



## 【AB IQ】

**AB株式運用者ラウンドテーブル：  
グローバル・サプライチェーンの将来** 2020年12月23日

## 【要旨】

新型コロナウイルスの感染拡大によるサプライチェーンの混乱は、多くの業界に打撃を与えた。また、コロナ危機以前から、中国における労働コストの上昇や通商摩擦の激化への懸念を背景に、多くの企業は徐々に中国から東南アジアやメキシコなど他の国に生産拠点を移転していた。本稿では、企業がどのようにサプライチェーンを最適化し、それが収益性や投資リターンにどのような影響を及ぼすかについて、アライアンス・バーンスタイン（以下「AB」）の株式運用戦略ポートフォリオ・マネジャーの見解を紹介する。

## 【主要な論点】

- + 新型コロナウイルスの感染拡大は大半の業界でサプライチェーンの混乱を引き起こし、多くの国々で重要産業における生産能力の確保の重要性への認識が高まった。多くの企業は生産拠点の一部を再配置する計画を加速させている。
- + コロナ危機の結果、多くの企業が万が一に備えて緩衝在庫を積み増した。この傾向は今後も続く可能性がある。価格支配力の強い企業は、このようなサプライチェーンのコスト増を顧客に転嫁することにより、比較的うまく対処することができる可能性がある。
- + サプライチェーンの多様化や自動化を進めている企業や、生産のデジタル化につながるソフトウェアを提供している企業には投資機会があるだろう。企業が利益率を維持するためには、効率性向上やコスト低下をもたらすソリューションが必要になる。

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーの記事を日本語訳したものです。オリジナルの英語版はこちら。

<https://www.alliancebernstein.com/sites/library/ab-equity-roundtable-perspectives-on-global-supply-chains.htm>

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン（以下、「AB」）ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスに関する過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2020年9月21日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

この数十年、企業はコスト引き下げを目指し、世界中にサプライチェーンを拡大してきた。しかし今は、通商摩擦、テクノロジーの覇権争い、ポピュリスト的な政治、新型コロナウイルス危機などにより、企業は調達先や生産設備の場所について見直しを迫られている。世界のサプライチェーンの変化は、企業の収益力や株主価値に重大な影響を及ぼす可能性がある。ここでは、ABの株式運用プロフェッショナル5人に対し、投資先企業や投資候補企業をリサーチする際に、サプライチェーンについてどのように考えているかを尋ねた。

## 1. 新型コロナウイルスの感染拡大はサプライチェーンの本国回帰にどのような影響を与えるのでしょうか？

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー、  
米国小型／中小型成長株式 共同最高投資責任者、  
サマンサ・ラウ氏：



新型コロナウイルスへの対処だけだったなら、企業は緊急事態に備えて緩衝在庫をもっと積み増すだけでよかったかもしれませんが。しかし、コロナ危機に米中の貿易戦争が重なったことで、企業はサプライ

チェーンを幅広く見直す必要が生じています。例えばテクノロジー産業では、過去20年にわたるグローバル化によってサプライチェーンが幅広い地域に分散されてきたことが問題を複雑なものにしています。

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー、  
サステナブル・グローバル・テーマ株式運用  
最高投資責任者、ダン・ロアティ氏：

バンク・オブ・アメリカのリサーチによると、コロナ危機の結果、世界の産業の80%がサプライチェーンの混乱を経験し、多くの企業は生産拠点の一部を集約することを検討したり、そうした計画を加速させています。サプライチェーンの強靭さは、企業の決算説明会でも頻繁に取り上げられる話題となりました。多くの米国企業は、効率性の改善やコスト削減、環境への影響軽減を目指し、自動化を進めると同時に、人工知能やモノのインター



ネットを含むさまざまなテクノロジーを取り入れています。それと比べるとサプライチェーンの再配置は容易でないことを踏まえれば、地理的なシフトが急激に起きることはなさそうです。

アライアンス・バーンスタイン・リミテッド、  
欧州バリュー株式最高投資責任者 兼  
グローバル及びインターナショナル・バリュー株式  
ポートフォリオ・マネジャー、タウヒード・アリ氏：

通商摩擦を巡る懸念の方がコロナ危機よりもはるかに大きな問題だと思います。多くの企業は中国における労働コストの上昇や環境規制の強化を受け、今回の危機前から徐々に中国から転出して



