

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2020/12/06

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIJI PRESS



DOW JONES

1. コロナ後の世界が直面する最大の課題と機会 - The Biggest Challenges and Opportunities Facing the World [カバーストーリー]
投資家、エコノミスト、学者へのインタビュー P.2
2. ハワード・マークス氏に聞く、投資機会とリスク - Howard Marks Outlines Investment Opportunities, Risks [カバーストーリー]
割安な投資対象はなく、現在は買い時ではない P.5
3. カーニョルタンブール氏、最大の投資機会は中国 - The Biggest Investment Opportunity for Americans Is China [カバーストーリー]
ブリッジウォーター幹部が語るコロナ後の視点 P.7
4. 上場間近のエアビー株は「買い」 - Airbnb's IPO Will Be Hot. Its Stock Will Be Worth the Price. [フィーチャー]
投資家は2021年以降の旅行需要回復を見据える P.9
5. 女性が自身の生涯資金設計で主導権を握るには - How Women Can Take Control of Their Financial Lives [フィーチャー]
教育と女性ファイナンシャルアドバイザーのさらなる進出がカギ P.12
6. ブラックロックになお上値余地 - BlackRock's Bull Run Isn't Over Yet [金融]
資産規模拡大とサステナブル投資に注目 P.15
7. 経済再開に対する楽観論から史上最高値を更新 - Stocks Hit New Highs as Reopening Euphoria Rages On. Can It Last? [米国株式市場]
足元を見ずに経済再開後を織り込む上昇相場と物色動向 P.17
8. パフォーマンスの良いアクティブETFはどれか - Active ETFs Did Not Have a Good Year - Except for These [ETF]
大半は低調、一握りのファンドが光る P.19
9. ドアダッシュの株価がIPO後に下落すると考えられる理由 - DoorDash Has Been a Covid Winner. Why Its IPO Might Not Be. [ハイテク]
新型コロナによる追い風は長くは続かない P.21
10. 今週の予定 - A Plunge and a Recovery Drives a Top-Performing Year in Convertibles [経済関連スケジュール]
2020年は転換社債が好成績 P.23

※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. コロナ後の世界が直面する最大の課題と機会 - The Biggest Challenges and Opportunities Facing the World [カバーストーリー]

投資家、エコノミスト、学者へのインタビュー

■ コロナ後の世界はすぐには来ない



Illustration by Alexei Vella

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）が終息した後の世界は、非常に近くにあるが、耐えられないほど遠くにある。それは私たちが知っている世界と似ているのだろうか、それとも明らかに違う世界なのだろうか。来年以降、どのような問題や言動が私たちの心を動かし、選択に影響を与えるのだろうか。この「悲惨な年」から人々、政府、市場の行動について何かを学ぶことがあったとすれば、それは何か。

ワクチンの接種がもうすぐ始まり、「平常」への復帰が約束されているように見える今こそ、こうした疑問を投げかけ、その答えを集約すべき時だ。

本誌が最近、12人の投資家、エコノミスト、学者に実施したインタビューは、まさにそのような内容である。

回答者の中で、歴史家のニール・ファーガソン氏や、ウォール街の伝説的人物であるハワード・マークス氏などは知っている人もいるだろう。ヘッジファンドのブリッジウォーター・アソシエーツで上級幹部を務めるカレン・カーニョルタンブル氏などは、現在はあまり知られていないかもしれない。

今回のインタビューは、市場や地政学からビットコインやスポーツまで、幅広いテーマをカバーしている。また、増え続ける債務、中国の台頭、気候変動の影響、将来の危機に対処するための政府の準備不足など、複数のテーマに共通する懸念事項を強調している。しかし、最も大きなテーマは、間違いなく「コロナ後の世界はすぐに到来しそうになく、そこに潜在的な危険性がある」ということだ。

■ ビットコインを推奨-歴史家のファーガソン氏



Kiyoshi Ota/Bloomberg

ニール・ファーガソン氏は世界有数の歴史家の一人であり、多数の著作を手掛けている。国際エミー賞を受賞したテレビシリーズ「The Ascent of Money」（マネーの進化史）の制作者でもある。同氏は現在、スタンフォード大学フーバー研究所の上級研究員を務める。またマクロ経済・地政学アドバイザリー会社グリーンマンツルの創設者でもある。

本誌：パンデミックから得られる最高の投資機会とは？

ファーガソン氏：私はビットコインを推す。年初来では165%上昇している。一方、金は21%しか

上昇していない。ビットコインのリターンは桁違いに高い。

Q：その理由は？

A：パンデミックは金融の歴史を加速させることがある。黒死病によって、貨幣としての硬貨の使用が進んだのと同じだ。欧州では、物々交換から現金経済への移行が（黒死病が流行した）1340年代に加速した。同様に、現在のパンデミックによって、ビットコインがデジタル資産として受け入れられるスピードが加速している。機関投資家がビットコインを受け入れるプロセスは、まだ続くだろう。

Q：多くの人は、ビットコインに対して慎重な姿勢か、明らかに弱気な姿勢をとっているが。

A：友人の経済学者ヌリエル・ルービニのように、これは単なるバブルだと主張することもできる。しかし、新しい金融技術が受け入れられる過程は非常に不安定になりがちだ。多少の下振れリスクはあるが、1～5年ほどビットコインを保有すれば、相当に良い気分を味わえるだろう。

Q：ビットコインの上昇要因となり得るものは？

A：2年前、拙著『マネーの進化史』の新版で、世界中の全ての億万長者が一斉に資産の0.2%をビットコインで保有することを決めた場合、ビットコインの価格は1万5000ドルになるだろうと述べたが、今年実際に1万5000ドルに達した。仮に保有割合が資産の1%なら、1ビットコイン当たり7万5000ドルになる計だ。ビットコインは、分散投資ポートフォリオの中で一定の割合を占める新しい形式の資産として受け入れられるにつれ、依然として大きな上昇余地がある。

Q：現在、約1850万枚のビットコインが発行されており、発行総量は2100万枚が上限とされている。ビットコインの時価総額が3500億ドルであるのに対し、全世界の金の価値は約10兆ドル。ビットコインの特徴は？

A：ビットコインは、希少性が組み込まれている唯一のデジタル資産またはトークンだ。インターネット上のものは全て極めて大量に存在することが特徴だが、ビットコインは例外だ。

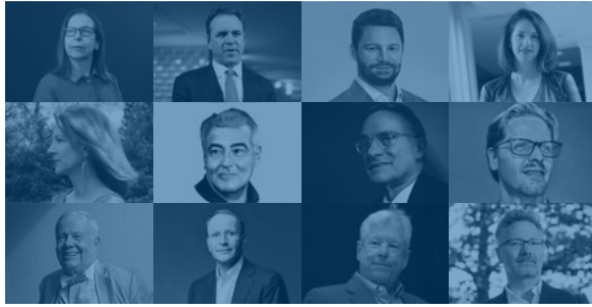
Q：決済大手ペイパル・ホールディングス<PYPL>などは、人々がビットコインを使って物を購入できるようにしている。これは後押しになるか？

A：ビットコインはスターバックスで商品を買うためのものではないと思う。ビットコインは特殊な形態の資産であり、他の資産との相関性はあまり高くない。ある友人は、ビットコインを「デジタルゴールド」のオプションとして考えるべきだと述べた。実際に、ビットコインはそのような動きを見せている。そのため、私はペイパルがビットコインの価格上昇の助けになるとは思っていない。

Q：ビットコインを購入して保持するのは難しいか？

A：簡単になってきている。例えば、暗号資産（仮想通貨）取引所のコインベースは、暗号資産の取引を非常に簡単にしたが、取引のたびに多額のコストがかかる。これは時間の経過とともに変化していくだろう。これもまた、金融イノベーションの初期段階の典型だ。

■ 米国の官僚機構の機能不全が課題



Q：コロナ後の世界で米国が直面するとみられる重要な政策課題は？

A：外交政策では、中国が大きな問題だ。バイデン政権は、単に2016年に時計の針を戻して、米国が中国の台頭を黙認していたオバマ政権時代の後半に回帰することはできない。それがバイデン氏にとっての主な課題だ。同氏は元々中国に対して特にタカ派ではないが、世論が変化しているので、バイデン政権の外交政策チームは同氏に強硬

な姿勢を保つように助言するだろう。

またパンデミックは、米国の官僚機構が全般的に硬直化していることを明らかにした。新型コロナウイルスへの対応のまずさは、トランプ大統領だけに責任があるわけではない。バイデン政権下でも別の災害が起こり、失敗する恐れがある。次の災害が別のパンデミックになる可能性は低い。連邦政府と州の両方のレベルに問題がある。官僚機構が機能不全に陥っており、危機をうまく処理できていない。

Q：問題を解決するのに必要なのは、より多くの資金か、それとも別のアプローチか。

A：間違いなく資金ではない。問題は、公共部門内のインセンティブと、なぜか連邦政府機関が肥大化し、より官僚主義的になっていくことだ。他国は米国ほどこの問題に苦しんでいないように見える。政府運営に関して、ドイツは米国よりも優れており、台湾は米国をはるかに上回っている。われわれ米国民は、自国の政府に問題があることを認識する必要がある。

