



# 急速に変化する世界において革新的企業は いかにして圧倒的な優位性を確立したのか？

テクノロジーがキャパシティを解き放つ中、市場における勝者の見極めが肝心

2019年7月

## サマリー

- 空前のカネ余りや新たなテクノロジーの出現が追い風となり、創造的破壊のトレンドは引き続き加速し、業界や経済を大きく変えている。
- こうしたトレンドの影響により、現在のような低成長環境では利益が一握りの成功した企業に集中するようになり、投資家のリターンに影響が出ている。
- このため、変革の波に乗る企業を発掘するためのアクティブな投資アプローチが求められる。



**David Eiswert**  
グローバル・フォーカス・グロース株式運用  
戦略  
ポートフォリオ・マネジャー

私たちは急速な変化の時代に生きています。現在は創造的破壊が随所に見られ、低金利とカネ余りがこれを加速しています。しばしばそれは先に動いた者が獲物の大部分を獲得する「勝者独り勝ち」の構図となりがちです。また、それは爆発的なスピードで進展することもあり、特に、イノベーションが熱狂的な消費者の需要と結び付いて、既存の市場を一変させる大ヒット商品が生まれる時はそうです。コストやクオリティの面で競争力の強い新規参入者が登場すると、古いビジネスモデルは一蹴されてしまいます。一方、初期のアイデアを確立されたビジネスに育てるのに必要な時間が大幅に短縮され、既存企業がそれに対応することが難しくなっています。

投資家には、こうした変化の経済や市場への影響を理解することが必要不可欠です。個別銘柄レベルでは、変革の波に乗る企業とそれに翻弄される企業のリターン格差が非常に大きく、この傾向は今後も続くと思われるので、創造的破壊のインパクトを理解することはさらに重要です。

## イノベーションと自然独占により業績に 大きな差が出る

創造的破壊の結果、幅広い業界にわたって企業業績に大きな差が生じており、それまで市場を支配してきた多くの企業がその犠牲になっています。被害者には、動きの遅い実店舗小売企業、減少するユーザーと広告収入に依存する伝統的メディア企業、長年確立されたブランドの独占的優位性が失われている消費財メーカーなどがあります。

歯磨き粉のようなシンプルな商品のメーカーでさえ適応と競争に苦労しています。既存の日用品メーカーは、販売方法や購入形態を規定してきたモデルが根本的に変わり、苦戦を強いられています。eコマース（電子商取引）は棚スペースが無限にある一方、スーパーの売り場には限りがあります。広告や顧客エンゲージメント（商品やサービスを提供する企業と顧客の間の関係）のパターンも変わりました。伝統的なテレビ広告や活字広告は、即時購入・翌日配達が可能なInstagramやYouTube上の近代的な販売促進手法にシェアを奪われています。

## テクノロジーがキャパシティを解き放っている

— **David Eiswert**  
グローバル・フォーカス・グロース株式  
運用戦略  
ポートフォリオ・マネジャー

**図表 1: 消費者にとっての新たな選択肢が株式リターンに大きな影響を及ぼしている**

2015年12月31日 --2018年12月31日

S&P 500一般消費財セクターのリターン		
<b>+26%</b>	<b>+104%</b>	<b>+3%</b>
S&P500 一般消費財・ サービスセクター	インターネット販 売 & カタログ販 売	アパレル & 高級品

過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを保証するものではありません。

出所: フクトセット (追加ディスクロージャー参照)

eコマースとソーシャル・メディアが広告の参入障壁を引き下げ、予測不能な消費者嗜好の変化に拍車が掛かる

— David Eiswert  
グローバル・フォーカス・グロース株式  
運用戦略  
ポートフォリオ・マネジャー

家庭用娯楽作品のストリーミングおよびウェブ配信におけるイノベーションの結果、娯楽コンテンツの配信と制作の両方に於いてオンデイマンド・サービスが伝統的なCATV会社に挑めるようになりました。ウェブを通じてサービスを提供している会社はグローバルな事業展開に成功し、視聴者ニーズを分析する際、かつてないほど膨大なデータにアクセスできるようになりました。対照的に、一括契約型チャネルに依存する伝統的なCATV会社やコンテンツ制作会社は苦境に立たされています。決定的に重要なことは、創造的破壊の勝者が圧倒的な勝利を収める一方、敗者は惨敗していることです(図表1)。

