



【ABIQ】

サプライチェーンの再構築：投資家にもたらす機会とリスク



2022年9月9日



エリック・デュレンチョーク

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
米国中小型バリュー株式運用 ポートフォリオ・マネジャー

ジョナサン・バーコウ

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
株式部門 データサイエンス ディレクター

ジェームズ・マクレガー

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
米国中小型バリュー株式運用 最高投資責任者
米国バリュー株式運用 責任者

グローバル・サプライチェーンが大きな混乱に見舞われる中、自動車会社やスマートフォン・メーカーを始め、世界中の企業が供給体制の再構築を進めている。株式投資家は、どの企業が新たな現実に積極的に適応しているかを見極めるため、分析ツールやエンゲージメント・スキルを磨かなくてはならない。

これは近年で最大のビジネス革命かもしれない。企業は過去数十年にわたるグローバル化の流れの中で、世界で最も安く部品を調達できる場所や最も安く製品

を生産できる場所を探してきたが、ここに来てサプライチェーンの再構築を目指す競争が始まった。米国と中国の貿易戦争、新型コロナウイルスの感染拡大に伴うロックダウン、そして最近ではロシアのウクライナ侵攻などによって、オフショアリング(生産拠点の国外移転)の妥当性を見直す企業の取り組みが加速している。

コストはもはや最大の優先事項ではなくなっている。経営陣は労働力から輸送手段に至るまで、あらゆる要因で混乱が生じるリスクを考慮し、生産プロセスにおける

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版は[こちら](#)。

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、2022年6月17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ABI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。

すべての段階について複雑な費用対効果分析を行う必要がある。賃金や投入コストの上昇が、この作業をさらに難しくしている。

新たな方程式

リショアリング(生産拠点の自国回帰)に関する新たな方程式は、全く新たな問いを投資家に投げかけている。何十、何百、または何千ものサプライヤーで構成されるサプライチェーンの弱点をどのように把握するのだろうか？投資家は高まるサプライチェーンのリスクを引き受ける見返りに、もっと大幅な「オフショア・ディスカウント」を要求すべきなのだろうか？サプライチェーンに関する開示情報に詳細な内容が欠けているケースが多い中で、投資家は企業が正しい方向に進んでいるかどうかを確認するため何をすればいいのだろうか？こうした疑問は、現在の混乱が短期的な業績見通しにどのような影響を与えるか、また、サプライチェーンの長期的な「レジリエンス」を確保するために企業がどう取り組んでいるかといった問題を理解するための出発点となる。

アライアンス・バーンスタイン(以下、AB)では、投資家がサプライチェーン問題に取り組むには3つの重要な能力が必要だと考えている。第1に、企業がマクロ/ミクロ経済的な環境変化に耐えられるようサプライチェーンを再構築できるかどうかを理解するためには、綿密なファンダメンタル・リサーチを行う能力が不可欠である。第2に、既存のサプライチェーンのぜい弱性を理解する上で、データサイエンスの果たす役割がますます大きくなるため、この分野の専門性も必要となってくる。そして第3に、一般的な開示情報では得られない知見を手に入れるためには、経営陣との対話が重要になる。

長年にわたり、オフショアリングには明確な経済的合理性があると考えられてきた。一般に、企業がある製品を自国で生産するより20%以上安く生産できるとすれば、オフショアリングは理にかなっている。しかし、現在では、問題はコストだけではなくなっている。企業は特定の場所で調達あるいは生産することのリスクを戦略的に計算し、サプライチェーンの安全性を高めるためにより多くのコストを支払う価値があるかどうかを判断しなくてはならない。コンサルティング会社のカーニーが最近実施した調査によると、企業規模に関わらず、米国企業は今、事業を自国に戻すかどうか決定する上で、労働力や物流のコストばかりではなく、さまざまな要因を考慮しているという(カーニーの記事「[The tides are turning: 2021 Reshoring Index](#)」(英語)ご参照)。その中には、製品の品質、納品までのリードタイム、労働力確保の確実性、カーボン・フットプリントなども含まれる。

企業を理解する：奥深いファンダメンタルズが不可欠

企業や投資家はさまざまな利益と不利益のトレードオフ関係を見直しているが、簡単な答えはない。サプライチェーンの再構築は何年もかかる可能性のあるプロセスだが、今の状況を見捨てることもできない。長期投資を行う投資家は、数年先の将来を見据えたリサーチ・プロセスを用い、市場のボラティリティに惑わされにくいいため、時間軸が短い投資家と比べ、こうした変化をより適切に評価できよう。

投資家がサプライチェーンのぜい弱性や機会を評価するには、企業のビジネスモデル、財務状態、業界ダイナミクスを深く理解する必要がある。企業が将来に向けてどのような投資をしているかを見れば、将来の混乱を回避するために生産地をシフトしているのかといったことも分かる。一部の業界では顧客所在地や収益源との地域的な整合性を高めるため、生産設備に巨額の投資を行っている。

半導体業界はその先駆者の1つだ。インテルは最近、ドイツとアイルランドで新しい半導体製造施設に290億ユーロ投資する計画を発表したほか、米国オハイオ州とアリゾナ州の新工場にも400億米ドルを投資している。台湾セミコンダクター(TSMC)は、日本とアリゾナ州に190億米ドルを投資しており、ドイツでもさらなる投資を予定している。半導体購入企業の一部は、長引く半導体不足にしびれを切らしており、半導体製造企業も対応せざるを得なくなっている。

また、一部の企業は、キャッシュフローを運転資金の増額やバランスシート上の在庫積み増しに充てることを計画している。その場合、キャッシュフローが悪化する可能性があるし、負債を増やすことになる企業もあるだろう。一方、部品の流通に関連している企業や、サプライチェーンに組み込まれている企業の価値は高まりそうだ。この傾向はすでに目に見える形で現れている。さまざまな業界において、最近の決算で予想を上回る業績を上げている流通企業が見受けられ、サプライチェーンの変化が恩恵をもたらしつつあることを示している。

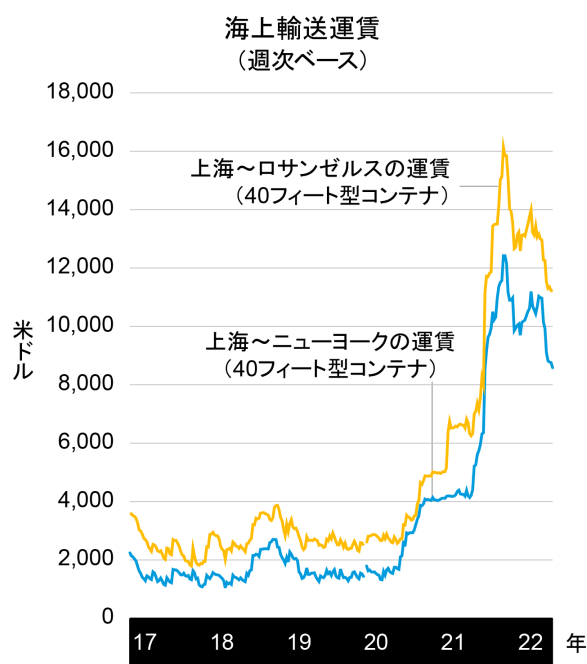
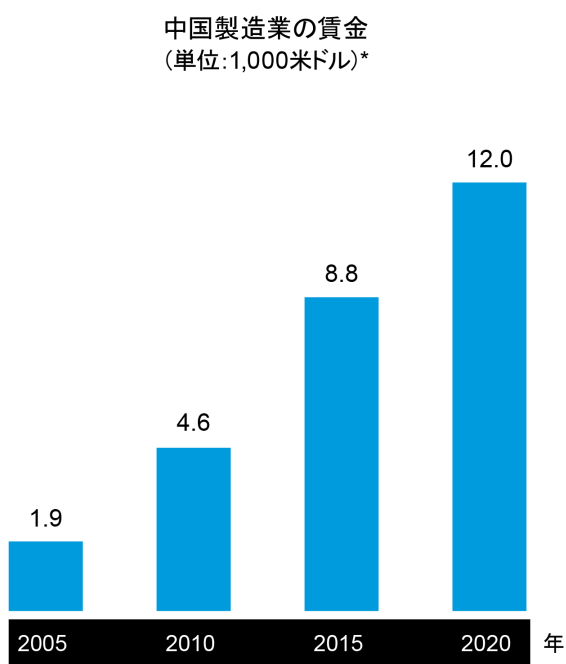
ウクライナにおける戦争は、いくつかの深刻な供給問題を引き起こしている。例えば、航空機の機体やエンジンに使用されるチタンは、あるロシア企業が世界的なサプライヤーとして市場を支配している。ボーイングとエアバスはチタンの新たな調達先を求めて競い合っており、それは欧米のサプライヤーに恩恵をもたらす可能性がある。航空宇宙企業への投資家は、調達先の多様化を目指すこうした取り組みに注目すべきであろう。それは業界におけるサプライチェーンの広範な変化を示唆しているからだ。新たな供給を迅速かつ合理的なコストで確保することは、納期を守り、業績見通しを達成する能力を左右する決定的な要因となる可能性がある。

