

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2020/10/11

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 次の産業革命に投資する方法 - How to Play the Next Industrial Revolution [カバーストーリー]
テクノロジーの恩恵を受ける資本財セクターの注目銘柄 P.2
2. イートン・バンス買収は資産運用業界再編の前兆 - Eaton Vance Deal Presages [ファンド業界]
More Money-Manager M&A P.6
アクティブ運用会社への料金引き下げ圧力が引き金
3. アライアンス・バーンスタインが傑出する理由 - Why AllianceBernstein Stands [ファンド業界]
Out P.8
成長と9%近い株主還元利回りが見込める資産運用会社
4. アメリカンドリーム：米国に工場を戻そう - The American Dream: Bringing [フィーチャー]
Factories Back to the U.S. P.10
製造業の海外移転、流れに変化－副作用を反省
5. ファイザーによる訴訟、薬価に「激震」となる可能性 - Pfizer Suit Could Be an [フィーチャー]
'Earthquake' for Drug Pricing P.16
裁判結果は製薬会社の業績に大きな影響
6. 増税の可能性にもひるまない株式市場 - Nothing Seems to Worry This Stock [コラム]
Market-Not Even a Possible Tax Hike P.19
大統領選を前に株価はV字回復、上昇は続くのか
7. 米株高を支える景気刺激策以外の要因 - Forget Stimulus. This Is Why the Dow [米国株式市場]
Had a Great Week P.21
上昇の理由より中身が重要
8. 11月に迫るカリフォルニア州のググエコノミー住民投票 - The Election Is a [ハイテク]
Material Event-Just Ask Uber and Lyft P.23
可決ならライドシェアと料理宅配に大きな追い風
9. ドルを支える米国株の魅力 - The Allure of U.S. Stocks Could Keep Dollar Steady [コラム]
双子の赤字と超低金利を米株高が相殺 P.25
10. 今週の予定 - After Years of Anticipation, Apple's iPhone Enters the 5G World [経済関連スケジュール]
アップル、待望の5G対応 iPhone発表へ 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。

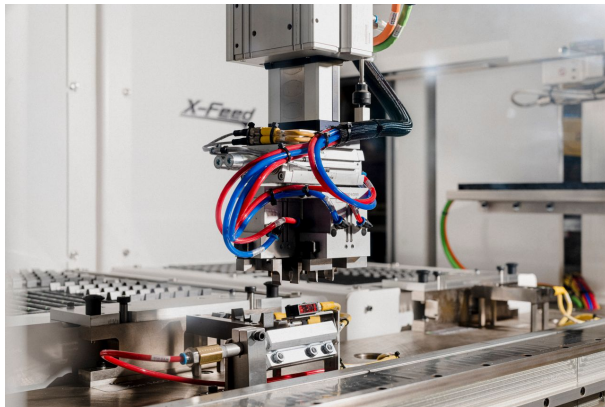
Copyright © 2020 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. 次の産業革命に投資する方法 - How to Play the Next Industrial Revolution テクノロジーの恩恵を受ける資本財セクターの注目銘柄

[カバーストーリー]

■ アウトパフォームの予兆



Photograph by Lyndon French

テクノロジーはもはやハイテク株だけのものではなく、資本財メーカーも恩恵を享受できる。建機メーカーのキャタピラー<CAT>と産業自動化機器メーカーのロックウェル・オートメーション<ROK>は、データと自動化の力を利用している。両社は今後数年間で売上高をより安定させ、利益を増やすことができるはずである。

同時に、再生可能エネルギーや電気自動車へのシフトは、特殊工事請負会社クアンタ・サービス<PWR>や産業機器メーカーのイートン<ETN>のような電動化技術を持つ企業に成長のきっかけを提供している。場合によっては、化石燃料の

衰退で資本財メーカーが失ったビジネスを再生可能エネルギーが代替することになる。これらの傾向を総合すると、10年間足踏み状態が続いていた資本財セクターがアウトパフォームする時期に来ていることが示唆される。

過去10年間、S&P500資本財セクター指数は年率12%の上昇にとどまり、同期間のS&P500指数の年率14%を下回っている。これは石油と石炭の地位低下、中国の成長の鈍化、かつては強大だった複合企業ゼネラル・エレクトリック<GE>の没落の影響である。ハイテクセクターは、アップル<AAPL>の優位性、マイクロソフト<MSFT>のような一度停滞した巨人の若返り、ズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>などの新しいプレーヤーの登場により、過去10年間で年率20%の上昇率を達成した。

しかし、歴史的に見ると市場はサイクルに沿って動く。ハイテクセクターは資本財セクターを10年間にわたってアウトパフォームした後、資本財セクターに道を譲り、さらにその傾向が再び反転するという動きを繰り返している。1980年代、ハイテク株の割合が高いナスダック総合指数の年間上昇率は平均12%未満だった。一方、S&P500指数を資本財セクターの代替指標と見た場合、同セクターは商業建設ブームに乗って平均18%の年間上昇率を記録している。

1990年代にはハイテクバブルが発生した。この10年間、ハイテクセクターは年間30%の上昇を記録したが、資本財セクターの年間上昇率は平均16%だった。2000年代には、ハイテクセクターは平均で年間7%の下落となったが、中国が世界貿易機関（WTO）に加盟し、インフラ投資が急増して資本財メーカーの売上高が増加したことで資本財セクターは平均1%ほど上昇した。その後、ハイテクセクターは再び上昇基調に転じており、過去10年間のハイテクセクターの年間上昇率が平均20%であったのに比べ、資本財セクターの年間上昇率は平均12%にも満たない。

現在はサイクルが再び転換しようとする兆しが見える。ハイテクセクターの今後12カ月予想株価収益率（PER）は31倍となっており、ハイテクバブル以来の高値を記録している。一方、資本財セクターのPERは24倍である。この7ポイントの差は2000年代初頭以来最大であり、ハイテク株の株価がピークを迎える可能性があることを示している。

■ 産業自動化と再生可能エネルギーがカギ

The Industrial Future

Five stocks that can benefit from Big Data, automation, and electrification.

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	Market Value (bil)	2021E Revenue (bil)	2021E EPS	2021E P/E	Divide Yield
Caterpillar / CAT	\$156.66	6%	\$84.8	\$42.7	\$7.26	21.6	2.6%
Schneider Electric / SU, France	€107.45	17	71.6	31.2	5.90	21.5	2.1
Eaton / ETN	\$107.48	14	43.0	17.9	4.88	22.0	2.7
Rockwell Automation / ROK*	241.12	19	28.0	6.7	7.96	30.3	1.7
Quanta Services / PWR	59.00	45	8.2	12.0	4.04	14.6	0.3

*September fiscal-year end; E=Estimate
Source: Bloomberg

的に普及したことで、データを収集、保存、分析してプロセスを改善することが可能になった。中央から離れた製造現場でプロセスを分析する「エッジ・コンピューティング」は、資本財セクターの企業にとって大きなビジネスになりつつあり、マイクロソフトのビジネスモデルと同様の継続課金型の収益をもたらす。

「エッジ」でプロセスを制御するロックウェルは、過去10年間で売上高を平均約5%、利益を約18%のペースで成長させてきた。平均的な資本財メーカーの増収率は5%、増益率は8%未満である。ロックウェルの利益率は、2001年にロックウェル・インターナショナルから分割された時の約7%から、ここ数年で平均約19%に上昇している。

各社はソフトウェア企業を買収し、演算能力の爆発的な向上とデータ保存・解析コストの低下を生かそうとしている。例えば、複合企業シーメンス<SIE.ドイツ>は2017年にソフトウェア企業メンター・グラフィックスを40億ドルで買収した。ロックウェルは先週、マイクロソフトとの提携を発表し、より多くのソフトウェアアプリケーションとロックウェルの持つ業界のノウハウを組み合わせようとしている。こうした取り組みは、利益の増加と利益率の上昇につながるはずだ。

石油会社へのサービスは資本財メーカーにとって巨大なビジネスだったが、石油価格の下落に伴って、その売上高も減少している。そこで再生可能エネルギーの登場だ。太陽光発電や陸上風力発電には天然ガス火力発電と同等の費用対効果がある。国際エネルギー機関（IEA）によると、2016年の世界の再生可能エネルギーへの支出は3130億ドルに達した。エネルギー貯蔵と送電に費やされた金額を合わせると、この数字は6190億ドルになる。2016年の石油・ガスの探査支出は4520億ドルで、2015年の6140億ドルから減少した。

再生可能エネルギーインフラの構築・点検を行う資本財企業には巨大な事業機会が存在する。大半の再生可能エネルギー送配電網は、発電された電力を管理するために、より多くの技術と蓄電設備

テクノロジーの恩恵は、一部の資本財メーカー、特に産業自動化を手掛ける企業の追い風となっている。投資銀行ベアードの資本財セクター担当アナリストであるリック・イーストマン氏は、自動化への投資は今後10年間加速し続けると語る。同氏によれば、ここ数年の伸び率は世界全体の国内総生産（GDP）成長率に追従しているが、技術トレンドと製造能力の米国への回帰により、自動化投資の伸びが年に1~2%ポイント底上げされると推定される。大したことではないように思えるかもしれないが、10年間の複利効果を考えれば大きなチャンスである。

自動化はまた、データを収集・処理し、それによって収入を得る機会が増えることを意味する。演算コストが低下し、クラウドベースのテクノロジーが爆発

を必要とする。エジソン電気協会によると、米国の送電投資は今後数年間で年間220億ドルを超えると予想されており、10年前の年間約100億ドルから増加している。

以下では、電化、自動化、データのトレンドに乗って好業績を上げるとみられる五つの銘柄を紹介する。

■ シュナイダー、イートン



Photograph by Lyndon French

一部の企業は上記の三つのトレンド全てから利益を得ている。フランスの電機・自動化製品メーカーであるシュナイダー・エレクトリック<SU.フランス>もそうした企業の一つだ。同社は多くの同業他社と同様に、売上高の増加と利益率の上昇を目指してソフトウェアに力を入れている。2018年には、エンジニアリングソフトウェア企業のアビバ・グループ<AVV.英国>の60%の株式を取得した。

シュナイダーの自動化事業は年間70億ドル以上の売上高を生んでいるが、電機製品事業の方が大規模である。この事業では、住宅用サーキットブレー

カー、低圧変圧器、（太陽光発電からの直流を電気機器で使用される交流電流に変える）パワーインバーターなどの販売によって年間約240億ドルの売上高を上げている。

シュナイダーの過去5年間の増収率は平均で年2%未満だったが、今後3年間は年5.3%程度まで加速すると予想されている。直近の株価は109ユーロである。2021年予想PERは約21倍とあまり割安ではなく、過去平均の約15倍を上回っている。しかし、自動化と電機製品の両事業の見通しは改善している。今後数カ月間で、同社のバリュエーションは他の優良な資本財企業と同様にPER約25倍へ上昇し、株価は125ユーロに達する可能性がある。

イートンはシュナイダーと同様にサーキットブレーカーと変圧器を製造している。また、電化と自動化の台頭による恩恵も受けている。同社の売上高は過去5年間、平均で年間1%程度落ち込んでいるが、それは同社が景気後退中の産業であることや、重機用の機器を販売していることによる。

しかし、やはりシュナイダーと同様に、ウォール街はイートンの売上高の成長が加速し、今後3年間で年間3.7%程度になると考えている。この成長の加速は電化への支出によってけん引されるだろう。調査会社ゴードン・ハスケットのアナリストであるジョン・インチ氏は、電機製品部門の成長は今後数年間で4~5%に達すると考えている。

イートンの2021年予想PERは22倍と過去平均に比べて割高である。だが、インチ氏は現在のバリュエーションを妥当だと考えている。同氏は「イートンは依然として、トラクター・大型トラック業界を担当する機械セクターアナリストが主にカバーしている」と語る。しかし、売上高の60%以上を電機事業が占めるイートンは、他の商用車株と比較するべきではない。同氏は、株価には「潜在的な機会が完全には織り込まれていない」と話す。同氏の投資判断は「買い」、目標株価は直近の108ドルを約11%上回る120ドルだ。

■ キャタピラー、クアンタ・サービス、ロックウェル

Reverse Course

Tech stocks have been outperforming Industrials for so long that it may be time to switch.



