

# バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2021/06/06

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. コロナ後の時代に調子づくラスベガス - Las Vegas Presses Its Luck in the Postpandemic Era [カバーストーリー]  
P.2  
レジャー客が戻る一方、ビジネス客の回復は低調
2. 退職後もリタイアしないメリットとは - Get a Job in Retirement. It'll Help Your Wealth—and Your Health. [フィーチャー]  
P.6  
資産保全だけではなく働き続けることの効能
3. ミーム株AMCの複雑化するストーリーに売り方は注意が必要 - The Plot Thickens for Meme Stock AMC. Short Sellers, Beware. [注目銘柄]  
P.8  
企業価値分析は通用しない
4. PTC株は過去2年で60%上昇もまだ上げ余地 - PTC Is a Software Stock With More Upside. [注目銘柄]  
P.11  
モノのインターネット（IoT）市場が成長を加速
5. アリババ、アルファベット、アマゾンは一割安値 - Alibaba, Alphabet, and Amazon Stock Are Bargains, This Value Manager Says [インタビュー]  
P.14  
バリュー投資家のサマンサ・マクレモア氏に話を聞く
6. 買収発表後12%下落したアックマン氏のSPACはお買い得の可能性 - Bill Ackman's SPAC Fell 12% After Announcing Its Deal. [注目銘柄]  
P.16  
株価下落の要因は投資家の理解を阻む複雑な取引構造
7. ファンドマネジャーのミーム株無視は良いこと - Fund Managers Are Ignoring Meme Stocks. That's a Good Thing. [ファンド]  
P.18  
投資家はどうか評価すべきか
8. 株式市場が動かない理由 - Inside the Stock Market's Long Run of Nothing [米国株式市場]  
P.21  
現在得られる情報では不十分
9. 投資家が労働力不足を注視する必要がある理由 - Investors Need to Watch the Labor Shortage. Here's Why. [米国経済]  
P.23  
9月を待つ
10. 今週の予定 - Demand Remains High for Cars. That's Good News for Auto Stocks [経済関連スケジュール]  
P.25  
車の需要は引き続き好調、自動車銘柄にとって好材料

※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. コロナ後の時代に調子づくラスベガス - Las Vegas Presses Its Luck in the Postpandemic Era [カバーストーリー]

レジャー客が戻る一方、ビジネス客の回復は低調

## ■ 宿泊予約件数が月間過去最高を記録



Photograph by Jesse Rieser

ラスベガスは息を吹き返しつつある。

2020年3月、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）はラスベガスに大打撃をもたらした。ギャンブル業界は景気の下降局面でも往々にして底堅い業績を上げるが、カジノが約3カ月も閉鎖されていたは、事業を通常通りに維持することは困難である。コンベンション（博覧会、見本市などの大規模イベント）事業も干上がってしまった。さらに、ビュッフェや目玉となるショーが中止され、ロックダウン（都市封鎖）が施行されたことで、レジャー旅行も凍結された。「罪の街」と呼ばれるラスベガスの24時間365日続くにぎわ

いを生活の糧としていた無数の労働者は、突然に職を失うこととなった。

現在では、レジャー旅行者が急増しており、ラスベガスはパンデミックの影響からカムバックを果たしつつある。娯楽とギャンブルの本場であるこの街では、昨年6月から断続的に営業が再開されていたが、今や完全な復活に向かっている。ラスベガスの新型コロナウイルス対策の多くはここ数週間で緩和・廃止され、多くのカジノと企業は、とりわけ週末は、活況を報告している。

3月、カジノ大手MGMリゾート・インターナショナル＜MGM＞は、今年から2022年にかけてのホテルの総宿泊予約件数が130万泊に上り、月間では過去最高を記録したと発表した。同社が運営するホテルのほとんどはラスベガス・ストリップ（ラスベガスの大通り）に存在する。ビル・ホーンバックル最高経営責任者（CEO）は、最近の本誌インタビューで「3月には既に（予約件数の勢いが）見られ、4月にも持ち越された。夏まで続く見込みだ」と語る。

しかし、MGMや同業他社にとっては、労働力不足や企業の出張制限など、乗り越えなければならないハードルが幾つも残っている。ナイトクラブ、歌手のセリーヌ・ディオンのコンサート、大規模な見本市など、ラスベガスにとって「秘伝のソース」ともいうべき重要な催しは、完全復活が近いものの、本格的に再開してはいない。

新型コロナウイルスをめぐる状況が急速に変化・改善する中、ほとんどのラスベガス関連株が景気回復銘柄として大幅に上昇していることを踏まえると、投資家は銘柄を選別する必要がある。実店舗のカジノはオンラインギャンブルやスポーツ賭博を取り入れており、株価はこれらの魅力による恩恵も受けている。S&Pコンポジット1500カジノ・アンド・ギャンブリング・サブ指数は年初来で約20%のリターンを上げており、S&P500指数の13%を上回っている。

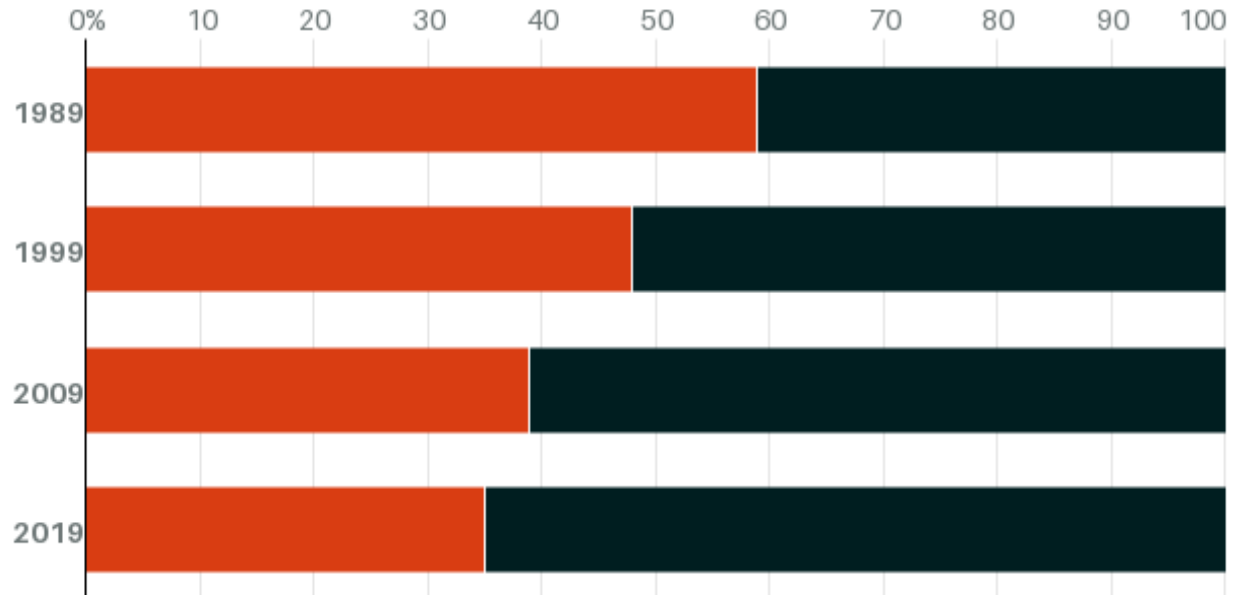
それでも、株式投資家にとって、ラスベガスの復活に投資するための賢明な方法は幾つか存在する。特に注目すべきは不動産だ。他の選択肢としては、ラスベガス・ストリップなどに居を構えるカジノの運営会社が挙げられる。

## ■ 新型コロナ対策を緩和

### Hedged Bets

Las Vegas has reduced its reliance on gambling over the past few decades.

■ Gambling ■ Non-Gambling



Source: UNLV Center for Gaming Research

最近のラスベガスへのレジャー旅行者の急増はさておき、見た目だけで判断するとだまされる可能性がある。現在のラスベガスは、売上高、ホテルの稼働率、訪問者数など、ほぼどんな指標から見てもパンデミック前のピークには依然として程遠い。しかし、わずか数カ月前に比べれば、パンデミックの目に見える兆候は消えつつあり、ラスベガス・ストリップの人出も増加し、正常な状態と言える状況にかなり近づいている。

新型コロナウイルス対策は急速に変化している。例えば、MGMの宿泊客と従業員は、ワクチンの接種が完了していればマスクを着用しなくてよい。代表的なホテルの一つであるベラージオは先月、ネバダ・ゲーミング管理委員会から、カジノの収容率を100%に引き上げる承認を得た。さらに、感染防止のためにバー、レストラン、カジノに設置されていたアクリル板も撤去された。

4月、ラスベガスのホテルの週末の稼働率は83.5%で、1月の48%から上昇し、パンデミック前の約90%に近づいた。カジノ大手 Boyd・ゲーミング<BYD>のキース・スミスCEOは、最近の本誌インタビューで「週末の稼働率と入場客数が戻り、稼働率の回復に伴って宿泊料も上昇し始めている」と述べた。

しかし、大きな穴も幾つか残っている。顧客（特にハイエンド）の重要な源である海外からの旅行者は、新型コロナウイルスに関する制限の影響で依然として低調である。平日の事業は、会議、コンベンション、見本市に大きく依存しており、引き続き課題に直面している。

ラスベガスのコンサルティング会社アプライド・アナリシスの主任アナリストであるジェレミー・アグエロ氏は、「当面はレジャー旅行が大部分を占める」と予想する。しかし、同氏は「2022年末までには、レジャー旅行と出張旅行の両方、さらに海外からの旅行者の一部が、正常な状態へかな