自動車業界でも、多くのメーカーが部品不足による生産のボトルネックに直面している。ウクライナは自動車用ワイヤーハーネスの主要な供給国だが、紛争で供給に混乱が生じたことから、一部の自動車メーカーは東欧や北アフリカで代替メーカーを探さざるを得なくなった。こうした短期的な解決策は、サプライチェーンの長期的な変化につながる可能性がある。

最近の供給不足により、企業にとってサプライチェーンの問題が最優先課題となっているが、オフショアリングを巡る企業の問題意識の中心にあるのは、長期的なマクロ経済に関する現実である。中国の製造業における

低賃金は、長年にわたり世界中の企業を引きつけてきた。だが、今では中国の賃金が上昇しているほか(図表1)、自動化の進展により、自国に近い場所で生産するために必要だった高コストの労働力がそれほど必要ではなくなっている。輸送コストも跳ね上がっている。米国のある家具メーカーは最近、東欧や中国からの輸送問題が、サプライチェーンに関する今年最大のサプライズだったと言明した。また、米国企業にとっては、国内のエネルギー・コストは海外よりもはるかに安いほか、米中貿易摩擦に起因する関税がさらなるコスト要因となっている。

【図表1】 オフショアリングはまだ経済合理的か？



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。
*人民元対米ドル名目為替レートに基づく平均月額
左図:2020年12月31日現在、右図:2022年4月29日まで
出所:中国国家统计局、トレーディング・エコノミクス、ブルーグバーク、UBS、AB

しかし、こうした傾向も、米国企業が生産拠点を自国に戻すことを自動的に意味するものではない。カーニーのレポートによると、米国の輸入品に占める中国製品の割合は2018年の24.3%から2021年には20.1%に減少したが、生産能力の多くは他のアジア諸国にシフトしているとみられる。このレポートによると、同じ時期に他のアジア地域からの輸入比率は5%ポイント近く増加した。

ビッグデータは大局観を生み出す

中国から徐々に事業を分散しても、必ずしもリスクがなくなるわけではない。そして、投資家にとっては、多様化し

たサプライチェーンの中でいつ混乱が発生するかをリアルタイムで把握するのは困難である。

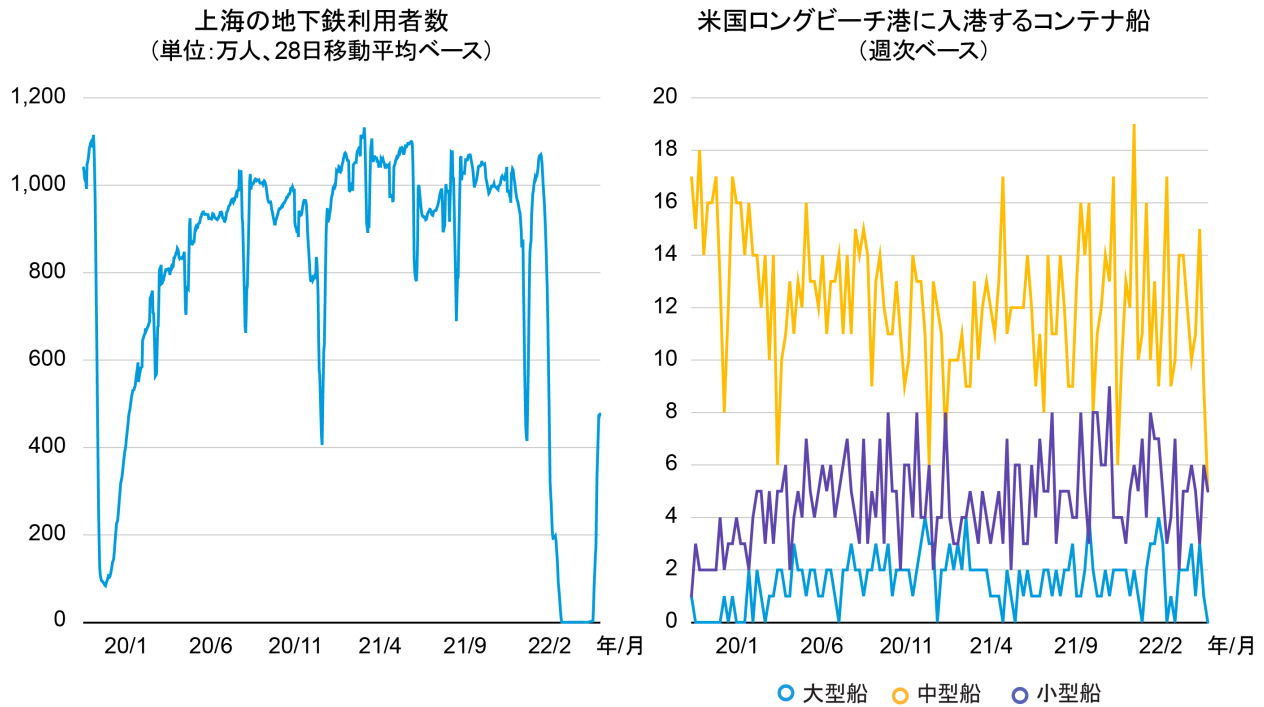
それでも、ビッグデータを用いたツールを利用すれば、投資家が独自に定量的な分析を行うことが可能になり、全体像を把握するのに役立つ。代替的なデータソースに分析対象を広げれば、世界全体におけるシステムのボトルネックやリスク集中ポイントを調査することができる。

例えば、ABではアジアからリアルタイムでボトルネックを監視するのに役立つ「サプライチェーン・ウォーターフォール」と呼ぶツールを開発した。このツールを使えば、新型コロナウイルスによる死亡率を、政府による都

市封鎖、主要都市における職場や公共交通機関の運行状況、貨物輸送、港湾の混雑などを探る代替的なデータとして用いることができる。このサプライチェーン・ウォーターフォールは、そうした活動がいつ活発化し、または停滞しているかに関する情報をもたらしてくれる。

また、中国では交通渋滞や地下鉄の乗客数などをモニターすることで、主要工業都市の活動が停止するリスクを把握することができる(図表2)。上海では最近、地下鉄の利用者が増えており、新型コロナウイルスの感染拡大を受けて2022年初めに実施された全面的なロックダウンから脱却しつつあることが示されている。

【図表2】 代替的データはサプライチェーンの弱点に関する分析を提供



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。
左図は2022年6月12日まで、右図は2022年6月4日まで
出所:UBSエビデンスラボ、ウィンド、AB

代替的データは、リショアリングの長期的な影響を理解する上でも役立つ。リショアリング関連プロジェクトに関する企業の発表をウェブ上で抽出・収集すれば、リショアリングが加速している地域を全体的、あるいは業界別に把握することができる。また、データ・ツールは製造業の求人情報を把握するために使うことも可能で、リショアリング・プロジェクトに関し別の角度から見ることができる。この分析は、リショアリングがより労働集約度の低い職種に集中しているという仮説を裏付ける形となった。

ビッグデータはアナリストに大きな利点をもたらす。この情報を活用することで、ファンダメンタル・アナリストはサプライチェーンの弱点を正確に特定し、その混乱が事業のパフォーマンスにどんな影響を与える可能性があるか予測することができる。データに基づく情報や知見は、アナリストにとってリサーチの根本となる「疑問」を構築する上でも役立つほか、長期的な変化を検討する必

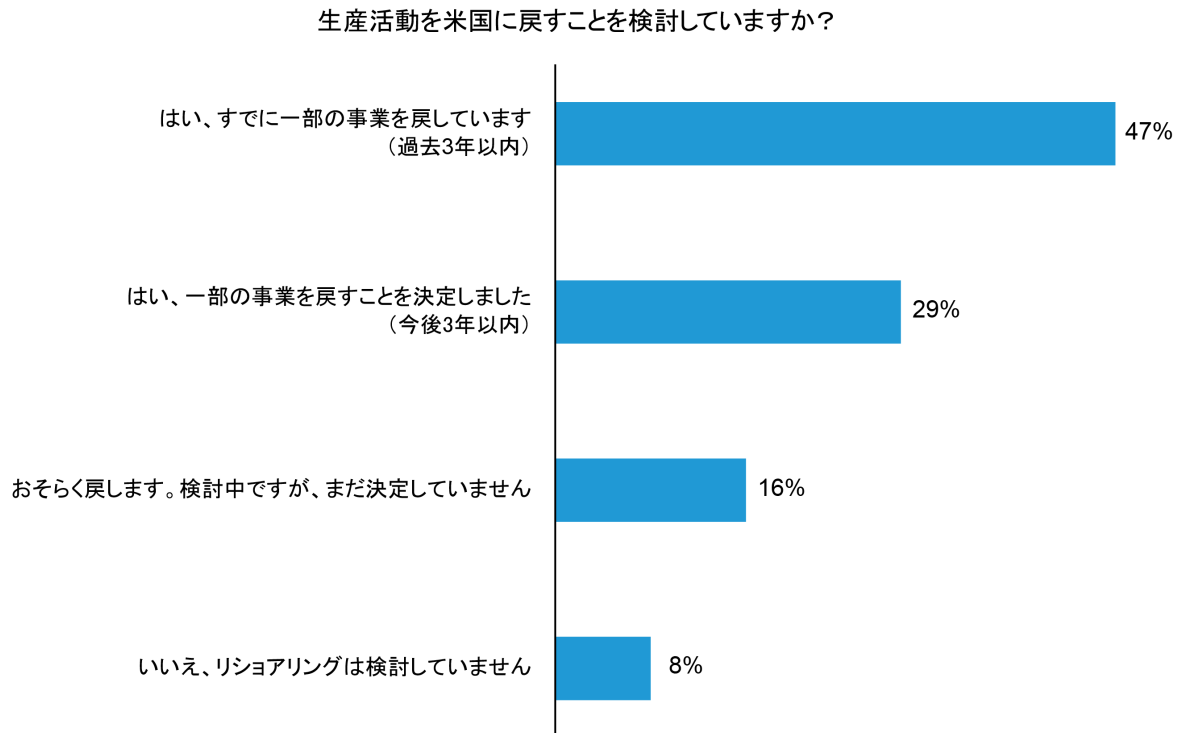
要性について経営陣との対話を行うために必要な情報を提供する。

経営陣との対話: 考え方を理解することの重要性

サプライチェーン戦略を評価する上では、経営陣の考え方も同じくらい重要である。カーニーの調査では、製造業企業の経営幹部の半数近くがすでに一部の生産活動を米国に戻していると答え、今後3年以内に戻す計画であるとの回答も29%に達した(次ページの図表3)。投資家にとって、企業のリショアリング戦略を完全に理解するためには、意思決定を行っている経営陣とのオープンな対話が欠かせない。

サプライチェーンの再構築は戦略的な課題であり、推進力やイノベーションに加えて、短・中期的なコスト増と長期的な利益のバランスを取る能力を必要とされる。投資家が初めに確認しなければならないのは、経営陣が

【図表3】 米国製造業の経営者はリショアリングに向けた取り組みを加速
米国企業を対象とするカーニーの調査



過去のパフォーマンスは将来の運用成果を示唆・保証するものではありません。さまざまな規模の米国製造業企業経営幹部115人を対象にカーニーが2022年3月に実施した調査レポート「潮流は変化しつつある：2021年リショアリング指数」に基づきます。
出所：カーニー

