



パンデミック後の世界

企業が直面する新たな現実と
投資家への影響

2020年5月

本レポートは、プロの投資家を対象として作成されたものです。すべての投資にはリスクが伴い、元本割れを起こす可能性があります。

はじめに

ある1つの都市における公共衛生問題に過ぎなかった新型コロナウイルスは、その後一連の人的危機、社会的危機、および企業活動や経済的な危機を引き起こしながら世界的に感染が拡大した。

新型コロナウイルスによってもたらされる大きな混乱と不確実性を考慮すれば、広範囲にわたる爪痕を残してウイルスの流行が終息した後に、世界がどのように変化しているか正確に予想することは難しい。これはまさしく機関投資家に突き付けられた課題である。目の前で起こっている混乱だけでなく、世界的に外出制限が解除された後、企業、消費者、政府の活動にどのような構造的変化が起こるのかを機関投資家はこれまで以上に注視する必要があるだろう。

本稿では、新型コロナウイルスが世界中の企業に長期的にもたらす可能性のある構造的変化に着目し、新たに露見した経営リスクや事業の脆弱性、消費者の行動や嗜好が永続的に変化してしまう可能性、さらに政府による規制や介入の増加といった問題に企業がどのように対応していくのかについて我々は考察した。一般的に、機関投資家のポートフォリオの50%が、公募あるいは私募の社債もしくは株式で占められていることを踏まえれば、構造的変化の可能性は投資家にとって極めて重要な意味を持つと考えられる。¹

こうした課題について、PGIMのさまざまな運用部門の投資プロフェッショナルが多角的な検証を行った。長期的な運用を行う投資家は、今回の危機によって永続的な変革が起こるであろうことを念頭に入れることで、経済活動再開後の投資機会を享受し、リスクを抑制することが可能となるであろう。



David Hunt
PGIM
社長兼最高経営責任者



Taimur Hyat
PGIM
最高戦略責任者

PGIMについて

PGIMはPrudential Financial, Inc. (PFI) の資産運用部門です。当社が擁する1,100名の運用プロフェッショナルは、世界各地の公開・未公開市場の両方で資産クラスごとの専門知識を持ち、債券、株式、不動産、オルタナティブ、プライベートキャピタルのさまざまなアクティブ運用ソリューションを提供し、お客様のニーズに応えています。安定した財務基盤や秩序だったリスク管理のもと、多岐にわたる資産クラスに分散投資することにより、優れた投資成果を長期的にお客様に提供する努力を続けています。PGIMの詳細については www.pgim.com をご参照ください。

米国のPrudential Financial, Inc. は英国のPrudential plcとはなんら関係はありません。

序章

前例のない規模と速度で人道的危機、社会的危機、および企業活動や経済的な危機をもたらした新型コロナウイルスの世界的な流行によって、各国政府、医療システム、地域社会、企業、生活共同体は大きな混乱に陥っている。世界の人口の3分の1以上が外出制限下にあり、2020年の世界のGDP成長率は、危機前の予想である+3.3%から-4.3%へと7ポイント以上も大幅に下方修正された。国際通貨基金（IMF）の試算によると、コロナウイルス禍によって2021年末までに世界のGDPは約9兆米ドルが失われる。

外出制限が解除された後でも、今回の危機は世界中で大規模な構造的・循環的な変化を引き起こす可能性が高い。経済面では、新型コロナウイルスにより世界経済は、第二次世界大戦後で最悪の景気後退に陥る可能性がある。今後数四半期にわたり、外出制限とその対策として講じられた財政・金融政策が雇用、インフレ、貯蓄、投資、マクロ経済・金融システムの健全性維持に影響を与えるだろう。社会面では、特にマイノリティと低所得者層が新型コロナウイルスによって大きな打撃を受け、所得と富の格差拡大圧力が高まるだろう。政治面では、国境を問わず感染が拡大するコロナウイルスに対処するためには多国間での協調が必要とされるが、自国民を守るための国境封鎖がこれを阻害している。世界規模での外出制限により、足元では[グローバル化かそれとも自国第一主義かを問う論争が激化する](#)だろう。ここで列挙したような[2020年を通して注目すべき重要な課題](#)について、PGIMの投資プロフェッショナルとリサーチ・チームの考察をまとめた。

外出制限が解除された後でも、今回の危機は世界中で大きな構造的変化を引き起こす可能性が高い。

本稿は、以下に挙げる長期的な運用を行う機関投資家にとって真に重要な問題に焦点を絞った。外出制限は企業の考え方やビジネスの進め方にどのような構造的変化をもたらすか？企業は永続的にビジネスモデルや戦略、行動を変化させる必要があるか？政府による介入は、今後ビジネス環境にどのような影響を及ぼすか？企業は消費者の行動や嗜好の永続的な変化に対応する必要があるか？人道的あるいは経済的な危機が収束した後、長期的に見た企業の勝敗はどうなっているのか？これらを背景として世界中の企業の経営判断が変化することで、公募および私募の社債、株式、さらには商業用不動産においても、今後数年にわたって価値の創造と破壊がもたらされるであろう。

債券、株式、不動産、オルタナティブ、アセット・アロケーションに関わる多くのPGIMの投資プロフェッショナルの知見に基づき、我々は、新型コロナウイルスの終息後に企業のビジネスモデルを再形成させる可能性がある4つの構造的変化に、投資家は注目すべきだと考える。

- グローバルなサプライチェーンは、(a) より回復力が高く、分散化され、複数の地域にまたがるサプライチェーン、もしくは (b) 経済論理もしくは政府からの要請に基づいて、自国に「回帰した」サプライチェーン、の二極化が進む。
- 在庫に係る費用と供給面の不透明性のバランスを取るべく、特に原材料や素材を提供する川上企業が、効率的で無駄のない「ジャスト・イン・タイム」方式から、多めに在庫を保有する「ジャスト・イン・ケース」方式の在庫管理に移行する。
- 資本を必要とせず、ソフトウェア、研究開発、データ、知的財産を中心としたテクノロジーの比重が高いビジネスモデルである「小資本企業」への流れが一気に加速する。
- 「生活する、働く、遊ぶ」といった都市のコミュニティモデル、ギグエコノミー（非正規雇用が企業から単発または短期の仕事を受け負う労働環境）を活性化させるコワーキング・オフィス空間、電子商取引やインターネット販売の次の波を支えるのに必要な物流や倉庫空間などに関する考え方が見直される。

本稿では、上記4つの構造的変化とそれが投資に与える影響について取り上げる。新型コロナウイルスの世界的流行は依然として猛威を振っており、このような段階において推論することには大きな不確実性を伴うと認めざるを得ない。しかしながら、外出制限がもたらす長期的な構造変化と短期的な混乱とを分けて考えることが出来れば、投資家は経済活動再開後の投資機会を享受し、リスクを抑制することが可能となるであろう。

グローバルなサプライチェーンに潜む脆弱性

グローバルなサプライチェーンの突然の途絶は、新型コロナウイルス感染拡大がもたらした最も直接的で大きな打撃の1つである。いまや世界の中間財と資本財の輸入元の約20%を占める中国で新型コロナウイルスが発生し、同国政府は90都市を封鎖、ほとんどの製造業が操業を停止した（図表1参照）。² 新型コロナウイルス感染拡大の最初のピークとなった1週間に、国内外の貿易活動は50%以上減少した。³ 一握りの低コスト地域に世界中の企業のサプライチェーンが集中したことにより、脆弱性が高まっている。

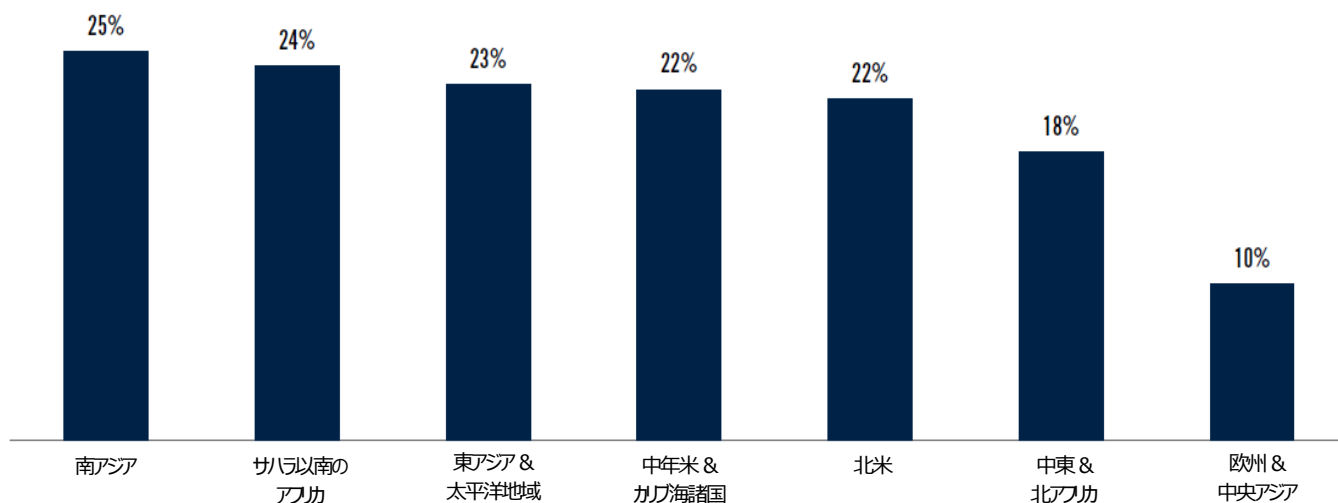
サプライチェーンの混乱は中国だけに留まることはなかった。例えばアップルでは、2月には中国工場が操業停止となっていたが、多くの部品メーカーがあったイタリア、ドイツ、マレーシア、韓国における工場も突如として操業を停止することとなった。⁴ さらに、ペルー、チリ、カナダ、モンゴルも全土で外出制限を行い、多くのスマートフォンに必要な部品の原材料を生産する採掘作業が停止した。⁵

