

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2020/08/30

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 期待の住宅建設関連銘柄 - The Housing Market Is on Fire. These Stocks Could Benefit. [住宅・建設]
予想を上回る高成長市場で賢く投資するには P.2
2. 前CEOと訴訟沙汰のマクドナルド、なぜそれでも買いなのか - McDonald's Battles Its Former CEO. Why It's Still a Buy. [注目銘柄]
新型コロナ下の「究極のテスト」には合格したが企業文化の問題残る P.5
3. 空室が目立つNYのオフィス - New York City's Offices Are Empty. How to Gamble on a Recovery. [不動産]
REITの株価は大幅下落 P.7
4. グローバルなハイテク企業は高く跳べる - These Global Tech Companies Can Go the Distance [インタビュー]
グローバル株式ファンドを運用するフォティア氏とトールズ氏に聞く P.10
5. 新型コロナワクチン銘柄への投資は安全か - Investors Are Betting Big on a Covid-19 Vaccine. Is That Safe? [ヘルスケア]
検証すべき五つの疑問 P.13
6. 好成績のグロースファンドがDXに注目する理由 - Why a Winning Fund Likes PayPal and Autodesk Stock [フィーチャー]
ビジネスモデルの変革が成長もたらす P.16
7. ハイテク主導の株価高騰止まらず - Leaping Salesforce! Tech Stocks Go Wild in a Crazy Week for the Market [米国株式市場]
セールスフォースが異例の急伸 P.19
8. 本格化するIPOブームに備えよ - IPOs Catch a Perfect Wave -- High Demand And Plenty of Supply [ハイテク]
投資家需要は旺盛、候補のユニコーン企業は豊富 P.22
9. FRBの新たな政策の代価 - The Price of the Fed's New Policy [コラム]
失業率が高止まりする限り、低金利と有価証券の多額の買い入れ続く P.25
10. 今週の予定 - Amazon Isn't Synonymous With Luxury. That May Be Changing [経済関連スケジュール]
アマゾンが高級品を扱うプラットフォーム立ち上げか P.27

※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. 期待の住宅建設関連銘柄 - The Housing Market Is on Fire. These Stocks Could Benefit. 予想を上回る高成長市場で賢く投資するには

[住宅・建設]

■ 住宅購入を後押しする複数のトレンド



David Paul Morris/Bloomberg

今年の夏は、人口動態、超低金利、新型コロナウイルス危機で加速する都会離れを背景に、米国全土で住宅購入への関心が高まっている。それと同時に、中古住宅の需給ひっ迫と新築住宅の慢性的な建設不足から住宅価格が上昇し、住宅関連株の急騰につながっている。

多くの専門家は、住宅市場が今後少なくとも数年は堅調に推移すると予想している。ウェドブッシュ証券でアナリストを務めるジェイ・マッキャンレス氏は、ベビーブーマー世代、ミレニアル世代、そして20歳代に入ったジェネレーションZという米国の主要な三つの世代グループが全て新たな住

宅を探している可能性がある」と指摘する。「これは米国の住宅建設にとってかなり楽観的なシナリオだ」と同氏は述べる。

しかし、株式投資家は注意する必要がある。S&Pホームビルダーズ・セレクト・インダストリー・インデックスは過去10年間で275%以上上昇しており、特に今年3月の株式市場の底打ちからは120%上昇している。米国の住宅建設最大手であるDRホートン<DHI>や同業のレナー<LEN>の株価は年初来40%近く上昇しており、中堅のメリテージ・ホームズ<MTH>は60%以上と高騰した。パルトグループ<PHM>の株価上昇率は18%にとどまるが、業界アナリストが好む指標である株価純資産倍率（PBR）が2.1倍と高い水準にある。

これらの銘柄は全て、住宅需要の増加に伴って上昇を続ける可能性がある。しかし短期的には、高級住宅メーカーのトール・ブラザーズ<TOL>と、最近エントリーレベルの住宅市場に展開を広げたテイラー・モリソン・ホーム<TMHC>が、より良い投資対象と考えられる。両社とも年初来の株価上昇率は11%と緩やかで、直近の株価はトールが43ドル（PBR1.2倍）、テイラー・モリソンは24ドル（PBR1倍弱）となっている。

■ 市場の活況を裏付ける統計

New Home Sales Soar

The seasonally-adjusted annual rate of new homes sold jumped 13.9% in July.
1,500 thousand



最近の一連の統計は住宅市場の驚くべき活況を示している。米国商務省の先月の発表によると、米国の住宅所有率は2020年第2四半期に67.9%と、昨年の64.1%から上昇し、2008年第3四半期以来の最高水準に達した。35歳未満の所有率は40.6%となり、各年齢層の中で前四半期から最も大きな上昇率だったほか、35～44歳の所有率も大幅に上昇した。

米国勢調査局は先週、7月の新築住宅販売件数が前月比13.9%増加し、季節調整済みの年率換算で90万1000戸と過去14年ぶりの高水準に達したと発表した。エコノミストは6月の79万1000戸から78万2000戸に減少すると予想していた。

一方、中古住宅販売は在庫不足のために減速している。全米不動産協会（NAR）によると、中古住宅の総在庫は7月に前年同月比で21.1%減少した。米抵当銀行協会は、中古住宅販売件数は通年で3.2%減少するものの、新築住宅販売件数は6.9%増加すると予想している。

NARによると、米国の住宅価格の中央値は7月に初めて30万ドルの台に乗った。NARは、需要が2021年も続くのに伴い価格は上昇を続けると予想している。とはいえ、価格の上昇によって若年層の購買意欲がそがれているわけではない。メリテージの最新の四半期決算では、受注件数が前年同期比で32%と急増し、12.7%の減少を予想していたアナリストを驚かせた。

■ 市場けん引する買い替え需要

Built to Last

Most home-building stocks have seen double-digit gains this year, as the U.S. housing market has strengthened.

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	Market Value (bil)	2019 Revenue (bil)	2021E EPS	Price/Book Value	Dividend Yield
Taylor Morrison Home / TMHC	\$24.30	11%	\$3.2	\$4.8	\$3.39	1.0	None
Toll Brothers / TOL*	43.11	9	5.4	7.2	4.19	1.2	1%
Lennar / LEN**	75.80	36	23.1	22.3	6.62	1.4	0.7
Meritage Homes / MTH	98.45	61	3.7	3.7	9.97	1.8	None
PulteGroup / PHM	45.75	18	12.3	10.2	4.91	2.1	1.0
D.R. Horton / DHI***	72.50	37	26.4	17.6	6.46	2.4	1.0

*Oct. fiscal yearend; **Nov. fiscal yearend; ***Sept. fiscal yearend
Source: FactSet

ムーブアップ（より高額な物件や大きな物件への買い替え）市場もこの勢いを支えている。テキサス州オースティンの住宅購入者ジェニー・ホフさん（39歳）は、新型コロナのパンデミック（世界的流行）で夫が在宅勤務となり、子どもたちのスペースをもっと確保すべく、より大きな家買い替えることにした。ホフ家の元の住居は2日で売れた一方、新しい家を見つけるのには苦労した。検討した物件のほとんどは、彼らがオファーを提示する頃には既に申込み中になっていた上、最初の2件のオファーは提示価格を上回っていたにもかかわらず拒否された。彼らは結局、半エーカーの土地に建つ2階建ての家を約90万ドルで購入したが、この金額も提示価格を上回った。

不動産調査会社ゼルマン&アソシエイツのアイビー・ゼルマン最高経営責任者（CEO）は、現在のムーブアップ市場を2012年の活況になぞらえる。同氏は自社の7月の住宅建設調査で、初回と2回目のムーブアップ需要が、全ての購買グループの中で、前年比で最大の変化率を示したと指摘する。

■ 買収で攻勢をかける5番手のテイラー・モリソン

アリゾナ州スコッツデールを本拠地とするテイラー・モリソンは、初めての住宅購入とムーブアップの両方において旺盛な需要の恩恵を受けている。同社は伝統的に、エントリーレベルと55歳以上の市場からそれぞれ売り上げの約25%ずつを、残りをムーブアップ市場から得る方針を取ってきたが、今年に入ってウィリアム・ライオン・ホームズを買収し、エントリーレベルの割合を30%以上

に拡大した。

テイラー・モリソンはウィリアム・ライオンの買収によって米国第5位の住宅建設会社となると同時に、強みのある米国西部、南東部、中部に加えて成長著しい太平洋岸北西部に展開地域を拡大した。同社のシェリル・パーマーCEOは本誌に対し、「太平洋岸北西部には長い間参入したいと思っていた。適切なタイミングで買収できたと考えている」と述べている。

テイラー・モリソンの昨年の販売戸数は1万517戸で、売上高は前年比13%増の48億ドルだった。利益額は2億5470万ドル、1株当たり利益（EPS）は2.35ドルとなった。アナリスト予想では、EPSは今年1.58ドルに減少した後、買収のシナジー効果により2021年には3.39ドルに回復すると見込まれている。

テイラー・モリソンの株価は、ウィリアム・ライオンの統合をめぐる懸念と第1四半期の予想未達によって落ち込み、来年の予想利益に対する株価収益率（PER）がわずか7.2倍となっているが、新規市場への投資による利益成長とともに上昇する可能性がある。

■ 高級市場が強みのトール・ブラザーズ

ペンシルベニア州ホーシャムに本社を置くトール・ブラザーズは、ムーブアップ市場の勢いに乗るもう一つの選択肢だ。高級住宅の建設会社は不況時にふさわしい投資対象に見えないかもしれないが、今年は高級住宅の価格も上昇している。

一戸建て住宅を中心に24の州で建設を行うトールは25日、契約件数が最新の四半期で前年同期比26%増加し、契約額は18%上昇したと発表した。当期利益は10%減少し、10月に終了する通期のEPSは24%減の3.06ドル、2021年度には4.19ドルに増加すると予想されている。

トール・ブラザーズのダグ・イアリーCEOは、「中古市場は非常に好調で、われわれの主要顧客層は家の売却について心配していない」と述べ、ムーブアップ需要と同社が打ち出す若年層向けの高級住宅から利益を得られると期待している。株価は、同社の来年の予想利益に対するPERが10.3倍、配当利回りは0.96%となっている。

■ 旺盛な需要は持続するか

住宅建設アナリストは、住宅市場の次の成長フェーズにおいて地域差が生じると予想している。高価な米国北東部の需要は、価格が比較的手ごろなアイダホ、ユタ、ネバダ、フロリダ、テネシー、ノースカロライナ、サウスカロライナなどの各州で購入が増えるにつれて弱まる可能性がある。

「ニューヨーク市郊外のトライステートエリア（ニュージャージー州、コネチカット州、ニューヨーク州）やボストン郊外の需要は強いが、それが持続可能かどうかは分からない」とゼルマン氏は述べる。

確かに、需給のひっ迫などの要素は一時的である可能性があるし、在宅勤務や都会離れなどは、パンデミック収束後まで続かないかもしれない。ホワイトカラー労働者のレイオフが続いていることも、住宅購入の需要を抑制する可能性がある。同時に、パンデミックの影響をより強く受けた業種に投資家が戻っていくことで、住宅建設銘柄が軟調となる可能性もある。しかし、スミード・キャピタル・マネジメントで最高投資責任者（CIO）を務めるビル・スミード氏は、株価の下落は買いの好機になる可能性があるとは指摘する。

スミード氏は選好する住宅関連銘柄としてNVR<NVR>、DRホートン、レナーを挙げる。同氏

はNVRについて、土地を持ち過ぎない効率的な事業モデルと、過去2年で株価を50%以上押し上げた自社株買いを評価している。ホートンとレナーについては、両社とも多数の建設用地を管理下に置いている点を好んでいる。

「今後発生する全ての需要に対応するには、これから8~10年間、約150万戸の戸建住宅を建てる必要がある」とスミード氏は述べる。ちなみに2019年の住宅着工件数は88万7700件だ。「これが9回までの試合だったら、今は4イニングあたりだろう」と同氏は述べる。

By Shaina Mishkin
(Source: Dow Jones)

2. 前CEOと訴訟沙汰のマクドナルド、なぜそれでも買いなのか - McDonald's

[注目銘柄]

Battles Its Former CEO. Why It's Still a Buy.

新型コロナ下の「究極のテスト」には合格したが企業文化の問題残る

■ パンデミックでも活況



Noah Seelam/AFP/Getty Images

マクドナルド<MCD>はパンデミック（新型コロナウイルスの世界的流行）初期に、メニューの変更、安全対策の追加、ドライブスルーの所要時間短縮などを急いだ。クリストファー・ケンプチンスキー最高経営責任者（CEO）が「究極のテスト」と呼んだ問題に直面するなかで、同社はフランチャイジーの後ろ盾となって支援を惜しまなかった。同社はテストに合格したようだ。株価は過去最高値圏に戻り、独立系レストランが低迷しているにもかかわらず、同社の店舗は活況を呈している。パンデミックのピークにあっても、マクドナルドの米国店舗の99%が何らかの形で営業を続けており、7月の米国既存店売上高は前年同月を上

回った。

しかし、不適切な性的関係をめぐって前CEOとの法廷闘争が繰り広げられる中、マクドナルドは新たな圧力にさらされている。一部の株主が取締役会の判断に疑問を持ち始めた中で、同社株のバリュエーションは割高となっている。投資家にとって、今回の騒動は同社株のポートフォリオにおける必須の保有株としての価値に疑問を投げ掛けている。マクドナルドの2021年予想株価収益率（PER）26倍は、米国市場全体の21倍と比べれば高いが、まだ受け入れ可能な水準だ。

クレディ・スイスのアナリストであるローレン・シルバーマン氏は「どんなタイプの景気悪化でも、消費者はバリュー（価値）に群がる。そしてマクドナルドはバリューのリーダーであるため、マクドナルドのシェアは上昇する」と話す。マクドナルドは店舗の大半を自ら所有し、フランチャイズ加盟者に賃貸している。彼らを支援するため、同社は賃貸料とロイヤリティの支払いを延期するとともに、2億ドルをマーケティングに支出することにした。「フランチャイジーには失敗させない」という強力なメッセージを送ったのだと、シルバーマン氏は言う。現在のバリュエーションは決して割安ではないが、最近割安な銘柄がほとんどないとも、同氏は認めている。

マクドナルドの今後の短期的な業績は、新しいスパイシーチキンナゲットの成功と、朝食メニューの復活にかかっているかもしれない。もしそれらが手軽で美味しいなら、マクドナルドは既存店売上などの指標でウォール街に好印象を与えるはずだ。しかし、長期的な展望となると、現在抱えている訴訟や企業文化の問題も関わってくる。前CEOのスティーブ・イースターブルック氏は、従業員と合意の上で関係を持ったとして、11月に解任された。マクドナルドは解任を「正当事由なく」と分類し、イースターブルック氏は従業員宛て電子メールで、取締役会に「私が去るべき時」として同意したと述べた。

■ 企業文化の問題は株価を圧迫するか



その時から今では流れが変わった。マクドナルドによると、取締役会は7月に、イースターブルック氏が別の従業員とも不適切な関係を結んでいたという匿名の情報を受け取ったという。同氏の退職金パッケージを取り戻すためにマクドナルドが起こした訴訟によると、同社はイースターブルック氏が会社の電子メールアカウントから個人のメールアドレスに送った「会社の従業員の写真を含む、さまざまな女性のヌード、部分的にヌードまたは性的に露骨な数多くの写真やビデオ」などのさらなる関係の証拠を発見した。

株主はマクドナルドに圧力をかけている。CtWインベストメント・グループは、合計で340万株を保有する複数の組合年金基金と協力している諮問グループで、マクドナルドが取った不正行為に対するアプローチは「穏健」に過ぎたとして、それにかかわった取締役2人の辞任を求めていると述べた。ニューヨーク市のスコット・ストリンガー会計監査官もマクドナルドの対応を批判している。

経営陣には他にも変化があった。マクドナルドは昨年11月、デビッド・フェアハースト最高人材活用責任者（CPO）の行為が同社の方針や価値観に反していたと内部調査で判明したため、「正当事由があり」解雇したと述べている。ウォール・ストリート・ジャーナル紙は、会社のパーティーや職場外の集まりでのフェアハースト氏の行動が、一部の社員を動揺させたと報じた。同氏の解雇事由の詳細を、マクドナルドは明らかにしていない。新CPOに就任したハイディ・カポッツィ氏は、「人事部の徹底した見直し」を始めたとマクドナルドは説明している。

マクドナルドは、二つの州の店舗でのセクハラを主張する訴訟にも直面しており、集団訴訟となりそうだ。一つは、フロリダの従業員によって訴えられた。訴状はイースターブルック氏の主張に言及しつつ、「同社ではトップ自らが有害な職場環境を作り出し、それを許している」と指摘している。

企業文化の問題はマクドナルドの株価を圧迫するだろうか。シルバーマン氏は、昨年取締役会が「米国のマクドナルド事業を復活させた実質的な立役者」であるイースターブルック氏を早々に解

任したことは、同社が企業文化に本気で配慮していることの表れだと言う。同氏の件は、投資家の間ではマクドナルドの過去の一部と見なされていると解説し、「私は投資家がこの問題を重大視するとは思わない」とシルバーマン氏は付け加えた。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

3. 空室が目立つNYのオフィス - New York City's Offices Are Empty. How to Gamble on a Recovery. REITの株価は大幅下落

[不動産]

■ 需要が戻るかは不透明

Start Spreadin' the News

How three New York REITs stack up.

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	2020E AFFO/Share	2020E Price/AFFO	Dividend Yield	Market Value (bil)
Empire State Realty Trust / ESRT	\$6.31	-55%	\$0.39	16.2	None*	\$1.8
SL Green Realty / SLG	48.52	-47	5.19	9.3	7.3	3.6
Vornado Realty Trust / VNO	36.88	-45	2.30	16.0	5.8	7.0

E=Estimate; AFFO=adjusted funds from operation; *Suspended for Q3 and Q4 2020
Source: Bloomberg

投資家はニューヨークを愛していない。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）によって、ニューヨークは世界のほぼ全ての大都市よりも大きな打撃を受けた。同市はウイルスの制御には成功したようだが、経済は悲惨な状態だ。レストランなどの企業に対する厳格な営業停止命令の緩和が遅いことや、大企業が従業員をオフィスに戻すのに消極的なことも向かい風となっている。

マンハッタンで働く120万人のオフィスワーカーのうち、オフィスに戻ってきたのは10%未満にすぎないと推定される。JPモルガン・チェース<JPM>などの大企業は、レーバーデー（今年は9月7日）の後により多くの従業員を復帰させる野心的な計画を立てていたが、計画の規模は縮小された。オフィス復帰の割合が50%を超えるには、ワクチン開発が成功しても来年までかかるかもしれない。

大規模な賃貸借契約の締結や取引がほとんどなくなった今、現在の市場を正確に読むためのデータは不足している。これに「以前と同じ規模のオフィススペースが本当に必要なのか」という疑念が加わり、ニューヨークの不動産投資家の動揺の原因となっている。

同市の商業不動産オーナー上位3社、すなわち不動産投資信託（REIT）のボルネード・リアルティ・トラスト<VNO>、SLグリーン・リアルティ<SLG>、エンパイア・ステート・リアルティ・トラスト<ESRT>の株価は年初来でいずれも大幅に下落している。ボルネードとSLグリーンの株価は共に約45%下落の37ドルと49ドル、エンパイアは50%超下落の6.3ドルである。急落したショッピングモールREITを除くと、これらはREITの中で今年最も下落した銘柄群の一つだ。

しかし、キャッシュフローに基づくこれらの3銘柄は割安である。ワクチン開発が成功すればニューヨーク経済が大きく浮揚することはおそらく確実であるため、3社への投資はパンデミック後の回復に対する投機的な賭けということになる。ただし、株主は当面耐えなければならない。投資銀行エバーコアISIのアナリストであるスティーブ・サクワ氏は、「企業は自社のオフィススペースの必要性が把握できていない。賃貸借契約の判断をあきらめ、2022年か2023年に状況が正常化するまで時間を稼ごうとしている」と語る。

投資銀行パイパー・サンドラーのアナリストであるアレクサンダー・ゴールドファーブ氏は、ニューヨークのアパート市場に関してより弱気な見方を取る。マンハッタンの賃料は10%以上、下落している。同氏は「高い家賃を支払ってきた理由は、素晴らしい都市でナイトライフやレストランを楽しめたからだ。今やその都市は消えてしまった」と指摘する。さらに同氏は、在宅勤務が可能になった上、都市には犯罪やホームレスの問題があるため、多くのニュー Yorker が郊外へ逃げるのは不思議ではないと付け加えた。

ニューヨークは下り坂にあるものの、まだ終わっていないと考える人々にとって、長い目で見れば現在は買いの好機である。上記の3社がいずれも力を保っていることを踏まえれば、辛抱強い投資家はオフィスREITへの投資によって見返りを得られる可能性がある。不動産投資会社ランド・アンド・ビルディングスのジョナサン・リット最高投資責任者（CIO）は、「現在はニューヨークに投資する素晴らしい機会かもしれないが、賃料、オフィス稼働率、バリュエーションには非常に大規模なリセットがあるはずだ」と語る。

■ REIT3銘柄の動向

Back to the Office

A snapshot of New York City's office leasing market.

Year	Avg. Rent (per square foot)	Space (mil. of square feet)	Growth in Supply
2018	\$77.15	404.4	1.20%
2019	\$77.53	409.5	1.30%
2020E	\$70.22	411.9	0.60%
2021E	\$69.25	412.8	0.20%
2022E	\$69.92	414.2	0.30%

E=Estimate

Source: Green Street Advisors

ニューヨークのREIT3銘柄のうち、ボルネードは優良銘柄だ。セントラルパーク付近のアパートプロジェクトの大成功などにより、手元現金は20億ドルを超える。同プロジェクトは約30億ドルの売上高と10億ドルの利益を生み出す可能性がある。ボルネードは最近、フェイスブック<FB>との間で、マンハッタン区ウエストサイドのペンシルベニア駅付近に所在する73万平方フィートの物件の賃貸借契約を締結した。さらに、20億ドルの開発プロジェクトの一環として、同駅付近の2棟の大型ビルで全面的な改修を実施している。

しかし、業績は軟調で、同社は7月に四半期配当を20%減の53セントに引き下げた。同社の利益の約20%は小売店のリースによるものであり、小売店の破綻と観光の急減による圧力にさらされている。パイパー・サンドラーのゴールドファーブ氏は、「同社は優れたバランスシートを持ち、ペンシルベニア駅周辺のビルの改修を実施するのに十分な現金を保有しているが、業績は下降している」と語る。同社の今年の調整後ファンズ・フロム・オペレーション（FFO、REITのキャッシュフローの保守的な指標で賃料収入からどれだけのキャッシュを獲得しているかを表す）は30%減少する可能性がある。

SLグリーンはマンハッタンで大規模な不動産ポートフォリオを保有しており、近いうちにグランド・セントラル・ターミナル付近で同社を代表するタワーとしてワン・バンダービルトをオープンする予定だ。ゴールドファーブ氏は同ビルを「ニューヨークで最も立地が良いビル」と呼ぶ。それでも、「今後12カ月のニューヨークの環境は厳しいと予想される」ことから、同氏はボルネードとSLグリーンの両方の投資判断を「中立」としている。

両社より小規模なエンパイアのポートフォリオには、1931年竣工のエンパイア・ステート・ビルディングをはじめとして相対的に古い物件が多い。株価が大幅に下落した要因の一つは、同ビルの展望

台の売上高と利益の急激な減少だ。展望台の年間利益は例年なら1億ドル近くに上るが、海外からの観光客に大きく依存している。さらに、2021年に近隣でオープン予定のワン・バンダービルトの展望台との競争も迫っている。バランスシートは良好で、株価純資産倍率（PBR）は1倍近くで推移しているため、株価の下値余地は限られているかもしれない。しかし同社は先週、8月23日の週の展望台の入場者数が去年の4%にとどまっていると述べ、第3四半期と第4四半期の配当10.5セントを停止すると発表した。

エバーコアのサクワ氏は、配当の停止を受けて、2020年と2021年の予想FFOを下方修正した。同氏は「展望台の入場者数が増加する明確な見通しが見えない限り、エンパイアはニューヨーク市の同業者の後塵（こうじん）を拝するだろう」と語り、目標株価も9ドルから8ドルに引き下げた。同氏は2022年の展望台の売上高が2019年の半分を下回り、6000万ドル以下になるとみている。

■ NY特有の問題と悩めるレストラン

Old Town

Capital and renovation costs are high for office buildings. That is a particular problem in New York, where the average age of office buildings is 65 years. Here's how that compares with other big cities:

City	Avg. Age of Office Buildings (Years)
New York	65
Los Angeles	38
Washington D.C.	35
London	26
Tokyo	24
Hong Kong	20

Source: Green Street Advisors

オフィスREIT3銘柄の株価は低迷し、ニューヨーク市自体が活気を取り戻すのにも数年かかる可能性がある。商業不動産に対する弱気シナリオは、リモートワークが続き、ニューヨークのオフィスと店舗の両方で賃料が低下するというものだ。今年の春、ランド・アンド・ビルディングスのリット氏は、ニューヨーク市のオフィス市場は「存続を脅かすハリケーン」に見舞われているようなものだと言った。空室率は現在の約2倍の20%に達する可能性があり、近年ほぼ横ばいの賃料は15~20%低下しかねないという。同氏は「ワクチンがあれば稼働率は75%まで上昇するだろうが、それを超えることはないと考えている」と話す。

多くの投資家は、資本コストと改修コストが高いためオフィスREITを敬遠している。これはオフィスの平均築年数が65年のマンハッタンにおいて特に大きな問題だ。ニューヨークには他にも短所がある。他の都市とは異なり、マンハッタンのオフィスワーカーの多くは公共交通機関を利用しているため、ソーシャル・ディスタンス（社会的距離の確保）が難しい。

最近の平日の地下鉄の乗車率は前年同期比75%減少しており、主要な通勤路線であるロングアイランド鉄道（LIRR）とメトロノース鉄道ではそれ以上に減少率が高い。その結果、地下鉄、LIRR、メトロノースを運営する都市交通局が財務的に大きな困難に直面し、運行本数が大幅に削減され、労働者が一段とオフィスに戻りにくくなるという悪循環につながる可能性がある。

オフィスワーカーの不足は、マンハッタンの悩めるレストラン企業にさらなる圧力をもたらしている。マンハッタンで3軒のレストランを運営するリバノス・レストラン・グループのニック・リバノス氏は、現在の傾向が反転しない限り、「この業界はゆっくりと死んでいくだろう」と語る。同氏などのレストランオーナーは、市と州が7月、新型コロナウイルスの拡大懸念を理由に市内の店内飲食の解禁を無期限で延期したことに不満を持っている。

同氏の見解では、レストランは店内飲食をコントロールすることができる。実際に、席数の50%までの入店が認められている同州ウエストチェスターでは、店内飲食はうまくいっているという。同氏は「州知事と市長はもっと俯瞰（ふかん）的な視点を持つべきだ。レストランを開店すれば、人々はオフィスに戻ることに今より自信を持てる」と話す。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

4. グローバルなハイテク企業は高く跳べる - These Global Tech Companies Can Go the Distance [インタビュー] グローバル株式ファンドを運用するフォティア氏とトールズ氏に聞く

■ 銘柄選びの達人に話を聞く



Photograph by Cayce Clifford

困難な時こそタフな人間の出番とばかりに、銘柄選びに精を出す人もいる。今回はジャクソン・スクエア・パートナーズのパトリック・フォティア氏とブライアン・トールズ氏に話を聞いた。両氏を含めて3人で運用する世界株式ファンドは、10年間のうち8年でMSCI ACWI指数をアウトパフォームした。同じ戦略のジャクソン・スクエア・グローバル・グロース<JSPTX>（機関投資家向け）は今年19.6%上昇と、平均的な世界の株式ファンドや株価指数を9%ポイント以上上回る。両氏がマスコミに登場するのはまれなため、バーチャルなインタビューでの保有銘柄に関する議論は非常に啓発的だった。

■ ビジネスモデルと経営陣の質を重視し、長期保有する

本誌：米国の株価は高値を更新し続けている。世界の株式投資の今のテーマは何か？

トールズ氏：米国の内外に世界中で圧倒的なプラットフォームになる素晴らしい企業がある。自国で育った企業が世界的にも成功して欲しいという願いは米国でも中国でも欧州でもある。われわれは特定のトレンドや地域を追いかけることはしない。マクロについての判断もしない。ビジネスモデルと経営陣の質を見る。

フォティア氏：どの国の企業かにはこだわらない。持続可能な競争優位性を持ち、リターンとフリーキャッシュフローをたたき出す能力のある企業を探す。

Q：保有銘柄数の少ない集中型ポートフォリオを組んでいるが、最近はより困難なことになっているか？

トールズ氏：集中型の方がより理にかなっている。市場はますます集中化し、企業はより圧倒的になっている。

フォティア氏：35～40銘柄探せば良いだけだ。入替率も非常に低い。常に技術革新や創造的破壊がある。価値を創造しているユニークな企業が常に存在する。

Q：会社ではポートフォリオマネジャーがアナリストも兼務し、どの業種にも特化していないが、大丈夫か？

トールズ氏：異なった企業やセクターに新鮮な目を向けることができ、本当に重要な大きな変化に焦点を当てることができる。チームでのディベートを大切にしている。

フォティア氏：3～5年の期間で競争優位性のある企業を探す。10年保有している銘柄もある。そのくらいの期間があれば、企業は競争優位性を磨き、新たな垂直・水平的な展開をすることができる。われわれはマスターカード<MA>を最初から保有している。同社とビザ<V>は最終的に企業間決済の分野に事業を拡大するだろう。これに関してはまだ初期段階で、十分に開拓されていない巨大な機会だ。

Q：保有株を売却するのはどんな時か？

フォティア氏：ある銘柄がもはや過小評価されなくなった場合や、もっと面白い銘柄が出てきたり、自分たちの投資テーマが間違っていたり、ファンダメンタルズが悪化した場合などだ。長期投資家の場合、ターミナルバリュウ（継続価値）が重要で、結局のところ持続可能性が企業のバリュエーションの鍵となる。われわれは長期保有し、経営陣と連携することを好む。従って、環境・社会・ガバナンス（ESG）の枠組みでのリスクや機会も分析する。われわれは資本の良き番人になることを重視している。

