

# バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2020/11/22

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. バロンズ海外株ラウンドテーブル - Investors, Put the Rest of the World on Your Radar [カバーストーリー]  
注目の20銘柄を紹介 P.2
2. 中国の小型電気自動車メーカーの株価が乱高下 - A Tiny Electric Vehicle From China Is on a Wild Ride in the Market [フィーチャー]  
低コストが売りのセカンドカーは米国市場のニーズに合うか P.8
3. バリュー株リバウンドの波に乗るETF5銘柄 - These 5 ETFs Will Ride the Rebound in Value Stocks [ETF]  
ワクチン開発と日常生活正常化の恩恵を享受 P.11
4. ワクチン開発への期待感というブットオプション - Credit the 'Vaccine Put' for Helping Stocks Look Past Bad Headlines [米国株式市場]  
市場は現実の経済状況ではなく、ワクチン開発期待を織り込む P.12
5. プラグ・パワーの株価急上昇、顧客のウォルマートとアマゾンにも利益 - Plug Power Has Soared This Year. Walmart, Amazon Also Benefited [注目銘柄]  
燃料電池などグリーンエネルギー製品を提供するプラグに着目 P.15
6. 年末に向けて盛り上がるビデオゲーム市場の勝者は? - Virtual Reality Is No Longer Just a Dream [ハイテク]  
短期的にはプレステとXboxの最新モデル、長期的にはVRヘッドセットに注目 P.16
7. 新型コロナウイルスが拡大する中、失業給付期限切れの危機 - The Virus Is Surging. Growth Is Slowing [フィーチャー]  
追加的な財政刺激策が必要 P.18
8. 低金利・高ボラティリティの中でポートフォリオを守る方法 - How to Protect Your Portfolio Amid Low Yields and High Volatility [コラム]  
バリュー株、TIPS、ハイイールド債、公益株などへの投資が有効か P.21
9. 配当株と無配当株のリターンを比較する際に気をつけること - In Judging Returns of Dividend Payers vs. Nonpayers, Consider the Context [インカム投資]  
時価総額、セクター、投資目的などにより見え方は変わる P.23
10. 今週の予定 - Amazon Edges in on Pharmacy Companies' Turf [経済関連スケジュール]  
アマゾン・ドット・コムが薬局事業に乗り出す P.25

※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. バロンズ海外株ラウンドテーブル - Investors, Put the Rest of the World on Your Radar [カバーストーリー] 注目の20銘柄を紹介

## ■ 海外株は米国株より割安、政治状況も改善



Illustration by Max-o-Matic

過去10年間、海外株は米国株に後れを取ってきた。この間、S&P500指数の年率トータルリターンは平均14%であったのに対し、MSCIオール・カン  
トリー・ワールド（除く米国）指数の年率トータルリターンはわずか4.7%だった。しかし、地球の人口の96%、経済活動の85%を占める米国以外の地域を見落とすことは、特に世界経済が新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）から回復している現在、間違いである可能性がある。

欧米でウイルスの流行が再燃し、各国が商業と移動の新たな制限に取り組んでいる一方、アジアの多くの国はウイルスを封じ込め、平常に近い状態

に戻ろうとしている。ワクチンに関するポジティブなニュースによって、海外の特に割安な銘柄は急反発する可能性がある。多くの海外株は米国株に比べて非常に割安である。

海外株をめぐる政治状況は改善している。欧州連合（EU）は、英国のEU離脱（ブレグジット）をめぐる交渉が難航しているにもかかわらず、域内の復興基金を設立することができた。これは欧州経済の回復とEUの安定性向上に向けた大きな一里塚となった。米中関係の緊張はテクノロジーを中心に続くと思われるが、次期米大統領にバイデン前副大統領が選出されたことで、貿易政策がより予測可能になり、世界の株式を圧迫している不確実性の一つが緩和される可能性がある。

本誌は最近、3人のグローバル運用のファンドマネジャーと1人のエコノミストを招き、海外の経済と市場に関するラウンドテーブルを開催した。ラウンドテーブルでは、投資家が注目すべき魅力的な海外株20銘柄が紹介された。今年の参加者は、アポロ・グローバル・マネジメントのチーフエコノミストであるトルステン・スロク氏、ベイリー・ギフォード・インターナショナル・アルファ・ファンド<BGIXX>のマネジャーであるジェニー・デービス氏、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントのカウンターポイント・グローバル株式運用チーム共同最高投資責任者（CIO）であり、モルガン・スタンレー・インターナショナル・オポチュニティ・ポートフォリオ<MIOPX>のマネジャーであるクリスチャン・ヒュー氏、イートン・バンスのグローバル・エクイティ・ディレクターであり、カルバート・インターナショナル・エクイティ・ファンド<CWVGX>のマネジャーを務めるクリス・ダイアー氏である。

ラウンドテーブルは10月下旬にオンラインで開催された。その後、大統領選後の11月中旬にパネリスト全員と電話で再度会話をした。以下、これらの会話を編集したものを紹介する。

本誌：バイデン政権は海外株の見通しにどのような影響を与えるか？

ダイアー氏：バイデン氏の大統領就任は海外株に良い影響を与える。主な理由は、同氏が米中関係に関してより建設的なアプローチを取るとみられるためだ。米国と中国の経済は世界貿易との結びつきが強いため、両国が（2018年に）貿易戦争に突入したとき、欧州や日本の企業はより大きな影響を受けた。

デービス氏：米国は、唯一の世界的超大国としての地位が低下する可能性から生じるアイデンティティーの危機とまだ格闘しなければならない。しかし、今や相互破壊的なアプローチの可能性が低くなったという期待がある。企業にとって最も重要なことは、将来の成長をけん引する計画と投資を地政学的大変動に邪魔される心配がないということだ。

Q：新たなロックダウン（都市封鎖）の波が訪れている一方、ワクチン開発の面ではポジティブなニュースがあった。これらは世界経済の回復にどのような意味を持つのか？

ダイアー氏：新たなロックダウンは、最初のロックダウンよりも欧州経済への影響は少ないだろう。ライブイベントや劇場、スポーツは再開していないので、再び閉鎖することはできない。それよりも重要なのは、企業がビジネスモデルを修正し、既にコストを削減している上、顧客がオンラインでの買い物に慣れてきたので、混乱が少なくなっているということだ。

スイスのストローマン・ホールディング<STMN.スイス>は、歯科用インプラントのグローバルリーダーだ。最初のロックダウンでは全ての歯科医院が閉鎖されたが、今は営業している。インプラントの購入はどちらかというと裁量的支出に入るので、ワクチンによって失業が解消されれば、人々は歯にお金をかけることができる。

## ■ インドの銀行を選好

### Minding the Gap

After years of trailing the U.S. market, overseas stocks soon could perk up.

■ MSCI AC World ex-USA ■ S&P 500



Source: Bloomberg

Q：世界的に見ても経済回復は均一ではない。今後、どの国がトップに立つか？

スロク氏：当社は規制の第2弾を踏まえ、W型に近い景気回復を予想している。ロックダウンによって、欧州は米国や中南米諸国よりも早くウイルスを制御下に置くことができるかもしれない。短期的には、欧州では経済と企業業績に明らかにマイナスの影響が出てくる。一方で突出しているのが中国とその周辺国だ。中

国は、国際通貨基金（IMF）が2020年にリセッション（景気後退）入りしないと予測している唯一の主要国だ。

Q：これまで投資家は米国だけに注目してきたが、なぜ今が海外株に注目するタイミングなのか？

ダイアー氏：来年にかけて世界経済は本格的に回復するだろう。そのため、景気の影響を受けやすいバリュー株や、国際貿易との関連性が強い企業が有利になるはずだ。欧州や日本にはそのような企業が数多く存在する。さらに、欧州では久々に結束が強まっている。最も象徴的なのが欧州復興基金（7月に合意された7500億ユーロの景気刺激策）だ。

デービス氏：私はもっと大きな視点で見ている。米国はイノベーションが盛んで、バリュエーションもそれに追随している。しかし、他の地域でもイノベーションは起きている。欧州では、10億ド

ル以上の企業価値を持つハイテク企業数は5年間で4倍に増えた。香港や中国も同様だ。米国の上場企業数は1997年から2017年にかけて50%減少しており、新規株式公開（IPO）が最も多い市場は香港と上海である。

Q：アジアの景気回復の状況は？

ダイアー氏：航空機リースを手掛ける日本企業によれば、中国の消費者が国内を旅行するようになったことで、中国の航空会社からの支払いが再開したという。楽器メーカーのヤマハ<7951>の売上高は9月末にかけて回復した。これは同社の店舗が再開したことや、中国がより通常に近い状態に戻っていることを示すものだ。

ヒュー氏：中国に加え、インドでも劇的な回復が見られる。インドのHDFC銀行<HDB>では、貸し出しの回収率が65~70%から97%まで回復した。通常は99%程度である。この2カ月間、貨車や自動車の販売が伸び始めている。これはより正常な状況に近づいているという兆候だが、インドの株式には反映されておらず、大きな投資機会がある。

Q：インドの中ではどのセクターを選好するか？

ヒュー氏：インドの民間銀行だ。名目7%のペースで成長する経済にけん引されている。また、個人の金融サービスの利用が増え、民間銀行が国有銀行から市場シェアを獲得している。顧客は銀行のアプリに慣れてきた。その結果、民間銀行の預金のシェアが高まり、資金調達コストが低下し、株主資本利益率（ROE）やバリュエーションが上昇するだろう。

