

---

White Paper  
グローバル・  
インサイト

---

2023年12月

\*当レポートの原本は  
2023年10月発行

---

# 持続可能な 成長に投資する

## Q3 2023

- 
- 03 景気後退リスクが顕在化する中、グロース株がアウトパフォーム
- 
- 05 人工知能 (AI) : 投資機会とリスク
- 
- 09 銘柄研究: キーエンスのイノベーションと事業戦略の融合

---

# 景気後退リスクが顕在化する中、グロース株がアウトパフォーム

---



**Michael Solecki, CFA**  
Chief Investment Officer,  
Fundamental  
Equity Team

2023年第3四半期の株式市場は、期が進むにつれ金利低下への期待が後退して当初の楽観的な見方が弱まり、再び市場の期待に変化が見られました。しかし、「より長く、より高い (higher for longer)」金利シナリオが定着したとはいえ、株式をポジティブに見る理由があります。

2023年第3四半期は楽観的なムードからスタートしました。それまで市場を牽引していたAIブームがトーンダウンしたとはいえ、インフレとの闘いは米国やその他の国々で勝利しつつあるとの見方が優勢で、市場心理は引き続きポジティブでした。一見したところ、スタグフレーションやハイパーインフレの懸念が一掃され、景気がソフトランディングに向かっていたため、利回りが低下して米ドルが下落しました。このような状況を背景から、市場では強気の見方が根強く、ウォール街のストラテジストは年末の株式見通しの上方修正を急ぎました。また、取引される銘柄の幅も拡大し、もはや「マグニフィセント・セブン (壮大な7銘柄)」が牽引する市場ではなくなりました。7月の主要市場で最も好調だったのは中国でした。

しかし、それは長続きしませんでした。ほどなく減速すると予想されていた米国の経済成長が底堅さを維持する中、新たなシナリオ、すなわち「より長期にわたる、より高い金利水準 (higher for longer)」が生まれました。米10年物国債利回りが突然上昇に転じ、ドルもそれにつれて上昇しました。中国では、中国共産党中央政治局会議で多くの人々が期待した景気浮揚の「バズーカ砲」は発射されず、株式は下落に転じました。エネルギー・セクターが再び上昇を牽引したため、スタグフレーションが再び話題となりました。

このことから教訓を得るとすれば、マクロ予測は困難であり、短期的な予測はさらに難しいということです。シナリオはすぐに変わり、予測者たちの多くが愚かな姿を晒すこととなります。長期的な見通しの下でファンダメンタルズに焦点を当てる方が、はるかに良いと当社では考えています。しかし、悪いニュースばかりではありません。米国超大型株ではバリュエーションが高騰している銘柄がある一方で、引き続き魅力的な投資アイデアを見いだすことも可能です。第3四半期の業績への期待は高まっていましたが、概ね期待を裏切らない結果となりました。MSCI世界株指数 (ACWI) 指数では、業績予想を上回った企業が53%であったのに対し、下回った企業はわずか31%にとどまりました。全体的な利益成長率は前年同期比でマイナス成長となりましたが、2024年の約8%という成長期待はまだ失われていません。

---

当社のポートフォリオ保有銘柄では、大半の銘柄が市場のコンセンサス予想を上回りました。当社の保有銘柄は全般的に景気減速をうまく切り抜けています。しかし、最近の市場の下げを見ると、ソフトランディングのシナリオはいつでも楽観的過ぎる感があります。経済面では金融引締によるさまざまな影響が徐々に広がっており、企業はそれに備える必要があります。経験豊富な経営陣、市場での強固な地位、健全な財務状況を持つ企業は、この(そしてすべての)市場環境を乗り切る上で最も適した状況にあると、当社は考えています。

本四半期ニュースレターでは、人工知能(AI)について当社のリサーチ・アナリスト5名の視点から深く掘り下げます。また、当社が長年追い続け、今なお高い評価を得ている日本のファクトリー・オートメーション(FA)企業キーエンスをご紹介します。

---

# 人工知能 (AI) : 投資機会 とリスク

---

**Diego Cardenas, CFA**  
Research Analyst

**Jeff Looby**  
Research Analyst

**Sandra O’Keefe, CFA**  
Research Analyst

**Frederick Grieb**  
Research Analyst

**William Pitkin**  
Research Analyst

近年、AIほど投資界の注目を集めた技術進歩はありません。さまざまな産業で生産性を向上させ、革新的な変化をもたらすジェネレーティブ (生成) AIの可能性は、私たちの生活、仕事、遊び方に大きな影響を与え続けるでしょう。しかし、AIが何を達成できるのかについて、突飛な主張も多々あります。当社では、ファンダメンタル・エクイティ・リサーチ・チームの主要メンバーに、空想と現実を区別して、投資機会がどこにありそうかを評価するよう求めています。

---

## 重要な疑問を最初に 取り上げましょう。「人工知能」とは一体何でしょうか？

人工知能 (AI) とは、人間の知能を再現することを意図して、過去に収集したデータからの推論に基づいて、コンピューターが高度な分析と意思決定を行う能力のことです。これは新しい概念ではなく、1950年代のIsaac AsimovのiRobotや、1960年代の映画「2001年宇宙の旅 (A Space Odyssey)」のスーパーコンピューターHal 9000のようなSFに登場する知的ロボットを思い浮かべてください。1970年代に行われた、どれだけ人に近いかを判定する「チューリング・テスト」の目的は、コンピューターが人間と同じように十分に「知的に」応答するかどうかを判定することでした。

高度なコンピューターと洗練されたアルゴリズムの出現により、機械学習や深層学習などの確立された技術によって、オートコレクト、自動映画推薦、バーチャルアシスタント、さらには自動運転画像認識システムのような機能が可能になりました。この1年で、会話、ストーリー、画像、動画、音楽などの新しいコンテンツやアイデアを生み出すことができるジェネレーティブAI (生成AI) モデルが誕生しました。生成AIは、一般的に基盤モデル (FM) と呼ばれる、膨大なデータで事前に訓練された非常に大規模な機械学習モデルによって駆動します。大規模言語モデル (LLM) と呼ばれるFMのサブセットは、多くの自然言語タスクにわたる何兆もの単語で訓練されています<sup>1</sup>。