新型コロナウイルスに関連したサプライチェーンの混乱は製造業だけに留まらない。欧州の農業を例に挙げると、ケニアや南アフリカなどの主要供給国で農業従事者が外出禁止となり、食料品を輸送するトラックの運転手や船員も不足した。また、EU域内の農場で収穫作業を行う北アフリカや東欧からの季節労働者が移動できなくなった。こうしたことから、新鮮な果物や野菜の安定供給に対する懸念が高まった。⁶

同様の事態は、穀物の作付け、栽培、収穫の多くを外国人労働者に依存している国でも発生した。米国では、いくつもの州で食肉加工工場が操業停止に追い込まれ、サプライチェーンから何百万トンもの食肉が姿を消した。⁷

サービス・セクターに目を移すと、海外通信情報サービスの25%以上を占めるインドとアイルランドが、両国とも全土で外出制限を行った。⁸ インドのモディ首相が21日間の都市封鎖を宣言したことを受けて、同国における海外通信情報サービスの大手委託先はデスクトップパソコンを従業員の自宅に持ち込み、ネットワーク環境を改善し、高速ブロードバンドを整備し、従業員に守秘義務契約書に署名させた。⁹ だが、こうした膨大な作業が足かせとなったサービスプロバイダーは契約条件を履行することが出来ず、こうした委託業務を唐突に本国に戻した顧客もあった。¹⁰

図表1：中間財および資本財の中国からの輸入割合



注記：2018年の数字

出所：世界銀行 WITS (2020年4月22日に取得)

さらに、直接供給を受けている一次仕入先以外のサプライチェーンの実態を、多くの企業が把握していないことが明らかになった。こうした事実も、サプライチェーンの根底に潜む脆弱性と予期せぬ混乱につながっている。フォーチュン1000企業の90%以上が、中国で最も新型コロナウイルスの影響が甚大だった地域に1社以上の二次仕入先を有していた。¹¹ 一次仕入先または二次仕入先以外について把握していないことにより、多くの企業はサプライチェーン内での操業停止や混乱、または債務不履行をまったく予想できない状況にある。今後、バランスシートが脆弱で流動性に乏しいサプライヤーや部品製造業者は、外出制限による経済活動停滞のあおりを受け倒産する可能性がある。

最後に、これまで危機が発生した際には政府によって新たな方針や制度、規制が導入されてきた。第二次世界大戦後には国際連合、世界銀行、IMFが誕生した。同時多発テロをきっかけに世界中でテロとの戦いが始まり、140カ国以上で反テロ法が制定された。¹² 世界金融危機後には、金融安定理事会やバーゼルⅢ自己資本規制が導入され、世界中で銀行の資本や流動性基準が引き締められた。今回の新型コロナウイルス禍によって、主要なサプライチェーンの硬直性と脆弱性が露呈したが、政府がこれに対応するか否かではなく、どのように対応するかが論点となる。

主な影響

確固たる見通しを述べるのは時期尚早だが、新型コロナ後のサプライチェーンは二極化すると我々は想定している。1つは、グローバルなサプライチェーンへの依存度を高めるものの、複数の地域にまたがって分散することでビジネス耐性を高めようとする企業群である。もう1つは、サプライチェーンを海外から本国に戻し、オートメーション化を推し進めながら企業活動を本国市場で行おうとする企業群である。いずれにしても、人件費の高騰や米中貿易摩擦を受けて、中国から他の地域に製造サプライチェーンを移すという足元の基調が一段と加速するだろう。投資家は次の5つの主な影響について注視する必要があると考える。

1. グローバルなサプライチェーンの地域をまたぐ分散が加速

過去20年間、費用対効果の高い直線的なサプライチェーンを求めて、ほぼすべての製造サプライチェーンが中国に向かった。¹³ だが、人件費の上昇と米中貿易摩擦を背景として、この傾向はすでに反転し始めていた。足元の新型コロナウイルス感染拡大によって、この傾向がさらに加速する可能性が高く、より地域的に分散された柔軟なサプライチェーンを求める企業が増えるだろう。場合によっては地域的な集中を回避する、あるいはグローバルな需給悪化に耐えるために意図的に複数の供給先を確保する動きも増加する可能性がある。ベトナムやメキシコは既にサプライチェーンを中国から移す動きの恩恵を享受している。¹⁴

既に代替サプライヤーが存在する業界では、このような地域をまたぐサプライチェーンの分散から得られる費用対効果が最も高く、この傾向が進むだろう。例えば、ナイキやアディダスといった世界的なスニーカー製造業者は、バングラディッシュなどの新興アジア諸国が既に一部の製造能力やノウハウを有していることから、このような地域でサプライチェーンを拡大するのは比較的容易だと判断するかもしれない。

対照的に、航空機用の部品やシステムのような複雑で専門性の高い製品を製造する業界では、相対的にサプライチェーンの分散費用は高くなるだろう。投資家が純粋な費用対効果よりもサプライチェーンの回復力を重視し始めるようになって、初めてサプライチェーンの分散を検討するかもしれない。

こうしたサプライチェーンの地域をまたぐ分散の流れが加速すれば、中国から他国への分散や、製造業以外の分野における分散にまで波及する可能性がある。事務管理業務やコールセンターなどの業務委託先をインドやアイルランドなどに1国集中させると、大きな影響を受ける可能性が高まることをいまでは多くの企業が認識している。こうした企業は、フィリピンやポーランドなど他地域の複数の海外サービスプロバイダーと契約することで、ビジネス耐性を高めようとするだろう。また、新型コロナウイルス感染拡大の影響に不意を突かれた企業も、国内向け物流手段を多様化するという選択肢を検討する可能性がある。再び「ブラックスワン」が発生して、海上貨物輸送が混乱し、航空貨物輸送量が低下し、トラック運転手が不足する事態に備えて、物資を搬送する代替的な手段を確保しようとするだろう。¹⁵

2. 海外に築いたグローバルなサプライチェーンの国内回帰とオートメーション化

一方で、既にサプライチェーンを海外に構築しており、こうしたサプライチェーンをオートメーション化できるようになった企業は、「本国に戻す」動きを加速させるかもしれない。特に、製造過程に不可欠な専用部品に依存する企業では、こうした工程を国内に戻す意欲が高まる可能性がある。新型コロナウイルス感染が拡大する中で、海外のサプライヤー動向を追跡し、他国の製品輸送規制に対処し、業務に関する各国のさまざまな規制や基準の理解が必要な企業にとって、海外のサプライチェーンは足かせとなった。サプライチェーンの国内回帰により国内市場に集中するリスクは高まるが、本国に近いサプライチェーンの方が管理しやすく信頼性が高いと感じる企業は多いだろう。世界的に見れば、化学、金属製品、エレクトロニクスといった業界でサプライチェーンを本国に戻す動きが既に増加傾向にあったが、新型コロナウイルスの影響でこの傾向がさらに加速する可能性がある。¹⁶

サプライチェーンを自国内に戻すには、オートメーション化とロボットの利用度を高める必要があるだろう。オートメーション化やロボットを活用することで、企業は人件費を先行投資費用に置き換えて、自国市場でのコスト増を吸収することができる。まだ憶測の域を出ないが、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大により、3D印刷に改めて注目が集まるかもしれない。必要な部品をその場で印刷するというこの技術は、企業が供給面の不透明性に最も迅速かつ効果的に対応する方法の1つである。例えば、人工呼吸バルブが不足していることに着目したイタリアのスタートアップ企業のイシノバ (Isinnova) 社は、シュノーケリングマスクを分解し、3Dプリンターを使ってほんの数日間で人工呼吸器につなぐバルブを複製することができた。¹⁷

3. 仕入先の財務的脆弱性をこれまで以上に重視

2008年の世界金融危機では、急速に世界経済の活動が縮小した結果、米国の自動車部品メーカーにおける多くの第二仕入先、第三仕入先は支払能力の維持に窮した。¹⁸ その結果として、多くの自動車部品メーカーがその翌年に破産申告することとなった。¹⁹ 新型コロナウイルス感染拡大が世界経済に与える影響はまだ序盤に過ぎないが、財務内容が脆弱だったり、流動性へのアクセスが限定的なサプライヤーは既に苦境に立たされており、2020年後半に倒産が増加する可能性がある。

こうした企業倒産が顕在化すれば、主要サプライヤーの財務健全性に対する目が厳しくなり、強固な財務内容の大手サプライヤーが選好される公算が大きい。反対に、一部の小規模サプライヤーは、顧客から追加的な財務制限条項を課され、ビジネス耐性を維持するために手元現金の保有を求められるだろう。

サプライヤーを共有するネットワーク内では相互依存の関係が生じているという、世界金融危機の時に得た教訓を、企業は次第に思い出すだろう。大手の競合他社が廃業に追い込まれるということになれば、通常であれば市場シェア獲得の好機だと考えられる。しかし、大手企業が倒産することにより共通のサプライチェーン内で連鎖倒産が起これば、生き残った企業にとっても大きな痛手となる。例えば、世界金融危機の時に米国における一部の自動車メーカーは競合他社に対する救済策を支持した。仮に主要自動車メーカーが倒産する事態に陥れば、部品サプライヤーの共有ネットワーク全体に連鎖的に影響を及ぼし、ひいては自社の事業も損害を被るという懸念を高めたからである。