Q：他にはどのような銀行が魅力的か？

ヒュー氏：HDFC銀行とコタク・マヒンドラ銀行<500247.インド>が最も優れているが、ICICI銀行<IBN>とインダスインド銀行<532187.インド>にもいくらかの投資機会がある。インダスインドの株価純資産倍率（PBR）は、過去5年間の平均は約4倍だったが、現在は約1.6倍である。同行は新型コロナウイルス危機で資金調達の問題を抱えていたが、ほとんどは解決したと考えられる。

デービス氏：HDFC銀行の親会社であるハウジング・デベロップメント・ファイナンス<500010.インド>は、大きな成長余地を持つ素晴らしい企業だ。インドにおける住宅ローン残高は国内総生産（GDP）比で10%未満だが、米国や英国では60~70%程度となっている。さらに、同社はHDFCアセット・マネジメント（インドの大手投資信託運用会社）などの企業を傘下に抱えている。

## ■ 今の状況を利用して将来強くなる企業

### Kristian Heugh's Picks

Co-CIO of Counterpoint Global; manager of the Morgan Stanley International Opportunity Portfolio

| Company/Ticker                   | Recent Price |
|----------------------------------|--------------|
| HDFC Bank/HDB                    | \$67.16      |
| ICICI Bank/IBN                   | \$13.27      |
| Kotak Mahindra Bank/500247.India | INR1,830.15  |
| IndusInd Bank/532187.India       | INR828.50    |
| Moncler/MONC.Italy               | €40.78       |
| New Frontier Health/NFH          | \$8.60       |
| Trip.com Group/TCOM              | \$33.69      |

Source: FactSet

Q：今年は増資に踏み切る企業が多いが、より強い企業に成長するために増資を実施した企業の例は？

ダイアー氏：企業や病院、スポーツ施設などにケータリングサービスを提供するグローバル企業、コンパス・グループ<CPG.英国>を保有している。バランスシートを強化するための増資を行ったが、多くの同業とは違い赤字ではなく、むしろ困窮する競合を買収

する機会につながっている。

デービス氏：アマデウスITグループ<AMS.スペイン>は、ホテルや航空会社などの予約処理システムを提供しているが、欧州でのロックダウンの初期に資金を調達した。3社から成る寡占構造の業界の中で唯一投資適格で、アマデウスのバランスシートは競争優位性があり、危機時の株価を下支えし、さらなる資金調達も可能である。それによって危機を超えた後にも強さを持続できる。ジャスト・イート・テイクアウェー・ドットコム<TKWY.オランダ>は、ライバルより早く地歩を築く必要があり、やはり資金を調達している。われわれはグロース投資家として、今投資することによって未来の経済を作り出せる企業を求めている。

スロク氏：グロース株がバリュース株よりもアウトパフォームしてもう10年以上になる。海外銘柄でもこの傾向は続く結論してもよいのか？

デービス氏：その通り。低金利でバリュエーションが押し上げられたため、グロース株は過大評価されているという見方はロジック的におかしい。創造的破壊のペースやトレンドの加速傾向を考慮すると、将来的により強くなる企業を重視せざるを得ない。割安の銘柄は、結局、今後縮小する企業である公算が大きい。アリゾナ州立大学のヘンドリック・ベッセンバインダー教授の興味深い研究によると、1990～2018年の期間において海外市場では1%未満の企業が株式の実質的富の創造の100%を生み出したとしている。

ヒュー氏：バリュース投資とは単に株価収益率（PER）が低い銘柄ではなく、価値のあるものをそれより低い価格で買うということだ。例えば、資産評価が実際の値打ちからずれているとか、株価が清算価値よりも低い銘柄だ。

Q：ファイザー<PFE>とビオンテック<BNTX>がワクチンについて明るい話題を発表して以降、在宅勤務関連銘柄やハイテク銘柄などの勝ち組から景気循環銘柄に乗り換える動きが起きたが、継続するか？

ヒュー氏：ワクチンが本物なら、99%以上の企業に恩恵が及ぶ。経済が縮小すればパイは小さくなるし、パイが拡大すれば企業が価値を高める能力も高まり、株価も上昇する。

Q：パンデミック後も一層強くなっていくと見込まれる企業は？

ダイアー氏：アイルランドの建材会社のCRH<CRH>に投資した。今年は米国で最大の道路建設会社となった。インフラ投資が増加すれば恩恵を受ける可能性がある。2022年の当社予想1株当たり利益（EPS）に基づくPERはわずか14.3倍で、今後1年の株価上昇余地は30%とみている。

デービス氏：アイルランドの格安航空会社ライアンエア・ホールディングス<RYAAY>が好例だ。欧州には航空会社が96社あり、そのうち90社は座席当たり利益が1ユーロ未満だ。残りの6社が業界全体の利払い・税引き前利益（EBIT）の95%を稼ぎ出している。多くの航空会社が破綻する見込みで、ライアンエアが市場シェアを奪取することが可能になる。同社は今後を先取りして資金を調達し、輸送能力の拡大に務め、今後2～3年で200機の飛行機の発注を計画している。危機時に後退するのではなく投資を続けている。これこそ危機の後に強くなる企業に求めることだ。2～3年は我慢の時かもしれないが、上昇余地はかなりあるとみている。

ヒュー氏：中国のオンライン旅行会社のトリップ・ドット・コム・グループ<TCOM>は世界首位を目指している。われわれは、中国のホテルの稼働率が10～20%の時に投資した。10月時点で80%まで戻った。同社はこの機会に契約の再交渉を行い、コストを削減した。

## ■ 中国企業

### Jenny Davis' Picks

Manager of the Baillie Gifford International Alpha Fund

| Company/Ticker                                  | Recent Price |
|-------------------------------------------------|--------------|
| AIA Group/1299.Hong Kong                        | HK\$89.85    |
| Alibaba Group Holding /BABA                     | \$255.83     |
| Amadeus IT Group/AMS.Spain                      | €60.64       |
| ASML Holding/ASML                               | \$423.81     |
| Housing Development Finance Corp. /500010.India | INR2,363.60  |
| Just Eat Takeaway.com/TKWY.Netherlands          | €90.14       |
| Ryanair Holdings/RYAAY                          | \$103.87     |
| Taiwan Semiconductor Manufacturing /TSM         | \$96.93      |

Source: FactSet

Q：中国といえば、アリババなどの巨大なインターネット企業が頭に浮かぶが、そこにまだ機会はあるか？

デービス氏：アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）<BABA>などはバリュエーションを見るとバリュエーションと言え。14億人の人口を抱える国で、1件の取引額は小さくとも合計すれば膨大な数字になる。アリババやテンセント・ホー

ルディングス（騰訊控股）<0700.香港>、中国平安保険<2318.香港>などは、その傘下で技術革新を生み出し、実現している。

Q：中国が既存の独占禁止法の新しいガイドライン案を公表したのを受けて株式市場はざわついた。またマイクロファイナンスに関する規制がフィンテック大手のアント・グループのIPO延期につながった。規制強化は投資家にとって継続的なリスクになるのか？

デービス氏：特に、独占的な地位を乱用する可能性があるインターネット企業に焦点を当てたガイドラインになっている。長期的に見れば、競争は革新を加速させるため、全てのプレーヤーにとって適切なものだ。例えば、2015年にオンライン・ショッピングモールのタオバオでの模造品販売の摘発が強化されたが、結果としてプラットフォーム全体への信頼が高まった。金融に関する規制は、長期的には金融システムの信頼性につながる。アント・グループは極めて適応能力が高い。

Q：知名度は低いが魅力的な中国企業は？

ヒュー氏：世界の人口の60%、経済成長の大半を占め、未来への楽観論が高まるアジアは素晴らしい。まさに、「魚を釣りたいなら、魚のいるところに行け」だ。ニュー・フロンティア・ヘルス<NFH>は、時価総額13億ドルの企業で、中国の1級都市の全てに戦略的に配置された高級私立病院ブランドを持つ。中国の病院の病床数は他のアジア諸国全体の半分で、病院の成熟につれて利益率が3~4倍になる可能性があり、さらにアセットライトな病院経営事業に参入すれば利益率がより高まる可能性もある。長期的な傾向から恩恵を受け、競争優位性を生かす経営陣がおり、強みを生かして近接市場へと事業を拡大する、そんなアジア企業をわれわれは選好している。株価が大化けする可能性もある。

デービス氏：保険大手のAIAグループ<1299.香港>もその一つだ。アジアでは一家の稼ぎ手を失った場合に不足する収入の総額は83兆ドルとみられており、保険でカバーすべき額となる。年金額が低く、医療費の自己負担も多いため、保険を掛ける必要がある。

## ■ 地政学的リスクと海外市場の魅力

### Chris Dyer's Picks

Director of global equities at Eaton Vance; manager of the Calvert International Equity fund

| Company/Ticker                          | Recent Price |
|-----------------------------------------|--------------|
| ASML Holding/ASML                       | \$423.81     |
| Compass Group/CPG.UK                    | £13.46       |
| CRH /CRH                                | \$39.96      |
| Halma/HLMA.UK                           | £23.50       |
| Straumann Holding/STMN.Switzerland      | CHF1,048.50  |
| Taiwan Semiconductor Manufacturing /TSM | \$96.93      |
| Yamaha/7951.Japan                       | ¥5,740       |

Source: FactSet

Q：米中関係の緊張は長く続くと大半のアナリストが予想している。間にはさまれた企業のリスクは？

デービス氏：半導体は今や世界を動かす存在で、当然米中の紛争の中心となっている。TSMC（台湾積体回路製造）<TSM>はファウンドリーとして世界シェアは50%だ。同社の技術なくして次の5G対応iPhone（アイフォーン）

