

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2020/12/20

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIMI PRESS



DOW JONES

1. **来年S&P500指数はさらに10%上昇する可能性がある** - The S&P 500 Could Gain Another 10% Next Year, Experts Say [カバーストーリー]
P.2
ストラテジストやCIOら10人から2021年の予想を聞く
2. **本誌が選ぶ2021年の上位10銘柄** - Our Top 10 Stocks for the New Year [フィーチャー]
P.8
バリュー株を選好、新規選出は8銘柄
3. **ポストコロナに成長が期待されるコムキャスト** - Comcast's Sprawling Business Could Add Up to a Great Reopening Play [メディア]
P.15
テーマパークからスポーツチャンネルまで幅広く事業展開
4. **高騰したビットコインに投資する方法** - Bitcoin Has Surged Past \$20,000. Here's How to Get In. [フィーチャー]
P.18
アプリ、ファンドおよびヘッジファンドが利用可能だが、ETFの登場が待たれる
5. **大きく上昇した2020年の次は如何に** - The Market Has Seen Big Gains in 2020. Next Year Will Bring New Surprises. [米国株式市場]
P.20
景気回復は確実だが、来年には来年のサプライズがある
6. **2021年のハイテク株の行方を占う** - After a Big Year for Tech Stocks, 2021 Looks Very Different [ハイテク]
P.23
IPOとM&Aは活発化する一方、バリュエーションの割高化を背景にリターンは低下へ
7. **ドラフトキングスとスクエアはアマゾン級の成長を目指す** - DraftKings and Square Are Growth Stocks With Ambitions to Be Like Amazon [注目銘柄]
P.25
時価総額で既存企業を上回る
8. **良いニュースは既に株価に織り込まれている** - All the Good News Is Already Baked Into Stocks. How to Stay Safe. [コラム]
P.28
コロナ収束期待を反映して株価指数が高値を更新する中、安全な投資戦略を考える
9. **S&Pのテスラ採用によりインデックス・プロバイダーをめぐる論争が再燃** - S&P's Addition of Tesla Revives Indexer Debate [フィーチャー]
P.31
指数採用で需給いびつに
10. **今週の予定** - Walmart's No Tesla, but That Doesn't Mean It Can't Try Autonomous Driving [経済関連スケジュール]
P.33
ウォルマートの自動運転試験は次の段階へ

※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. 来年S&P500指数はさらに10%上昇する可能性がある - The S&P 500 Could Gain Another 10% Next Year, Experts Say [カバーストーリー]

ストラテジストやCIOら10人から2021年の予想を聞く

■ 2020年はハイテク銘柄が急騰した



Illustration by Delcan & Co. + Shaw & Chanyu

米国株は過去最高近辺にあるものの、2021年にもS&P500指数が一層上昇するとストラテジストらは予想している。経済が回復し、企業の力強い増益の一方で、政府や中央銀行の積極的な財政・金融刺激は依然として続くともみているためだ。さらに、株式市場の物色は大型のハイテク企業から金融および資本財や他の景気敏感なセクターへも広がる可能性がある。

本誌が最近大手銀行や資産運用会社のストラテジストや最高投資責任者（CIO）ら10人に2021年の見通しを調査したところ、2021年末のS&P500指数の予想範囲は3800から4400となり、

10人の平均予想は、同指数は9%の上昇、配当利回りは約2%、トータルリターンは10~11%だった。今年の上昇のあとでのなかなか大した数値だ。米国経済の成長率予想は5%と、1984年以降で最速だった。本誌が調査した大半のストラテジストらは、S&P500指数の2021年の1株当たり利益（EPS）を170ドル以上と予想しており、ウォール街予想の168ドルを上回った。

過去1年（過去10年でも同じ）の株式市場の勝者は、成長が速く、ウィルスに耐性があり、ソフトウェア中心のハイテク企業だ（さらに電気自動車のテスラ<TSLA>も加わる）。アマゾン・ドット・コム<AMZN>、動画配信大手のネットフリックス<NFLX>、テレビ電話会議システムのズーム・コミュニケーションズ<ZM>はまるですごもり生活のために作られていたのかと思うほどだ。このような企業は繁盛し、ゼロ金利環境の下で投資家の買いが株価を押し上げた。ほとんど利益のないズームの株価は2020年に500%近く上昇した。投資家は成長、あるいは成長の見込みを求め、料理宅配会社ドアダッシュ<DASH>、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ック<SNOW>、民泊サイトを運営するエアビーアンドビー<ABNB>などの話題の新規株式公開（IPO）銘柄に殺到した。

2021年後半までにはパンデミック（世界的流行）も収まり、経済も再開し、大幅な増益を達成する企業を見つけるのはかなり容易になると本誌が調査した10人は言う。資本財、小売り、銀行などのセクターは、繰延需要や比較のハードルの低さの恩恵を受ける可能性があり、現時点でこれらの銘柄はハイテク銘柄よりもかなり割安だ。年後半まで買い手がこれらの銘柄を買い付けるのを待つとは予想しない方が良さだろう。

■ 2021年の予想



ウォール街のストラテジストらによる米国株式、金利、経済、金などについての予想の内容を紹介する。全体的に、資本財や素材などの景気敏感セクターに関して強気で、公益セクターには弱気だ。

S&P500指数の予想値が10人中最高なのは、JPモルガンの米国株式チーフストラテジストのドゥブラフコ・ラコスブヤス氏だ。同氏は、2021年の前半にS&P500指数が4000に達し、その後年末までに現在より19%高い4400まで上昇を続けるとみており、「株式にとっては長年のあいだで最

高の部類の状況が目前にある。世界の貿易をめぐる緊張、政治的不透明感、パンデミックに関連したリスクは低下し、流動性による下支えは引き続き非常に強く、金利環境は極めて好ましい環境だ。リスク資産にとってはゴルディロック的な環境だ」と述べている。さらに、2021年には自社株買いの増加を予想するほか、ドル安によって米国の多国籍企業の利益が増加すると指摘する。

ラコスブヤス氏は威勢が良い方の極とすると、シティグループ<C>の米国株式ストラテジストのトビアス・レフコビッチ氏とバンクオブアメリカ・セキュリティーズで米国株とクオンツ戦略の責任者を務めるサビタ・スブラマニアン氏のS&P500指数の予想は理由こそ違うものの、もっと低い。レフコビッチ氏は、指数が時価総額加重方式となっているため、物色の幅が広がり、巨大な時価総額のハイテク銘柄から乗り換えが起きた場合、指数の上昇は限定されるとみている。そして「雪ぞりを引かせるには、チワワよりもハスキー犬の方が楽だ。例えば、超大型のハイテク銘柄はハスキー犬で、小型で景気循環型の銘柄はチワワだ」と説明する。その結果、来年末のS&P500指数は現在より僅か2%上昇の3800と予想している。セクター別では、他の多くのストラテジストの予想と同様、金融、資本財、ヘルスケア関連銘柄をオーバーウエートするよう推奨する。

スブラマニアン氏の来年末の予想は同じく3800だが、その理由は今年の株式相場の急上昇は来年の分まで借りてきたと考えているため、「2021年も株式市場と実体経済の分断が再び起きる。来年の場合は経済は急回復し、企業利益は素晴らしい回復を見せるだろうが、株式市場は既に来年の分まで織り込んでいるため、リターンはさほど高くないと考えている」と述べる。

ラコスブヤス氏はS&P500指数の利益予想においても最高の1株当たり178ドルと予想し、TIAA（米国大学教職員退職年金/保険基金）の投資部門であるヌビーンで株式部門を率いるサイラ・マリク氏は僅差の177ドルとしている。マリク氏は、「今回の強気相場は秘密でも何でもない。バリュエーションはかなり高く、投資家は楽観的だ。そのバリュエーションを受け入れる利益成長を確認する必要が生じるだろうが、コンセンサス利益予想には上振れ余地がある」と述べる。

■ V字回復

Sizing Up 2021

Here are Wall Street strategists' predictions for U.S. stocks, interest rates, the economy, gold, and more. The group is bullish on economically sensitive sectors such as industrials and materials, and bearish on utilities.

Name	Company	S&P 500 YE2021 Target:	S&P 500 2021 EPS:	10-Year U.S. Treasury Yield YE2021:	Fed Funds Rate Target Range YE2021:	Gold Price YE2021:	2021 U.S. GDP Growth/Decline:	OW Sectors:	UW Sectors:
Dubravko Lakos-Bujas	J.P. Morgan	4400	\$178	1.30%	0.00-0.25%	\$1,650	3.3%	Consumer Discretionary, Energy, Financials, Health Care	Staples, Utilities, Real Estate
David Kostin	Goldman Sachs	4300	\$175	1.30%	0.00-0.25%	\$2,300	5.0%	Technology, Health Care, Industrials, Materials	Communication Services, Consumer Staples, Utilities, Real Estate
Edward Yardeni	Yardeni Research	4290	\$170	1.00%	0.00-0.25%	\$2,000	5.0%	Tech, Industrials, Financials	Consumer Staples, Utilities
Saira Malik	Nuveen	4050	\$177	1.40%	0.00-0.25%	\$1,700	5.0%	Consumer Discretionary, Financials, Health Care	Energy, Utilities
Michael Fredericks	BlackRock	4025	\$175	1.30%	0.00-0.25%	N/A	4.5%	Financials, Health Care, Industrials	Utilities
Rob Sharps	T. Rowe Price	3950	\$175	1.35%	0.00-0.25%	\$1,400	4.1%	Financials, Industrials	Consumer Staples, Technology (software), Utilities
Mike Wilson	Morgan Stanley	3900	\$175	1.45%	0.00-0.25%	N/A	6.0%	Financials, Health Care, Materials, Industrials	Consumer Staples, Utilities
Lori Heinel	State Street	3850	\$168	1.48%	0.00-0.25%	\$2,000	4.1%	Consumer Discretionary, Communication Services, Health Care, Materials	Financials, Real Estate, Utilities
Tobias Levkovich	Citi	3800	\$167	1.25%	0.00-0.25%	\$1,900	4.9%	Con. Discretionary (services), Financials (insurance), Health Care (services), Industrials (capital goods), Technology (hardware)	Comm. Services, Con. Staples (food, beverage, and tobacco), Materials, Technology (software), Utilities
Savita Subramanian	BofA Securities	3800	\$165	1.50%	0.00-0.25%	\$2,100	4.5%	Financials, Energy, Tech, Health Care	Consumer Staples, Communication Services, Real Estate

新型コロナウイルス感染症のためダウ工業株30種平均（NYダウ）は一時弱気相場に陥ったものの、その後急回復して最高値を何度も更新し、現在年初来6%の上昇となっている。

増益率が高まるとS&P500指数の一層の上振れ余地につながる。現在の2021年予想株価収益率（PER）は22倍と既に高い水準で、低金利に支えられている。ゴールドマン・サックス<GS>の米国株式チーフストラテジストのデービッド・コスティン氏は、「市場のPERは絶対値ベースでは過去に比べて非常に割高で、上位10%の範囲に入るが、金利と相対的に考えると、株式は魅力的だ。絶対的バリュエーションと相対的バリュエーションでは話が違う」と述べる。

安全資産への逃避や米連邦準備制度理事会（FRB）の強力な金融政策介入によって債券の価格は上昇し、利回りが低下したため、株式は投資家にとって魅力的な代替投資先となった。今年10年物米国債の利回りは3月に一時的に0.5%未満に低下し、最近では0.94%と、年初の1.92%から低下した。ストラテジストらの2021年末の10年物米国債の利回り予想の平均は1.42%で、依然として過去の水準と比べるとかなり低い。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズでグローバル副CIOを務めるロリ・ハイネル氏は、「クライアントへのメッセージの中心は、2021年は債券の正しい理解が重要になるということだ。金利は信じ難く低い水準で、スプレッドは今後一層タイト化する可能性があるものの、既に比較的タイトだ。株式相場が急落した場合、通常得られるはずの債券によるバランス効果は得られない。金利は既に非常に低く、債券価格が上昇する余地はほとんどない」と述べる。ICE BofA米国ハイイールド債インデックスの最近の利回りは4.5%と、ハイイールド債でさえリスクに見合う利回りは昔と違って得られない。

T.ロウ・プライスの株式グループの投資部門責任者であるロブ・シャープス氏は、「経済成長率が高い場合は、米国債や他の先進国の国債よりはもっとリスクの高いセクターの債券を好む。超弱気でもないなら10年債は魅力的な投資対象ではない」と述べる。

ストラテジストらの金に対する見方は似通っている。ポートフォリオ内で分散効果をもたらすものの、投資家がリスクの高い資産に向かうにつれて、来年は今年のようにアウトパフォームすることはなさそうだ。2021年末の金価格予想は10人の平均値で現在とほぼ同水準の1オンス1881ドルだ。

シャープス氏は、インカムを求める投資家向けに、分配金利回り3.4%のT.ロウ・プライス変動金利ファンド<PRFRX>を通じた銀行融資へのエクスポージャーを推奨する。この分野で規模最大の上場投資信託（ETF）はインベスコ・シニア・ローン<BKLN>で、現在利回りは2.8%だ。

■ ハイイールド債の一角と現地通貨建て新興国債に追い風

V-Shape Recovery

The Dow entered a bear market this year as the coronavirus gripped the U.S., but then rebounded and made new highs, adding 6% year to date.

