
グローバル・インサイト

Vol. 28

2021年11月

* 当レポートの原本は
2021年10月発行

持続可能な成長に 投資する

クオリティの優勢が続く

3 クオリティの優勢が続く

**4 医療イノベーション：新たな治療法開発の
最前線**

9 エアープロダクツ社：持続可能性の実現へ

クオリティの優勢が続く



Michael Solecki, CFA
Chief Investment Officer
Fundamental Growth
and Core Equity

株式市場が波乱に満ちた今年1年間の終盤に差し掛かった今、猛烈な勢いで始まった世界経済の回復は、当初の勢いに陰りが見え始めているもののまだ継続している。

経済の再開によって拍車がかかり再び盛り返してきた景気回復の波は、デルタ型変異株の拡散や、懸念されるデータが中国で報告されるに従って、勢いを失いつつあるように見える。懸念すべき材料が増えつつあるにもかかわらず、世界の株式市場は8月にかけて、ほとんど抵抗なく上昇の一途を辿ってきた。前述の新型コロナウイルスの変異株以外にも、高いインフレ率、サプライチェーンの混乱、中央銀行のテーパリングが差し迫っていること、中国市場のボラティリティ、米国の財政政策の規模縮小など、様々な懸念材料が出てきた。これらの問題が投資家心理に影響を与え始めていることは、9月に株価が高値から下落したことで明らかになった。成長株が上昇相場を大きく牽引してきたが、ワクチン接種が加速し、ウイルス感染者数がピークに達したと思われることから、商取引の再開が再び注目されてきている。

好材料の一つとして、企業収益の増加が続いているが、市場はこの傾向を過小評価している。この結果、市場の上昇にもかかわらず、コンセンサス予想に基づくバリュエーションは今年、大幅に低下している。これが、前四半期に述べた「良性の評価低下」である。このような状況にもかかわらず、バリュエーションは過去の水準から見てもまだ高位にある。年末に向けて検討すべき主な事項は、金利とインフレ、新型コロナウイルス、米国で検討されているインフラ投資の財源としての新税の可能性、そして継続的な収益の拡大である。

世界経済の回復に伴って投資家が均衡点を探ろうとする中、市場では、経済再開による循環的な景気変動、リスクオフ環境、長期的に持続する成長の3つの観点の間で罅迫り合いが続いている。このような環境下では、長期的な視点に立つことが特に重要であり、長期にわたる期間ではクオリティが最終的に優位を保つことになると考えている。当社では引き続き、強力な経営陣、強靱なビジネスモデル、クオリティを反映した堅実な財務体質を持ち、妥当なバリュエーションにある企業へ投資している。

今号の四半期ニュースレターでは、最初の章で、保健医療へのアクセスのしやすさや医療効果などの重要な課題に取り組むヘルスケア・医療業界において、抜本的なイノベーションの鍵となると考えられる2つのディープテック（技術革新を通じて社会的課題の解決に取り組む研究開発）について紹介する。さらに次の章では、当社のリサーチ・アナリストが、産業用ガス業界に変革をもたらすAPD（エア・プロダクツ・アンド・ケミカルズ社）について深く掘り下げている。世界的な潮流がもたらす機会に合わせたAPDの長期成長の可能性は、顧客の炭素排出強度を低減する「グリーン」技術への戦略的な投資を通して持続可能性を実現するという経営陣の目標によってもたらされている。

医療イノベーション：新たな治療法開発の最前線

Shalabh Gupta
Senior Research Analyst
Global Bio-
Pharmaceuticals

Stephen Kao, CFA
Senior Research Analyst
Global Healthcare
Equipment & Services

技術の急速な進歩により、近年、医療分野には大きな革新がもたらされている。その結果、がんや希少疾病、そしてもちろん新型コロナウイルスのようなウイルス感染症の治療法も向上している。医療機器の分野では、ロボット支援手術によって手術実績が向上し、より低コストでより良い手術を受けることが可能になっている。本稿では、こうした医療の進歩をいくつか取り上げ、それが投資家にとってどのような意味をもつかを考える。

バイオ医薬品：イノベーションの原動力

人工知能（AI）や機械学習技術を活用した、数十年にわたる生物医学の基礎研究の進歩によって、バイオ医薬品企業はイノベーションの黄金時代を迎えている。新技術の多くが基礎科学の発見に基づいて発展し、ヒトゲノムの解読についても同様である。標的抗体やタンパク質ベースの注射療法がイノベーションサイクルの最先端と考えられていたのはそれほど昔のことではない。だが今では、いくつかの疾病に対しては、ウイルスベクターを用いて患者に遺伝子を一回投与することで治療する方法が生物医学開発の最先端となっている。

図1に示すように、CRISPR / CAS-9と呼ばれる遺伝子編集技術は、細胞内のメカニズムを利用して遺伝子変異の修復を可能にするものだ。この技術は実験室で使われていた技術から、鎌状赤血球貧血やβサラセミア（難病）の患者に向けた低リスクの治療法へと進化した。この治療法は今後18～24カ月以内にアメリカ食品医薬品局（FDA）によって承認される可能性がある。遺伝子治療はSMA（脊髄性筋萎縮症）などの難病に絶大な効果を発揮しており、早ければ来年にも血友病の治療法として適用が開始されるかもしれない。

また、最近のイノベーションでは、新型コロナウイルスに対して開発されたmRNAベースのワクチンの急速な開発・承認と、その接種が世界的に拡大していることを受けて、mRNAベースの治療法が注目されている。ワクチンの臨床開発には通常10～12年かかるが、mRNA技術は新型コロナワクチンの開発期間を12カ月に短縮した。新型コロナウイルスやがんなどの他の病気のために開発されたmRNAワクチンの恩恵を受ける人々は世界全体で30億人と推定されている。

図表1

画期的な技術

基盤技術	治療薬	代表的な企業	代表的な適応症	臨床試験段階	販売開始
遺伝子編集 - 治療薬	CTX001	CRISPR	β-サラセミア / 鎌状赤血球症	フェーズ1/2	2023年
遺伝子編集 - 治療薬	NTLA-2001	Intellia	トランスサイレチン (ATTR) アミロイドーシス	フェーズ1/2	—
遺伝子治療 - 治療薬	AVXS-101	Novartis	脊髄性筋萎縮症	承認済	—
遺伝子治療 - 治療薬	Luxtuma	Roche/Spark	網膜ジストロフィー	承認済	2017年
mRNA治療	mRNA-1273	Moderna	新型コロナウイルス感染症	緊急時使用許可	2020年12月
mRNA治療	BNT162b2	Pfizer/BioNTech	新型コロナウイルス感染症	承認済	2020年12月
標的蛋白質分解	KT-474	Kymera	アトピー性皮膚炎 (AD) と化膿性汗腺炎 (HS)	フェーズ1/2	2025年
標的蛋白質分解	ARV-110	Arvinas, Inc.	前立腺がん	フェーズ2	—
がん標的治療	Verzenio	Eli Lilly	HR+, HER2-乳がん	承認済	2017年
がん標的治療	Alectinib	Janssen	mNSCLC	承認済	2017年
CAR-T細胞療法	Cilta-cel	J&J/Legend	多発性骨髄腫	規制の見直し	—
CAR-T細胞療法	Abecma	Bristol Myers Squibb	多発性骨髄腫	承認済	2021年
CAR-T細胞療法	Breyanzi	Bristol Myers Squibb	B細胞リンパ腫	承認済	2021年
DNA治療薬	INO-4800	Inovio	新型コロナウイルス感染症	フェーズ2/3	2022年
DNA治療薬	HEPLISAV-B	Dynavax	B型肝炎	承認済	2017年

出所：2021年9月現在の各社のレポート

また、ここ数年、T細胞にCAR（キメラ抗原受容体）を導入する技術を中心として、がんを適応症とする新しい細胞療法が急速に普及している。多発性骨髄腫やリンパ腫などの血液がんに対して、いくつかのキメラ抗原受容体導入T細胞（CAR-T）療法の適応が承認されており、長期的な臨床効果と高い忍容性が認められている。例えば、多発性骨髄腫の患者にCAR-T細胞を投与すると、従来の化学療法に比べて生存期間が1、2年、あるいは3年も伸びる可能性がある。今後数年のうちに、様々な血液がんや、アンメット・ニーズ（まだ治療法がみつからない疾患に対する医療ニーズ）が依然として高い肺がんや乳がんなどの固形がん(腫瘍)に対する治療法が開発される可能性がある。