）はあり得ない。オランダの半導体製造装置メーカーASMLホールディング<ASML>は地政学的な問題からむしろ恩恵を受ける可能性もある。EUV（極端紫外線）露光装置の独占企業としてますます必要とされる見込みで、われわれは同社を、世界を肩に背負っている「アトラス企業」と呼んでいる。

Q：海外企業が圧倒的なニッチ分野は？

ダイアー氏：ヘルス・安全・環境装置テクノロジーのハルマ<HLMA.英国>。ウォーレン・バフェット氏が「まさに投資したい会社」と言った会社だ。規制強化で売り上げが伸びる。

ヒュー氏：アウター中心のファッションブランド、モンクレール<MONC.イタリア>。業界最高水準の30%以上の営業利益率を誇り、エルメス・インターナショナル<RMS>と同水準である。

Q：モンクレールは買収の標的企業となる可能性はあるか？

ヒュー氏：同社の最高経営責任者（CEO）は売りたいくないと思う。私も独自で経営した方が良いと思う。2005年以降のEPS成長率は年率13%で、40年連続で増配中だ。

Q：為替はグローバルな投資家にとって重要だが、ドルの見通しは？

ダイアー氏：米国の政府債務のGDP比の高さを懸念している。今回の危機後に米国の債務のGDP比はEUより43%ポイントも高くなるとIMFは予想している。ドル安になると米国の投資家にとって海外の株式は価値を増す。

Q：米国外の株式市場の機会に関して、来年投資家が備えておくべきリスクは何か？

スロク氏：政策立案者がウイルス、財政政策、金融政策にうまく対応できないリスクだ。財政面は既にかかなり支出しており、中央銀行も政策は限られている。さらに、世界経済における中国の役割が挙げられる。

ダイアー氏：最大のリスクは新型コロナウイルス。これが全てを超越している。長期的には中国と世界の関係というリスクだ。

ヒュー氏：最大の地政学的リスクとしては南シナ海。また株価のバリュエーション水準も最大リスクだ。時価総額と比べてどの程度まで企業が成長可能か見極める必要があるし、リターンを得るに十分なディスカウントで手に入れているのかも重要だ。だが、海外に出れば独特な投資機会がある。幸運は勇者に味方する。

By Reshma Kapadia  
(Source: Dow Jones)

## 2. 中国の小型電気自動車メーカーの株価が乱高下 - A Tiny Electric Vehicle From China Is on a Wild Ride in the Market [フィーチャー]

低コストが売りのセカンドカーは米国市場のニーズに合うか

### ■ カンディ・テクノロジーズの株価が乱高下



Courtesy of Kandi

中国のガソリン駆動四輪バギーと電気自動車部品のメーカーであるカンディ・テクノロジーズ・グループ（康迪科技）＜KNDI＞は、電気自動車業界への投資家にとって、将来性と潜在的なリスクの両方を体現している銘柄だ。

ナスダック上場の同社は特斯拉＜TSLA＞とは違う。時価総額は9億3200万ドルと小さく、同社の発表によれば、去年は電気自動車をほとんど販売していない。しかし、同社の株価は、米国市場で電気自動車を販売すると約束したことで、今年になり急騰した。

株価は乱高下している。カンディが米国投入を計画する2車種についてテキサス州環境委員会が税金還付の対象になると発表すると、先週初めの4日間で株価はほぼ倍増したが、同社が私募増資で1億ドルを調達すると発表すると金曜日の朝には20%以上下落した。同社は2週間前にも別の増資を発表し市場に衝撃を与えている。株価はその後、やや戻している。株価のボラティリティは、投資家が注意すべき理由の一つにすぎない。

## ■ 12月に米国販売開始の予定だが

### Kandi Technologies Group Inc.



カンディは2002年に中国の金華市で設立され、逆さ合併により2006年に米国上場を果たした。同社の乗用車販売台数は比較的少なく、証券取引委員会（SEC）提出資料によれば、2019年度の売上高1億3600万ドルのうち99%は電気自動車部品、四輪バギーなどの販売によるものだ。4月28日にSECに提出された報告書10Kによれば、2019年度は720万ドル、2018年度は570万ドルの損失を計上している。

同社のフー・シャオミン会長は本誌に対し、ミニクーパーサイズの電気自動車K27の米国販売を12月に開始すると語った。K27は1回の充電で59マイルを走行可能であり、最高速度は時速68マイル、価格は1万7499ドルだ。同社の販促広告によれば、先着1000人の支払い額は値引きと税制上の優遇処置により9999ドルになるという。

やや大型で速度も速いモデルK23の価格は、税制上の優遇前で2万7499ドルだ。もしうまくいくようであれば、テスラ・キラーとしてパワーのある「レーシング」モデルを米国市場に投入する計画もあるが、「わが社の製品は米国市場では知名度が低い」として、同モデルの米国市場への投入には慎重だとフー氏は語る。

テキサス州ガーランドを本拠とする米国子会社カンディ・アメリカのジョニー・タイ最高経営責任者（CEO）は本誌に対し、独立系の四輪バギー販売店網が同社の強みだが、田舎のショールームはカンディの求めるハイテクイメージにふさわしくないため、都市部の確立された販売店を探していると語った。同氏は、「未定のことが多い。多くのことが明確になりつつあり、より多くの機会が生まれるだろう。日々、さまざまな人々と話をしている」と言う。12月に販売を開始するには、タイ氏の計画は十分に固まっていない印象だ。同氏は、全国的な販売ネットワークの計画をまだ策定しているところだと語った。

本誌は、デンバー在住の薬剤師でカンディの販売店になることを計画しているロバート・バイスカー氏からも話を聞いた。同氏は、カンディ車購入のため同社に電話をかけコロラド州の販売店を聞いたところ、まだ販売店がないと聞き、自身で応募することにしたのだという。バイスカー氏と同氏のパートナーは3万ドルを拠出して店舗スペースをリースしており、12月には車両モデルを展示したいと考えている。タイ氏は、バイスカー氏の販売店申請を承認したことを認めたが、最終的な販売店網の詳細は決定していないと付け加えた。

## ■ 米国市場のニーズに合うか疑問も

中国の電気自動車産業は、同業界を世界の主要勢力にしようともくろむ中国政府の後押しを受けてきた。ワシントン为本拠とするシンクタンク戦略国際問題研究所で中国経済に関するアドバイザーを務めるスコット・ケネディ氏は、2018年時点で中国政府の電気自動車産業に対する補助金は1000億ドルに上り、これは自動車販売価格の3分の1に相当すると語る。同氏によれば、現在中国には同国発の電気自動車会社が119社あるという。

ハーバード大学のケネディ公共政策大学院で環境・天然資源プログラムのディレクターを務めるヘンリー・リー氏によれば、中国の現在の電気自動車の主流は航続距離60~100マイルで価格2万ドル前後の小型車だという。カンディは米国ではK27を買い物や近距離通勤用のセカンドカーとして売り込んでいる。

投資会社コロンビア・スレッドニードル・インベストメンツの株式調査アナリスト、チャールズ・マン氏は、中国の日常生活用の自動車は米国には適さないと指摘する。ダイムラー<DAI.ドイツ>は、販売台数がピーク時の2594台から680台に落ち込んだ電気自動車スマート・フォーツアの北米市場における販売から撤退した。米国エネルギー省によれば、同じ時期、価格が3万1600ドルとカンディのK23と比較してもさほど高くなく、パワーと航続距離で優り、ホイールベースがより長い日産自動車<7201>のリーフの販売台数は59%減少し、1万2365台となった。

「家族が食料品店に行くための車というのなら、ユーゴはなぜ失敗したのかと言いたい。消費者は店に行くために5000ドルの車を余分に欲しがりしなかった」とマン氏は言う。ユーゴは短命に終わった1980年代の旧ユーゴスラビアからの輸入車だ。確かに電動のK27はユーゴとは違うが、投資家は米国市場で成功を夢見る小型車については注意をした方が良さそうだ。

By Matt Smith  
(Source: Dow Jones)

### 3. バリューストックのリバウンドの波に乗るETF5銘柄 - These 5 ETFs Will Ride the Rebound in Value Stocks ワクチン開発と日常生活正常化の恩恵を享受

[ETF]

#### ■ 高まるバリューストックの利益回復期待



Dreamstime

投資家には、今年多くのサプライズがあった。年末が近づくにつれ、もう一つのサプライズがあるかもしれない。バリューストックのリバウンドである。

グロース株の中でも、大型ハイテク株や新型コロナウイルスの感染拡大で恩恵を享受した銘柄が、株式市場を年初来で11%押し上げた。有望な新型コロナウイルスワクチンに関する明るいニュースは、2021年に日常生活がさらに通常に戻るという期待を抱かせ、景気回復に対する投資家の確信を後押しした。世界の株式市場は過去2週間上昇し、中でも、株価収益率（PER）や株価純資産倍率（PBR）といった指標で市場平均を下回るバリューストックが上昇している。

株が上昇している。

バリューストックは通常、不況からの出口でアウトパフォームするが、今年は特に顕著だ。これは、新型コロナウイルスによる利益面の打撃が特に大きかったが、来年は回復する可能性が高いことが理由である。一方、グロース株は感染拡大で恩恵を享受し、来年の利益成長のハードルが高くなっていると、運用会社インベスコのシニア株式ストラテジストであるニック・カリバス氏は語る。また、バリューストックは10年にわたるアンダーパフォームによってかつてない程に割安となり、長期的な上昇に転じる好位置にあることを意味している。ちなみにラッセル1000バリューストック指数の予想PERは15倍なのに対し、同グロース株指数は28倍である。