4. サプライチェーンのデジタル化の進展

通常では、完成品を販売する企業は、自社に直接納入するサプライヤー、すなわち一次仕入先の製品や出荷情報は把握している。だが、こうした一次仕入先に原材料を供給している企業についてはほとんど把握していない。²⁰ 新型コロナウイルス感染が拡大する中、二次仕入先や三次仕入先の工場閉鎖に不意を突かれる企業が多い。

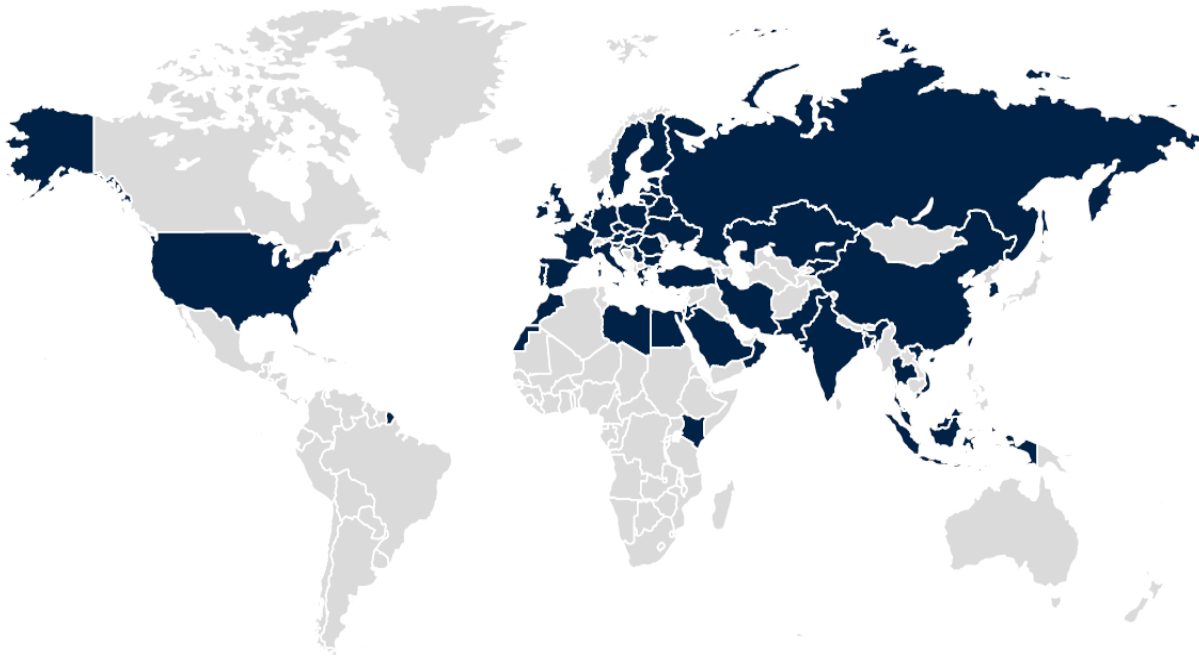
この先、企業が危機に対する耐性を高めるためには、オートメーション化され、危機発生時に何が起こるか予想可能なデジタル化されたサプライチェーン管理システムが必要不可欠となる。こうしたサプライチェーン管理システムでは、原材料の納入業者にまで遡ってバリューチェーン全体を詳細かつタイムリーに把握することができる。また、リアルタイムにフィードバックを得られるため、効率的に取り組むべき課題の優先順位を決定し、障害が見つかった際にはそれに対処することが可能になる。

5. 新たな政府介入の時代

どのような国においても、重要性が高いため自由市場に任せられない産業がある。原子力発電やAI（人工知能）の分野が好例である。外出制限が解除された後に、特に食料品、医療機器、医薬品成分などの「必要不可欠な」または「戦略的な」製品のサプライチェーンに対する政府介入が高まることはほぼ確実だろう。ほかに多くの政府規制案が浮上しているが、サプライチェーン規制に対する舌戦は既に始まっている。²¹ 米国のナバロ大統領補佐官（通商担当）は、「我々は、危険なまでにグローバルなサプライチェーンに依存し過ぎている。最も中枢となるような医薬品や保護具を二度と海外に依存すべきではない。」と述べている。²² NATO（北大西洋条約機構）でさえも、最も中枢となるような医療機器については同盟国内で増産すべきかどうか検討している。²³

各国では食料品や極めて重要な医療物資の生産量が危険な水準にまで低下しており、サプライチェーンが地域的に集中し、1国への依存度が高い状況の中、こうした製品をどのようにして調達するのかという懸念が高まっている。韓国、トルコ、EU、インドなど複数の政府が、医療機器と医薬品の輸出規制を強化する一方、食料品の輸出を制限している国もある（図表2参照）。²⁴

図表2：2020年3月に医療用品の輸出規制が強化された



注記：2020年4月3日、米国は3Mに対して輸出規制を課した。

出所：Simon J. Evenett, 「Tackling Covid-19 Together: The Trade Policy Dimension（新型コロナウイルスにも取り組む：貿易政策の側面）」
Global Trade Alert, 2020年3月23日

このような危機対応策は、サプライチェーンの大きな混乱や生産量の下押し材料となっており、ただでさえ不十分な物資が最も必要とするところに行き渡らないという危険性を孕んでいる。²⁵ にもかかわらず、備蓄品やサプライチェーンに対して国内統制を維持しようとする動きは、今後ますます高まる可能性がある。

この点について、政府はアメとムチを使い分けると考えられる。一方では、新たに戦略業種に指定された国内企業は、主要製品の戦略的備蓄の開始とその維持による旺盛な需要に加えて、国内製造業者を海外の競合他社から保護するための有利な産業政策の恩恵を受けるだろう。

他方で、こうした企業はコストのかかる新たな規制対象となり、報告要件が厳しくなり、国内での製造が義務付けられる恐れがある。同時に、ベルギーやコスタリカ、イスラエルといった自国市場が小さな企業は、現在重要な製品を輸出しているとしても、こうした規制による恩恵を受けない負け組企業になるとみられる。²⁶

備蓄品やサプライチェーンに対して国内統制を維持しようとする動きは、今後ますます高まる可能性がある。

ジャスト・イン・タイム方式 vs ジャスト・イン・ケース方式

企業は何十年にもわたり、業務から過剰コストを削ぎ落し簡素化を進めてきた。こうした効率性の追及が「ジャスト・イン・タイム（JIT）」方式と無駄のない製造につながっている。原材料、仕掛品、さらには製造業者で出荷を待つ完成品をも含めた過剰在庫の削減が、製造の簡素化にとって必要不可欠な要素である。実際、「ビック・データ」の拡充、AI、高度なデータ分析により企業はさまざまなツールを利用して中間消費者や最終消費者の需要を予測し、JIT在庫管理の精度を高めることができるようになった。

低い在庫率は効率性の高い優れた経営の証と見られており、無駄な在庫を持たない企業は証券会社のアナリストから高いバリュエーションで評価されている。²⁷ 事実、ある調査によれば、1990年から2002年まで過剰在庫を抱える企業の株価上昇率は非常に低かった。²⁸ 市場から在庫を最小限に抑えるよう容赦なく圧力を受けた企業は、「ジャスト・イン・ケース」方式（JIC）を犠牲にしてJITに大きく妥協せざるを得なかった（図表3参照）。

こうした高度に組織化された在庫管理は、需要が安定している間は非常に効率的であることが証明されている。注文アルゴリズムは季節変動の管理や需要のわずかな変化への対応に長けている。リアルタイムで需要を把握するために、棚にセンサーを取り付けている企業もある。しかし新型コロナウイルスの感染拡大が続く大きな混乱の中で、こうした緻密に調整された業務運営は簡単に打ちのめされてしまった。

資本財や工業用製品は大規模でグローバルなサプライチェーンを持つが、食料小売店にはそうしたものはほとんどない。3月に全米で食料品店の棚が空になったことは、JITが突然停止したことを物語っている。1990年代にスーパーマーケット業界は、在庫を圧縮して利益率を改善するよう投資家から大きな圧力を受けた。JIT方式に既に精通していたウォルマート、テスコ、カルフル、ターゲットといった大手小売店は、市場シェアと利益率を高める好機と捉え食料品分野に参入した。それに対抗して大手スーパーマーケットチェーンは、JIT方式を駆使して配送センターの規模を縮小し、間接費を引き下げ、利益率を押し上げた。一般的なスーパーマーケットの手元在庫は、数カ月分から約1カ月分へと低下した。²⁹

需要増に対応できる余裕がほとんどない食料品店で、一部の商品がほんの数日のうちに売り切れてしまったことは驚くに値しない。

例えば、3月に米国では、ペーパータオル、黒豆、マグロの需要が150%増加する一方、これらの在庫はすぐに底をつき、食料品店で一部の商品が品切れだったと回答した買物客はおよそ90%に上った。³⁰

