

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2020/08/23

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIJI PRESS



DOW JONES

1. 米国経済の次なる試練：新学期シーズン - The Next Big Test for the Economy: Getting America Back to School [カバーストーリー]
P.2
学校は経済の重要な歯車
2. いつもと違う新学期商戦、変化の波に乗っていける4銘柄 - 'Back to School' Is Not the Same. 4 Stock Picks to Play the Changes [小売り]
P.4
パンデミック下の小売業界、投資家にとっての問題は
3. 大学の学費暴落の時 - Time for a Crash in College Tuition [フィーチャー]
P.6
大学の学費は高過ぎてははや割に合わない
4. ソフトバンクグループ：リスクを上回るリターンあり - SoftBank: A Risky Bet That Still Pays [注目銘柄]
P.8
投資スタイルに疑問は残るが上値余地は大きい
5. 「スペシャル・シチュエーション」を狙え - These Stocks Are 'Special.' Here's Why. [インタビュー]
P.10
特異な要素に目を向けると、新たな投資機会が見えてくる
6. 一銘柄だけが支える史上最高値更新の意味 - One Stock Deserves Credit for the Market's All-Time High [米国株式市場]
P.12
アップル頼みの株式市場は脆弱なのか、まだ上値があるのか
7. EV銘柄としてのGMは思ったより悪くない - GM Is a Better Play on EV Than You Might Think [自動車]
P.15
テスラと同基準で見ればGMは過小評価
8. オラクルがTikTok米国事業を買収する可能性 - Oracle and TikTok? Larry Ellison Should Just Say No. [ハイテク]
P.16
300億ドルを超える買収費用に見合う相乗効果は見込めず
9. 相場上昇で輝く銘柄 - Tech, Tesla, and Apple Star as Stocks Keep Rising [コラム]
P.18
相場のけん引役、配当利回り、パフェット氏、アックマン氏
10. 今週の予定 - A New CEO and a New Strategy, and Overstock Is Up 1,600% and Counting [経済関連スケジュール]
P.21
新CEOと新戦略で、オーバーストック・ドット・コムが驚異的な上昇

※当誌は、株式会社時事通信社がライセンスに基づき Dow Jones & Company, Inc. の発行する BARRON'S 誌の内容を利用して作成したものです。

※当誌は、情報提供を目的としてのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。また、当誌は当社が信頼できると判断した資料およびデータ等により作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

Copyright © 2020 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. 米国経済の次なる試練：新学期シーズン - The Next Big Test for the Economy: Getting America Back to School

学校は経済の重要な歯車

[カバーストーリー]

■ 小売売上高と学校予算に悪影響

景気の回復と二番底の分かれ目は、新学期シーズンの行方かもしれない。

9月に入ると、幼稚園児から高校生まで約5600万人の子どもが過去に例のない新年度を迎える。ほとんどの子どもは自宅で学習するだろう。一方、毎日学校に通う子どもや、両者を合わせたハイブリッド型のモデルを体験する子どももいるはずだ。学校の再開には、新型コロナウイルスの新たな感染源になるという明白なリスクが存在する。しかし、学校を閉鎖したままにするコストは、それ以上に高い可能性がある。

見落とされがちだが、学校は米国経済に不可欠な歯車の一つだ。学校には、働いている保護者の子どもを世話する、小売店の売上高を押し上げる、食堂の運営業者やごみ収集業者に運営資金を提供するといった役割がある。学校が閉鎖された場合、経済全体における売上高と生産性の損失は7000億ドルに上る恐れがある。しかも、これは労働市場に対して長期に及ぶ潜在的な悪影響を考慮する前の数字だ。

小売業界は、学校制度が正常に機能するかどうかにも最も密接に関連する業界だ。投資銀行のカウエンによれば、例年ならば、小売店にとって新学期シーズンは年末のホリデー商戦の次に売上高が多い時期であり、百貨店や専門小売店の年間売上高の約15%を占める。

全米小売業協会（NRF）の調査では、2019年の新学期シーズンの支出額は合計262億ドルだった。小売業界のコンサルタント企業であるファースト・インサイトの調査によれば、今年の支出額は急激に減少する可能性がある。52%の親は新学期シーズンの買い物をしおらず、22%は通常より買うものを減らす予定だという。カウエンのアナリストであるオリバー・チェン氏によれば、小売業者は、新学期シーズンの売上高が前年同期比で20%減少する可能性に備えている。

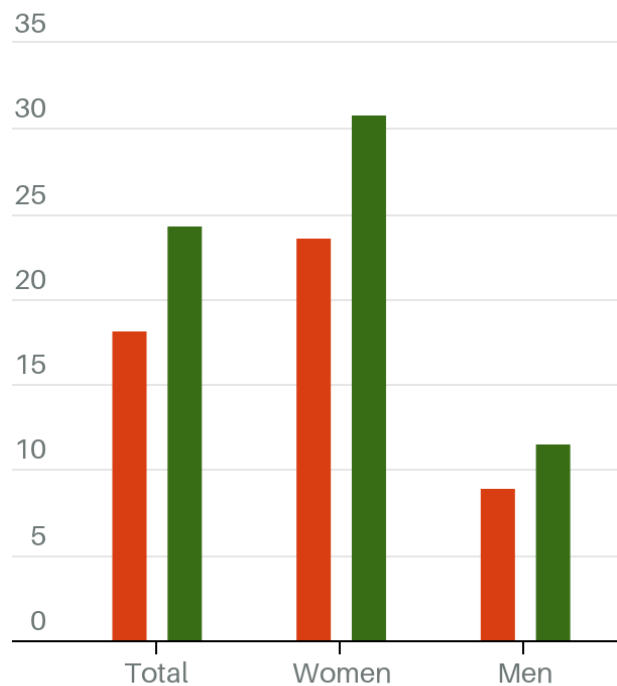
関連する製造業者も危機感を抱いている。ペンやマーカーなどを製造するニューウェル・ブランズ<NWL>は、米国の消費支出が軟調な要因について、「学校再開に関する不確実性や不透明感から、消費者は新学期シーズンの買い物を嫌がり、ためらっている」と述べた。

しかし、小売店の売上高は、学校の予算に比べれば小さな問題だ。シンクタンクのアーバン・イン

Sidelined

The share of parents who aren't working due to child-care reasons has surged during the coronavirus.

■ Age 18-64 ■ Age 25-44



Note: Percentages reflect nonworking adults with children excluding those who are retired or not interested in working.

Source: U.S. Census Bureau

ステイテュートによれば、州と地方政府は2017年に約6600億ドルを学校に費やした。現在、一部の推計によれば、学校予算は4分の1削減される可能性がある。従来ならば、予算が削られれば1クラス当たりの人数が増えたが、現状ではそれは不可能だ。その結果、学校にサービスを提供する企業が打撃を受けるとみられる。

学校食堂運営の最大手の1社であるアラマーク<ARMK>は、シカゴ公立学校システムなどと契約を結んでいる。同社の第3四半期売上高は新型コロナウイルスによって半減しており、株価は年初来で46%下落している。清掃サービスなどを提供するABMインダストリーズ<ABM>は、第2四半期に学校関連の売上高が900万ドル減少した。同社は直近の投資家説明会で、国全体で学校予算が減額された結果、学校部門の顧客が経費を削減していると説明した。投資銀行ジェフリーズのアナリストであるハムザ・マザリ氏によれば、ウェイスト・マネジメント<WM>などの廃棄物処理会社は売上高の約4%を学校から得ている。割合としては小さいが、無視できるほどではない。

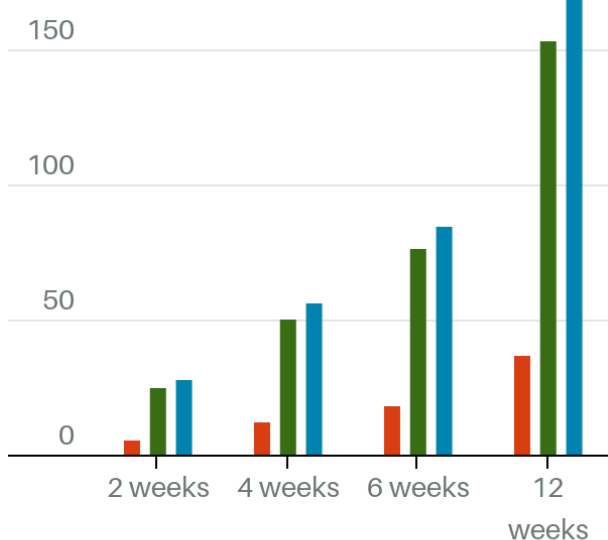
■ 最大の問題は生産性の低下

It Adds Up

The estimated costs of workplace absenteeism will take tens of billions of dollars out of the economy each week schools remain closed.

