

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2021/01/03

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 2021年のインカム投資対象ランキング - Barron's Best Income Investments for 2021 [カバーストーリー]
P.2
債券は不毛の地、株式に機会集中
2. 2021年の個人投資家のポートフォリオの組み方 - Schwab's Liz Ann Sonders on How to Prepare Your Portfolio for 2021 [インタビュー]
P.9
チャールズ・シュワブのリズ・アン・ソンドース最高投資ストラテジストに聞く
3. 2020年の相場大幅上昇の後にインフレリスク - After Their Epic Rally This Past Year, Stocks Face Inflation Risks in 2021 [米国株式市場]
P.11
織り込まれていない高インフレが起きれば株式市場に大きく影響
4. 直接上場が資金調達の新たな選択肢に - This New Way of Taking a Company Public Has Little Pop [IPO]
P.14
不適正な公開価格設定や投資家間の不平等解消に期待高まる
5. 今回のバブルが一般的な認識と異なる可能性 - The Bubble Isn't What You Think It Is [コラム]
P.16
市場の一部がバブルとなっている可能性
6. 消費回復を見越した投資は小さく始めてみよう - It's Best To Think Small When Playing a Rebound in Consumer Spending [一般消費財]
P.19
一般消費財セクターの小型株を推奨
7. 変革を迫られるインテルに2021年は希望 - An Activist Scolds Intel, Giving Its Investors Hope for 2021 [フィーチャー]
P.21
サード・ポイントのローブ氏が問題点を鋭く指摘
8. アクティブ運用、ESG、テーマ型ETFが2020年の勝ち組 - Active, ESG, and Thematic ETFs Were 2020's Big Winners. Expect More [ファンド]
P.23
2021年の見通しは？
9. 見直す価値のあるバリュー株7銘柄 - These 7 Value Stocks Deserve a Fresh Look [バリュー投資]
P.25
ボイヤー・グループ2021年版「忘れられた40銘柄」からのハイライト
10. 今週の予定 - The State of Holiday Retail: A Little Good, a Little Bad [経済関連スケジュール]
P.29
ホリデーシーズンの小売りは、販売チャネルや商品カテゴリーで明暗

※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 © 2021 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. 2021年のインカム投資対象ランキング - Barron's Best Income Investments for 2021 [カバーストーリー]

債券は不毛の地、株式に機会集中

■ 9回目の本誌ランキングを開催



Illustration by C.J. Burton

債券利回りが歴史的な低水準にとどまっているため、債券市場はインカム不毛の地となっている。しかし、どこを探すべきかを知っていれば、他の場所で豊かな収穫を得られる。コロンビア・フレキシブル・キャピタル・インカム・ファンドの共同マネジャーであるデービッド・キング氏は、「金利は過去最低を辛うじて上回っているにすぎないため、利回りを得る機会が株式市場に集中している」と語る。

セクター別の配当利回りは、例えばエネルギーパイプラインの運営会社が8%以上、通信が4~7%、不動産投資信託（REIT）が3~6%、公益が3~4%である。多くの製薬・消費財銘柄も3~4%の利回りを有する。債券のインカム投資機会は株式よりも限定的である。利回りは、米国債が2%未満、高格付けの地方債が2%以下だ。ほとんどの優先株の配当利回りは3~4%で、格付けが最高クラスの社債の利回りは4%以下である。ジャンク債の平均利回りは5%を下回る。

本誌は株式・債券市場について、9回目となるインカム投資対象の年次評価を実施し、12のセクターを調査して選好順位を定めた。

■ 1位：エネルギーパイプライン運営会社

Pipelines	Recent Price	YTD Return	Yield
Alerian MLP / AMLP	\$25.64	-32.20%	11.10%
Salient Midstream & MLP / SMM	4.29	-41	5.6
Enterprise Products Partners / EPD	19.67	-23.4	9.1

原油価格の下落や、エネルギーセクターに対する投資家の回避姿勢が強まったことで、2020年にパイプライン運営会社の株価は急落した。上場投資信託（ETF）のアレリアンMLP ETF<AMLP>の年間リターンはマイナス32%である。

しかし、業界は株価が示唆するよりも好調であり、今年復活する可能性がある。とりわけ、原油価格に強気なゴールドマン・サックスの商品アナリストの見方が正しく、ウエスト・テキサス・インターメディアート（WTI）原油先物価格が直近の48ドルから約60ドルへ上昇するのであればなおさらだ。

クローズエンド型のセリエント・ミッドストリーム・アンドMLP<SMM>を運用する資産運用会社セリエント・パートナーズのグレッグ・リード社長は、「フリーキャッシュフローは潤沢で、バリュエーションは低く、利回りは8~10%で、コモディティの価格上昇と運送量増加の可能性がある。大きな上値余地があるかもしれない」と語る。

パイプライン運營業界のリーダーの株価と配当利回りは、マゼラン・ミッドストリーム・パートナーズ<MMP>が42ドルと9.7%、エンタープライズ・プロダクツ・パートナーズ<EPD>が20ドルと9.1%、ウィリアムズ<WMB>が20ドルと8%である。

■ 2位：米国配当株

U.S. Dividend Stocks	Recent Price	YTD Return	Yield
Vanguard High Dividend Yield / VYM	\$90.47	0.00%	3.20%
Columbia Dividend Opportunity / INUTX	33.86	-0.6	3.5
ProShares S&P 500 Dividend Aristocrats / NOBL	78.82	6.9	2.2

2020年、投資家はグロース株を選好し、高配当銘柄は低迷した。キング氏は「株式市場で最も人気がない銘柄群の一つは、高配当の大手企業だ」と語る。しかし、こうした状況は、バリュー株の最近の好調が続けば変わるかもしれない。

これに賭ける方法の一つが、ダウ工業株30種平均（NYダウ）の配当利回り上位10銘柄を均等に保有する「ダウの犬」である。ダウの犬は、投資家が各年末に自分のダウの犬の銘柄をリバランスした場合、歴史的に見るとNYダウと比較して好調なパフォーマンスを挙げている。現在のダウの犬は、石油会社シェブロン<CVX>、通信会社ベライゾン・コミュニケーションズ<VZ>、製薬大手メルク<MRK>、ネットワーク機器大手シスコシステムズ<CSCO>、飲料大手コカ・コーラ<KO>、ドラッグストア大手ウォルグリーン・ブーツ・アライアンス<WBA>などである。

キング氏が共同運用するコロンビア・ディビデンド・オポチュニティ・ファンド<INUTX>は、現在のダウの犬10銘柄のうち9銘柄を保有している。配当利回りをより低くする代わりに潜在的な成長性を高めたいという投資家には、配当利回り約2%のプロシェアーズS&P500配当貴族ETF<NOBL>がある。

■ 3位：海外配当株

Overseas Dividend Stocks	Recent Price	YTD Return	Yield
iShares Core MSCI EAFE / IEFA	\$69.60	9.00%	1.90%
iShares Core MSCI Emerging Markets / IEMG	61.29	16.5	1.9
GlaxoSmithKline / GSK	36.98	-17.3	5.4

海外株式市場は米国株価指数に対して10年にわたりアンダーパフォームとなっているため、インカム投資には絶好の場だ。さらに、海外企業は同業の米国企業よりも配当性向が高い傾向にある。

コペルニク・グローバル・オールキャップ・ファンドのマネジャーであるデービッド・イーベン氏を選好するのは、ブラジルの巨大水力発電会社エトロブラス<EBR>だ。同社の株価は2021年予

想株価収益率（PER）7倍で、配当利回りは4.7%である。同氏はロシアの巨大天然ガス会社ガスプロム＜OGZPY＞も選好する。株価は約5.50ドル、配当利回りは7%である。

イーベン氏は、バークシャー・ハサウェイ＜BRK.B＞が昨年夏に購入した三菱商事＜8058＞と三井物産＜8031＞も保有している。両社には米国預託証券（ADR）があり、出来高は小さいが、株価は純資産価額を下回っており、配当利回りは約4%だ。

2020年、医薬品銘柄は市場に対してアンダーパフォームだった。欧州の医薬品大手ノバルティス＜NVS＞は、2021年予想PER14.5倍、配当利回り2.1%である。一方、ライバルのグラクソ・スミスクライン＜GSK＞は2021年予想PER11.5倍、配当利回り5.4%となっている。

■ 4位：公益電力会社

Electric Utilities	Recent Price	YTD Return	Yield
Utilities Select Sector SPDR / XLU	\$61.47	-1.40%	3.20%
Dominion Energy / D	73.88	-6.9	3.4
Consolidated Edison / ED	70.76	-18.7	4.3

Showing 1 to 3 of 3 entries

昨年の公益電力セクターのパフォーマンスは期待外れだったが、2021年は改善する可能性がある。今後10年間で再生可能エネルギー開発に多額の投資を行う見込みの業界に、投資家は引きつけられている。公益セクターは、4%近い平均配当利回り、利益成長に沿った株価の上昇を反映して、2021年に10%超のリターンを挙げる可能性がある。

JPモルガン・セキュリティーズのアナリストであるジェレミー・トネット氏は、最近のレポートで「構造的な脱炭素化、堅固な成長機会、ディフェンシブなビジネスモデル、安定した配当利回りが公益セクターの魅力的な見通しを裏付けている」と書いている。

同氏が選好する電力会社ドミニオン・エナジー＜D＞は、野心的な再生可能エネルギー計画を持っている。株価は約74ドルで、2021年予想PERは20倍を下回る。バークシャー・ハサウェイにガスパイプライン事業を売却したため、2020年に減配した結果、配当利回りは3.4%となっている。

■ 5位：不動産投資信託（REIT）

REITs	Recent Price	YTD Return	Yield
Vanguard Real Estate / VNQ	\$83.66	-6.10%	4.00%
Simon Property Group / SPG	83.29	-40	6.2
Vornado Realty Trust / VNO	35.99	-42.6	5.9

REIT市場はショッピングモール、アパート、オフィスビルの低迷による打撃を受け、バンガード・リアル・エステートETF＜VNQ＞の2020年のリターンはマイナス6%だった。同ETFの現在の配当

利回りは4%である。

投資銀行パイパー・サンドラーのREITアナリストであるアレクサンダー・ゴールドファーフ氏は、「金利は非常に低く、REITにとって良い兆候だ」と語る。不動産企業は、2021年の景気改善から後押しを受けるだろう。

ゴールドファーフ氏は商業施設REITの業界リーダーであるサイモン・プロパティ・グループ<SPG>を選好している。同社の株価は約83ドル、配当利回りは6.2%だ。ショッピングセンターを所有するキムコ・リアルティ<KIM>の株価と配当利回りは14ドルと4.5%、同業のブリックスモル・プロパティ・グループ<BRX>は16ドルと5.3%である。

ゴールドファーフ氏は「実店舗の小売企業は不可欠であり続ける。人々は必要な物を全てアマゾンで購入することはできない」と話す。

オフィスビル関連では、ニューヨークのマンハッタンの魅力的なオフィスビルを所有するボルネード・リアルティ・トラスト<VNO>は株価が2020年に45%下落したが、バランスシートは健全で、配当利回りは6%であり、リバウンドの可能性はある。

■ 6位：通信会社

Telecom Stocks	Recent Price	YTD Return	Yield
Verizon Communications / VZ	\$58.81	0.00%	4.30%
Deutsche Telekom / DTEGY	18.5	18.2	3.7
KT / KT	11.35	-2.2	3.9

