

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2021/06/20

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 自動運転車の実現は想像よりも近い - Self-Driving Cars Are Closer Than You Think [カバーストーリー]
P.2
テスラだけではなく自動運転関連企業
2. 危機とインフレについて歴史に学ぶ - On the Crisis and Inflation, Barron's Shows How the Past Can Be Prologue [米国経済]
P.5
投資家が注意すべきは貿易赤字の可能性
3. 次のテスラとなる会社はどこか? - Could These Stocks Be the Next Tesla? [インタビュー]
P.10
ベリリー・ギフォードのトム・スレーター氏に聞く
4. 新しいデジタル・ブレトンウッズ体制の到来 - Time for a New, Digital Bretton Woods [フィーチャー]
P.13
デジタル技術で金融・貿易の信頼を構築
5. FOMCを受けて景気敏感株が急落 - The Dow Just Had Its Worst Week Since October. What Happens Next. [米国株式市場]
P.14
長期金利の低下を好感した成長株の物色は慎重に
6. 米FRBが超緩和的スタンスを和らげる - The Fed Pulls Back on Its Ultraeasy Stance. [コラム]
P.17
投資家はボラティリティー上昇に備えよ
7. オフィスの再開に伴い、試す価値のある銘柄は - We're Going Back to the Office. Here Are Some Stocks to Try On. [アパレル]
P.19
ポストコロナで成功するアパレル銘柄を探す
8. FTC新委員長へのカーン氏指名で一気に現実化し始めたハイテク規制 - The Threat of Tech Regulation Isn't New—But Now It's Real [ハイテク]
P.21
既にM&A活動への足かせとなっているとの見方が浮上
9. 進むオラクルの改革 - Oracle Is Still on the Mend [注目銘柄]
P.23
投資家に質の高い投資機会を提供
10. 今週の予定 - Energy Stocks Have Potential New Appeal: Dividends [経済関連スケジュール]
P.25
配当は、エネルギー銘柄の新たな魅力となるか

※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. 自動運転車の実現は想像よりも近い - Self-Driving Cars Are Closer Than You Think [カバーストーリー]

テスラだけではない自動運転関連企業

■ リフトのロボットタクシーは人生を変えるような体験



Photograph by Roy Ritchie

5年前、自動車大手フォード・モーター＜F＞は2021年までにハンドルのない自動車を実現すると約束した。約束は破られたが、完全な自動運転車は投資家の想像よりも現実に近づいているかもしれない。

ラスベガスのマッカラン国際空港でタクシーを拾うために、ライドシェア大手のリフト＜LYFT＞のアプリを開くと、通常の見出しに並んで自動運転タクシーという見出しがある。車がやって来ても、それはSFに出てくるような存在には見えず、運転席にはドライバーが座っている。しかし、次第に小さな変化に気づくはずだ。画面には、交通

規則を無視して道路を横断する歩行者、他の自動車、街灯がピクセルで表示されている。曲がり方は非常にスムーズで、ハンドルはひとりで動く。極めて地味だが、人生を変えるような体験だろう。

投資家が自動運転車の潜在能力を忘れていたとしても仕方ない。ライドシェア大手ウーバー・テクノロジーズ＜UBER＞は自動運転事業を12月に売却している。リフトも今年、同部門をトヨタ自動車＜7203＞に売却した。S&P500指数が過去最高値を記録する中、自動運転を専門に手掛ける企業の株価は年初来で約30%下落し、52週高値を50%下回っている。

しかし、自動運転は今までで最も現実に近づいている。リフトの最新のロボットタクシーの一部は、自動車部品メーカーのアプティブ＜APTIV＞と韓国の現代自動車＜005380.韓国＞の合併企業であるモーションアルによって製造されており、セーフティードライバーは乗車しない。リフトは2023年までに自動運転車を導入する都市を増やす予定だ。アルファベット＜GOOGL＞の自動運転部門であるウェイモは、ドライバーなしの完全な自動運転車をアリゾナ州の路上で走らせている。ゼネラル・モーターズ（GM）＜GM＞はサンフランシスコで自動運転タクシーの試験運転を行っている。

非営利団体のSAEインターナショナルは自動運転の五つのレベルを定めている。レベル1と2は車線の維持や車間距離の制御を支援する。しかし、一般的に想像される真の自動運転車はレベル3、4、5だ。レベル3では、ドライバーが乗車する必要があるが、自動車に注意喚起されるまであまり注意しなくてもよい。レベル4は、都市などでは人間の介入が不要である。レベル5は完全な自律運転だ。

ラスベガスの空港のタクシーはレベル4である。ドライバーが乗車しているのは、自動運転車が新しいことと、自動運転が許可されているのが公道のみであることによる（カジノの敷地は私有地）。自動運転車は優良なドライバーだ。慎重で、車線を変更する時は必ずウィンカーを出し、右左折のタイミングを待っている車の横を高速で走り抜けようとはしない。速度制限は守り、スムーズなドライブを提供する。料金は15～35ドルで、通常のリフトのライドシェアと同じである。

■ テスラは高価なLiDARを搭載せず



Photographs by Roy Ritchie

自動運転車は、都市の街路を進むために大量のセンサーを搭載している。カメラは道路の全方位を見渡し、レーダーは悪天候や信号の変化を検知する。レーザー光を利用したレーダーであるLiDAR（ライダー）は、非常に遠い距離にある物体を発見するのが特に得意である。これら全ての情報は、車載コンピューターの先進的なソフトウェアに入力され、そのコンピューターがデータを解読することで運転が可能になる。

これらの機器はいずれも安くない。リフトが2023年までにラスベガス以外でも導入予定の自動運転車「ヒュンダイ・アイオニック」の価格

は15万ドルに上る可能性があり、簡単に手が届く価格ではない。仮に購入できるとしても、定期的に自動運転用のセンサーを検査・調整し、ソフトウェアをアップグレードしなければならない。しかし、アンチロックブレーキシステム（ABS）やエアバッグが一代前に業界に浸透したように、自動緊急ブレーキと車間距離制御装置は現在の多くの自動車の標準となっている。今後はさらに多くの自動運転機能が普及するはずだ。

しかし、それらの機能が電気自動車（EV）大手テスラ＜TSLA＞からやって来るとは考えない方がよい。テスラの自動車は車間距離制御と車線維持支援機能を搭載している。1万ドルを追加で支払えば、同社が言うところの「完全自動運転」にアップグレードすることができ、これだと、高速道路での車線変更や出口案内の支援機能は増えるが、SAEの基準だとレベル2にすぎない。イーロン・マスク最高経営責任者（CEO）は、2021年末までに完全自動運転を達成できると大げさに宣伝しているが、これはレベル3に相当し、依然としてドライバーが乗車する必要がある。

これには理由がある。テスラは5月時点で、運転支援機能の管理に光学カメラしか使用していないのだ。マスク氏以外の誰もが、レベル4の自動運転を達成するにはLiDARが必要だと述べている。マスク氏がカメラのみを使用する理由の一つはコストだと考えられている。テクノロジーにもよるが、LiDARのコストはセンサー1台当たり500～1000ドルで、乗用車に搭載されている既存のレベル2システムの2～3倍である。

テスラの投資家と株主にとっての問題は、期待と現実が一致しないことだ。例えば、モルガン・スタンレーのアナリストであるアダム・ジョナス氏は、目標株価900ドルの約3分の1、すなわち時価総額で3000億ドル分は完全自動運転ソフトウェアの売上高とロボットタクシーに帰属するとしているが、同社が2030年より前にレベル4か5に達するとは予想していない。

LiDARが非常に高価であるのは事実だ。そして、それだけの理由で、2020～2021年に上場した6社のLiDAR企業は売上高目標の達成が困難であるかもしれない。この6社（イノヴィズ・テクノロジー＜INVZ＞、ルミナー・テクノロジー＜LAZR＞、オースター＜OUST＞、ベロダイン・ライダー＜VLDR＞、エイバ・テクノロジー＜AEVA＞、エーアイ＜CFAC＞）の2025年前後までの予想売上高の合計額は48億ドルである。

同じ6社の予想利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）は17億ドルで、平均利益率は約34%に相当する。一方、自動車部品メーカーの平均利益率は10%を下回る。新たなテクノロジーが優れた利

益率をもたらす可能性があるのは、そのテクノロジーに独自性があるか、顧客が製品の価格を気にしないほど機能が重要な場合である。しかし、LiDARはどちらにも当てはまらず、いずれ汎用品となる宿命にある。さらに、自動車会社は部品の価格に敏感だ。

■ GMとアプティブに注目



Photograph by Roy Ritchie

自動運転への移行による恩恵を受けると見込まれる銘柄は、自動運転車メーカーのクルーズの親会社であるGMと、モーショナルで現代自動車と提携しているアプティブである。

アプティブの製品とソフトウェアは、自動車のあらゆる場所に設置されたセンサーからの全てのデータを統合する機能を有する。売上高の約25%は自動運転機能、残りは電力・信号関連製品によるものである。しかし、両者の間には自然にシナジーが生まれる。自動車がセンサーとデータによって複雑化するほど、必要な電気機器は高度化する。

アプティブは過去5年間で毎年約23%のリターンを上げており、2022年予想株価収益率（PER）は29倍で、S&P500指数の20倍と自動車部品メーカー全体の11倍に対してプレミアムとなっている。しかし、今後2年間の予想年間増収率の平均は約11%である。これに対して、大手自動車部品メーカーの予想年間増収率の平均は約7%だ。

そして、これらはアプティブがモーショナルの持ち分の半分を所有していることを反映していない。モルガン・スタンレーのジョナス氏は、「モーショナルの持ち分はアプティブ全体の価値を上回る可能性がある」と語った。モーショナルは隠れた資産であり、優れた事業の上にチェリーが乗っているようなものだ。ジョナス氏の計算では、アプティブの株価は直近の水準を30%上回る205ドルへ上昇する可能性がある。

投資家にとってもう一つの選択肢はGMである。GMはクルーズの持ち分の3分の2（約200億ドル）を保有していると推定される。これはGMの時価総額870億ドルの約4分の1に相当する。このことは、GMの自動車事業が2022年予想PER約7倍と評価されていることも意味する。

しかし、ほとんどのアナリストは、GMの評価においてクルーズの事業を考慮していない。自動運転事業は依然として利益を上げておらず、クルーズは資本を生み出すのではなく消費している。それでも、GMをカバーするアナリストの90%は同社の投資判断を「買い」とする。目標株価の平均は約71ドルで、直近の水準を約15%上回る。クルーズの価値を加えると、目標株価は17日終値の60.08ドルを41%上回る約85ドルとなる可能性がある。