Low Estimate Base Estimate
High Estimate

\$200 billion



Source: NYU School of Public Health and Brookings Institution

ンデミックが始まった当初、フッカー氏は自宅で勤務することができ、子どもたちはオンラインで授業を受けていた。しかし、一時的に解雇され、最近再びセントルイス郊外の病院に雇用されてからは、在宅勤務の選択肢はなくなった。同氏には13歳と9歳の息子と今年から幼稚園に入る娘がい

だが、こうした数値は、現状で最も大きな損失と比較すれば全てかすんで見える。その損失とは、親が仕事と子どもの世話をやりくりすることによる生産性の低下である。ブルッキングス研究所のシニアフェローであるロス・ハモンド氏は、生産性の低下だけでも、米国経済に対して1カ月で約560億ドルの損失を与えると推計する。全米の学校が引き続き閉鎖される場合、9カ月間の年度全体の損失額は5000億ドル以上に上り、国内総生産（GDP）の2.3%に相当する。

しかも、これは直接的な損失にすぎない。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）が続けば、対面の指導を受けられない子どもは落ちこぼれるリスクがある。一部の共働きの家庭では、学校で子どもを世話してもらえないため、片方の親（母親の場合が多い）が仕事を辞めることになるだろう。

労働統計局のデータによれば、本当は働きたいが、子どもの世話があるために働けない人の数は、1月の62万4000人から100万人に増加した。たとえ数年でも休職した労働者は、一時解雇の対象となりやすく、出世が遅れたり、稼ぎが少なくなったりする可能性が高い。その結果、生涯所得と退職後に備えた貯蓄は減少する。

サラ・エリス・フッカー氏は、在宅学習の段取りと品質に悩んでいる数多くの働く親の一人だ。パ

る。学校や幼稚園が少なくとも部分的にオンラインで始まる予定であることを知った同氏は、「休職することを考えたが、経済的に不可能だ」と語る。

仮に在宅勤務ができたとしても、全ての問題が解決するわけではないとフッカー氏は言う。「私は病気よりも教育を心配している。私は教師ではないから、正しく教えられるか自信がない」と同氏は述べる。特に同氏の息子の一人には学習障害があり、遠隔学習による困難が大きい。学習障害を持つ子どもは公立学校の生徒の14%を占める。また、信頼性の高いコンピューターを持っていない子どもや、インターネットに十分アクセスできない子どもにとって、遠隔学習が難しいのは言うまでもない。

親がこうした厳しい選択に直面する中、子どもの世話と教育を提供するビジネスが台頭している。ベビーシッター会社スマートシッティングの共同オーナーであるスージー・ゼルディン氏は、今までにないほど事業が忙しいと言う。同氏によれば、全米の各都市でフルタイムの住み込みベビーシッターの需要が高まっている。こうしたベビーシッターの雇用には年間約8万ドルかかる。一部の家族は、年齢が近い子どもたちのグループ向けに家庭教師を雇っている。このようなサービスは、パンデミックの前は存在しなかったとゼルディン氏は語る。もちろん、上記の解決策を利用できるのはお金に余裕がある人々だけだ。

学校に戻る生徒が増えるほど、米国経済が新型コロナウイルスによりリセッション（景気後退）から回復する可能性は高まる。しかし、子どもが学校に戻れない多くの家庭では、学校の閉鎖は労働力の供給に打撃を及ぼし、今後長年にわたって社会階層の上方移動を妨げることとなるだろう。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

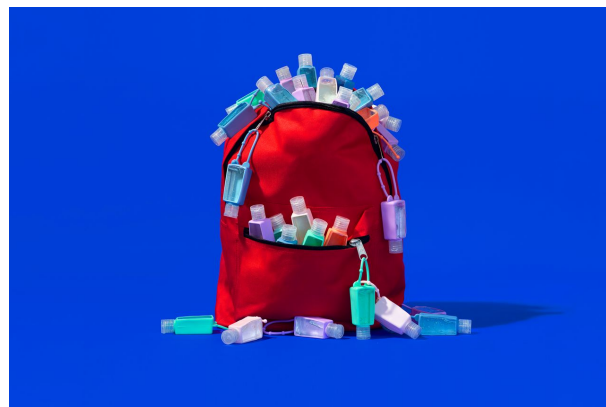
2. いつもと違う新学期商戦、変化の波に乗っていける4銘柄 - 'Back to School' Is Not the Same. 4 Stock Picks to Play the Changes パンデミック下の小売業界、投資家にとっての問題は

[小売り]

■ 新型コロナウイルス危機の中で新学期シーズン到来

全米の規模上位20学区のうち、18学区では学校再開時に遠隔教育のみを提供する予定だ。公立学校の生徒の60%以上は、オンライン講座で新学年をスタートさせる見通しだ。小売業者は変化についていくために先を争っている。例えば、ターゲット<TGT>は、10月か、あるいは来年1月まで学校が始まらない可能性に備えて、通常よりも長く新学期向け販売シーズンを延長する。

デロイト トーマツ グループによると、新学期の販売商戦は、ホリデーシーズンの商戦に次いで、小売りカレンダーで2番目に重要であり、今年の売り上げ見込みは、昨年とほぼ同じ281億ドル、1人当たり529ドルになると予想される。大規模小売業者は既に、このパンデミック（世界的流行）の間にシェアを拡大しているが、苦戦している多くの専門店やショッピングモール大手は、か



Photograph by Andrew B. Myers

なり遅れをとっている。勝者の中には、今後も高成長を続けられそうな企業もいる。ナイキ<NKE>、ウォルマート<WMT>、ターゲット、そしてTJX<TJX>などだ。

ウォルマートとターゲットが強いのは、複数の商品カテゴリにまたがって販売しているからだ。消費者は買い物に出かける回数を減らし、出かけた際にはまとめ買いする傾向が強まる中で、相乗効果をもたらす強みがあるわけだ。

パイパー・サンドラーズのエリン・マーフィー氏によると、いまやターゲットは、アマゾン・ドット・コム<AMZN>に次ぐ2番目に人気の高い衣料品店であり、多くの消費者が小分けの買い物をまとめていく傾向を示しているという。「ウイルスに晒される危険があると思えば、より慎重になって、その買い物がファッションであってさえ、1つか2つの小売店にしか行かないようになる」と同氏は言う。

■ 有望銘柄はまだ買っていけるか

Perfect Fit

Some retailers can still outperform in a strange back-to-school season

Company / Ticker	Recent Price	Market Value (bil)	YTD Change	Forward P/E
Walmart / WMT	\$131.85	\$370	10%	24.0
Nike / NKE	108.24	169	7	42.1
Target / TGT	154.39	76	20	20.6
TJX / TJX	52.24	62	-14	35.4

Source: FactSet

投資家にとっての問題は、ウォルマートとターゲットが、パンデミックを追い風とする銘柄として、まだいけるかどうかだ。ウォルマートの株価は年初来約10%上昇し、足元の株価は132ドル。一方、ターゲットは約20%上昇で、直近株価は155ドルだ。この間に、S&P 500指数は5%程度上昇している。

予想株価収益率（PER）も、ウォルマートが24倍、ターゲットが21倍と、いずれも5年平均を上回っている。しかし、ウォルマートとターゲットのPERを成長率で割ったPEGレシオは、いずれも過去の平均を下回っており、両社がパンデミックの影響を最大限に活用するために、まだやれることがあると示唆している。ウォルマートとターゲットは、ライバルが店舗を閉鎖したことや、ロックダウン中に人々の消費行動様式が変わったことで利益を得てきた。アナリストは、2021年度には、両社とも1株当たり利益（EPS）と売上高が前年比増加すると予想している。米国政府による追加景気刺激策はさらなる恩恵となるだろう。

ウォルマートは8月18日の四半期決算発表で、7月の既存店売上高が4%増だったと発表、第2四半期は9%以上の増加だったことから、同社株は先週には売られた。しかし、この4%という数字は、同社が過去19四半期のうち17四半期で報告した数字を依然として上回っており、この数字を維持できれば勝ちだ。ターゲットについても同じことが言える。6月と7月に記録した既存店売上高の20%増を、もし半減させたとしても、パンデミック以前の5年間のたいていの四半期と比べれば、約2倍かそれ以上になるだろう。ゴードン・ハスケットのアナリストであるチャック・グロム氏は、「ターゲットが新規顧客を維持していける可能性はとても高い」と主張する。

■ ウォルマートとターゲットに続く2銘柄

アパレルでは、カジュアルウェアを販売している会社の中で、新学期に向けて好調なところもある。ナイキの株価は、パンデミック初期の大暴落から力強く回復し、現在はまた過去最高付近の108ドルで取引されているが、アナリストや投資家は、さらに上昇余地があると見ている。

コーウェンのアナリスト、ジョン・カーナン氏は、「ナイキでは大規模なデジタル変革が始まったばかりだ」と言う。同社が消費者に直接働きかける動きは、同社の将来が、衰退しつつあるショッピングモールとの結びつきを弱めていることを意味する。