Q：台湾や韓国から何を学べるか？

A：中国の隣に位置する台湾や、北朝鮮の隣に位置する韓国のように、政府や国が極めて強い不安を感じる理由がある場合、その政府や国には総じて「反脆弱性」がある。これはナシーム・タレブ氏（『ブラック・スワン』の著者）の造語だ。これらの地域では、必ずしも一つの籠に全ての卵を入れることはせず、トラブルを警戒している。

台湾と韓国による柔軟な対応は、これらの国が置かれた状況を物語っている。こうした国々には、元々ある種の不安定感が内在しているのだ。しかし、世界1位の超大国はリスクを楽観視してしまう可能性がある。新政権の課題は、非常に細かい規制によって問題を解決しようとする姿勢から脱却し、われわれが直面する多くの潜在的な危機に対して、より機敏で柔軟な態度で臨むことだ。

By Lauren R. Rublin and Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

2. ハワード・マークス氏に聞く、投資機会とリスク - Howard Marks Outlines Investment Opportunities, Risks [カバーストーリー]

割安な投資対象はなく、現在は買い時ではない

■ 次のパンデミックに対する準備を期待



Xavier Guerra

ハワード・マークス氏は、オークツリー・キャピタル・マネジメントの共同会長で、同社の顧客向けに長きにわたって定期的に記事を書いてきた。同氏が共同で設立したオークツリーは、世界有数の債券投資会社で、ディストレスト資産とハイイールド債を含む戦略に焦点を当てている。

本誌：新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）が収まった時にわれわれが直面する最大の問題は？

マークス氏：以前の行動パターンに戻るペースと、どこまで戻るかだ。仕事や生活は以前の水準まで相当程度回復すると推測している。生活の大部分は根本的には変化しないだろう。現状では問題外とみなされるような映画、スポーツイベントまたはパーティーなどは、感染がコントロールされれば再び当たり前になるだろう。

Q：パンデミックから脱した際の、最も重要な政策課題は？

A：今回のパンデミックに際して、個人防護用品などの備えができていなかったため、準備に対する議論を期待する。公衆衛生分野は過去10~20年にわたり十分に資金を割り当てられず、パンデミックやパンデミックとなり得るウイルスが再度登場する可能性があるため、その分野における努力が倍加されることを期待する。

また、特定の社会経済的集団でパンデミックの影響が相対的にかなり大きくなっており、その点が引き続き注目されることを期待する。一方で、直近の選挙で不満を表明した全ての集団にも目配りがされることを望んでいる。米国の国土の真ん中あたりには、共和、民主両党の大統領から十分に配慮してもらえなかったと考える大規模な集団がいる。これは大きな問題だ。というのも、われわれは米国が二つの別々の国家で構成されているかのような状態を永遠には続けたくないからだ。

Q：他に注目が必要な政策課題は？

A：雇用増加を十分に支える経済成長率を達成することだ。われわれの経済成長率は以前より低い。米国と世界の経済成長率は、20世紀後半は非常に高かったが、今後の成長率見通しはそれより低い。さらに、自動化とデジタル化の効果は今後高まるだろう。それらの複合的な結果として雇用の減少が見込まれる。PCに向かって作業する事務労働者は今後減少するとみられ、こうした作業に従事してきた米国民がどのような職に就けるのか、私は心配している。

米国の債務残高も心配する必要がある。財政赤字と債務を増やして米連邦準備制度理事会（FRB）と財務省が行ってきたことの、長期的な結果はどうなるのだろうか。私は答えを知らないが、数兆ドルもの流動性を注入して、何の影響もないことはあり得ない。

■ 乗り遅れ懸念が、損失懸念に取って代わる

Q：投資に関する大局的な見方は？

A：これまでの数年間にわたって、経済、政治および地政学などの大きな不確定要因が存在した。大半の資産のリターンの見通しは、過去と比較すると低かった。大半の資産の評価は妥当か割高で、

多くの人々が低リターン環境において良好なリターンを獲得しようとして、私がリスク選好型と呼ぶ行動をとっていた。こうした状況はあまり良くない組み合わせで、市場をショックに対して脆弱（ぜいじゃく）な状態にした。

3月にパンデミックが発生した際に、市場は暴落し、リスクテイクは止まり、予想リターンは再度高まり、価格が妥当だった資産は非常に少なかった。そのため、オークツリーでは強気に転じた。しかし、FRBと財務省は、金融・財政刺激によってその状況を即座に終了させた。3月末までに市場は回復し、今や1年前の状況に戻っている。ただし、予想リターンは1年前より低く、資産価格は1年前よりも高い。人々は、リターンを獲得するために、一層のリスクをとる必要がある。オークツリーでは、慎重なアプローチに回帰した。現在は買い時ではない。

Q：あなたは著書の『市場サイクルを極める：勝率を高める王道の投資哲学』で、サイクルとリスクに向けた姿勢について論じている。これらの問題に関して、今はどういう状況にあるのか？

A：乗り遅れる懸念が、損失を被る懸念に取って代わった。人々が超リスク回避的になれば、非常に割安な価格で投資できる。人々は、リスク回避的なために、買わずに安い価格で売る。しかし、人々がリスクを許容し、市場に乗り遅れることを心配する場合、彼らは積極的に買い、その場合は割安な投資対象は見付けられない。それが今の状況であり、FRBが金利をゼロ近辺にすることで作り出した環境だ。

Q：あなたは銘柄選択をするタイプの投資家ではないが、市場の一部は魅力的に見えているか？

A：パンデミックの際に同居していた息子が、グロース株を好んでおり、予想通りの成果を挙げている銘柄は恐らく割安か、間違いなく妥当な株価であると私に納得させようとした。しかし、結果は、10年か15年先にならなければ分からない。

あるハイテク企業を考えてみよう。人々は、その会社の売上高が15年間にわたって年率15%で成長すると考えている。その会社は、会社が望めば利益率を引き上げられ、そのような場合には利益は数倍に増加する。期待される行動が可能な企業は、選択が正しければ、現在の株価水準からでも多くの人々に利益をもたらすだろう。

他方で、ハイテクではない企業を見てみると、ビジネスモデルがパンデミックやその他の傾向によって非常に困難になっている分野が多い。そのような企業の中で、今後の現実が予想ほど悪くない企業を見付けられれば、それら企業への投資で利益を得られる。メリットが投資家によって過小評価されている状況を見付けることが重要だ。

Q：レラティブ・バリュエーションで他の資産クラスと比較すると？

A：資本市場には、米国債、質の高い債券、質の高い株式、ハイイールド債、投機的な株、プライベート・エクイティなどが含まれる。リスクを高めれば期待リターンも高められる。しかし、FRBがリスクフリーレートを引き下げた際には、全てが追随した。こちらの価格は妥当だが、こちらは割安だ、といった意味で目立っている資産クラスはない。これらの資産クラスは互いに公平な関係にある。すなわち、あらゆる資産クラスのリターンの見通しは低い。

By Lawrence C. Strauss
(Source: Dow Jones)

3. カーニョルタンブル氏、最大の投資機会は中国 - The Biggest Investment Opportunity for Americans Is China [カバーストーリー]

ブリッジウォーター幹部が語るコロナ後の視点

■ 金融政策と財政政策の協調の時代



Franco Vogt

世界最大のヘッジファンド、ブリッジウォーター・アソシエーツの投資調査部門のディレクターを務めるカレン・カーニョルタンブル氏（35歳）に話を聞いた。

本誌：新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）後の投資の世界の主要トレンドは何か？
カーニョルタンブル氏：ゼロ金利で既に大量の通貨を供給した後、さらに経済を回すために最も重要なことは、金融政策と財政政策の協調だ。これをわれわれは第三世代の金融政策（MP3）と呼んでいる。両者が連携することで非常に効果が高まるが、投資家にとっての影響も大きい。

過去60～70年の根底にあったのは金利を通じて機能する金融政策だったが、今や違う。この点で最も直接的な影響を受けるのは資産配分だ。投資家は標準的に株式6割、債券4割の資産配分でポートフォリオを構築するものだが、過去にはリスクの大半は株式の方にあった。債券は、例えば経済成長が低下して株式市場がアンダーパフォームした際、金融政策の後押しを受けることができ、金利低下で債券のパフォーマンスが良くなるため、分散効果を提供していた。しかし、今や債券の金利が低過ぎ、株価下落を相殺するほどの低下余地

もないため、債券が以前の機能は果たせなくなった。

Q：最も有効な分散効果を発揮できる資産は何か？

A：（中央銀行の金融政策が）十分な流動性を供給するだろうから、金やインフレ連動債を保有するのは依然として良いことだ。うまくいけば株式市場も好調になるため、心配する必要はない。