GMについて楽観的な見方を取る大きな理由は、基盤の自動車事業が改善していることだ。アプティブと同様に、自動運転事業は隠れた資産であり、事業の改善にボーナスが上乗せされているようなものだ。クルーズは最近、カリフォルニア州当局から同州で自動運転車に乘客を乗せることの承認を得た。GMのポール・ジェイコブソン最高財務責任者（CFO）は、「クルーズは非常に大きな進歩を遂げている」と述べた。

ウェイモの親会社であるアルファベットは、アプティブやGMと同じリストには入らない。ウェイ

モはクルーズとモーショナルの両方よりも価値があるだろう。しかし、同社の価値を500億ドルとしても、依然としてアルファベットの時価総額の3%にすぎない。アルファベットにはウェイモに投資する理由がある。グーグルがかつて、テクノロジーを育むインキュベーターとして機能していたのと同じだ。しかし、少なくとも現時点では、ウェイモは変化をもたらすには規模が小さ過ぎる。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

2. 危機とインフレについて歴史に学ぶ - On the Crisis and Inflation, Barron's Shows How the Past Can Be Prologue 投資家が注意すべきは貿易赤字の可能性

[米国経済]

■ 第二次大戦後に起きたことに学ぶ



Esther Bubley/FSA OWI Collection/Library of Congress

「平時に戻ったら、何百万人もの米国人が、危機の間に買えなかったものを買うために、あちこちで列を作るだろう」と、ある景気ウォッチャーが本誌のゲストコラムで書いている。消費制限と前例のない政府支出の急増により、「抑圧されてきた購買力」と「潜在的需要」が不安定に組み合わさった状況が作り出されたのだ。「インフレに注意しろ、価格は天まで届く」と、このウォッチャーは言い放った。

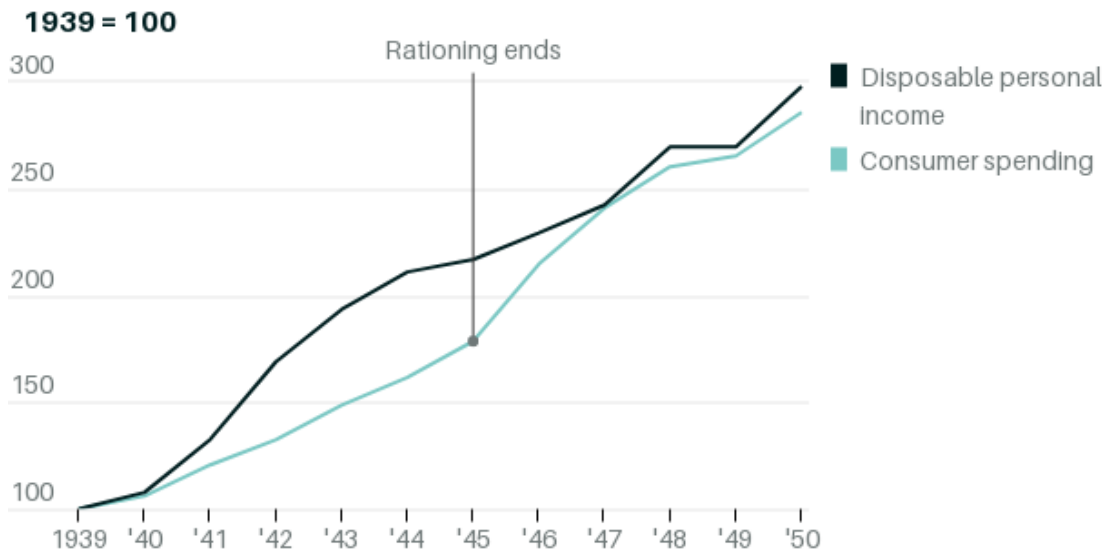
新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）が経済に与える影響や、ビジネスが再開する際の過熱リスクを考えると、このコラムはまるで昨日書かれたもののよう聞こえるかもしれない。しかし、そうではない。このコラムは、米国が第二次世界大戦に参戦して1年も経たないころに、建設市場の調査会社であるドッジ・データ・アンド・アナリティクスの前身であるF.W. ドッジのトーマス・ホールデン氏によって書かれたものだ。

パンデミックのために消費者がコンサートホール、空港、ホテル、レストランから遠ざかって1年以上経った今、投資家は、何兆ドルもの「過剰貯蓄」が再開しつつある経済に急速に流れ込むことで何を招くのかを考えている。歴史は繰り返されることはないが、韻を踏むことはある。新型コロナウイルスが経済にもたらしたショックとは異なるが、戦時への動員と戦後、平時に戻ったときの復員の際に起こったことは、より多くの人々がワクチンを接種することで何が起こるかという状況に酷似しており、研究する価値が大いにある。

■ 1940年代の貯蓄ブーム

Savings Boom

Rationing led to a surge in household savings during the war years, but the postwar consumption boom merely brought spending back in line with incomes.



戦争が始まると、軍人や民間人の雇用が急増し、米国の賃金総額は1940年の530億ドルから、1942年には880億ドル、1945年には1260億ドルにまで増加した。戦時中の大幅な増税にかかわらず、1944年の可処分所得総額は1940年の2倍になった。

消費も同様に急増したが、米国人は戦時中に得た想定外の所得の多くを貯蓄に回した。これは、インフレを懸念した政府が貯蓄を奨励したためか、あるいは配給制のおかげで貯蓄以外の選択肢がなかったためと言われている。1944年の可処分所得は1940年の2倍になったが、個人消費は50%しか増えていない。書籍、外食、衣料品など多くのカテゴリーで家計支出が増加したが、同時に他の多くのカテゴリーで支出は急減した。新車や家電製品の購入はほぼゼロになり、住宅建設は70%以上も激減したのだ。

その結果、米国の家計貯蓄率は、1935年から1940年までの平均6%弱から、1942年から1944年には30%近くにまで上昇した。終戦までに米国人は、戦争がなく平時だったとした場合に比べて1000億ドル以上多い貯蓄をしており、これは1945年の消費支出の90%に相当する。これに対して、パンデミックが始まってからの米国人の貯蓄額の増加は約2兆5000億ドルで、これは2019年の全消費支出の約15%に相当する。

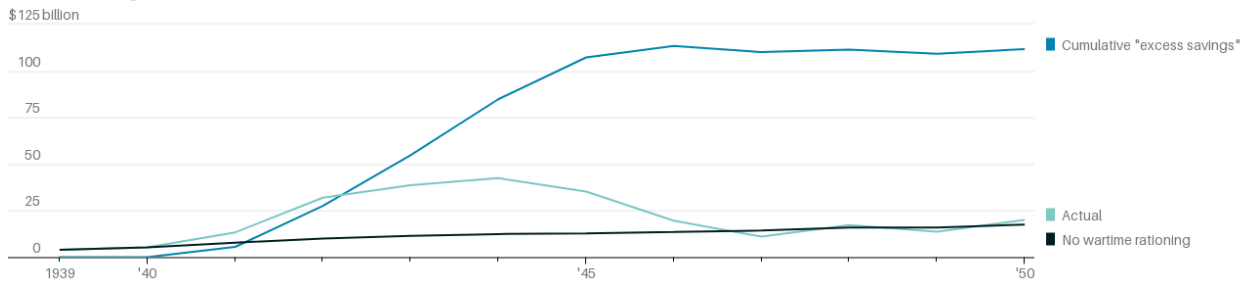
ホールデン氏や他の景気ウォッチャーがインフレを懸念していたにもかかわらず、1943年に本誌が正しく予測したように、これらの貯蓄が戦後の消費ブームに向かうことはなかった。「金融の歴史を振り返れば、貯蓄の大部分は一般的に動かない、永続的だ」と本誌は書いた。「貯蓄から消費へ大きく動いた」のは、「急激なインフレによって通貨の基本的な安定性に対する信頼が揺らいだ」場合に限られる。そして、それは通常、戦争に負けた社会でのみ起こることだ。実際に米国の家計貯蓄率は、1990年代後半まで毎年、第二次大戦前の平均値を大きく上回っていた。米国人は、貯蓄を使い切るのではなく、こうして得た金銭・蓄えの増加を維持するために、むしろ懸命に働いたのだ。

■ 「繰り延べ需要」と戦後景気

Saving Up

Americans saved about \$100 billion more than they otherwise would have thanks to WWII rationing. Most of that money remained saved years later.

Personal savings



Note: No wartime rationing is based on average of pre-war and post-war saving rates.
Source: Bureau of Economic Analysis; Barron's calculations

米国人は戦時中の貯蓄をモノやサービスに使うことはなかったが、それでも、平和が訪れると貯蓄率の正常化に伴い支出は増加した。1946年のインフレ調整後の消費者支出は1944年の水準を20%上回った。最も劇的に増加したのは、戦時中に制約を受けていて本誌が「繰り延べ需要」と名付けたものが生まれた分野だ。

1945年4月に、本誌は戦時中の実際の消費者支出を、戦前の所得と消費の間の関係から予想される水準と比較した。可処分所得の増加を受け、宝飾品店、ドラッグストア、飲食店、酒類販売店、婦人服店など多くの小売業者が、1942年から1944年にかけて予想される数字よりも好調な業績を上げた。しかし、乗用車、トラック、家電製品、家具、建材などの耐久財を販売する小売り業者ははるかに不調だった。

本誌が予測した通り、消費者は戦争の終結とともに戦前の行動に戻った。1946年から1950年にかけて、戦時中に好調だった消費分野の多くで支出額が基本的に横ばいであったにもかかわらず、新しい車や家電に対する支出は急増した。新しい車や家電に対する需要の急増だけでなく、民間投資、特に戦時中は原材料節約のため停止されていた住宅建設の回復も、戦後の回復の原動力となった。これらの業界は1950年までに真珠湾攻撃前の約2倍に拡大した。

