

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2021/05/30

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIMI PRESS



DOW JONES

1. 米物資不足に際し投資すべき10銘柄 - 10 Ways to Cash In on the Shortage of Just About Everything [カバーストーリー]
P.2
ボトルネック、解消には時間
2. 半導体不足で買う2銘柄 - The Chip Shortage Is a Good Reason to Buy These Stocks [推奨銘柄]
P.6
アプライド・マテリアルズとラム・リサーチ
3. ダニエル・カーネマン氏に意思決定の規律について聞く - Daniel Kahneman on Bringing Discipline to Decision-Making [インタビュー]
P.8
意思決定におけるノイズの問題について
4. 配当株ショックを回避する方法 - Run a Quality Check to Limit Chances of a Dividend Stock Shock [インカム投資]
P.11
維持銘柄に共通する特徴
5. 増税だけではバイデン氏の予算案を賄えない - Tax Hikes Alone Won't Pay for President Biden's Budget Plan [コラム]
P.13
債券市場は国債大量発行を警戒
6. 好材料を織り込んだ高値を懸念 - Why a Peak-Good-News Market Is Reason to Worry [米国株式市場]
P.16
景気敏感株を重視すべき時期
7. アマゾンがMGMを買収した理由 - In Streaming, Amazon Is Playing Another Long Game [ハイテク]
P.18
知的財産活用しストーリーミング拡充へ
8. インフレ指標、FRBが重視するのはPCEだ - The Fed's Favored Gauge, PCE, Explains Its Policy Stance. [米国経済]
P.20
CPIとの差異を理解しFRBの動向を探る
9. 低ボラティリティー株とクオリティー株を検討すべき時 - It's Time to Explore Low Volatility and Quality Stocks [ファンド]
P.23
市場トレンド転換に備える
10. 今週の予定 - Biogen's Day of Reckoning Nears [経済関連スケジュール]
P.25
バイオジェンに近づく審判の時

※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. 米物資不足に際し投資すべき10銘柄 - 10 Ways to Cash In on the Shortage of [カバーストーリー] Just About Everything ボトルネック、解消には時間

■ インフレが利上げにつながるかは不透明



Illustration by Doug Chayka

米国でチキンサンドイッチを提供するファストフード店は原材料を求めて奔走している。今年、鶏むね肉の価格は2倍に上昇した。ファストフードチェーンのチックフィレイではソースが足りない。バーガーキングはピクルスを入れるびんが入手できなくなっている。これはファストフード業界に限った話ではなく、米国では突然にあらゆる物が不足しているようだ。

2月、床材・備品会社の最高経営責任者（CEO）を務めるミッチ・ハイアーズ氏が別荘のために家具を注文した時、配達には6月まで遅れる見込みだと言われた。現在、配送時期は8月か9月までずれ

込んでいる。過去25年間にわたり建設会社に物資を提供してきた同氏は、「現在のような状況は経験したことがない」と語る。

ハイアーズ氏自身の事業は「全体としては好調」だが、需要に追いつくのが難しくなっている。調理台や鏡などは調達できるが、労働者、特に据え付けの人手が足りない。初任給を引き上げているものの、現在のスタッフの人数は726人で、目標とする800人近くまで増やすのは困難だ。主要な家電製品は、大衆向けブランドから高級品まで広く不足している。

投資家はこれが何を意味するのか悩んでいる。広範囲にわたる品不足が続き、インフレが過熱する場合、米連邦準備制度理事会（FRB）は利上げを検討し、その兆しがわずかでも予期されただけで株式市場の妨げとなる可能性がある。結局、S&P500指数がハイテクバブル以来で最高に近い予想株価収益率（PER）約22倍まで上昇したのには、過去10年間にわたり金利がゼロ付近で推移してきたことが寄与している。

しかし、供給のボトルネックが緩和し、繰延需要が満たされ、経済成長率がコロナ禍以前の低調な水準に回帰した場合、金利はより長期間にわたって過去最低の水準を維持する公算が大きく、株価指数は引き続き上昇する可能性がある。

ここで第三のより微妙なシナリオを考えてみよう。現在の品不足の要因はさまざまだが、多くの要因を結びつけるテーマが一つ存在する。企業は数十年にわたって効率性に固執し、そのためにレジリエンス（回復力）への投資を犠牲にしてきた。そのような経済は、利益率にとってはプラスだったが、結果として多くの企業で工場、機器、在庫などの物資・設備が不足している。この状況は間もなく変わらざるを得ないかもしれない。一部のボトルネックは来年になってもかなり残っているだろう。

債券市場の現状の薄い反応に基づけば、物価は今年の夏に上昇するが、その後は落ち着くとみられる。賃金の上昇は長続きするかもしれないが、S&P500指数を構成するほとんどの大企業は、二つの理由によってうまく対処するだろう。第一の理由は、自動化と長期的な生産性の向上によって賃

金上昇による利益への影響が小さくなっていることだ。第二の理由は、労働者は顧客でもあるため、賃金の健全な伸びは長らく待望されてきたということである。

たとえ夏にインフレが高進し、債券利回りが緩やかに上昇したとしても、株価指数は上昇する可能性がある。クレディ・スイスのチーフ米国株式ストラテジストであるジョナサン・ゴラブ氏は、最近の株価が、予想インフレ率と予想債券利回りが上昇した日に上がっていると指摘する。一方で業績予想も急激に押し上げられており、S&P500指数は年初来で12%上昇しているにもかかわらず、そのPERは若干低下している。

ビーオブエー・リサーチは、急増した利益の一部が、これまでの工場や機器への設備投資不足の埋め合わせに使われると予想している。固定資産の平均稼働年数は1960年代以来の水準に達した。資本財へのエクスポージャーの追加を検討している投資家は、特殊車両メーカーのオシユコシュ<OSK>や物流会社のXPOロジスティクス<XPO>など、サプライチェーン（供給網）の強化に貢献する機械やノウハウを提供する企業に注目すべきかもしれない。

近年の株価の伸びを主導してきた最先端のグロース株は、最近は失速あるいは横ばいとなっているが、キャッシュフローが疑わしい銘柄を買うのは我慢すべきだ。ウェルズ・ファーゴ・アセット・マネジメントでアクティブ株式戦略責任者を務めるアン・ミレッティ氏は、「市場に注ぎ込まれた多額の流動性は多くの新たな企業の発展を支えてきたが、本来なら経営破綻すべき企業が破綻する可能性も低下させた」と語る。

■ パンデミックの影響

物不足には幾つかの一回限りのイベントが関わっている。2月の大寒波ではテキサス州の石油化学プラントが稼働を停止し、あまり目立たないが極めて重要な原材料の供給が枯渇した。例としては、住宅用の羽目板の素材となる圧縮木材ストランドボード（大量の木片をプレスして作る板）の接着に使用される樹脂などが挙げられる。

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）による影響に目を移そう。自宅で過ごす時間が増え、フィットネスバイクと自転車の需要が増大した。子犬が大人気となり、ドッグフードに客が殺到した。ワクチンの普及と屋外での飲食機会の増加によって、今年はホットドッグの売上高が大幅に増える見込みで、豚肉の畜産農家や食肉処理業者は新型コロナによる工場の稼働停止からの回復途上にある。

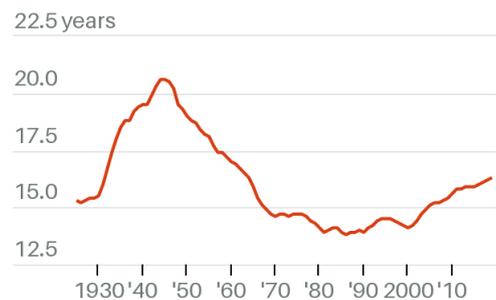
一部の商品はボトルネックから脱したが、別のボトルネックに直面する可能性がある。コロナ禍の初期に不足したトイレトーパーは、現在の在庫は潤沢だが、輸送船が不足しているため、原材料となる木材パルプの流通が滞る恐れがある。

輸送には広範囲にわたり多くの問題が生じている。世界のほとんどの商品を運ぶ輸送コンテナは、突然に確保するのが難しくなった。しかし同時に、港湾は大量の輸送コンテナで渋滞している。エバーコアISIで輸送セクターを担当するアナリストのジョナサン・チャップル氏によれば、渋滞の要因には、コンテナを輸送するトラックのシャシー、倉庫のスペース、倉庫の労働者の不足や、鉄道

Aging Population

The average age of private nonresidential fixed assets such as plants and equipment is at the highest level since the 1960s

Age of Private Nonresidential Fixed Assets



Note: Current cost average age at yearend.

Source: Bureau of Economic Analysis

サービスの逼迫（ひっばく）が挙げられる。

主要な部品の不足は波及効果も引き起こしている。アップル<AAPL>は、半導体の不足によりiPad（アイパッド）とMac（マック）の生産を抑制するため、今四半期は30～40億ドルの機会損失が生じると発表した。自動車大手フォード・モーター<F>は、半導体の確保の問題に関連して、今年の営業利益が25億ドル減少すると述べた。ゼネラル・モーターズ<GM>は同様の減少分を15億～20億ドルとしている。

供給不足の多くは、生産者が需要を低く見積もり過ぎたことに起因する。パンデミックの初期、貯木場は製材業者からの注文を一時停止した。なぜなら、良識ある人間がパンデミックの最中に建設を進めようなどとは思わないはずだからである。しかし、実際には結局、誰もが建設を進めようと思ったらしく、製材業者は需要に追いつくのに苦心している。

需要のサプライズは、株価の急上昇による資産効果と、旅行・エンターテインメントから商品への支出の移行にも拍車を掛けた。政府の現金給付は個人の苦境を緩和することに寄与したが、全体としては需要が供給を超過する一因になったとみられる。クレディ・スイスのゴラブ氏は「景気刺激策の規模は、問題の規模よりも大きかったようだ」と語る。

パンデミックの数十年前から定着しているジャストインタイム生産方式も要因の一つだ。1970年代にトヨタ自動車が開発し、世界中の企業で徐々に採用されたジャストインタイム生産方式は、資本の有効活用を可能にし、利益率と株主リターンを押し上げた。多くの類似型があり、ショートサイクル生産方式やリーン生産方式などとも呼ばれる。現代のサプライチェーンソフトウェアとトラックキング技術も、この方式の効率性を一段と高めた。今日では、在庫は売り場の床に積まれ、輸送コンテナが倉庫の役割を果たしている。