米国の2大通信会社であるベライゾンとAT&T<T>の2020年のリターンは低調だった。ベライゾンは4%下落し、配当利回りは4.3%となっている。AT&Tは27%下落し、配当利回りは7.3%となった。これはS&P500指数構成銘柄の中で最も高い配当利回りの一つだ。

2社の中ではベライゾンの方が強固であるように見える。同社のバランスシートはより優れており、米国のワイヤレス通信市場における競争上の地位も高い。2021年予想PERは約12倍である。AT&Tは配当へのコミットメントを表明しているが、アナリストはiPhone（アイフォーン）12の多額の広告宣伝費や、大規模なメディア事業への圧力を懸念している。2021年予想PERは9倍にすぎない。

海外の通信会社は米国の同業他社よりも一段と割安である。コペルニクのイーベン氏は、韓国最大の通信会社の一つであるKT<KT>と、中国最大の携帯電話会社チャイナ・モバイル（中国移動通信）<CHL>を選好している。両社の2021年予想PERは7倍で、KTの配当利回りは4%、チャイナ・モバイルは5%超である。後者は時価総額の約半分のネットキャッシュを有する。

■ 7位：転換社債

Convertible Securities	Recent Price	YTD Return	Yield
SPDR Bloomberg Barclays Convertible Securities / CWB	\$81.58	51.10%	2.40%
Southwest Airlines 1.25% bonds due 2025	145.34	46.1*	0.9

ICE BofA米国転換社債指数によれば、2020年の転換社債のリターンは約45%で、米国で最高のリターンを挙げた資産クラスの一つとなった。リターンをけん引したのは、3250億ドルの転換社債市場の約10%を占める電気自動車大手テスラ<TSLA>の株価の大幅な値上がりである。

成長志向のハイテク企業は転換社債市場の中で大きな割合を占めており、それがパフォーマンスに貢献している。さらに後押しとなったのが、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）の圧力にさらされた企業が昨年初めに発行した「レスキュー」転換社債である。クルーズ船大手のカーニバル<CCL>、格安航空大手サウスウエスト航空<LUV>、オンライン旅行サイトを運営するブックキング・ホールディングス<BKNG>が含まれる。

バンク・オブ・アメリカのグローバル転換社債戦略責任者であるマイケル・ヤングワース氏は、「2021年のパフォーマンスを8~11%と予想している」と話す。市場はグロース株の比重が大きいため、ハイテクセクターの反落による影響を受けやすい。

■ 8位：ジャンク債

Junk Bonds	Recent Price	YTD Return	Yield
iShares iBoxx High Yield Corporate Bond / HYG	\$87.05	4.20%	4.90%
VanEck Vectors Fallen Angel High Yield Bond / ANGL	32.03	13	4.7

投資家が2021年の景気を楽観視し、過去数カ月でジャンク債市場に多額の資金を投じた結果、ICE BofAハイイールド指数の利回りは5%を下回っている。8%の平均利回りを得るには、大きなリスクを取って低格付けのCCC格債に投資する必要がある。

リーマン・リビアン・フリドソン・アドバイザーズのマーティン・フリドソン最高投資責任者（CIO）は慎重な見方に立つ。同氏は「ハイイールド債の価格には、2020年以前には見られなかったレベルの米連邦準備制度理事会（FRB）による支援が続くことを前提とした楽観が織り込まれている。ハイイールド債の価格に基づけば、市場は今後12カ月のデフォルト率を実質的に2%と予想している。一方、ムーディーズによれば過去12カ月のデフォルト率は8%である」と語る。

■ 9位：非課税地方債

Tax-Exempt Municipal Bonds	Recent Price	YTD Return	Yield
Vanguard Intermediate-Term Tax-Exempt / VWITX	\$14.86	5.10%	2.30%
Parametric TABS 5-to-15 Year Laddered Municipal Bond / EALTX	13.16	5.4	1.7
BlackRock Municipal 2030 Target Term Trust / BTT	25.1	7	3

利回りが過去最低に近いと、地方債に投資する強い根拠を見いだすのは難しい。AAA格10年物地方債の指数の利回りはわずか0.7%で、8月に付けた過去最低の0.55%とあまり変わらない。さらに、この指数の利回りは10年物米国債利回りの75%にすぎない。これは過去20年間で最低の割合で、平均値の約100%を下回る。

しかし、ブラックロックの地方債グループ責任者であるピーター・ヘイズ氏によれば、現在の新規発行地方債市場の約30%を占める課税地方債への移行が、2021年に非課税地方債市場への「追い風になる」見込みである。

最大の地方債ファンドは運用資産額800億ドルのバンガード中期非課税ファンド＜VWITX＞で、利回りは2.3%だ。このファンドの代わりとなるファンドの一つが、異なる満期の債券を分散して組み入れているパラメトリックTABS5～15年ラダー地方債ファンド＜EALTX＞である。同ファンドは資産運用会社イトン・バンスが所有しており、過去5年間でバンガードのファンドをアウトパフォームしている。利回りは1.6%である。

■ 10位：課税地方債

Taxable Municipal Bonds	Recent Price	YTD Return	Yield
Invesco Taxable Municipal Bond / BAB	\$33.50	9.10%	2.60%
Nuveen Taxable Municipal Income / NBB	23.87	15.1	4.7
MainStay Mackay U.S. Infrastructure Bond / MGVA	8.81	6.1	1.5

課税地方債市場の規模は大幅に拡大しており、2020年の発行額は約1700億ドルと2019年から倍増した。2017年の連邦税法改正が課税地方債発行ブームの主なけん引役となっており、この傾向は2021年も続く公算が大きい。投資家にとっての魅力は、利回りが同等の格付けの社債を通常上回ることだ。利回りは満期と信用力によって異なり、1.5～5%となっている。

3本のクローズドエンド型ファンドが、レバレッジと長期の満期を反映した利回り4～5%の課税地方債に特化している。ブラックロック課税地方債トラスト＜BBN＞、グッゲンハイム課税地方債&投資適格債トラスト＜GBAB＞、ヌベーン課税地方債ファンド＜NBB＞である。これら3本は全て、純資産価額に対してプレミアムとなっている。

大規模なオープンエンド型ファンドの一つとして、メインステイ・マッケイ米国インフラ債ファンド<MGVAX>がある。満期がより短いことやレバレッジがないことを反映して、利回りは1.5%だ。最大のETFは運用資産額22億ドルのインベスコ課税地方債ファンド<BAB>で、利回りは約2.5%である。

■ 11位：優先証券

Preferred Stocks	Recent Price	YTD Return	Yield
iShares Preferred & Income Securities / PFF	\$38.17	7.00%	4.80%
Nuveen Preferred & Income Opportunities / JPC	9.34	-3.6	6.8
Qurate Retail 8% preferred due 2031 / QRTEP	98.21	0.9*	8.1

優先証券セクターの規模は約3500億ドルである。発行体の大部分が銀行であり、優先証券の価格は額面に対してプレミアムとなっている。現在、優先証券には上昇余地がほとんどなく、金利が上昇すれば大幅に下落する可能性がある。大半の優先証券は永久証券で、満期が存在しない。

額面25ドルで発行された優先証券は現在、往々にして26～28ドルで取引されている。利回りは一般に3%で、大抵は今後数年間の早期償還を考慮した、償還価格（またはコール価格）である25ドルに対する利回りである。一部の証券の利回りはマイナスにすらなっている。優先証券は通常、発行日から5年後に発行体が額面価格で償還することが可能である。

依然として魅力的に見える高利回りの優先証券の一つは、Eコマース企業キュレート・リテール<QRTEP>である。2031年満期で利回りは8%、株価は額面100ドルをわずかに下回る約98ドルとなっている。キュレートはホームショッピングチャンネルのQVCを所有しており、メディア王のジョン・マローン氏に支配されている。同氏はキュレートの優先証券約8500万ドル相当を保有している。

■ 12位：米国債

Treasuries	Recent Price	YTD Return	Yield
iShares 20+Year Treasury Bond / TLT	\$157.16	17.70%	1.30%
iShares TIPS Bond / TIP	127.28	10.5	0.2
iShares Short Treasury Bond / SHV	110.52	0.8	Zero

*Since issuance in 2020

Source: Bloomberg

10年物米国債の利回りは0.95%、30年物米国債の利回りは1.7%となっている。財務省短期証券（Tビル）の利回りはほぼゼロで、今後数年間にわたり短期金利をゼロ付近に維持したいというFRBの意向を反映している。

景気が予想外に軟調とならない限り、2021年の米国債のリターンは低調な公算が大きく、インフレ

率が再び上昇すれば容易にマイナスとなり得る。金利が1%ポイント上昇すれば、10年物米国債の価格は8%下落する恐れがある。

iシェアーズ米国物価連動国債ETF<TIP>は物価連動国債（TIPS）を保有しており、金利が上昇した場合は通常の国債を上回るパフォーマンスを上げる可能性がある。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

2. 2021年の個人投資家のポートフォリオの組み方 - Schwab's Liz Ann Sonders on How to Prepare Your Portfolio for 2021 [インタビュー] チャールズ・シュワブのリズ・アン・ソンドース最高投資ストラテジストに聞く

■ 個人投資家に焦点を当てたストラテジスト



Photograph by Mary Beth Koeth

チャールズ・シュワブ<SCHW>の最高投資ストラテジストのリズ・アン・ソンドース氏は20年間にわたり、通常の機関投資家向けのストラテジストとしてではなく、個人投資家に向けた仕事を担当してきた。2000年に、勤務先だったUSトラストで大型グロース株など単一の投資ストラテジーに縛られることに飽き足らずにいたところ、USトラストがシュワブに買収され、シュワブ初の最高投資ストラテジストとして新たな領域を開拓する仕事を打診された。個人投資家にとって重要なことは、機関投資家がストラテジストに求めることとは違うことを学んだ。さらに、他のストラテジストと違う点として、エコノミストとしての仕事も担当している。

両方を頭に入れて、点をつなぎ合わせていくそうで、慢性的に不眠症のため夜中に多くの本を読んでいるという。

本誌：昨年は多くの点で通常とは異なる年だった。2020年をどう見るか？

ソンドース氏：これまでの多くの危機を一緒にした怪物のようだった。景気後退の厳しさは大恐慌時代に似ている。ただし、かなり短期に終わりそうだが。市場の急落は1987年をほうふつとさせる。人的な犠牲が出た点では9.11のテロ攻撃を、金融当局の取り組み方は金融危機を想起させる。これまでになく凝縮した市場のサイクルや景気サイクルを短期間に全部眺めているようでもある。それが今回の相場の特異な点の一つだ。もし、2月19日に始まった弱気相場が3月23日に終わり、9月初めには最高値を更新するという予想を発表したとしても、一体誰が信じただろう。しかし、回復力の強さや人間のワクチンにおける創造力など、われわれが誇りにできるものも多くあった。

■ K字型回復に着目

Q：楽観的か？

A：ワクチンで景気回復が前倒しになり、それが相場に反映されているが、短期的には経済成長率を抑制しているウイルスに対処している。私はK字型の回復に着目してきた。今回の危機で顕著なことは持てる者と持たざる者の差、勝者と敗者の差が信じがたいほど開いたことだ。時の経過とともに幾分差は縮まるだろうが、働き方、働く場所、経済の仕組み、創造と破壊のスピードなどの点

で一部のトレンドは長期的変化として定着していくことになりそうだ。「今回は違う」と考えるのは非常に危険と人は言うが、私はそうは思わない。常に今回は違うものだし、次回も違う。投資家として成功する鍵は、何が違うかを理解することではなく、柔軟に対応する必要があると理解することだ。

Q：実体経済と市場の間に乖離（かいり）は生じているか？

A：この1年の株式市場と国内総生産（GDP）の動きだけを見ると、非常に乖離している。しかし、見掛けよりも実際のところは経済を反映している。ハイテク業界のビッグファイブ、すなわちアルファベット<GOOGL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、アップル<AAPL>、マイクロソフト<MSFT>、フェイスブック<FB>とその他の銘柄の乖離は大きく、市場が9月2日にピークを付けた時点で、ビッグファイブは年初来65%上昇していたが、その他の495銘柄は3%しか上昇していなかった。ビッグファイブは指数の25%を占めているため、指数全体を押し上げた。しかし、他の495銘柄はほとんど上昇していなかった。S&P500指数構成銘柄の36%はいまだに弱気相場の中、すなわち52週高値から20%以上下落した状態だ。このように見ると、少数の勝者と苦境にあえぐ多数に分かれる実体経済の状態を反映している。

Q：今われわれはどの地点にいるのか？

A：市場の上昇は、バリュー、小型株、さらにコロナ禍で出遅れていた銘柄（航空会社、エネルギー）など幅広い分野に広がってきた。最近はお遅れ銘柄の上昇の段階になってきたが、その上昇が強過ぎるのか、時期尚早なのかについては今後見守る必要がある。お遅れ銘柄への乗り換えを正当化するには、もっと良好な経済指標が一貫して見られるようになることが必要だ。

Q：あなたが「新種のデイトレーダー」と呼ぶ人たちがどの程度けん引したと思うか？

A：大きな力だ。特に個人によるコールオプションの買いが急増したことが、初期の株価上昇をけん引した。コールオプションの買いの急増でマーケットメーカーはポジションのヘッジのため現物株を買う必要が生じ、全体が動きだした。個人投資家と機関投資家の立場が逆転し、馬車に例えれば個人投資家が馬となって、機関投資家を引っ張っていたかのようだ。この新規の投資家群が個人投資家特有の極端なセンチメントを形成して、今後パニック売りにつながるかどうかについては分からない。

Q：そういうことが起きると心配すべきか？

A：市場の底だった3月に本格参入したばかりの投資家群だ。その後は短期的な調整以外の下落はなかった。センチメントが極端に二つに割れた時、これら投資家が、個人投資家について通常われわれが考えるような逆張りのような指標なのか、今のところ分からない。

■ インフレについて

Q：投資家はインフレに備えるべきか？

A：金融危機時の量的緩和（QE）開始以降、もう長年同じ質問を受けている。米連邦準備制度理事会（FRB）は金融システムに膨大な流動性を供給していたが、インフレが起きなかったのは、資金が融資を通して実体経済全般に行き渡るのではなく、金融システムにとどまったためでもある。今回は、金融・財政の両輪による刺激で、前年比約25%もマネーサプライが増加した。それなのに、なぜインフレにならないのか？ 大幅なインフレは資産価格にだけ起きた。今回の危機で独特なのは、これだけの資金が金融システムや消費者に供給されたが、経済活動自体が基本的に閉鎖されていたことだ。貯蓄率が33%に急上昇した理由でもあるが、資金には行き先が必要で、資産価格の押し上げにつながった。現在はインフレの種がまかれているのかもしれない。この30年間インフレを抑制してきた三つの要因、すなわちグローバル化、人口の増加、労働市場の力が逆転しつつある。ワク

チンにより、活動が休止あるいは抑制されていた一部の経済で活動や需要の急拡大が起きる可能性がある。

Q：インフレは問題なのか？

A：1970年代や1980年代のようなインフレの暴走が起きるとは思わない。経済活動が全面的に再開された時、需給の不均衡が起きるだろうが、それは通常システミックなレベルで想起されるようなインフレとは異なる。FRBは今よりは高いインフレを望んでいるが、市場がどの時点で不快になり、FRBが立ち遅れていると懸念し始めるのかは分からない。

■ 個人投資家のポートフォリオに関するアドバイス

Q：2021年に向けて、投資家へのアドバイスは？

A：急激に乗り換えが起きているため、分散化が重要だ。セクターのみならず、時価総額、地理的位置、資産クラス間での分散、さらに資産クラス内での分散が必要だ。当社のグローバル最高投資ストラテジストのジェフ・クラインによると、米国に対して海外がアウトパフォームするお膳立てがそろっていると述べている。

Q：急速に変化する市場に対する戦略は？

A：分散化と同様に重要なのは、もっと戦略的にリバランスすることだ。特にコロナ禍の時代に提案しているのは、ボラティリティをベースにしたリバランスだ。四半期あるいは1年毎のリバランスではなく、ポートフォリオをガイド役にすることだ。配分のリミットを設定し、アウトパフォームによって設定値を超えた分を削って、アンダーパフォームしている分野に加えると、ローテーションが起きた時に上昇の波に乗れる。

By Sarah Max
(Source: Dow Jones)

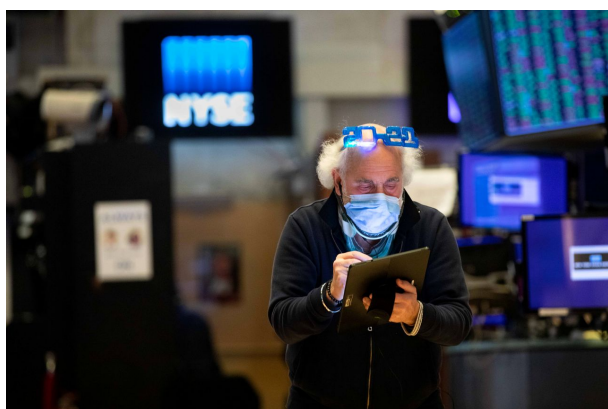
3. 2020年の相場大幅上昇の後にインフレリスク - After Their Epic Rally This

[米国株式市場]

Past Year, Stocks Face Inflation Risks in 2021

織り込まれていない高インフレが起きれば株式市場に大きく影響

■ 2020年が終わる



Courtesy of NYSE

先週はクリスマスと正月の間に挟まれた静かで出来高の少ない週だったが、金融ジャーナリストにとっては2021年の大きな問題点について考えを求められた週だった。得られた結論は、インフレの動向が何よりも大きなカギを握りそうだというものだ。

先週の主要株価指数は好調だった。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は1.35%上昇して3万606ドル48セント、S&P500指数は1.43%高の3756.07と、いずれも史上最高値を更新して引けた。ナスダック総合指数は0.65%高の1万2888.28で引け、小型株のラッセル2000指数は1.45%下落し

て1974.86となった。

2月と3月に見られたわずか数週間の下落で弱気相場に転じ、その後に猛烈な上昇となった激動の1年の締めくくりとしてはさやかな1週間だった。2020年のS&P500指数は16.26%上昇し、過去2年間では、1999年以降で最大となる50%をわずかに下回る上昇率だった。他の指数の2020年の上昇率はNYダウが7.25%、ナスダック総合指数が43.64%、ラッセル2000指数が18.36%だった。

■ 低インフレ率が続くか

Dow Jones Industrial Average



Source: FactSet

資産市場以外では、2020年に価格上昇を感じることはあまりなかった。変動の激しい食品とエネルギーを除くコア消費者物価指数（CPI）は、最新データとなる11月に前年同月比で1.6%上昇した。米連邦準備制度理事会（FRB）が重視するインフレ指標のコア個人消費支出物価指数（PCE）は同1.4%の上昇だった。コアCPIは2020年3月以降で2%を超えておらず、コアPCEは2018年以降にその水準に達していない。

こうした状況も2021年には少しは変わると予想されている。ファクトセットによると、エコノミストのコンセンサス予想では2021年にコアCPIが前年比1.8%上昇するとされており、FRBの最新の経済予測のまとめでも、コアPCEインフレ率は1.8%まで上昇し、長期的には2%に向かうとされている。

インフレ率がやや上昇するとの見方は一般的なものである。12月にRBCキャピタル・マーケットが投資家を対象に行った調査では、回答者の59%が今後6～12カ月でインフレが加速すると考えていることが分かった。ただし、インフレの加速が急成長で心地よい「ゴルディロックス」水準程度なのか、それともそれ以上の水準になるのかという点が重要な問題となる。

FRBの目標である2%に近いインフレ率は、経済が回復し、投資と支出を刺激するプラスの展開につながる。また、デフレによる「死のスパイラル」シナリオを食い止めることにもなる。しかし、理論上ではあるものの、インフレ率のさらなる上昇を裏付ける強力な論拠が幾つかある。2021年後半にインフレ率がより高くなると、株式や債券市場がバリュエーションに織り込んでいるものと大きく異なるため、市場にとって大きな衝撃となるかもしれない。

アマー・スト・ピアポントでチーフエコノミストを務めるスティーブン・スタンレー氏は、「多くのFRB関係者とは異なり、2021年のインフレ率に関して高い確信があるわけではないものの、少なくともパンデミック以前の水準を上回る可能性は、緩やかな上昇が続く可能性と同程度だと考えている」と書いている。

■ インフレをめぐる議論

インフレ率上昇の裏付けとなる第一の理由は、2020年にFRBが前例のない大量のマネーの供給を行ったことだ。3月以降、米ドルのマネーサプライは25%近く増加している。つまり、現存する米ドルの約5分の1が過去9カ月間に生み出されたことになる。マネーサプライの変化がマクロ経済に与える影響を重視するマネタリスト理論は、このような大規模なマネーサプライの拡大によって物価が上昇すると声高に主張している。供給を上回る可能性のあるパンデミック後の需要の急増、

S&P 500 Index



Source: FactSet

解消されない財政赤字、インフレ率上昇を容認するFRBの新たな政策枠組みの組み合わせを考えると、物価には早期に上昇圧力がかかる可能性がある。

インフレ率が上昇して市場金利が上昇する、あるいはFRBが予想以上に早く利上げに踏み切ることになれば、投資への影響は非常に大きくなる。モルガン・スタンレーの米国株式チーフ・ストラテジストのマイク・ウィルソン氏は、「過去10年間に慣れ親しんだものと全く異なる投資の世界に突入していることが、まだ十分に理解されていない」と指摘する。同社のエコノミストは、10年米国債利回りは2020年末の0.913%から2021年末までに1.45%に、30年債利回りは同様に1.642%から2.40%に上昇すると予想している。

インフレのタカ派に対する反論は、過去10年間の低インフレはインフレが純粋に貨幣的な現象ではないことを示しており、

マネタリストの理論は現在それほど有力でない可能性がある、というものだ。支出より貯蓄を優先する高齢化や、コストを削減して生産性を向上させる技術面の改善など、デスインフレの構造的な要因は依然として残っている。また、繰り延べ需要による一時的な支出は航空券のような特定のサービスに限定され、高い失業率を背景に賃金は抑えられた状態が続き、商業用不動産の賃料は低下圧力がかかったままになることなどから、他のコスト上昇要因が抑えられる可能性がある。

■ インフレになれば物色対象が変わる可能性

NASDAQ Composite Index



Source: FactSet

株式市場では、公益事業や不動産のような債券代替のセクターは、インフレや金利の上昇により株価が下落する可能性がある。また、割引率が高くなると将来の利益の現在価値は低くなるため、割高な成長株やハイテク株は株価収益率（PER）の低下で同様に値下がりしそうだ。