#### ■ 小型バリューストックETFが軒並み好成績

バリューストックは売上げの水準が低いこと、有利子負債が多いこと、あるいはキャッシュフローの余裕がないことなど、財務面で劣ることが多いため、広範囲に投資すれば、そのファンドは投資先が破綻した場合のリスクを減らすことができる。「こうしたファンドが、突然の破綻リスクを回避する原則的な防御手段は、分散投資」と、評価会社モーニングスターでグローバル上場投資信託（ETF）調査の責任者を務めるベン・ジョンソン氏は語る。

ジョンソン氏は、多くのインデックスファンドを選好する。リバウンドの兆しが見えたことで、バリューストックをうまく組み合わせるインデックスファンドが、恩恵を受けるだろう。バリューストックの中で最大の価値を求める投資家は、最近株価上昇率が大型株を上回った小型株に目を向けるべきである。11月に入った3週間のバリューストックファンド運用成績上位10本のうち、7本は小型株ファンドだった。例を挙げれば、運用資産額25億ドルのSPDR S&P 600スモール・キャップ・バリューストックETF<SLYV>と運用資産額6億700万ドルのバンガードS&Pスモール・キャップ600バリューストックETF<VIOV>の11月第3週までのリターンは18%だった。両ETFは共に、小型株600銘柄のうちバリューストックで選択した450銘柄を保有し、ファンドの経費率は0.15%である。

運用資産額1億3600万ドルのインベスコS&Pスモール・キャップ600ピュア・バリューストックETF<RZV>は、ポートフォリオをわずか141銘柄に絞っている。同ファンドはバリューストック基準に基づいて銘柄

を選択し、組み入れ比率を決める。すなわち時価総額に関係なく、株価が割安であれば組み入れ比率を増やす。このため同ETFのポートフォリオは、市場全体を表すインデックス型とは大きく異なり、また時価総額で組み入れ比率が決まる他のファンドよりも、当然戻りは大きかった。

## ■ 大型バリュー株ETFは高利回り

「この数日間にリターンが上位だったバリューファンドのほとんどは、バリュー株のエクスポージャーが強力なファンドだった。バリュー株はコロナ危機で深刻な打撃を受けたが、有望なワクチン開発と日常生活の正常化で最も恩恵を受ける」と、ジョンソン氏は語る。

運用資産額1億5800万ドルのアメリカン・センチュリーSTOXX米国クオリティー・バリューETF＜VALQ＞は、大型株に投資し、ポートフォリオの半分近くを占める。同ETFは、バリューションが魅力的で良好なファンダメンタルズを持つ優良企業に投資することで、訳があって割安なリスクの多い株への投資を回避することを狙う。同ETFの配当利回りは2.45%と厚く、再びバリュー株が売られるとしても、リスクは軽減される。

運用資産額9100万ドルのインベスコS&Pスモール・キャップ・バリュー・ウィズ・モメンタムETF＜XSVM＞は、最近の株価モメンタムの中で割安な株を見付けることを狙う。同ファンドの過去10年間のリターンは年率10.5%で、姉妹ファンドであるインベスコS&Pスモール・キャップ600ピュア・バリューETFを毎年3ポイント超上回っている。

By Evie Liu  
(Source: Dow Jones)

## 4. ワクチン開発への期待感というプットオプション - Credit the 'Vaccine Put' for Helping Stocks Look Past Bad Headlines

[米国株式市場]

市場は現実の経済状況ではなく、ワクチン開発期待を織り込む

### ■ 大きく売られず

#### Dow Jones Industrial Average



Source: FactSet

経済データは失望的なもので、新型コロナウイルスの感染者数は急増した。財務省は、米連邦準備制度理事会（FRB）の緊急融資プログラムの中の5項目を年末に失効させると発表した。それでも株式市場が大きく売られることはなかった。少なくとも現時点では、ワクチン関連の好材料を背景に株式市場は悪材料をやり過ぎたようだ。

先週の主要株価指数の動きを見ると、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は下落したものの、わずか0.7%の下落にとどまり、2万9263ドル48セントで引けた。S&P500指数は0.8%安の3557.54となったが、ナスダック総合指数は0.2%上昇して1万1854.97で引けた。小型株のラッセル2000指数は2.4%上昇して1785.34で週末を迎えた。

確かに、市場には懸念材料が多く見られた。新型コロナウイルスの感染者数の急増は続き、過去2週間で1日当たりの新規感染者数は73%増の18万7428人、1日の死亡者数

は11月19日には63%増の1962人となった。全米の都市や州では、感染拡大を制限するために封鎖や外出禁止令が発令された。ニューヨーク市が登校による学校教育を終了させると発表したことで、NYダウは水曜日に下落が加速した。

ウェルズ・ファースト・セキュリティーズで米国株式戦略を担当するクリス・ハーベイ氏は「2021年初めに広く予防接種の実施が始まる見通しについては、他の投資家と同様に期待しているものの、直近の新型コロナウイルスの感染状況に関するひどい数値が示唆する経済リスクを無視することはできない」と書いている。

## ■ 政策面の下支えもなし

### S&P 500 Index



そして、先週発表された経済指標は明らかに景気減速の兆しを見せた。10月の小売売上高は9月からわずか0.3%の増加にとどまり、0.5%の増加という市場の予想を下回った。新規失業保険申請件数は3万1000件増の74万2000件と5週間ぶりの増加となった。フィラデルフィア連銀とニューヨーク連銀の製造業指数も失望的な内容だった。先週末までに、JPモルガンなどから2021年第1四半期のマイナス成長の予想が見られ始めた。

通常ならば株式市場が堅調だった理由としてFRB当局者の発言に注目するところだが、FRB自体も問題の渦中にあった。先週火曜日の質疑応答の中でパウエル議長は、今後数カ月間は経済が困難な状況にあるとして財政支援の強化を迫る一方、財務省に対して新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）の間に経済を強化するために実施されたプログラムを12月31日以降も延長してほしいと示唆した。

しかし財務省は延長に動かなかった。木曜日の取引終了後、ムニューシン財務長官は、メインストリート融資制度を含む幾つかのプログラムの延長を否定し、FRBに未使用分の資金の返還を求めた。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「これらを終了させることは、保険を解約するようなものだ」と述べる。

## ■ ワクチンへの期待

### NASDAQ Composite Index



結局、市場が先週底堅かったのは、「ワクチン・プット」に対する信頼感だろう。バイオ医薬品メーカーのモデルナ〈MRNA〉が開発中のワクチンが第3相治験で94.5%の有効率を示したことに加え、英製薬大手のアストラゼネカ〈AZN〉はオックスフォード大学と共同開発中のワクチンが安全で、高齢者にも効果があるように見えると述べた。一方、大手製薬企業のファイザー〈PFE〉は、95%の有効率を示した第3相治験の結果の全データを発表し、週末までに米食品医薬品局（FDA）に投与開始のための緊急使用許可（EUA）を申請した。

このニュースで株価が上昇したわけではないかもしれないが、売らない理由にはなっただろう。市場が難しい局面を迎えた場合に投資家が、FRBが助けくれるとのプットオプションに頼るのと同様だ。ルーソルド・グループのチーフ投資ストラテジストであるジム・ポールセン氏は、「珍しいことに、ワクチンの発表で強気の投資家がプットオプションを保有することになった。新型コロナウイルスが冬に猛威を振るって経済が失速するとの懸念が高まっているにもかかわらず、株式市場には先週の月曜日には存在しなかったオプションの下支えがあるのかもしれない」と書いている。

しかし、ワクチンが重要であることは、特にワクチンの流通開始後に何か問題が生じると株式市場がネガティブな反応を示す可能性があることを意味している。ドナベディアン氏は「過去1カ月間にワクチン関連の好材料が多く織り込まれ、それ自体に問題がある訳ではない。ただし、ワクチンに関する見通しに何らかの問題があれば、かなりの悪材料として認識されるだろう」と述べる。

現時点では、本誌は米国経済が何とかこの苦境を乗り切れると考えている。MKMのチーフエコノミストであるマイケル・ダーダ氏は、ワクチンがない状態でのこれまでの景気回復はほとんどの予想を上回るはるかに強力なものだったと指摘し、冬の間に景気回復が足踏みする可能性は高いものの、ワクチンが投与され、新しい治療法が認可されれば、景気回復は再び加速するだろうと述べる。「ワクチンなしでも予想以上に成長が速かったのだとすれば、ワクチンやより有効な治療法が経済再開の努力を後押ししたらどうなるのだろうか」とダーダ氏は疑問を投げかける。

市場にそこまで見届ける根気があるかどうかは、これから分かるだろう。

By Ben Levisohn  
(Source: Dow Jones)

## 5. プラグ・パワーの株価急上昇、顧客のウォルマートとアマゾンにも利益 -

[注目銘柄]

Plug Power Has Soared This Year. Walmart, Amazon Also Benefited

燃料電池などグリーンエネルギー製品を提供するプラグに着目

### ■ グリーンエネルギーのパイオニア



Courtesy of Plug Power

今年の株式市場で際立っている銘柄の一つが、プラグ・パワー<PLUG>だ。同社は、従来ガソリンを大量消費してきたフォークリフトなどの機械にクリーンエネルギー電源を提供するパイオニアである。プラグの株価は年初来で6倍と急上昇しており、10億ドル近くの増資を発表する中で先週には25ドルに達した。