り近づくという大きな希望を持っている」とも付け加えた。

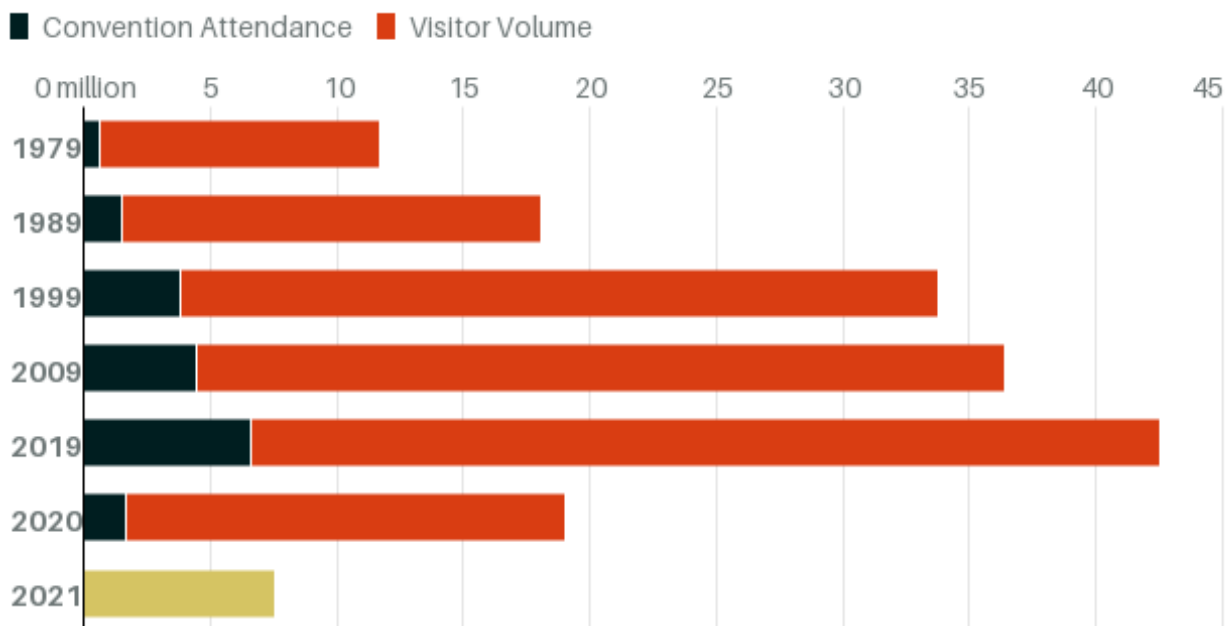
このような楽観主義は、砂漠からきらびやかな世界的観光地へ成長したラスベガスの特徴である。ラスベガスは、1940年代のダウタウンの賭博場から、1990年代後半のメガリゾートとカジノの台頭に至るまで、変化し続けてきた。より最近では、地方カジノとの競争に直面して、ショッピング、食事、エンターテインメントを売りとする観光地へ変化した。ネバダ大学のゲーミング・リサーチ・センターによれば、ギャンブル以外の活動がラスベガス・ストリップの売上高に占める割合は、1989年の41%に対して2019年は約3分の2を占めた。

しかし、ボイド・ゲーミングのスミス氏は、ラスベガスがパンデミック後の時代を進む上で、変革に頼る必要はないと語る。同氏は「もはや徹底的な自己改革の必要はない。ホテルの部屋数が約15万室に上り、大量のコンベンションスペースがある状況で、一からやり直すのは難しい。今のラスベガスで盛んな事業は、今後も拡大・成長していくだろう」と述べた。

## ■ コンベンション事業の回復が課題

### Travel Trends

Visitors to Las Vegas topped 40 million in the year before the pandemic.



\*Data through April 2021; 2021 convention attendance data not applicable

Source: Las Vegas Convention and Visitors Authority

ラスベガスでは、企業やグループの会議、コンベンション、見本市セグメントが成長を後押ししてきた。これらのセグメントは、長年にわたって平日の予約件数を押し上げてきた。しかし、こうしたビジネスイベントは通常に比べて少ない。ラスベガスが真の意味で復活し、一部の銘柄の株価が長期的に上昇するには、コンベンション・展示会セグメントが急回復する必要がある。

ラスベガスの観測筋は、6月8日から10日にかけてラスベガス・コンベンション・センターで開催されるワールド・オブ・コンクリートに注目している。このイベントは商業建設業界の主要な見本市で、パンデミック後にラスベガスで開催される初の大規模見本市となる。普段は1月に開催されており、近年では5万~6万人の参加者を集める。ただし、7カ月後の2022年1月には通常の開催スケ

ジュールに戻ることもなどもあり、例年よりも参加者は減る見込みだ。

コンベンション事業が正常な水準に戻ったとしても、パンデミックが続く中、どこまで出張旅行が認められるかには疑問がある。ワシントンDCで企業会議関連のコンサルタント会社を運営するジョーン・アイゼンシュタット氏は、会議やコンベンションがどれほど早く回復するかを判断するには時期尚早だと述べる。同氏は「少人数（250人未満）の会議は、非常に慎重ながらも開催され始めている。より大規模なコンベンションは待機状態だ」と語る。

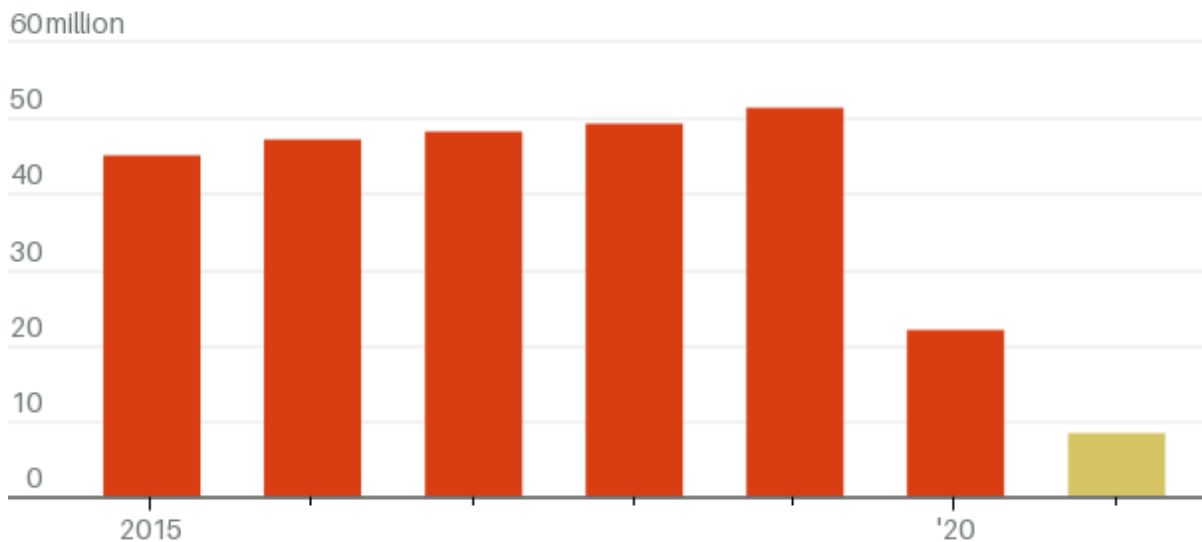
一方、モルガン・スタンレーのレジャー業界担当アナリストであるトーマス・アレン氏は、ラスベガス全体やコンベンションなどの回復について強気な見方を取る。同氏は「（コンベンションなどは）物を売りたい人と買いたい人が集まるのはもちろんだが、そのどちらでもなくても金もうけをしようとコンベンションへ行く人は多い。そのようなネットワーク効果は、ズームや仮想空間での会話には存在しない」と語る。

潜在的なプラスの兆候の一つとして、ラスベガス観光局のスティーブ・ヒルCEOは、コンベンションセンターの来年度（7月1日以降）の「予約面積が過去最大となっている」と述べる。しかし、多くの企業が予約をしていたとしても、イベントへの出席率が良いかは分からない。ヒル氏は、通常の水準に回復するまで約18カ月かかるとみているが、ワクチン接種を終えた人が増えれば、予想より早く回復する可能性もあるという。

## ■ 労働力不足が妨げとなる可能性

### Fly, Fly Again

After plunging during the pandemic, air travel to and from Las Vegas is poised to rebound.



Note: Numbers reflect deplaned and enplaned air passengers at McCarran International Airport; \*Data through April 2021

Source: Clark County Department of Aviation Statistics

ラスベガスの堅調な回復の妨げとなる恐れがある要因の一つは、労働力の不足である。例えば、5月上旬の平日、ラスベガス・ストリップのある有名な施設では、フロントに1人しか係員がおらず、チェックインのために長蛇の列ができていた。ネバダ州雇用・研修・社会復帰局によれば、同州の4月の季節調整済み失業率は8%で、3月の8.1%、およびロックダウン最中の昨年4月の29.5%を



下回った。全米の季節調整済み失業率は、労働省によれば昨年4月は14.8%で、今年4月は6.1%だった。

レジャー事業の復活に伴い、カジノ運営会社はスタッフ増員のためにさまざまな措置を講じている。5月上旬、MGMは警備員、ライフガード、客室担当者などの空きを埋めるため、リゾートホテルのマンダレイ・ベイで3日間の求人説明会を開催した。ボイドのスミスCEOは、「復職を促すインセンティブなど、さまざまなプログラムを積極的に実施している」と語る。

ラスベガスが回復を続けるにつれて、カジノ運営会社は、これまで一時停止してきたビュッフェや駐車サービスなどを再開する一方、利益率が大きく低下しないようにコストを抑えるというバランスを取らなければならなくなる。MGMのホーンバックルCEOは、「ベラージオでは、これまで好調だったビュッフェを再開する。ほとんどのサービスは存続するが、一部は廃止される」と述べた。

By Lawrence C. Strauss  
(Source: Dow Jones)

## 2.

退職後もリタイアしないメリットとは - Get a Job in Retirement. It'll Help Your Wealth—and Your Health.  
資産保全だけではない働き続けることの効能

[フィーチャー]

### ■ 2割は退職しても「働きたい」



Illustration by Luke Brooks

大手消費財メーカーのプロクター・アンド・ギャンブル（P&G）＜PG＞で30年間勤め上げ、ロジスティクス担当役員も務めたフランシス・ネルソン・ビーブ氏は、退職後しばらくは、好きなゴルフを年間200ラウンド回るという夢に描いていたリタイア生活を送っていた。しかしある時「この先ずっとこの生活でいいのか」という思いが頭をよぎった。

ビーブ氏はP&G退職後、著名な料理専門学校ル・コルドン・ブルーで学び卒業した。退職後7年間のブランクを経て、現在は「ミスターネルソンズ・クッキー」のオーナー兼職人として、アリゾナ州ゴールドキャニオンで週に5日、1日24回チョコチップ・クッキーを焼き、インターネットや週末の青空市場などで販売している。「私は73歳だが、自分が45歳であるかのように感じている。毎朝起きるのが楽し

みで仕方ない」とビーブ氏は語る。

投資会社ユナイテッド・インカム の報告によれば、退職後も何らかの仕事をしている米国民の割合は1985年と比較して倍増している。65歳以上の2割が働いているか、仕事を探している。多くの米国民、特に低所得の退職者は生活費のために働かざるを得ない場合が多い。比較的高所得の家計であっても、パートタイムで働くことで退職後資産のポートフォリオの減少を遅らせたり、年金など社会保障の受給を先送りし受給額の増額につなげることができる。

また、健康面から見ても、社会とのつながりを維持すること、肉体的にアクティブな生活を送るこ

とには老化を遅らせる効果があると専門家は説明する。パートタイムで働けば両方が満たされることになる。「活動的な生活は、高齢者がフレイル（加齢による虚弱化）状態に陥るのを防ぐ」と、フロリダ州ジャクソンビルで医師およびファイナンシャルアドバイザーとして働くキャロリン・マクラナハン氏は言う。同氏は退職後も何か楽しめる仕事を続けることを顧客に薦めている。