ニューバーガー・バーマン社リサーチ・ファンド部門の最高投資責任者（CIO）であるハリ・ラマナン氏は、競合他社が製品の値引きを迫られることがあるにもかかわらず、ナイキはオンラインでの価格を高く維持し、プレミアム価格を維持できている点で、他社よりも優れていると言う。ニューバーガーは、小売業者のビジネス状況を測定するためにクレジットカードデータや他の代替情報源を使用し、ナイキのユーザー1人当たり平均売上高が、実店舗よりもデジタルチャンネルで40%高いことを見出した。

複数のアナリストは、同社の長期成長率は依然として20%を上回るとみている。現在の収益は低迷しており、そのためにナイキのPERは上昇している。しかし、アナリストは1株当たり利益が2022年度までに倍増すると見ており、これは同社の著しい勢いを示す証拠だ。

TJXは先週、第2四半期の決算が予想を下回って投資家を失望させたが、これは稀なことだった。TJXの株価は年初来14%下落し、直近では52ドル前後で取引されている。しかし、多くのアナリストは、来年までにTJXが回復するだろうとし、買いのチャンスとみている。同社の売り上げの約3分の1は家庭用品で、人々が住む家のために多くの商品を買おうという今の時代には強いセクターである。

楽々と先に行くような大手小売業者は、これまでとは違った今年の新学期商戦でも、上手くやる準備が整っている。

By Teresa Rivas and Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

3. 大学の学費暴落の時 - Time for a Crash in College Tuition

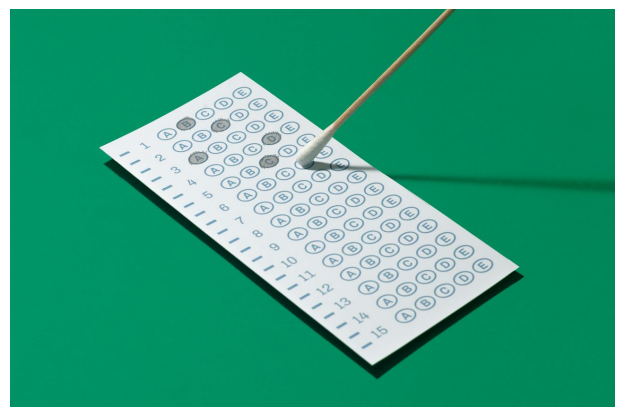
[フィーチャー]

大学の学費は高過ぎてもはや割に合わない

■ オンライン授業でもハーバード大は学費を下げない

新入生のオリエンテーションによろこそ。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）のため、講義室も食堂もレクリエーションセンターと同じ場所とする（つまり、両親の家）。未成年の飲酒は禁止。新入生歓迎の儀式やストリーキングは厳しく処罰する。ただし、ティックトックでブームになった場合はこの限りでなく、デジタル・マーケティング専攻科目の3単位として認定する。

正直言って筆者は大学の新入生をうらやましく思わない。キャンパスライフのない勉強は効率的かもしれないが、楽しくない。微積分の基礎などは17世紀から変わっていないし、授業や教材はオンライン上で幅広く無料で視聴可能なため、安くすべきだと思う。17世紀から存在するハーバード



Photograph by Andrew B. Myers

大学は年間4万9653ドルの学費の値引きは行わないと表明している。新入生はキャンパスでの生活を選択できるが、授業はオンラインで受講し、3日ごとに新型コロナウイルスの検査を受けなければならない、部屋代などを含めた総費用は7万2391ドルになる。

ハーバード大学に公正を期すために言い添えると、大半の学生は資金援助か奨学金を受け、一部の学生は裕福だ。中間の学生は苦勞するかもしれないが、それでも生涯の成功のための学歴を手にするハーバード大学に行けるわけだ。それでは、弱小な大学はどうなのか。知識の伝達以外のものは全てはぎ取られてしまった今や、学費暴落のリスクを抱えている。

■ 大学改革の好機

ニューヨーク大学のビジネススクールでファイナンスを教えるアスワス・ダモダラン教授は、「もし私の息子がどこかの州立大に受かったと言ったとしても、その結果今後4年間毎年4万ドル支払わなければならないなら、経済的には割に合わない」と述べている。同教授はバリュエーション学部長とも呼ばれ、数字に厳しい。バリュエーションに関する著書も4冊あり、本誌も同教授の意見を今年の夏の初めに掲載した。ちなみに、価値の算出が難しい電気自動車メーカーのテスラ<TSLA>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、ビットコインの価値に関して最新の意見を聞いてみたところ、それぞれ625ドル、2000ドル、手を出すな、という答えだった。

同教授は、高等教育はステークホルダー資本主義が手に負えなくなった例だと述べる。大学は学生に奉仕すべきだが、実際は利益相反するさまざまな当事者たちに奉仕している。100年くらい昔に再編されるべきだったが、学位制を牛耳っていることと惰性が重なり、改革されなかった。社会は4年生大学卒の称号を尊重するよう訓練されてきたし、そこに横並び主義が一役買った。同教授は、「今回の危機により、初めてその惰性が揺り動かされているのかもしれない。親たちは、子供が自宅にいるため、大学とは多くの科目があるのに大した内容もないことを認識しつつある。子供の側も今の大学生活に欠けているものを考え始める。授業は上位10項目にも入らない」と述べている。

筆者はこれまで、大学は高くなり過ぎたため、多くの人にとっては経済的に損な選択肢だと何度も書いてきた。卒業生の所得が高いことや、給付型の奨学金や学生ローンを考慮してもやはり同じだ。確かに、キャリアの実現や統計的にみて健康度が高いなどという経済以外の面での恩恵は考慮していない。しかし、6年以内に卒業するのは60%にすぎないというマイナス面も差し引いている。筆者が10年前に大学の学費について書き始めてから学費は既に45%も上昇した。これはインフレ率の2倍である。大学制度は、多くの人にとって負担になっている。

米国の価値観の終わりなき衝突を避けて通るのは疲れる。エリート大学は大都市同様に、頻繁に議論的になる。どちらも改善の余地があるのは分かるが、米国のトップ大学は世界の羨望的であり、米国の都市は米国民の大半が居住し、経済活動の大半を担っているため、筆者は両方ともを心から応援している。筆者が望むのは、後伸ばしにされ過ぎた大学改革を実施し、高等教育の価格を下げ、より広く門戸を開いてもらいたいということだ。有名大学が志願者の5%しか入学させないと自慢しているのはばかげている。病院が最も重い病人の95%を追い返し、5%だけを助けていると言ったら、素晴らしい仕事をしていると言うだろうか。

■ 今回の危機で進学を再検討する人が増える

ダモダラン教授は、「今回の危機によって大学生たちが来年にも大学制度を捨てるとは思わないが、4年制大学卒の学位が必要か再検討する人が十分な数に達し、弱い大学はかなり危うくなる。エール大学やハーバード大学級の大学、あるいはニューヨーク大学のレベルでも生き残るかもしれない

が、ピラミッドの下の方で、ブランド力や知名度が低い大学は圧力を受けるだろう」と述べる。

そのため、一方では供給側の状況が悪化する可能性がある。他方、4年間という縛りについても審判の時が来る可能性がある。アルファベット<GOOGL>は最近、データ分析など職業上需要の多い内容の6カ月コースを修了した証書であるグーグル・キャリア・サーティフィケートを打ち出し、採用時に4年生大学の学位と同様に扱うと発表した。こういうことも役立つかもしれない。筆者が望むのは、歴史や公民など職業専門科目以外の科目も含めたりベラルアーツ全般の教育を普通の家庭に手の届く価格で提供することだ。その際には、購買力をかさ上げして高い学費を維持する役割を果たしている返済不要の奨学金や、税制上の優遇、補助金付きローンなどはなしにしてほしい。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

4. ソフトバンクグループ：リスクを上回るリターンあり - SoftBank: A Risky Bet That Still Pays 投資スタイルに疑問は残るが上値余地は大きい

[注目銘柄]

■ 実態は純粋な投資会社

ソフトバンクグループ<9984>は直近の決算説明の電話会議で、ウォール街の誰もが既に知っていること、すなわち同社は事業会社ではなく投資会社であるということをようやく認めた。

同社創業者兼最高経営責任者（CEO）の孫正義氏は、この30年で、自身の携帯電話会社を純資産額2480億ドルの投資コングロマリットに変貌させた。ベンチャーキャピタル事業への大胆な進出や、大成功となった中国電子商取引大手アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）<BABA>や画像処理半導体（GPU）大手エヌビディア<NVDA>などの企業への投資で、ソフトバンクのさまざまな子会社が行う事業は影に隠れてしまった。