アンメット・メディカル・ニーズのブレイクスルー

目覚ましい進化を遂げたのはバイオテクノロジーや医薬品の研究開発（R&D）に利用される技術だけではない。まだ治療法が見つからない疾患に対する医療ニーズの最も主要な分野でも飛躍的な進展があった。最も身近な例は、最近承認されたバイオジェンのアルツハイマー病治療薬「アデカヌマブ（Aduhelm）」だ。これは、20数年ぶりに開発された重要な治療法である。FDAは、アルツハイマーを患う数百万人の患者のための新しい治療の選択肢として、この新薬のベネフィットとリスクの評価が十分に受け入れられると判断し、この複雑な疾患に対する革新的な治療法の研究を続ける企業に強いシグナルを発信したのだ。アデカヌマブの開発と、それに続く他のアルツハイマー治療薬の可能性を後押ししたのは、アルツハイマー病の原因物質と考えられているβ（ベータ）アミロイドが脳内に存在しているかどうかを直接スキャンすることができる、イメージング剤の画期的な進歩である。この方法は、PET画像を用いて、薬によって脳内のプラークを減少させ、認知機能の長期的な低下を遅らせることができるかどうかを判断するもので、このアプローチを利用できる企業の数は数十社に上る。

特殊医薬品や難病の分野では、嚢胞性線維症に関する未開発の医療ニーズが高く、患者の肺機能の改善を目的とした医薬品の開発は何十年にもわたる失敗の連続だった。しかし、バーテックス社は肺機能を大幅に改善する肺疾患モデルの新技术と、より優れた化学的ターゲティングの開発を活用して、この生命にかかわる疾患の治療法を模索している。

免疫療法の分野におけるイノベーションは患者の生存率の向上につながっている。メルク、ブリストル、ロシュをはじめとする多くの大手製薬会社が開発を進めた結果、原発腫瘍や、がんが転移した関連部位を認識・破壊するように免疫系を再プログラムしたことで、患者の生存率は大幅に向上した。肺がん、メラノーマ、腎臓がんなどの多くのがんに対する免疫療法は、単剤使用から、薬効の持続性を高め、安全性と忍容性のプロファイルを向上させる可能性のある新規の二剤併用、三剤併用へと進化している。

今後も新しい技術をベースにしたイノベーションが続くと思われる。図表2に示すように、がん、心臓病、炎症といった多くの病気で、治療法の急速な進歩が見込まれている。

図表2

画期的治療の適応症

代表的な適応症	治療薬	ステータス	代表的な企業
アルツハイマー病	Aducanumab	承認済	Biogen
アルツハイマー病	Donanemab	フェーズ2と3	Eli Lilly
アルツハイマー病	Gantenerumab	フェーズ2と3	Roche
アルツハイマー病	BAN2401	フェーズ3	Biogen/Eisai
トリプルネガティブ乳がん	Trodelvy	承認済	Gilead
トリプルネガティブ乳がん	Keytruda	承認済	Merck
嚢胞性線維症	Trikafta	承認済	Vertex
1型糖尿病	Tirzepatide	フェーズ3 終了	Eli Lilly
HIV	Biktarvy/LA	承認済	Gilead
肺がん	Opdivo	承認済	Bristol Myers Squibb
肺がん	Keytruda	承認済	Merck
肺がん	Lumakras	承認済	Amgen
アトピー性皮膚炎	Dupixent	承認済	Sanofi
アトピー性皮膚炎	Lebrikizumab	フェーズ3	Eli Lilly
膀胱がん	Padcev	承認済	Seagen
乾癬性関節炎 / 乾癬	Skyrizi	承認済	Abbvie
乾癬性関節炎 / 乾癬	Deucravacitinib	フェーズ3 終了	Bristol Myers Squibb

出所：2021年9月現在の各社のレポート

バイオ医薬品：投資の観点から

投資の観点からは、長期的に持続的な成長を遂げる可能性があり、バリュエーションが妥当な水準にある高品質な企業を投資対象としている。企業の質の評価には銘柄確信度（Confidence Quotient = CQ）と呼ばれるフレームワークを使用しており、このフレームワークには「市場ポジション」、「経営陣」、「透明性」、「財務状況」、「ファンダメンタルズのモメンタム」などの指標が含まれる。

バイオ医薬品の分野では、この当社独自のフレームワークを用いることで、持続的な成長の基盤となる企業独自の技術や強力な新薬パイプライン（新薬候補）によってさらに強化された「市場ポジション」と「強み」という観点から、イノベーションを捉えることができると当社は考えている。さらに、将来の成長に向けて慎重に投資を行う「経営陣」や、明確でオープンな情報提供によって強化される「透明性」も重視している。その理由は、投資機会を見つけ、持続可能なアルファと強固なリターンを生み出す当社の能力を補強するものであるからだ。

ロボット支援手術

医療システムは、より良好でより予測可能な結果、患者と看護・介護をするケアチームにとっての経験価値の向上、コスト削減を常に目指している。手術支援ロボットを使った軟部組織の手術では、最初の2つの目的が実現されると同時に、コスト計算が徐々に改善されている。

手術方法には、切開手術、腹腔鏡手術、ロボット手術の3種類がある。

- 切開手術は伝統的な手術方法で、現在も主流となっている。切開部が広いと、外傷が大きいうえに感染症のリスクも高く、入院期間も長くなることが多い（外傷が大きい＝治療に時間がかかる）。
- 腹腔鏡手術は1980年代に導入された、切開手術に代わる低侵襲（健康な組織を侵すことの少ない）の手術方法だ。3カ所かそれ以上の部位で小さな切開（1.0～1.5cm）を行い、そこから器具とカメラ（内視鏡）を挿入する。術者は内視鏡の映像を見ながら、器具を操作して手術を行う。腹腔鏡検査は侵襲性や外傷性が低い反面、技術的に難しい。高度な技術をもつ外科医が必要で、器具の機能も限られる（手術は基本的に、テレビ画面を見ながら2本の棒状の器具を操作して行う）。
- ロボット手術が導入されたのは1999年だ。腹腔鏡のような低侵襲性のアプローチを採用しながら、腹腔鏡の限界にも対応している。小さな切開によって切除部位にアクセスするが、ロボットには計算や画像処理の技術と、繊細で正確な操作を可能にするロボット支援器具が搭載されている（インテュイティブ社のロボットはブドウの皮を剥くことができる）。そのため、腹腔鏡ほど高い技術力を必要とせず、同様の低侵襲性を実現できる。

世界保健機関（WHO）の推計によると、年間約4億件の外科手術が行われており¹、その大半が切開手術だ。切開手術の結果は外科医の技量などによって大きく変わる。ロボット支援手術はより均一性があり、痛みや不快感が少なく、回復時間が短く、傷跡が残りにくいいため、一般外科の標準治療となる可能性がある。

2020年には約120万件の手術支援ロボットを使った軟部組織手術が行われた（普及率約0.3%）。しかし、現在、年間手術件数4億件のうち、ロボット手術の適用が認められているのは600万件に過ぎず、それを考慮すればロボット手術の普及率は20%（120万件/600万件）近くになる。今後の技術進歩と適用拡大により、承認されるロボット手術の数は2,000万～5,000万件になると予想される。現在の数字に基づくと、その普及率は2～6%となる²。

前立腺切除術や悪性腫瘍による子宮摘出術は、ロボット手術の可能性を示す良い例だ。米国では、これらの手術はかつて100%切開手術で行われていたが、この10年間でロボット支援手術が75～85%を占めるようになった（つまり標準治療になった）。ロボット支援手術はすべての術式でこれほどの普及率を達成しているわけではないが、この例は、いくつかの術式でそれが可能であることを示している³。

インテュイティブサージカル社（ISRG）は、手術用ロボットを提供する企業として圧倒的な存在感を示している。1999年に商品化されたダヴィンチサージカルシステムは、現在では全世界で6,335台が設置されている。同社はここ20年、市場をほぼ独占してきたが、今年、メドトロニック社（MDT）が競合するロボットを発売した。ジョンソン・エンド・ジョンソン社（JNJ）は今後12～24カ月後に同様のロボットを発売する予定だ。

インテュイティブには先行者としての明らかな優位性があり、その時間を利用して製品の革新と改良を続けてきた。同社が提供するダヴィンチXiサージカルシステムは第4世代のシステムで、その競争力は他社にとっては行く手を阻む堀のようなもので軽視できるものではない。メドトロニックとジョンソン・エンド・ジョンソンの第一世代システムの機能は、どのようにしてダヴィンチXiに対抗することができるだろうか。インテュイティブを追い落とすことは非常に難しいと思われるが、メドトロニックとジョンソン・エンド・ジョンソンは競争のためのリソースを有している。また、獲得可能な最大市場規模が大きいことから、複数のプロバイダーが参入する余地がある。

サージカルシステム導入の最大の障壁の一つはコストだ。ダヴィンチシステムには、約225万ドルの初期投資が必要で、手術10件ごとに機器を交換する必要がある。だが、競争が差し迫る中で、インテュイティブはより柔軟な購入方法（設備資金の先払いではなく、オペレーティング・リースなど）を可能にし、より成熟した手術用の機器価格を引き下げ、最近では10回の手術ではなく、12～18回の手術に使用できる機器を導入した。これにより、手術1件あたりのコストが低下し、同システムの導入と利用率が高まることが期待される。最終的な目標は切開手術と同等のコストの達成だが、これには時間がかかる。ただし、腹腔鏡手術と同等のコスト達成はそう遠い話ではない。

ロボット手術はまだあまり普及していない大きな市場であり、当面は2桁の成長が見込まれている。当社のCQ（銘柄確信度）フレームワークにおいて、インテュイティブやメドトロニックのような企業は市場ポジションが強く、高い評価を得ている。新規参入を阻む大きな障壁と技術革新、顧客が他社のサービスに切り替える際のスイッチング・コストが高いことが、これらの企業の高い評価を支えている。

エアープロダクツ社：持続可能性の実現へ

Rajat Sarup, CFA
Research Analyst
Resources and Utilities

産業ガス市場は一握りの主要企業が市場を支配している状態にあり、その1社が米国のエアープロダクツ・アンド・ケミカルズである。同社は高い競争力と消費者、医療、製造業各分野からの強い製品需要に支えられ、革新的な技術を用いて二酸化炭素排出量削減に向けた取り組みにも力を入れており、商用水素市場ではすでに主要製造者となっている。

産業ガス企業は先端技術を駆使して窒素や酸素、水素、そして炭素などのガスを供給している。それらのガスは私たちの日常生活で広く活用されており、炭酸飲料に注入されている炭酸ガスや、パーティーの風船に使われるヘリウムなどは身近な例である。その一方で、石油精製（原油増進回収に使われる二酸化炭素や窒素）、や医療（MRIに使用される医療用酸素やヘリウム）、エレクトロニクス（半導体や薄型テレビの製造に使われる窒素）、金属（製鋼炉に注入される酸素）など、あまり世間で知られていないが、産業にとって欠かせない物もある。これらを合わせ、商用産業ガスの市場規模は900億ドルを超え、年間5～6%の成長が見込まれている。

この業界のビジネスモデルは一般的な化学産業と大きく異なる。企業の統合・再編を経て市場は寡占状態にあり、上位3社が市場の3分の2以上を支配している。需要は景気循環で浮き沈みがするが、長期のテイク・オア・バイ契約により景気後退局面での抵抗力が強い。

エアープロダクツ：企業紹介

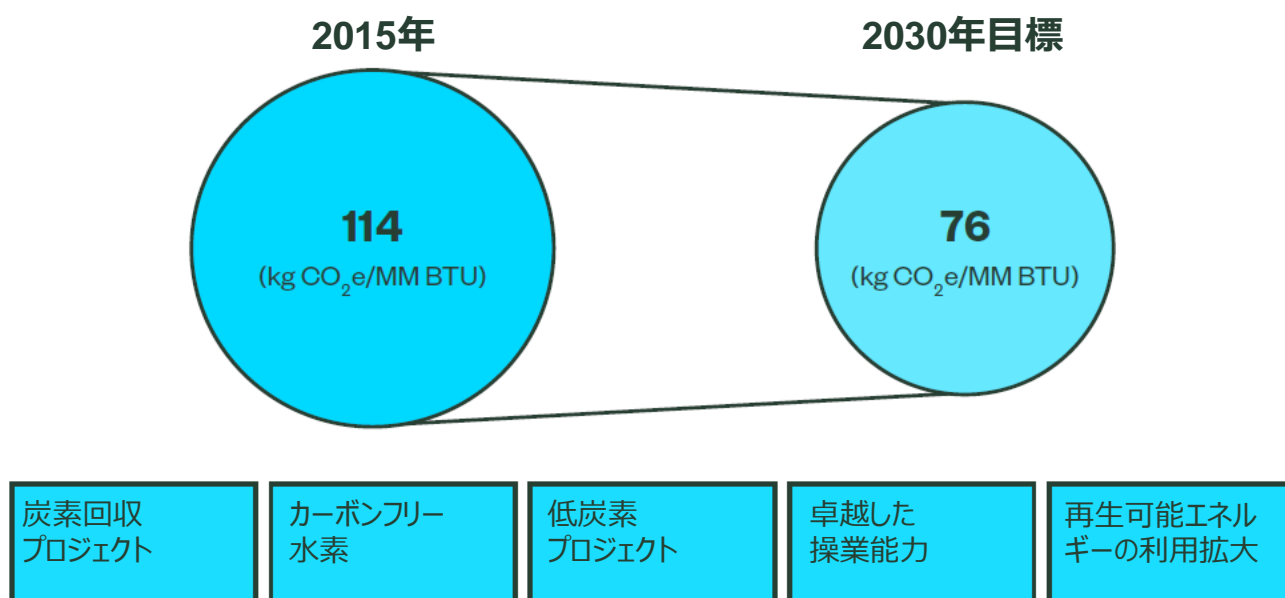
エアープロダクツ・アンド・ケミカルズ社（APD）は、世界の産業ガス上位3社の中では最も規模が小さい。物言う投資家（アクティビスト）の関与により、2014年に取締役だったセイフィ・ガセミ氏が最高経営責任者（CEO）に就任した。以来、同氏は中核事業以外の資産を売却し、利益率を向上させ、利益を11%押し上げた。株価はS&P500指数を年率2%以上アウトパフォームしている。また、同社の成長戦略は国連の持続可能な開発目標（SDGs）を支持し、その17項目のうち9項目に合致しており、株価は長期的にアウトパフォームする可能性がある。

エアプロダクト：持続可能性

3倍。これは石炭燃焼に比べ、APDの石炭ガス化技術を使った場合の顧客の排出削減量の比率を表す。同社の石炭ガス化工場では、石炭を燃焼させるのではなく、酸素を加えて高温・高圧蒸気で蒸し焼きにすることが、この排出削減を可能にする一つの理由だ。このプロセスははるかに効率的で、炭素回収が可能となり、硫黄（いおう）酸化物（SOx）と窒素酸化物（NOx）の排出量削減にもつながる。2020年には顧客企業が二酸化炭素排出量を7200万トン削減したが、これは自動車1,600万台の排出量に相当する。このことからAPDがサステナビリティ（持続可能性）を事業の追い風として捉えていることが分かる。同社の成長基盤は、2030年までに二酸化炭素排出原単位を2015年比3分の1の削減を目標とする同社のサステナビリティ計画「Third by 30」⁵に沿ったものだ。

図表3

「Third by 30」炭素強度（原単位）目標



画像はイメージ

APDの課題は炭素強度である。絶対水準であれ、総売上高に対する比率であれ、産業ガス企業は他業界に比べて二酸化炭素排出量が多い。なぜならば、水素を製造するのに天然ガスを使うためスコープ1（温室効果ガスの直接排出量）を増加させる、あるいは製造過程で電気を使うためスコープ2（間接排出量）を増加させるからだ。同社は持続可能な成長の鍵として、「エネルギー転換を実現させる企業」と認識されることの重要性を理解している。そのため、サステナビリティ目標に対して積極的に取り組み、他社より優れた情報開示を行っている。

- 1 **炭素回収**：国際エネルギー機関（IEA）は炭素回収を中核技術として捉えており、IEAのネット・ゼロシナリオ⁶では現在の年間4000万トンの回収量を2050年までに76億トン以上にすることを求めている⁷。APDではテキサス州ポートアーサーにあるバレロ・エナジーの製油所で2014年から年間約100万トンの二酸化炭素を回収している。炭素価格の上昇で、同社の成長基盤の経済的 중요性が高まるだろう。
- 2 **水素**：関心の高まりと、鉄鋼・セメント産業や大型車両業界のように、最終製品の電動化が困難な市場の脱炭素化が求められる中、水素が改めて注目を浴びている。APDは何十年も水素のバリューチェーン全体に関与しており、商用水素市場において既に最大級の製造者となっている。同社のサウジアラビアのNEOMプロジェクトは、一日当たり650トンのグリーン（水を電気分解して得られる）水素を製造する世界最大の設備となる見込みである。これで300万トンの二酸化炭素の排出を削減でき、70万台を超える自動車の排出量に相当する⁸。
- 3 **ガス化**：ガス化により、石炭のように炭素含有量が多い原料を使って、有用な化学物質やエネルギーが得られる一方、硫酸化物などの汚染物質を減らすことが可能だ。メタノールのスポット価格が低迷していた2020年、APDはインドネシア政府が戦略的優先事項と位置付ける、石炭からメタノールを製造するプロジェクトに調印した。この設備はより高度でクリーンな石炭の利用につながり、生成されたメタノールはバイオ燃料などのより価値の高い「グリーン」な製品に転換される。炭素回収やバイオマスなどの代替原料は、成長基盤における排出原単位を削減するための方策である。

APDはスコープ2排出量削減に向けて、再生可能エネルギーの調達面でも多面的なアプローチを取っている。こうした取り組みの例として、事業所への太陽電池の設置、再生可能エネルギー開発者との直接再生可能電力の長期購入契約の締結、特定の再生可能資産より作られた再生可能電力につながる認証の購入などが挙げられる。同社は、2020年に購入した電力の24%が再生可能電力だったと推計している⁹。

また、水素の製造過程で水は不可欠であり、水の保全も重要な課題である。APDはスエズとの共同で、北米の冷却塔で2億ガロン以上の節水に成功した。これにより、同社は2015年の基準値に比べ2020年の水使用量を26%削減し、削減目標の5%を上回った¹⁰。

さらに、APDのサステナビリティはESGの「E（環境）」だけではない。重機や危険性の高いガスを取り扱う企業として、同社は数多くの安全性に関する表彰を受けている。良き企業市民として認識されることは重要であり、ダイバーシティ（多様性）、タレントマネジメント（戦略的な人材・能力管理）、従業員の福利厚生に関する目標も掲げている。

投資評価

企業の質を評価する際に使用している、当社独自のCQ（銘柄確信度）フレームワークの中で、APDはより広い領域で見た化学業界全体と比較して卓越している。当社は、経営陣の将来を考えるアプローチを高く評価しており、長期的な株主価値の創造を持続すると確信している。また、寡占的な市場で事業を展開し、ガス化、炭素回収、水素という同社の成長基盤において技術面で先行する同社のポジションも評価している。さらに、特に重要なのは、当社には変革的なプロジェクトに投資するだけの財務的余裕があることだ。豊富な天然資源は新興国に多く見られるが、こうした国々の法律や政治情勢は変わりやすい。しかし、そうしたリスクは管理可能であり、バリューチェーンにおける同社の優位性はリスクを上回ると考える。

結論として、エネルギー転換の流れは化学セクターに破壊的な影響を与えると考える。しかし、天然資源の効率的な利用を可能にする中核的な強みと、炭素回収や水素などの最新技術におけるリーダーシップは、エアープログラムと株主の両者に長期的な成功をもたらすだろう。

執筆協力者

Thomas Kronzer

Portfolio Strategist

Fundamental Growth and Core Equity

Nicholas Trager

Portfolio Specialist

Fundamental Growth and Core Equity

脚注

1. Source: World Health Organization, Sanford C. Bemstein, March 2021.
2. Source: Intuitive Surgical Inc. Company presentation, January 2021.
3. Sanford C. Bemstein research paper, March 2021. *The TAMinator: Sizing markets, fears, and dreams — Intuitive: Five reasons robotic surgery may be poised for explosive growth.*
4. Source: APD company reports, Bloomberg Finance L.P., as of September 2021.
5. Source: Air Products 2021 Sustainability Report.
6. Source: International Energy Agency Technology Report, April 2021.
7. Source: Air Products 2021 Sustainability Report.
8. Source: Air Products 2021 Sustainability Report.
9. Source: Air Products 2021 Sustainability Report.
10. Source: Air Products 2021 Sustainability Report.

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

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズは、過去40年にわたり、各国政府や機関投資家、金融プロフェッショナルの皆様へ資産運用サービスをご提供しています。厳密なりサーチや分析、厳しいマーケット環境における経験を礎としたリスク考慮型アプローチをもとに、アクティブからインデックス戦略まで幅広く、コスト効率に優れたソリューションを提案いたします。そしてスチュワード（受託者）として、社会、環境への配慮が長期的な成果をもたらすということをお客様に理解を深めていただくよう努めています。インデックス運用とETF、ESG投資の先駆者として、投資における新しい世界を常に切り拓き、約3.86兆ドル²を運用する世界第4位の資産運用会社へと成長しています。

1. Pensions & Investments Research Center, 2020年12月末時点。
2. 2021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 FDJ) が取り扱うSPDRの残高約598.4億ドルを含みます。SSGA FDJはSSGAの関連会社です。

- 本稿はステート・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。
- 本資料は、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。
- 本資料に記載されている見解は2021年10月時点のものであり、市場およびその他の条件によって変更される場合があります。
- 本資料は、信頼しうると考えられる情報源から得たものですが、正確性・完全性は保証するものではありません。また、将来の投資成果を保証するものではありません。
- 本資料に記載の各インデックスの著作権・知的所有権その他一切の権利は各インデックスを算出・公表している機関・会社に帰属します。
- 本資料の二次使用、複写、転載、転送等を禁じます。

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

ssga.com

Information Classification: General
Marketing communication

State Street Global Advisors Worldwide Entities

Abu Dhabi: 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. **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, authorized and regulated by the Central Bank of Ireland, and whose registered office is at 78 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2. **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, authorized 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 3000. **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, authorized and regulated by the Central Bank of Ireland, and whose registered office is at 78 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2. **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. **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. **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. Authorized 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.

The views expressed in this material are the views of the Fundamental Growth and Core Equity Team through the period 30 September 2021 and are subject to change based on market and other conditions.

This document contains certain statements that may be deemed forward looking statements. Please note that any such statements are not guarantees of any future performance and actual results or developments may differ materially from those projected.

The whole or any part of this work may not be reproduced, copied or transmitted or any of its contents disclosed to third parties without SSGA's express written consent.

The information provided does not constitute investment advice and it should not be relied on as such. It should not be considered a solicitation to buy or an offer to sell a security. It does not take into account any investor's particular investment objectives, strategies, tax status or investment horizon. You should consult your tax and financial advisor.

All information is from SSGA unless otherwise noted and has been obtained from sources believed to be reliable, but its accuracy is not guaranteed. There is no representation or warranty as to the current accuracy, reliability or completeness of, nor liability for, decisions based on such information and it should not be relied on as such.

This communication is directed at professional clients (this includes eligible counterparties as defined by the appropriate EU regulator) who are deemed both knowledgeable and experienced in matters relating to investments. The products and services to which this communication relates are only available to such persons and persons of any other description (including retail clients) should not rely on this communication.

Investing in foreign domiciled securities may involve risk of capital loss from unfavorable fluctuation in currency values, withholding taxes, from differences in generally accepted accounting principles or from economic or political instability in other nations. Investments in emerging or developing markets may be more volatile and less liquid than investing in developed markets and may involve exposure to economic structures that are generally less diverse and mature and to political systems which have less stability than those of more developed countries.

The information contained in this communication is not a research recommendation or 'investment research' and is classified as a 'Marketing Communication' in accordance with the Markets in Financial Instruments Directive (2014/65/EU) or applicable Swiss regulation. This means that this marketing communication (a) has not been prepared in accordance with legal requirements designed to promote the independence of investment research (b) is not subject to any prohibition on dealing ahead of the dissemination of investment research.

Emerging or developing markets may be more volatile and less liquid than investing in developed markets and may involve exposure to economic structures that are generally less diverse and mature and to political systems which have less stability than those of more developed countries. Past performance is not a guarantee of future results.

Equity securities may fluctuate in value in response to the activities of individual companies and general market and economic conditions.

The trademarks and service marks referenced herein are the property of their respective owners. Third party data providers make no warranties or representations of any kind relating to the accuracy, completeness or timeliness of the data and have no liability for damages of any kind relating to the use of such data.

© 2021 State Street Corporation.
All Rights Reserved.
Tracking Number: 3917497.1.1.APAC.RTL
Exp. Date: 10/31/2022