Source: Bloomberg

キャタピラーの売上高の伸びは1980年代と2000年代に加速した。今後10年間も売上高は加速すると思われるが、今回は機械のネット接続や監視に関連したサービスによって利益率を改善し、売上高に対する景気循環の影響を抑えることができる。

2019年時点で、キャタピラーは世界中で100万台のコネクテッドマシンを保有している。同社の2021年予想PERは約21倍だが、見た目ほど高くはないかもしれない。同社のような景気循環の影響を受けやすい企業は、業績が低迷しているときはPERが高くなる傾向がある。キャタピラーの業績は、2018年の1株当たり利益（EPS）約11ドルという以前のピーク時を大きく下回っている。当時のPERは約13倍だった。

キャタピラーを買うべき時期は、景気が良くなり始めている時だ。そして、実際に景気は良くなってきている。ウォール街は、2016年から2020年にかけて売上高が年間2%のペースで成長した後、今後4年間は年8%程度増加し、2024年には560億ドルに達すると予想している。資本財セクターの株価上昇によって、キャタピラーの株価は、最後に利益のピークを迎えた2017～2018年の平均株価144ドルから50%上昇する可能性がある。これは約210～220ドルに相当し、2018年初に記録した過去最高値よりも約20%高い。

電気インフラなどを建設するエンジニアリング・建設会社のクアンタ・サービスは、再生可能エネルギーへの移行に助けられている。2019年の電気工事の売上高は71億ドル（売上高全体の59%）で、2014年の53億ドルから増加した。この売上高は2024年までに103億ドルに成長する可能性がある。

一方、利益率は2020年の約5.1%から2024年には6.7%に改善すると予想されている。成長を支え

るプロジェクトの受注残も豊富だ。直近の株価は59ドルで、2021年予想PER約14倍は過去5年間の平均12倍をやや上回る。それでも、市場全体に比べれば割高ではなく、ある程度のプレミアムは妥当である。

ベアードのアナリスト、アンドリュー・ウィットマン氏によれば、クアンタ・サービスは収益構造において継続課金型の収益を増やしている。また、同社は通常の建設サイクルによる案件に加えて小規模な契約を追加で受注しており、実質的に公益企業の労働力の一部のような形でサービスを提供している。同氏の投資判断は「買い」、目標株価は60ドルである。

ロックウェルは世界最大の産業自動化機器専門メーカーであり、組立ラインのロボット制御などを行う「ディスクリート」オートメーションと、食品製造などの連続作業を管理する「プロセス」オートメーションの両方を専門としている。

ハスケットのインチ氏は「世界的な自動化機器サプライヤーはほんの一握りしか存在しない」と語る。同氏はロックウェルの株価が直近の244ドルから250ドルになると予想しており、これは2021年度コンセンサス予想PER31倍に相当する。しかし同氏は2022年度のEPSが8.85ドルに達するとみており、これが正しければPERは28.2倍となる。2022年度コンセンサス予想EPSは前年度比16%増の9.21ドルである。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

2. イートン・バンス買収は資産運用業界再編の前兆 - Eaton Vance Deal

Presages More Money-Manager M&A
アクティブ運用会社への料金引き下げ圧力が引き金

[ファンド業界]

■ モルガン・スタンレー、AM部門強化で事業構造改革を推進



Michael Nagle/Bloomberg

さらなる業界再編と、手数料収入への一段の依存。先週、モルガン・スタンレー<MS>が、米資産運用会社イートン・バンス<EV>を70億ドルで買収すると発表し、ウォール街のこの二つのトレンドが注目を集めた。

これは、モルガン・スタンレーによるネット証券イー・トレード・フィナンシャルの買収に続くものであり、リスクの大きいトレーディングで収益を上げた、金融危機前のやや向こう見ずな経営に訣別する次のステップであることを示している。またアセットマネジメント（AM）業界の再編・統合の動きにも合致している。

合併後に両社は、年間260億ドルの純収入を上げると試算される。その多くは1兆2000億ドルの運用資産管理と関連サービスの提供による安定した手数料収入が源泉である。

イートン・バンスは、自社名で販売するミューチュアルファンドの強力なラインアップを擁し、多

くは債券に投資する。また同社は、サステナブル投資特化型ファンドを運用するカルバート・リサーチ&マネジメント・グループも保有する。傘下のパラメトリック・ポートフォリオ・アソシエイツは、投資家向けにカスタマイズされた指数などを提供し、アトランタ・キャピタルは中小型株ファンドを運用する。各運用会社は、商品をまとめてモルガン・スタンレーの強力な国際販売ネットワークに供給できるメリットがある。イトン・バンスも、ファイナンシャルアドバイザーのような中間業者向けに強力な国内販売網を持ち、自社内向けアドバイザー会社イトン・バンス・インベストメント・カウンセルも保有している。

買収は2021年央に完了する見通しだ。イトン・バンスの株主は1株当たりで、現金28ドル25セントとモルガン・スタンレーの株式0.5833株を受け取る。モルガン・スタンレーの直近株価では、合計56ドル50セントに相当する。またイトン・バンスの株主は、買収完了前に1株当たり4.25ドルの一度限りの特別配当を同社から受け取る。

コンファレンスコールにおいて、モルガン・スタンレーのジェームス・ゴーマン最高経営責任者（CEO）は、この買収でモルガン・スタンレーの株価バリュエーションが向上するよう望むと表明した。「競争相手であるネット証券最大手チャールズ・シュワブ<SCHW>の株価収益率（PER）は20倍、当社は10倍だ。もし14~15倍であれば、株価は100ドルになる」と語った。

内部成長を続ける数少ない伝統的運用会社の一つであるイトン・バンスの10月8日木曜日の終値は60ドル65セントとなり、発表前の40ドル94セントから急騰。ほぼ完璧に買収の対価と特別配当の合計額に一致した。モルガン・スタンレーは49ドル18セントで引け、実質的に変わらずであった。

■ さらに大規模な再編も

業界再編には拍車が掛かっている。アクティブ運用会社の多くは、パッシブ運用をアンダーパフォームしたことで投資家が資金を引き揚げ、運用・管理手数料引き下げ圧力に屈したからだ。会社が大きければ、規模の経済が働き費用を削減できる。

保険・金融持株会社エクイタブル・ホールディングス<EQH>が60%を出資する運用会社アライアンスバーンスタインのファイナンス&ストラテジーの責任者であるアリ・ディバジ氏は、「資産運用業界では、もっと大規模な再編が起こるだろう。資産運用会社の中には、顧客のためにベンチマークをアウトパフォームすることを投げ出したところがあるからだ」と語る。

最近、アクティビスト（物言う投資家）ファンドであるトライアン・パートナーズは、インベスコ<IVZ>、ジャナス・ヘンダーソン・グループ<JHG>の、ともに9.9%の株式を取得し、両社を統合して大手資産運用会社とすることを視野に入れている。2019年にはトライアン・パートナーズのネルソン・ベルツCEOはレグ・メイソンの株式を取得。2020年にはアセットマネジメント持株会社フランクリン・リソーシズ<BEN>がレグ・メイソンを買収し、ベルツ氏に55%のリターンをもたらした。

次に買収のターゲットになる運用会社はどこか。投資銀行キーフ・ブリュエット&ウッズのアナリスト、ロバート・リー氏は、臆測はブライトスフィア・インベストメント・グループ<BSIG>とワッデル&リード・ファイナンシャル<WDR>に集まると考える。両社の株価は、モルガン・スタンレーの発表後に大幅に上昇したが、両社からのコメントは得られなかった。

By Leslie P. Norton
(Source: Dow Jones)

3. アライアンス・バーンスタインが傑出する理由 - Why AllianceBernstein Stands Out 成長と9%近い株主還元利回りが見込める資産運用会社

[ファンド業界]

■ 人気の資産運用会社銘柄の中でも注目の1社



Martin B. Cherry/Nashville Business Journal

今、資産運用会社に注目が集まっている。アクティビスト（物言う投資家）のネルソン・ペルツ氏は、インベスコ<IVZ>とジャナス・ヘンダーソン・グループ<JHG>の株式を大量に保有し、両社に合併を求めており、モルガン・スタンレーはイトン・バンス<EV>を70億ドルで買収することで合意した。

同業界で最も注目を集める企業のうちの1社が、アライアンス・バーンスタインだろう。同社は今後の成長と9%近い利回りが見込める。ゴールドマン・サックスのアナリスト、アレクサンダー・ブロステイン氏は、「同社はユニークな存在だ。アクティブ運用で成長している資産運用会社は少

ない」と語る。

しかし、パートナーシップ形態であること、および株式市場での流通分が少ないことから、同社はあまり注目されていない。同社の上場部分にあたるアライアンス・バーンスタイン・ホールディングが同社の35%を保有し、エクイタブル・ホールディングス<EQH>が残る65%を保有している。同社パートナーシップ・ユニット（持分証券）のアライアンス・バーンスタイン・ホールディングLP<AB>の現在の価格は30ドルで、2020年度の予想1ユニット当たり利益（EPU）2.67ドルの11倍、2021年度の予想EPU3.01ドルの10倍と、割安だ。

ブロステイン氏の投資判断は「買い」、目標価格は32ドルで、同社の分配（配当に相当）は「成長の可能性を秘めた魅力的なインカム収益」になると語る。同氏は内部成長と経費削減により、EPUが2020年は1桁台半ば、その後は年10%~15%で成長するとみる。同社の所有構造から、増加した利益は追加の分配として投資家に還元されると予想される。

同社は、本社をマンハッタンからナッシュビルに移転することにより、2025年までに年間7500万~8000万ドルを削減する方針だ（投資の専門家はニューヨークにとどまることができる）。コロナ禍によるニューヨークの経済的苦悩を考えれば、この2018年の決断は賢明だったと思われる。

■ エクイタブルによる買収の可能性

同社は、2000年にグロース投資志向のアライアンス・キャピタル・マネジメントとバリュー投資志向のサンフォード・バーンスタインの合併で誕生し、機関投資家、個人および富裕層の資金6430億ドルを運用している。うち、半分近い3130億ドルを債券で、2550億ドルを株式で、750億ドルをアリヤ（30億ドル）を含むヘッジファンドなどで運用している。

一つの可能性としては、エクイタブルが上場部分を買収することが考えられる。同社と、その元親会社のアクサ<CS.フランス>は、アライアンス・バーンスタインを25年以上にわたって傘下に収めていた。クレディ・スイスのアナリスト、アンドリュウ・クリガーマン氏は、「エクイタブルがアライアンス・バーンスタインの上場部分を買収する可能性はあると思う」と書いている。同氏は、買収価格のプレミアムが25%であれば、エクイタブルの利益にプラスになると予想する。投資家

は2020年度予想株価収益率（PER）がわずか5倍のエクイタブルを通じてアライアンス・バーンスタインに投資することも可能だ。

仮にエクイタブルがアライアンス・バーンスタインを1ユニット当たり37ドルで買収するとすれば、これは2021年度予想利益の約12倍に相当する。モルガン・スタンレーによるイトン・バンスの買収価格は2021年度予想利益の17倍だ。

9月の投資家向け説明会で、エクイタブルの最高経営責任者（CEO）マーク・ピアソン氏は、両社の関係は「相互に有益」だとし、持分を増やす可能性について聞かれると、「現在の関係に非常に満足しているが、時折見直してはいる」と回答した。

The Asset Test

How AllianceBernstein stacks up against asset-management peers.