Carl Court/Getty Images

しかし、同氏の投資に対する独特のアプローチもあり、投資家は長年の間、同社のこうした投資の価値を割り引いて考えてきた。昨年、孫氏（63歳）は本誌に、「われわれは、私の後の世代になっても生き残ることができるようなエコシステムの構築に取り組んでいる」と語っている。

投資会社としての役割を正式に受け入れることで、同社はポートフォリオの価値を最大限に引き出すためのさらなる一步を踏み出した。同社の株価は年初来で既に32%上昇しており、3月の安値からは135%上昇している。これには、巨額の資産売却とそれに続く自社株の買い戻しが大きく貢献している。売却した資産には、米携帯電話会社TモバイルUS<TMUS>に対する出資のほとんどと、アリババ保有株の一部が含まれている。

■ 最近のポートフォリオ

同社は、資産の売買を主な目的とする巨大なポートフォリオ運用事業と考えてよい。ベンチャーキャ

ピタルファンドと同様に、新興企業に焦点を当てることもあれば、プライベートエクイティファンドのように、企業全体（またはその大きな部分）に焦点を当てることもある。

近年では、同社は英国に本拠を置く半導体設計会社のアーム・ホールディングス、ロボット工学会社のボストンダイナミクス、および資産管理会社のフォートレス・インベストメント・グループを買収している。ソフトバンクグループは日本の携帯電話会社ソフトバンクのほとんどと、アリババの4分の1を所有している。また、配車サービス大手のウーバー・テクノロジーズ<UBER>、ビジネスチャット大手のスラック・テクノロジーズ<WORK>、料理宅配サービスのドアダッシュ、短編動画投稿アプリTikTok（ティックトック）の親会社、北京字節跳動科技（バイトダンス）などに投資する世界最大のベンチャーポートフォリオであるソフトバンク・ビジョン・ファンドに大規模な出資を行っている。

そして今や、ハイテク株ミューチュアルファンドも同社の事業内容に加わった。本誌既報の通り、同社は資産売却で調達した資金を4-6月期に上場株に投資し、すぐに6億ドルを超える売却益を実現するとともに、投資残高（引き続き保有するTモバイル株を除き）を6月30日には34億ドルまで減少させた。

直近の米証券取引委員会（SEC）提出資料によれば、6月末時点で同社は10億ドル相当の電子商取引大手アマゾン・ドット・コム<AMZN>株を保有していたほか、グーグルなどを運営するアルファベット<GOOGL>、画像編集ソフトウェア大手のアドビ<ADBE>、動画配信サービス大手のネットフリックス<NFLX>、マイクロソフト<MSFT>、およびエヌビディアを含む13のハイテク株を1億ドル以上保有していた。

ややこしいことに、同社は最近になり、極めて似通った上場株に投資する5億5500万ドル（600億円）のファンドを設立し、資金の3分の2は同社が、3分の1は孫氏が提供すると最近発表した。

一方、同社は決算発表のプレゼンテーション中に、アーム・ホールディングスの全部または一部の売却を検討していると認めたが、エヌビディアが同事業を買収する可能性があるという報道についてはコメントを控えた。アームの売却額は恐らく400億ドル以上になる可能性があり、ソフトバンクグループの時価総額と純資産額のギャップを埋めるためのもう一つの方策となり得る。

■ 投資に時価総額を上回る価値

しかし、孫氏とソフトバンクグループは明快であった試しがない。同社の株を保有するある機関投資家は匿名を条件に、「同社は素晴らしい軌道にあり、状況は様変わりした。ネガティブな報道もなくなった」としつつ、大手ハイテク株への投資はこうした成功を曇らせる不要なリスクだと本誌に語った。同社が大手ハイテク株に巨額の資金を賭けたことに激怒するこの投資家は、同社がしたことは火遊びであり、火傷をしなかったというのは的外れな議論だと語る。100億ドルを賭けて6億ドルの損失が発生していれば看板が傷付くトップニュースとなった可能性もあり、リスクを取る価値があったとは思えない。しかし、それがソフトバンクグループに投資するという意味だ。こうした軽率とも言える意思決定が同社株のリスクが高くなる原因だ。同社は株式の投資方針については説明を避けている。

しかし最終的には、同社株のリターンはリスクを上回るだろう。同社の現在の時価総額は1110億ドルだが、保有株を一部手放したとはいえ、アリババに対する持分だけでも約1800億ドルの価値がある。同社が保有するアリババ株の価値を全額反映するだけで、60%の上値余地が生まれる。昨年夏、本誌はカバーストーリーで、サム・オブ・ザ・パーツ（SOTP）分析により、同社の株価を支

持する主張を行なった。乱高下はあったが、記事発表以降、株価は27%上昇している。この分析手法によれば、ソフトバンクグループは引き続き投資をする価値のある銘柄だ。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

5. 「スペシャル・シチュエーション」を狙え - These Stocks Are 'Special.' Here's Why.

[インタビュー]

特異な要素に目を向けると、新たな投資機会が見えてくる

■ 期待できるファイザー

投資家は誰でも、何度も高い利益を得られる仕組みを模索する。安値銘柄を狙う、成長性に注目する、裁定取引を利用するなど、利益を得る手法はさまざまである。ロンドン生まれのジム・オズマン氏の投資手法は独特だ。機関投資家におさなりのアナリスト・リサーチを提供するのにうんざりしていた同氏が惹かれたのは、スペシャル・シチュエーション（特殊事情）。つまりあまりフォローされていない銘柄、ユニークな状況、理解が難しい投資といったものだった。同氏はウォール街でソシエテ・ジェネラルに、ロンドンではヘッジファンドに勤務後、2006年に調査会社ジ・エッジを設立した。今日、ジ・エッジは多数のマネジャーやアクティビスト（物言う投資家）にアイデアを創造する手法を売っている。機関投資家はオズマン氏の企業に年間最大5万ドルを支払う。個人投資家に対しては月額99ドルで、年に50～60のスペシャル・シチュエーションのアイデアを提供する。スペシャル・シチュエーションはニッチな分野で、報酬が確約されているわけではない。同氏が望むのは、顧客が年に5～6個の普通でないアイデアを見つけることである。「ポートフォリオの全部ではなく、25%～30%」が、そういうアイデアで占められるのが望ましいという同氏に話を聞いた。



Photograph by Matt Furman

本誌：ジ・エッジを創始した経緯は？

オズマン氏：私はちょっと変わった人間だった。人には好かれるか嫌われるか、どちらかだった。自分の主張には情熱を注ぐし、その主張に忠実であろうとする。

Q：スペシャル・シチュエーションの定義は？

A：異常なイベント。投資家がそれを元に、将来有望なことが起きると期待して株を取引しようとする気になるようなイベントだ。ファンダメンタルズ（基礎的需給要因）はイベントの前後に分析するべきだ。

Q：通常の株式リサーチとの違いは？

A：スペシャル・シチュエーションの分析には人間的な要素が大きく関わってくる。わが社では、きっかけとなるカタリスト・イベントを二つの方法で選別する。株価が極端に割安な場合には、ファンダメンタルズを元にボトムアップで、また企業の発表が何らかの価値創造に結びつきそうな場合にはトップダウンで行う。

Q：分析するシチュエーションの種類は？

A：事業分割、スピンオフ、買収、経営陣の交代、リストラ。カタリスト・イベントに関わるものはどれも、私にとってはスペシャル・シチュエーションとなる。経営者による株式購入もまた、隠された大きなカタリストだ。一般通念と異なり、スペシャル・シチュエーションが常に、中小型株にあるわけではない。製薬大手ファイザー＜PFE＞は有望なスペシャル・シチュエーションだ。

Q：そのわけは？

A：3重のカタリストがある。ファイザーは米後発医薬品大手マイランを買収し、自社の後発医薬品事業アップジョンとマイランを合併させてスピンオフしようとしている。これは大きなイベントだ。ファイザーはまた、バイオ医薬品会社セレベルの株式を25%保有している。セレベルは特別買収目的会社（SPAC）に買収された後、株式を公開するだろう。最後に、スピンオフを前にインサイダーに該当する幹部が大量にファイザー株を購入している。

Q：買い手は？

A：一人は監査委員だ。最近数週間で50万ドルの株式を購入した。もう一人は科学技術委員会にいる食品医薬品局（FDA）元長官のスコット・ゴットリーブ取締役だ。ファイザーの時価総額は2000億ドルを上回る。誰も同社に関わるスピンオフとSPACに関心を持っていない。