顧客の一人で企業で役員を務めていたある女性は、退職後に目的意識を失い、次第にふさぎ込んでいったそうだ。しかし年収3万～4万ドルの役員付きアシスタントという職を得て再び6、7年働き、マクラナハン氏によれば、外向きの興味を持ち、第二のキャリア退職後は1度目よりずっと充実した日々を送っているという。

では、既に退職した人、あるいは近く退職する人に向けて、退職後も適度な仕事を続けることの経済上、健康上の効能を個々に説明したい。

## ■ 退職後資産の保全



Courtesy Francis Nelson Beebe

退職後に得る所得はすなわち、資産ポートフォリオを取り崩さずに済む金額となる。一見少額に見える稼ぎでも、将来の貯蓄の維持という点で大きな差が生まれる。

例えば退職後にパートタイムの職で年2万ドルの収入が得られるとする。米国で浸透している「4%ルール」の考え方（毎年の生活費を資産額の4%に抑えることができれば、老後30年間は貯蓄が底を突かない）によれば、年2万ドルを30年間得るためには50万ドルの資産ポートフォリオが必要だとマクラナハン氏は指摘する。一般的には新たに50万ドルのポートフォリオを構築するよりも、働いて年2万ドルの収入を得る方が容易だろう。

マイアミでファイナンシャルアドバイザーおよび公認会計士として働くカール・シュバルツ氏は、「ポートフォリオからお金を引き出して縮小させないことで、ポートフォリオの成長を長く維持できる」と説明する。

## ■ 年金受給の先送り

米国の公的年金は物価スライド制で遺族年金が付く。一家の稼ぎ手であれば、受給開始前にその額を最大化しておきたいと考えるのは当然のことだ。例えば62歳で退職し、公的年金の満額（毎月3000ドル）支給開始が67歳である場合、受給開始を62歳に早めると受給額は満額の70%の月2100ドルとなる。

その金額を受け取る代わりにパートタイムで働いたとしよう。70歳まで働いて社会保障の受給を開始した場合、生涯にわたって毎月3720ドルを受け取ることになる。これは62歳で退職した場合の2100ドルを77%、67歳で退職した場合の3000ドルを24%上回る金額だ。それだけではない。受給者の死後は、事実上、配偶者が生涯その金額を受給することになる。

62歳で受給を開始した後に失敗に気付いた場合でも、受給後12カ月以内であれば社会保障の受給額を全額返済して受給時期を遅らせることができる。それができなくても、退職後も働く方が得策だ。社会保障には所得制限があり、所得が1万8960ドルを超えた場合、所得2ドルにつき受給額が1ドル減額されるため復職をちゅうちょする人もいる。だがほとんどの場合、退職年齢に達した際に受給額が増額するため損失は取り戻せる。

## ■ ロスIRA口座を利用

50歳以上の人がパートタイムで働く場合、年間7000ドルまでの勤労所得をロスIRA口座（課税後所得から拠出され、運用時や給付時に課税されない個人退職勘定）に拠出することができる。ファイナンシャルアドバイザーで公認会計士のアン・ギュグル氏は、何十年にもわたって非課税で運用できるロスIRA口座には最後まで手を付けるべきではないと言う。さらに非課税での相続も可能だ。ロスIRA口座での運用は本人の生存中は非課税であり、本人の死後は相続人が非課税で相続できる。相続した口座は相続人が最大10年間非課税で運用でき、口座から全額引き出す際にも課税されない。

## ■ 人とのつながりを維持

社会との強い結び付きを維持する高齢者は、脳の機能を含め健康状態が良いという研究がある。退職後もパートタイムで働き続けることで自然と人とのつながりを維持することになる。同じ職場で現役時代に築いたネットワークを維持するのも良いし、新しい職場で新たなネットワークを構築するのも良いだろう。退職後に新しい技術を身に付けることは脳の活性化にもつながる。

## ■ 明晰な頭脳を保つ

退職者の多くは現役時代と同じような職に就く。中には同じ職場で働く人も多い。ファイナンシャルアドバイザーのローレン・リンジー氏は、「会社が退職した人たちを職場に呼び戻すのは、彼らには専門知識があり、プロジェクトを完成させたり後任を指導したりできるからだ」と言う。

ジム・プライス氏（75）は4年前に医師を退職した。退職後、週に3日診療に来てほしいと頼まれ、それを3年間続けた。その後1年間妻と旅行を楽しんだが、再び医師としてパートタイムで働く予定だという。「90代まで働く人もいる。彼らは肉体的には衰えていても、精神的にはとても健康だ」

By Neal Templin  
(Source: Dow Jones)

## 3. ミーム株AMCの複雑化するストーリーに売り方は注意が必要 - The Plot

[注目銘柄]

Thickens for Meme Stock AMC. Short Sellers, Beware.  
企業価値分析は通用しない

### ■ ミーム株のAMCエンターテインメントが史上最高値を記録



Photo illustration by Chris Mihal /  
Dreamstime.com

今のような市場では、ポップコーンも買いシグナルになり得る。6月2日、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＞が株主向けの新たな株主優待プログラムを発表すると、同社の株価は95%超の上昇となり、62.55ドルの史上最高値を付けた。同プログラムには無料のポップコーン（ラージサイズ）が含まれている。翌日、同社が新株を1155万株発行すると発表すると、株価は急落した（新株の最終的な平均発行価格は50.85ドルであった）。しかし、この下落にもかかわらず、同社の株価はこの9営業日で297%上昇しており、年初来では2160%も上昇している。ゲームソフト小売り大手のゲームストップ＜GME＞と通信機器メーカーのブラックベリー＜BB



＞に続くこの大人気のミーム株を止めるものは、ほとんどなさそうだ。同社の経営陣は新株発行に関する提出書類で、「現状では、投資の全部またはかなりの部分を失うリスクを負う覚悟がない限り、当社のクラスA普通株に投資しないよう警告する」と述べたが、効果はなかった。

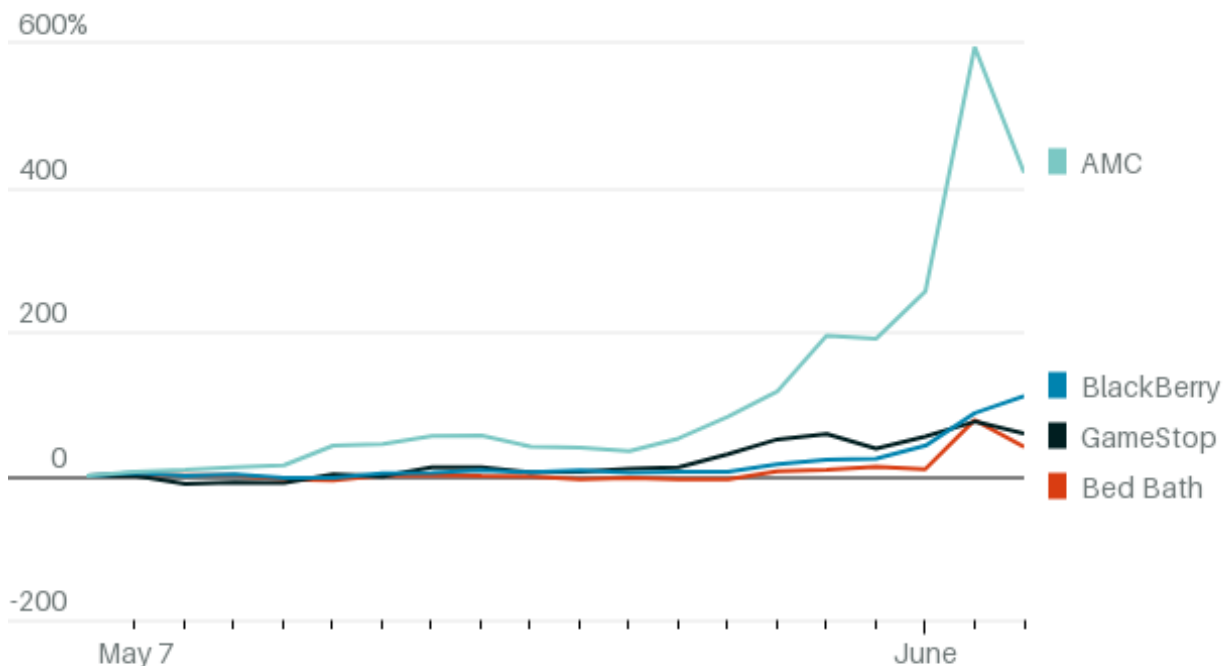
ブルームバーグの報道によると、AMCは先週、850万株を投資会社マドリック・キャピタル・マネジメント宛てに発行し、同社は同じ日に株式を売却して利益を得た。AMCは、これを「当社を成長させるための非常に賢明な資金調達」と呼んでいる。さらなる希薄化が起きる可能性もある。AMCは来月の年次株主総会で、2022年以降に2500万株を追加で発行することについて株主の承認を求める意向だ。

こうした異例の警告や株式の希薄化にもかかわらず、先週のオンライン掲示板では、ゲームストップ株が1月に同じように株価が大きく乱高下したことに着目し、一部のユーザーの間でAMC株に対する熱狂が高まっている。一方、伝統的な投資家は混乱し、憤慨している。投資調査会社ニュー・コンストラクツのデービッド・トレイナー最高経営責任者（CEO）は、「AMCの株価急騰は、今日のミーム株主導の無謀な投資環境を象徴するものだ。ウォール街のインサイダーは、個人のミーム株投資家の未熟さを食い物にしている。AMCの株を買うべきファンダメンタルズ上の裏付けは存在しない」と語った。

## ■ AMCの企業価値

### Sweet Memes

How some prominent meme stocks have performed in recent weeks.



Source: FactSet

直近の増資により、AMCの企業価値は約350億ドルとなったが、これは米国の興行収入が史上最高を記録した2018年末時点の同社時価総額のほぼ6倍だ。当時、上場されている映画館運営会社上位3社の企業価値は国内興行収入合計額の約1.6倍だった（通常、映画館チェーンは多額の負債を抱えているため、時価総額と負債額の合計である企業価値の方がより適切な指標となる）。パンデミック（世界的流行）の影響で悲惨な状況にあった2020年の国内興行収入は21億ドルであり、AMCの現

在の企業価値はその約17倍に相当する。通常、売上高の約3分の2はチケット収入によるもので、残りが飲料と、そう、ポップコーンの売り上げだ。映画館業界にとって問題なのは、自宅での動画配信が1年続いた後、十分な数の観客が映画館に戻り、昔と同じようにお金を使うかどうかだ。

今世紀の初め、スタジアム式シートへの移行で一部の映画館運営会社が倒産や合併に追い込まれたときのように、映画館業界は整理統合の時期を迎えるのかもしれない。大手映画館チェーンの一つであるリーガル・シネマズは、2001年に連邦破産法11条の適用を申請した。破産法の保護から脱すると、映画館運営企業の減少に支えられ、同社はキャッシュフローを生む企業になった。実際、パンデミック後の世界でAMCが新たな、恐らくは買収の機会を見いだすという希望はある。最近の株価上昇によって、そうした希望が実現する可能性は高まった。この四半期だけで同社は新株発行によって12億5000万ドルを新たに調達した。

先週、AMCのアダム・アロンCEOは、「わが社の流動性が向上し、ワクチン接種人口が増加し、そして大ヒット映画新作の封切りが近づいている。AMCが再び攻めに転じる時が来た」と語った。AMCが市場シェアを拡大し、米国の興行収入が2018年の水準に戻れば、同社の総売上高は90億ドル（チケット60億ドル、売店30億ドル）に達する可能性がある。2018年の売上高は55億ドルだった。映画館業界の規模縮小により利益率が拡大し、新しい劇場への投資が減少すれば（実際、新規投資は不要だ）、同社は年間6億ドルのフリーキャッシュフローを生むことができるかもしれない。これは、パンデミック前の水準の約3倍だ。

フリーキャッシュフローが6億ドルなら、直近の株価に基づいたフリーキャッシュフロー利回りは約2.4%になる。割高に見えるかもしれないが、S&P500指数が約3.4%、同指数を構成するその他一般消費財銘柄が約3.1%であることから、全く理屈に合わないわけではない。これはファンダメンタルズ投資家にとって、かすかな希望の光になるかもしれないが、「6億ドルのフリーキャッシュフロー」というシナリオには問題がある。多くの仮定が積み重ねられており、そして、AMCが過去にこれほどのキャッシュフローを生み出したことはないからだ。

## ■ 結局ミーム株は特殊

映画館業界の整理統合も成功するという保証はない。AMCの市場シェアは上昇するかもしれないが、シネワールド・グループ<CINE.英国>の傘下に入ったリーガル・シネマズやシネマーク・ホールディングス<CNK>といった競合企業が残っている。両社の株価はAMCのような値動きはしていない。シネワールドの株価は52週安値から283%上昇しているが、史上最高値を78%下回っており、シネマークの株価は52週安値から183%上昇しているが、史上最高値を51%下回っている。これに対し、AMCの株価は52週安値から2320%上昇している。そして3社は動画配信とも競合しなければならない。映画館限定の上映期間は短期化しており、パンデミックでその傾向は加速した。

ウォール街は同社に将来性があるとは見ておらず、担当アナリスト10人の平均目標株価は5.25ドル、最高が18ドルだ。パンデミック前の平均目標株価は15ドルだった。当時、AMCの発行済み株式数は少なかった。パンデミック前の目標価格から示唆される企業価値は約70億ドルであり、350億ドルとはかけ離れている。アナリストは、同社のフリーキャッシュフローが2020年は1300万ドル、2022年は9000万ドルのプラスになると予想しているが、このレベルでは、ファンダメンタルズでAMCの株を買うのは控えめに言っても困難だ。

しかし、バリュエーションが過大だというだけでは、空売りをする十分な理由にはならない。空売り残高の多さが、通常、ミーム株の株価上昇がおおられる要因の一つになっている。最近では、ショートスクイーズ（踏み上げ）のリスクが、株価が高過ぎることに市場が気付くことで得られる

潜在的な利益をはるかに上回っている。結局のところ、投資のスキルはトレーディングのスキルとは別物であり、この二つを混同しないことが重要だ。

AMCの投資家はこのことを理解しているのかもしれない。カリフォルニア州サンフェルナンドバレーに住む27歳の執筆家ナタリー・カマチョ氏は、「ほとんどの個人投資家にとって、いわゆるミーム株を購入するのは自分の正しさを証明するためだと思う」と語る。同氏は、ミーム株の波が高まり始めていた1月にAMCの株を100ドルで11株購入した。投資資金の少ない自分には、投資の世界は閉ざされていると感じていた同氏は、ソーシャルメディア上でAMCへの投資はウォール街の大企業に対する平凡な人々の戦いと位置付けられており、魅力を感じたのだという。結果がどうだろうが、同氏が投資をしているのは失っても構わない資金だ。同氏の100ドルの投資は6月3日の時点で460ドルになっていた。

By Al Root, Connor Smith, Avi Salzman  
(Source: Dow Jones)

#### 4. PTC株は過去2年で60%上昇もまだ上げ余地 - PTC Is a Software Stock With More Upside. モノのインターネット（IoT）市場が成長を加速

[注目銘柄]

##### ■ サブスクリプションモデルへのシフトに成功



Illustration by Bratislav Milenkovic

最近、どのソフトウェア会社も新製品販売に伴う業績の乱高下を避けてサブスクリプションによるサービス提供にシフトしたいと願っているが、PTC<PTC>はそのシフトに成功した。そして同社がモノのインターネット（IoT）市場を支配しようとする中で投資家はその恩恵を受けることができる。

コンピューター支援設計（CAD）と製品ライフサイクル管理（PLM）のソフトウェアを手掛けるPTCはサービスとしてのソフトウェア（SaaS）へのシフトを2年前に始めたばかりだが、今では経常的収入が売上高の95%を占める。これが株価

の好材料となり、過去2年間に時価総額は約60%増加して153億ドルとなった。しかし、次の展開への懸念から過去4カ月間にS&P500指数が10%上昇する中で同社の株価は5%下落した。

過去数年間同社が行ったSaaSへの投資は目に見える結果を生み出しており、フリーキャッシュフロー伸び率は純利益伸び率を上回る。そして同社売上高の30%程度を占めるIoT向けは売上高伸び率が加速して好機を迎えようとしている。過去数年間の業績は良かったが、今後数年間の業績はそれを上回るかもしれない。

PTCのソフトウェアはマイクロソフト<MSFT>のワードやアルファベット<GOOGL>のGメールほどは消費者に知られていないが仕組みは同じだ。同社のCADやPLMプログラムは製造業の研究開発から試作・生産までの生産プロセスを支援する。この2分野向けの製品が同社の2020年9月期の売上高15億ドルの約7割を占める。

イノベーションが加速する中でこれら製品の売上高は引き続き2桁台で伸びている。例えば自動車会社は電気自動車の普及が進み、ソフトウェアにより自動車が高機能化する中で新しいモデル設計の加速化を迫られている。また同社は買収により市場シェアを高め、売上高を拡大しており、アリーナ・ソリューションとオンシェイプを買収してクラウドとSaaSベースのCAD、PLMソフトウェアを強化した。

## ■ IoTが新たな成長分野

### Riding the Wave

PTC embraced software as a service and the Internet of Things. Its stock may be getting ready to run again.

(PTC / Nasdaq)



Source: FactSet

IoTは同社にとって新しい分野だ。SaaSが以前そうであったようにIoTも今までは現実と期待が混在していたが、今や現実となっている。IoTソフトウェアのユーザーの一例として、ロックウェル・オートメーション<ROK>のファクトリー・トーク・イノベーション・スイートに工場長がアクセスした場合、これはPTCのソフトウェアがサポートしてマイクロソフト・アジュールのクラウドプラットフォーム上で稼働する。工場長はイノベーション・スイートからリアルタイムで生産や品質データを得られる。これらの製品はPTCで最も伸び率が高い。

ベアードのアナリスト、ジョー・ブルウィンク氏は、数年前は「IoTソフトウェアには多くの疑問があったが、今でもイノベーションはペースダウンしておらず、企業はテクノロジーをより積極的に取り入れるようになっている」と語る。

PTCのジェームズ・ヘブルマン最高経営責任者（CEO）はまだ事業拡大の余地があると語る。同氏によると実際の生産高と理論的最大値のギャップを示す効率性がほとんどの工場で60%にとどまっている。同社のIoTソフトウェアは機械の稼働停止時間、生産のボトルネックや人員の問題など生産に影響する非効率項目を特定して解決することが可能だ。同氏は「以前は把握もできなかった問題が今では解決できる」と語る。



同社はパンデミック（世界的流行）による不況以前よりも一層強い会社となった。市場予想によると、1株当たり利益（EPS）は今後2年間年率で約21%伸び、2021年の3.32ドルから2023年に4.89ドルとなる見込みだ。フリーキャッシュフローの年平均伸び率はパンデミック前の20%弱から30%に上昇すると予想されている。

ブルウィンク氏にとってはそのフリーキャッシュフロー伸び率が魅力的だ。「フリーキャッシュフロー伸び率は年率25~30%に達するかもしれない」と同氏は語る。また同社のバリュエーションは市場全体との比較では高いがソフトウェア業界の中では高くないと言う。同氏の目標株価は167ドルで、先週木曜日の終値から29%の上値余地がある。

## ■ 市場の製造業への注目がPTC株にプラス

しかし、そのバリュエーションを気にする投資家もいる。同社は2022年予想利益に基づく株価収益率（PER）が約34倍で、S&P500指数のソフトウェア企業の31倍を上回る。最近投資家が成長株から割安株へシフトして割高株は売られており、同社株も例外ではなく過去1カ月間にやや下落している。実際、経済が新型コロナウイルスによる眠りから覚める中で、自動車大手フォード・モーター<F>を含む多くの同社ユーザーの株価の方が順調に推移している。

それでも投資家を再度フォードのような銘柄に向かわせている要因が最終的にはPTCにプラスとなる。製造業は活況に沸いており、それが同社の顧客の手元資金を潤沢にしてデジタルトランスフォーメーション（DX）を加速させる意欲を駆り立てる。

ヘブルマン氏は「もう元には戻らない。製造業ではソフトウェアの導入機運が今や過去30年間になかったほど高まっている」と語る。

IoTが大規模な買収者を呼び込んでいることも同社にはプラスだ。エンジニアリング、デザインおよび情報管理ソフトウェアを提供するアヴィバ・グループ<AVV.英国>は3月にIoTソフトウェア企業OSIソフトを「産業界のDXを加速するため」約50億ドルで買収した。この買収価格は営業利益の約33倍に相当し、この倍率をPTCに適用すると株価は約155ドルとなる。

PTC株を保有する運用資産額20億ドルのプレシディアム・インベストメント・マネジメントのマネージングディレクター、マイケル・ウェア氏は「戦略的な価値と魅力的な成長率を考慮すると同社株は大幅に割安だ」と語る。

そうであるならば、同社株は良い投資対象だ。

By Al Root  
(Source: Dow Jones)

## 5. アリババ、アルファベット、アマゾンはいくらで買った - Alibaba, Alphabet, and Amazon Stock Are Bargains, This Value Manager Says バリュートレーダーのサムエル・マクレーモア氏に話を聞く

[インタビュー]

### ■ ビル・ミラー氏との出会い



Photograph by Stephen Voss

サムエル・マクレーモア氏は、ワシントン・アンド・リー大学で著名投資家ビル・ミラー氏と出会い、現在もミラー・オポチュニティー・トラスト<LGOAX>を共同で運用している。マクレーモア氏は昨年、自らの会社ペイシェント・キャピタル・マネジメントを立ち上げた。