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	Market Value (bil)	2020E EPS	2020E P/E	2021E EPS	2021E P/E
AllianceBernstein Holding / AB	\$29.74	-1.7%	\$2.9	\$2.67	11.1	\$3.01	9.9
BlackRock / BLK	604.44	20.2	92.8	30.09	20.1	33.09	18.1
Franklin Resources / BEN*	22.32	-14.1	11.1	2.59	8.6	2.67	8.4
Invesco / IVZ	12.95	-28.0	5.9	1.60	8.1	1.75	7.4
T. Rowe Price Group / TROW	140.83	15.6	32.0	8.72	16.2	9.62	14.1

*Fiscal year ends in September. E=Estimate.

Source: Bloomberg

■ 税法上の特例と高い成長力

アライアンス・バーンスタインは純利益を100%所有者に分配しているため、ユニット価格に対する利回りは高いものの、変動が大きい。今年度分配予想額に基づく利回りは8.9%だ。

ニューヨークの会計専門家ロバート・ウィレンス氏は、同社についてレーガン政権時代にパートナーシップとしての扱いが税法上認められていると指摘する。その結果、同社の実効税率は約10%であり、民主党が選挙で大勝利を収め、法人税を引き上げたとしても、同社は影響を受けない可能性が高い。

運用手数料に関する厳しいプレッシャーや、上場投資信託（ETF）とパッシブ投資の興隆は全ての資産運用会社にとっての課題だ。にもかかわらず、アライアンス・バーンスタインのバリュエーションは、成長率の高いブラックロック<BLK>やT.ロウ・プライス<TROW>よりも、成長の遅いインベスコやフランクリン・リソースズ<BEN>に近い。しかし、アライアンス・バーンスタインの成長見通しは前者のグループに近い。

来年2月に同社の最高財務責任者（CFO）に就任するアリ・ディバジ氏は、「われわれは、優れた投資パフォーマンスと強力な販売力を組み合わせ、運用資産残高を伸ばしてきた」と語る。同社CEOのセス・バーンスタイン氏は、「われわれはアクティブ運用にフォーカスし、利益率の改善に努めてきた」と語る。利益率の高いアクティブ運用の株式資産への資金流入は2017年から2020年半ばまで年率4%で成長した。競合会社の平均は年率でマイナス5.7%だ。

株式投資のパフォーマンスは強く、2020年6月までの3年間で、67%のファンドまたは戦略がベンチマークを上回っている。しかし、同期間にベンチマークを上回った債券の運用は45%にとどまった。2019年末時点では81%が上回っていた。

同社は多くの独自商品を活用した魅力のあるプライベート・ウェルス・マネジメント事業を運営している。ほとんどの資産運用会社はそうした事業モデルから撤退している。同事業の運用資産残高は、全体の約15%（約1000億ドル）だが、手数料収入は全体の約3分の1を占める。

投資銀行KBWのアナリスト、ロバート・リー氏は、「アライアンスは、収益性を改善しつつ、幅広い戦略と地域で内部的な成長を生み出す態勢にある」と言う。同氏の投資判断は「アウトパフォーム」、目標価格は31ドルだ。

ブラックストーン・グループ<BX>やKKR<KKR>のような企業はパートナーシップから法人形態に切り替えたが、アライアンス・バーンスタインは現状を良しとしている。「上場パートナーシップであり続けるのは極めて理にかなっている」とディバジ氏は言う。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

4. アメリカンドリーム：米国に工場を戻そう - The American Dream: Bringing Factories Back to the U.S. 製造業の海外移転、流れに変化－副作用を反省

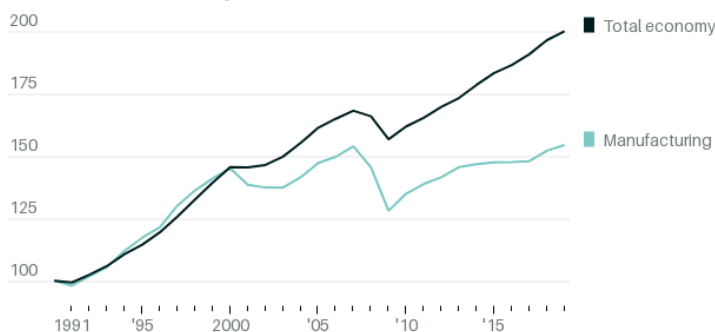
[フィーチャー]

■ 米経済、製造業の海外移転で脆弱化

Diverging Fortunes

Manufacturing production stagnated after 2000 even as the rest of the U.S. economy continued to grow.

Revenues, inflation-adjusted, 1990 = 100



Source: Bureau of Economic Analysis; Barron's calculations

投資家は長年、コストを抑制し利益率を高める米国企業の製造拠点の海外移転に声援を送ってきたが、間もなく流れが変化し、何十年も続いた海外移転が一転して国内回帰の動きとなる可能性がある。

新型コロナウイルス感染症のパンデミック（世界的流行）の初期に米国では感染予防資材やその他の必需品の不足が生じ、米国企業の経営者が多様化や柔軟性を犠牲にして効率化とコスト削減を追求してきた結果、米国経済が脆弱（ぜいじゃく）化したことが浮き彫り

になった。マッキンゼー・グローバル・インスティテュートは、「輸出において一つの国が70%以上を占めるためにボトルネックの原因となる可能性がある製品が180品目ある」と発表した。さらに悪いことにこれらの製品の多くは中国製である。これは米国や他の民主主義国家にとって深刻な国家安全保障上の影響が懸念される状況だ。そのため、民主党も共和党も米国の製造業を再生する方法を模索している。しかし、かなりの苦労が予想される。在上海の米国商工会議所の最近の調査によると、米国の製造業者の71%が中国から撤退する計画はないと答えており、一部でも米国に移転すると答えたのは4%にすぎなかった。しかも、その移転は一部であり、全面的な移転ではな

い。

米国企業は1990年代前半以降、中国での操業のため約2600億ドルの直接投資を行ってきたとの分析がある。これらの資産を別の場所に移転するのは費用がかかるし、ましてや米国内の不動産や工場、設備は高くつく。さらに維持コストも相当高くなる。投資家は、使わなくなった資産の損失処理や在庫の増加、利益率低下につながる事業の移転などによる何兆ドルもの損失を覚悟する必要がある。

明るい面としては、米国回帰は必ずしも悪影響を及ぼすわけではないことだ。過去数十年間のグローバル化で各国の景気のサイクルが一層同調するようになった一方で、企業はグローバルな売上高への依存を高めていった。ボストン・コンサルティング・グループのシンクタンクの報告によると、グローバル化の結果、世界の金融資産の相関性が強まった。米国回帰は、海外株式ポートフォリオの分散化を後押しし、リスク対リターンが改善する可能性がある。また、米国回帰によって長期的に生産の技術革新や柔軟性につながるなら、投資家にとっても恩恵がある。営業費用が増加しても、賃金上昇による消費の喚起や政府の援助を通じてもたらされる増収で相殺される可能性もある。

しかし、製造業の米国回帰は、連邦政府の資金、関心、専門知識が長期的に振り向けられることなくしては成功しない。企業は株主還元向上と消費者への安価な商品提供のため、何十年もかけてサプライチェーンや調達方法を築き上げてきた。その行動を変容させるには、劇的に異なる動機付けが必要だ。「米国製」が他の方法よりももうかるように政府がしなければ、製造業の米国回帰が大規模に起きることはないだろう。

■ 高まる国内回帰の機運

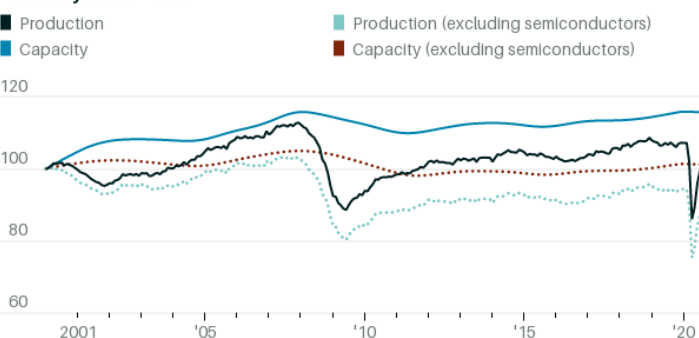
最近、党派を超えてこの問題に取り組む動きが見られる。ドル安を求める声や中国の保護主義に対抗する産業政策を求める声も上がった。パンデミック以降は中国製医薬品への依存を減らすための法案で、民主党のエリザベス・ウォーレン上院議員と共和党のマルコ・ルビオ上院議員は協力している。両大統領候補も製造業の米国回帰を望む点では一致している。その戦略としてバイデン候補は、米国製品に対する連邦政府の支出増、研究開発支援、海外移転を抑制する税制改革、政府の米国製品購入を義務付ける法律の抜け穴の修復などを発表している。

バイデン候補の経済顧問の一人、ジャレッド・バーンスタイン氏は本誌に対して、「米国経済は衝撃に対する耐性が、必要とされる程度よりもかなり弱い」と発言し、「医療や防衛セクターのサプライチェーンは国内に置くべき」で、特に「防衛関連の調達品における外国製品の割合が増えるのは懸念材料だ」と述べた。この点ではトランプ政権も意見が一致している。トランプ大統領の訴える製造業の米国回帰のための戦略は、法人減税と国内投資を喚起するための規制緩和、輸入品への課税だ。

Manufacturing Stagnation

American manufacturers haven't increased overall production in two decades.