Q：目標株価はあるか？

A：まだ調査中だ。

■ デートアプリのマッチに注目

Q：他に関心がある株は？

A：ハイテク株が多い。例えばデーティング・アプリのマッチ・ドット・コムだ。

Q：マッチ・グループ＜MTCH＞の株価は今年、60%上昇している。スペシャル・シチュエーションは何か？

A：同社は、やり手で知られるバリー・ディラー氏が率いるデジタルメディア持ち株会社IACから分離した。（7月の）このスピンオフは、これ以上ないタイミングで行われた。同社はビデオを用いたデートに軸足を移そうとしている。独身者の間で人との付き合いを求める気持ちが高まる中、ライブ・カメラを使ったデートを普及させられるだろう。私は、将来的には他人との接触がきわめて限定された世界になると予想しており、コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）がそれを加速させた。以前なら、バーに行って、誰かに会って、それでうまくいった。今は独身者がそうする必要はなく、オンラインで済ませられる。マッチの株価の2021年予想株価収益率（PER）は45倍で、急成長を続けている。当社は40%のアップサイドがあるとみている。

Q：他には？

A：マジソン・スクエア・ガーデンが2社に分割されたことだ。

Q：（プロバスケットボールチームの）ニューヨーク・ニックスを保有するマジソン・スクエア・ガーデン・スポーツ＜MSGSG＞と、マジソン・スクエア・ガーデン・エンタテインメント＜MSGEG＞、どちらがお気に入りか？

A：どちらが好きという問題ではないが、MSGEGの肩を持っておこう。当社の純資産評価によれば、MSGEGは55%ものディスカウントになっている。同社は大型株から小型株になり、将来的には大きな成長余地がある。2009年にケーブルビジョンが当時のマジソン・スクエア・ガーデン部門を分社化した時、20ドルに満たなかった株価は最終的に300ドルまで上昇した。MSGEGはラスベガス

に、eスポーツのメッカとなるスフィアというビルを建設している。eスポーツの成長は大変な勢いで加速中だ。未来のスポーツスターはソファに座ってプレーするのだ。MSGEはそれ以外にも12億ドル相当の土地、4億～6億ドル相当の空中権があり、（世界中でレストランとナイトクラブを経営する）タオ・グループを有する。これにスフィアを加えれば、巨大なアップサイドが生まれる。しかも時価総額はたったの17億ドルだ。株価には50%超のアップサイドがある。

■ サイクリングアプリのズイフトとeスポーツも狙い目

Q：他には？

A：ズイフトはオンラインのサイクリングアプリで、私は長年使用している。成長著しい企業だが、未公開会社だ。（恐らく）9月には株式を公開するだろう。パンデミックのせいだろうが、バーチャル・サイクリングの運動量はすごい速さで増えている。今は（インターネットにつながった）オンラインの固定式フィットネスバイクを販売していないが、ズイフト上では本物のレースのシミュレーションができる。最近ではトライアスロンも導入された。ここで投資家が少し異質な考えを持つべきなのだ。自分は10年後もホットドッグをかじりながらフットボールの試合を観戦しているだろうか？私としては、成長の余地が大きいeスポーツに目を向けるべきだと言いたい。eスポーツは始まったばかりで、eスポーツに関係があるものなら、私は何でも大ファンだ。米ゲームソフトウェア開発、制作、販売のテイクツー・インタラクティブ<TTWO>、米ゲームソフト大手のエレクトロニック・アーツ<EA>、それに将来的にはズイフトが有望だ。

Q：テイクツーとEAについてはどう思うか？

A：成長株ではあるが、典型的なスペシャル・シチュエーションではない。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

6. 一銘柄だけが支える史上最高値更新の意味 - One Stock Deserves Credit for the Market's All-Time High

[米国株式市場]

アップル頼みの株式市場は脆弱なのか、まだ上値があるのか

■ アップル効果でS&P500指数は最高値を更新

Dow Jones Industrial Average



まさに「アップル相場」となっている。

S&P500指数は先週、史上最高値を更新したが、より正しくは、アップル<AAPL>が史上最高値を更新し、単に指数がそれに追随したと言いきかもしれない。

確かにS&P500指数は前週末から0.7%上昇して3397.16となり、終値での史上最高値を更新して引けたが、その上昇分の約60%は、8.2%上昇して497.48ドルとなったアップルが占めた。ダウ工業株30種平均（NYダウ）に対するアップルの影響力はさらに著しかった。NYダウは前週末から69セント安とわずかに下げて2万7930ドル33セントで引けたが、アップルの259ドル61セント分の貢献がなければ、0.9%安となっていたことになる。ナスダック総合指数は2.7%上昇して1万1311.80となり、小型株のラッセル2000指数は1.6%安の1552.48で週末を迎えた。

ハイテク株が株式市場のリード役となっていることは、当コラムを含めて盛んに論じられてきたが、アップルだけに焦点を当てたものはあまりなかった。確認してみると、今年の夏の初めにアップルは、米国株時価総額第1位の称号をかけてマイクロソフト<MSFT>と火花を散らしていたが、アップルの時価総額が先週初めて2兆ドルを上回ったのに対してマイクロソフトは（たった）1.6兆ドルで、現時点では大きな差がついてしまった。アップルの時価総額が2012年に初めて世界最大となった以降で、現在の差は最も大きくなっている。

投資家にはそれぞれアップル株上昇の理由付けがあり、その中で最も多いのは第5世代の携帯端末（5G）のスーパーサイクルが到来してiPhone（アイフォーン）の売り上げが更に伸びるというものだ。ウェドブッシュのアナリストであるダン・アイブス氏は、アップルの株価目標を先週600ドル（金曜日の終値から21%高い水準）に引き上げた際の理由として掲げた。同氏はレポートで「このスーパーサイクルがアップルにもたらす大きな潜在需要は、株式市場で過小評価されていることが多い」と書いている。

■ 値上がり銘柄数が少ないことの意味

アップル株は上昇したものの、株式市場全体がそれほどうまく回っていないという事実をそれだけで包み隠すことはできない。S&P500指数が史上最高値を先週更新した一方で、多くの銘柄ですっきりしない状況が続いている。例えば、高値を更新した金曜日にS&P500指数採用銘柄の中で上昇したのは220銘柄だけにとどまった。史上最高値の更新にもかかわらず、チャート分析で重視されるS&P500指数の累積騰落線（日々の上昇銘柄数と下落銘柄数の差の累積）は低下が続いている。

CIBCプライベート・ウェルス・マネジメントの最高投資責任者（CIO）であるデーブ・ドナベディアン氏は「同じことが続いている。先月の勝ち組は去年の勝ち組と同じだ」と述べる。

このように上昇銘柄の幅が狭い点は懸念材料のように思われるが、ビスポーク・インベストメント・グループのデータによると、こうした状況が従来、投資家に対する警告サインとなることは多くはなかった。実際、1990年以降にS&P500指数が史上最高値を更新した日の中で10%強は、上昇銘柄数から下落銘柄数を引いた差（ブレドス）がマイナスの日だった。不思議なことに、このような日があった場合、その後の1年間でS&P500指数は平均13.2%上昇しており、ブレドスに関係なく計算した場合の11.9%を上回っている。ビスポークのアナリストは「直感と反するようだが、ブレドスがマイナスの時に史上最高値を更新した時の方が、ブレドスがプラスの時よりも、実際にはその後の上昇が大きかった」とレポートに書いている。

ただし、ブレドスの狭さは实体经济に何が起きているのかも反映しており、現在は景気回復のスピードが5月と6月の超高速水準から減速していることを示しているようだ。1週間の間を空けて、週次の新規失業保険申請件数は再び100万件を超え、ニューヨーク地域とフィラデルフィア地域の製造業の指標であるニューヨーク連銀景況指数とフィラデルフィア連銀景況指数は市場予想を下回り、7月の連邦公開市場委員会（FOMC）の議事録では今後の経済リスクが強調されていた。好調だった住宅市場の指標は例外であり、S&P500指数が高値を更新しても、その後にどちらにも動か

S&P 500 Index



ないというのは理にかなっているのかもしれない。

エドワード・ジョーンズの投資ストラテジストであるネラ・リチャードソン氏は、「市場は先を見越すものだが、足元の経済状況をはるかに先取りしており、実体経済が追いつく暇がない」と述べる。

■ ワクチン開発の織り込み具合

NASDAQ Composite Index



新型コロナウイルスの影響力は大きく、病気の蔓延（まんえん）で経済はシャットダウンを余儀なくされ、外出が可能になってからも人々は家に閉じこもるようになっている。こうした動きを変えるかもしれないのは、ワクチンだ。ワクチン開発の成功は市場に既に織り込まれているとの見方もあるが、UBSのストラテジストであるキース・パーカー氏は、織り込む余地はまだあると主張する。

同氏によると、ワクチン開発に対する市場心理がプラスだった日に、S&P500指数のリターンの平均は1.6%になったという。この市場心理は、UBSが人工知能（AI）を使ってインターネット上を検索し、ワクチンに関する言及が中立か、良いか、悪いかをAIが判断した結果に基づいている。これを、経済や政策の不確実性に関する同社の指標の変化と比較した結果、ワクチン関連の好材料は市場に33～40%しか織り込まれていないと同氏は指摘し、「これはリスクバランスが上向きなことを示唆している」と言う。