逆に、銀行株は、何よりもインフレが持続的に上昇する可能性があることから恩恵を受ける。銀行ビジネスの根幹は短期で借り入れて長期で貸し出すというものであり、長期金利が短期金利を上回るほど、銀行の純利ざやと利益は増加する。景気の改善に加え、株主への資本還元拡大に対するFRBの承認、および相対的な割安感から、銀行株は2021年の主役になるかもしれない。この流れに効率的に乗る方法として、上場投資信託（ETF）のインベスコKBWバンク<KBWB>が挙げられる。

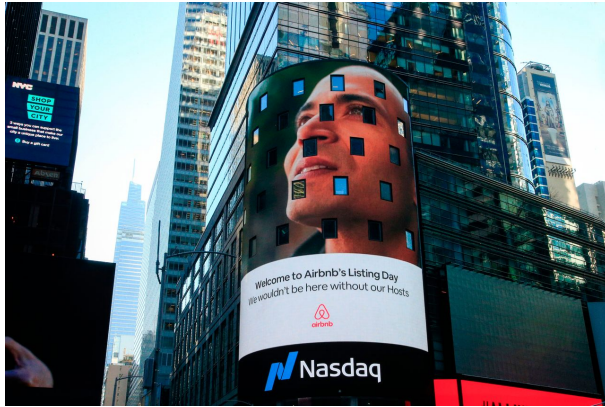
パンデミック後の世界で実際に2%を超える持続的なインフレになる、もしくは中央銀行が予想以上に早く利上げで対応するとの保証はない。しかし、これは十分に大きなテールリスクであり、重要な意味合いがあるため、無視することはできないだろう。2020年が2021年にも当てはまる教訓を残していたとすれば、それはテールリスクを無視しない方が良いということだろう。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

4. 直接上場が資金調達の新たな選択肢に - This New Way of Taking a Company Public Has Little Pop 不適正な公開価格設定や投資家間の不平等解消に期待高まる

[IPO]

■ 直接上場で株式の新規売り出しが可能に



KENA BETANCUR/AFP/Getty Images

2020年は、大型の新規株式公開（IPO）や特別買収目的会社（SPAC）に投資家は熱狂したが、つい先日、全ての関係者にとってより良い選択肢になるかもしれない新たな株式上場スキームが可能になった。

米証券取引委員会（SEC）は12月22日、インターコンチネンタル・エクスチェンジ＜ICE＞傘下のニューヨーク証券取引所が1年前に提案していた直接上場（ダイレクトリスティング）による資金調達を承認した。これまで直接上場は発行済み株式に限定されていたが、今回のルール変更で上場予定企業は新株を売却できるようになり、既存株

主および社員は株式を一般投資家に売ることが可能になる。

直接上場のスキームは、株式上場手法の他の選択肢と比べてずっと分かり易い。広く採用されているIPOでは、上場予定企業は投資銀行に引き受け業務を依頼する。引受会社は機関投資家の需要を見積もり、公開価格のレンジを詰めていく。引受会社は割り当てられた数の新株を上場予定企業より買い取り、選ばれた投資家に配分する。

IPOでは、既存株主も一部の持ち株を売却できるが、当該企業の社員や初期投資家などのインサイダーは通常6カ月のロックアップ期間中は売却が制限される。機関投資家は配分された株数を上場日前日に公開価格で購入し、上場当日に初値が付く。

SPACを介した買収・上場スキームでは、交渉はSPACのスポンサーと未公開企業の間で非公開に進められ、企業価値の評価やSPACの信託および追加の資金調達から得た資金の用途について合意がなされる。これらの資金は既存株主からの株式の買い取りや債務削減に充当されたり、未公開企業のバランスシートに直接組み込まれたりする。上場したSPACによる未公開企業の買収（合併）が完了すると、未公開企業がSPACの上場を引き継ぎ上場企業となり、社名やティッカーも変更され、SPACは消滅する。

■ 引受会社を介さないメリット

直接上場の場合は非常にシンプルだ。これまで実施された音楽配信サービスのスポティファイ＜SPOT＞、ビジネス向けコミュニケーションプラットフォーム運営のスラック・テクノロジーズ＜WORK＞、ビッグデータ分析企業のパランティア・テクノロジーズ＜PLTR＞、業務管理ツールのアサナ＜ASAN＞の4例全てにおいて、既存株主の持ち株が唯一の株式供給源とし放出され、新規株式の発行、つまり資金調達は行われなかった。上場日当日の朝にオークションが実施され、需要と供給の接点で初値が決まった。ロックアップ期間はなく、投資銀行の役割はアドバイザーのみで株式の買い取り・売却は行われなかった。

今回SECが承認した新たな方式では、このオークション過程で新規株式の売却が可能になる。これ

で引受会社を介さなくなり、機関投資家が上場日前日に支払う公開価格と上場後初値との潜在的な差が解消されることになる。

「重要なのは効率的な価格設定だ」とニューヨーク証券取引所の副会長兼最高商務責任者のジョン・タトル氏は言う。「投資銀行は申し分ない仕事をしているが、場合によって、IPOに参加する投資家と市場との間で企業価値の評価に大きな開きがあるのも事実だ」と同氏は語る。

12月初旬にIPOにより上場を果たした民泊仲介のエアビーアンドビー<ABNB>の例では、公開価格68ドルに対し、上場日の初値は146ドルだった。理論上では、新たな直接上場方式では、エアビーは146ドルに近い価格で新株を売却できた可能性がある。公開価格と初値の差分から利益を得るのはIPOに参加した機関投資家だ。

■ 公開価格がもたらす不平等感

公開価格と初値の乖離（かいり）は、上場時に売買可能な株数が十分でないことに起因する。ロックアップにより、大多数の株式はIPOから何カ月もたたないと取引できないが、ロックアップがない直接上場では、資金調達の有無にかかわらず、より多くの株式がすぐに取引可能になるのが特徴だ。この点は、上場直後の株価の急騰やIPOの適正でない公開価格設定を防ぐことにつながると期待される。

また、上場時取引への参加に関する投資家間の不平等感も解消されるだろう。ニューヨーク証券取引所が提案した直接上場のルール変更について、「新規上場の際に、公開後の取引価格ではなく公開価格で株を購入できる投資家の範囲を広げる可能性がある」とSECは説明している。つまり、自分には新規公開株の割り当てがないと嘆き、新規上場後の株価動向を横目で見守る必要がなくなるということだ。

ベンチャーキャピタルのベンチマークのパートナーであるビル・ガーリー氏は「この意味は大きい。過去40年にわたり、IPOの不適正な価格設定の裏にある需給のミスマッチや投資家間の不平等感を引き起こしていた時代遅れのプロセスに終わりが来ることを期待する」と書いている。

これまでの直接上場と同様に、新たな方式も弾みがつくのには時間がかかるかもしれない。自ら実験台になりたくないというのが企業の本音だろうが、遅からず勇敢な革新者は現れるだろう。2021年に新たな直接上場方式を採用する上場予備軍はいるかとの質問に対し、タトル氏はコメントを控えながらも意味ありげに笑みを浮かべた。

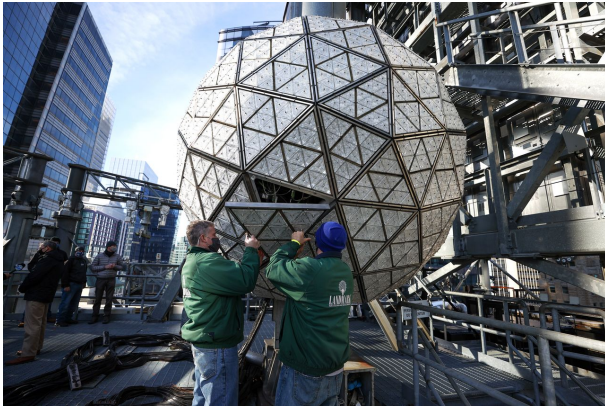
By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

5. 今回のバブルが一般的な認識と異なる可能性 - The Bubble Isn't What You Think It Is

市場の一部がバブルとなっている可能性

[コラム]

■ バブルか？



Tayfun Coskun/Anadolu Agency/Getty Images

大みそかはシャンパンで祝われたものの、バブル懸念は2021年に入っても続くだろう。2020年は経済と人類にとって悲慘な年で、祝うべきものはあまりなかった。新型コロナウイルスが米国経済をほぼ停止状態に追いやったが、ダウ工業株30種平均（NYダウ）や他の主要株価指数は、過去最高値かそれに近い水準で年を終えた。株式市場の好調と実体経済の不振の間に大きな溝がある状態では往々にして、多大な金融バブルに直面しているのではないかと、多くの投資家が疑い始める。

バブルに対する懸念には明らかな証拠がある。ルーニー・チューンズに登場するタズマニアン・デビル

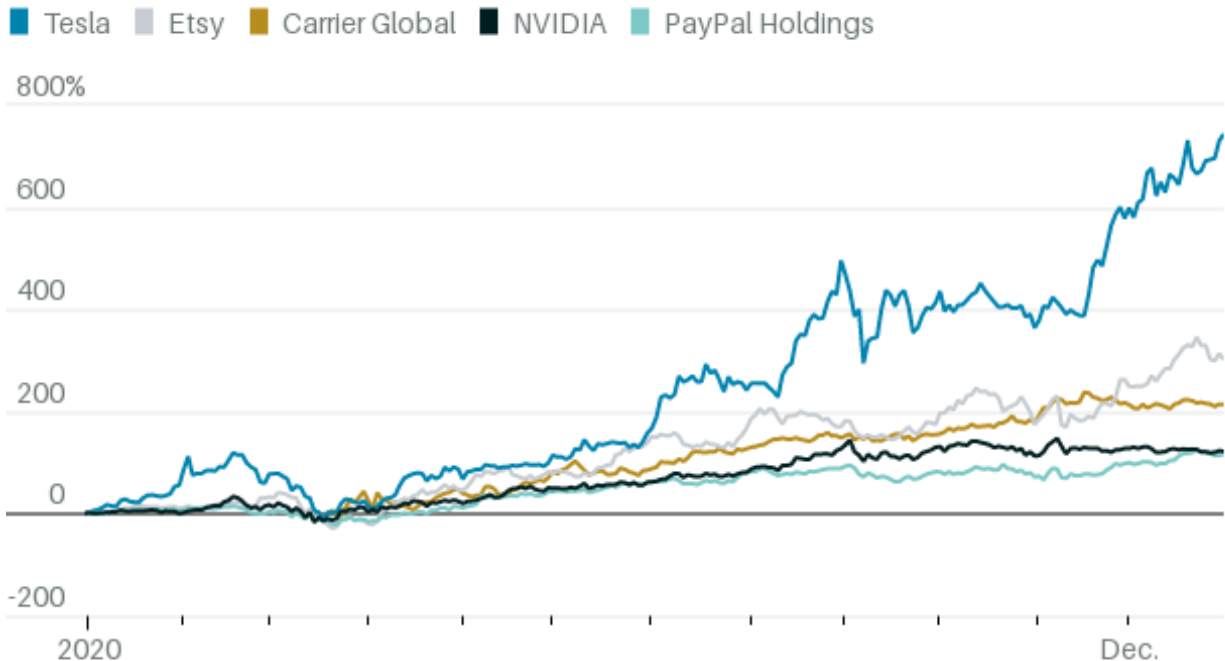
（常に空腹で、あらゆる物をなぎ倒しながら進む）のように、投資家は最新の新しい物を追い求めて株価を押し上げてきた。電気自動車（EV）向けバッテリーメーカーのクアンタムスケープ＜QS＞は、わずか数カ月前はほぼ無名だったが、9月に特別買収目的会社（SPAC）による買収で上場すると発表して以来、SPACの株価上昇と合わせると745%上昇した。中国のEVメーカーであるニーオ＜NIO＞の株価は、2020年に10倍に上昇した。新規株式公開（IPO）銘柄では、民泊サイトを運営するエアビーアンドビー＜ABNB＞や料理宅配会社のドアダッシュ＜DASH＞の株価は公開以来116%と40%急騰し、インターネットバブル時代が再来したかのように、投資家は「バブルだ！」と叫んだ。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーの米国SPDR事業の最高投資責任者（CIO）であるマイケル・アローン氏は、「まだバブルではないが、それに向かっていると示唆する警戒信号が確実に存在する」と言う。

■ IPO銘柄の多さ

Winners of 2020

Tesla led the five biggest gainers in the S&P 500.



