

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2020/12/13

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIMI PRESS



DOW JONES

1. 中国の電気自動車メーカーは「次のテスラ」ではない - NIO, XPeng, and Li Aren't the Next Tesla [カバーストーリー]
P.2
ニーオ、シャオペン、リ・オートの3銘柄を検証
2. 中国企業の米国上場廃止は投資家にはマイナスだが政策としては正しい - Delisting Chinese Companies Is Bad for Investors But Right Thing to Do [フィーチャー]
P.5
中国株への投資はファンドやETF活用検討を
3. セレブ関与のSPACにご用心 - Be Wary of Celebrity-Backed SPACs [フィーチャー]
P.7
経験豊富な人材に注目すべきだ
4. ブラックロック社長、株式市場の見通しを語る - BlackRock's President on the Outlook for Stocks [インタビュー]
P.9
豊富なETFの利用方法
5. IPO銘柄の賑わいと株価調整の組み合わせは悪くない - Soaring IPOs Can't Lift the Market. Why That's Good News. [米国株式市場]
P.12
ボラティリティ低下なら資金流入期待
6. スターバックスとディズニーが強気成長見通し - Starbucks and Disney Can Still Offer Investors Growth [一般消費財]
P.14
5カ年、10カ年目標を発表
7. IPOに沸いた1週間を振り返る - 9 Lessons After a Crazy Week for IPOs [ハイテク]
P.16
今後も活発化と予想、投資家リスクは高まる
8. ドットコム・バブル再来の様相、問題は終わり方 - From Airbnb to Tesla, It's Starting to Feel Like 1999 [IPO]
P.18
過熱気味のIPO市場
9. テスラのS&P500指数採用が投資家にもたらす不都合 - Tesla Is Joining the S&P 500. Why This Could Be a Problem for Many Investors [ファンド]
P.20
インデックスファンド、アクティブファンドに大きな影響
10. 今週の予定 - Iconic Rock Songs Are Suddenly Hot Commodities [経済関連スケジュール]
P.22
ロック音楽が突如として注目の投資対象に

※当誌は、株式会社時事通信社がライセンスに基づき Dow Jones & Company, Inc. の発行する BARRON'S 誌の内容を利用して作成したものです。
※当誌は、情報提供を目的としてのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。また、当誌は当社が信頼できると判断した資料およびデータ等により作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

1. 中国の電気自動車メーカーは「次のテスラ」ではない - NIO, XPeng, and Li [カバーストーリー]

Aren't the Next Tesla
ニーオ、シャオペン、リ・オートの3銘柄を検証

■ バリュエーションは割高



Illustration by Harry Campbell

中国の電気自動車（EV）メーカーであるニーオ（上海蔚来汽車）〈NIO〉、シャオペン（小鹏）〈XPEV〉、リ・オート（理想汽車）〈LI〉の米国預託証券（ADR）の株価上昇について考えてみよう。シャオペンのADRの株価は、8月27日の新規株式公開（IPO）以降で3倍に上昇し、直近では44.31ドルとなった。リ・オートは7月30日のIPOから

180%上昇し、金曜終値は31.36ドルだった。2018年9月に上場したニーオのADRは約600%上昇し、金曜終値は41.98ドルとなっている。

これらの中国EV3銘柄の利益を確定するのは、賢明であるように思われる。第一に、3銘柄ともバリュエーションが割高である。2021年予想売上高に対する株価売上高倍率は、シャオペンが15倍以上、ニーオが11倍、リ・オートが約10倍だ。いずれの企業も、少なくとも今後2～3年間は大幅な黒字とはならないだろう。

これらの中国のEVメーカーは、業界、政府、市場に関する複数のリスクにも直面している。中国政府の補助金は減少しており、終了する可能性がある。中国におけるEV業界の競争は激化している。さらに、米国の基準に満たない会計慣行を採用している中国企業を上場廃止するための法案が議会で可決されたため、これらの企業の会計に悪い意味で注目が集まる恐れがある。

さらに、新型コロナウイルスのワクチン普及も迫っている。これにより、11月に見られたような、割高なグロース株から、パンデミックと世界経済の低迷によって特に大きな打撃を受けた割安株への乗り換えが加速しかねない。リスクへの認識が高まった結果、ニーオ、シャオペン、リ・オートの株価は11月下旬以降に平均30%下落した。しかし、株価はさらに下落する可能性がある。

中国政府は、環境面の懸念を理由として、2035年までに中国国内で販売される全ての自動車に占めるバッテリー駆動自動車の割合を50%へ引き上げることを目指すと表明した。今年の割合は約5%である。EVの普及を加速するため、中国政府は自動車の費用の最大30%に上る補助金を提供している。補助金の対象は消費者と中国の自動車メーカーである。

■ 増益見通しやテスラとの類似で株価が高騰

Looking for the Next Tesla

Investors have sky-high hopes for three U.S.-traded Chinese EV makers.

Company / Ticker	YTD Change	Market Value (bil)	Price / 2021E Revenue
Tesla / TSLA	650%	\$578	12.8
NIO / NIO	1,025	58	11.4
XPeng / XPEV	199*	35	15.3
Li Auto / LI	183**	28	10.0

*Since August 27 IPO. ** Since July 30 IPO. EV=Enterprise Value; E=Estimate.

Sources: Bloomberg; FactSet

米国に上場している中国EVメーカーは、3社とも中国による電動化の後押しを活用しようとする一方で、それぞれ独自の戦略を持っている。ニーオはバッテリーなしのEVを販売しており、バッテリーを自動車の買い手に月額約140ドルで貸し出している。自動車とバッテリーを分離することで、自動車の価格が安くなり、買い手にとってより魅力的となる。

ニーオは年初来で前年同期比111%増の3万6721台の自動車を販売している。同社は2014年の設立以来、約6万9000台を販売してきた。シャオペンとリ・オートと同様に、ニーオの販売は中国国内に限られる。ただし、ニーオとシャオペンは将来的に外国でも自動車を販売する予定である。ニーオの車種は3種類で、最も売れている高級スポーツ用多目的車（SUV）「ES6」の価格は補助金なしで6万ドル弱となっている。過去1年間の売上高は約18億ドルで、2021年のアナリスト予想売上高は46億ドルに上る。

2015年設立のリ・オートは、ガソリン発電機付きの自動車を販売している。発電機によって、プラグを利用できないときもバッテリーを充電することができる。唯一の車種である「Li ONE SUV」の価格は補助金なしで5万ドルとなっている。リ・オートは昨年終わってから出荷を開始しており、年初来で2万6498台を納入した。昨年の売上高は約7億7500万ドル、2021年アナリスト予想売上高は27億ドルである。

シャオペンはセダンとSUVを販売しており、自動運転技術に多額を投資している。2014年設立の同社は、年初来で前年同期比87%増の2万1341台の自動車を納入している。同社のSUV「G3」の価格は補助金なしで約2万5000ドル、高級セダン「P7」の価格は同約5万ドルである。来年の売上高は、過去1年間の売上高約5億3000万ドルを300%上回る21億ドルと予想される。

上記の数値が示す通り、中国EV銘柄は全く上昇に値しないわけではない。ゴールドマン・サックスのアナリストであるフェイ・ファン氏は、今月前半にニーオの投資判断を「売り」から「中立」に引き上げるに当たり、中国のEV普及のスピードが予想より大幅に速かったと述べた。同氏は現在、中国の新車販売に占めるEVの割合が2020年の5%から2025年には20%へ上昇すると予想している。

ニーオは2022年に黒字化し、2023年には0.79ドルの1株当たり利益（EPS）を計上する見込みで

ある。2022年は、シャオペンが赤字となる公算が大きい、リ・オートは0.20ドルのEPSを計上する可能性がある。

利益の増加見通しと、2022年予想株価収益率（PER）117倍に上る電気自動車大手テスラ〈TSLA〉との類似が、中国EV銘柄をめぐる投資家の熱狂に拍車を掛けている。これらの銘柄の時価総額は、今や従来型の自動車メーカーに近づいている。ニーオ、シャオペン、リ・オートの時価総額がそれぞれ約580億ドル、350億ドル、280億ドルである一方、ゼネラル・モーターズ〈GM〉は610億ドル、フォード・モーター〈F〉は360億ドルとなっている。

■ 競争の激化と会計基準がリスク

割高なバリュエーションは株式を売却する理由にはならない。テスラだってバリュエーションは高い。しかし、中国のEV新興企業は潜在的なリスクに直面しており、そのリスクは株価に織り込まれていないように見える。例えば補助金は、パンデミックが直撃するまで、2020年に削減される予定だった。2月に自動車販売台数が前年同月比79%減少したため、政府は売上高を回復させるために方針を転換し、EV補助金を延長した。だが、補助金削減の可能性が全くなくなったわけではない。シャオペンが規制当局に提出した報告によれば、今後3年間で直接購入補助金は2019年比でそれぞれ10%、20%、30%減少すると予想される。

競争も過熱している。ニーオ、シャオペン、リ・オートは、生産できる限りの自動車を全て販売し、増産を試みている。しかし、速やかに増産することができないため、他の自動車メーカーが付け入る余地が残っている可能性がある。中国の大手自動車メーカーであるBYD（比亞迪）〈1211.香港〉は、2021年に中国市場向けに新たなEVを投入する予定だ。ゼネラル・モーターズ、フォルクスワーゲン〈VOW3.ドイツ〉、BMW〈BMW.ドイツ〉も同様である。

中国はテスラにとっても極めて重要な市場だ。同社は11月に中国で約2万2000台の「モデル3」セダンを販売しており、最近では中国製のクロスオーバー車「モデルY」の販売承認を取得した。ウェドブッシュのアナリストであるダン・アイブズ氏によれば、テスラの中国事業の価値は約1000億ドルに相当する。

会計上の問題も2社の中国EVメーカーに浮上している。シャオペンとリ・オートは、証券取引委員会（SEC）に今年提出した書類において、会計に関する内部統制に重大な脆弱（ぜいじゃく）性が存在すると述べた。両社は、米国企業が順守すべき会計原則を理解しているスタッフが十分に存在しないことに言及している。12月7日に提出された売り出しの目論見書において、シャオペンは問題解決のための変更を実施していると述べた。

会計に関する潜在的なリスクは二つの面から成る。会計上の誤りは、企業の決算内容の重大な修正につながる可能性があり、一般に投資家には歓迎されない。しかし、この問題はそれ以上に危険な可能性がある。なぜなら、中国企業が米国の監査基準を3年以内に満たさなければ、米国株式市場から上場廃止させる法案が、上院に続いて下院でも可決されたためだ。

上記のリスクは、中国のEV銘柄にとって直ちにリスクとはならないが、現在のバリュエーションには失敗できる余地がほとんどない。中国のEVに関する野心は壮大であり、利益をもたらす非常に大きな可能性がある。しかし投資家はいずれ、これらの企業の株式をより割安な買い場で購入できる時が来るだろう。

By Al Root

(Source: Dow Jones)

2. 中国企業の米国上場廃止は投資家にはマイナスだが政策としては正しい - [フィーチャー]

Delisting Chinese Companies Is Bad for Investors But Right Thing to Do
中国株への投資はファンドやETF活用検討を

■ 米国で外国企業説明責任法が成立



Kevin Frayer/Getty Images

中国企業の米国上場を3年以内に廃止する道を開く法律が最近制定された。超党派の支持で成立し、トランプ大統領の署名が予定されている、この「外国企業説明責任法」を証券取引委員会（SEC）がどのように運用するのかについては、まだ多くのことが不明なままだ。もし米中の規制当局が、監査および開示をめぐる長年の問題について妥協できない場合、米国に上場された中国企業は別の株式市場を探す必要がある。米国上場の中国企業株を保有する投資家のうち、ファンドマネジャーを含め、規模の大きい投資家のほとんどは上場廃止に伴うさまざまな展開に対応し得るだろうが、個別株を保有する個人投資家はより難しい状況に

陥る可能性がある。

SECは全ての上市企業が上市企業会計監視委員会（PCAOB）に登録されることを要求しており、PCAOBは企業の監査の正確性を検証しなければならない。しかし、中国政府は、中国政府の許可なくして中国企業の監査資料が海外で監督の対象となることを許容しておらず、米国上場の中国企業はSECの基準を順守してこなかった。しかし、このことで投資が妨げられることはなく、電子商取引大手のアリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）〈BABA〉を筆頭に時価総額で合計2兆ドル、200社以上の中国企業が米国で上場されている。

■ 中国企業の選択肢

多くの政策ウォッチャーやファンドマネジャーは、米中両国が、恐らく共同監査を含む何らかの妥協点に達するとみている。一方、アリババ、中国の大手小売企業のJDドットコム（京東商城）〈JD〉、ネット関連サービスプロバイダーのネットイース（網易）〈NTES〉など、幅広く保有されている中国企業は、中国本土により近い市場で既に重複上場している。JDドットコムのヘルスケア部門であるJDヘルス・インターナショナル（京東健康）〈6618.香港〉などは、現地市場で新規株式公開（IPO）する道を選んだ。こうした傾向は、とりわけ米国上場廃止の可能性が高まれば、加速するだろう。当該企業の事業内容により精通する中国国内の投資家を開拓できるため、本国に戻ることで長期的にはバリュエーション上の恩恵を受ける可能性さえある。

現在、インターネット検索エンジンを提供するバイドゥ（百度）〈BIDU〉、電子商取引企業のピンデュオデュオ（拼多多）〈PDD〉、電気自動車メーカーのニーオ（上海蔚来汽車）〈NIO〉を含む100社以上の中国企業が米国以外では上場されていない。ファンドマネジャーは、米中規制当局が監査内容の監視について合意に達しない場合、これら企業の大半が香港市場か上海市場に上場できるようにするために、中国は上場基準を緩和するとみている。

今回の法案は投資家が緊張した米中関係を克服しようと努め、ストラテジストや大規模な機関投資家が中国へのエクスポージャー拡大を推奨する中で成立した。中国への投資の魅力は着実に高まっており、特に今年は新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）からいち早く回復し、株価のパフォーマンスも米国企業を上回っている。MSCI中国指数は年初来で約25%上昇している。先週の意見記事で、元財務長官のハंक・ポールソン氏は、「合法的な中国企業の上場を廃止しようという取り組み」は深刻なリスクを伴うと書いた。同氏は、中国が金融市場で米国にとってより大きな挑戦者となり、世界中の投資家が中国株を保有することで恩恵を受ける一方で、米国の投資家は中国株への投資がより困難になると警告している。

■ 投資家の選択肢

機関投資家にとっては、米国市場と香港市場との間の切り替えコストは低く、多くの投資家が既に実施済みだ。他の投資家は事態の進展を見守っている。中国を専門とするクレーン・ファンズ・アドバイザーズのブレンダン・エイハーン最高投資責任者（CIO）は、もし3年後の上場廃止に向けて時計の針が進み始めれば、例えば上場投資信託（ETF）のクレーンシェアーズCSIチャイナ・インターネットETF<KWEB>に関しては保有株式の上場市場を切り替え、インデックスプロバイダーにも同じ対応を要請すると語っている。そうなれば、ニューヨーク証券取引所<ICE>やナスダック<NDAQ>にとっては残念な展開だが、香港証券取引所<388.香港>にとっては追い風となる。香港証券取引所の株価は年初来で52%上昇している。

個別中国株を保有する個人投資家の選択肢は少ない。フィデリティやインタラクティブ・ブローカーズなど、幾つかの証券会社では米国外の市場に比較的容易に投資できるが、シュワブではグローバル口座が必要であり、バンガードとロビンフッドでは不可能だ。対応可能な証券会社に保有株を移管することは可能だが、コストがかかる。また、外国株を保有すると、納税申告の際の書類が増える。

規模の小さい企業が別の市場で上場できないとか、中国国有企業を除外した妥協がなされるなど、問題の残る解決がなされる場合、他のリスクが出てくる。こうした企業は、株式の非公開化を選択することもできるが、提示される株価によっては株主が損失を被る。行き場がないまま上場廃止となる可能性もある。通常、上場廃止となるのは詐欺、財務上の問題、その他上場基準に抵触する状況の発生などが原因だ。上場廃止となった企業が引き続き店頭市場で取引されることもあるが、流動性は下がる。また、店頭市場で取引されている中国企業も今回の法律の対象となる。

元SECシニアエコノミストで、現在はユタ大学の会計学准教授を務め、海外の規制当局に助言を提供しているロジャー・シルバース氏は、3年間の猶予期間があるため流動性が枯渇する可能性は低く、規模の大きい投資家が上場廃止プロセスの円滑化を支援するだろうと語る。今月初め、ウォール・ストリート・ジャーナル紙は、監査人がPCAOBに監査情報を開示することを許容する地域を拠点とし、結果に責任を負うことを認める会計事務所を使用することによってSECの基準を順守することを中国企業に許容するという提案をSECが検討していると報じた。

米国消費者連盟のバーバラ・ローパー投資家保護部長によれば、個人投資家はこうした変化の矢面に立つことがよくあり、それが、専門家が個人投資家に対して個別株を買うよりもファンドやETFを利用するように勧める理由の一つだという。同氏は、「流動性の喪失やバリュエーションの低下によって損失を被った人々には同情するが、それでもこの政策は正しい。投資家は財務情報開示の信頼性確保を目的とした基本的な法律を順守する企業に投資をすることで報いられる」と語る。

こうした潜在的なシナリオを考えると、個人投資家にとっては中国株へのエクスポージャーの取り

方を再考する方が容易かもしれない。今回の法律で発生する株式の取り扱いをめぐる問題や混乱の中で最良の投資機会を探し出す仕事を資産運用会社に任せれば、苦労は減るかもしれない。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

3. セレブ関与のSPACにご用心 - Be Wary of Celebrity-Backed SPACs 経験豊富な人材に注目すべきだ

[フィーチャー]

■ SPACブーム



Jane Tyska/Digital First Media/The Mercury News via
Getty Images

オークランド・アスレチックスの上級副社長で映画『マネーボール』で描かれたビリー・ビーン氏、元宇宙飛行士のスコット・ケリー氏、ナショナル・バスケットボール・アソシエーション（NBA）のオールスターゲームに15回選ばれたシャキール・オニール氏、下院前議長のポール・ライアン氏には、特別買収目的会社（SPAC）に関与しているという共通点がある。有名人の参加は、SPAC市場が熱狂の最中にあることを示唆する。

データ提供会社のSPACインサイダーによると、2020年には200社を超えるSPACが上場して約750億ドルを調達した。その額は過去10年間を上回っている。ブームを支えているのは、ゼロに近い金利と、非常に潤沢な流動性、新たな成長企業

業に対する渴望、そして巧妙なマーケティングだ。

市場にSPACが増えれば、投資家の資金と魅力的な買収対象をめぐる競争が激化する。企業が複数のSPACと続けて会合を持って合併先を決めることが一般的になっており、場合によっては有名人が関わっていることで話がまとまる可能性がある。

投資家にとっては機会が増えており、セレブの威光に感わされないことが重要だ。投資家は、実績があり、大手機関投資家が支援しており、報酬が投資家の利害と一致しているSPACに焦点を当てると良い。SPACの経営陣と取締役会は、買収を目指している業界に沿ったバックグラウンドを備えているべきだ。

■ 業界経験が重要

言うまでもなく、有名人も恩恵を提供できる。例えばレッドボール・アクイジション<RBAC>は、8月の新規株式公開（IPO）で5億7500万ドルを調達したが、前述のビーン氏やノーベル経済学賞を受賞したリチャード・セイラー氏を取締役に迎えている。スポンサーのレッドバード・キャピタル・パートナーズは、スポーツに焦点を当てたプライベート・エクイティ会社だ。

レッドボール・アクイジションはこの秋に、ボストン・レッド・ソックスや英国のリバプールFCを保有するフェンウェイ・スポーツ・グループと合併の協議中と報じられた。合併が実現すればホームランとなる。恐らく、ビーン氏のような人物が合併への道を開くために必要だったのだろう。

SPACはIPOで資金を調達し、標的企業が特定されて合併するまで信託に置かれる。合併後には、事業会社が実質的に公開され、SPACの株式は新たな企業の株式へ転換される。標的企業の特定、条件交渉、および、案件をクローズするための引受会社、弁護士および監査法人との交渉は、SPACのスポンサーの役目だ。

コンサルタント会社のマッキンゼーが9月に発表した調査によると、2015年から2019年にかけて、株式会社経営の経験がある経営陣に率いられたSPACが、そのような経営陣のいないSPACを、合併から1年間で約40%アウトパフォームした。調査の執筆者は、「経営者主導のSPACは、他のSPACと二つの点で異なっている。より効果的に特化しており、合併の成功に対してより大きな責任を負っている」と書いている。

金融機関の支援者と経験豊かな経営者の協力で最近成功した一例は、資本財に特化したゴールドマン・サックス・アクイジション・ホールディングスと、パーティブ・ホールディングス<VRT>の合併だ。ゴールドマン・サックス・アクイジションのCEO兼会長は、米複合企業ハネウェル・インターナショナル<HON>の最高経営責任者（CEO）を長く務めたデービッド・コート氏だった。同氏は買収後、パーティブのエグゼクティブ・チェアマンに就任した。同社の株価は、合併前と比較するとほぼ2倍になっている。

経営者の採用を最優先としたのはオムニチャネル・アクイジション<OCA>で、同SPACは2億ドルを調達し、消費者および小売店向けのテクノロジーを標的にしている。同SPACの取締役会とアドバイザーには、関連業界からの十数人の経営陣と起業家が含まれる。ドラゴニア・グロース・オポチュニティーズ<DGNR>、ドラゴニア・グロース・オポチュニティーズII<DGNS>、アルティメーター・グロース<AGC>、リビット・リープ<LAP>も、創業者や経営者が取締役に多いSPACだ。

SPACによる標的模索と交渉のプロセスにおいて、業界のインサイダーは大きな競争優位性になり得る。時価総額7億5000万ドルのSPACであるエイジャックスI<AJAX>は、ヘッジファンド・マネジャーのダニエル・オック氏とグレン・ファーマン氏が率いており、ソフトウェアおよびインターネット関連の標的、特に消費者とフィンテックに焦点を当てている。取締役には、インスタグラムの共同創業者であるケビン・シストロム氏、遺伝子解析ベンチャーの23アンドミーの共同創業者兼CEOのアン・ウォイッキ氏、金融決済会社スクエア<SQ>の共同創業者のジム・マッケルビー氏、ファストフード・チェーンのチポトレ・メキシカン・グリル<CMG>の創業者であるスティーブ・エルズ氏などが名を連ねている。

重要なのは、標的を見付け、資産査定（デューデリジェンス）を完了する能力だけではない。合併先を決定できるのは、SPACとの合併を模索する企業の創業者と株主である。何らかの志向を持つSPACの支援者は、同じ志向を持つ創業者とCEOを引き付ける。ノーザン・ジェネシス・アクイジション<NGA>は最近、ケベックに本社を置く、バッテリー駆動のバスやトラックのメーカーであるライオン・エレクトリックとの合併を発表した。SPACの取締役であり、再生可能エネルギーに焦点を当てる公益会社のアルゴンキン・パワー・アンド・ユーティリティーズ<AQN>の共同創業者兼元経営者のイアン・ロバートソン氏とクリストファー・ジャラット氏がライオン・エレクトリックの取締役会に加わる予定だ。

では、他の分野で有名な起業家は、SPACに何をもちたのだろうか？テクノロジー、メディアおよび通信に特化するフォレスト・ロード・アクイジション<FRX>の戦略的アドバイザーであるオニール氏は、スポーツおよび娯楽の面における専門知識を提供すると期待されている。ライアン氏は、エグゼクティブ・ネットワーク・パートナーリング<ENPC>の取締役会長を務める。

同SPACの目論見書には、「ライアン氏は企業の最上位レベルにおける深い関係の人脈を、当初のパートナー候補の特定支援に活用する予定だが、合併後の取引価値の向上にも寄与する」と書いてある。

宇宙飛行士、バスケットボールのスター選手、およびその他のセレブが最も注目を集めているが、投資家にとっての最良の賭けは引き続き、標的とする業界における経験豊富な経営陣と投資家を持つSPACのチームである。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

4. ブラックロック社長、株式市場の見通しを語る - BlackRock's President on the Outlook for Stocks [インタビュー] 豊富なETFの利用方法

■ 今後も株価上昇続く



Photograph by Justin Kaneps

ブラックロック<BLK>のロブ・カピート社長は、社交的で活力にあふれたラリー・フィンク最高経営責任者（CEO）とは対照的にあまり目立たない。しかし、世界最大の資産運用会社の中でカピート氏は、上場投資信託（ETF）のiシェアーズのシリーズやアクティブ運用ファンド、さらにリスク管理システムの「アラジン」を含む主要な事業を監督する中枢を担っている。カピート氏とフィンク氏は1980年代にファースト・ボストンで出会い、1988年にブラックストーン・グループに入社した後にブラックロックを設立し、1992年にスピノフされた。その後のことは言うには及ばないだろう。

本誌：現在の市場をけん引している要因は何か？

カピート氏：今回の危機以前を見ると、企業の保有する現金および現金同等物は過去最高で、企業は長年自社株買いや増配を続ける一方、新規株式公開（IPO）の件数は減っていた。債券の利回り低下で誰もが利回りを求めていた。このようなニーズがプライベートクレジットやオルタナティブ、大型で配当利回りの高い銘柄へと多くの人を駆り立ててきた。各国の中央銀行は市場をけん引するのに十分な資金を供給してきた。短期的投資で1%未満しか得られないというのは非常に大変なことだ。退職後の生活設計という点で大きな違いが出る。人々が利回りを求めてリスクプロファイルの異なる資産を組み合わせるバーベル型のポートフォリオを求め始めるとわれわれは考え、大規模なオルタナティブ事業と株式事業を築いた。

Q：ということは、株価は上昇し続ける見通しか？

A：株価は上昇し続けると考えている。焦点が当たる3分野は、第一に、ハイテク、人工知能（AI）、データ、5Gなどの「絶対保有すべき」分野、第二に、バイオテクノロジーやヘルスケアなど「保有した方が良い」分野、第三に、旅行、レジャーなど「あるとうれしい」分野だ。3分野に資産を配分した株式のポートフォリオは債券など他の資産クラスをアウトパフォームできるだろう。

Q：債券をポートフォリオに加えなければならない場合もあるが、どんな選択肢があるか？

A：プライベートクレジットに投資機会があり、先に挙げた三つの分野に配分すると良い。また、現在の低金利環境で引き続き好調が見込まれるプライベートエクイティも投資機会だ。今や多くの企業が非上場にとどまることを検討している。インフラ投資なども債券の代替投資として良い実績を上げている。

■ 退職後の生活設計は重要

Q：民主党の新政権誕生で何が起きると予想するか？

A：バイデン政権はインフラや退職後の生活を重視するだろう。これらはブラックロックやクライアントにとって非常に重要な優先事項だ。これらの分野に進展があればクライアントやもっと広く米国人や退職者にも機会が到来する。人口が高齢化する中、退職後の生活は今や世界が直面する最大の問題だ。生涯懸命に働くのは尊厳ある引退後の生活を可能にするためではないか。人々が投資を求め、投資方法や投資先を知る必要があるという傾向はコロナ禍の中でも加速する一方だ。多くの人は退職後への備えが全くできていない。多くの人は引退後も何らかの形で働かざるを得ないと考えており、「キャリアのアンコール」と呼ぶ。目先のことに追われて退職後の計画を先延ばしにする人が多過ぎる。将来のための投資を将来実行するなんてことはあり得ない。投資を早期に始めた人は即効的な恩恵を受ける。ちょうど運動が短期的にも長期的にも効果があるように、退職後の計画に焦点を当てることでストレスを軽減し、全体的な幸福度が増すため心理的效果はすぐに得られる。そのため、人々が関心を持ち、お金を貯めるよう仕向ける商品を開発するようにしている。過去8カ月間は政府の施策や消費の減少で多くの銀行口座は残高が増えたと思う。

■ ブラックロックはさまざまな投資機会を提供

Q：ブラックロックはiシェアーズで知られる世界最大のETF会社だが、アクティブ運用ファンドも2兆ドル以上あり、第3四半期のパフォーマンスは好調だった。現在の資産運用業界でアクティブの役割とは？

A：われわれの目標は、クライアントとの約束を守ることだ。パフォーマンスを求められている。恐らく、資産配分がリターン90%以上を決定すると思う。アルファを求めるマネジャーは重要な差別化の役割がある。株式市場で目標を確実に達成するにはアルファが必要だ。公開市場はますます効率的になり、アクティブ運用マネジャーは差別化されたアルファのソースを発見する必要がある。分析やリスク管理のためにアラジンへの多額の投資を行ったのはそのためで、さらにクオンツの能力にも多額の投資を実行した。また、クライアントのための非公開市場もアルファの重要な構成要素だ。

内部的成長と買収の両方で、実物資産、プライベートクレジット、プライベートエクイティ、ヘッジファンドなどのオルタナティブ投資の1800億ドル規模のプラットフォームを過去10年で築いてきた。当社の資本市場チームは、クライアントにユニークな取引機会へのアクセスを提供している。同チームは、公開市場だけでなく私募の機会にも投資してきた。われわれのアクティブ運用株式や課税対象債券のファンド資産の80%以上はベンチマークや同種ファンドの中央値を上回っている。3～5年ベースで、われわれのヘルスサイエンスや米国グロースは上位25%、ハイテクファンドは上位10%にランクされる。アクティブ株式運用ファンドは6四半期連続純流入で、過去12カ月で220億ドルの資金が流入した。従って、アクティブは重要だ。パッシブは、資産配分をアクティブに管理するために利用できる。

Q：非公開市場は個人投資家にとっても役立つか？

A：私の目標は、オルタナティブをオルタナティブでなくすることだ。現在の金利環境では、大半のクライアントはオルタナティブへの配分を増やす必要に迫られている。富裕層のポートフォリオ

におけるオルタナティブへの配分は現在2~4%程度だが、この比率を今後数年間で20%程度に高める必要がある。3年前に当社は、ファイナンシャルアドバイザーやそのクライアント向けにリキッド・オルタナティブへのアクセスを容易にする会社に投資した。ソーシングこそ重要な差別化要因だ。テクノロジーやリスク管理機能を駆使し、リスクを意識した適切なポートフォリオを組めるようにする必要がある。

Q：キャリアのスタートは債券担当だったが、当時に債券ETFがあれば利用しただろうか？

A：債券ETFは債券市場に透明性や流動性をもたらしている。債券ETFが金融危機をはじめ緩和縮小に伴う混乱やその他のボラティリティが高まるさまざまな時期を乗り越えてきたことは忘れ去られがちだ。債券ETFは今年、かつてなかった試練を受けた。組み入れられた債券の市場取引がフリーズした中、ETFは取引できたため、価格発見の場を提供した。ますます多くのアクティブ運用マネジャーや保険会社、政府系ファンドなどが債券ETFをさまざまな目的で利用している。ETF一つで済むというのに、社債やモーゲージを何千行も個別に記載することは考えにくい。資産配分においても債券ETFが利用される。新規の投資機会のマネジャーを探して時間を費やしているうちに機会を逃すこともあるため、まずETFを買えば良い。

Q：今やブラックロックは資産運用業界の中で圧倒的な存在だ。大きすぎてつぶせない会社か？

A：その言葉の使い方には賛成しかねる。共和党も民主党も資産運用会社はシステム上重要な金融機関ではないという点で合意している。金融機関や年金基金、個人の代理として活動しており、われわれが守らなければならない具体的なガイドラインは相手が決めているため、任意で運用するヘッジファンドでもない。

Q：あなた個人のポートフォリオでは何を保有しているか？

A：ブラックロックの株式と、連邦・州・市の税金が免除されるニューヨーク市債を保有している。ワクチン関連銘柄を含めたヘルスケア銘柄も数社保有している。長期的にそういう会社が素晴らしい投資になるかは定かでないが、治療法を提供するための研究をしている会社に参加したい。大手銀行も数銘柄保有している。この2~3年さまざまな理由で見過ごされていたが、機会があると私は考えている。

By Leslie P. Norton
(Source: Dow Jones)

5.

IPO銘柄の賑わいと株価調整の組み合わせは悪くない - Soaring IPOs Can't

[米国株式市場]

Lift the Market. Why That's Good News.

ボラティリティ低下なら資金流入期待

■ IPO株の急騰

Dow Jones Industrial Average



Source: FactSet

株式市場で新規株式公開（IPO）の銘柄が活況となっている状況は、ハイテクバブルとその後の株価急落の記憶を蘇らせつつある。だが、そうした懸念は誇張されている。

確かに、IPO市場のミニバブルといえる状況は気になるところだ。取引初日にIPO価格の2倍以上を付けた銘柄は、2020年は19銘柄に上り、ドットコムバブルのピークだった2000年以降で最も多くなっている。食事宅配のドアダッシュ<DASH>は初日に86%の上昇（2倍ではないが）となり、民泊仲介大手のエアビーアンドビー<ABNB>は113%急騰して、魅力的な銘柄がただの割高なハイテク株へと変わってしまった。

ドアダッシュやエアビーアンドビー、もしくは人工知能（AI）を使ったソフトウェアを提供するシースリーイーアイ（C3.ai）<AI>を幸運にもIPO価格で取得した投資家であれば、注目のIPOに目が行き過ぎて自身のポートフォリ

オが値下がりした事実を簡単に見逃すところだっただろう。先週、ダウ工業株30種平均は2週連続の上昇の後に0.6%の下落となり、3万0046.37ドルで引けた。S&P500指数は1.0%下落して3663.46となり、ナスダック総合指数は0.7%安の1万2377.87で引けた。小型株のラッセル2000指数は続伸して1.0%高の1911.70で週末を迎えた。

■ 懸念材料とボラティリティ低下

確かに強気を保つのは難しくなってきた。経済指標は明らかに軟調なトーンになっている。12月5日に終了した週の新規失業保険申請件数は83.5万件で前週の71.6万件から急増し、11月の消費者物価指数は予想を上回る0.2%の上昇だったものの、生産者物価指数は予想を下回った。

政治的な懸念は消えそうになく、米国政府の資金調達や景気刺激策の交渉に関するニュースが株式市場に影響しやすくなっている。さらに、ウォール街ではジョージア州の上院決選投票をめぐる懸念がささやかれており、エバーコアISIのストラテジストであるデニス・デブッシュェール氏は「市場の状況を一変させるようなイベント」と見られ始めていると書いている。特にヘッジファンドにとっては、これが株式のポジションを軽くするための絶好の理由になっていると指摘する。

ボラティリティの上昇はシカゴ・オプション取引所

（CBOE）のボラティリティ指数（VIX指数）に反映され、VIX指数は20.79から24.66に上昇した。

S&P 500 Index



Source: FactSet

長期平均が19前後であることからすると確かに高い水準だが、今年3月に付けた過去最高の85.47をはるかに下回っている。JPモルガンのストラテジストであるマルコ・コロノビッチ氏は、一時的には上昇するがボラティリティの低下が続くと予想しており、その要因として新型コロナウイルス危機からの回復、予想外の動きが先週見られたものの金融・財政面での支援継続、および超低金利を挙げる。同氏の見通し通りであれば、VIX指数の年間平均値は2020年の28から2021年は17まで下落する可能性がある。

コロノビッチ氏は、ボラティリティの低下が株式の上昇を後押しする可能性があると説明する。例えば、商品投資顧問（CTA）を含めた多くのヘッジファンドは、どの程度のリスクを取るかを定めるためにボラティリティを利用しており、ボラティリティが低下すると株式のポジションを増やす傾向があるという。同氏は、VIX指数が過去の平均値に戻れば、約5500億ドルの株式購入につながると推計している。

「ボラティリティの低下は正のフィードバック・ループを生み、システムティックなヘッジファンド戦略や裁量的なヘッジファンド戦略が株式への資金配分を増加させる。企業による自社株買いがさらに増えれば、こうした資金流入が株式の供給を上回り、株式市場の上昇につながるだろう」と同氏は書いている。

■ 必要だったスピード調整

NASDAQ Composite Index



Source: FactSet

IPOに話を戻すと、ビスポーク・インベストメント・グループによると、IPO件数が大幅に増加する中、初日の値上がり状況は数十年ぶりの高さになっているという。それでも、ドットコムバブル時の350%前後の上昇よりも小さい。過去20年間のビスポークのデータによると、取引初日にIPO価格の2倍に上昇した銘柄は1カ月ほど好調が続くものの、その後勢いを失い、1年後も上昇していたのはわずか55%の銘柄だったという。「一般的に『根拠なき熱狂』という主張にはやや懐疑的だが、IPO銘柄の動きにはバブルの兆候が見え始めている」とビスポークは指摘している。

過去10年間、ミニバブルは株式市場に顕著な特徴として多くの局面で見られた。マリファナ株やビットコイン、さらにはハーツ・グローバル・ホールディングス<HTZGQ>やJCペニー<JCPNQ>のような倒産企業でも、バブルが膨らんだり破裂したりするのが見られた。それでも株式市場は、投機的な熱狂をなんとか回避し、上昇を続けている。

少なくとも、先週の上昇一服は株式市場にとって良かったようだ。ここ数週間で株式市場は少し買われ過ぎの状況が見え始めていたことから、2021年に向けた期待を設定し直すためには調整が必要だったと思われる。インスティテットのフランク・カッペレリ氏は、「S&P500指数が3700を上抜けたことで盛り上がったが、次の上昇トレンドの足場が整うまで、同指数はボックス圏で推移する可能性がある」と書いている。

猛ダッシュでゴールに駆け込むよりも、ゆっくりと着実に上昇したほうが良いということだ。

By Ben Levisohn

(Source: Dow Jones)

6.

スターバックスとディズニーが強気の成長見通し - Starbucks and Disney

[一般消費財]

Can Still Offer Investors Growth

5カ年、10カ年目標を発表

■ スタバ株価、コロナ危機でも19%上昇



Angus Mordant/Bloomberg

コーヒーチェーン大手スターバックス<SBUX>とウォルト・ディズニー<DIS>は先週、それぞれ野心的な目標を発表した。昔ながらの大企業がまだ成長すると聞いた投資家は活気づき、発表の翌日、スターバックスの株価は5%、ディズニーの株価は13%上昇した。

スターバックスは、2030年9月期までに店舗数を3万3000店から5万5000店に拡大するという計画を打ち立てた。計画では、米国内の店舗数は年3%程度の増加にとどまるが、国外市場、特に中国では10%台前半の成長率で急速に拡大する。

米国外で展開する新店舗の多くはライセンス契約に基づく営業となる。自社所有の店舗よりも利益率が高く、投下資本利益率（ROIC）も順調に上昇するという。スターバックスは、営業利益率を20%近くへ上昇させ、ROICを30%近くに引き上げ、1株当たり利益（EPS）を10%以上成長させる「10-20-30シナリオ」を2024年度までに実現させるというが、これは同社の直近の業績を大きく上回っている。先が見通せるわけではないが、経営陣は到達できる可能性ありと考えているのだろう。

スターバックスの株価は今年に入って19%上昇し、現在、今年度の予想株価収益率（PER）は37倍となっている。同社の成長は新型コロナウイルス危機で一旦中断したものの、ケビン・ジョンソン最高経営責任者（CEO）はパンデミック（世界的流行）後の生活の中で「スターバックスが人と人とのつながりを通じて社会に癒し（いやし）をもたらす力になると信じている」と楽観的であった。

■ ディズニー、契約者数でNetflixに迫る

ディズニーは、同社が行う配信サービスについて3時間以上にわたり投資家に説明を行った。ディズニー+（プラス）とESPN+（プラス）の契約者数が、早くも同社の2024年度予想の上限近くに達したと発表し、同社に強気な投資家をも驚かせた。

5カ年計画を1年で達成すると、残りの4年はどうするのか。ディズニーは、ディズニー+、ESPN+、フールーという同社の3大ストリーミングブランドの契約者数を、現在の1億3700万人から2024年度までに世界で3億~3億5000万人に増やすと発表した。競合のNetflix<NFLX>の契約者数は1億9500万人である。

また、ディズニーは配信料金を引き上げた。契約者数の急増と料金引き上げは、同社の配信サービスが予想されていた2024年度より前倒して黒字化する可能性があるということだが、ガイダンスは据え置かれた。2024年度だけで140億~160億ドルに上るコンテンツ向け的大幅な支出を可能にす

るためだ。同社は、今後数年間のうちに、マーベルと『スター・ウォーズ』からそれぞれ10本ずつ新シリーズを配信する予定だという。同社のディズニーとピクサーのスタジオは合わせて10シリーズと15本の映画を配信する。ショービジネスにおけるディズニーの存在感の大きさがうかがえる。

映画館での上映を待ちわびる筆者のような人に向けて、ディズニーは配給に柔軟性を持たせ、配信に先駆けて劇場公開する可能性もあると述べた。一方で、クリスマスにディズニー+で配信されるピクサーの『ソウルフル・ワールド』などは、もとは劇場公開予定だった作品である。

ディズニーは、同社の配信サービスからの損失は今年がピークだと言う。テーマパークへの入場者数が新型コロナウイルスで制限されているため、今年の同社全体のEPS予想は低い、それでもプラスとなっている。

バンク・オブ・アメリカは投資家向けレポートで、ディズニーの株価が2023年度予想PER23倍となっていると強調した。

これは、ディズニーのこれまでのPERを大きく上回るが、Netflixと比べれば割安である。ハリウッド映画のどんでん返しのように、ディズニーは今や契約者数でNetflixに追いつきそうだ。

■ マイナス利回りの債券かリスクを取って株か

話は変わるが、融資をしながら金利も支払いたいと言う人には選択肢が増えると言う朗報が届いた。スペイン、ポルトガル、イタリアが最近、いずれも初めてのマイナス利回りの国債を発行した。

だがインカム投資は収入を生むはずだと主張する古風な投資家はどうするべきだろう。

UBSのストラテジストは新興国市場に注目している。新興国市場のソブリン債の利回りは市場全体で4%を上回り、「リスクを補って余りある」と言う。上場投資信託(ETF)としてはインベスコ新興国市場ソブリン債<PCY>がある。ストラテジストは、クロスオーバーゾーン債の利回りにも注目と書いているが、これは投資適格債とジャンク債の境目にある債券の別名だ。

他にも、配当利回りが比較的高い株がある。クレディ・スイスのチーフ・エクイティ・ストラテジストであるジョナサン・ゴラブ氏は顧客向けメモで、過去10年間平均して、これらの銘柄の自己資本利益率(ROE)が低下し、売上高成長が鈍化し、レバレッジとボラティリティが上昇していることが問題だと書く。

同氏のチームは最近、配当利回りが十分でファンダメンタルズの良い企業をスクリーニングした。同リストには、半導体メーカーのブロードコム<AVGO>(配当利回り3.2%)、製薬会社の Bristol-Myers Squibb<BMY>(同3%)、医薬品・ヘルスケアのジョンソン・エンド・ジョンソン(J&J)<JNJ>(同2.6%)、化学メーカー大手の3M<MMM>(同3.4%)、飲料大手ペプシコ<PEP>(同2.8%)、玩具メーカーのハズブロ<HAS>(同3.1%)、たばこ製造・販売のフィリップ・モリス・インターナショナル<PM>(同5.7%)などが含まれる。

もちろん株式は債券ほど安全ではない。同氏の顧客向けメモのタイトルは「壊れた世界で機会を探る」となっている。

満期まで保有して確実に損をする安全な債券と、長期的に保有すれば儲かるかもしれないリスクの

高い株式をどう比較すればいいのか、筆者には分からない。この分析に関して、筆者はクロスオーバーゾーンにいる。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

7. IPOに沸いた1週間を振り返る - 9 Lessons After a Crazy Week for IPOs 今後も活発化と予想、投資家リスクは高まる

[ハイテク]

■ 企業価値が飛躍的に増大



Courtesy of NYSE

先週初め、新規株式公開（IPO）前のドアダッシュ〈DASH〉とエアビーアンドビー〈ABNB〉の評価額は合わせて340億ドルだった。先週末、上場企業となった両社の時価総額は合わせて1700億ドル弱となった。先週の両社のIPOは、新型コロナウイルスによってもたらされた経済と金融市場の根本的な変化を物語っている。

以下、この歴史的な1週間が示唆するIPOに関する知見をまとめた。

■ 成長そのものが新たな価値に

投資家は成長を追い求めており、そのためならコストを惜しまない。クラウドによるデータウェアハウス事業を手掛けるスノーフレーク〈SNOW〉の年間増収率は100%と、もはや持続困難なペースである。今年9月にIPOを果たして以降、同社の株価は3倍に上昇し、2021年予想株価売上高倍率（PSR）は100倍と正当化が難しい水準に達している。

筆者は最近、同社のフランク・スロートマン最高経営責任者（CEO）に、膨れ上がった同社のバリュエーション評価について尋ねた。同氏の答えは、「株式には、投資家が支払いたいと思う価値しかない。そうした価値以外に株価に含まれるものは、単なる娯楽性と憶測である」というものだった。

■ 公開価格予想は推測にすぎない

ウォール街は、新規発行株式に価格を付けるための能力を今でも十分に持ち合わせいない（あるいはそうしようとしていない）。ドアダッシュの場合、当初は1株当たり75～85ドルで公開されると予想されていたが、公開価格は102ドルに決まった。初値は182ドルとなり、時価総額は700億ドルとなった。同社は公募に応じた投資家に総額300億ドルのリターンをもたらしたことになる。

エアビーの場合、公開価格は当初44～50ドルと予想されていたが、実際は68ドルで公募され、初値は142ドルだった。取引初日の終値は144.71ドルで、時価総額は1000億ドルとなり、公募に応じた投資家に総額500億ドルを超えるリターンをもたらした。

人工知能（AI）ソフトウェア会社のC3.ai（AI）のIPOは、規模はより小さいがやはり注目に値する。

公開価格は当初、約30～34ドルと予想されていたが、最終的には42ドルとなった。初値は100ドル、先週の終値は約120ドル。先週末時点の時価総額は130億ドルだ。

ドアダッシュとエアビーのIPOでは、取引初日の急激な株価上昇を避けるために新しい入札プロセスが採用されたが、うまく機能しなかったことになる。IPO市場を研究するフロリダ大学のジェイ・リッター教授によると、これら2社の取引初日の時価総額の上げ幅は、歴代上位5社に入る。

■ ソフトバンクGにとっても良い一週間

ソフトバンク・ビジョン・ファンドはIPOを果たす前のドアダッシュに20億ドルを出資していた。現在の持ち分の評価額は120億ドルだ。親会社のソフトバンクグループ<9984>の株価は今では20年ぶりの高値を付けている。ソフトバンクグループはわずか1年あまり前、不透明な情報開示によってIPOを撤回したシェアオフィス大手、ウィークワークの最大株主としての役割から退き、この一件で2019年のIPO市場は閉鎖状態となった。この1年に起きた変化は実に大きい。

ベンチャーキャピタルのセコイア・キャピタルはエアビーの最大株主であり、その持ち分は現時点で117億ドルに相当する。また、セコイアはドアダッシュの2番目の大株主であり、持ち分の評価額は現在96億ドルだ。セコイアのパートナーであるアルフレッド・リン氏は両社の取締役を務めている。同氏は本誌とのインタビューで、セコイアは2013年に、スタートアップ企業にとっての資金調達となる、ドアダッシュへのシード投資を行ったと明かしている。

■ 強気派はバリュエーションを気にしない

リン氏は「私がある時点でのバリュエーションについて考えることはないし、これらの企業の創業者がバリュエーションについて考えるとは思わない。われわれは成長のベクトルがどこにあるのか、どうやって成功を収め、顧客のメリットを増大し続けるのかを考えている」と指摘する。

同氏はドアダッシュについて、「同社は料理宅配市場で50%のシェアを持つ支配的なリーダーだ。地域経済と地域のレストランに力を与えるビジョンを実現すれば、対象市場は驚くほど広がる可能性がある」と言う。さらにエアビーについては、「旅行業界は巨大であり、旅行と体験が含まれる。旅行産業を開放された不動産だと捉えれば、もう一つの巨大な対象市場が広がっていると見ることもできる」と語る。

■ 活発なIPOは今後も続く

調査会社CBインサイトによると、ユニコーン（企業価値が10億ドルを超える非上場のベンチャー企業）は500社を超える。その中には、支払いプラットフォームのストライプ、食料品配達サービスのインスタカート、韓国の電子商取引大手クーパン、株式取引プラットフォームのロビンフッドなど、投資家が殺到すると予想される企業が含まれている。

インスティテューショナル・ベンチャー・パートナーズのゼネラルパートナー、サンディ・ミラー氏は、「現在、ベンチャーキャピタルによる投資回収は黄金時代を迎えている。IPO市場は非常に健全であり、M&A（合併・買収）市場は巨大だ。さまざまな企業がIPOの準備を進めており、供給量は多く、需要は旺盛だ」と楽観的だ。

だが、変わらない事実が一つある。それは、ドアダッシュとエアビーの株式がIPOの前よりも割高になっており、今や株価は予想できないものとなっている。買い手は注意すべきだ。

By Eric J. Savitz

(Source: Dow Jones)

8. ドットコム・バブル再来の様相、問題は終わり方 - From Airbnb to Tesla, It's Starting to Feel Like 1999 過熱気味のIPO市場

[IPO]

■ 今回は違う？



Courtesy of Nasdaq

今回は違うのかもしれない。大いに期待された先週の新規株式公開（IPO）市場の熱狂的な盛り上がりを見て、投資の世界で口にするのは最も危険だと言われているこの言葉が頭に浮かんできた。

この状況は、20世紀末、ドットコム企業（インターネットビジネスを展開するベンチャー企業）に対する投資家の熱気が異様に高まり、利益、売り上げ、場合によっては実際の事業までも欠いていた新規上場株の株価が急騰した、荒っぽいIPO市場を思い起こさせる。暦が2000年に切り替わり、コンピューターシステムの誤作動が起こるのではないかと懸念された2000年問題（Y2K）で世界

が大混乱に陥ることはなかったが、株式市場のバブルははじけた。ナスダック総合指数は2000年3月に最高値を更新したが、その当時はバブルがはじけたことを知る由もなかった。

当時と異なるのは、今回のIPOブームの中心が、未公開株市場の投資家によって既に育成され大きくなった革新的な企業であり、大勢の熱狂的支持者を引き付けていることだ。料理宅配のドアダッシュ<DASH>と民泊サイトを運営するエアビーアンドビー<ABNB>のIPOに投資家の需要が殺到し、上場初日はそれぞれ公募・売り出し価格の86%高と113%高となった。

余談だが、ヨーロッパの電力関連多国籍企業であるABB<ABB>のティッカーがエアビーのティッカーと混同され、ABBのコールオプションが猛烈に買われたそう。IPOが過熱して銘柄を間違えたケースは過去にもあった。ウェブ会議システムを提供するズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>は巣ごもり生活の恩恵を受けた今年の勝ち組銘柄の一つだが、同社の2019年のIPOに当たって、投資家が誤って投機的安物株のズーム・テクノロジーズ<ZTNO>を追いかけてしまったことがある。

■ IPO企業のバリュエーションは極めて高い

ドットコム・バブル時代をほうふつとさせるのは、最近のIPOで企業が享受しているバリュエーションだ。先々週、同僚のアンドリュー・バリーはエアビーのIPOのプレビューで、ニューヨーク大学教授でハイテク起業家のスコット・ギャロウェイ氏が2022年末までにエアビーの市場価値は1000億ドルになるという強気な予測をしていると述べていた。ところが、先週木曜日の初日の取引終了時のエアビーの時価総額はギャロウェイ氏の突飛とも思われた予測を大幅に上回り、わずか1週間前に予測されていた水準の3倍となった。

もう一つの急騰例として、先月、スタンダード・アンド・プアーズ（S&P）が電気自動車（EV）メーカーのテスラ<TSLA>をS&P500指数に組み入れることを発表して以来、同社の株価は50%以上

上昇している。これから思い出されるのは、当時の支配的なインターネット検索会社であったヤフー株がS&P500指数に組み入れられる前の1999年12月に、64%急騰したことだ。その数カ月後にナスダック総合指数がピークを打った。

S&P500指数のインデックスファンドや指数連動のポートフォリオは、株式の価値にかかわらずにテスラを買うことになる。しかし、何も疑わずに市場の標準に従って指数通り買うことは、インデックス投資の信条、つまり、効率的な市場は買い手と売り手の合理的な評価に基づいて証券の価値を導き出すという考えに背くものだ。グラント・インタレスト・レート・オブザーバーのジム・グラント氏は、「テスラ最高経営責任者（CEO）のイーロン・マスク氏が自動運転を実現するかどうかは別にして、私たちは自動投資に近づいている」と指摘している。

それが事実だとしても、S&P500指数が米国株式市場全体を代表するものではないことを示すデータもある。例えば、投資リサーチ会社のモーニングスターのデータによると、バンガード500インデックスファンド<VFIAX>の先週水曜日までの年初来上昇率は15.64%であり、バンガード・トータル・ストック・マーケット・インデックス・ファンド<VTSAX>の17.8%を大幅にアンダーパフォームしている。過去12カ月間ではそれぞれ17.41%と19.14%だ。

■ 違った終わり方をするのか

マスク氏はウォール・ストリート・ジャーナル紙で先週、米国企業は財務情報を重視し過ぎているとして、「アメリカのMBA化」を批判した。テスラが最近発表した50億ドルの株式売却や今年3度のエクイティ・ファイナンスによる総額120億ドルの資金調達に見られる同社の巧みな金融工学手法を踏まえると、これは皮肉なことだ。

テスラがS&P500指数の中に組み入れられたのは、そのための必要要件である4四半期連続の黒字決算を受けてのことだが、ボンド・アングルのリサーチレーターを執筆しているビッキー・ブライアン氏は、「（4四半期連続の黒字決算は）エネルギー関連の排出枠クレジットの販売の他、非現金勘定および特別損益勘定で処理される項目など、全て本業ではない要因に起因する」と指摘する。

これらの要因により、9月30日までの4四半期に計上されたフリーキャッシュフローは16億ドル増の19億3000万ドルとなったが、ソーラー設備のための設備投資1億ドルとリース調達による11億ドルの設備投資は無視されている。これら全てを考慮すると、実際には8億ドル以上の現金を消費したことになる、と同氏は結論づけている。

ブライアン氏は、9月30日現在の現金が前年同期比91億8000万ドル増の145億3000万ドルとなったのは、15億ドルの純借入と77億ドルの株式および株式等価物の売却によるものだ、と付け加えている。インデックス効果によって増幅された熱気に満ちた株式市場は、マスク氏のマジックを継続させるために安価な資本を提供している。

これがドットコム時代とは今回異なる点だ。私たちの働き方や生活様式を変えてくれる高成長企業が調達できる資金は無限にあるかのようだ。問題は、それがドットコム時代とは違った終わり方をするかどうかだ。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

9.

テスラのS&P500指数採用が投資家にもたらす不都合 - Tesla Is Joining the S&P 500. Why This Could Be a Problem for Many Investors
インデックスファンド、アクティブファンドに大きな影響

[ファンド]

■ インデックスファンドのバランス調整で巨額の需要



Spencer Platt/Getty Images

記憶に残る2020年が終わる前の最後になりそうな、少なくとも最後であって欲しい株式市場の重大なイベントは、電気自動車（EV）メーカー大手のテスラ〈TSLA〉がS&P500指数に加わることだろう。テスラは、運用のベンチマークに広く採用されている同指数の中で採用時の時価総額がこれまでで最も大きく、今の構成銘柄のなかで8番目に大

きい銘柄になる。このことは、パッシブ、アクティブ共に、ベンチマークであるS&P500指数に連動する巨額のファンドに大きなインパクトを与えそうだ。

まず、インデックスファンドのうち、S&P500指数連動型ファンドは5兆4000億ドルあり、運用資産6200億ドルのバンガード500インデックス・ファンド〈VFINX〉や、運用資産3220億ドルの上場投資信託（ETF）のSPDR S&P 500 ETF〈SPY〉が含まれる。12月21日月曜日にテスラが採用されれば、構成銘柄のバランス調整と採用銘柄変更を反映するために、こうしたファンドは数千万株のテスラ株を買う一方、他の銘柄を売る必要がある。

12月8日の引け値でテスラの売買可能な時価総額は4920億ドルであり、S&P500指数全体の時価総額の1.5%に相当する。換算するとインデックスファンドが買う必要があるテスラ株が推計810億ドルであることを意味し、テスラの浮動株の17%に相当し、また11月の1日当たり平均売買金額の3倍を超える。この買いの全てが直ちに発生する訳ではない。ほとんどのファンドは、採用銘柄の変更に先立って買い始めたり、変更後も買い続けることが可能であるため、銘柄の入れ替えが完全に終了するには、数カ月を要する可能性がある。

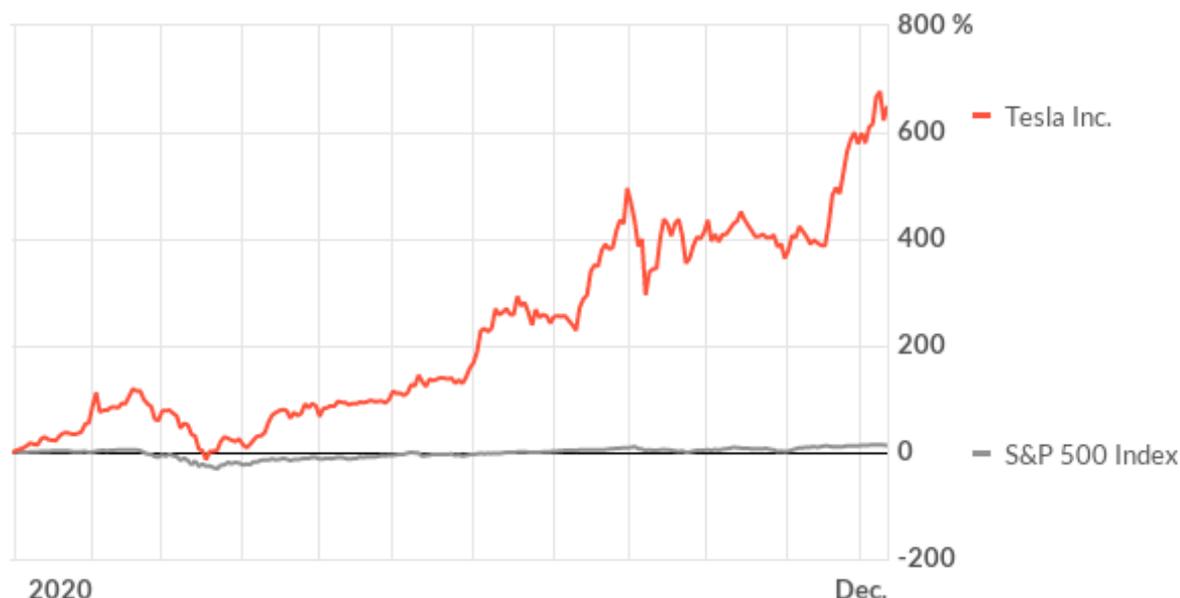
12月18日金曜日の引け後のバランス調整の際に、テスラ株の必要購入額はさらに増える可能性もある。トレーダーは、インデックスファンドにより高い価格で売りつけることを期待して、バランス調整に先行してテスラ株を買い漁ってきた。テスラの株価は、採用銘柄を決めるS&P500指数委員会がテスラの採用を発表して以来、59%上昇している。

■ 大型株の集中度上昇でボラティリティ高まる

Tesla revs up

Tesla shares have zoomed higher in 2020 ahead of its S&P debut

Tesla's year-to-date return against the S&P 500's



As of Dec. 10, 5:05 p.m. ET
Source: FactSet

S&P500指数連動型インデックスファンドに多額の資金を投資する多くの米国人にとっては、必ずしも明るい話ではない。S&P500指数は過去20年で見ても、上位大型株のウエートが既に最も大きい状態にある。時価総額上位5銘柄が全体の23%近くを占め、上位10銘柄では28%を超える。テスラが加わることで上位銘柄の集中度はさらに高まり、ボラティリティは高まる。テスラの株価は年初来667%上昇しており、今までと同じ勢いで上昇することはありそうにない。テスラを弱気に見る人々は、とてつもないバリュエーションに警鐘を鳴らしてきた。来年の予想利益に基づく株価収益率（PER）は161倍以上だが、わずか5四半期連続黒字決算の実績しかない。多少なりとも弱気派が正しいとすれば、インデックス投資家は割高過ぎる株を買わされ、バブルが弾ければ貧乏くじを引くことになりかねない。単純にテスラの株価が2020年初めの水準まで約87%下落すれば、S&P500指数全体を1.3%も引き下げ、潜在的には他の株価モメンタムにも影響するだろう。

S&P500指数は、テスラを採用する最後の指数になりそうだ。ダウ工業株30種平均（NYダウ）にテスラは採用されていないものの、採用されていればインパクトはもっと大きかっただろう。テスラは1年前にS&P500指数の時価総額基準を満たしたが、4四半期連続黒字決算を発表した今年7月に適格となったばかりである。ラッセル1000指数やウィルシャー5000指数など利益基準がない指数には、長い間テスラが採用されてきた。S&P500指数のテスラ採用で、同社を敬遠するインデックス投資家は、逃げ場を一つ失うことになる。

■ 決断を迫られるアクティブファンド

影響を受けるのは、インデックスファンドだけではない。運用資産で6兆7000億ドルのアクティブ運用ファンドが、パフォーマンスのベンチマークとしてS&P500指数を使う。「アクティブ運用ファンドの中には、テスラ株の保有がS&P500指数に対する秘密兵器だったファンドがある。指数を上

回るパフォーマンスを維持するための一つの手段になっていた」と、投資助言会社アドバイザー・インベストメンツで調査部門を率いるジェフ・デマーゾ氏は語る。現在、そうしたアドバンテージは縮小した。

一方、テスラ株の保有を避けてきた弱気派は、同社がベンチマークに採用されたため、テスラ株のポジションを考え直す必要があるだろう。テスラ株を過小に保有するアクティブファンドは、テスラの株価が上昇を続けるなら、パフォーマンスが市場平均を下回るように見えるだろう。既に毎年数十億ドルの資金がインデックスファンドに流出しているアクティブ運用側にとって好ましくない。「以前は、テスラを買わないでも安心していられたが、今は指数に合わせるかという点で重大な決断を下す必要があるかもしれない」とデマーゾ氏は語る。

ゴールドマン・サックスのアナリストは、189本の大型株ミューチュアルファンドのファンドマネジャーを調査し、このうちの運用資産が約5000億ドルにのぼる157本が9月30日時点でテスラ株を全く保有していないことを発見した。S&P500指数をベンチマークとする全てのアクティブファンドにこの比率を当てはめれば、少数のアクティブファンドマネジャーがテスラ株のエクスポージャーをS&P500指数と同じにすると決めるだけで、新たに膨大な買いの需要が生まれる。

S&P500指数のバランス調整を越えてテスラの株価上昇が続くのであれば、テスラ株の組み入れ比率が最大であるファンドが最も恩恵を享受する。最新の発表では、運用資産が59億ドルのバロン・パートナーズ・ファンド<BPTRX>と運用資産5億6800万ドルのバロン・フォーカスト・グロース・ファンド<BFGFX>は、テスラ株の組み入れ比率が各々43%、40%と半分近くを占める。他にも多くのファンドで組み入れ比率が高い。運用資産1億500万ドルのiシェアーズ米国消費財ETF<IYK>、運用資産7700万ドルのSPDRNYSEテクノロジーETF<XNTK>、運用資産12億ドルのアーキ・オートノマス・テクノロジー&ロボティクスETF<ARKQ>、運用資産額7億1200万ドルのAIGフォーカスト・グロース・ファンド<FOCAX>、運用資産9100万ドルのベイリー・ギフォード米国エクイティ・グロース・ファンド (BGGKX) は、10~15%を組み入れている。

忘れてならないのは、高性能の自動車と同じように、株価もいつでも急反転できることである。

By Evie Liu
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - Iconic Rock Songs Are Suddenly Hot Commodities ロック音楽が突如として注目の投資対象に

[経済関連スケジュール]

■ 音楽著作権のロイヤルティは安定的な収益源



Illustration by Elias Stein

先日、伝説のミュージシャンでノーベル賞作家でもあるボブ・ディラン氏が、自身の全楽曲を売却したことがニュースとなった。売却額は3億ドルと報道されている。一方であまり報道されていないが、音楽著作権を投資対象とするファンドが活況だ。現在そのようなファンドは11本あるが、そのほとんどは、ディラン氏の楽曲を購入した、フランスのメディア・通信企業ヴィヴェンディ<VIV.FR>傘下のユニバーサル・ミュージックのような音楽会社によるものだ。著作権の所有者は、楽曲のストリーミングでの配信、ダウ

ンロード、さらに広告やTV、映画での使用に応じて著作権
使用料（ロイヤルティ）を得る。

そのような音楽著作権ファンドが活況な理由は、ベビー・ブーマー世代の楽曲にある。エコノミスト兼コンサルタントであり、音楽ポートフォリオの価値を評価するバリー・マッサースキー氏は、1970年代や1980年代のロックは、TVや映画、さらには音楽配信サービス大手のスポティファイ・テクノロジー<SPOT>のスポティファイやパンドラといった音楽ストリーミング・サービスで依然として人気が高いと述べる。つまり、ボブ・ディランやローリング・ストーンズ、ビートルズ、さらには自身の楽曲の一部を最近8000万ドルで売却したフリートウッド・マックの女性ボーカリスト、スティービー・ニックスの楽曲に至るまで、資産価値は非常に大きいものになる。マッサースキー氏は、こうした楽曲の資産価値は2年前は音楽著作権所有者の取り分（NPS）の13~14倍だったが、現在は18倍ほどだと語る。

ほとんどの音楽著作権ファンドは、プライベート・エクイティや機関投資家の出資を受けている。そのうち2本が、ロンドン証券取引所に上場している。モーニングスターによると、2018年上場のヒプノシス・ソングス・ファンド<SONG.UK>の運用資産は16億ドル、2019年のリターンは6.7%、2020年の年初来リターンは14%である。同ファンドは、ブロンディのボーカルを務めるデボラ・ハリーやバリー・マニロウ、ジャーニー、ボン・ジョビでギターを担当したリッチー・サンボラなどの楽曲を所有する。一方で、ラウンド・ヒル・ミュージック・ロイヤルティ・ファンド<RHM.UK>は3本の未公開ファンドを所有し、11月の新規株式公開（IPO）時には2億8200万ドルを調達した。同ファンドはブラック・サバスやキス、さらにグー・グー・ドールズやブルーノ・マーズといったアーティストの楽曲の取得をもくろむ。

2年前に米著作権ロイヤルティ委員会（CRB）がアーティストの取り分を約40%引き上げたことで、ストリーミング配信の状況は一変し、それがさらなる追い風となっている。マッサースキー氏は、「絶好の機会だ」としている。

■ 今週の予定

12月14日（月）

- ・ バイオ医薬品企業アッヴィ<ABBV>がコンファレンスコールを開催し、免疫領域事業およびパイプラインについて説明を行う。
- ・ 英国の空調機器メーカー、トレイン・テクノロジーズ<TT>が株主総会を開催。

12月15日（火）

- ・ 製薬大手イーライ・リリー<LLY>がコンファレンスコールで2021年度の業績予想を発表。
- ・ ニューヨーク連銀が12月の製造業景気指数を発表。コンセンサス予想は7.5と、11月の6.3から上昇。
- ・ 11月の輸入・輸出物価指数発表。輸入物価は前月比0.3%上昇を予想。10月は同0.1%低下と、4月以来初のマイナスとなった。輸出物価は同0.3%上昇（10月は同0.2%上昇）が予想される。

12月16日（水）

- ・ 米連邦準備制度理事会（FRB）が連邦公開市場委員会（FOMC）で金融政策を決める。FRBは政策金利をゼロ付近に据え置くと予想されるが、債券購入プログラムの変更を行う可能性がある。
- ・ 住宅建設会社大手レナー<LEN>が2020年度第4四半期決算発表。
- ・ 全米住宅建設業協会（NAHB）が12月の住宅市場指数を発表。予想は88と、統計開始以来最高だった11月の90からやや低下。

- ・ 11月の小売売上高発表。予想は前月比0.1%増の5540億ドル。自動車を除く数値は同0.3%増。
- ・ IHSマークイットが12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56.3、サービス業PMIは58と、どちらも今年最高だった11月とほぼ同水準。

12月17日（木）

- ・ アイルランドのコンサルティング企業アクセンチュア<ACN>、大手運送会社のフェデックス<FDX>、食品大手ゼネラル・ミルズ<GIS>が四半期決算発表。
- ・ 11月の住宅建設関連指標が発表。エコノミストの予想では、住宅着工件数は季節調整済み年率換算で153万戸と、10月とほぼ同水準。住宅着工許可件数は152万件と、10月の154万件から減少。

12月18日（金）

- ・ 外食大手ダーデン・レストランズ<DRI>、スポーツ用品大手のナイキ<NKE>が決算コンファレンスコールを開催。
- ・ 複合マネージドケア組織を運営するセンチン<CNC>が投資家向け説明会を開催し、2021年度のガイダンスを発表。
- ・ 日銀が政策金利発表。短期政策金利は現行のマイナス0.1%が維持される見込み。
- ・ コンファレンス・ボードが11月の景気先行指数を発表。コンセンサス予想は前月比 0.3%の上昇（10月は0.7%上昇）。

By a
(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』 2020/12/13

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