AIが実際にどのように機能するかに関しては、概念的なレベルで、過去のデータから「学習」し、将来の未知のデータから予測や判断を行う識別モデルと生成モデルに分けることができます。こうした概念は、情報に基づいて現在や将来に何か決断を下す際に、過去の経験をどう活かすかという人間の思考に由来します。しかし、コンピューターはデータや情報を人間と同じように捉えることができないため、数学、アルゴリズム、データパイプラインを使用して生のデータから推論を導き出します。

---

## なぜ今、AIが注目されているのでしょうか？

生成AIの転換点は、膨大な機械生成データの増加、容易にアクセス可能な拡張性のある計算容量、そして最も重要なこととして、機械学習 (ML) のアルゴリズムと計算能力の大きな進歩が組み合わさって起こりました。

しかし、生成AIブームの本当の火付け役となったのは、2022年にリリースされたChatGPTです。ChatGPTの登場によって、生産性の向上や大きな価値を創出する可能性を見出すため、AI機能の構築とテストが急速に進められました。大手半導体メーカーNvidiaのJensen Huang 最高経営責任者 (CEO) は、ChatGPTの登場について、応用できる可能性が無限に広がり、かつ容易に利用できることから、AIにおける「iPhone級の衝撃」と表現しました。ChatGPTは発表から2か月後には1億人のアクティブユーザーを獲得し、(この当時) 史上最も急成長したコンシューマー向けアプリケーションとなりました。

ChatGPTの衝撃的な登場を受け、Microsoftは2023年1月、親会社であるOpenAIに数十億ドル規模の巨額投資を行いました<sup>2</sup>。それ以来、生成AIの潜在的な機会 (とリスク) への注目は著しく高まっており、投資家たちは、このテクノロジーの今後の成長で利益が見込まれる企業への投資を検討しています。Microsoftは、法人向けに「Copilot for Microsoft 365」と呼ばれるAI搭載アシスタントを1ユーザー当たり月額30ドルで提供する計画を発表しました。当該製品は、Outlookの電子メールを自動的に要約したり、Word文書をPowerPointのプレゼンテーションに変換したり、Excelスプレッドシートの販売データを分析したりすることで、生産性が向上することが謳われています<sup>3</sup>。

---

## AIがなぜこれほど話題を呼んでいるのかわかりました。では、AIはどいういった事に应用できるのでしょうか？

AIは幅広い産業分野への応用が期待されています。成長の初期段階では、生成AIモデルは、マーケティングやソーシャルメディアにおけるコンテンツや画像の生成において人間のようにテキストを書くことや、営業における電子メールの作成、カスタマーサポートにおけるチャット機能、さらにはソフトウェアコードの生成に重点が置かれました<sup>4</sup>。

将来的には、金融機関がデフォルト・リスクをより適切に評価するためのモデルや、不動産会社が資産価値をより適切に評価するためのモデル<sup>5</sup>、資本財メーカーが製品や機械の設計や構造を改善するためのモデル、消費関連企業が消費者の嗜好をより適切に分析して製品をパーソナライズするためのモデルが登場するかもしれません。こうした例はごく一部に過ぎません<sup>6</sup>。しかし、AI技術の普及はまだ非常に初期の段階です。実際、コンサルティング会社のAccentureは最近、AIを導入できる能力を持つクライアントは、今のところまだ全体の5~10%程度にすぎないと述べています<sup>7</sup>。

重要なのは、今後数十年にわたってAIへの投資の波が何度も押し寄せると予想されることです。現在、基盤となる大規模言語モデル (LLM) とアプリケーションを構築するためにクラウドへの投資が殺到していますが、これははやがて、垂直方向に産業投資の波をもたらし、各業界やセクターにより特化した独自データを使用する小規模なLLMが構築されるようになるでしょう。最終的には、ローカル・コンテキスト (局所文脈)、待ち時間短縮、プライバシー、セキュリティを目的とした、限定的範囲で運用されるエッジAIモデルへの大規模な投資が予想されます。

---

## AIの採用で経済的にはどのようなメリットがあるのでしょうか？

インフラ、研究開発 (R&D)、ITサービス分野におけるAI技術は継続的に発展し、市場規模は2026年までに9,000億ドルに達することが予測されています。McKinseyやPwCなどのコンサルティング会社は、生産性の向上やイノベーションがもたらす世界経済への影響を、長期的には4兆ドルから15兆ドルにも上ると推計しています<sup>8</sup>。

AIの経済効果はセクターによってさまざまです。サービスセクターでは、ヘルスケアやホスピタリティのような分野が最も大きな影響を受けるとInternational Data Corporation (IDC) は予測しており、消費財セクターは商品のパーソナライゼーションから恩恵を受けることが考えられます。影響を受ける可能性が最も低いのは、運輸と金融サービスセクターです。



---

AIの最終的な経済面の影響を見るには、生産性の向上やイノベーションの拡大、消費の増加だけでなく、非倫理的なテクノロジー活用の可能性、および構造的な雇用喪失を相殺して考慮しなければなりません<sup>9</sup>。PwCは、2030年までにAIによって3億人以上の雇用がリスクに晒される可能性があるとして推計していますが、1970年代のATM（現金自動預払機）や1980年代のコンピューター・スプレッドシートが登場した時のように、破壊的技術によって最終的に雇用が創出された例はいくつかあります<sup>10</sup>。

---

**大規模にAIが富を生み出すのは明らかです。しかし、リスクはどうでしょうか？**

技術的な面を見ると、生成AIはまだ開発の初期段階にあり、完全に信頼できるわけではありません。場合によっては、非常に真実味のある答えではありながら、完全に不正解な答えが生成される「幻覚」のようなエラーさえ生じます。さらに、AIは計算のための膨大なエネルギーを必要とするため、環境への影響もあります。また、人種や性別など、意図しないバイアスがエラーに含まれることがあるため、社会的リスクも明らかになっています。特に音楽や芸術の著作権の分野では、AIモデルが無許可で知的財産を使用することが多いため、知的財産権に対して高いリスクがあります<sup>11</sup>。最後に、AIはフィッシングやマルウェアの検出を困難にすることもできるため、セキュリティやサイバーセキュリティ上のリスクもあります。

---

**AIの能力を構築するために何が必要なのかもう少し詳しく教えてください。**

ChatGPTはOpenAIによってGPT-3LLMの上に構築されました。最初は、ほとんどの企業は、Amazon Web Services (AWS)、Microsoft Azure、Google Cloudのような「巨大」クラウドプロバイダーを経由して既存のLLMにアクセスすることで、生成AIを試す可能性が高いと思われる。これらの企業は、既存の生成AI・LLMを利用して独自のアプリケーションを構築するでしょう。

LLMを自社開発するには、コンピューターのハードウェア、ネットワーキング、データで非常に高い要件を満たしていることが前提となるため、自社でLLMを開発している企業はほとんどみられません。LLMの学習には、コンピューターの莫大な計算能力と膨大なデータセットが必要です<sup>12</sup>。また、アプリケーションによって適しているモデルも異なるため、企業は使用する事例に応じて様々なプロバイダーのLLMを試そうとするでしょう。

大半の企業は、一般化されたモデルを独自のデータセットと統合することによって、AIが支援する顧客サービスや社内の生産性向上ツールのような新しい独自のアプリケーションを作成して、生成AIから価値を得ることになるでしょう。社内の独自データをモデルを再度集中的に学習させることで、前述の幻覚やバイアスを大幅に減らすことができるという利点もあります<sup>13</sup>。

そのため、まだ初期段階ではありますが、ほとんどの企業が既存のクラウドストレージやコンピューティングプレーヤーを使ってAI機能を構築しているようです。MicrosoftではOpenAIを経由して、AzureのプラットフォームからLLMにアクセスできるようになるでしょう。同様に、Google Cloudは独自のBard言語モデルを保有しています。また、AWSは、AWS、Anthropic、AI21からLLMへのアクセスを可能にするBedrockと呼ばれるサービスを発表しました。

---

**多くの銘柄でAIの隆盛によって株価が上昇しています。AI技術の勝ち組に含まれるのはどこでしょうか？**

AI技術の“勝ち組”であるかどうかは、2つの要因が決め手になります。つまり、企業がどれだけ早く、どれだけ収益を増やすか、あるいはコストを削減できるかということです。生成AIは新たなテクノロジーの大きなパラダイムシフトを象徴しています。歴史的に、テクノロジー株はこのようなシフトの際に大きくアウトパフォームしており、さまざまなテクノロジー・サブセクターは、迅速な採用で収益が伸びた場合に最もアウトパフォームしています。通常、これらのサブセクターは半導体とハードウェア、次にインフラとデバイス、そして最後にソフトウェアとサービスの順で収益の拡大を実現しています。

---

半導体企業やハードウェア企業は、テクノロジーシフトを収益化するため、まずテクノロジーを実用化してより広範な投資のカタリストとして機能させます。次に、大規模なインフラ企業とデバイス企業がプラットフォームとエコシステムを構築して、技術を商業的に拡大して単価を下げることで、より広範な普及を加速させます。最後に、ソフトウェア企業とサービス企業は、プラットフォーム上で新たなアプリケーションを強化・開発することで収益化を図ります。

---

### AI技術の勝ち組の持続可能な競争優位性と参入障壁にはどんなものがあるのでしょうか？

4つの重要な要因が現在のAIパラダイムの「突破口」をもたらしました。それは、非常に大規模なトランスフォーマーモデル、膨大な計算能力、大量のデータ、そして確立されたクラウドとモバイルの巨大な基盤です<sup>14</sup>。

持続可能な競争優位性とは、最初の3つの要因にまつわる大きな「堀」を意味し、4つ目の要因に容易にアクセスできることです。潜在的な競合他社の前に立ちただかるAI勝ち組の最大の障壁は、何年もかけて作り上げてきた巨大かつ複合的なAIのエコシステムです。これには、クラウドプラットフォーム、新しい基盤LLM、ハブ、ツール、アプリなどが含まれ、これらはすべて大量のエンドユーザーの確立された基盤上で稼働しています。その他の参入障壁には、特許技術、規模、スケール、大規模な研究開発予算などの資金調達先の他、これらのAIエコシステムの構築に必要な設備投資資金を賄うための多額のキャッシュフローが必要になることが挙げられます。重要なのは、こうしたAIエコシステムは、独自の能力を提供する数多くのAI新興企業を含む、様々な幅広い企業によって構築されていることです。

---

### 中核となるAIサプライヤーはどこでしょうか？

当社は、長期的な成長投資を目指す投資家として、長期的な成長トレンドの加速から需要の高まりが見込まれる製品やサービスに、重要な技術やインプットを提供する中核的なサプライヤーを選好しています。個々の勝ち組を選ぶことなく幅広いエクスポージャーを獲得して、とにかく長期的な成長を信じるという思いに揺らぎはありません。

現在、重要なサプライヤーは半導体メーカーと半導体製造装置メーカーであり、これらの企業は景気動向に関係なく、また、通常は従来のIT投資の費用負担のみで、業界全体で加速するAI投資の恩恵を受けています。

---

### 投資の観点から、AIが最も悪影響を及ぼすと予想されるのはどこでしょうか？

生成AIは多くの市場に破壊的な影響を与えるでしょう。その一例として、教育サービス企業のCheggは、特にChatGPTによる影響を理由に業績の下方修正を発表したため株価が50%近く急落しました<sup>15</sup>。生成AIはコンテンツ制作、カスタマーサービス、データ入力など手作業によるプロセスをビジネスモデルとする業界に影響をおよぼすことが予想されます。しかし、これらはほんの一例に過ぎず、私たちがまだ予見できないかたちで、さらに多くのビジネスモデルにも影響をおよぼすでしょう。



---

# 銘柄研究：キーエンスのイノベーションと事業戦略の融合

---

Ramsai Neelam, CFA  
Research Analyst

長年にわたり、生産工程を自動化するファクトリー・オートメーション (FA) の目覚ましい進歩によって製造業の生産性は大幅に向上し、労働力不足やサプライチェーンの制約に効率的に対処してきました。他の多くの国よりも早い段階で高齢化という人口動態上の課題に直面している日本は、FAをいち早く採用した国の一つでした。それ以来、日本のFA企業は、世界のFA市場で重要な役割を果たしています。キーエンス社はその好例の一つです。

キーエンスの名前はあまり知られていないかもしれませんが、1974年に設立されたこの日本企業は、FAの世界では欠かせない存在です。同社のセンサー、マシンビジョンシステム、計測機器、レーザーなどの商品群は、航空機の製造から医薬品の品質管理まで、あらゆる分野で利用されています。これらの最先端ソリューションは、企業の生産性向上、品質改善、業務効率の最適化を可能にしています。

---

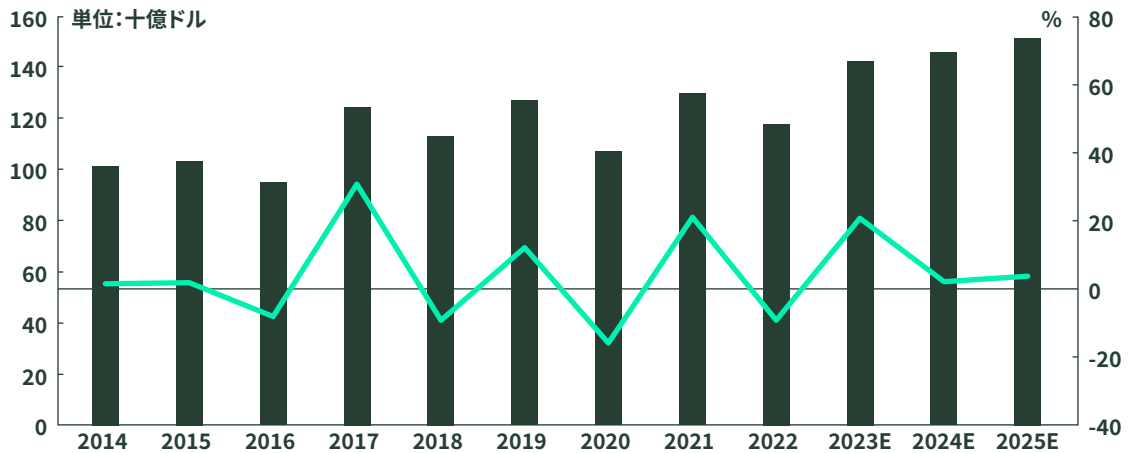
## ファクトリー・オートメーションに不可欠なドライバー

市場調査会社Market.usによると、産業用ロボット市場の規模は今後10年間でおよそ3倍の1,428億米ドル<sup>16</sup>に達する見込みです。この市場拡大の原動力となっているのは幾つかの構造的な追い風で、リショアリング (生産の国内回帰)、半導体産業や自動車産業における積極的な設備投資、製造企業に対するエネルギー効率や生産性向上の要求、広範な業種における労働力不足問題などが挙げられます。キーエンスは、オートメーション化の需要の高まりから恩恵を受けている主要な企業のひとつです。

ドライバー	1. リショアリング	2.設備投資サイクル	3.コスト削減	4.労働力不足
原因	地政学的緊張と、強靱なサプライチェーンの追求	投資不足、半導体業界と自動車業界の設備投資の回復	環境規制とインフレ	出生率の低下、老年人口指数の上昇、技能格差
例	米国は、CHIPS法の下での半導体製造に対する400億ドルの配分や、インフレ抑制法の下での太陽光、風力、バッテリー、電気自動車の生産に対する600億ドルの拠出など、リショアリングを支援するため重要な立法措置を講じています。	FA需要の50%以上を自動車産業と電子産業が占めています。両業界とも、電動化や電気自動車の普及など構造的な追い風に支えられ、強固な設備投資サイクルが進行しています。	Siemensによると、業界でのモノのインターネット (IIOT)、AI、エッジコンピューティングといった新時代のテクノロジーは、生産性を15%改善するとともに、人件費と材料費を10~20%削減し、工場の生産能力を10~15%増加させることが可能です。	2021年のDeloitte Insightsの調査によると、2030年まで米国の製造業の雇用は210万人が欠員のままとなる可能性があります <sup>17</sup> 。

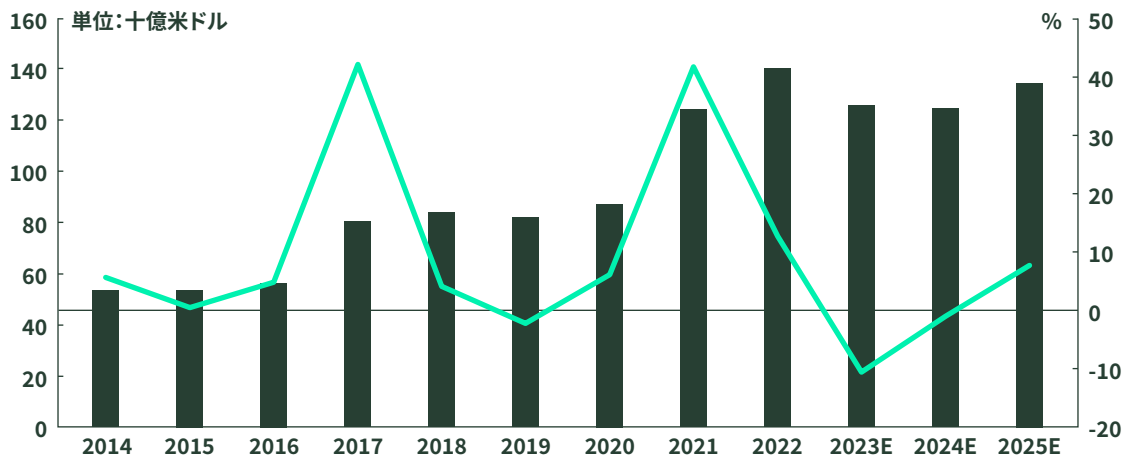
図表1a  
自動車および半導体製造装置の設備投資額 (2014年~2025年)  
自動車の設備投資額 (十億ドル)

■ (LHS) 自動車の設備投資 (十億ドル)  
■ %前年比 (右軸)



図表1b  
半導体製造装置の設備投資額 (十億ドル)

■ SPE capex (\$bn) (LHS)  
■ %前年比 (右軸)