■ 高級ブランドのオンライン販売サイト運営のファーフェッチ

Q：投資スタイルを反映する個別銘柄について話そう。今年、オンライン販売サイト運営のファーフェッチ<FTCH>に投資し、1年も経たないうちに3倍になったが。

フォティア氏：高級アパレルでもオンライン購入への変化が起きており、ファーフェッチはその恩恵を受けている。細分化している高級ブティックを集めて、世界中の消費者を顧客とするようなサイトを運営している。そのサービスで売り上げを得ているだけでなく、流動性を提供し、また注文の処理から発送、顧客サービスによっても売り上げを得ている。過去1～2年の高級品のオンライン販売の比率は10%だった。同社は2025年までには25%になると述べている。コロナ禍でその数字はもっと高まる可能性もある。競争はあまりなく、ブティックが世界の顧客に手を伸ばすのは非常に難しい。同社は発展の初期段階にあり、破壊的な力があり、長期的成長と質の高い経営、ビジネスモデルといったわれわれが好むビジネスの完璧な例だ。

Q：ファーフェッチは黒字か？

フォティア氏：新しいブランドやブティックを探し、新規顧客獲得のために投資してきた。今後12～24カ月で少なくとも利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）レベルで黒字化する見込みだ。その後はスケールアップし、かなりのフリーキャッシュフローを創出し、リターンも高くなるはずだ。

Q：具体的にどの程度のリターンを期待しているか？

トールズ氏：10年以上も保有できるマスターカードのような銘柄を見つけることが目標の場合、目標株価に固執すると売るのが何年か早過ぎる羽目になる。われわれの目標は複数のシナリオの想定に基づいたバリュエーションの枠組みを作り、堅実に2桁のリターンを得ることだ。

フォティア氏：ファーフエッチはまだ非常に初期段階にある。普及率も非常に低い。われわれのシナリオが間違っている可能性もはらんでいる。このようなビジネスモデルの場合、ビジネスの成長に多くのキャッシュは必要ない。1年未満で株価が10ドルからほぼ30ドルになったが、モメンタムが持続できない理由もない。

■ 決済プラットフォームのアディエン

Q：決済プラットフォームを提供するアディエン<ADYEY>はどうか？

トールズ氏：オンライン決済から店舗での決済まで一からプラットフォームを築いた。顧客の中には、米配車サービス大手ウーバー・テクノロジー<UBER>、音楽配信サービスのスポティファイ・テクノロジー<SPOT>、ファストフード大手マクドナルド<MCD>、サブウェイなど、世界中でさまざまな通貨で取引している大手企業が含まれる。アディエンの技術は優れており、処理はより正確で、不正の検出でも優れている他、支払方法の種類が多い。一から内部的に立ち上げたため、技術革新の速度が競合他社よりも速い。競合他社の多くは、複数の異なったコードのシステムを組み合わせている。昨年アディエンの決済額は50%以上も増加した。営業利益率は40%を超え、非常に利益率が高い。製品の安さではなく品質で顧客を勝ち取っていることが明らかだ。同社は、中期的に年率30%以上のペースで決済額を伸ばせると述べている。それは十分達成可能で、もっと成長する可能性もある。

■ 中国のビリビリ、ホームページ作成ツールのウィックス

Q：中国の株式市場は今年高値を更新しているが、中国企業を保有しているか？

トールズ氏：動画共有サイトなどを運営するビリビリ（哔哩哔哩）<BILI>を新規に比較的小数組み入れた。インターネットサービス会社テンセント・ホールディングス（騰訊控股）<700.香港>や電子商取引大手アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集团）<BABA>も過去に保有していた。ビリビリは中国のジェネレーションZに非常に人気で、ユーザーベースやコンテンツの広がりも急速に拡大している。収益源も多様で、広告だけでなく、電子商取引のタイアップや動画のストーリーミングもある。ユーザーは全て中国内だ。米国で上場廃止した場合は、中国市場で保有できる。

Q：他に選好する銘柄は？

トールズ氏：ホームページ作成ツールのウィックス<WIX>はテルアビブを本拠とし、時価総額は150億ドルで、コロナ禍でも業績は良い。基本的なサービスや製品は無料で提供し、さらに高度な機能や特別な機能については有料になるフリーミアム方式で、法律事務所や通販会社などどんな会社のホームページも簡単に作成できるようにする会社で、成長ぶりは本当に素晴らしい。コロナ禍以前は、世界中の小企業の半分以上はホームページを持っていなかったが、今後オンライン上にも存在することがほぼ必須になるだろう。まだまだ拡大余地が大きい。経営陣も素晴らしい。増収の指標として最も重要な新規会員の前払金の増加率は30%以上へと加速している。今後利益率も上昇し、キャッシュフローも増加の一途となるだろう。まだ投資の段階にあるものの、黒字化している。

■ ウーバー・テクノロジー

フォティア氏：ウーバーだ。以前のガバナンスの状況は悪く、報道でもかなり取り上げられた。しかし、非常に優れた新しい最高経営責任者（CEO）や最高財務責任者（CFO）が就任した。コロナ禍で配車事業は大打撃を受けたが、ウーバー・イーツは信じられないほど急速に成長している。消費者の行動の変化は今後も定着するだろう。一度実際に注文した場合はリピーターになる。配車事業の落ち込みは明白な理由がある。そのうち人々は外出し、旅行し、ウーバーを利用するだろう。その時が来たらウーバーは直接恩恵を受ける。立ち位置は非常に良く、配車を中心としたビジネス

モデルは盤石だ。長期的には素晴らしい機会だ。

By Leslie P. Norton
(Source: Dow Jones)

5. 新型コロナワクチン銘柄への投資は安全か - Investors Are Betting Big on a Covid-19 Vaccine. Is That Safe? 検証すべき五つの疑問

[ヘルスケア]

■ ファイザーの臨床試験データ、10月にも入手可能に

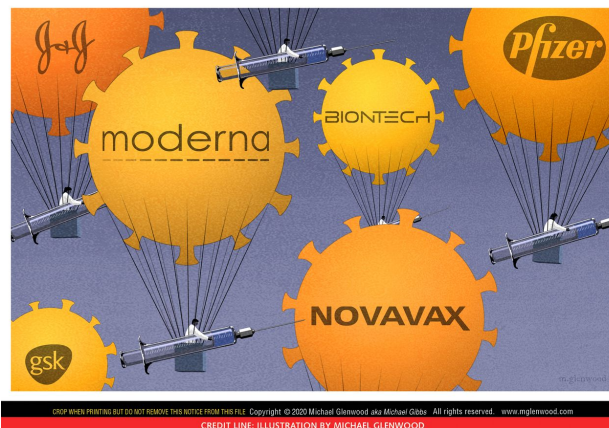


Illustration by Michael Glenwood

新型コロナウイルス用ワクチンの第一陣に有効なものがあるか、いよいよ判明する。早ければ10月には3万人を対象としたファイザー〈PFE〉と独ビオンテック〈BNTX〉の臨床試験データが入手可能になる。その後すぐにモデルナ〈MRNA〉のデータもそろそろははずだ。米国政府はそのワクチンが使用可能か速やかに決断することになるだろう。

こうしたワクチン開発の成功には、われわれの健康だけではなく、1000億ドル以上の投資資金がかかっている。投資家は心の準備が必要だろう。これまで、株式市場はワクチンの小さな情報にさえ大きく反応してきた。例えば、まだ一つも承認薬のないバイオテクノロジー企業モデルナの時価総額は、5月中旬に同社が極めて小規模の臨床試験結果を公表しただけで、1日で49億ドル増加し、翌日は20億ドル減少した。これは同社に限られる話ではなく、上場投資信託（ETF）のSPDR S&P バイオテックETF〈XBI〉も同じ情報で2.9%上昇し、翌日に2.9%下落している。

ボラティリティが高いのは、期待が大きくなっているからだ。投資会社バーンスタインのアナリスト、ロニー・ギャル氏によれば、来年だけで新型コロナワクチンの売り上げは200億ドルに達する可能性がある。金融データ会社ファクトセットによれば、アッヴィ〈ABBV〉が手掛けるヒュミラは世界で最も売れている薬だが、この来年の予想売上高が196億ドルであることに鑑みれば、大手製薬企業にとっても大きな市場規模となる。

しかし不確実性も多い。ワクチンの有効性や安全性、先行するモデルナ、ファイザー、ビオンテック、ノババックス〈NVAX〉、ジョンソン・エンド・ジョンソン（J&J）〈JNJ〉のワクチンの中でどれが最も優れているのか、ワクチンの有効期間、新型ウイルスはいつまで脅威であり続けるか、予防接種を受ける気になるほど国民が政府や製薬会社を信用するかなど、全てが未知数のままだ。

以下に述べるのは、ヘルスケア分野の投資家が今後数カ月の間に問うべき疑問点だ。

■ 臨床試験結果公表後のワクチン開発企業の株価は？

The Contenders

Here are the leading Covid-19 vaccine developers and where their vaccines stand.

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	Type of Vaccine	Approximate Price Per Dose Paid By U.S. Government	Dates to Watch
Pfizer and BioNTech / PFE, BNTX	\$ 37.86 / \$65.59	-3.4% / 94.3%	Messenger RNA	\$19.50	Phase 3 data expected in October
Johnson & Johnson / JNJ	152.98	4.9	Non-replicating viral vector	\$10	Phase 3 trial expected to start in September
Moderna / MRNA	68.03	247.8	Messenger RNA	\$15	Phase 3 data expected in November
CureVac / CVAC	57.71	260.7*	Messenger RNA	No deal with U.S. government	Phase 1 data expected early in the fourth quarter
AstraZeneca / AZN	56.11	12.5	Non-replicating viral vector	Unclear	Phase 2/3 data expected later this year
Novavax / NVAX	107.35	2,597.2	Adjuvanted recombinant nanoparticle	Unclear	Phase 3 trial expected to begin in the third quarter
Inovio Pharmaceuticals / INO	11.81	257.9	DNA plasmid	No deal with U.S. government	Phase 2/3 trial expected to start in September
Sanofi and GlaxoSmithKline / SNY, GSK	50.76 / 39.75	1.1 / -15.4	Adjuvanted recombinant subunit	\$10.50	Phase 1/2 trial expected to start in September

Note: Johnson & Johnson's vaccine may be delivered as a single dose; others are being tested as two-dose regimens. *Since August 13 IPO
Source: Bloomberg, company reports

答えはもちろん「データ次第」だが、完璧な結果や、素晴らしい結果が出ることを期待すべきではない。ヘルスケア分野に特化した投資銀行SVBリーリンクのアナリスト、ジェフリー・ポージェス氏は、「一般的に、病原体に対する最初のワクチンは最適ではない。先駆的なワクチンは通常はあまり有効ではないか、あるいは腕の痛みや発熱など、かなりの副作用を生じる」と言う。

米食品医薬品局（FDA）はワクチンが臨床試験で50%以上の有効性を示す必要があるとしており、投資家にとってはこの水準が判断のベースとなる。UBSのアナリスト、ナビン・ジェイコブ氏は、「ブラシーボ（偽薬）投与群と比較して新型コロナウイルスへの感染率が80%低ければ、非常に大きな売り上げにつながる」と語る。

良いデータが出れば、短期投資家は利益を確定しようとする可能性がある。そうしたニュースが出た時が売り時と考える短期投資家と、リスクが下がり正当な長期投資対象になったと考える長期投資家のせめぎあいになるだろうとポージェス氏は言う。

メッセンジャーRNA（mRNA）を専門とするモデルナとビオンテックについては、投資家の反応が増幅される可能性がある。有効性を示す結果が出れば、両社の技術と創薬プラットフォーム全てが証明されたと評価され、両銘柄の長期的なバリュエーションに大きな影響を及ぼすだろう。

■ 最初の承認が他のワクチン開発銘柄に及ぼす影響は？

科学者も規制当局も製薬会社も、パンデミック（世界的流行）に対処するには複数のワクチンが必要だと主張している。しかし、投資家は同意するだろうか。少なくとも当初は、全ての銘柄で株価が上昇するだろう。ギャル氏は、「最初と2番目の承認は全ての銘柄にプラス要因として働くだろう」と言う。FDAがワクチンの緊急使用許可（EUA）や承認にどのようなエビデンスを要求するのか明確になるからだ。

■ 疾病予防管理センター（CDC）が広範な接種を推奨しない場合は？

この数週間、公衆衛生上の緊急事態下で未承認薬の使用を許容するEUAの発行手続きが注目を浴びている。しかし、EUAだけでは広範な使用は保証されない。ポージェス氏によれば、CDCに助言を与える予防接種諮問委員会（ACIP）が使用を推奨するかどうかが重要だ。ACIPは既にワクチン配布の優先順位を議論し、8月26日にはモデルナとファイザーでワクチン開発を担当する科学者の説

明を受けているが、ポージェス氏は、ACIPがワクチンの広範な接種を推奨する可能性は極めて低く、当面は非常にリスクの高い人々にしか接種を推奨しないだろうと考えている。「ACIPが信念を曲げるとは考えにくく、それが、医学界がその判断を信頼し、EUAが重要性を持たない理由だ」と同氏は語る。米国政府はワクチン発注をコミットしているため、ACIPの判断が当面の売り上げに影響することはないだろう。しかし、長期的な構図やバイオテクノロジー企業の技術プラットフォームの評価に影響を与える可能性はある。

■ 接種に対する抵抗感がまん延する場合はどうなるか？

ワクチンを受けたがらないのは筋金入りのワクチン忌避者に限られないだろう。通常のワクチンよりも開発期間が短いことから、ファイザー製のワクチンが10月に緊急使用を許可される場合、その時点でワクチン接種後6カ月を経た人類はまだ存在せず、4カ月を経た人もまだごく少数だ。さらに、モデルナとファイザーのワクチンは、一般人が接種を受ける史上初のmRNAベースのワクチンとなる。調査会社エバーコアISIのアナリスト、ウマー・ラファット氏が8月初旬に投資家750名、バイオテクノロジーおよび製薬会社専門家350名を調査したところ、70%がEUA発行後少なくとも6カ月以上待ってから接種を受けると回答し、1年以上待つという回答も多かった。しかし、多くの米国民が接種に乗り気ではないとしても、米国政府が数十億ドル分のワクチン購入をコミットしており、FDAの承認を受けられれば、当面の売上増は保証されている。

■ ワクチンの長期的な価値は？

これは難しい質問だ。新型コロナ用ワクチンがどれくらいの期間有効性を維持できるか、あるいは第一陣となるワクチン接種後、新型コロナウイルスの感染拡大がどれくらいの期間続くのかは、科学者にも分からない。しかし、一定の長期的な市場が生まれる可能性が高いようだ。ギャル氏は一つの試算だとしつつ、年間60億ドル規模の市場になると示唆する。同氏によれば、同程度に優れたワクチンがどれくらい市場に出回るのがワクチン価格や売り上げを左右するため、重要なファクターの一つとなる。もし、他のワクチンより優れたワクチンがあれば、それが勝者となるが、そうした勝者が登場するのは、もう少し先になるかもしれない。ワクチン開発大手のサノフィ<SNF>とグラクソ・スミスクライン<GSK>が共同で開発する新型コロナワクチンの臨床試験は9月まで開始されない。メルク<MRK>にも独自の開発プログラムがあるが、まだ臨床段階には達していない。

■ 結論：現在のバリュエーションは妥当か？

第3相臨床試験のデータが入手可能になるまでは判断は難しい。バリュエーションが急上昇したことで、早い段階からこうした銘柄を購入していた長期投資家には手仕舞いした者もいる。

モデルナ株を長年保有してきたスイスのバイオテクノロジー投資会社BBバイオテック<BION.スイス>のクリスチャン・コッホ氏は、新型コロナワクチンの臨床データで有効性を示すことができれば、他のワクチン開発にも弾みが付き、企業価値が上がると語る。

一方、ジェイコブ氏は、ビオンテックの目標株価を70ドルとし、投資判断はニュートラルとしている。現在の株価は65.59ドルだ。同氏の分析手法によると、今後10年間で同社に入る新型コロナ用ワクチンのリスク調整後の総売上額は98億ドルだ。このワクチンと関連プラットフォームの価値が目標株価70ドルのうちの40ドルを占める。

他のアナリストははるかに懐疑的だ。ポージェス氏は、「現在のバリュエーションでリターンを得られるようなシナリオを見いだすのは困難だ。ワクチンの接種率や、再発需要、1~2年ごとの追加接種の必要性などについて本当に楽観的に見るのであれば1150億ドルの市場規模も正当化できるかもしれないが、投資家が15~20%のリターンを期待するのであれば1350億ドルが必要だ。これを

正当化するのは困難だ」と語る。

By Josh Nathan-Kazis
(Source: Dow Jones)

6. 好成績のグロースファンドがDXに注目する理由 - Why a Winning Fund Likes PayPal and Autodesk Stock ビジネスモデルの変革が成長もたらす

[フィーチャー]

■ 運用理念とストラテジーで成功したポーレン・キャピタル



Photographs by Alfonso Duran

3月に同業他社の多くがにわかに在宅勤務に対応し始めた際、グロースファンドに特化する運用会社、ポーレン・キャピタルのデーモン・フィックリン氏、ジェフ・ミューラー氏と同僚たちは、同社では移行が比較的順調であることが分かった。

感染拡大の前、「毎週の投資会議において、チームの半分がその場にいないのは普通だった」とフィックリン氏は語る。同氏は他のシニア社員とともに、10年近く前に同社のカルチャーを変える先頭に立っていた。同社は結果を重視し、柔軟なスケジュールやリモートワークを認めるほか、専門的な自己啓発に毎年奨励金を支給し、コミュニケーションの理解向上を手助けする性格テストも利用している。

変わらなかったのは、確信度の高い銘柄に投資し、銘柄の入れ替えを抑えた運用ストラテジーだ。これは2012年に亡くなった創業者、デービッド・ポーレン氏が30年前に展開させたものである。同社の旗艦ファンドでラッセル1000グロース指数をベンチマークとするポーレン・フォーカス・グロース・ファンドは、1989年の設定から今年7月末まで年率平均15%（複利）のリターンを上げたが、この間保有した銘柄は130銘柄を下回る。

2015年に設定された運用資産額4億4100万ドルのポーレン・グローバル・グロース・ファンド＜PGIRX＞は、同じ運用戦略を外国株に適用する。過去3年間に同ファンドは年率19.6%のリターンを上げ、グローバル大型株ファンドの97%を上回った。

典型的な運用会社と異なるもう一つの点は、ポーレン・キャピタルは採用に当たって伝統的な運用経験を求めないことにある。「有能で賢く情熱のある人材をゼロから育て上げる方が、生産性が高くリスクが小さいことが分かった」と、46歳のフィックリン氏は語る。同氏は、国際税務コンサルタントから運用評価会社モーニングスターのアナリストに転じ、2003年にポーレン・キャピタルに入社した。

42歳のミューラー氏は、もっと回り道をしている。大学でテニスプレーヤーだったミューラー氏はプロになる準備をしていたが、2001年9月11日のテロ攻撃をきっかけに同氏は米海兵隊に入隊することにした。イラクでFA-18戦闘攻撃機に搭乗していた時に、ベンジャミン・グラハムの著書「賢明なる投資家」を見つけて読破し、次はビジネススクールに入る決心をした。「正真正銘のグラハムファンとしてコロンビア大学に入学した」とミューラー氏は語り、バリュー・インベスティング・プログラムを選んだ。しかし時間とともに異なる結論に至る。「より良い投資は、クオリティの高い成長している企業に投資し、時間をかけてリターンを積み上げることだ」と言う。

■ 銘柄選定の5条件でDX株に投資

Polen Global Growth

	Total Return		
	1-Yr	3-Yr	5-Yr
PGIRX	28.9%	19.6%	18.1%
MSCI ACWI	17.3	8.9	10.7
Top 10 Holdings			
Company / Ticker	% of Assets		
Microsoft / MSFT	8.8%		
Adobe / ADBE	6.3		
Alphabet / GOOGL	5.8		
Tencent Holdings / 700.Hong Kong	5.5		
Alibaba Group Holding / BABA	5.3		
Mastercard / MA	5.3		
SAP / SAP	5.0		
Facebook / FB	4.9		
Visa / V	4.4		
Autodesk / ADSK	4.4		
Total	55.5%		

Note: Holdings as of June 30. Returns through August 24; three- and five-year returns are annualized.
Sources: Morningstar; Polen Capital

その運用哲学は、ポーレン・キャピタルの投資判断の土台である。ポーレン・グローバル・グロース・ファンドは25〜30銘柄を組み入れ、幅広い運用権限を持つが、どの銘柄も五つの基準を満たす必要がある。有利子負債が少なく手元流動性が潤沢なバランスシート、企業買収や株主還元のためのフリーキャッシュフローが強固、少なくとも20%の資本利益率（ROC）が持続可能なこと、利益率が安定または向上している、景気循環または産業循環に左右されない売上高の増加、である。

各ポートフォリオに共通のテーマはデジタルトランスフォーメーション（DX）である。このテーマに早くから取り組んだ多くのファンド同様、新型コロナウイルスの感染拡大で消費者や産業界のデジタルへの移行が加速し、ポーレン・グローバル・グロース・ファンドも恩恵を享受した。

追い風を受けた企業の一つは、電子決済サービス大手のペイパル・ホールディングス＜PYPL＞である。同ファンドは、今年春から同社株を保有している。ペイパルはデジタル決済の世界でたいへん広く利用されており、最近のeコマースの隆盛から直接恩恵を受けている。世界の販売業者上位1000社のうち、70%がペイパルを採用する。業者はペイパルに手数料を払うが、その結果として、決済におけるトラブルが減り、コンバージョン率が高くなる。顧客はクレジットカード情報を入力する必要がないため、購入手続きを最後まで行う可能性がいっそう高い。ペイパルの株価は3

月から2倍になったが、フィックリン、ミューラー両氏は高年齢層など顧客拡大の余地は依然として大きく、現金やチェックからシェアを獲得するだろうと語る。

ポートフォリオに組み入れられている多くの企業が、一度限りのソフトウェア販売からクラウドベースのサブスクリプション（一定期間の定額利用）へと、ビジネスモデルを改革している。両氏はこれと同じパターンの動きを、ファンドが上位に組み入れるPDF編集ソフトの先駆者アドビ＜ADBE＞に見出す。「アドビ株を買った時の同社の利益率は20%台前半だったが、現在は40%台だ」とフィックリン氏は語る。

■ 広がるビジネスモデルの変革

両氏は、コンピューター支援設計（CAD）ソフトウェア大手のオートデスク＜ADSK＞に、同様の成長を予想する。3月に自動車用品販売大手のオリリー・オートモーティブ＜ORLY＞を売却し、オートデスクを組み入れた。1982年設立のオートデスクはCADソフトウェアからスタートし、アドビ同様、建築、エンジニアリング、建設、製造業といった他産業にビジネス領域を拡大しトップシェアを獲得したと、ミューラー氏は語る。

オートデスクが、クラウドを使ったサブスクリプションモデルへの移行で利益につなげたように、複数のトレンドが同社のソフトウェア需要を牽引している。オフィス、レストランや他の商業空間は、多くの場合で、新型ウイルスの現実にさらされ、考え直されている。オートデスクのソフトウェアは、人の動きから空気の状態まで、すべてをモデル化することが可能だ。同社の建設管理システムは、建設廃棄物に対する監視が厳しくなったことで、需要が急増するはずである。「建設業界は、世界で30%と最大の廃棄物を生み出す。オートデスクのような技術を使って、効率改善を命じる政府の数は増えている」とミューラー氏は付け加える。

デジタルによる変革は、歯科矯正にも広がった。ポーレン・グローバル・グロース・ファンドが早くから投資したのは、歯列矯正器具メーカーのアライン・テクノロジー＜ALGN＞である。同社のデジタルスキャナー、独自の3D画像技術とCAD技術を融合した鮮明なインビザライン・アライナーは、歯列矯正ワイヤーに取って代わるだろう。

株価は3月に大きく下げ、同社の第2四半期売上高は前年同期比41%減だった。しかし両氏は、アライナーは需要に牽引され続けるだろうと言う。「同社の技術であれば、今日の歯列矯正の80%近くを扱えるが、15%未満しか獲得できていない」とフィックリン氏は語り、インビザラインは通院を減らし、オーラルヘルスも向上するという利点に注目する（アライナーは歯磨きと歯間洗浄のために外すことができる）。

一方、ビデオ会議の普及で、審美歯科、そしておそらく歯並びの矯正の需要も増えるだろう。

By Sarah Max
(Source: Dow Jones)

7. ハイテク主導の株価高騰止まらず - Leaping Salesforce! Tech Stocks Go Wild in a Crazy Week for the Market セールスフォースが異例の急伸

[米国株式市場]

■ 最高値更新と市場の変調

Dow Jones Industrial Average



Source: FactSet

先週の株式市場は、公式に変調をきたした週として非常に鮮明に記憶されるかもしれない。

ただし、主要株価指数の動きを見ても分からないだろう。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は2.6%高の2万8653ドル87セントとなった。S&P500指数は3.3%高の3508.01、ナスダック総合指数は3.4%高の1万1695.63となり、両指数ともに史上最高値を更新した。小型株のラッセル2000指数でも1.7%上昇となり、1578.34で週末を迎えた。指数の上昇率の順序にも変化は見られない。

しかし、それでも変調は見られた。ただし、アップル<AAPL>や電気自動車のテスラ<TSLA>のような銘柄がいつものように上昇を続けたということではなく、テスラや他の電気自動車メーカーの時価総額が、世界の従

来型の自動車メーカーと時価総額でほぼ肩を並べたという事実でもない。また、ウォルマート<WMT>がマイクロソフト<MSFT>と組んでTikTok（ティックトック）の米国部門の入札に参加しようとしたことでもない。

変調だと見られたのは企業向けソフトウェア企業のセールスフォース・ドットコム<CRM>の動きだった。

■ NYダウへの採用と好業績

S&P 500 Index



Source: FactSet

セールスフォースはクラウドコンピューティングのソフトウェアに特化した優良企業だ。24日の取引終了後に、同社がエネルギー大手のエクソンモービル<XOM>に代わってNYダウに採用されることが発表された。同社のファンダメンタルズに変化があったわけではないものの、同社株は25日に3.6%高となった。NYダウに追加されるというだけで投資家の買いが入ったのだ。

さらに、25日の引け後に発表した決算が市場の予想を上回った後に大きな動きがあった。26日に株価が26%の急騰となり、同社株で過去最大の上昇となったのだ。

これほどの上昇は珍しい。確かに業績は好調で、1株当たり利益（EPS）の1.44ドルは市場予想の67セントの2倍以上となった。これは最近新規株式公開（IPO）を行った、クラウドバンキングプラットフォーム企業であるエヌシーノ<NCNO>に対する持ち分が貢献したこともあるが、それでもこのような値動きは小型株に見られるものであり、NYダウに採用されるような大型ハイテク株で通常起こるものではない。

実際、この動きには20年以上前に見た過熱相場を思い起こさせるものがあった。データトレック・リサーチの共同設立者であるニコラス・コラス氏は「その昔、1998～1999年に似たようなことがあった」と語る。

コラス氏が1990年代後半を思いだすのは、セールスフォース株の上昇からだけではない。同氏が指摘するのは、シカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティ指数（VIX指数）が先週1.9％上昇したことだ。通常、株式市場の上昇局面でVIX指数は下落するのだが、常に下落するわけではなく、先週がそのパターンとなった。

1997～1999年にかけてVIX指数は20を超えていたものの、市場の上昇は続いていた。VIX指数の高止まりの理由としてアジアやロシアの債務危機や「2000年問題」などの懸念材料が挙げられたが、現在も同様の状況にある。ただし、VIX指数の上昇は市場の大きな変動に近いことを示唆するものの、必ずしも下落を意味するわけではない。

■ FRBの金融政策

NASDAQ Composite Index



Source: FactSet

ハイテク株の急騰を止めることはできるのだろうか。現時点でそのような兆候は見当たらない。一つの可能性としては、米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長が先週発表した新たな金融政

策の枠組みが挙げられる。パウエル議長は、FRBはもはや強い雇用市場をインフレの兆候だとは考えず、それを理由に利上げを行うことは基本的にないだろうと述べた。

この枠組みは、以前よりもFRBがインフレ率のより大きな上昇を容認し、成長率を高めることとなるため、景気敏感株に対する追い風となる。ただし、FRBがインフレ率の上昇につながるほど成長率を押し上げることができるかという問題が残る。ザ・セブン・レポートのトム・エッセー氏は、「中長期的に見ると、FRBの平均インフレ目標という考えは、景気敏感株のアウトパフォームと長期金利の上昇が始まった後に、以前よりも両方の上昇が長く続き、より強力になることを意味している。ただし、こうした動きになるためにはきっかけが必要だが、今回のFRBの発表はそれではない」と述べる。

こうした見方は、投資した後に砂の中に頭を埋めて、株式市場を見ないようにしたいと思わせるのに十分かもしれないが、実は悪いアドバイスではないかもしれない。他のほとんどの資産クラスと異なり、株式は長期保有によって利益を上げる確率が高まると、バンクオブアメリカ・セキュリティーズのストラテジストであるサビタ・スブラマニアン氏はみている。S&P500指数を1日だけ保有した場合、46%の確率で損失を出すことになるものの、10年間保有した場合の損失の確率は6%に低下するという。ただし、市場が上昇局面にある最高の日々を逃すと、大きな利益がわずかなものになってしまう可能性がある。

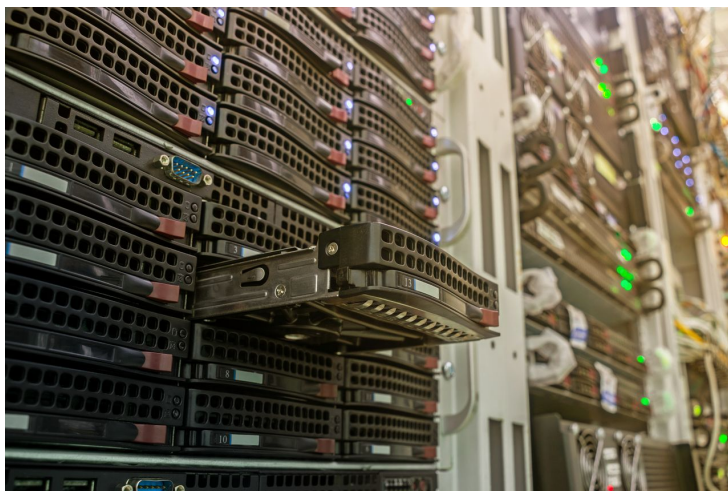
スブラマニアン氏は、現在のような割高感のある株式市場でも、S&P500指数から年間4%の値上がりと2%の配当を享受できると指摘する。

By a
(Source: Dow Jones)

8. 本格化するIPOブームに備えよ - IPOs Catch a Perfect Wave -- High Demand And Plenty of Supply 投資家需要は旺盛、候補のユニコーン企業は豊富

[ハイテク]

■ 先週は計画発表相次ぐ、今後さらに増加へ



Dreamstime

先週、ハイテク企業による新規株式公開（IPO）計画の発表が相次いだ。IPO計画の発表は今後さらに増加する見込みだ。レイバー・デー（9月の第1月曜日）を過ぎたあたりから、ソーシャル・ディスタンス（社会的距離の確保）やビデオ会議に支えられたIPOブームが起ころう。以下、ハイテクIPOブームについて知っておくべき事項を紹介する。

■ 投資家は渴望

Coming Attractions

A few of the tech companies that filed for IPOs this past week.

Company	Latest Fiscal Year Sales	Description
Corsair Gaming	\$1.1 billion	Video game accessories
Palantir	743 million	Data analytics
Bentley Systems	608 million	Construction engineering SW
Unity Software	542 million	Video game developer tools
Snowflake	265 million	Cloud data management
Sumo Logic	155 million	Data analytics
Asana	143 million	Work management software
JFrog	105 million	Software release management

Source: company reports

今年の夏のIPOは、音楽出版・レコード大手のワーナー・ミュージック・グループ＜WMG＞や営業支援データベース運営のズームインフォ・テクノロジーズ＜ZI＞の株価が上場後に大きく上昇するなど、大成功だった。電子商取引ソフトウェア会社のビッグコマース・ホールディングス＜BIGC＞の場合、8月5日に公開されてから約500%上昇し、時価総額は2020年予想売上高の60倍を超えている。

インスティテューショナル・ベンチャー・パートナーズ（IVP）のゼネラルパートナー、サンディ・ミラー氏は、M&A（合併・買収）の件数が新規株式発行の数を上回っているため上場企業数は過去20年間で半減したと指摘する。

■ 供給は潤沢

CBインサイトによると、ユニコーン（評価額が10億ドルを超えるIPO前の企業）の数は490社に上る。対照的に、ナスダックやニューヨーク証券取引所に上場している企業で時価総額が10億ドルを超える企業数は2000社に届かない。言い換えれば、仮に全てのユニコーンが一度に上場した場合、米国の大型株の数は25%増えることになる。ハイテク企業に限れば、過去3年間で合計100社がIPOを果たした。つまり、現在のユニコーンの数はハイテク株IPOの14年分に等しい。

■ IPOブームのけん引役はクラウド

新型コロナウイルスの流行により多くの人が自宅で働いたり勉強したりしているため、あらゆる種類の企業がコンピューティングリソースをクラウドに移している。

先週、クラウドベースの顧客管理（CRM）ソフトウェアソリューションを提供するセールスフォース・ドットコム＜CRM＞、人事・財務クラウドサービスのワークデイ＜WDAY＞、クラウド上でのコンテンツ共有サービスを手掛けるボックス＜BOX＞、クラウド会計ソフトウェアのイントゥイット＜INTU＞、ITソリューション大手ヒューレット・パカード・エンタープライズ＜HPE＞が発表した四半期決算は、いずれもクラウド化へのトレンドにけん引されて市場予想を上回った。クラウドコミュニケーションプラットフォームを提供するツイリオ＜TWLO＞、ビデオ会議のズームビデオ・コミュニケーションズ＜ZM＞、電子商取引サイト構築支援のショップファイ＜SHOP＞などの株式を保有する上場投資信託（ETF）のグローバルXクラウドコンピューティングETF＜CLOU＞は年初来で52%上昇している。

■ 投資機会は豊富

クラウドコンピューティングはソフトウェアを提供する手段にすぎず、その範疇（はんちゅう）には様々な領域が入る。先週新たにIPOを申請した企業には、クラウドベースのデータ管理を手掛け

るスノーフレック、クラウドベースの作業管理ソフトウェアを開発するアサナ、クラウドによるソフトウェアリリース管理を行うJフログ、クラウドベースの分析ソフトウェアを開発するスモーロジック、ビデオゲーム開発ツールを提供するユニティ・ソフトウェア、データ分析会社のパランティアなどがある。

クラウドを活用した短期賃貸物件紹介サービスのエアビーアンドビー、同じくクラウドによる料理宅配サービスのドアダッシュも近くIPOを申請する見込みだ。

■ ビッグネーム

先週IPOを申請した企業は、若者が庭のガレージでモノづくりを始めたスタートアップとは異なる。例えばユニティ・ソフトウェアを経営しているのは大手ゲームソフト会社であるエレクトロニック・アーツの元最高経営責任者（CEO）、ジョン・リッチティエロ氏だ。アサナの創業者で最大株主はフェイスブックの共同創設者であるダスティン・モスコヴィッツ氏、パランティアの最大の投資家はフェイスブックへの初期の投資家として財産を築いたピーター・ティール氏、スノーフレックのCEOはかつてサービスナウやデータドメインを経営していたフランク・スロートマン氏である。

■ 直接上場の復活

ビジネス・チャットツールを手掛けるスラック・テクノロジーズ<WORK>がニューヨーク証券取引所で直接上場してから1年以上が経過した。当時は追随する企業が殺到するとの見方が広がっていたが、スラックや、やはりニューヨーク証券取引所で直接上場した音楽ストリーミングサービス運営会社スポティファイ・テクノロジー<SPOT>の株価パフォーマンスの弱さを反映し、追随する企業は現れていない。

しかし、上場時に新株を発行せずに既存の株式だけを上場するという選択肢は、資本を必要としない企業にとって魅力的だ。アサナとパランティアはいずれも直接上場を選択しており、両社に追随する企業が現れる可能性は高い。

■ 特別目的買収会社

いつか、ハイテク分野のユニコーンがIPOを経ずに特別目的買収会社（SPAC）と合併する日が来るかもしれない。SPACは買収先の未公開企業を探し出すために設立される会社である。オンラインスポーツギャンブルのドラフトキングス<DKNG>、宇宙旅行ビジネスを計画中のヴァージン・ギャラクティック<SPCE>、電気自動車トラックを開発するニコラ<NKLA>はこの手法で上場した。IVPのミラー氏は、今後数週間のうちに複数のハイテク企業がSPACによる上場を発表すると考えている。

■ オークションモデルによる公募価格決定

IPOコンサルティング会社、クラスVグループの創業者であるリーセ・バイヤー氏は、投資銀行が公募価格の決定にオークションモデルを復活させたがっていると指摘する。オークションモデルは2004年にグーグル（現在はアルファベット）が上場したときに使用された。グーグルのIPOチームで働いていたバイヤー氏は、オークションモデルには取引初日のIPOポップ（IPO直後の株価の急騰）をつぶし、利益が会社ではなく機関投資家に向かうのを防ぐ狙いがあると言う。

■ タイミングが全て

バイヤー氏は、毎年レイバー・デーの直後にIPOが活発化すると指摘する。企業がホリデーシーズン前に取引を完了させようとするからだ。同氏は11月の大統領選が大きな要因になるとは考えてい

ないが、発行体が選挙結果を懸念しているのであれば、株価が高く投資家を買う気満々のときにIPOに踏み切るのは理にかなった選択だと指摘する。そうした状況は永遠には続かない。

By a
(Source: Dow Jones)

9. FRBの新たな政策の代価 - The Price of the Fed's New Policy

失業率が高止まりする限り、低金利と有価証券の多額の買い入れ続く

[コラム]

■ 金融政策変更



Andrew Harrer/Bloomberg

パウエル米準備制度理事会（FRB）議長はジャクソンホール会議において最新の金融政策戦略を説明した。FRBは新たな目標として、平均で2%のインフレ率を目指し、2%に満たない期間は2%を若干上回る期間で相殺されるという。FRBが好むインフレ指標に基づく、インフレ率は目標の2%を下回っている。

この変更の主な意味合いは、FRBの利上げペースが以前より緩やかになり、ひいては失業率を低水準に維持できるようになることだ。FRBの新たな声明は、最大雇用からの「乖離（かいり）」を縮小させるのではなく、最大雇用までの「未達」の

度合いの軽減を模索する、と述べている。ノムラ・ノース・アメリカのチーフエコノミストであるルイス・アレクサンダー氏は、それは言葉の上では小さな変更のようだが、実際は重要な変更であると指摘している。もはやFRBは、自らが完全雇用とみなす水準よりも失業率が低くなっただけでは、金融引き締めを実施しないだろう。

その結果、今後数年間は低金利が続くことになる。TDバンクのストラテジストは、フェデラルファンド（FF）金利先物市場が、FRBが2024年終盤（次の大統領選挙の時期）までFF金利の誘導目標を現行の0~0.25%から引き上げないことを織り込んでいる、との見方を示した。

これは、新型コロナウイルス危機前の段階で昨春の公表が予想されていた金融政策の変更前の予想と同じであり、サプライズではない。パウエル議長は7月29日の連邦公開市場委員会（FOMC）後の記者会見で、この変更は実際には、「われわれが既に政策に沿って行動している仕組みを、成文化しただけである」と述べた。

FRBのベテラン・ウォッチャーによると、新たな政策の枠組みは、1960年代や1970年代に似ているように見える。当時は、やや高めのインフレ率はやや低めの失業率で相殺されと考えられていた。

しかし、TSロンバートのチーフ米国エコノミストであるスティーブン・ブリッツ氏は、今後のインフレの反応は、1970年代とは異なるだろう、と指摘している。当時は、労働市場にはベビーブーマーがあふれており、大半の消費財は米国内で生産されており、労働者の労働組合加入率は高く、その全てが賃金上昇によるインフレスパイラルの元凶となった。しかし現在は、労働力の増加率が低く、

賃金の高い労働者は賃金の低い国外の労働者か、コストがさらに低いテクノロジーによって、容易に代替可能となっている。雇用増加は、小売業、レジャーおよびホテルなどの低賃金労働者に集中しており、新型コロナウイルス前には失業率が低くとも所得の伸びを抑えていた。

■ CPIは2%を超えるがFRBの注目指標は未達

景気回復が伝統的な道筋をたどれば、賃金上昇はFRBのインフレ目標達成に貢献するだろう、とブリッツ氏は書いている。また、生産の国内回帰または建設業界における雇用増が起きれば、その可能性は5割以上あると同氏はみている。しかし、テクノロジーとグローバル化が引き続きデフレ要因となる中、インフレ率上昇の大部分は賃料の上昇に反映されることとなるだろう。賃料は購買力にとって税金のようなものだ。

アライアンス・バーンスタインの元チーフエコノミストであるジョセフ・カーソン氏はソーシャルメディアサイトのリンクトインで、これまでのインフレ率を見ると、コア消費者物価指数（CPI）は過去5年のうちの4年間で2%を上回っている、と言及している。しかし、FRBが注目しているコア個人消費支出（PCE）価格指数は2%の目標を一貫して下回っている。

一方で、消費者自身はインフレ率が目標未達であるとは考えていない。カーソン氏によると、ミシガン大学消費者信頼感指数は、消費者のインフレ率予想が公表インフレ率および2%の目標を常に上回っていることを示している。さらに、ブリークリー・アドバイザリー・グループの最高投資責任者（CIO）であるピーター・ブックバー氏は、物価上昇は最も経済的余裕のない人々に打撃を与え、低賃金労働者の実質所得の減少につながっていると言う。

■ 金融市場だけに恩恵

FRBによる低金利の維持を通じたインフレ率押し上げは、借り手と金融市場が恩恵を受けている。最大の借り手は米国政府だ。連邦政府の財政赤字は、パンデミック（世界的流行）の前でも年間1兆ドルのペースだったが、9月に終わる今会計年度の赤字は3兆7000億ドルと今や予想されている。30年債を除けば1%未満の金利で借り入れが可能のため、急増する負債のファイナンスも容易だ。

しかし、ブリッツ氏によれば、赤字の増加が続く中で金利を低水準に維持することは、FRBによる米国債買い入れ額の増加を意味する。そうなれば、FRBは現代貨幣理論を事実上採用したも同然だと同氏は主張する。

いずれにせよ、パウエル議長の発表に反応して、長期米国債利回りは上昇した。指標となる10年国債利回りは6ベーシスポイント（bp）上昇して0.74%となり、30年国債利回りは9bp上昇して1.5%となった。

とはいえ、FRBが成功したのは資産価格の押し上げだ。カーソン氏は、「より大きな問題は、資産価値が既に高い水準にある時に、新たな金融政策がより多くの投機的思惑とリスクのきっかけになることだ。金融市場または経済の過度な熱狂は、暴落を伴って調整される不均衡を市場に生み出す」と述べる。

ブリッツ氏は、FRBによる有価証券買い入れを通じた流動性注入は、銀行貸し出しを増加させるはずだったが、実際にはリスク資産の市場に向かい、「資本が不適正に配分」されたと述べる。同時に、新たな金融政策は、FRBが株式市場を救済する「FRBプット」を実質的に認めるものだ。FRBプットは、失業率が高止まりすれば確実に実行されるだろう。しかし、だからといって市場が下落しない訳ではない。同氏は、中央銀行の準備預金だけが問題ならば、日本の株価が1990年のピーク

を依然として大幅に下回ってはいないはずだと言う。

FRBのゼロ近辺の金利と、米国債および政府系不動産担保証券（MBS）の多額の買い入れという金融政策は、失業率が高止まりする限りは続くだろう。その結果、株価が過去最高水準にあるウォール街と、不況に近い実体経済との乖離は続くと思われる。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

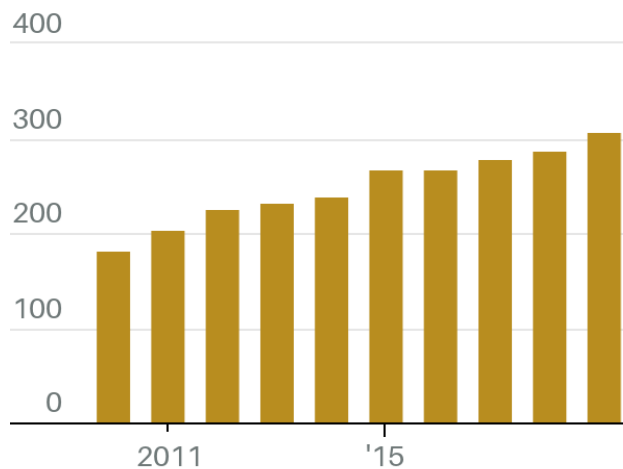
10. 今週の予定 - Amazon Isn't Synonymous With Luxury. That May Be Changing [経済関連スケジュール] アマゾンが高級品を扱うプラットフォーム立ち上げか

■ ブランド側に歩み寄り

Stairway to Heavenly

Luxury goods have grown steadily over the past decade, though that growth plateaued with the pandemic.

Global Revenue in Luxury Goods, 2010 to 2019



Source: Visual Capitalist

高級品には、限定的・排他的といったイメージがあるが、アマゾン・ドット・コム<AMZN>は、無数の商品を低価格で提供するという真逆の姿勢でブランドを築いてきた。だがアマゾンは変わりつつあるかもしれない。ファッション業界のニュースサイト「WWD（ウィメンズ・ウエア・デیلیー）」は、同社が9月に高級品を扱うプラットフォームを立ち上げると報じた。新プラットフォームでは、10以上の高級ブランドを扱う可能性があるという。アマゾンはこれについてコメントしていない。

バンクオブアメリカ・メリルリンチのジャスティン・ポスト氏は、この動きに対してコメントをしている。まず、高級品カテゴリーの実現可能な最大市場規模（TAM）は全世界で3000億ドルに上り、「高級品を扱うことで、長期にわたる大きな価値創造のチャンスが生まれる」とする。アマゾンの高級品の扱いは現在わずかであり、同氏は、スポーツ用品大手のナイキ<NKE>やドイツの靴

ブランドであるビルケンシュトックのアマゾンからの撤退は、同社にとって痛手となっていると記す。また、アマゾンが高級ブランドを引き付けるためには、アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）＜BABA＞のTモールのように、価格や在庫の管理はブランド側に委ねることが必須だろうとも指摘する。

ポスト氏はさらに、ブランドは、自社製品を安価な代替品の隣に並べられてブランド・イメージに傷がつくことや、偽造品について警戒していることから、アマゾンを受け入れないだろうともしている。「アマゾンはこの問題に対して、偽造品の撲滅を目標とした“プロジェクト・ゼロ”プログラムなどの、幾つかの方策を取ってきた」と同氏は述べ、アマゾンがEコマース売り上げのうち約40%を、今後10年程度かけて高級品に転換できれば、流通取引総額（GMV）は1200億ドルに達するだろうと試算する。ポスト氏はアマゾンの投資判断を「バイ」、目標株価を3560ドルとしている。8月28日の終値は3400ドルだった。

アマゾンは、新たな小売分野への進出に関する実績を誇る。その全てが成功しているわけではないが、同社の経営資源と守備範囲は圧倒的なものだ。高級ブランドが値下げに抵抗していることから、アマゾンは新たなプラットフォームにおいて、迅速な配送や、日用品と同じプラットフォームで高級品のショッピングができる利便性を前面に押し出す必要があるだろう。

■ 今週の予定

Delivering the Goods

Amazon shares have soared during the pandemic, giving it the resources to make a run at the luxury market.

Amazon Shares, 2020 Year to Date



Source: FactSet

8月31日（月）

- ・ オンライン会議サービスのズーム・ビデオ・コミュニケーションズ＜ZM＞が四半期決算を発表。同社は在宅勤務の流れから恩恵を受け、株価は年初来4倍以上まで上昇している。
- ・ ダラス連銀が、8月のテキサス州製造業景況指数を発表。エコノミストは、7月のマイナス3からプラス2に転ずると予想。指数がプラスとなるのは今年2月以来。

9月1日（火）

- ・ 税務申告代理サービス大手H&Rブロック<HRB>が四半期決算発表。
- ・ オーストラリア中銀が金融政策を発表。キャッシュレートの誘導目標は、3月半ばに設定された過去最低水準の0.25%に据え置かれる見込み。
- ・ サプライ管理協会（ISM）が8月の製造業購買担当者景気指数（PMI）発表。コンセンサス予想は7月とほぼ同水準の54.5。3月から3カ月連続で好・不況の分かれ目となる50を下回っていたが、その後6月、7月と2カ月連続で50を上回っている。
- ・ 7月の建設支出発表。コンセンサス予想は季節調整済み年率換算1兆3600億ドルで、前月から1%増。支出額は当初のロックダウン（都市封鎖）の波を受けて3月以降、連続で減少している。

9月2日（水）

- ・ アルコール飲料大手のブラウン・フォーマン<BF.B>、セキュリティ対策ソリューションを提供するクラウドストライク・ホールディングス<CRWD>、ディスカウントチェーンのファイブ・ビロー<FIVE>が四半期決算発表。
- ・ 給与計算代行のオートマティック・データ・プロセッシング<ADP>が8月の民間雇用者数を発表。コンセンサス予想は前月比110万人増（7月は16万7000人増）。同統計によると、3月～4月に2000万人近くの雇用者数減となって以来、3カ月間でほぼ800万人増となっている。
- ・ 会員制量販店チェーンのコストコ・ホールセール<COST>が8月の売り上げを発表。

9月3日（木）

- ・ 8月のISM非製造業景況指数発表。コンセンサス予想は57.8と、6月および7月とほぼ同水準。
- ・ 半導体大手ブロードコム<AVGO>、食品大手キャンベル・スープ<CPB>、医療器具メーカーのクーパー・カンパニーズ<COO>、電子署名ソフトウェアのドキュサイン<DOCU>が決算発表。
- ・ 8月29日までの週の新規失業保険申請件数発表。申請件数は3月半ば以降、8月8日までの週を除いて毎週、100万件を超えている。

9月4日（金）

- ・ 8月の雇用統計発表。非農業部門就業者数のコンセンサス予想は、前月比150万人増（7月は176万人増）。失業率は10%となる見込み（7月は10.2%）。これは、パンデミック（世界的流行）前の50年ぶりの低水準だった2月の3.5%から6.5%ポイント高い水準となる。

By Teresa Rivas
(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』 2020/08/30

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

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