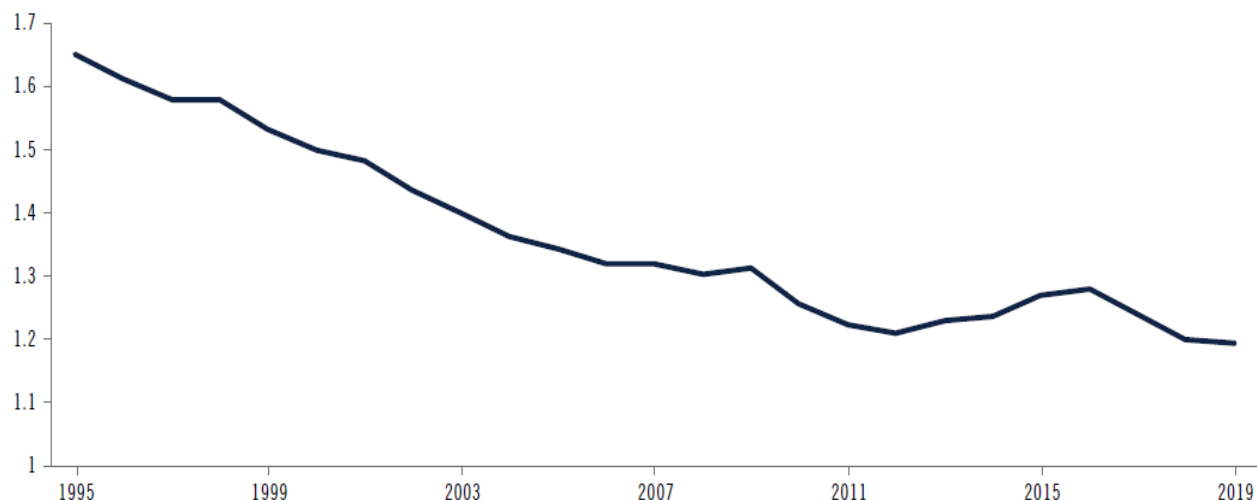
主な影響

新型コロナウイルスの感染拡大で、多くの企業が活用している既存の在庫管理システムにはビジネス耐性も柔軟性もないことが明らかになった。特に代替商品が極めて限られる川上企業では、その傾向が顕著だった。こうした事態に一部の企業は、JITとJICのバランスを取ることで対応しようとするだろう。投資家は投資先企業が抱えるこうした問題についてどのように考えたらよいだろうか？

1. 生活必需品業界では「ジャスト・イン・タイム」方式の在庫管理が引き続き主流

歯磨き粉、牛乳、その他消費財など代替商品や他の調達先が比較的簡単に見つかる分野では、材料や最終財の在庫を増やすよりも、代替データやAI、機械学習を活用して最終消費者の需要動向を細かく予測し、より詳細な在庫調整を行うメリットの方が大きいだろう。また、一般的に生活必需品の多くは利益率が低いため、突然の需要増に対処することで収益やビジネス耐性が高まっても、備蓄品や保管コストで簡単に相殺されてしまう可能性がある。言い換えれば、代替可能でオーダーメイドの要素が低い利益の薄い製品の場合は、多めの在庫を持つとうとしないと考えられる。

図表3：米國小売業の最終売上高に対する在庫割合



注記：自動車を除くすべての小売取引を含む。
出所：Federal Reserve Economic Data、2020年4月23日現在

2. 資本財および製造業セクターは在庫を多めに持つ「ジャスト・イン・ケース」方式の在庫管理に転じる可能性

消費財には多くの代替品（鶏肉の代わりに牛肉、全乳の代わりに低脂肪乳）があるが、トラックや航空機向け部品、あるいは病院向け専用医療機器などの資本財には通常それがない。資本財、特に利幅が大きく安定した需要のある製品の製造を手掛ける企業は、混乱時には製造を維持するのに必要な原材料の在庫管理を間違いなく見直すものである。こうした企業は在庫管理方法をJICに変更することで、生産が中断して収入が減少し、自社の信頼を損ねるような供給の混乱を二度と招かないようにするだろう。また、医療機器製造業者のような専門性の高い製品のメーカーにとっては、短期的な需要増に対応することで得られる利益も魅力的かもしれない。こうした企業もまた、主要な成分や部品について、より柔軟で堅固な在庫管理を検討すると見られる。

回復力を高めるための費用はEPSの上昇余地を限定するものの、ある程度のダウンサイド・プロテクション効果が得られるだろう。

3. 多めの在庫と、それに伴う在庫管理費用増加とのトレードオフをどのように評価すべきかを市場が再考する可能性

JICの在庫管理を進めればビジネス耐性は高まるが、言うまでもなく在庫管理費用が上昇する。危機時に業務や売上の回復力が高まることに対する費用の増加を、投資家はどのように評価するだろうか？

将来危機が発生した際に、製品需要が増加する（例えば、医療機器や仮設住宅）ならば、業務の回復力を高めるための費用は、混乱時において製造を維持するための妥当な費用であり、「需要のピーク」時に売上を増やす好機と見なされる可能性もある。株式投資家にとって、こうした追加的費用はEPS（1株当たり利益）の上昇余地を限定するものであるが、ある程度のダウンサイド・プロテクション効果をもたらすものでもある。また債券投資家は、生産の回復力向上が収益安定につながることを好感するだろう。だが、どちらの投資家も、在庫を多めに抱えることに伴う足元のフリー・キャッシュ・フローの減少とのトレードオフを比較検討することになる。

小資本企業への移行がさらに加速

以前に発行した「[未来を拓くビジネスモデル](#)」において検証した通り、世界中でこれまで企業を定義づけてきた工場、機械、多くの従業員を収容できる自社ビルといった資産の削減を進めている。これに代わって、企業は資本の軽量化を進めて小資本企業モデルへと移行しつつあり、知的財産、ソフトウェア、オンラインプラットフォーム、専有データ、アルゴリズムといった無形資産への投資を重視しつつある。今やS&Pヨーロッパ350の時価総額の70%、米国S&P500の時価総額の85%を無形資産が占めるまでになっている。³¹ 長期間にわたる小資本企業への移行のさらなる加速は、コロナ禍による外出制限がビジネスにもたらした最も重要な影響の一つと言えるだろう。

社会的距離の確保という施策が世界的に広まり、数え切れないほどの活動がバーチャル化（仮想現実化）を余儀なくされている（図表 4参照）。

- **教育**：一時的ではあるが、先進国市場の多くの学生が実際の教室を離れ、バーチャルな教室を利用している。米国における教育アプリのダウンロード数は3月の2週間で10倍以上に増加した。³²
- **医療**：人々は今までになく遠隔診療を使い始めている。例えば、ヨーロッパ最大規模の遠隔診療プロバイダーであるKRYインターナショナルは、登録数が200%以上増加しており、新たな需要にも対応できるように医師のネットワークを拡大していると報告している。³³
- **テレワーク**：米国内の3月中旬におけるテレワーク用アプリのダウンロード数は、3月初旬と比較すると15倍以上も増加した。³⁴
- **オンライン・ショッピング**：オンライン・ショッピングの需要増に対応するため、アマゾン米国内での流通・倉庫業務のために新たに従業員17万5,000人を採用した。³⁵

主な影響

1. 新しいテクノロジーを採用する企業が加速的に増加

世界的な危機が発生した際には、広範囲にわたって加速度的にテクノロジーの採用が進むが、多くの場合において危機が収束した後でもその流れが逆転することはないであろう。ほとんどの消費者や従業員は、例え気が進まなくても、オンライン、リモート、バーチャルといった手法に関する学習コストを支払うよりほかに選択肢がない。例えば、小規模な都市に住んでいる中国人高齢者など、これまで「テクノロジーに対する抵抗感があった」層においても、オンライン・ショッピングを始める人が増加していることを示す報告もある。³⁶

しかし、既にテクノロジーに対する抵抗感を克服し、こうした新たなテクノロジーやオンラインの使い勝手の良さを体験した今となっては、これまでテクノロジーに対して抵抗感があつた層が元の習慣に逆戻りすることはないだろう。

残念ながら、こうした傾向が加速することによって、従来型の既存企業、そしておそらくはデジタル技術に精通した企業であってもスタートで出遅れた企業の淘汰が早まることになる。多数の業界にまたがるテクノロジー主導型のスーパースター企業が優位性を高め、それにより駆逐される企業を除外したポートフォリオを構築するのが投資家にとって賢明な選択であると言える。例えば、主流の消費者向けブランドのみならず高級ブランドであってもD2C販売（消費者直販）の比重が高まる中、オンライン事業に実質的な進出をしていない実店舗型小売企業は、経済活動が再開した後に生き残ることは出来ないであろう。陳腐化リスクの高まりに直面し、投資家は、加速度的な技術革新が自らのポートフォリオ全体にわたってどのような影響を及ぼすか評価する必要がある。

2. スーパースター企業が世界経済の新たな基盤としての地位を確立

過去の危機においては競争の勢力図に変化が生じ、新たな勝者と敗者が生まれてきたが、新型コロナウイルス禍による状況は異なっている。これまでのテクノロジー主導による変化の潮流が一層強まっている。既存のテクノロジー・セクターという業種の枠をはるかに超えて、あらゆる部門にまたがる最先端のテクノロジー主導型の企業がさらに地位を固めている。これら多くは、既に無形資産を有効活用し、成功をもたらすプラットフォームとして駆使している企業である。

経済活動の突然のバーチャル化で最も恩恵を享受しているのは、おそらく世界的な外出制限が始まる以前にオンラインビジネスを支配していたスーパースター企業であり、今やかけがえのない産業基盤、必要不可欠なサービスの提供者として地位を確立している。テンセント、マイクロソフト、アリババ、アマゾンなど、企業向け及び消費者向けの多種多様なサービスを提供するテクノロジー複合企業が、オンラインビジネスの著しい成長に伴って莫大な利益を得ている。

こうした企業は、クラウドコンピューティング、音楽あるいはビデオのストリーミング・サービス、コラボレーション・ツール、オンライン・ショッピング、ゲームに至るまでありとあらゆるオンライン関連サービスを提供しており、こうしたサービスに対する需要の急増に伴うビジネス機会を獲得できる体制が整っている。

中でも、外出制限が解除された後に構造的に利益を得られそうなビジネスとして、以下が挙げられると考えている。

- **ECコマース**：もはやオンライン・ショッピングは玩具、衣類、日用品だけを対象としたものではなく、高級ブランドできさえも最優先事項としてD2CのECコマース戦略を掲げるべきであることを認識している。旗艦店における体験型の店頭販売も良いが、高級品であってもオンラインでの購入を厭わない消費者が特にアジアで増加しつつある。グッチを例に挙げると、2020年第1四半期に全体的な売上高が23%減少した一方、中国本土でのオンライン売上高は2倍以上に増加した。³⁷

技術企業も投資家も、パンデミックによって政治家、規制当局、一般市民が個人の権利と公共の利益とのトレードオフを再考することになるかどうかを注視するだろう。

- **クラウドコンピューティング**：高度なテクノロジー企業のほとんどは世界的な危機以前から既に低コストで効率的なクラウドサービスを運営していた。例えば、ネットフリックスは自社のストリーミング・サービスのすべてにつき、アマゾンのAWSを活用している。新型コロナウイルスが世界的な流行によってクラウドコンピューティングの利用が急増し、マイクロソフトは都市封鎖命令が出された地域において米国向けクラウドサービスの需要が8倍に増加した。³⁸ さらに、コールセンター、情報セキュリティ、クラウドベースの技術インフラなど、クラウドをベースとした技術を活用している技術系ソフトウェアやサービスを提供する企業も成長が見込まれる。
- **テレビ会議およびテレワーク用のアプリ**：マイクロソフトのTeamsは、3月31日に1日の会議時間27億分という過去最高を記録した。このアプリを使ったビデオ通話の件数も3月最終週には第1週の10倍以上にまで増加した。³⁹ コラボレーション・ツールは、今回の危機が収束に向かった後も長期にわたって高い利用率が続くであろう。

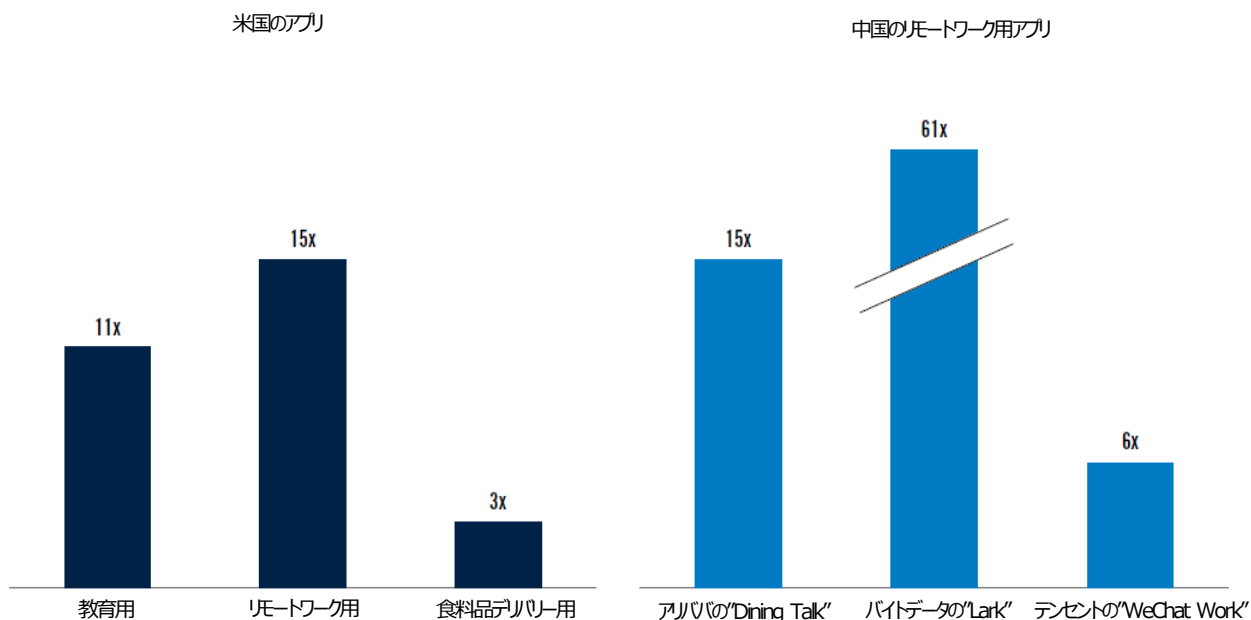
官民の両部門の事業者は、実際に対面することなしに、バーチャル環境において様々なタイプの対話や会議を効率的に行えるということを経験した。その結果として、多くの企業における役員は、危機前と比較して出張数を減らすであろう。プロジェクトに関する社内会議も、コラボレーション・アプリさえあれば会議室が不要となる。

- **ストリーミングによるエンターテインメント・サービス**：外出制限で在宅する人が非常に多くなったことで、ゲームやビデオのストリーミング・サービスが飛躍的に伸びた。バーチャルリアリティに関するアプリケーションも同様である。例えば、3月16日からの週における米国のゲームでのデータ使用量は、前週と比べて75%増加した。⁴⁰ Z世代、ミレニアル世代、X世代の米国人の約30%が、3月に新たなビデオストリーミング・サービスへの加入を計画していると述べている。⁴¹ ネットフリックスは2020年第1四半期の新規加入者数が約1,600万人に上り、そのほとんどがアジア、ヨーロッパ、中東であったと報告している。⁴² すべての新規ユーザーが大封鎖の解除後も加入を継続するわけではないが、変化を引き起こすきっかけとなったものがなくなった後も、習慣は持続するという行動の継続現象も期待できるだろう。新規加入者の中には、広告があつて番組の時間も決まっているケーブルテレビには逆戻りしたくないと考える人も出てくるだろう。
- **インターネットの世界における「配管工事」**：オンラインの活用がこれまで以上に拡大するのに伴い、消費者や企業がより高速なインターネットやwi-fiの接続を求めるようになるのは自然なことである。インターネットのインフラ、すなわちバーチャルの世界における「配管工事」を提供する電気通信企業も、オンラインの活用拡大という構造的な変化によって恩恵を受けるであろう。5G無線ネットワークのような新たな高速通信技術も、業務あるいは個人の使用が増加するのに伴い、需要が拡大するであろう。これにより政府が5Gに対してさらに注力するようになり、技術インフラを巡る米中の緊張が高まる可能性もある。

5. ビッグデータ：悩みの種から救世主へ？

外出制限が始まるまで、テクノロジー企業は「[テックラッシュ](#)」と呼ばれる重大な規制上の不確実性に直面していた。最も懸念されていたのはデータの機密性であり、つまり特定個人のSNSに対して「フェイク・ニュース（偽情報）」を流すために機密情報が使用されていないかということである。近年の米国やフランスの国政選挙でロシアが故意に偽情報を広めようとしたという疑惑や、イギリスのEU離脱を巡るケンブリッジ・アナリティカのスキャンダル後、特に懸念が強まった。

図表4：新型コロナウイルス感染拡大期におけるアプリダウンロードの増加



注記：米国のデータは3月2日から16日の間の増加を示している。中国のリモートワーク用アプリのデータは1月22日から2月20日までの増加を示している。
出所：Statista、2020年4月24日現在

EUの一般データ保護規則（GDPR）に加え、インド、モロッコ、ブラジル、南アフリカ、台湾などで新たに法律が施行されるなど、世界中で各国政府が個人データを保護するための取り組みを開始している。⁴³

大規模な外出制限の実施時には、公衆衛生上の対策および新型コロナウイルスのまん延防止のために、政府が、携帯電話やモバイルアプリから収集した機密の個人情報を活用した。こうした個人データを使うことで、アジア、欧州、北米の各国政府は感染の可能性がある患者を追跡調査し、感染クラスター発生の疑いに即座に対処し、また地域社会がどの程度移動制限を遵守しているか知ることができた。地理的位置情報やその他の個人データを既に入手しているテクノロジー大企業がこうした対策実施の受け皿となって、新たなアプリや追跡調査の仕組みを矢継ぎ早に開発した。アリババのアリペイヘルスコード、アップルおよびグーグルの非接触型追跡技術など、足元のコロナウイルス禍に対する政府主導の対応策において、大手テクノロジー企業がその重要な担い手として台頭しつつある。

今後の展開は依然として不透明であるということは否めないが、今回の新型コロナウイルス禍によって政治家、規制当局、一般市民が個人の権利と公共の利益との間のトレードオフについて再考するようになるかどうか、テクノロジー企業と投資家の双方が注視するであろうことは間違いない。公衆衛生上の調査のために個人データを収集して使用する多くの取り組みは、新型コロナウイルスの感染が収束に向かえば、終了されるであろう。⁴⁴ しかし、社会はおそらく個人のプライバシーと公共の安全との間のトレードオフを改めて考え直すだろう。少なくとも一部の社会では監視が強化されたが、緊急事態の発生時に適切な監督下で行われるのであれば、個人データの使用はプライバシー権を完全に侵害するものというよりも当局者が活用できる有益な材料だと認識されるかもしれない。しかし、権威主義的な体制の下で不正利用されるリスクが高いことも明白である。

個人データのプライバシー保護に関する考え方に変化があった場合、こうしたデータを活用している小資本企業には大きな影響があるだろう。危機対応を最優先させるといった考え方から世界が解放されるにつれ、プライバシーの保護に関するテクノロジー企業への逆風は弱まり、これまで築いてきたビジネスモデルを今後も維持していけるであろう。

建物とオフィスの再考

本稿で検証してきた経済的な見通し、ビジネスモデル、人間の行動における長期的な構造的変化が、商業用不動産（CRE）に及ぼす影響は、エボラ出血熱、重症急性呼吸器症候群（SARS）、中東呼吸器症候群（MERS）、H1N1インフルエンザ、ジカ熱などの過去のウイルス性疾患をはるかに超えるものであり、極めて広範囲なものになる可能性がある。

こうした変化の一部は、輸送、倉庫、冷蔵、携帯電話基地局、データセンター、テレワーク、手頃な価格の住宅などに対するニーズを高め、その一方で百貨店を中心とした小売ショッピング・センターが大幅に下落するといった不動産市場の長期的な傾向が顕著になるであろう。一方、コワーキングスペースの利用、従業員密度の高いオフィス空間、都心部への回帰など、その他の傾向は鈍化あるいは中断される可能性もある。大規模な外出制限の解除後に企業や従業員の生活に変化が見られれば、これらが不動産市場にどのような重大な二次的影響を及ぼすか、投資家は注視が必要だと考えるであろう。

主な影響

1. オフィスは変化するも消滅はしない

大規模な外出制限を実施した際に生じた集団的な不安によって明らかになったことがある。それは、人間は社会的動物であり、他者との交流が必要だということである。人間のアイデンティティは家族や地域社会だけではなく、職場とも関係がある。職場は人々が交流し、協力し、革新し、対話する場である。急激に襲った世界同時不況はオフィス部門にとって景気サイクルの強い下押し材料となるが、長期的に見ればオフィススペースに対する構造的ニーズは堅調に推移しそうである。とは言え、オフィス部門における「ニューノーマル」は、これまでとまったく異なるものになる可能性があり、不動産投資家は、3つの重要な潜在的变化を注視する必要がある。

第一に、大規模な外出制限への緊急的な対応策として一気に導入されたテレワークにより、オフィスのデスクで仕事をする人の数が減少するかもしれない。テレワークはもともと拡大傾向にあり、様々な業界にまたがる96社18,000人以上の従業員を対象とした最近の調査によると、70%の人が週1日はオフィス以外の場所で仕事をしており、53%の人は週の半分以上をオフィス以外で仕事をしている。⁴⁵ 大規模な外出制限を実施したことを背景に、この傾向が加速する可能性がある。その結果、ますます企業はオフィスやデスクと個々の従業員を関連付けて考えなくなっていくだろう。それぞれが別々の日にオフィスに何度も出入りするような従業員を対象としたホテリングやデスク共用など、今では当たり前となったビジネス慣習が今後さらに加速するのはほぼ確実であろう。

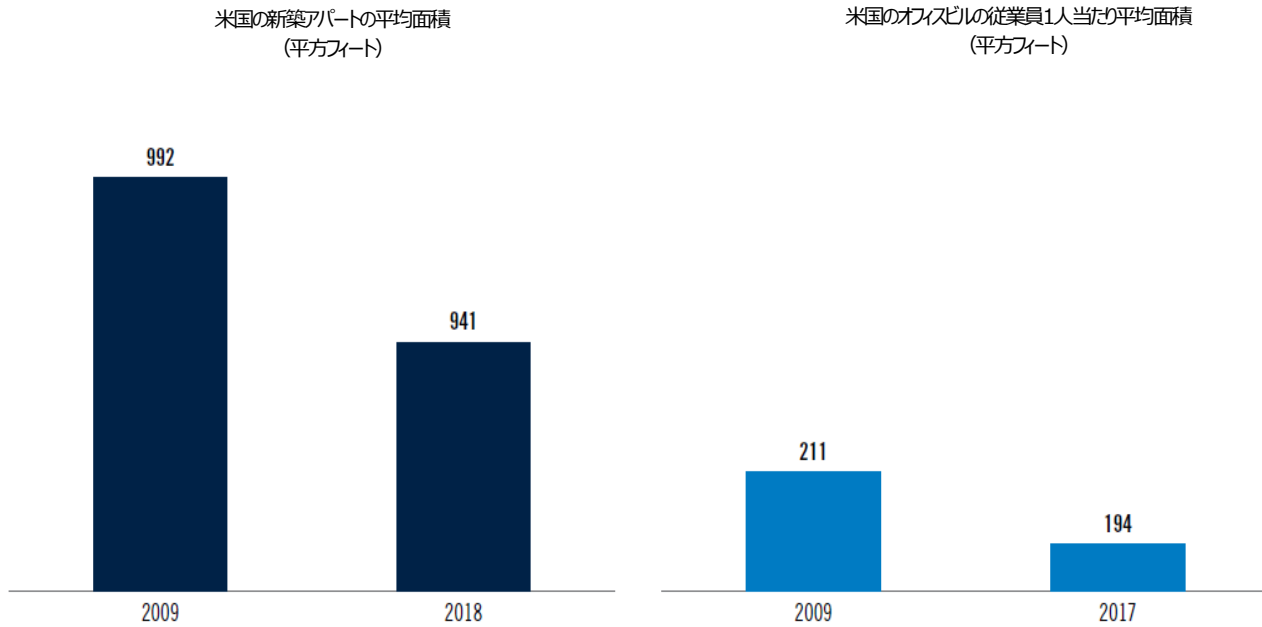
第二に、個人的な空間の確保や衛生的な職場環境という概念が何より重要となっていることから、開放的なデザインと共用のアメニティに溢れたコワーキングスペースの利用は、その魅力が低下していくであろう。知らない人と作業スペースやアメニティを共有することは、どれだけ贅沢なカプチノマシンがあったとしても、従業員に受け入れられなくなり、また従業員の安全と健康を守ろうとする雇用主にも適さないだろう。

第三に、テクノロジーのために必要な敷地面積の縮小と新たなレイアウト設計が主導してきたオフィス空間の高密度化の流れが止まる可能性がある（図表 5参照）。過去にウイルスの世界的な流行が発生した際にはオフィス密度には大きな変化が見られなかったが、今回実施された大規模な外出制限を踏まえれば、公衆衛生当局から建物内の人口密度引き下げを要求され、建築基準法の改正に動く行政区域が出てくるかもしれない。また、従業員の安全と個人的な空間の確保に関して芽生えた新たな考え方に応えるために、建築基準法が改正されるか否かにかかわらず、企業はオフィスのレイアウトを変更して密度を低下させる必要があるであろう。こうしたレイアウト変更の中には、応急的な対策で間に合うものも含まれる。例えば、従業員同士の間隔を広げるために、オフィス空間やパーティションで区切られたスペースのデザインを変更する必要があるのはほぼ間違いない。また、エレベーター、トイレ、会議室といった共用スペースにおいて社会的な距離を確保できるような新たな視覚的表示が必要になり、カフェテリアのテーブルの間隔についても変更の必要があるだろう。⁴⁶ 一方、長期的な視点に立った対策も必要とされる。今後のオフィス空間は然るべき対策を求められた時に迅速に対応できるだけの柔軟性を備えた設計となっている必要がある。

2. 産業向けおよびロジスティクス向け不動産が活性化

大規模な外出制限によって世界規模での不動産需要の急激な減少がもたらされており、今後、不動産への投資運用にとって強い逆風となるであろう。当面は、まず貨物輸送量の減少と世界経済の活動縮小が懸念される。しかし、長期的な運用を行う投資家は、足元の急激な景気悪化の先を見据え、いくつかの構造的変化を注視する必要がある。

図表5：米国では居住用ビルおよびオフィスビルの1人当たり面積が低下傾向



出所：Nadia Balint, "As Apartments Are Shrinking, Seattle Tops New York with the Smallest Rentals in the U.S.," RENTCafé, November 30, 2018; "The Rise of Open Offices," Cushman & Wakefield, February 21, 2019.

第一に、大規模な外出制限によって、食品雑貨やその他の生鮮食料品もオンラインで購入して構わないと考える消費者が生まれた。社会的な距離を確保するという措置が緩和された後に、どうしてもトマトを自分の手にとってその感触を確かめたいと考える消費者は減少するかもしれない。これにより、10年前から増加傾向にあったオンライン・ショッピングの勢いがさらに助長され、倉庫、輸送、流通、とりわけ多くの人口を抱える主要都市付近に所在する「ラストマイル」と呼ばれる冷蔵配送施設の需要がさらに増加する。実際、倉庫・輸送部門における不動産需要は、オンラインによる注文数と在庫水準のわずかな増加に対しても極めて敏感に反応する。既に低温・冷凍保存設備を保有している現在の食料品店が、純粋な流通配送センターに発展していくような状況も発生し得る。

第二に、先術した通り、複雑かつ世界的なサプライチェーンに対する圧力を背景に、長期的に一部の製造活動を近隣国あるいは自国内に回帰させる動きが増えそうである。こうした動きに加え、自社の信頼性とビジネス耐性を高めることを目的として、十分な量の材料を確保し「安全在庫」の積み増しを選択する一部の企業も現れそうである。さらに、政府により「戦略的に重要」とであると指定され、当該製品の生産を国内回帰するよう指示されたり、当該製品の備蓄を大幅に増加させるような立法措置が講じられる可能性がある部門において、自国回帰の勢いが増すと考えられる。

こうした要因により、EUや米国（特に米国東海岸のような内陸港）、さらにはEU市場に製品を流通している東欧、米国市場に商品を流通しているメキシコやカナダにおいても、倉庫や流通施設に対する長期的な需要が高まる見込みである。

3. 住宅物件は安全性とスペースが重視される

大規模な外出制限により、テレワークの頻度が増大し、安全な個人空間に対する長期的な需要が高まる可能性がある。このことが、住宅セクターにいくつかの影響を及ぼす可能性がある。

第一に、「マイクロユニット」と呼ばれる、スタジオタイプよりも専有面積が狭く、塩水プールや館内映画設備など多くの共用施設を有する物件に対する需要が、都心部において低下する可能性がある。広い専有面積や屋外の共用スペースなどを重視する人が増加するにつれ、「マイクロユニット」の魅力が低下するであろう。

第二に、都心部が人を引き寄せる力、およびそれに伴う都心部での「生活、仕事、遊び」のライフスタイルの魅力が低下し、安全とだと考えられる広々とした郊外での暮らしへと嗜好が逆戻りするかどうかを投資家は注視する必要がある。

新型コロナウイルス禍によって特にテレワークが拡大することで、短い通勤時間という都心部に住む魅力の1つが薄れることを背景として、ミレニウム世代にとって郊外の魅力が高まるかもしれない。また、子供が巣立ち、都心部への転居を考えている人達を躊躇させることにもなるかもしれない。

さらに、一戸建住宅が機関投資家向けの資産クラスだと考えられるようになる中、家族の安全を確保でき、裏庭も得られることが重視されて需要が高まる可能性もある。もちろん、新型コロナウイルスがそれぞれの地域でどれだけ猛威を振るっているか、また、例えばラスベガスやマカオのように観光客や来訪者への依存度がどれだけ高いかによって、こうした傾向は異なり、地域によっても異なるだろう。

結論

新型コロナウイルスに起因する連鎖的な危機は今なお影響を及ぼし続けており、ウイルス大流行後の世界がどうなっているか予測することは依然として極めて困難である。短期的には、深刻な世界同時不況の推移を、企業、政策立案者、投資家は注視して行こう。同時に、より持続的な構造的変化が顕在化すると考えられる（表1参照）。本稿では、いくつかの長期的な変化が生じる可能性について検証した。かなりの時間が経過して、大規模な外出制限による財政的な傷跡が癒えた際に、本稿で検証した事例がどのくらい企業活動に組み込まれているは、その時にならないと分からない。長期的な運用を行う投資家は、足元の大きな混乱にとらわれず、新型コロナウイルス禍によって自身の投資ポートフォリオに今後どのような変更が必要になるかを検討することが求められている。

表1：テーマと主な影響

テーマ	主な影響
グローバル・サプライチェーンに潜む脆弱性	<ul style="list-style-type: none"> いくつかの製造業の世界的なサプライチェーンにおいて、中国からの地域分散が加速する。 これまでに海外に構築された世界的なサプライチェーンの国内回帰とオートメーション化が進む。 強固な財務状況の大手仕入先が選好されるようになり、仕入先の財務的脆弱性がこれまで以上に重視されるようになる。 バリューチェーン全体にわたる透明性の向上と将来発生し得る混乱にうまく対処することを目的としてサプライチェーンのデジタル化が進む。 中枢となる医療品や食料品の国内製造と備蓄を主な目的とした新たな政府介入の時代が到来
ジャスト・イン・タイム vs ジャスト・イン・ケース	<ul style="list-style-type: none"> 代替品が多い生活必需品業界では、引き続きジャスト・イン・タイム方式の在庫管理が主流となる。 代替品の少ない原材料に依存する資本財や製造業セクターは、在庫を多めに持つ「ジャスト・イン・ケース」方式の在庫管理に転じる可能性がある。 市場は、ビジネス耐性を高めるために多めの在庫を持つことと、それに伴う在庫管理費用増加とのトレードオフをどのように評価すべきか考え直すだろう。
小資本企業への移行がさらに加速	<ul style="list-style-type: none"> テクノロジーに対する抵抗感があつた消費者もこれを受け入れざるを得なくなり、長期的にはテクノロジーの活用が加速される。 スーパースター企業が世界経済に不可欠な新たな基盤としての地位を確立する。 社会は個人データのプライバシー保護と公共の安全との間のトレードオフを改めて考え直し、規制当局による「テックラッシュ」と呼ばれる規制強化が軟化される可能性がある。
建物とオフィスの再考	<ul style="list-style-type: none"> 個人的な空間が何より重要となり、テレワークは拡大する。一方で、コワーキングスペースは減少、オフィス空間の高密度化の流れが止まる可能性がある。 ECマース及び生産活動の国内回帰により産業向けおよびロジスティクス向けの不動産物件の需要が増大する。 広い専有面積を持つ住宅物件、および郊外の住宅物件が成長の見込み。

執筆者・情報提供者

Eric Adler, PGIM Real Estate

Shehriyar Antia, PGIM Thematic Research

Mark Baribeau, Jennison Associates

Blair Boyer, Jennison Associates

Dr. Peter Hayes, PGIM Real Estate

Gary Horbacz, PGIM Fixed Income

David Hunt, PGIM

Dr. Taimur Hyat, PGIM

David Klausner, PGIM Thematic Research

Warren Koontz, Jennison Associates

Cathy Marcus, PGIM Real Estate

Lee Menifee, PGIM Real Estate

Cuong Nguyen, PGIM Real Estate

Dr. Harsh Parikh, PGIM Institutional Advisory and Solutions

Dr. Katja Seim, Professor of Economics at Yale University

Dr. Nathan Sheets, PGIM Fixed Income

John Vibert, PGIM Fixed Income

Dr. Sushil Wadhvani, QMA Wadhvani, a PGIM Company

Dr. Noah Weisberger, Institutional Advisory and Solutions

出典

- 1 Based on the portfolio allocation of a large, US pension fund. Values were derived from the market value of the assets, as of June 30, 2018
- 2 "Covid-19: U.S.-China Economic Considerations," Congressional Research Service, March 20, 2020. <<https://crsreports.congress.gov/product/pdf/IF/IF11434>>
- 3 "Tradeshift Sees Chinese Trade Activity Drop 56% on a Week by Week Basis as Coronavirus Hits Global Supply Chains," Business Wire, March 5, 2020. <https://www.businesswire.com/news/home/20200305005305/en/Tradeshift-Sees-Chinese-Trade-Activity-Drop-56>
- 4 Donnan, Shawn, Rauwald, Christoph, Deaux, Joe and King, Ian, "A Covid-19 Supply Chain Shock Born in China Is Going Global," Bloomberg, March 20, 2020. <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-03-20/a-covid-19-supply-chain-shock-born-in-china-isgoing-global>>
- 5 Ibid
- 6 Hunt, Nigel and Miriri, Duncan, "Europe's Fresh Food Supply Is Being Threatened by Coronavirus," World Economic Forum and Reuters, March 31, 2020. <<https://www.weforum.org/agenda/2020/03/fresh-produce-europe-coronavirus/>>"Intangible Asset Market Value Study," Ocean Tomo, 2017. All values are as of 2015.
- 7 McLean, Rob, "The Food Supply Chain is Breaking,' Says as Plants Close," CNN Business, April 26, 2020. <<https://www.cnn.com/2020/04/26/business/tyson-foods-nyt-ad/index.html>>
- 8 UNCTAD, data is for 2017, accessed April 16, 2020.
- 9 Parkin, Benjamin, "India Coronavirus Shutdown Hits Outsourcing Groups: Companies Are Racing to Maintain Services for Global Clients," Financial Times, March 30, 2020. <https://www.ft.com/content/00611a21-9e43-430b-b46e-de0a50c0383a>
- 10 Ibid
- 11 "Business Impact of the Coronavirus: Business and Supply Chain Analysis Due to the Coronavirus Outbreak," Dun & Bradstreet, February 11, 2020. <https://www.dnb.com/perspectives/supply-chain/coronavirus-business-impact.html>
- 12 "140 Countries Pass Counterterrorism Laws Since 9/11: Dangerous Expansion of State Powers to Investigate, Detain and Prosecute," Human Rights Watch, June 29, 2012. <<https://www.hrw.org/news/2012/06/29/global-140-countries-pass-counterterrorism-laws-9/11#>>
- 13 Schmalz, Fred, "The Coronavirus Outbreak Is Disrupting Supply Chains Around the World – Here's How Companies Can Adjust and Prepare," Business Insider, March 26, 2020. <<https://www.businessinsider.com/covid-19-disrupting-global-supply-chains-how-companies-can-act-2020-3>>
- 14 Van den Bossche, Patrick, et al., "Trade war spurs sharp reversal in 2019 Reshoring Index, foreshadowing COVID-19 test of supply chain resilience," Kearney, 2020. <<https://www.kearney.com/operations-performance-transformation/us-reshoring-index>>
- 15 "Covid-19: Managing Supply Chain Risk and Disruption," Deloitte, 2020. <https://www2.deloitte.com/global/en/pages/risk/articles/covid-19-managing-supply-chain-risk-and-disruption.html>
- 16 Marin, Dalia, "How COVID-19 Is Transforming Manufacturing," Project Syndicate, April 3, 2020. <<https://www.project-syndicate.org/commentary/covid19-and-robots-drive-manufacturing-reshoring-by-dalia-marin-2020-04>>
- 17 Schmalz, Fred, "The Coronavirus Outbreak Is Disrupting Supply Chains Around the World – Here's How Companies Can Adjust and Prepare," Business Insider, March 26, 2020. <<https://www.businessinsider.com/covid-19-disrupting-global-supply-chains-how-companies-can-act-2020-3>>
- 18 Korzeniewski, Jeremy, "Half of all Major U.S. Suppliers Said to Be Bankruptcy Risks in 2009," Autoblog, March 21, 2009. <<https://www.autoblog.com/2009/03/21/half-of-all-major-u-s-suppliers-said-to-be-bankruptcy-risks-in/>>
- 19 "27 Automotive Suppliers File Chapter 11 Bankruptcies in 2009; End of Year Status Summary; Likelihood of Bankruptcy Preference Recovery," Burbage & Weddell L.L.C., January 9, 2010. <<http://burbageweddell.com/2010/01/09/27-automotive-supplier-chapter-11s/>>