本誌：ペイシェント・キャピタルは、ミラー・バリュー・パートナーズでの仕事とどう違うのか？

マクレーモア氏：ペイシェントは、哲学や実践においてミラー・バリュー・パートナーズと似ているが、進化した。私のモチベーションの一部として、女性のロー

モデルが重要だと思っている。アーク・インベストメント・マネジメントのキャシー・ウッド氏などがその役割を果たしているが、まだまだ必要だ。私の考えはポートフォリオにも反映されており、例えば女性の最高経営責任者（CEO）を擁する企業が増えている。これは、特に女性CEOの会社を選んでいるからではなく、女性として男性とは異なる視点を持ち、異なる分野にチャンスを見いだしているためだ。オンライン販売サイト運営のファーフエッチ<FTCH>、衣料品ネット販売会社スティッチ・フィクス<SFIX>、高級品中古販売のオンラインマーケット大手ザ・リアルリアル<REAL>などがその例で、これらの企業を見いだした理由の一つは、当社のアナリストが高級品に非常に興味を持っていて、サイトを利用していたからだ。著名投資家ピーター・リンチ氏は、自分が実際に使い、見るものが投資機会になると述べているが、視点や人生経験が多様化することには利点がある。

### ■ 回復から恩恵を受ける銘柄

Q：パンデミック（世界的流行）によって、消費者の行動はどのように変化すると思うか？

A：前回の金融危機は人々のトラウマとなり、リスクやボラティリティを嫌うようになった。新型コロナウイルス感染症のパンデミックの初期には、クルーズ船で感染が拡大したため、人々は二度とクルーズ船を利用しないだろうと考えられた。回復に賭ける投資は既に大きなリターンをもたらしているが、投資機会はまだ残っている。膨大な繰上り延滞需要があるため、狂騒の20年代の再来となる可能性がある。

Q：恩恵を受けている銘柄はあるか？

A：クルーズ船運営大手のノルウェー・ライン・ホールディングス<NCLH>を保有しているが、同社はこの困難な時期を乗り切るだけの余裕がバランスシートにあるし、われわれは今後非常に良い需要があると考えている。もう一つ期待されるのは企業の出張で、デルタ航空<DAL>などの航空会社はコスト構造を改善したため、（ビジネス需要が戻れば）利益が出やすい。われわれは、出張需要はある程度戻ってくると考えている。

Q：最近のミーム銘柄や市場の動きをどう見ているか？

A：伝説的なバリュートレーダーのジョン・テンプレトン氏は、「強気相場は悲観の中で生まれ、懐疑の中で育ち、楽観の中で成熟し、陶醉の中で消えていく」と言っている。過去10年間のほとんどは、

悲観主義から懐疑主義へと揺れ動いていた。現在は楽観主義の段階にあり、市場の高成長分野には陶醉感があると私は考えている。インフレ率がわずかでも上昇すれば、割高な銘柄に圧力がかかる。バリュー戦略への関心が高まり、（投機的な銘柄に）反転が見られるようになったところだ。今やバリュー主導の市場を経験していない世代もいる。

## ■ 典型的バリュー銘柄

Q：ポートフォリオ内の典型的なバリュー銘柄は？

A：情報技術サービス会社のDXCテクノロジー<DXC>を昨年春に買った。2018年に株価が100ドルに届きそうだったが、一連の合併・買収（M&A）で社員のモチベーション低下という社内の課題と、クラウドへの移行という外部要因の中で、2020年には8ドルまで下落した。魅力的に感じたのは、ITコンサルティング・インテグレーション大手のアクセンチュア<ACN>で素晴らしい実績を挙げたマイク・サルビーノ氏がCEOに就任したことだ。同氏の熱意は群を抜いており、人材を再構築し、以前と一緒に働いたことのある人材を数多く招き入れ、現在は土曜日に若手社員に電話をかけて彼らの意見を聞くなど、組織の奥深くまで入り込んでいる。2～3年後の同社の1株当たり利益（EPS）は4～5ドルになると予想している。今後利益率と売上高の軌道が改善されれば、株価収益率（PER）は同業他社並みの10倍台半ば以上となり、75ドル超の株価が見込まれる（4日終値は39.89ドル）。

Q：その他に市場が破壊リスクを誇張しているのはどこか？

A：セキュリティシステムのADT<ADT>は優れた経営陣を擁し、多額のフリーキャッシュフローを創出している。市場では、新しいセキュリティに関する懸念があり、株価の重しとなっているが、われわれは心配していない。現在の株価は10ドル程度だが、16ドルの価値があると考えている。

## ■ アルファベット、フェイスブック、アマゾン、アリババ

Q：ポートフォリオの中のもっとグロース的な銘柄の見通しは？

A：グロースといえば、グーグルの親会社であるアルファベット<GOOGL>、フェイスブック<FB>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、中国の電子商取引大手アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）<BABA>などがあるが、バリュエーション、成長性、キャッシュ創出力、そして競争優位性を考えれば、これ以上の長期的なバリュー銘柄は見つけ難い。例えば、フェイスブックの2022年予想PERは約21倍で、直近の四半期決算では予想を上回る増収率だった。増収率低下が懸念されつつも、20%前後の成長が期待できる。

Q：このようなインターネットの巨人企業が直面する規制リスクについてはどう思うか？

A：最悪のケースを想定して事業分割になったとしても、株価にとってはかえって有益だ。アマゾンやアルファベットの場合は特にそうで、アマゾンのクラウド事業やアルファベットの子会社で自動運転の開発を手掛けるウェイモを分離すれば、子会社でいるよりもはるかに高い評価が得られるだろう。フェイスブックの場合は、ワッツアップを分割すれば、現在よりもはるかに高い評価での株価となる可能性がある。大きなリスクとして税率の上昇があるが、現在のバリュエーションでは、それは織り込み済みだ。

Q：アリババは規制当局の厳しい監視にさらされており、11月から29%も下落したが、魅力は何か？

A：選好銘柄の一つだ。予想PER21倍だが、他のインターネット企業よりも成長率が高い。下落の理由としては、規制や競争の圧力が挙げられるが、これは十分に織り込み済みだ。最悪の事態は過ぎ去ったと思う。

Q：実店舗など、優位性のない分野での設備投資計画を懸念しているか？

A：それがベストな判断かどうかは別にして、2024年度予想PERは11～12倍だ。中核的な収益力が損なわれるとは思えない。成功すれば、より優位に立ち、獲得可能な最大市場規模（TAM）を拡大できる。うまくいかなければ撤退するという規律がある限り、挑戦することがマイナスだとは思わない。

## ■ 小型株

Q：ペイシメントで保有しているが、オポチュニティーでは保有していない銘柄とは？

A：オポチュニティーはより大規模なファンドであり、小型株に関する制約がある。例えば、音楽編集用のソフトウェアやシステムを製造し、映画制作でも大きな存在感のあるアビッド・テクノロジー＜AVID＞がその例だ。この会社は経営が行き詰まっていたが、インパクト・キャピタルのアクティビストらが優秀な経営チームを招き入れ、競争優位性を持つ中核事業に集中させた。まだ割安感がある。買収などを考慮しない2025年のフリーキャッシュフロー予想を見ると、フリーキャッシュフロー利回りは10%と示唆される。他社の買収も可能である上、最高級の製品と価格決定力を持ち、競争上強い立ち位置にある。

Q：他にもあまり注目されていない中小企業を保有しているか？

A：健康改善に関連した事業を行うティビティ・ヘルス＜TVTY＞は、時価総額12億ドルで、シニア向けフィットネスプログラムの「シルバースニーカーズ」というブランドで知られる。健康保険の対象で、高齢者がフィットネスを通じて社会的な交流を行えるようなサービスを提供している。同社は、ダイエットプログラムを販売するニュートリシステムを買収したが、うまくいかずに売却し、新しいCEOを迎えた。昨年のパンデミックでジムが閉鎖されたため、ティビティはデジタル化した商品を開発した。今年の予想EPSは1.50ドルで、PERは約17倍だ。来年は1株当たり1.60ドルのフリーキャッシュフローと6%のフリーキャッシュフロー利回りが見込まれる。高齢者向け市場は全体的に大きく成長している。ティビティは、デジタルでシニア層を取り込むことができる企業を目指しており、さらにサービスを追加していく方針だ。市場全体の成長と商品力により2桁台の成長を遂げる可能性があり、長期的な複利効果がある銘柄とみている。

By Reshma Kapadia  
(Source: Dow Jones)

## 6. 買収発表後12%下落したアックマン氏のSPACはお買い得の可能性 - Bill

[注目銘柄]

Ackman's SPAC Fell 12% After Announcing Its Deal.

株価下落の要因は投資家の理解を阻む複雑な取引構造

### ■ ユニバーサル・ミュージック買収の取引構造は見掛けよりかなり複雑



Patrick T. Fallon/Bloomberg

アクティビスト（物言う投資家）として名高いパーシング・スクエア・キャピタル・マネジメントのビル・アックマン氏は2020年夏、特別買収目的会社（SPAC）の新規株式公開（IPO）で史上最大規模の資金を調達して注目を集めた。本誌は昨年8月2日号のカバーストーリーで、同氏のSPACが他のSPACとどのように異なるのかを詳述した。

今年6月4日に発表されたアックマン氏のSPAC取引はさらに複雑で、次のような内容だ。



同氏のSPACであるパーシング・スクエア・トンティーン・ホールディングス<PSTH>は、フランスのメディアコングロマリットであるビベンディ<VIVHY>が80%、中国のハイテク大手テンセント・ホールディングス<TCEHY>が20%を所有するユニバーサル・ミュージック・グループ（UMG）の株式の10%を取得する方向で協議中だ。買収金額は約40億ドルとなる予定で、UMGは負債込みで350億ユーロ（425億ドル）と評価されることになる。

だが、取引はそれで終わりではない。SPACと非公開企業の合併では通常、合併相手が存続会社となり、SPACがIPOで調達した現金とSPACの上場状態を引き継ぐ。ところが、UMGを今年夏にユーロネクストのアムステルダム証券取引所で上場する計画が既に動いている。つまり、UMGは株式公開を目的にSPACと合併する必要はない。

実際には、パーシング・スクエア・トンティーンはアムステルダム証券取引所に上場後のUMGの一部株式を取得し、その株式を株主に分配する。さらにアックマン氏は、同SPACのIPOで調達した資金のうちUMG買収後に残った部分を使って別の取引を引き続き追求する。だが、存続する事業体はもはやSPACには分類されず、合併相手を見つけるまでの期限や株主の株式償還オプションはなくなる。

最後に、パーシング・スクエア・トンティーンの株主は、パーシング・スクエアSPARCホールディングスと呼ばれる新しい事業体の株式購入権利である「特別目的買収権（SPAR）」を1株当たり1口の割合で受け取る（SPARCのCは会社を意味する）。この権利はSPARCが合併に合意して発表した後に初めて行使可能となる。

