

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2020/09/20

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIJIPRESS



DOW JONES

1. デジタル決済の未来 - How to Profit From the Digital-Payment Future [カバーストーリー]
注目銘柄を紹介 P.2
2. エヌビディアによるアーム買収はリスクがあるが非常に賢明 - Nvidia's Deal for Arm Is Risky-and Quite Smart [テクノロジー]
エヌビディアがインテルを抜き半導体業界の主役になるには P.8
3. パンデミックでラテン系米国人の成功物語に暗雲 - How the Pandemic Is Pressuring the Latino Success Story [フィーチャー]
ラテン系米国人はコロナ禍で不均衡に大きな悪影響を被る P.9
4. 割安銘柄を探すなら欧州と日本に注目 - Hunting for Stock Market Bargains? It's Time to Head to Europe and Japan [フィーチャー]
注目すべき5銘柄と、3本のETF P.13
5. 次に来る危機の性質とその危機が必要な理由 - What the Next Global Crisis Could Look Like— and Why We Need It [インタビュー]
ユーラシア・グループ設立者イアン・ブレマー氏が語る次なる危機 P.17
6. 今年30%超の運用成績を上げる株式ファンドの運用手法とは - This Stock Fund Has Soared More Than 30% This Year. Here's How [ファンド]
長期予想に基づく個別銘柄選定を堅持 P.20
7. ハイテク株の上昇が止まり、物色対象交替の動きが強まる - The Tech Boom Is Slowing. A Sector Rotation Is Picking Up Steam. [米国株式市場]
景気敏感の小型株や、欧州株・日本株が有望か P.23
8. 歴史的に見てイベントが起きやすい期間に突入 - The Financial Markets Enter Their Most Treacherous Season [コラム]
大統領選をめぐるボラティリティ上昇、ユダヤ教の大祭日期間中は株価下落の傾向 P.25
9. 米FRB、大幅な政策変更で「パンチボウルは片付けない」と表明 - The Fed, in a Big Policy Shift, Said It Won't Pull the Punch Bowl [金融政策]
従来の予防的アプローチから新しい枠組みへ P.27
10. 今週の予定 - Malone at Bat: Will He Use the Mets Deal to Boost the Braves' Value? [経済関連スケジュール]
マローン氏、メッツ売却を利用して、ブレーブスの価値を上げる作戦に出るか？ P.30

※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。

1. デジタル決済の未来 - How to Profit From the Digital-Payment Future
注目銘柄を紹介

[カバーストーリー]

■ 新型コロナで現金離れが加速

The Future of Payments

Digital Pure Plays

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	2021E P/E	2021E EPS Growth	Comment
PayPal Holdings / PYPL	\$175.79	63%	39	22%	One of the clear winners in the shift to digital payments, including growth in areas like peer-to-peer, or P2P, payments and cross-border transactions.
Square / SQ	145.64	133	121	126	Cash App and direct deposit are fueling rapid growth but have pushed valuation to extremes.

3月、米連邦準備制度理事会（FRB）はアジアから流入するドル紙幣の隔離を開始した。これは米国人を新型コロナウイルスから守るためだったが、必ずしも必要ではなかった。現金の利用率が既に史上最低だったためである。コロナ禍によって現金離れは一段と加速した。流行拡大当初、米国人は外出できなくなり、今も現金のやり取りができる範囲まで他人と近づくことに慎重だ。

現金の代わりとなったのがデジタル決済である。実際、デジタル決済の増加は、ワクチンの開発後も長く続くことが確実な数少ないトレンドの一つだ。これは多くのテクノロジー重視の決済企業にとって非常に大きな機会を生み出している。

消費者と企業の行動の変化は定着する可能性がある。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）以前から現金を毛嫌いしていたミレニアル世代は、外食の割り勘にさえ送金アプリのベンモを利用する傾向を強めている。シニア世代の多くも、外出できなくなった結果、キャッシュレスな決済手段を初めて使い始めている。

こうしたトレンドはウォール街でも見られる。ペイパル・ホールディングス<PYPL>やスクエア<SQ>などのデジタル決済企業は、今年のパフォーマンスが最も好調な部類に入り、バリュエーションは極めて高い水準に上昇している。株価の高騰によって当面の上昇余地は限定的となるかもしれない。しかし、長期投資家にとってはまだ遅くない。

FRBの消費者支払い動向調査によれば、米国の消費者決済のうち現金が占める割合は、2016年の31%から2019年には26%へ低下した。FRBは、パンデミックの結果として消費者はより多くの現金を保持するようになっているが、それを実際に使う人は少ないと指摘した。約3分の2の回答者は、3月10日から5月上旬にかけて対面での現金のやり取りを一切しなかったと答えている。

■ 従来の金融サービス会社より決済企業

Card Networks

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	2021E P/E	2021E EPS Growth	Comment
Mastercard / MA	339.43	14	39	31	Expanding into data analytics, cybersecurity, P2P, and real-time payments. Would benefit from lifting of travel restrictions in Europe and elsewhere.
Visa / V*	205.27	9	35	16	Growth should rebound with an economic and travel recovery, just as company expands into new areas like "push" payments and business to business payments.

現金が決済に占める割合が低下する中、ペイパルの勢いは誰にも止められないように見える。金曜終値は176ドルで、2021年予想株価収益率（PER）は39倍に上る。しかし、予想成長率は上昇しており、アナリストは目標株価を引き上げ続けている。スクエアも年初来で133%上昇しており、2021年予想PERは121倍である。

大手クレジットカード会社のビザ<V>とマスターカード<MA>には、今後数カ月でより大きな上値余地があるかもしれない。年初来の株価上昇率はいずれも15%未満で、両社の年間平均の25%と30%を下回る。パンデミックが原因でクレジットカードの取扱高は減少しており、業績予想の下方修正によって短期的なPERは上昇している。しかし、現金の衰退はクレジットカード会社にとって追い風であり、決済システムの要であるクレジットカードのネットワークは価値を増している。

一方、縁の下で活躍する決済処理業者も存在する。こうした企業はあまり注目を集めないが、決済の未来にとっては不可欠な存在だ。決済企業のフィデリティ・ナショナル・インフォメーション・サービスズ<FIS>とグローバル・ペイメンツ<GPN>は昨年、共に大規模な買収を実施した。両社は、カード発行会社の決済処理を行う一方で、小売企業とクレジットカード会社や銀行を結びつける業務（いわゆるマーチャント・アクワイアリング）も手掛ける。両社の2020年度予想PERは27倍である。

ヘネシー・ラージ・キャップ・ファイナンシャル・ファンドのマネジャーであるデーブ・エリソン氏は、従来型の金融サービス企業から決済企業やフィンテック企業へ投資先を切り替えている。同氏は「これらの企業は今後も成長を続け、業界内でシェアを獲得できる位置にある」と語る。フィンテック企業のバリュエーションは割高だが、これは高成長企業が希少であることを反映している。エリソン氏は「アマゾン・ドット・コム<AMZN>は23年間にわたって割高だが、うまくいっている」と述べた。

デジタル決済の成長要因の一つは、新型コロナウイルスによって生活習慣が変わり、高齢の米国人

がキャッシュレスな決済手段を初めて使い始めていることだ。ペイパルによれば、この世代のユーザーは最も急速に増加しており、若年層に比べて取引額と購買力が非常に大きい。

在宅勤務が増えた結果、オンラインでの買い物も増えた。実店舗で買い物をすることもあるが、無線チップを埋め込んだクレジットカードやデビットカードなど、非接触型の決済手段に頼ることが多くなっている。こうした手段の利便性も現金の利用が減っている要因の一つだ。JPモルガンのレポートによれば、非接触型のカードへの移行によって、カード1枚当たりの取引件数は20~30%増加した。また、電子商取引（eコマース）による消費者からの売上高が今後1年で10%増加すると述べている。米国のオンラインショッピングは依然として小売売上高全体の8.9%を占めるにすぎないため、大きな成長余地がある（中国は23%）。

eコマースの規模が拡大していても、実店舗での消費の低迷はクレジットカード会社の取扱高に圧力となっている。ビザとマスターカードは今年、上場以来で初めて売上高が減少するとみられる。決済処理会社も実店舗の不調による影響を受けている。とはいえ、決済取扱高は今年こそ伸び悩むものの、2021年には再び加速する見込みだ。潜在的な市場規模は極めて大きく、2019年の世界の消費者向け売上高総額33兆2000億ドルのうち、デジタル決済は15兆7000億ドルだった。

■ デジタル決済の専門企業

Payment Processors

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	2021E P/E	2021E EPS Growth	Comment
Global Payments / GPN	181.48	-1	23	25	Partnering with Amazon to sell cloud-based services to banks and merchants; generates revenue from Netspend prepaid cards and benefits from bank tech-spending.
Fidelity National Information Services / FIS	148.81	7	22	22	Handles payment processing for merchants and banks. Following its Worldpay merger, it has won new accounts like Disney+.

*Sept. fiscal year end. E=Estimate.

Source: FactSet

ペイパルはデジタルへの移行による最も明確な勝者だ。第2四半期の新規アカウント件数は過去最多の2130万件（前年同期比137%増）に達し、同四半期末のアクティブなアカウント件数は3億4600万件となった。ダニエル・シュルマン最高経営責任者（CEO）は最近、「さまざまな業界で現実世界からデジタル世界への移行が加速している。加盟店はデジタルファースト戦略を受け入れており、これらは（中略）持続的かつ大きな追い風だ」と語った。

ペイパルはオンライン決済サービスのパイオニアであり、同社が運営するズーム（Xoom）を通じ

て国際送金サービスに事業を拡大した。同じくペイパルが運営するベンモは個人間（P2P）送金で主導的な役割を果たしており、アカウントは6000万件を超える。さらに、オンライン加盟店も増加しており、オンライン小売企業上位500社におけるシェアはトップの79%である。コンセンサス予想によると今年は20%の増収増益が見込まれ、売上高は213億ドルに達する見通しである。アナリストは2021年の成長率も同様とみている。株価は過去12カ月で68%上昇しており、金曜終値は176ドルである。

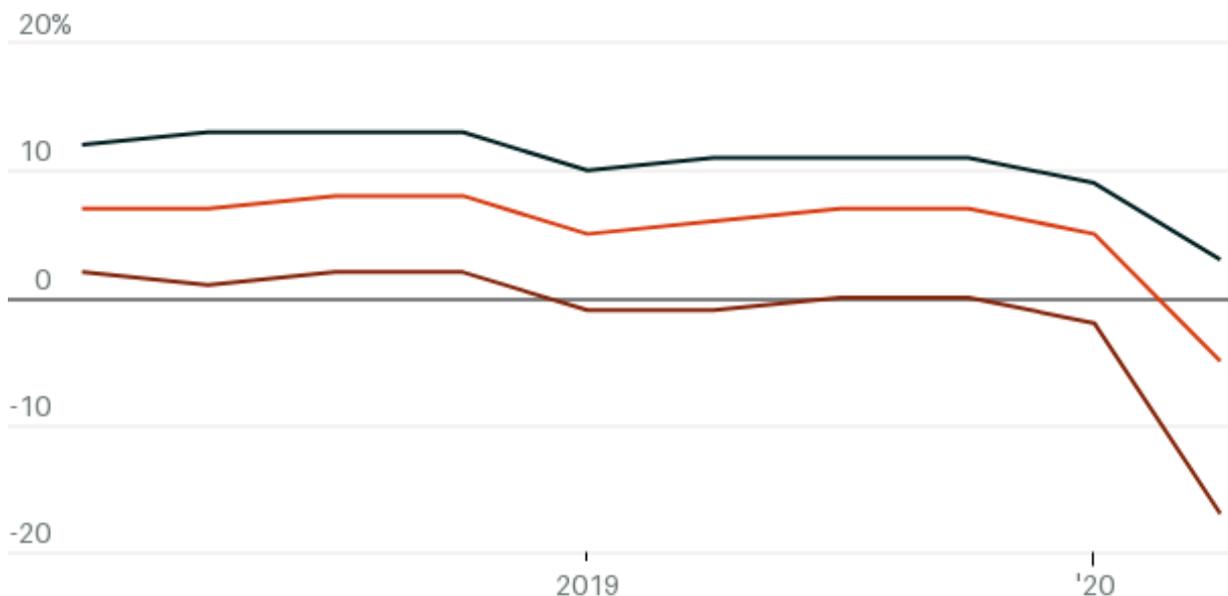
調査会社モフェットネイサンソンのリサ・エリス氏は、「極めて高い成長率を維持できるかが、ペイパルに関する重要な議論の的だ」と語る。しかし、同氏はペイパルをトップピックの一つとしている。その理由の一つは、同社が新たな収益源の開拓を続けていることだ。こうした収益源の一例である支払いプラットフォームのハイパーウオレットは、ライドシェア大手ウーバー、料理宅配サービスのドアダッシュ、手芸品オンライン市場を運営するエッツィなどの企業によって、独立した請負業者やベンダーへの支払いに利用されている。