January 2000 = 100



Note: Excludes oil and coal refining

Source: Federal Reserve Board; Barron's calculations

ロバート・ライトハイザー米通商代表部（USTR）代表は他国にもっと米国製品を買うよう促している。カナダやメキシコとは新協定が発効した。その中には、非市場経済国（中国など）と自由貿易協定を締結した場合は、北米の協定から排除される可能性があるとの規定もある。UBSの元チーフエコノミストのジョージ・マグナス氏は本誌に対し、今後中国を除外しつつ貿易を振興する協定のひな型になる可能性があるとして述べた。

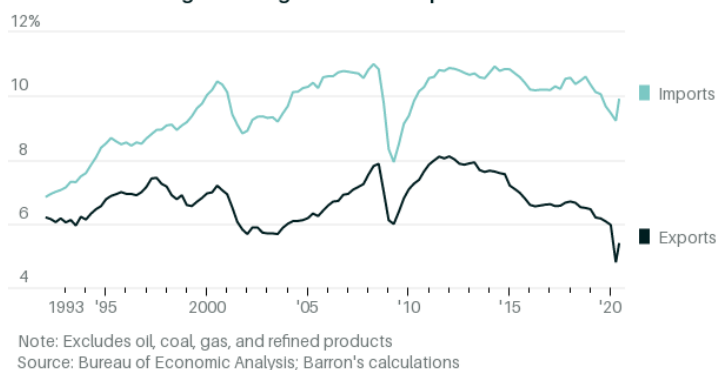
しかし見落とされがちなのは、米国は依然として製造業大国であり、2019年に6兆ドル以上を生産したことだ。問題は、米国や世界の経済は2000年よりも拡大したにもかかわらず、米国の製造業は全く成長していないことだ。実質生産と生産能力は20年間停滞したままだ。労働集約型の繊維・服飾などの製造が人件費の安い国に出て行ったことは意外ではないものの、金属、機械、電子製品などの高度な技術が必要な産業も大幅に縮小した。最も極端な変化は医薬品の製造で、2006年のピーク以降20%も減少した。

■ 空洞化の歴史

Not Making It

While manufactured imports from the rest of the world became significantly more important to the U.S. economy in the 1990s and 2000s, exports did not.

U.S. manufacturing trade vs gross domestic product



2000年以降の米国やその他世界の国々の工業製品への需要の増加分は、外国のメーカーによって満たされてきた。米国内では輸入品が米国製品に取って代わった一方、米国製品は外国の市場でのシェアを失った。半導体や航空宇宙分野などの米国が先駆けて生産してきた製品でさえも、そのトレンドから逃れられなかった。米国の工業製品の輸入依存度は2002年の23%から2019年は31%へと高まり、今や工業製品においては輸入が輸出を約1兆ドル上回っており、国内総生産（GDP）比約4.5%に相当する輸入超過となっている。

輸入の増加は米国人労働者の犠牲を伴った。生産やそれに関連する設備投資は、人件費が安く、環境基準が甘く、事業者への補助金が多く、通貨の安い国へと移転された。米国企業が中国で自社工場を開設することもあったが、多くは第三者による委託生産が選好された（アップル＜AAPL＞と台湾の電子機器受託製造大手フォックスコン・テクノロジー＜2354.台湾＞の関係などが典型例）。

米国の多国籍企業が外国から得る利益は膨れ上がり、株主を喜ばせたが、この戦略は大きな代償も伴った。生産の海外移転に伴い、米国内のサプライヤーや研究者、熟練労働者などのエコシステムが空洞化した。今も米国内に残る工場は専門度が高く、外部のサプライヤーや資本財に依存している。この状況は、雇用や経済のダイナミズム、国家安全保障上の問題も引き起こしている。

■ 海外移転の代償

1990年代半ば以降の米国企業の利益成長のうち約30%は海外の子会社からのものだった。カーネギー・メロン大学のエリカ・フックス教授は、最近の議会証言の中で、「需要の急激な変化に対応して方向転換する能力が欠けている」と述べた。同教授によると、パンデミックの初期にマスクや人工呼吸器が不足した際、米国の医療用品メーカーは、米国内に十分な技術者あるいは機械操作の出来る人が不足しており、変化する状況にうまく適応できなかった。対照的に中国では、多国籍企業のために幅広い製品を生産してきた経験によって、容易に適応できた。

技術的な進歩は、実験や実践から生まれることが多く、研究、生産、設計が同じ場所がないと困難になる。フックス教授らの共同研究によると、人件費の安い国に生産を移転すると、技術革新への動機付けが弱くなる。2000年半ば以降に米国の生産性の伸びが急に減速したのも、このような要因が原因かもしれない。同様に、エコノミストのデービッド・アウトール氏は、海外に生産を移転しなかった米国の製造会社は、安い中国製品の輸入に対抗するため、研究開発費を削減して対応したという研究結果を発表した。

これは、米国のハイテク経済の中心においてさえ問題となっている。長期的には投資家にとっての脅威でもある。シリコンバレーは現在ソフトウェアで有名だが、もともとは製造業の中心地として繁栄しており、それが物理学、電子工学、材料工学などの基礎的研究を下支えしていた。世界有数の電子機器の会社は依然としてシリコンバレーに本社を置いているものの、大半は既にそこで何も製造していない。

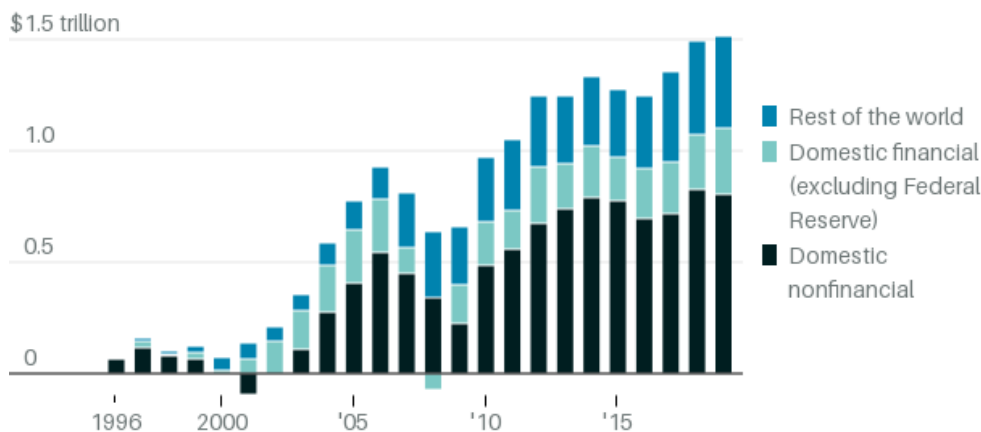
これがインテル<INTC>にとって何を意味したか考えてみよう。同社は依然として自社で設計した半導体を製造しているものの、製造面ではアジア半導体製造大手の台湾積体電路製造（TSMC）<TSM>およびサムスン電子<005930.韓国>に後れを取っている。2004年初以降の株価のリターンは、TSMCが約1000%、サムスン電子は400%以上となっている一方、インテルは100%を下回る。

半導体設計専門のアドバンスト・マイクロ・デバイシズ<AMD>とサムスンやTSMCなどの製造専門の銘柄へ投資した投資家の方が垂直統合型のインテルよりもはるかに良いリターンを得ている。

Going Abroad

About 30% of the growth in total U.S. corporate profits since the mid-1990s has come from foreign subsidiaries.

Change in U.S. corporate profits since 1995, USD billions

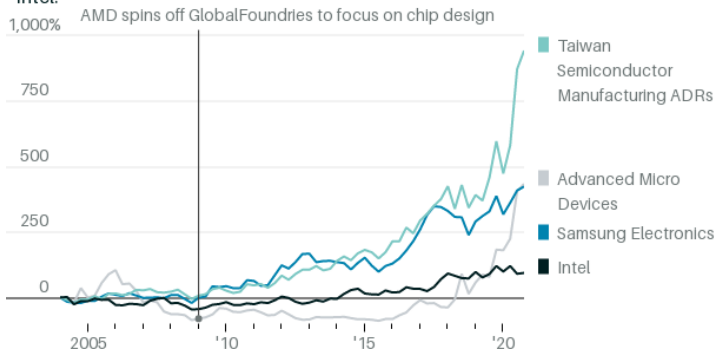


Source: Bureau of Economic Analysis; Barron's calculations

■ 時間との闘い

Chips Ahoy

Investors have done far better buying shares in pure-play chip designers such as AMD and pure foundries such as Samsung and TSMC than in vertically integrated Intel.



Source: FactSet

マッキンゼーのコンサルタント時代に半導体や先進エレクトロニクス産業を担当していたハッサン・カーン氏は、TSMCやサムスンが異なる設計や需要に合わせた幅広い種類の半導体を製造した経験が競争優位性に寄与していると述べている。これが製造技術における柔軟性や革新性につながっている。一方、垂直統合型のインテルは独自で半導体を製造しているが、最近一部の生産を外注に変更する可能性について言及した。垂直統合型メーカーが市場に残された例は過去にもあり、IT大手のIBM<IBM>にも起きた

ことだ。一つの解決策として、設計に専念して製造を委託することが挙げられる。AMDは2009年に製造部門をスピノフし、合併企業のグローバルファウンドリーズが設立された。これは、株価には好都合だったが、最先端の半導体を製造する米国の能力にとってはそうとも言えない。

米国のハイテク産業のエコシステムの再建は可能だが、何十年もかかる可能性がある。ブルッキングス研究所のエコノミスト、ジェフリー・ガーツ氏は、製造業大国としての中国の台頭は「中国政府による何十年もの後押し」の結果であるため、米国で失われたものを取り戻すには、同等のコミットメントが必要であると述べている。中国の生産のエコシステムは、的を絞ったインフラ投資、潤沢な補助金、「固有」企業優先の政府調達ルール、管理された競争といった助けを借りて成長した。米国も有権者の支持さえ得られれば、長期戦略としてこれらを導入することは可能である（国家が後押しする技術盗用、労働者の権利の抑圧、生ぬるい環境規制などは真似るべきではないが）。

■ 苦い薬

極めて重要な製薬会社の海外移転は、米国の税制の問題に帰する面が大きい。1990年代後半に米国企業の外国子会社の利益に米国の法人税が実質的に課せられなくなった。そのため、利益を積極的に租税回避地に移そうという試みが行われた。特に2005年のタックスホリデー（国外利益を米国に送金する際の税率が一年限りで大幅に引き下げられた）以降はその傾向が強まった。明るい点は、このような問題を改善すれば速やかに米国の医薬品生産の再興につながる可能性があることだが、投資家は製薬会社の実効法人税率上昇を甘受する必要があるが生じる。

医薬品の米国への輸入の多くは法人税回避地からのもので、特に過去数年はその傾向が大きかった。新薬の発明や製造法の考案には費用がかかるものの、一度成功すれば大量生産はさほど困難ではない。そのため、製薬会社が利益を税率の低い国などに移すことは比較的容易だ。超党派組織の外交問題評議会のブラッド・セッツァー氏は最近、「米国の製薬会社は米国で研究開発を行い、その知的所有権をバーミューダなどに移し、さらにアイルランドなどの税率の低い国で製造して、税の負担を最小化しようとする。その結果得られた医薬品は米国に輸入され、しばしば他国より高い価格で販売される」と証言した。

このような動きは2017年税制改革法で加速された。同法は、無形資産の海外移転を抑制するため、実物資産の海外での増加を移転の条件とした。ところが同氏によると、同法は「アイルランドに工場を建設すると自動的に米国の税が軽減され、海外の工場からグローバル市場へ供給するオフショ

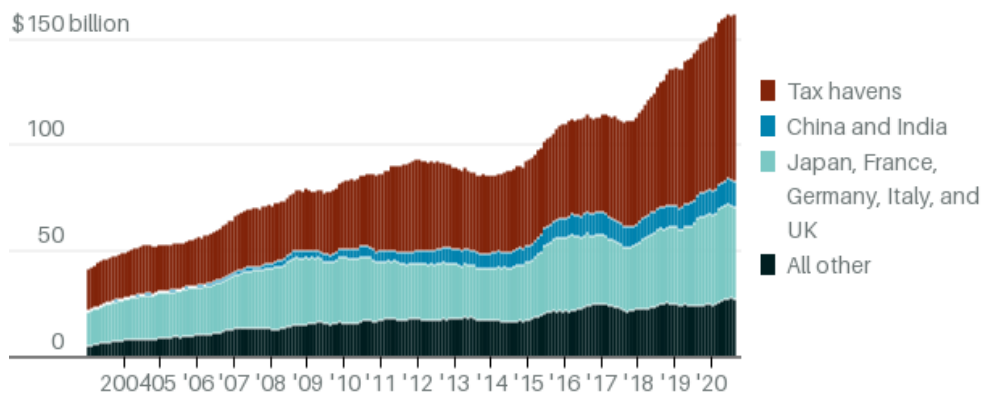
アの子会社に知的財産権をライセンスすることで米国内の有形資産を減らす会社は、米国内に工場を維持する企業よりも低い税率を享受できる」という逆の結果をもたらした。何十年間も徐々に増加していた米国内での医薬品生産は、2006年末をピークとして20%以上減少した。同期間に実質輸入は2倍以上へと増加した。それ以降の医薬品の輸入の伸びの多くはベルギー、アイルランド、オランダ、シンガポール、スイスなどの租税回避地からのもので、2016年以降の米国の医薬品輸入の伸びの70%はこれらの国々からのものだ。

製造業を米国に戻すことは、エレクトロニクスや医薬品など資本集約的なセクターでは不可能ではない。特定の産業では投資家に恩恵をもたらす可能性もある。成功のカギは、米国民が長期的戦略を喜んで支持し、そのコストを払う投資家の意向にかかっている。いずれにせよ、過去数年間の経験からは、大規模な政策変更を伴わない口先だけの訴えでは大した効果が出ないことが示唆されている。

Bitter Pill

The bulk of the growth of U.S. imports of pharmaceuticals and medicines has come from corporate tax havens, especially in the past few years.

Pharmaceutical and medicine imports, rolling 12-month sums



Note: Tax havens include Belgium, Ireland, Netherlands, Singapore, and Switzerland
Source: Census Bureau; Barron's calculations

By Matthew C. Klein
(Source: Dow Jones)

5. ファイザーによる訴訟、薬価に「激震」となる可能性 - Pfizer Suit Could Be an 'Earthquake' for Drug Pricing

裁判結果は製薬会社の業績に大きな影響

[フィーチャー]

■ ファイザーが政府を提訴

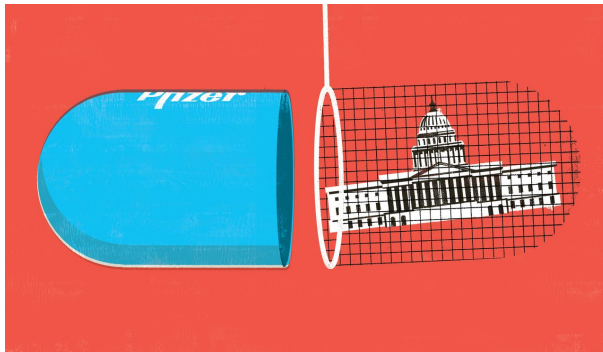


Illustration by Chris Gash

ウォルター・ファイゲンソン氏は、製薬大手のファイザー＜PFE＞がビンダケルおよびビンダマックスの名称で販売している医薬品（一般名タファミジス）のポスター広告に患者として出演し、約1000ドルを受け取った。同薬は致命的な心臓疾患の治療薬である。1年間服用した場合の医薬品代は22万5000ドルで、これまで米国で販売された心臓血管薬の中で最も高い。同氏はこの価格について「恥知らずで極めて不当だ」と語る。

ファイゲンソン氏は事業から引退しており、社会保障給付による年間2万6000ドルの収入がある。同氏の処方薬の費用はメディケア（高齢者向け医療保険制度）と独立系慈善団体によって賄われており、不足分は低所得者向けのファイザーによるプログラムを通じて得られる無料の医薬品で埋めている。同氏は、「私はメディケアを誰よりも早く破綻させられるかどうかの競争に参加している。私の治療費は安くない」と語る。

ファイザーは6月、メディケアの被保険者がかぶるタファミジス代金の自己負担分をファイザーが援助できるように、同社が提案する患者支援プログラムの容認を求めて、米国政府を相手取って提訴した。製薬会社が直接支援するプログラム、または、製薬会社が主に資金を提供する独立系慈善団体がスポンサーとなるそのようなプログラムは、往々にして患者の自己負担分の大半または全てを賄い、保険会社やメディケアといった第三者に残りの医薬品代の大半を押し付けることになる。

今回の訴訟は、ファイザーとタファミジスを処方された患者以外に広く影響を及ぼす可能性がある。患者の自己負担分を賄う支援プログラムは、通常であれば医薬品価格を押し下げることになる患者の価格感応性という強力な市場の力を排除し、製薬会社が高価な医薬品の売り上げを増やすために利用されているという指摘がある。ジョンズ・ホプキンス・ケアリー・ビジネス・スクールの准教授であるゲ・バイ氏は、ファイザーに有利な判決となれば「激震」だと語る。薬価が大幅に押し上げられ、納税者がその大半を負担する可能性があると言う。

ファイザーの訴訟は、製薬会社に対して、メディケアの受益者に対する自己負担分の肩代わりを禁止し、独立系の患者支援慈善団体への資金提供と関与を制限する連邦政府の政策を標的にしている。この政策から逸脱した企業は反キックバック法を犯すリスクがある。同法では、メディケアの患者が自社の医薬品を買うように誘導するために何らかの価値あるものを提供することを禁止している。

米司法省は過去数年間に、これらの禁止事項に抵触したとされる製薬会社から、10億ドルを超える和解金を徴収してきた。法律事務所コンスタンチン・キャノンで医療業界の不正行為を専門にするマックス・ボールドマン氏は、ファイザーが勝訴すれば、米司法省の取り組みを妨害する可能性があると言う。

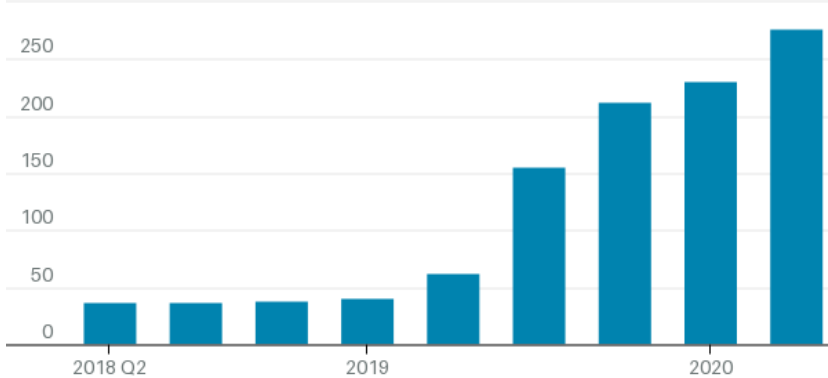
■ 患者支援の功罪

The Big Payoff

Pfizer's global revenue from Vyndaqel and Vyndamax has surged since tafamidis received FDA approval for treatment of a debilitating heart disease in May 2019.

Global Revenues From Vyndaqel / Vyndamax

\$300 million



Source: Company reports

今回の訴訟は、トランプ大統領と両党の議員がメディケア・パートD（薬剤給付保険）の薬剤費を抑制する手段を模索している中で争われている。ちなみに、メディケア・パートDの薬剤費は、2009年から2018年にかけて年率約10%で増加し、2018年には1680億ドルに達している。

ベス・イスラエル・ディーコネス・メディカル・センターの心臓専門医でヘルス・エコノミストのダルフ・カジ氏は、タファミジスは、類似薬の今

後の価格を決定する「炭鉱のカナリア」であると言う。同氏の調査によると、タファミジスの処方対象である全ての患者（推定12万人）を治療した場合、米国の年間処方薬代を9%（320億ドル）押し上げることになる。同氏は、パンデミック（世界的流行）から学んだことが一つあるとすれば、「米国のような豊かな国でさえ、最終的にはヘルスケアの資源に限りがあり、何を選択し、何を捨てるかを見極めなければならないことだ」と語る。

パートDが2006年に施行されてから、独立系の患者支援慈善団体が活動を急速に拡大している。これらの非営利団体は、米保健福祉省監察総監室が発行した独立性を確保するガイドラインに従っている限り、製薬会社からの現金の寄付を受け取り、メディケアの患者の自己負担分を賄うためにその資金を活用することができる。

財務省の租税分析局によると、ペイシェント・アクセス・ネットワーク・ファウンデーションなどの大手独立系慈善団体による総支援額は、2006年から2015年にかけて750%超増加して、14億ドルに上っている。その後、複数の慈善団体が、患者が特定の製薬会社の医薬品を使うように製薬会社からの寄付を配分したという訴えに関して、米司法省と和解した。その一方で、米内国歳入庁への報告によると、5つの患者支援慈善団体大手が2018年に合計11億ドルを拠出している。

批判的な向きは、このようなプログラムが薬価をつり上げて製薬会社の利益を押し上げたと言う。バイ氏のグループによる、大手独立系慈善団体が提供する274件の特定の疾病を対象とするプログラムに関する調査によると、これらプログラムが対象とする医薬品の年間医薬品代の中央値が1157ドルなのに対して、対象とされていない医薬品の場合は367ドルで、ジェネリック薬よりも特許が失効したブランド薬の方が対象になる傾向があるとされている。

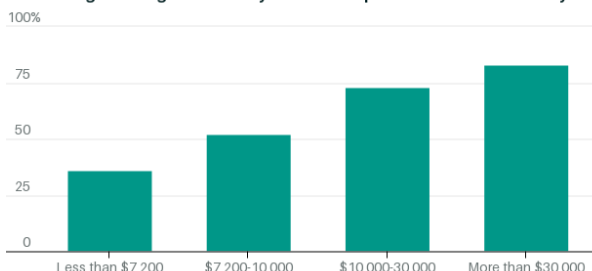
シティグループの2017年のレポートによると、メディケアの患者が高価格の医薬品を使えるよう支援する、製薬会社による慈善団体への100万ドルの寄付は、「米国政府の資金によって、スポンサー企業にとっての最大2100万ドルの利益になる可能性がある」という。

■ タファミジスの価格問題

Footing the Bill

Drugs with higher average annual Medicare Part D spending per beneficiary are more likely to be covered by an independent patient-assistance charity.

Percentage of drugs covered by at least one patient-assistance charity



Source: "Financial Eligibility Criteria and Medication Coverage for Independent Charity Patient Assistance Programs," So-Yeon Kang et al., Journal of the American Medical Association, 2019

タファミジスは、トランスサイレチン型心アミロイドーシス（ATTR-CM）の治療のために、米食品医薬品局（FDA）が承認した唯一の医薬品だ。

ファイザーの希少疾患部門のサニート・バーマ氏は、タファミジスの価格を決定する際に、同社がまず延命効果と入院患者の減少という医療上の価値を考慮したと語る。しかし、一部の医師や研究者は、同薬の費用を医療上の恩恵と比較すると納得できない、と言う。カジ氏は、入院比率やタファミジスの効果などの要因のさまざまな想定による1万回のシミュレーションを実施し、どの場

合においても同薬に費用対効果がないと判断した。ファイザーは、タファミジスや他の希少疾患薬に対する費用対効果分析は、延命の価値を考慮する際に余命が短い高齢者にバイアスがかかっていることなどの欠点があると述べている。

バーマ氏は、タファミジスの価格の別の要因はATTR-CMが希少疾病であることだと言う。同社は米国で約10万人が影響を受けるとしており、FDAもそれに同意して、タファミジスを希少疾病用医薬品に認定した。しかし多くの医師や研究者は、ATTR-CMがそれほど稀かどうか疑問を持っている。ある調査によれば、一般的な心臓病で入院した患者の13%が何らかのATTR-CMを患っており、黒人の米国人の25人に1人は遺伝性のATTR-CMを引き起こす可能性のある変異遺伝子を持っている、と言う。

ファイザーは、第2四半期業績開示の冒頭でビンダケルとビンダマックスの成長性を強調し、全世界での売上高が2億7700万ドルに上ったと紹介した。売上高は2020年末までに、10億ドルに達する可能性がある、という。

ファイザーは、ATTR-CMの有病率をより良く理解するために、2件の大規模試験を実施している。バーマ氏は、有病率が予想と大幅に異なれば、「われわれはもちろん価格を再検討するだろう」と述べている。その一方で、「患者は定価を支払っているわけではない。（患者にとって重要なのは）患者が治療にアクセスできるか否かである」と言う。そしてファイザーは、それが患者支援プログラムを提供する理由であり、政府を提訴した理由である、と述べる。

■ 薬価の着地点探る

ファイザーは、2種類の患者支援プログラムの合法化を求めている。一つは、タファミジスを処方されたメディケア・パートDの患者の自己負担を、直接的に肩代わりすることだ。もう一つは、ATTR-CM患者の自己負担を支援する独立系慈善団体への資金提供だ。同社は、これらのプログラムが、低所得層を対象とする支援を受けられない中所得層のメディケア患者を助けることになる、とする。またファイザーは、タファミジスがATTR-CM治療のためにFDAによって承認された唯一の薬であるため、違法なキックバックとはならず、医療の意思決定を不当に変更させるものではないと主張している。提訴された米保健福祉省と監察総監室は、法廷でまだ反証を展開しておらず、同室はコメントを控えている。

ファイザーの主張の核心は、他の製薬会社にも容易に採用される可能性がある。ファイザーは、製薬会社に対する慈善団体との関与の制限は、米合衆国憲法修正第1条に抵触すると主張する。大手

バイオ医薬品会社のリジェネロン・ファーマシューティカルズ<REGN>は、同社が自己負担補助基金を通じてキックバックを支払ったという政府の申し立てを退ける努力の中で、同様の主張をしている。

ファイザー、多くの患者および研究者は、一つの点で考えが一致している。つまり、メディケア・パートDが破綻しており、患者を不当な薬価にさらしているということだ。ファイザーでグローバル・ポリシーと広報を担当するシニア・バイスプレジデントであるジョナサン・セリブ氏は、同社はパートDにおける患者の自己負担の上限を設けることを望んでおり、それを実現させるためにプログラムにさらに資金を投入する用意がある、と語る。

By Eleanor Laise
(Source: Dow Jones)

6. 増税の可能性にもひるまない株式市場 - Nothing Seems to Worry This Stock

[コラム]

Market-Not Even a Possible Tax Hike

大統領選を前に株価はV字回復、上昇は続くのか

■ 株価は何があっても上がり続けるのか



Olivier Douliery/AFP/Getty Images

米国の主要株価指数は、追加的な財政刺激策への期待を受けて先週約4%上昇し、9月初旬の史上最高値の約3%以内まで回復した。ただ、市場の強気な見方は、景気のV字回復がさらなる財政措置なしでも堅調で、市場を押し上げ続けそうなことも示唆した。

これがどこかで聞いた話のように思えるなら、2010年頃の金融政策をめぐる議論を思い返すと良いだろう。景気がつまずくと、米連邦準備制度理事会（FRB）は緩和策を実施し、株価は上昇する。一方、FRBの支援を必要としないほど経済が順調なら、株価は上昇する。当時はそのよう

に考えられていた。

同様に、11月3日の大統領選挙の見通しも、株価にとってプラス材料とみられている。民主党が下院多数を維持しつつ政権と上院を勝ち取る、いわゆるブルーウェーブに対する世論調査と賭け市場でのオッズの上昇は、強気の兆候とみなされた。これは、トランプ大統領と共和党上院がビジネスにとってプラスになるという以前の認識とは真逆だ。

もちろん、4年前のこの時期、世論調査も賭け市場もヒラリー・クリントン候補が容易に当選すると確信していたことは誰も忘れていない。また、今後3週間半でさらに多くのことが起こり得る。

■ 政治・経済的懸念の低下で債券利回りは上昇

来月の投票で決定的な結果が出る見通しが強まったことで、選挙が郵送された投票用紙の山を数える長期戦になるという懸念は大幅に減少した。同様に、トランプ大統領が追加刺激策をめぐる交渉への反対を撤回したことで、投票日の前ではないとしても、政府により何らかの財政的な大盤振る

舞いが行われると予想された。トランプ大統領の反対は、週初めの市場で一時的な下落を引き起こしていた。

アトランタ連銀のGDPナウモデルによると、今年施行された2兆3000億ドルのコロナウイルス支援・救済・経済安全保障（CARES）法の後押しにより、米国の国内総生産（GDP）成長率は第2四半期の記録的なマイナス31.7%（季節調整済み年率換算）に続いて、第3四半期にはプラス35.2%に転じると予想されている。しかし、第4四半期の成長率は、前の刺激策による支援の多くがなくなることで3%以下に急減速する可能性がある。

政治・経済的懸念の低下を反映して、オプション市場では、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）が先々週末の30近くから25以下へと急激に低下した。VIX指数先物の11月物と12月物も、大統領選に対する不安が軽減したことを反映して急低下した。

それらの懸念が和らいだことで長期国債利回りは上昇した。30年物米国債利回りは、高リスク資産の魅力が高まったことを受けて4カ月ぶりの高水準の1.574%に上昇した。トレードウェブによると、インフレ指数連動国債（TIPS）の市場でも、インフレ期待が1.853%と2019年9月以来の最高値に達している。これはFRBが超えようとしている2%の目標からわずか15ベーシスポイント（bp）離れているにすぎない。

利回り上昇によって債券ファンドへの資金流入が誘発された。バンク・オブ・アメリカのグローバルリサーチによると、投資家による利息収入の追求を反映して、先週の流入総額は約259億ドルと過去2番目の規模に達し、株式ファンドに流入した44億ドルを大幅に上回った。

■ 民主党が提案するキャピタルゲイン増税の影響は

株式市場は、バイデン前副大統領が提案した増税の可能性にも動じていないようだ。税制をめぐる民主党の提案では、キャピタルゲインの最高税率は現在の23.8%（高所得納税者の投資収益に対するメディケアの追加税を含む）から43.4%に引き上げられる可能性がある。これには州のキャピタルゲイン税（基本的に既に経常的所得と同じ税率が適用されている）は含まれない。

JPモルガンでストラテジストを務めるニコラオス・パニガーゾグロー氏は、1986年と2012年のキャピタルゲイン増税の過去事例に基づいて、米国の株価が約5%下落する可能性があるとは指摘している。投資家がより低いキャピタルゲイン税率の適用を狙い、一回限りの資産売却を行なってもおかしくない。民主党による税制が2022年1月1日に発効すると仮定すると、2021年の第4四半期には売却圧力が感じられることになるだろう。

キャピタルゲイン税率の引き上げによる長期的な影響については、過去の経験的手がかりがまちまちであり、ほとんどの経済モデルでは経済成長に大きな影響を与えていない、とパニガーゾグロー氏は付け加える。実際、現在の低金利と、債券と比較した株式のリターンの高さを考えると、株式に対するキャピタルゲイン税の引き上げによる影響は、過去よりも抑えられる可能性がある、と同氏は結論付けている。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. 米株高を支える景気刺激策以外の要因 - Forget Stimulus. This Is Why the Dow Had a Great Week

上昇の理由より中身が重要

[米国株式市場]

■ 先週の主要株価指数はいずれも上昇

Dow Jones Industrial Average

32500

30000

27500

25000

22500

20000

17500

Jan. 2020

Oct.

Source: FactSet

物事には「なぜ」よりも「何」の方が重要なこともある。今の投資家にとっては特にそうだ。

先週の主要株価指数の動きを説明しようとするれば、このことが分かるだろう。先週、ダウ工業株30種平均は2週連続で上昇し、3.3%高の2万8586ドル90セントとなった。S&P500指数は3.8%上昇して3477.13、ナスダック総合指数は4.6%上昇して1万1579.94で週末を迎えた。さらに驚かされたのは、小型株のラッセル2000指数が6.4%高の1637.55で引けたことだ。

景気刺激策が議会を通過する可能性に注目が集まり、先週の上昇につながったと言われている。市場は間違いなく法案の成立を待ち望んでいる。米連邦準備制度理事会（FRB）も同様だ。パウエルFRB議長が政府にすぐに行動を起こすよう呼びかけ続けていたことから、それが分かる。しかし、株価上昇の理由が景気刺激策だけであれば、トランプ

大統領が交渉を中止すると発言した時点での下げ幅はもっと大きくなっていただろうし、市場は政権がこれまでに重ねた様々な失策を無視してはいなかっただろう。

■ ブルーウエーブは好材料？

先週の急上昇の理由として、もう一つの可能性が考えられる。大統領選でバイデン氏が勝利するだけでなく、民主党が下院に加えて上院も掌握する、いわゆる「ブルーウエーブ」を市場が見込んでいることだ。その場合、景気刺激策が現在の規模よりもさらに大きくなるかもしれない。

例えば、ジェフリーズのエコノミストであるアネタ・マルコウスカ氏は、2週間前に2020年の予測から景気刺激策を外し、年内の法案成立はまだ見込んでいない。しかし同氏は、民主党による「ブルーウエーブ」があった場合、今年の5月に下院を通過した3兆4000億ドル規模の景気刺激策（医療及び経済回復包括緊急事態解決=HEROES=法案）の成立を目指すのではないかと考えており、「非常に小さな財政乗数で試算しても、2021年の経済成長に対する後押しは大きいだろう」と書いている。

ブルーウエーブ期待論は勢いを増しているが、まだ市場の全てに反映されているわけではない。例えば、ウェルズ・ファーゴ・セキュリティーズのストラテジストであるクリス・ハーベイ氏は、規制強化に傾きそうなバイデン氏の勝利の可能性が高まっているにもかかわらず、銀行株は上昇していると指摘する。同氏は「われわれにとって、とても異常

S&P 500 Index

3750

3500

3250

3000

2750

2500

2250

2000

Jan. 2020

Oct.

Source: FactSet

で不確実な時代であることに変わりはない」と書いている。

新型コロナウイルスに対するより有望な治療法が、株価上昇の説明としてより適切かもしれない。先週の動きでは、ギリアド・サイエンシズ<GILD>がレムデシビルによる治療に効能があるというさらなる実験結果を得たほか、イーライリリー<LLY>は新型コロナウイルスに対する抗体カクテル療法の第2相試験の開始を発表した。さらに、大統領の回復を助けたとみられるリジェネロン・ファーマシューティカルズ<REGN>の試行的な治療法は、米食品医薬品局（FDA）によって緊急使用許可（EUA）が検討されている。アムハースト・ピアポント・セキュリティーズでチーフエコノミストを務めるスティーブン・スタンレー氏は、「トランプ大統領がたどった病気の経過（重篤になるリスクを抱えた状態から1週間以内でほぼ回復）が今後4～6カ月程度で標準的な治療法になれば、日常生活を以前に近いところまでかなり戻せる」と書いている。

■ 物色対象の広がりや上昇トレンドを示唆

NASDAQ Composite Index



市場が上昇している理由よりも、上昇の中身の方が重要かもしれない。アップル<AAPL>や他のFAANG銘柄などの大型ハイテク株が株価上昇をけん引している一方で、他の銘柄が追随していないことを誰もが心配していたのは、それほど昔のことではない。大型ハイテク株の強さは投資家のディフェンシブな姿勢を示すものだとの見方から、上昇過程で懸念が強まっていた。しかし、現在は多くの銘柄が上昇基調にある。S&P500指数銘柄の均等加重上場投資信託（ETF）であるインベスコS&P500・イコール・ウェイトETF<RSP>の過去3カ月間の上昇率は13%以上で、SPDR S&P500 ETF<SPY>の10%を上回っていることは一つの証左だ。アップルだけが上昇しているのではない。

実際、過去と比較すると、これからの株価上昇を示唆するように物色対象が広がっている。この理由として値上がり銘柄数が値下がり銘柄数を大幅に上回っていることが挙げ

られる。テクニカル分析ではこれを「ブレイス・スラスト（breadth thrust＝物色の広がりによる後押し）」と呼ぶが、S&P500指数で10日間にわたって上昇銘柄数が下落銘柄数を2対1以上で上回った状態を指す。現在起きているこの現象は1990年以降で29回しか起きておらず、サントラスト・アドバイザリー・サービスのチーフストラテジストであるキース・ラーナー氏によれば、市場に大きな買い圧力がたまっていることを示しているという。ブレイス・スラストが発生した場合、S&P500指数は12カ月後に96%の確率で上昇し、上昇率の平均は13%になるという。

もちろん、1年後に上昇していることと来週上昇することとは全く異なる。ブレイス・スラストは今後の相場上昇を示すものの、短期的には下落することが多いからだ。例えば、直近で起きたのは、5月の雇用統計で米国の雇用者数の大幅増加が示された6月5日だった。市場はその1日後に天井を打ち、S&P500指数はその後のわずか3日間で7%下落した。それでも、その下落があっても同指数は6月5日以降現在までに8.8%上昇した。

ラーナー氏が指摘するように「市場は直線で上昇するものではないが、強気相場の力が働いている」ため、押し目買いは有効という結論になりそうだ。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

8. 11月に迫るカリフォルニア州のギグエコノミー住民投票 - The Election Is a Material Event-Just Ask Uber and Lyft [ハイテク] 可決ならライドシェアと料理宅配に大きな追い風

■ ギグワーカーは従業員か請負人か



Robyn Beck/AFP/Getty Images

大手ハイテク企業への規制に関する議論が活発化している。直近では先週、米国議会下院の独占禁止法小委員会が長大で痛烈な内容の報告書を公表した。だが、この449ページにわたる報告書は議会における規制強化に向けた議論を決着に近付けるものではなく、投資家行動への影響力はなかった。ナスダック総合指数は先週、5%近く上昇して引けた。

投資家がハイテク業界への規制の脅威を無視するのは容易だ。だが、カリフォルニア州では規制をめぐる激しい闘いが繰り広げられており、その行方は幾つかの重要なハイテク株に大きな影響を

与える可能性がある。

カリフォルニア州では、アプリケーションを通じてライドシェアや料理宅配サービスに従事する運転手（ドライバー）が個人請負人として働くことを選ぶ権利を保護する提案（プロポジション22）が11月に住民投票にかけられる。この提案は、こうしたドライバーを請負業者ではなく従業員として分類することを義務付ける州法（議会法案5、2019年に可決、現在は裁判手続きに伴い事実上凍結状態）を覆すものだ。

議会法案5は、ウーバー・テクノロジーズ<UBER>、リフト<LYFT>、非公開の料理宅配会社ドアダッシュなど、いわゆるギグエコノミーの担い手のビジネスモデルを直撃する。だが、住民投票がこの問題にすぐに終止符を打つ可能性がある。

■ 提案賛成派、世論調査でやや優勢

この住民投票がギグエコノミー企業にとっていかに重要かは、キャンペーンへの力の入れようを見れば理解できる。ウーバーやリフトおよびドアダッシュなど5社から成る住民投票共同スポンサーは「22に賛成票を」キャンペーンに1億8400万ドルを寄付している。この額は、主に労働組合から成る反対派が費やしているキャンペーン費用の1000万ドルをはるかに上回っている。

ウーバーは、ドライバーや乗客向けのモバイルアプリに「22に賛成票を」広告を埋め込み始めた。こうしたキャンペーンは報われているようで、カリフォルニア大学バークレー校の政治学研究所が最近実施した世論調査によると、この提案に対する有権者の投票意向は賛成39%に対して反対36%となっており、賛成派がやや優勢だ。ただし多くの有権者が態度を決めかねている。

RBCキャピタルのアナリスト、マーク・マハニー氏は、プロポジション22が承認されればウーバー

とリフトの株価は押し上げられる可能性が高いと言う。だが、有権者がこの提案を否決すれば、市場の反応はより大きなものとなるだろう。

マハニー氏は、「これらの企業にとって住民投票の結果が極めて重要であることは言うまでもない。福利厚生費用を支払わずに済めば大幅なコスト削減につながる。キャンペーンに1億8000万ドル以上を費やしているという事実は、提案が否決された場合の事態の深刻さを明確に物語っている」と指摘する。

提案が否決された場合、ウーバーとリフトの損益が分岐点に達する時期は数四半期先送りされる可能性があるという。両社は今年8月、2021年末までに黒字化するとの見通しを示していた。

■ 可決ならウーバーとリフトの株価上昇を後押し

ウーバーとリフトは2019年に鳴り物入りで上場したが、株価は新型コロナウイルスが流行するかなり前から低迷していた。ウーバーは2019年5月に45ドルだったが、最近では約37ドルで取引されている。リフトの下落幅はさらに大きく、2019年3月に72ドルで公開されたが、現在は約28ドル前後だ。

2020年の株価は年初来でウーバーが25%上昇しているのに対し、リフトは35%下落している。ウーバーがアウトパフォームしているのは、同社がより多角化されたビジネスモデルを持つからだ。リフトが米国のライドシェア専業であるのに対し、ウーバーは国際展開し、新型コロナ下の巣ごもり需要により料理宅配事業のウーバーイーツが成長したことによる恩恵を受けている。

ウーバーとリフトは究極の「営業再開銘柄」であり、RBCキャピタルのマハニー氏は両社に関して強気だ。同氏は、投資家が両社の基本的な需要（空港へのアクセス、通勤、社会的交流）の復活を待っていると指摘する。

同氏のシナリオによると、市場はワクチンが実用化する約6カ月前に業績回復を織り込み始め、2021年初めまで両社の株価が上昇する。最終的に、両社の年間増収率は20~30%、粗利益率は60%、利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）マージンは20%強に達し、その時点での両社の株価売上高倍率（PSR）を4倍か5倍、あるいは6倍と予想している。現在のPSRは両社とも約2倍である。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

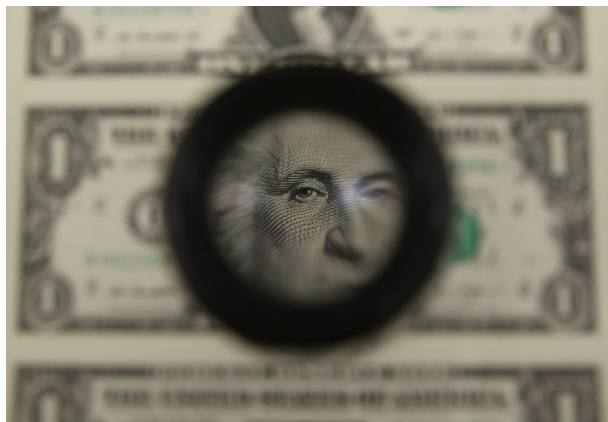
9. ドルを支える米国株の魅力 - The Allure of U.S. Stocks Could Keep Dollar

[コラム]

Steady

双子の赤字と超低金利を米株高が相殺

■ 弱い収支



Mark Wilson/Getty Images

ドルの終焉（しゅうえん）は定期的に予想されてきた。米国人は生産する以上に消費し、十分な貯蓄をせず、借金し過ぎるため、米国の経常収支は慢性的に赤字であるというのだ。ジスカールデスタン元仏大統領は財務相時代に、ドルが基軸通貨であり諸外国が価値の貯蔵手段としてのドルを求めるため、ドルの発行という「法外な特権」を享受する米国人はそのつけを払わずに済んでいる、という有名な言葉を残している。

モルガン・スタンレーの元チーフエコノミストであるスティーブン・ローチ氏は最近、フィナンシャル・タイムズ紙に「ドル暴落が迫っている」とい

う趣旨の記事を寄稿した。新型コロナウイルスの影響で失われた収入と失業分を補うため、連邦財政赤字は2020年の国内総生産（GDP）の16%と爆発的に膨らんでおり、2021年も同8.6%の予想だという。つまり、赤字補填のため外国資本が必要となる。

バンク・クレジット・アナリスト（BCA）リサーチも、米国の貿易赤字が2006年以来の水準にまで拡大しており、米国のエネルギー生産を含めなければ過去最大の赤字幅になると顧客向けノートに書いている。輸出が停滞する一方で、輸入はコロナウイルス支援・救済・経済安全保障（CARES）法による2兆3000億ドルの後押しもあって急拡大している。追加支援がなければ貿易赤字は縮小するかもしれないが、その代償として米国と世界の経済が圧迫される。

■ 弱い通貨

ローチ氏もBCAもドル安予想で一致している。米国人の貯蓄取り崩しが増加しているとみており、CARES法による給付金で一時的に急上昇した家計貯蓄率が低下している一方で、財政赤字は前代未聞の巨額のままだ。さらに、米連邦準備制度理事会（FRB）は、インフレ率が2%を上回り安定するまで、フェデラルファンド（FF）金利誘導目標を0%に保つとしており、2023年までは変わらないと予想されている。

金利が低く固定されているため、経常収支を調整する手段は為替レートしかない、とBCAとローチ氏は指摘する。BCAはドルの見通しを極めて弱気とし、ローチ氏は2021年末までにドルが35%「暴落」と予想する。同氏は、国外のドル保有者が保有外貨を他通貨へ移しており、極端に過大評価されてきたドルはその「法外な特権」を失うかもしれないという。一方で、欧州連合（EU）が7500億ユーロ（8580億ドル）の復興基金に合意し、ユーロ圏としての財政政策を確立したことでユーロは強くなり、人民元も金や仮想通貨とともにドル安を受けて強含む可能性がある。

これらはよくあるドル弱気派の主張だが、通貨は常に相対的な関係にある。つまりドル安はユーロ高であり、ドル安に賭けるということは、為替レートが直近の1ユーロ＝1.1774ドル付近から1.20ドル以上となるのを期待しているということだ。

ところが、欧州中央銀行（ECB）による事実上のマイナス金利はユーロ保有のペナルティとなる。ユーロ高が欧州経済を圧迫すれば、ECBは金利をさらにマイナス方向に押し下げる可能性もある。欧州各国の国債利回りが低下を続けるのは、欧州経済の回復への期待が弱まっていることが背景にあり、一部の国では新型コロナウイルスの感染が再び広がっている。

中国の金融当局は人民元高を容認している。人民元は2020年初めには1ドル＝7元を上回っていたが、現在は6.7元である。半面、中国政府は景気縮小を避けるために通貨高を抑制する可能性もある。

■ 強い米国株

ただ、これらの分析はドルの持つ最大の強みを考慮に入れていない。世界をリードする米国の株式市場だ。

ドイツ銀行のグローバル・ストラテジストであるアラン・ラスキン氏は調査レポートの中で、米国株の魅力を挙げている。FRBの金融緩和は金価格を押し上げ、マネーサプライの拡大も後押ししている。同時に、S&P500指数のトータルリターンは金のボラティリティと密接に連動しており、ドルを保有する各国の中央銀行が伝統的に投資する無リスクの短期米国債とは全く異なると同氏は指摘する。

ラスキン氏は、スイス中銀やノルウェー年金基金など少数の金融当局が米国株に積極的に投資している、と続ける。中央銀行による株式投資はゼロ金利の世界では適切であり、「投資家は、株式に60%、債券に40%という従来の資産配分を再考することが必要だ」という。中央銀行のバランスシート拡大によるインフレへのヘッジとして株を考えるべきであり、これが流動性、透明性、企業の知名度と相まってドル資産の魅力を高める、と同氏は主張する。

米国人の借金と消費への欲求からくる経常収支の赤字の大部分は、世界各国による米国債や社債など安全かつ流動性の高い商品への投資で補われてきた。しかし、フェイスブック<FB>、アマゾン<AMZN>、アップル<AAPL>、ネットフリックス<NFLX>、アルファベット<GOOGL>その他の米国株に投資するにはドルが必要だ。ドルは明らかに下降線を描いているが、それ自体は米国経済にとって悪いことではない。米国株式市場の魅力は、前々から言われているドルの終焉を食い止めることができるかもしれない。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

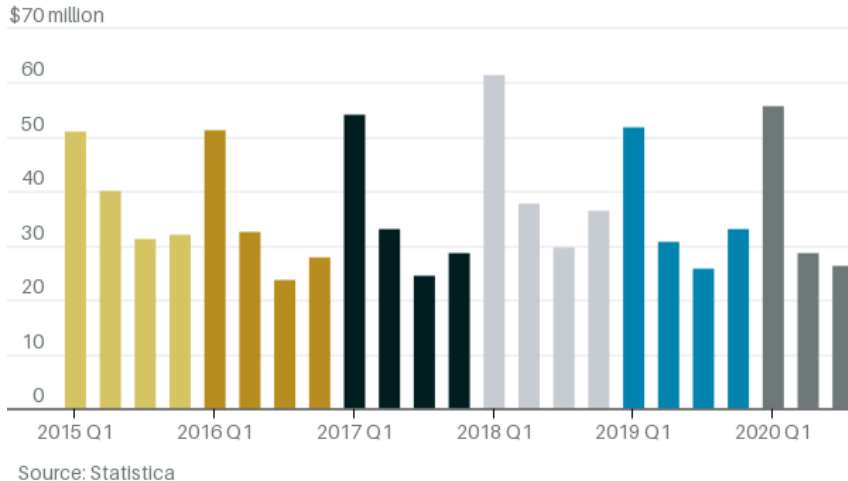
10. 今週の予定 - After Years of Anticipation, Apple's iPhone Enters the 5G World [経済関連スケジュール] アップル、待望の5G対応 iPhone発表へ

■ 「スーパーサイクル」 到来は不透明

A Revenue Machine

Apple has orchestrated annual upgrades of its iPhone to drive quarterly sales.

Apple Quarterly iPhone Revenues, 2015 to 2020



投資家は、アップルが次世代通信規格「5G」に対応するiPhone（アイフォーン）を発表することを待ちわびていた。その記念すべき日は、10月13日と間近に迫っている。

5G対応モデルが4機種出ることと、その他のハードウェアの発表があるだろうという基本的な情報は、数カ月前にリークされていた。しかし、今回の新型が、2014年のiPhone6発売時のような、買い替えの「スーパーサイクル」を引き起こすのかという、関心の高い疑問に対する答えは、すぐには出ない。強気筋は、「スーパーサイクル」が訪れると考える。しかし、世界的な不景気や、5Gシステムが消費者の体験を劇的に変えるのかというもっともな疑念が、悪材料となる可能性はある。

ドイツ銀行のアナリスト、ジェリエル・オング氏は、リサーチノートに予想を記している。過去の例から、新型iPhone（アイフォーン）は、10月23日～25日の週末に発売される模様だ。2021年度第1四半期（10月～12月期）の終了までに10週間あるが、一方で10月29日に予定されている、2020年度第4四半期（7月～9月期）の決算発表までには1週間しかない。従って、同社が業績見通しを発表することは考えにくくなる（アップルは、新型コロナウイルスの世界的流行以降、業績見通しを公表していない）。

オング氏はリサーチノートの中で、投資家らの予想は、iPhone12が2機種と、iPhone Proが2機種発売され、スクリーンサイズは5.4インチが1機種、6.1インチが2機種、6.7インチが1機種だと指摘。ハイエンド2機種にはトリプルカメラを搭載し、さらに、「拡張現実（AR）アプリケーションの搭載を可能にし、新しいゲームや使い方を可能にする」レーザー画像認識・測距システム「3D LiDAR（ライダー）スキャナ」が搭載され、下位2機種には、デュアルカメラが搭載されるとしている。全ての機種は5G対応となるはずだ。同氏はさらに、エアポッズ・スタジオ・ヘッドフォンの発売も間近だと予想する。加えて、アームのプロセッサを搭載したパソコン「マック」に関する詳細や、新規iPhone購入者を対象とした、サービスパッケージの値下げなども予想している。

■ 今週の予定

A Stock for Hard Times

Apple shares have soared despite the pandemic and the recession.

Apple Stock, Year to Date



10月12日（月）

- ・米債券市場はコロンブス・デーの祝日で休場。カナダの各証券市場は感謝祭の祝日で休場。
- ・国際通貨基金（IMF）と世界銀行の年次総会がバーチャルで開催。会合は18日まで続く。

10月13日（火）

- ・第3四半期の決算発表が始まる。資産規模で米4大銀行とされる銀行のうち、シティグループ＜C＞とJPモルガン・チェース＜JPM＞の2行が決算発表。残りの2行、バンク・オブ・アメリカ＜BAC＞とウェルズ・ファーゴ＜WFC＞は14日に発表。
- ・資産運用大手ブラックロック＜BLK＞、航空会社大手デルタ航空＜DAL＞、建設用資材販売のファースナル＜FAST＞、金融サービス会社のファースト・リパブリック・バンク＜FRC＞、医薬品・ヘルスケア製品のジョンソン・エンド・ジョンソン＜J&J＞が四半期決算発表。
- ・全米独立企業連盟（NFIB）が、9月の中小企業楽観度指数を発表。コンセンサス予想は100.9と、8月の100.2からわずかに上昇。
- ・9月の消費者物価指数（CPI）発表。コンセンサス予想は前年同月比1.4％上昇（8月は同1.3％上昇）。食品とエネルギーを除くコアCPIは、同1.8％上昇と、8月とほぼ同水準。

10月14日（水）

- ・金融大手ゴールドマン・サックス・グループ＜GS＞、金融持ち株会社のPNCファイナンシャル・サービスズ・グループ＜PNC＞、大手航空会社ユナイテッド・エアラインズ・ホールディングス＜UAL＞、医療保険会社ユナイテッドヘルス・グループ＜UNH＞、銀行持ち株会社U.S.バンコープ＜USB＞が決算発表。
- ・9月の卸売物価指数（PPI）発表。コンセンサス予想は前月比0.2％上昇（8月は0.3％上昇）。食品とエネルギーを除くコア指数も同0.2％上昇（8月は0.4％上昇）。
- ・医療機器大手メドトロニック＜MDT＞が隔年の投資家・アナリスト向け説明会を開催。ジェフリー・マーサ最高経営責任者（CEO）などが登壇予定。

10月15日（木）

- ・医療ロボットメーカーのインテュイティブ・サージカル＜ISRG＞、金融大手モルガン・スタンレー＜MS＞、銀行持ち株会社トゥルイスト・ファイナンシャル＜TFC＞、ドラッグストア・チェー

ン大手のウォルグリーン・ブーツ・アライアンス＜WBA＞が四半期決算コンファレンスコールを開催。

- ・ 10月10日までの週の新規失業保険申請件数発表。先週の申請件数は84万件と、3月中旬以降で最低となった。

- ・ ニューヨーク連銀が10月の製造業景気指数を発表。コンセンサス予想は12と、9月の17から低下。

10月16日（金）

- ・ 大手金融サービス会社バンク・オブ・ニューヨーク・メロン＜BK＞、金融グループのシチズンズ・ファイナンシャル・グループ＜CFG＞、物流大手JBハント・トランスポート・サービスズ＜JBHT＞、大手鉄道持ち株会社カンザス・シティ・サザン鉄道＜KSU＞、油田サービス開発会社シュルンベルジェ＜SLB＞、金融サービス会社ステート・ストリート＜STT＞、国際的アパレル企業VFコーポレーション＜VFC＞が決算発表。

- ・ 10月のミシガン大学消費者信頼感指数発表。エコノミスト予想は80.8と9月の80.2とほぼ同水準。9月の小売売上高発表。予想は前月比0.8%増の5420億ドル。自動車を除く数値は同0.3%増（8月は0.7%増）。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

『バロonz・ダイジェスト』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信

時事通信社

編集人

川田 重信（かわた しげのぶ）

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

『バロonz・ダイジェスト』 2020/10/11

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