これらはすべて、現在の低成長・低金利環境において入手可能な流動性と余剰資金の量によって増幅されています。投資家は低利で調達した資金を、利回りを求めて、こうした創造的破壊をもたらす革新的企業へさらび注ぎ込んでいます。

**地域間でも大きな差が出現**

社会政策、金融状況、産業ダイナミクスなどの各地域のファクターによる影響も見られます。この結果、テクノロジー革命の勝者が多くが米国と中国に集中する一方、欧州などの地域では動きの遅い企業がその犠牲になっています。

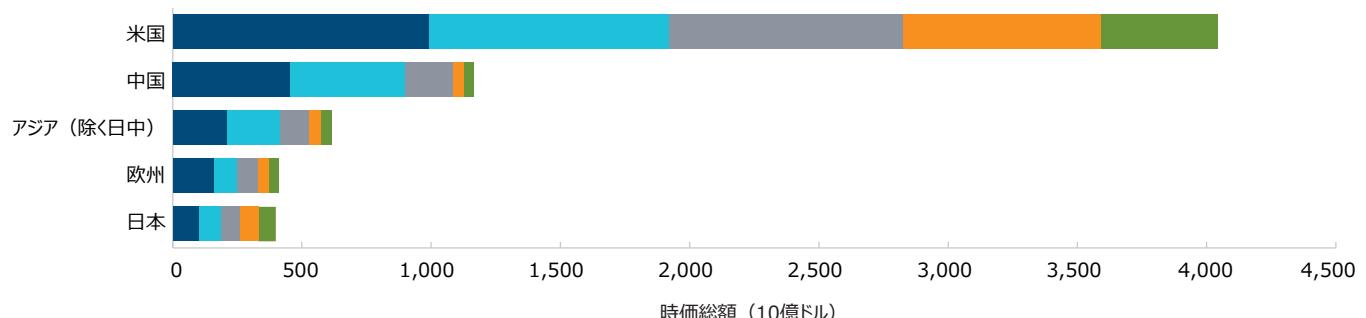
図表2は欧州がこの点でいかに遅れているかを示しており、新たなテクノロジー・セクターにおける「国家/地域」的なチャンピオン企業の育成に欧州が参加していないことの表れです。なぜこのような差が生まれたのでしょうか? それはイノベーションの多くは先発者に有利に働くからです。つまり、先発者はいち早く競争優位を確立し、グローバルな事業展開や圧倒的な財務力を兼ね備えた独占体制を築くことができます。

現状を一変させるイノベーションの多くは米国と中国の特定の分野に集中しています。シリコンバレー(やシリコンバレー)は、Microsoft、Amazon、Apple、Alphabet、Facebookの巨大テクノロジー/プラットフォーム企業5社だけで4兆ドル以上の時価総額を生み出しました。この驚異的な成長は、これらの企業の世界的な事業展開とイノベーションへの投資によって達成されました。

## 図表 2: 先発者利益が米国や中国における独占状態をもたらす

テクノロジーがグローバルな自然独占を生み出す

地域別のテクノロジー企業上位5社の時価総額（10億ドル）（2019年5月16日時点）



ファクトセットのデータを使ってティー・ロウ・プライスが計算 All rights reserved.

上記の銘柄は、MSCI 各地域インデックス（米国、中国、ACWI、欧州、日本）の情報技術およびコミュニケーション・サービス・セクターと一般消費財・サービスセクター内のインターネット販売&カタログ販売業界における時価総額上位5社です。出所：MSCI（追加ディスクロージャー参照）それぞれの棒グラフは各地域の時価総額上位5社を濃紺から緑まで時価総額順に示したもので、米国がMicrosoft、Amazon、Apple、Alphabet、Facebook、中国がAlibaba、Tencent、China Mobile、Baidu、JD.com、日本と中国を除くアジアがSamsung、Taiwan Semiconductor、Tata Consultancy、Infosys、SK Hynix、欧州がSAP SE、ASML、Deutsche Telekom、Vodafone、Telefonica、日本がSoftBank、NTT、NTT DoCoMo、Keyence、KDDIとなっています。