その可能性はあるかもしれない。それに、ワクチン開発までは、少なくとも市場にはアップルがある。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

7. EV銘柄としてのGMは思ったより悪くない - GM Is a Better Play on EV Than You Might Think

テスラと同基準で見ればGMは過小評価

[自動車]

■ テスラ株は年初来上昇を続け、GM株は下落

電気自動車（EV）メーカーのテスラ＜TSLA＞の株価上昇が止まらない。しかし、ゼネラル・モーターズ＜GM＞の方がより「買い」だ。

一つはっきりさせておきたいのは、テスラ株をショートしようというわけではない。ただ、過去1年間で800%上昇し、この1週間だけで25%上昇した同社の株価に少しバブルを感じる。テスラ株は生産台数1台当たり100万ドルで取引されており、すぐに飛びつくより今週の株式分割に向けて様子を見ようと思う。



Nicholas Ratzenboeck/AFP via Getty Images

先週、GM株は3%高の28.56ドルで引けた。同社の株価は、年初来21%下落して生産台数1台当たり1万ドルを切っている。これはテスラ株の100分の1だ。リターンはS&P500指数やダウ工業株30種平均（NYダウ）を大幅に下回っている。

両社のパフォーマンスの乖離（かいり）には根本的な理由がある。例えばGMの2020年の利益は2019年の半分と予想されている。ところがテスラの利益はパンデミック（世界的流行）下でも改善し、2021年には2倍になると予想されている。テスラの車はまさにフル回転だ。

■ テスラと同じ方法で評価

しかし、テスラの現在の評価と同じように、GMもサム・オブ・ザ・パーツ（SOTP）分析で評価されても良いはずだ。これは事業や資産ごとに評価額を算出し、それらを積み上げて全体の企業価値を評価する方法だが、実際にアナリストは株価収益率（PER）などの単純な指標よりも、この方法を使ってテスラの極端なバリュエーションを正当化している（テスラの2021年予想株価収益率＝PER＝は140倍である）。

テスラは電気自動車を販売しているが、同時に太陽電池や蓄電事業も行っており、将来的には他の自動車メーカーに電池を販売する可能性がある。さらに、最高経営責任者（CEO）のイーロン・マスク氏には、テスラの中古車に自社開発した自動運転ソフトウェアを搭載してロボタクシーサービスを行う計画もある。これらの事業を積み上げると、ウォール街の楽観シナリオに基づくテスラ社の企業価値は約4750億ドルになる。これは同社の現在の時価総額3820億ドルと比較しても遜色がない。

GMでもSOTP分析による評価は可能である。同社には従来の自動車事業以外に、成長を続けるEV事業と自動運転部門がある。モルガン・スタンレーのアナリスト、アダム・ジョナス氏は、同社のEV事業は、最近のEV企業に対する市場の評価に基づく最高で1000億ドルの価値があるという。

1000億ドルは膨大な数字である。それを正当化するために、ジョナス氏は、2040年までに同社のEV事業が総売上高の80%になると想定する。現在のGMの規模を基準にすると年平均で約25%の成長率となる。

まだ先の話であるが、ジョナス氏の考えは珍しいものではない。ドイツ銀行のアナリスト、エマニュエル・ロスナー氏は、GMが2025年までに最大50万台の電気自動車を販売するとみており、現在から2025年までの年間成長率は平均50%以上となる。

■ EV事業分社化のシナリオ

問題は、その価値をどうやって引き出すかということだ。ロスナー氏はGMがEV事業を別会社としてスピンオフすべきだという。分社化すればEV開発に必要な資金を調達しやすくなり、投資家は新たなEV銘柄として評価することになる。

同氏はGMのEV事業を150億～950億ドルと評価する。中間の約500億ドルとすると、EV事業の価値はGMの現在の株価に非常に近く、テスラの約8分の1となる。

EV事業を分社化すると、縮小するガソリン自動車事業が別に評価されることになる。利益を上げてはいるが、2021年の予想PERを5倍に想定しても、ガソリン自動車事業は1株当たり約20ドル、時価総額は約300億ドルである。

自動運転部門のGMクルーズの価値は、直近の投資評価額を基準として最高190億ドル、自動車ローン部門の純資産価値は120億ドルである。それらを合計し、負債と年金を調整すると、GMの価値は1株当たり60ドルまで上昇する。現在の株価の2倍以上だ。

確かにこれは楽観シナリオだ。ジョナス氏はGM株の目標株価を46ドルとし、ロスナー氏は33ドルとしている。だがこれらの平均を取っても約40ドルであり、かなりの上昇となる。

GMの事業をじっくり見れば、GMが次に来るEV銘柄だと分かるだろう。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

8. オラクルがTikTok米国事業を買収する可能性 - Oracle and TikTok? Larry Ellison Should Just Say No. 300億ドルを超える買収費用に見合う相乗効果は見込めず

[ハイテク]

■ 消費者向けビジネスの経験欠くオラクル

先週は奇妙なニュースで始まった。企業向けソフトウェア会社であるオラクル<ORCL>が中国の北京字節跳動科技（バイトダンス）傘下の動画投稿サイトTikTok（ティックトック）の買収を検討しているという報道だ。さらに奇妙なのは、ウォール街でそれを話題にしていた人がほぼ皆無だったことだ。

この話が本当であれば大きな取引となる。だが、43年前に設立され76歳の創業者ラリー・エリソン氏が会長を務めるオラクルには過去に消費者向けのビジネスを運営した経験はなく、TikTok



Phillip Faraone/Getty Images

がお金を稼いでいる広告市場での経験もない。TikTokの買収には300億ドルを超える費用がかかるとみられる。

オラクルによるTikTok米国事業の潜在的な買収を最初に報じたフィナンシャル・タイムズ紙は、ゼネラル・アトランティックやセコイア・キャピタルといったバイテックに投資するベンチャー投資家も取引に関与する可能性があるとも報じた。

オラクルとTikTokはこの報道に関するコメントを拒否した。

■ ウォール街にとって予想外の展開

オラクルは既に約350億ドルの純負債を抱えている。通常、企業統合による相乗効果は買収のコストを低下させるが、ユーザー層が重ならないこの組み合わせではそうした効果は望めない。筆者はこの潜在的な取引に関するアナリストレポートを探し出すのに苦労した。誰もが困惑している。

オラクルのM&A（合併・買収）には長い歴史があるが、これまではいずれも戦略的な動きの一環で、シーベル・システムズ、ネットスイート、ピープルソフトなど企業向けソフトウェア分野のライバル企業を買収してきた。TikTokを買収するとすればオラクルにとって過去最大の案件となり、2005年のピープルソフト買収で支払った105億ドルの3倍以上となる可能性が高い。

オラクルによるTikTok買収の可能性を扱った数少ないアナリストレポートの一つを書いたのがJMPセキュリティーズのパトリック・ウォルレイブンス氏だ。同氏はオラクルによる2009年のサン・マイクロシステムズ買収など、エリソン氏が時折予期せぬことを行うと指摘した。オラクルはIBMに競り勝ち、サンを買収はオラクルにJava言語の支配権を与えたが、同社は初めてハードウェアビジネスに取り組むことにもなった。だが、それはあまりうまくいかなかった。

ウォルレイブンス氏は、「サンを買収が、オラクルがクラウドコンピューティングというはるかに大きなトレンドから目をそらす原因となった。結果的に、オラクルはクラウドインフラの波に乗り遅れ、この爆発的な市場におけるシェアをアマゾン・ドット・コム<AMZN>のアマゾン・ウェブ・サービス（AWS）、マイクロソフト<MSFT>のAzure（アジュール）、アルファベット<GOOGL>のGoogle Cloud Platform（グーグル・クラウド・プラットフォーム）に譲り渡すことになった」と指摘する。

■ 希薄なメリット

広く報道されているように、バイテックはトランプ政権からTikTokの米国事業を米国企業に売却するよう圧力を受けている。マイクロソフトはバイテックと協議していることを認めている。この組み合わせは、オラクルがTikTokを購入するよりもはるかに理にかなっている。マイクロソフトはティーンエイジャーに焦点を当てた消費者向け製品（ゲーム機のXbox）の経験があり、広告を販売（検索エンジンのBing）し、ソーシャルメディアネットワーク（LinkedIn）を所有し、はるかに強力なバランスシート（770億ドルのネットキャッシュ）を持っている。

もちろん、オラクルがTikTokを事業のカンフル剤として使用する可能性はある。オラクルの3-5月期の売上高は前年同期比6%減だった（マイクロソフトの直近四半期の売上高は同13%増）。オラクルは今四半期の売上高を前年同期比横ばいと予想している。一方でオラクルは、幅広い顧客基盤を持つが故に、景気後退に対して脆弱（ぜいじゃく）なままだ。年初来の株価上昇率は4%で、26%上昇のナスダック総合指数をアンダーパフォームしている。

