

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2021/03/21

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 宇宙ビジネスの新たな波に乗る方法 - How to Play the New Space Race [カバーストーリー]
スタートアップならロケット・ラボ推奨 P.2
2. スプラUNKはクラウドをものともせず前進 - Splunk Finds Its Way Through the Clouds [フィーチャー]
サブスク型移行へ一時的に売上高減少 P.6
3. 「債券自警団」が新たなブラックマンデーを引き起こす見込みなし - Bond Vigilantes Are Back, but Unlikely to Cause a New Black Monday [コラム]
1987年とは異なる状況 P.9
4. FRBと戦っていない株式市場 - The Market Isn't Fighting the Fed. What That Means for Stocks [米国株式市場]
当面はバリュース株優位か P.11
5. クラウド企業の業績を理解する新指標 - The Cloud Is Already Confusing - the Metrics Make It Worse [ハイテク]
ARR、RPO、NNR、貢献利益、調整後EBITDA、TAMとは P.13
6. FRB、経済見通しを一転強気に - Behind the Plot Hole In the Fed's Forecasts: Big Productivity Gains [米国経済]
生産性向上が追い風 P.14
7. 配当利回り期待の銀行4銘柄とETF - 4 Banks and 1 Bank ETF to Bank on for Yield [インカム投資]
2021年の見通しは明るい P.16
8. バリュース株ファンドに上値余地も、減速に備え - Value Funds Have Room to Run, but Start Preparing for Their Slowdown [ファンド]
逆風見越し銘柄入れ換え P.18
9. 2021年以降も利益成長期待の2銘柄 - 2 Stocks With Earnings Growth Beyond 2021 [注目銘柄]
キャタピラーとブルーミン・プランズ P.19
10. 今週の予定 - How the Big Tobacco Giants Can Survive the Last Smoker [経済関連スケジュール]
逆風の中、たばこ大手はどう生き残る P.21

※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。

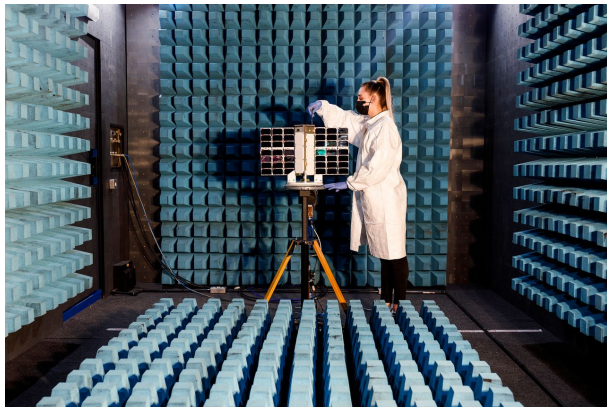
Copyright © 2021 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. 宇宙ビジネスの新たな波に乗る方法 - How to Play the New Space Race スタートアップならロケット・ラボ推奨

[カバーストーリー]

■ 旅行、人工衛星、物流、投資対象増える



Photograph by Robert Ormerod

2017年に本誌が宇宙を特集した時は、来るべき宇宙ビジネスの波に乗る方法はほとんどなかった。リチャード・ブランソン氏が会長を務める航空宇宙事業持株会社のヴァージン・ギャラクティック・ホールディングス<SPCE>が特別買収目的会社（SPAC）と合併して上場する2年以上前のことだ。当時は、ビアサット<VSAT>は数少ない衛星通信関連の上場企業の一つであり、軍事用航空機メーカーのロッキード・マーチン<LMT>と航空宇宙産業大手のボーイング<BA>が本誌の最善の推奨銘柄だった。

その後、コスト低下と投資意欲の高まりが組み合わさって状況は一変した。宇宙旅行が注目される一方で、投資家は実際に収益を生み出している人工衛星メーカー、打ち上げサービスプロバイダー、さらには宇宙物流会社から投資対象を選択することができる。

宇宙事業専門企業の時価総額は数年前にはほぼゼロだったが、今では合計で約250億ドルに上る。さらに、この数字には、電気自動車メーカーのテスラ<TSLA>の最高経営責任者（CEO）であるイーロン・マスク氏が設立した宇宙産業大手のスペースXや、アマゾン・ドット・コム<AMZN>の創設者であるジェフ・ベゾス氏が設立した航空宇宙企業のブルー・オリジンは含まれていない（非上場のスペースXの価値は直近で740億ドルと見積もられている）。4年前の最大の課題は投資先を見つけることだったが、現在の課題は、どのスタートアップ企業がSPACとの合併による上場後に投資家に利益をもたらす持久力を備えているかを見極めることだ。それでも歴史のある企業、特にロッキードは、下値を限定しながら上値余地を捉える最善の方法かもしれない。

このような宇宙ビジネスの復活は10年前には想像できなかった。宇宙開発競争は1960年代と70年代に全盛期が過ぎ、スペースシャトルは廃止された。米国での衛星の軌道打ち上げは1990年代後半の年間約40回から20回未満に減少した。採算が悪化したため、ロッキード・マーチンとボーイングは打ち上げサービス事業を統合してユナイテッド・ローンチ・アライアンス（ULA）を設立した。

■ 新規参入続々

The Buzz from Above

As the cost of sending rockets into orbit has fallen, the number of companies offering satellite-based services has expanded.

Company	SPAC Ticker	Ticker Once Merged	Market Value (bil)	2025E Revenue (bil)	Price / 2025E Sales	Description
AST & Science	NPA	ASTS	2.3	2.6	0.9	Provider of satellite cellphone service
Astra	HOL	ASTR	3.3	1.5	2.2	Launches smaller, low cost rockets into orbit
BlackSky Holdings	SFTW	BKSY	1.5	0.5	2.8	Satellite maker with plans to shakeup geospatial imaging market
Momentus	SRAC	MNTS	2.1	2.0	1.1	Provider of space logistics, from moving satellites to fixing them
Rocket Lab USA	VACQ	RKLB	5.7	0.7	7.6	Like SpaceX, it makes its own satellites and rockets
Spire Global	NSH	SPIR	1.7	0.9	1.8	Satellite maker calls itself a space software company

E=Estimate.

Source: company reports

そこにマスク氏が登場する。2014年、同氏は議会に対して、スペースXはULAと同じサービスを約4分の1の費用で提供できると述べた。その後、打ち上げ費用は大幅に下がり、その傾向は現在も続いている。スペースXのウェブアプリケーションでは、顧客が重量を入力すれば、それを低軌道

に送る運送費用の見積もりが示される。スペースXのファルコン9ロケットによる打ち上げ費用はわずか100万ドルだ。一方、間もなく上場する予定のロケット・ラボUSAやアストラなど、スペースXのライバルとなり得る新たな企業が出現している。これらは、スペースXをさらに下回るコストで打ち上げることができる、より小型のロケットを提供する予定だ。

■ 打ち上げコスト低下で新ビジネス可能に

ロケットを軌道に乗せる費用の低下に伴い、衛星ベースのサービスを提供する企業が増えてきた。また、人工衛星を介したインターネットサービスから地球の継続的なモニタリングとイメージングまで、10年前には想像もできなかったあらゆる種類のビジネスが可能になっている。その結果、宇宙への衛星打ち上げが増加することになる。米国を拠点とする打ち上げは2020年に40回を超え、2021年以降、再び増加すると予想されている。「2020年に1000基の衛星が打ち上げられた。2030年にはこれが1万基になる」と宇宙ロジスティクス会社モメンタスの創設者であるミハイル・コリッチ氏は語る。



Photograph by Kieran E. Scott

スペースXのロケット爆発の事例が示すように、打ち上げの失敗はもはや壊滅的な事故ではない。衛星は、より安価でより高性能になっている。衛星サービス会社のスパイア・グローバルは100基以上の小型衛星「Lemur（キツネザル）」からなる「衛星コンステレーション（人工衛星の一群・衛星システム）」を利用して、毎日5テラバイトのデータを収集し、16カ国にある同社の地上アンテナ70基に送信している。データは地球上の全ての地点を網羅し、船舶や航空機の位置情報の把握や天候観測に利用することができる。同社はデータを1日10回収集し、処理・分析して、アクセス権をサブスクリプションベースで顧客に販売している。