この方式は平時には問題がなく、ショックを緩和することさえ可能だ。しかし、パンデミックとそれ以前の米中貿易戦争は、効率性だけに重点を置くことのリスクを露呈した。サプライチェーンマネージャーは、今やジャストインタイムからジャストインケース（万が一の用心）への移行を話題にしている。サプライチェーン管理専門家協会が昨年公表した調査では、42%の専門家はサプライチェーンがスリムになり過ぎたと回答した。

■ 資本財メーカーや小口トラック輸送会社を选好

多くの資本財メーカーのバリュエーションは割高に見える。しかし、キーバンク・キャピタル・マーケットの資本財セクターを担当するアナリストらによれば、企業の業績予想は上方修正される可能性が高く、サイクルは回復の初期段階にあるため、バリュエーションは正当化される。彼らは「サプライチェーンの課題が持続することで、設計、エンジニアリング、製造能力の外部委託への長期投資が刺激され、ロボティクス、自動化、モノのインターネット（IoT）の利用も増えると考えられる」とまとめている。

キーバンクが选好する銘柄の一つはオシュコシュだ。同社は高所作業車や、セメントミキサーなどの特殊トラックを製造しており、予想PERは17倍である。キーバンクは電気機器や自動化機器のサプライヤーであるウエスコ・インターナショナル<WCC>も推奨しており、同社のPERは14倍である。

クレディ・スイスのアナリストは、倉庫の自動化市場が2026年までに2倍に拡大すると述べている。このテーマに関連して、同社のアナリストらが最も选好する銘柄はXPOロジスティクス（PER22倍）である。さらに、資本財複合企業のハネウェル・インターナショナル<HON>（27倍）とシーメンス<SIEMENS>（18倍）も选好する。

ビーオブエーが推奨するのは、住宅以外の固定資産への支出に反応して売上高がすぐに増加する銘柄である。例えば、半導体製造装置メーカーのラム・リサーチ<LRCX>（24倍）、スマートファクトリー機器を製造するロックウェル・オートメーション<ROK>（27倍）、農機大手ディア<DE>（19倍）、建機大手キャタピラー<CAT>（23倍）などが挙げられる。

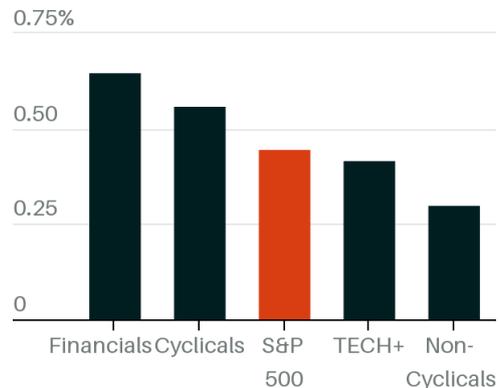
輸送セクターは、輸送料金が上昇し、株価のバリュエーションも高騰しているため厄介だとエバーコアのチャッペル氏は語る。同氏が选好するのは小口トラック輸送セグメントだ。このセグメントは、ターミナルで少量のバッチを集約して輸送しており、参入障壁が比較的高い。

小口トラック輸送の顧客は主に法人で、法人顧客の需要は依然として個人顧客の需要には及ばないが近づきつつあるとチャッペル氏は述べる。同氏のトップピックはオールド・ドミニオン・フライト・ライン<ODFL>とサイア<SAIA>である。PERはそれぞれ32倍と30倍で、バリュエーション投資家はためらうかもしれないが、同氏は新たなデータによって業績予想の上方修正が続いていることを好感している。

品不足が解消するのはいつだろうか。チャッペル氏によれば、3月には夏までに解消すると思っていたが、現在は年末のホリデーシーズンまでサプライチェーンの逼迫が続くとみられる。つまり、回復の機会が訪れるのは早くても来年初めかもしれない。クレディ・スイスのゴラブ氏は、2～3か月以上はかかるが、2～3年はかからないだろうと推測している。

Inflation Kicker

Average Daily Returns on Days When Inflation Expectations Rise



Note: Trailing 1-year analysis based on 5-year breakeven
Sources: Standard & Poor's, the BLOOMBERG PROFESSIONAL™ service, FactSet, Credit Suisse

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

2. 半導体不足で買う 2 銘柄 - The Chip Shortage Is a Good Reason to Buy These

[推奨銘柄]

Stocks

アプライド・マテリアルズとラム・リサーチ

■ 半導体不足

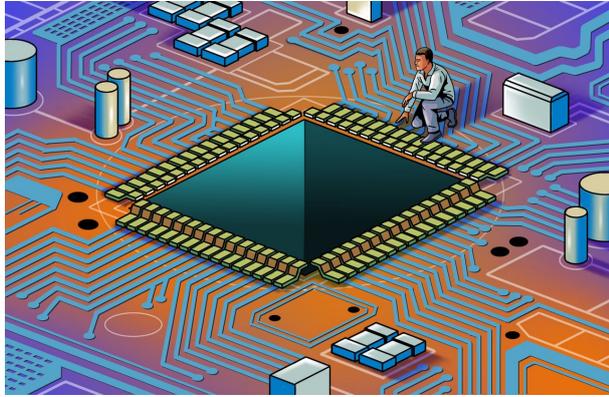


Illustration by Glenn Harvey

米国企業の半導体不足に関する話は事欠かない。影響を受けているセクターは自動車から資本財、さらにはエレクトロニクスに及んでいる。調査会社のセンティエオによると、過去2カ月間に上場会社の275回のイベント（主に決算発表のコンファレンスコール）で半導体不足が言及されたが、2020年は年間でたった1回だった。

半導体メーカーのマーベル・テクノロジー<MRVL>の最高経営責任者（CEO）であるマット・マーフィー氏は、昨年9月に半導体不足の心配を始めたと語る。同社に半導体の注文が殺到し、

同氏は落ち着かなくなった。「その時点で、いずれ警報が鳴ることは予想され、状況は依然として良い方向に向かっていない」と語る。

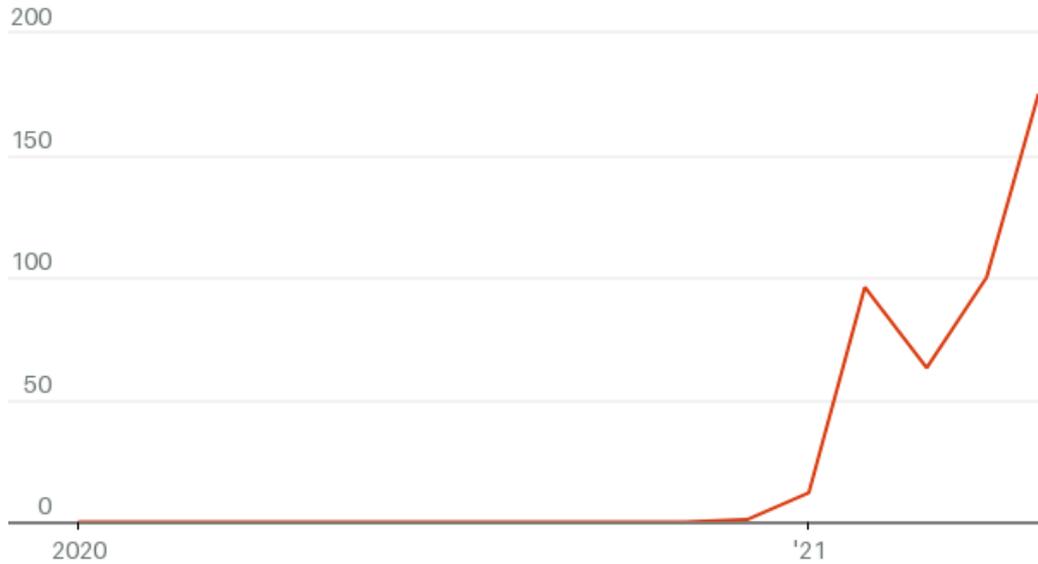
今や、警報が鳴り響いている。バブルはマーベル・テクノロジーの利益にとって好材料だが、パニック買いが世界を半導体不足に陥れている。ソニーグループ<6758>とマイクロソフト<MSFT>の新型ゲーム機は、発売から6カ月が経っても入手が困難だ。自動車メーカーは、数カ月間の操業停止を余儀なくされ、操業を最近再開し始めたばかりである。新車不足は半導体不足と直接関係付けられる。バイデン政権が自動車業界への支援を約束すると、他の産業も支援を求めて競い始めた。

米国企業が半導体の確保をめぐる争う中で、投資家による対処は比較的容易である。半導体不足の解消を支援できる企業を見つけることだ。半導体製造装置メーカーのASMLホールディングス<ASML>は、最も明らかな答えである。同社は最新の半導体の製造に使われる極端紫外線（EUV）リソグラフィの唯一のメーカーだ。しかし、同社の株価収益率（PER）は45倍と高い。

■ 比較的割安な半導体製造装置メーカー

Worried About Chips

Number of public-company events mentioning "chip shortage"



Source: Sentieo

半導体製造装置メーカーの他の割安な選択肢として、アプライド・マテリアルズ<AMAT>とラム・リサーチ<LRCX>がある。両銘柄の12カ月先予想PERは約20倍で、S&P500指数の22倍やフィラデルフィア半導体株指数の23倍を下回っている。

コロンビア・スレッドニードル・インベストメンツでセリグマン・テクノロジー・グループの主任ポートフォリオマネジャーを務めるポール・ウィック氏は、「両社は、圧倒的な競争優位性を持つ、収益性の高い企業だ。顧客はサプライヤーを頻繁には変更しないため、既存のサプライヤーの価値は非常に高い。両社の粗利益率が上昇すると私は考えている」と語る。

ウィック氏が運用する運用資産100億ドルのコロンビア・セリグマン・コミュニケーションズ・アンド・インフォメーション・ファンド<SLMCX>においてラム・リサーチは最大の保有銘柄で、アプライド・マテリアルズは4番目の保有銘柄となっている。同氏は、主要半導体企業による大規模な設備投資計画を考慮すると、投資家が両社の価格決定力を過小評価している可能性があると考えている。

