混乱により、消費者の行動パターン、仕事とレジャーの配分、企業の業務様態などに永続的な変化を引き起こす可能性があります。今回の世界的な混乱は、我々が経験する生活様式に変化を与える唯一のイベントではありません。今回の件が耳目を引くのは、本件がもたらすであろう混乱の大きさです。技術革新や消費トレンド、そして政治的な動きが、数十年にわたって徐々に社会や経済の構造変化を促す一方で、こうした危機は急速に再編成の引き金を引く可能性があります。そのため、これまで数十年かかっていた行動の変化は今後、もっと急速な時間軸で起こるかもしれません。

### ディスラプティブ・テクノロジー戦略について



出所：BNPパリバ・アセットマネジメント、2020年3月31日現在

過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆するものではありません。

\* ESGとは、Environmental（環境）、Social（社会）、Governance（ガバナンス）の略

## 変化は進行中...

社会の急速かつ劇的な変化は必然的に経済活動、企業業績、そして最終的にはバリュエーションの大きな変化につながるでしょう。これは、各テーマに関する綿密なファンダメンタルズ分析に裏打ちされた確信度の高い運用を信じる長期投資家にとっては魅力的な投資機会となります。運用プロフェッショナルとしての当社の任務は、その破壊的な変化の性質を迅速に捉え、最も柔軟に対応する方法を特定することです。その際に、景気循環、市場の金利水準、貿易や規制政策の流れなど、マクロ経済の背景について十分に理解することは非常に重要です。しかし、投資を行う対象は経済ではなく企業になりますので、こうしたより深い社会経済的要因が、グローバル企業にどのように影響を与えるかを見極めます。

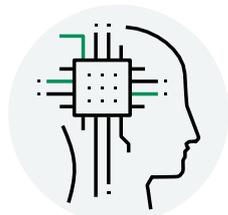
### ディストラプティブ・テクノロジー戦略における投資テーマ



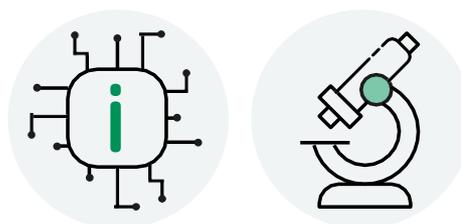
クラウド・  
コンピューティング



IoT  
(モノのインターネット)



AI (人工知能) /  
データ解析



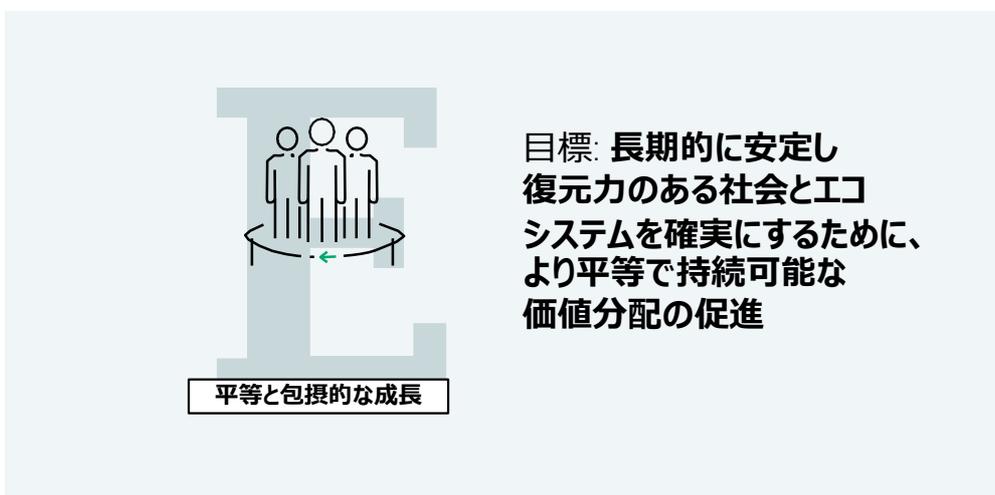
先進的な  
テーマ



自動化 /  
ロボティクス

## 新しい社会の在り方とは？

新型コロナウイルス禍による世界的な混乱により、第二次世界大戦後と同様に新しい社会の在り方が議論されています。当時は経済復興と共に、全ての人に対する医療および教育サービスの提供が優先されました。所得や富の不均衡に対処することの重要性が既に政治的課題として取り上げられていますが、今回の世界的な混乱はさらなる抜本的な変化のきっかけとなるでしょう。ロックダウンが所得と個人資産に与える経済的影響は個々人によって異なります。貯蓄を取り崩した人もいれば、特段大きな影響を受けなかった人もいます。2008年の世界金融危機後の緊縮財政政策が繰り返される可能性は低いものの、「私から私たち」へ、そして利己主義から博愛主義へ進化するにつれて、比較的裕福な人たちは増税に限らず、より大きな役割を担う必要があります。今回の新型コロナウイルス禍では、社会全体が、低所得者層に多く「エッセンシャル・ワーカー」と呼ばれ、社会の機能を維持するために最前線で働く、多くの人々によって支えられていることを改めて認識させられました。



新しい社会の在り方を予測することは簡単ではありませんが、徐々に持続可能性に配慮した社会が形成されるかもしれません。例えば、大気汚染により重度の呼吸器疾患で数十万人の人が亡くなった後であれば大気質を劇的に改善する政策の合意を得やすく、効果的かもしれません。また、新型コロナウイルスの感染が急速に世界に拡大したことにより世界中が繋がっていることの脆弱性が認識されたことにより、グローバル化から取り残されていた多くのブルーカラー労働者が益々グローバル化を拒むことになるかもしれません。

投資家として、企業を取り巻く規制や独占禁止法の枠組みが抜本的に変更される可能性に備える必要があります。これは、個人にとっての税制改正や福利厚生制度の制度変更を意味すると共に、バリュエーションにも影響を与えるでしょう。また、より開かれた社会の実現には、消費者の行動変化が政治家の行動を上回る可能性があり、持続可能性がこの明らかな例です。脱炭素経済への移行と両立しないと考えられる商品やサービスへの需要は、政治家の介入よりも早く低下する可能性があります。

## 合理的楽観論

資本市場に支えられた科学やイノベーションが、様々なグローバルな課題に対し、拡張可能な解決策を提供すると考えます。投資家としての当社の役割は、経済および消費者行動の変化を認識し、促進し、それによって利益を得るために最も努力している企業を特定することです。その代表例が医療分野です。新型コロナウイルス禍による混乱により、常にフル稼働に近い状態で稼働するか、またはごく一部のしか対象にしない医療システムのリスクが表面化しました。こうした課題に対して徐々に対処するべく、医療分野への支出が拡大すると予測しています。また、バイオテクノロジーや医薬品業界では新型コロナウイルスを封じ込めるため、臨床治験、抗ウイルス薬の開発、そして最終的にはワクチンの開発等の様々な分野で多額の投資を行うことが予測されています。それ以上に、技術革新が医療サービスの質を向上させるという根幹にある投資テーマは不変であり、こうしたトレンドを推進する企業の収益は維持され続けると信じています。これは、患者と臨床医の距離を隔てた診察を可能にする遠隔医療の技術や、遺伝子配列解析の進展を利用した新しい治療法の開発など様々なものに当てはまる可能性があります。

### 医療業界における主要な革新的なトレンド



遺伝子組み換え  
技術の開発・強化



医療機器開発における  
小型化・自動化の推進



画期的な  
治療法



医療問題の解決に  
ビッグデータを活用



介護サービスの提供方法の多様化  
および医療費削減の推進

## 新しい働き方

新型コロナウイルス禍の混乱が引き金を引くと思われるもう一つの変化は、働き方です。この数十年で、グローバル化と自動化によって、業務を行う場所の変更やそれらの業務を人と機械のどちらが行うのかを判断するなど、業務形態が徐々に変化してきました。新型コロナウイルスの感染拡大を抑制するためにロックダウンを決断したことにより、働き方が数日で劇的に変化することとなりました。技術的には新型コロナウイルス禍の混乱以前から多くの人が自宅で働くことが可能であった一方で、オフィスが私たちの生活や都市の中心地ではないと想像することも困難でした。

新型コロナウイルスの感染拡大により我々は、多くの企業にとって従来の勤務形態ではなくテレワークが実行可能な選択肢であることを示しました。企業はオフィス賃料を大幅に節約することができるかと判断し、従業員は在宅勤務の方がより柔軟性が高く、さらに通勤にかかる時間と費用を使う必要がないと考えるでしょう。当社の考えでは、この迅速かつ効率的に作業を進められる勤務形態、「アジャイル・ワーキング」への移行は今後も続く見通しであり、多くの面で大きな影響を与えるでしょう。これは、在宅勤務を効率的かつ安全に行えるようにする技術および勤怠管理サービスへの需要拡大を意味する一方で、従来の勤務形態が重要視していた通勤時間や住居地への依存が減少することを意味します。

最後に、新型コロナウイルスの感染拡大は、公共交通機関および飛行機の利用率、エネルギー消費量の削減が世界中の国や地域にプラスの効果をもたらすことを証明しました。また、都市交通がもたらす大気汚染や生態系への脅威など、世界の炭素集約型のエネルギーシステムが、地球に及ぼしている壊滅的な影響も浮き彫りになりました。海洋、河川、土地や農業が経済活動と経済発展の基盤となっていることから、自然資本の驚くべき重要性を再認識させられました。

エネルギー大転換戦略では、グローバルに展開する約1,000社を投資対象とし、世界のエネルギー・システムの脱炭素化、デジタル化、分散化の3つのテーマに投資します。



再生可能  
エネルギーの  
発電関連事業

**脱炭素化**  
再生可能エネルギーの  
発電に関連する  
エネルギー・システム

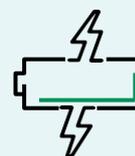
- 再生可能エネルギー発電
- 風力発電設備
- 太陽光発電設備
- バイオ燃料およびバイオマス発電関連
- 水素および燃料電池製造
- その他再生可能エネルギー設備