20. Liao, Rebecca and Fan, Ziyang, "Supply Chains Have Been Upended. Here's How to Make Them More Resilient," World Economic Forum, April 6, 2020. <<https://www.weforum.org/agenda/2020/04/supply-chains-resilient-covid-19/>>
21. Bennet, Catherine, "France Issues Call to 'Buy French' as Coronavirus Erodes Single Market," France 24, March 28, 2020. <<https://www.france24.com/en/20200328-france-issues-call-to-buy-french-as-coronavirus-erodes-single-market>>
22. Beavers, Olivia, "Momentum Grows to Change Medical Supply Chain from China," The Hill, April 5, 2020. <<https://thehill.com/policy/national-security/491119-momentum-grows-to-change-medical-supply-chain-from-china>>
23. Dempsey, Harry, "Nato to Focus on Supply Chain Vulnerability," Financial Times, April 14, 2020. <<https://www.ft.com/content/59ff62ae-3f66-3ec2-b269-e94e9a72f198>>
24. Dixon, Robyn, Stern, David L., and Kumenov, Almaz, "As Borders Harden During Pandemic, Some Countries Look to Hold on to Their Own Food, The Washington Post, April 8, 2020. <https://www.washingtonpost.com/world/as-borders-harden-during-pandemic-some-countries-look-to-hold-onto-their-own-food/2020/04/08/385600e4-7459-11ea-ad9b-254ec99993bc_story.html>; Douglas, Jason, "As Countries Bar Medical Exports, Some Suggest Bans May Backfire," The Wall Street Journal, April 4, 2020. <<https://www.wsj.com/articles/as-countries-bar-medical-exports-some-suggest-bans-may-backfire-11585992600>>
25. "WTO and IMF Heads Call for Lifting Trade Restrictions on Medical Supplies and Food," International Monetary Fund, April 24, 2020. <<https://www.imf.org/en/News/Articles/2020/04/24/pr20187-wto-and-imf-joint-statement-on-trade-and-the-covid-19-response>>
26. UN Comtrade, accessed April 27, 2020. All values are for 2018. The three countries were chosen because of their high share of pharmaceutical and medical device exports relative to their size.
27. Kenny, Michal R. and Wempe, William F., "Further Evidence on the Extent and Origins of JIT's Profitability Effects," The Accounting Review, January 2002, Vol. 77, No. 1, pp. 203-225. <<https://aaajournals.org/doi/10.2308/accr.2002.77.1.203>>
28. Singhal, Vinod R., "Excess Inventory and Long-Term Stock Price Performance," 2005. <<https://pdfs.semanticscholar.org/e8d5/8c852e14968c5b8f641875c8318f7dcb5c15.pdf>>
29. Gasparro, Annie, Smith, Jennifer and Kang, Jaewon, "Grocers Stopped Stockpiling Food. Then Came Coronavirus," The Wall Street Journal, March 23, 2020. <<https://www.wsj.com/articles/grocers-stopped-stockpiling-food-then-came-coronavirus-11584982605>>
30. Ibid
31. "Intangible Asset Market Value Study," Ocean Tomo, 2017 via "The Future Means Business," PGIM, 2019. <<https://www.pgim.com/insights/megatrends/future-means-business>>. All values are as of 2015.
32. "Increase in Downloads of COVID-19 Impacted Apps in the United States Between March 2 and March 16, 2020, by Category" Statista, accessed April 20, 2020. <<https://www.statista.com/statistics/1108469/coronavirus-impact-app-downloads-by-category-usa>>
33. Olson, Parmy, "Telemedicine, Once a Hard Sell, Can't Keep Up With Demand," The Wall Street Journal, April 1, 2020. <<https://www.wsj.com/articles/telemedicine-once-a-hard-sell-cant-keep-up-with-demand-11585734425>>
34. Increase in Downloads of COVID-19 Impacted Apps in the United States Between March 2 and March 16, 2020, by Category" Statista, accessed April 20, 2020. <<https://www.statista.com/statistics/1108469/coronavirus-impact-app-downloads-by-category-usa>>
35. Vengattil, Munsif, "Amazon to Add 75,000 Jobs as Online Orders Surge During Lockdowns," Reuters, April 13, 2020. <<https://www.reuters.com/article/us-health-coronavirus-amazon-com/amazon-to-add-75000-more-jobs-amid-coronavirus-pandemic-idUSKCN21V1DK>>
36. Achille, Antonio and Zipser, Daniel, "A Perspective for the Luxury Goods Industry During – and after – Coronavirus," McKinsey & Company, April 2020, <<https://www.mckinsey.com/industries/retail/our-insights/a-perspective-for-the-luxury-goods-industry-during-and-after-coronavirus>>
37. Aloisi, Silvia and White, Sarah, "Kering Cautious on China Rebound After Coronavirus Hits Gucci Sales," Reuters, April 21, 2020. <<https://www.reuters.com/article/us-kering-results/kering-cautious-on-china-rebound-after-coronavirus-hits-gucci-sales-idUSKCN2232E2>>

38. Sweta, Jaiswal, "ETFs to Gain on Cloud Computing Growth Amid Coronavirus Crisis," Nasdaq, April 3, 2020. <<https://www.nasdaq.com/articles/etfs-to-gain-on-cloud-computing-growth-amid-coronavirus-crisis-2020-04-03>>
39. Spataro, Jared, "Remote Work Trend Report: Meetings," Microsoft, April 9, 2020. <<https://www.microsoft.com/en-us/microsoft-365/blog/2020/04/09/remote-work-trend-report-meetings/>>
40. "Weekly Increase in Data Usage in the United States Due to Coronavirus (COVID-19) Shutdown as of March 19, 2020, by Category" Statista, accessed April 22, 2020. <<https://www.statista.com/statistics/1108378/coronavirus-impact-online-traffic-usa-category>>
41. "Share of Adults Who Are More Likely to Subscribe to a New TV or Movie Streaming Service Due to the Coronavirus Outbreak in the United States as of March 2020, by Generation" Statista, accessed April 22, 2020. <<https://www.statista.com/statistics/1104003/svod-subscriptions-coronavirus-by-age-us>>
42. Flint, Joe and Maidenberg, Micah, "Netflix Adds 16 Million New Subscribers as Homebound Consumers Stream Away," The Wall Street Journal, April 21, 2020. <<https://www.wsj.com/articles/netflix-adds-16-million-new-subscribers-as-home-bound-consumers-stream-away-11587501078>>
43. "What's Data Privacy Law in Your Country?," PrivacyPolicies.com, 2018 via "The Technology Frontier: Investment Implications of Disruptive Change," PGIM, Fall 2018. <<https://www.pgim.com/insights/megatrends/technology>>
44. Ng, Alfred, "Apple, Google to Terminate Covid-19 Tracking Tools Once Pandemic Ends: Contact Tracing Capabilities Using IOS and Android Devices Are Temporary Measures, the Tech Giants Say," CNET, April 14, 2020. <<https://www.cnet.com/news/apple-and-google-say-they-will-shut-down-covid-19-tracking-tools-once-pandemic-ends/>>
45. "The End of the Traditional 9-5? IWG New Study Finds 70 Per Cent of Us Skip the Office to Work Elsewhere," PR Newswire, May 30, 2018 via "The Future Means Business," PGIM, 2019. <<https://www.pgim.com/insights/megatrends/future-means-business>>.
46. "Coronavirus Covid-19: Securing the Workplace," McKinsey & Company, April 1, 2020.



留意事項

本資料は、米国SECの登録投資顧問会社であるPGIMインクが作成した“AFTER THE GREAT LOCKDOWN”をPGIMジャパンが翻訳編集したものです。原文レポート（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文の内容が優先します。

本資料の原文レポート（英語版）は、下記のウェブサイトで閲覧が可能です。

<https://www.pgim.com/wps/wcm/connect/30336c7b-f98e-41d3-8d07-df5be649998e/After-The-Great-Lockdown-PGIM-Megatrends-May2020.pdf?MOD=AJPERES>

本資料は、PGIMグループの資産運用ビジネスに関する情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本資料に記載された内容等については今後変更されることもあります。

記載されている市場動向等は現時点での見解であり、これらは今後変更することもあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。

本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したものです。その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。

本資料で言及されている個別銘柄は例示のみを目的とするものであり、特定の個別銘柄への投資を推奨するものではありません。

過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国ブルーデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIMジャパン株式会社

金融商品取引業者関東財務局長（金商）第392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