中国もこの現象からとても大きな恩恵を受けており、それを牽引するのは同国が誇るチャンピオン企業です。これらの創造的破壊者の成長を手助けしたのが、外国のウェブ・プラットフォームを排除する同国の決定（Google の検索エンジンは2010年に中国においてブロックされた）です。中国政府は規制、税基盤、インターネット・セキュリティに対するコントロールを維持するという目的も達成しました。

それだけにとどまらず、中国の巨大インターネット企業は米ライバル企業の進化を追い越す好機を捉え、技術革新の最も重要な要素を取り入れ、それを新たなレベルに引き上げることに成功しました。Alibaba は多くのウェブベース・イノベーションの集合体となり、米国の PayPal、Amazon、Facebook、YouTube、Instagram、Google の機能を実質的に1社で兼ね備えています。こうした業務範囲の広さが同社にその顧客基盤に対する並外れた知見を与え、同社が提供するサービスや事業の売上や利益を大きく伸ばすことを可能にしています。

これに対し、欧州は、政策決定の不統一、インターネット規制の不備、プライベート・エクイティによる資金調達や域内イノベーションの欠如など対応すべき問題が山積みです。この結果、欧州はテクノロジーの域内チャンピオン企業が不足しており、地域別MSCI インデックスに占める「破壊的テクノロジー」分野のウェイトは約5%と中国の40%弱や米国の約33%を大きく下回っています（図表3）<sup>1</sup>。

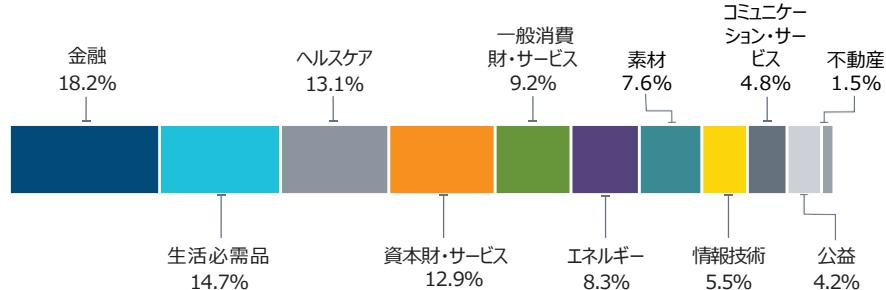
もちろん、金融（18%）、生活必需品（15%）、ヘルスケア（13%）、コモディティ（16%）分野を好む向きには欧州は投資先が豊富にあります。しかし、これらのセクターの域内チャンピオン企業は、低成長、価格決定力の弱さ、中国の脱工業化などの試練に直面しています。欧州の政策当局は成長率やインフレ率を高めるため財政・金融面の刺激策に焦点を当てましたが、急激な技術革新は我々が「デフレの進行」と呼ぶ現象を引き起しています。石油・ガス供給から金融サービス、電気自動車に至るあらゆる分野のキャパシティを解き放つことは、インフレ圧力が抑制されることを意味します。供給能力の拡大はモノやサービス価格の低迷や下落を意味すると同時に、業界が変化する中で大手既存企業が市場シェアを失うことも意味します。

<sup>1</sup> 2019年3月31日時点

### 図表 3: 欧州はこの新たな世界において取り残されている

欧州は創造的破壊に翻弄されるも、創造的破壊者が不在（2019年3月31日時点）

#### MSCI 欧州インデックスのセクター別ウェイト



#### 「破壊的テクノロジー」分野のウェイト



出所: MSCI (追加ディスクロージャー参照)

こうした変革の波に乗るには、投資家はテクノロジー革命の微妙に異なる影響についてのより深い知見が求められる

— David Eiswert  
グローバル・フォーカス・グロース株式  
運用戦略  
ポートフォリオ・マネジャー

#### バリュー株の大半は変革の波に翻弄されている

バリュー株は過去10年の大半を通じてグロース株をアンダーパフォームしてきました。バリュー株に入れ替えるべき時が来たと考えるべきでしょうか、またはこのトレンドの背景には何らかの要因が存在するのでしょうか？

大半のグロース株はバリュエーション面で市場や過去の水準と比べてまだ妥当な水準にあります。バリュエーションを考慮する際には、経済成長やインフレに依存した割安な銘柄は、消費やメディアセクターにおける破壊的創造の犠牲となっている銘柄と同様に、通常、変化の間違った側にいる企業である点を認識する必要があります。また、バリュー株の中には、急速なペースで消耗している企業が存在することから、急激な技術面の変化が企業の長期的な潜在性に及ぼす微妙に異なる影響を特定することが重要です。

#### 明日の変革を常に警戒

変革の原動力である要因を理解し、勝者と敗者を見極め、大きなポジションを取るべき時期やリスクが潜在的なリターンを上回る時を判断するのは難しく、複雑な作業です。しかし、変革に関する知見や、それが企業や業界にとって何を意味するのか想像力を働かせることは、銘柄選びの腕が一番問われるところです。勝者と敗者の明暗が鮮明になっている現在、変革の波に乗ることがかつてないほど重要になっています。

創造的破壊は国境を越えて起きるため、グローバルな視点に立つことが大切です。バリュエーションに着目した参入ポイントが重要で、投資家は市場の混乱時にベストアイデアに投資する勇気もある程度必要です。時に難しい選択が必要ですが、そういう時こそスキルや経験、そして将来のリターン機会に関する知見が役に立ちます。

INVEST WITH CONFIDENCE<sup>SM</sup>

ティー・ロウ・プライスは優れた運用成績を長期にわたり投資家に提供することを目指しています。

## T.RowePrice<sup>®</sup>

### 追加ディスクロージャー

Copyright 2019 FactSet. All Rights Reserved. [www.factset.com](http://www.factset.com)

MSCI 及びその関連会社、並びに第三者ソース及びプロバイダー（総称してMSCI）は当資料掲載のいかなるMSCIデータについても明示的または黙示的に保証、表明するものではなく、一切責任を負いません。MSCI データの再配布または他のインデックス、証券、金融商品の基礎としての使用は認められません。当資料はMSCI によって承認、審査、作成されたものではありません。過去のMSCI データや分析は将来のパフォーマンス分析、予測、予想を表示もしくは保証するものではありません。MSCI データはいずれも投資助言または投資決定の推奨を意図したものではなく、それに頼ることは許されません。

当資料掲載の銘柄はティー・ロウ・プライスが購入または売却した銘柄を代表するものではなく、特定の投資行動を取ることを推奨するものではなく、変更される場合があります。また、上記の銘柄から過去に利益が得られた、あるいは今後得られると推定すべきではありません。

### 重要情報

当資料は、ティー・ロウ・プライス・アソシエイツ・インクおよびその関係会社が情報提供等の目的で作成したものを、ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社が翻訳したものであり、特定の運用商品を勧誘する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。当資料における見解等は資料作成時点のものであり、将来事前の連絡なしに変更されることがあります。当資料はティー・ロウ・プライスの書面による同意のない限り他に転載することはできません。

資料内に記載されている個別銘柄につき、売買を推奨するものでも、将来の価格の上昇または下落を示唆するものではありません。また、当社ファンド等における保有・非保有および将来の組入れまたは売却を示唆・保証するものではありません。投資一任契約は、値動きのある有価証券等（外貨建て資産には為替変動リスクもあります）を投資対象としているため、お客様の資産が当初の投資元本を割り込み損失が生じることがあります。

当社の運用戦略では時価資産残高に対し、一定の金額までを区切りとして最高1.242%(消費税8%込み、10%への変更後は1.265%)の遞減的報酬料率を適用いたします。また、運用報酬の他に、組入有価証券の売買委託手数料等の費用も発生しますが、運用内容等によって変動しますので、事前に上限額または合計額を表示できません。詳しくは契約締結前交付書面をご覧ください。

「T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE」および大角羊のデザインは、ティー・ロウ・プライス・グループ・インクの商標または登録商標です。

ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社〒100-6607 東京都千代田区丸の内1-9-2 グラントウキヨウサウスタワー7F

電話番号 03-6758-3820 (代表)

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第3043号

加入協会: 一般社団法人日本投資顧問業協会/一般社団法人投資信託協会