エネルギー技術  
および効率性  
関連事業

**デジタル化**  
電化・効率化・  
技術革新に関連する  
エネルギー・システム

- 産業用エネルギー効率性
- 環境配慮型建物（グリーンビルディング）設備および素材
- 再生可能エネルギー材料
- 先進的なエネルギー効率性素材



エネルギー・  
インフラ、送電、  
蓄電関連事業

**分散化**  
インフラ、送電、  
蓄電を通じた  
エネルギー・システム

- 次世代自動車および輸送手段
- 次世代輸送用素材
- スマート・パワーおよびガス・ネットワーク

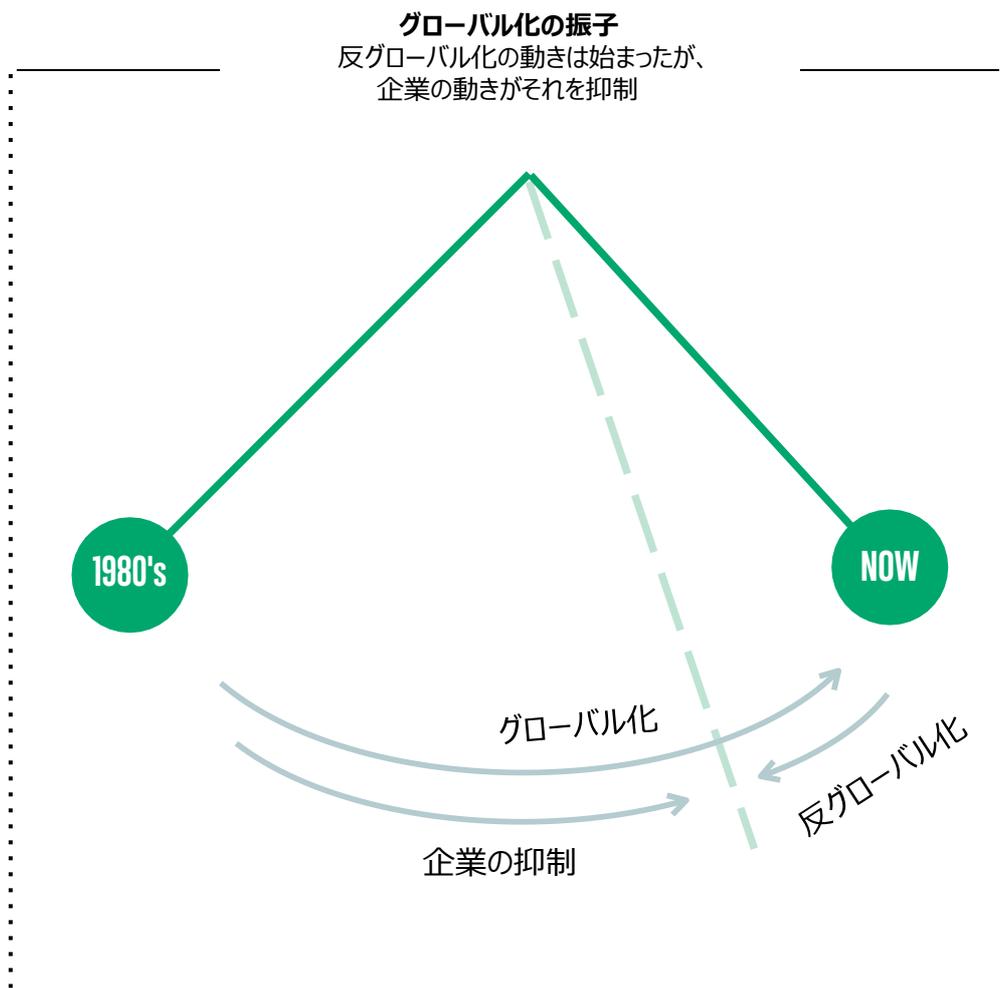


出所：BNPパリバ・アセットマネジメント、2020年3月現在

## 企業環境の再構築

新型コロナウイルス禍による混乱がもたらした経済的打撃によって、企業が協調し企業行動に変化を促す可能性があります。これによりグローバル化時代に形成された企業を取り巻く環境は少なくとも部分的に変化するでしょう。生産工程の各段階で、消費者に届くまでに何度も国境を越える看板方式（ジャストインタイム生産方式）は、コストを最小限に抑える最も効果的な手法かもしれませんが、生産管理が脆弱であるという代償を払っています。主たるサービスを外部プロバイダーに委託することも同様です。企業はより柔軟なビジネスモデルを重視するようになり、これは生産拠点を国内回帰をも意味するため、すでに国内で効率的なサプライチェーンを確立した企業が恩恵を受けるようになるでしょう。別の課題として、製造業のテクノロジーへの依存度が増すにつれて、サイバー攻撃からの脅威に対する支出も増加するでしょう。また、医療機器を国内で生産できるようにならなければいけないなど、特定の産業において、政治家は国家安全保障または保護主義政策の一環として、反グローバル化を奨励、あるいは強制する動きがあるかもしれません。

### グローバル化の部分的な反転?



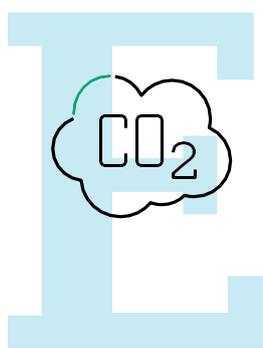
## 明日に向けて – 世界の秩序が変化する中で

貿易戦争における最大の関心は、世界の超大国である中国と米国の関係です。現実的な見通しとして、特にテクノロジーの分野においては、グローバル市場が二極化すると考えられています。繰り返しになりますが、これは新型コロナウイルス禍の混乱が既存の投資テーマを補強している例です。戦略的な「中国への資産配分」の利点については多くの記述がありますが、投資の世界においてはそれよりも特別な意味合いがあると考えます。当社は「中国における、中国のための」という主張を強く信じています。つまり、中国の消費者が顧客となっている企業への投資です。一方で先進国、特に米国の消費者に到達する前に中国を経由するバリュー・チェーンに組み込まれた企業への投資は、それほど魅力的ではありません。

世界銀行の新しいチーフ・エコノミストである、カルメン・ラインハート氏は、新型コロナウイルス感染症はグローバル化にとどめを刺したと述べていますが、結論付けるには少し時期尚早であると考えています。企業の勢いや地政学的リスクが薄れていく一方で、世界中には、強固なバランスシート、優れたビジネスモデル、優良顧客を有する、数多くの企業がアジア、欧州、米国に存在しています。著者が働くこうした企業は株主に対して健全な利益を確保し続けると考えます。

変化は宿命です。社会は以前の姿に戻ることはなく、変化が投資の根幹にあることに変わりはありません。当社は投資哲学と投資アプローチに忠実であり続けるとともに、従業員やお客さまに寄り添い続けます。ストレスを抱えている時は、冷静な判断、適正な人的資源の配分、そして確信度に基づいた慎重なポートフォリオ構築が求められます。これらが富を生み出す上で重要な要素なのです。

### BNPパリバ・アセットマネジメントの取組み



#### エネルギーの転換

目標: 低炭素経済へのエネルギー転換に、実質的に貢献



#### 環境の持続可能性

目標: 投資がもたらす環境への影響を向上



#### 平等と包摂的な成長

目標: 長期的に安定し復元力のある社会とエコシステムを確実にするために、より平等で持続可能な価値分配の促進

## ご留意事項

- 本資料はBNP Paribas Asset Management Franceが作成した情報提供用資料を、BNPパリバ・アセットマネジメント株式会社が翻訳したもので、特定の金融商品の取得勧誘を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- BNPパリバ・アセットマネジメント株式会社は、翻訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。万一、原文と和訳との間に齟齬がある場合には、英語の原文が優先することをご了承下さい。
- 本資料における統計等は、信頼できるとされる外部情報等に基づいて作成しておりますが、その正確性や完全性を保証するものではありません。
- 本資料中の情報は作成時点のものであり、予告なく変更する場合があります。
- 本資料中の過去の実績に関する数値、図表、見解や予測などを含むいかなる内容も将来の運用成績を示唆または保証するものではありません。
- 本資料で使用している商標等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該商標等の権利者に帰属します。
- BNPパリバ・アセットマネジメント株式会社は、記載された情報の正確性及び完全性について、明示的であるか黙示的であるかを問わず、なんらの表明又は保証を行うものではなく、また、一切の責任を負いません。なお、事前の承諾なく掲載した見解、予想、資料等を複製、転用等することはお断りいたします。

The risks associated with investments in shares (and similar instruments) include significant fluctuations in prices, negative information about the issuer or market and the subordination of a company's shares to its bonds.

The value of investments and the income they generate may go down as well as up and it is possible that investors will not recover their initial outlay.

Strategies investing in growth stocks may be more volatile than the market in general and may react differently to economic, political and market developments and to specific information about the issuer.

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT UK Limited, "the investment company", is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority. Registered in England No: 02474627, registered office: 5 Aldermanbury Square, London, England, EC2V 7BP, United Kingdom.

This material is issued and has been prepared by the investment company. This material is produced for information purposes only and does not constitute: 1. an offer to buy nor a solicitation to sell, nor shall it form the basis of or be relied upon in connection with any contract or commitment whatsoever or 2. investment advice.

Opinions included in this material constitute the judgment of the investment company at the time specified and may be subject to change without notice. The investment company is not obliged to update or alter the information or opinions contained within this material. Investors should consult their own legal and tax advisors in respect of legal, accounting, domicile and tax advice prior to investing in the financial instrument(s) in order to make an independent determination of the suitability and consequences of an investment therein, if permitted. Please note that different types of investments, if contained within this material, involve varying degrees of risk and there can be no assurance that any specific investment may either be suitable, appropriate or profitable for an investor's investment portfolio.

Given the economic and market risks, there can be no assurance that the financial instrument(s) will achieve its/their investment objectives. Returns may be affected by, amongst other things, investment strategies or objectives of the financial instrument(s) and material market and economic conditions, including interest rates, market terms and general market conditions. The different strategies applied to the financial instruments may have a significant effect on the results portrayed in this material.

This document is directed only at person(s) who have professional experience in matters relating to investments ("relevant persons"). Any investment or investment activity to which this document relates is available only to and will be engaged in only with Professional Clients as defined in the rules of the Financial Conduct Authority. Any person who is not a relevant person should not act or rely on this document or any of its contents.

All information referred to in the present document is available on [www.bnpparibas-am.com](http://www.bnpparibas-am.com)

The value of investments and the income they generate may go down as well as up and it is possible that investors will not recover their initial outlay.

Investing in emerging markets, or specialised or restricted sectors is likely to be subject to a higher than average volatility due to a high degree of concentration, greater uncertainty because less information is available, there is less liquidity, or due to greater sensitivity to changes in market conditions (social, political and economic conditions).

Some emerging markets offer less security than the majority of international developed markets. For this reason, services for portfolio transactions, liquidation and conservation on behalf of funds invested in emerging markets may carry greater risk.



**BNP PARIBAS**  
**ASSET MANAGEMENT**

**The asset manager  
for a changing  
world**