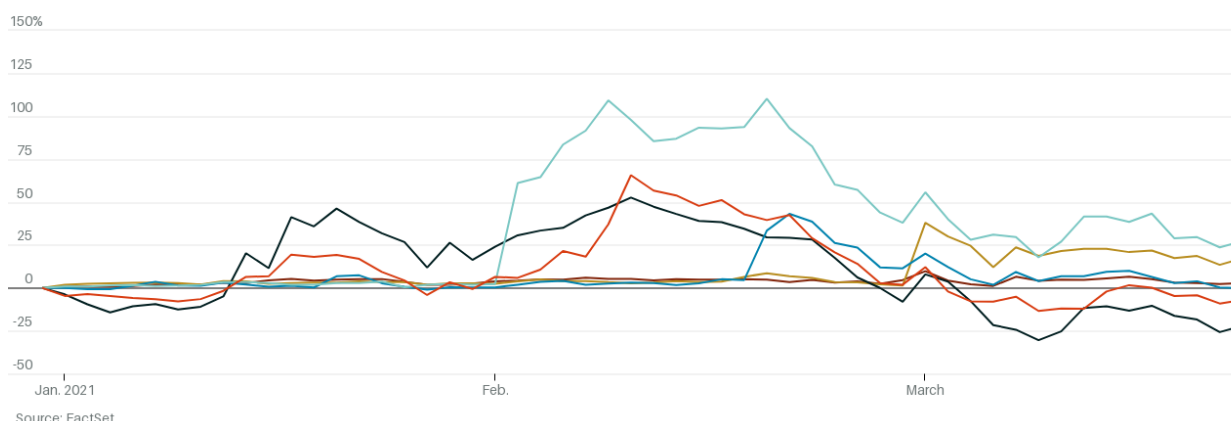
■ 新事業の実現は先、安全なのはロッキードか

A Wild Ride

Shares of special purpose acquisition companies planning to merge with space firms have had a turbulent start to 2021.

Shares of Hologic, NavSight, New Providence, Vector, Osprey Technology, and Stable Road, YTD

■ Hologic ■ Vector Acquisition ■ NavSight Holdings ■ Osprey Technology Acquisition ■ New Providence Acquisition ■ Stable Road Acquisition



宇宙ビジネスは依然としてニッチな産業であるが、アナリストは潜在的な市場規模を算出しようとしている。モルガン・スタンレーのアナリストであるアダム・ジョナス氏によれば、打ち上げサービス業界の年間売上高は2040年までに100億ドルに達し、地球観測サービス市場は2021年の30億

ドルから250億ドルへ拡大する可能性がある。さらに、人工衛星を介した高速インターネットアクセスの市場規模は、約100億ドルから900億ドル超へ成長する見込みだ。

しかし、成長機会が大きいのは、新たなビジネスモデルを有する企業かもしれない。航空宇宙エンジニアのルカ・ロッセッティニ氏が2011年に設立した人工衛星会社のDオービットは、宇宙のさまざまな場所に衛星を輸送し、宇宙ごみを除去する。ゆくゆくは衛星サービス企業が宇宙空間で衛星の修理・改修事業を手掛けることも考えられる。こうしたサービスの市場規模は4000億ドルに達し、衛星製造やロケット打ち上げの4倍以上に拡大する可能性がある。

ただし、こうした新たな事業機会が実現するのは遠い先の話だ。現在の投資家にとって適切な投資先ではないかもしれない。ティール・グループの航空宇宙コンサルタントであるリチャード・アブラフィア氏は、宇宙企業への投資を正当化するには需要が十分に大きくなければならず、宇宙企業が地上でサービスを提供する企業の脅威となるにはコストが十分に低くなければならないと指摘する。

ロッキード・マーチンは宇宙企業の中で最も安全な銘柄候補の一つだろう。同社が50%の持ち分を保有するULAは、130件以上の打ち上げミッションを成功させている。ロッキードは最近、ロケット部品メーカーのエアロジェット・ロケットダイナミクス<AJRD>を約44億ドルで買収することに合意した。ロッキードは衛星を製造することも可能で、新興宇宙企業のロケット・ラボの株主でもある。

一方で、ロッキードは防衛企業とみなされており、他の宇宙企業のようにバリュエーションが割高ではない。財政赤字が拡大していることや、民主党がホワイトハウスと上下両院を握っていることから、投資家は国防予算の削減を懸念しており、同社の株価は過去6カ月で約9%下落している（同期間のS&P500指数は18%上昇）。しかし、こうした懸念は行き過ぎている可能性がある。アブラフィア氏は「第二次世界大戦以降、国防費と財政赤字に相関は見られない」と語る。

ロッキードの2021年予想PER（株価収益率）はわずか13.6倍で、市場全体の22.6倍に対して大幅なディスカウントとなっている。同社のPERが20倍（S&P500指数に対するディスカウントが近年とほぼ同等になる水準）まで上昇すれば、株価は直近を40%超上回る約500ドルに達する。

■ 実績あるロケット・ラボは生き残る公算大



Photograph by Kieran E. Scott

宇宙関連のスタートアップ企業への投資は宝くじを買うようなものだ。大きな成長を遂げる企業もあれば、消えていく企業もある。多くのスタートアップがSPACを通じて上場しようとしているが、売り上げはまだない。どの企業も壮大な計画を掲げており、バリュエーションはいずれも割高だ。

本誌が選好するスタートアップはロケット・ラボである。同社はスタートアップの中で業績予想が最も保守的で、2020年の売上高も3500万ドルと最も大きい。打ち上げサービスを提供するとともに、自社でも衛星を製造しているため、一つの事業に依存していないことが強みだ。同社のピー

ター・ベックCEOは、「次の10年の衛星打ち上げについて考えると、衛星コンステレーションの構

築システムが必要になるだろう」と語る。

ロケット・ラボの2025年の衛星関連売上高は約3億5000万ドル、打ち上げサービスの売上高は4億ドルとなる見込みである。後者は2020年の売上高の10倍以上だが、打ち上げサービスへの予想支出額の5%にすぎない。現在のロケット・ラボの企業価値は、SPACのベクター・アキュイジション<VACQ>との合併取引に基づいて算出すると55億ドルで、スペースXの740億ドルに比べるとごくわずかである。それでも割安ではないものの、事業の幅広さと実績を考えると、今後もビジネスが存続する見通しは非常に明るい。

明るいと言っても星空ほどではないかもしれないが、新時代の宇宙開発競争の最中にあっては、それでも十分である。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

2. スプラUNKはクラウドをものともせず前進 - Splunk Finds Its Way Through the Clouds

サブスク型移行へ一時的に売上高減少

[フィーチャー]

■ 社名の由来は「洞窟探検」

シリコンバレーでは珍しい社名を付けることが伝統になっているが、中でもスプラUNK<SPLK>は際立っている。洞窟探検を意味するスピランキング (spelunking) という単語が由来だという。2003年に設立された同社は、企業のネットワーク内の情報という暗闇から「金塊」を掘り起こす。スプラUNKの事業はデータ検索から始まったが、今日では、顧客のコンピューティングシステムの運用状況を可視化することによるパフォーマンス向上支援、DevOpsと呼ばれる方式でのソフトウェアの開発と配布のサポート、システムのセキュリティとコンプライアンスに関する洞察の提供を手掛けている。

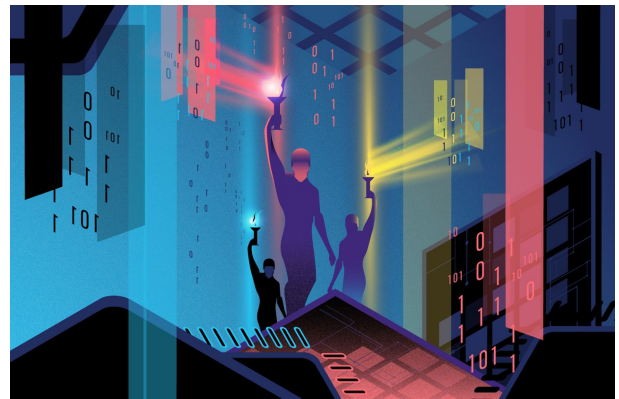


Illustration by Marcus Marritt

売上高は2013年1月期から2020年1月期までの間に10倍以上増加し、23億ドルに達した。2020年1月期の調整後非GAAP（米会計基準）ベースの1株当たり利益は1.88ドルと、2016年1月期の0.18ドルから大幅に増えた。ところが2021年度の業績が悪く、株価が急落したため、大胆な投資家にとっては買いの好機となっている。

■ 株価、ピークから40%安

Splunk

(SPLK / Nasdaq)



Source: FactSet

業績が悪化したのは最近だが、実はかなり前から分かっていたことだった。スプラUNKはクラウド以前に設立された。ダグ・メリット氏が2015年に最高経営責任者（CEO）に就任した時、同社の増収率は約50%だった。しかしこれは、顧客のデータセンター（オンプレミス）で使用されるソフトウェアの永続ライセンス料としての売上高で、いわば旧式のアプローチだった。メリット氏によると、コンピューターの世界はクラウドへと移行しつつあったが、スプラUNKの準備は整っておらず、「まるで1990年代の会社のような感じだった」という。同氏は、機械学習と人工知能（AI）こそ長期的成功のカギだと分かっていたが、同社のソフトウェアは顧客のファイアウォールの向こう側にあるため、情報収集には限界があった。

スプラUNKは顧客に対してクラウドへ移行し、サブスクリプションを採用するよう求めた。2年前に同社は、年間保守契約付きの最後の永続ライセンスを販売した。複数年の定期契約を選択した顧客もいたが、その他の顧客はサブスクリプションに移行した。

同社のジェイソン・チャイルド最高財務責任者（CFO）によると、永続ライセンスや定期ライセンスでは、収益の大半は購入時点で認識される。サブスクリプションの場合は契約期間全体にわたって配分される。長期的に見れば、投資家は収益額が予想しやすいサブスクリプションを好む。しかし、移行期には短期的な痛みが伴う。スプラUNKの場合、その痛みは同社が2021年度第3四半期（8～10月期）の決算を発表した昨年末に訪れた。売上高が前年同期比11%も減少し、会社予想に届かなかった。コロナ禍で情報技術への投資が鈍化したことも一因だが、サブスクリプションへの移行の加速が大きな問題だった。投資家はタオルを投げ、決算発表の翌日の12月3日にはスプラUNKの株価は23%下落し、時価総額が80億ドルも減少した。

3月3日に発表された通期決算の売上高は5%減で、2012年の新規株式公開（IPO）以降の30%以上

の成長率の連続記録が途切れた。チャイルド氏は、「昨年は、売上高は減少、利益率はマイナス、キャッシュフローは赤字と、経営の専門家が死の谷と呼ぶ状態だったが、今年は事態が改善し始める」と述べた。しかし、投資家は納得していないようだ。株価は昨夏のピーク時から約40%下落している（金曜終値は135.04ドル）。

チャイルド氏は、売上高はスプラנקの成長についての誤解を招きやすいと述べ、投資家にはもっと年間経常収益（ARR）に注目してもらいたいという。ARRはクラウド関連事業ではよく使われる非GAAP指標で、サブスクリプションの成功を示すものだ。2021年1月期のスプラנקの売上高は前年比6%減だったが、ARRは41%増の23億6000万ドルだった。成長ストーリーの中心であるクラウドベースのARRは83%増の8億1000万ドルだった。

■ バリュエーションは大幅なディスカウント

パンデミック（世界的流行）の最中にはガイダンスの発表が差し控えられていた。しかし、ウォール街のアナリストの予想によれば、スプラנקは今後何年間も40%のARR成長率を維持し、2025年にはARRが50億ドルを突破するはずだとチャイルド氏は指摘する。その時までには売上高の80%以上がクラウドになるとも予想されている。つまり、スプラנקは世界最大級のクラウド会社の一つへと成長する途上にあるのだが、現在のバリュエーションにはそのような見方が反映されていないようだ。同業のデータドッグ<DDOG>は、予想成長率38%で株価売上高倍率（PSR）が31倍、ダイナトレース<DT>の予想成長率は24%でPSRは17倍、エラスティック<ESTC>の予想成長率は26%でPSRが14倍だ。スプラנקの成長率はこれら企業を上回る見込みであるにもかかわらず、PSRは9倍を下回る。

スプラנק株を保有しているゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントのポートフォリオマネジャーのブルック・デーン氏は、ビジネスモデルの変更によって投資家はスプラנקの将来が見えにくくなっている上、同社が長期的なガイダンス発表を取りやめたことも問題だと述べる。同社は今後18~24カ月で、新しい契約を勝ち取り、新規市場へ拡大することによって「非常に魅力的な成長」を遂げるはずであり、バリュエーションも上昇すると同氏は考えている。

モルガン・スタンレーのアナリスト、キース・ワイズ氏も非常に強気で、「投資家の期待が低く、バリュエーションもそこそこなため、リスク対リターンが魅力的だ」と述べ、目標株価を213ドルとしている（上昇余地は約60%）。これほどの成長の可能性があるなら、スプラנקにはもっと深く探索する価値がある。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

3. 「債券自警団」が新たなブラックマンデーを引き起こす見込みなし - Bond Vigilantes Are Back, but Unlikely to Cause a New Black Monday 1987年とは異なる状況

[コラム]

■ 金利上昇が超割高株に打撃



MARIA BASTONE/AFP/Getty Images

「債券自警団」が戻ってきたようだ。金利上昇が米国債市場だけでなく、ナスダック総合指数の高騰銘柄にも打撃を与えている。彼らは、1987年の債券利回り急騰の栄光の日々に立ち戻り、株式市場の暴落を引き起こすのだろうか。

今回が異なるのは、「債券自警団」が米連邦準備制度理事会（FRB）と戦っていることだ。FRBは17日に、雇用の最大化とインフレ率が安定的に2%を上回ることが確認できるまで、金融の超緩和政策を維持する意向を改めて表明した。これは、ゼロ金利政策により短期金利を抑えることと

量的緩和政策で月1200億ドルの債券購入を維持することだ。

債券の暴落は既に残酷なものとなっている。モーニングスターのデータによると、iシェアーズ米国債20年超ETF（上場投資信託）＜TLT＞は、先週木曜日までの年初来リターンが約マイナス14.89%となっている。このマイナスリターンは、米国債利回りを歴史的に見るとまだ低い水準ではあるものの、ベンチマークである10年債で1.73%、30年債で2.45%まで上昇したことによるものだ。

これまでのところ、株式市場としては持ちこたえており、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は先週水曜日に3万3000ドルを超えて史上最高値を更新した。金融株は、FRBがフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標レンジを0～0.25%に据え置いている一方で、債券利回りの上昇とイールドカーブのスティープ化から恩恵を受けている。最も広く注目されているイールドカーブの指標である2年物米国債利回りと10年物米国債利回りのスプレッドは、2015年7月以来の水準である157ベースポイント（bp）まで拡大した。

債券利回りの上昇は、債券のボラティリティが2倍近く上昇したこともあり、超割高株、中でも1%を下回る債券利回りという支援材料がなければ説明できないようなバリュエーションまで買われていた大型の巣ごもり勝ち組銘柄に打撃を与えている。それを物語るのが二つのETFだ。ナスダック総合指数の非金融株上位100銘柄を追跡するインベスコQQQトラスト＜QQQ＞は、先週木曜日までの年初来リターンがマイナス0.54%、過去1カ月間のリターンがマイナス6.14%となった。また、電気自動車メーカーのテスラ＜TSLA＞をはじめとする超グロース銘柄投資の代表格であるアーク・イノベーション＜ARKK＞は先週木曜日までの1カ月間のリターンがほぼ弱気相場と言えるマイナス19.52%で、年初来リターンはマイナス3.55%となっている。

■ 長期債利回りと株価への影響

米国債利回りは短期的には、少なくともテクニカル的には上昇傾向が続くだろう。投資銀行アカデミー・セキュリティーズのマクロ戦略責任者ピーター・チアー氏は、10年物の利回りが1.87%まで上昇するとみる。これはコロナ禍が始まる前、2019年末の水準である。2.10%も現実的な水準だが、これを抜けると、2年前の水準である2.50%まで跳ね上がる可能性がある。しかし、そうなると恐らく「秩序を乱す」動きと見なされ、FRBが行動を起こす可能性があると同氏は言う。

一方、FRBと戦って債券を回避すべき時がきたという見方も少なくない。資産運用会社ブリッジウォーター・アソシエーツの創設者レイ・ダリオ氏は先週、「いったい、なぜ債券を保有するのか？」と題する公開レポートを発表した。利回りはインフレを考慮するとほとんどの市場でマイナスであり、年金基金など機関投資家のニーズに合わないだけでなく、債券には以前のようなリスク分散効果もなくなったからだ。

資産運用会社グッゲンハイム・インベストメンツのグローバル最高投資責任者（CIO）スコット・マイナード氏の見方は違う。最近の利回り上昇は景気回復の初期に特有のものであり、過去の例ではその後低下に転じているという。同社の長期の過去をベースにしたモデルによれば、利回りは恐らく0%以下に下落する可能性がある。しかし、問題なのは、債券利回りが低下する原因だ。そのきっかけとなる可能性が最も高いのは、恐らく株式市場が本格的な弱気相場に移行することだろう。1987年のブラックマンデーの際は、長期国債利回りが10%に急上昇した結果、NYダウは1日で22%という記録的な下落となった。最近では、2018年終盤に10年物国債の利回りが3%に上昇した結果、株式市場が20%近く下落。FRBはFF金利誘導目標の引き上げを停止し、その後引き下げに転じた。

現在のFRB当局者は、これほど大きな利回りの上昇がなくとも、「秩序を乱す」動きに対処するため、債券買い入れに関して長期の債券にシフトする、あるいは単に買い入れ額を増額するなど、その方針を修正すると予想される。1987年のように株式市場を制圧される前に、パウエル議長の部隊が債券自警団を峠で食い止める可能性が高い。

■ ファンドの資産配分の期末修正の影響

四半期末を控えた機関投資家がポートフォリオの資産配分を修正することから、今週は一時的に債券と株式のパフォーマンスが逆転する可能性がある。年金基金には通常、債券、株式、不動産、およびオルタナティブ投資について目標とする特定の配分比率があり、ポートフォリオ配分の定期的な修正によって、自動的に配分比率が高くなった資産を売却し、低い資産を購入することになる。長期米国債と社債が年初来でマイナス11.2%という恐ろしいリターンを記録していることから、債券は追加購入が必要になるとみられる。米国の債券は年金基金資産の47%を占め、最大の資産クラスである。ウェルズ・ファargo・セキュリティーズのストラテジストの推定によれば、企業の確定拠出年金は約280億ドルの資金を債券に移動すると予想される。

■ 個人投資家の選択肢

3月17日に総額約2420億ドルの給付金が米国民の銀行口座に振り込まれた。バンク・オブ・アメリカのストラテジストは、683億ドルという驚異的な額の資金が先週株式ファンドに流入したと指摘している。個人投資家は機関投資家とは違い、足元のリターンを重視するアプローチをとるだろう。インフレ調整後の実質利回りをプラスにするには、配当株やより高リスクの社債市場を含め、別の市場を探さなければならない。

UBSグローバル・ウェルス・マネジメントのマーク・ヘイフェルCIOによれば、景気回復はハイイールド債を、原油価格の反発はハイイールド債市場に占める比率が大きいエネルギーセクターを、後押しするはずである。ハイイールド債にはまた、信用スプレッドが縮小するため、国債利回りの上昇に対する抵抗力がより強い傾向がある。社債市場とハイイールド債の見通しが改善すれば、通常変動金利型であるシニアローンにも有利に働く。先週、私の同僚のアレクサンドラ・スキャッグが、変動金利資産に焦点を当てたETFをいくつか紹介した。私も年初にいくつかのクロードエンド型レバレッジド・ローン・ファンドを紹介している。これらは、利回りが高く、純資産価値（NAV）を下回って取引されている。全体として、ヘイフェル氏は顧客に「リフレを想定したポジションをとる」ように勧めている。これは、エネルギー株と金融株を含むバリュー株を引き続き重視せよと

ということだ。昨年アンダーパフォームしたそれらセクターが回復を続けると同時に、好調な小型株も大型株をアウトパフォームし続ける見込みだ。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

4. FRBと戦っていない株式市場 - The Market Isn't Fighting the Fed. What That Means for Stocks 当面はバリュー株優位か

[米国株式市場]

■ 議長会見後に利回り上昇

現在起きているのは、今世紀とは言わないまでも、今年に入ってから米連邦準備制度理事会（FRB）と債券市場の戦いのはずだ。しかし、そうだとすると、FRBには戦いの姿勢があまり見られず、このままだとバリュー株が市場の勝者となる状況が続くと考えられる。

先週の米連邦公開市場委員会（FOMC）に向けて、FRBのパウエル議長が債券利回りの上昇を抑えるために何かするのではないかとという期待が高まっていた。しかし、同議長はそのようなことはしなかった。

FRBの経済予測を示す「ドットプロット」が2021年の経済成長率を6.5%と示しているにもかかわらず、パウエル議長は政策金利を2023年までゼロ付近に維持する従来の政策を補強した。10年物米国債の利回り上昇についてはほとんど語られず、（FOMC後の会見で）議長が話している間も利回りは落ち着いた動きだった。

その後、長期債を中心に売りが始まった。10年物国債の利回りは一時1.76%まで上昇した後に1.73%で取引を終了し、iシェアーズ20年超米国債ETF（上場投資信託）＜TLT＞は1%下落した。ダウ工業株30種平均は0.5%下落して3万2627ドル97セントとなり、S&P500指数は0.8%安の3913.10で引けた。ナスダック総合指数は投機的なハイテク株が売られた結果0.8%下落して1万3215.24となり、小型株のラッセル2000指数は2.8%安の2287.55で週末を迎えた。

■ スプレッドを注視

S&P 500 Index



FRBがこれらの動きを心配しているわけではない。どちらかといえば、FRBは今起きていることを非常に快く感じているようだ。10年物米国債の利回り上昇を受けて電気自動車のテスラ＜TSLA＞やオンライン会議用ビデオソフトのズーム・ビデオ・コミュニケーション＜ZM＞などの割高株に対する追い風はなくなり、バブルの話は現時点では静かになっている。10年物インフレ連動債が織り込んでいるインフレ率は2.27%で5年物国債の利回り2.5%よりも低い。これは、市場が今後のインフレ率の上昇を一過性だと考えていることを示している。

ドイツ銀行のストラテジストであるアラン・ラスキン氏は、以前の金融政策の枠組みであれば、金融市場は早ければ2021年後半には利上げを織り込む動きを見せていたと考えられるものの、現在の金融市場

Dow Jones Industrial Average



は2023年まで完全な引き締めはないと考えているとみる。同氏は「一般的に市場はFRBに耳を傾けずにFRBと戦っていると考えられているが、実は見かけ以上に耳を傾けている」と指摘する。

加えて、FRBの最大の目標は金融の安定性の維持であり、債券の利回り上昇が現時点で影響を与えているようには見えない。実際、ハイイールド債とそれに対応する国債のスプレッドは3.66%ポイントで、年初から0.2ポイント縮小しており、トリプルC格付けのジャンク債と国債のスプレッドは1.2ポイント縮小した。

ニュースレターのベア・トラップス・レポートの編集人であるラリー・マクドナルド氏は「覚えておくべきは、クレジットスプレッドがタイトである限りFRBには利回り上昇を急いで止める必要がないという点だ。売りがハイテク株から株式市場全体に広がれば、注意を払うことになる」と書いている。

■ 銀行やエネルギー株

現在はそのような状況にはないようだ。確かに、SPDR・S&PバンクETF<KBE>が2.1%下落したように銀行株は先週売られたものの、これは新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）に関連した規制緩和をFRBが終了すると決定したことに対する短期的な反応であり、より大きなファンダメンタルズの問題ではないようだ。エネルギー・セレクト・セクターSPDR<XLE>は、原油が一時的に60ドルを下回ったことから7.5%下落したが、この下落も、ファンダメンタルズの問題というよりも昨年の10月末から71%上昇した後のポジション調整によるものとみられる。



RBCのコモディティ・ストラテジストであるマイケル・トラン氏は、「アジアの需要が鈍化しているとの懸念が話題になっているが、現在の軟調な状況はファンダメンタルズ面の問題ではなく、主に資金の流れに起因するものだと考えている」と書いている。

サンダイアル・キャピタル・リサーチのディーン・クリスチャン氏によると、先週木曜日にエネルギーセクターは急落したものの、大きな問題を示唆するほどではなかったようだ。確かに、エネルギーセクターの各銘柄が10日移動平均線を下回って引けたのは痛手だったものの、95%の銘柄が長期的な上昇傾向を示す200日移動平均線を上回っていた。1980年以降、このような組み合わせはわずか12回しかなく、その後の同セクターの動きは6カ月後に82%上昇し、上昇率の中央値は16%だった。クリスチャン氏は「このセクターは上昇トレンドの中で短期的には売られ過ぎの状態にある」と書いている。

確かに、対抗策として最終的にオペレーションツイストやその他の武器を出して、FRBは利回りの上昇を抑えるかもしれない。しかし、利回り上昇との戦いをパウエル議長が避け続けるのであれば、銀行やエネルギーなどのバリュー株の保有が、ポートフォリオを守る唯一の方法となりそうだ。

FRBに債券市場と戦う意志が特にないのであれば、FRBを敵に回すべきではない。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

5. クラウド企業の業績を理解する新指標 - The Cloud Is Already Confusing - the Metrics Make It Worse

ARR、RPO、NRR、貢献利益、調整後EBITDA、TAMとは

[ハイテク]

■ 投資家は新指標で混乱



Andrianocz/Dreamstime

インターネット企業とクラウドコンピューティング企業は業績を評価するためのさまざまな指標を考案してきた。

ベンチャー投資家のビル・ガーリー氏は1998年に投稿したブログ記事で、代替的な業績指標を使用する際のリスクについて語った。この記事では、現代の標準的な指標である株価収益率（PER）を使用することすら危険だと指摘されている。同氏は、「アカデミックな財務の専門家によると、株式を評価する唯一の適切な方法は、会社の長期的なキャッシュフローを予測し、その将来のキャッシュフローを現在価値に割り引いた結果を株式数

で割ることだ」と書いている。

ハイテク株はこのブログ記事が掲載された2年後に暴落した。そのことを踏まえると、ガーリー氏の警告には先見の明があったことが分かる。当時念頭に置かれていたのは株価売上高倍率（PSR）だったが、急成長するクラウド企業は、より複雑な指標へ移行している。

■ 4月決算でも使用継続

割高なクラウド銘柄のこのところの株価下落は、伝統的な指標が依然として重要であることを思い起こさせるかもしれない。しかし筆者は新たにに考案された複雑な指標がすぐに消え去るとは考えていない。決算発表シーズンが4月に再開すると、会計基準に準拠しない「調整後」の指標が数多く発表されるだろう。決算発表の内容をより深く理解するため、最近よくみかける指標の定義を整理してみよう。

年間経常収益（ARR）：ほとんどのクラウド企業の収益モデルは、時間の経過とともに売上高を安定的に認識するサブスクリプションに依存している。ある月の経常収益を選んで12倍することで算出されるARRは、サブスクリプションと期間ベースの契約（通常は売上高を前払い金として認識する）を併用する企業にとって有用な指標であり、特に収益モデルがサブスクリプションに移行している最中の企業にはそう言える。例えばソフトウェアプラットフォーム運営企業のスプラUNK＜SPLK＞はその極端な例で、2020年は増収率が低下した一方でARRは40%近く増加した。

残存履行義務（RPO）：RPOには繰延売上高（受け取りはしたが標準的な会計規則では未認識の売上高）と受注残が含まれる。クラウドアプリケーションプラットフォームを運営するセールスフォース・ドットコム＜CRM＞やITサービス企業のサービスナウ＜NOW＞は「現在RPO」という指標を公表している。これは、12カ月以内に認識される繰延売上高で、契約済みだが認識または完了していない可能性がある業務と考えられる。つまり、現在RPOは将来の業績を示唆する手がかりである。

ネット・リテンション・レート（純顧客維持率＝NRR）：NRRはある顧客の売上高の時間的な変化を測定した指標で、小売店で言えば既存店売上高に相当する。クラウドベースのデータプラットフォーム

フォームを運営するスノーフレイク<SNOW>の話題の中で投資家が特に好感しているのがNRRの高さで、直近の11~1月期のNRRは168%だった。簡単に言えば、既存の顧客が同社のサービスをより多く利用したがつていることを意味する。

貢献利益：この指標は、特定の取引における固定費を除く収益性が高いかどうかを示している。ライドシェアリングのリフト<LYFT>は貢献利益を売上高から売上原価を差し引いたものと定義している。この売上原価には株式報酬などさまざまな項目の費用が含まれていない。

貢献利益に関連する指標には、売上高から他の関連当事者（リフトの場合は運転手、料理宅配会社の場合はレストラン）への支払いを差し引いた「テイクレート」がある。

調整後EBITDA：これは利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）から株式報酬やさまざまな一時項目を差し引いた額である。ライドシェアリングのウーバー・テクノロジーズ<UBER>とリフトは2021年に調整後EBITDAベースで収益が黒字化するとの見通しを発表している。

獲得可能な最大市場規模（TAM）：市場は今や、特に新規株式公開（IPO）を目指す企業のTAMを大いに気にするようになった。一例を挙げよう。筆者の調査によると、全世界で日頃から英文を読んでいる人の数は13億人である。一方、本誌のこのコラムの読者数はそれを大きく下回る。つまり、本コラムには巨大なTAMがあることになる。筆者は特別買収目的会社（SPAC）に話を持ちかけてみるべきかもしれない。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

6. FRB、経済見通しを一転強気に - Behind the Plot Hole In the Fed's Forecasts: Big Productivity Gains 生産性向上が追い風

[米国経済]

■ 2022年、2023年の成長、コロナ前の想定上回る

2020年、世界では新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）により数百万人が死亡し、世界経済は深刻な打撃を受けたが、その後、有効性の高いワクチンが開発され、連邦政府は数兆ドルの資金を個人と企業に支給し、大規模なインフラ計画を発表した。この13カ月の間にこれだけのことが起こったが、2019年末にこんなことが起こると知っていたとしたら、2022年や2023年の生活水準について楽観的でいただろうか？株式、債券、コモディティ価格が乱高下した背景にはこの疑問がある。また、米連邦準備制度理事会（FRB）の経済成長率見通しも大きく変化させた。



Samuel Corum/Getty Images

昨年6月、連邦公開市場委員会（FOMC）の委員による2022年の実質GDP（国内総生産）の成長率予測の中央値は、2019年12月時点と比べて4%ポイント低かった。ところが、今月17日にFRBが公表した直近の経済見通し（SEP）では、2022年のGDP成長率はパンデミック前の予測より約1.5%

ポイント高くなり、2023年は約2%ポイント高くなった。パンデミックによるマイナスをその後のポジティブな展開が上回った形だ。

失業率がコロナ以前の水準に戻るのは2023年末と予想されており、この高成長は当初の予想より少ない雇用でかなえられることになる。また、2023年の個人消費支出（PCE）価格指数はコロナ以前に比べて若干低くなると想定されており、FRBはこれ以上のインフレ上昇を見込んでいない。

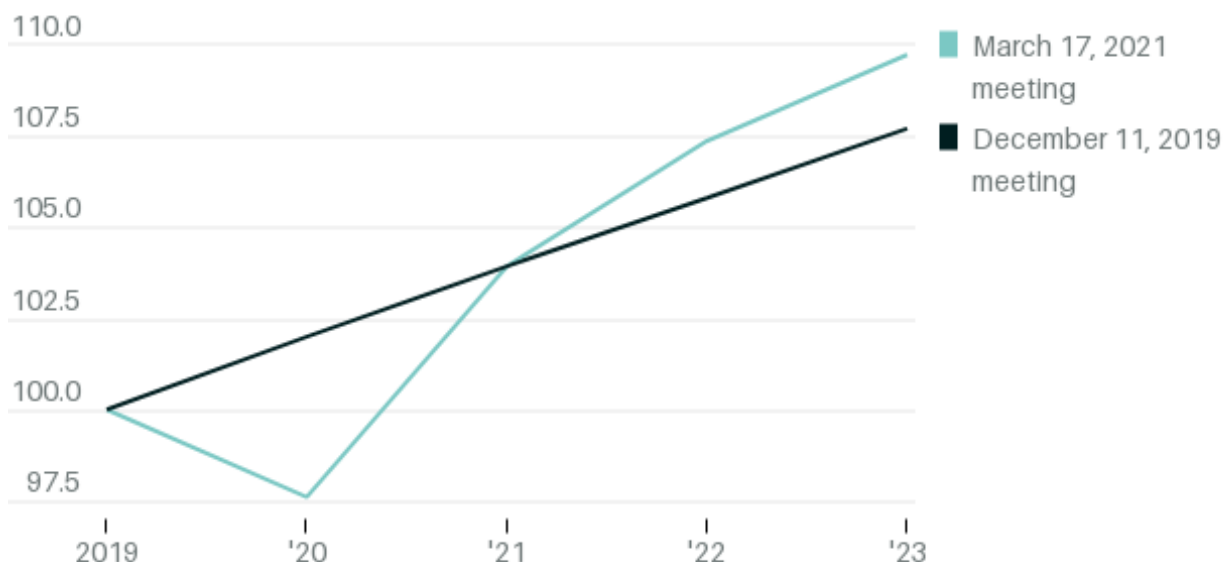
つまり、FRBはコロナ危機以降、米国の生産性が年率0.5%ポイント以上の割合で改善していると確信しているのだ。企業がより少ない労働力と原材料でより多くの商品やサービスを効率良く生産すれば、人々の生活水準は劇的に向上する。また、投資家が景気に敏感な資産に殺到しても依然としてインフレリスクは少ないと考える理由にもなる。

■ 生産性向上、消費支出増、積極的な財政政策

Pandemic, What Pandemic?

Fed officials now think the U.S. economy will be 1.9% larger in 2023 than they did before the pandemic hit

Median forecast level of real gross domestic product, 2019 = 100



Source: Federal Reserve Board; Barron's calculations

この楽観的な見通しには十分な裏付けがある。まず、パンデミックが企業にコスト削減を促し、生産性を向上させた。小売り、卸売り、倉庫、運送など流通関係の労働人口はコロナ前に比べ約2%少ないが、消費者は1月にコロナ前より10%も多く支出した。

だが効率だけでは、力強い成長の見通しを正当化するには不十分だ。例えばハイテクバブル後や金融危機後の経済成長期、労働時間当たりGDP成長のペースは今よりも速かった。だが、当時は企業の売り上げが低迷し、生産性向上の恩恵を受けることがなく、結果として投資が鈍化し、成長が停滞した。経済学者のスカンダ・アマーナス氏とアレックス・ウィリアム氏は、現在需給が逼迫（ひっぱく）している半導体が供給できていない理由は、2000年代以降、米国の半導体企業が設備投資を大幅に削減したのが一因だと言う。

それに対して今回は、生産性の向上を最大限に利用できるよう、連邦政府が消費者と企業に大量の現金を支給し、企業の販売環境を支援しようとしている。FRBもこれに賛同するように、直近の経済見通しで昨年12月に公表したばかりの2021年、2022年、2023年のGDP成長率予測を2%ポイント超引き上げた。

12月の経済見通し公表以降、年末の追加経済対策、「米国救済計画（アメリカン・レスキュー・プラン）法」の成立、バイデン大統領による数兆ドル規模のインフラ支出計画など、実に拡張的な財政政策が取られている。パウエルFRB議長は17日の記者会見で、経済成長率予想の引き上げに関し、最近の連邦政府による財政政策の重要性を繰り返し強調した。また、大統領の他の財政政策により、見通しはさらに改善すると示唆し、「経済を支え、生活水準を向上させるには多くの投資が必要だ。当然、民間企業は需要の伸びに合わせて生産力を高めるが、教育、基礎研究、インフラなどの分野で連邦政府の果たす役割は大きい。議会に意見するつもりは全くないが、財政政策でできることは多い」と述べた。

この発言を受けて議会が動けば、FRBの予測はさらに強気なものになるだろう。

By Matthew C. Klein
(Source: Dow Jones)

7. 配当利回り期待の銀行4銘柄とETF - 4 Banks and 1 Bank ETF to Bank on for

[インカム投資]

Yield

2021年の見通しは明るい

■ 厳しかった2020年を経て、パフォーマンス急上昇



Ty Wright/Bloomberg

銀行株がようやく回復してきている。これはインカム投資家にとって朗報だ。

銀行株は昨年、低金利と景気低迷の二重の打撃を受けて50%近く下落した。米連邦準備制度理事会（FRB）が米国最大手の銀行に対して自社株買いを一時的に停止させ、配当の上限を直近4四半期の平均利益相当までに制限したため、自己資本の豊富な銀行も被害を免れることはできなかった。

短期的な資本還元への期待が薄れ、投資家は銀行株を保有する理由がほとんどなくなった。前回の

不況時と異なり、銀行の安全性は問題ではなかったが、銀行の株価は他セクターが既にパンデミック前と同等に戻るかそれを超えていた2020年終盤にようやく回復し始めた。

今年、銀行はS&P500指数において比較的パフォーマンスの高いセクターの一つになっている。SPDR・S&PバンクETF（上場投資信託）＜KBE＞の上昇率は25%以上と、S&P500の約4%を上回る。この急上昇にもかかわらず、インカムを求める投資家はまだ銀行に投資する理由がある。多くの銀行株は、配当利回りがS&P500の1.4%を上回り、数行は3%を超えている。さらに、FRBは業績に沿った規模での増配の再開を認めた。

■ 個別銘柄ならコメリカ、シチズンズFGなど

個別銘柄を選択せずにセクターへのエクスポージャーを得るために、投資家はSPDR・S&PバンクETFを検討するかもしれない。利回りは2%で、2021年に金融セクターの利益が50%増と予想されることから、さらに上昇する余地がある。一方、もう少し仕事をする気のある投資家にとっては、以下の魅力的な機会がある。

テキサス州に本拠を置く商業銀行として最大手のコメリカ＜CMA＞は配当利回りが3.7%で、割安のように見える。ファクトセットによると、同行の利益は今年58%増加すると予想されている。株価有形純資産倍率は1.4倍で、5年平均の1.5倍、業界平均の1.7倍を下回っている。

ロードアイランド州プロビデンスに本拠を置くシチズンズ・ファイナンシャル・グループ＜CFG＞の配当利回りは3.4%で、業績見通しも良好だ。他の銀行と同様、同行も景気回復とともに業績向上が期待されている。年初来で貸し出しの伸びは回復しており、消費者による学生ローンの借り換えや買い物の後払いサービスの利用も拡大している。シチズンズのブルース・ヴァン・ソーン最高経営責任者（CEO）は、最近の本誌インタビューに対し、景気回復とともに企業の借り入れ意欲が回復し、商業ローンも2021年のうちに増加が見込まれると述べた。アナリストは、厳しかった2020年を経て、2021年には利益が71%増加すると予想している。

配当利回りの最も高い銀行の一部は合併を予定しているが、それでも検討に値する。その一つ、コネティカット州ブリッジポートに本拠を置くピープルズ・ユナイテッド・ファイナンシャル＜PBCT＞は、配当利回りが業界最高水準の4%で、昨年増配できた数少ない銀行でもあった。同行は第4四半期に、76億ドルの評価で全株式交換によりM&Tバンク＜MTB＞に買収される予定となっている。買収後、ピープルズ・ユナイテッド・ファイナンシャルの株主はM&Tバンクの株式を保有することになるが、その配当利回りは2.8%と決して悪くない。両行を合わせた利益は2023年までに最大12%増加すると予想されている。

新型コロナウイルスワクチンの接種が開始され、経済データが改善したことから、ウォール街は2021年が銀行にとって良い年になると以前から予想していた。今年の最初の3カ月はその希望に沿ったものとなっており、景気回復がまだ初期段階にあることから、今は銀行に投資する良いタイミングと言えるかもしれない。

By Carleton English
(Source: Dow Jones)

8. バリューストックファンドに上値余地も、減速に備え - Value Funds Have Room to Run, but Start Preparing for Their Slowdown [ファンド]

逆風見越し銘柄入れ換え

■ 相場の主役はバリューストック

次の火曜日に、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）が引き金となり、株価が急落して底値を付けた2020年3月23日から1年を迎える。以後株価は上昇に転じ、史上最高値を更新した。しかし2021年には再び波乱があり、株式市場をけん引する銘柄の顔ぶれは変わった。

現在は投資家が将来に目を向けており、株式市場ではファンドも投資する複数のテーマが、次の上昇相場を主導するのはほぼ確実だろう。しかし順調な展開は期待できない。



PATRICK T. FALLON/AFP/Getty Images

昨年の株価上昇はグロース株の急騰が原動力となったが、中でも消費者の労働、生活習慣の変化で恩恵を受ける銘柄がけん引した。株価が底値を付けて以降、パフォーマンスが良好だったファンドのほとんどは、再生可能エネルギー、社会を一変させるテクノロジー、大麻、オンライン販売といったテーマに集中投資した。iシェアーズ S&P500 グロースETF（上場投資信託）＜IVW＞などの他の分散投資型グロース株ファンドも、2020年のほとんどの期間で上昇した。

しかしここ1、2カ月は、投資家が経済活動の再開、新型コロナウイルスワクチン接種、財政刺激策の上積みによる景気押し上げ効果を織り込み始め、バリューストックが力強い復活を見せている。年明け以降、グロース株の将来価値を低下させる金利上昇とインフレ懸念の高まりが投資家心理に影響し、その動きは一段と明確になっている。インベスコS&P500ピュア・バリューストックETF＜RPV＞が年初来23.8%上昇した一方で、インベスコS&P500ピュア・グロースETF＜RPG＞は同2.5%の下落となっている。

■ 今年後半には優良株の再浮上も

インベスコでETFのファクターおよびコア・エクイティ・プロダクトストラテジーの責任者であるニック・カリバス氏は、今後数カ月間バリューストックの上昇相場が続くのはほぼ確実と考えている。同氏は、「経済活動は完全に再開しておらず、財政、金融政策が依然として追い風になっている。バリューストックの上昇は素晴らしいが、過去の景気循環で見られたピークには、まだ近づいていない」と語る。

しかしカリバス氏は、小型株やバリューストックからの資金が流出し、今年後半は再び優良株が相場を中心勢力に浮上すると予想する。同氏は、「景気は当初勢いよく上向いた後、減速し始める。それは、バランスシートが強固で内部的に利益が成長する優良株相場の典型的な局面だ」と語る。インベスコS&P500クオリティETF＜SPHQ＞やiシェアーズMSCI米国クオリティ・ファクターETF＜QUAL＞は、そうしたグループに対するエクスポージャーを提供する可能性がある。

運用会社セテラ・インベストメント・マネジメントの最高投資責任者（CIO）のジーン・ゴールドマン氏は、センチメントを代弁する。景気回復が広がるにつれ、消費者の繰延需要が2021年の力強

い利益成長をけん引するだろう。同氏は、「バリュエーションは低下するかもしれないが、株価は今年約10%上昇する」と予想する。同社は過去数カ月間、資本財、素材、エネルギーといったバリューと景気敏感セクターをオーバーウエートとしている。

■ 予想される逆風への備え

ゴールドマン氏は投資家に対し、生活必需品、公益事業、不動産といった金利上昇がマイナスに影響するセクターを避けるよう提案する一方、金融セクターには強気を維持している。金融セレクト・セクターSPDR・ETF<XLF>は過去5カ月間に40.7%上昇し、S&P500の上昇率を26ポイント近く上回っている。それでも同氏は、銀行は長・短金利差拡大、金利上昇、景気回復で恩恵を享受する典型的なセクターであり、さらに上値があると考えている。

その上でゴールドマン氏は、有利子負債の増加、潜在的な増税の可能性、米国債利回りの上昇など、2022年には逆風が強まると予想する。セテラ・インベストメント・マネジメントは減速感が強まる2022年に備え、今後3~6カ月の間にバリューと景気敏感株のエクスポージャーを縮小し始める計画だ。同氏は投資家向けに株式との相関性が弱い代替ストラテジーに成長分野を探すことを提案する。同氏は、「株式市場はポジティブサプライズを好むが、サプライズが薄れ始めるのもかなり速い」と語る。

By Evie Liu
(Source: Dow Jones)

9. 2021年以降も利益成長期待の2銘柄 - 2 Stocks With Earnings Growth Beyond 2021 キャタピラーとブルーミン・ブランズ

[注目銘柄]

■ 2022年に投資機会あり



David McNew/Getty Images

2021年の業績は、第1四半期さえまだ発表されていないが、ストラテジストは既に2022年を見据えている。そこに投資機会があるからだ。

2021年の利益は素晴らしいものになるだろう。2020年の利益はロックダウン（都市封鎖）による大きな打撃を受けたが、今年の利益は、新型コロナウイルスワクチンの普及、繰延需要、および数兆ドルの財政刺激で活発化する景気により押し上げられよう。ファクトセットのデータによるとS&P500指数構成銘柄の2021年の1株当たり利益（EPS）は前年比25%増加し、175ドルとなる見込みである。

このような成長が2022年も繰り返されるというのは困難だが、それでも2022年はそれほど悪くないだろう。なぜなら、2021年に成長をけん引する多くの要因が2022年にも繰り返されるからだ。例えば、モルガン・スタンレーのエコノミストによれば、雇用市場の回復と景気刺激策のおかげで今年末の家計の貯蓄は2兆ドルに達する可能性があり、それは、消費者が2021年だけで使い切るには多すぎる金額だ。RBCキャピタル・マーケットの米国担当チーフ・エコノミストであるトム・ポー

セリ氏は、「2022年にかけて、活用できる貯蓄は多額になるだろう」と言う。

同時に、企業は2020年の設備投資削減を受けて、現在までに投資を再開している。シティグループは、2021年の企業の設備投資を6140億ドル超と予想しているが、それでも2019年を6%下回っており、投資回復が2022年まで続く可能性を示唆している。シティグループは最近のレポートで、貸出基準の緩和や最高経営責任者（CEO）らによる見通しの改善を鑑みると、それは驚くべきではないと書いている。

これらの結果、米国経済の2022年の成長率は1桁台半ばになると見込まれている。それは2021年より低い、過去10年間のいずれの年よりも高くなる見込みだ。ファクトセットによると、S&P500の増収率は2021年の9%に対して2022年は低下して約6%と予想されている。しかし2022年の増収率は15%と予想されている。これは、金融危機の前でさえもほとんどみられなかったほど高い増収率で、利益率の継続的な上昇が理由となっている。

UBSグローバル・ウェルス・マネジメントの米州株式を率いるデービッド・レフコウィッツ氏は、「利益率はストーリーの非常に重要な部分だ」と語る。

■ キャタピラー

資本財メーカーのキャタピラー<CAT>を考えてみよう。同社のEPSは2021年に8.20ドルへ25%増加すると予想されているが、それは2019年の11.06ドルを依然大幅に下回る。アナリストは同社の利益が2022年にさらに30%増加して、以前の水準近くまで戻ると予想している。

しかし2021年の増収率はわずか15%と予想されており、その差は営業レバレッジということになる。つまり、同社の費用の大半が固定費であり、売上高が増加すれば利益率は上昇することになる。エドワード・ジョーンズのアナリストであるマット・アーノルド氏は、「2021年が進むに連れて、景気回復の速度加速を目の当たりにするだろう。2022年は、それが続くだろう」と語る。

とはいえ、キャタピラーが割安という意味ではない。株価は225.29ドルで今後12カ月予想利益に基づく株価収益率（PER）は26.5倍となっており、S&P500の過去5年間の平均PERである18.3倍に対して25%のプレミアムとなっている。一部のマクロストラテジストが2021年末のS&P500に対して予想する20倍を2022年の利益に適用しても、株価は割高にみえる。つまり、キャタピラーを今買うということは、利益が予想以上に増加して株価が見かけよりも割安になるのに賭けることだ。

■ ブルーミン・ブランド

一方で、景気に敏感でも、バリュエーションが許容範囲の銘柄もある。レンストラン運営会社のブルーミン・ブランド<BLMN>は、アウトバック・ステーキハウスやカラッパズ・イタリアン・グリルなどを傘下に持っており、利益成長により若干割高なバリュエーションを克服できるかもしれない。2021年の予想EPSは1.11ドルだが、2019年の1.54ドルを依然として下回る。アナリストは、2022年には81%増加して2.01ドルとなり、2019年の水準を上回ると予想している。同社は、営業レバレッジに加えて、2月18日の決算説明会で発表した4000万ドルのコスト削減計画の恩恵を受ける見込みだ。

株価は28.37ドルで、今後12カ月予想利益に基づくPERは24.2倍だ。過去5年間の平均の15.2倍を上回っているが、2022年予想で見るとPERは13.8倍だ。2022年予想利益に、現在のPERより低い20倍を適用しても株価は40%超上昇する可能性がある。

さらに、クレディスイスのアナリストであるローレン・シルバーマン氏は、「ブルーミン・ブランドは利益率が上昇するために、新型コロナウイルス後のバリュエーションは過去よりも高くなるとも言える」と語る。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - How the Big Tobacco Giants Can Survive the Last Smoker 逆風の中、たばこ大手はどう生き残る

[経済関連スケジュール]

■ 2050年に喫煙者はゼロか

2050年までに喫煙者がいなくなったらどうなるだろう。シティグループのアナリストであるアダム・スピルマン氏が最初にこう問いかけたのは10年前にさかのぼる。以来、禁煙する人の数は増え続け、「この傾向が続けば、やがて減少のペースが徐々に加速し、米国、欧州の一部、オーストラリア、そして中南米の大部分で2050年を待たずにたばこは消え去るだろう」と同氏は言う。

とはいえ、喫煙率が上昇している国もある。また、従来の紙巻きたばこに代わる低リスク代替製品により、たばこ関連企業の減収に歯止めがかかったり、増収に転じていたりするケースもある。「これがたばこ産業の長期的な救世主となり得るのかを語るのは、時期尚早だ。加えて、代替たばこの登場は公衆衛生に関するシナリオをより複雑にしている」とスピルマン氏は指摘する。

これは悪いニュースではあるものの、スピルマン氏によれば、たばこ関連銘柄の株価は最悪のシナリオを織り込んでおり、過小評価されていることになる。低リスク代替製品の成長は突破口となる。

同氏の推奨銘柄のトップはフィリップ・モリス・インターナショナル<PM>で、目標株価は110ドル。現在の株価は89ドル近辺で、年初来で7.8%上昇している。「たばこ業界の流れをけん引する同社の役割はますます大きくなっている。2020年の低リスク代替商品の売り上げ（金額ベース）は、売上高全体の4分の1に迫っている」とスピルマン氏は書いている。また、効果的なデジタル戦略により、同社の加熱式たばこ「IQOS（アイコス）」は、新たな市場で急速に存在感を増している。

対照的に、スピルマン氏はアルトリア・グループ<MO>の投資判断を「買い」から「中立」に引き下げ、目標株価を46ドルとした。現在の株価は51ドル近辺で、年初来で23%上昇しているが、売り上げの82%を米国紙巻きたばこ市場に依存しており、また、同社の低リスク代替商品の市場シェアは、同社の従来製品のシェアを大きく下回る。今後たばこ市場の中で代替たばこの利用が伸びれば、アルトリアの株価は打撃を受ける可能性がある。



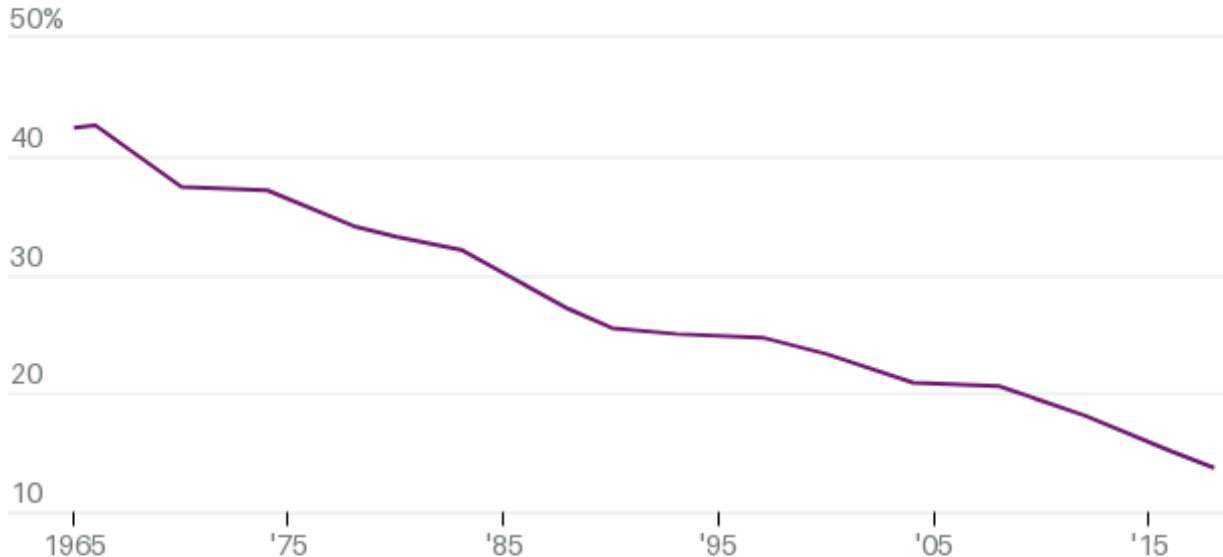
Illustration by Elias Stein

■ 今週の予定

Heading to Zero?

Traditional cigarette smoking in the U.S. has experienced a long-term decline, down over 67% since 1965.

Percentage of U.S. Adults 18 Years or Older Who Smoked, 1965 to 2018



Source: American Lung Association, CDC

3月22日（月）

- ・全米不動産協会（NAR）が2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1月より若干減少の655万戸を予想。在庫数が過去最低水準にある中、1月の中古住宅価格の中央値は30万3900ドルで、前年同月比14.1%増だった。
- ・シカゴ連銀が2月の全米活動指数を発表。コンセンサス予想は0.68と、1月の0.66とほぼ変わらず。プラス圏の値は過去のトレンドより速いペースで経済成長が進んでいることを示している。
- ・日用品大手ユニリーバが米国事業に関する投資家説明会を開催。

3月23日（火）

- ・ソフトウェア企業のアドビ<ADBE>、英調査会社IHSマークイット<INFO>、コンピューターゲーム小売りチェーンのゲームストップ<GME>が四半期決算を発表。
- ・米国勢調査局が2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1月からわずかに減少し90万戸。新築住宅販売は金融危機後最高の値を記録した昨年7月の水準を若干下回る。

3月24日（水）

- ・食品大手のゼネラル・ミルズ<GIS>が第3四半期決算を発表。
- ・2月の耐久財受注発表。コンセンサス予想は前月比0.5%増の2580億ドル。輸送用機器を除く予想も0.5%増（1月実績はそれぞれ3.4%増、1.3%増）。
- ・IHSマークイットが3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58.8、サービス業PMIは59.8と、どちらも2月と同水準。2月の総合PMIは6年ぶり高水準を記録した。

3月25日（木）

- ・米商務省経済分析局が、2020年第4四半期の国内総生産（GDP）の確定値を発表。エコノミスト予想は2月下旬に発表された改定値から変わらず、季節調整済み年率換算で4.1%増。
- ・総合テクノロジー企業のハネウェル・インターナショナル<HON>が自社のサステナビリティへの取り組みに関するパネルミーティングをオンラインで開催。
- ・地方銀行大手のハンティントン・バンクシェアーズ<HBAN>、金融持ち株会社のTCFフィナンシャル<TCF>がそれぞれ臨時株主総会を開催。昨年12月に合意が発表されたハンティントンによるTCFの買収（60億ドル）に関する決議。合併後は米地方銀行の時価総額トップ10入りとなる。

3月26日（金）

- ・米商務省経済分析局が2月の個人所得・消費支出を公表。個人所得は、大幅増となった1月の前月比10%増に対し、同7.5%減の予想。個人消費支出（PCE）は変わらずの予想（1月は前月比2.4%増）。PCE価格指数は1月とほぼ同水準の前年同月比1.5%増を予想。

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』 2021/03/21

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