いましたが、通商摩擦が激化し始めて以来、特にテクノロジー業界でそのトレンドが加速しています。製薬会社も、ある程度の本国回帰について口にするようになって

います。新型コロナウイルスの感染拡大に関して言えば、当初は経済システム全体に打撃を与えましたが、世界のサプライチェーンは見事に持ちこたえています。例えば、感染拡大の震源地となった中国の湖北省は多くのサプライチェーン企業が操業している地域ですが、それでも都市封鎖の対象とならなかった他地域にシェアを奪われることはありませんでした。しかし、多くの企業が万に備えて緩衝在庫を積み増したのは事実で、そうした変化は今後も長く持続する可能性があります。

## 2. 労働コストの上昇、通商摩擦、環境・社会・ガバナンス(ESG)問題を巡る懸念などを背景に、米国企業のサプライチェーンの中国への依存度縮小を求める圧力が高まっています。各企業はそれに対応し、グローバルなネットワークを再構築しているのでしょうか？

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー、  
米国成長株式運用 最高投資責任者、  
フランク・カルーン氏：

米国企業が中国から手を引く場合、それは米国に戻るのではなく、ベトナム、フィリピン、マレーシア、タイなどにシフトすることが多いようです。そうした動きは、特に顧客基盤が引き続きアジアにある企業の場合に目立ちます。例えば、ラム・リサーチは最近、韓国に新たなテクノロジー・センターを建設し、マレーシアに生産拠点を開設すると発表しました。この2つの場所はなぜ選ばれたのでしょうか？ 韓国の場合、サムスン電子の近くにいる重要性が高まっていることを反映しています。サムスン電子は通信分野や半導体受託生産を巡る米中の摩擦激化の恩恵を受けています。マレーシアへと向かう動きは、サプライチェーンの複線化に寄与すると同時に

生産コストを引き下げる効果が期待できます。

アライアンス・バーンスタイン・香港・リミテッド、  
中国株式運用 ポートフォリオ・マネジャー、  
ジョン・リン氏：



中国企業は労働コストを引き下げるため、米国との通商摩擦激化が始まるかなり前から、生産拠点を海外に移し始めていました。5年前に東シナ海に面した寧波にあるアディダスのサプライヤーを訪問した

際、同社は生産の一部をすでにベトナムに移しつつあると説明していました。ABのアナリストが2019年、中国の衣料品会社や電子機器メーカーのベトナム工場を訪れたところ、ベトナムの労働コストは中国に比べ約40%安いことが分かりました。さらに、こうした訪問を通じ、各企業が現代の「奴隷労働」について重要な教訓を得ていることも判明しました。ベトナムで話を聞いた工場責任者は、労働環境について世界的な監視の目が強まっていることを強く認識している様子で、業務をうまく外注化するためには、文化的にセンシティブな問題に関し細やかな配慮が必要であることを理解していました(以前の記事『[Is Vietnam Ready to Fill China's Supply Chain Gaps?](#)』(英語)ご参照)。サプライチェーンの再構築が進む中、投資家はこうしたESG問題も注視していく必要があります。

通商摩擦の激化は、中国企業による海外移転のトレンドを加速させました。多くの繊維メーカーは、ベトナムやカンボジア、インドネシアなどで工場を建設する計画を加速させています。興味深いことに、米国の消費財ブランドは、たとえ米国の関税引き上げを回避することなどの理由で工場所在地が変わっても、長い間取引してきたサプライヤーとの関係を維持しています。そのため、そうしたビジネスのキャッシュフロー創出源にアクセスしようとする投資家は、これまでとおおむね同じ中国企業や台湾企業に投資しています。

ラウ氏：小型株の分野では、例えば半導体業界がかなり昔から柔軟性の高いサプライチェーンを構築しています。コロナ危機に見舞われる前から、カッティング、ボンディング、パッケージングといったウエハー加工以降のプロセスに携わる多くのサプライヤーは、すでにベトナム、タイ、メキシコなどに拠点を構えていました。監視の目を逃れるため、あらゆる部品メーカーが一カ国に生産プロセスが集中するのを避けて生産国を曖昧にしようとしていることが、このトレンドを持続させています。例えば、モノリシック・パワー・システムズ社は米国にあるい

くつかの工場を使っていますが、部品を「メイド・イン・ベトナム」にするため、他の国にもかなりの生産プロセスを委ねています。東南アジアとメキシコは引き続きこのトレンドの恩恵を受けると見られます。

### 3. 経済危機の結果、企業にとってはどのようなサプライチェーンに関するリスクが判明し、それについて投資家はどのように評価すればよいでしょうか？

カルーソ氏：一部ではサプライチェーンの脆弱性が表面化しました。例えば、ネットワーク機器メーカーのアリスタ・ネットワークスは、新型コロナウイルス感染拡大の結果、受注してから出荷するまでのリードタイムが2-4週間ほど長くなったほか、製品の出荷に支障が生じました。同社はリードタイムを縮小すると同時に、今後発生しかねないサプライチェーンの混乱に備えるため、2020年末まで在庫水準を引き上げる考えを示しました。



有利な立場にある企業は、もっと容易にサプライチェーンのリスクを軽減することができました。半導体製造装置メーカー大手のASMLは、強力な価格支配力や寡占的な業界構造のおかげで、現在の環境に起因するコスト上昇を顧客に転嫁することができました。また、テキサス・インスツルメンツにとっては、スケールメリットや製品寿命の長さ、自社生産、健全なバランスシートといった要因が追い風となりました。2020年半ば、同業他社が設備能力を縮小する中でも、同社は工場の稼働率を高水準に維持し、緩衝在庫を積み増すことができました。その結果、同社は予想を上回る受注に応じることができ、市場シェアを拡大しました。

物流もリスク要因です。船舶、トラック、倉庫などの安定的な物流システムに依存してきた企業はつまづいています。皮肉にも、極めて短期的に見れば、回転率の高い企業の方が回転率の低い企業よりも大きな打撃を受けました。また、売掛金・買掛金や在庫水準などにより、運転資金にも大きな影響が生じています。危機当初の2カ月ほどは、多くの企業がキャッシュの流出に見舞われ、受注が減速するとすぐにキャッシュフローが回復するといったケースが見受けられました。

アリ氏：コロナ危機の初期には、投資家は債務比率にとりわけ敏感になり、企業が売上高減少に耐えられるか懸念していました。債務リスクを詳しく評価するため、ABではデータサイエンスを用いて、保有銘柄が抱える負



債ばかりでなく、それらの企業の業務を脅かしかねないサプライチェーン全体の債務リスクを把握できるよう取り組みました。それは、目に見えにくい潜在的なリスクを素早く浮かび上がらせる手段となりました。

#### **4. サプライチェーンに関する世界的な環境変化によって、どのような企業や国が恩恵を受けますか？**

**ロアティ氏：**サプライチェーンのローカル化、分散、自動化を促進する企業に大きな成長機会が生まれると見ています。例えば、工場の自動化(FA)システムの会社やFA機器メーカーは、顧客メーカーの生産性や設備稼働率、製品の品質、リソース活用の効率、廃棄物排出量などを改善するばかりでなく、従業員の安全性向上にも役立ちます。サプライチェーンの再構築を検討している企業やコスト増大の可能性に直面している企業にとっては、最も重要な問題の一部です。

生産のデジタル化を促すソフトウェア会社も恩恵を受ける見込みです。デジタル・エンジニアリング・デザイン、シミュレーション、製品の寿命サイクル管理ソフトウェアといったコア商品は、顧客企業が無駄を突き止め減少させるプロセスに寄与するなど、全般的なリソース効率の改善につながります。中期的には、多くの先進国企業が、より政治的問題や貿易問題の少ないアジア諸国や中南米諸国に生産拠点を移すことにより、中国は生産拠点としての世界シェアをある程度失うとみられます。

**リン氏：**コロナ危機により、多くの国々で、重要産業における生産能力確保の重要性に対する認識が高まりました。中国、台湾、そして米国に至るまで、世界各国の政府は、マスクや防護服の生産ラインを新設するために国内企業を支援しました。新型コロナウイルスに関する緊急事態が一服した後も、マスクやワクチンといった重要製品の生産設備やデータセンターなどの重要設備を国内あるいは近隣国に置くことを求める動きは続く見込みです。中国は、これまで長い間「世界の工場」として、こうした重要製品の一部の生産能力の多くを抱えてきました。世界各国がコスト上昇を度外視して国内に生産ラインを設置しようとしているため、中国のメーカーはこうした製品の多くで市場シェアを失うでしょう。

中国にとって、新型コロナウイルスは米国との地政学的緊張を高める要因となったほか、自国企業のサプライチェーンの一部の脆弱さを浮き彫りにするものとなりました。その脆弱性は特にエネルギー企業や食品会社で顕著に見られました。中国は、両分野で輸入依存度を引き下げる努力を進めており、このことは投資家にとっては投資機会をもたらす可能性があります。