プラグの人気は、電気自動車、水素発電、そして同社が製造する燃料電池など、地球温暖化対策となるグリーンエネルギー機器に対する前向きな投資意欲を反映している。同社の燃料電池は既存のフォークリフトのプラグと互換性があるため、小

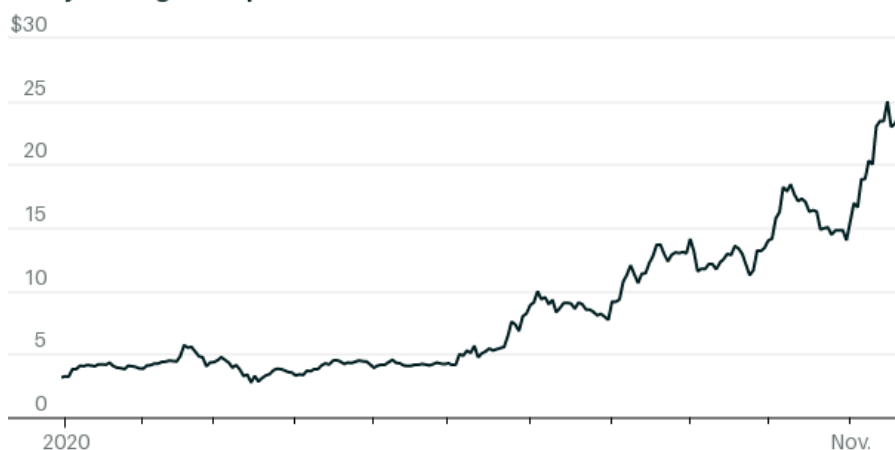
売大手のウォルマート<WMT>やアマゾン・ドット・コム<AMZN>（両社合わせて2018年にはプラグの売上の3分の2、2019年には半分を占めた）においても採用しやすくなっている。投資家にとって、プラグの魅力の一部が、これら大手2社が同社のグリーン製品の恩恵を受けていることからきているのは確かだろう。

### ■ 新株予約権で莫大な利益を得た顧客企業

#### Going Green

Plug Power stock has surged this year as investors have piled into green energy.

#### Daily closing share price



Source: FactSet

アマゾンとウォルマートは、プラグをひいきにすることで別の恩恵も享受した。同社の製品を購入する見返りを受けたのである。2017年にプラグは、製品購入額5000万ドルごとに自社の新株予約権を両社に提供した。プラグの株価が上昇したことで、この幸運な2社は、プラグの製品に対して支払う金額をはるかに超える利益を得ている。

これらの販売インセンティブは、プラグ・パワーの

米国証券取引委員会（SEC）提出書類の脚注に適切に開示されている。この件について本誌はアマゾンとプラグに取材を申し込んだが、拒否された。アマゾンは本誌にプラグを紹介し、プラグは増資に伴うサイレントピリオドを理由に返答を断っている。

アマゾンはウォルマートよりも良い顧客となっている。プラグの2020年9月四半期の提出書類は、

アマゾンが5000万ドル単位の注文の第3トランシェに入っていることを示している。アマゾンが最初の2トランシェで獲得した1455万株の行使価格は1.19ドルだった。

アマゾンは1700万ドルのコストと、1億ドル相当のプラグ商品・サービスの購入により、総額3億5000万ドル以上のプラグ株を保有している可能性があるということだ。注文の第3トランシェでは、行使価格は1株当たり約13ドルに再設定された。直近の株価は24ドルを超えていることから、このロイヤリティプログラムのインセンティブは引き続き強力である。

プラグのアンドリュー・マーシュ最高経営責任者（CEO）は、同社の11月9日の決算発表で新株予約権の取引について尋ねられたとき、「本当のプラス材料だ」と述べた。グリーンエネルギー革命から手っ取り早く利益を得る方法を見つけたアマゾンにとって、そのことは疑いようがない。

By Bill Alpert  
(Source: Dow Jones)

## 6. 年末に向けて盛り上がるビデオゲーム市場の勝者は？ - Virtual Reality Is No

[ハイテク]

Longer Just a Dream

短期的にはプレステとXboxの最新モデル、長期的にはVRヘッドセットに注目

### ■ 評論家はフェイスブックのVRヘッドセットを高く評価



Courtesy of Oculus

マイクロソフト＜MSFT＞とソニー＜6758＞がそれぞれ今秋投入した最新のビデオゲーム機、プレイステーション5とXbox Series Xは全米で品切れとなっており、投資家にとって10年に一度と言えるイベントとなっている。

その一方で、評論家からの評価がプレイステーション5やXbox Series Xよりも高いにもかかわらず投資家が見落としがちなのが、フェイスブック＜FB＞が今秋発売した仮想現実（VR）ヘッドセット型ビデオゲーム機のOculus Quest 2（オキュラス・クエスト2）だ。

### ■ フェイスブックにとってVRヘッドセットは経営多角化の手段

VRは数十年前から話題になっているもののあまり浸透していない。技術が進化しているにもかかわらず、物理的世界とデジタル世界をうまく橋渡しすることができていないからだ。

2014年、フェイスブックはVRヘッドセット・メーカーのオキュラスVRを20億ドルで買収した。同社にとってハードウェアビジネスへの参入は、得意とする広告ビジネス以外の新しい分野に踏み出す手段の一つだ。

フェイスブックの最高財務責任者（CFO）を務めるデービッド・ウェーナー氏は、QuestとQuest 2の売上高が「その他」項目に分類される売上高の目標達成に貢献したと述べているが、その目標はさほど高いものではない。同社の2019年の売上高全体に占める「その他」売上高の割合は1.5%だった。

ただし同社のVRにおける取り組みは進捗している。299ドルで販売されているQuest 2には、競合する他社のVRシステムに対して一世代分の優位性がある。

最も重要なことは、Quest 2が単体で利用できるゲーム機であることだ。オキュラスの初期の製品は高価なゲーム用PCに接続して使用する必要があった。

また、従来機種はゲームプレーヤーの動作や姿勢を計測するために部屋のあちこちにセンサーを配置する必要があったが、Quest 2ではもはやその必要はない。また、手の動きを計測するためのハンドヘルド型コントローラーも不要になった。VRの進化の余地はまだ大きい、Quest 2は現時点で最も使い勝手の良いデバイスである。

## ■ VRゲームのエコシステム構築に注力

一方、VRコンテンツはまだ開発の初期段階にある。オキュラス・ブランドのコンテンツエコシステムを担当するクリス・プルエット氏は、コンテンツ開発のための共通の言語環境がようやく形成されつつあると明かす。今のところ、VRゲームの開発者はまだ成功のための公式を編み出そうとしている段階だという。

筆者はプルエット氏に、最終的に一般消費者がVRを受け入れるようになる突破口を開く助けとなるゲームとはどのようなものなのかと尋ねた。同氏の答えは、「身体のアクティブな動きを含めて没入感を体験でき、さらに他の人と一緒に楽しんだり共有したりできるものになるだろう」というものだ。

同氏の答えの後半部分は、フェイスブックが使命とする「コミュニティ構築」と合致する。オキュラスにとって良いニュースは、フェイスブックは既に数十億人もの潜在的なユーザーを擁することだ。VR開発者の前には広大な市場がある。

プルエット氏は、フェイスブックはVR開発者が収益を得る手助けをすることに注力しており、その指標に基づいてオキュラスの成功を判断していると説明する。「現在のコンテンツエコシステムを、安定したビジネスのためのプラットフォームを生み出せるものにする必要がある。この観点から見ると、VRのコミュニティはまだ小さいとはいえ急速に成長している」。

## ■ プレステとXboxの両方に対応するゲームソフトメーカーに注目

話は変わるが、プレイステーション5とXbox Series Xはどちらが好まれるだろうか。消費者や評論家の議論は盛り上がっているが、投資家はどちらかを選択する必要はない。本誌は、これらのビデオゲーム機の発売が、両方のプラットフォームのタイトルを制作するビデオゲームメーカーにとって強気のイベントになると主張してきた。

だが、本誌の主張通りに事が運ぶのに時間を要している。ビデオゲームメーカーのテイクツー・インタラクティブ・ソフトウェア<TTWO>、アクティビジョン・ブリザード<ATVI>、エレクトロニック・アーツ<EA>、ユービーアイソフト<UBI.フランス>の株価は今年10月上旬以降、いずれも市場をアンダーパフォームしている。

とはいえ、ゲーマーが新世代のビデオゲーム機と自宅待機によってゲームを遊ぶ意欲を高める中、良い兆候は表れ始めている。

ユービーアイソフトは先週、同社の最新のゲームタイトルであるアサシン・クリード・ヴァルハラ

の発売後1週間の販売数がアサシン・クリード・シリーズの過去のどのタイトルをも上回ったと発表した。同社のプレスリリースは「ACVは新しいハードウェアを最大限に活用するという約束を果たしている」と述べている。

このニュースを受けて同社の株価は2.3%上昇した。こうした株式市場の反応は、他のビデオゲームメーカーがゲームタイトルの販売実績や四半期決算を発表する際の反応を予告するものになるかもしれない。

By Max A. Cherney  
(Source: Dow Jones)

## 7. 新型コロナウイルスが拡大する中、失業給付期限切れの危機 - The Virus Is Surging. Growth Is Slowing 追加的な財政刺激策が必要

[フィーチャー]

### ■ 失業給付期限切れの危機



Spencer Platt/Getty Images

コロナウイルス支援・救済・経済安全保障（CARES）法は、新型コロナウイルスがすぐに終息することに期待した賭けだったが、この賭けはうまくいかなかった。

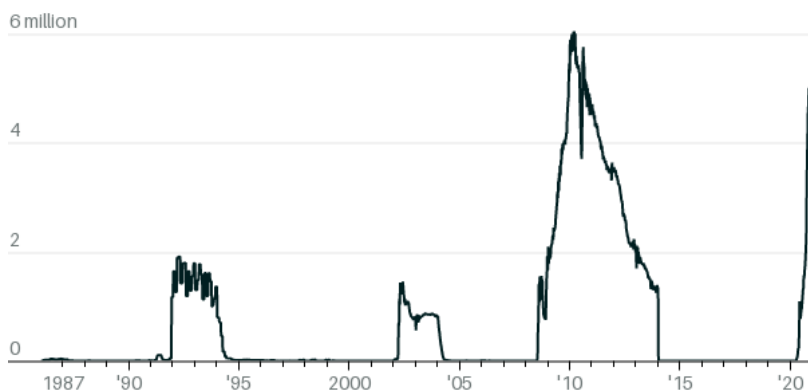
議会が新たな経済対策を早急に可決しない限り、新型コロナウイルス対策として発動された緊急経済対策の期限が到来し、多くの労働者は今後5週間のうちに失業給付を受給できなくなる。痛みは失業者に限らず、影響は個人消費から企業収益に至るまで経済全体に及ぶだろう。

### ■ 現状の失業保険制度の問題点

#### Emergency Surge

More than five million Americans have exhausted regular unemployment insurance programs and are now reliant on extended benefits that will soon expire.

#### Americans receiving extended unemployment benefits (excluding PUA)



Source: U.S. Employment & Training Administration; Barron's calculations

根本的な問題は、米国の失業保険制度が、景気の下降局面が続いた場合に対応できるように設計されていない点だ。そしてCARES法に盛り込まれたプログラムは、新型コロナウイルス感染が拡大し景気が後退する一方で、ワクチンの広範囲にわたる供給にはまだ数カ月かかるという現状に対して、長期間持ちこたえられるように設計されていない。

州と自治体による失業給付の支給期間は12週～26週であり、

一部の地域で失業率が高い場合でも追加で最大20週間しか支給されない。国全体の経済が好調なら、これだけの時間があれば新しい仕事を見つけたり、他の都市に移ったりするのに十分だろう。しかしながら、景気後退の後に労働市場が回復するのに数年かかることも珍しくない。そのため議会は、1882～1885年、1991～1994年、2002～2004年、そして2008～2013年の景気後退時に、自分の責任ではない理由で仕事を見つけられない人に対し延長給付を支給するためのプログラムを提供した。

今回の景気回復がこれまでよりもっと早くなるという見込みはない。ゴールドマン・サックスのアナリストは、来年にかけての景気回復に楽観的見方を示しつつも、米国が「完全雇用の状態になるのに2024年までかかるだろう」と予測している。今年の3月と4月に失職した人の多くはその後再雇用されたが、その他の多くは少なくとも安定した仕事には就いていない。

カリフォルニア大学カリフォルニア政策研究所のエコノミストは、カリフォルニア州の新規失業保険申請件数の80%は今年既に一度失業したことがある人からの申請だと推定しており、これはおそらく国全体についても当てはまるものと考えられる。一方、今年初めて新規失業保険を申請する人の数は、パンデミック前の水準に戻っている。

労働人口が大幅に増加していないことは、パンデミック緊急失業補償（PEUC）プログラムに基づいて失業給付を受給する人が、7月は100万人を下回っていたのが10月末までに400万人以上に急増したことを見れば分かる。一方で、通常の延長給付を受給している人は、6月末は2000人であったのが10月末までに60万人以上に急増している。結局、3月中旬に失業した人は9月中旬に既に26週の給付期限を迎えていることになる。

PEUCプログラムは州の通常のプログラムに13週を追加しただけだ。パンデミック失業支援（PUA）プログラムはフリーランサーや請負業者など、通常の失業保険制度の対象外となっている人を支援するために策定されたもので、支給期間は39週～46週である。いずれのプログラムも2020年12月31日に、現実的には大半の州で12月26日までに有効期限が切れることになる。

シンクタンクであるセンチュリー財団のアンドリュー・ステットナー氏とエリザベス・パンコッティ氏は最近の研究で、約350万人が今後数週間でPEUCを使い果たし、さらに470万人が12月末の期限切れにより未受給分を残したまま失業給付を失うリスクがあると推定している。加えて、830万人（連邦政府は州レベルの失業保険申請未処理分を多めに見積もっているため、正確には500万人前後と思われる）が、そのうちの多くは年末の期限到来によって、PUAに基づく給付を受けられなくなると予想される。

PEUCに基づく給付を失う約800万人のうちの約250万人は通常の延長給付を受給することができるが、そうした延長給付も、ワクチンの接種拡大によって経済が正常に戻るまで労働者が急場をしのぐのに十分なほど長くは持たないだろう。カリフォルニア政策研究所の研究では、来年5～6月に給付期限切れの波が来ると予測しており、議会の対応がない場合、この間にカリフォルニア州だけで39万人が給付を受けられなくなる。

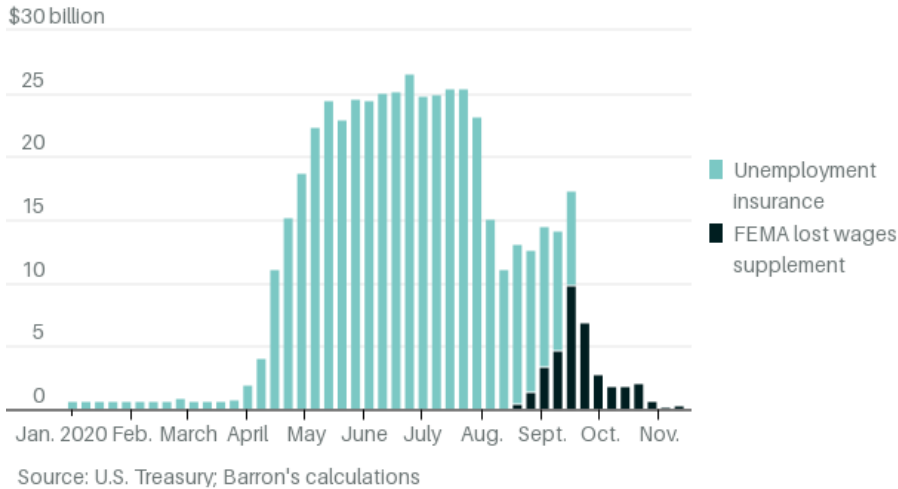
給付がなくなれば個人消費が減少し、これが企業の売り上げ減や労働者の所得減につながる結果、景気回復がより遅く、より脆弱（ぜいじゃく）なものになる。

## ■ 追加的財政刺激策の必要性

### Running Out

Federal assistance to state-level unemployment insurance systems has stopped.

#### Weekly federal government spending



シンクタンクであるアスペン研究所の超党派経済戦略グループは、この問題を認識し、議会に「できるだけ早く、失業者向けの連邦政府による所得支援の延長を含めた追加的な財政刺激策」を講じるよう促している。

ムニューシン財務長官が木曜日遅くに、中小企業向けのメインストリート融資制度と地方自治体流動性ファシリティーを含む、新型コロナウイルス対策として発動した緊急

融資プログラムのうちの五つのプログラムを2020年末で打ち切るとともに、米連邦準備制度理事会（FRB）が緊急資金供給の財源とするために割り当てられた資金の未使用分を返還するよう要請すると表明していることから、財政刺激策の必要性はなおのこと緊急を要する。

残念ながら、12月末の期限までに失業者の支援とFRBの緊急融資プログラムの維持のための政策合意をまとめることはできそうにない。議会と政権における交渉は再三にわたり暗礁に乗り上げており、今も見通しは立っていない。1月末には新しい議会と新しい大統領が交渉の展開に変化をもたらすかもしれないが、それまで多くの失業者にとっては少なくとも所得のない状況が続くことになる。

By Matthew C. Klein  
(Source: Dow Jones)

## 8. 低金利・高ボラティリティの中でポートフォリオを守る方法 - How to Protect Your Portfolio Amid Low Yields and High Volatility バリュエ株、TIPS、ハイイールド債、公益株などへの投資が有効か

[コラム]

### ■ 株式60%、債券40%のポートフォリオの限界



Photograph by Manny Ceneta/Getty Images

数十年にもわたって投資家に報いてきた、株式60%、債券40%という単純ながらも効果的な資産配分に代わる手段の追求が続いている。米国債の指標金利は40年近く前の15%超の過去最高水準から現在は過去最低の1%未満まで低下して、債券の確実なリターンを生み出すとともに株価のバリュエーションを押し上げてきた。株式が動揺するたびに債券価格が上昇して、このバランス配分は株式ポートフォリオの動きを和らげる信頼できる緩衝装置を提供してきた。

株式のリターンが力強く、債券利回りが比較的低い期間においてさえ、60：40のポートフォリオの成功に反論するのは困難だ。バンガード・バランスト・インデックス・アドミラル・シェアーズ＜VBIAX＞は、運用費用0.07%で、CRSPトータル・ストック・マーケット・インデックスとブルームバーグ・パークレイズ・アグリゲート・ボンド・インデックスをおおむね60：40の比率で構成させた指数に追随する運用をしている。VBIAXのリターンは、過去12カ月は14.69%で、過去5年間は年率10.2%、過去10年間は同9.9%だ。なお、株式100%のバンガード・トータル・ストック・マーケット・アドミラル・シェアーズ＜VTSAX＞の方がリターンは高く、同期間のリターンは18.32%、13.67%、13.72%だ。しかし、リスクも高くなる。

しかし、低い債券利回りと過去最も割高な水準の株式のバリュエーションを考慮すると、60：40のポートフォリオの将来のリターンは、過去10年間のわずか半分になるかもしれない。さらに債券も、利回り低下の余地、つまり価格上昇の可能性がほとんどないとすると、株価下落に対する緩衝材にならないかもしれない。

### ■ 低金利を補う投資対象

一つの解決策は、本コラムが7月に提案した、株式全体を不人気のセクターでヘッジすることだろう。時価総額が巨大なグロース銘柄とハイテクの比重が高い主要株価指数と、バリュエ銘柄、金融、資本財、素材および小型株は逆の方向に動く傾向がある。別の方法は、伝統的債券の代わりにインフレ指数連動国債（TIPS）に投資することだ。TIPSはマイナスの実質金利の恩恵を受ける。通常の米国債では金利がマイナスになる公算は小さいが、TIPSの利回りはマイナスになり得る。さらに、ハイイールド債、転換証券、不動産投資信託（REIT）および公益株などの債券類似株式および株式類似債券を追加することももう一つの代替策だ。

なお、JPモルガンの米国株式のチーフ・ストラテジストであるドゥブラフコ・ラコスブヤス氏は先週のコンファレンスで、金利が来年上昇するリスクを投資家が受け入れている可能性がある、と述べた。同氏のコメントによると、債券利回りの上昇が株式の株価収益率（PER）に対する圧力になる可能性がある。そしてそれには、同氏が債券類似とみなしている超大型株が含まれる（大型ハイテク株の債券的特徴は長めのデュレーションのようなものだ。つまり金利の変化に応じた価格変化の指標である）。

金利上昇に対する株価の感応度は、その速度と水準に左右される。しかし、ラコスブヤス氏が強気の見方を放棄するには、10年物米国債利回りは20日の0.83%から1.5%へ急上昇する必要があるだろう。ちなみに同氏はS&P500指数の目標を、2021年初めを4000、同年末を4500としている。

マン・ソリューションズのマルチ資産ソリューションのピーター・バン・ドイジェワート氏は、投資家は危機から身を守るために、金利低下と債券価格上昇にもはや頼れないと言う。この見方は、マイナス金利には有効性がないとの米連邦準備制度理事会（FRB）の声明を考慮して、米国の債券利回りが欧州や日本のようにマイナスにはならないことを想定している。短期金利が既にゼロに近づいているため、FRBは財政政策を一段と利用するかもしれない。その場合、市場が吸収すべき米国債の大量発行につながり、ひいては利回りを押し上げるだろう。

利回りの低い債券は、年金基金などの機関投資家がリターンの目標（往々にして7%以上）を達成するのに必要としているインカムを提供していない、とドイジェワート氏はみている。しかし、債券利回りが現状から上昇すれば、債券価格の下落がインカム増加の影響を上回る。これは、8%を上回る利率があり債券価格の下落の影響を相殺した1970年代とは異なる。

## ■ ヘッジの利用

では、投資家はこうしたら良いのだろうか。株式100%というのは集中し過ぎだ。投資適格債の代わりにハイイールド債と配当株で代替すればインカムを提供するが、分散度が低下するためにリスクが比較的高い。ドイジェワート氏は代わりとしてヘッジ戦略を提案する。

ドイジェワート氏はマン・ソリューションズの機関投資家の顧客向けに、多額の損失リスクを軽減するために株式先物の利用を提案している。しかし、株式のプット・オプションは、ボラティリティが高水準のために費用が高過ぎると同氏は付け加える。下振れを限定するために、その戦略では市場トレンドの変化などの条件も設定できる。トレンドの変化は、移動平均線の突き抜け、トレンド反転の兆し、または、ボラティリティの上昇などをシグナルにできる可能性があると同氏は言う。

損失を限定しながら高いリターンを創出することが、超低コストのバランスト・ファンドに単純に投資するよりも格段に複雑なのは明らかだ。それは、投資家の期待を、4%や5%といった、より現実的なリターンへ低下させることを意味するのだろうか。または、アプリの口座を持つデイトレーダーを、次の大勝に向けて追いやるのだろうか。オプション取引および暗号通貨の急増は、足元の投機熱が高いことを示唆している。

By Randall W. Forsyth  
(Source: Dow Jones)

## 9.

## 配当株と無配当株のリターンを比較する際に気をつけること - In Judging

[インカム投資]

Returns of Dividend Payers vs. Nonpayers, Consider the Context

時価総額、セクター、投資目的などにより見え方は変わる

## ■ S&amp;P500指数の配当株と無配当株、過去30年のリターンを比較



JIM WATSON/AFP via Getty Images

安定収入が見込める配当株は長期的には無配当株をアウトパフォームすると言われるが、必ずしもそうとは限らない。

1990年1月1日から2020年9月30日までの30年間で、S&P500指数に含まれる銘柄のうち無配当株のリターンは年率12.9%であり、配当株の9.8%を約3ポイント上回った。

だが、詳しく見ていくと、配当株のパフォーマンスはこの数字よりもかなり良いことが分かる。

まず、S&P500指数は時価総額加重指数であり、小型株よりも大型株の重みが多い。例えば、フェイスブック<FB>やアマゾン・ドット・コム<AMZN>などは無配当だが巨大な時価総額を誇り、ここ数年、市場の他の銘柄を軽々とアウトパフォームしている。

ルーソルド・グループのリサーチディレクターのスコット・オブサル氏は最近の顧客向けメモで、配当株と無配当株のパフォーマンスの差は、「無配当企業の規模の大きさ、S&P500指数の相対的なセクター別ウエート、ハイテクとヘルスケアの過去30年のアウトパフォームが原因だ」と述べる。

## ■ 時価総額上位では無配当株のリターンが大きいものの、それ以降は逆転

## Dividend Distinctions

Dividend-paying stocks have enjoyed a performance advantage over nonpayers in small- and mid-cap stocks, but not overall in larger companies, partly owing to technology names.

|                            | S&P 500 30-Year<br>Return (Market-Cap<br>Weighted) | S&P 500 30-Year<br>Return (Equal-<br>Weighted) | Small- and Mid-Cap Stocks 30-<br>Year Return (Market-Cap-<br>Weighted) |
|----------------------------|----------------------------------------------------|------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------|
| Entire<br>Group            | 10.2%                                              | 11.3%                                          | 10.3%                                                                  |
| Dividend<br>Payers         | 9.8                                                | 11.2                                           | 11.1                                                                   |
| Non-<br>dividend<br>Payers | 12.9                                               | 11.6                                           | 9.9                                                                    |

Note: 30-year returns are annualized; returns are from January 1990 through Sept. 30, 2020.  
Source: Leuthold Group

単純平均で見ると、S&P500指数の配当株のリターンは年率11.2%、無配当株は年率11.6%となる。

だがオブサル氏は、この数字を額面通りに捉えてはいけないと言う。S&P500指数などのベンチマークに対するパフォーマンスで評価される機関投資家にとってはベンチマークを上回るパフォーマンスが重要だが、個人投資家には別の目的がある。安定収入や、株価下落時に備える安全なポートフォリオを重視する個人投資家にとって、

「配当はやはり素晴らしいものだ」と同氏は付け加える。

配当株は、超大型株との激しいパフォーマンス競争に直面してきた。S&P500指数銘柄のうち、時価総額上位100銘柄における無配当株のリターンは年率15.1%、配当株は年率9.3%である。

ところが続く300社では、配当株のパフォーマンスが高くなる。例えば時価総額上位101~200位の銘柄では、配当株のリターンは年率10.7%、無配当株は年率9.6%である。

また、パフォーマンスはセクター間でも大きく異なる。ハイテクでは、配当株のリターンは年率10.8%と、無配当株の平均年率16.6%に大きく引き離されている。ヘルスケアも同様に、配当株のリターンは年率11.4%、無配当株は年率12.5%である。だが、公益事業、資本財、素材、エネルギー、金融など、より伝統的な配当株のリターンは無配当株を上回る。

中型株と小型株を合わせると、配当株のリターンは11.1%、無配当株は9.9%であり、配当株がアウトパフォームする。小型株に限ると、配当株のリターンは11.4%、無配当株は9.2%となり、その差はさらに広がる。

## ■ コストコの特別配当

小売り大手コストコ・ホールセール<COST>の配当利回りは約0.7%であり、S&P500指数の配当利回り1.6%の半分以下とかなり控えめである。

だがコストコは今年、普通株主に対して年末ギフトとして特別配当を行う。2012年に開始して以来4度目となる今回の特別配当では、12月2日の営業終了時点で株主名簿に登録されている株主に対して、1株当たり10ドルが11日に支払われる。同社は44億ドルの配当金をキャッシュで支払う予定だと言う。

総額では同社最大の特別配当額となるが、配当利回りは2.6%程度であり、2012年、2015年、2017年には及ばない。理由は株価がアウトパフォームしたからだ。株価が高ければ、配当金額が高くても配当利回り自体は低くなる。

2012年11月に特別配当を開始して以来、同社株の年間リターンは約21%である（S&P500指数は15%）。

RBCキャピタル・マーケットによると、コストコの特別配当額は2012年には1株当たり7ドル（配当利回りは7.2%）、2015年は1株当たり5ドル（同3.4%）、2017年は1株当たり7ドル（同3.9%）であった。この計算には通常の配当は含まれない。

同社は4月、四半期ごとの配当額を5セント（約8%）上乗せし1株当たり70セントとした。だが、安定収入を求める長年の株主にとって、やはり特別配当は大きいだろう。

## ■ 復配予定のコールズ

百貨店のコールズ<KSS>は、2021年上半期に復配の予定と発表した。同社は新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）により、4月に配当を停止していた。

同社のジル・ティム最高財務責任者（CFO）は、17日の第3四半期決算説明会で、「復配については、配当性向や利回りだけでなく、長期的には配当維持と増配も考慮に入れつつ慎重に進める」と述べた。

コールズは復配する企業としてはS&P500指数の中では6社目となるはずだったが、9月には同指数から除外されてしまった。

By Lawrence C. Strauss  
(Source: Dow Jones)

# 10. 今週の予定 - Amazon Edges in on Pharmacy Companies' Turf アマゾン・ドット・コムが薬局事業に乗り出す

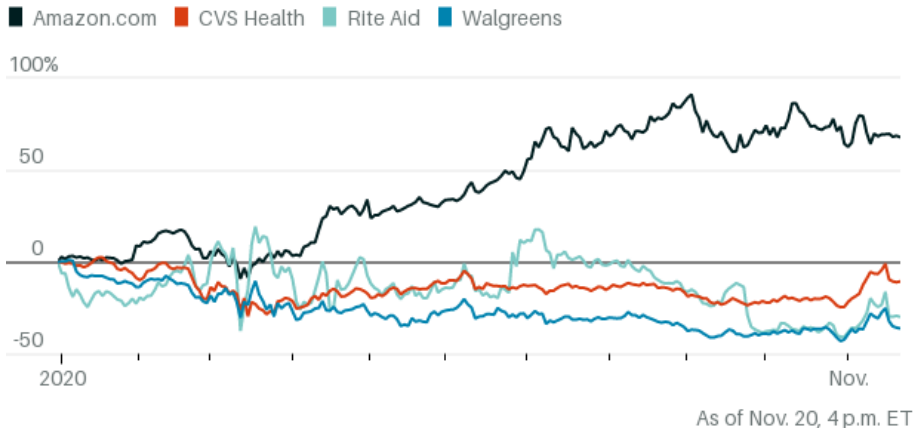
[経済関連スケジュール]

## ■ 市場は過剰反応している可能性も

### Getting Amazoned

The pandemic was bad enough. Then Amazon.com said it was going into the pharmacy business.

#### Amazon.com, CVS Health, Walgreens, and Rite Aid Shares, Year to Date



11月17日、アマゾン・ドット・コム<AMZN>がドラッグストア事業に乗り出すことを発表したことを受けて、ドラッグストアチェーン大手のCVSヘルス<CVS>やウォルグリーン・ブーツ・アライアンス<WBA>の株価が下落した。同社によると、アマゾン・ファーマシーは、有料のプライム会員に処方薬を2日で無料配送し、薬剤師によるヘルプデスクや医療保険に加入していない人向けの割引カード

なども提供する予定だとしている。CVSの株価は同日9%安の67ドル、ウォルグリーンも9%安の40ドルとなった。2社と比べて規模の小さいライト・エイド<RAD>は16%下落して10ドル88セントとなった。医薬品卸売会社のアメリカン・サージカル<ABC>、マッケソン<MCK>、カーディナル・ヘルス<CAH>の株価も影響を受けた。

投資家は過剰反応している。アマゾンがオンライン処方薬局ピルパックを買収したのは、2018年のことだ。無料配送や割引カードなどは、CVSやウォルグリーンと比べても何ら新しいことではない。UBSのエリック・シェリダン氏は、アマゾンの動きは、プライム会員に対する特典を増やし、会員の支出を増やす意図があると見ている。バンク・オブ・アメリカ・セキュリティーズのマイケル・チェルニー氏は、通販による処方薬売り上げのシェアは20%に満たないと指摘する。

CVSとウォルグリーンは既に対面サービスを成長させつつあり、医療専門家を配して店舗を医療の補助機関としている。CVSは医療保険大手のエトナを買収後、保険から小売りまでのサービスを統合しつつある。一方ウォルグリーンの動きは緩やかだが、医療サービスのビレッジMDと提携している。チェルニー氏はCVSを「買い」、ウォルグリーンを「アンダーパフォーム」としている。

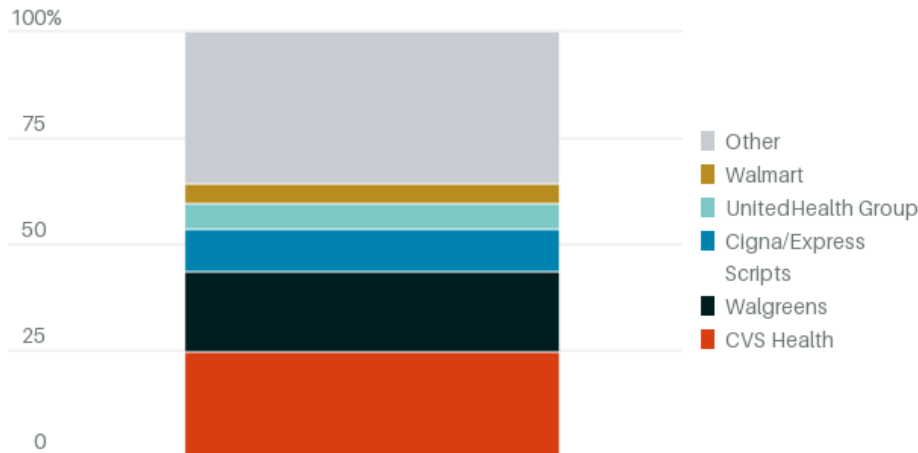
アマゾン・ファーマシーの最大の影響を受けるのは、処方薬の割引情報を提供するグッドアールエックス・ホールディングス<GDRX>かもしれない。株価は9月の新規株式公開（IPO）で50%上昇し、シェリダン氏は同銘柄のカバレッジを「買い」で開始した。だが同氏は17日、保険会社シグナ<CI>傘下で処方薬割引情報を提供するインサイドRxをプライム会員への特典とするアマゾンが脅威となったと認めている。グッドアールエックスの株価は17日に20%安の37ドル50セントとなり、IPO価格の33ドルとそれほど変わらない水準となった。

■ 今週の予定

## A Big Target

CVS led in pharmacy market share in 2019, while Amazon was an also-ran.

### The Top Five U.S. Pharmacies by Market Share, 2019



Source: Statista

11月23日（月）

- ・ 化学分析機器メーカーのアジレント・テクノロジー<A>が2020年度第4四半期決算発表。
- ・ IHSマークイットが11月の購買担当者景況指数（PMI）を発表。コンセンサス予想は製造業PMIで53、サービス業PMIは56.5と、どちらも10月をやや下回る。
- ・ シカゴ連銀が9月の全米活動指数を発表。コンセンサス予想は9月とほぼ同水準の0.23。6月に統計開始以来最高の5.93を記録して以来低下を続けているが、経済成長が続いているもののペースは鈍化していることを示唆。

11月24日（火）

- ・ 半導体メーカーのアナログ・デバイセズ<ADI>、設計用ソフトウェア開発会社オートデスク<ADSK>、家電販売大手ベスト・バイ<BBY>、衣料小売り会社バーリントン・ストアーズ<BURL>、ITサービス持ち株会社デル・テクノロジーズ<DELL>、ディスカウントチェーン大手のダラー・ツリー<DLTR>、衣料小売り大手ギャップ<GPS>、パッケージ食品メーカーのホーム・フーズ<HRL>、コンピューター機器大手HP<HPQ>、食品会社JMスマッカー<SJM>、エンジニアリング・建設サービスのジェイコブズ・エンジニアリング・グループ<JEC>、医療機器大手メドトロニック<MDT>、仮想化ソフトウェアを開発・販売するVMウェア<VMW>が決算発表。
- ・ 米連邦住宅金融庁（FHFA）が9月および第3四半期の住宅価格指数を発表。8月の住宅価格は前年同期比8%上昇したが、アリゾナ州やアイダホ州などで最も高い上昇率を記録した。
- ・ 11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98で、10月の100.9を下回る。

11月25日（水）

- ・ 米国の2020年第3四半期国内総生産（GDP）改定値発表。エコノミスト予想は、季節調整済み年率換算で前期比33.1%増と過去最大の伸び。
- ・ 農機大手のディア<DE>が決算コンファレンスコールを開催。
- ・ 米連邦公開市場委員会（FOMC）が、11月初めに開催された金融政策決定会合の議事録要旨を公表。
- ・ 米国勢調査局が10月の新築住宅販売戸数を発表。コンセンサス予想は季節調整済み年率換算

で97万2500戸と、9月の95万9000戸から上昇。新築住宅販売戸数は、金融危機以来の最高に近い水準が続いている。

- ・ 米商務省経済分析局が10月の個人所得・消費支出統計を公表。個人所得は前月比0.4%増の予想（9月は0.9%増）。個人消費は前月比0.8%増を予想（9月は同1.4%増）。
- ・ 10月の耐久財受注発表。コンセンサス予想は前月比1.5%増の2407億ドル。

11月26日（木）

- ・ 米国株式・債券市場は感謝祭の祝日で休場。

11月27日（金）

- ・ ナスダックとニューヨーク証券取引所は午後1時、債券市場は午後2時で取引終了。
- ・ ブラックフライデー。年末商戦がスタートする。

By Bill Alpert  
(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』 2020/11/22

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