■ 株式市場への政治の影響が強まる

Q：一層の財政出動は投資家にどういう意味があるか？

A：選挙の結果、民主党の大統領が誕生し、下院で民主党の勢力が後退したことは、他の時代ならさほど重要視されなかったかもしれないが、しかし、過去70年で財政政策が最も需要だと考えると、議会での法案可決能力は非常に大事だ。財政政策が最も強力なテコとなるため、政治は株式市場に対する影響度を増している。世界を巻き込む中国との競争を見ても政治の構造的な重要性が明らかだ。中国経済をけん引するのは政府の政策であり、トップダウンの産業政策だ。これが他の諸国に伝わらない理由を考える方が難しい。

Q：米国が政府主導の産業政策の方向に向かうということか？

A：5年以内にそうなることはないかもしれないが。欧米の競争力維持の方法に変化が起き、産業やテクノロジーに政府の関与が増えることになるとの認識が広まるだろう。今後5年の間には競争力政策が市場にとってますます重要になるだろう。

米国の選挙の頃、中国では新しい5カ年計画が採択された。「双循環戦略」（内需増大、ハイテク製品の自給自足、選択的な外国企業への開放政策を重視する経済政策）の内容を理解することが投資家にとって非常に重要だ。自国経済の自立が第一だが、海外への輸出という第二のエコシステムもあきらめていない。より包括的に考えている。米国にとって、中国が第二次世界大戦以降対峙（たいじ）したことのない強力な競争相手であり、形勢を一変させるゲームチェンジャーだということが投資家に十分に受け入れられていない。

Q：コロナ禍後の最大の投資機会は？

A：中国への分散投資だ。ソビエト連邦との冷戦時代とは異なり、今後5～10年に投資家は双方に投資することが可能である。中国は独自の金融・財政政策を持っているため、根本的に米国とは異なった、独自の経済だ。

Q：中国への投資を制限する対策が検討されているが。

A：中国の市場は巨大で、今や世界第2位の株式市場と債券市場だが、それさえも経済の規模を反映し切っていない。米国政府の年金基金の投資先にはならないだろうが、他の投資家にとっては賢明な選択肢になる。中国の金融システムのリスク面については、全て自国通貨建てで、規制当局が極めて強力なので、リスク管理の態勢は非常に良い。

■ 政府の企業支援やデジタル化が加速

Q：コロナ禍後の最も重要な公共政策は何か？

A：党派主義を克服して政策を実行できるだろうか。米国の強みは強力な制度を持っていることだ。10年後もそう言えるだろうか。誰に投票しようと、何も実行できない状態が続くなら、世界のリーダーとしての能力が損なわれてしまわないだろうか。

Q：今後5～10年にはどのようなタイプの銘柄が投資家の話題になるか？

A：デジタル化が織り込まれていく。米国も欧州も戦略的、競争的理由で企業を支援し、気候変動などの問題解決ができる企業への傾斜が加速する。デジタル化がますます進行していき、収益を出すのに必要な従業員は減る。10年後にどんな雇用が残るのかわれわれも分からない。

Q：コロナ禍はあなたの世代の投資家に長く残る傷跡を残すか？

A：想定外のことが起こり得るということが刻み込まれた。今回の危機によって、気候変動に関する考えに影響があれば良いと思う。気候変動を重視しないシナリオが多く見受けられ、それに伴うテールリスクが存在する。起こりそうもないことが起きる可能性があるということをきちんと受け入れられるようになれば、もっと安心できる。

Q：大量のデータを利用する中、将来どんなデータがますます意義深くなるか？

A：国内総生産（GDP）は近似的に人間の幸福状態を示してきた。GDP成長率が鈍化すると、不幸が増えるため、政策対応がなされる。豊かな国では、格差、生活の質、教育、環境汚染と理由はいろいろあるにせよ、本当にGDPが優れた近似値なのかについて分岐点に立っているという認識が広まっている。過去20～30年を振り返ると、GDPの数値は良いが、生活の質は上昇していない。あくまで想像だが、汚染に関する数値が市場の最大のけん引要素となるかもしれない。その数値が悪いと、工場が閉鎖されたり、景気刺激策が発動されたりするかもしれない。

Q：その他の投資の変化は？

A：利益よりも目標を達成しようとし、地球全体へのインパクトについて考慮する投資が増えるだろう。米国では「自分の資金でインパクトを与えたい」と言明するのを恥ずかしがる傾向があった。欧州ではもっと言いやすい。この点が加速するだろう。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

4.

上場間近のエアビー株は「買い」 - Airbnb's IPO Will Be Hot. Its Stock Will Be Worth the Price.

[フィーチャー]

投資家は2021年以降の旅行需要回復を見据える

■ 旅行業界の「アップル」

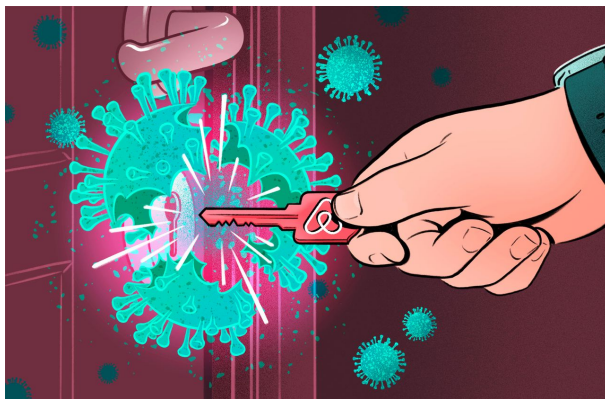


Illustration by Ben Mounsey-Wood

12月9日にナスダック市場で取引が始まる民泊仲介サイト大手、エアビーアンドビー<ABNB>は、今年最もホットな新規上場（IPO）案件の一つになるかもしれない。その名前は、10年以上前に同社が開拓したホームシェアリングやホームレンタルといったコンセプトを表す言葉になっている。オンライン旅行会社のブッキング・ホールディングス<BKNG>や、バケーションレンタル物件情報サイトVrbo（バーボ）も運営するエクスペディア・グループ<EXPE>との競争にもかかわらず、エアビーは業界のリーダーであり続けている。

「エアビーは旅行業界におけるアップルだ。アップル同様、自社のブランドを構築するためのアプローチとアプリのデザインは、ユーザーの間にコミュニティやつながりといった感覚を育てた」と、投資顧問会社アトランティック・エクイティーズのアナリスト、ジェームズ・コードウェル氏は語る。

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）の間、リスクを避けた旅行者はホテルに代わって民泊を選び、エアビーは伝統的な旅行業者よりも早く業績が回復した。同社は第3四半期税引き後利益を2億1900万ドルと公表したが、第2四半期は5億7600万ドルの赤字だった。

保有資産を必要最小限にとどめ、グローバルに拠点を構えることによって、同社は旅行需要の回復から恩恵を享受する態勢が整っている。世界的なウイルス感染再拡大に伴い、今四半期業績は軟調の見込みだが、投資家は世界的なワクチン接種により日常生活が正常に戻ると予想される2021～2022年を見据えている。

■ テスラ並みのバリュエーションも

The Inn Crowd

How Airbnb stacks up against online travel operators and lodging leaders.

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	Market Value (bil)	2020E Revenue (bil)	2021E Revenue (bil)	2021E EPS	2021E P/E
Airbnb / ABNB	\$50*	N/A	\$30.1	\$3.3	\$4.3	-\$1.59	N/A
Booking Holdings / BKNG	2,096.63	2.1%	85.9	6.8	10.4	57.64	36.4
Expedia Group / EXPE	127.35	17.8	18.0	5.4	7.9	0.77	164.5
Hilton Worldwide Holdings / HLT	109.16	-1.6%	30.3	4.6	7.0	2.10	51.9
Marriott International / MAR	132.32	-12.6%	42.9	10.8	14.9	2.51	52.6

*High end of estimated pricing range. E=Estimate; N/A=Not applicable.

Sources: Bloomberg; company reports; Atlantic Equities

目標売り出し価格のレンジである1株44～50ドルの上限であれば、時価総額は300億ドル前後となる。株価収益率（PER）や株価売上高比率（PSR）といった伝統的な尺度で見れば割安とは言えないが、通常の急成長企業のPSRが10倍を超えている今は、市場での地位、稀少性、ブランド力やグローバルな成長機会などから正当化できるように見える。

目標上限価格でのおよそ5700万株の売り出しであれば調達額は30億ドルを下回り、市場での消化は容易に見える。売り出し株数は、発行済株式6億100万株の1割未満である（他に4000万株のイン・ザ・マネー=行使した場合に利益が出る状態=のストックオプションと付与制限付き株式がある）。こうしたことから需要を集め、エアビーの今週の引け値は、50ドルを超える可能性が大きい。

コードウェル氏は既に同社のカバーを始め、「オーバーウエート」に格付けし目標株価を75ドルとしている。同氏は2023年の利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）を約10億ドル、1株当たり利益（EPS）を40セントと予想する。このIPOは、同氏が呼ぶ「オンライン旅行業界における長期的成長の希少性」から恩恵を享受するはずだ。

エアビーは、世界220の国と地域で10万を数える都市にある560万件の物件リストを持ち、米国以外が売上高の半分を超える。リストには部屋や家だけでなく、3500の城館、2600のツリーハウスと140のイグルー（氷のブロックでできたドーム状の家）を含む。2017年に同社は、現在のエアビーアンドビー・ラクスである富裕層向け高級バケーションレンタル仲介のラグジュアリー・リトリーツを2億ドルで買収し、料金が一泊数千ドルものレンタル物件を保有する。

エアビーは、バケーションレンタルを中核とする他のサイトと比べ、利用者の年齢層が若い。2000年代初頭に成年期を迎えたミレニアル世代が利用者の大半を占め、料金は平均一泊130ドルである。

ニューヨーク大学でマーケティングを教え、テクノロジー企業の起業家でもあるスコット・ギャロウェイ教授は、エアビーの時価総額は2022年末までに1000億ドルに達するだろうと語った。これは株価が150ドルを超えることを意味する。先月、同教授は「もしエアビーアンドビーが、技術革新で高パフォーマンスを上げるストーリー株になるのであれば（恐らくなるだろうが）、電気自動車（EV）大手テスラのようにPSRが15倍になる可能性がある」と、自身のポッドキャスト「プロフェッサーG」で語った。

■ 経費削減などで経営内容は大きく向上

プライシングの上限価格1株50ドルに基づけば、エアビーの2021年予想売上高43億ドルで計算されるPSRは7倍前後となる。コードウェル氏は、今年の予想売上高は前年比31%減の33億ドルだが、2021年は同30%増、2022年にはさらに同40%増加して60億ドルになると予測する。

このエアビーのPSRは、2021年予想売上高に基づくホテル首位のマリオット・インターナショナル<MAR>やヒルトン・ワールドワイド・ホールディングス<HLT>の3~4倍を上回るが、欧州のホテル予約に強いブッキングの8倍前後を下回る。

エアビーにとって打撃となったのは、去年の好調な売り上げにもかかわらず、超積極的な投資を続けたため大幅な赤字を計上したことだ。2019年売上高は前年比33%増の48億ドルだったが、販促や中国での事業構築に巨額の資金を投入したことが響き6億7400万ドルの最終赤字に陥った。

新型コロナのパンデミック発生の際、エアビーは平均10%近い高金利で20億ドルを借り入れ、貸し手である金融機関には、現在価値で2億ドル相当となる新株引受権を発行しなければならなかった。同社はこれに懲り、今まで以上に収益力を重視している。

もう一つの懸念は、課税や近隣住民の平穏な生活を問題視しかねない自治体との関係である。しかし、この問題は乗り越えられそうだ。

エアビーアンドビーは、今や無駄がなく、経営内容も向上している。パンデミック以降、販促費用は年換算約10億ドルの減少となっている。IPO後には、差し引き40億ドルの資金を手にする見通しだ。

時宜を得たIPOは的中するだろう。投資家はベストな旅行会社に投資するかどうか、決断を迫られる。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

5. 女性が自身の生涯資金設計で主導権を握るには - How Women Can Take Control of Their Financial Lives

教育と女性ファイナンシャルアドバイザーのさらなる進出がカギ

[フィーチャー]

■ 重要な金銭問題に関わらない女性はいまだに多い



Illustration by Marina Munn

香水のアンジョリーのCMが女性は「ベーコンを持ち帰ってフライパンで焼く（稼ぎに出て家事もする）」と宣言してから40年たつが、女性は同一賃金、同一機会の面で大きく前進しただけでなく、今や世界の富の32%、米国の個人資産の半分以上を支配している。しかし、お金をめぐる重要な決断における主導権については、理由が何であれ、女性は年齢、教育水準、所得層を問わず、時代の流れに取り残されている。

ノースカロライナ州チャペルヒルのスターンズ・ファイナンシャル・グループでシニア・ファイナンシャルアドバイザーを務め、女性とお金に関する著書もあるヘイリー・モダッサー氏は、「私たちの社会では、女性がお金の話をするのはあまり好ましいこととは思われていない」と語る。同氏の20代の女性の部下は、結局出会い系アプリの自身のプロフィールから「ファイナンシャルアドバイ

ザー」の語を削除したのだという。

女性はお金の扱いが下手だという固定観念と同じくらい多いまじしいのは、女性が一般的にあまり、あるいは全く自分自身の金銭問題に関与していないことを驚くほど多くのデータが示していることだ。シンシナティのマリナー・ウェルス・アドバイザーのパレリー・ニューウェル社長は、「残念ながら私たちが思っているほど進歩はしていない」と語る。特にミレニアル世代の裕福な女性が深刻で、興味もなく重要性も感じていないと同氏は指摘する。最近UBSグローバル・ウェルス・マネジメントが3000人近くの米国人を対象に実施した調査によると、既婚女性の半分、およびミレニアル世代の既婚女性の54%が長期的な金銭問題は夫の判断に委ねていると回答している。

UBSによれば、女性は金銭問題に関与はするものの、長期的なことよりも目先の問題が中心だという。しかし、投資、保険、相続対策といった長期的な事柄に関する意思決定は、とりわけ10人中8人がいずれ1人で自分自身の金銭問題に対する責任を負うことになる女性にとって、重大な結果をもたらす。チャールズ・シュワブ財団のキャリー・シュワブボメランツ会長兼理事長は、「女性の方が長生きし、収入は少なく、職も安定しない」と指摘する。トランスアメリカ退職問題研究センターの最近のデータによれば、平均すると女性は男性よりも老後のための貯蓄が少なく、3分の1近くは1万ドル未満か全く貯蓄がない。

複数の研究で、女性が投資決定を行う場合、男性を年間1~2%アウトパフォームするという結果が出ており、能力が問題なわけではない。男女間のギャップを固定化しているのは複合的な要因であり、これには社会的なものと制度的なものがあるが、全て取り除く必要がある。この問題を正しく理解し、幾つか解決策を示すため、本誌はアドバイザー、研究者、女性たちに聞いてみた。

■ 根強く残る伝統的な役割分担意識

過去数十年で大きな進歩があったものの、長年の男女の役割に関する考え方が、女性のお金に対する考え方に今なお影響を与えている。カリフォルニア州ラファイエットのEPウェルス・アドバイザーズでシニア・ウェルス・アドバイザーを務めるリン・バルー氏は、「結局は教育の問題だが、ほとんどの学校ではいまだに提供または要求されていない。私たちは子供に外国語を習得させるとは言うが、お金について教育しろとは決して言わない」と語る。

責任は親にあり、多くの家庭で女性には明示的であれ例示的であれ、お金の話をしないように教わる。ブラウン・ブラザーズ・ハリマンのパートナーで同社の女性ウェルスセンターの会長を務めるキャスリン・ジョージ氏は、「株式の銘柄選択を試させるために息子に1000ドルを与えたという話は今でも聞くが、娘については聞かない」と語る。

この問題は永続化し、長期的な影響を及ぼす可能性がある。16～25歳を対象としたシュワブの調査によると、女性は男性よりも資金計画に時間をかけ、きちんと実行する。しかし、その2倍の男性が余分なお金は投資に回すと回答した。女性は銀行に預ける可能性の方が高い。ジョージ氏は「家庭内のコミュニケーションを改善する必要がある。家庭、とりわけ裕福な家庭ではお金の話をしないため、子供は貯蓄や複利、その他投資の基礎となる基本的なスキルを理解していない」と語る。

■ アドバイザーにも改善の余地

ウェルスマネジメント業界は女性が重要なセグメントであることを理解している。この10年間で女性を対象とした研究、商品、マーケティングが大幅に増加している。しかし、ボストン・コンサルティング・グループ（BCG）のパートナーでウェルスマネジメントのグローバルリーダーを務めるアンナ・ザクジュースキー氏によれば、「こうした取り組みは依然として表面的過ぎる」のだという。同社は総合的な調査の中で、ウェルスマネジメント業界は女性顧客のニーズを依然として充足できていないと結論付けた。

30%の女性は、性別でアドバイザーの話す内容が変わると考えている。高所得の女性が語った極端な事例では、最初のミーティングでアドバイザーは専ら夫に対してのみ語りかけ、補足資料は夫だけに送付し、女性にはチャーム・ブレスレットを送った。モダッサー氏は、「多くの企業が女性向けサービスを語るが、文字をピンク色に変えるだけでは成功しない」と言う。女性の顧客に素晴らしいサービスを提供している男性アドバイザーは多いが、男性が支配的であり続けられれば、偏見やコミュニケーション上の失態を免れるのは難しい。ペンシルベニア州アレンタウンのジャーニー・モンゴメリー・スコットでアドバイザーを務めるジュリー・ナイト氏は、「問題の大きな原因は、ほとんどのアドバイザーが男性だということにある」と語る。長年の男女の役割認識からすれば当然の結果だが、問題はこの状況に変化がみられないことだ。女性アドバイザーが全体に占める比率は20%未満だが、これは65歳超のアドバイザーの比率と同じだ。若い世代の女性アドバイザーが増加していないということだ。「女性アドバイザーを増やす必要がある」と同氏は言う。

女性は保護者ぶった態度を取ってほしくないが、異なるニーズやコミュニケーションに関する好みはある。多様性と共生を専門とする世界的なシンクタンクであるコクォールの調査によれば、女性は、時間的な制約に敏感で（例えばゴルフの誘いを望んではない）、顧客の価値観、願望、および家族状況の理解に時間をかけ、全ての情報を提案に反映させるアドバイザーの協力を仰ぎたいと考えている。

■ 女性にはやるべきことが山のようにある

女性には不公平なほど多くの責任を抱え、そのやり繰りに追われており、新型コロナウイルスで状況

はこれまで以上に悪化している。配偶者にお金の管理を任せられるなら、そうしたいだろう。しかし、日常の家計を任せるのとは違い、重要な金銭問題から距離を置くのはリスクが高過ぎる。市場や金融サービスの全ての側面を知る必要はないが、自分の人生のための資金計画は必要だ。

夫婦であれば、お金をめぐる重要な決断に対等の立場で関与することは大きな意味を持ち得る。UBSでファイナンシャルアドバイザーを務めるトレシー・バーンズ氏は、「成功している夫婦は、1カ月に一度、日を決めて、方針や大きな買い物の予定、退職する時期、退職後の生活について協議をしている」と語る。金銭問題で認識が合っている夫婦は、争いが少なく、大きな人生の目標で一致していることが多い。バルー氏は、「お金について意思疎通できていないことが離婚の大きな理由の一つになっている」と語る。同氏は夫婦が2人とも参加しない限り、既婚者へのアドバイスは行わない。

■ 平等でありながら異なるアプローチが必要

アドバイザーや研究結果によれば、重要なお金の問題、とりわけ投資に関して、女性は投資利回りなどの表面的な数値ではなく、人生全体における文脈で決断をする傾向にある。男性のアドバイザーは割安だとか標準偏差がどうといった理由で強く勧めてくるが、女性には全く理解されないだろう。他の業界よりも専門用語や略語が多いことも問題だ。その結果、話の腰を折りたくないため女性の顧客はあまり多くの質問をするのを控えることになる。

ザクジュースキー氏によれば、「女性は情報に基づいた投資をするために必要な情報を得られさえすれば、比較的男性と似た投資をする」が、適切な情報を得られない場合は過度の現金にしがみつく可能性が高い。BCGの調査では、女性は資金の30%を成長率の低い資産で保有している。長い人生においては、資産を増やす上で大きなマイナスになる。モダッサー氏は、「研究によると、女性は特にリスク回避的ではなく、むしろ男性の方が自信過剰なのだと言える。これが、女性の方が長期投資家として良い結果を出す理由だ」と語る。

コミュニケーション学の助教授で夫と共同でレストランを経営するエリザベス・オーティス氏は、「夫や親友とはいつも私たちの夢のことばかりを議論しているが、お金の話をしない。ファイナンシャルアドバイザーとは、お金の話はするが夢の話はしない。良い未来のためには、どちらも議論する必要がある」と話す。

By Sarah Max
(Source: Dow Jones)

6. ブラックロックになお上値余地 - BlackRock's Bull Run Isn't Over Yet 資産規模拡大とサステナブル投資に注目

[金融]

■ 株価は年初来42%上昇



Jeenah Moon/Bloomberg

2020年は株式市場にとって輝かしい1年だった。世界最大の資産運用会社、ブラックロック<BLK>にとっても同様だ。

コロナ危機で下落した株式市場が急反発する中で、ブラックロックの株価は年初来で42%上昇し、718ドルに達した。これは、S&P500指数（14%上昇）や競合の運用会社T.ロウ・プライス<TROW>（23%上昇）、インベスコ<IVZ>（1%下落）、フランクリン・リソースズ<BEN>（12%下落）を大きく上回っている。

このパフォーマンスは偶然ではない。グローバル展開、約8兆ドルの資産運用規模、あらゆる投資分野を網羅する商品設計など、同社は長期的な成長が期待できるポジションにある。

同社の株価は不確実性に悩む市場でも順調に推移してきた。コロナ危機と選挙関連の懸念が薄れ、アナリストが今後2年間の成長予想を調整し始める中で、株価はさらに上昇する可能性が高い。

ブラックロックの株価収益率（PER）は確かに高い。2022年の予想PERは18倍であり、T.ロウ・プライスの14倍、フランクリン・リソースズの8倍と比較しても割高だ。だが強気派はS&P500指数と同様の20倍でもおかしくないとみており、その場合、同社の株価は800ドルとなる。

■ 運用資産規模は約8兆ドル

ブラックロックの強みは、さまざまな収入源であろう。人気の高いiシェアーズ・コアS&P500 ETF<IVV>やiシェアーズ・コア米国アグリゲート・ボンドETF<AGG>を含む2兆3000億ドルのiシェアーズ上場投資信託（ETF）、アクティブ運用ファンドや債券ファンドからの手数料収入、リスクマネジメントプラットフォームのアラジン、サステナブル投資への積極的な取り組みなど、同社の収入源は多岐にわたる。

調査会社モーニングスターは、米国の資産運用会社の多くが今後5～10年間に運用資産を増加させるのは困難だと予想するが、ブラックロックに関しては同期間に年率3～5%の運用資産の増加を遂げると見込んでいる。

今年の第1四半期に、2640億ドルが同社へ新たに流入し、運用資産額は7兆4000億ドルから7兆8000億ドルへと増加した。この内iシェアーズへの流入が40%を占める。保険会社などの機関投資家が個別債券よりもパンデミック中でも評価しやすい債券ETFを選好したため、債券ファンドも人気があった。

iシェアーズには今後も成長の余地があると同社は見込んでいる。株式市場におけるETFの割合はわずか5%であり、債券市場では1%である。同社はETF資産の約35%を占めるが、ETFは今後も年10%台半ばで成長すると言う。

ブラックロックは巨大なインデックスファンドのプロバイダーとみなされているが、アクティブ運用のファンドも数多く運用しており、パフォーマンスは好調である。第3四半期末までの5年間で、課税債ファンドの86%がベンチマークや競合ファンドを上回り、株式ファンドも80%以上が同様のパフォーマンスを達成した。

さらに同社には低利回りの世界では不可欠なオルタナティブ投資もある。運用資産額29億ドルのブラックロック・システムティック・マルチ戦略ファンド<BAMBX>は、過去5年間に他社を打ち負かしており、経費率も平均を下回る。未上場資産を25%組み入れるブラックロック・キャピタル・アロケーション・トラスト<BCAT>は、今秋20億ドルを調達した。

これらにより、第3四半期の手数料収入は8%増加した（前年同期は3%増）。

■ サステナブル投資にも進出

同社のリスクマネジメントのプラットフォームであるアラジンは、同社の推定160億ドルの収入のうち約10億ドルを生み出し2桁台で成長している。競合運用会社のキャピタル・グループを含む約250社が顧客となっているが、イートン・バンス<EV>のグロース株共同ディレクター、ルイス・ピアンテドシ氏（グロース株ファンドでブラックロック株を保有）によれば、イートン・バンスはアラジンを債券運用に使用しており近く株式にも導入する予定だ。ブラックロックは、アラジンの潜在市場規模を80億ドルと試算する。ブラックロックはアラジンで運用する資産に手数料を請求するが、資産が増えるにつれて料率は下がる。他にも顧客のポートフォリオ内の気候変動リスクを測定できるソフトウェアなどを追加すると言う。

次に、サステナブル投資だ。ブラックロックのラリー・フィンク最高経営責任者（CEO）は、サステナブル投資を同社の投資方針の中心に据えると約束し、企業にステークホルダー資本主義の採用を促している。同社の一連のサステナブル投資ファンドには他の運用会社からの資金が流入している。

ブラックロックは決して完璧ではない。これまでもパッシブ・インデックス戦略で化石燃料株を大量に保有し、気候変動リスクの開示について株主投票で経営陣を繰り返し支持してきたと批判されてきた。また、ブラックロックは機会平等のために、黒人の従業員やリーダーを増やすと約束している。

本誌とのインタビューで、ブラックロックのロブ・カピト社長は、同社の強みを次のように語った。「常にアルファを中心に据え、ポートフォリオ全体のソリューションを顧客に提供し、サステナブル投資のリーダーとなること」。同氏は、資産運用会社の統合も資金流入を増加させると述べる。「大規模な統合は簡単ではない。だが業界再編で市場シェアを獲得できる」。

■ 2022年の予想利益は58億ドル

アナリストによる2020年の同社利益の予想平均値は49億ドル、1株当たり利益（EPS）は31.97ドルである。2021年の利益は53億ドル（EPSは35.08ドル）、2022年の利益は58億ドル（EPSは39.23ドル）となっている。

調査会社エバーコアISIのアナリスト、グレン・ショール氏は同社株をアウトパフォームと評価し、「お気に入りの資産運用会社だ」と言う。「今は2021年予想から2022年予想へシフトする時期だが、市場が好調である分、予想も目標株価も引き上げられるべきだ。同社は株式市場が全てではない。その上資産規模を生かして急成長している」と同氏は主張する。

ドイツ銀行のアナリストであるブライアン・ベデル氏の目標株価も795ドルと強気である。「他の運用会社が運用資産を失っている中で同社は内部成長を遂げている。これが一番の理由であり、最も大切な目安だ」。

By Leslie P. Norton
(Source: Dow Jones)

7. 経済再開に対する楽観論から史上最高値を更新 - Stocks Hit New Highs as Reopening Euphoria Rages On. Can It Last? 足元を見ずに経済再開後を織り込む上昇相場と物色動向

[米国株式市場]

■ 4指数、そろって最高値更新

Dow Jones Industrial Average



Source: FactSet

景気が足踏みする一方、株式市場の上昇には歯止めがないようだ。

先週金曜日に発表された雇用統計はことのほか弱かった。11月の非農業部門就業者数の増加は24万5000人にとどまり、市場予想の44万人や10月の61万人に届かなかった。ナティクシスCIB（US）のエコノミストであるトロイ・ルツカ氏は、「新型コロナウイルスは確かに雇用の増加に影響を与えているものの、単純に経済全体で勢いが失われている」と指摘していた。

それにもかかわらず、主要株価4指数は金曜日にそろって史上最高値を更新した。これが起きるのは2018年11月以来のことだ。先週、ダウ工業株30種平均は1.0%高の3万218ドル26セント、S&P500指数は1.7%高の3699.12で引けた。ナスダック総合指数は2.1%上昇して1万2464.23となり、小型株のラッセル2000指数は2.0%高の1892.45で週末を迎えた。ビットコインでさえもこの波に乗り、12月1日には過去最高となる1

万9920ドルを付けた。

失業率は6.9%から6.7%に低下したが、低下の要因は再就職を完全にあきらめた人が増えたことだ。また、ホリデーシーズンの小売業の手助けとなる雇用が数多く見られるのがこの時期の熱気を示す重要なサインだが、今回の雇用統計では、そうでないことが明らかになった。小売業の代わりに、オンラインショッピングの手助けや全米の倉庫での作業、そして各家庭に宅配を行う人が雇われたはずだが、小売業の穴を埋めるには明らかに十分ではなかった。

■ 景気刺激法案可決の可能性

新型コロナウイルスの感染率が全米で急上昇しており、経済活動の重しとなっている。ワクチンが12月中に承認される見通しはあるものの、広く配布されるのは2021年の半ばまでかかりそうだ。

そうすると、楽観的になる根拠は何なのか。投資家は議会がクリスマス休暇前に景気刺激法案を可決し、落ち込んだ景気の一部を補うために踏み込むと予想している。そうなれば経済は持ちこたえ、失業給付金を失いつつある労働者に生命線を提供することになる。共和党と民主党は都市や州への支援と企業負債の保護に関してはまだ対立しているものの、議会では9000億ドルに上る可能性のある法案が議論されている。

一部のアナリストは、景気が悪くなるほど両党が妥協に応じる可能性が高くなると予測していた。みずほ証券のアナリストであるロバート・ヨーガー氏は、「このような状況下では、妥協が成立する可能性がある限り、どのようなリスク資産であっても売り手に回することは難しい。妥協成立の可能性を高めるという点で、悪材料が実際には好材料になるという見方も可能だ」と書いている。

ややシニカルなきらいはあるものの、市場は明らかにその見方に乗っている。経済成長に依存する銘柄が上昇を先導しているほか、原油価格も急騰している。米国で原油先物価格が9カ月ぶりの高値を先週金曜日に更新したことを受け、コノコフィリップス<COP>のような原油生産企業の株価は5%超の上昇となった。

S&P 500 Index



■ バリューストックと大型ハイテク株

NASDAQ Composite Index



全体として、11月初旬以降は景気敏感株やバリューストックがグロース株をアウトパフォームしている。

11月のS&P500指数のリターンは11%だったが、BMOキャピタル・マーケットによると、株価純資産倍率（PBR）が低いバリューストックは、過去1カ月で32%上昇したという。対照的に、5年間の1株当たり利益（EPS）の成長率が最も速い銘柄群の上昇率は10.5%だった。それでも広範なバリューストックのバスケットで見ると、年初来でまだ9%下落した状態にあり、全体的な景気の改善につれてこれらの銘柄にはかなりの上値余地があるとの見方もある。

BMOのチーフ投資ストラテジストであるブライアン・ベルスキー氏は、「パンデミックと行き過ぎた二元論による投資の決定、そしてそれに伴うプロセスと規律の欠如が今後数カ月のうちに和らぐことはなさそうだが、経済と社会がゆっくりと正常な状態に戻ることを背景に、2021年に向けて楽観的な見方を維持している」と書いている。同氏は、年末のS&P500指数が3650に達した後、来年はさらに15%上昇すると予想する。

それでも現在の株価上昇に対して抱く疑問にも価値はある。アダムス・ファンドの最高経営責任者（CEO）兼ポートフォリオマネージャーであるマーク・ステックル氏は、ここまで乗り遅れた大型成長株の中には、「経済再開」で買われている銘柄よりも投資妙味のあるものがありそうだと語る。確かに、クルーズ船運航会社は最終的にその価値を証明する可能性はあるものの、11月に入ってから47%上昇したロイヤル・カリビアン・グループ<RCL>のような銘柄を買うことは、本当に意味があるのだろうか。

ステックル氏は、再開の「陶醉感」は薄れてくると考えている。ワクチンを何十億人もの人に接種することは簡単ではなく、市場は時間的な見通しの変更に揺れる可能性があるからだ。同氏は「これが一筋縄ではいかないと考えている」と述べる。

「経済再開をテーマに買われた銘柄の多くは、期待が先行し過ぎているようだ。一方、市場は一部の大型ハイテク株を過小評価していると思う」と同氏は指摘し、年初に付けた最高値から8%下落しているマイクロソフト<MSFT>のような銘柄を新たに注目している。

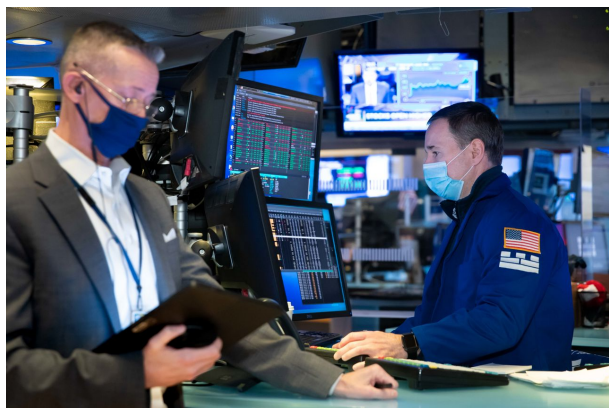
大型ハイテク株を市場が過小評価しているかどうかには疑問の余地があるものの、何事にも始まりはあると考えよう。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

8. パフォーマンスの良いアクティブETFはどれか - Active ETFs Did Not Have a Good Year - Except for These 大半は低調、一握りのファンドが光る

[ETF]

■ アクティブ運用ETFが増加



Courtesy of NYSE

本誌は2019年12月、2020年はアクティブ運用型上場投資信託（ETF）の年になると予想した。2020年はいろいろなニュースがあったが、ETFに関しては本誌の期待に届いてくれたと言える。年初来で100本を超えるアクティブ運用ETFが市場に投入されたが、これは今年投入されたETF総数の約半分を占める。3年前の新規設定本数が50本だったのに比べると大幅な増加だ。

2019年に実施された規制変更により、アクティブ運用ETFのための環境が整った。証券取引委員会（SEC）が、一部のETFにポートフォリオの日次の開示を求めないことにしたのだ。これにより、

多くのアクティブ運用株式ETFのマネージャーにとって大きな障害が取り除かれた。なぜなら、規制変更前は、ETFが典型的な「透明性」を維持するため、そのポートフォリオの開示を義務付けられていたことから、他の投資家はその取引をまね、ETFが保有する資産のプライシングに影響を与えること（「フロントランニング」と呼ばれる取引で、ETFが取引しようとする株式を他社が先回りして取引すること）に対する懸念があったからだ。大手ミューチュアルファンドの多くはこの規制変更を受けて、「半透明」のアクティブ運用ETFを設定した。また、別々に管理されたファンドを

運用していた小規模運用会社のマネジャーは、戦略をETF化してより多くの一般投資家に提供し始めた。

■ 3分の2は低調

今のところ、アクティブ運用ETFは、投資家より運用会社の関心を引き付けているようだ。先週時点のアクティブ運用ETFの残高は1630億ドルで、ETFの総残高である5兆ドルの4%以下だ。大半のアクティブ運用ETFのパフォーマンスはアクティブ運用のミューチュアルファンドと同じ程度で、それほど良いとは言えない。アクティブ運用株式ETFの年初来のパフォーマンスはETFによって大きく異なる。全体の3分の2以上は、パフォーマンスがそれぞれのカテゴリーのランクの下半分に位置する。パッシブ運用のETFのパフォーマンスを上回るのは、一握りのファンドに限られる。

もちろん、T.ロウ・プライス・グループ<TROW>、フィデリティ・インベストメンツ、アメリカン・センチュリー、ディメンショナル・ファンド・アドバイザーズのような業界トップの運用会社によって2020年に新規に設定されたアクティブ運用ETFは、まだ設定から1年以上たっており実績が出ていないので、上記比較の対象に含まれていない。これらの運用会社はユニークな投資手法を取っており、パフォーマンスの良いミューチュアルファンドを運営。その投資戦略をETFの仕組みの中に取り込んでいる。

■ 新トレンド重視と独自戦略がカギ

本誌は、アクティブ運用株式ETFでパフォーマンスの良い少数のファンドを調べてみた。その多くはパフォーマンスの良いミューチュアルファンドの特徴を有する。それは、新たなトレンドに大きく賭け、保有銘柄数は少なめで、独自の戦略を展開する、というものだ。

エコノミストであり洞察力のある投資家である、キャシー・ウッド氏が創業したARKインベストメンツは、同氏が持つ破壊的イノベーションに対する強い確信のおかげで、最もパフォーマンスの良いETFを数本抱える。ARKインベストメンツの七つのETFのうち五つはアクティブ運用型だ。運用資産規模136億ドルのARKイノベーション<ARKK>、同45億ドルのARKゲノミック・レボリューション<ARKG>、同42億ドルのARKネクスト・ジェネレーション・インターネット<ARKW>は全て、年初来125%以上のリターンを上げている。同11億ドルのARKオートノマス・テクノロジー&ロボティクス<ARKQ>と同13億ドルのARKフィンテック・イノベーション<ARKF>は年初来85%以上上昇している。

運用資産規模1540万ドルのSoFiギグ・エコノミー<GIGE>も、進化するテクノロジーと消費者の購買傾向に着目して投資を展開している。このファンドは、金融テクノロジーのスタートアップ企業であるSoFiが2019年5月に市場に投入したもので、組み入れている企業は、フリーランス市場を運営しているファイバー・インターナショナル<FVRR>、デジタル決済企業であるスクエア<SQ>など、一般大衆の購買方法、各種サービスへのアクセス方法、働き方を一変させた企業だ。年初来のリターンは85%である。

運用資産規模2億6800万ドルのデービス・セレクト・インターナショナル<DINT>と同1億3800万ドルのモトリー・フル・スモール・キャップ・グロース<MFMS>もまたパフォーマンスの良いファンドで、いずれも25~30銘柄を組み入れ、ベンチマークのパフォーマンスを上回っている。年初来のパフォーマンスを見ると、デービス・セレクト・インターナショナルはMSCI ACWI Ex USAインデックスを12ポイント上回り、モトリー・フル・スモール・キャップ・グロースはラッセル2000グロース・インデックスを22ポイント上回っている。

より広範なマーケットへのエクスポージャーと、よりアクティブな運用手法を望む投資家のためには、運用資産規模9500万ドルのSPDRステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ（SSGA）USセクター・ローテーション＜XLSR＞がある。同ファンドは、定量的・定性的分析に基づいてS&P500指数を構成する業種の幾つかに戦術的資産配分を行う。現在、同ファンドは情報技術、コミュニケーション、生活必需品、資本財・サービスの各セクターをオーバーウェイトとしている。同ファンドの今年年初来のパフォーマンスはS&P500指数を2ポイント上回っている。

運用資産規模2200万ドルのQRAFT AIエンハンスドUSラージキャップ＜QRFT＞も同様に、人工知能とデータを活用して、異なるファクター、または、バリュエーションが割安、質が高い、リスクが低いといった特徴を持つ銘柄に資産を配分している。同ファンドの年初来のリターンは34%で、S&P500指数の倍以上となっている。

しかし、戦術的資産配分は一筋縄ではいかない。常に最善のタイミングを捉えられるとは限らない。運用資産規模6億2500万ドルのメイン・セクター・ローテーション＜SECT＞と同9300万ドルのブラックロックUSエクイティ・ファクター・ローテーション＜DYNF＞は、似たような戦略を採用しているが、いずれも年初来のパフォーマンスはS&P500指数を約4ポイント下回っている。SPDRとQRAFTファンドはこれまでのところ順調だが、この二つは去年設定されたばかりであり、常にアウトパフォームできるかどうか見極めるにはいまだ少し時間を要する。

By Evie Liu
(Source: Dow Jones)

9. ドアダッシュの株価がIPO後に下落すると考えられる理由 - DoorDash Has Been a Covid Winner. Why Its IPO Might Not Be. [ハイテク]

新型コロナによる追い風は長くは続かない

■ 事業は急成長、損益の黒字化は近い



David Paul Morris/Bloomberg

料理宅配会社ドアダッシュ＜DASH＞の株式上場が今週予定されており、投資家の人気の的となるはずだ。しかし、買い手は注意すべきだ。

同社は公開価格を90～95ドルとし、合計3300万株を売り出す計画だ。資金調達額は最大31億ドルとなる。今回の公募後の発行済み株数は約3億1800万株になるが、これにはイン・ザ・マネー（行使した場合に利益が出る状態）のストックオプションと付与制限付き株式は含まれていない。完全希薄化後の発行済み株数は約3億8500万株で、公開価格に基づく評価額は最大370億ドルに上る。これは、ライドシェアリング大手リフト＜LYFT＞

の時価総額のほぼ3倍であり、レストランチェーンのチポトレ・メキシカン・グリル＜CMG＞の時価総額と同等である。

ドアダッシュの新規株式公開（IPO）申請書に記載された内容を踏まえると、投資家の関心は高いと考えられる。2019年の売上高は前年比204%増の8億8500万ドルだったが、これは新型コロナウ

イルス感染症が広がる前の業績である。全米で飲食店が休業する中、同社のビジネスは一段と加速した。2020年1～9月の売上高は前年同期比226%増の19億ドルとなった。

宅配事業が急成長していることはIPO申請前から分かっていた。例えばウーバー・テクノロジーズ<UBER>の料理宅配事業部門の2020年1～9月の売上高は前年同期比96%増の35億ドルだった。ウーバーはより積極的に国際展開を行うなどドアダッシュと単純には比較できないが、それでもドアダッシュがウーバーの料理宅配事業の2倍を超えるペースで成長しているのは驚異的だ。ドアダッシュは、米国の料理宅配市場の約半分を握っているとしており、ウーバーやグラブハブ<GRUB>から市場シェアを奪っていると思われる。

IPO申請書の記載内容の中でもう一つ驚かされたのは、ドアダッシュが持続可能な利益に向けて目覚ましい進化を遂げていることだ。2020年1～9月の損益は1億4900万ドルの赤字だったが、赤字幅は前年同期の5億3400万ドルから縮小した。しかも調整後利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）は9500万ドルの黒字となった。ウーバーもリフトも、EBITDAの黒字化は未達で、2021年の実現を目指している。

営業指標も目覚ましい。2020年1～9月の受注件数は前年同期比3倍の5億4300万件で、限界利益（変動費を除く利益）は4億3300万ドルとなった（前年同期は1億9000万ドルの赤字）。

■ コロナ後の急成長継続に疑問

素晴らしいことばかりだが、筆者には払しょくできない疑問がある。ドアダッシュのIPOはキング・デジタル・エンターテインメントの2014年のIPOを思い起こさせるからだ。キング・デジタルは世界中を熱狂させたモバイルビデオゲームのキャンディークラッシュを制作したゲームソフト会社で、完璧と思われるタイミングで株式を公開した。

キャンディークラッシュの評判が口コミで広がる中、キング・デジタルの2013年の前年比増収率は1000%を超えた。同社はゲームを成功させる新しい公式を編み出したと主張したが、市場はそうは考えなかった。22.50ドルの公開価格で上場した2年後、同業のアクティビジョン・ブリザード<ATVI>によって1株当たり18ドルで買収された。

ドアダッシュにも成長要因はあるが、キャンディークラッシュを上回るものではなさそうだ。ドアダッシュがIPOを果たしたわずか数カ月後に新型コロナワクチンが大眾に届くようになる。筆者はこの6カ月にわたりドアダッシュをよく利用してきたが、レストランでの食事が快適と感じられるようになれば、利用頻度は大きく減るだろう。

D.A.ダビッドソンのアナリスト、トム・ホワイト氏は先週、ドアダッシュのカバレッジを買いの評価と93ドルの目標株価で開始したが、同社の急成長が終わりに近づいていると認めている。同氏は2020～2022年の3年間の増収率をそれぞれ前年比222%、56%、21%と予想している。

■ 難しい同業他社との差別化

警戒すべき兆候は他にもある。IPO申請書はドアダッシュとその監査人が「当社の財務報告に関する内部統制上の重大な弱点を特定した」ことを明らかにした。より具体的には、「売上高に対する現金照合プロセスに関連して適切なレベルの正確性を確保するための手順と統制が不適切だった」ことが判明したと述べている。同社は「会計、エンジニアリング、ビジネスインテリジェンスの担当者を追加雇用している」と述べ、この問題に対処するための新たなプロセスを採用するとしている。

さらに同社は、同業他社との差別化が難しい、つまり料理宅配業界が過当競争であることを認めている。同社はIPO申請書で「消費者は、コストが最も低い料理宅配会社に移る傾向がある。配送サービスを提供する独立請負業者は、複数のプラットフォームを使用できる。店舗は、地域で最低の手数料率を提供するロジスティックスプラットフォームを使いたがる可能性がある」と警告している。

言い換えれば、料理宅配市場ではドライバーと消費者およびレストランのいずれもが価格に敏感である。ウーバーとリフトはライドシェアリング市場で一騎打ちに直面する中で苦闘しているが、料理宅配業界でもそれと同じ力学が作用している。ドアダッシュは新型コロナ流行下での勝者であり、平時ではより厳しい闘いに直面することになる。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - A Plunge and a Recovery Drives a Top-Performing Year in Convertibles 2020年は転換社債が好成績

[経済関連スケジュール]

■ テスラが転換社債市場の好調を牽引

Blowout

The leading convertibles exchange-traded fund outpaced the S&P in 2020.

SPDR Bloomberg Barclays Convertible Securities ETF and S&P 500 index, 2019 to Year-to-Date 2020

■ SPDR Bloomberg Barclays Convertible Securities ETF ■ S&P 500 Index



Source: FactSet

債券の安全性と株式のアップサイドを併せ持つハイブリッド証券である転換社債が、今年好調だ。「2020年の転換社債市場は、良い意味で『パーフェクトストーム』だった」。20億ドルを運用し、2020年年初から11月までで39%上昇したコロンビア・コンバーチブル・セキュリティーズ・ファンド<PACIX>の共同マネジャー、デービッド・キング氏はこう述べる。

60億ドルを運用する最大の転換社債上場投資信託（ETF）の、SPDRブルームバーグ・バークレイズ・コンバーチブル債券ETF＜CWB＞の取引値は現在79ドルで、年初来リターンは45%となっている。転換社債のリターンは2009年以来最高水準にあり、年初来リターンが15%のS&P500指数や、11月末までのリターンが4.2%のジャンク債を上回る。

残高3250億ドルの転換社債市場が好調なのは多くの要因があるが、中でも米国転換社債の9%を占めるテスラの上昇は大きい。ICEバンク・オブ・アメリカ・米国コンバーティブル・インデックスのリターンは、年初来11月末までで36.6%だが、その約半分はテスラに起因するものだ。同社最大規模の転換社債発行は、額面100ドル、表面利率2%で2024年償還予定のものだが、年初来11月までに6倍超上昇して938ドルとなっている。テスラの株価は年初来7倍上昇し、590ドルだ。

また、経済が急激に落ち込んだ際、財務強化のために転換社債を発行した豪華客船の運航会社カーニバル＜CCL＞、サウスウエスト航空＜LUV＞、ライドシェア・サービス大手のリフト＜LYFT＞、パイオニア・ナチュラル・リソース＜PXD＞といった経済再開（リオープン）銘柄も大きく上昇している。キング氏は、転換社債市場は、オンライン家具販売のウェイフェア＜W＞、ペット関連の電子商取引（Eコマース）を手掛けるチュイ＜CHWY＞、電子商取引のエッツィ＜ETSY＞、不動産情報サイト運営会社ジロー・グループ＜Z＞などの、転換社債を発行した在宅関連企業の恩恵も受けていると語る。

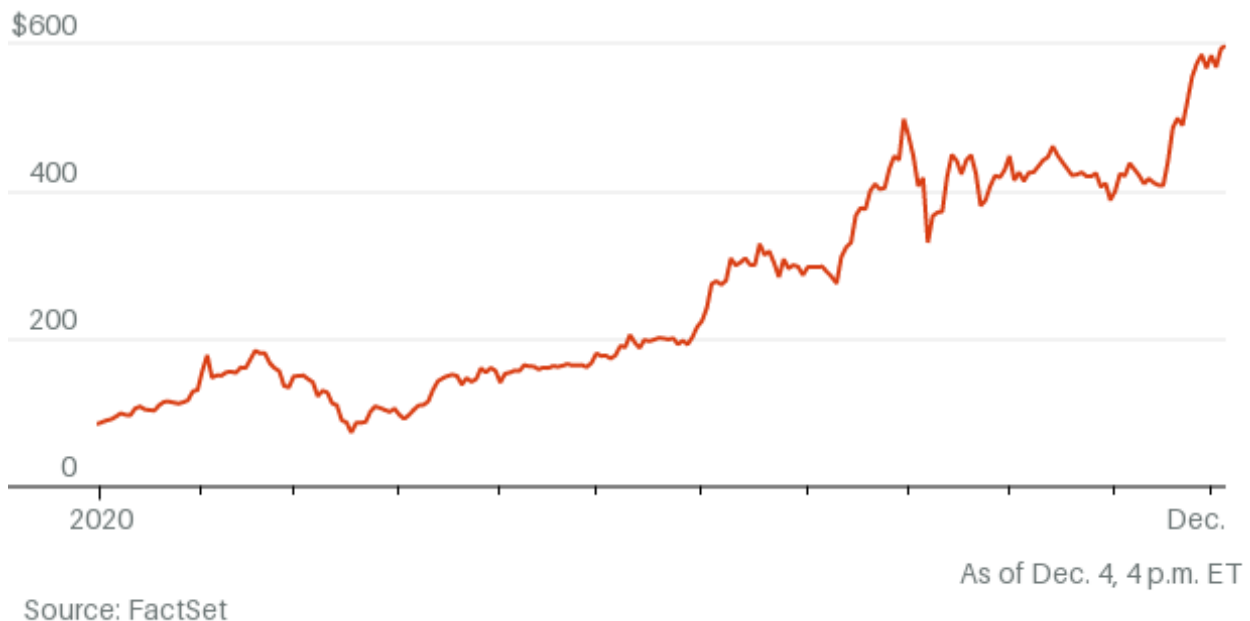
バンク・オブ・アメリカでグローバル・コンバーチブル・ストラテジーのヘッドを務めるマイケル・ヤングワース氏は、転換社債は、その“非対称的な”特性によってけん引されているとし、「転換社債は、ダウンサイドのリスクよりもアップサイドのリターンを得やすい」と述べている。

■ 今週の予定

Power Train

Nearly half of convertible performance came from Tesla stock's fantastic performance in 2020.

Tesla Shares, Year-to-Date 2020



12月7日（月）

- ・ 経営管理用ソフトウェアを手がけるクーパ・ソフトウェア<COUP>、高級住宅建設のトール・ブラザーズ<TOL>が四半期決算を発表。
- ・ 衛生技術を提供するエコラボ<ECL>がウェブキャストでESG（環境、社会、ガバナンス）戦略を説明。
- ・ 不動産大手のSLグリーン・リアルティ<SLG>が機関投資家向け年次説明会を開催。
- ・ 米連邦準備制度理事会（FRB）が10月の消費者信用残高を発表。水準は約4兆2000億ドル近くで、年間では約10年ぶりに減少しそうな状況。

12月8日（火）

- ・ 自動車部品小売りチェーンのオートゾーン<AZO>、アルコール飲料大手のブラウン・フォーマン<BF.A>、チューイ<CHWY>が四半期決算を発表。
- ・ 鉱山会社のニューモント<NEM>がコンファレンスコールで2021年度の業績予想を発表し、長期見通しについての説明を行う。
- ・ 顧客管理ソフトウェア大手のセールスフォース・ドット・コム<CRM>が投資家向け年次説明会を開催。
- ・ 全米独立企業連盟（NFIB）が、11月の中小企業楽観度指数を発表。コンセンサス予想は103と、10月からやや低下。10月の指標は、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）後、最高となっている。

12月9日（水）

- ・ 食品大手キャンベル・スープ<CPB>が2021年度第1四半期決算発表。
- ・ 化学分析機器メーカーのアジレント・テクノロジー<A>、ホームセンターチェーンのロウズ<LOW>が投資家向け説明会を開催。
- ・ コーヒーチェーン大手スターバックス<SBUX>が隔年の投資家向け説明会を開催。
- ・ 10月の求人離職統計（JOLTS）発表。エコノミスト予想では、10月末日の求人件数は644万件と、9月とほぼ同水準。

12月10日（木）

- ・ 欧州中央銀行（ECB）が金融政策を発表。政策金利はマイナス0.5%に据え置きと予想されるが、追加の経済刺激策を発表する可能性もある。
- ・ 文書・画像処理ソフト大手アドビ<ADBE>、半導体大手ブロードコム<AVGO>、会員制量販店チェーンのコストコ・ホールセール<COST>、企業向けソフトウェア大手オラクル<ORCL>が決算コンファレンスコールを開催。
- ・ 娯楽・メディア大手のウォルト・ディズニー<DIS>が投資家向け説明会を開催し、直販戦略について説明を行う。
- ・ 11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1.1%上昇（10月は1.2%上昇）。食品とエネルギーを除くコアCPIは、同1.5%上昇（10月は1.6%上昇）。

12月11日（金）

- ・ 12月のミシガン大学消費者信頼感指数速報値発表。エコノミスト予想は76.3で11月の76.9をやや下回る。
- ・ 11月の卸売物価指数（PPI）発表。コンセンサス予想は季節調整済みで前月比0.1%上昇（10月は0.3%上昇）。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

『バロonz・ダイジェスト』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信

時事通信社

編集人

川田 重信（かわた しげのぶ）

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

『バロonz・ダイジェスト』 2020/12/06

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