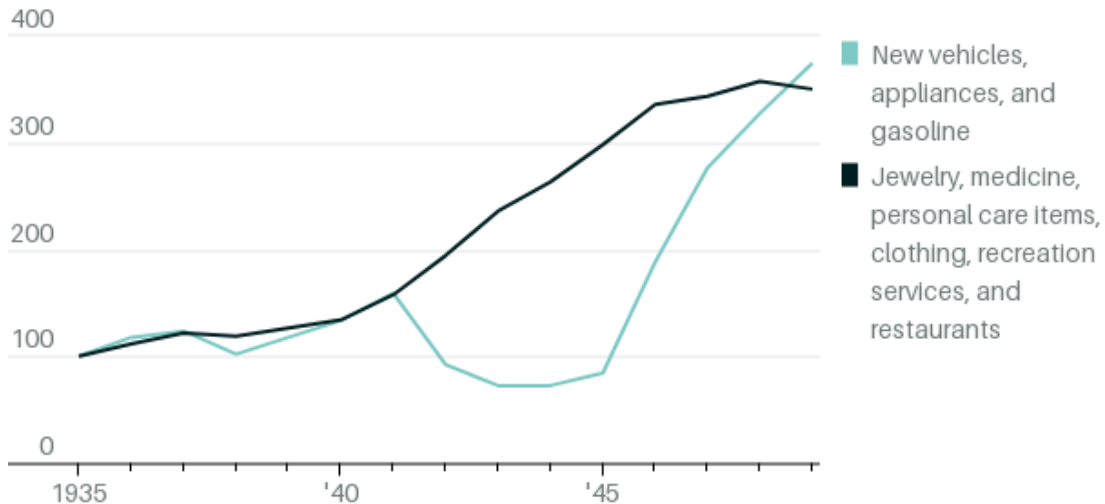
これまでのところ、パンデミックは基本的に第二次大戦とは逆の影響を及ぼしており、耐久財や住宅に対する支出が増加する一方で、サービスへの需要は減少している。米国人は、今後数年間は休暇に出かけ、コンサートや映画に行く機会を増やすかもしれないが、恐らく散髪や料理のテークアウトが増えることはないだろう。本誌が1945年に指摘した通り、室温を15度に維持する燃料しかなかった戦時中の家庭が、戦後その埋め合わせをするために室温を27度に維持する可能性は低い。

■ インフレと価格統制

Forget the Fridge, Here's a Necklace

Americans responded to wartime restrictions by spending more on other things. When restrictions ended, consumer behavior reverted.

Consumer spending, 1935 = 100



終戦によって公定価格は急上昇し、消費者物価指数（CPI）は終戦から1947年末にかけて年平均12%上昇した。一見して、これを戦時中に投資家が懸念していた「繰り延べ需要」と「過剰貯蓄」のせいにするのは簡単だろう。今日の投資家がパンデミックの収束後に同様のことが起こることを懸念するのも無理はない。

幸い、戦後にインフレ率が上昇したように見えるのは、価格統制の導入と解除のタイミングだけの人為的なものだった。ミルトン・フリードマンとアンナ・シュワルツが回顧的な著述で述べているように、価格統制によって望ましい商品が不足し、品質が低下し、ブラックマーケットが登場したため、「価格統制の期間中、いかなる経済学的な意味においても、物価が『物価指標』を上回る上昇をしたのは明らか」だ。1946年から1947年に公表された物価の上昇は実際にはインフレではなく、「既に起きていた物価の上昇が顕在化した」にすぎない。

より適切な尺度は、1939年9月に第二次大戦が始まる直前から1950年に朝鮮戦争によってインフレの新たなラウンドと価格統制が始まるまでの長期的な物価水準の変化だ。この約11年間の米国のインフレ率は年平均5%、食品を除くと4%弱だった。価格統制のおかげで、この穏やかな平均インフレ率の背後には、二つの明確な2桁インフレの波が存在する。一つは米国が軍需生産を拡大し始めた1941年から1942年にかけての価格統制を実施する前の時期、もう一つは1946年から1947年にかけての価格統制を解除した後の時期だ。

別の言い方をすると、米国の名目GDP（国内総生産）は1940年から1950年の間に3倍になった。このうち約3分の2は生産量の増加、残る3分の1は物価の上昇によるものだ。これは名目GDPの増加の40%が物価上昇によるものだった2000年から2019年までの期間よりもわずかながら良い内容であり、60%が物価上昇によるものだった1969年から1983年までの期間よりもはるかに良い内容だ。

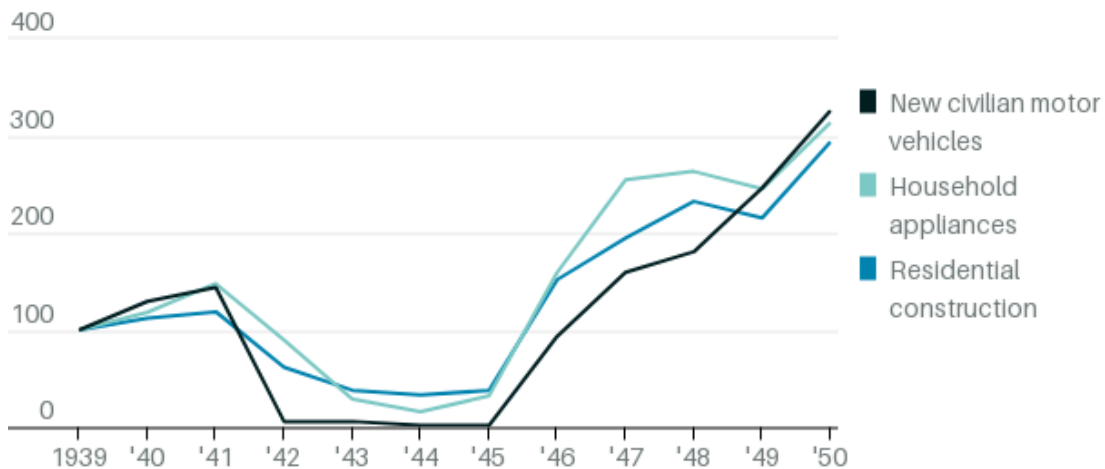
米国の1940年代の奇跡的な成長が、戦時動員と平時に戻る時のインフレの影響を限定的なものにした。米国は「大砲とバター」の間のトレードオフを、両方を増産することによって乗り越えた。この背景には、失業者と操業停止中の工場という大きな生産余力と、戦時中のイノベーションと必要性による生産性の大幅な向上という二つの要因がある。再びこの二つの要因が作用する可能性がある。

■ 戦後とパンデミック後の類似性

Pent-Up Demand

Wartime rationing temporarily crushed spending on new consumer durables and put a brake on home building. Once the war ended, Americans made up the lost time.

Inflation-adjusted spending, 1939 = 100



Source: Bureau of Economic Analysis; Barron's calculations

パンデミック前の失業率は低く見えたが、それでも正式な失業者が約600万人、正式には労働者としてカウントされていないが仕事を求めている米国人が約500万人、フルタイム勤務を望むパートタイマーが450万人いた。また、雇用率には男女間で大きな差があり、これは保育サービスへのアクセスが不十分なことも理由の一つだ。現在、不完全雇用者の数ははるかに多い一方、米国の製造業の稼働率はパンデミック前で75%にすぎず、現在はわずかながら低下している。

それと同時に、パンデミックによって、小売り業やその他の業界で既に効率性が大幅に改善しており、それが、米連邦準備制度理事会（FRB）が今後数年間の見通しについて楽観的な理由の一つとなっている。新しいテクノロジーやビジネスプロセスの改善や拡張が行われるにつれ、効率性はさらに向上する可能性がある。

本誌は1943年に、戦争が終われば「米国は米国人が望む可能性のあるものを全て製造することができ。大きな問題は、われわれの製品に対する海外からの需要がどれくらいあるかどうかだろう」と予測した。これは現在の状況にも当てはまる。恐らく米国は、パンデミック収束後のインフレ率の一時的な上昇を懸念するよりも、海外の消費者の回復が弱く、米国の輸出企業が打撃を受け、貿易赤字が拡大するリスクの方をより重視すべきであろう。

By Matthew C. Klein
(Source: Dow Jones)

3.

次のテスラとなる会社はどこか? - Could These Stocks Be the Next Tesla?

[インタビュー]

ベイリー・ギフォードのトム・スレーター氏に聞く

■ 優れた投資実績を誇るベイリー・ギフォードの投資方針



Photograph by Matt Marcus

スコットランドのエディンバラを拠点とする資産運用会社ベイリー・ギフォードは、110年以上にわたり優れた投資実績を築いてきた。同社のトム・スレーター氏は、本誌のラウンドテーブルのメンバーであるジェームズ・アンダーソン氏と共に、運用資産約180億ポンド（250億ドル）のスコティッシュ・モーゲージ・インベストメント・トラスト＜SMT.英国＞の共同マネジャーを務め、ベイリー・ギフォード米国エクイティ・グロース・ファンド＜BGGSX＞の共同マネジャーも務めている。いずれも、モーニングスターから5つ星の評価を受けている。

本誌：輝かしい2020年がすぎ、グロース株は課題に直面しているが、懸念はあるか？

スレーター氏：短期的な株価の動きには注目せず、長期的な機会を持つ企業を重視している。平均保有期間は5～10年としている。株価がファンダメンタルズによってけん引されるには、その程度の期間が必要だ。多くの人は、経済指標を予測しようとするが、それが不可能とは言わないが、本質的に非常に困難なことだ。その一方で、通信、コンピューター、機械学習、エネルギーの生成と貯蔵、遺伝子配列、合成生物学など、予測可能なトレンドは数多くある。予測可能なトレンドと、それが生み出す機会を重視する。

Q：本誌の100周年を記念するラウンドテーブルでは、生物学の分野でムーアの法則と同等の軌道を描いている技術があるとの話だったが、投資家はこれをどのように活用できるのか？

A：遺伝子解析のコストカーブは、ムーアの法則に基づくコンピューティングパワーのコストよりもはるかに劇的に低下している。遺伝子解析では、膨大な量の医療データが生成される。このデータを処理・保存するためのコストは急速に低下しており、データに機械学習を適用するためのコストも低下している。生物学では、1と0ではなく、G、T、A、C（ゲノムを形成するグアニン、チミン、アデニン、シトシン）でコーディングする。バイオテクノロジー企業モデルナ＜MRNA＞のメッセンジャーRNAをベースにした安全で効果的なワクチンを製造する能力は、ヒト免疫不全ウイルス（HIV）のワクチン製造をはじめ、多くの満たされていないニーズを解決する同社の能力を確信させるものだ。同じく合成生物学のギンコ・バイオワークスは、特別買収目的会社（SPAC）との合併により上場する予定だ。

Q：モデルナの成功は競合他社を引き寄せるのでは？

A：ある技術が既存のパラダイムの進化ではなく、急激な変化を遂げた場合、往々にして既存の企業がその変化を受け入れるのは難しい。それよりも、その技術が新しいビジネスや新しいビジネスモデルを生み出す可能性の方が高い。これまでの自動車業界では、電気自動車（EV）の開発がそうだった。興味深いことに、大きなワクチン事業を持つ製薬会社は、効果的な新型コロナ感染症ワクチンを開発していない。

■ 次のテスラはどの会社か

Q：EVと言えば、ベイリー・ギフォードはテスラ＜TSLA＞への出資比率を、ピーク時の7%以上から2%以下に減らしたが、その理由は？

A：依然として大量のテスラの株式を保有している。今回の売却は、株価の強さと、それを後押しする同社の経営上の成功を反映したものでもある。ここからの上昇余地も考慮してのことだ。

Q：EVの世界で、そしてもっと広い分野での次のテスラはどの会社か？

A：中国は世界最大の自動車市場であり、テスラに対抗する中国国内企業のチャレンジャーが出てこない方が驚きだ。そのようなプレーヤーになりそうなニーオ（上海蔚来汽車）＜NIO＞に投資している。

テスラの魅力は何か。自動車市場は巨大だ。また、創業者でもある最高経営責任者（CEO）が自らの資産のかなりの部分を会社に賭け、株式市場の評価をあまり気にせず、長期的なビジョンをひたすら追求してきた。われわれが保有していた期間に、株価が30%以上下落したことが10回もあった。

モデルナは、応用範囲の広いプラットフォーム技術を持っており、興味深い存在だ。ゲノム解析装置を製造するイルミナ＜ILMN＞にも同様の機会がある。料理宅配の美团点評＜3690.香港＞、電子商取引企業ピンデュオデュオ＜PDD＞などの中国企業は、その野心の大きさもあって魅力的だ。これらの企業は、それぞれの業界のサプライチェーン全体をどんどん変えている。中国では調理済みの総菜を食べる文化が浸透しつつあり、集合住宅のキッチンはどんどん小さくなる一方、その集合住宅には効率的な宅配のためのサービスインフラが整備されている。信頼性の高い迅速な配達インフラを構築することで、隣接するカテゴリーが生まれる。

中国の情報・通信会社の北京字節跳動科技（バイトダンス）も魅力的だ。ティックトック（同社のソーシャルメディア子会社）は米国で議論を呼んでいるが、バイトダンスは中国国内中心の企業で、急速に拡大してきた。中国では、創業者をリーダーとする超大企業が、国内市場の規模を活用している。

Q：創業者でもあるCEOが率いる企業への投資を 선호するか？

A：長期的な成果に向けて最適化する人が率いる企業に投資したいと考えている。それは創業者に多く見られるが、プロのCEOでも当てはまることもある。フランシス・デスーザ氏は2016年からイルミナのCEOを務めているが、昨年、今後5～10年の市場の展開を考慮し、がん血液検査の開発会社でまだ売り上げのない新興企業グレイルを80億ドルで買収すると決めた。株式市場には受け入れられなかったが、これこそが創業者的な行動だ。

Q：投資家が注目すべき非公開企業は？

A：スペースXは、宇宙へのアクセスコストを数桁下げようとしており、宇宙旅行の商業化という新しい市場を創造している。また、3Dプリンターを使ってロケットを製造しているレラティビティ・スペースにも出資している。

Q：最近、アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞の保有株式を減らした理由は？

A：16年前からアマゾンに保有している。昨年までは、ファンド内の分散化のために減らしていた。しかし、アマゾンは依然としてファンド内で大きな存在だ。将来的にも大きな機会がある。食料品がその一つで、徐々にオンライン化が進んでおり、カテゴリーとして巨大だ。一方で、ジェフ・ベゾス氏がCEOの座から退いたことは、消費者向けビジネスを担当していたジェフ・ウィルク氏の最近の引退と合わせて、当社による分析において重要な要素となった。ベゾス氏のビジョンと意欲が

アマゾンをここまで成長させた重要な要素であるならば、CEOから取締役会長に後退するだけでも慎重になる。

Q：他に妙味のある投資は？

A：保険会社のレモネード<LMND>は、賃貸物件の家財保険を販売する会社としてスタートしたが、この保険では、顧客から集めた保険料のうち、保険金支払い後の余剰資金を顧客指定の慈善団体に寄付することが可能だ。これにより、保険金を過大に請求しないよう動機付けできる。賃貸物件の家財保険が入り口となり、その時の体験が素晴らしければ、同じブランドのペット保険や自動車保険、持ち家の家財保険を使うようになる。また、最新のテクノロジー・スタック（組み合わせ）を構築している。

最近、ライフサイエンス企業のテンエックス・ゲノミクス<TXG>とリカージョン・ファーマシューティカルズ<RXRX>に投資した。共通のテーマは、既存企業よりもはるかに効率的な情報技術の応用だ。決済処理会社のアフーム・ホールディングス<AFRM>もこのテーマに当てはまる。従来、買物時の融資は金利が高いなど、消費者にとって不利なものだったが、同社はテクノロジーを活用することで、消費者に配慮したサービスを実現し、それがサービスの普及を促進している。

Q：黒字化していないことが投資の妨げになるのはどのような時か？

A：企業が現在黒字かどうかは、創出される価値とはほとんど無関係だ。例えば、サービスとしてのソフトウェア（SaaS）企業を考えてみると、初年度に新規顧客を獲得するには多額の費用がかかるかもしれないが、それによって得られる収入は何十年も続く可能性がある。投資家としては、できるだけ多くの顧客と契約してほしいと思うが、それは最初の段階で大きな損失を被ることもある。しかし、その顧客を捕まえておけば、膨大な価値が創造される。

By Lauren R. Rublin
(Source: Dow Jones)

4. 新しいデジタル・ブレトンウッズ体制の到来 - Time for a New, Digital

[フィーチャー]

Bretton Woods

デジタル技術で金融・貿易の信頼を構築

■ 国際取引と通貨のデジタル化

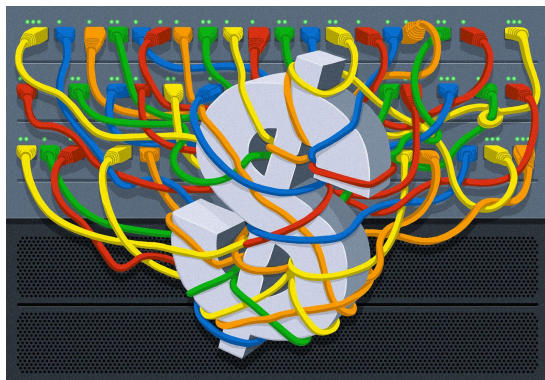


Illustration by Pete Reynolds

英国で開催された主要7カ国首脳会議（G7）は各国が新たな技術による影響に備えることを約束して幕を閉じた。世界共通の利益のため、信頼できる価値観主導のデジタル生態系の実現に向けて協力すると言うが、各国には難題が待ち受ける。デジタル化が地政学に及ぼす影響はようやく理解され始めたばかりだ。

中国、シンガポール、スイスなどの貿易国は、デジタル貿易に向けた新しいプラットフォームを構築中だ。マサチューセッツ工科大学（MIT）が設計を支援した「トラストチェーン」は、いつでも、どこでも、誰とでも、より安く、簡単に、安全にビジネスを行うための

システムだ。デジタル共通契約書、分散台帳技術（DLT）、通信暗号化を掛け合わせることで、どの国の企業も安全かつ確実に取引を行える。支払いだけでなく金融、貿易、税務、監査なども統一規格で行うことができる。トラストチェーンは緩やかなコミュニケーションツールであるインターネットのプロトコルにレイヤーを追加し、信頼のおける取引ツールにするものだ。

同様の技術を使って決済と徴税を行うデジタル通貨の発行も急増しており、トラストチェーンの展開を後押しする。シンガポールはデジタル通貨発行の一環として、トラストチェーンを利用した支払いと証券の決済を中央銀行発行のデジタルトークンで行う「プロジェクト・ウビン」を試験的に導入した。既存の集中型システムに代わる、より明確で効率的なシステム構築を目指す。

連合学習型人工知能（AI）、DLT、デジタル共通契約、データ取引所などのビジネスモデルにより、データへのアクセスはより容易になり、標準化され、保護される。だがデジタル化は新たな問題を提起し、政治家や企業にとって前例のない課題と機会をもたらすことになるだろう。

■ デジタル化による地政学への影響

金融面から見ると、各国通貨のデジタル化は画期的だ。暗号資産（仮想通貨）やデジタル通貨が国際貿易で支配的になれば、米ドルの将来が危ぶまれる。米国にとって地政学上強力な武器である国際銀行間金融通信協会（SWIFT）の重要性は大幅に低下するだろう。各国通貨のデジタル化への移行がもたらす地政学的な影響は無視できない。例えば中国は、経済圏構想「一帯一路」のパートナー各国からの支払いをデジタル化することにより、ドル決済不要の貿易圏を新たに構築することができる。

既存の国際協力体制では、この課題に対応できない。各国の債務は第二次世界大戦後未曾有の水準にあるにもかかわらず低金利（あるいはマイナス金利）が継続し、ゆっくりと、だが確実に中産階級を駆逐しつつある。各国または各経済圏は「通貨安競争」の危機にあり、各国が競って自国通貨を切り下げようとする結果、小国が最も苦しむことになる。新しいデジタルプラットフォームにより、小国は法人税率を引き下げ、プライバシー法を緩和し、知的財産保護を最小に抑えるなど、地味な方法ではあるが確実に近隣諸国からの利益移転が可能となる。

■ デジタル化による金融システムの刷新

現在の金融・銀行制度は既に時代遅れとなっている。銀行は、その規模と複雑化したバランスシートにより管理・規制不能な機関となった。規制当局が複雑な金融商品のトレードと清算・決済を中央清算機関に集約させたため、一カ所での障害が全体に波及する状況を生み出した。ロビンフッドなどの取引プラットフォームは内部リスク管理が未熟であり、ネットワーク全体を脅かす。

新しい技術の導入は、既存の機関に競争を、新規参入者に繁栄をもたらし、金融制度全体を再構築するだろう。仮想通貨が現金の競合となり、決済のみを行う銀行は信用創造を行う伝統的な銀行の競合となる。ブロックチェーンを通じて個人間が支払いを行う分散型決済システムは、中央集権型の中央銀行や民間銀行と競合する。最終的には世界の金融システムが現在とは全く異なった形になるだろう。

新しいデジタル・ブレトンウッズ体制の時が来た。国際機関を刷新するための、より効率的で安全かつ包括的なデジタルプラットフォームが必要だ。問題を未然に防ぎ、画一化されたりリスク管理の下で安定した世界経済を構築するためには、貿易、税務、金融、デジタル技術など全ての側面を網羅しなければならない。新しい世界秩序が到来するか否かを問う時期は過ぎた。誰の負担で誰に利益がもたらされるのか、人類全体が利益を享受するために何ができるのかが、今問われている。

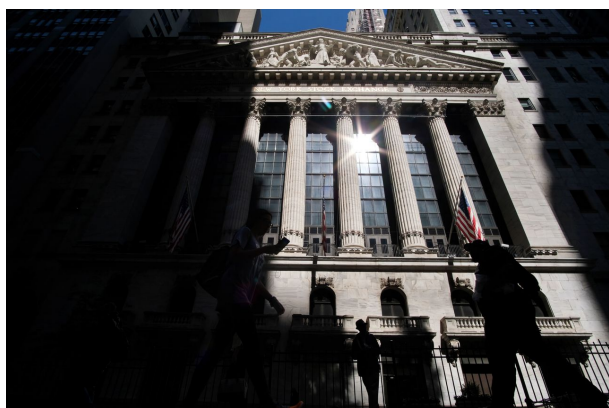
3人の筆者はマサチューセッツ工科大学のConnection Science & Engineeringの研究者。

By Alex Pentland, Alex Lipton, Thomas Hardjono
(Source: Dow Jones)

5. FOMCを受けて景気敏感株が急落 - The Dow Just Had Its Worst Week Since October. What Happens Next. 長期金利の低下を好感した成長株の物色は慎重に

[米国株式市場]

■ FOMCで利上げ観測が前倒し



JEWEL SAMAD/AFP via Getty Images

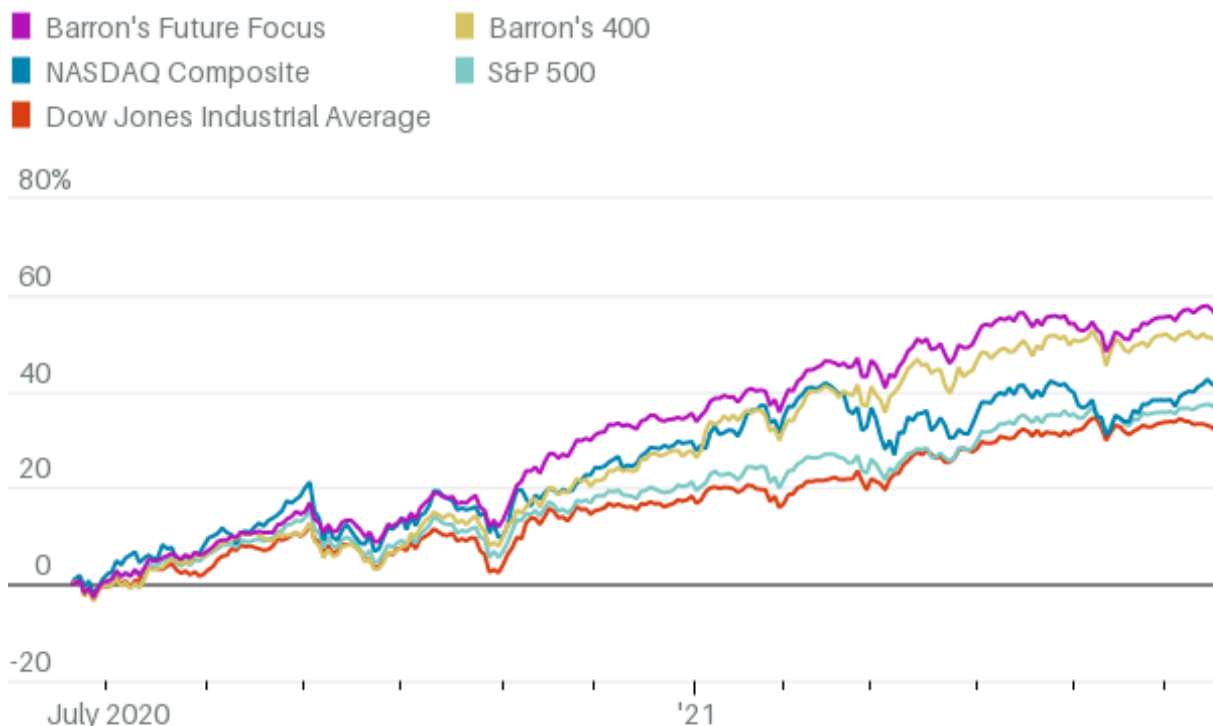
いよいよ始まったのか。

米連邦準備制度理事会（FRB）から先週何か動きがあるとは誰も予想していなかった。米連邦公開市場委員会（FOMC）参加者の政策金利の見通しを示す「ドットチャート」に変化があるとの予想はあったものの、金利上昇や資産買い入れの規模縮小（テーパリング）の開始も見込まれていなかった。こうした予想に反し、金融引き締め政策のプロセスが、長らく予想されていた株価の調整とともについに始まったようだ。

16日のFOMCの終了直後は、そのようには見えなかった。FRBのドットチャートでは最初の利上げは2023年になり、同年内に2回行われるであろうことが示され、ほとんどの地区連銀総裁がその見解に同意していた。雇用市場が回復し、インフレ率が持続的に2%を超えるまでは金融政策の据え置きを約束してきた中央銀行にとって、これは変化と言えるものだった。ただし大きな変化ではなく、このニュースを市場は冷静に受け止めた。

■ 市場の反応に変化

Market Snapshot



Source: FactSet

木曜日に発表された新規失業保険申請件数が市場予想を下回る低調な内容だったあたりから、変化があったようだ。FRBのパウエル議長は水曜日の記者会見で、雇用市場は新たな利上げスケジュールを正当化するのに十分なほど早く回復し、雇用の確保とインフレの管理にFRBは問題を感じないと確信しているようだった。しかし新規失業保険申請件数は、そうした状況に至らない可能性を示唆したようであり、2年物米国債の利回りが急上昇する一方、10年物米国債の利回りは低下した。これは利上げが経済成長を止めてしまう可能性を示唆しており、FRBは景気の過熱を容認すると想定していた市場にとって懸念される状況だった。

市場はそれでも底堅かったものの、金曜日にセントルイス連銀のブラード総裁の発言に反応した。同総裁は、FRBはテーパリングの議論を始めており、インフレ目標は今年か来年には達成されるだろうと述べ、さらにFRBのインフレ予測には上方リスクがあると述べた。つまり、基本的には引き締めプロセスが始まったということになる。アイアンサイズ・マクロエコノミクスのバリー・ナップ氏は、「ブラード総裁は引き締めプロセスが始まったことを明確にし、何の疑いも残さなかった」と述べる。

市場もそれに同意したようだ。先週、S&P500指数は1.9%安の4166.45となり、週間の下落率としては2月以来の大きさとなった。ダウ工業株30種平均は3.4%下落して3万3290ドル8セントで引け、週間としては昨年10月以来の最悪の週だった。小型株のラッセル2000指数は4.2%安の2237.75となり、同様に昨年10月以来の最悪を記録した。こうした傾向はまだ続きそうで、ナップ氏は「リスクオフの状況を経ずに（金融政策を引き締める）方法はない」と指摘する。一方、ナスダック総合指数は0.3%安の1万4030.38で週末を迎えた。

■ 物色動向の変化

先週の急落では、景気回復の加速から恩恵を受ける銘柄が特に痛手を受けた。非鉄金属大手のフリーポート・マクモラン<FCX>や化学大手のダウ<DOW>が主力となっている上場投資信託（ETF）の素材セレクト・セクターSPDR<XLB>は6.3%下落した。建機大手のキャタピラー<CAT>や資本財大手のゼネラル・エレクトリック<GE>を組み込んだETFの資本財セレクト・セクターSPDR<XLI>は3.8%安となった。これらの動きはすべて理にかなっている。経済成長のペースが遅くなれば、企業収益も同様になると思われるからだ。

ウェルズ・ファーゴ・セキュリティーズの米国株式ストラテジストであるクリストファー・ハーベイ氏は、「景気敏感株は新たな価格水準を模索している。最終的には、これらの銘柄に買いチャンスがあると考えているが、それがどの水準なのかを見極めようとしているところだ」と述べる。

一方、0.3%安にとどまったナスダック総合指数は主要指数の中では傷が浅かったが、これにも意味がある。年初からの大半で、投資家が割高なハイテク株、一般消費財株およびコミュニケーション・サービス株の投資比率を減らしていたため、先週初めの時点でナスダック総合指数はS&P500指数に対して年初来のパフォーマンスが4%ポイント下回っていた。しかし、そのうちの約1.5ポイントをわずか1週間で取り返した。

ただし、これを最も割高で投機的な銘柄に再度飛びつくための青信号と考えるべきではない。10年国債利回りの低下は短期的にはこうした銘柄の追い風となるものの、FRBがいずれ利上げを開始し、最も破壊的なイノベーションを持つ銘柄でさえ、逆風に耐えられなくなるかもしれない。MKMパートナーズのチーフエコノミストを務めるマイケル・ダーダ氏は、「成長株が現在のバリュエーションを維持するには、全てがうまくいっている状況が続かなければならない」と述べる。

もしかしたら、先週の出来事が何もなかったようになる可能性もある。パウエル議長が火曜日に予定されている下院での議会証言でハト派に傾き、先週の出来事が悪い夢だったように感じられることも想定されるからだ。

もちろん、そうならない場合もある。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

6. 米FRBが超緩和的スタンスを和らげる - The Fed Pulls Back on Its Ultraeasy Stance. 投資家はボラティリティー上昇に備えよ

[コラム]

■ 量的緩和 (QE) の縮小を示唆



Paul Frangipane/Bloomberg

6月21日は夏至で、ずっと以前はその時期は金融市場は動きが少なくなる季節に入ることを意味した。近年はその傾向がますます薄れ、今年の夏は穏やかとは程遠くなる見込みだ。

その理由は米連邦準備制度理事会 (FRB) にある。FRBは先週、超低金利政策からいずれ脱却すると示唆した。連邦公開市場委員会 (FOMC) では金融政策は変更されなかったが、ドットチャート (FOMC参加者の金利予想分布) では、2023年に0.25%ずつ2回の利上げが示された。3月のFOMCでは、このフェデラルファンド (FF) 金利誘導目標が2年以上も先まで0~0.25%で維

持されるという予想となっていた。ただ、最近までにユーロドル金利先物市場は、数回の利上げを既に織り込んでおり、ドットチャートが市場に追い付いたことを意味する。

さらにパウエル議長は、FRBに対して量的緩和 (QE) の縮小 (テーパリング) に関する議論の開始も認めた。言い換えれば、FRBの超緩和的金融政策がいずれ終了するということだ。米国経済が力強く成長し、インフレ率が数年来の高水準にある中で、新型コロナウイルスのパンデミック (世界的流行) 対策として実施された緊急政策が終了の時を迎えつつあるようだ。

パウエル議長はFRBが前回2013年に、債券買い入れプログラムの縮小を発表して債券市場と株式市場を動揺させた「テーパータントラム」を回顧しながら、FRBが十分に前もって市場に予告することを明確にした。とはいえ、金融政策に関する不透明性は、最近落ち着いたボラティリティーが上昇する公算が大きいことを意味する。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) は過去約3カ月にわたって概ね10台で推移している。

この時期は、長期の米国債利回りが第1四半期に付けたピークから低下し、10年債利回りは直近のピークである1.75%から1.50%割れへ緩やかに低下してきた時期と一致する。しかし、FRBがテーパリング (量的緩和の縮小) に関する協議を開始したとの発表で債券利回りは上昇したが、木曜日にはFOMCの2日目に対する反応として金利市場はやや混乱した。金利は、短期が上昇した一方で長期は低下して、イールドカーブはフラット化した。FF金利の予想に最も敏感な2年債利回りは過去3カ月だいたい横ばいだった0.15%前後から2020年3月以来の最高となる0.226%へ上昇した。一方で、30年債利回りは、2月18日以来の最低となる2.104%へ低下した。

■ ボラティリティーとディフェンシブ銘柄

証券会社R.J.オブライエンの金利デリバティブストラテジストであるウィリアム・ナフィン氏は、ボラティリティーの低下ではなく上昇に賭けたいと結論している。一方でBTIGの株式およびデリバティブのチーフ・ストラテジストであるジュリアン・エマニュエル氏は債券価格の変動を、FRBのニュースを受けたコモディティ価格急落の副作用として片付ける。

その根拠が何であれ、FOMCの発表とパウエル議長の記者会見を受けたイールドカーブのフラット化、コモディティー価格の下落およびドル高の全ては、ディスインフレ的な方向を指し示している。

パウエル議長が債券買い入れ額の縮小を発表する時期として、8月終盤のジャクソンホールでの講演がコンセンサスになっているもようだ。エマニュエル氏は、7月27～28日の次回FOMCで何らかの発表があると考えている。

RBCの米国株式ストラテジーを率いるロリ・カルバシナ氏は、FRBによる債券買い入れを縮小していないとはいえ、第2四半期の10年債利回り低下は、経済の減速を示唆している可能性があると考えている。長期債利回り低下は、広く注目されているサプライ管理協会（ISM）の景況指数の低下の予兆である可能性があり、実際に低下すれば景気敏感株の株価上昇の一服か市場全体の下落につながる可能性がある、カルバシナ氏は言う。そのような場合には、同氏は生活必需品、公益およびヘルスケアといった古典的なディフェンシブセクターの買い増しを推奨する。市場を主導してきた金融、エネルギーおよび素材は長期的には理にかなっているが、資本財はバリュエーション面で魅力に欠けると同氏は言う。

エマニュエル氏もヘルスケアなどのディフェンシブ銘柄に対するエクスポージャーを選好する一方で、輸送と、バリュエーションが高い長期成長銘柄を回避している。同氏はまた、ボラティリティーの上昇に向けてオプションを通じて取引する。S&P500指数の7月30日満期のコールとプットを同時に買うストラドルを推奨しており、それは、市場が大幅に上昇または下落した際には利益を上げられるが、市場が横ばいで推移した場合にはオプションに対して支払ったプレミアムの費用を失うことになる。

■ 原油関連が穴場

FRBの金融刺激が縮小するという予兆によって、ダウ工業株30種平均は2020年10月30日までの1週間以来で最悪の週となった。ダウ平均は、昨年11月初めにファイザーなどが開発したワクチンの試験結果発表によってパンデミックがいずれ終息する前兆が感じられて以来上回っていた50日移動平均線を、金曜日に下抜けることとなった。

先週に最も大きな打撃を受けたのはリフレ関連投資で、例えば上場投資信託（ETF）のSPDR S&Pメタル・アンド・マイニングETF<XME>は1週間で12%下落した。一方で、原油は他のコモディティーと比較して持ちこたえて、ウエスト・テキサス・インターミディエート（WTI）は1バレル当たり70ドル台を維持した。BCAは、世界の原油需要の回復と供給の制約を見込んでおり、ブレント原油価格を、2022年末は74ドル、2023年末は81ドルと予想している（金曜日は73.51ドル）。

同僚のアビ・サルツマン氏が書いているように、原油銘柄がリフレ取引の最後の砦となり、インカム投資家にとって魅力的になる可能性がある。また、ローレンス・ストラウス氏は、インフレヘッジの手段としてエネルギー銘柄を取り上げている。エネルギー・セレクト・セクターSPDRファンド<XLE>の過去12カ月の実績配当利回りは4%で、30年債利回りの2倍近くになっている。クローズドエンド・ファンドでも同様のエクスポージャーが得られ、アダムス・ナチュラル・リソース・ファンド<PEO>の木曜日の終値は純資産価値（NAV）を12.8%下回った。両ファンドに共通して、エクソンモービル<XOM>とシェブロン<CVX>の大手2銘柄が占める割合が高く、ETFでは43%、クローズドエンド・ファンドでは32%を占めている。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. オフィスの再開に伴い、試す価値のある銘柄は - We' re Going Back to the Office. Here Are Some Stocks to Try On. ポストコロナで成功するアパレル銘柄を探す

[アパレル]

■ カジュアルウェアで事足りた1年の後、オフィスに何を着ていくべきか



Dreamstime.com

このところファッションについて考えている。もともとそんなつもりはなかった。筆者は長年、スーツとドレスシューズ、それもブルックス・ブラザーズとアレックス・エドモンズという、意図的に目立たず忘れられやすい組み合わせで職場を乗り切ってきたし、確立したスタイルとして今後10年か20年もそれで通すつもりだった。

週末のワードローブはそれほど問題ではない。LLビーンゴルフシャツとニューバランスのスニーカーというオヤジの強力コンビは、テラスの椅子に腰を下ろしてうたた寝するのにぴったりだ。しかしパンデミック

のせいで、スーツについては確信が揺らいでいる。

これまで1年以上、プロフェッショナルの人々はフリースをズーム画面の下、場合によっては上にも着用してきた。暗黙のコンセンサスとして、レーバーデー（9月第1月曜日）前後に都市部の労働者が一斉にオフィス出勤を再開すると考えられているようだ。オフィスに戻るときにスーツを着ているのが自分だけだったらどうなるか。タイムズスクエアの大道芸人のように目立つことは筆者の望むところではない。一方で、他の皆が久しぶりのドレスアップでこぞって決める中で自分だけがドレスダウンしたらどうなるのか。筆者のスーツのズボンのボタンが留められることに抵抗している事実は、この際脇に置いておく。

■ 急回復が見込まれるアパレル業界

JPモルガンは、米国のアパレル業界の売上高が今年は昨年の落ち込みから21%増加し、2019年の比較的正常な売上高をも6%上回ると予測している。ジェフリーズが女性を対象に実施した最近の調査では、6割以上が手持ちの服が流行遅れで近いうちに買い足すつもりだと回答している。

アパレルは何十年もの間デフレ傾向にあったが、5月の価格は前年同月比5.6%上昇し、全体的なインフレ率を上回った。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）により何千店ものアパレル店舗が閉店したため、生き残った店舗の価格決定力は高まっている。サプライチェーンの混乱により、輸送コストも上昇した。繊維・縫製産業では労働者が不足しているが、需要は急増中だ。アパレル業界は堅調な収益性が続く見通しが立っている。

JPモルガンは、量販店の中ではターゲット<TGT>を推奨している。同社は競合店の減少の恩恵を受けると見られる。ブランドオーナーでは、ナイキ<NKE>、VFコーポレーション<VFC>、リーバイ・ストラウス<LEVI>が好まれている。専門店の推奨銘柄には、アメリカン・イーグル・アウトフィッターズ<AEO>、ブーツ・バーン・ホールディングス<BOOT>、ギャップ<GPS>が含まれる。オフィス再開後も、クリスマスシーズンに向けて各社の在庫不足は続く可能性がある。

ウェルズ・ファーゴ・セキュリティーズでアナリストを務めるアイク・ボルショウ氏は、「投資家は繁盛している店舗と株価が魅力的な銘柄を見分けるよう、注意する必要がある」と指摘する。例

例えば、同氏は女性用ヨガウェア大手で男性向けの展開を強化中のルルレモン・アスレティカ＜LULU＞に注目し、「正直に言うと、私はパンデミック前から職場で伸縮性のあるジーンズやチノパンツといったルルレモンの商品をよく着ていた。それにカジュアルなボタンダウンシャツを合わせるのが、スーツとネクタイに取って代わる新しいスタイルの一つとなっている」と述べる。しかし、同氏は1年前に同社の評価をオーバーウエートからイコールウエート（中立）に引き下げている。

ボルショウ氏はラルフローレン＜RL＞を選好する。同社は、パンデミックによって大きな打撃を受けたため、購買パターンが正常に戻ることで受ける恩恵も大きい。同氏は古着オンライン販売のスレッドアップ＜TDUP＞にも強気だ。

アクセサリーも忘れてはいけない。ボルショウ氏によると、パンデミックによるオンラインショッピングへの急激な移行を受けて、ハンドバッグ販売のタペストリー＜TPR＞とカプリ・ホールディングス＜CPRI＞は良いポジションに付けている。衣料品の売り手は一般的に、注文処理コストが主に変動費のオンライン店舗よりも、固定費が高くそれをカバーする必要がある実店舗で販売されることを好む。しかしハンドバッグは例外で、価格が送料を吸収できるくらい高く、サイズが問題とならないため返品率も低い。

■ 仕事着に対する新たなアプローチ

筆者は先週、若手アパレル経営者2人と対話した。サラ・ラフルール氏は、パワーカジュアルと称するルックを打ち出した女性向けアパレルのM.M.ラフルールを率いる。シックでありながら伸縮性があり、洗濯機で洗える服が中心で、その推進力はハイテク業界で働く女性たちだ。「男性はパーカーとジーンズでいいかもしれないが、女性はそうはいかない。かと言って、職場でワンピースを着ていると、面接に来たのかと思われてしまう」とラフルール氏は語る。職場に戻る初日に関する同氏のアドバイスは、自分に合ったサイズを着ること、そして自分に優しくすることだ。「今は誰にとっても大変な時期なのだから」と同氏は述べる。

スティッチ・フィックス＜SFIX＞は、人間のスタイリストと人工知能（AI）を組み合わせる顧客のファッションを選択する。同社の株価は、2017年11月の新規株式公開（IPO）価格の15ドルから60ドルまで上昇している。これにより、同社の時価総額はギャップの半分以上となっている。

8月1日にスティッチ・フィックスの最高経営責任者（CEO）に就任するエリザベス・スポルディング社長は、「消費者は現在、より多くのアドバイスを求めている」と述べる。同氏によると、パンデミック時のアスレジャー（スポーツウェアの普段着としての使用）の急成長を経て、最近ではジャンプスーツ、ロンパース、ミディ丈スカートといった夏の外出に適した遊び心のある服が流行りだしている。スポルディング氏は筆者に、アーティファクトという自社ブランドのストレッチニットブレザーを薦めてくれた。

筆者の仕事服に話を戻すと、ブルックス・ブラザーズとメンズ・ウェアハウスが昨年破産保護を申請するずっと前から、筆者はスーツが時代に取り残されつつあることは分かっていた。数年前に大手銀行の頭取を訪ねた時、筆者の装いが「コーポレート過ぎる」と言われたことを思い出す。今後スーツは、結婚式や葬式、あるいはマーク・ザッカーバーグ氏のように議会で叱責される時といった、特別な機会にのみ着用される方向に向かっているのではないかと懸念している。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

8. FTC新委員長へのカーン氏指名で一気に現実化し始めたハイテク規制 - The Threat of Tech Regulation Isn't New—But Now It's Real 既にM&A活動への足かせとなっているとの見方が浮上

[ハイテク]

■ バイデン大統領、FTC新委員長に大手ハイテク規制論者を指名



Graeme Jennings-Pool/Getty Images

ハイテク規制に関するバイデン大統領の見解についてまだ疑問を感じている人がいたとすれば、その答えは今や明らかになった。同大統領が先週、コロンビア法科大学院准教授のリナ・カーン氏を連邦取引委員会（FTC）の新委員長に指名し、自らの立場を鮮明にしたからだ。これは、ホワイトハウスにとって大胆な選択であり、ハイテク企業に批判的な人物に規制当局を委ねる決断でもある。

カーン氏のFTC新委員長への指名は、超党派の下院議員グループがハイテク企業、特にアマゾン・ドット・コム

<AMZN>、アップル<AAPL>、アルファベット<GOOGL>、フェイスブック<FB>の力を抑えることを意図した五つの法案パッケージを発表した数日後に行われた。この法案パッケージは、ハイテク企業の一部または全ての抜本的な再編を余儀なくさせる可能性がある。

投資家にとって、こうした規制動向は無視したくなる類いのものだ。大手ハイテク企業は何年にもわたり訴訟、規制、法律の脅威に直面してきたが、結局のところ株価は上昇し続けている。株主は声高な規制論を無視したことで報われてきた。

だが、暗雲が垂れ込めている。

■ 新たな独占にメスを入れる

エール大学法科大学院を卒業して4年しかたっていない32歳の弁護士であるカーン氏は、短いキャリアの中で多くの実績を積み上げてきた。2017年1月、まだ法科大学院生だったとき、今では有名な「アマゾンの反トラスト・パラドックス」と題した論文を発表した。カーン氏はハイテク規制の青写真を描いたこの論文で、反トラスト法（独禁法）の焦点は歴史的に、積極的な競争ではなく消費者の潜在的な被害に当てられてきたと主張したうえで、反トラスト法は「略奪的な価格設定がもたらすリスクと、異なる事業分野の統合が反競争的な結果を生む可能性があることを過小評価している」と指摘した。

同氏は2020年に、下院司法委員会の反トラストパネルが実施したデジタル市場調査で顧問を務め、最終報告書の中でその傑出した功績が認められている。この450 ページに上る報告書は、「かつて石油王と鉄道王の時代に見られたような独占企業」である大手ハイテク企業に照準を定めている。同委員会「これらの企業はあまりにも大きな力を持つ。その力は抑制され、適切な監督と法の下での執行の対象とならなければならない。経済と民主主義が危機に瀕している」との見解に達した。

カーン氏は最近、退任予定の現FTC委員長であるロヒット・チョプラ氏と共同で執筆した論文をシ

カゴ大学ロー・レビューで発表している。両氏はFTCに対し、FTC法で規定されているもののこれまであまり使用されていなかったルール策定の権限を活用すべきだと提案した。この論文は、歴史的に見てFTCの規制が訴訟に依存し過ぎており、新しいルールをつくる方が良いと主張し、カーン氏がFTCをどのように運営する可能性があるのかについての洞察を提供する。

■ FTCが新たなルールづくりに注力する可能性

シンクタンクであるテックフリーダムのプレジデントを務めるベリン・ソカ氏は、バイデン大統領がFTC委員長にカーン氏を指名すると決断したことに驚いたと語る一方で、この決断が「インターネット規制の抜本的な変化に対する欲求」と整合していると指摘する。

ソカ氏は、カーン氏が民主党の比較的進歩的なグループと関わりを持つにもかかわらず、この人事案が上院で珍しくも超党派の圧倒的賛成多数（賛成69票、反対28票）によって承認されたことに注目している。「この採決は、われわれがインターネットに関する本格的なテクノパニック（技術に対する恐怖）の真ただ中にあることを示している。共和党議員は大手ハイテク企業に怒りを持っているので賛成票を投じた」と考えられるからだ。

ソカ氏は、カーン氏がFTCをはるかにアクティビスト的組織に変える可能性があると述べるとともに、そのアグレッシブな政策決定方針は、少なくとも1970年代後半のカーター政権以降見られなかったものだろうと指摘した。その上でソカ氏は、カーン氏とFTCは、民主党が議会で承認を得ることができないような方針を採用するための政策決定権を行使する上で、「巨大な政治的圧力」に直面するだろうと付け加えた。

ソカ氏によると、一つの注意点は、カーン氏が物事を前進させるには5人の委員からなる委員会で3票の賛成票を必要とし、現在の委員であるチョプラ氏が上院の消費者金融保護局長に指名された（上院での承認待ち）ことだ。チョプラ氏の異動はFTCに短期的なこう着状態をもたらす可能性がある。バイデン大統領はチョプラ氏の後任となる委員をまだ指名していない。

■ 規制強化を見越してM&A活動が既に下火になっているとの見方も

ウォール街では総じて、ハイテク規制に何らかの変化が起きているとの見方が形成されつつある。ニュー・ストリート・リサーチの政策アドバイザーで1990年代後半にFCCの首席補佐官を務めたブレア・レビン氏は、ハイテク企業に対して見て見ぬふりをする期間は終わったと指摘する。さらに、大手ハイテク企業の力を封じ込めるためのさまざまな努力の一つがやがて実を結び、独禁法が2020年代半ばまでに大幅に改定されるのはほぼ確実だと述べている。

エバーコアISIのインターネット銘柄アナリストであるマーク・マハニー氏は、潜在的な規制によって生み出された不確実性によって大手ハイテク銘柄の時価総額が約10%縮小したと推定している。

マハニー氏は、ハイテク規制への関心の高まりによって既にハイテク企業のM&A活動が下火になっていると考えている。さらに同氏は、超党派の下院議員グループが発表した法案パッケージは目的の一つとして中小企業の保護を掲げているものの、この法案は潜在的な買収者の数を減らし、中小規模の企業の評価額を実質的に押し下げるとみている。

今のところ、ハイテク株はカーン氏がFTCの責任者となることに反応していない。ナスダック総合指数は先週、S&P500指数をアウトパフォームした。

ベアードのハイテクセクター担当ストラテジストであるテッド・モートンソン氏は、投資家が規制

動向を単なる古い物語の最新章と見なす傾向があると語る。同氏が言うように、ハイテク規制は「新しい概念ではない」が、今や大手ハイテク企業に対する最も批判的な勢力の一つが最も強い権限を持つ規制当局だ。これは、今までなかったことである。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

9. 進むオラクルの改革 - Oracle Is Still on the Mend 投資家に質の高い投資機会を提供

[注目銘柄]

■ 2月以降の株価は好調



Justin Sullivan/Getty Images

法人向けソフトウェア大手のオラクル<ORCL>は事業構造改革を進め、クラウド事業のために自社を変革している。4カ月前の本誌カバーストーリーでは構造改革の進展を取り上げたが、投資家は改革を十分に評価していないと指摘した。

本誌は、オラクルのアプリケーションとデータベースソフトウェアの2大事業で明らかに改革が進む一方、先行するアマゾン・ドット・コム<AMZN>、マイクロソフト<MSFT>、アルファベット<GOOGL>との競争に向けて、パブリッククラウド事業の構築に弾みが付いているとも指

摘した。

オラクルの株価が割安過ぎるとも指摘したが、現在はそれほど割安ではない。同社は年初来のパフォーマンスが最高のハイテク銘柄の一つであり、カバーストーリー掲載以降株価が約25%上昇したのに対し、ナスダック総合指数は1.4%の上昇にとどまる。上昇は終わらないかもしれない。今後数カ月の間に、同社は投資家にさらにサプライズを提供する可能性がある。

■ 業績拡大ペースに弾み



先週オラクルは2021年度5月期第4四半期決算を公表し、改革が進展していることを裏付けた。売上高は前年同期を8%上回る112億ドルだったが、増収率は四半期として2011年以来最も高く、ガイダンスの5~7%を上回った。調整後1株当たり利益（EPS）は1ドル54セントと、ガイダンスの1ドル28~32セントを上回った。

オラクルはアプリケーションのポートフォリオで強みを発揮し、売上高は大企業向け会計ソフトウェア「フュージョンERP」が前年同期比46%増、大企業向け人事管理ソフトウェア「フュージョンHCM」が同35%増、中小企業向け会計ソフトウェアの「ネットスイートERP」が同26%増だった。同社はクラウドインフラ事業の増収率は100%を超えたと述べた。

これについての不満はないが、投資家は依然としてオラクルの見通しが気に入らなかった。投資家とのコンファレンスコールにおいてサフラ・カット最高経営責任者（CEO）は、2022年5月期通期増収率は2021年5月期の4%を上回るだろうと語ったが、同時に2022年度にクラウド事業の設備投資が40億ドルとほぼ倍増することを明らかにした。設備投資の追加は、利益面の重荷になる。2021年6~8月期について、同社は調整後EPSを94~98セントと予想し、アナリストコンセンサスの1ドル3セントを下回る。株価は1週間で約8%下落して、76ドル54セントで引けた。

■ クラウドへの変革は始まったばかり

オラクルの見方は、クラウドコンピューティングの事業機会は、追加投資や目先の業績悪化を埋め合わせる以上の価値があるというものだ。カットCEOは本誌に対し収益力の低下は一時的なものと語り、メールには「当社のクラウド事業の勢いは強く、第4四半期の受注は大幅に増加した。来年までを見通せば、クラウド事業の収入拡大でさらに売り上げの増加が加速する一方、営業利益率は新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）以前と同水準か上回る水準になる」と記した。

少なくとも強気派アナリストの一人は、決算に注目している。証券会社モネス・クレスピ・ハードのアナリストであるブライアン・ホワイト氏は、「オラクルはクラウド事業への変革とビジネスモデルの魅力を高めることで、投資家に質の高いバリュート投資の機会を提供している。押し目を拾うのが良い」と記し、投資評価を「買い」、目標株価を93ドルとしている。

オラクルも同じ見方をしているようだ。同社は第4四半期に80億ドルの自社株買いを実行し、過去12カ月では210億ドルに上る。株価は2月ほど割安ではないが、依然として同社は変革の終わりではなく、初期段階にある。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - Energy Stocks Have Potential New Appeal: Dividends 配当は、エネルギー銘柄の新たな魅力となるか

[経済関連スケジュール]

■ エネルギー・セクターで増配の動き

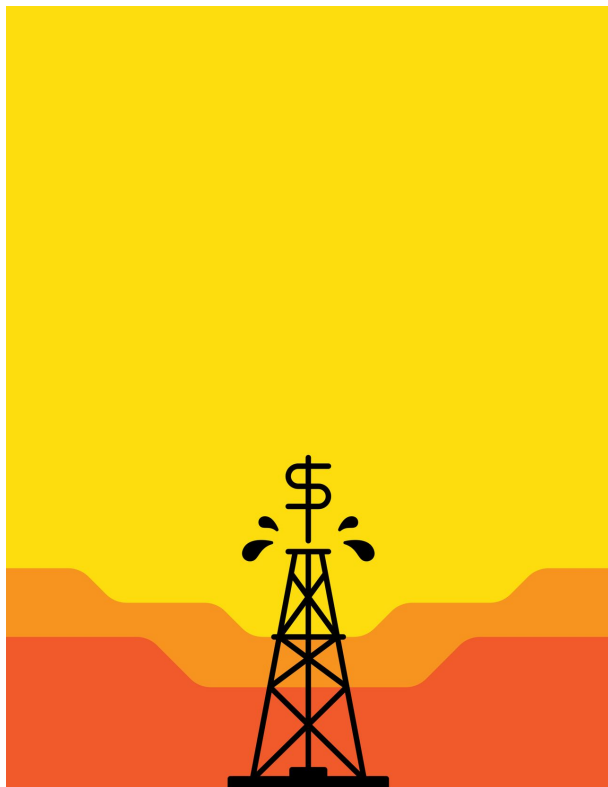


Illustration by Elias Stein

昨年、S&P500指数の配当利回りは低下した。一方でエネルギー・セクターの配当利回りは維持されており、インカムを求めるのに疲弊した投資家には魅力的に映っているかもしれない。エネルギー・セレクト・セクターSPDR ETF<XLE>の配当利回りは3.7%と、同率で利回り水準が2位の不動産および公共セクターの2.9%よりかなり高い水準だ。一方、直近4四半期の支払額に基づいたS&P500指数構成銘柄の平均配当利回りは1.3%、10年債利回りは1.45%だ。

現在、需要が減速する兆候は見られない。石油価格は上昇しており、ほとんどのアナリストは、価格は高い水準を維持すると予想している。中には、2022年末までに1バレル＝100ドルを上回ると見る向きもある。そうなると各企業の手元現金は増えるだろう。データトレック・リサーチの共同創業者であるニコラス・コラス氏は、2019年、エネルギー・セレクト・セクターSPDR ETFの四半期配当額は、平均して現在よりも8%高かったと記し、「一方で米国の原油価格の指標とされる米国産標準油種WT I 先物価格は、現在の水準より

も低位だった」としている。

過去数カ月間で、数社が配当の増額や特別配当の実施、あるいは株主還元を強化する方針を打ち出している。シェール・ガスの生産を手掛けるデボン・エナジー<DVN>は、配当利回り1.5%を固定とし、加えて超過フリーキャッシュフローから固定の支払いを除いた額の最大50%を変動分に充てるとする変額配当を発表した。同社は先日、2021年度の配当利回りの見通しを7%超としている。石油・ガス開発企業のパイオニア・ナチュラル・リソース<PXD>も2022年度に同様の方針を取る予定だ。原油・天然ガスの炭鉱・生産を手掛けるシマレックス・エナジー<XEC>と天然ガス採掘大手のEQT<EQT>は検討中である。

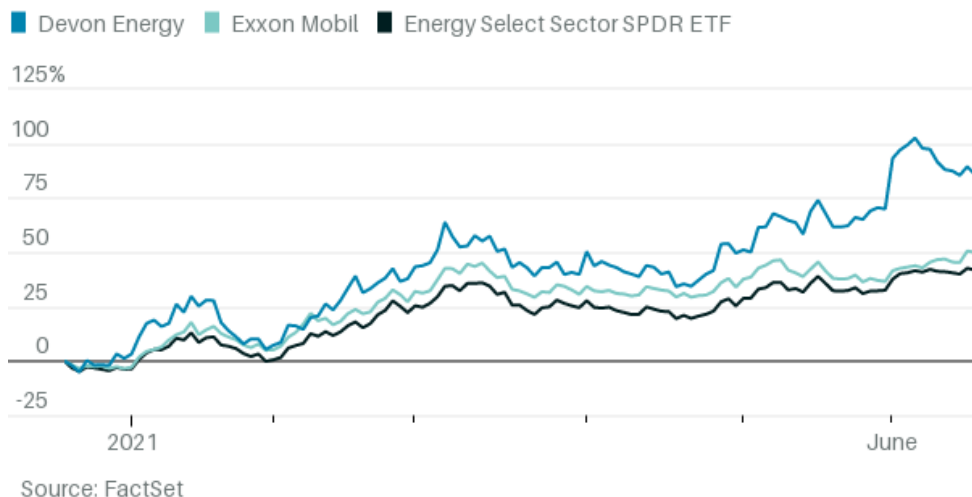
一方で、確実に配当を実施する企業はさらに堅実に映る。エクソンモービル<XOM>は、営業キャッシュフローで配当を賄うことが可能だが、それだけにとどまらない。アナリストは、増配も予想し始めている。

■ 今週の予定

Not Dead Yet

Energy stocks took a licking in the pandemic, but revived with the reopening.

SPDR S&P 500 Energy Select, Exxon Mobil, Devon Energy Stock, 200-2021, YTD



6月21日（月）

・ シカゴ連銀が、経済活動全体を測定する5月の全米活動指数を発表。コンセンサス予想は0.50と、4月の0.24から上昇。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。

6月22日（火）

・ 全米不動産協会（NAR）が5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4月より15万戸減少の570万戸を予想。中古住宅販売は供給が需要に追いつかない状況であり、3カ月連続で減少している。

6月23日（水）

・ 世界各国でデータセンターを展開するエクイニクス＜EQIX＞が2021年度アナリスト向け説明会を開催し、長期業績見通しのアップデートを行う。

・ 製薬大手グラクソ・スミスクライン＜GSK＞がコンファレンスコールを開催。エマ・ウォームズリー最高経営責任者（CEO）が、同社の成長および株主価値創造の戦略についてアップデートを行う。

・ 医薬品・ヘルスケア製品のジョンソン・エンド・ジョンソン＜JNJ＞がウェブキャストを開催し、ESG（環境・社会・企業統治）戦略について説明を行う。

・ 米国勢調査局が5月の新築住宅販売件数を発表。コンセンサス予想は季節調整済み年率換算で4月の86万3000戸から増加し、87万5000戸。中古住宅販売件数と同様、新築住宅販売件数も1月に記録した直近の最高値99万3000件を下回る。

・ IHSマークイットが6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61.5、サービス業PMIは69.8と、どちらも5月からほぼ横ばいで、最高値に近い水準となる。

6月24日（木）

・ 米商務省経済分析局が、2021年第1四半期の国内総生産（GDP）の確定値を発表。エコノミスト予想は、季節調整済み年率換算で6.4%増。

- ・ コンサルティング企業アクセンチュア<ACN>、 外食大手ダーデン・レストランツ<DRI>、 大手運送会社のフェデックス<FDX>、 スポーツ用品大手のナイキ<NKE>が決算コンファレンスコールを開催。
- ・ イングランド銀行（英中央銀行、BOE）が政策金利発表。政策金利は過去最低の0.1%を維持すると見られる。
- ・ 5月の耐久財受注発表。耐久財受注額のエコノミスト予想は、季節調整済み前月比2.8%増の2530億ドル。輸送用機器を除く予想は1%増と、4月から横ばい。

6月25日（金）

- ・ 中古車販売大手カーマックス<KMX>と中小企業向けアウトソーシング・サービスのペイチェックス<PAYX>が決算発表。
- ・ 米商務省経済分析局が5月の個人所得・消費支出を公表。個人所得は、前月比3%減の予想（4月は13.1%減。これは3月に第一弾が発送された「米国救済計画法」による個人給付金の影響を反映）。個人消費支出（PCE）は同0.5%増と、4月からほぼ横ばいの予想。

By Avi Salzman
(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』 2021/06/20

THIS WEEK'S MAGAZINE

発行 : Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信 : 時事通信社

編集

THIS WEEK'S MAGAZINE : エグゼトラスト

TODAY'S MAGAZINE : 時事通信社

お問い合わせ先（法人・個人の購読契約者様） : barrons@grp.jiji.co.jp

（ネット証券様の会員サイトで閲覧されているお客様は、ご契約先のネット証券様へお問い合わせください）

※当誌は、株式会社 時事通信社がライセンスに基づき Dow Jones & Company, Inc. の発行する BARRON'S 誌の内容を利用して作成したものです。

※当誌は、情報提供を目的としてのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。また、当誌は当社が信頼できると判断した資料およびデータ等により作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

※図・表・データの無断使用を禁止します。

Copyright © 2021 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます