

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2020/09/27

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. ヘルスケア・ラウンドテーブル - The Pandemic Speeds Up the Health-Care Revolution [カバーストーリー]
P.2
専門家が注目銘柄を紹介
2. UBSのサステナブル投資の採用、他社が追随する道を開く可能性 - UBS' Embrace of Sustainable Investing Could Pave the Way [フィーチャー]
P.9
先行者利益の獲得・維持には成果が必要
3. 悪者の追放を目指すヒンデンブルグ・リサーチ - Hindenburg Research Wants to Oust Bad Actors [インタビュー]
P.11
電動トラックメーカー、ニコラの空売りで話題のアクティビスト投資家
4. 右傾化する最高裁は企業が絡む訴訟をどう裁くか - A Right-Leaning Court Will Tackle Some Big Business Cases [フィーチャー]
P.13
ハイテク企業が絡む重大案件が待っている
5. ズームとビデオ会議のブームに取り残されたテレビ - As Zoom and Videoconferencing Boom, TVs Are Getting Left Behind [テクノロジー]
P.15
いずれカメラ内蔵テレビなどが重要なツールになる時代も
6. 株式市場は底堅い - The Bright Side of the Stock Market's Bad Week [米国株式市場]
P.18
S&P500指数は下落したものの、悪材料の多くは織り込み済み
7. ETFは暴落時の損失を抑えるが、別のリスクは残る - These ETFs to Minimize Loss When Market Crashes. [ETF]
P.20
リスク軽減に効く特効薬はない
8. ウェスタン・デジタルがフラッシュメモリー関連事業分離の可能性 - Western Digital Could Be Worth a Whole Lot More [ハイテク]
P.23
企業価値分析は50%超の上値余地を示唆
9. 政治が市場を動かすのか、市場が政治を動かすのか - Will Washington Rule the Markets, or Will Wall Street Decide the Election? [コラム・大統領選挙]
P.25
市場は最終局面を迎えた大統領選挙を注視
10. 今週の予定 - The Pandemic Has Swelled the Ranks of Zombie Companies [経済関連スケジュール]
P.27
パンデミックにより、ゾンビ企業が増加

※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. ヘルスケア・ラウンドテーブル - The Pandemic Speeds Up the Health-Care Revolution [カバーストーリー] 専門家が注目銘柄を紹介

■ 新型コロナウイルスの研究がイノベーションを加速



Illustration by Michael Hoeweler

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）は恐怖をもたらしたが、良い側面もある。この新しいウイルスを理解し、予防ワクチンを発見しようとする努力は、バイオテック、医薬品開発、診断から患者ケアに至るまで、医療のあらゆる分野でイノベーションを起こしてきた。計算生物学と人工知能（AI）を原動力とした最近のテクノロジーの進歩は、新しいヘルスケア企業の設立を推進するとともに、新たな業界リーダーを生み出しており、両者に投資する投資家には豊かな報酬が約束されているようだ。

これが今年のヘルスケア・ラウンドテーブルのメッセージである。パネリストは眼前の革命について、楽観的な見方をほとんど隠していない。確かに、安全で持続性がある新型コロナウイルスワクチンが普及するまでは、長く退屈な1年になるかもしれない。しかし、ワクチン後の世界では、がん、腎臓病、遺伝性疾患などの古くからの問題を解決するための新しいツールが次々と登場し、数年前には認識されていなかった、あるいは理解されていなかった病気の経路を科学者が解明することが可能になるだろう。

9月上旬に開催された2020年ラウンドテーブルの参加者は以下の4人である。ライフサイエンスとヘルスケアに特化した投資会社キャスディン・キャピタルの創設者兼最高投資責任者（CIO）であるイーライ・キャスディン氏。ヘルスケア系ベンチャーキャピタル、サード・ロック・ベンチャーズのパートナーであるアビー・セルニカー氏。ヘルスケア系投資銀行SVBリーリンクのシニアバイオ製薬アナリストであるジェフリー・ポージェス氏。フィデリティ・インベストメンツで運用資産93億ドルのフィデリティ・セレクト・ヘルスケア・ポートフォリオ＜FSPHX＞を含む複数のヘルスケア関連の株式ミューチュアルファンドを運用するエドワード・ユン氏。

本誌：新型コロナウイルスのパンデミックは、投資や分析のプロセスをどのように変えたか？
 ポージェス氏：投資家は、当初はウイルスが製薬会社やバイオテック企業に思いがけない大きな利益をもたらすと考えていたが、ワクチンや治療薬の期待価値を割り引くようになってきた。ワクチンの買い手が誰なのか、価格や競争環境はどうなるのか、そしてワクチンが本当に有効かさえない。これほど困難な予測課題に直面したことはない。

キャスディン氏：当社は、ライフサイエンス産業に技術を提供する企業や、がん、神経変性疾患、希少疾患に対処する治療法や診断法を提供する企業に投資している。これらの企業が提案する価値は、新型コロナウイルスによって変わったわけではない。一部の企業では販売数量が50～70%減少し、多くの臨床試験が延期された。しかし、必要不可欠なサービスや検査を先延ばしにすることはできず、再開し始めている。

ユン氏：治療薬やワクチンでどの企業が勝者になるかは分からないが、バイアル（注射薬の容器）、注射器、静脈血酸素飽和度（SvO2）の検査器具、抗体などの製造業者に投資するのは有益かもしれ

ない。例えばベクトン・ディッキンソン<BDX>、ダナハー<DHR>、ウエスト・ファーマシューティカル・サービス<WST>などだ。SvO2に関してはマシモ<MASI>とメドトロニック<MDT>の世界的な寡占状態にある。

■ アジュバントとタンパク質によるワクチンが有望



Illustration by Kevin Van Aelst

Q：ワクチンはいつ使えるようになるか？
 ポージェス氏：年末までにワクチンの緊急使用許可（EUA）が出るとみられるが、持病のある人や、職業上患者と接触の可能性があるハイリスクな人への投与に限られる見込みだ。私が話を聞いた限りでは、医療関係者はEUAの根拠について非常に懐疑的である。適切な安全性評価は来年の第2四半期までかかるだろう。その後、米食品医薬品局（FDA）の審査と、米国疾病対策センター（CDC）の予防接種諮問委員会（ACIP）による審査と勧告がある。ほとんどの人は、来年後半にワクチンの接種を検討することになるはずだ。

セルニカー氏：多くの人は効果が1年間持続するインフルエンザワクチンに慣れている。新型コロナウイルスワクチンの効果が1年以上続かなければ、予防接種を受けるのに大きな抵抗を感じる可能性がある。

ユン氏：人々は自分が住んでいる地域や環境におけるリスクの高さについて考えなければならない。最前線の労働者は、感染の重症度を減らすことができるワクチンを接種したいと思うかもしれない。大規模な第2波が発生した地域では、感染率が低い地域よりもワクチンを接種したいという意向が強まるだろう。今後8～10週間の間に多くのワクチン関連データが発表される。10週間後には違う答えが出ているかもしれない。

Q：成功する可能性が最も高いのはどのワクチン開発会社か？

ポージェス氏：ワクチンの専門家に話を聞くと、ほぼ100%の人が、アジュバント（ワクチンに含まれるタンパク質に対する患者の免疫反応を高める物質）とタンパク質から成るサブユニットワクチンを最も信頼していると答える。当社が信頼している小規模な開発会社の中ではノババックス<NVAX>がリードしている。大手のサノフィ<SNY>とグラクソ・スミスクライン<GSK>は後れを取ったが、急速に追いつきつつある。

ウイルスベクター・ワクチン・プログラム（弱毒化したウイルスを用いて病原体の断片を体内に輸送し、免疫反応を刺激する）はベクターの免疫原性（反応を誘発する能力）に限界がある。メッセンジャーRNA（mRNA）を利用したワクチンは副作用を誘発する可能性が高いようだ。私は多くの人にワクチンを投与した場合の安全性と忍容性（副作用の程度）についてやや懸念している。

セルニカー氏：安全性の観点ではポージェス氏に同意する。有効性については、現時点では推測できない。ワクチンに問題がある場合、アジュバントに関係していることが多い。とはいえ、信頼できるアジュバントなら大きな変化をもたらすことができる。安全性の観点からは、既知のアジュバントを使用した伝統的なワクチンが最も普及するだろう。

Q：モデルナ<MRNA>のmRNAアプローチなど、新しい技術には懐疑的な見方があるのか？

ポージェス氏：当社は、mRNAに対する免疫反応の忍容性と持続性について慎重に考えている。ワクチン開発者の第一の仕事は、害を与えないことである。被験者は健康な消費者であり、症状が重篤化するリスクは非常に低い。販売までの期間が劇的に加速され、規制プロセスが短縮された中で、新技術に挑戦するのはワクチン業界の多くの人々にとって警戒すべきことだ。

■ ツールが大幅に進歩し、多額の資本が流入

Geoffrey Porges

Company/Ticker	Recent Price
AbbVie/ABBV	\$85.91
FibroGen/FGEN	42.79

Source: FactSet

Q：新型コロナ治療法を開発している企業の中で、投資家の注目に値するのは？

ポージェス氏：メルク＜MRK＞はリッジバック・バイオセラピューティクスと共同で経口抗ウイルス剤の臨床試験を実施しようとしている。この製品は外来での使用に適していると思われるが、ギリアド・サイエンシズ＜GILD＞のレムデシビルと同等の効果があるかは分からない。私が患者ならレムデシビルを望むが、レムデシビルに関する強気材料は、今やギリアドの株価には反映されなくなっている。

回復患者の血漿（けっしょう）を利用した治療法の市場には複数の企業が参入しているが、この治療法はやや期待外れだった。現在はモノクローナル抗体の使用に向けて業界が動いており、イーライリリー＜LLY＞とリジェネロン・ファーマシューティカルズ＜RGEN＞がその先頭に立っている。両社の製品は年内に緊急使用が許可され、来年前半には完全承認されると予想する。

Q：新型コロナウイルスの先を見据えたとき、現在のヘルスケアとライフサイエンスの分野で最もエキサイティングな動向は？

セルニカー氏：創薬をサポートするための信じられないようなツールが開発されており、今までは不可能だったターゲットに挑戦することが可能になる。がん、自己免疫疾患、難聴などの多様な治療分野が、計算生物学、人工知能、機械学習を駆使したこれらのツールによって支えられている。