今回の取引は以上のような変則的な構造を取るため、パーシング・スクエア・トンティーンは「疑似的なSPAC」と言える。だが、この構造は、投資家による資金拠出のタイミングをIPOからクロージング段階へと遅らせることができる。投資家は、SPACが合併相手を見つける前ではなく、合併相手が提案された後で初めて資金の拠出を求められるからだ。また、この構造では、株主の権利が取引に関する株主の議決権として行使され、その権限は実質的に倍増することになる。

パーシング・スクエア・トンティーンは、ブランクチェックカンパニー（白地小切手会社）というより「空白の借用証書」と言える。SPARはニューヨーク証券取引所で取引される。

## ■ 発表後の株価下落は取引の価値を反映せず

投資家が理解すべきことは多く、複雑な取引に対する市場の最初の反応はマイナスだった。パーシング・スクエア・トンティーンの6月4日の終値は22.06ドルで、前日から12%下落した。

だが、単純な分析の結果は、パーシング・スクエア・トンティーンの価値がそれよりずっと高いことを示唆している。ビベンディをカバーする複数のアナリストの予想の中央値は、同SPACの株主のUMGにおける持ち分を1株当たり16.86ドル、買収後に同SPACに残される現金を1株当たり5.25ドルと見積もっている。さらに、同SPACの株式は過去1年間の大半で約25%のプレミアム付きで取引されていることも考慮する必要がある。

さらに、投資家がSPARCを信頼のないSPACと同じようなものと見なした場合、SPARCにおける権利（20ドルで行使可能）が5ドル前後で取引される可能性もある。

以上を勘案すると、パーシング・スクエア・トンティーンの株式には約28.40ドルと6月4日の終値を29%上回る価値があることになる。多少の複雑さには尻込みしない長期投資家は、この買いの好

機を逃すべきでない。

By Nicholas Jasinski  
(Source: Dow Jones)

## 7. ファンドマネジャーのミーム株無視は良いこと - Fund Managers Are Ignoring Meme Stocks. That's a Good Thing. 投資家はどう評価すべきか

[ファンド]

### ■ ミーム株がファンドのパフォーマンス評価を難しく



Joe Raedle/Getty Images

私たちはミーム株の世界に生きている。小型株のファンドマネジャーはその世界に惑わされないように最善を尽くしている。

始まりは1月のビデオゲーム小売りチェーン大手のゲームストップ<GME>だったが、それ以来、オンライン掲示板のレディットに集まる個人投資家が協力して、幾つかの小型株の株価を押し上げてきた。紳士・婦人服専門チェーンのエクプレス<EXPR>、カナダのモバイル通信機器メーカーのブラックベリー<BB>、生活用品小売りチェーンのベッド・バス・アンド・ビヨンド<BBBY>などの企業は、収益性が高いわけでもなければ、

ファンダメンタルズが魅力的なわけでもない。

小型株のファンドマネジャーの多くは、これらの銘柄の保有を避けている。運用資産12億ドルのバッファロー・スモール・キャップ・ファンド<BUFSX>のマネジャーであるジェイミー・クエイヤー氏は、「(ミーム株は)われわれの基準に合わないことが多い。市場がミーム株をもてはやしても、私たちは投資プロセスを変更しない」と言う。運用資産2億2800万ドルのニーダム・スモール・キャップ・グロス・ファンド<NESGX>のマネジャーであるクリス・レッツァー氏も同じように、「われわれは、ファンダメンタルな視点から判断し、そのような銘柄を追い掛けることはない」と言う。

映画館チェーン大手のAMCエンターテインメント・ホールディングス<AMC>は今、ミーム株で最も注目されている銘柄だが、株価は5月21日から先週の水曜日までに418%上昇した後、金曜日の終値で23%下落した。ピーク時には、小型株ベンチマークのラッセル2000指数の最大の構成銘柄となり、時価総額は280億ドルに達した。ゲームストップは同指数の第3位の構成銘柄だ。それぞれの銘柄が同指数に占める割合は1%にも満たないものの、両社株の高騰は、最近の小型株ベンチマークの上昇に最も貢献している。

モーニングスターのグローバル上場投資信託(ETF)リサーチディレクターであるベン・ジョンソン氏は、「2021年の最初の5カ月間では、ゲームストップを保有していない、あるいはベンチマークよりもその保有比率が低いことが、小型株バリュースコアファンドのパフォーマンスにマイナスの影響を与えた最大の要因だった」と述べている。

しかし、多くの投資家が考えているほどの影響力はない。ラッセル2000指数は年初来で16%上昇しているが、AMCとゲームストップを合わせても貢献度は1.3%ポイントにすぎない。結局のところ、ミーム株のパフォーマンスが問題なのではなく、そのボラティリティーがファンドのパフォーマンス評価を難しくしていることが問題なのだ。

## ■ ベンチマークの構成銘柄入れ替えが与える影響

### Dynamic Duo

Meme stocks AMC and GameStop are now the largest and third-largest member of the Russell 2000 Index.

#### YTD price change



Source: FactSet

ラッセル2000指数は毎年6月末に構成銘柄の入れ替え（リバランス）を行う。AMCとゲームストップが現在の水準で推移した場合、これらの銘柄は小型株指数から大型株指数のラッセル1000指数に移行する可能性が高い。つまり、AMCとゲームストップが再び暴落した場合、その暴落は小型株指数ではなく、大型株指数に影響を与えることになる。

「これらの銘柄をアンダーウエートしている小型株ファンドマネジャーは、短期的に難しい選択を迫られている。リバランスの前にこれらの銘柄を追加して相対的なパフォーマンスリスクを抑えるか、あるいは、これらの銘柄が小型株指数から除外される前、つまりアンダーパフォームが確定する前に株価が下がることを祈るしかない」とウェルズ・ファーゴのアナリストであるクリス・ハーベイ氏は金曜日のメモで述べている。運用資産43億ドルのブラックロック・アドバンテージ・スモールキャップ・コア・ファンド<BDSAX>を含む一部のアクティブファンドは、今年に入ってAMCとゲームストップの株を追加している。しかし、同ファンドは800以上の銘柄を保有しており、これらの2銘柄がポートフォリオに占める割合は0.3%にも満たない。

## ■ ミーム株高騰をどう評価すべきか

### Keeping Pace

Some small-cap funds are still beating the index even without owning the meme stocks, or owning less than the benchmark.

| ETF / Ticker                               | Expense Ratio | AUM (mil) | YTD Return | +/- Russell 2000 | 5-Yr Return | +/- Russell 200 |
|--------------------------------------------|---------------|-----------|------------|------------------|-------------|-----------------|
| Buffalo Small Cap / BUFSX                  | 1.02%         | \$1,200   | 8.30%      | -7.50%           | 27.00%      | 11.10%          |
| Needham Small Cap Growth / NESGX           | 1.9           | 228       | 12.8       | -3               | 30.8        | 14.9            |
| Blackrock Advantage Small Cap Core / BDSAX | 0.75          | 4,300     | 14.8       | -1               | 16.7        | 0.8             |

Note: Data through June 3; 5-Yr returns are annualized.

Source: Morningstar

多くのアクティブマネジャーは、ミーム株を保有しないことでベンチマークに劣後することをあまり気にしていないと言う。これらの小型株が大きく動き、メディアの注目を集めても、それらの動きは幅広い銘柄で構成される小型株指数に実際はほとんど影響しない。ニーダムのレッツァー氏は、「ミーム株は、ファンダメンタルズを重視し、小型株に長期的に投資する投資家には、ほとんど影響を与えない」と言う。

投資家は、ラッセル2000指数との相対パフォーマンスではなく、他の類似ファンドとの相対的なパフォーマンスを評価すべきだ。また、ファンドのリスク調整後のリターンを見ることも重要だ。たとえミーム株を組み入れたファンドのパフォーマンスが優れていたとしても、そのリターンには固有のリスクが伴う。事業が成長し、業績が良好な優良企業を保有することに重点を置いている投資家であれば、ミーム株が市場に影響を与えている間は、そのパフォーマンスがベンチマークを下回っても問題ないだろう。

アクティブマネジャーは常にミーム株を避けるべきだと言っているわけではない。ミーム株の高騰は、ファンダメンタルズの真の改善ではなく、ソーシャルメディアでの大騒ぎによって引き起こされていることがほとんどだが、株価高騰自体が苦境にある企業の再生につながる可能性がある。例えば、AMCは新株発行で資金を調達しており、その資金を負債の返済やライバル企業の買収、新たな成長機会への投資に充てることができる。

こうした動きが長期的にどのような意味を持つかは現時点では何とも言えないが、注視する価値はあるとレッツァー氏は言う。「調達した資金をどう使うかによって、ミーム株の今後の評価が決まる。しかし、現在のファンダメンタル分析では、これらの銘柄を今すぐバリューストックと見なすのは難しいだろう」と同氏は述べている。



By Evie Liu  
(Source: Dow Jones)

## 8. 株式市場が動かない理由 - Inside the Stock Market's Long Run of Nothing 現在得られる情報では不十分

[米国株式市場]

### ■ ボラティリティーはさらに低下



NYSE

かつてペットショップ・ボーイズは、「つまらない退屈なやつじゃない」と歌っていた。残念ながら、現在の株式市場は映画館チェーンのAMCエンターテインメント・ホールディングス<AMC>の株価急騰にもかかわらず、退屈なやつになっている。

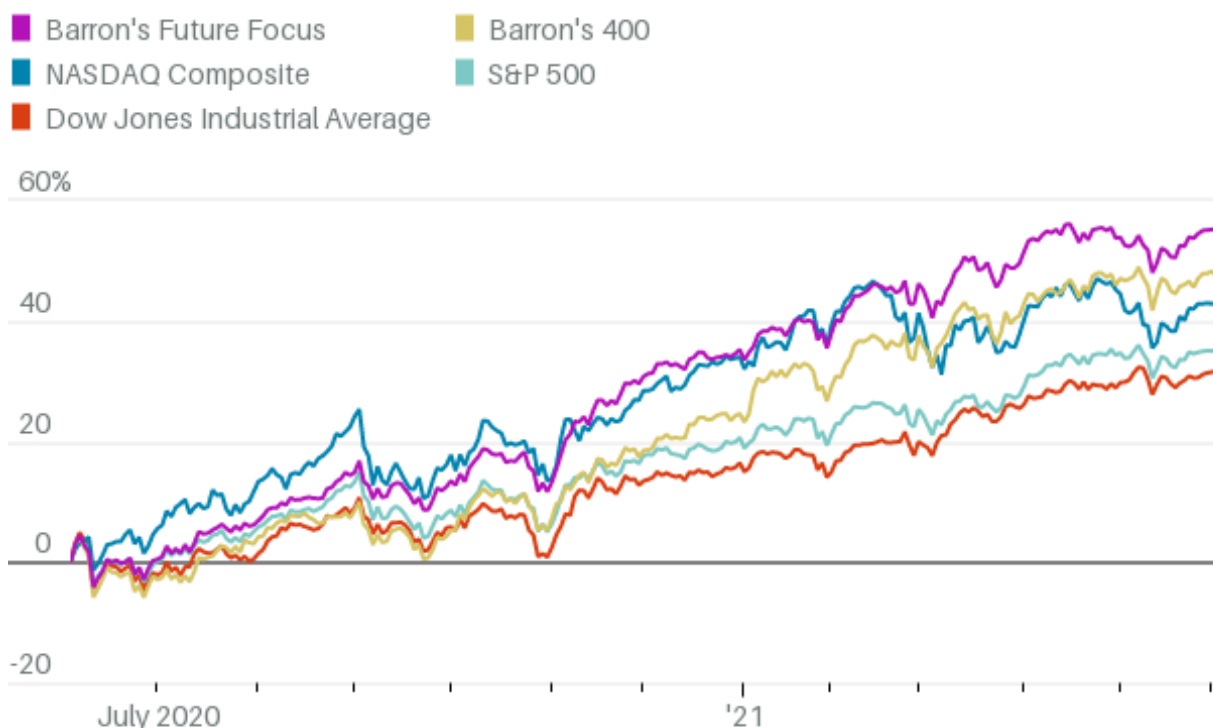
先週ダウ工業株30種平均（NYダウ）は0.7%、226ドル94セント高の3万4756ドル39セント、S&P500指数は0.6%高の4229.89で引けた。ナスダック総合指数は0.5%上昇して1万3814.49となり、小型株のラッセル2000指数は0.8%高の2286.41で週末を迎えた。

S&P500指数は4月中旬以降、ほとんど動いていない。もちろん1週間で1%を超える上昇が2回、下落が1回あったが、4月中旬以来、同指数は0.9%の上昇にとどまる。最近は日々の動きでさえ、小幅だ。S&P500指数の実現ボラティリティーの5日移動平均は5月28日に2.8%に低下した後、先週水曜日には1.4%に低下した。

これは頻繁に起きることではない。2018年初め以来、実現ボラティリティーが3%を割り込んだのは14回あったが、実際に3%を下回るとその後のリターンが悪化する。14回のうち3分の2以上のケースで6カ月後のS&P500指数は下落しており、下落率の平均は0.3%である。投資銀行BTIGのストラテジストであるジュリアン・エマニュエル氏は、特に市場のボラティリティーが高い水準にある時は要注意とし、「循環的にボラティリティーが高水準にある過去3年半、値動きの小ささが、株式市場にとっての警戒信号になっている」と記している。

## ■ 材料に反応しない株式市場

### Market Snapshot



Source: FactSet

それでも過去7週間の横ばいの株価は、それほど暗いニュースではない。ほぼ7週間前に第1四半期決算発表が始まり、業績は好調だった。S&P500指数構成企業のうちの495社を見ると、四半期利益は50%を超える増益となったもようで、第2四半期ガイダンスも増益予想が減益予想を上回る。

株式市場が動かないため、株価は割安になっている。S&P500指数の12カ月予想利益に基づく株価収益率（PER）は21.3倍と、4月16日の22.68倍から低下して先週を終えた。もちろん水準自体は高いが、少なくともさらに割高にはなっていない。

それでも、株式市場の静けさは不可解である。株式市場は、米連邦準備制度理事会（FRB）がパンデミック（世界的流行）対応で買い入れた社債の売却を開始するという発表にさえ反応しなかった。FRBが保有する社債および社債の上場投資信託（ETF）がたとえ138億ドルにすぎないとしても、それはテーパリング（量的緩和縮小）に向けた最初の小さな一歩であるとの見方もある。ノーザン・トラスト・ウェルス・マネジメントのケイティ・ニクソン最高投資責任者（CIO）は、「小さなティーポットの中の嵐」と語る。

ミーム株が爆発的人気で、今回はAMCエンターテインメント・ホールディングスを中心になったが、株式市場は気に留めなかった。株式市場は、事前予想を上回って過去最高を更新した米サプライ管理協会（ISM）製造業購買担当者景況指数（PMI）、市場予想を大幅に下回った新規失業保険申請件数にさえも反応しなかった。さらに前月比55万人増となった5月の非農業部門就業者数について、事前により大幅な増加を予想していたエコノミストは、回復の足取りは力強いものの落胆させられる数字としている。

## ■ より多くのデータが必要

恐らく、それはうなずけるだろう。現在はデータの振れ幅が大き過ぎ、あまりにまちまちなため、明確な見通しを立てることができない。PMIや雇用統計に表れるインフレは、FRBの指摘のように一時的かもしれない、あるいは続くのかもしれないが、現在得られる情報はFRBや株式市場が動くには十分でない。ニクソン氏は、「誰もが予想に基づかず、発表される数字を見ている。FRBと株式市場が同じ考えを持つのは、久しぶりのことだ」と語る。

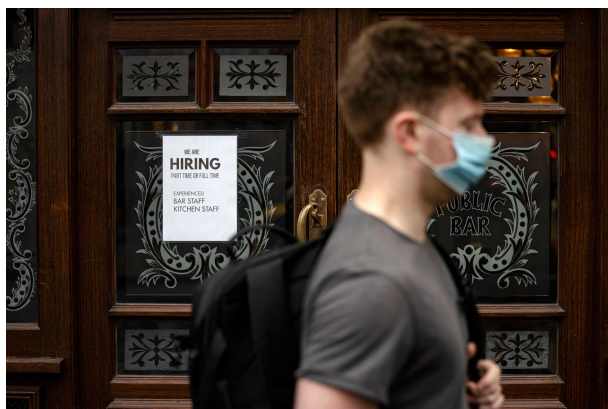
これを我慢、現状肯定と呼ぼう。何か起きれば、知らせしてほしい。

By Ben Levisohn  
(Source: Dow Jones)

## 9. 投資家が労働力不足を注視する必要がある理由 - Investors Need to Watch the Labor Shortage. Here's Why. 9月を待つ

[米国経済]

### ■ 雇用逼迫に投資家は様子見姿勢



Rob Pinney/Getty Images

金曜日に発表された5月の雇用統計が、就業者の増加と、パンデミック（世界的流行）以降で最低の失業率を示したため株価は上昇した。投資家は、現状に満足し過ぎているのかもしれない。

5月の非農業部門就業者数は55万9000人増加したが、エコノミストの予想に届かなかった。さらに、経済全般で需要が大幅に活性化されたにもかかわらず、就業者数の増加が予想を下回ったのは2カ月連続で、それは、米国経済の回復が直面している最も重大なボトルネック、つまり労働者不足を示している。

雇用統計の詳細は、問題をさらに浮き彫りにしている。パンデミックによる経済封鎖または失われた事業機会が理由で就職できないという人々が150万人減少したとはいえ、賃金は予想外に上昇ペースを速め、労働参加率は低下した（労働参加率の低下は、失業率低下の一因である）。雇用者が採用に問題を抱えている理由は明らかだ。増額された失業給付金によって低賃金の職種における雇用が一段と困難になり、共働きの親は子供の面倒を見ることに引き続き苦勞し、一部の労働者はパンデミックを心配して単に就職しない。

デルタ・ホテルの総支配人であるファディ・アコー氏は、連邦政府による週300ドルの失業給付の上乗せが終了する9月を心待ちにしている。9月には学校の新学期も始まる。同氏は、賃金が増加する中でも3分の1のスタッフでホテルの営業を続けているが、スタッフ不足が理由で271部屋のうち100部屋しか予約を受け付けられない。9月までは、「利益については考えないことにしている。どうやって損失を少なくするかを考えている」とアコー氏は語る。

投資家も9月を待っているが、実際は、9月のデータが発表される10月を待っていることを意味する。連邦政府の増額された失業給付金が終了する前に25州が失業給付金を元に戻しており、何らかの救済が比較的早く訪れる可能性がある。ただ、ミシガン州を含む幾つかの大きな州は失業給付金を元

に戻していない。そして、アマゾン・ドット・コム<AMZN>のような大規模雇用者が最低賃金を引き上げたという事実があるため、賃金上昇は一時的なものにすぎず、賃上げなしでも今後雇用が容易になると主張するのは困難だ。

現状、投資家は今見ていることに満足している。シティのエコノミストであるアンドリュー・ホレンホースト氏は、雇用は予想を下回っているかもしれないがそれほど低調ではない、と言う。そして、5月の雇用統計は米連邦準備制度理事会（FRB）の緩和的な金融政策を再考させるものではない、と同氏は語る。

それは、再考すべきでないことを意味しない。マーケットフィールド・アセット・マネジメントのマイケル・ショール氏は、「賃金上昇が定着している明確な兆しがあり、それは、雇用の増加において労働力不足が今や重要な要因であるという議論を裏付ける」と語る。

コンファレンス・ボードのエコノミストであるガド・レバノン氏によると、時間当たり平均賃金は、過去2カ月間に年率7.4%のペースで上昇しており、そのペースは過去数十年の典型的な上昇率の2〜3倍となっている。これは、職種の構成の変化（低賃金の職種が多いサービスセクターが急激に再開しているため）が、時間当たり平均賃金を押し上げるのではなく、その重しになっている中での上昇である。

## ■ スタグフレーションに備えて

### Shallow Pool

The labor force participation rate edged lower in May to 61.6%, pointing to slack in the labor market.

#### U.S. labor force participation rate, seasonally adjusted

68%



Source: St. Louis Fed

ショール氏が言うように、供給の制約に直面する非常に強力な需要の伸びだけでなく過剰貯蓄と金融の流動性が相まって、インフレ圧力と投機の両方につながっていることを、投資家は認識すべきである。同氏は、「われわれは、サイクルの中で問題が形成されつつある時点にいるが、誰もそれを真剣には懸念していない」と語る。FRBと多くの投資家は、物価上昇は経済再開ブームの結果であり、供給の制約は緩和され、ひいては、高いインフレ率は一時的にとどまると言う。

しかし、それは重要な点を見過している。ショール氏は、「予期しない結果は残る。この状況が長く続くほど、予期せぬ悪影響が強まる公算は大きくなるが、金融政策または投資家のコンセンサスの変化にそれが感じられるまでに時間がかかることをわれわれは受け入れている」と述べる。

当面は、ショール氏は特にエネルギーと素材を選好しており、それらセクターでは供給が問題だが需要は問題ではない。同氏はまた、ブラジルとロシアにも注目している。両国は数年間にわたって魅力がなかったが、最良のシナリオ

でも米国がアンダーパフォームし始めざるを得ないために、ますます有望になっていると同氏は語る。特に、米国の多くの銘柄の株価収益率（PER）が25倍を上回り、益回りが物価上昇率を下回っている状況ではなおさらであると同氏は言う。

少し先を見ると、潜在的なスタグフレーションのシナリオを検討することが投資家にとって賢明かもしれない。ホレンホースト氏は、「景気が大幅に落ち込んでそこからの回復が急激だったために、



われわれが考え、感じている以上にサイクルの後期にいるのかもしれない」と言う。同氏は、早ければ2022年にもサイクルが非常に成熟する可能性があり、根強い物価圧力の中で経済成長率が大幅に減速する可能性がある」と述べる。国内総生産（GDP）の実質成長率が2%程度の状態で、FRBがインフレ寄りの姿勢をとれば、経済をリセッション（景気後退）に陥らせる可能性がある」と、ホレンホースト氏は語る。

リセッションに備える価値はあるが、多くのエコノミストとマネーマネージャーは、スタグフレーションは基本シナリオではないと言う。彼らは9月を待っている。投資家は、賃金やその他のインフレ関連データ、労働参加率、そして、労働市場が見かけよりも逼迫（ひっばく）しているという企業の事例証拠などに焦点を当て、早まって行動を起こし、労働力やその他の不足の緩和に直面する結果に終わる可能性もある。

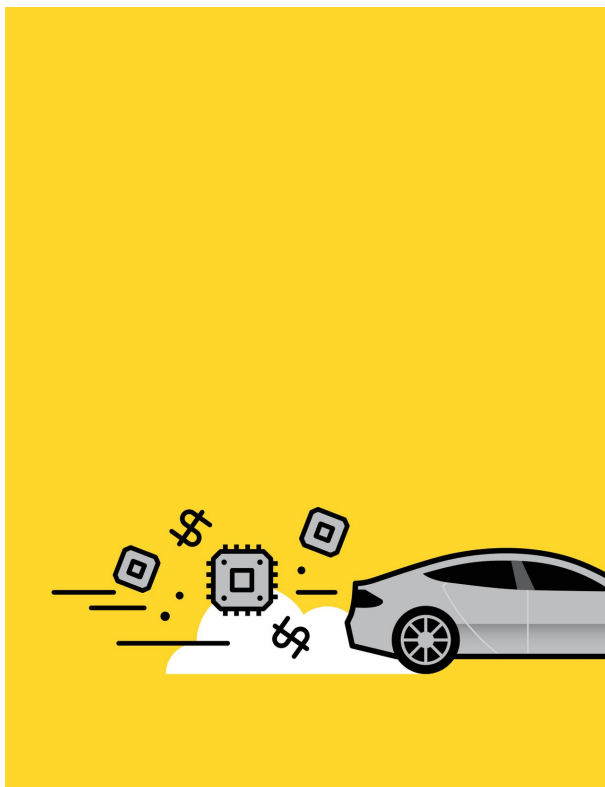
しかし投資家は、インフレ論者と呼ばれるリスクを犯しても、スタグフレーション、ひいてはリセッションにつながる賃金と物価の上昇スパイラルに先行できる。労働力不足と物価上昇は、それが持続的になるまでは一時的なもので、現在から9月のデータが発表されるまでの間には、多くのことが生じ得る。

By Lisa Beilfuss  
(Source: Dow Jones)

## 10. 今週の予定 - Demand Remains High for Cars. That's Good News for Auto Stocks [経済関連スケジュール]

車の需要は引き続き好調、自動車銘柄にとって好材料

### ■ 需給バランスの平常化は2023年との見方も



先週、自動車関連銘柄の今後の見通しを示す新たなヒントが出た。自動車情報サイトのワーズオートによると、4月の自動車販売台数は季節調整済み年率換算で1850万台と、2005年以来最高となった。先週発表された5月の販売台数はやや減少したものの、1699万台と引き続き堅調だった。

これは、世界的な半導体不足により生産が制限されて、自動車価格（さらに自動車株価）が高騰している状況にもかかわらず、強い需要があることを示している。生産の制限や部品価格の高騰は障害になると思われるが、自動車価格の上昇は、コストの上昇を上回る勢いだ。RBCキャピタル・マーケットのアナリスト、ジョセフ・スパック氏は、5月の新車乗用車の平均価格は3万8500ドルと、前年同月から4000ドル上昇していると指摘する。

この上昇には、ディーラーが店頭表示価格をつり上げている以外の要因もある。部品の供給が限ら

Illustration by Elias Stein

れる中、自動車メーカーは最も上のクラスの車を製造しようとしており、結果として値段の上昇に

つながっている。生産に非稼働時間があるにもかかわらず、価格・コスト・車両がバランスを取りつつ自動車株を上昇させている。ゼネラル・モーターズ<GM>の株価の年初来上昇率は52%、フォード・モーター<F>は82%、自動車ディーラーのオートネーション<AN>は40%となっている。

生産はいずれ通常に戻り、そうなれば株価に打撃となるだろう。スパック氏は、米国のディーラーはこれまでの実績によると、約65日分の在庫で営業を行っていた。現在の在庫水準は34日だ。現在のレベルは「ディーラーのシステム・業務体制に過剰な負荷をかけている。また、ピックアップ・トラックといった複雑な構造の車種に関しては、平均よりもやや長い日数分の在庫が必要だ」と記している。

スパック氏は、50～55日が在庫のニューノーマル（新常態）な水準になると見る。無駄を無くした在庫は価格にも好影響を与えるだろう。だが生産と販売の現状からは、2023年までは在庫水準は平常に戻らないと見る。同氏の試算は、年間販売台数を1650万台と仮定している。しかし、足元の販売台数はそれを上回る状況だ。1700万台を超えれば、株価に好材料となるはずだ。

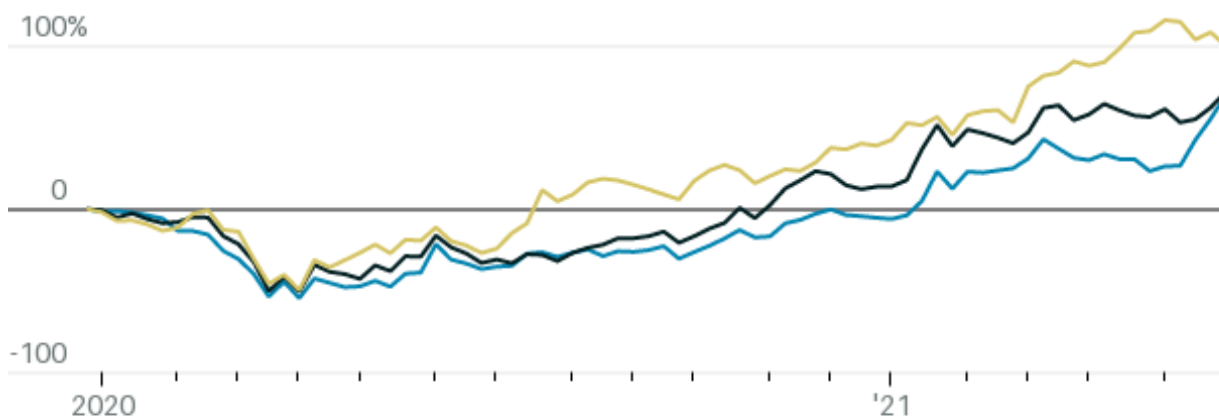
## ■ 今週の予定

### Off-Road

Auto stocks have recovered sharply, despite the pandemic and a global chip shortage.

#### General Motors, Ford, and AutoNation Shares, 2020 to 2021, Year to Date

■ AutoNation ■ General Motors ■ Ford



Source: FactSet

6月7日（月）

・ 経営管理用ソフトウェアを手がけるクーパ・ソフトウェア<COUP>、半導体メーカーのマーベル・テクノロジー・グループ<MRVL>が四半期決算発表。

・ 医薬品大手メルク<MRK>、大手バイオ医薬品会社のリジェネロン・ファーマシューティカルズ<REGN>が、米国臨床腫瘍学会（ASCO）の年次会議で、がん領域治療薬の開発パイプライン

について説明を行う。

- ・米連邦準備制度理事会（FRB）が4月の消費者信用残高を発表。季節調整済み年率換算で7.4%増の4兆2400億ドルとなる見通し。2020年は新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）による経済活動の停止などで、2009年以降初めて残高が減少。

6月8日（火）

- ・衛生技術を提供するエコラボ＜ECL＞がコンファレンスコールを開催。クリストフ・ベック最高経営責任者（CEO）が、同社のESG（環境・社会・企業統治）戦略について説明を行う。

- ・全米独立企業連盟（NFIB）が、5月の中小企業楽観度指数を発表。コンセンサス予想は100.5と、4月の99.8をわずかに上回る。

- ・4月の求人離職統計（JOLTS）発表。エコノミスト予想では、4月末時点の求人件数は810万件と、3月とほぼ変わらず。3月は、2000年12月の統計開始以来、最高を記録。

6月9日（水）

- ・アルコール飲料製造販売大手ブラウン・フォアマン＜BFA＞、食品大手キャンベル・スープ＜CPB＞が四半期決算発表。

- ・貨物運送大手ユナイテッド・パーセル・サービス＜UPS＞が2021年度の投資家およびアナリスト向け説明会を開催。

6月10日（木）

- ・欧州中央銀行（ECB）が金融政策を発表。短期政策金利はマイナス0.5%に据え置きというのが大方の予想だが、1兆8500億ユーロに上るパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）を縮小する可能性もある。

- ・ペット関連の電子商取引（Eコマース）を手掛けるチュイー＜CHWY＞が決算コンファレンスコールを開催。

- ・資産運用大手ブラックロック＜BLK＞が2021年度の投資家向け説明会を開催。

- ・5月の消費者物価指数（CPI）発表。エコノミスト予想は前年同月比4.6%上昇（4月は4.2%上昇）。食品とエネルギーを除くコアCPIは3.4%上昇（4月は3%上昇）。4月の上昇率は、2008年夏以来の最高値で、ウォール街ではインフレが今最も話題となっている。

- ・FRBが、第1四半期の家計金融資産を発表。2020年末時点での家計部門の純資産合計額は130兆4000億ドルと、2019年末から12兆ドル超増加して過去最高を記録。

6月11日（金）

- ・6月のミシガン大学消費者景況感指数発表。コンセンサス予想は83と、5月の数値とほぼ変わらず。

- ・バイデン大統領が主要7カ国首脳会議（G7サミット）に出席。サミットは英国のコーンウォールで13日まで開催の予定。

By Al Root  
(Source: Dow Jones)

『バロonz・ダイジェスト』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信

時事通信社

編集人

川田 重信（かわた しげのぶ）

大和証券入社後1986年から米国株式を中心に外国株式の営業活動に従事。ペインウェバー（現UBS）証券を経て2000年にエグゼトラストを設立。神戸大学経営学部卒業 米国ロチェスター大学MBA。

『バロonz・ダイジェスト』 2021/06/06

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](mailto: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