エリソン氏と最高経営責任者（CEO）のサフラ・キャッツ氏はトランプ大統領支持を明言しており、TikTokに関しては大統領が恩返しをしようとしているように見える。トランプ氏は先週、「オラクルは素晴らしい会社であり、その所有者は傑出した人物だ。オラクルが今回の取引に対処できるのは確かだ」と述べた。

ホワイトハウスからの支援により、オラクルはマイクロソフトとの買収競争でかなりの優位に立つ可能性がある。エリソン氏が負ける方に賭けることは賢明ではないが、この戦いに勝つことは同氏にとって最善の手ではないかもしれない。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

9. 相場上昇で輝く銘柄 - Tech, Tesla, and Apple Star as Stocks Keep Rising 相場のけん引役、配当利回り、バフェット氏、アックマン氏

[コラム]

■ アップルとテスラが相場を主導

株式市場は引き続き、不安の壁を登っている。21日のS&P500指数は年初来で5.2%、3月の底値からは52%、1週間で0.7%上昇して3397.16の過去最高値に達した。ナスダック総合指数は、アップル<AAPL>と電気自動車メーカーのテスラ<TSLA>の過去最高値更新にけん引されて、1万1311.80の過去最高値となった。1週間で2.6%、年初来では26.1%の上昇である。

アップルは時価総額が2兆ドルを突破した後も、8月31日の株式分割（1対4）を前に先週の株価は8%上昇した。ちなみに、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は株価の一種の単純平均で計算されるため、値がさ株の影響が大きく、これまではアップルが最も重要な構成銘柄だったが、株式分割後は影響力が大幅に低下することになる。



Lauren DeCicca/Getty Images

そのNYダウは前週比横ばいの2万7930ドルとなった。同指数は、市場に出遅れている金融、エネルギーおよび資本財企業の高ウエートによって打撃を受けた。

株式市場と実体経済の乖離（かいり）や株式の高バリュエーションについてはいろいろと言われてきた。S&P500指数の予想株価収益率（PER）は、2020年が26倍、2021年が21倍、2022年が18倍となっている。

ルーソルド・グループのチーフ投資ストラテジストであるジム・ポールセン氏は、投資家が理性を失ってはいないと考えている。26倍の予想PERは確かに高いが、1990年代、2000年代初めおよび2009年など、過去の強気相場の始まりにおけるPERは同様に26倍だったと同氏は指摘する。同氏は、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）到来後に、米国企業は事業の無駄をそぎ落とすことを余儀なくされたと述べ、景気が絶好調になれば、「企業は効率性を最大限に高め、損益分岐点は低下して利益レバレッジは非常に高くなっているため、利益が青天井で増加する可能性

がある」と語る。

テスラの株価は先週天井を突き抜け、1週間で24%（399ドル）上昇して2049.98ドルとなり、過去最高値を更新した。8月31日の1対5の株式分割を前に、投資家が殺到した。

ジャナス・キャピタル・グループの元最高経営責任者（CEO）のゲイリー・ブラック氏は、テスラの株式分割を正しく予想しており、同社がやがてS&P500指数に採用され则认为している。同氏はテスラを、低バリュエーションの自動車銘柄ではなく、アマゾン・ドット・コム（AMZN）のような巨大な市場機会を持つ高成長銘柄とみなすべきと言う。ブラック氏は20日に、目標株価を2700ドルへ引き上げた。

■ 配当利回りと社債利回りの関係

Yield to Stocks

Here are some companies whose dividend yields comfortably exceed their bond yields.

Company / Ticker	Recent Price	Stock Yield	10-Yr Bond Yield
Edison International / EIX	\$51.24	5.0%	2.04%
Johnson & Johnson / JNJ	151.42	2.7	0.98
Kellogg / K	68.74	3.3	1.62
Merck / MRK	85.03	2.9	1.26
PepsiCo / PEP	136.72	3.0	1.24
Pfizer / PFE	38.72	3.9	1.30
Procter & Gamble / PG	136.85	2.3	1.16
Verizon Communications / VZ	58.96	4.2	1.58

Source: Bloomberg

低水準の金利が数年にわたって続く公算が大きい状況下では、投資家が利回りを求めるために、高水準で確実な配当を行う企業が恩恵を受ける可能性がある。

一つの手段は、配当利回りが自社の社債利回りを上回っている企業を検討することだ。それは、社債の低利回りが、往々にして財務の強さおよび配当の安定性のサインだからだ。コロンビア・フレキシブル・キャピタル・インカム・ファンドの共同マネジャーであるデービッド・キング氏は、そのような企業として、ヘルスケア製品大手ジョンソン・エンド・ジョンソン（J&J）（JNJ）を挙げる。配当利回りは2.7%で、10年債利回りである約1%の2倍以上となっている。同氏はこの差の理由として、投資家が将来の増配に対して悲観的なためだと言う。しかし同社は、今年6%増配しており、過去5年間でも年率6%増配している。

他には、製薬大手のメルク（MRK）やファイザー（PFE）、電力持ち株会社のエジソン・インターナショナル（EIX）でも、配当利回りが社債利回りを上回っており、配当利回りはそれぞれ3%、4%、5%となっている。

■ 90歳迎えるバフェット氏

ウォーレン・バフェット氏は8月30日で90歳になる。バークシャー・ハサウェイ（BRK.A）を率いて55年になるが、引き続きその立場を維持する意向だ。しかし、バークシャー・ハサウェイの株価に「バフェットプレミアム」が付いた時代もあったが、投資家が同氏の退任を念頭に置く中で、プレミアムは剥げ落ちている。

バークシャーA株の9月末の予想純資産に基づく株価純資産倍率（PBR）は1.2倍未満で、最近の1.1倍からは上昇したものの、近年の約1.4倍を下回っている。9月末の予想純資産は、エドワード・ジョーンズのアナリストであるジェームス・シャナハン氏によるもので、同氏は、株価が割安と判

断して、投資判断を買いとしている。

パークシャー・ハサウェイは2019年に市場を約20%アンダーパフォームし、今年も出遅れている。しかし最近、投資家は同社の自社株買いに勇気づけられてきた。自社株買いは、第2四半期は51億ドルで2019年通年を上回り、7月も推定20億ドル超と高水準が続いている。

アップルの株価上昇も寄与している。パークシャー・ハサウェイによる持ち分は約1200億ドルと評価され、同社の時価総額の約25%に相当する。

投資家は、バフェット氏が去った後の予想も始めている。その際には、同社は配当を始める可能性があり、自社株買いは継続する公算が大きい。また、肥大化したコングロマリットの事業効率改善に動く可能性がある。

アクティビスト（物言う投資家）は、パークシャー・ハサウェイの株価が、サム・オブ・ザ・パーツ（SOTP）分析に基づく評価を大幅に下回っており、バフェット氏のようなトップがいなければ効果的に経営するには巨大過ぎると主張するかもしれない。

■ アックマン氏の復活

ビル・アックマン氏は、再び脚光を浴びることになった転機を喜んでいる。同氏は7月に、パーシング・スクエア・トンチン・ホールディングス<PSTH.U>の上場に際して40億ドルを調達し、同社は最大の特別買収目的会社（SPAC）となった。

投資家は、アックマン氏の他の主要投資目的会社であり、米国投資家が投資可能な海外のクローズド・エンド・ファンドであるパーシング・スクエア・ホールディングス<PSH.オランダ>への投資も検討するかもしれない。株価は年初来で33%上昇し、純資産額は41%増加した。

アックマン氏の今年の躍進は、2020年初めの社債に対する弱気な賭けを反映している。3月の市場暴落の際に、その投資は20億ドル超の利益を上げ、ファンドが保有する株式の価値の下落を相殺した。パーシング・スクエアの投資は、大手ホームセンターチェーンのロウズ<LOW>、カナダのファストフードレストラン持ち株会社のレストラン・ブランズ・インターナショナル<QSR>、ファストフード・チェーンのチポトレ・メキシカン・グリル<CMG>、分析機器メーカーのアジレント・テクノロジー<A>、ホテルチェーンのヒルトン・ワールドワイド・ホールディングス<HLT>、コーヒーチェーンのスターバックス<SBUX>、不動産開発のハワード・ヒューズ<HHC>の7社に集中している。

パーシング・スクエアの純資産は2015年から2017年にかけて30%超減少し、株価はS&P500指数を60%超アンダーパフォームした。マティス・キャピタルの最高投資責任者（CIO）であるブライン・トーケルソン氏は、「アックマン氏にはよい教訓になったと考えられる」と語る。同氏はアックマン氏が、アンダーパフォームしている企業の経営陣と対決するよりは、優良企業の投資に注力していると指摘する。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - A New CEO and a New Strategy, and Overstock Is Up 1,600% [経済関連スケジュール] and Counting 新CEOと新戦略で、オーバーストック・ドット・コムが驚異的な上昇

■ 株価上昇に複数の大きな要因

インターネット通販のオーバーストック・ドット・コム<OSTK>の株価は既に驚異的な上昇を遂げているが、8月17日に、パイパー・サンドラーのアナリストであるピーター・キース氏が投資判断を「オーバウエート」とし、目標株価を140ドルとしたことで（執筆時点の株価は123ドル）、さらに急伸した。キース氏が取り上げる以前も、オーバーストックの株価は年初来1200%上昇していたが、8月21日時点の年初来上昇率は1600%を超えている。これには経営陣の刷新や中核事業の見直し、さらにインテリア用品に対する旺盛な需要といった要因がある。

「オーバーストックの将来にわたる売り上げや利益見通しを劇的に上方修正したのは、大きな要因がある」。キース氏はこう記している。同社はインテリア用品のオンライン販売を中核事業と改めて位置付けており、新型コロナウイルス大流行の影響による家庭雑貨ブームが追い風になっていると分析する。さらに、「オンライン販売比率の上昇や住宅販売の増加などにより、オーバーストックは今後5年ほど、非常に好調な業界環境の追い風も受けるだろう」とも指摘する。

オーバーストックはその名が示すように、型落ち品や過剰在庫、ダメージ品などのB級品の販売業者として出発した。だが現在、同社の事業は変化している。インテリア用品市場の規模は3000億ドルだが、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）で、オンライン販売の割合は23%から32%に拡大している。

同社は長年の間、物議を醸すことの多いパトリック・バーン前最高経営責任者（CEO）に関連して、米国証券取引委員会（SEC）などの厳しい調査の対象となっていた。バーン氏はまた、空売り投資家らを批判する広報キャンペーンを行っていた。昨年、バーン前CEOは退任している。キース氏は、ジョナサン・ジョンソン新CEOによるインテリア用品への集中を評価する。バーン前CEO退任後、同社は正式な投資家対応計画を立ち上げ、投資家向け広報（IR）を担当する幹部を採用した。

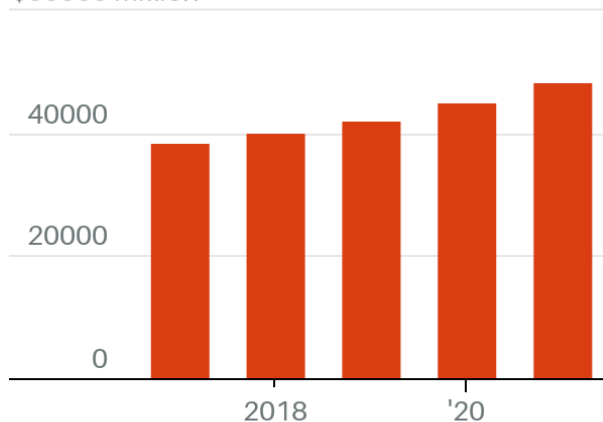
キース氏は、オーバーストックの売り上げを、2020年は29億ドル、2021年は34億ドルとし、1株当たり利益（EPS）については今年が47セント、来年は1.27ドルと予想する。

Digital Domesticity

Online buying of home furnishings was rising before the pandemic. But the crisis hasn't hurt the trend.

U.S. Furniture and Homeware E-Commerce Revenue, 2017 to 2021

\$60000 million



Source: Statista

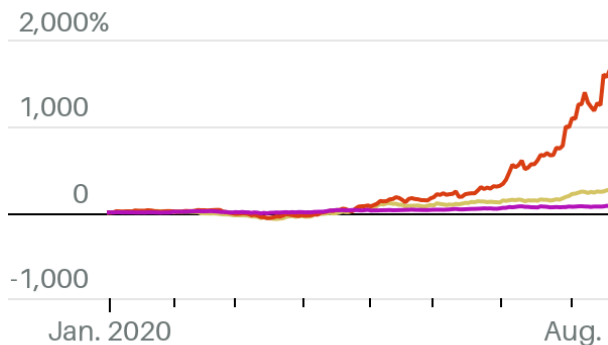
■ 今週の予定

Tightening the Focus

Overstock.com shares this year have far outpaced two of its major e-commerce rivals.

Amazon.com, Overstock.com, and Wayfair Shares, Year to Date 2020

■ Overstock.com Inc. ■ Wayfair Inc. Cl A
■ Amazon.com Inc.



Source: FactSet

から上昇。

・ 7月の新築住宅販売戸数発表。コンセンサス予想は、季節調整済み年換算で77万7500戸と、6月と同水準。

8月26日（水）

・ ITソリューション会社ネットアップ<NTAP>、カナダの金融サービス大手ロイヤル・バンク・オブ・カナダ<RY>が四半期決算発表。

・ 7月の耐久財受注発表。前月比4.5%増の2160億ドルの予想。輸送用機器を除く予想は、同3.3%増。

8月27日（木）

・ ITサービス持ち株会社デル・テクノロジーズ<DELL>、ディスカウントチェーン大手のダラー・ジェネラル<DG>、同業のダラー・ツリー<DLTR>、コンピューター機器大手HP<HPQ>、カナダのトロント・ドミニオン銀行<TD>、化粧品小売りチェーンのアルタ・ビューティー<ULTA>、仮想化ソフトウェアを開発・販売するVMウェア<VMW>が決算発表。

・ 米国の2020年第2四半期国内総生産（GDP）改定値発表。コンセンサス予想は速報値と変わらず、年率換算でマイナス32.9%。新型コロナウイルスによる外出禁止令が経済の足かせとなり、過去最悪の成長率となる。四半期ベースでこれまで成長率が最も低かった1958年1～3月期のマイナス10%を大きく上回る。

・ 全米不動産協会（NAR）が7月の中古住宅販売保留指数を発表。6月と同水準の116が見込まれる。新型コロナウイルスのパンデミックにもかかわらず、6月の住宅契約件数は前年同月比6.3%増となった。

・ カンザスシティ連銀が第44回年次経済シンポジウム（ジャクソンホール会合）を2日間にわたり開催。通常であればワイオミング州ジャクソンホールで開催されるが、今年はバーチャルで行われ

8月24日（月）

・ ネットワーク・セキュリティ対策ソフト大手のパロアルト・ネットワークス<PANW>が四半期決算を発表。

・ シカゴ連銀が7月の全米活動指数を発表。コンセンサス予想は6月と同水準の4。4月に過去最低を記録してから3カ月連続のプラスとなる模様。プラスの指数は、経済が過去の平均よりも早い速度で成長していることを示す。

8月25日（火）

・ カナダの大手銀行のモントリオール銀行<BMO>、カナダのノバスコシア銀行<BNS>、コンピューター・IT大手のヒューレット・パカード・エンタープライズ<HPE>、ソフトウェア関連企業イントゥイット<INTU>、医療機器大手メドトロニック<MDT>、顧客管理ソフトウェア大手のセールスフォース・ドット・コム<CRM>が決算発表。

・ 8月のコンファレンス・ボード消費者信頼感指数発表。コンセンサス予想は93.6で、7月の92.6

る。今年のテーマは「これからの10年をナビゲートする：金融政策の意義」。

8月28日（金）

- ・ 8月のシカゴ景況指数（シカゴPMI）発表。コンセンサス予想は51.8と7月の51.9と同水準。7月の指数は、2019年5月以降で最も高いものだった。
- ・ 米商務省経済分析局が、7月の個人所得・消費支出統計を公表。個人消費は前月比1.3%増を予想（6月は同5.6%増）。個人所得は前月比0.3%減の予想（6月は1.1%減）。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

『バロonz・ダイジェスト』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信

時事通信社

編集人

川田 重信（かわた しげのぶ）

大和証券入社後1986年から米国株式を中心に外国株式の営業活動に従事。ペインウェバー（現UBS）証券を経て2000年にエグゼトラストを設立。神戸大学経営学部卒業 米国ロチェスター大学MBA。

『バロonz・ダイジェスト』 2020/08/23

THIS WEEK'S MAGAZINE

発行 : Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信 : 時事通信社

編集

THIS WEEK'S MAGAZINE : エグゼトラスト

TODAY'S MAGAZINE : 時事通信社

お問い合わせ先（法人・個人の購読契約者様） : barrons@grp.jiji.co.jp

（ネット証券様の会員サイトで閲覧されているお客様は、ご契約先のネット証券様へお問い合わせください）

※当誌は、株式会社 時事通信社がライセンスに基づき Dow Jones & Company, Inc. の発行する BARRON'S 誌の内容を利用して作成したものです。

※当誌は、情報提供を目的としてのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。また、当誌は当社が信頼できると判断した資料およびデータ等により作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

※図・表・データの無断使用を禁止します。

Copyright © 2020 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます