



## 進歩は革命にあらず：安定した産業の転換点



デヴィッド・ハウエルズ  
シニア・アナリスト  
RBC 欧州株式チーム

2023年8月

資本主義は、消費者に「選択」を与えてくれます。市場の競争原理が健全に機能していると、その効用による恩恵を消費者は受けられるため、それは理想的な状態と言えます。しかし、選択肢が多すぎると、かえって煩わしさを感じることもあります。実際、Netflixで映画を選ぶときに、延々とスクロールしてしまったことがある方なら、おなじみの感覚でしょう。

資産運用の仕事をしていても、こうした感覚を感じることもあり、当然のことながら、長年に亘って安定してきた業界にもそれを感じることがあります。欧州の全ての銀行、家の前を通り過ぎる全ての自動車ブランド、通りの向かいでオシャレなベッドルーム付きの家を建てている建築会社の社名を挙げていくのは、骨が折れるものです。こうした業界は、一般的に収益性の低いコモディティ化している製品と見なされ、投資家の興味はあまり惹きつけません。

しかし、このような停滞に対する解毒剤があります。それはイノベーションです。今日ではAIがニュースの中心になっているかもしれませんが、長年、「進歩」そして、着実な進歩がみられるところに投資資金は集まってきました。今は、ドットコム企業であれ、ブロックチェーン企業であれ、ディストラクターや未来志向の企業が、投資の理想郷を追い求める投資家を魅了しています。

その結果、進歩した社会を夢見ながら日夜働きつつも、自身の生活は、昔ながらのガソリン自動車で、これまた昔ながらのガスボイラーで暖めた家に帰宅するという矛盾が、より強く肯定されるようになっていきます。内燃機関とガスボイラーの起源をたどると、1870年代まで遡ることができます。内燃のボイラーやディーゼル・エンジンを筆頭に長い年月をかけて進歩してきましたが、ただ、そこに根本的変化はありませんでした。つまり、これらは革新というよりは進化です。しかし、始め有るものは必ず終わり有りというように、1870年代の技術が「旧式」と見なされる日は、実はそう遠くないかもしれません。テスラ、ポルスター、ニオなどが頻繁にニュースを賑わす一方で、内燃機関は訃報記事が書かれているかのようです。

未来の家について話題になることはあまりありません。欧州株式チームは、Barratt Developmentsが、サルフード大学、Bellway Homes、Saint-Gobainと共同で行っている、環境に優しい住宅を建築するというプロジェクトを見学しました。「エネルギー・ハウス」と名づけられたこの研究プロジェクトは、住宅建設業界にとって商業性のある解決策をもたらそうとしています。それは、それなりの規模を持って二酸化炭素排出ゼロの住宅建築を行い、持続可能な住宅建築を推進しようとするものです。その多くの機能に目を見張るものがあり、ヒートポンプ、ソーラーパネル、UVパネル、換気熱回収、木造を基調とした構造などがありますが、これらはほんの一部にすぎません。これまで「環境に悪い」とされてきた業界を「環境に優しい」ものにするために、何が役立ち、役立たないのか、最も実行しやすい解決策は何かを分析し、探求していくことがこの業界のあらゆる分野で求められています。

住宅建設業界における解決策がどのようなものであれ、「一人勝ち」となる可能性は極めて低いと思われる。解決策には多様な方法、ビジネスが必要とされ、タイルを緻密に組み合わせたようなモザイク画のようになっていくと考えています。例えば、ヒートポンプだけを議論し、戸建て住宅には強いが、集合住宅には向いていない、という比較を行うのは時代遅れということです。自動車におけるリチウム電池と水素燃料電池どちらが優れているか、という議論も然りです。何故なら、今は、多面的解決策が求められる時代が始まっているためです。ひとつの新技術が開発され、革新を起こし、業界全体に浸透するような時代が150年あまり続いてきましたが、そうした傾向は急速に過去のものとなりつつあります。

進歩への飽くなき欲求のための、多面的でこの上なく複雑に絡み合った解決策は、投資家や業界外の人にとって垂涎の的となるかもしれませんが、一方で、信頼性のある堅実な方法で、相応の規模で市場に打って出るのは、技術面でかなり難しい挑戦となります。その挑戦は、住宅業界版iPhone開発のようなものと言えます。

英国最大の住宅建築企業である、BarrattとBellwayは、「エネルギー・ハウス」プロジェクトに深く携わっており、将来の業界規制の道筋を決め、英国で二酸化炭素排出ゼロ住宅を提供していくと見られます。これらの大手二社にとって、こうした住宅提供は十分に可能でしょう。業界に幅広い関係者が存在し、積極的な調達部門があるからです。しかし、より小規模であったり、地域の住宅建設企業は、どうでしょうか。時代遅れの技術と原材料では、到底太刀打ちできず、そうした企業がビジネスを継続していくことは、さらに難しくなっていくように思えます。

こうしたことは新しい現象ではありません。住宅建設業界に限ったことでは無く、多くの業界で見られることです。複雑化する業界において、技術的要件や投資規模が急速に大きくなるにつれて、堅城の大手は、必然的に大きくなっていくことでしょう。一方で、堅城を取り巻く小規模企業にとっては、目の前で跳ね橋が上げられ、生き残りをかけた戦いが始まっています。

こうした流れが進む中、投資家は、一つ一つの企業がそれぞれどちら側になるかを見極めていくことが、極めて重要になっています。私たちのポートフォリオは、投資の観点からも堅城な優良企業に的を絞っており、それゆえポートフォリオのポジションも堅固だと考えています。市場シェアを拡大させていくのは、こうした企業であり、一方で、規模が小さく、非効率的で、適切に運営されていない企業は、適者生存を求める資本主義による通過儀礼を受け、路頭に迷うことになるでしょう。

中期的には、こうした企業淘汰により、市場の集中度合いが強くなっていくと思われます。最近みられる自社株買いの増加（2023年に初めて、欧州の自社株買いが、米国と同水準となりました<sup>[1]</sup>。）は、このことを補完するものです。市場全体の利益率の改善に加え、流通する株式数の減少による需給改善によって、米国株式市場に対する欧州株式市場のディスカウントは縮小する可能性が十分にあり、これは欧州市場にとって追い風となるでしょう。

変化を迎えている業界は、常に投資家を魅了します。現在の状況が、自然と発展していくこともありますし、新興の面白い企業の参入があるかもしれません。住宅建設企業のような一見地味な業界が注目を集める時が来ています。やはり、進歩というものとは決して悪いことではないでしょう。

[1] Bernstein, 2023



ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号  
一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融  
商品取引業協会会員

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management (UK) Limitedによってされたものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに他人に配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略への参加の申し出を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性、完全性、または正確性について、明示または黙示を問わず、表明または保証は行われません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものではなく、またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見は、このドキュメントの日付時点のものです。ここに記載されているすべての情報および意見は、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management (RBC GAM) は、カナダロイヤル銀行 (RBC) のアセットマネジメント部門であり、RBCグローバルアセットマネジメント (US) Inc. (RBC GAM-US)、RBC Global Asset Management Inc、RBC Global Asset Managementが含まれます。RBC Global Asset Management (UK) Limited、およびRBC Global Asset Management (Asia) Limitedは、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management (UK) Limitedは、金融行動監視機構によって認可および規制されています。

---



## ■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

ロング・オンリー戦略 (年率、税抜き)

投資対象	投資適格債	イマージン債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%

オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)

運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

## ■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではございませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨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。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家に相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上