#### **5. サプライチェーンの再編に伴う生産コスト上昇が企業の利益や利益率に与える影響は？**

**カルーンソ氏：**それは企業の価格支配力にかかっていると思います。コスト上昇を顧客に転嫁できる企業では、粗利益はそれほど影響を受けずに済むでしょう。例えば、アリスタ・ネットワークスの場合、2018年に関税が引き上げられた際、コスト増加分の少なくとも一部は顧客に転嫁することができました。その結果、売上高は増加しましたが、粗利益はおおむね横ばいとなりました。

収益性に及ぼす潜在的な影響を評価する1つの方法は、その企業が最も低コストの地域からすでにどの程度調達しているかを調べることです。調達先をそれらの地域から他の地域にシフトすれば、相対的に不利な立場になります。

**アリ氏：**今後はより高い在庫水準が定着するでしょう。企業は過去20~30年間、サプライチェーンの効率化や運転資本の効率的な活用を目指してきました。しかし今では、粗利益率の高い商品を持つ企業の間で、「ジャスト・イン・タイム」から「ジャスト・イン・ケース」に少しシフトしようとする動きが見られます。他のすべての条件が同じだとすれば、コストは上昇するでしょう。しかし、全体として利益率が低下するかどうかははっきりしません。確かなのは、価格支配力のある企業はそれを顧客に転嫁できるということです。

**リン氏：**中国のテクノロジー企業に関しては、明示的に中国のテクノロジー分野のサプライチェーンを混乱させることを目指した「貿易戦争」の行方を注視していく必要があります。短期的には、ファーウェイをはじめとする中国のテクノロジー企業に対する米国の制裁は、半導体から通信機器メーカーまで幅広い業界に深刻な打撃を与えています。それに対し、中国政府はサプライチェーンにおける国内調達の強化を目指し、国内テクノロジー企業に対する支援を大幅に拡大しました。長期的に見れば、世界のテクノロジー・セクターのサプライチェーンはおそらく2つのグループに分かれる可能性があります。1つは米国を中心とするサプライチェーンで、もう1つは中国が核となるサプライチェーンです。このことは資本効率の低下を招く可能性があります。例えば、今から10年後に6Gのモバイル通信に関し2つの基準ができれば、テクノロジー企業の研究開発は投下資本利益率(ROIC)が低下するでしょう。

**ロアティ氏：**サプライチェーンのローカル化は多くの企業にコスト増をもたらす見込みですが、最終的な影響は経済的な問題だけにとどまりません。グローバル化により、企業は労働コストを引き下げることに成功しましたが、多くの場合、それは環境の悪化や劣悪な労働環境といった負の側面も伴っていました。投資家は視野を広

げ、サプライチェーンに生じる変化を評価し、株主にもたらす短期的な影響ばかりでなく、すべてのステークホルダーにとっての長期的な影響について検討しなくてはなりません。多くの企業にとって、生産拠点の移転に伴う短期的なコスト上昇はブランドのリスクを軽減し、規制リスクを引き下げ、従業員の生産性やモラルを改善する要因となり得ます。こうしたトレンドが続く中、投資家は企業がサプライチェーンを移転する方法や理由を監視し、必要に応じてESG問題に関与することによって、非常に重要な役割を果たすことになります。

**ラウ氏：**コロナ危機とは関係なく、労働コストの上昇を受け、自動化やロボットの活用はすでに進み始めていました。こうした動きはテクノロジー業界だけでなく、ファ

ストフード業界や運輸業界などでも起きています。米国企業がより多くの生産工程を米国内の拠点に戻す動きが広がり始めれば、それは最も注視すべき重要なトレンドとなるでしょう。イノベーションや自動化は、経済の次のサイクルにおける重要な投資アイデアとなる見込みです。効率性の向上やコスト構造の引き下げに寄与し得るソフトウェアやハードウェアに積極的に投資している企業は、競合他社と差別化し、利益率を相対的に引き上げることができるでしょう。ABでは、今後のあらゆる困難に備えて自動化への投資やサプライチェーンの再構築を進めている先見性のある企業に注目して行きたいと考えています。何もしないことが勝利への戦略になるとは考えにくいからです。

## アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】 一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会／日本証券業協会／  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

### 当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

#### + 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様へ帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

#### + お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- + 申込時に直接ご負担いただく費用 …申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
- + 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- + 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

### ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金及び利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。