Source: FactSet

2020年のIPO銘柄は約500社と1999年以来の最高となり、インターネットバブル時代との比較が取り沙汰された。しかし、この多い銘柄数は状況をやや誇張している。フロリダ大学ウォリントン・カレッジ・オブ・ビジネスのジェイ・リッター教授によると、株価が5ドルを上回り、事業を行っている会社だけを考慮すると、公開会社数はわずか163社となり、1999年のIPO銘柄数の約3分の1で、2014年以来の最高にすぎない。さらに同教授によると、株価が大幅に上昇したIPO銘柄のうちの幾つかは、事業がそのバリュエーションに見合う水準へ成長できる可能性がある。リッター教授は、「1999年や2000年は100%バブルだった。しかし、エアビーのような確立された市場のリーダーが、今後5年間で消滅する可能性はゼロだ」と語る。

2020年のIPO件数の食い違いの大多数はSPACが占める。248社のSPAC上場は、過去最高の4倍である。それ自体がバブルの可能性があるが、もしバブルだとすれば、まさに2020年型バブルである。投資家は、債券市場で合理的なリターンを獲得できず、空の器であるSPACに資金を賭けて、それが次のクアンタムスケープになることを期待した。

■ 証拠金債務の急増

株式市場での賭けは、2020年の投資家にとって好まれた娯楽のようだった。証拠金債務（投資家が株式の売買のために借り入れている額）は、11月に7220億ドルに達し、2年ぶりに過去最高を更新した。しかし証拠金債務は株価が上昇する際に往々にして過去最高を記録し、悪名高い、悪い方のタイミングを示す指標にされる。さらに、市場時価総額に対する証拠金債務の割合は15年ぶりの最低水準近辺となっており、投資家がまだ限界を超えていないことを示唆している。

変わったことといえば、投資家が債務を増加させるペースである。証拠金債務は昨春の底の水準から約50%増加し、この増加ペースは1960年以降では6回しか見られていない。証拠金債務の急増は

市場にとってとりわけ短期的には問題ではなく、証拠金債務が現状のような急増を見せてから6カ月後のS&P500指数上昇率の中央値は1.7%となっている。しかしその先では問題となり得る。過去の例では、1年後は2.3%低下、2年後は7.4%低下だった。サンダイアル・キャピタル・リサーチの創業者であるジェイソン・ゲプファート氏は、「過去5年間に見られた、証拠金債務を理由にした「今が売りどき」という意見は、経験則による裏付けを欠いていた。しかし今は、危険信号になりかけており、単なる主張以上のものとなっている」と書いている。

■ 200日移動平均線との乖離

バブルを見つけるもっと良い手段は、銘柄、資産クラスまたはファンドの価格上昇ペースが放物線を描いているか否か、つまり加速したか否かを見ることだ。ベイ・クレスト・パートナーズのジョナサン・クリンスキー氏は、価格がどれほど上昇しているか、そして、バブルが発生しつつあるか否かを見るために、価格が200日移動平均線を上回っている程度を見ている。例えば銀の価格は、2011年に200日移動平均線を75%上回ってピークに達し、年末までに44%暴落した。ナスダック100指数は、2000年に200日移動平均線を60%上回ってピークに達し、原油価格は2008年に45%上回ってピークに達した。

これらの数字をフレームワークとして使うと、S&P500指数は200日移動平均を約16%上回った水準にあり、バブルではない。23%上回っているナスダック総合指数も同様だ。しかし、市場のホットスポットつまり脚光を浴びているところはそれほど幸運でないかもしれない。ARKインベストメントが提供する上場投資信託（ETF）群は最もホットで、市場を大幅にアウトパフォームしている。パフォーマンスが最も悪いARKフィンテック・イノベーション＜ARKF＞でさえ2020年に価格は2倍になっており、ARKゲノミック・レボリューション＜ARKG＞は3倍以上、旗艦ファンドであるARKイノベーション＜ARKK＞は170%上昇した。

これらファンドの高パフォーマンスは革新的な企業の保有に起因しており、そのような企業には、EV会社のテスラ＜TSLA＞、モバイル決済サービスのスクエア＜SQ＞、エンターテインメント企業のロク＜ROKU＞、遺伝子診断サービス会社インビティ＜NVTA＞が含まれている。しかし、同じような株価上昇は不可能かもしれない。ARKイノベーションの価格は200日移動平均を67%上回っており、ARKゲノミック・レボリューションは82%上回っている。クリンスキー氏は、「放物線の定義は、価格上昇に連れて傾きが急になることで、ARKイノベーションにはまさに当てはまる。この傾向は短期的には継続可能だが、同ファンドおよびその保有銘柄の多くに対して慎重になるべきだ」と語る。

■ 主要株価指数採用銘柄か否かの問題

とはいえ市場は、これまでのところ小さな熱狂の崩壊には抵抗してきた。カナダの医療用大麻製造会社のアフリア＜APHA＞やキャノピー・グロース＜CPG＞、人工肉会社のビヨンド・ミート＜BYND＞、さらには破綻したレンタカー事業持ち株会社のハーツ・グローバル・ホールディングス＜HTZGQ＞の株価が下落しても、市場全体は揺るがなかった。これは、これらの銘柄が主要株価指数に採用されていなかったためだが、この状況も変わりつつある。2020年に743%上昇したテスラは、S&P500指数に最近採用された。

上記のいずれも、市場が素晴らしい場所であることを示していない。S&P500指数の予想株価収益率（PER）は22.5倍で、決して割安ではなく、シラーPER（CAPEレシオ）は33.9倍でさらに割高なことを示している。これらのバリュエーションは、米国のゼロ%近辺にある金利に対してのみ妥当である。そしてゼロ金利が続くのは、投資家が期待している景気回復によって、企業業績が新型コロナウイルス前の水準に市場予想よりも早く回復しない場合のみである。株価上昇に熱狂の兆しを

見ている人々でさえ、近い将来には企業利益が回復しないことを認めている。

本誌は、景気が実際に回復し、市場が持ちこたえることに賭けている。しかし本誌は、S&P500指数の大幅な上昇を予想していない。データトレック・リサーチの共同創業者であるニコラス・コラス氏によると、S&P500指数は、2019年に29%、2020年に16%上昇したが、3年続けて10%超上昇したことはほとんどない。1928年以降では、3年連続で2桁以上の上昇となったのはわずか5回だ。コラス氏は、「2021年の基本シナリオにおける好材料の80%は、S&P500指数が2020年12月に付けた3700という水準に既に織り込まれていると言える」と書いている。

バブルに対する懸念を解消するには、静かな年が必要かもしれない。それは、多くを期待しすぎだろうか。

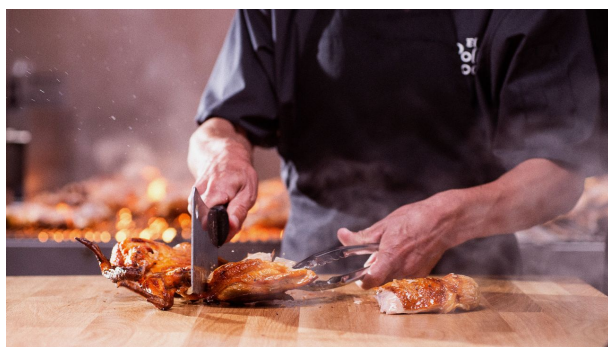
By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

6. 消費回復を見越した投資は小さく始めてみよう - It's Best To Think Small

[一般消費財]

When Playing a Rebound in Consumer Spending
一般消費財セクターの小型株を推奨

■ ゴールドマン、2021年の回復に強気



Courtesy El Pollo Loco

筆者の2021年への期待は低い。次の夏、除菌用アルコールの手作りをしなくなり、オオスズメバチが落雷による山火事に恐れをなしていなくなることを祈っていなければ、それだけで前年に比べて良い年だと言えるだろう。

一方、ゴールドマン・サックスはなかなか強気だ。2021年の秋までに先進国では70%の人々にワクチンが接種され、米国企業の年間利益は過去最高を更新すると言う。バリュエーションは既に高いが、2021年のS&P500指数の上昇率は15%を超

えると予想する。

この予想が正しければ、短期を重視する戦術的投資家としては、景気回復時に有望なセクターをオーバーウェイトとするのが最良の選択だろう。まず思い浮かぶのが、生活必需品ではなく、消費者の欲求を満たすモノに特化した一般消費財セクターだ。ただし、同セクターは現在存亡の危機に直面しており、エクスポージャーを増やすのは少々危険かもしれない。

■ 一般消費財か生活必需品か

小売り大手ウォルマート<WMT>と会員制量販店チェーンのコストコ・ホールセール<COST>は、数年前S&P500指数の生活必需品セクターの構成銘柄に移ったが、いずれも生活必需品と一般消費財の両方を売る企業である。アマゾン・ドット・コム<AMZN>とホームセンター大手のホーム・デポ<HD>は一般消費財セクターに入っているが、新型コロナウイルスによるパンデミック（世界的流行）の間、消費者は両社にかつてないほどに依存していた。2020年にアマゾンの株は76%上昇、ホーム・デポ株は21%上昇している。

電気自動車のテスラ＜TSLA＞は12月、S&P500指数の一般消費財セクターに採用されたが、車が生活必需品ではなく一般消費財と位置付けられたからだ（株価は2020年に756%上昇）。一方、ディズニーワールドへの旅行は一般消費の典型に思えるが、ウォルト・ディズニー＜DIS＞はメディア企業であり、2年前の再編でコミュニケーション・サービスセクターに移っている。

クレディ・スイスの米国株式ストラテジスト、ジョナサン・ゴラブ氏によると、現在、アマゾン、テスラ、ホーム・デポの3社がS&P500指数の一般消費財セクターの54%を占めるという。ホーム・デポと競合するホームセンターチェーンのロウズ＜LOW＞とマクドナルド＜MCD＞を加えるとさらに8%ポイント上昇する。ロックダウン中、マクドナルドのドライブスルーは生活必需品のような存在であった。

S&P500指数全体に追随するファンドに投資していれば問題はない。経済が再開し消費活動が増加すれば、セクターにかかわらずインデックスには反映される。だが、上場投資信託（ETF）の一般消費財セレクト・セクターSPDR ETF＜XLY＞などを購入し、消費回復の恩恵に的を絞った投資をしている場合、期待外れの結果となる可能性がある。

■ 一般消費財の小型株、推奨4銘柄

そこで、小さく始めることをお勧めしたい。S&P500指数の一般消費財セクターのひずみは一部の企業が大きくなり過ぎたことが原因だ。S&P600小型株指数とS&P400中型株指数を見ると、両指数合計のうち、インターネット小売銘柄が占める割合はS&P500指数の10分の1、レストランやレジャー関連銘柄の割合は2倍である。

一般消費財セクターの小型株に投資する場合、選択肢は限られる。インベスコS&P500スモールキャップ一般消費財ETF＜PSCD＞への投資か、成長が期待できる個別銘柄を探すことだ。

イエティ・ホールディングス＜YETI＞は、クーラーボックスなど高級アウトドア用品のメーカーだ。2年ほど前、筆者は同社の株を22ドルで推奨したが、株価は最近69ドルを付け、2021年の予想株価収益率（PER）は34倍である。旅行が再開したら真っ先にキャンプに行くと言う人が多いといった調査もある。今後数年の間、同社の売り上げは2桁台の成長が期待できそうだ。

ファイブ・ビロー＜FIVE＞はさまざまな小物を売る急成長中の小売業者だが、最近実店舗への依存が災いし、2021年1月期の既存店売上高は4.6%減と予想されている。だがウォール街は翌年度の売上高が16.6%上昇すると予想する。PERは44倍だが、パンデミック前は1株当たり利益（EPS）が3年ごとに倍増していた。

エル・ポヨ・ロコ・ホールディングス＜LOCO＞はチキン料理が有名なメキシカンレストランで、店舗の4分の3がロサンゼルス近郊にある。同社は2020年にコスト削減に成功しており、2021年以降、再び店舗数を増やしても高い利益率が期待できるだろう。PERは22倍である。

ジェンテックス＜GNTX＞は、後続車のヘッドライトを検知して自動的にまぶしさを調整するバックミラーなど、自動車部品市場で圧倒的な地位を誇るメーカーである。電子機器やアクティブセーフティー機能部品などの他の市場でも存在感を拡大しつつあり、今後数年間で2桁台の利益増加が見込まれる。PERは22倍である。

■ 半導体メーカーならブロードコム

半導体業界は2020年、静かなブームを迎えていた。フィラデルフィア半導体株指数（SOX）は50%

超上昇し、S&P500指数とナスダック総合指数の上昇率を上回った。JPモルガンは、2021年には半導体セクター全体の売上高は8~10%、利益は15~18%増加すると予想している。成長をけん引するのは大手クラウド企業による事業拡大、次世代通信規格「5G」サービスの基地局の増加、5G携帯電話の出荷台数の倍増である。

どの銘柄を選ぶと良いだろうか。インテル<INTC>のPERは10倍と割安だが、アップルがMac（マック）用半導体を独自に設計することにしたのは逆風だろう。画像処理半導体（GPU）大手のエヌビディア<NVDA>はビデオゲーム、クラウドコンピューティング、人工知能（AI）向けで高いシェアを誇るが、PERは40倍を超える。

成長とバリューの両方を求めるなら、半導体メーカーのブロードコム<AVGO>に注目だ。筆者は同社の株価が174ドルだった4年以上前から何度か推奨してきたが、株価は現在436ドル、PERは約16倍となっている。同社は買収を通じてネットワーク、ブロードバンド、ストレージ、ワイヤレス通信を中心とした半導体とソフトウェア事業を拡大してきた。10月末までの今年度のEPS成長率は8%、配当利回りは3.3%である。JPモルガンは同社を2021年の最有望銘柄としている。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

7. 変革を迫られるインテルに2021年は希望 - An Activist Scolds Intel, Giving Its Investors Hope for 2021 サード・ポイントのローブ氏が問題点を鋭く指摘

[フィーチャー]

■ 取締役会の責任放棄



David Paul Morris/Bloomberg

つらい一年を経てインテル<INTC>の役員達は、2020年最後のサプライズを受け取った。それは、アクティビスト（物言う株主）投資家のダニエル・ローブ氏から先週届いた、鋭い言葉でつづられた書簡という体裁を取っている。

ヘッジファンドであるサード・ポイントのローブ最高経営責任者（CEO）は、かつての最先端半導体メーカーに変化の必要性を訴えている。そして同氏は、ウォール街とシリコンバレーで多くの人が1年以上にわたって抱いてきた疑問、すなわち「かつて市場を支配したインテルが、どのようにして明らかに道に迷うことになったのか」を要約

している。

ローブ氏はインテルのオマール・イシュラク会長に対し、「われわれは、インテルを取り仕切ってきた取締役会が、経営陣が同社を業界トップから転落させるのをどうやって許すことができたのか理解できない。株主はもはや、そのような明白な責任放棄を容認しない」と記した。

ローブ氏の書簡に関するニュースと、ロイターがサード・ポイントによる10億ドル相当のインテル株保有を報じたことで、インテルの株価は5%上昇した。それでも2020年は、同社の株価が17%下

落したのに対し、半導体セクター主要30銘柄で構成されるフィラデルフィア半導体株指数は51%上昇した。

■ 省電力半導体の開発競争で敗者に

何年もの間、インテル株投資の論拠は、半導体製造における完全な垂直統合型アプローチが真価を発揮するというものであり、インテルが半導体を設計・製造する一方、ライバルであるアドバンスト・マイクロ・デバイシズ（AMD）＜AMD＞とエヌビディア＜NVDA＞は、製造を台湾積体回路製造（TSMC）＜TSM＞やサムスン電子＜005930.韓国＞に委託している。

しかしそのような論拠は、インテルが設計と製造を等しくうまくやっていると前提にしている。数年間に及ぶ遅れは、そうした主張の土台を崩壊させた。

ローブ氏は、「製造部門のリーダーシップ喪失や他のつまづきが、競合する同業数社がTSMCやサムスンの製造工程における技術面の優位性を活用し、インテルを犠牲にしてシェアを大幅に伸ばすのを許した」と記した。

11月に本誌が掲載したようにインテルの問題は、アップル＜AAPL＞のiPhone（アイフォーン）向けプロセッサを生産しないことを選択した15年前の決定と関係があるかもしれない。当時の携帯電話市場は規模が小さかった一方で、TSMCやサムスは、大量生産によって規模を拡大し、最先端の省電力半導体の生産能力を獲得した。

半導体の消費電力をもっと大幅に抑えたいという思いから、アップルは11月に最新モデルの生産が始まったMac（マック）に、自社設計半導体の搭載を決めた。今日では、消費者はバッテリー本来の性能と同程度にバッテリーの駆動時間の長さに注目しているが、インテルはついていけないままである。TSMCはインテルの半導体生産技術に、少なくとも1年は先行している。

インテルは、株主価値を増大させる方法についての株主提案を歓迎し、「ゴールに向かってサード・ポイントのアイデアで協働することを楽しみに待つ」とする声明を発表して、ローブ氏のレターに回答した。

サード・ポイントはレターの内容以上のコメントを拒否したが、同社はどこに問題があるかを明確にしている。「特に懸念するのは、インテルの人材管理の問題とそれに対処するための明確な計画の欠如である」とローブ氏は記した。

■ アウトソーシング活用が経営再建のカギ

6月に半導体設計の幹部であったジム・ケラー氏は、個人的な理由としてインテルを去った。翌月には次世代半導体の投入を2022年後半まで延期し、チーフエンジニアであるベンカタ・レンデュチンタラ氏の退社を含むエンジニアリングチームの大改革を発表した。インテルのロバート・スワンCEOは、同社の残る技術グループを同CEOの担当とする再編を実施した。

スワン氏は2019年1月に経営トップに昇格したが、インテルの典型的なCEOではなかった。同氏は金融界の出身で、eコマース大手のイーベイ＜EBAY＞で最高財務責任者（CFO）、投資会社ゼネラル・アトランティックでパートナーを歴任した。

技術面の専門家不在は、インテルの取締役会では一段と明白である。取締役会のメンバーには、半導体製造の経験者がいないのである。2017年に取締役会に加わったイシュラク氏は2020年初めに

会長に就任したが、長い間、医療機器会社の役員であった。より半導体製造を重視する取締役会であれば、過去数年間に同社をどのように指揮していただろうかということを、考えてみる価値はあるだろう。

筆者は11月のインタビューでスワンCEOに取締役会のメンバー構成を尋ねたが、「取締役の多様な構成に満足している。当社が取り組まなければいけない成長機会や課題を評価できるよう、異なる考え方を取り入れた」と語った。

ローブ氏の書簡は、次のステップについては明確にしていないが、次のインテルの年次株主総会で取締役候補を提案する可能性に触れている。ローブ氏の関心は結局、本誌が11月の記事で述べた、「インテルは相当な潜在的価値がある半導体製造の巨人である」という主張に一致する。

ウォール街関係者の多くは、インテルが半導体の設計に専念するのを見たがっているが、同社はAMDのような完全に工場を持たないファブレス半導体企業になる必要はない。同社は既にアウトソーシングに関して、柔軟性を見せている。2019年後半、役員の一人は「ウエハー換算で20～25%の製品は、外注している」と語った。

より柔軟性を高めることは、助けになる。ハイテクセクター専門調査会社ニュー・ストリート・リサーチのアナリスト、ピエール・フェラグ氏は先週、「インテルが半導体の競争力を取り戻すために、必要数の例えば25～50%でTSMCを活用する可能性がある。これはまた自社の製造部門に競争を引き起こし、インテルの傷ついた経営を再建する良い材料になるだろう」と記した。

インテルにとっては厳しい1年だったが、明るいニュースは、2021年に株主に希望を与えるために、役員は多くのことをする必要はないということだ。虚栄心を取り払い、支援を求める意欲さえあれば良い。

By Max A. Cherney
(Source: Dow Jones)

8. アクティブ運用、ESG、テーマ型ETFが2020年の勝ち組 - Active, ESG, and Thematic ETFs Were 2020's Big Winners. Expect More 2021年の見通しは？

[ファンド]

■ コロナ禍での成長戦略と課題



Dreamstime

その他にもあらゆるものがあるなかで、2020年、市場でまたしても新たなテーマが出現した。具体的には、遠隔医療、テレワーク、ネットショッピングといった既に動き出していたトレンドがコロナ禍で勢いづいたということだ。当然ながら、上場投資信託（ETF）運用会社と投資家はパンデミック（世界的流行）、規制変更や社会運動によって形成されるトレンドにすぐに飛び乗っている。

テーマ別ETFは、昨年急成長した。こうしたニッチなファンドは通常、クラウドコンピューティン

グやロボット工学といった破壊的イノベーション、あるいは電子商取引やクリーンエネルギーのような長期的な社会動向に焦点を合わせている。コロナ禍で消費者行動のトレンドが加速され、特定銘柄の株価が上昇したことから、テーマ型ETFの多くは2020年に優れたリターンを挙げている。2020年9月末までの3四半期でテーマ型ETFの残高は280億ドルから590億ドルに倍増し、グローバルXのデータによれば、増加分の2分の1強は資金流入によるものだ。

このようなニッチ商品には、注意すべき二つの理由がある。投資初心者は、テーマ型ETFの多くは大幅に上昇し極めて割高となっている銘柄に投資しており、反落を起こしやすいことに留意すべきだ。例えば、アーク・ゲノミック・レボリューションETF<ARKG>は、昨年12月22日までに215%上昇し、直近の1週間で10%超下落した。

また、テーマは定義上かなり狭いため、ETFプロバイダーは銘柄選定や個別銘柄のウェイト変更により差別化を図るべく、あらゆる手を尽くさなければならない。従って、同テーマ（似通った名前）のファンドでもしばしば大きく異なった保有銘柄となる。例えば、グローバルXリチウム&バッテリー・テクETF<LIT>とアンプリファイ・リチウム&バッテリー・テクETF<BATT>はポートフォリオ間の銘柄重複が50%しかないが、2020年に前者が後者を77%上回るパフォーマンスを挙げた。