■ クレジットカード会社

The Covid Cash Crash

Visa

■ Purchase Volume ■ Gross Debit Card Volume ■ Cash Withdrawals



Sources: MoffettNathanson

ビザとマスターカードは世界経済の全体的な動向から影響を受けるため、新型コロナウイルスが追い風となっていない。ビザの8月の海外旅行関連売上高は前年同月比で70%減少したが、海外旅行者の受け入れを再開した地域では「心強い兆しが見られる」と同社は述べている。アナリストはビザとマスターカードの今年の売上高がそれぞれ5%と7%減少すると予想している。

とはいえ、減速は一時的とみられる。世界経済と旅行の回復は来年のカード取扱高を押し上げるだろう。エリス氏の推定では、2021年の決済取扱高の伸びは14%に上り、2012~2019年の平均である10%を大幅に上回る。

ビザはP2Pなどの分野で新たな送金フローを獲得しているほか、解析や高度なセキュリティーなどの銀行向けサービスも拡大している。金融サービス会社プレイドの買収も寄与する見込みだ。プレイドは顧客の銀行口座とベンモや証券取引アプリのロビンフッドなどを結びつける金融ネットワークを運営する。エリス氏はビザ・ダイレクトに関して特に強気である。ビザ・ダイレクトはスクエアのキャッシュアップなどのP2Pアプリや海外送金に使われるサービスだ。

エリス氏はビザの株式を予想PER37倍の250ドルと評価している（金曜終値は203ドル）。バリュエーションは市場全体に比べて割高に見えるが、ビザの従来のプレミアムと同等である。このプレミアムは、年平均19%の安定した増益率と約70%の営業利益率に支えられている。

マスターカードもビザと同様の理由で恩恵を受けるとみられる。同社は企業間取引やその他の送金フローへと事業を力強く拡大している。次期CEOのマイケル・ミーバッハ氏は、同社のクロスボーダーeコマース売上高が安定していると述べる。欧州は旅行・娯楽関連の回復を主導しており、旅行の世界的な回復に伴って緩やかな改善が見られると言う。同氏は「旅行は業績を大きくけん引する要因になると見込んでいるが、回復には時間がかかる」と語り、オープンバンキング、リアルタイム決済、サイバーセキュリティーなどの分野で引き続き買収を模索すると付け加えた。

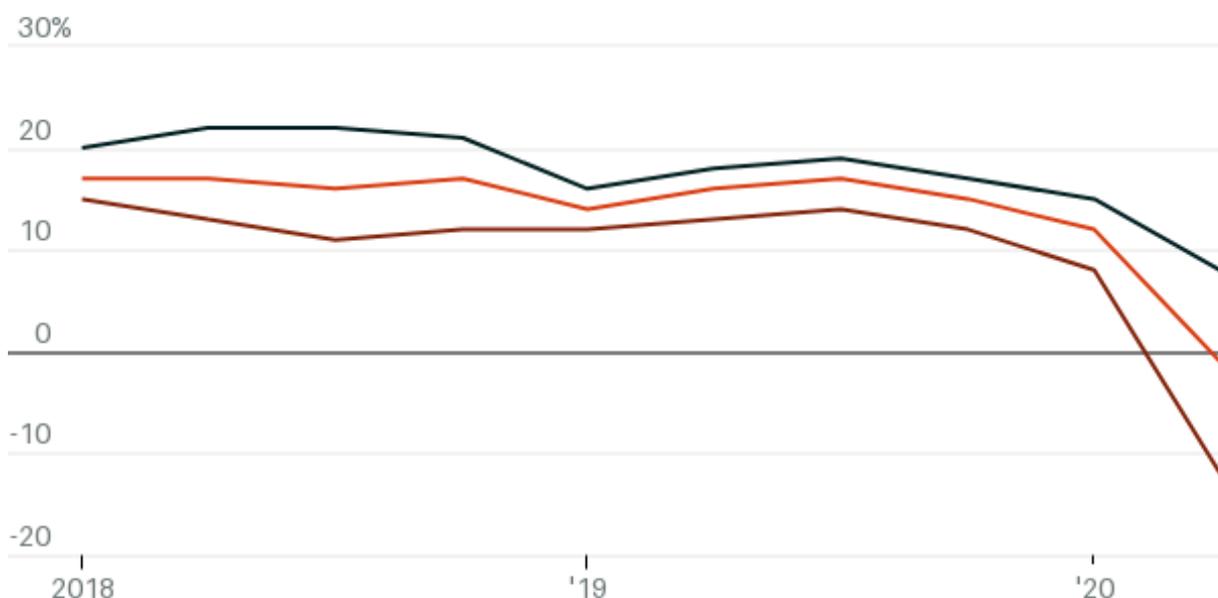
UBSのアナリストであるエリック・ワッサーストロム氏は、こうした株価のけん引要因と利益率上昇の可能性を理由にマスターカードを選好する。同社は長年にわたってサービスに多額を投資しており、利益率が低下している。しかし、これらの事業の規模が拡大するにつれて、利益率への圧力は軽減される見込みだと言う。同氏の目標株価は367ドルで、直近の終値を約10%上回る。

■ 決済処理会社

The Covid Cash Crash

Mastercard

■ Purchase Volume ■ Gross Debit Card Volume ■ Cash Withdrawals



Sources: MoffettNathanson

デジタル決済業界で割安なサブセクターがあるとすれば、それは決済処理銘柄だ。フィデリティ・

ナショナル（通称FIS）とグローバル・ペイメンツは、中小企業やレストランをはじめとする小売りの減速によって売上高が低迷している。

パンデミック以前に投資家が期待していたのは、合併によるシナジー、負債の返済によるバリュエーションと利益率の上昇、継続的な買収による株価上昇だった。コスト面のシナジーは健在に見えるが、成長ストーリーは一時停止しているとエリス氏は述べる。しかし、FISとグローバル・ペイメンツは銀行と加盟店の技術面における重要な屋台骨であり、安定した売上高を生み出している。また、マーチャント・アクワイアリング事業の業績は小売業の最終的な復活に伴って上向く見込みだ。

FISは決済サービス企業のワールドペイを買収したことで勢いを取り戻すだろう。480億ドルを費やした買収によって、FISは従来型の銀行送金処理からマーチャント・アクワイアリングとeコマースへ事業を拡大し、国際的な存在感を高めた。ワールドペイは120の通貨で年間400億件の取引を処理する。メディア・娯楽大手ディズニーの新たなストーリーミング配信サービスであるディズニープラスもFISを利用している。同社のゲイリー・ノークロスCEOによれば、ディズニーとの取引を獲得できた要因の一つは、ワールドペイのグローバルなプラットフォームとeコマース機能である。

FISの来年のコンセンサス予想売上高は前年比8%増の137億ドルである。ワールドペイとの合併によるコスト削減の恩恵を受け、利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）は17%増の62億ドルへ増加するとみられる。投資銀行カナコード・ジェニユイティのアナリストであるジョセフ・バフィ氏は、株価が金曜終値の147ドルから178ドルまで上昇すると予想している。

グローバル・ペイメンツも昨年、決済サービス企業のトータル・システム・サービスズを250億ドルで買収した。買収によってグローバル・ペイメンツは規模を拡大し、加盟店と銀行向けのエンドツーエンドの決済処理会社となった。現在は1300社の金融機関を顧客としており、顧客数は買収前の約500社から増えた。同社は最近、決済サービスをクラウドベースのプラットフォームで販売するため、アマゾン・ウェブ・サービスと提携した。

パンデミックによる中小企業の休業や売上高減少の結果、グローバル・ペイメンツの第2四半期の米国におけるマーチャント・アクワイアリング売上高は14%減少した。しかし、旅行や娯楽などの打撃が大きな業界へのエクスポージャーはクレジットカード会社ほど大きくないため、売上高の減少は幾分限られている。同社の売上高の約60%は企業のハイテク支出によるもので、消費者向け取引に比べると堅調である。

エバーコアISIのアナリストであるデービッド・トグット氏はグローバル・ペイメンツをトップピックとしており、最近、目標株価を253ドルに引き上げた（金曜終値は179ドル）。シティグループのアナリストであるアシュウィン・シャーバイカー氏はそれほど強気ではなく、目標株価を207ドルに据え置いたが、2021年予想PER22倍というバリュエーションは魅力的だと言う。特に小規模な加盟店向けに恩恵をもたらす新たな財政刺激策が実施された場合、売上高の伸びは予想を上回る可能性がある。

By Daren Fonda
(Source: Dow Jones)

2.

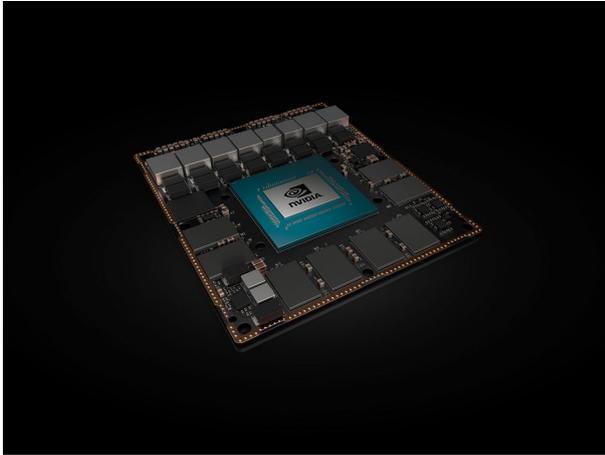
エヌビディアによるアーム買収はリスクがあるが非常に賢明 - Nvidia's

[テクノロジー]

Deal for Arm Is Risky-and Quite Smart

エヌビディアがインテルを抜き半導体業界の主役になるには

■ エヌビディアがインテルに勝負を挑む



Courtesy of Nvidia

エヌビディア<NVDA>は7月、時価総額で業界最大手のインテル<INTC>を上回り、米国最大の半導体メーカーとなったが、今後もニッチプレーヤーであることは変わらない。昨年720億ドルを売り上げたインテルに対して、エヌビディアはわずか110億ドルだ。エヌビディアがさらに成長するには何か大勝負に出る必要がある。ジェンスン・ファン最高経営責任者（CEO）が先週発表した英半導体設計企業のアーム・ホールディングスの400億ドルに上る買収案件がその答えなのかもしれない。

2016年にソフトバンクグループ<9984>が310億ドルで買収して以来、株式非公開のアームは世界中で最も過小評価されている半導体企業かもしれない。アームのビジネスモデルは半導体のアーキテクチャーのみを設計し、ライセンスとその使用料を受領するという珍しいものだ。

製造こそしないが、アームの設計はほとんど全ての携帯電話や、データセンターのプロセッサ、ストレージデバイスやPCに使用されている。

ワシントン大学のコンピューターサイエンスを教えるペドロ・ドミンゴス教授は「アームが設計した中央演算処理装置（CPU）の数は、インテル以外の会社によるCPUよりも多い」と述べる。

■ アームを買収する理由

エヌビディアは今まさにそのビジネスを手中に収めようとしている。もし業界王者のインテルに勝負を挑むなら、ファンCEOはエヌビディアの画像処理装置（GPU）とアームのCPUとの融合、そして長年にわたるパートナーで世界最先端の半導体を製造しているファウンドリー（半導体受託製造）の台湾積体回路製造（TSMC）<TSM>からの協力を得て、難問の解決策を見出せるかもしれない。

アームが設計する半導体の大成功の要因はインテルやその他のメーカーの半導体よりも省電力なことにある。そして同社は半導体の製造や販売をしないことから、業界で中立的な立場を維持していると長年顧客の間で認識されてきた。

月曜日に発表されたアーム買収のニュースを受けて、エヌビディアの株価は5.8%上昇した。買収額の内訳は割高なバリュエーションを伴う自社株式による215億ドル、現金120億ドル（うち20億ドルは契約締結時に支払い済み）、そして実績ベースのアーンアウト（M&A取引後の一定期間内に事業が目標を達成した際に、買い手が売り手に対して買収対価の一部を支払うこと）50億ドル、アーム従業員向け報酬15億ドルも含まれている。

■ 野心にはリスクも伴う

買収ニュースに沸いた投資家も少し落ち着き、エヌビディアの株価は上昇し続けたものの引け前に売られ、487.57ドルで週の取引を終えた。この買収案件が無事完了するかどうかには懸念が出ている。エヌビディアとソフトバンクは買収完了まで約18カ月を要すると見込んでおり、地政学的そして国際的な買収案件という観点からも気の遠くなるような話だ。1990年に創業したアームは英国ケンブリッジに本社を置き、エヌビディアはアームの本部機能をそこに残すと約束している。

アームの中立性がリスクにさらされる懸念もある。エヌビディアはアームの最高とされるデザインを自社で抑えることができるだろうか、それとも半導体大手のクアルコムでモバイル通信技術関連企業のクアルコム<QCOM>や半導体デバイス製造持株会社のブロードコム<AVGO>などの主要顧客は他社へ乗り換えてしまうのだろうか。

その心配はないとファンCEOは確約する。彼は先週の初め、アナリストに「エヌビディアはアームのオープンライセンスモデルの維持、世界中のあらゆる業界の顧客へのサービス提供、そして中立性を保ち続ける」と語った。

1993年にエヌビディアを設立したファンCEOは最も革新的なテクノロジーリーダーの一人だ。アーム買収の承認を、株主、規制当局そしてアーム顧客から得るのは彼が打って出た最も大胆な行動かもしれない。

買収が成功すればファンCEOはエヌビディアを世界一の半導体企業へと押し上げることになる。エヌビディアが手掛ける次世代コンピューティングの人口知能（AI）用の半導体の開発にもアームが一役買う。ドミンゴス教授は「機械学習半導体は世界市場の半分を占め、基本的にコンピューティングパワーへの需要は天井知らずだ。アームを傘下に収めれば、エヌビディアは世界一優位な立場に立つことになる」と述べる。

By Max A. Cherney
(Source: Dow Jones)

3. パンデミックでラテン系米国人の成功物語に暗雲 - How the Pandemic Is Pressuring the Latino Success Story [フィーチャー]

ラテン系米国人はコロナ禍で不均衡に大きな悪影響を被る

■ ラテン系米国人は人口比でも経済力でも拡大中



Illustration by Carlos Zamora

新型コロナウイルス感染症がもたらした景気後退が、経済成長の最大の原動力の一つであり、若く、人口増加も著しいラテン系米国人を苦しめている。ラテン系米国人はハイテク系企業、ホテル、銀行からハンバーガー店まで、経済のあらゆる分野で働いている。大学の入学者も増え、他の米国人との貧富の格差を縮めていく形勢にある。米国全体の人口増加が鈍化する中でラテン系米国人は着実に増加しており、今後数十年間の主役になると予想される。しかし、今や彼らの成功物語は新型コロナウイルス感染症のパンデミック（世界的流行）

により脅かされている。店舗休業やソーシャルディスタンス（社会的距離の確保）による悪影響が最も厳しかったセクターで働く人や、老人介護施設や食肉処理工場などウイルスに暴露しやすい環境で働く人が多く、在宅勤務が可能なホワイトカラーの仕事に就く人が少ないという事情もあり、ラテン系米国家庭の脆弱（ぜいじゃく）性が露呈した。

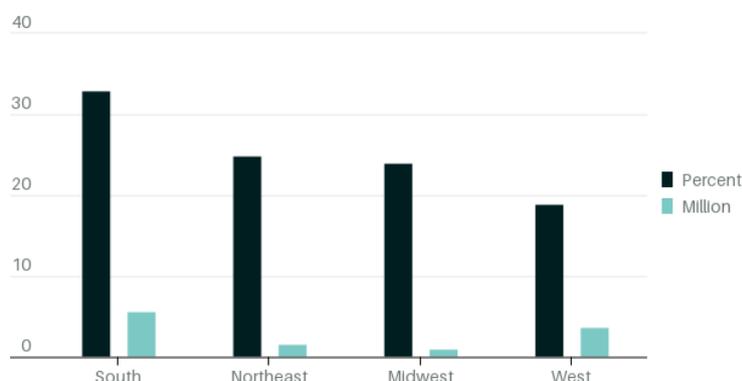
エルサルバドル出身で、5歳の時に両親と米国に移住してきた21歳の青年は、カリフォルニア大学ロサンゼルス校で航空宇宙工学を専攻し、今年卒業予定で、航空機か宇宙船の設計士として仕事に就きたいと望んでいる。しかし、家族は苦境にある。父親は、企業向けの内装を手掛ける大工だが、新型コロナウイルス感染症による自宅待機のために仕事がなくなった。母親は病院の清掃などの仕事をしているが、新型コロナウイルスに感染した（現在は回復し、職場に復帰）。青年は、地元の公立高校からエリート大学に入学して適応に苦労してきたが、「両親はエルサルバドルの慣れた環境を捨てざるを得なかった。このことが自分のモチベーションの一部だった」と述べている。

コロナ禍は、6000万人のラテン系米国人の経済力が拡大しつつあるちょうどその時に襲ってきた。ラテン系米国人の地位向上を目指すある非営利団体によると、ラテン系米国人が単独の国を形成していると仮定すると、2017年の経済規模は2兆3000億ドルで、世界で第8位の経済大国に相当するという。2010年以降において、ラテン系米国人の人口増加は米国全体の人口増加の約半分に相当し、人口に占める割合は1970年の5%から今や18.5%に達している。

ラテン系米国人の経済力拡大は、教育水準を含めた変化を反映している。ミネソタ大学のロースクールの研究者、ウィリアム・スタンシル氏によると、米国内の上位200の学区を分析したところ、1998～2018年の期間に全ての学区でラテン系米国人の学生が増加していた。ピュー研究所によると、25歳以上のラテン系米国人のうち大学教育を受けたことのある人（中退を含む）の割合は2010年の36%から2018年には41%に増加した。同研究所のマーク・ヒューゴ・ロペス氏によると、「1990年代から2000年代にかけてのヒスパニック系の急激な人口増加は成熟しつつあり、大学教育、自宅の購入、労働市場への参入、小規模企業の設立などあらゆる面で米国を変えつつある」。白人主体のベビーブーマーが退職するにつれて、ラテン系米国人の人口は他の民族集団よりも速いペースで増加する公算が大きい。ラテン系米国人の平均年齢はわずか30歳で、非ラテン系の白人より14歳も若い。ラテン系米国人の増加の最大要因は今や移民ではなく米国生まれ世代の増加となっている。

■ ラテン系米国人は起業家精神旺盛

Latino Population Growth by U.S. Region



Note: Population estimates are as of July 1 for each year from 2008 to 2018.
Sources: Pew Research Center; U.S. Census Bureau

ラテン系米国人の成人の約半数は仕事を求めて米国に移住してきた移民で、他の民族集団よりも労働参加率が高い。「仕事がない場合は自ら事業を始める」と、アイダホ大学でコミュニティーの経済発展について研究するポール・ルーウィン准教授は述べる。2017年の場合、新規事業に占めるラテン系米国人の割合は24%と、1996年の10%から上昇した。同准教授によると、「米国で最も起業家精神の旺盛な民族集団」だ。

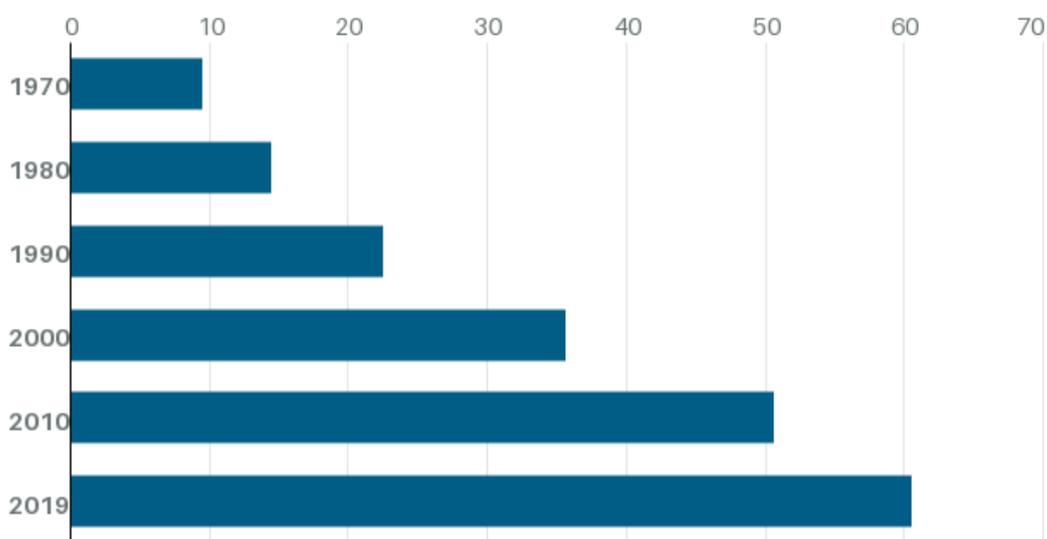
ラテン系米国人の起業家にはこれまで困難が付きまどってきた。ラテン系以外の白人に比べて家族の富の蓄えが少なく、特に移民の場合は信用状況も良くない。持ち家率も低いことから、金利の低いホームエクイティローンの恩恵も得られない。米国中小企業庁の2018年の調査によると、ラテン系米国人の事業は資本が十分でなく、ラテン系以外の白人が所有する事業と比べて倒産率も高くなっている。また同調査によると、貸し付けでの差別を経験することが白人に比べて多い。

カリフォルニア州のサンディエゴとメキシコのティファナの中間にある人口27万5000人のチュラビスタ市は、ラテン系米国人が大半を占め、ラテン系経済の成長と新型コロナウイルスによる危機の両方を如実に示す例だ。チュラビスタの東部は、裕福な家族が雨後のたけのこのように次々と新築される住宅に移り住んでおり、急速に発展中だ。西部は古い地区で、ラテン系米国人が所有するレストランやその他の事業会社が多い。最近ではチュラビスタ出身者が戻ってきて、サードアベニュー・ビレッジにレストランやパブを開き、町をよみがえらせていたところだった。そこに新型コロナウイルスが襲った。7月に市が行った調査によると、パンデミックにより今後6カ月で小規模な会社の約60%が倒産すると推測されている。同調査では、マイノリティーの方がアングロサクソンの事業者に比べて信用を得にくく、金利も高い傾向がある。

■ コロナ禍の影響は不均等に重くのしかかる

U.S. Hispanic Population

(In millions)



Note: Population estimates for 1990-2019 are as of July 1 for each year.

Sources: Pew Research Center; U.S. Census Bureau

チュラビスタにある花屋のフラワーデザイナーによると、結婚式など大きな行事向けの仕事が無くなったので、経費節約のため店舗を小さな場所に移転し、何とか事業を守ろうとしている。連邦給与保証プログラム（PPP）にも申請したが、承認されなかったという。長期化する景気低迷は、他の米国人よりもラテン系米国人にとってより厳しいものとなる見込みだ。というのも、景気後退に入る時点で彼らは既に弱い状態だったからだ。ピュー研究所の調査によると景気後退前でも64%の

ラテン系米国人は経済的に貧しいか、まあまあという自己評価だった。現在の事態はさらに悪化している。ラテン系米国人の失業率は2月の4.4%から4月は18.9%に上昇し、現在は10.5%に低下したものの、米国全体の8.4%より高い。また、在宅勤務が可能なホワイトカラーの仕事に就く人の割合は低く、同研究所によると、2月の時点で管理業務や専門職などの職業に就く人の割合は米国全体の42%に比べ、ラテン系米国人では24%だった。前回の景気後退時の場合、米国生まれのラテン系米国人の収入は2007年から2013年の間に10%も減少し、米国人全体の3%減よりも減少率が大きかった。同じことが今回も起きるのではと懸念する声もある。ノースカロライナ・アグリカルチュラル・アンド・テクニカル州立大学のアルフレード・ロメロ経済学准教授は、「もっと悪くなると考えている。前回の危機の場合、いずれ仕事は戻ってくるため時間の問題だったが、今回は医療危機が絡んでいるからだ」と述べている。

ラテン系米国人は新型コロナウイルス感染症の罹患（りかん）率も高い。入院率はアングロサクソン系米国人の4.6倍で、死亡率も若干上回る。集団感染の最悪ケースの幾つかは老人介護施設や食肉加工工場などのラテン系米国人が多く働く場所で起きている。ロメロ准教授は、ラテン系米国人のオーナーや従業員の多いサービス業の回復は他の分野よりかなり遅いと予想している。また、同准教授によるとラテン系米国人と非ラテン系の白人の家計収入の中央値はそれぞれ5万1000ドルと7万1000ドルという開きがあり、この差は一層拡大する公算が大きい。

■ 消費者として重要な位置を占める

このように苦難の道はあれども、ラテン系米国人のコミュニティの規模拡大は、購買力増加につながる。さらに、ラテン系米国人を無視する消費者向け製品のメーカーは気を付けるべきだ。国勢調査局によると、2060年にラテン系米国人の占める割合は現在より10%ポイント高い28%になると予想している。

そうはいっても、ラテン系米国人は一様ではない。メキシコ系米国人がそのうち62%を占めるが、その他の中南米諸国からの移民が増加してきているため、メキシコ系の割合は低下しつつある。ピュー研究所によると、2010年以降の人数増加ペースが最も速いのはベネズエラ、ドミニカ共和国、グアテマラだ。米国西部ではメキシコ出身者が圧倒的に多いが、東部ではプエルトリコ、キューバ、ドミニカ出身者が多く、食事も異なる。ニューヨークのある食品卸業者によると、供給先の店は客の出身地に合わせた食品を提供している。例えばチーズでも、異なる国の出身者別の商品を提供するという。

食品飲料大手ネスレ<NESN.スイス>は、巨大なグローバル企業だが、ラテン系米国人を同社の成長に不可欠な存在とみている。ネスレの米国法人の最高マーケティング責任者でメキシコ生まれのアリシア・エンシーソ氏は、もともとヒスパニック系を意識したグローバルブランドだけでなく、乳製品のカーネーション、冷凍食品のスタファーズ、電子レンジ調理用食品のホットポケットなど米国内の主要ブランドにおいてもラテン系米国人は重要な消費者だと述べている。同氏によると、同社はラテン系と称される人々の中でも味の好み異なることを知っている。メキシコ系の人にはシナモン味を好み、多くのカリブ海地域出身者はココナツ味を好むといった具合で、「風味の好みを理解できないと愛されるブランドになれない」と同氏は述べる。

パンデミックはラテン系米国人にとって大変な試練となっているが、人口の若さと増加率によると、回復も急速で、今後数十年間にわたる社会的地位向上の軌道に立ち戻る可能性が示唆される。

By Neal Templin
(Source: Dow Jones)

4.

割安銘柄を探すなら欧州と日本に注目 - Hunting for Stock Market Bargains?

[フィーチャー]

It's Time to Head to Europe and Japan

注目すべき5銘柄と、3本のETF

■ 米国株疲れ



Illustration by Dominic Bugatto

米国のハイテク銘柄に魅了されて成長にとりつかれた投資家は、欧州と日本の株式をほとんど顧みない。しかし、まさにそれが理由で、米国のストラテジストとマネジャーは投資機会があるとみている。魅力的なバリュエーションと、見過ごされているグロース銘柄でさえ、これらの市場で見いだせる。本誌は、グロースの5銘柄と、3本の上場投資信託（ETF）を特定した。具体的には後述する。

米国から見た海外株の失われた10年につながった特徴の幾つかは、プラス方向に働きつつある。欧州と日本では、米国株式市場の原動力となった高成長のハイテク銘柄の割合が低い一方で、金融、

素材さらには資本財など、経済パフォーマンスに結びついた企業のウエートが高い。

イトン・バンスのグローバル・エクイティのディレクターで、カルバート・インターナショナル・エクイティ・ファンドのマネジャーであるクリス・ダイアー氏は、「景気回復は、バリュー志向の景気に敏感な市場にとってプラスだ。欧州と日本は米国と比較して世界経済のエクスポージャーが高く、輸出志向でもあり、2021年に向けて恩恵を受けると予想している」と語る。

ポートフォリオで世界をめぐるという衝動は、米国株疲れの高まりが主因だ。米国株式は過去10年間にその他世界をアウトパフォームしているが、米国株式の上昇をハイテク株ばかりが支えていることによる不安と米国の選挙の不透明感、さらには米中貿易摩擦の悪化もマネジャーの心理に重くのしかかっている。

バリュエーションも米国人投資家を日本へ引き付ける要因で、ウォーレン・バフェット氏が日本の商社5社に60億ドルを投資した理由の一つでもある。過去10年間の1株当たり利益（EPS）の平均値をインフレ率で調整した実質純利益を用いたシラー株価収益率（PER）は、S&P500指数の31倍に対して日本株は19倍だ。

ブラックロック・マルチアセット・インカムのファンドマネジャーであるマイケル・フレデリックス氏は、米国で人気の高いハイテク銘柄のバリュエーションに関する懸念が高まった場合、投資家はバリュエーションが低くて成長率に優れる企業を模索して、欧州などに向かう可能性があると言う。

欧州と日本の今後の見通しは全ての諸国同様に、新型コロナウイルスの流行をどの程度抑え込めるかにかかっている。欧州とアジアの多くの諸国は、感染拡大の対処において米国よりも優れており、感染者が再度拡大しても対処できるという確信を高めている。

マネジャーとの会話によって本誌が特定した5銘柄は次の通りである。

■ チームビューワー<TMV.ドイツ>

Bargains Abroad

How the stock markets in Europe and Japan stack up against the U.S. market.

Index	1-Yr Total Return	10-Yr Total Return
MSCI Europe	-3.1%	90.7%
MSCI Japan	4.5	134.0
S&P 500	14.8	269.7

同社は、テクノロジーとプレゼンテーションを複数のデバイスで共有できるようにしている。ズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>が米国の勝者であるならば、チームビューワーは欧州の勝者である。2020年上半期の総売上は59%増加した。

幾つかの点で、チームビューワーはズームよりも魅力的だ。ユーロパシフィック・グロース・ファンドの共同マネジャーであるカール・カワジャ氏によると、2023年の同氏チームの予想利益に基づく、チームビューワーはPERが36倍なのに対して、ズームは株価売上高倍率（PSR）が36倍だ。ファクトセットによると、アナリストの平均目標株価は54.46ユーロで、約30%の上値余地を意味する。

■ フェラーリ<RACE>

Valuation	Shiller P/E
S&P 500	30.7
MSCI Japan	18.8
MSCI Europe	15.6

Sources: Bloomberg; Research Affiliates

株価上昇で資産額が増えた富裕層の間では高級品消費が引き続き活況だ。フェラーリの第2四半期の受注台数は実のところ増加している。

フェラーリはパンデミック（世界的流行）とは無縁ではなかった。工場の稼働休止やサプライヤーの混乱によって、売上高と利益が減少した。しかし、PGIMジェニソン・グローバル・オポチュニティーズ・ファンドのトム・デービス氏は、同社が年末から2021年にかけて生産の出遅れを取り戻すことを計画していると言う。2021年予想PERは41倍と高水準であるが、混乱をある程度織り込んでいる。

利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）マージンは30%を上回っており、他の自動車メーカーの2倍だ。今後2~3年は、大半のモデルのハイブリッド化と、新興国市場で新たな顧客を獲得できる可能性がある大型多目的車の発売の恩恵を受ける見込みだ。

■ アマデウスITグループ<AMADY>

Picks for a Pickup

Here are five stocks and three ETFs to play a recovery in Europe and Japan.

ETF / Ticker	Recent Price	YTD Return
iShares MSCI EAFE / EFA	\$65.57	-4.2%
iShares MSCI Japan / EWJ	59.45	1.2
Vanguard FTSE Europe / VGK	54.71	-5.4

スペインにある世界有数の旅行予約会社で、売上高の大半は航空旅客数に直結している。同社は航空会社やホテル企業のテクノロジーも扱っており、株価が年初来で約30%下落したのはサプライズではない。しかしアマデウスは、危機の初期に増資でバランスシートを強化しており、ダイアー氏は、世界の航空旅客数の90%減少が約2年続いても耐えられると推定している。さらに、強力で差別化された技術を背景に、旅行需要の回復に対して同社は好位置に付けている。

フランクリン・インターナショナル・グロース・ファンドのジョン・レマート氏は、旅行関連会社がコスト削減のためにテクノロジーのアウトソーシングを視野に入れていることから、アマデウスに市場シェア獲得の機会があるとみている。

ダイアー氏はアマデウスの利益成長が、2020年の落ち込んだ水準から2025年にかけて年率30%になるとみている。これは5年間で7%のフリーキャッシュフロー利回りに相当する。

■ シマノ<7309>

Company / Ticker	Recent Price	YTD Return	Market Value (bil)	2021E P/E
Amadeus IT Group / AMADY	\$59.22	-27.5%	\$26.7	37.3
Ferrari / RACE	188.85	15.0	34.9	41.1
Shimano / SMNNY	20.16	24.4	18.7	33.4
TeamViewer / TMV.Germany	€41.72	30.9	9.9	41.8
Sartorius / SRT.Germany	282.00	61.4	27.5	61.8

E=Estimate.

Source: Bloomberg

人々は旅行の代わりに、自転車や釣りなどの「ソロ活」を求めており、シマノはその自転車と釣具の両方を手掛けている。大都市では、公共交通機関を避けた自転車通勤も増えており、カラモス・インベストメンツの共同最高投資責任者（CIO）であるニック・ニジオレック氏は、中期的にその傾向が続くとみている。

自転車は旺盛な需要によって世界的に供給が不足している。生産能力の制約のために、一部の受注分の納品は2021年へ先送りされる可能性があるが、UBSのアナリストであるアリー・チェン氏は2021年に自転車の多くの新製品発売を予想しており、シマノの売上高は押し上げられる見込みだ。来季予想PERは33倍だが、他の新型コロナウイルス受益銘柄よりは割安だ。

■ ザルトリウス<SRT.ドイツ>

ラボ用製品を供給するザルトリウスは、研究者のワクチン開発に後押しされている。同社は、バイオテックと医薬品の研究・生産において重要な役割を果たしており、バイオリアクター、発酵タンクおよびフィルターを供給する。

T.ロウ・プライス・グローバル・ストック・ファンドのマネジャーであるデービッド・アイズワート氏は、「ザルトリウスが、新型コロナウイルス・ワクチンのほぼ全てのメーカーに対して非常に重要な生産設備を供給する公算が大きいため、われわれは同社をパンデミックにおける重要な『武器商人』の一社とみなしている」と語る。

現在の企業価値（EV）／調整後EBITDA倍率は36倍で、過去3年間平均に対してはプレミアムだが、アイズワート氏は、その2倍で取引されている専門のレプリジェン<RGEN>より相当割安だと言う。

アイズワート氏は、同社の内部成長率が、2019年の18%から、今後12～24カ月で、少なくとも過去10年間の最高へ加速すると予想している。

■ ETF

より広範囲なエクスポージャーを求める投資家には、iシェアーズMSCIEAFEETF<EFA>があり、その他の選択肢として、バンガードFTSEヨーロッパETF<VGK>、iシェアーズMSCIジャパンETF<EWJ>がある。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

5.

次に来る危機の性質とその危機が必要な理由 - What the Next Global Crisis Could Look Like— and Why We Need It

[インタビュー]

ユーラシア・グループ設立者イアン・ブレマー氏が語る次なる危機

■ 次に来る危機とは



Erik Tanner

地政学的なリスクを予測するとなれば、ユーラシア・グループ設立者のイアン・ブレマー氏の右に出る者はいない。米大統領選挙に不正疑惑が生じる、中国と米国のテクノロジーにおける分断が香港をめぐる衝突を引き起こすといった、同氏が今年1月に2020年の重要リスクとして挙げた多くの出来事が既に発生している。同氏は、自身が「Gゼロ・ワールド」と呼ぶ、第二次世界大戦後の体制が急速に影響力を失っていく世界の描写でよく知られている。最新著書の執筆の仕上げを行っている同氏に、投資家は今後何に備えるべきか聞いたところ、新型コロナウイルスによって、そうしたトレンドの多くが加速していると語った。

本誌：新著『The Crisis We Need（仮訳：われわれが必要とする危機）』が秋に出版されるが、新型コロナウイルスは必要な危機なのか？

ブレマー氏：そうではない。2008年の世界の金融危機では米国内が御旗の下に再結集し、同盟国は足並みをそろえ、そして中国でさえも一致協力の必要性を認識した。しかし、今や国内は私が経

験したことがないほど分裂し、国際社会もソビエト連邦崩壊後で最も分裂した状態にある。先進国でも貧困国でも貧富の差は拡大している。そうしたことが新型コロナウイルスまん延の背後に存在する。われわれの世界構造や指導者たちに世界をより持続可能な道へと導く力はない。気候変動は今そこまで迫っている。

Q：世界的な恐慌を予測しているが、それはどのようなものか？

A：恐慌は景気後退よりも大幅で、世界規模で、2008年の景気後退よりも劇的で深刻なものだ。1930年代の大恐慌のようなものではない。われわれは当時よりもはるかに豊かだ。次の危機はテクノロジーによる置き換えを伴う構造変換的なもので、幅広い人々に大きく恒久的な影響を与える。悲観はしていない。なぜなら、多くの技術革新が起きると分かっているからだ。打撃を受けるのは革新性に乏しい企業だ。

健康に対する危機ではなく、同じくらい深刻なサイバー攻撃に見舞われたと想像して欲しい。デジタル経済や仮想経済、データに対する信頼といったもの全てが大きく傷ついたことだろう。その場合、私の見方ははるかに悲観的だっただろう。前世紀的な抵抗勢力が勢いづくことになりかねない。そうなれば、今すぐにもデジタル化を必要とする貧困国の都市中心部について悲観的になっただろう。実際はそうはならず、そうした地域のデジタル化は急速に進んでいる。

■ 米中対立について

Q：かなり以前から米中関係の緊張について書いているが、現在の見方は？

A：米国と中国の競争は新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）で激化した。ウイグル自治区、香港、台湾、貿易問題、南シナ海、テクノロジー、新型コロナウイルスなど、ほぼ全ての方面で、両経済大国の関係は悪化している。また、習近平国家主席は当面悪いことはできないだろうが、これまでやり過ぎた。米国に力で遠く及ばないにもかかわらず、インド、オーストラリア、カナダ、そしてチェコにさえけんかを仕掛けた。新型コロナウイルス発生初期の対応の下手際から内部で批判を浴び、これを厳しく抑え込み、愛国心に訴えるカードを切っているように見えるが、これはうまくいかないだろう。同氏の再任のための次の選挙は2022年だ。

Q：投資家が今注意を払うべきなのは？

A：米中貿易合意の第一段階は今や形骸化しているが、トランプ大統領がこれを破棄する可能性は低いと思う。第1の理由は1~2カ月前と比べて選挙における中国の重要性が下がっていること、第2の理由は破棄すると関税を引き上げざるを得なくなるが、そうすると自分自身の支持者からも民主党のバイデン候補からも批判されること、第3の理由は他の多くの重要な問題で中国を攻撃していることだ。

圧倒的な懸念材料は、テクノロジー上の冷戦がもう後戻りができないところまで来てしまったことだ。これが最大のリスクだったが、現実のものとなった。両国はテクノロジーにおける二大超大国であり、テクノロジーは今後ますます重要になる分野だ。スマートフォンだけでなく、スマートホーム、スマートカー、スマートシティ、その他人類のデータエコシステム全体とデータ消費の方法といった、半導体を使用するもの全てに関する話だ。米中のどちらかを選択する必要がある。トランプ大統領は欧州の指導者を個人的に敵に回してはいるが、米国がイランとの核合意を離脱した時、彼らがイラン側に付くことはないと分かっていた。同じことが次世代通信規格「5G」でも起きる。中国には不利であり、多くの企業が影響を受けるだろう。

■ 米大統領選挙の影響

Q：現在争われている米大統領選挙の意味するところは？

A：米国民の半数がこの選挙で不正が行われたと本当に信じる可能性はかなり高い。そうなれば支持基盤が弱まる。不平等が拡大しているため、われわれは既に問題を抱えている。また、2016年には選挙結果を操作しようという国際的な試みがあったが、適切な対応はなされていない。その懸念はより現実的なものとなっている。また米国内でも選挙結果を操作しようという動きがある。米疾病対策センター（CDC）またはジョンズ・ホプキンス大学の新型コロナウイルス関連の最新数値を引用した場合、3カ月前はこれに異論を唱える人は少なかっただろうが、この3週間は、それがフェイクニュースであるとして突然異常な反論を受けるようになった。

また、パンデミックが原因で、全ての投票を物理的に処理することができない地域もある。投票日になれば、より多くの人々がトランプ氏に投票すると私は考えているし、そうなればトランプ氏が勝利宣言をするだろうが、接戦だった場合、選挙結果を確定するまでにかなり時間がかかり、最後まで確定できないかもしれない。これは1876年に実際に起きたことだ。

Q：米国が混乱から抜け出せないうちに、海外では何が起こるだろうか？

A：トランプ氏が大統領に選出されれば米国の影響力にとって大きな災難だと言われていた。しかし、それでも新たな米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）や、イスラエルとバーレーン、イスラエルとアラブ首長国連邦（UAE）、およびセルビアとコソボの関係正常化という画期的な出来事が発表されている。メキシコには不法移民対策を合意させた。それは、われわれが世界最強の国だ

からだ。米国はエネルギーと食料の輸出国であり、世界で準備通貨として使われている通貨と世界最強の銀行がある。ハイテク企業は群を抜いて最強であり、極めて重要になりつつある。パンデミックによって、米国は同盟国以上に強力になっていると言える。

米国人を含め多くの人が、代表民主制が正しいモデルであるという確信を徐々に失っていくだろう。近い将来、世界最大の経済大国となる中国が代表民主制の国ではないことから、この傾向は強まる。世界は権威主義と民主主義をより折衷したモデルを中心にますます統合が進んでいる。多くの人が代表者を選ぶことができないことになるかもしれない。

Q：昨年、バイデン氏が民主党候補になることはないかと確信していたが、今は大統領候補だ。

A：7週間後、バイデン氏が勝利する確率は65%だと思う。今後7週間で、大統領レースはより接戦となるだろう。経済が改善することについてはかなりの自信があり、新型コロナウイルスの新規感染者数、入院者数、死者数がやや減少することについてもそれなりの自信がある。民主党が圧倒的に強い都市部の社会的な動揺や暴力行為が増加することについてもある程度の自信がある。限界部分では、この三つ全てがトランプ氏優位に働く。バイデン氏が勝利する確率は55%か60%に下がるのでは。

Q：バイデン政権はどのような政権になると思うか？

A：中国に対する方針は大きく変わらないだろうが、アプローチの仕方が変わるだろう。バイデン氏は習近平国家主席や中国共産党幹部とのハイレベルでの定期的な接触を復活させるだろう。それによって関係は正常化し、南シナ海や中国系米国人の拘束といった事項に関わるアクシデントが拡大する可能性は下がる。バイデン政権ははるかに積極的に関与し、中国政策に関する発表については同盟国との連携を図るだろう。

トランプ氏とバイデン氏の最大の違いは欧州に対する政策だ。バイデン氏は強い欧州連合（EU）の支持者だが、これは米国の利益にかなっていない。気候に関する同氏の方向性は、緑の党が参加する可能性もあるドイツの次期政権やEUの規制プロセスの方向性に近い。トランプ氏は、歴代の大統領の中でEUに最も敵対的であり、ブレグジット（英国のEU離脱）を支持し、さらなる離脱を期待している。

その他の問題については、両候補の考えは想像以上に近い。バイデン氏は北米自由貿易協定（NAFTA）、米韓自由貿易協定、日本との連携、イスラエルと湾岸諸国との関係正常化、在エルサレム米国大使館などを振り出しには戻さないだろう。同氏はイランとの核合意復活を試みるかもしれないが、それは困難だろう。

国内問題については、特に上院を支配して議事妨害（フィリバスター）がなければ、司法任命権、規制政策、税制政策などがトランプ政権の路線から大きく離れるのは明らかだ。

■ 気候変動のリスクについて

Q：今日で最大のリスクの一つである気候変動について話してほしい。

A：効果的な対応に近づきつつある。幾つかの理由で、私は楽観を強めている。第1に、年配の米国人には大きな意見の相違があるが、35歳未満の米国人は右派も左派も誰もが気候変動は本当に重要な問題であると言っている。これは大きな変化だ。

第2がドイツだ。メルケル首相は2021年に引退するが、パンデミックへの効果的な対応を通じて、ドイツだけでなく欧州全体における同氏の遺産を完全に生き返らせた。同氏が欧州のために指揮を

執り、欧州中で富の再配分を行った巨額の救済措置は極めてグリーンであり、極めてグリーンな新しい規制政策と結び付いている。そして、これは世界最大の共通市場だ。

第3に、今回の危機は実体経済を傷付けたが、デジタル経済には貢献した。これが化石燃料からの脱却を早める原動力となっている。米国とインドと中国が協力して気候変動に本当に対応する必要がある。そして、米中関係は悪化する一方だ。われわれが過去数世代にわたって作り出した問題は今後10年か20年は文字通り焼き固められたままだろう。改善に向かう前にさらに悪化するはずだ。しかし、限界部分では、われわれが前進していることについて、私は楽観的になりつつある。

By Leslie P. Norton
(Source: Dow Jones)

6. 今年30%超の運用成績を上げる株式ファンドの運用手法とは - This Stock Fund Has Soared More Than 30% This Year. Here's How [ファンド] 長期予想に基づく個別銘柄選定を堅持

■ 競争優位性の構造的変化を予測



Photograph by Celeste Sloman

過去25年にわたり、運用会社リバーパーク・キャピタルの共同最高投資責任者（CIO）兼共同創業者のミッチ・ルービン氏は、日増しに時代遅れになる投資手法、すなわち銘柄選択を続けてきた。同氏は卓越したスキルで投資を実行する。ロングポジションもショートポジションも取り得る同氏が運用するファンドは、過去数年にわたって市場をアウトパフォームする数少ないアクティブ運用ファンドである。

リバーパーク・ロング/ショート・オポチュニティ・ファンド<RLSFX>は年初来で36.6%上昇し、ロング/ショートファンドの平均とS&P500指数のリターンを大幅に上回っている。過去3年間の同ファンドのパフォーマンスは年平均18.2%である。S&P500指数は今年6.7%、過去3年間では年平均13%の上昇だった。ファンドの経費率は2%と低くはなく、運用資産額もわずか3億3000万ドルだが、今年の成績は経費率に十分に見合っている。

ルービン氏は、社会的なトレンドの変化をフルに活用し、数年後にキャッシュフローが2倍あるいは3倍になるような説得力のある企業に投資する。通常はこうした株式を5~10年間保有する。

どの企業についても、ルービン氏は7~10年間の業績予想モデルを作成する。そのためには超過フリーキャッシュフローに注目して、財務諸表を分析する必要がある。その上で構造的な競争優位の大きな変化、すなわち「大きく伸びるか、縮小するか」を見極める。ビジネスモデルが衰退すると判断すれば、株価は下がると見てルービン氏はショートポジションを取る。ショートポジションを維持するのは、長くても3年である。

新型コロナウイルスの感染拡大で株式市場は3月に急落し、そうした株式を売買する機会をもたらした。同氏はインタビューで、「株式市場がどんな状況であろうと、構造的に繁栄する企業と衰退する企業がある。当社のビジネスは、株価に見合うそのような企業を見付けることだ」と語った。

■ 新型コロナウイルスがイノベーションを加速

RiverPark Long/Short Opportunity

	Total Return		
	1-Yr	3-Yr	5-Yr
RLSFX	41.4%	18.2%	13.8%
S&P 500	15.3	13.0	13.7
Top 10 Holdings			
Company / Ticker	% of Total Portfolio		
Amazon.com / AMZN	5.3%		
Microsoft / MSFT	4.6		
Blackstone Group / BX	4.6		
Alphabet / GOOG	4.4		
Apple / AAPL	4.4		
Exact Sciences / EXAS	3.3		
Apollo Global Management / APO	3.2		
PayPal Holdings / PYPL	3.1		
Snap / SNAP	3.0		
Pinterest / PINS	2.9		
Total	38.8%		

Note: Holdings as of August 31. Returns through Sept. 15; three- and five-year returns are annualized.

Sources: Morningstar; RiverPark Funds

ルービン氏は、「感染拡大前は、巨大な破壊とイノベーションの時代を迎えるだろうと信じていた。多くのイノベーターが台頭し、既存企業は地位を失いつつあった」と語る。新型コロナウイルスの感染拡大は、このトレンドを「大幅に加速」させ、「デジタル時代に備えている企業とそうでない企業がはっきり」した。新型コロナウイルスがもたらした経済的なインパクトは大きいですが、6年前であればクラウドや在宅勤務のためのテクノロジーはなく、もっと悲惨だっただろう。ホテルやレストランにとっては、新型コロナウイルスは一時的という希望がある。しかしライドシェアリングの普及で打撃を受けているレンタカー業界や、来場者が減少傾向にあった映画館などにとっては、「終幕を加速した」と、ルービン氏は語る。

気さくな54歳のルービン氏は大学で経済学と政治学を学び、ハーバード大学のロースクールに入学。後に企業弁護士となり、レバレッジド・バイアウト（LBO）やプライベート・エクイティ案件を担当した。

この間ずっとルービン氏は、社会や経済を活気づける大きなトレンドに魅了されていた。トレンドに応じて法律は変わり、ビジネスも変化する。ロースクール卒業後、高名な投資家による投資につ

いての著作を全て読破した。ウォーレン・バフェット氏、ベンジャミン・グレアム氏、そして成長株への集中投資の提唱者フィリップ・フィッシャー氏だ。ルービン氏はエマージンググロース株の調査を担当したスミス・バーニーの企業法務部門を去り、投資会社バロン・キャピタルに入社した。そこで投資家であるロナルド・バロン氏に、「偉大なチームを見つけ長く抱える」ことを教わった。2009年にルービン氏は、バロン・キャピタルの元社長であるモーティー・シャイア氏と共にリバーパーク・アドバイザーズを設立した。シャイア氏は、リバーパーク・ファンズのCIOであり、マネージングパートナーでもある。

3月に株価が下落した間、ルービン氏は巨額の取引を行い、「倍賭けと買い」が可能だったと語る。特に米連邦準備制度理事会（FRB）と議会が景気刺激策を打ち出した時である。前回の金融危機ではレバレッジの高い金融機関が震源地となった一方、今回のウイルス禍ではレバレッジが高い旅行会社、航空会社、レンタカー会社、カジノ、クルーズ船運航会社のリスクが高まった。ルービン氏はこれらの銘柄でショートポジションを取った。

■ ソーシャルメディアへの投資を拡大

現在、リバーパーク・ファンドはソーシャルメディア企業の保有を増やしている。消費者がより多くの時間をソーシャルメディアのプラットフォームに費やすようになり、広告出稿企業にとってソーシャルメディアは欠かせない存在になっている。ポートフォリオ全体の2.8%を占めるフェイスブック<FB>は、モバイルの世界で極めて存在感を強めている。ヘイトスピーチやフェイクニュースの扱いに抗議するため、複数の企業がフェイスブックへの広告出稿を取りやめたが、フェイスブックはセキュリティ投資を増やしており、ルービン氏は今年の利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）マージンが50%前後になるだろうと予想する。

ルービン氏は、画像共有メディアのピンタレスト<PINS>の組み入れをポートフォリオの3%に、モバイル向け画像・動画サイトのスナップ<SNAP>を同じく2.9%に増やした。両社とも、広告費の費用対効果をより正確に測定するために、広告出稿企業向けツールの改良に注力している。

両社の利用者当たり広告収入は、平均利用者1日当たり400ドルのフェイスブックの広告収入よりも低い。スナップは対照的に144ドルである。ピンタレストは月間アクティブユーザーしか公表しないものの、広告収入は47ドルであり、同じ基準でフェイスブックは263ドルとなる。ルービン氏は、両社が現在のフェイスブックと同じ水準に収入を増やすことができれば、スナップの売上高は5倍、ピンタレストの売上高は7倍に増えると試算する。

同氏が選好するもう一つの銘柄は、ツイッター<TWTR>である。ルービン氏は、ジャック・ドーシー最高経営責任者（CEO）が二つの企業経営で気付いていないかもしれないが、ツイッターの平均利用者1日当たりの収入は、フェイスブックと同じ基準で141ドルと、フェイスブックを大幅に下回ると指摘する。

ルービン氏は、ショートポジションを取る機会も見付けている。サイモン・プロパティ・グループ<SPG>、ボストン・プロパティーズ<BXP>、SLグリーン・リアルティ<SLG>、ボルネード・リアルティ・トラスト<VNO>などの商業用不動産賃貸会社が該当する。感染拡大前でさえも多くの不動産賃貸会社は、売り場面積の縮小と物件の供給過剰に苦しんできた。今ルービン氏は、「長い目で見れば新型ウイルスが、都市部でのオフィス需要を一変させる」と語る。

By Leslie P. Norton
(Source: Dow Jones)

7. ハイテク株の上昇が止まり、物色対象交替の動きが強まる - The Tech Boom Is Slowing. A Sector Rotation Is Picking Up Steam. [米国株式市場]
 景気敏感の小型株や、欧州株・日本株が有望か

■ 景気敏感株が買われる

Dow Jones Industrial Average



Source: FactSet

現在、株式市場は様々な不確実性に直面しているが、「景気回復」という一つのテーマに賭けている投資家は余裕があるようだ。

選挙、パンデミック、インフレなど、リスクを挙げれば限りがない。しかし、9月初めから景気敏感株のアウトパフォーマンスという声が多く聞かれるようになっており、期待が大きなハイテク株の新規株式公開（IPO）が最近増えている中でも、市場の先導役の超大型成長株からの交替を求める声がウォール街で大きくなっている。

先週、S&P500指数は0.6%下落して3319.47となったが、セクター別のパフォーマンスを見ると、資本財・サービス、素材、エネルギーが先導して、それぞれ1.5%、0.9%、2.9%の上昇となった。ダウ工業株30種平均はわずかに0.03%安となり、2万7657ドル42セントで引けた。相対的にハイテクやヘルスケア関連株などの成長株の比率が高いナスダック総合指数は、0.6%安の1万793.28となった。一方、景気動向に敏感な小型株のラッセル2000は大型株指数と反対に上昇し、2.6%高の1536.78で週末を迎えた。

株式市場以外でも景気動向に敏感な資産のアウトパフォーマンスが見られており、銅価格は先週、2.6%上昇して1ポンド当たり3.11ドルとなり、金は0.7%上昇して1オンス当たり1952.10ドルとなった。

■ 景気回復を織り込む相場に転換か

こうした市場の動きは、米国経済や世界経済がリバウンドの動きに入りつつあるとの見方と合致する。経済指標の改善が続いており、新型コロナウイルスに対する有力な治療法や有望なワクチンに関する最新情報がほぼ毎日聞かれ、アナリストは業績予想を上方修正しつつある。

S&P500指数は8月に過去最高値を何度も更新し、2月と3月の厳しい急落から驚異的な反発を果たした。実体経済がまだ大きく落ち込んでいる中での株式市場の大幅上昇はかみ合っていないと指摘する声はあるものの、株式市場は景気回復という強気の見方を最近まで織り込んでいなかったようだ。

ドイツ銀行のチーフ・グローバル・ストラテジストであるビンキー・チャドハ氏は、「これまでは、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）から恩恵を受ける超大型成長株が主導する構図だった。市場ではパンデミックに

S&P 500 Index



Source: FactSet

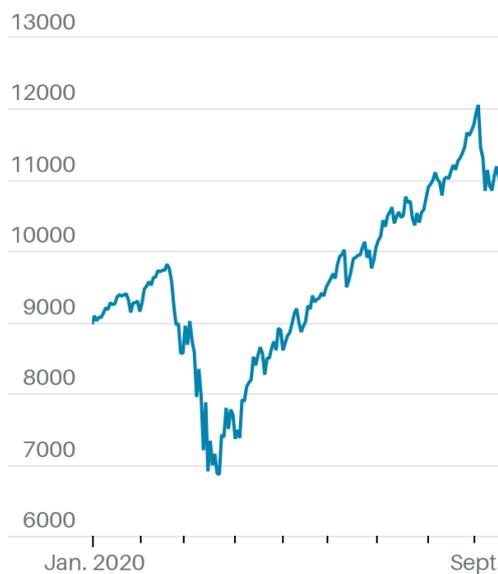
焦点が合わせられ、パンデミックが去ることは注目されていなかった」と述べる。

しかし9月に入ってから、割安感がより強く、景気動向により敏感なセクターが、パンデミックに強い成長株のセクターに対してアウトパフォームとなっている。割高感の強かったS&P500指数の情報技術セクターが8%下落した一方、バリュー志向の素材と資本財・サービスは、指数全体が先週金曜日まで5.1%下落する中で、それぞれ4.3%と1.2%の上昇となった。

チャドハ氏はS&P500指数の年末の目標値を3250としているが、「市場はバリュエーションの上昇の継続ではなく、先導役の交替を目指している」と指摘する。

■ 景気回復を織り込む相場での戦略

NASDAQ Composite Index



これから動きの良い指数を探そうとする場合、米国ならラッセル2000指数、あるいは欧州や日本のような米国以外の市場も有望なようだ。こうした海外市場は、ハイテク株比率の高い米国市場よりも景気敏感セクターの影響力が相対的に大きいからだ。今後米ドル安となった場合、米国の投資家はその恩恵も受けられる。

ジェフリーズの株式ストラテジストであるスティーブン・デサンクティス氏は、両方のトレンドを視野に入れることを推奨している。米国の小型株の場合は、ROE（株主資本利益率）の高い企業に強気である。3月下旬以降は、投資家は何よりも売上高の伸びを重視してきたため、ROEが低い銘柄や利益の上がっていない銘柄がラッセル2000指数の上昇に貢献していた。この動きの中で上昇したのはソフトウェアやバイオ関連銘柄などだったが、出遅れた投資家は将来の利益を期待して買わざるを得なかった。

しかし、現在これらの銘柄は割高になっている。ラッセル2000指数の中で最も売上高の伸びが速い銘柄は、株価が1株当たり売上高の4.1倍まで上昇している（歴史的に上位93%の水準）。一方、最も売上高の伸びが低い銘柄は売上高の1倍を下回る株価で、これは長期平均を18%下回る水準だ。

デサンクティス氏は「経済成長がプラス2%とマイナス2%の間にある場合、多くの企業は売上高が伸びないため、売上高が伸びている企業の株価にはプレミアムが付く。ただし、景気が回復し、より多くの企業で売り上げの伸びがより大きくなれば、そうした動きは反転するはずだ」と指摘する。

米連邦準備制度理事会（FRB）は現在、米国の国内総生産（GDP）の成長率が2021年は4%、2022年は3%とみている。最近のエコノミスト調査では、より楽観的な予測が示されている。また、中国や欧州の景気回復が早まれば、海外での売上比率の高い小型株にとっても追い風になる可能性がある。

デサンクティス氏は、2019年と2021年を比較して売上高と利益の両方で増加が予想され、ROEが10%を超え、予想株価収益率（PER）が25倍以下で、売上高の少なくとも20%を海外で上げている中小型株をスクリーニングした。その中には、各種資材製造・販売のWWグレインジャー<GWW>、プラスチック製包装材のベリー・グローバル・グループ<BERY>、半導体のマイクロチップ・テクノロジー<MCHP>、靴やカジュアルウェア製造・販売のデッカーズ・アウトドア

<DECK>などが含まれる。

投資家が世界経済の循環的な回復を織り込むような相場環境になっているのかもしれない。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

8. 歴史的に見てイベントが起きやすい期間に突入 - The Financial Markets Enter Their Most Treacherous Season [コラム]

大統領選をめぐりボラティリティ上昇、ユダヤ教の大祭日期間中は株価下落の傾向

■ 大統領選挙をめぐり懸念を反映してボラティリティが上昇

今年秋の大統領選挙の結果をめぐり懸念（またはその欠如）はデリバティブ市場において既に明白である。デリバティブ契約は実質的に保険契約であるため、予想されるリスクが高いと買い手が自分を守るために支払う保険料も上昇することは直感的に理解できよう。

先週も本コラムで指摘したように、株式オプションの買い手はダウンサイド・プロテクションのためにより高いコストを支払っている。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、いわゆる恐怖指数）先物でも起きている現象だ。同先物は11月と12月の高水準のリスクを示しており、選挙結果に対する異議申し立てへの懸念を示唆している。米国債市場の恐怖指数とも呼ばれるMOVE指数でも同じ傾向が示されている。

■ ユダヤ教の大祭日期間中は株価が下落する傾向にある

以前から、金融市場は1年のこの時期に最も危険な季節に入るという見方があった。これはいわゆるカレンダー効果であり、よく言えば好奇心、悪く言えば占星術のようなものだが、それでも一部のトレーダーは注目している。比較的新しい分野である行動経済学が認めているように、市場は合理的でない人間によって構成されているからだ。

9月18日の夜、ユダヤ教の新年祭とともに大祭りが始まった。大祭りは9月28日の贖罪（しよくざい）の日に最終日を迎える。ウォール街に伝わる伝承は、「ユダヤ教の慣習に従う投資家の一部が市場からいなくなる大祭りに入ったら株を売り、大祭りが終わったら買うのが良い」というものだ。コンピューターが取引を実行するようになった現在でさえ、「人間がプログラムを書き、それをコンピューターに実行させ、コンピューターに資金を投入していることに変わりはない」とストック・トレーダーズ・アルマナック（株式トレーダー年鑑）は書いている。

これを書いた投資アドバイザーは顧客向けレポートの中で、この伝承について「おそらくはユダヤ人投資家の知恵だと思われる。大祭りの前に株式を売ること、特に不確実性の高い局面で多くの相場下落が回避されてきた」と書いている。1971年までさかのぼると、大祭日期間中の平均下落率は0.5%で、合計49回の大祭りのうち27回で下落、22回で上昇した。

■ 9月22日は市場を動かすイベントが起りやすい

来週は、テクニカルアナリストのW.D.ギャン氏が市場を動かすイベントが起りやすい日として指摘した9月22日を迎える。この日は北半球の秋分と重なることが多く、特に為替市場で大きな変動が起こる日となっている。1931年、英国はこの日に金本位制からの離脱を余儀なくされた。1992

年には、ジョージ・ソロス氏による英ポンドの売り浴びせをきっかけとした急激な英ポンド安を受け、英国は欧州為替相場メカニズムからの脱退を余儀なくされた。

市場ウォッチャーのポール・マクレイ・モンゴメリー氏は、1987年、1989年、1997年、1998年を含め、過去のこの時期に起こった多くの市場の混乱を指摘している。2008年に世界金融危機が起きたのもこの時期だ。さらに同氏は、9月22日にはより大きなイベントの前兆となったイベントが幾つも起きたと振り返る。例えば、ダウ・ジョーンズ公益株指数が1929年9月22日にピークを迎えた翌月に株価大暴落が起きた。

■ 現職大統領が勝利した多くの年で10月に株価が上昇

作家のマーク・トウェーンが10月は「株に手を出すには特に危険な月だ」と述べたことはよく知られているが、この警告は大統領選の年に特に当てはまる。株式トレーダー年鑑によると、1952年以降の大統領選の年の10月、ダウ工業株30種平均は平均0.8%下落し、S&P500指数は平均0.7%下落した。

大統領選で現職が勝利した年の10月の相場を見ると、ほぼ上昇していることが分かる。強気市場が政権与党を選好する傾向があるからだ。1944年以降現職大統領が勝利したのは10回で、S&P500指数はそのうちの7回で10月に上昇し（下落は2回、横ばいは1回）、10月の平均上昇率は1.4%だった。現職が敗北した9回のうちS&P500指数が下落したのは6回（上昇は3回）で、平均で2.1%下落した。

ところでJPモルガンは、主要投資家が第3四半期に上昇した株式の保有分を縮小するためのポートフォリオ・リバランスを迫られる可能性があるとして指摘している。そうなれば、米国の年金基金、ノルウェーの石油基金、日本政府の年金基金による2000億ドルに上る株式売却につながる可能性がある。これはパンデミック（世界的流行）が始まって以降で最大規模のリバランスとなり、株式市場の厚みが薄くなっていることを考えると、非常に破壊的なものとなる可能性があると同行はみている。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

9. 米FRB、大幅な政策変更で「パンチボウルは片付けない」と表明 - The Fed, in a Big Policy Shift, Said It Won't Pull the Punch Bowl 従来の予防的アプローチから新しい枠組みへ

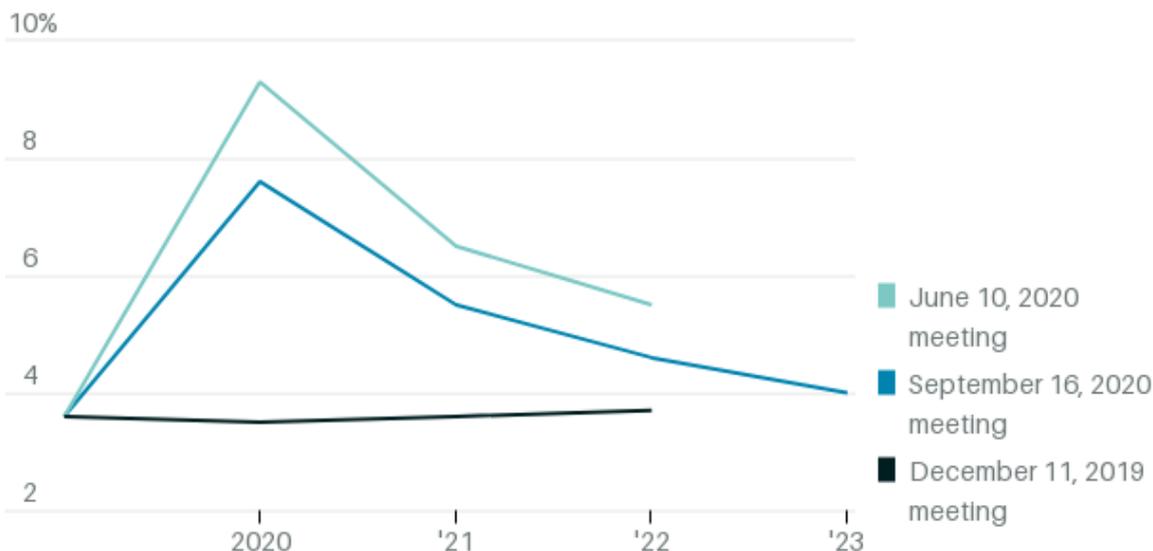
[金融政策]

■ FOMCで発表されたこと

Job-Full Recovery

Fed officials expect the jobless rate to return to previrus levels by the end of 2023, with most of the recovery occurring before the end of 2022.

Projected unemployment rate



Source: Federal Reserve Board

何もしないことこそが、最も強力な行動であるという場合もある。米連邦準備制度理事会（FRB）が、9月15日から16日に開催された連邦公開市場委員会（FOMC）で、新たな景気浮揚策を打ち出さなかったため、一部の観測筋を失望させた。しかし、失望した投資家や批判者は、FRBが達成できること、そしてFRBが発表したことの重要性、この両方を誤解している。

FRBが「FOMCの判断する最大限の雇用水準と労働市場の環境が整合的になるまで、またインフレ率が2%に上昇し、一定期間2%を適度に超える軌道に乗るまで」短期金利を引き上げないと約束したことは、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）発生前のFRB運営方針を否定する重大な決定である。

景気回復を支援するためにFRBはもっと多くのことをすべきだという主張は明快だ。FRBは法的に「雇用の最大化」を目指すことが義務付けられており、4月以降に改善が見られたとしても、米国経済は依然として深刻な状況にある。

FRBにはまだ選択肢がある。例えば小規模企業や州・地方政府に何十年も返済期限の来ない長期融資を提供することも理論的にはできる。にもかかわらず、当局者は、寛大な融資措置は法的に疑わしく、また政治的にも危険をはらんでいると考えているようだ。結局のところ、収入減が長引く中で、支払い能力が問題となっている企業や地方自治体にとって、低コストの信用供与がどの程度の違いをもたらすかは明らかではない。16日のFOMC後の記者会見で、FRBのパウエル議長は「貸し付けについては、その貸し付けがいずれ返済されることを期待して、幅広い適格性を有するプログ

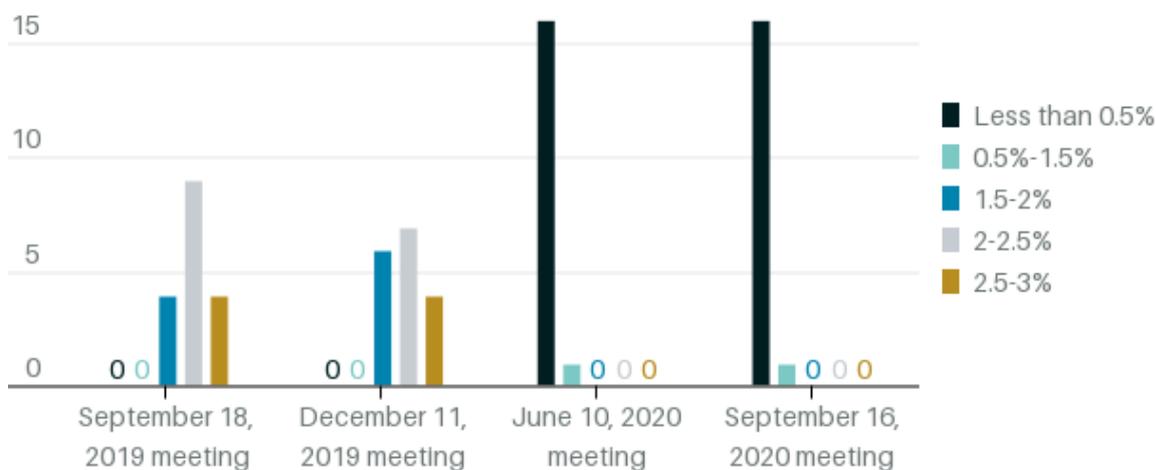
ラムやファシリティを創設することしかできない」と述べた。そのためFRB関係者は議会とホワイトハウスに対し、「直接的な財政支援」を強化して提供するよう繰り返し求めてきたが、これは7月末にコロナウイルス支援・救済・経済安全保障（CARES）法の主要条項が失効して以来、今のところ実現していない。

■ 新しい枠組みと3つの条件

'Not Even Thinking About Thinking About Raising Rates'

Fed officials were already lowering their expectations for short term interest rates before the virus, but now there is consensus that rates should stay around 0% for years.

Number of FOMC voters



Source: Federal Reserve Board

FRBは現在、景気を押し上げるために、これ以上のことをする立場にはないが、その選択は依然として重要である。長期投資家、企業、そして労働者にとって最大のリスクの一つである景気回復を早過ぎる段階で止めてしまう能力を中央銀行が持っているからだ。16日の発表は、パウエル議長が説明したように、早過ぎる段階で景気の腰を折ったりはしないという「非常に強く非常に強力な」コミットメントである。

FRBは、三つの条件が満たされるまで、短期金利をゼロ近辺に維持することが「適切であると期待する」と述べた。3条件とは、労働市場が完全に回復し、インフレ率が目標水準に戻り、そしてインフレ率が「しばらくの間」目標水準を「緩やかに上回るペースで推移する」ことだ。

ちなみに、FRBがもしこの枠組みを新型コロナウイルス危機以前から使っていたとしたら、2015年から2018年にかけての金利引き締め局面においては、当時のインフレ率は目標を大きく下回っていたし、経済も比較的弱かったため、金利引き上げは全く行われなかったことだろう。また、少なくとも、2009年から2014年にかけての長期金利と信用状況への影響も同様に重要だった。FRBのフォワードガイダンスの軌道が定まらなかったため、投資家は決して起こることがなかった金融引締めを予期していた。

これらの金融政策の動向は、金融危機から回復が遅れた主要な要因というわけではなかったものの、何の役にも立たなかったことは確かだった。言い換えれば、将来何もしないというFRBの約束は、今日の状況を緩和し、経済が完全に回復するまで金融緩和を維持するということだ。経済が進展す

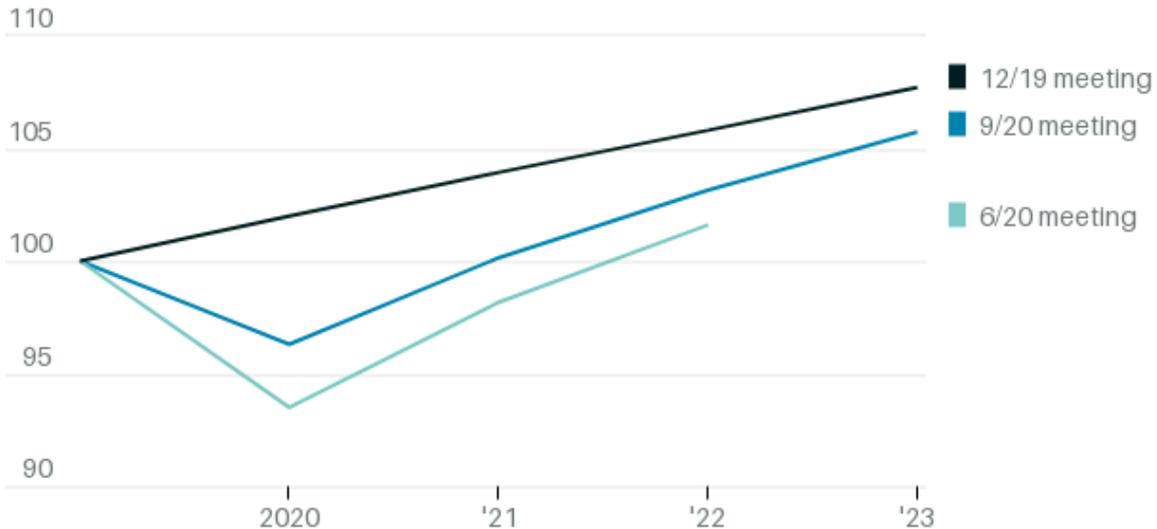
ればするほど、FRBの約束はますます強力に効いてくるはずだ。結局のところ、景気回復は経済を安定的に成長させる短期金利の「中立」水準を徐々に引き上げていく。時間の経過とともに、実際の政策金利と中立な金利水準とのギャップは大きくなり、それは成長をさらに押し上げることになる。

■ パンチボウルは片付けない

Closing the Gap

Fed officials are more optimistic than in June about the path for economic growth.

Level of U.S. gross domestic product



Note: 2019 = 100

Source: Federal Reserve Board; Barron's calculations

FRBが採用した新しいアプローチの重要性を理解するために、この新アプローチが何と置き換わったのか考えてみよう。さかのぼること1955年、当時FRB議長であったウィリアム・マクチェスニー・マーティン氏は、中央銀行とは何か、それを最も生き生きとした比喩で説明した。マーティン元FRB議長いわく、「FRBの役割は、宴たけなわとなるその時に、パンチボウル（パーティーのお酒）を片付けることだ」と。

FRBは景気がどのように進展していくかを予測し、それに応じて政策を調整し、根底にある景気循環の波を穏やかにする必要があると、同氏は考えた。それ以来、FRBの後継者は大半の場合、この指針に従ってきた。この方針は、うまくいくこともあれば、経済成長を抑制し不況にさえつながってしまうこともあった。そして今やFRBは、この予防的アプローチをやめると約束したのだ。数十年ぶりというほど経済が回復するまでは、FRBは一切の行動を控えることになるだろう。それは恐らく、米国がパンデミックから立ち直るのを助ける上で、中央銀行ができる最大のことになる。

投資家にとって大きな疑問は、FRBが約束を守ると信頼できるかどうかだ。今のところ、FRBはパンチボウルを取り上げないと約束し、投資家にパーティーを続けるよう促している。

By Matthew C. Klein
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - Malone at Bat: Will He Use the Mets Deal to Boost the Braves' Value? [経済関連スケジュール]
 マローン氏、メッツ売却を利用して、ブレーブスの価値を上げる作戦に出るか？

■ ブレーブスの価値を上げたいマローン氏、節税方法を検討中か

The \$2 Billion Club

At a \$1.2 billion valuation, the Braves have a way to go to rival some major U.S. team franchise sales.

Asset / Date	Lead Buyer	Lead Seller	Sale Price (bil)
New York Mets / 2020 pending	Steven Cohen	Wilpon family	\$2.4
Brooklyn Nets / 2018	Joseph Tsai	Mikhail Prokhorov	2.3
Houston Rockets / 2017	Tilman Fertitta	Leslie Alexander	2.2
Los Angeles Dodgers / 2012	Guggenheim Baseball Mgmt	Frank McCourt	2.2
Los Angeles Clippers / 2014	Steve Ballmer	Sterling Family Trust	2.0

Source: Sports Business Journal

野球チーム、アトランタ・ブレーブスのトラッキング・ストック（特定の事業や子会社に連動する株式）は突如として割安となったようだ。というのも、ヘッジファンドを運営するスティーブ・コーエン氏が、ニューヨーク・メッツのオーナーであるウィルボン一族から、同チームを約24億ドルで買取ることになったからだ。ジョン・マローン氏率いるリバティ・メディア傘下のトラッキング・ストック、リバティ・ブレーブス・グループ<BATRA>のバリュエーションは約12億ドルと、フォーブスによる同チームのバリュエーション18億ドルや、メッツの買取価格と比べると大幅なディスカウントだ。ブレーブス株には、現在ナショナルリーグ東地区をリードしている同チーム、本拠地となる球場で2017年にオープンしたトゥルーイスト・パーク、球場周辺の不動産開発が含まれる。

同トラッキング・ストックの株価は、メッツ買取が発表された14日月曜に7%上昇した後、金曜までには8.7%上昇して20.27ドルとなっている。年初来では、シーズン短縮による売り上げの落ち込みの予想などから、31%下落している。G.リサーチのアナリスト、ジョン・ティンカー氏は同銘柄に強気の姿勢をとっており、同トラッキング・ストックを1株当たり44ドルと評価している。

投資家の多くは、マローン氏がチームを売り出す前段階として、ブレーブスを通常の株式としてスピノフすることを望んでいる。だが米内国歳入庁（IRS）の定義によると、同チームはリバティ・メディアで唯一のアクティブ・ビジネスとなる。リバティはモータースポーツのF1の興行権も持っており、フォーミュラ・ワン・グループ<FWONA>名のトラッキング・ストックとして取引されている。さらに衛星ラジオ放送のシリウスXMホールディングス<SIRI>の過半数の株式を保有しており、こちらもリバティ・シリウスXM<LSXMA>の名前のトラッキング・ストックを発行して

いる。

税務専門家のロバート・ウィレンズ氏は、リバティはIRSの“アクティブ・ビジネス・テスト”を巧みに利用できる可能性があるとする。「リバティは、比較的小規模で、少なくとも5年間事業を行っている別のアクティブ・ビジネスを、非課税で買収すれば良い」と本誌に電子メールで回答した。ウィリアム氏は続けて、マローン氏は税務上有利な取引にたけていると語る。マローン氏は、ブレイブスは少なくともメッツと同程度の価値があるはずだと考えている。

■ 今週の予定

Losing Streak

Despite strength on the field, the Braves tracking stock has suffered in the pandemic.

Liberty Media Corp. Series A Liberty Braves, YTD



Source: FactSet

9月21日（月）

- ・ 米連邦準備制度理事会（FRB）が、第2四半期の家計金融資産を発表。2020年第1四半期時点での家計部門の純資産合計は6兆5000億ドル減少して110兆8000億ドルとなった。これは主に、S&P500指数が20%下落したことから、保有株の価格が大幅に減少したことによる。
- ・ シカゴ連銀が8月の全米活動指数を発表。コンセンサス予想は7月と同水準の1.2。4月にマイナス17.91と過去最低を記録して以来、3カ月連続のプラスとなっている。

9月22日（火）

- ・ 第75回国連総会がバーチャルで開催。今年のテーマは「私たちが望む未来、私たちが必要とする国連」。
- ・ 自動車部品小売りチェーンのオートゾーン<AZO>、スポーツ用品大手のナイキ<NKE>が決算発表。
- ・ 全米不動産協会（NAR）が8月の中古住宅販売件数を発表。エコノミストは、季節調整済み年率換算で588万戸と予想。7月の586万戸を上回る。7月は前月比24.7%増と過去最大の伸びとなった。また、中古住宅価格の中央値は初めて30万ドルを突破した。

9月23日（水）

- ・ 作業着メーカーのシintas<CTAS>、食品大手ゼネラル・ミルズ<GIS>が四半期決算発表。
- ・ ソフトウェア関連企業イントゥイト<INTU>が投資家向け説明会をバーチャルで開催。ササン・グダルジ最高経営責任者（CEO）をはじめとする経営陣が参加予定。
- ・ IHSマークイットが9月の購買担当者景況指数（PMI）を発表。コンセンサス予想は54と8月をやや下回る。製造業PMIは52.8で、サービス業PMIは54.6と、どちらも8月をやや下回る。
- ・ 連邦住宅金融庁（FHFA）が7月の住宅価格指数を発表。4～6月期の住宅価格は、西部の各州がけん引して前年同期比5.4%上昇。アイダホ、アリゾナ、ワシントン、ユタ州は年率8%以上の上昇を記録。

9月24日（木）

- ・ アイルランドのコンサルティング企業アクセンチュア<ACN>、中古車販売大手カーマックス<KMX>、コストコ・ホールセール<COST>、外食大手ダーデン・レストランツ<DRI>が決算コンファレンスコールを開催。
- ・ 8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86万戸と、7月の90万1000戸を下回る。7月の新築住宅販売戸数は、2006年12月以来最高を記録した。

9月25日（金）

- ・ 8月の耐久財受注発表。前月比1.2%増の2335億ドルの予想。輸送用機器を除く予想は、同1.2%増。

By Andrew Bary
(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』 2020/09/20

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