出所: Bloomberg Finance LP、2023年8月31日現在。

## 独自のビジネスモデル

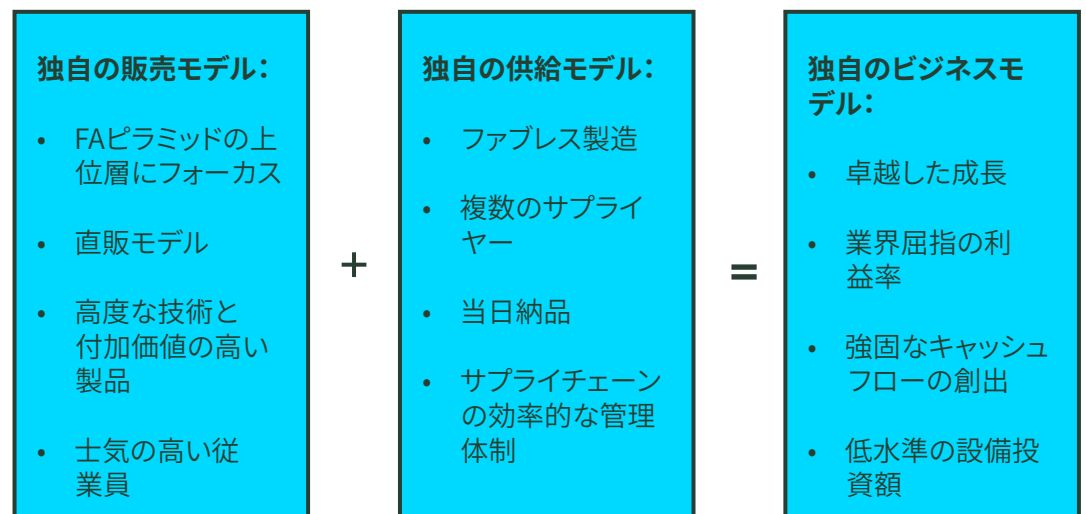
キーエンスは独自のビジネスモデルを持ち、他のグローバルFA企業とは一線を画しています。キーエンスがターゲットとするのは、FAのピラミッド型階層で上位の領域であり、ここでは初期の生産投資額をはるかに上回る大幅なコスト削減が実現できるため、顧客に高い投資収益率をもたらします。キーエンスは、商品を顧客に直接販売し、第三者の販売代理店を経由しないため、営業チームは顧客の要望を明確に理解し、最適なソリューションを提供することができます。営業チームは、販売後の商品サポートやメンテナンスを提供するために、頻繁に顧客を訪問しています。定期的な交流は、新商品のクロス・セルの機会につながり、キーエンスのイノベーション・チームには新商品開発のための貴重な意見が寄せられます。キーエンスは、従業員の給与を、業界水準を大幅に上回る水準に設定しており、その大部分は販売実績に連動しています。

こうした付加価値の高い商品、直販チャネル、成長志向の高い社員の組み合わせが、キーエンスが成長する主な原動力となっています。

キーエンスのビジネスモデルのもうひとつの重要な側面は、ファブレス（設計の所有権を保持したまま製造をアウトソーシングすること）による生産体制です。キーエンスは自社の製造工場を所有する代わりに、パートナーに生産を依存しており、同社商品の約70%は日本で、30%は中国で製造されています。キーエンスはサプライヤーの身元を秘匿しており、サプライヤーは相互に他社のことや、彼らの部品がどの最終商品に使用されているかを知りません。キーエンスは重要なテクノロジー商品の設計を握っており、製造工程の管理を徹底しています。

このファブレスによるアプローチによって、時代遅れの商品や不採算商品の製造を迅速に中止することができ、自社工場での製造に比べて必要な資本を削減することができます。パンデミック後の経済再開の時期では、多くの競合他社が供給問題に苦戦するなか、キーエンスはこうした体制のおかげで供給制約を効率的に乗り切ることができ、その結果、前年比20%を超える目覚ましい売上成長を達成しました。

図表2  
キーエンス独自のモデル



出所：キーエンスによる公表データ、2023年9月30日現在。

## 核となるイノベーション

キーエンスは研究開発に絶え間なく注力することで、オートメーション技術の最先端を走り続けています。これらのイノベーションは人工知能 (AI)、ロボット工学、データ分析に及んでいます。キーエンスの直販体制は、顧客との緊密な関係を育み、顧客のニーズをタイムリーに洞察することで、技術革新プロセスの原動力となっています。キーエンスは、新製品の70%以上が「世界初」または「業界初」であると述べています。さらに、同社は2011年以来、Forbesの「最も革新的な企業上位100社」に常にランクインしています。キーエンスが取得した特許件数は合計3,077件にもおよび、2011年から2020年まで年平均で150件超の特許を出願しています<sup>18</sup>。最近のイノベーションには、AIを使って画像内の物体や欠陥を検出するビジョンセンサーや、精密な検査や測定に使用できる超高解像度カメラなどがあります。

図表3  
顧客事例

キーエンスの顧客	Nutrition & Sante
事業内容	有機食品と健康食品の大手メーカー
同社の課題	Nutrition & Santeは4つまたは5つのユニットに積み重ねたビスケットを製造し、パックに包み、ボール紙の包装に高速で挿入しています。そのため、各スタックの検査に必要な時間はわずか150ミリ秒しかありません。同社は市場で様々なビジョンシステムを検討しましたが、生産ラインの速度要件に対応できるものではありませんでした。
キーエンスのソリューション	キーエンスのビジョンシステムCV-5000は、19の検査ツールを備え、100万ピクセルを20.5ミリ秒で処理可能です。これにより、製造ラインにおけるビスケットの破損や角欠けを検出することができるようになりました。CV-5000シリーズはすべて特殊な処理を採用しており、市場でトップクラスの性能を持つモデルの約2倍の処理速度を実現しています。
付加価値	<ul style="list-style-type: none"> <li>ブランド評価の鍵となる高い品質管理</li> <li>効率の向上と廃棄物の削減</li> </ul>

出所: キーエンス

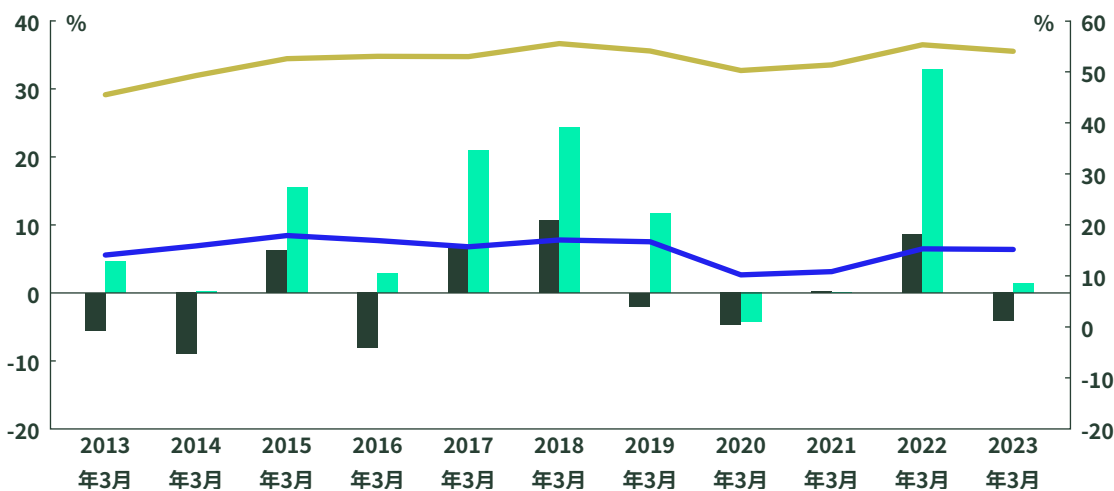
## 日本のFA企業で際立つ存在感

キーエンスは、独自のビジネスモデルと強固なイノベーション能力により、オートメーション業界の同業他社とは一線を画しています。キーエンスは常に業界平均を上回る利益率と優れた成長率を達成しています。

キーエンスの売上高は2012年から2023年にかけて年平均成長率 (CAGR) 10.3%で成長し、直近6年間のCAGR (米ドルベース) は12.1%とさらに急成長しています。同じ期間の日本の他の主要なFA企業売上高のCAGRはそれぞれ平均0.2%と2.5%に過ぎません。さらに、キーエンスは2012年から2023年にかけて平均54%の営業利益率を維持しており、これは日本の他の大手FA企業が達成した平均15%を常に大きく上回っています。

図表4  
キーエンスの売上成長と営業利益率 (2013年-2023年)

- 売上成長率(米ドル)ー日本の大手FA企業 (左軸)
- 売上成長率 (米ドル)ーキーエンス (左軸)
- 営業利益率ー日本の大手FA企業 (右軸)
- 営業利益率ーキーエンス (右軸)



出所: Bloomberg, キーエンス、2023年3月31日現在。

当社のファンダメンタル投資のプロセスでは、「クオリティ」、「持続可能な成長」、「妥当なバリュエーション」の3つの要因を重視しています。

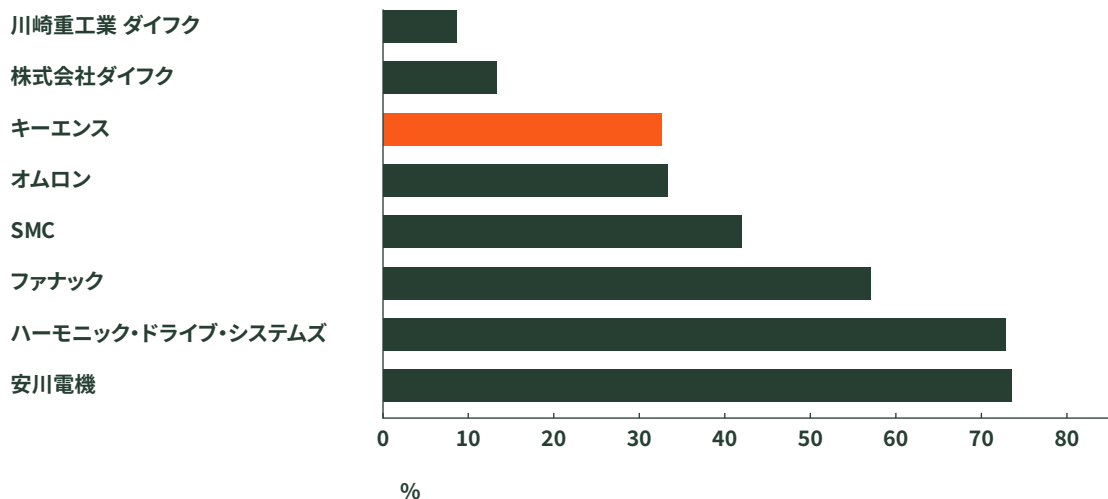
### クオリティ

キーエンスは、当社独自の銘柄確信度 (Confidence Quotient=CQ) フレームワークで高スコアを獲得しています。キーエンスの独自のビジネスモデルと業界をリードするイノベーションは、キーエンスに持続性のある競争優位性をもたらし、それがマーケットポジションCQの高スコアに反映されています。経営陣が一貫して卓越した成長を実現し、厳しい環境下でも高い営業利益率を維持していることから、マネジメントCQも高スコアを獲得しています。しかし、透明性CQのスコアについては、キーエンスがセグメント報告でより詳細なデータを提供することで、向上する余地があります。

### 持続可能な成長

キーエンスは、その強固な競争力に加えて、いわゆる「コンパウンダー企業 (業界トップクラスの成長実績を誇る企業)」でもあります。2013年から2023年の間に、キーエンスがマイナス成長を経験したのは新型コロナのパンデミックに起因する1年だけです。それに比べて、日本の他のFA銘柄は6年でマイナス成長を記録しています。また、キーエンスは他のFA企業に比べ、日本の工作機械の周期的な受注の波との相関が低いことも確認されています。これは、キーエンスが厳しい経済状況下でも成功する強靱なビジネスモデルを持っていることを示すものです。

図表5  
日本の工作機械とFA  
企業の売上高相関度  
(2015年－2022年)



出所: Bloomberg Finance L.P., Company Data, 2022年12月31日現在。

### 妥当なバリュエーション

キーエンスは他の日本の大手FA銘柄に比べ割高に取引されています。しかし、キーエンスの経済的付加価値のスプレッド (EVAS: Economic Value Add Spread)<sup>19</sup>は22%と、EVASが5%から10%の範囲にある日本の他の大手FA企業よりもかなり高いため、これは妥当な水準と考えられます。



---

## 結論

キーエンスの強固な事業ファンダメンタルズに加えてオートメーション業界の構造的に良好なトレンドが同社の支えとなり、持続的な成長軌道が今後も維持されると考えられます。

---

## 執筆協力者

**Tom Kronzer**  
Portfolio Strategist

---

## 脚注

- 1 [Generative AI with Large Language Models — New Hands-on Course by DeepLearning.AI and AWS](#), Antje Barth, AWS blog, June 2023.
- 2 [Microsoft invests billions in ChatGPT-maker OpenAI](#) | AP News, AP News, January 2023.
- 3 [Meta, Microsoft Team Up to Offer New AI Software for Businesses](#), Wall Street Journal, July 18, 2023.
- 4 BofA, “Me, Myself and AI — Artificial Intelligence Primer, February 28, 2023.
- 5 [Using AI for loans and mortgages is big risk](#), BBC, June 14, 2023; [AI in Real Estate: Where to Start](#), Forbes, June 20, 2023.
- 6 UBS, “Will Generative AI Deliver a Generational Transformation?”, May 26, 2023.
- 7 Accenture PLC, June 22, 2023, earnings conference call transcript.
- 8 [What’s the future of generative AI? An early view in 15 charts](#), McKinsey, August 25, 2023; [IDC Forecasts 18.6% Compound Annual Growth for the Artificial Intelligence Market in 2022–2026](#), IDC, July 2022; [Sizing the prize - PwC’s Global Artificial Intelligence Study: Exploiting the AI Revolution](#), PWC.com.
- 9 BofA, “Me, Myself and AI — Artificial Intelligence Primer, February 28, 2023.
- 10 BofA, “Me, Myself and AI — Artificial Intelligence Primer, February 28, 2023.
- 11 UBS, “Will Generative AI Deliver a Generational Transformation?”, May 26, 2023.
- 12 Arnav Khare, Principal Solutions Architect for Global Financial Services, AWS, AWS Financial Services Cloud Symposium, 2023.
- 13 Arnav Khare, Principal Solutions Architect for Global Financial Services, AWS, AWS Financial Services Cloud Symposium, 2023.
- 14 Arnav Khare, Principal Solutions Architect for Global Financial Services, AWS, AWS Financial Services Cloud Symposium, 2023, pg. 14.
- 15 [Chegg plunges after warning that AI is threatening its business](#), Bloomberg May 2, 2023.
- 16 <https://market.us/report/industrial-robotics-market/>.
- 17 [Creating pathways for tomorrow’s workforce today](#), Deloitte, May 2021.
- 18 [Keyence Patents — Key Insights and Stats](#), Insights, Greyb.com.
- 19 Economic Value Add Spread (EVAS) = Return on Invested Capital (ROIC) less Weighted Average Cost of Capital (WACC).

## ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズについて

当社は、世界各国の政府、機関投資家、財務アドバイザーを顧客とし、皆様が財務上の目標を達成する手助けを行うために、次のような基本原則を日々実践しています。

- 厳密に始める
- 幅広い選択肢から構築する
- スチュワード(受託者)として投資を行う
- 未来を創造する

過去40年にわたり、これらの原則のおかげで当社は激しく変動する投資の世界で翻弄されることなく、数百万もの人々の金融面の将来を守る手助けを行ってきました。これは、世界29拠点で活動する従業員の存在、そして、常に向上しようという全社共通の強い信念がなければ実現できなかったと確信しています。その結果、世界第4位の資産運用会社<sup>1</sup>として、約3.69兆ドル<sup>2</sup>を運用しています。

<sup>1</sup> Pensions & Investments Research Center, 2022年12月末時点。

<sup>2</sup> 2023年9月末時点、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ・ファンズ・ディストリビューターズ・エルエルシー(「SSGA FD」)が営業を行っているSPDRの残高約581.3億ドルを含みます。SSGA FDはSSGAの関連会社です。すべての運用資産残高は監査前の数値です。

## ssga.com

### Marketing communication

#### State Street Global Advisors Worldwide Entities

**Abu Dhabi:** State Street Global Advisors Limited, ADGM branch is regulated by the Financial Services Regulatory Authority (FSRA). This document is intended for Professional Clients or Market Counterparties only as defined by the FSRA and no other person should act upon it. State Street Global Advisors Limited, ADGM Branch, Al Khatem Tower, Suite 42801, Level 28, ADGM Square, Al Maryah Island, P.O Box 76404, Abu Dhabi, United Arab Emirates. Regulated by the ADGM Financial Services Regulatory Authority. T: +971 2 245 9000.

**Australia:** State Street Global Advisors, Australia, Limited (ABN 42 003 914 225) is the holder of an Australian Financial Services License (AFSL Number 238276). Registered office: Level 14, 420 George Street, Sydney, NSW 2000, Australia. T: +612 9240-7600. F: +612 9240-7611. **Belgium:** State Street Global Advisors Belgium, Chaussée de La Hulpe 185, 1170 Brussels, Belgium. T: +32 2 663 2036. State Street Global Advisors Belgium is a branch office of State Street Global Advisors Europe Limited, registered in Ireland with company number 49934, authorised and regulated by the Central Bank of Ireland, and whose registered office is at 78 Sir

John Rogerson's Quay, Dublin 2. **Canada:** State Street Global Advisors, Ltd., 1981 McGill College Avenue, Suite 500, Montreal, QC, H3A 3A8, T: +514 282 2400 and 30 Adelaide Street East Suite 800, Toronto, Ontario M5C 3G6. T: +647 775 5900. **France:** State Street Global Advisors Europe Limited, France Branch ("State Street Global Advisors France") is a branch of State Street Global Advisors Europe Limited, registered in Ireland with company number 49934, authorised and regulated by the Central Bank of Ireland, and whose registered office is at 78 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2. State Street Global Advisors France is registered in France with company number RCS Nanterre 899 183 289, and its office is located at Coeur Défense — Tour A — La Défense 4, 33e étage, 100, Esplanade du Général de Gaulle, 92 931 Paris La Défense Cedex, France. T: +33 1 44 45 40 00. F: +33 1 44 45 41 92. **Germany:** State Street Global Advisors Europe Limited, Branch in Germany, Brienner Strasse 59, D-80333 Munich, Germany ("State Street Global Advisors Germany"). T: +49 (0)89 55878 400. State Street Global Advisors Germany is a branch of State Street Global Advisors Europe Limited, registered in Ireland with company number 49934, authorised and regulated by the Central Bank of Ireland, and whose registered office is at 78 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2. **Hong Kong:** State Street Global Advisors Asia Limited, 68/F,

Two International Finance Centre, 8 Finance Street, Central, Hong Kong. T: +852 2103-0288. F: +852 2103-0200. **Ireland:** State Street Global Advisors Europe Limited is regulated by the Central Bank of Ireland. Registered office address 78 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2. Registered Number: 49934. T: +353 (0)1 776 3000. F: +353 (0)1 776 3300. **Italy:** State Street Global Advisors Europe Limited, Italy Branch ("State Street Global Advisors Italy") is a branch of State Street Global Advisors Europe Limited, registered in Ireland with company number 49934, authorised and regulated by the Central Bank of Ireland, and whose registered office is at 78 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2. State Street Global Advisors Italy is registered in Italy with company number 11871450968 — REA: 2628603 and VAT number 11871450968, and its office is located at Via Ferrante Aporti, 10 - 20125 Milan, Italy. T: +39 02 32066 100. F: +39 02 32066 155. **Japan:** State Street Global Advisors (Japan) Co., Ltd., Toranomon Hills Mori Tower 25F 1-23-1 Toranomon, Minato-ku, Tokyo 105-6325 Japan. T: +81-3-4530-7380. Financial Instruments Business Operator, Kanto Local Financial Bureau (Kinsho #345), Membership: Japan Investment Advisers Association, The Investment Trust Association, Japan, Japan Securities Dealers' Association. **Netherlands:** State Street Global Advisors Netherlands, Apollo Building 7th floor, Herikerbergweg 29, 1101

CN Amsterdam, Netherlands. T: +31 20 7181 000. State Street Global Advisors Netherlands is a branch office of State Street Global Advisors Europe Limited, registered in Ireland with company number 49934, authorised and regulated by the Central Bank of Ireland, and whose registered office is at 78 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2. **Singapore:** State Street Global Advisors Singapore Limited, 168, Robinson Road, #33-01 Capital Tower, Singapore 068912 (Company Reg. No: 200002719D, regulated by the Monetary Authority of Singapore). T: +65 6826-7555. F: +65 6826-7501. **South Africa:** State Street Global Advisors Limited is regulated by the Financial Sector Conduct Authority in South Africa under license number 42670. **Switzerland:** State Street Global Advisors AG, Beethovenstr. 19, CH-8027 Zurich. Registered with the Register of Commerce Zurich CHE-105.078.458. T: +41 (0)44 245 70 00. F: +41 (0)44 245 70 16. **United Kingdom:** State Street Global Advisors Limited. Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority. Registered in England. Registered No. 2509928. VAT No. 5776591 81. Registered office: 20 Churchill Place, Canary Wharf, London, E14 5HJ. T: 020 3395 6000. F: 020 3395 6350. **United States:** State Street Global Advisors, 1 Iron Street, Boston, MA 02210-1641. T: +1 617 786 3000.

本書はステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズが作成したものをステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社が和訳したものです。内容については原文が優先されることをご了承下さい。本書は、情報提供を目的として作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。本書は、弊社の運用手法等をご紹介するために作成・提供されるものであり、特定の金融商品への投資を勧誘する目的のものではありません。弊社グループの運用戦略をもとに弊社が運用を再委託することにより提供可能となる運用戦略も含まれます。本書は、特定の金融商品の勧誘を目的とするものではないため、運用に係る手数料・報酬等の金額および計算方法等を予め示すことができません。なお、投資信託の場合は投資信託毎に設定された販売手数料、信託報酬やその他費用が、投資一任契約や投資顧問契約の場合は個別契約毎に運用報酬、信託報酬やその他費用がかかります。各金融商品に関する運用リスクや手数料等諸費用の詳細につきましては、契約締結前交付書面やお客様向け資料等をご覧下さい。上記の目標値は、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ／第三者による一定の仮定および分析に基づく推定値です。これらの推定値が実現する保証はありません。

本書で述べられている見解は、2023年6月30日に終了した期間におけるファンダメンタル・グロース&コア株

式チームの見解であり、市場およびその他の状況によって変更となる可能性があります。本書には、将来予想に関する記述とみなされる可能性がある特定の記述が含まれます。このような記述は、将来のパフォーマンスを保証するものではなく、実際の結果または展開は、予測されたものとは大きく異なる可能性があることに留意してください。ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズの書面による明示的な同意なしに、本著作物の全部または一部を複製、複写もしくは送信、またはその内容を第三者に開示してはなりません。提供された情報は、投資助言に該当するものではなく、そのようなものとして依拠されるべきではありません。本情報は、有価証券の購入の勧誘または売却の申出とみなされるべきものではありません。本情報は、投資家の特定の投資目的、戦略、税務上の地位または投資期間を考慮したものではありません。ご自身の税務・財務アドバイザーにご相談ください。すべての情報は、別段の記載がない限り、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズによるものであり、信頼できると考えられる情報源から入手したものです。その正確性を保証するものではありません。

これらの情報は、現在の正確性、信頼性もしくは完全性、またはこれらの情報に基づいた意思決定に対する責任についての表明や保証はなく、これらの情報はそのようなものとして依拠されるべきではありません。

ん。投資には、元本割れリスクを含むリスクが伴います。言及されている銘柄は、必ずしもステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズが投資している保有銘柄ではありません。特定企業の株式への言及は、推奨または投資助言として解釈されるべきではありません。記述および意見は、市場およびその他の状況に応じて随時変更となる可能性があります。外国有価証券への投資は、通貨価格の不利な変動、源泉徴収税、一般に公正妥当と認められる会計原則の差異、他国の経済不安定または政局不安によってキャピタルロスが発生するリスクを含む場合があります。新興国市場または発展途上国市場への投資は、先進国市場への投資よりも相対的にボラティリティが高く、流動性が低い場合があります。より発展が進んだ国々と比較すると、多様性と成熟度の面で概して劣する経済構造や安定性に劣る政治制度に対するエクスポージャーを含む場合があります。『クオリティ』投資スタイルは、高いリターン、安定した収益、および低い財務レバレッジを持つ企業に重点を置きます。この投資スタイルは、これらの企業の過去のパフォーマンスが継続しないリスクや、『クオリティ』株のリターンが他の投資スタイルや株式市場全体のリターンよりも低くなるリスクを伴います。戦略は「グロース」投資スタイルに重点を置く場合があります。グロース株の市場価値は、他の種類の投資先よりも変動しやすいため可能性があります。グロース株の価格は将来の期待を反映する傾向があ

り、その期待が変化し、または満たないと、一般的に株価は下落します。「グロース」株のリターンは、他の投資スタイルや株式市場全体のリターンと連動する場合もあれば、連動しない場合もあります。過去のパフォーマンスは、将来の成果を保証するものではありません。株式証券の価値は、個々の企業の活動や一般的な市場および経済状況によって変動し、大きく下落する可能性があります。ここで言及されている商標およびサービスマークは、それぞれの所有者の所有物です。第三者のデータ提供者は、データの正確性、完全性または適時性に関していかなる保証または表明も行わず、また、かかるデータの使用に関連するいかなる種類の損害に対しても責任を負いません。

#### ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社

東京都港区虎ノ門1-23-1 虎ノ門ヒルズ森タワー25階

金融商品取引業者関東財務局長（金商）第345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、日本証券業協会

© 2023 State Street Corporation. All Rights Reserved. ID1889503-5756605.4.1.APAC.RTL 1123 Exp. Date: 31/12/2024