この問題を真剣に受け止めているかどうかという点だ。彼らは毎日、毎週、または毎月のミーティングで、サプライチェーンが抱える難しい問題に取り組んでいるだろうか？

大半の企業にとって、サプライチェーンの再構築はまったく新しい試みである。問題点を特定し、移行プランを立ち上げるためには、適切な人材と適切なシステムが必要になる。経営陣との対話は、企業がサプライチェーンの問題を優先し、適切なリソースを投入しているかどうかを投資家が把握する上で役立ち得る。

そうした経営陣との対話を通じ、業界動向に関する重要な情報をリアルタイムで知ることできる。例えば、近年の自動車には昔よりも多くの電子部品が必要になっているため、このところの半導体不足は自動車生産に大きな打撃を与えてきた。しかし、2022年半ばには、スマートフォンなど消費財の需要が減退したことから、マクロ経済トレンドがこれらの問題を解決する方向に動き始めた。半導体業界の経営陣との対話では、半導体メーカーが生産能力の一部を、収益性の高い消費者向け製品の分野から自動車を含む産業界向けにシフトし始めているという声が聞かれるようになった。こうした対話は、投資家に重要な手がかりを与えてくれる。この

場合、もし供給のシフトが実現すれば、自動車メーカーや他の産業用半導体の買い手にとっては、チップ価格が非常に高い水準から下落する可能性があり、好ましいニュースとなるかもしれない。同時に、それは在庫調整のシグナルにもなり、半導体メーカーの利益が減少する可能性もある。

一方、ある半導体の買い手は、主要メーカーからの調達に関する問題が続いたため、製品に使用するチップの調達先を分散することを決めたことをABとの対話の中で明らかにした。

経営陣との対話は、投資家にとって企業が多様化の取り組みを進める理由について理解する上でも役立つ。生産拠点を先進国に戻すことが必ずしも適切だとは限らない。ベトナムは、中国からの生産シフトを目指すテクノロジー企業や繊維メーカーにとって、とりわけ人気の高い場所となっている。その傾向は、新型コロナウイルスの感染拡大を受けて中国でロックダウン措置が実施されるかなり前から現れていたし、また米中貿易戦争が始まった時期よりも早い。

ベトナムでは中国より人件費が安いことに加え、政府が提供する税制優遇措置が、ナイキやアディダスなどの

多国籍企業を呼び寄せる誘因となった。アジアに拠点を置くABの調査チームは、ベトナムの工場を訪問し、ビジネスや文化的な問題のほか、ベトナムへのリショアリングを成功させるために必要な環境、社会、ガバナンスに関する問題を調査している。

立地条件以外にも、サプライチェーンを見直す戦略的な取り組みにおいては、イノベーションも重要な要素になる。新たな自動化テクノロジーは、賃金コストの高騰に対処する効果的な手段となり得るし、イノベーションは、意外な方法で企業が抱える問題を解決する方法をもたらしてくれる可能性がある。

例えば、合成生物学を活用すれば、プラスチック、肥料、医薬品原料、食品、衣料品など、これまで地球の裏側から調達する方が安かった原材料を、コスト効率の高い方法で作り出すことが可能になる。しかし、企業がこうしたソリューションをどのように取り入れているかを知ること

は必ずしも容易でなく、公開されている決算報告書には記載されていないことも多い。投資家は適切な質問を投げかけることで、企業がテクノロジーに賢明な投資をしているか、サプライチェーンの脆弱性に対する創造的な解決策をもたらす得る特許を取得しているかどうかといった情報を知ることができる。

グローバル化の後退に合わせてサプライチェーンを再構築するには、何年もの時間が必要となる可能性がある。そのプロセスが進むのに伴い、投資家は業界内外の企業を比較し、異なるサプライチェーン構造が業績、リスクプレミアム、潜在的な株式リターンにどのような影響を与えるかを判断する必要がある。これは絶え間ない学習プロセスとなる。しっかりと分析フレームワークを創り上げれば、投資家は時代に先んじて行動し、事業の優位性を長期にわたって維持するために適切な措置を講じている企業に対して確信を持つことができるようになる。

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、全て投資者の皆様に帰属します。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、元金およ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。