キャスディン氏：パンデミックは進歩と資本流入を加速させ、障壁を取り除いた。この危機への業界の対応の速さは、臨床試験のスケジュールに関する考え方を変えた。これは永久的な変化ではないかと思う。パンデミックは、ライフサイエンス業界全体を活気づけた、あるいは加速させたと言える。

ポージェス氏：大きな戦いほど技術開発を加速させるものはない。業界には莫大（ばくだい）な資本が流入しており、多くのライフサイエンス企業が資金を調達している。ワクチン分野だけでなく、診断分野でも技術の劇的な進歩が見られる。がんの検査や治療、希少疾患の治療、遺伝子治療といった分野の全てが進歩している。業界全体としては、信じられないほど生産的な時代だ。

Q：バイデン大統領か2期目のトランプ大統領の下で、米国の医療制度はどのように変化するか？

ポージェス氏：私はFDAの弱体化を恐れるべきだと考えている。われわれは既にCDCの政治化を目

の当たりにした。薬を飲むことは、究極的には信頼の上に成り立っている。消費者がシステムへの信頼を失えば、製薬業界の収益性が危うくなる。従って、11月にトランプ氏が勝利した場合は、バイデン氏が勝利するよりも製薬業界にとって悪いことになる。

キャスディン氏：誰が大統領になろうと医療制度の中核的な問題は変わらない。われわれは、米国のバイオ医薬品に関する技術革新のエンジンをサポートし続け、無保険者と過少保険者の問題に対処しなければならない。大統領や議会の多数党が共和党か民主党かにかかわらず、患者を治療し、世界の健康を増進するためのより良い方法を見つける必要がある。

■ ユン氏とポージェス氏の注目銘柄

Eli Casdin

Company/Ticker	Recent Price
Thrive Earlier Detection*	
Burning Rock Biotech/BNR	\$20.69
Allogene Therapeutics/ALLO	34.78
Relay Therapeutics/RLAY	40.19
Revolution Medicines/RVMD	31.41
Blueprint Medicines/BPMC	88.24

*Privately held

Source: FactSet

Q：ユン氏に最近の選好銘柄を聞きたい。

ユン氏：医療保険会社ヒューマナ＜HUM＞は当社のポートフォリオの中で組み入れ比率が最も高い銘柄の一つだ。同社はメディケア・アドバンテージ・プラン（民間医療保険会社が提供するメディケア＝高齢者向け医療保険＝）を販売しており、患者と医師を意思決定の中心に置くことでメディケアのフィー・フォー・サービス（出来高払い）よりも優れた民間保険プランを低コストで提供しようとしている。米国の人口動態を踏まえると、同社は長期的な追い風が吹く市場で事業を展開している。

当社は、8月に株式を公開したヘルスケア企業オーク・ストリート・ヘルス＜OSH＞へのプライベート投資を実施していた。同社はメディケア患者向けのプライマリーケア（一次診療）施設を建設し、コストを劇的に削減している。同社のネット・プロモーター・スコア（NPS、顧客満足度の指標）は非常に高い。これを今後5～10年かけて全国規模で実現できれば、メディケアを利用する次世代の人々にとって、これまでとは全く異なる体験が生まれることになるだろう。

当社はまた、カリフォルニア州南部でメディケア・アドバンテージ・プランを提供する非上場企業のアラインメント・ヘルスケアにも投資している。同社はオーク・ストリートと同様の体験を提供する。アジロン・ヘルスは、当社が投資していない企業だが、医師と提携して、フィー・フォー・サービスのモデルをバリュー・ベース・ケア（価値に基づく医療）に焦点を当てたモデルに転換しようとしている。

Q：今年は何十社ものヘルスケア企業が株式を公開した。ヘルスケア分野の新規株式公開（IPO）市場はバブルか。

ユニ氏：企業の株式公開は以前よりも早くなっており、バリュエーションも上昇している。妥当な株価の企業もあれば、そうでない企業もあるだろう。ファンダメンタルズに優れた企業が、株主にとって長期的な価値を生み出すことを期待している。

セルニカー氏：市場が先走っているとは思わない。人々は投資先を必要としており、価値ある企業に投資している。多くのバイオテック企業のIPOには、専門家以外の投資家、つまりゼネラリストの投資家が参加している。これは新型コロナウイルスによってバイオテック業界の認知度が高まったからだ。過去のIPOサイクルで見られた、人気の銘柄だけを追いかけていたバブルとは少し違う。

キャスディン氏：年に30～60%もの成長を遂げている企業の株価が割高であるとは言えない。成長には常にコストがかかるものだ。これらの企業の中には市場規模が膨大であり、それがバリュエーションを支えているものもある。ゼネラリストの参入はトラブルの前兆となることもあるが、今回は業界における製品開発の予測可能性が格段に向上している。開発中の医薬品の成功率は5%から30～50%へと移行しつつある。

ポージェス氏：これらの企業の株価は極めて割安だ。バイオ医薬品大手アッヴィ＜ABBV＞の配当利回りは5.5%である。同社は優れた免疫療法薬事業とがん治療薬事業を有する。また、生活が正常に戻り始めれば、人々はしわ取り薬のボトックスを再び利用するだろう（アッヴィは今年、ボトックスを製造するアラガンを買収した）。

Q：他の選好銘柄は？

ポージェス氏：製薬会社フィプロジェン＜FGEN＞にも前向きな見方を取る。直近の株価は42ドルだ。投資家が同社の貧血治療薬であるロキサデュスタットの価値を織り込み、また同社の特発性肺線維症（IPF）治療薬を信頼するようになれば、株価は今後6～12カ月で2倍になる可能性がある。線維性疾患の治療薬はまだ開発の初期段階だ。

■ セルニカー氏とキャスディン氏の注目銘柄

Abbie Celniker

Company/Ticker	Recent Price
Pliant Therapeutics/PLRX	\$22.42
Revolution Medicines/RVMD	31.41
Goldfinch Bio*	
Tango Therapeutics*	

*Privately held

Source: FactSet

セルニカー氏：サード・ロックが立ち上げたバイオテック企業であるプライアント・セラピューティクス＜PLRX＞は、四つの臨床段階のプログラムを有する。線維化の根本的なメカニズムを理解することで、肺疾患や肝臓疾患などのさまざまな疾患を治療する機会が得られる。2021年には複数の

臨床試験でデータが出る見込みだ。同社は資本力が高く、第2四半期末時点で3億1200万ドル以上の現金を保有している。また、臨床段階のプログラムの一つである非アルコール性脂肪肝炎（NASH）に伴う肝線維症の治療薬を開発・商業化するため、大手製薬会社ノバルティス＜NVS＞と提携している。

レボリューション・メディシンズ＜RVMD＞もサード・ロックが立ち上げたエキサイティングな企業だ。同社は現在、酵素のSHP2を標的にしたがん治療薬プログラムの臨床試験を実施している。SHP2はRAS経路として知られる細胞増殖・生存経路の主要ターゲットである。同社はサノフィとの間で最大5億ドルの開発契約を結んでおり、バランスシート上で約3億2500万ドルの現金を保有している。

当社は2016年に立ち上げたゴールドフィンチ・バイオに期待している（セルニカー氏はゴールドフィンチ・バイオの会長）。キャスディン氏も同社を気に入っている（キャスディン・キャピタルはゴールドフィンチに投資している）。同社は腎臓病の治療薬の発見と開発に力を入れている数少ない企業だ。腎臓病の原因となる主要な経路を特定し、それらを調節する複数の方法を特定してきた。2021年と2022年には複数の重要な臨床試験の結果が判明する予定だ。同社は1億ドルの資金調達を終えたばかりで、ギリアドとの開発契約も結んでいる。

2017年にサード・ロックが立ち上げたがん治療薬開発会社のタンゴ・セラピューティクスは、ギリアドと2件の素晴らしい取引を実施している。このような取引は、当社がどのように企業を構築し、資金調達を行うかに関する重要な部分を構成する。タンゴは、ギリアドとの取引に加えてシリーズBラウンドの資金調達を行ったばかりで、新薬のターゲットを見つけるために新たなスクリーニング技術を使用している。

Q：キャスディン氏が期待しているのは？

キャスディン氏：診断分野では、技術と最近の科学的進歩によって、患者がどのように、どの段階で診断されるかというパラダイムが変わろうとしている。スライブ・アーリアー・ディテクションは、がん種横断的な血液ベースの生検でがんの早期診断を目指す非上場企業だ。まだ売り上げはないが、研究開発を推進するために多額の資本を調達している。より早く、より効果的ながん検診が求められる時代になってきており、スライブはこの分野の真のリーダーになれると当社は考えている。

中国では今後10年間で非常に多くの製品が開発され、一部は米国でも販売されるだろう。当社は、中国を拠点とする診断会社であるバーニング・ロック・バイオテック（燃石医学）＜BNR＞を選好している。今年の売上高は6000万ドル超になる見込みだ。同社は中国最大の分子検査プロバイダーだが、市場への浸透度はわずか6%であるため、成長余地は非常に大きい。同社は6月に株式を公開しており、直近の株価は約22ドルだ。米中関係が緊迫化しているため、株価は下落している。

アロジーン・セラピューティクス＜ALLO＞は、がん治療のための同種キメラ抗原受容体（CAR-T）細胞療法を開発している。これは実質的には既存の治療法だ。同社は、価値を創造し、収益化してきた実績のあるチームによって運営されている。アロジーンは10億ドル以上の現金を保有しており、有効性を示唆する優れた技術がある。データが有望なら、同社が他の適応症にも進出し、細胞治療の重要なリーダーになると見ていいだろう。

当社はリレー・セラピューティクス＜RLAY＞、レボリューション・メディシンズ、ブループリント・メディシンズ＜BPMC＞などの企業も選好する。これらの企業は、遺伝子に関する知見と技術プラットフォームを精密医療用のがん治療薬開発に応用し、目標に向けた複数の候補薬を有する豊

富なパイプラインを構築している。

■ 業界の長期的な変化を予想

Edward Yoon

Company/Ticker	Recent Price
Humana/HUM	\$387.00
Oak Street Health/OSH	45.12
Alignment Healthcare*	

*Privately held

Source: FactSet

Q：今回のパンデミックは、長期的には業界をどのように変えていくか？

キャスディン氏：パンデミックの影響で遠隔医療が劇的に増加している。患者がビデオ会議やそれに相当するサービスを利用して医師と関わりたいという意欲を持つようになると、ヘルスケアとの関係が根本的に変わる。恐らくはケアの質が向上し、患者は医師の指導に今より従うようになるだろう。また、デジタルヘルスがライフサイエンス業界に影響を与え、臨床試験における医薬品の開発方法を改善すると想像される。

ユン氏：今回の危機が、公衆衛生インフラとバイオ医薬品業界の重要性を人々に納得させてくれることを期待している。この業界が基礎研究と政府の資金援助に支えられたイノベーションを実現したおかげで、平均寿命が延び、より多くの病気を治すことができるようになった。現在のパンデミックが、投資を続ける必要性を人々に思い出させることを願っている。

セルニカー氏：イノベーションを加速させ、投資家にアイデアを提示したいという人々の欲求を変えることはできない。人々は、この半年間がそうであったように、物事がすぐに起きることを期待している。このことは、基礎科学において商業化が可能な分野へ資金を提供することの絶対的な必要性を物語る。パンデミックの間の成果に基づき、熱意ある資金提供が見られることを期待している。

ポージェス氏：われわれは新型コロナウイルスとの戦いに勝つことができる。しかし、驚くべきことに、戦後の平和についてはほとんど議論されていない。具体的には、どのように公共医療制度を構築し、感染症予防、モニタリング、検査に再投資するかということだ。20～30年前にはこれらの点に関する国家戦略が存在したが、力を失ってしまった。

By Lauren R. Rublin
(Source: Dow Jones)

2. UBSのサステナブル投資の採用、他社が追随する道を開く可能性 - UBS' Embrace of Sustainable Investing Could Pave the Way 先行者利益の獲得・維持には成果が必要

[フィーチャー]

■ 顧客にサステナブル投資を推奨

Fixed Income	25%
MDB Bonds	8
Sustainable Munis	9
Green Bonds	2
ESG Inv Grade Corp	3
ESG Engagement HY	3

スイスのUBS<UBS>は9月に、世界中の顧客に対して従来型の投資よりもサステナブル投資を推奨していくと発表した。同社はさらに、年金の顧客にさえもサステナブル投資を推奨していく。米労働省が、年金における環境・社会・ガバナンス（ESG）に対する考慮を制限する規則を検討していることから、この動きに対して一部の人は眉をひそめた。

とはいえUBSの決断に他のウェルス・マネジメント会社が追随する公算は大きいと、一部の専門家は言う。ギターマン・ウェルス・マネジメントのジェフ・ギターマン氏は、「これは、ESG投資というチェスの試合における、多大な先行者利益だ。それは、（2018年のブラックロックの）ラリー・フィンク最高経営責任者（CEO）による声明のように状況を一変させるもので、同氏は、『長期的に繁栄するためには、全ての企業は好業績を達成するだけでなく、社会に対してどのように貢献しているかを示さなければならない』と述べている」と言う。

UBSにとってもこれは良いビジネスだ。エバーコアISIでウェルス・マネジメント業界を担当するグレン・ショール氏は、「これによって顧客がより離れにくくなると、私は考える。ミューチュアルファンドへの平均投資期間は1年半だ。ウェルス・マネジメントの勘定に資金が滞留する期間は、10年単位で測られる」と語る。これはいずれ増収につながるだろうが、他の企業は既に、サステナブル投資を相当程度実践している。

UBSによると、2020年上半期にサステナブル投資のファンドに流入した資金は1兆ドル超で、2019年の総額に匹敵し、2018年の6000億ドルを軽く上回っている。また同社によると、サステナブルファンドの72%は、モーニングスターの各カテゴリーの上位半分に入っている。同様に、MSCIの「ESGリーダー」インデックスは、同期間に従来型のインデックスをアウトパフォームしている。

顧客は、社会を意識した投資を望んでいる。UBSが調査したファミリー・オフィスの62%は、「インパクト投資の活用は、顧客の財産にとって重要である」と考えている。従って、UBSのウェルス・マネジャーは、顧客がサステナブル投資のテーマを持ち出すのを待つのではなく、それを素早く議論することになる。

■ 自社の改革

Equity	73%
ESG Thematic Equities	23
ESG Leaders Equities (US)	15
ESG Leaders Equities (ex-US)	14
ESG Improvers Equities	8
ESG Engagement Equities	13

UBSは2008年の金融危機以来、自社を世界最大のウェルス・マネジメント会社へと変貌させてきており、投資銀行業務のエクスポージャーを減らしている。2兆6000億ドルの運用資産のうち、4880億ドルがサステナブル投資だ。同社は出張にともなう二酸化炭素排出に対処するためにカーボンオフセットを購入して、自社のサステナブルな取り組みへの信頼性を向上させている。さらに、同社のプラットフォームで顧客にサービスを提供する外部の見込み資産運用会社に対して、ダイバーシティとインクルージョンを求めている。

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）とそれが光を当てた問題（所得と人種の不平等など）が、リスクを軽減し、これらの問題に取り組んでいる企業に接触する手段として、ESG投資を浮上させた。UBSグローバル・ウェルス・マネジメントのアンドリュー・リー氏は、テクノロジーは改善し、UBSは全ての資産クラスにわたる、一連のESG投資手段を備えていると語る。

同社は債券の選択肢を拡大し、今や、ESGを改善するためにファンドマネジャーが発行体と関与できるポートフォリオを持っている。そして、プライベート・エクイティおよびプライベート不動産市場にも、新たな選択肢がある。リー氏は、「われわれが主張してきた投資を実施し始めるために、企業は用意ができており、顧客も用意ができており、人々も用意ができています」と言う。

ある程度積極的な課税対象投資家の典型的な口座では、債券の選択肢には、世界銀行などの国際的な開発銀行が発行した債券、社会および環境に関する目的を有するとファンドがみなす地方債、環境関連プロジェクトの資金を賄う企業によるグリーンボンド、サステナビリティを良好に管理できている企業発行の社債、ESGに関するハイイールド債が含まれる可能性がある。サステナブルなインフラストラクチャー、不動産、プライベート・エクイティなどのオルタナティブ投資も利用可能だ。

UBSは、確定拠出年金（401k）の顧客にもサステナブル投資を今後推奨すると述べている。同社は、401kやその他の年金に対してESGファンドを提供しようという意欲を削ごうとする、人気のない労働省の提案と、自社の方針が相反しないとみている。なぜなら、サステナブル投資を行うファンドは従来の投資をアウトパフォーム可能で、ESGはリスク管理において非常に重要な手段であると考えているためだ。

UBSの動きは、成長にとってサステナブル投資が非常に重要であるとみなしているBofAセキュリティーズ、DWSおよびモルガン・スタンレーなどのウェルス・マネジメント会社によって真似される可能性がある、との見方がアナリストの中にある。インパックス・アセット・マネジメントのイアン・シムCEOは、「私は他社が追随するとみている」と語る。DWSの広報担当者は、「この現実

は、われわれにとっては新しいものではなく、率直に言って、他社がこれを気に留めたことを喜んでいる」と言う。

UBSは先行者利益を維持できるのだろうか。モーニングスターのアナリストであるジョアン・ショルツ氏は、最終的には全ての投資同様に、UBSが「まず成果を示す必要があるだろう。勝者は、顧客が求めるリターンを、望むらくはサステナブルな方法で達成できる企業となろう」と語る。

By Leslie P. Norton
(Source: Dow Jones)

3. 悪者の追放を目指すヒンデンブルグ・リサーチ - Hindenburg Research Wants to Oust Bad Actors 電動トラックメーカー、ニコラの空売りで話題のアクティビスト投資家

[インタビュー]

■ ニコラ株を急落させたレポートの舞台裏



Photograph by Johnny Milano

ネイサン・アンダーソン氏は、電動トラックメーカーのニコラ<NKLA>の空売りで話題となったヒンデンブルグ・リサーチの創設者だ。ヒンデンブルクのニコラを批判する67ページのレポートが9月10日に発表されて以降、ニコラの株式は約5割下落した。ニコラはこれを受けて、このレポートが「意図的に投資家に誤った印象を与えている」と述べている。

36歳のアンダーソン氏は、2017年にヒンデンブルクを創業する前はファクトセット・リサーチ・システムズに勤めていた。5人からなる同氏の会社は、株式市場の非効率性を暴くことを誇りとし

ている。本誌は先週、アンダーソン氏にインタビューした。

本誌：ヒンデンブルグが調査対象としてニコラを選んだ背景と、より一般的に新しいアイデアに到達する方法について教えてほしい。

アンダーソン氏：ブルームバーグは（6月17日）、創業者がトラックの機能性について虚偽の発言をしたことを明らかにする記事を発表した。（創業者はブルームバーグに対し「私は誰も騙していない」と語ったが、その後ニコラの会長を退任し、「虚偽の告発」から身を守るつもりだと述べている。）われわれはその記事に関心を抱き、状況を注視していたが、同社の取引先や元提携先と近い関係にある人々の代理人を務める弁護士に紹介されたことをきっかけに、本格的な追究を始めた。

われわれは基本的に、会計上の危険信号などのスクリーニングには伝統的な手法を用いている。それから、経営陣の中に株式プロモーションや証券詐欺の犯歴がある、または証券詐欺をはじめとするホワイトカラー犯罪で訴追された企業と関係のある人物がいらないか調査する。鍵となるのは人だ。さらに、怪しいと思われるものを見つけた他の投資家も参考となる情報を送ってくれる。

Q：ニコラの空売りについて教えてほしい。株を借りるのは難しかったか？

A：ニコラ株を借りることは特に難しくなかったが、レポートの発表後は厳しくなった。市場は予

測不可能な場合があることを常に考慮する必要がある。ニコラには基本的に売り上げがなく、販売可能な製品も存在しないにもかかわらず、多くの個人投資家が投資していることにわれわれは気づいた。エビデンスの強さに関係なく、最終的にはどちらにも転ぶ可能性があることに注意しなければならない。

■ 壊れた金融システムに戦いを挑む

Q：なぜ空売りレポートで公に企業を告発するのか？ヒンデンブルグのミッションとは？

A：われわれが自分たちの仕事に長けているとすれば、それは市場と金融システムがいかに壊れているかということに対してチームが根本的な問題意識を持っているからに他ならない。それを正すために自分たちの役割を果たしたい。われわれは、取引のために深掘りすることにとどまらず、合理的な疑いのしきい値を超えようと望んでいる。

われわれは、金銭的利害があるというだけの理由で企業を実際より良く見せようとする腐敗したセルサイド銀行や、詐欺行為が金融システムに蔓延（まんえん）することを可能にしているあらゆるものを暴きたい。われわれはよく空売り投資家と呼ばれるが、自分たちをそれとは異なるビジネスモデルを持つ調査報道ジャーナリスト集団と見なしている。

Q：空売り投資家と呼ばれることになぜ異議を唱えるのか？

A：われわれはこれまで、6件以上の投資詐欺を人知れず暴いてきた。20件以上の非上場企業、非上場ファンド、上場企業について告発書類を提出している。それらを発表していないだけだ。われわれは純粋な取引目的で動いていると思われがちなので、そのことに混乱する人もいると思う。われわれは悪者を刑務所に入れたい。そしてより透明性と効果の高い市場をつくる法の制定を後押ししたいと考えている。

Q：空売りを理由にウォール街で知られるようになったが、ロングのポジションはとるのか？

A：ロングもショートも手掛けている。ロングは、ある程度分散を伴う比較的ありふれた投資なので公開していないだけだ。インフレヘッジや、本質的にインフレヘッジとなっている金や銀などもある。また、これから成長すると予想するハイテク銘柄も幾つか保有している。

Q：リターンはどのような水準なのか？

A：話すことは控えているが、今年はとても良い水準だ。

■ 流動性が後押しする不健全な市場

Q：市場に対する見方について少し教えてほしい。

A：現在の市場は流動性が非常に高く、個人投資のあまりに多くが話題性の高い業界に集中している。それは基本的なストーリーを語る能力のある株の宣伝屋を大量に引き付け、彼らを儲けさせてきた。

その多くは、米連邦準備制度理事会（FRB）の際限のない流動性によって支えられている。FRBが介入して、あらゆるものを買い支えた。何兆ドルもの通貨を新たに発行する場合、国債や質の高い社債や株式の数は有限であり、ある程度まではバリュエーションを引き上げられる。しかし最終的にはその資金は非常に投機的な銘柄に流れ込むようだ。その結果、ナスダック総合指数は高値を更新しているが、少しでも可能性のある投機的なハイテク株に膨大な資金が投入されているのが実情だ。ある意味、国家の支援の下につくられた愚かな混乱状態だと見ている。

Q：今年、特別買収目的会社（SPAC）が投資家にとって魅力的になったのはなぜだと思うか？

A：破産した企業の株式をめぐるバブルはある程度和らいだと思うが、その後、今年より前は上場に向けた最も望ましくない道の一つと考えられていたSPACが盛り上がった。これは、従来の新規株式公開（IPO）プロセスよりもはるかに審査が甘く、実際IPOできなかった企業が追いやられる先となっている。市場の論理が完全に逆さまになったら、明白な理由もなく突然SPACの人气が高まったとしても不思議ではない。

By Max A. Cherney
(Source: Dow Jones)

4. 右傾化する最高裁は企業が絡む訴訟をどう裁くか - A Right-Leaning Court [フィーチャー] Will Tackle Some Big Business Cases ハイテク企業が絡む重大案件が待っている

■ 米連邦最高裁のギンズバーグ判事死去に伴う変化



Craig Hudson/Bloomberg

ルース・ギンズバーグ最高裁判事の死去に伴い、トランプ大統領が保守派の判事を指名し、最高裁では保守派の判事が圧倒的多数になる見込みだ。9月25日時点での最有力候補はエイミー・コニー・バレット氏とみられており、上院の共和党議員は選挙前後の承認を目指している。

新判事をめぐる戦いは政界を消耗させており、新型コロナウイルス感染症対策を含めて立法活動が止まってしまった。市場は、選挙後まで戦いが持ち越される可能性について神経質になっている。トランプ大統領は、新しい判事が選挙結果に関する議論に加わってほしいと発言している。ウォー

ル街にとって、混沌（こんとん）は良くない。しかし、企業にとって都合なことに、最高裁判所が自由な経済活動により一層親切になり、行政側の権力を徐々に崩し、消費者が訴訟を起こす権利を抑制し、多くの問題で企業に勝利をもたらすことになる公算が大きい。

10月5日に始まる最高裁の開廷期で注目を集めているのはアルファベット<GOOGL>とオラクル<ORCL>の間で争われているソフトウェアの著作権をめぐる訴訟だ。オラクルは、グーグルが基本ソフト（OS）の 안드로이드 に使用したコードの使用料として90億ドルを請求しており、一方アルファベットは一定の基準を満たせば著作権者の許可がなくても著作物を利用できる「フェアユース（公正使用）」の規定に当てはまるため使用料を支払う必要はないと主張している。

さらに、ロボコールに関する罰金の可能性をめぐって争っているフェイスブック<FB>の件や、モンタナで起きた自動車事故に責任を問われるべきではないと主張するフォード・モーター<F>の件、アフリカでの児童奴隷問題でカーギルとネスレ<NESN.スイス>が被告となっている米国外での人権侵害案件などが控えている。

医療費負担適正化法（ACA）も試練に直面している。米国人全員が医療保険に加入しなければならない「個人の義務」に関する審理も予定されている。この義務なしではACAの意味が薄くなるとみる専門家もいる。2012年の裁判では、ロバーツ最高裁判所首席判事は勝敗を分ける1票を投じて、

保険加入を義務付ける条項を支持する判決が下された。しかし、リベラル派の判事が減ったため今後は反対側に回る可能性がある。

今開廷期以降、最高裁判事の構成により、ハイテク業界に大きな影響が及ぶ可能性がある。司法省は近々反トラスト法（独占禁止法）違反でアルファベットを提訴する可能性がある。フェイスブックも提訴される可能性があり、独禁法違反の疑いに基づくアマゾン・ドット・コム＜AMZN＞の調査も進行中だ。さらに、アップストアでの手数料の高さが反競争的だと主張する集団訴訟を可能とする判決を最高裁が下したことから、アップル＜AAPL＞も被告側に立っている。

■ 保守派判事の優勢が強まる中で予想される方向性

最高裁の判決は予測し難く、また、常に保守派とリベラル派の間での意見の対立という構図ばかりではない。トランプ大統領が指名した最も新しい2人の判事はアップルの裁判で意見が分かれ、ブレット・カバノー判事はリベラル派の意見に賛同し、ニール・ゴースッチ判事は反対側にまわった。法律事務所グッドウィンのパートナー、ウィリアム・ジェイ氏は、「保守派だからといって、必ずしも大企業に有利な判断をするわけではない。有名になった憲法や社会問題に関する5対4の判例とは異なり、保守派の判事も企業の利益に反する判断を下すこともある」と述べている。

ロバーツ最高裁長官は前の開廷期では多数派に同調した案件が97%だった。法学者のリー・エプスタイン氏によると、同長官の下での最高裁は大企業寄りだった。信頼の厚かった進歩派のギンズバーグ判事は、最高裁長官ほど重要な地位にいたわけではない。最高裁での訴訟を担当するベテランの法律家によると、トランプ大統領が判事を指名したとしても、大きな変化は起きないとみており、「保守派の判事がギンズバーグ判事よりも企業に有利な判決を下しやすいかといえばそうだろうが、最終的判決に違いは出ないだろう」と述べている。しかし、イデオロギー的な分裂は強まり、判決だけでなく重要な判決理由の文言や上訴に影響する公算が大きい。

石油大手シェブロン＜CVX＞が絡む1984年の最高裁判決以降、行政側の解釈が裁判所の解釈に優位するという「敬讓」という考えが強まったとされるが、保守派は繰り返しこの考えに疑問を呈してきた。保守派は、規制当局の権力に対してより強い疑念を抱いている。独占禁止法の専門家によると、保守派は経済的な被害の証明に対するハードルを高く設定しがちなため、独占禁止法違反の立件のハードルも高まる可能性がある。最高裁の保守派の判事が1人増えると、1930年代のフランクリン・ルーズベルト大統領時代のニューディール政策から進化してきた「行政国家」が少しずつ崩されていく可能性があるという。投資家擁護団体の責任者、デニス・ケレハー氏だ。「保守派対リベラル派が6対3になった最高裁では、この問題は潜在的に大きな意義があり、今後大きく取り上げられて、法律だけでなく米国人の生活そのものに、ニューディール以来の変化が起きるだろう」と同氏は述べる。

保守派の弁護士は、何十年も続いてきた規制当局の行き過ぎの是正に右傾化は必要なものだったと主張する。法律事務所ギブソン・ダンのパートナー、エリザベス・パペッツ氏は、「裁判所は法律を作るところではないことに注意するようになるだろう。フェイスブックの件は、政府が1991年の消費者保護法のほんの数語のあいまいな文言に基づいて何十億ドルもの罰金を科す可能性があるということを示す重要な例となっており、ギンズバーグ判事がいよいよといまいと、過半数は同法の意図は違ふと意見することになるだろう」と述べる。

商工会議所に関しては、ギンズバーグ判事が有利な判断を下した割合は46%で、ゴースッチ判事の86%をトップとして他の判事より少なくなっているため、商工会議所にとっては有利になるかもしれないと、あるリベラルなシンクタンクは述べている。保守派判事が増えた場合でも多数票の数

が増えるのみだが、最高裁判所に関するブログサイトを運営するアダム・フェルドマン氏によると、裁判所自体が商工会議所やその他の企業寄りの団体の主張を取り上げる傾向が強まる可能性があり、「真中が右にずれると、左寄りの大義におもねることの少ない判決理由を構築する可能性がある」と述べる。

天秤が大企業寄りに傾くかどうかは今後を待つしかない。今開廷期の案件はイデオロギー上偏りがある中で進行する可能性がある。フォードの案件では、事業を行っていない州の裁判所で消費者から訴えられることが可能かどうかという点にかかっている。ビジネス界の多くはフォードを支持し、可能ではないと主張している。故ギンズバーグ判事はこの考えに近かったかもしれない。同判事は2014年に、原告が自由に裁判所を選ぶ権利を制限する判決書を起草した。法律会社パターソン・ベルクナップのパートナー、ハリー・サンドウィック氏は、「これは企業寄りの判決と言えるかもしれないし、全ての人に公正さを求めた判決とも言える」と述べている。

■ グーグルとオラクルの訴訟の行方に注目が集まる

恐らく最も影響の大きいのはグーグル対オラクルの訴訟かもしれない。オラクルは、グーグルがJavaのコードを使用したのは著作権の侵害だと主張し、一方グーグルは、使用したコードは著作権の保護の対象ではなく、「フェアユース」の原則の下で使用したと主張している。下級審ではグーグルが勝訴し、控訴裁判所ではオラクルに有利な判決となった。当事者ばかりでなく、他のハイテク企業や擁護団体が議論に加わっており、グーグルの勝利はソフトウェアの革新を保護し、オラクルの勝利は知的所有権を保護することにつながると主張している。

最高裁は10月7日に口頭審理を行う予定だ。故ギンズバーグ判事は知的所有権の強力な擁護者だった。同判事の後任はオラクル寄りではないかもしれない。また、サンタクララ大学のタイラー・オチョア法律学教授によると、最高裁は知的所有権に関する問題は避けて、陪審員にフェアユースの問題を裁く権利があるか否かというより幅の狭い問題に関する判決を言い渡す可能性もある。最高裁内での力関係の変化により、判決がどちらに転がるかますます予測しがたくなる。

By Daren Fonda
(Source: Dow Jones)

5. ズームとビデオ会議のブームに取り残されたテレビ - As Zoom and Videoconferencing Boom, TVs Are Getting Left Behind

[テクノロジー]

いずれカメラ内蔵テレビなどが重要なツールになる時代も

■ 私生活でのビデオ会議ツール普及はまだこれから



筆者は、先週、外出自粛が始まって以来で最も大胆な行動を取り、いつもの机とは違う場所から仕事上のビデオ会議に参加した。同僚たちは、まるで筆者が世界を半周したかのような反応を示した。この6カ月の間に、ビデオ会議の際の背景は私たちのアイデンティティの一部になった。私たちは、同僚が家具を動かしたり、壁を塗ったり、あるいはベッドを整えたりすれば、それに気付く。また、技術的な問題を解決する時間があっただことから、今や全てがかなり普通に感じられる。最初に「聞

在宅勤務ができる幸運な者にとって、ビデオ会議はオフィスの代わりとして素晴らしい役目を果たしているが、私たちの私生活については同じ評価をすることはできない。筆者は、ダイニングテーブルからオンラインで誕生日を祝うために、ノートパソコン、モニター、充電ケーブルを移動しなければならなかった。まるで映画のセットのように、コードを床にテープで止めた。そして全てがまだ落ち着かない。リモート学習も容易ではない。新年度を、生徒の額（通常、筆者の娘の体でiPadのカメラに映る唯一の部分）と名前を一致させることから始めなければならなかった教師に同情する。

■ フェイスブックのポータルTV

しかし地平線には希望もある。私は、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）が始まるよりも前に、フェイスブック<FB>から「ポータルTV」という新製品を購入した。テレビ上に設置するこの装置は、基本的にはウェブカメラとRoku（ロク）のような装置を統合したものだ。フェイスブックのプライバシーおよびデータ上の問題から、ポータルTVは1年前に発表された時は物議を醸した。テクノロジー系サイトCNETは、そのレビュー記事に「フェイスブックのポータルTVを買ってはならない」という見出しを付けた。

筆者は、とにかく試してみることにした（使用しない時は電源を落とし、カメラのレンズを閉じた状態にする）。自分用に一つ、両親のためにもう一つ購入した。私たちはそれぞれのリビングのソファからビデオ通話をし、全てがテレビ画面に映し出された。そして、おじいちゃんとおばあちゃんの姿を、火を吐くトカゲに変えるインスタグラムのようなフィルターで遊んだ。

価格150ドルで、フェイスブック・メッセンジャーおよびワッツアップを介してストリーミングをするこの装置は、時としてバグが起きるものの、正しく動作する時はまるで誰もが同じ部屋にいるように感じ、私たちが慣れ親しんだ小さなビデオボックスに比べると、大幅に改善している。

フェイスブックでポータルの責任者を務めるライアン・ケアンズ氏は、「画面が大きくなればなるほど、より通話に没入できると分かっている。そして、家にはテレビより大きな画面はない」と語った。

ポータルTVには独自性がある。外部から接続することでテレビを簡単にビデオ会議のツールに変身させられる方法を私は他には知らない。250ドルのクロームブックでさえウェブカメラが内蔵されていることを考えると、選択肢のなさに驚く。テレビメーカーはなぜ自社のカメラを追加しないのだろう。

■ ビデオ会議ツールとしてのテレビの将来性

市場調査会社オムディアでシニア・リサーチ・ダイレクターを務めるポール・ギャノン氏は、テレビを双方向性のデバイスに変えようとするこれまでの試みは常に失敗だったと語る。「スマートテレビで使うアプリを考える場合、その80~90%はソファで寛いで動画を見るためのものだ」と同氏は言う。そして、新しいハードウェアをテレビに詰め込むのは収益性の面で困難だ。テレビはほとんどの家のテクノロジー上のハブではあるが、ほとんど利益が出ない。北米で購入される平均的なテレビは今や画面サイズが50インチあり、価格はわずか360ドルだ。ギャノン氏は、「他のものに比べ、テレビは極めて利益率の低い家電製品として悪名が高い」と語る。この価格の低さはネットフリックス<NFLX>やテレビ漬けの消費者にとっては素晴らしいことだったが、テレビのハードウェアにより多くの機能を持たせようとするメーカーがほとんどなくなることを意味する。

パンデミックで、この状況がようやく変わる可能性がある。ビデオ会議はテクノロジーで最も注目を浴びているトレンドの一つだ。2月以降、ズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>の株価は367%上昇し、ウェブカメラを製造するロジテック・インターナショナル<LOGI>の株価はほぼ2倍となった。人気株には進歩をもたらす傾向がある。ウェブカメラを内蔵したテレビはズームにとって恐らく巨大な市場になるだろう。同社幹部は本誌の質問に対して、その可能性について語ることを控えた。

ズームは最近になり、「ホームタイム」という名称の住宅用ビデオ会議デバイスについて、スマートホーム業者のクレストロンと提携した。これはズームのソフトウェアとロジテックのカメラを組み合わせ、家庭のテレビを会議室にいるようなビデオ体験に変えるものだ。クレストロンで住宅部門のバイスプレジデントを務めるジョン・クランシー氏は、「あらゆるものが変わり、一度経験すれば、ノートパソコンに戻るのは難しいだろう」と語る。同社のアプローチは大衆向けではない。デバイス価格は6100ドルで、日曜大工の選択肢になることを想定してはいない。

テレビのイノベーションという考えから、何年か前の、いずれアップル<AAPL>が独自のテレビ装置を発表するのではという噂（うわさ）のことを考えてみた。もちろん、これは実現せず、同社は単にテレビに接続するだけのApple TVに絞る選択をした。投資会社バーンスタインでシニア・テクノロジー・リサーチ・アナリストを務めるトニー・サッコナギ氏に、アップルがテレビそのものを製造するという考えを捨てる時が来たのか聞いたところ、同氏は、「それが恐らく合理的な仮定だと思う。ビジネスの観点から考え抜いた場合、アップルが物理的なAppleTVを発表するとなれば、私は信じられないほど驚くだろう」と答えた。

一方、来年登場するテレビの設計は現在最終段階にある。ギャノン氏によれば、新モデルは通常2月から4月にかけて登場する。一部のモデルがウェブカメラを搭載する可能性はあるが、より将来の話になる可能性が高い。サッコナギ氏は、「テレビメーカーはパンデミックのニーズにそれほど迅速に対応できていない。2年後には多くのテレビが内蔵カメラを搭載するだろう」と言う。

その時が来るまでは、消費者はウェブカメラやその他のビデオ製品を購入し続けるだろう。クレストロンによれば、同社の住宅用ビデオ会議関連事業は今年800%増加している。

By Alex Eule
(Source: Dow Jones)

6. 株式市場は底堅い - The Bright Side of the Stock Market's Bad Week

[米国株式市場]

S&P500指数は下落したものの、悪材料の多くは織り込み済み

■ S&P500指数の下落とナスダック市場の上昇

Dow Jones Industrial Average



Source: FactSet

株式市場は次の局面に向けて息をつないだ。

確かに、先週の株式市場は下落した。S&P500指数は週間ベースで4週連続の下落となり、0.6%安の3298.46で引けた。ダウ工業株30種平均は1.7%下落して2万7173ドル96セントとなり、小型株のラッセル2000指数は4.0%安の1474.91で取引を終えた。ナスダック総合指数だけが上昇し、1.1%高の1万913.56で週末を迎えた。

投資家が知っておくべきことは、ここに全てあるようだ。先週のニュースの見出しは、政府の景気刺激策（もしくは、それが無いこと）、最高裁判事の指名、そして選挙で埋め尽くされた。しかし、オークションサイトのイーベイ<EBAY>、電子決済サービスのペイパル<PYPL>、半導体のエヌビディア<NVDA>などの「巣ごもり銘柄」のウエート高いナスダック市場の上昇は、株式市場が下落した本当の要因が、新型コロナウイルスの第2波に対する恐怖であったことを示唆している。

これには相応の理由がある。先週は英国における2度目の封鎖措置に関する話から始まり、フランスで1日の新規感染者数が最多となって他の国でも感染の急増が報告されたため、欧州全体が感染第2波に直面した。米国では、感染者数の増加が加速し、これまでの死者数が週半ばに20万人を超えた。これらは新たな封鎖措置の可能性につながっており、投資家は景気回復関連株よりも安全と思われる銘柄へと急いだ。個別銘柄では、アマゾン・ドット・コム<AMZN>が4.8%高、アップル<AAPL>が5.1%高、マイクロソフト<MSFT>が3.7%高となったが、景気回復関連株である化学品大手のダウ<DOW>は8.6%安、エネルギー大手のシェブロン<CVX>は8.2%安となった。

■ ポジション再構築

S&P 500 Index



Source: FactSet

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「巣ごもり銘柄が先導し、景気回復関連株は売り叩かれた。現在、少なくとも短期的には景気の揺り戻しがあるとの前提で、ポジションの再構築が行われている」と述べる。

ただし、ポジションの再構築は大量の売却とは大きく異なる。ノルディア・アセット・マネジメントのシニア・マクロ・ストラテジストであるセバスチャン・ギャリー氏は、多くの超大型株が重要な下値支持線近くにあり、それを下回れば、個人投資家、ヘッジファンド、ミューチュアルファンドなどから下値を支える動きが見られる可能性がある」と指摘する。言い換えれば、ギャリー氏が言うように、「誰かがパニックになるかどうか」が焦点となっている」という。

先週は、誰もパニックになることはなかった。月曜日にS&P500指数は史上最高値から10%下落して調整局面入りとなったが、その後は反発した。週後半に3222.76の支持線を試す動きが見られたものの、下回ることなく引けた。ナスダック100指数も重要な下値支持線付近で始まったが、持ちこたえた。「市場全体としては、必要な時に必要な場所で持ちこたえられることを示している」とインスティテットのエグゼクティブ・ディレクターであるフランク・カッペレリ氏は述べる。

ただ、現時点ではこれまでのシナリオを変える必要があるようだ。アイアンサイズ・マクロエコノミクスの調査責任者であるバリー・ナップ氏は、現在の下落は割高だったハイテク株からのシフトから単に始まったが、市場の下落に合わせて、リスクシナリオに変化が見られると述べる。新型コロナウイルス感染の再拡大、選挙における不測の事態、景気の悪化などの懸念は市場の下落につれてより現実味を帯びており、「多くの株式市場の調整局面と同様に、ポジションの合理化として始まった動きから経済ファンダメンタルズ悪化のシナリオに展開した」と同氏は指摘する。

■ 景気回復の大きな流れは変わらず

NASDAQ Composite Index



Source: FactSet

一部の経済指標の悪化は見られるものの、主な懸念材料は、これまで議会から財政刺激策が出されていないことで景気が過度に悪化するのではないかとの見方だろう。ただし、もう一段の景気刺激策は実際には市場に必要なという可能性もある。景気刺激策の規模は金融危機の時に行われたものを既にはるかに超えており、共和党と民主党が合意に至らないことが明らかになった数カ月前に反応しなかった市場が、景気刺激策の欠如を今から心配し始めるとは考えられないからだ。

MKMインベストメント・パートナーズのマイケル・ダーダ氏は「議会の行き詰まりを織り込むのに、将来を見越して動く市場が1カ月様子見だったとの主張には無理がある。たとえ間違っているように感じたとしても、リスク資産や景気回復に備えたポジション追加のために、下押し場面や調整局面を利用するのが最善のようだ」と書いている。

そして、間違っているように感じたことが実は正しいのかもしれない。もしかすると選挙は市場が懸念しているほど大きな混乱にはならないかもしれない。ゴールドマン・サックスの通貨チームは「市場は選挙での勝者が決まるまで長い時間がかかる可能性が高いと織り込んでいるようだ」とみており、景気回復ペースの鈍化が確かに見られても、景気回復は続くだろうと指摘する。

ルーソルド・グループのストラテジストであるジム・ポールセン氏は「景気が減速しないわけではないが、全体的には健全なペースまでの減速となるだろう」と述べる。

そして、株式市場にはそれだけで十分だろう。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

7. ETFは暴落時の損失を抑えるが、別のリスクは残る - These ETFs to Minimize Loss When Market Crashes. リスク軽減に効く特効薬はない

[ETF]

■ ボラティリティ上昇でポートフォリオ見直しへ



Alan Coone/Dreamstime.com

今年2月から3月に株式市場が34%暴落したことで、いまだ動揺している投資家は、市場の最近のボラティリティの高さに注意を払う十分な理由があり、多くの投資家はポートフォリオのリスクを見直している。しかし、それは言うは易く行うは難しだ。伝統的な戦略は、過去にはうまくいったが、今では機能しないかもしれない。リスク軽減を目指す上場投資信託（ETF）の急増は、複雑になり過ぎて、別の意味でのリスクをもたらす可能性がある。

リスク資産にシフトさせることであり、さらに、債券の中でも、ボラティリティがより低く、よりディフェンシブな選択肢を保有することである。債券については、格付けの高い国債や社債を選ぶことを意味するが、投資家は既に利回りが極めて低い水準にまで債券価格をつり上げてしまっている。

リスクを減らす最も一般的なアプローチは、資金を株式のような高リスク資産から債券のような低

株式については、生活必需品や公益事業などのディフェンシブセクターや、低ボラティリティ銘柄が、相場下落局面では底堅いと一般には言われる。しかし、今年に入ってS&P500指数が2月19日から3月23日にかけて34%も急落する中で、これらのセクターや銘柄への投資はうまく機能しなかった。運用資産額331億ドルのiシェアーズ・エッジMSCI米国ミニマム・ボラティリティ・ファクターETF<USMV>は、S&P500指数とほぼ同様に33%下落した。運用資産額85億ドルのインベスコS&P500低ボラティリティETF<SPLV>は36%下落し、S&P500指数を超える下落となった。

「確かに失望させられた」と、モーニングスターでETFスペシャリストを務めるアレックス・ブライアン氏は言う。9月に株価が再び下落した時には、低ボラティリティ・ファンドは期待されていた本来の役割を果たしたようで、市場全般の下落と比べて3分の2程度の下落に踏みとどまった。

■ 市場や経済の状況に応じ配分を変えるETF

No Magic Bullet

There's no free lunch when it comes to risk reduction. These funds might prevent deep losses, but they also limit gains.

Fund / Ticker	Expense Ratio	AUM (mil)	YTD Return	02/19-03/23 Price Change
iShares Edge MSCI Minimum Volatility USA / USMV	0.15%	\$33,100	-4.0%	-33.0%
DeltaShares S&P 500 Managed Risk / DMRL	0.35	363	-4.9	-16.0
Cambria Global Momentum / GMOM	0.93	66	-7.1	-18.2
Invesco Russell 1000 Dynamic Multifactor / OMFL	0.29	918	-9.3	-33.1
Cabana Target Drawdown 7 / TDSB	0.68	300	10.9*	N/A*
Innovator S&P 500 Buffer, October / BOCT	0.80	62	2.1**	-24.5**
SPDR S&P 500 / SPY	0.10	281,900	1.6	-33.9

Showing 1 to 7 of 7 entries

"Note: YTD returns through Sept. 23; *Historical performance of Cabana advisory accounts that employ similar strategy as the ETF; **Returns have a 9% downside buffer and 14.1% upside cap for the outcome period between 09/30/2019 and 09/30/2020.

Sources: Morningstar, FactSet

もちろん、ETFプロバイダーは、市場が下落する場合でも損失を軽減できるETF作りを目指してきた。それにはさまざまな戦略があり、他の戦略よりも実績を上げてきた例もある、しかし投資家は、それによって生じる新たなリスクに注意が必要だ。リスク軽減に関して、うまい話はないものと思うべきだ。これらのファンドは大きな損失を防ぐことはできるかもしれないが、一方で利益を限定してしまうことになる。

タクティカル・アロケーションETFは、市場で注意信号が点灯した際に自動的に新しい資産クラスに移行する仕組みを持つ。運用資産額3億6300万ドルのデルタシェアーズS&P500マネージド・リスクETF<DMRL>は主に株式に投資するが、ボラティリティが急上昇すると米国債への投資に移行する。運用資産額6600万ドルのカンブリア・グローバル・モメンタムETF<GMOM>は、市場に追随する勢いが最も強いファンドを組み込んでいく。どちらのETFも、3月の急落時には市場に対して下落幅を半分に抑えることに成功したが、その後は低迷している。このようにトレンドを追う戦略とは、本質的に過去を重視するものであり、通常はトレンドの後追いになることを意味する。明確なトレンドがない場合や、トレンドが突如として様変わりすると、こうしたファンドはダメージを受ける。

投資顧問会社のカバナ・グループは、セパレート・マネージド・アカウント戦略に基づいて五つの

「目標ドローダウン」ETFを立ち上げ、運用資産額合計10億ドルで設定した。ファンドはさまざまなマクロ経済指標から景気循環の状況を把握し、それに応じて、より魅力的な資産クラスに配分していく。リスク許容度に応じて、各ファンドは5～16%の範囲で異なる最大ドローダウン率を定めており、これによって再配分の度合いが決まる。チャド・メイソン最高経営責任者（CEO）によると、このファンドの目指すところは、最大損失を予想の範囲内に抑えることで、投資家が投資を続けていけるようにすることだ。

2017年後半に設定された運用資産額9億1800万ドルのインベスコ・ラッセル1000ダイナミック・マルチファクターETF<OMFL>も、同様のアプローチを用いて、マクロ環境に応じて小型銘柄や割安銘柄、あるいは勢いのある銘柄に資産を配分していく。

こうした戦略に賭ける投資家は、経済と市場の方向性を評価する際に、ファンドマネジャーの判断やアルゴリズムを信頼する必要がある。もしそれが間違っているなら、ファンドは大きな打撃を受ける可能性がある。インベスコのファンドは3月の暴落の際に、市場全般と同程度の損失を出した。そこで、いわゆるバッファETFは、リスク管理のために別アプローチを提供する。S&P500指数のようなインデックスに追随する一方、オプションを使って一定期間の損失を限定するのだ。しかし、これは利益も限定することになる。

■ 損失を限定するバッファETFの仕組み

「市場が最終的にどこに向かっているかは、誰にも分からない」と語るのは、2018年にディファインド・アウトカム・バッファETFを最初に考案したイノベーター・キャピタル・マネジメントの共同創業者でCEOのブルース・ボンズ氏だ。「退職を間近に控えている人や、非常に保守的な投資手法を取っている人たちは、未知のものを既知のものに置き換えようとする傾向がある。つまりアウトパフォームの可能性をある程度あきらめることで、ダウンサイドを限定したいと考える」と同氏は言う。不確実性が高まる中で、今年はバッファETFの人气が特に上がっている。ファースト・トラストやアリアンツなども含めて、多数の新ファンドが販売された。イノベーター・キャピタル単独でも、バッファ・ファンドの運用資産額は、ほぼ倍増して33億ドルに達した。

バッファETFの投資家保護には限界があることに注意が必要だ。幾つかのイノベーター・ファンドは、当初の9%または15%の値下がりについてのみ投資家は保護される。別のケースでは、投資家は保護を受ける前に最初の5%の損失を乗り切る必要がある。投資家保護のコストは、もうける機会を逃す可能性につながる。バッファETFは、投資家が得るはずの最大利益を限定する。つまり、より多くの保護を得ようと思えば、それだけ最大利益の上限は低くなる。最大利益の上限は、決められた期間の開始時によっても異なる可能性があり、一般に市場のボラティリティが上昇するほど高くなる。

リスク回避的な投資家は、うまい話などないことを覚えておく必要がある。リスク限定ファンドは、大きな損失を防ぐことはできるが、同時に利益も限定される。時間に余裕がある投資家は、ポートフォリオを分散し、ボラティリティを乗り切っていくことも有効な戦略かもしれないと、ブライアン氏は語り、「リスク軽減に関しては、特効薬はない」と言う。

By Evie Liu
(Source: Dow Jones)

8. ウェスタン・デジタルがフラッシュメモリ関連事業分離の可能性 - Western Digital Could Be Worth a Whole Lot More 企業価値分析は50%超の上値余地を示唆

[ハイテク]

■ 株価は割安、長期的に旺盛な需要が見込まれる



Justin Sullivan/Getty Images

ハードディスクドライブ（HDD）と半導体ストレージの大手メーカーであるウェスタン・デジタル＜WDC＞には派手さこそないが、急成長を遂げるクラウド型ソフトウェア企業に欠けているものを持っている。それはバリュー投資家にとって魅力的な株価の割安さだ。

株価は年初来で約35%下落しており、先週末の終値は37.53ドル。店舗閉鎖が広がる中、とりわけ小売店での販売が落ち込んだ。2020年度の増収率は1%にとどまり、ウォール街は2021年度に6%の減収を見込む。だが、投資家は大きな流れを見

失ってはいけない。世界はデータを蓄積し続けており、同社の生産能力を必要としている。

■ CEO交代で大きな変化が起こる可能性がある

ウェスタン・デジタルは進化しており、今後より大きな変化が起こる可能性がある。長年にわたり最高経営責任者（CEO）を務めたスティーブ・ミリガン氏の後を今年3月に引き継いだデビッド・ゲックラー氏が最初に打ち出した大きな変化の一つが、利回りが4%を超えていた潤沢な配当を打ち切り、同社が抱える巨額の債務の返済により多くの現金を振り向けるというものだ。

今年6月末時点の純負債は約65億ドルで、その大半は、2016年にフラッシュメモリーカードを主力製品とするサンディスクを190億ドルで買収したことによるものだ。債務返済の加速は財務的には賢明な措置だが、配当停止は利回りを追求する投資家を憤慨させ、株価は暴落した。より最近では、7-9月期の失望的な業績ガイダンスの発表を受けて株価は再び打撃を受けた。

同社の苦境は、サンディスクの買収へさかのぼる。買収の目的は、HDDの販売の伸び悩みの打開策として事業を多様化することだった。ところが、同社の現在の時価総額はサンディスクの買収額を80億ドル下回っている。クレイグ・ハラムのアナリスト、クリスチャン・シュワブ氏は最近、「どう見ても買収が失敗であることが明らかになっている」と主張している。

■ HDD事業とフラッシュメモリー関連事業の線引きを明確化する新戦略

ウェスタン・デジタルの株価は先週、HDD事業とフラッシュメモリー関連事業の間に明確な線引きをするかのような企業再編策を発表したことを受け、急騰した。発表内容はあいまいさの残るもので、同社はこの再編策について「当社の多様なポートフォリオを、成長と収益性および開発における機動力を目指した成長加速戦略に一致させるものだ」と説明した。

この発表に対するウォール街の解釈は、ウェスタン・デジタルが最終的な会社分割、すなわち実質的なサンディスク買収の巻き戻しに向けて準備を進めているというものだ。この発表を受けて複数のアナリストがサム・オブ・ザ・パーツ（SOTP）分析を行った。潜在的な価値の算出は、二つの主要事業の価値を把握することを意味する。

米国のHDD業界にはウエスタン・デジタルとそのライバルでHDD専門のシーゲイト・テクノロジー<STX>の2社しか存在しない。クレイグ・ハルムのシュワブ氏によると、シーゲイトの過去5年間の平均予想株価売上高倍率（PSR）は1.4倍。一方、同氏はウエスタン・デジタルのHDD事業の2021年度（6月期）の売上高を77億ドルと予想している。つまり、同事業の価値は107億ドルと考えられる。

フラッシュメモリー関連事業については、シュワブ氏はメモリー半導体専門のマイクロン・テクノロジー<MU>の過去5年間の平均予想PSRに基づき、2021年度予想売上高である76億ドルの1.9倍、すなわち146億ドルと評価している。HDD事業と合わせた企業価値は253億ドルで、純負債の65億ドルを除くと188億ドル（1株当たり約62ドル）と評価できる。現在の株価の上値余地は50%を超える。

ドイツ銀行のアナリスト、シドニー・ホー氏がウエスタン・デジタルの時価総額を別の方法で算出したところ、同様の結果が得られた。

■ 市場はウエスタン・デジタルの企業価値を過小評価

ウエスタン・デジタルはフラッシュメモリーの全量をキオクシア（旧社名は東芝メモリ）との合併事業から調達している。キオクシアは今年10月6日に日本で上場される予定で、時価総額は140億～180億ドルと予想されている。

これに対してドイツ銀行のホー氏は最近の顧客向けレポートで、市場はウエスタン・デジタルのフラッシュメモリー関連事業をわずか30億ドルと評価していると述べている。これは、キオクシアとの合併事業がフラッシュメモリーの生産量を均等に分け合っているにもかかわらず、キオクシアの評価額とウエスタン・デジタルのフラッシュメモリー関連事業の評価額の違いに100億ドルを大きく超える差があることを示唆している。

ホー氏は、こうしたディスカウントの一部が両社の「事業内容、市場化戦略、保有資産の違い」を反映している可能性があると考えているものの、これらの理由は100億ドルを超えるギャップを正当化しないと結論付けている。要は、ウエスタン・デジタルには市場が考えているよりもはるかに価値があるようにみえる。

事業をより明確に定義するウエスタン・デジタルの戦略は、同社の取締役会と新CEOがホー氏と似通った結論に達したことを反映しているのかもしれない。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

9. 政治が市場を動かすのか、市場が政治を動かすのか - Will Washington Rule the Markets, or Will Wall Street Decide the Election? [コラム・大統領選挙]

市場は最終局面を迎えた大統領選挙を注視

■ 大統領選挙は最終局面に



Chip Somodevilla/Getty Images

米国の大統領選挙は重要な最終段階を迎えようとしている。29日夜、共和党のトランプ大統領は民主党の対立候補であるジョー・バイデン前副大統領と最初の討論会を行う。2019年半ばに民主党候補者による討論会で始まった終わりがいいかのように思えたプロセスの集大成となるだろう。

大統領選挙と両議院選挙は、何週間も金融市場の裏で話題になっていたが、今や表舞台に移ってきた。また、11月3日の投票日前の最後の雇用データとなる9月の雇用統計が10月2日に発表される。有権者の懐具合が投票の意思決定に重要であることを考えると、今回の数字は市場以上に政治に影響を

を与えるかもしれない。

■ 政治が市場を動かす

今年の選挙は、郵便投票と期日前投票の拡大により、集計作業に何日も何週間もかかる可能性がある。集計の遅れや結果に関する論争がもたらす可能性のある不確実性は、11月3日以降のオプションの価格にも表れている。

アルファ・オメガ・アドバイザーズの創設者でキャンター・フィッツジェラルドの前グローバル・チーフ・マーケット・ストラテジストであるピーター・チェッキーニ氏によると、S&P500指数のアット・ザ・マネー（時価と権利行使価格が等しい）のオプションのインプライド・ボラティリティのグラフ上で、2〜3カ月後に行使期限を迎えるオプション取引の所に「節目」があるという。その後、カーブは下向きに傾斜し、リスクが後退することを示している。1年前、ボラティリティ・カーブは緩やかに上向きに傾斜しており、行使期限が長いオプションのリスクがやや高いことを示していた。「もちろん、選挙だけが理由ではない。昨年以來、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）と景気後退が起きている」と同氏は指摘する。

米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は追加の財政政策を明確に求めてきたが、チェッキーニ氏は、「FRBが既にフェデラルファンド（FF）金利誘導目標を0%に近づけ、毎月1200億ドルの米国債や住宅ローン担保証券（MBS）を買い入れていることを考えれば、金融政策には余地がないことが示されている。さらにオプション市場の不安感を高めているのは、トランプ大統領が選挙に負けた場合に平和的な政権移行を拒否していることだ」という。

■ 経済の現状と今後の見通し

ルース・ギンズバーグ判事の後任となる最高裁判事の承認をめぐる対立を控え、選挙前に財政支援パッケージが合意される可能性は低くなった。しかし、ムニューシン財務長官は24日、民主党のペロシ下院議長と新たな景気刺激策の法案について交渉が続いていると述べた。民主党は2兆4000億ドルの法案を起草しており、5月に下院で可決された3兆ドル超の法案より規模は小さいものの、共

和党が支持するものよりははるかに大きい。

共和党は、最近の経済データが明らかに急激なV字回復を示していることから、新たな数兆ドル規模の支援には抵抗してきた。10月2日に発表される9月の雇用統計のコンセンサス予想は、非農業部門就業者数を前月比85万～90万人増としており、堅調な増加ではあるものの8月の137万1000人増には及ばない。

連邦政府による救済措置は、特に2兆3000億ドルの新型コロナウイルス支援・救済・経済保障（CARES）法による週600ドルの失業給付上乗せ措置が7月末で終了したことなどから、効果が薄れつつある。さらなる支援の見通しが薄れる中、ウォール街のエコノミストは2020年第4四半期の国内総生産（GDP）成長率予想を大幅に引き下げている。ゴールドマン・サックスは第4四半期の実質GDP成長率を6%から3%へ半減させ、JPモルガンは3.5%から2.5%に引き下げた。

もちろん第3四半期のGDP成長率が前期比年率30%の大幅な景気拡大となる可能性もあるが、米国経済の大部分が停止した第2四半期の同マイナス31.7%を補うほどではない。

■ 市場が政治を動かす

市場は政治の世界を注視するが、金融や経済が逆に大統領選挙に影響を与える場合もある。ダン・クリフトン氏率いるストラテガスのワシントン政策戦略チームが構築した新しいモデルによると、与党候補の一般投票の結果は四つの変数によって正確に予測されるという。投票日の3カ月前のS&P500指数のパフォーマンス、ドル相場（弱いほど良い）、現職大統領の支持率、経済状態である。

このモデルは、1988年以来、現職大統領の政党の候補の一般投票を0.75ポイント以内で予測してきた（2008年の金融危機時の選挙を除くと、0.18ポイント以内）。ただし2000年にはアル・ゴア氏、2016年にはヒラリー・クリントン氏が一般投票の得票数では勝利しながら選挙人の過半数を獲得できずに敗北している。

政治関連サイトのリアルクリアポリティクスによる世論調査の平均によると、バイデン氏がトランプ大統領を6.5ポイントリードしているが、ストラテガスのモデルはそれよりも両候補者の差が縮まっていることを示している。ただし「トランプ大統領の人気は9月に入ってから株価の下落とドルの上昇により下がっている」と顧客向けノートで付け加えている。

現在、新型コロナウイルスの新規感染者数は減少中であり、有権者の関心は経済、最高裁、法と秩序に移っている。だが新規感染者数が再び増加すれば、トランプ大統領のパンデミックへの対応が改めて論点となる可能性もある。

2020年、一つ確実なことがあるとすれば、1カ月で多くが変わり得るということである。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - The Pandemic Has Swelled the Ranks of Zombie Companies パンデミックにより、ゾンビ企業が増加

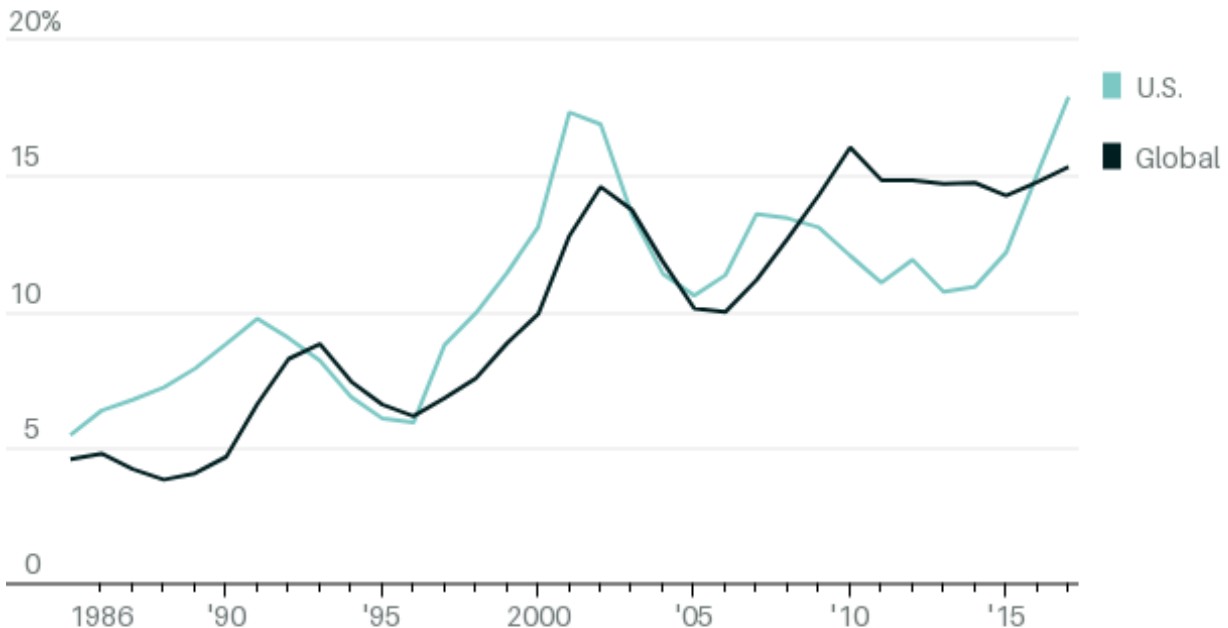
[経済関連スケジュール]

■ ゾンビ企業の見分け方

A Global Outbreak

The share of zombie companies has been growing for decades.

Share of Listed Companies that are Losing Money and Heavily Indebted



Source: Bank for International Settlements

ハロウィンが近づきつつあるが、投資家もゾンビには要注意だ。プリンシパル・グローバル・インベスターズのマネー・マネジャーによると、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）により、収益力が低く、現金に乏しく、経費を賄うために金融市場に頼るゾンビ企業の数が増えているという。第1四半期には、ブルームバーグ・トータル・リターン・インデックス＜BCOMTR＞構成銘柄の18%が、前年度の税引き前利益で支払利息を賄うことができなかった。同様の企業の割合は、1年前には10%強だった。

ゾンビ企業という名称は、1990年代初頭から2000年代初め、日本の銀行が企業救済のために、低金利での融資を行うよう圧力を受けた“失われた10年”に最初に現れた。以来ゾンビ企業の発生は広がっている。国際決済銀行（BIS）は今月初めの調査の中で、世界の上場企業におけるゾンビ企業の割合は、1980年代後半に4%だったのが、2017年には15%に拡大したと指摘した。

ゾンビ企業をどう特定するのか？ プリンシパル・グローバルは指針を提供している。前年度の税引き前利益が支払利息の2倍に満たない企業で、株主資本利益率（ROE）と資本コストのスプレッドが4%ポイント未満、1年および3年平均の売上成長率が3%未満、流動性や支払い能力、利益の指標で倒産予想に使われることもあるアルトマンZスコアが1.8未満、としている。

だがリスクを数値化することは難しい。BISによると、1980年から2017年の間に、ゾンビ企業に分類された企業のうち撤退した企業はわずか25%だ。精算した企業もあれば、買収された企業もあ

る。一方、BISは2017年に、ゾンビ企業となったことのない企業が2年以内にゾンビ化する確率は3%であるのに対して、“復活したゾンビ”企業のうち、2年以内に逆戻りする確率はおよそ17%だとしている。恐ろしい。

■ 今週の予定

Rise of the Living Dead

The pandemic made it tougher for companies to cover interest costs with last year's earnings.

Companies with Interest Coverage < 1



Note: Data as of March 31, 2020

Source: Bloomberg, Principal Global Asset Allocation

9月28日（月）

- ・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＞がバーチャルでの投資家向け説明会を3日間に渡って開催。ダニエル・チャン最高経営責任者（CEO）らが登壇予定。
- ・ダラス連銀が、9月のテキサス州製造業景況指数を発表。コンセンサス予想は、8月とほぼ同水準の8.3。

9月29日（火）

- ・調査会社IHSマークイット＜INFO＞、調味料大手のマコーミック＜MKC＞、半導体大手マイクロン・テクノロジー＜MU＞が決算発表。
- ・トランプ大統領とバイデン前副大統領による第1回大統領候補者討論会が、オハイオ州クリーブランドのケース・ウェスタン・リザーブ大学で行われる。討論会は3回行われる予定。
- ・9月のコンファレンス・ボード消費者信頼感指数発表。エコノミスト予想は90と、8月の84.8から上昇。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）以来の最高値は7月の91.7。

9月30日（水）

- ・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9月の民間雇用者数を発表。コンセンサス予想は前月比62万5000人増（8月は42万8000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たが、そのうち43%（約850万人）が回復している。

- ・ 米国の第2四半期の国内総生産（GDP）確定値が発表。予想成長率は年率換算マイナス31.7%と、8月末に発表された改定値と変わらず。
- ・ 全米不動産協会（NAR）が8月の中古住宅販売保留指数を発表。コンセンサス予想は2.3%増と、7月の5.9%増から鈍化。NARのチーフ・エコノミストであるローレンス・ユン氏によると、記録的な速さで契約が成立している状況で、住宅販売はV字回復の途上にある。
- ・ 9月のシカゴ景況指数（シカゴPMI）発表。エコノミスト予想は52.1と、8月の51.2からやや上昇。

10月1日（木）

- ・ 食品メーカーのコナグラ・ブランズ＜CAG＞、酒類大手コンステレーション・ブランズ＜STZ＞、飲料・スナック菓子大手のペプシコ＜PEP＞が四半期決算発表。
- ・ 米商務省経済分析局が、8月の個人所得・消費支出統計を公表。個人所得は前月比2.8%減を予想（7月は同0.4%増）。個人消費は前月比0.9%増の予想（7月は同1.9%増）。

10月2日（金）

- ・ 9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93万2500人増（8月は137万人増）。失業率は8.2%となる見込み（8月は8.4%）。
- ・ 独立系の石油、ガス探掘・開発会社ノーブル・エナジー＜NBL＞が臨時株主総会を開催。大手エネルギー会社シェブロン＜CVX＞の、ノーブル・エナジーの全株式買い取りによる買収案への承認を求める。7月に発表されたこの買収案は全額株式交換で実施され、ノーブルの企業価値は130億ドルとされる。

By Alexandra Scaggs
(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』 2020/09/27

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