Dow Jones Industrial Average



大きいという。

シャープス氏は、米国の社債では、最近まで投資適格であったものを含むハイイールド債の一部には検討する価値があると言う。ヴァンエック・ベクトル・フォールン・エンジェル・ハイイールド債ETF<ANGL>はクルーズ会社カーニバル<CCL>、一般消費財メーカーのニューウェル・ブランズ<NWL>、石油大手のオキシデンタル・ペトロリアム<OXY>が発行した社債を含み、利回りは3.7%だ。同氏によれば、経済が回復基調にある中、こうした企業は下振れした場合の株価の下落幅よりも、上昇する場合の上振れ幅の方が

ハイネル氏や他のストラテジストはまた、先進国よりも利回りが高く、為替差益も期待できる新興国の現地通貨建ての国債および社債も気に入っている。2021年がドル安になるというのはコンセンサスに近い。世界経済の改善は、先進国よりも景気に敏感な傾向にある新興国市場にとって追い風であり、新興国債券ETFには利回り約4%のヴァンエック・ベクトルJPモルガンEM現地通貨建て債券ETF<EMLC>、同3.3%のSPDRブルームバーグ・バークレイズ新興国国内債<EBND>などがある。

■ インフレと金利上昇のリスク

What Pandemic?

Most stock indexes around the world have posted gains this year. Bonds and gold have also shined, but Bitcoin has outdone them all.

	▲ 12/17/20 Close	YTD Change
10-Year Treasury Yield	0.93	0.99*
Bitcoin	22,779.13	218.2
Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Bond Index	2384.99	7.2
Cboe Volatility Index (VIX)	21.93	59.1
Dow Jones Industrial Average	30,303.37	6.2
Gold (per troy ounce)	1885.42	24.3
MSCI Emerging Markets Index	1272.96	14.2
Nasdaq Composite	10,080.77	7.4
Nikkei 225	26,806.67	13.3
Refinitiv/CC CRB Commodity Index	175.83	-10.6
Russell 2000	1978.05	18.6
S&P 500	3722.48	15.2%
STOXX Europe 600	397.28	-4.5
Shanghai Composite	3404.87	11.6
U.S. Dollar Index	89.78	-6.9
WTI Crude Oil (per barrel)	48.36	-20.8

Note: YTD % change for foreign markets in local currency *Change in percentage points
Source: Bloomberg

2021年後半の差し迫った問題は恐らくインフレの方向性だが、物価急騰と物価低迷の各々に相応の論拠があり、コンセンサスはほとんどない。各国中央銀行が前例のない緩和策に踏み切ったことから、2020年にマネーサプライは急増し、米国ではこの9カ月間でドルの供給が25%近く増加した。金利はほぼゼロのままであり、消費者の繰り延べ需要は2021年後半には再開された経済のあらゆる部門の供給を大幅に上回る可能性がある。さらに世界中の巨額の政府財政赤字はすぐには解消されない。また、FRBは、今年採用した新しい政策枠組みの下では、次の景気拡大局面でインフレの加熱抑制に積極的に動かないだろう。

ヤルデニ・リサーチのエドワード・ヤルデニ社長は、「私はインフレ陣営に属してはいないが、インフレは2021年以降の成功を左右する変動要因であり、注視している。明確かつ持続的なインフレの再発があれば、FRBは金利を上昇させざるを得ず、株式のバリュエーション、債券価格、および記録的な低金利であるからこそ事業を継続できたゾンビ企業に大きな影響が及ぶ」と語る。

一方、パンデミック後の消費拡大による価格上昇は短期的なものに終わる可能性があり、失業率は高止まりし賃金上昇圧力が弱まる見通しであり、またサービス分野のインフレに寄与する商業不動産賃料が急回復する可能性は低い。そして、消費よりも貯蓄を優先する高齢者の増加、生産性を向上させコストを削減するテクノロジーの進化など、過去10年間価格上昇を抑えてきたディスインフレ要因は今も残っている。

とはいえ、物価が着実に上昇すれば、特にFRBや他の中央銀行がベンチマーク金利の引き上げで対応する場合には、その潜在的な影響は厳しいものとなり得る。巨額の債務を抱える企業や政府は利払いコストが増大し、借り換えも困難になるだろう。金利が上昇すれば高いバリュエーションは維持が難しくなり、株式市場は急落する可能性がある。グロース株およびハイテク株は特に大きな影響を受けるだろう。

モルガン・スタンレーで米国株チーフストラテジストを務めるマイク・ウイilson氏は2021年にインフレ率が上昇すると予想しているが、「過去10年間とは極めて異なる投資の世界に入りつつあることを理解していない人が多い。景気回復がより進んだ段階で、そしてこれまでとは異なる政策枠組みの下でインフレが始まれば、それはグロース株よりも景気敏感株とバリュー株に有利であり、実際、債券市場は来年大きく売り込まれる可能性もある」と語る。

FRBの政策に関しては、本誌が話を聞いた10名のストラテジストおよび最高投資責任者（CIO）の全員が、当面金利の引き上げはしないという当局の発言を信じており、パネル全員がフェデラルファンド（FF）金利誘導目標のレンジは2021年末も0.00%~0.25%にとどまると考えている。しかし、パネルの数人は2021年後半に量的緩和（QE）が縮小されると予想している。現在、FRBは月1200億ドルのペースで債券を買い入れている。

経済の回復が予想通りに展開し、インフレが始まれば、早ければ2022年にもFRBのトーンが「利上げについて検討することは全く考えていない」から「利上げについて検討することを考えている」に変わる可能性がある。株式市場と債券市場はFRBからのメッセージの変化に即座に反応するはずだ。

■ 金融株とヘルスケア株に注目

短期で資金を調達し長期で融資を行うというビジネスモデルであることから、長期金利の上昇で主に恩恵を受けるのは銀行と銀行株だ。マリク氏は、その中でもバンク・オブ・アメリカ<BAC>、ゴールドマン・サックス<GS>、およびモルガン・スタンレー<MS>が気に入っている。

金融株全般にファンが多い。相対的に割安であること、景気敏感株であること、およびイールドカーブのスティープ化の全てが金融セクターにとって追い風となる。来月、ジョージア州が民主党候補を連邦上院議員に選出したとしても、より厳格な銀行規制が検討対象とはなる様子はない。加えて、貸倒損失に備えて必要以上に引当金を計上している可能性もあり、2021年は余剰資本を融資拡大に活用できる。経済情勢が改善すれば貸倒損失のリスクが減少し、FRBが銀行業界の自社株買いといった株主還元拡大に青信号を出す可能性も高まる。近年、株主還元は金融株のパフォーマンスに大きく貢献している。

ブラックロックでマルチアセット戦略チームの責任者を務めるマイケル・フレデリックス氏は、金融株を含め、2021年に増配できる企業を重視している。同氏は、幅広いインカム投資家が資金の一部を配当成長企業にシフトさせているとみており、多くのS&P500指数構成企業が借入金利よりも高い利回りの配当を出していると指摘する。「債券利回りとの比較で、配当利回りは引き続き注目に値する。フィクストインカムは文字通り収入が固定されており、配当額が時間とともに増加する企業の株は貴重だ。それに、こうした配当成長企業株と違い、投資適格債やハイイールド債にはほとんど債券価格の上値余地がない。」

同氏はまた、もう一つの人気の高いオーバーウエート分野であるヘルスケアセクターも配当成長の可能性があるとみる。選挙関連のリスクも減少しているようであり、成長分野への投資としてはハイテク分野よりも割安だ。例えば、新型コロナウイルス用ワクチンで先行する米大手製薬会社のファイザー<PFE>は今月第1四半期の配当を増額し、配当利回りは4.1%だ。米医療保険会社のユニテッドヘルス・グループ<UNH>の利益は年率12%で成長する見通しであり、配当利回りは1.5%だ。

公益事業および不動産のほか、生活必需品もある程度含まれる、株式のなかでの債券の代替セクターがアンダーウエート分野であることはコンセンサスに近い。投資家が慎重になり、金利が低下する時のパフォーマンスは良いが、2021年は投資家の姿勢および債券の利回り両方とも逆になるとストラテジストは予想する。

今後の1年は、新型コロナウイルス用ワクチンの円滑な展開にかかっている。ウィルスの変異でパンデミックが長引けば、ウォール街は強気のスタンスを見直すことになるだろう。しかし、人類には良いニュースと元気付けも必要だ。医学界の健闘と、パンデミック後の世界がさらなる投資機会をもたらすことを祈りたい。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

2. 本誌が選ぶ2021年の上位10銘柄 - Our Top 10 Stocks for the New Year
バリュー株を選好、新規選出は8銘柄

[フィーチャー]

■ 2020年の10銘柄のパフォーマンスは低調

Alphabet / GOOGL

Recent Price	YTD Change	2021E EPS	2021E P/E	Dividend Yield	Market Value (bil)
\$1,757.19	31%	\$62.02	28.3	None	1,190

E=Estimate

Source: Bloomberg

本誌は過去11年間にわたり10本の選好銘柄を発表している。2020年の10銘柄のパフォーマンスは、バリュー株への偏りによって残念な結果となった。リストを発表した2019年12月13日以降の平均リターンは9.9%で、S&P500指数を9%ポイント下回る。対照的に、2019年の10銘柄はS&P500指数をアウトパフォームした。

本誌は2021年もバリュー株を選好している。再度選ばれたのはバークシャー・ハサウェイ<BRK.B>とグーグルの親会社アルファベット<GOOGL>の2銘柄で、残りの8銘柄は新規に選出された。これらの銘柄の多くは今年、市場をアンダーパフォームしており、利益、配当、資産価値に基づく割安に見える。10銘柄には十分な上値余地がある。また、今や株価収益率（PER）で見て過去最高近いバリュエーションとなっている株式市場が2021年に低迷しても、ポートフォリオを損失からある程度守ってくれるだろう。

■ アルファベット

Apple / AAPL*

Recent Price	YTD Change	2021E EPS	2021E P/E	Dividend Yield	Market Value (bil)
\$127.81	74.1%	\$3.95	32.4	0.6%	2,173

*Sept. fiscal yearend; E=Estimate

Source: Bloomberg

アルファベットは、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）に関する広告への打撃から順調に回復している。第3四半期の売上高は15%増加しており、2021年は旅行業界などの広告の回復が追い風となる見込みだ。

2021年予想PERは28倍だが、本来はここまで高くない。というのも、自動運転のウェイモなど、未熟だが価値の高い「その他事業」が年間で1株当たり約4ドルの赤字を計上している上、アルファベットが約1180億ドルのネットキャッシュを保有しているためだ。調整後2021年予想PERは約24倍で市場全体のPERに近い。

独占禁止法に関する訴訟は潜在的なリスクである。しかし、アルファベット株を保有するグラビティ・キャピタル・マネジメントのアダム・シーセル氏は「規制や分社化は、実際には株価のパフォーマンスを改善するだろう。100年前、ロックフェラー財閥のスタンダード石油で起きたようにだ。YouTube（ユーチューブ）や基本ソフト（OS）「アンドロイド」などの収益化が不十分なプラットフォームは、検索事業から独立することを強いられた結果、利益を稼ぐことによって株主価値を高めるとみられる」と語る。

■ アップル

Berkshire Hathaway / BRK.A

Recent Price	YTD Change	2021E EPS	2021E P/E	Dividend Yield	Market Value (bil)
\$338,500.00	-0.3%	\$16,089	21.0	None	524

E=Estimate

Source: Bloomberg

アップル<AAPL>の株価は今年74%上昇し、直近では127ドルに達した。時価総額は世界最大で、2兆2000億ドルに達する見込みだ。2021年度予想PERは32倍で、過去の水準から見ると割高である。しかし、製品サイクルの同時展開によって、アップルはかつてないほど好調な状況にある。特に人気の最新機種iPhone（アイフォーン）12を含む最新サイクルは堅調だ。同社は2021年上半期にiPhone 12の製造を30%増やすと報じられている。

在宅勤務のトレンドとアップルが自社設計したM1半導体は、ノートパソコンのMac（マック）シリーズの売上高を復活させた。アップルウォッチや、ヘッドホンのAirPod Max（エアポッドマックス）などのデバイスの売上高は急増している。さらに、アップルは収益性の高い600億ドル規模のサービス事業を有し、Fitness+（フィットネスプラス）などの新サービスを展開する。

JPモルガンでアナリストを務めるサミク・チャタジー氏は、投資家は来年以降に期待を和らげる必要があるかもしれないが、株価には依然として150ドルまで上値余地があるとみる。同氏の目標株価は、コンセンサス予想を上回る今年度予想1株当たり利益（EPS）4.45ドルなどに基づいている。

■ バークシャー・ハサウェイ

Coca-Cola / KO

Recent Price	YTD Change	2021E EPS	2021E P/E	Dividend Yield	Market Value (bil)
\$53.06	-4.1%	\$2.11	25.1	3.1	228

E=Estimate

Source: Bloomberg

バークシャー・ハサウェイは現在、ウォーレン・バフェット最高経営責任者（CEO）が率いた55年

間の中で、S&P500指数と比較した相対的なパフォーマンスが最悪期にある。2019年初来で、同社のトータルリターンはS&P500指数を44%ポイントもアンダーパフォームしている。

過去には、バークシャーの低迷後に投資すると高いリターンを得ることができた。例えば、1974～1975年の弱気相場を経た1976年のリターンは129%だった。同社のクラスA株の株価は直近で33万7900ドルとなっており、年末の本誌予想純資産額に対する株価純資産倍率（PBR）は1.2倍と割安だ。過去5年間の平均は1.4倍である。

バークシャーは、手元現金が1450億ドルに及ぶディフェンシブ銘柄であると同時に、経済再開関連銘柄でもある。なぜなら、バーリントン・ノーザン・サンタフェ鉄道など、景気の影響を受けやすい企業を数多く所有しているためだ。バフェット氏が第3四半期に過去最高の90億ドルの自社株買いを決定したのは心強い。株価は割安な水準で推移しているため、自社株買いのペースは今四半期も維持される可能性がある。

■ コカ・コーラ

Eaton / ETN

Recent Price	YTD Change	2021E EPS	2021E P/E	Dividend Yield	Market Value (bil)
\$115.37	21.8%	\$4.98	23.2	2.5	46

E=Estimate

Source: Bloomberg

コカ・コーラ<KO>の売上高の半分はレストランやスタジアムなどの自宅外消費であるため、パンデミックは大打撃となった。しかし、2021年に世界が正常化すれば追い風を受ける見込みだ。株価は年初来で4%下落し、直近では54ドルとなっている。同社は過小評価されている経済再開関連銘柄であり、債券同様の安全な3%の配当利回りがある。利益の70%は米国外で稼いでおり、ドル安となればその恩恵を受ける。

コカ・コーラは経営再建銘柄でもある。ジェームズ・クインシーCEOは、今まで以上に飲料のイノベーションに重点を置いたキャピタルライト（必要最小限の資産しか保有しない）な企業を構築するため、ボトリング事業を売却した。同社は依然として、売上高の約70%を占める炭酸ソフトドリンクに依存しているが、一般的な見方に反して、このカテゴリーは世界的に拡大している。

2021年予想PERは25倍と割安ではなく、ロックダウン（都市封鎖）などの規制によって業績回復のペースは減速している。しかし、世界経済が回復すれば利益の伸びが2桁台となり、投資必須の消費関連株となる可能性がある。

■ イートン

Goldman Sachs Group / GS

Recent Price	YTD Change	2021E EPS	2021E P/E	Dividend Yield	Market Value (bil)
\$243.77	6.0%	\$24.36	10.0	2.1	87

E=Estimate

Source: Bloomberg

総合資本財メーカーのイートン<ETN>は、再生可能エネルギー発電の成長、データセンターの拡大、米国経済の電化によって業界内で最も大きな恩恵を受ける可能性がある。

イートンは、変圧器、ブレーカー、無停電電源装置などの電気機器とソフトウェアの大手メーカーで、売上高の40%以上を電気機器が占める。風力発電所から家庭に電気を送るには、従来型の発電所から送電する場合よりも多くの機器とソフトウェアが必要になる。

株価は直近で116ドルとなっており、2021年予想PERは23倍、配当利回りは2.5%である。同社はEPSで8~9%の増益を目標とする。ゴードン・ハスケットのアナリストを務めるジョン・インチ氏はイートンの投資判断を「買い」としている。同氏によれば、イートンは事業ポートフォリオの整理により、2021年に向けて有利な立場にある。

■ ゴールドマン・サックス・グループ

Graham Holdings / GHC

Recent Price	YTD Change	2021E EPS	2021E P/E	Dividend Yield	Market Value (bil)
\$464.04	-27.4%	\$29.80	15.6	1.3	2

E=Estimate

Source: Bloomberg

ゴールドマン・サックス<GS>は、過去2四半期の膨大な利益、リターンの上昇、デービッド・ソロモンCEOの下で進行中の改革にもかかわらず、投資家から十分な評価を得ていない。株価有形純資産倍率はわずか1.1倍、2021年予想PERは約10倍と割安だ。業界リーダーのJPモルガン・チェース<JPM>はそれぞれ1.9倍と13倍である。

純資産の増加はゴールドマンの株価の下支えとなるだろう。過去2四半期の極めて好調な業績を踏まえると、2021年のEPSがコンセンサス予想の23ドルを上回ることに賭けるのは理にかなっている。その結果、ゴールドマンの株価は来年300ドルに近づく可能性がある。

ゴールドマンなどの大手銀行は18日に朗報を得た。米連邦準備制度理事会（FRB）が、多くのアナリストと投資家の予想よりも早く第1四半期に自社株買いを再開することを認めたのである。銀行

株は時間外取引の間に上昇し、ゴールドマンは約5%上昇して254ドルとなった。

ゴールドマンは、買取によるビジネス拡大ではなく、自社の力でのビジネス構築を目指しており、マーカスというオンラインの個人向け銀行プラットフォームを設立した。同社はより安定的な収益源による収入を増やし、自社株のバリュエーションを上昇させることを目指している。

■ グラハム・ホールディングス

Madison Square Garden Entertainment / MSGE**

Recent Price	YTD Change	2021E EPS	2021E P/E	Dividend Yield	Market Value (bil)
\$79.53	-10.1%	-\$13.90	NM	None	2

NM=Not Meaningful; **June fiscal yearend; YTD change since spinoff on 4/9/20; E=Estimate
Source: Bloomberg

投資会社グラハム・ホールディングス<GHC>は、バークシャー・ハサウェイのミニチュア版であり、バフェット氏と長年の関係があるグラハム家が所有している。かつてワシントン・ポスト社として知られていたが、2013年に主力商品である同名の新聞をアマゾン・ドット・コム<AMZN>のジェフ・ベゾスCEOに2億5000万ドルで売却した。グラハムは現在、価値の高いテレビ局グループ、大規模な教育ビジネス、その他に自動車販売店やレストランなどの多種多様な資産を所有する。

グラハムの株価は年初来で25%以上下落して464ドル（金曜終値は483ドル）となった。フーバー・リサーチ・パートナーズのクレイグ・フーバー氏によれば、この株価は同社の推定資産価値1株当たり910ドルの約半分である。グラハムの時価総額はわずか23億ドルだ。

バークシャーと同様に、グラハムは優れたバランスシートを持ち、ポッドキャスト事業を売却した後のネットキャッシュは約5億ドルと予想される。フリーキャッシュフロー利回りは10%近くで、今年は発行済み株式の6%の自社株買いを実施した。

■ マディソン・スクエア・ガーデン・エンターテインメント

Merck / MRK

Recent Price	YTD Change	2021E EPS	2021E P/E	Dividend Yield	Market Value (bil)
\$79.83	-12.2%	\$6.29	12.7	3.3	202

E=Estimate
Source: Bloomberg

マディソン・スクエア・ガーデン・エンターテインメント (MSG) <MSGE>は、マンハッタンの大規模アリーナであるマディソン・スクエア・ガーデンを所有している。同社は、パンデミックによる大打撃を受けたラスベガスとニューヨークの経済再開をテーマとした割安な銘柄である。

MSGの株価は約80ドルで、大手コンサート運営会社ライブ・ネーション・エンターテインメント<LYV>を過去6カ月間で大幅にアンダーパフォームしている。MSGの時価総額は20億ドル未満で、ネットキャッシュは10億ドル近い。キャッシュは主に、ラスベガスの最新鋭のコンサート会場である「スフィア」（2023年竣工予定）の建設に費やされる。スフィアの総建設費は17億ドル近くとなる予定で、既に約5億ドルが支出された。

投資家は、現時点でマディソン・スクエア・ガーデンではスポーツイベントもコンサートも開催されていないことから、スフィアの最終的なリターンと現在の現金支出を懸念している。しかし、MSG株を保有するポイヤー・バリュー・グループのジョナサン・ポイヤー氏は、MSGには十分な流動性があると述べる。同氏は「ウイルスが去れば、MSGは消費者やアーティストの旺盛な繰延需要による利益を得られる態勢にある」とみる。

■ メルク

Newmont / NEM

Recent Price	YTD Change	2021E EPS	2021E P/E	Dividend Yield	Market Value (bil)
\$60.24	38.6%	\$4.15	14.5	2.7	48

E=Estimate

Source: Bloomberg

過去15年間で、大手製薬会社の株価がS&P500指数に比べて現在ほど割安だったことはまれだ。その筆頭がメルク<MRK>である。同社の株価は年初来で12%下落し、80ドルとなっている。2021年予想PERは13倍だ（市場全体は約23倍）。配当利回りは安全な水準の3.3%で、S&P500指数の2倍である。

メルクは新型コロナウイルスのワクチン開発では遅れているが、子宮頸がんワクチンのガーダシルをはじめ、業界最高クラスのワクチンの製品ラインアップを有する。同社のワクチン製品群は、現在の時価総額である約2000億ドルの半分の価値を持つ可能性がある。

同社で最も売れている医薬品は、肺がんなどの治療に使用されるキートルーダだ。今年の売上高は140億ドルを超え、同社全体の売上高の30%を占める可能性がある。キートルーダの特許は2028年に期限切れとなるが、それまでに対処する時間は十分ある。

■ ニューモント

How We Did a Year Ago

Who could have predicted 2020? We certainly did not. Our 10 stock picks have returned an average of 11% since last December, 7 percentage points behind the S&P 500.

Company / Ticker	Price 12/13/2019	Price 12/11/2020	Total Return
Alphabet / GOOGL	\$1,346.87	\$1,757.19	30.5%
Amerco / UHAL	359.89	428.22	19.3
Anthem / ANTM	284.12	310.24	10.6
Berkshire Hathaway / BRK.A	338,080.10	338,500.00	0.1
Comcast / CMSCA	43.58	51.43	20.7
Dell Technologies / DELL	49.35	73.87	49.7
Pfizer / PFE*	36.33	37.84	8.4
Royal Dutch Shell / RDS.B	58.34	36.35	-34.4
ViacomCBS / VIAC	38.64	35.89	-2.8
United Technologies / UTX **	149.07	143.81***	-3.5
--Raytheon Technologies / RTX		70.57	
--Carrier Global / CARR		38.00	
--Otis Worldwide / OTIS		32.62	
AVERAGE			9.9%
S&P 500			18.9%

*Prices and Total return adjusted for Viatrix (VTRS) spinoff on 11/17/20; **United Technologies (UTX) spun-off Carrier Global (CARR) and Otis Worldwide (OTIS) and then merged with Raytheon (RTN) on 4/3/20 and changed its name to Raytheon Technologies (RTX). Shareholders received 1 share of RTX, 1 share of CARR, and 0.5 shares of OTIS; ***Reflects the sum of RTX, CARR, and half a share of OTIS plus dividends

Source: Bloomberg

金は引き続き、世界の超緩和的な金融政策とインフレ率上昇の可能性に対して良いヘッジ先となっている。金価格は年初来で24%上昇して1オンス当たり1880ドルとなったが、インフレヘッジのためのデジタルな代替投資手段として220%上昇して2万3000ドルを超えた、ビットコインを大幅に下回っている。

より優れた金投資の方法の一つが、鉱山業界のリーダーであるニューモント<NEM>だ。2021年予想PERは14倍と割高ではなく、配当利回りは2.7%である（S&P500指数は1.6%）。株価は最近、8月に2000ドル超のピークを付けた金価格とともに下落した。8月の高値である72ドルに戻りさえすれば、株価は20%超の上昇となる。

ニューモントは、配当を金価格に連動させるという方針に基づき、10月に60%の増配を実施した。同社は年間フリーキャッシュフローが30億ドルを超えると予想しており、現在の株価に対するフリーキャッシュフロー利回りは6%となる。

By Andrew Bary

(Source: Dow Jones)

3.

ポストコロナに成長が期待されるコムキャスト - Comcast's Sprawling

[メディア]

Business Could Add Up to a Great Reopening Play
 テーマパークからスポーツチャンネルまで幅広く事業展開

■ コロナ禍での逆風がコロナ後に追い風となるか



Illustration by Glenn Harvey

ケーブルテレビ大手コムキャスト<CMCSA>の投資家は、メディア株選びを誤ったのではないかと疑っているかもしれない。ウォルト・ディズニー<DIS>と動画配信大手ネットフリックス<NFLX>は、ビデオストリーミングでコムキャストを打ち負かしている。ケーブルテレビ事業での最大のライバル、チャーター・コミュニケーションズ<CHTR>がブロードバンドに注力している間、コムキャストは国内外での買収で手一杯だ。同社の株価は過去3年間で28%上昇し史上最高値で取引されているものの、競合他社の50~100%上昇には遠く及ばない。

モフェットネイサンソンの通信業界アナリストのクレイグ・モフェット氏は、直近の顧客向けノートで「コムキャストの株は石のように動かない」と書いている。

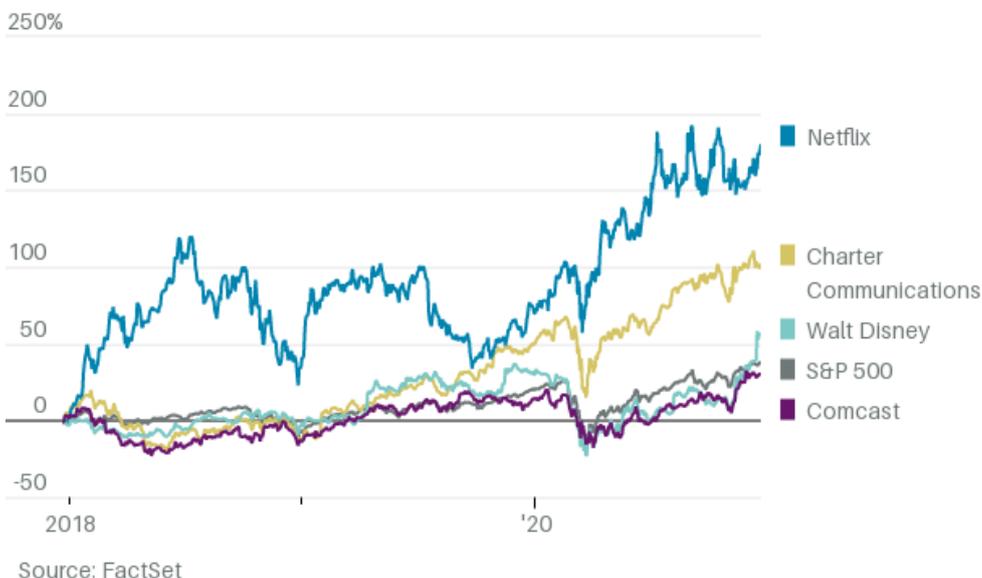
だが、ブロードバンド、映画スタジオ、ストリーミング、テーマパークなどを含むコムキャストの多彩な事業展開が、新型コロナウイルス後の世界に適していると認識されるようになれば、同社の株価は上り始めるだろう。ワクチンが出回れば、ユニバーサルスタジオの入場者数は回復し、NBCやスポーツ関連ネットワークの広告収入も再び増加する。またブロードバンドサービスへの需要は、巣ごもりでかつてないほど上昇している。需要の伸びを背景に、同社は2021年の契約料金を値上げした。

「逆風は追い風が変わる」とジェイソン・アームストロング財務担当副社長は言う。同社は来年、日本で任天堂<7974>のテーマパーク、北京でユニバーサルスタジオなど、テーマパーク事業を拡大させる予定であり、欧州では、スポーツの再開によりコムキャスト所有のスカイサテライトサービス（スカイ）で広告や有料テレビの収益が増加すると言う。

■ コングロマリット・ディスカウントか、シナジーか

Tuned Out

Comcast is trailing key rivals and the broad market over the last three years.



コムキャストをメディアコングロマリットとして考えると、同社を評価する最善の方法はサム・オブ・ザ・パーツ（SOTP）分析であり、事業ごとに評価を積み上げて企業価値が市場株価をどの程度上回るかを検討すべきだろう。

SOTP分析によるとコムキャスト株は、直近の終値51ドルより24%高い63ドルと評価できる。コムキャストがスピンオフを計画している兆しはないが、株価には恩恵をもたらすだろう。ディズニーが破格の株価収益率（PER）で取引されている市場で、同社株はバリュー投資家に魅力的に見える。バンク・オブ・アメリカは先週、同社の目標株価を62ドルに引き上げ、「飛躍の準備は整った」と述べた。

1990年に父親から事業を引き継いだブライアン・ロバーツ最高経営責任者（CEO）は立て続けに買収を行い、コムキャストを垂直統合されたケーブルとメディアの帝国に成長させた。同社の屋台骨はケーブルテレビとブロードバンドであるが、2011年にゼネラル・エレクトリック<GE>からNBCユニバーサルを買収し、放送・ケーブルネットワーク、ユニバーサル映画スタジオ、テーマパークを傘下に収めると、2016年にはドリームワークス・アニメーションを買収した。2018年には競合を抑えて英国のスカイを買収し、債務継承を含め500億ドルを支払った。

ロバーツ氏はNBC買収に関して、視聴率が低迷しメディア株が安価になっていた抜群のタイミングで買収できた。しかし、逆にスカイは「10年サイクルの11年目に目玉の飛び出るような高値で買収した」とモフエット氏は言う。

スカイの契約者数は2370万人にとどまる。今年の収入は約12%減少の170億ドルと予想されている。負担は相当なものとなっており、スカイ買収の資金調達のため、コムキャストはバランスシートに480億ドルの長期債務を追加した。2018年末に債務は1070億ドルに達したが、2020年末には980億ドルに減少する見込みである。買収後、スカイの利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）は34%減少している。

スカイは欧州でサッカーやF1などのスポーツコンテンツの権利を所有している。新型コロナウイルス

スのパンデミック（世界的流行）のため収益が減少したが、「一時的なものだと確信している」とアームストロング氏は述べ、スカイがイギリスの1300万人の契約者の99%を維持していると指摘した。同社は投資家に向けて、今後数年間でスカイのEBITDAを2倍にできるとも述べている。

一方、ウォール街はコムキャストの分割を望んでおり、これはスカイだけの話ではない。ライトシェッド・パートナーズのメディアアナリスト、リチャード・グリーンフィールド氏は「NBCを分離すればコムキャストの価値ははるかに上昇する」と述べる。バーンスタインが39社の大手機関投資家を対象に行った最近の世論調査では、80%以上がコムキャストはケーブルとメディア事業に分割すべきだと答えた。

コムキャストのマイケル・カバノー最高財務責任者（CFO）は、同社の「メディア事業とテクノロジー事業の組み合わせはうまく機能している」と言う。同社には、5600万人のケーブル、サテライト、ブロードバンドの加入者がおり、月に100ドル以上の支払いをしている。「家庭へのアクセスポイントに力を注いでいる」とアームストロング氏は言う。

一方で、長い間議論的となっていたケーブルTVの解約は、むしろコムキャストの利益を支えている。消費者がケーブルプランを解約し、ストリーミングアプリに切り替えることでテレビ加入者は減少しているが、テレビ番組の再販は高収益の事業でなく、同社のブロードバンド加入者は増え続けている。

■ SOTPによる評価額は1株63ドル

ではコムキャストの総合的な企業価値はどのようになるだろうか。バーンスタインのアナリスト、ピーター・スピノ氏は、ケーブル事業は2022年に約280億ドルのEBITDAを生み出すと予想する。競合のチャーターよりやや低いEBITDA倍率10倍を用いると、（負債を含む）企業価値（EV）は2800億ドルとなる。NBCユニバーサルのメディア資産については、EBITDA倍率7.5倍で企業価値は570億ドル、テーマパークは同倍率10倍で270億ドルとなる。最も物議を醸（かも）しているスカイの事業については、スピノ氏はEBITDA倍率7.5倍の240億ドルとしているが、他のアナリストはその半分で評価している。

他の小さな事業と合わせて、スピノ氏はコムキャストの企業価値を3660億ドルとしている。純負債を差し引いて1年分のキャッシュフローを調整した時価総額は2910億ドル、株価は1株63ドルとなる。スカイの評価額をゼロにしても、1株58ドルである。

ここ数カ月間急騰しているディズニー株に比べてコムキャスト株は割安に見える。NBCはストリーミングでは出遅れているが、7月に開始したピーコックと呼ばれるストリーミングサービスには2600万人が契約している。

コムキャストは映画やテレビのコンテンツに年間200億ドルを費やしている。他にもブロードバンド契約者にフレックスと呼ばれるセットトップボックスを提供し、ピーコックやネットフリックスなど他のアプリをストリーミングできるようにしている。これらによりブロードバンドサービスへの契約が増えれば、広告収入も得られるという。

ピーコックは今後数年間、利益を上げるには至らないだろう。しかしストリーミングサービスはNBC、ユニバーサル映画他のコンテンツのプラットフォームとなる。ピーコックのポジティブ・サプライズはコムキャスト株の上昇につながる。ディズニー株もストリーミングサービスについての投資家説明会後に14%上昇した。

コムキャスト株が上昇する理由は他にもある。米国のメディア業界は大幅に再編されており、悪評の高かったコムキャストの買収劇は終了するだろう。またコムキャストは投資適格の格付けを維持するために負債を返済している。さらに、自社株買いを再開し債務負担が減れば、現在1.8%の配当利回りを引き上げることもできる。同社は来年130億ドルのフリーキャッシュフローを生み出すと予想され、株主に報いる機会は十分にある。メディアのコングロマリット化を批判する者も、このキャッシュフローに異を唱えるのは難しいだろう。

By Daren Fonda
(Source: Dow Jones)

4. 高騰したビットコインに投資する方法 - Bitcoin Has Surged Past \$20,000. [フィーチャー] Here's How to Get In. アプリ、ファンドおよびヘッジファンドが利用可能だが、ETFの登場が待たれる

■ ETFが望まれる



Illustration by Bill Butcher

2013年頃にビットコインを買う一つの手段は、マンハッタンのユニオン・スクエアなどへ行くことだった。そこに、買う側は現金を持参し、売る側はデジタル通貨を譲渡するコードを入力するために電話を持参した。両者は時折、取引所の立ち会いフロアのように買いたい価格と受け入れられる価格を叫んでいた。

現在では、公園での相対の取引やビットコインのATMを使う方法以外にも、他の手段がある。ビットコインは取引所で、24時間365日取引されている。スマートフォンのアプリは、ユーザーに

対してワンタッチのアクセスを提供している。ビットコインの需要は価格上昇と共に増加し、価格は最近の2万3000ドルまで年初来で3倍以上に値上がりしている。

とはいえ、従来型のブローカーの口座を通じてビットコインを直接買いたいと望む投資家にとって、選択肢は依然として限られている。最も重要なことに、ビットコインを対象にした上場投資信託（ETF）がなく、今後数年間も登場しない可能性がある。

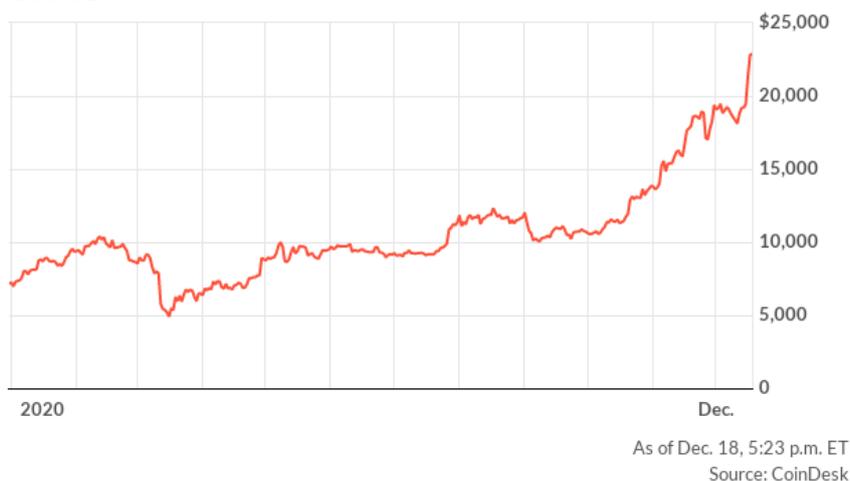
エデルマン・フィナンシャル・エンジンズの創業者であるリック・エデルマン氏は、「証券取引委員会（SEC）がビットコインのETFをいまだに承認していないことが、大いに不満だ」と語る。エデルマン氏は、ビットコインが近代の投資ポートフォリオにおいて非常に重要な部分であると確信しているものの、ETFがなければ同氏はビットコインに投資できない（エデルマン・フィナンシャル・エンジンズは、ETFおよびミューチュアルファンドだけに投資する）。エデルマン氏自身は2014年にビットコイン投資を開始し、その額は今では同氏の資産の1%を超えている。同社の顧客については、ETFが「全てを変えることになる」と同氏は付け加える。

■ アプリ、ファンド、ヘッジファンド

Digital Gold Rush

The price of Bitcoin has surged more than 200% this year.

BTCUSD



このような状態の結果として、大半の米国人がビットコインを売買する手段は、ロビンフッドやコインベースの提供するアプリ、または、ソフトウェア会社のスクエア<SQ>のキャッシュアップといったアプリとなる。

電子決済サービス企業のペイパル<PYPL>の利用者の中に、ビットコインの最大の潜在的な買い手がいる。同社は10月に、米国の顧客向けに暗号通貨購入アプリサービスを開始し、来年には他国への

展開を予定している。ユーザーは特別なものを必要とせず、サービスを申し込んで取引を開始するだけである。もっとも、来年からは取引額に応じて手数料が導入される予定で、2%を上回る場合もある。

スクエアもビットコインの購入を容易にしておき、手数料は最大1.76%となる。ロビンフッドは無料の取引を提供し、マーケットメーカーを通じて顧客の取引を振り分けて、ビッドとアスクのスプレッドの分け前を取り込んで利益を得ている。

どの企業も、利用者がビットコインを購入した後にどうするかについては、異なった規則を設定している。スクエアは、購入したビットコインを他人との取引に使える同社とは無関係の「ウォレット」へ移動することを可能にしているが、ペイパルとロビンフッドは、ビットコインをプラットフォーム内に維持させ、現金を対価とした売却だけが可能だ。

暗号通貨ファンドのプロバイダーであるビットワイズ・アセット・マネジメントの最高投資責任者（CIO）であるマット・ホーガン氏は、「これらのメリットは個人投資家に優しく直感的な操作が可能なこと、デメリットは手数料が高いことだ。そして、大きなデメリットはセキュリティで、電話がハッキングされるかパスワードが盗まれた場合、資産を失うことになる」と語る。

暗号通貨に特化した最大のアプリはコインベースが提供するもので、同社は非公開で上場を申請した。コインベースは10種類以上の暗号通貨や、その取引に関連したサービスを提供する。取引に0.5%のスプレッドと、購入元に応じて最低1.5%の手数料を課している。

投資家には、ブローカーの口座で暗号通貨を取引する手段も幾つかある。グレイスケール・ビットコイン・トラスト<GBTC>は、グレイスケール・インベストメンツが作り出した有価証券で、ビットコインだけで構成されており、私募の対象として組成されている。SECの規則では、投資家は購入後6カ月で、公開市場で同トラストの売却が可能となっている。同トラストは従来型のブローカーの口座を通じて購入可能だ。

しかしトラストとETFの間には大きな違いがある。GBTCは純資産価値（NAV）に対して大幅なプ

レミアムを伴って取引されており、購入者はビットコインのリスクを背負うだけでなく、プレミアムが縮小すれば損失を被ることになる。グレイスケールは、他の選択肢の少なさから恩恵を受けており、世界最大の暗号通貨運用会社で、運用資産は130億ドル。GBTCの価格は年初来で240%上昇している。ビットワイズも、ビットワイズ10クリプト・インデックス・ファンド<BITW>という、暗号通貨に関する上場有価証券を提供する。同ファンドは、10の暗号通貨の価格に追随しており、GBTC同様にNAVに対してプレミアムで取引され、最近のプレミアムは200%超となっている。

裕福な投資家向けには、暗号通貨に特化したヘッジファンドもある。パンテラ・ファンドは2013年にパンテラ・ビットコイン・ファンドを設定し、設定以来のリターンは2万7000%を超えている。最低投資額は10万ドルで、運用手数料は75ベースポイント (bp) だが、成功報酬は取らない。パンテラの最高経営責任者 (CEO) であるダン・モアヘッド氏は、同ファンドを「日々の取引が可能という意味ではETFのように組成されているため、富裕層個人投資家または機関投資家がビットコインのエクスポージャーを得るための最も有効な手段だ」としている。

モアヘッド氏もETFが業界にとって必要だとみている。投資家はETFが登場するまでは、風変わりまたは費用がかかると感じられる商品で我慢しなければならないだろう。ただ、ビットコインの価格が上昇を続ければ、費用は懸念材料でないかもしれない。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

5. 大きく上昇した2020年の次は如何に - The Market Has Seen Big Gains in 2020. Next Year Will Bring New Surprises. [米国株式市場]
景気回復は確実だが、来年には来年のサプライズがある

■ 景気と株式市場が乖離した1年

Dow Jones Industrial Average



Source: FactSet

景気が異常に悪かった2020年は、株式市場で異常に大きな利益がもたらされた。しかし、異常から平常への回復は失望をもたらす可能性がある。

ダウ工業株30種平均 (NYダウ) は先週0.4%上昇して3万179ドル5セントで引け、2020年の年初来上昇率は5.8%となった。S&P500指数は週間で1.3%上昇して3709.41となり、年初来では15%の上昇だった。これは、今年731%の急騰を見せ、21日から同指数に採用される電気自動車メーカーのテスラ<TSLA>が加わっていても達成した数字だ。ナスダック総合指数は、先週3.1%高の1万2755.64となり、2020年の上昇率は42%となった。小型株のラッセル2000指数は先週3.0%上昇して1969.99で週末を迎えたが、年初来の上昇率は18%に達した。

今年は悪材料が山積みだったにもかかわらず、これだけの上昇だった。経済のシャットダウンを余儀なくさせ、30万人以上が亡くなった新型コロナウイルスの蔓延 (まんえん)、株式市場の全ての動きが選挙における国民投票のようになった政治への絶えざる注目、そして警察官による不当な取り調べ後に起きた黒人男性のジョージ・フロイド氏の死とそれに

続く抗議行動。これらは、市場には感情がないこと、個人には意味があっても市場が反応を示すことはないこと、そして市場は起こったことよりも起こるかもしれないことを重視しているを思い出させてくれる。

■ 来年は景気回復の見通し

S&P 500 Index



Source: FactSet

来年はここまで衝撃的な年にはならないだろう。ちょうど先週、米国では新型コロナウイルスのワクチン接種が開始され、第1四半期末までに1億人の米国人が接種を受けるとの予測もある。日常生活が通常に近い状況に戻ることは、経済に信じられないほどの後押しとなるはずだ。オバマ、トランプの両政権下で、国内総生産（GDP）の成長率がどの年も3%に到達するのは難しかったが、日常への回帰は、米国がこのような低迷の倦怠感から抜け出す助けとなりそうだ。

実際、過去10年を見て将来を推測することは、投資家が犯している最大の間違いだろう。前回の景気後退は金融危機によって引き起こされた。その結果、銀行のバランスシートは傷つき、リスク選好度は低下し、決して起こらなかったインフレを懸念して連邦準備制度理事会（FRB）が大胆な金融刺激策をためらったことで、成長は停滞した。

今回は何兆ドルもの財政刺激策が即座に実施されたが、それ以上の刺激策が今後も実施される可能性が高い。また、FRBは2008年の金融危機後の過ちを認識しているように思われ、2023年までは金融引き締めを行わないと約束している。

最も重要なのは、現在の景気後退は過度なリスクを取った結果ではなく、ウイルスによって経済のシャットダウンを余儀なくされたことに起因しているという点だ。つまり、景気回復は2009年に始まったものよりも速く、強くなるはずだと、ウェルズ・ファーゴ・セキュリティーズの米国株ストラテジストであるクリストファー・ハーベイ氏は述べる。同氏は「景気回復の形状を文字に例えるなら、JでもKでも、思い浮かぶ大概の文字でもなく、V字回復だ」と主張する。

ハーベイ氏の見解は確かに一般的ではない。エコノミストの予想平均では、2021年の米国の経済成長率は4%で、2010年から2019年までの平均的な成長率を上回るものの、新型コロナウイルスによるダメージが回復するのは2022年か2023年までかかるという。しかしMKMパートナーズのチーフエコノミストであるマイケル・ダーダ氏は、成長率がそれを上回る可能性は十分にあると述べる。同氏の来年のGDP成長率の予想は4.5%~6.5%で、インフレ率は平均で2.5%~3.5%の予想だ。

同氏は、「ワクチン接種や改善した治療法が経済再開努力を後押しするため、来年の下半期は非常に好調に推移するはずだ。家計部門には数兆ドル規模の流動資産が積み上がっており、2020年中に使用できなかった多くのサービス（レジャーや宿泊など）に支出して、経済に流れ込むことになる」と指摘する。

■ 景気回復でも株価上昇には簡単につながらず

NASDAQ Composite Index



Source: FactSet

しかし、2020年に何度も言われているように、経済と市場は異なった存在だ。これは、成長が株式市場にとって良くないということではない。ダーダ氏によると、好景気を受けて来年のS&P500指数の利益は15~20%の増益となる可能性があるという。ただし、力強い経済成長は米国債利回りの上昇を招く可能性もあり、その場合、市場のバリュエーション、特にハイテク、コミュニケーション・サービス、一般消費財の各セクターの割高な成長株のバリュエーションを圧迫することになる。投資家はバリュエーションを考える際の無リスク金利として米国債の利回りを使うため、利回りの上昇にともなって成長株のバリュエーションが低下する可能性がある。ダーダ氏は、「金利上昇に伴う割引率の上昇を受けて株価収益率（PER）が縮小するため、市場は横ばいから1桁の上下にとどまりそうだ」と述べる。

ウェルズ・ファーゴのハーベイ氏もこれに同意する。同氏は2021年には、投資家が高値にある大型ハイテク株から、より割安で景気動向に敏感な銘柄にシフトしていくと予想する。しかし、ハイテク株は時価総額でS&P500指数の28%という膨大な比率となっており、アップル<AAPL>だけでも7%近く、マイクロソフト<MSFT>も5%以上を占めている。こうした銘柄が現在の価格付近に留まるか、下落でもすれば、S&P500指数が上昇するのは難しそうだ。

同氏は「大型ハイテク株がさえない値動きとなれば、指数に大きな足かせとなる」と述べ、2021年末のS&P500指数の目標値を3850としている。同氏の助言は「新型コロナウイルス関連銘柄」の買いだ。新型コロナウイルス関連の材料に最も反応する銘柄は、生活が通常に戻った場合に最も恩恵を受けるからだ。これらの銘柄には、先週さえない収益見通しの発表にもかかわらず3.1%上昇したレストランチェーンのダーデン・レストランツ<DRI>や、カジノやホテルなどを運営するMGMリゾート・インターナショナル<MGM>、大手家電メーカーのワールプール<WHR>などが含まれる。

もちろん、本当に物色対象が替わるかどうかに関して疑う理由はありそうだ。先週、ナスダック総合指数の上昇率はNYダウを2ポイント以上も上回った。これが「通常」ということも覚えておくべきかもしれない。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

6. 2021年のハイテク株の行方を占う - After a Big Year for Tech Stocks, 2021

[ハイテク]

Looks Very Different

IPOとM&Aは活発化する一方、バリュエーションの割高化を背景にリターンは低下へ

■ 2021年の状況は一変する



Shutterstock/charfilmax

2020年が災いの年だったことは間違いない。しかし、ハイテク投資家にとっては素晴らしい年だった。

モルガン・スタンレーのアナリスト、キース・ワイス氏は先週の投資家向けレポートで、2020年にソフトウェア株が平均で81%上昇したと書いた。主な要因は、低金利、在宅勤務への移行、グロース株投資家の代替投資先の欠如だったという。しかも、サブスクリプション収入が増加しつつある企業では経費を削減したことで利益率が押し上げられた。

ナスダック総合指数は年初来で46%上昇している。リターンはS&P500指数の3倍だ。半導体株は54%上昇し、クラウドソフトウェア株は71%上昇し、調査会社ルネサンス・キャピタルの新規株式公開（IPO）指数は112%と大幅に上昇した。ハイテク分野では、ほとんど全ての要素がうまく機能したと言える。

だが、2021年は全く異なる展開が待っている。

■ 金利が上昇するとグロース株のリターンは低下する

コロンビア・セリグマンでハイテク・ファンドマネジャーを長年務めるポール・ウィック氏は、金利が上昇し始めており、過去を振り返ると金利上昇局面でグロース株はアンダーパフォームしたと指摘する。しかも、新型コロナウイルスワクチンが経済再開と商品への需要を促し、金利上昇を後押しすると同氏は考えている。同氏が運用するミューチュアル・ファンドの過去2年間の平均リターンは約45%だが、グロース株のリターンは2021年に緩やかになるか反転する可能性があると同氏は警告する。

ウィック氏は、「話は複雑だ。世界経済には、クラウドコンピューティング採用の継続、次世代通信規格『5G』の展開、自動車の電動化など、長期的な成長要因を持つ分野が確かに存在し、それは変わらないだろう。だが、特にグロースファンドが投資するような株式のバリュエーションは極端に割高化している」と言う。モルガン・スタンレーのワイス氏も、本格的な経済再開により、一部の投資家はハイテク以外の割安なセクターを選択する可能性があるとは指摘する。

では、次に何が起こるのか。筆者は2021年のハイテクセクターを以下のように予測している。

■ IPO市場はさらに拡大する

先週の本コラムで指摘したように、2020年は2014年以降でIPOが最も活発だった年である。それに加え、株式上場の代替的な方法として特別目的買収会社（SPAC）が注目された。

ルネサンス・キャピタルによると、2020年に新規上場した株式の平均リターンは75%で、1990年代後半のバブル期以降の最高となった。さらにルネサンスによると、これとは別に71社が投資銀行を選定したか、IPOを秘密裏に申請済みだ。その中には、ルネサンスがIPO後の時価総額を500億ドル以上と見込むフリップカート（現在はウォルマートが所有しているインドの大手電子商取引プラットフォーム運営企業）と決済企業のストライプが含まれる。また、食料品宅配会社のインスタカート、株式取引プラットフォームのロビンフッド、不動産仲介のコンパスもIPOの可能性があるという。

■ クラウドの未来に影が差し始める

クラウドベースのソフトウェア企業が予測可能な収益源、大きな成長力、巨大な市場規模に支えられたアセットライトなビジネスモデルを持つことは間違いない。だが、株価は割高だ。モルガン・スタンレーのワイス氏は、ソフトウェア株の現在の企業価値売上高倍率は過去5年間の平均を83%上回っていると指摘する。これは、バリュエーションが今後縮小することを意味すると思われる。

ここで思い起こすべきは、クラウドベースのビデオ会議サービスを展開するズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>の現在の株価が10月末の最高値から30%下落していることだ。急落の背景には同社の急成長に関する懸念が広がっていることがある。今後は警戒が必要だ。

■ ビジネス再開銘柄を選別すべき時が到来

新型コロナウイルスワクチンの登場で、ビジネス再開銘柄への投資を検討すべきときが来た。

会計・税務向けソフトウェアとクラウドサービスを手掛けるイントゥイット<INTU>、ローカルビジネスレビューサイトを運営するイエल्प<YELP>、共同購入割引クーポンサイト運営のグループン<GRPN>はいずれも、中小企業の状況が正常化するにつれて恩恵を受けるはずだ。

オンライン旅行サイト運営のブッキング・ホールディングス<BKNG>とエクスペディア<EXPE>の株価もビジネス再開を受けて上昇すると筆者は予想する。いずれも現在の株価は民泊仲介サイト運営のエアビーアンドビー<ABNB>よりも割安だ。

ライドシェアリングではリフト<LYFT>を嗜好する。仕事や旅行の再開の恩恵を直接的に受けるからだ。一方、ウーバー・テクノロジーズ<UBER>は、自宅待機によって浮上したものの回復局面で逆風に直面すると予想される料理宅配部門が足かせとなる可能性がある。

コンピューター機器大手HPインク<HPQ>の株価は、PC需要の急増のおかげで勢いづいているが、継続的な自社株買いと、オフィス再開によるプリンター売上高の増加によってさらに勢い付くかもしれない。

■ M&A（合併・買収）はさらに活発化する

投資銀行ユニオン・スクエア・アドバイザーズのプレジデント、テッド・スミス氏によると、同社の業務はかつてない繁忙期を迎えている。低金利と巨額の資本プールを背景に、戦略的買い手と金融業界の買い手が成長資産を最高値で買い入れるのをいとわないため、M&Aの勢いが鈍る気配はないと言う。

例えば、ITソリューション大手のデル・テクノロジーズ<DELL>が年内に仮想化ソフトウェア大手VMウェア<VMW>の支配的持ち分をスピノフするとの観測が浮上している。

アイ・エー・シー・インタラクティブ<IAC>は、ビデオツールを開発・販売する子会社ビメオをスピンアウトする可能性があるとして述べている。さらに、掃除などの家庭サービス向け電子商取引サイトを運営するANGIホームサービス<ANGI>の持ち分を売却する可能性もある。

ソフトバンクグループ<9984.日本>傘下の投資ファンド、ビジョンファンドは2021年に10件以上の投資先のエグジット（投資の回収）を実行する可能性がある。ソフトバンクグループの株価は今年3月以降に3倍へ上昇しているものの依然として割安であり、上値余地があると筆者はみている。

■ 今や企業規模の大きさはリスクの高さを意味する

筆者はパンデミックの初期段階で、アップル<AAPL>、マイクロソフト<MSFT>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、アルファベット<GOOGL>、フェイスブック<FB>の五つの大手ハイテク企業を購入するよう勧めていた。これら5社のバスケットが市場をアウトパフォームする可能性があるとして今でも考えているものの、リスクは高まっている。

アップルの現在の株価は最高値を4%下回っているにすぎず、5G対応iPhone（アイフォーン）の販売目標を達成しなければならない。フェイスブックとグーグルは規制当局による精査の強化に直面しているが、事業売却を迫られるよりも罰金や新しいルールを課せられる可能性が高まっているようだ。大手ハイテク5社の中では、マイクロソフトとアマゾンが最も安全な投資先かもしれない。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

7. ドラフトキングスとスクエアはアマゾン級の成長を目指す - DraftKings and Square Are Growth Stocks With Ambitions to Be Like Amazon

[注目銘柄]

時価総額で既存企業を上回る

■ 2社の株価は2020年に急騰



Scott Olson/Getty Images

ズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>の株価は年初来490%上昇し、時価総額はコーヒーチェーン大手スターバックス<SBUX>に近づいている。手作りクラフト品のマーケットプレイスを提供するエッツィ<ETSY>の株価は同324%上昇して、時価総額はスーパーマーケット大手のクローガー<KR>を超えている。こうした株価上昇は恐らく、消費者がお互いに、手編みの猫用セーターをオンラインで見せ合うという将来を予告しているのだろう。もしくは、投資家がグロース株に熱狂し過ぎているのかもしれない。

この答えは見分けが難しい時もある。23年前にアマゾン・ドット・コム<AMZN>が上場した時、書籍販売会社の株価にしては割高であるように見えた。今日、同社は急成長する小売り、クラウドサービス、ネット機器販売とエンターテインメントを展開するコングロマリットであり、ヘルスケアへの参入の機会も窺っている。2023年の株価予想フリーキャッシュフロー倍率21倍というのも、頷けるかもしれない。

最近、筆者はバリュエーションについての自身の懸念はさておき、2020年に急成長した2社、すなわちオンラインスポーツ賭博のドラフトキングス<DKNG>とモバイル決済サービスのスクエア<SQ>の経営トップに、「会社はどこまで大きくなれるか」と尋ねた。分かったのは、彼らはアマゾン級の成長を実現する野心を抱いているということだ。

■ 新市場でビッグプレーヤーを目指すドラフトキングス

ドラフトキングスは、ファンタジー（架空）スポーツから事業を始めた。これはプレーヤーが仮想チームを結成し、現実の試合から得られた統計を使って賞金を求めて競争する。伝えられるところでは、これは技能を競うものとされており、これがオンライン賭博の規制緩和前でも許可された理由である。米連邦最高裁判所は、2年前に州政府に選択を委ねる判決を下した。州政府は、リアルなスポーツ賭博を合法化し想定外の税収を得るか、住民がカリブ海に拠点を置くウェブサイトを通じ、非課税でスポーツ賭博を行ってはいないというふりを続けることができる。半分近くの州は税収が得られる方をとり、現在はさらにその数が増えている。

オンラインスポーツ賭博以外のエンターテインメントは依然として休止中であるため、ドラフトキングスは過去数カ月間に、スポーツ賭博の需要の急速な拡大を目の当たりにした。ジェイソン・ロビンス最高経営責任者（CEO）は、同社はナショナル・フットボール・リーグ（NFL）賭博を、昨シーズンの2州から今シーズンは10州に広げると語る。

ドラフトキングスは4月に、いわゆるブランクチェック（白紙小切手）カンパニーと合併して上場した。合併発表前にブランクチェックカンパニーの株を購入した株主は、今や5倍の価値があるドラフトキングス株を手に入れている。同社の時価総額は216億ドルであり、巨大カジノ企業であるMGMリゾート・インターナショナル<MGM>を約60億ドル上回る。また、認められた複数の州でオンラインのカジノ型賭博を提供する。2021年の売上高は、8億4500万ドル、前年比54%増に急拡大する見通しだ。

ロビンスCEOは何年もの間、伝統的な賭博が急成長するのを見て、ビデオゲーム賭博のような新しいマーケットで巨大プレーヤーになりたいと考えている。同氏は、「この話をすると人々は少し笑うが、当社はほとんどアマゾンのようになりたいと熱望している。当社には顧客が開設した口座と財布がある。顧客は自身の資金を使う良い経験を提供してくれると、当社を信頼している。これが将来の拡大につながると考えられる究極の要因だ」と語る。

どこまで拡大したいかという問いに対し、ロビンスCEOは時価総額1000億ドル企業を思い描いていると言う。これは、現在の時価総額の5倍近くである。

■ 3段階で成長を目指すスクエア

スクエアは、いわゆるペイメント・アグリゲーター（集金人）と呼ばれる企業である。もし小さな店を持ちクレジットカードでの支払いを受け付けたいと考える時、アプリ上の危険な処理が必要なら、マーチャント・アクワイアラー（立替払い取次業者）と呼ばれる専門の金融機関に直接、自身の口座を開設することが可能だ。しかし、より簡単な方法は、スクエアのような中間業者と取引することである。スクエアは、かつてアメリカン・エクスプレス<AXP>のカードによる支払いに対応できなかったことで多額の売り上げをふいにした経験があるジム・マッケルビー氏と、ツイッター<TWTR>の共同創業者でコンピューターを得意とするジャック・ドーシー氏によって設立された。

スクエアの株価は年初来272%上昇して時価総額は1040億ドルとなり、アメリカン・エクスプレスを上回るとともに、ツイッターの2倍を超える。スクエアはクレジットカードの処理のほか、給与

の支払いやロイヤルティー決済業務などの中小店舗向けサービスに進出した。しかし株価の上昇は、「キャッシュ・アップ」事業の勢いに乗ったものだ。このアプリによって、利用者はスマートフォンを通じた送金や受け取りが可能になる。今年は、政府からの支援金を受け取るための簡単な手段として、急速に普及した。

クリーブランドで移民の小企業オーナーの娘として育ったアムリタ・アフジャ最高財務責任者（CFO）は、同社の経済的なエンパワーメントという目的を「身にしみて」感じると語る。同CFOは、スクエアのカギを握る二つの市場であるセラーエコシステム（売り手向けサービス）と個人間送金（P2P）で、シェアが3%しか獲得できていないと言う。「当社はカウンターのも両側を見ている者にしかできない、ユニークなものを見つけている」と語る。

アフジャCFOは、スクエアが成長の第1段階にあり、二つの事業を拡大していると語る。成長の第2段階では両事業を組み合わせて提供し、第3段階では統合する。

スクエアは、取引手数料、期間内の定額サービス、決済機器の販売などで収入を得ている。今年の売上高は、前年比37%増えて127億ドルと予想されている。利益水準は低いが、急速に伸びている。投資銀行シーポート・グローバル・セキュリティーズのアナリストであるクリス・ブレンドラー氏は、最近スクエアを「買い」に格付けしカバーし始めたが、将来の利益は大幅に増えるかと予想する。これは、スクエアのコストの多くが商品開発、マーケティングや基幹設備など、売上高に連動して増える可能性の低いものだからだ。同氏は「マーケティングのためだけに、100億ドルを支出することはできないだろう」と語る。

2021年もドラフトキングス株とスクエア株は、輝くだろうか。答えを見付ける方法は、3段階で構成される。まず、新型コロナウイルスがどのくらい早く終息するかを反映した今後数四半期の売り上げの伸び率など、不透明要因を正確に予測する。次に、政策によって株式の需要が増えるか、減るかを判断するために、マクロ経済予想と政治的要因を組み合わせる。第3段階として、1年後に投資家が大胆になっているか怯えているか、すなわちグロース株とバリュー株のどちらを選好するかという点を考慮する。

グッドラック。ファンタジーフットボールでは技能を競うかもしれないが、急成長株の短期的なリターンを予想するのは、やや運次第である。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

8.

良いニュースは既に株価に織り込まれている - All the Good News Is Already Baked Into Stocks. How to Stay Safe.
 コロナ収束期待を反映して株価指数が高値を更新する中、安全な投資戦略を考える

[コラム]

■ コロナ感染と株式市場の対照的な動き



Mark Lennihan/AP Photo/Bloomberg

米国における新型コロナウイルス感染症の新規感染者数と死者数が新たなピークに達すると同時に、米国の主要な株価指数は過去最高水準に達している。

もちろん、金融市場は現在よりも未来に注目しており、2021年は今年よりはるかに良くなることを見込んでいる。先週最初のワクチン投与が開始され、二つ目がまもなく承認される見通しで、2021年下半年までにパンデミック（世界的流行）が収束することに対する期待が高まっている。しかし、これらの進展も感染拡大をすぐに止めることはできず、米国の多くの病院が対応能力

の限界に達しつつある。

この不運な1年の次がより良い年になると、誰もが期待せずにはいられない。本誌の年次調査によると、ストラテジストは2021年の株式リターンを約10%と予測している。しかし、コンセンサスから大幅に外れた予測をする人はほとんどおらず、大半の年でそれくらいのリターンが予想の中央値となっている。

ダウ工業株30種平均（NYダウ）、S&P500指数、ナスダック総合指数に加え、これまで回復の遅れていた小型株ベンチマークのラッセル2000指数は、2021年に向けた楽観的な見方を明確に反映している。3月の安値からNYダウは63%、ナスダック総合指数は86%、ラッセル2000指数は99%以上上昇している。

一方、ロンドンのシャード・キャピタルのビル・ブレイン氏は、「来年のリターンを上げたいなら、株式市場の際限のない上値余地に参加しようというのが市場のメッセージだ。しかし、低金利が続く中、株式に資金が流入し、バリュエーションはますます上昇する。リターンを得るために、より大きなリスクを冒さなければならず、これは巨大な罠のように思える」と見解を述べている。

■ プロとアマチュアそれぞれの事情

バンク・オブ・アメリカの最新の調査に回答したファンドマネジャーは、この流れに乗っているようだ。現金保有は4%と2020年で最低水準にあり、回答者は2013年5月以来初めて現金をアンダーウエートとした。新型コロナワクチンへの期待は、新興国市場とともに消費材やコモディティー銘柄の「取引再開」につながった。

集中した取引として、最も回答が多かったのはハイテク株への投資であり、米ドルの空売りビットコイン購入がそれに続いた。ナスダック市場と並んでビットコインも先週最高値を記録した一方、米ドル指数は2018年4月以来の最低水準に落ち込んだ。

プロがリターンを生み出す（そして自分たちの雇用を維持する）ためにより高いリスクを取りに行く一方、アマチュアは取引を楽しむことに傾倒しており、この強気相場ではおそらく利益も上げている。ビアンコ・リサーチのジム・ビアンコ氏は、個人投資家による個別銘柄とオプションの売買が激増していると指摘する。彼らは上場投資信託（ETF）で分散投資をしたりオプションでレバレッジを効かせたりするのではなく、直接株式を購入している。

同氏によると、春の市場回復以来、少額のオプショントレーダーの活動は多額のを大幅に上回っており、弱気のプットよりも強気のコールオプションに大きく傾いているという。個人投資家による取引の活発化という構造的な変化は、「過度の楽観以上の要素が働いていることを示している」と同氏は結論付けている。

シーブリーズ・パートナーズ・マネジメントを率いるダグ・カス氏は、これはダニング・クルーガー効果の現れであるかもしれないと指摘する。ダニング・クルーガー効果とは認知バイアスの一種で、自分が実際よりも多くのことを知っていて能力があると思い込んでしまうことを指す。その影響下にある人は自分がどれだけ物事を知らないかを知らず、無知な人ほど自信を持つという現象につながる。

「手数料ゼロの取引アプリのおかげで、取引は簡単でコストがかからなくなった。コロナ禍による外出制限と、主体性を取り戻したいという多くの人の願望が相まって、2020年の投資熱に大きく寄与している」とカス氏は書いている。

無料取引プラットフォームのロビンフッド・ファイナンシャルの顧客にとっては、無料の取引が高くついたかもしれない。証券取引委員会（SEC）は先週、この人気のプラットフォームがどのように利益を上げているかについてユーザーの誤解を招いたと非難した。

とはいえ、こうした措置は、ハイテク大手が直面する規制リスクに比べれば大したことではない。先週、グーグルの親会社のアルファベット<GOOGL>に対し、10月に提起された訴訟に加えて別の2件の独占禁止法訴訟が提起された。この1週間前には、数年前のワッツアップとインスタグラムの買収をめぐるフェイスブック<FB>に対して訴訟が提起されている。

欧州連合（EU）はアマゾン・ドット・コム<AMZN>の市場行動を注視しており、アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）<BABA>とテンセント・ホールディングス（騰訊控股）<TCEHY>は中国の規制当局から精査を受けている。

しかし、世界中の政府の監視対象になっているものの、中国企業を除いてハイテク銘柄の株価はほとんど下落していない。超緩和的な金融政策と追加の財政措置への期待が市場を後押しし続ける限り、規制リスクは表立った問題にならない可能性がある。

■ 現在の市場環境下でお勧めの投資戦略

米連邦準備制度理事会（FRB）は先週、完全雇用とインフレ目標2%を達成するまでは、ほぼゼロ金利の政策と月に少なくとも1200億ドルの証券買い入れを継続することを表明した。

世界全体で18兆ドルを超える債券がマイナス利回りで取引されるなど、債券利回りが低下していることが、株式を含むあらゆる資産価格を下支えしている。

FRBのパウエル議長は、水曜日の記者会見で株式のバリュエーションに関する質問を受けて、株価

収益率（PER）が高めであることを認めつつも、国債利回りが低いことを考えると株式のリスクプレミアムは正常な範囲から外れていないと付け加えた。しかし、マス・ミューチュアルのグローバル投資戦略を統括するクリフ・ノリン氏は、これは来年の楽観的な見通しが現在の株価に織り込まれていることを示唆していると述べる。

FRBの金利抑制は信用リスクをなくしていないものの、歴史的な低金利での借り入れにつながった、とメリルリンチの住宅ローン事業の前責任者ハーレー・バスマン氏は述べる。同氏は、投資家は来年これらの動向を活用するべきだとブログに書いている。

一つの方法は、今すぐ利益を確定したいと考えている投資家に最適なオプション取引だ。次のバイデン政権は、上院の承認を前提として（上院の過半数は1月5日のジョージア州の決選投票の結果にかかっている）、キャピタルゲイン税率を引き上げようとする可能性が高いため、現行の低い税率で支払いたい意向の投資家が想定される。金融・財政刺激策とワクチンがもたらす集団免疫が組み合わせると、個人消費が爆発的に増加するとバスマン氏は予想している。ミレニアル世代が支出の最も多い年齢に達し、いずれインフレが発生するだろう。

同氏は、上場投資信託（ETF）のSPDR S&P500ETF<SPY>について（現在の価格は365ドル）、行使価格410ドルで2023年1月20日を期日とする長期コールオプションを19ドルで買うことを提案する。それを、SPYの同じ期日と価格の275ドルのプットオプションの売りと組み合わせる。この取引では、最初の24.7%分の下落を回避する代わりに、最初の12.3%分の上昇（コールのアウト・オブ・ザ・マネーの幅）を放棄することになる。この戦略の場合、過去5年間の強気市場の50%のリトレースメントとなる、275ドルでSPYを購入する用意が必要となる、と同氏は付け加える。

もう一つ、そこまで難解ではない取引として、モーゲージ不動産投資信託（REIT）を購入する手がある。バスマン氏は理論的根拠として、FRBがこのようなレバレッジの効いた投資対象の借り入れコストを抑えつつ、バランスシートの反対側にある資産のボラティリティも抑制していることを挙げる。同氏は特定のREITを挙げていないが、グループとしてジャンク債よりもはるかに高い利回りをもたらしていると述べる。例えば、ヴァンエック・ベクトル・モーゲージREITインカムETF<MORT>の利回り10.24%に対し、iシェアーズiBoxx米ドル建てハイイールド社債ETF<HYG>の利回りは4.89%だ。

バスマン氏は他に、クローズドエンド型の地方債ファンドを支持している。そして、超長期的なヘッジとして金を提案している。5%の配分ではしばらく利益を生み出さない可能性があるが、安心材料となろう。

■ コロナ収束に向けた期待とリスク

短期的には、強気派は現在起こっていることの見越し、パンデミックが収束する2021年がはるかに良い年になると期待している。

ドイツ銀行の最近の投資家調査では、米国株式、続いて新興国株式が選好されており、同行のヘッドストラテジストを務めるジム・リード氏はこれが「史上最大のコンセンサス」かもしれないと述べている。回答者が想定する3大リスクは、ウイルス変異によってワクチンによる抑制ができなくなる（約38%が懸念）、重度のアレルギー反応を起こしやすい少数の人に見られるような、深刻な副作用の発生（同36%）、そして相当数の人々がワクチン接種を拒否すること（同34%）となっている。

これは、新型コロナワクチンが失敗するという広範な懸念を意味するものではないが、市場が既にその成功と来年下半期の回復の多くを織り込んでいることを示唆している。従って、強気のコンセンサスから離れて、利回りを提供する投資を検討することには価値があるかもしれない。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

9. S&Pの特斯拉採用によりインデックス・プロバイダーをめぐる論争が再燃 - [フィーチャー] S&P's Addition of Tesla Revives Indexer Debate 指数採用で需給いびつに

■ インデックス・プロバイダーの影響力が増大



Nina Riggio/Bloomberg

大手インデックス・プロバイダー（S&P500指数、ナスダック総合指数などの株式指標を提供する企業）は、10兆ドル規模の産業を生み出し、投資家の行動に大きな変化をもたらしてきた。そして、大手インデックス・プロバイダーが最近下した二つの決定は、大多数の米国人がどの銘柄を保有するか（時には保有しないか）を決める上で、インデックス・プロバイダーがどれほど大きな影響力を持っているかを示している。

スタンダード・アンド・プアーズ（S&P）は12月21日（月）に電気自動車（EV）メーカーの特斯拉<TSLA>をS&P500指数の構成銘柄に採用

することにした。時価総額が6590億ドルの特斯拉は、S&P500指数構成銘柄のトップ10に入ることになる。S&Pはこれまで、特斯拉ほど時価総額の大きい企業をその指数に加えたことはなかった。

特斯拉の採用は、S&P500指数のような時価総額加重平均型指数は投資家に割高株を押し付けることになるのかという議論を再燃させた。投資家が上場投資信託（ETF）やその他の指数連動型パッシブ運用商品に重点を移すにつれ、インデックス・プロバイダーが持つ市場の門番としての大きな影響力は増すばかりだ。

■ 指数採用で需給いびつに

5兆ドルを超える資産がS&P500指数の動きに追随している。指数連動型ファンドは、当該ファンドの値動きを特定の指数と同じにするために、指数を構成する銘柄を全て同じ比率で保有することが必要になる。これが特斯拉株に対する830億ドルの買い需要を引き起こす、とS&Pダウ・ジョーンズ・インデックスのシニア・インデックス・アナリストであるハワード・シルバーブラット氏は説明する。アクティブ運用のファンドマネジャーも特斯拉株を買う必要が生じるかもしれない。7兆6000億ドルを超える資産がS&P500指数をベンチマークとしており、アンダーパフォームしたり、指数に近いリターンを上げたりしていない場合、ファンドマネジャーは職を失う可能性がある。

S&Pは1カ月前に特斯拉をS&P500指数の構成銘柄に採用することを発表、投資家は特斯拉株をこぞって買い占めに走った。特斯拉株は11月初旬から74%急上昇し、年初来では731%上昇している。大手自動車メーカーのゼネラル・モーターズ<GM>の株価売上高倍率（PSR）が0.4倍であるのに対

し、テスラ株の来年度予想PSRは14倍となっている。ファンド運用会社のリサーチ・アフィリエイトによれば、S&P500指数のような指数は「高く買って安く売る仕組みになっており、テスラはこの原則が当てはまる典型的な例」ということだ。テスラが勝ち組銘柄であり続ける見込みは低く、市場をアンダーパフォームする可能性が高い、と見ている。

実際、リサーチ・アフィリエイトによると、指数から除外された株式のこれまでの実績に基づくと、テスラ採用のために外された不動産投資信託会社(REIT)のアパートメント・インベストメント・アンド・マネジメント<AIV>は、今後1年間で最大20%も市場をアウトパフォームする可能性がある、ということだ。

見方を変えれば、テスラ株が急騰する一方で、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスがこれまでテスラを採用していなかったことで、指数連動の投資家にとっては大きな損失になったとも言える。シルバブラット氏は、「指数に採用されるべき企業はいくらでもある。しかし、S&P500指数の目的は、市場のトップ企業（願わくは、継続性があり利益を上げている企業）を反映することだ」と言う。

■ 構成銘柄の選択には疑問も

指数がルールに従うべきだということに異論の余地はないが、指数自体が市場の同義語となっている場合、その門番であるインデックス・プロバイダーが必要以上に防御的に見えることがある。テスラは、米国会計基準（GAAP）ベースで4四半期連続最終黒字というS&Pが定めた基準を満たすことで、その指数に採用された。しかし、それも操作することができる。テスラは、同社の最終損益に寄与した排出枠クレジットの売却の後押しを受けた。

他の指数でも構成銘柄の変更が進行中だ。MSCI<MSCI>は、トランプ政権がブラックリストに挙げた中国企業7社を1月に指数から除外する予定だ。ナスダックはナスダック100指数（金融銘柄を除外した時価総額上位100銘柄で構成）の構成を見直している。変更の内容は、月曜日にインベスコQQQトラスト<QQQ>ETFに反映される予定で、オーストラリアのソフトウェア企業であるアトラシアン<TEAM>、クラウド管理サービス企業であるオクタ<OKTA>、フィットネスサービス企業であるペロトン・インタラクティブ<PTON>などが採用される予定だ。

また、ナスダック100指数は、114年の歴史を持つ公益電力企業であるアメリカン・エレクトリック・パワー<AEP>をその構成銘柄に採用する。ナスダックは、その取引所で取引される非金融企業の時価総額が基準を満たした場合に指数への組み入れを認めている。アメリカン・エレクトリック・パワーは、10月にナスダックに移った後、適格となった。ナスダック副社長のショーン・ワッサーマン氏は、この指数は「世界の舞台で革新的とされる企業」で構成されている、と言う。

公益事業を世界的に革新的な企業と呼ぶのは気前が良過ぎる。インベスコQQQトラストの投資家が望んでいるのは高成長ハイテク株であり、業績が低位安定の連続微増配株ではない。そのためインデックスファンドは他にもある。

By Daren Fonda
(Source: Dow Jones)

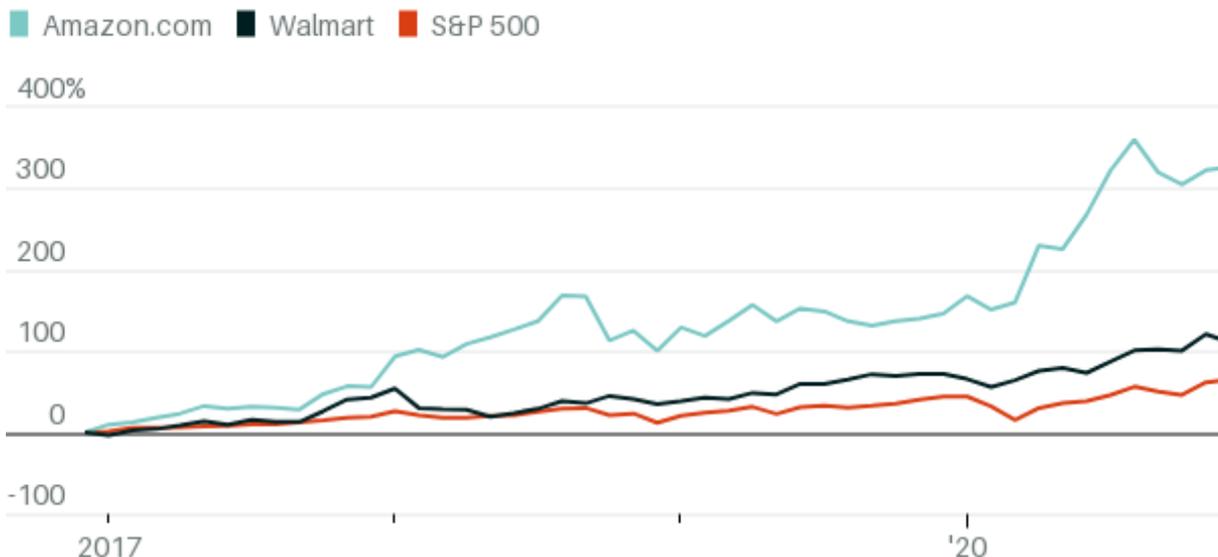
10. 今週の予定 - Walmart's No Tesla, but That Doesn't Mean It Can't Try Autonomous Driving [経済関連スケジュール]
 ウォルマートの自動運転試験は次の段階へ

■ ウォルマートの自動運転実験は、オンライン進出などと並ぶ次の一手

Retail Remake

Walmart shares have performed relatively better over the last few years, though they still trail Amazon.

Walmart, Amazon.com, the S&P 500 Stock Performance, 2017-2020



Source: FactSet

小売り大手ウォルマート<WMT>はテクノロジー銘柄なのか。同社は1年を超える実験を経て、自動運転車のスタートアップ企業Gatik（ガティック）の自動運転ボックス型トラックを用いた試験プログラムを拡大し、アーカンソー州にある配送センターと2マイル先の店舗を結ぶルートの運行を行うと発表した。7月以降、実験には安全を監督するドライバーが同乗していた。7万マイル以上の運転実験を行ったところで、今後はドライバーの同乗なしで自動運転実験を行うとしている。

自動運転は徐々に実現しようとしている。電気自動車（EV）メーカー大手のテスラ<TSLA>は先日、自動運転機能であるフル・セルフドライビング（FSD）ソフトウェアのベータ版をリリースした。10月には、中国のEVメーカーであるシャオペン（小鵬）<XPEV>が自動運転ソフトウェアの紹介を行った。自動運転車向けセンサー技術を手がけるペロダイン・ライダー<VLDR>やルミナー・テクノロジーズ<LAZR>は、今年上場を果たし、両社を合わせた時価総額は120億ドルを超える。また、センサー・データと自動運転技術の統合を行う自動車部品メーカーのアプティブ<APTIV>の株価は、年初来31%上昇している。

ウォルマートにとって、自動運転は飛躍的な試みのように思えるかもしれないが、これは明らかに戦略的な動きである。いまだ協議中であるが、中国の北京字節跳動科技（バイトダンス）傘下の動画投稿アプリTikTok（ティックトック）米国事業への出資は、オンラインでの存在感をてこ入れする目的があると同時に、新たな収益源を生み出し、若年層を引きつける狙いもある。サブスクリプション・サービスであるウォルマート+（プラス）や、カナダのeコマース・プラットフォーム企業

ショッピングファイ<SHOP>との業務提携は、オンライン事業を強化し、アマゾンに狙いを定めるものだ。ウォルマートは既に、インドのネット通販企業であるフリップカートを傘下に収めている。

ウォルマートの株価は年初来23%上昇し、2021年の予想利益に基づく株価収益率（PER）は25倍となっている。このPERはS&P500指数を20%上回るが、アマゾンの50倍には届かない。だが2015年のウォルマートのPERは14倍と、S&P500指数を下回っていた。

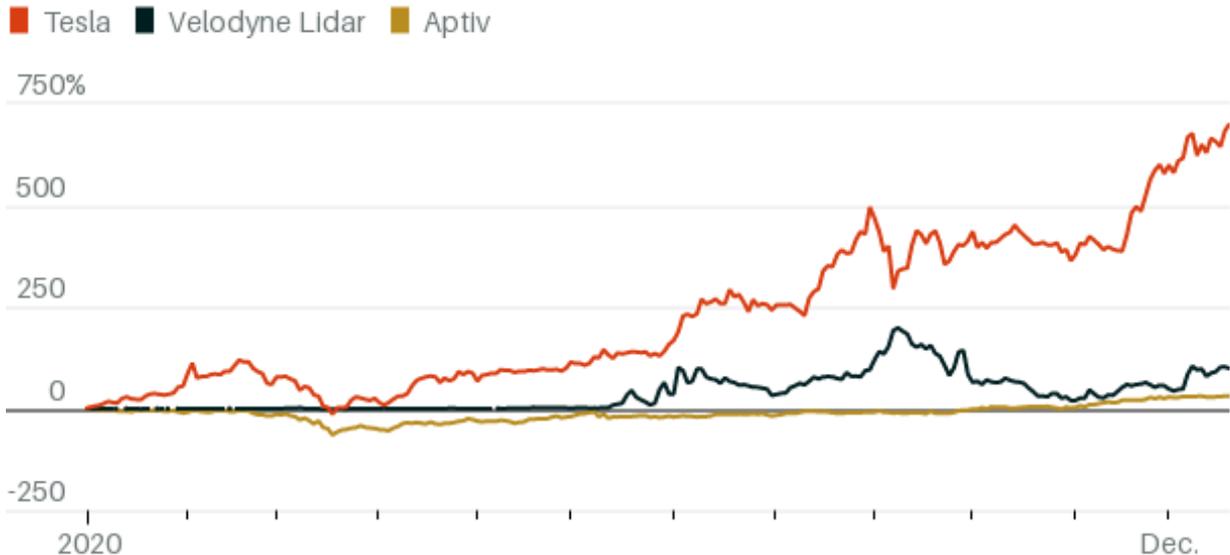
ウォルマートは、トラック自動運転実験の次のステップに関して、より長距離のルートで試験走行を行い、さらに安全を監督するドライバー同乗で、利用者が商品を受け取る地点までの配送を行うとしている。

■ 今週の予定

Autonomous Rising

Investors have been pumping up stocks associated with self-driving vehicles in 2020.

Tesla, Velodyne Lidar, and Aptiv Stock Performance, 2020 YTD



Source: FactSet

12月21日（月）

- ・ 金融データ・ソフトウェアサービスのファクトセット・リサーチ・システムズ<FDS>と航空機器メーカーのハイコ<HEI>が四半期決算発表。
- ・ 欧州医薬品庁（EMA）は、米製薬大手ファイザー<PFE>とドイツのバイオ医薬品メーカー、バイオンテック<BNTX>が共同開発した新型コロナウイルスのワクチン承認を決める会議を行う。ドイツをはじめとする各国の要請により、会議は予定を前倒しして開催。
- ・ 中国の大手オンライン旅行代理業者トリップドットコム・グループ<TCOM>が上海で年次株主総会を開催。

12月22日（火）

- ・ 中古車販売大手カーマックス<KMX>と作業着メーカーのシンタス<CTAS>が決算コンファレンスコールを開催。
- ・ 米消費者の景気に対するマインドを数値化した、12月のコンファレンス・ボード消費者信頼感指数が発表。エコノミスト予想は97（11月は96.1）。
- ・ 全米不動産協会（NAR）が11月の中古住宅販売件数を発表。エコノミストは、季節調整済み年率換算で667万5000戸を予想（10月は685万戸）。本統計は、全ての中古住宅販売の30%から40%程度の件数を収集して計算される。
- ・ 12月のリッチモンド連銀製造業景況指数発表。予想は12（11月は15）。同指数は、出荷（33%）、新規受注（40%）、雇用（27%）指数の加重平均で構成されている。
- ・ 全米プロバスケットボール協会（NBA）の2020年～2021年シーズンが開幕。各チーム72試合が予定されている。

12月23日（水）

- ・ 米商務省経済分析局が11月の個人所得・消費支出統計を公表。個人所得は前月比0.3%減の予想（10月は同0.7%減）。個人消費は前月比0.3%増を予想（10月は同0.5%増）。
- ・ 12月のミシガン大学消費者信頼感指数、確報値発表。速報値の81.4から76.9となる予想。
- ・ 米国勢調査局が12月の新築住宅販売件数を発表。予想は季節調整済み年率換算で98万7500戸（11月は99万9000戸）。
- ・ 中小企業向けアウトソーシング・サービスのペイチェックス<PAYX>が決算コンファレンスコールを開催。
- ・ 11月の耐久財受注発表。コンセンサス予想は前月比0.55%増（10月は1.3%増）。輸送用機器を除く受注は0.5%増（10月は1.3%増）。

12月24日（木）

- ・ クリスマス・イブのため、ニューヨーク証券取引所とナスダックは午後1時に取引終了。債券市場は午後2時に取引終了。

12月25日（金）

- ・ クリスマス。米国をはじめ、多くの国の市場が休場。

By Teresa Rivas and Al Root
(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』 2020/12/20

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