インテル<INTC>は、ニューメキシコ州の半導体パッケージング工場への35億ドルの投資に加えて、アリゾナ州の新規2工場に200億ドルを投資する予定だ。サムスン電子<005930.韓国>は、今後10年間でファウンドリーと半導体設計に1160億ドル投資すると述べた。台湾積体回路製造(TSMC)<TSM>は、半導体生産能力増強のために今後3年間で1000億ドルを投資する予定である。

アプライド・マテリアルズにとって上記の3大半導体メーカー全ては半導体製造装置の顧客である。同社の第2四半期(2-4月期)の売上高は56億ドルで前年同期比41%増加し、2017年以降で最も高い増収率となった。通期ガイダンスは、売上高が226億ドル、利益は57億ドルとされた。

同社の株価は年初来で60%上昇して、最近では137.82ドルとなっている。アナリストは同社の急速な成長ペースに追い付こうと急いでおり、今期(10月期)の1株当たり利益(EPS)予想を6.56ドル

へ引き上げた。アナリストの目標株価の平均は163ドルで、18%の上値余地を示唆している。

ラム・リサーチの半導体製造装置売上高の大半は、半導体メーカーのマイクロン・テクノロジー<MU>とSKハイニックス<000660.韓国>向けで占められている。しかし、プロセッサ組み立て事業は、最大手半導体メーカー各社の生産能力拡張計画から恩恵を受ける位置にある。

同社の株価は最近の645.70ドルまで、年初来で37%上昇している。第3四半期（1-3月期）の売上高は前年同期比54%増加し、ウォール街のアナリストは今年度（6月期）と来年度の増収率を44%と17%と予想する。EPSは、今年度は68%増の26.73ドル、来年度は22%増と予想されている。ウォール街の目標株価は727ドルで、13%の上値余地を示唆している。

半導体不足がどれほど長く続くかに関する意見は、新型コロナウイルスが経済活動に強烈な変化を与えたことも一因で、一致を見ていない。インテルは、簡単な解決策はないだろうと述べている。同社のパット・ゲルシンガーCEOは、半導体不足がこの先2年間続くと予想する。

ひとつ明らかなことは、半導体メーカーが問題解決のために多額の資金を費やしていることで、それは半導体製造装置メーカーにとっての勝利である。

By Max A. Cherney
(Source: Dow Jones)

3. ダニエル・カーネマン氏に意思決定の規律について聞く - Daniel Kahneman [インタビュー] on Bringing Discipline to Decision-Making 意思決定におけるノイズの問題について

■ 意思決定に関連するバイアスとノイズ

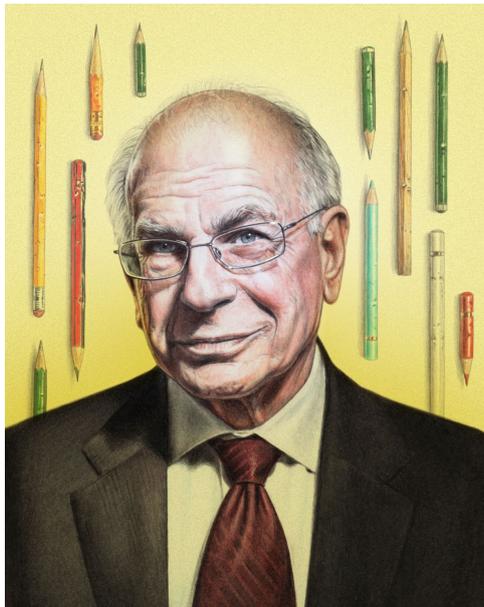


Illustration by Oriana Fenwick

ダニエル・カーネマン氏は、人がなぜ判断力を欠くのかについて常に疑問を投げかけ、2002年にはノーベル経済学賞を受賞した。2011年に出版された『ファスト&スロー あなたの意思はどのように決まるか? (Thinking, Fast and Slow)』ではバイアスに焦点を当て、われわれの判断が一貫して予測可能な方法で間違っていることが述べられていた。最新作の『意思決定の「ノイズ」 (Noise: A Flaw in Human Judgment)』では、共著者のオリビエ・シボニー氏およびキャス・R・サンスティーン氏とともに、意思決定を誤らせる最も一般的な原因に注目している。

本誌：まず、判断ミスには、バイアスとノイズの二つの要素があるとのことについて。

カーネマン氏：判断に正解がある場合、バイアスとは平均的な誤差のことで、ノイズとはその誤差のばらつきのことだ。正解が分からない場合でも、ノイズの観察はできる。

Q：研究対象をバイアスからノイズへと変えた理由は？

A：ある保険会社が自社商品の適切な保険料を決定するための支援を求めていた。事例を作り、48

人のアンダーライター（引受人）に提出したところ、引受人の間のばらつき、つまりノイズは保険会社が予想していた10%ではなく、55%という結果が出たので私も驚いた。その会社は、このような問題があることを全く知らずにいた。たとえ保険料が平均的に適正であったとしても、ばらつきは非常に大きなコストになる。保険料が高すぎると、保険会社はビジネスを失うことになり、保険料が低過ぎると、金儲けのチャンスを逃すことになる。この保険会社は、保険料のばらつきのために、年間数億ドルも損をしていた。

Q：ノイズはバイアスよりも役立つか？

A：測定するのはノイズの方が簡単だ。例えば、経済予想の場合、予測する人によって異なる意見があるだろうが、1年後になればどれが正しいか判明し、その時にバイアス、つまり、全般的に情報を過大評価しているか過小評価しているかが分かる。ノイズの観察には1年も待つ必要はない。

Q：ノイズの原因は？

A：われわれは、ノイズの原因を三つに分類している。最も簡単な例は、裁判官の判決だ。同じ事例でも他の裁判官よりも厳しい判決を下す裁判官がいる。これをレベル・ノイズと呼んでいる。もう一つの要因は、ある裁判官の判断が精神状態の違いによって変化することや、あるいは午前中に審問した場合と午後の場合での違いなどであり、これを状況ノイズと呼んでいる。恐らく最も重要なばらつきの要因は、人によって世界の見方が異なることで、これがパターン・ノイズだ。裁判官は、異なる犯罪者に対して異なる見方をする。

■ 投資家が学ぶべきこと

Q：投資家はここから何を学ぶことができるか？

A：投資でも同じで、楽観的な人や悲観的な人、トレードに熱心な人やそうでない人もいる。それはレベル・ノイズに相当する。状況ノイズとは、自分の気分や前回の決断の結果が判断に大きな影響を与える場合で、個人の中でランダムに起きる。そしてパターン・ノイズとは、つまり考え方の違いだ。ある投資家は経営陣や倒産などに非常に強い関心を持つが、別の投資家は重要視しないかもしれない。

Q：投資家の意見は、あらゆる面でばらつきが大きいのが、それは問題視すべきか？

A：経済や市場は意見の違いによって成り立っているのだから、悪いことだとは思わない。分散投資はノイズではない。ノイズとは、望ましくないばらつきのことで、同一であるべき判断にばらつきがあることだ。連邦判事であれば誰かが代わりに判断しても同じ判断になるべきだ。

Q：ばらつきを平均化したり、コンセンサスを形成したりすることで、エラーの可能性を軽減できるか？

A：ある距離を正確に測ろうとすると、複数回測るとより正確になる。同様に、複数の独立した判断の平均値は、単一の判断よりも正確になる。しかし、ほとんどの状況では、複数の独立した判断を集約することは現実的ではない。投資の場合も、4人の人間がそれぞれのパターンで評価することでかなりの量のノイズを減らすことができる。しかし、それには莫大（ばくだい）な費用がかかるため、実現しない。つまりノイズとは、独立した判断を集約しても現実的には排除できないばらつきのことだ。

Q：資産運用マネジャーなどの意思決定はチームですべきだと主張しているようにも聞こえるが。

A：重要なのは、判断は測定と同様に、互いに独立しているべきだということだ。会議を運営するには、個人がそれぞれの判断を準備してから議論を始めるのがベストだ。事前に判断をせずに議論を始めてしまうと、お互いに影響を与えてしまい、ノイズを減らすには非効率的だ。議論がノイズ

の原因になることもある。

Q：専門家の判断にばらつきがあるなら、医師や金融機関、エンジニアなどの権威を信頼できるのか？

A：判断があるところには必ずノイズがあり、しかも案外に多い。大金持ちは多くの専門家に相談する余裕がある。一般の人にとっても、セカンドオピニオン、そして本当に重要な時にはサードオピニオンが重要だ。

Q：気候変動のように、ほぼ全面的に合意が得られているにもかかわらず、予測があまりにも遠い未来のことで、人々が今日良い判断を下したくない場合はどうか。

A：これは非常に大きなバイアスだ。われわれはこれを「現在バイアス」と呼んでいる。われわれは目先の結果に偏った見方をする。目に見えないものには十分な注意を払わない。また、多様な意見があるという理由で、（事実を）無視することもある。

Q：自信過剰を想像力の欠如と言っているが、どういう意味か？

A：自信過剰とは、ある状況に対して一つの解釈に固執する傾向があることから生じる。違う考えが見えない。楽観主義も関連するバイアスだ。人は、結果をコントロールできる可能性を誇張して考える。例えば、バブルでも遅れずに脱出できる能力があると誇張して考える。

Q：投資家が自分や他人への過信に陥らないようにするにはどうすればよいか？

A：自信を能力の証として使うのは危険だ。他人の自信をうのみにして強い態度の人を信用してしまいたくなるものだが、注意が必要だ。自分の自信過剰をコントロールするには、陳腐だが別の意見を聞くこと。自分が尊敬する人が自分と違う意見を持っていたら、真剣に自分を疑うべきだ。

Q：結論として、どうすれば人はより良い意思決定ができるのか？

A：意思決定の衛生管理が必要だ。判断力を向上させるための実践方法の多くは、バイアスを避けるためのものだ。衛生管理とは、治療法ではない。例えば手を洗う時にどんな細菌かは分からずとも、とにかく細菌を取り除こうとしている。意思決定の衛生管理とは、「規律ある思考」と非常に良く似ている。思考の規律を整える方法の一つに「独立性」がある。複数の人に相談する場合、その人たちが互いに独立していることが重要だ。ある投資対象のさまざまな特性を評価する場合も、それぞれ独立して評価するべきだ。また、可能な限り複数の判断を統合することも必要である。絶対的な判断ではなく、比較することも非常に良い方法だ。AとBのリスクを正確な数字で表すよりも、AはBよりもリスクが高いと言う方がうまくいく。物事に絶対的な数字を当てはめるのではなく、比較リスクや相対リスクを使うことだ。シンプルなルールは非常に優れている傾向があり、ルールを無視する人の判断はノイズが大きい傾向がある。ノイズの問題を意識すると、ルールや規律の価値を意識するようになる。

Q：ご自身や行動経済学者の多くがインデックス投資を支持しているのはそのようなルールのためか？

A：全くその通り。シンプルなルールを規律ある方法で実行する。それに勝るものは得難い。

By Beverly Goodman
(Source: Dow Jones)

4. 配当株ショックを回避する方法 - Run a Quality Check to Limit Chances of a Dividend Stock Shock 維持銘柄に共通する特徴

[インカム投資]

■ カギは収益性、キャッシュフロー、バランスシートの質



Justin Sullivan/Getty Images

2020年に配当を維持した企業の特徴は収益性、キャッシュフロー、バランスシートの質の良さであり、高配当銘柄にとっては特に厳しい状況だったとするリサーチ・ペーパーが最近発表された。

大手運用会社ノーザン・トラスト・アセット・マネジメントのクオンツ戦略チームは「配当ショックを軽減する」と題するリサーチ・ペーパーの中で「バリューおよびインカム投資戦略の成功には、配当維持リスクを見抜く能力が欠かせない」と述べている。

同社独自の評価基準に基づくラッセル1000指数の上位5分の2の企業のうち、2019年12月31日から2020年6月30日までに減配または無配となったのは39社であったのに対し、下位5分の2の企業では63社となった。また上位5分の1の企業の平均配当利回りは2020年初めの予想から0.72%ポイントの低下にとどまったが、下位5分の1の企業の配当利回りは1.16%ポイント低下した。企業の質が下がるほど減配・無配の頻度が上がり、深刻さも増すというわけだ。

同社のクオンツ戦略責任者であるマイク・ハンスタッド氏は、配当を維持できる良質企業の例として半導体大手ブロードコム<AVGO>と製薬会社大手ファイザー<PFE>を挙げる。両社とも新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）下の12月に増配を発表した。ブロードコムは四半期当たり11%増の3.60ドル、ファイザーは同1セント増の39セントを支払うと言う。

良質企業の判断基準として、ハンスタッド氏は利益、キャッシュフロー、バランスシートの質を挙げる。産業によるが、製造業の利益の質の指標として総資産利益率（ROA）を参考にすることが多いと言う。キャッシュフローは借入金に比べ低コストの運転資金であり、さらに経営陣がバランスシートをいかに慎重に運用しているかも大切な要素だと述べる。

■ 世界の配当金額にも改善の兆し

Source: Janus Henderson Investors

Global first-quarter dividends were down 1.7% year over year, an improvement from previous quarters during the pandemic.

Region	Change in Q1 '21 Dividends from Q1 '20
Emerging Markets	6.1%
Europe ex U.K.	4.7
Japan	-4.5
North America	-0.3
Asia Pacific ex Japan	-6.0
U.K.	-26.7
Global	-1.7

Note: This reflect local currencies and does not include special dividends, among other factors.

Source: Janus Henderson Investors

ジャナス・ヘンダーソン・インベスターズが発表した最新の四半期配当インデックス調査（調査年の初めの世界の時価総額上位1200社を対象とする）によると、世界の第1四半期の配当金額は現地通貨ベースで前年比1.7%の減少となり、昨年第4四半期に14%減少したパンデミック時に比べて改善した。また今年第1四半期には18%の企業が前年同期から配当を削減したが、昨年1年間の34%に比べるとかなり少ない。

中でも明るい兆しが見受けられるのは米国を含む北米地域だ。米国では、第1四半期の配当は前年比0.3%の減少にとどまり、化学・電気素材メーカー大手3M<MMM>やバイオ製薬会社ギリアド・サイエンシズ<GILD>など、大企業の多くが増配を発表した。その他の地域では、日本（4.5%減）、アジア太平洋地域（6%減）、英国（26.7%減）などで、配当支払いが厳しい結果となっている。

ジャナス・ヘンダーソンは、2021年の世界の配当金額は7.3%増を予想する（為替調整等を除く）。同社の調査責任者を務めるマット・ペロン氏は、「経済再開によりキャッシュフローが増加し、バランスシートが改善すれば、米国の配当は2021年末にかけて加速する。また、配当を増やす代わりに自社株買いを復活させる企業もあるだろう」と述べる。

■ エネルギー銘柄の復活

エネルギー銘柄は昨年、減配や無配などさまざまな圧力を受けた。だが、アメリカン・センチュリー・エクイティ・インカムファンド<TWEAX>の共同運用責任者マイケル・リス氏は石油大手シェブロン<CVX>と油田サービス大手ベーカー・ヒューズ<BKR>を愛好する。

両社とも昨年、配当を維持した。シェブロン直近の配当利回りは5.1%、年初来の配当込みのリターンは約27%で、さらに4月には配当を4%引き上げた。「同社の低コスト・長期的な資産構成、盤石なバランスシート、設備投資の抑制と株主還元の姿勢から、景気悪化の局面でも配当を継続できると考えた」と同氏は言う。

ベーカー・ヒューズの直近の配当利回りは3%、年初来リターンは約18%だ。リス氏は同社について「配当性向、バランスシート、事業環境いずれも良好だ」と言う。昨年 of 厳しい状況下で同社は設備投資を前年の9億7600万ドルから7億8700万ドルに削減した。調整後フリーキャッシュフローは5億1800万ドルとなり、配当金約4億9000万ドルを賄うことができた。

By Lawrence C. Strauss
(Source: Dow Jones)

5. 増税だけではバイデン氏の予算案を賄えない - Tax Hikes Alone Won't Pay for President Biden's Budget Plan 債券市場は国債大量発行を警戒

[コラム]

■ キャピタルゲイン増税の落としどころ

かつて「債券投資は決して失敗しない」という格言があった。元々は第2次世界大戦の米国戦時国債の宣伝スローガンだったが、現在は「避けられない財政赤字を埋めるため、政府は常に国債を大量発行する」という意味になるかもしれない。バイデン大統領初の予算案は次期会計年度に6兆ドルの歳出を計画する一方で、1兆ドル規模の財政赤字を伴う。債券市場は再び際限ない国債の発行に直面することが予想され、政府の資金調達が現在の歴史的低金利に依存していることが浮き彫りになっている。同様に、史上最高値水準にある株価や過熱する住宅市場もこの低金利に依存している。



Alex Wong/Getty Images

AGFインベストメンツの米国担当チーフ・ストラテジストであるグレッグ・バリエール氏は、現実には予算案は「希望したいなもの」とみる。同氏は、「バイデン大統領は、満額は認められないと分かっているが、党内左派に対して自身が彼らの側にいると確信させたいのだろう。左派は大統領と民主党中道派ジョー・マンチン上院議員や共和党との妥協に否定的なため、大統領としては左派の機嫌を取っておく必要がある」とメールに記し、マンチン上院議員と上院の議席数で拮抗（きっこう）する共和党の反対に言及した。

ゴールドマン・サックスのエコノミスト、アレック・フィリップス氏は、「6兆ドルの歳出案に、おそらく目新しいものはない」とリサーチノートに記している。議会予算局による2022会計年度（2021年10月1日～）の歳出ベースライン5兆500億ドルに、今年成立した1兆9000億ドルの追加経済対策「米国救済計画（アメリカン・レスキュー・プラン）」のうち2022会計年度には5290億ドルの歳出が加わる。既に政府は議会に対して1180億ドルの裁量的歳出の追加を要求しており、合計で5兆7000億ドルとなる。残りの3000億ドルは、おそらくバイデン大統領が示した概算4兆4000億ドルの「米国雇用計画」と「米国家族計画」を反映するものだろう。

株式市場が注目したのは、予算案はキャピタルゲイン税率の引き上げが4月28日にさかのぼって適用されることを前提にしているというウォール・ストリート・ジャーナル紙の記事である。増税案は年間所得が100万ドルを超える個人のキャピタルゲインに対し、通常の所得税率で課税するとい

うものだ。AFP通信も個人所得税の最高税率が、2017年税制改革法（TCJA）で37%に低下する前の39.6%に引き上げられると報じた。医療保険制度改革法（通称オバマケア）の投資所得に対する加算税率3.8%を含めると、富裕層のキャピタルゲイン税率は現在の23.8%から43.4%へ急上昇することになる。

本コラムで数週間前に取り上げたように、キャピタルゲイン税率引き上げはまだ決定されていない。スタイフェルのチーフ政策ストラテジストであるブライアン・ガードナー氏は、「効力発生日をいつにするかは、激しいロビー活動のテーマになる可能性が大きい」と顧客向けノートに記している。同氏は、議会在増税案に同意する可能性は大きい引き上げ幅は提案より小幅になるとみられ、1986～1997年の税率だった28%になる可能性が極めて大きいと加える。課税対象の投資家が保有するのは、米国株式の25%にすぎないことから、多少の税率引き上げによる影響は限定的だろう（他に米国株式を保有するのは退職基金、寄付基金、外国人投資家）。

■ マイナス金利が支える財政計画

債券市場が、今後10年で連邦政府債務を国内総生産（GDP）の117%に増加させるバイデン大統領の財政計画を懸念する一方、イエレン財務長官はリスクは大きくないとみている。同長官は木曜日の下院歳出小委員会で、「実質金利がマイナスであるため、政府提案は財政面から信頼できる」と語った。これは長期国債の利回りが1.60%と、目標インフレ率の2%を下回るからだ。イエレン氏は、財政負担の重さを見るには政府債務の対GDP比よりも、実質利払い費用が良い尺度だと主張する（10年物インフレ指数連動国債＝TIPS＝の実質利回りはマイナス0.84%）。

しかし、それは現在の異常な実質マイナス金利によるものにすぎないと、クリントン政権で財務長官を務め、民主党の財政計画に批判的なローレンス・サマーズ氏は反論する。同氏は木曜日に、「米連邦準備制度理事会（FRB）は短期金利の目標をゼロ近辺に設定する一方、巨額の証券買い入れによって長期金利も抑えている」と語った。

サマーズ氏は米国経済が夏の終わりまでに成長トレンドに戻ると予想するが、バイデン大統領の歳出案が経済を「過熱させる」リスクがあると繰り返した。同時に「金融政策と財政政策はアクセルを踏みきって」おり、FRBは現在の物価上昇を一時的と主張しているが、今後一層のインフレ上昇を引き起こす可能性があるとも語る。そして、バイデン大統領は増税を計画するが、サマーズ氏は増税は「後ろ倒し」になって短期的な景気過熱リスクに対処できないと指摘する。

■ 低金利に依存する予算案と債券・株式市場

しかし、結局バイデン大統領の予算案の欠点は、債務返済コストが抑制可能という、バリエール氏が「非常に疑わしい前提」と呼ぶものに依存している点だ。同氏はベビーブーマー世代が退職して社会保障費やメディケア（高齢者向け医療保険制度）支出が拡大し、米国政府債務は30兆ドル以上に押し上げられると主張する。

同氏は「異常な低金利が持続しない限り、財政の大盤振る舞いは成立しないだろう」と書いた。また、パウエル議長が率いるFRBは短期金利目標を2023年まで可能であれば0%近くに維持して、「完全雇用」と2%とするインフレ目標を目指して「大胆な」政策を志向していると同氏は書いている。

しかし、もしサマーズ氏が予測するように超緩和的金融・財政政策によって景気が過熱すれば、大量の債券に対する市場の買い意欲がどこまで続くかが問題だ。バリエール氏は、「それがバイデン大統領の予算の欠陥だ。もしFRBが景気過熱を許容し、財政支出増加が続けば、金利はいずれ上昇

を余儀なくされるが、その場合の問題は金利上昇が緩やかにとどまるか大幅になるかだ」と書く。

クリントン大統領時代の初期にジェームズ・カービル元民主党アドバイザーが、「生まれ変わるなら以前は大統領やローマ法王、4割打者になりたいと思っていたが、今は債券市場になって皆を恐怖に陥れてみたい」と言って注目を集めたが、バイデン大統領の下でこの発言が再度注目されるかもしれない。

株式市場は米国の長期的な財政状況について懸念を示さなかった。先週主要株価指数は全て上昇したが、テクノロジー企業が多いナスダック総合指数は5月の月間パフォーマンスがプラスに転じるほどの勢いではなかった。

株式投資信託への多額の資金流入は継続しており、バンク・オブ・アメリカによると、最新の週間流入額は179億ドル、年初来の流入額は5120億ドルとなった。実際、同行の個人顧客の株式購入額は2012年以降で4番目に多かった。このような熱狂の兆候は逆張り投資家のアンテナには引っ掛かる。

根拠の有無は別にして、熱狂とFRBの資金供給にあおられたセクターも勢いを失っており、ストラテガス・インベストメントのジェイソン・トレナート氏によると、直近の高値からIPOX SPAC指数は24.5%、上場投資信託（ETF）のインベスコ・ソーラーETF< TAN >は35%、ARKイノベーションETF< ARKK >は28%、電気自動車（EV）メーカーのテスラ< TSLA >は29%下落した。同氏は投機的なセクターが若干落ち着きを取り戻せば強気市場継続の手助けになると結論付けた。

しかし、先週いわゆるミーム銘柄で騒ぎが再燃しており、ゲームソフト小売り大手ゲームストップ< GME >は25.6%、映画館チェーンのAMCエンターテインメント・ホールディングス< AMC >は114.7%高騰した。これらは以前は取るに足らない銘柄だったが、価値が膨張して今では市場の主要銘柄に押し上げられている。

iシェアーズ・ラッセル2000ETF< IWM >は小型株をカバーするETFの中で最も人気だが、ゲームストップは2番目、AMCは8番目に保有額が大きい銘柄となっている。

■ 全ての好条件がそろそろ株式市場

株式市場は全ての好条件がそろっており、最大限の金融・財政刺激策、経済成長のピーク、高水準の製造業・サービス業購買担当者景況指数（PMI）、加えてハイイールド債の信用スプレッドは歴史的に低く、10%台のシカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティー指数（VIX指数）が示すようにボラティリティーも落ち着くなど、金融環境も穏やかだ。BCA米国株式ストラテジストのアナスタシオス・アブゲリオー氏は、これらの指標は楽にもうかる状況が終わった事を示唆すると書き、「今後S&P500指数が10%動く時は上昇ではなく下落と思われる」と結論づけた。

投資家は利益を確定して現金比率を高め、夏後半のより良い投資機会に備えたほうが良さそうだ。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

6. 好材料を織り込んだ高値を懸念 - Why a Peak-Good-News Market Is Reason to Worry

景気敏感株を重視すべき時期

[米国株式市場]

■ 横ばい続く



Spencer Platt/Getty Images

先週、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は算出開始から125周年を迎えたが、投資家はこの節目を大げさに祝うでもなく、かといって駄々をこねたわけでもなかった。主要株価指数は日々揺れ動いた末に週間では小幅な上昇にとどまり、比較的方向感のない相場が2週目に入った。NYダウは0.9%高の3万4529ドル45セント、S&P500指数は1.2%高の4204.11で引けた。ナスダック総合指数は2.1%上昇して1万3748.74となり、小型株のラッセル2000指数は2.4%高の2268.97で週末を迎えた。

依然として、今後の市場の道筋として最も抵抗が少ないのは高値に向かうことであり、地平線上に懸念の雲が見えたとしても、実際に影響するのはしばらく経ってからのように思われる。

CIBCプライベート・ウェルス・マネジメントの最高投資責任者（CIO）であるデービッド・ドナベディアン氏は、「伝統的なバリュエーション指標だけを見ても、過去との比較で割高圏にあることが示されており、単純に考えると慎重と弱気の間を行き来することになる。しかし、イールドカーブ全体で実質利回りがマイナスである上に、大規模な量的緩和策が講じられており、今年と来年の業績予想が良いように見えてもまだ低過ぎるのではないかという見方を引き続き持っている」と述べる。

クレディ・スイスのストラテジストであるジョナサン・ゴラブ氏によると、S&P500指数が過去12カ月間で39%上昇している一方、同指数の予想利益は約40%増加しているという。約22倍の予想株価収益率（PER）は市場の割高感を示しているが、株価の上昇をけん引しているのはPERの拡大だけではない。

■ 利益率上昇を伴った好業績

先週発表された小売業の業績を見ても、好調な米国経済は引き続き企業業績の追い風となる見込みである。その一方で、各企業は新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）時に実施した多くのコスト削減策を続けており、業績回復期の利益率の上昇につながっている。実際、ヤルデニ・リサーチによると、S&P500指数構成銘柄の純利益率の見通しは過去最高となる12.8%に達している。コストの上昇、サプライチェーン（供給網）からの圧力、コモディティ価格の上昇などが指摘されているが、企業はそれらを顧客に転嫁し、利益率の維持に成功しているようだ。

ドナベディアン氏は、旺盛な需要、増益傾向が今後も見込まれる企業業績に加え、中央銀行が流動性を供給し続けていると指摘。反対に賭けるのは難しいと語る。

では、嵐につながりそうな雲とはどういう状況なのか。高いPERにとって最大の脅威が金利と債券利回りの上昇であることは周知の事実だ。インフレ見通しと米連邦準備制度理事会（FRB）の政策は絡み合っており、2021年の後半には市場に対する影響力がさらに大きくなると思われる。

ウォール街のコンセンサスでは、米10年国債利回りは現在の1.6%前後から年末には2%以上になるとみられている。他にも、米国での増税の可能性や新型コロナウイルスの戦いが世界的に後退するなど、マイナス面のワイルドカードはたくさんある。

■ 景気敏感株の優位継続か

パー・スターリング・キャピタル・マネジメンツのディレクターであるロバート・フィップス氏は、「多くの好材料が織り込まれた状況であり、悪材料はまだ織り込まれていない。この状況で休暇シーズンに入って出来高が減少する局面に差し掛かっているため、市場がしばらく横ばいで推移しても不思議ではない」と述べる。

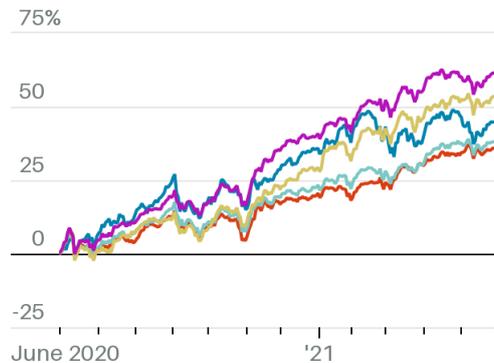
そのためには、マクロ経済からの追い風を受けつつ、逆風を比較的受けにくいような銘柄やセクターに注目することが必要かもしれない。その結果、投資家は市場の中でより景気に敏感でバリュエーションの強い銘柄群に向かうことになる。これらの銘柄は経済成長に最も関連が深い企業であり、割安なバリュエーションで割引率上昇の影響を受けにくい。この戦略は新しいものではなく、ラッセル1000バリュエーション・インデックスは、2021年に入ってから同グロース・インデックスを約12%ポイント上回っているが、この状況が継続する可能性がある。

グラブ氏は「歴史的には、ラッセル1000グロースは同バリュエーションのPERに対して5.6ポイントのプレミアムが上乘せされている。現在は10.3ポイントのプレミアムがついている」と指摘する。バリュエーションの差が1ポイント縮まるごとに、バリュエーションはグロースに対して4%または5%のアウトパフォーマンスとなる。

バリュエーションを別としても、悪夢のような2020年を終えた多くの景気敏感株やバリュエーション株は、2021年にはソフトウェアなどのハイテク株よりも高い増益率が見込まれる。ハイテク株は相対的にパンデミックの影響が小さく、前年比の増益率は見劣りしそうだ。

Market Snapshot

- Barron's Future Focus
- Barron's 400
- NASDAQ Composite
- S&P 500
- Dow Jones Industrial Average



Source: FactSet

市場はここ2週間のようによく平穏なわけではない。資本財、銀行、素材、エネルギーなどへのオーバーウエートを検討すると同時に、割高な長期グロース株に関してはより良い買いタイミングを見極めたい。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

7. アマゾンがMGMを買収した理由 - In Streaming, Amazon Is Playing Another Long Game 知的財産活用しストリーミング拡充へ

[ハイテク]

■ コンテンツ資産に大きな魅力なし

アマゾン・ドット・コム<AMZN>によるMGMホールディングスの85億ドルでの買収は、一見すると不可解な取引である。MGMには特に魅力的なコンテンツ資産がないからだ。

MGMは4000本の映画と1万7000本のテレビエピソードからなるライブラリーをアマゾンにもたらす。その中で最も価値が高いのは、既に制作した映画「007」の全シリーズとその続編を制作する権利だ。アマゾン他にも、「ピンクパンサー」「ロッキー」「ロボコップ」「キューティ・ブロンド」「トゥームレイダー」「アダムス・ファミリー」などの準大作映画を取得することになる。しかもMGMのテレビ番組制作子会社は、「ハンドメイド・テイルズ/侍女の物語」や「ファーゴ」などのドラマ・シリーズと、「シャークタンク」や「ザ・ボイス」などのバラエティー番組を制作している。MGMはサブスクリプション型の映画視聴サービスEpix（エピックス）も運営している。



PictureLux/The Hollywood Archive/Alamy Stock Photo

とはいえ、バーンスタインのアナリストであるマーク・シュムリック氏が先週のレポートで指摘したように、MGMのライブラリーにはゲームチェンジャーと言えるものはほとんどない。同氏は「MGMのライブラリーとサブスクリプションサービスの対価は幾らか。おそらく大きな額ではない」とみている。

だいぶ前のことだが、MGMのライブラリーからはMGMブランドを最も象徴する映画が既に切り離されている。1986年、CNNの創業者テッド・ターナー氏がMGMを購入し、歴史的な映画の多くの権利は維持しながらスタジオ部門を即座に売却した。これらの映画は現在、通信大手のAT&T<T>傘下のワーナーメディアの一部、ターナー・クラシック・ムービーズによって管理されている。そのためアマゾンが、「オズの魔法使い」「風と共に去りぬ」「雨に唄えば」を手に入れることはない。

■ 重要なのは知的財産権と番組制作能力

それでも、MGMの買収には価値がある。ウォルト・ディズニー<DIS>、コムキャスト<CMCSA>傘下のNBCユニバーサル、バイアコムCBS<VIAC>、ワーナーメディアはいずれも独自のスト

リーミングプラットフォームを構築済みだ。やがて、これらの企業はライブラリーを社内で維持し、アマゾンのプラットフォームにおけるコンテンツの選択肢を制限するようになるだろう。

だが今や、アマゾンと同じ土俵に立つことができる。シティグループのアナリスト、ジェイソン・バジネット氏が先週のレポートで指摘したように、MGMはディズニーのために7本、コムキャストのために4本、ワーナーメディアとディスカバリー<DISCA>のために合計4本、バイアコムCBSのために3本、ネットフリックス<NFLX>、AMCネットワークス<AMCX>、フォックスのためにそれぞれ1~2本の番組を制作している。こうした番組には、ABCの「シャークタンク」、NBCの「ザ・ボイス」、CBSの「サバイバー」、AMCの「リアル・ハウスワイブズ」など、最終的にアマゾン・プライム・ビデオに登場する可能性のある人気番組が含まれている。

MGMの年間売上高は約15億ドルだが、著作権の保護期間が切れていきコンテンツをアマゾンが自社のプラットフォームに移行させるにつれ、その多くは消滅することになる。アマゾンにとって重要なのは、MGMのライブラリーを活用して新しいコンテンツを制作する方法を見つけることだ。世界は「ミスティック・ピザ」（ロマンティックコメディドラマ）のリメイク版や、「オフロでGO!!!!タイムマシンはジェット式」（コメディ映画）の続編などを必要としているかもしれない。

アマゾンの会長で近く最高経営責任者（CEO）を退任するジェフ・ベゾス氏は先週の年次株主総会で、「MGM買収の理屈は極めて単純だ。MGMは深く愛されている知的財産を数多く保有している。われわれはそうした知的財産を21世紀に合わせて作り変え、発展させることができる」と述べた。

MGMにはベゾス氏が述べた構想を単独で実現するだけのリソースがない。同社が2011年以降にコンテンツの制作と取得に投じた資金は60億ドルにすぎないからだ。一方、アマゾンが2020年に映画とテレビおよび音楽コンテンツに投じた資金は110億ドルで、2019年の78億ドルから増加した。「サズデーナイトフットボール」（木曜日のアメリカンフットボール）の10年にわたる放映権を推定年間10億ドルで取得するなど、アマゾンのコンテンツ投資額は成長し続けている。

ちなみに、ネットフリックスは2021年のコンテンツ投資額を170億ドルと予想し、ディズニーはコンテンツ投資額が2024年までに年間160億ドルに達すると予想している。ディスカバリーとAT&T傘下のワーナーメディアは、合併完了後のコンテンツ投資額を年間200億ドルと見込んでいる。

■ 新規コンテンツ、ストリーミングサービスで活用へ

アマゾンは最終的に、MGMから価値を絞り出す複数の手段を持つことになる。コンテンツのさらなる充実にはアマゾン・プライム・ビデオの魅力を高めるはずだ。これは、プライム会員の解約を減らし、ひいてはオンラインショッピングの利用を促進する可能性がある。

アマゾンはIMDb TVという広告支援型オンデマンドビデオサービスも運営しており、このサービスはカタログコンテンツを必要としている。さらにアマゾンには、ロク<ROKU>と競合するストリーミングビデオプラットフォーム、アマゾン・ファイアがある。アマゾン・ファイアはMGMコンテンツにより新たな複数のストリーミングチャンネルを埋めることができる。

ライトシェッド・パートナーズのアナリスト、リッチ・グリーンフィールド氏は先週、「消費者の時間と注目をめぐる戦争が起こっており、MGMは膨大な知的財産を所有している」と筆者に語った。同氏は、アマゾンがこの数年、映画やテレビのコンテンツに巨額の資金を投じてきたが、「知名度の高い、一目瞭然のヒット作」という点で、あまり成果を上げていないとみている。だが、MGMのコンテンツ資産が加わったことで、アマゾンがストリーミングの分野でより大きな成

果を上げる可能性が高まったとも指摘する。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

8. インフレ指標、FRBが重視するのはPCEだ - The Fed's Favored Gauge, PCE, Explains Its Policy Stance. CPIとの差異を理解しFRBの動向を探る

[米国経済]

■ 物価指標ではCPIとPCEが重要



Getty Images

投資家は消費者物価指数（CPI）の急上昇に注目しているかもしれない。なぜなら、それはインフレ指数連動国債（TIPS）やインフレ・デリバティブにとって重要だからだ。しかし、CPIの上昇が来年も続いたとしても、米連邦準備制度理事会（FRB）が重視するインフレ指標である個人消費支出（PCE）デフレーターはCPIより安定して推移する可能性が高いだろう。

労働省労働統計局（BLS）が発表するCPIは、長期的には商務省経済分析局（BEA）が発表するPCEデフレーターとおおむね一致して変動する。しかし、この二つのインフレ指標の間には、特に

経済が不安定な時期に大きなギャップが生じることがある。このギャップは、CPIの目的が平均的な米国民の現金支出による生活費を明らかにすることなのに対し、PCEの目的は家計で消費される全てのものの価格を明らかにすることに起因する。

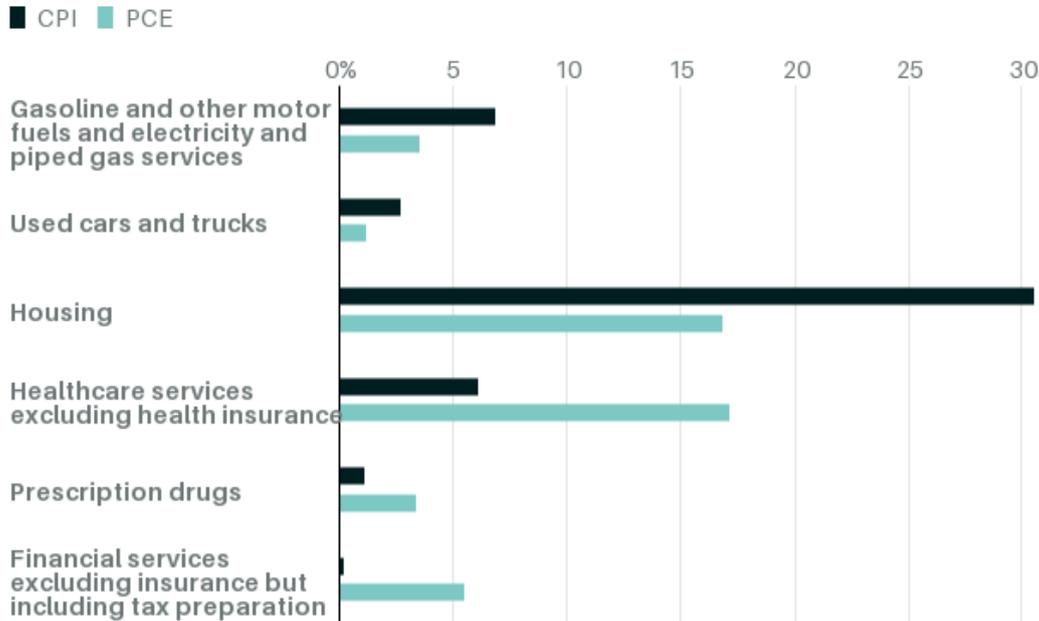
この目的による違いは、どの項目が対象となるか、各項目の相対的な重要性、そしてその項目の価格がどのように定義され測定されるかなどに表れる。ゴールドマン・サックスのヤン・ハチウス氏とスペンサー・ヒル氏は、住宅、中古車・中古トラック、健康保険の取り扱いの違いにより、年末までにCPIインフレ率はPCEインフレ率を約1%ポイント上回ると予測する。

■ CPIとPCEの違い

Apples and Oranges

The CPI puts a higher weight on energy, used vehicles, and housing compared to the PCE deflator, which puts more emphasis on healthcare and financial services.

Relative importance of select items in two main price indices



Source: Bureau of Labor Statistics; Bureau of Economic Analysis; Barron's calculations

米国民の医療費のほとんどは個人ではなく、雇用者が負担する保険や政府によって支払われているため、CPIにおける診療や通院、処方薬の比重は比較的小さい。しかし、PCEデフレーターでは医療サービスと処方薬が全体の20%以上を占めている。同様に、金融サービスの多くは価格の明示がないため、CPIでは金融サービスの比重がごくわずかである一方、PCEを作成するBEAは貯蓄者が支払った暗黙のコストをPCEの計算に入れており、このコストの額は現在、年間約4100億ドルに上るといふ。

別の見方をすると、CPIはPCEよりも住宅、光熱費、ガソリンの比重はるかに高いということだ。現在特に注目されているのは、CPIではPCEよりも中古車と中古トラックの比重がかなり高いことである。これは、消費者が中古車をディーラーに売ったり、下取りに出したりするときに受け取る価格をCPIが対象にしていないからだ。

また、CPIとPCEでは、同じ品目の価格をどのように測定するかについても取り扱いが異なる。当座預金について、PCEインフレ率は主に短期金利の水準の変化を考慮に入れるが、CPIの測定では手数料のみを対象とする。また、CPIでは特定の路線の価格を時系列で確認することで航空運賃を測定するが、PCEは旅客1マイル当たりの平均収入で航空運賃を測定している。そのため、過去に大きな差が生じたことがあり、今回の経済再開でもそうなる可能性がある。

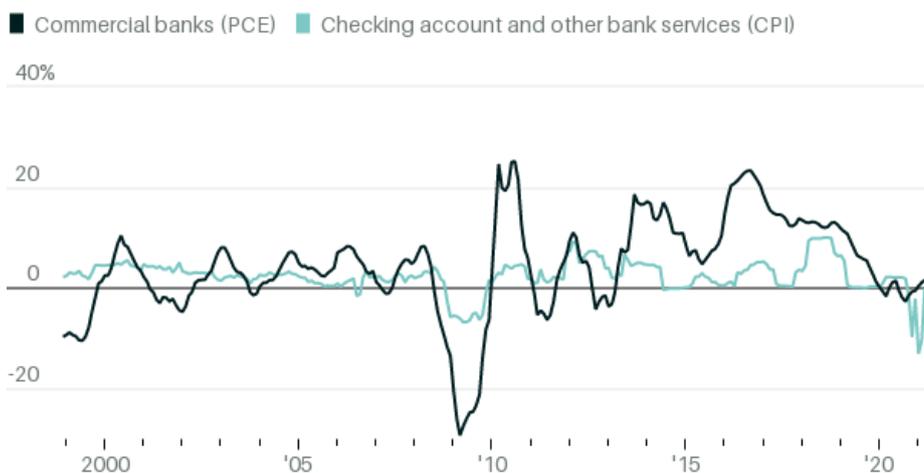
最大かつ最も重要な違いは、医療費の扱いだ。CPIは消費者（患者）が直接支払う金額のみを集計しているのに対し、PCEは医療機関が受け取る総収入を集計している。同様に、PCEにおける健康保険は消費者および雇用者が受け取ったサービスの価値を控除した保険料支払い額を集計しているのに対し、CPIにおける健康保険は保険会社の内部留保を測定することで推定されている。

■ FRBが重視するPCEの動き

Different Definitions

The PCE imputes the cost of banking services based on interest rate differentials, while the CPI looks at listed fees.

Yearly change in price index



Source: Bureau of Labor Statistics; Bureau of Economic Analysis; Barron's calculations

これらの違いは、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の間、大きな影響を与えている。パンデミックが米国経済を襲う直前の2020年1月、CPIインフレ率は年2.3%で、PCEインフレ率（年1.5%）と比べて約0.8%ポイントの差があった。しかし、2021年2月にはその差は逆転し、CPIインフレ率は大きく下げて年1.3%、PCEインフレ率はほぼ横ばいの年1.4%となった。CPIはパンデミックによってインフレ率が大きく減速したことを示している一方で、FRBが重視するPCEはほとんど変化がなかったことを示している。

食料品とエネルギーを除いたコアCPIインフレ率の鈍化は、家賃を主とした住宅と、大手保険会社の利益率低下の影響を受けた健康保険によるところが大きい。一方、PCEでは、これらの影響をほとんど受けず、むしろ医療サービスカテゴリーのインフレが加速したことで上昇した。これは、新型コロナウイルス経済救済法での政府支出の増加や医療費負担適正化法（ACA）に関連したコスト管理の影響が薄れたことも一因だ。

2月以降、CPIインフレ率およびPCEインフレ率は急激に回復し、コアインフレ率は1990年代半ば以降で最も早いペースで上昇している。その原因の多くは、経済再開と原油価格の回復（1バレル当たり37ドル未満から66ドル超に回復）にある。しかし、これらの影響が薄れたとしても、中古車の状況はマイクロプロセッサ不足が解消されるまでしばらく続く可能性があり、医療保険会社の利益が回復し、大都市での家賃の下落が止まった現在、CPIインフレ率は高止まりする可能性がある。

PCEインフレ率の見通しは少し異なる。パンデミック支援の終了による医療費の上昇の鈍化が賃料の下げ止まりの効果を相殺するだろう。2020年の景気下降局面でPCEインフレ率が安定していたように、2021年のPCEインフレ率の変動も少ないはずだ。これは投資家の予想と一致しており、FRBが現状を維持しようとしている理由にもなる。

By Matthew C. Klein
(Source: Dow Jones)

9. 低ボラティリティー株とクオリティー株を検討すべき時 - It's Time to Explore Low Volatility and Quality Stocks 市場トレンド転換に備える

[ファンド]

■ 調整に懸念、低ボラティリティー投資も一案



Maximusnd/Dreamstime

投資家は、得られる確率が高いものの貧弱なリターンではなく、勝率は低いが大きなリターンを求めて宝くじ券のような株式や暗号資産（仮想通貨）を選好してきた。その結果、リスクの高い株式の株価が上昇し、より安定した株式の株価は低迷した。「ゲームストップ株に起きたこと、ドージコインの人気、オンライン取引の増加、およびコールオプションの買い注文の多さを考えれば、投資家が本当にリスクを受け入れていることが分かる」と資産運用会社インベスコのファクター戦略責任者ニック・カリバス氏は言う。

しかし、市場が調整に入る懸念も出ており、株式ポートフォリオの一部をよりディフェンシブな銘柄にシフトする方が賢明かもしれない。株価のボラティリティーが低い傾向にある株を探すのも一つの方法だ。このグループは、この1年間、市場のより人気の高い銘柄が急上昇する中、大きくアンダーパフォームしている。例えば、運用資産280億ドルの上場投資信託（ETF）であるiシェアーズ・エッジMSCIミニマム・ボラティリティー・米国ファクターETF<USMV>の過去12カ月間のリターンはS&P500指数のわずか半分にすぎず、110億ドルの資金が流出した。急激な資金流出は通常、トレンドの転換が起きることを示す逆張り指標だとカリバス氏は言う。

運用資産82億ドルのインベスコS&P500低ボラティリティーETF<SPLV>は、S&P500指数構成銘柄で過去12カ月間のボラティリティーが最も低い100の銘柄を選択する。しかし、独立投資顧問会社TFCフィナンシャル・マネジメントのダン・カーン最高投資責任者（CIO）は、株価のボラティリティーは時とともに変化するため、同ファンドは銘柄の入れ替えが多いと指摘し、「特定の業界や銘柄の株価のボラティリティーが景気循環のある時点で低く見えても、低いままであるとは限らない」と警告する。同ファンドは5月21日にリバランスを実施し、金融、不動産、および公益事業のウェートを増やす一方で、ヘルスケア、コミュニケーションサービス、およびハイテクのウェートを下げたことで、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の前と似たような配分に戻った。

運用資産5億8200万ドルのSPDR・SSGA米国大型株低ボラティリティー指数ETF<LGLV>は、より長期的な視野を取り、1年間ではなく、過去5年間の株価の動きに基づいて銘柄選択を行うことによってこの問題に対処しており、その結果、銘柄の入れ替えははるかに少ない。同ファンドは、資本財株や金融株に対するエクスポージャーが多く、過去1年間、3年間、および5年間で、インベスコ低ボラティリティーETFをアウトパフォームしている。

運用資産31億ドルのインベスコS&P500高配当・低ボラティリティーETF<SPHD>はさらに銘柄を絞り込み、ボラティリティーが低いだけでなく、高配当利回りの実績がある50の銘柄で構成されている。これは、株価が高く、上値が限定的に見える市場では魅力的であり、配当が追加的な収入源となる。同ファンドの投資先には公益企業株や生活必需品株が多いが、ハード・ディスク・ドラ

イブ大手のシーゲイト・テクノロジー<STX>やIBM<IBM>といったハイテク銘柄も含まれる。年初来のリターンは22%であり、S&P500指数（12%）の2倍に近い。

■ 「質」への投資の選択肢

Searching for Safety

It might be time to shift part of your stock portfolio into more-defensive names.

ETF / Ticker	Expense Ratio	AUM (mil)	YTD Return	One-Year Return
Invesco S&P 500 Low Volatility / SPLV	0.25%	\$8,233	9.1%	29.0%
SPDR SSGA US Large Cap Low Volatility Index / LGLV	0.12	582	11.3	34.1
Invesco S&P 500 High Dividend Low Volatility / SPHD	0.30	3,135	21.7	43.5
Invesco S&P 500 Quality / SPHQ	0.21	2,697	10.6	36.1
iShares Edge MSCI USA Quality Factor / QUAL	0.15	21,759	11.3	38.1
FlexShares U.S. Quality Large-Cap Index / QLC	0.33	96	13.4	41.1

Note: data through May 26

Source: Morningstar

優れたディフェンシブ投資先になり得るもう一つのグループは、高い利益率、健全なバランスシート、より安定的なキャッシュフローといった強固なファンダメンタルズを備えた、いわゆる「ハイクオリティ」銘柄だ。

昨年3月の底値から株式市場が脱出する際は、二つのグループが交互に先導役を務めた。パンデミックが始まって以降、投資家はグロース銘柄、特に外出自粛の恩恵を受けると考えられるハイテク銘柄を買い上げた。昨年の秋以降は、相対的に割高感がなく、経済の再開と生活の正常化から恩恵を受けると予想される景気循環株へローテーションが起こった。多くの投資家は、片方のグループがうまくいかない場合、もう片方のグループが確実にうまくいくように両グループに資産を配分する、バーベル型のアプローチを採用している。これまでは、それでうまくいった。TFCのカーン氏は、「誰でも簡単に儲けることができた」と語る。

しかし、そうした状況もじきに終わりを告げるかもしれない。投資会社シャーフ・インベストメントのエリック・リンチ氏によれば、歴史的に、景気後退と株式市場暴落の後には、回復率がピークに達するまでバリュー株が反発する傾向があった。米サプライ管理協会（ISM）の製造業購買担当者景況指数（PMI）は1年近く上昇を続け、3月に64.7に達した後、4月には60.7に下落した。リンチ氏は、これが今後の転換点になる可能性があると言及する。1980年代以降、同指標が60を超えたのは全体の約4.5%にすぎず、「こうした力強い数値が長期間続くことはない」とカリバス氏は言う。

経済成長が鈍化する次のフェーズでは、投資家は恐らく銘柄の選択により慎重になり、クオリティの高い銘柄がアウトパフォームすることになると予想される。運用資産27億ドルのインベスコS&P500クオリティETF<SPHQ>は、S&P500指数構成銘柄のうち、業種を問わず、自己資本利益率が高く、キャッシュフローが潤沢で、財務レバレッジが低い上位100の銘柄を選択する。結果

として、同ファンドには多くのハイテク銘柄とヘルスケア銘柄が含まれている。

運用資産200億ドルのiシェアーズ・エッジMSCI米国クオリティ・ファクターETF<QUAL>もクオリティの高い企業に投資をするが、同じ業種内の相対的な比較に基づいており、その結果、MSCI指数により近い構成となる。

とはいえ、両ファンドとも比較的割高であり、株価収益率（PER）は30倍近い。より割安な銘柄が良ければ、運用資産9600万ドルのフレックスシェアーズ米国クオリティ大型株インデックスファンド<QLC>がある。クオリティに加え、バリュエーションと株価モメンタムも考慮して銘柄選択が行われる。PERは約24倍であり、過去12カ月間のパフォーマンスはインベスコとiシェアーズのETFを上回っている。

そして、宝くじのパフォーマンスを上回っている。

By Evie Liu
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - Biogen's Day of Reckoning Nears バイオジェンに近づく審判の時

[経済関連スケジュール]

■ 承認されても薬価が課題に

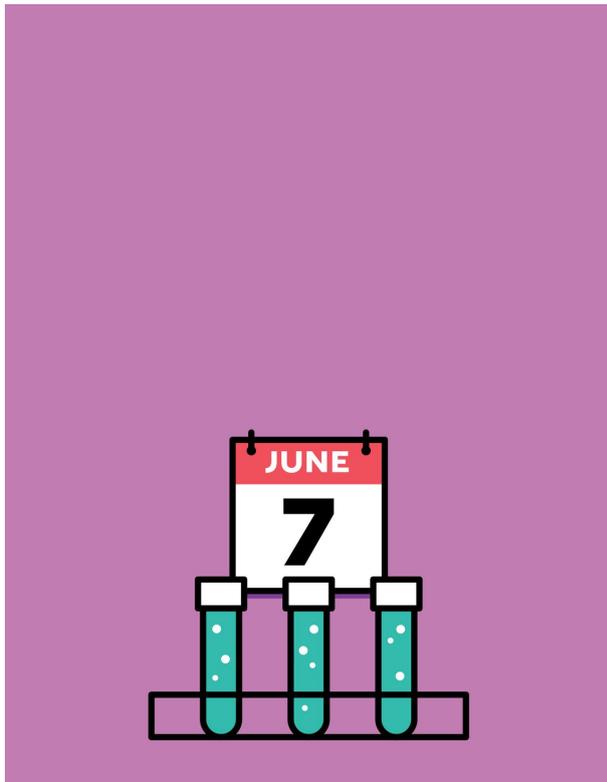


Illustration by Elias Stein

バイオ医薬品大手のバイオジェン<BIIB>の株主にとって、6月7日は重要な日となる。その日までに、議論に議論を重ねた同社のアルツハイマー病治療薬候補、アデユカヌマブの承認について米国食品医薬品局（FDA）が判定を下すからだ。

これは、患者や同薬品を開発するバイオジェン、さらにバイオテクノロジー・セクターにも大きな影響を与えるだろう。

米国には600万以上のアルツハイマー病患者がいる。しかし本誌が2月に述べたように、新たな治療薬は20年近く承認されていない。一方で専門家の中には、アデユカヌマブの効果を疑問視する声もある。FDAの諮問委員会は2020年11月に、バイオジェンが提供したデータからは同薬の有効性は証明されないと述べている。

FDAの決定は、バイオジェンの株価に大きな影響を与えることは間違いない。ジェフリーズのアナリスト、マイケル・イー氏は5月12日、アデユカヌマブが承認されれば株価は70%程度上昇する可

能性があり、承認されなければ40%下落する可能性がある」と記している。

さらに波及効果も見込まれる。バイオジェンは、iシェアーズ・ナスダック・バイオテクノロジーETF<IBB>の3.6%を構成する銘柄だ。（アデュカヌマブが承認されて）バイオジェンが成功すれば同ETFは上昇し、直近の下落からバイオテクノロジー・セクターを回復させるのに一役買うだろう。

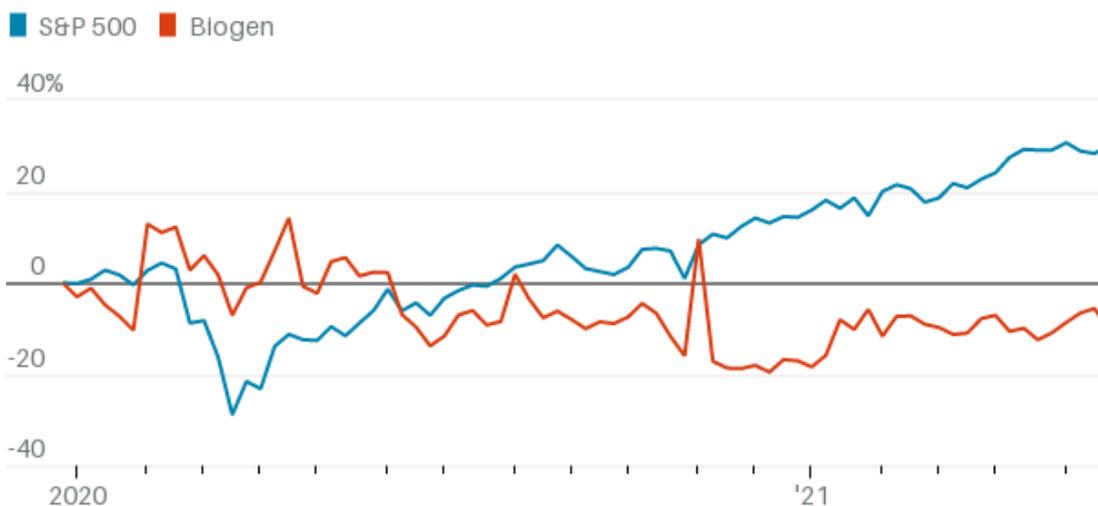
一方バイオジェンにとっては6月7日にすべてが終わるわけではなく、課題は続く。アデュカヌマブが承認されたとしても、医療費を支払う側が躊躇（ちゅうちょ）する可能性がある。薬価に影響力を持つ臨床経済的評価研究所（ICER）は5月5日、アデュカヌマブの薬価を費用対効果に基づいて算出したレポートの草案を公表している。その薬価は、同薬の承認が取れたとしてバイオジェンが設定しようとする薬価よりもかなり低いものだ。

■ 今週の予定

Volatile Views

Biogen shares have often reflected the struggle to get its Alzheimer's drug approved.

Biogen and S&P 500 Shares, 2020-2021, Year to Date



Source: FactSet

5月31日（月）

- ・ 米国株式・債券市場は、メモリアルデーの祝日で休場。
- ・ 経済開発協力機構（OECD）が最新の世界経済見通しを発表。3月に公表された中間報告では、2021年の世界の経済成長率予想は5.6%と、2020年12月の予想から1%上方修正されている。

6月1日（火）

- ・ カナダのノバスコシア銀行<BNS>、同じくカナダの大麻製造会社キャノピー・グロース<CGC>、コンピューター・IT大手のヒューレット・パッカード・エンタープライズ<HPE>、オンライン会議サービスのズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>が四半期決算発表。
- ・ 米サプライ管理協会（ISM）が5月の製造業購買担当者景況指数（PMI）発表。エコノミスト予想は60.8と、4月とほぼ同水準。
- ・ 4月の建設支出発表。予想は前月比0.6%増の季節調整済み年率換算1兆5200億ドル。今年1月に記録した最高値をやや下回る水準。

6月2日（水）

- ・自動車部品小売り大手アドバンス・オート・パーツ<AAP>、ITソリューション会社ネットアップ<NTAP>、大手アパレルメーカーのPVH<PVH>が決算発表。
- ・たばこ製造・販売のフィリップ・モリス・インターナショナル<PM>がウェブキャストを開催。ヤチェック・オルザック最高経営責任者（CEO）がサステナビリティ（持続可能性）戦略について説明する。
- ・米連邦準備制度理事会（FRB）が、2021年4回目となるページブック（地区連銀景況報告）を発表。ページブックとは、12の地区連銀が各地区の経済状況をまとめて年8回出す報告書。

6月3日（木）

- ・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5月の非農業部門の米民間雇用者数を発表。コンセンサス予想は、前月比61万人増（4月は74万2000人増）。
- ・半導体大手ブロードコム<AVGO>、医療器具メーカーのクーパー・カンパニーズ<COO>、電子署名ソフトウェアのドキュサイン<DOCU>、食品会社JMスマッカー<SJM>、スポーツウェアメーカーのルルレモン・アスレティカ<LULU>が決算コンファレンスコールを開催。
- ・米商務省経済分析局が5月の自動車販売台数を発表。季節調整済み年率換算で1850万台と、2005年7月以来最高となる見込み。
- ・サプライ管理協会（ISM）が5月の非製造業PMI発表。コンセンサス予想は63.2（4月は62.7）。

6月4日（金）

- ・バイオ医薬品大手アムジェン<AMGN>がコンファレンスコールを開催し、がん領域パイプラインの臨床試験データについて説明を行う。内容は、6月4日から8日までバーチャルで開催予定の米国がん治療学会議(ASCO)で発表される予定。
- ・5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70万人増（4月は26万6000人増と、エコノミスト予想の100万人増を大幅に下回る結果となった）。失業率は5.9%と3月の6.1%から低下の予想。

By Josh Nathan-Kazis
(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』 2021/05/30

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