■ ESGファンドの実績

ESG（環境、社会、ガバナンス）の企業への影響を考慮したサステナブル・ファンドも2020年に大幅な増加を示した。コロナ禍と経済的格差の拡大、絶え間のない自然災害により、投資家は、企業がESG課題に対して無関心でいることのリスクをより強く意識するようになった。最も重要なことは、サステナブル・ファンドがESGの価値と投資リターンが反比例しないことを示したことである。モーニングスターのデータによれば、米国大型株ESGファンドは2020年に、資産規模上位10ファンド全てを含む約65%がS&P500指数をアウトパフォームした。ESGファンドは、2019年の214億ドルの2倍超となる資金流入を2020年に記録した。ESGインデックスファンドは伸びが特に大きく、その多くはアクティブ運用のESGファンドに比べて、広範に市場に投資するインデックスファンドに近く、投資家にとってポートフォリオの移行が容易だ。最大のESG ETFであるiシェアーズESGアウェアMSCI米国ETF<ESGU>は2020年に資産残高が、2019年末の15億ドルから130億ドル超に、8倍の増加となった。

■ 2021年の展望

しかし投資家はいまだにアクティブ運用に興味があるようで、パッシブ運用が主流のETF業界にアクティブ運用が浸透しつつある。アクティブETFが資産運用業界の次の成長フロンティアになる可能性が高い。米証券取引委員会（SEC）は2019年末に規則を変更し、一部のETFについて日次の保有銘柄開示を免除した。この決定により、売買手口をまねることを可能にするETFの典型的な透明性を恐れる多くのアクティブ運用マネージャーにとって、大きな障害が取り除かれた。

T.ロウ・プライス<TROW>、フィデリティ、アメリカン・センチュリー、ディメンショナル・ファンド・アドバイザーズといったミューチュアルファンド会社は、規則変更以降、そろってアクティブETFを本格展開している。バンガード、ブラックロック<BLK>ならびにインベスコ<IVZ>といったETFの巨人も追随した。これまで個別口座での運用のみを手掛けていた小規模のマネーマネージャーも現在では戦略をETFで提供している。昨年立ち上げられた新規ETFの半分近い約120ファンドがアクティブ運用だ。アクティブETFは、5兆ドルの業界のうち、わずか1730億ドルを占めるだけであるが、2021年には大幅な成長が見込まれる。

By Evie Liu
(Source: Dow Jones)

9. 見直す価値のあるバリューストック7銘柄 - These 7 Value Stocks Deserve a Fresh

[バリューストック]

Look

ボイヤー・グループ2021年版「忘れられた40銘柄」からのハイライト

■ バリューストック復活への「忘れられた40銘柄」

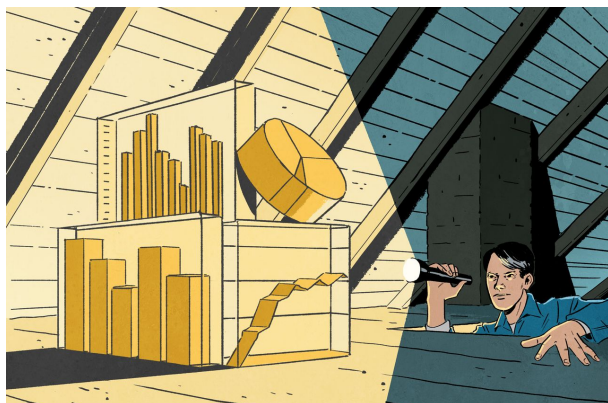


Illustration by Jack Richardson

新年はさまざまな分野で変化を予想させるものだが、米国株式市場も大きな変化が起こる可能性がある。2021年はいよいよバリューストックがグロース株をアウトパフォームする年になると予想する投資家やストラテジストが増えている。

この10年、バリューストックは大幅に出遅れている。そして、2020年には、ラッセル1000グロース指数がラッセル1000バリューストック指数に対し過去最大となる36%ポイントの差をつけてアウトパフォームした。銀行、鉱業、エネルギーなどのオールドエコノミー銘柄の犠牲の上に、アップル<AAPL>、

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>などのグロース株が市場をけん引した10年間の頂点だった。

パフォーマンスが乖離（かいり）した結果、バリューストックはグロース株に対して2000年のITバブル以降で最も割安となっているが、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）終息後に経済が回復し、最終的に金利が上昇すれば、このギャップは縮小する可能性がある。1975年にボイヤー・バリューストック・グループを設立したマーク・ボイヤー氏は、「記憶にある限り、バリューストックがこれほど長い間、情けない状況にあったことはない。しかし、今後はバリューストックがグロース株を大幅にアウトパフォームする時期に入るとみる」と語る。ただし、同氏の息子で、同グループの調査部門責任者を務めるジョナサン・ボイヤー氏は、全てのバリューストックが恩恵を受けるわけではないと警告し、「財務内容が健全で競争力のある質の高い企業を検討すべきだ」と語る。

この点については、ボイヤー氏がその年に魅力のあるバリューストックを提供すると考える40銘柄の年次リストをまとめている。これらは必ずしも市場で最も割安な銘柄ではないが、注目されておらず、いずれも将来株価が上昇するきっかけとなるプラス材料を少なくとも一つ備えている。同社の「忘れられた40銘柄」のポートフォリオ価値は過去10年間の平均で年9.6%上昇している。これに対し、ラッセル1000バリューストック指数の上昇率は平均で約8%、グロース株を含むラッセル1000指数の同期間の上昇率は平均で年12%だ。

ボイヤー氏のチームが本誌に事前閲覧させてくれた2021年度の「忘れられた40銘柄」リストの幾つかの銘柄について、アルファベット順にジョナサン・ボイヤー氏および本誌の見方を説明する。

■ バンク・オブ・アメリカ

New Year, New Stocks

These seven stocks might not all look cheap on the surface, but they each meet some definition of value—and they could all outperform in the year to come.

Company / Ticker	Industry	Recent Price	2020 Return	Market Value (bil)
Bank of America / BAC	Diversified Banks	\$29.98	-12.6%	\$259.4
Coca-Cola / KO	Beverages	54.44	1.7	234.0
CVS Health / CVS	Health Care / Retail	67.75	-5.9	88.7
Liberty Braves / BATRK	Entertainment	25.14	-14.9	1.3
MSG Sports / MSGS	Entertainment	186.16	-11.3	4.5
Sysco / SYY	Food Distribution	73.29	-11.6	37.3
Walt Disney / DIS	Entertainment	181.17	25.3	328.0

Data through Dec. 30; *Dividend on hold in 2020; E=Estimate. N/A=Not applicable

Sources: Bloomberg; FactSet

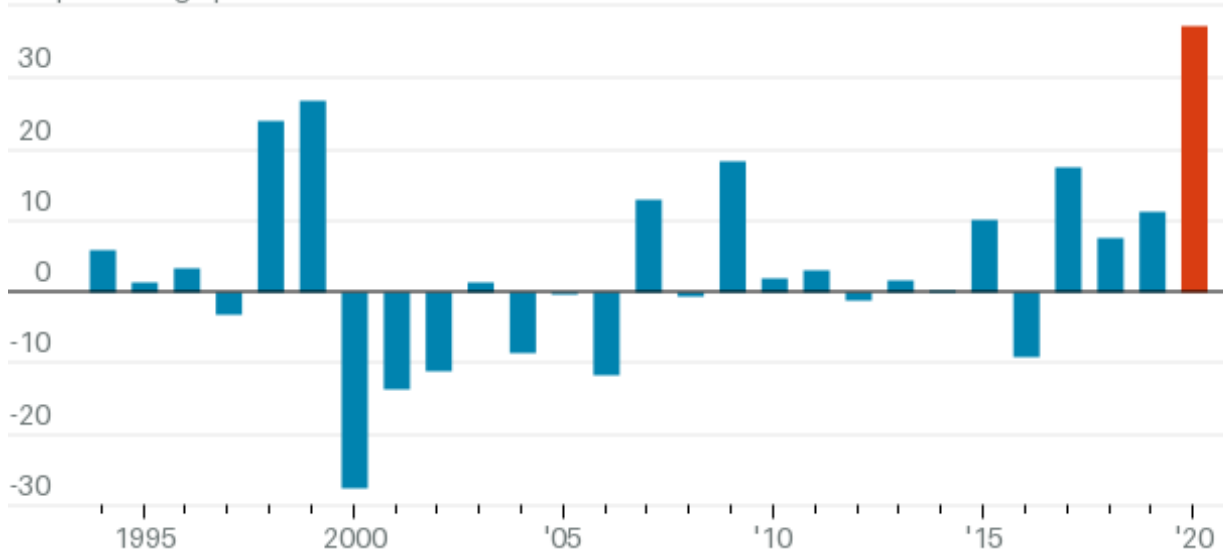
大手金融機関バンク・オブ・アメリカ<BAC>の現在の株価は約30ドルであり、2021年の予想株価収益率（PER）が14倍、株価有形純資産倍率（PTBV）が1.5倍と、市場および同行の過去のバリュエーションに比べて割安だ。景気の回復、イールドカーブのスティープ化への期待、そして米連邦準備制度理事会（FRB）が自社株買い再開と配当拡大にゴーサインを出したことの全てが2021年の有望な株価上昇要因となる。ウォーレン・バフェット氏のバークシャー・ハサウェイ（BRK.A）は同行の株を買い増ししてきており、現在約12%を保有している。ボイヤー氏は株主還元の拡大、景気回復、およびバフェット氏の信任によって、同行の株価は、2022年の有形純資産の1.6倍で、現在の水準を20%上回る36ドルになると予想する。現在の配当利回りは2.4%。

■ コカ・コーラ

Growth Dominance

The Russell 1000 Growth Index has outperformed the Russell 1000 Value Index by a record margin in 2020.

40 percentage points



Note: Data available since 1994

Source: FactSet

コカ・コーラ<KO>は「本誌が選ぶ2021年の上位10銘柄」（本誌2020年12月20日号掲載記事）の1社であり、同じ理由でボイヤーの「忘れられた40銘柄」入りをしている。ボイヤー氏によれば、飲食店、競技場、その他公共の場所が再開されれば、短期的な売り上げの伸びにつながるとともに、2021年には同社の長期的な取り組みが奏効し始めるといふ。ボイヤー氏は、「より優れた、よりアセットライト（必要最小限の資産しか保有しない）な構造が利益率の拡大につながるはずだ」と付け加え、ドル安も海外の収益性向上に寄与するだろうと指摘する。来期予想PERは25倍超であり、同社の株価は特に割安ではないが、ボイヤー氏は、同社は成長軌道に戻るのに伴いこの倍率を維持するとみる。ボイヤー氏のチームは株価が66ドルへ上昇するとみており（直近終値は55ドル）、配当利回りは3%だ。

■ CVSヘルス

ドラッグストアチェーンのCVSヘルス<CVS>は、米国における新型コロナウイルス用ワクチン配布の取り組みで重要な役割を果たし、顧客情報データベースの拡大と同社の店舗およびクリニックの新たな患者獲得に成功するだろう。ボイヤー氏によれば、CVSの強みは実店舗と電子商取引を情報管理システムで統合するオムニチャネル・アプローチにある。同社の実店舗は米国の人口の80%近くをカバーしており、また洗練された処方薬宅配事業も展開している。株価は約68ドル、来期予想PERはわずか9倍であり、割安と思われる。ボイヤー氏は2022年予想利益にPER13倍を適用し、直近の終値を55%上回る106ドルを目標株価とする。

■ リバティ・ブレイブス・グループとマディソン・スクエア・ガーデン・スポーツ

リバティ・ブレイブス・グループ<BATRK>とマディソン・スクエア・ガーデン・スポーツ<MSGSG>は、スポーツチームが株式上場されているまれな例だ。前者は野球のアトランタ・ブレイブス、後者はバスケットボールのニューヨーク・ニックスとホッケーのニューヨーク・レンジャーク

ズを所有している。ボイヤー氏によれば、これらのチームはそのキャッシュフローではなく、潜在的な買い手が払うであろう金額に基づいて評価すべきいわゆる「トロフィー・アセット」だ。とはいえ、テレビの放映権料は契約更新時に上昇し、オンライン・ギャンブルが合法化されればファン・エンゲージメントが強化され広告収入の増加につながるため、3チームとも今後増収増益が期待できるという。リーグが門戸を解放し、プライベートエクイティ企業などの投資家がチームの少数株主になれるようになったことから、バリュエーションがさらに上昇する可能性もある。ボイヤー氏はリバティ・ブレイブスの目標株価を41ドル、マディソン・スクエア・ガーデン・スポーツは231ドルとし、それぞれ60%および24%の上値余地があるとみている。ボイヤー氏の目標株価は、フォーブスによる各チームの直近のバリュエーションに対する約30%のプレミアムに基づいている。

■ シスコ

非常に細分化された米国食品流通業界の最大手であるシスコ<SYN>は、パンデミックからさらに強力的になって抜け出す先頭位置に付けている。同社の市場シェアは16%にすぎないが、同社の売上高は業界2位と3位の合計を上回る。同社の経営陣は買収および新規顧客獲得に積極的だ。ボイヤー氏は、「この環境下、飲食店とホテルは最も安い価格で供給する業者というだけでなく、この危機を乗り切れる業者を探している」と述べ、シスコの株価は最近の73ドルから93ドルに上昇するとみる。

■ ウォルト・ディズニー

ウォルト・ディズニー<DIS>の今後12カ月予想利益に基づくPERは72倍であり、従来型の指標では割安とは言えない。しかし、エンターテインメント業界大手の同社には今後株価が上昇する要因が幾つかある。まず何よりもテーマパーク事業はパンデミックから予想を上回る回復を示すと、ボイヤー氏は予想する。長期的には、ディズニー・プラスおよび他の消費者向けダイレクトサービスの急成長がけん引する、同社の動画配信を中心としたグローバル・コンテンツ企業への変貌がある。ボイヤー氏はサム・オブ・ザ・パーツ（SOTP）分析を使用してディズニーのバリュエーションを行い、動画配信以外の事業は利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）の2022年度予想額に12倍を適用し、動画配信事業は2022年度予想売上高に5.5倍を適用する。この結果、目標株価は直近の終値約181ドルを30%上回る237ドルとなる。また、ネットフリックスの現在の株価売上高倍率（PSR）10倍を適用すれば、目標株価は339ドルとなる。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - The State of Holiday Retail: A Little Good, a Little Bad

ホリデーシーズンの小売りは、販売チャネルや商品カテゴリーで明暗

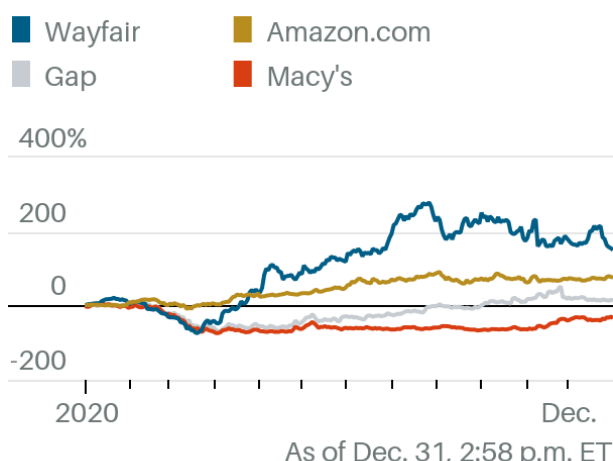
[経済関連スケジュール]

■ オンライン売上高の成長はポスト・パンデミックも続く

The Haves and Have-Nots

Throughout the pandemic, online sellers have outperformed more-traditional retailers.

Shares of Amazon.com, Wayfair, Macy's, and Gap, 2020 Year to Date



Source: FactSet

異例のホリデーショッピングの季節が終わった。速報値の結果は新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）を反映したものとなった。勝者もいれば敗者もあり、底堅さを見せた者もいたが、そこから今後のヒントも幾つか見える。

マスターカードの利用・決済状況をまとめた調査「スペンディング・パルス」によると、年末商戦の小売売上高は、新型コロナウイルスのパンデミックの影響で延期されていたアマゾン・ドット・コム<AMZN>のプライムデーなどが開催された10月半ばを起点に考えると、前年比3%増となった。11月から12月24日までの期間では、前年比2.4%増だった。オンライン売上高は前年比49%増で、全売上高の20%近くを占めた。その一方、デパートの売上高は10%落ち込んだ。最大の伸びを見せたのは家具で、前年比16%増、オンラインでは31%増である。一方でアパレルは19%減となり、人々が家で過ごす時間が増加したことで、衣服にかかる支出が減ったことを示す結果となった。

ジェフリーズのアナリスト、ジェニン・スティクター氏は、同データからは、消費者は店舗には行かなくてもショッピング自体を止めてはいないことが分かったと述べる。消費者は、「年末商戦の早い時期に早期割引を狙い、店舗の混雑や配送遅延などを避けながら」旺盛な購買意欲を見せた。一方で、パンデミックの影響も続いており、デパートやアパレル企業は、小売りの中でも特に厳しい状況に置かれている。

小売業のデータ分析専門会社、エディテッドによると、割引は2019年よりも減少している。スティクター氏は、その点も1年を通じてのポイントだとし、「在庫水準の低さ（低すぎる場合もある）により、前年と比べてプロモーションのレベルが大幅に減少している」と述べる。さらに、消費者が例年より早い時期に計画的にショッピングを行ったこともプロモーションの減少を招いたのだろうと分析する。

今後については、消費者は安全だと思えば店舗に戻って衣服を再び購入すると考えられる。だが、一度出てきたオンラインの魔物は元には戻せない。アナリストは、オンライン売り上げの成長は続くを見る。パンデミックは、オンラインへのシフトを加速させたにすぎない。

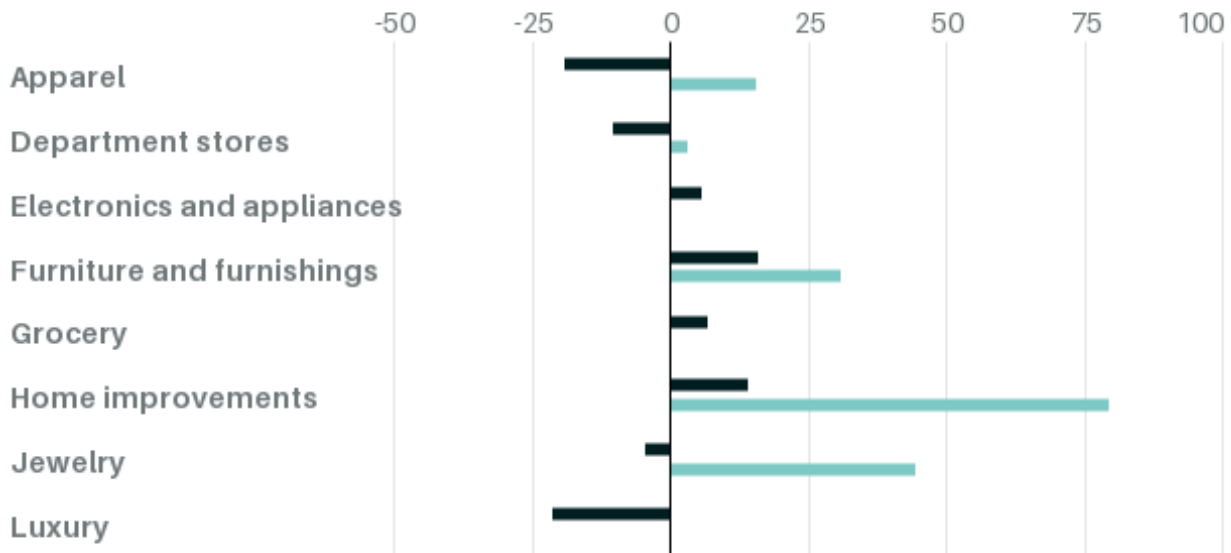
■ 今週の予定

Home for the Holidays

A sector breakdown amplifies the importance of home goods and e-commerce this holiday season.

Retail Sales and E-Commerce Growth, Y/Y, Oct. 11 to Dec. 25

■ Y/Y Sales Growth ■ Y/Y E-Commerce Sales Growth



Source: Mastercard SpendingPulse

1月4日（月）

・自動車大手フィアット・クライスラー・オートモービルズ（FCAU）と「プジョー」を傘下を持つフランスの自動車大手PSAグループ（UG.フランス）が臨時株主総会を開催。15カ月前に初めて発表された、500億ドル規模の対等合併への承認を求める。新会社名は「ステランティス」となり、年間販売台数で世界第4位となる見込み。

・11月の建設支出発表。予想は季節調整済み年率換算1兆4500億ドルで、前月から1%増。建設支出は住宅市場同様に新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）で落ち込んで以来順調に回復し、現在は、統計開始以来最高を記録した2020年2月の1兆4400億ドルをわずかに下回る水準にある。

1月5日（火）

・ジョージア州の連邦議会上院2議席を巡る決選投票が行われる。上院の過半数の議席獲得がかかっており、民主党が2議席を獲得すれば、上院を奪回する。

・ISMが12月の製造業購買担当者景況指数（PMI）発表。コンセンサス予想は56.5と、11月から1ポイント低下。製造業PMIは、6カ月連続で景気拡大を示す50を上回っている。

1月6日（水）

・米連邦公開市場委員会（FOMC）が、12月半ばに開催された金融政策決定会合の議事録要旨を公表。

・給与計算代行のオートマティック・データ・プロセッシング（ADP）が12月の民間雇用者数を発表。コンセンサス予想は前月比20万人増（11月は30万7000人増）。11月の増加の大半はサービス・セクターによるものだが、中でもレジャーおよびホスピタリティ業界の9万5000人増が牽引（け

んいん)した。

1月7日(木)

・食品メーカーのコナグラ・ブランド<CAG>、酒類大手コンステレーション・ブランド<STZ>、冷凍食品メーカー持ち株会社のラム・ウェストン・ホールディングス<LW>、半導体大手マイクロン・テクノロジー<MU>、ドラッグストアチェーン大手のウォルグリーン・ブーツ・アライアンス<WBA>が四半期決算発表。

・ISMが12月の非製造業PMI発表。エコノミスト予想は54.7と、11月の55.9を下回る。

・12月26日までの週の失業保険申請件数(継続受給者数)発表。新規失業保険申請件数とは異なり、継続受給者数は12月に入り減少トレンドが続いている。12月第1週~第3週までの継続受給者数は1週間あたり平均530万件と、ピークだった5月の2200万件から減少している。

1月8日(金)

・12月の雇用統計発表。非農業部門就業者数のコンセンサス予想は、前月比11万4000人増(11月は24万5000人増)。失業率は6.8%と、11月の6.7%から上昇。5月以降の非農業部門就業者数は1240万人増となり、3月~4月に減少した2220万人の約半数が回復したことになる。

By Teresa Rivas
(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』 2021/01/03

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 © 2021 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます