

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2021/06/27

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIMI PRESS



DOW JONES

1. 2021年の優れたCEO30人 - Meet Our Top CEOs: 30 Leaders Who Turned Crisis Into Opportunity [カバーストーリー]
危機をチャンスに変えたリーダーを紹介 P.2
2. 破産処理脱却後のハーツが投資家に報いる - Reorganized Hertz Is Putting Investors in the Driver's Seat [注目銘柄]
良好な財務・経営環境が追い風 P.6
3. 活況の住宅市場から恩恵を受けるローン保険3社 - The Housing Market Is Still Hot. That's Good News for These Three Mortgage Insurers [注目銘柄]
割安な住宅セクター銘柄を探す P.8
4. 経済活動再開の動きは速い - This Reopening Is Moving Very Fast. [インタビュー]
JPモルガンの調査部門責任者に最近の投資環境を聞く P.11
5. インフラ投資計画に米与野党が合意 - Infrastructure Finally Gets Its Week. [米国経済]
インフレや雇用を含め未知数は多い P.13
6. 再び急騰した市場の内側 - The Market Is Soaring Again. Inside the Dow's Big Week. [米国株式市場]
企業業績の予想が相場の方向性を最終的に決める P.15
7. 相場上昇で見すごされる配当利回り - Rally Has Led Investors Astray on Yield. Here Are Some Bargains. [インカム投資]
配当株ファンドのベテランが好む狙い目銘柄 P.17
8. ETFが対象連動指数を変更する理由 - Why an ETF May Change the Index It Tracks—and How to Tell if That's Good or Bad [ETF]
指数変更の良し悪しを見極める手がかり P.18
9. 料理宅配業界の未来に投資するならジャスト・イートはいかが? - Just Eat Is an Appetizing Way to Play the Future of Food Delivery [注目銘柄]
米国のライバルと異なるビジネスモデル P.20
10. 今週の予定 - Microsoft Rides Its Cloud Business to a \$2 Trillion Market Cap. [経済関連スケジュール]
マイクロソフト、クラウド事業が好調 P.21

※当誌は、株式会社時事通信社がライセンスに基づき Dow Jones & Company, Inc. の発行する BARRON'S 誌の内容を利用して作成したものです。
※当誌は、情報提供を目的としてのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。また、当誌は当社が信頼できると判断した資料およびデータ等により作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

1. 2021年の優れたCEO30人 - Meet Our Top CEOs: 30 Leaders Who Turned Crisis Into Opportunity [カバーストーリー]

危機をチャンスに変えたリーダーを紹介

■ 引き続き危機管理スキルを重視



Photo Illustration by Hayley Warnham

過去1年間で、米国最大クラスの企業の最高経営責任者（CEO）は、労働者の安全と顧客へのサービスを守りつつ、深刻な景気後退から猛烈なリバウンドへの急速な回復を乗り切るという課題に直面した。新型コロナウイルスに加えて、厳しい政治、人種差別をめぐる怒り、サプライチェーンの寸断も問題となった。ソーシャルアクティビストは、企業への要請をやめ、株式と議決権を武器に自らの主張を通す方向に転じている。

CEOはこれらの問題に対処する代わりに十分な報酬を得ているため、同情する必要はないだろう。しかし、投資家は30人の傑出したCEOについて

考えることで、これらのリーダーの戦略から学べるものがあるはずだ。

本誌は2005年から毎年優れたCEOのリストを公表している。選考に当たっては、投資家にとってのリターンと業績に基づいてスクリーニングを行い、編集者と記者のパネルディスカッションによって決定している。本誌のリストは銘柄選別を目的としたものではない。しかし、昨年のリストに選ばれたCEOが経営する企業は、リストの公表後以降、平均54%のリターンを上げており、S&P500指数に対して11%ポイントのアウトパフォームとなっている。

昨年の選考では危機管理のスキルが重要視されたが、今もその必要性は失われていない。特に優れたリーダーは、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）が終息してからも、長期にわたって利益を得られるような方法で状況に適応している。

当然ながら、課題とチャンスは業界ごとに異なっている。製薬会社は、通常的生活を取り戻すためのワクチンを競って開発してきた。ファイザー<PFE>で史上最速のワクチン開発を統括したアルバート・ブーラCEOは、「結果が悪ければ、ファイザーやバイオテクノロジー業界だけでなく、世界全体に影響を及ぼすと認識していた」と述べている。同氏と、新型コロナウイルスワクチンの開発に同じく成功したモデルナ<MRNA>のステファン・バンセルCEOは本誌のリストに入った。

大手複合企業ゼネラル・エレクトリック<GE>のラリー・カルプCEOは、同社で最も強力な事業である航空エンジン事業の低迷を乗り切る一方、最も脆弱（ぜいじゃく）な事業である電力事業を変革し、現金を消費する部門から現金を生み出す部門に変えてみせた。

資本財メーカーのイトン<ETN>は、クレイグ・アーノルドCEOによる長年の事業ポートフォリオの整理と賢明な買収のおかげで、電気自動車などに寄与する最適な製品ポートフォリオを保有することができている。一方、家にこもって過ごす時間が1年以上続いたことで、人々は予備発電機の必要性を確信した。発電機メーカーのジェネラック・ホールディングス<GNRC>のアーロン・ジャグドフェルドCEOによれば、同社は家庭用予備発電機という製品カテゴリーを生み出し、現在も支配的な地位を占める。さらに、家庭用のバックアップ電源の売上高も増加している。

電力会社ネクステラ・エナジー<NEE>は、ジェームズ・ロボCEOの下で行われている巨大な風力・太陽光発電所の建設によって、業界で最も大きな価値を持つ企業となっている。一方、石油会社シェブロン<CVX>のマイク・ワースCEOも低炭素化を追求しているが、再販を目的とした太陽光・風力発電には投資していない。その代わりに、再生可能エネルギー発電を利用して石油事業のクリーン化を図るほか、排出されたメタンを回収して売却したり、油糧種子から燃料を生産してディーゼル油を補ったりするプログラムに投資している。この無駄のないアプローチは、石油業界が歴史上有数の急激な不況に見舞われる中で、シェブロンがフリーキャッシュフローを創出するのに役立った。

■ 物議醸すCEOでも革新力を評価

アマゾン・ドット・コム<AMZN>のジェフ・ベゾスCEOは、7月5日付で退任して取締役会長に就任するためリストから外れたが、代わりに本誌はアマゾンの対抗馬となる企業のCEOを選出した。電子商取引（Eコマース）プラットフォームを運営するショッピファイ<SHOP>は、トビアス・リュトケ創業者兼CEOの下で、Eコマースのための包括的なライフラインを中小小売企業に提供してきた。

フェイスブック<FB>のマーク・ザッカーバーグCEOは、社会秩序の監視者とみなされることもあれば、破壊者とみなされることもある。同氏は現在、偽情報の拡散を遅らせることや、選挙の広告を透明化することに投資している。また、あまり物議を醸すことのない取り組みとしては、フェイスブック・ショップがショッピファイの競合として好調な業績を上げている。

電気自動車大手テスラ<TSLA>と宇宙開発会社スペースXを率いるイーロン・マスクCEOは、下品なジョークを暗に意味するミーム（インターネットで拡散するスラング・映像等）をツイッターに投稿したり、暗号資産（仮想通貨）の価格を急激に変動させたりする点で独特の存在である。しかし本誌は、マスク氏が自動車業界ではT型フォードの組み立てライン以来、宇宙旅行ではアポロ11号の月面着陸以来で最も大きな変革の力となったことを評価している。

自動車大手ゼネラル・モーターズ<GM>のメアリー・バーラCEOは、電気自動車にほぼ全力を注ぐことで株価を復活させた。ライドシェア大手ウーバー・テクノロジーズ<UBER>のダラ・コスロシャヒCEOは、主要事業であるライドシェアの一時的な低迷を耐え、副業である料理宅配の膨大な需要に応えた。

昨年は現物の紙幣をやり取りすることが減り、決済大手ペイパル・ホールディングス<PYPL>とダン・シュルマンCEOにとっては忙しい年となった。従来型の銀行は、経済の麻痺（まひ）と失業者の大幅な増加にもかかわらず、厳格化された自己資本比率規制と景気対策の小切手配布のおかげでつまづくことはなかった。しかし、これはJPモルガン・チェース<JPM>のジェイミー・ダイモンCEOや、バンク・オブ・アメリカ<BAC>のブライアン・モイニハンCEOのようなリーダーの手腕によるものでもあった。両者は自社のフィンテックプラットフォームに多額を投資している。

ナスダック<NDAQ>のアデナ・フリードマンCEOは、企業の業績見通しの大幅な変動や、ネット上の投機家の殺到による熱狂的なトレードにうまく対処した。資産運用大手ブラックロック<BLK>のラリー・フィンクCEOは、ポートフォリオのリスク管理ソフトウェアを販売しつつ、引き続き上場投資信託（ETF）、アクティブ運用ファンド、代替資産の投資家から資金を集めた。

指数プロバイダーMSCI<MSCI>のヘンリー・フェルナンデスCEOは、テーマ投資（破壊的テクノロジー、気候変動など）へのすさまじい需要に対応している。保険会社プログレッシブ<PGR>のトリシア・グリフィスCEOは、スマートな保険引き受けテクノロジーに重点を置き、自動車保険大

手のガイコに追いつきつつある。

小売り大手ウォルマート<WMT>のダグ・マクミロンCEOは、アマゾンや1ドルショップと競争するために必要なデジタル投資に取り組んでいる。同業のコストコ・ホールセール<COST>のクレイグ・ジェリネクCEOは、好況の時も不況の時も、顧客維持率を高水準に保ち、市場シェアを拡大し続ける能力を見せた。

パンデミックはホームセンターチェーンに大きな売り上げをもたらした。特にロウズ<LOW>は、マービン・エリソンCEOによる過去3年間のデジタルストアの刷新が功を奏し、非常に大きな市場シェアを獲得した。台所・家庭用品を販売するウィリアムズ・ソノマ<WMS>は、ローラ・アルバーCEOが堅固なバランスシートを維持しつつ先進的なEコマースサプライチェーンを構築していたため、ロックダウン（都市封鎖）に伴う模様替えのニーズに対応することができた。

ネットフリックス<NFLX>は、パンデミックの間に「一気見」するためのコンテンツを提供した。これは創業者で共同CEOのリード・ヘイスティングス氏が積極的な投資を行い、新たな番組のストックを蓄えていたためである。テスラと同様に、ネットフリックスは自社が開拓してきた市場で無数の競合他社に直面している。同社が先頭を維持できるかは、時間が明らかにするだろう。

過去1年間のオンライン生活を支えたのは、ティム・クックCEOのアップル<AAPL>によるデバイス、サティア・ナデラCEOのマイクロソフト<MSFT>によるクラウドソフトウェア、エリック・ユアンCEOのズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZOOM>によるビデオ会議システムだった。創業者のジェンセン・ファンCEOが経営する画像処理半導体（GPU）大手エヌビディア<NVDA>と、リサ・スーCEOが率いる同業のアドバンスト・マイクロ・デバイシズ<AMD>は、ビッグデータを処理するための半導体の供給を増やしている。

最後に、ファストフードチェーンのチポトレ・メキシカン・グリル<CMG>のブライアン・ニコルCEOは、店舗への顧客の呼び戻しを主導したが、ちょうどパンデミックによって店舗が閉鎖されるタイミングと重なってしまった。しかし、問題はなかった。同氏はモバイル注文に対応できるようにラインを転用したのだ。現在は店内での食事が復活しており、株価はニコル氏が就任した3年前の4倍に上昇している。

Top CEOs for 2021

Click on CEOs' names to read their profiles.

CEO	Company
Laura J. Alber	Williams-Sonoma
Craig Arnold	Eaton
Stéphane Bancel	Moderna
Mary Barra	General Motors
Albert Bourla	Pfizer
Tim Cook	Apple
H. Lawrence Culp Jr.	General Electric
Jamie Dimon	JPMorgan Chase
Marvin Ellison	Lowe's
Larry Fink	BlackRock
Henry Fernandez	MSCI
Adena Friedman	Nasdaq
Tricia Griffith	Progressive
Reed Hastings	Netflix
Jensen Huang	Nvidia
Aaron Jagdfeld	Generac
Craig Jelinek	Costco Wholesale
Dara Khosrowshahi	Uber Technologies
Tobias Lütke	Shopify
C. Douglas McMillon	Walmart
Brian Moynihan	Bank of America
Elon Musk	Tesla
Satya Nadella	Microsoft
Brian Niccol	Chipotle Mexican Grill
James L. Robo	NextEra Energy
Dan Schulman	PayPal
Lisa Su	Advanced Micro Devices
Michael Wirth	Chevron
Eric Yuan	Zoom Video Communications
Mark Zuckerberg	Facebook

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

2. 破産処理脱却後のハーツが投資家に報いる - Reorganized Hertz Is Putting

[注目銘柄]

Investors in the Driver's Seat

良好な財務・経営環境が追い風

■ 好タイミングで破産処理完了



Kristoffer Tripplaar/Sipa USA via AP

レンタカー事業持ち株会社のハーツ・グローバル・ホールディングス <HTZGQ>は、破産処理から完璧なタイミングで脱却しようとしており、投資家も利益を得られそうだ。

レンタカー業界は、この夏の国内旅行の急増と自動車不足に乗じて料金を値上げしている。旅行者は人気の観光地で、ハーツの中型スポーツ用多目的車（SUV）を借りるために1日当たり275ドル以上を支払い、1日当たり100ドルのレンタカーも一般的になっている。その料金は第1四半期の2倍だ。さらに中古車価格も急上昇しており、レンタ

カー会社は保有車両売却の際にも恩恵を受けることになる。

ジェフリーズのアナリストであるハムザ・マザリ氏は、「レンタカー市場は活況を呈しており、料金も落ち着いている。従来は寡占が機能していなかったが、今や機能している」と語る。ハーツとエイビス・バジェット・グループ<CAR>、さらに非上場のエンタープライズが国内市場の約95%を支配している。

現行のハーツ株の株価は5月半ばから約2倍となる7.15ドルへ上昇した。当時、ナイトヘッド・キャピタル・マネジメント、サータレス・マネジメントおよびアポロ・グローバル・マネジメント<APO>が破産裁判所におけるハーツの入札で競り勝った。ハーツは6月30日に破産処理から脱却して、新たな株式は翌日から取引されると予想されている。同社は、純債務がほぼゼロの状態での破産処理から脱却する見込みだ。

サータレスのシニア・マネージング・ディレクターで創業者のグレッグ・オハラ氏は、「われわれは、ハーツのテクノロジーの近代化と、カスタマーエクスペリエンス（顧客体験）の改善に多額を投資する計画だ。適切な規模の資本構造に好ましい経済的追い風が相まって、ハーツをより一層強い企業へ変容させることができる」と語る。

再編に関わっている別の企業であるカロナーデ・キャピタル・マネジメントのマネージング・ディレクターであるアンディー・テイラー氏は、「ハーツがどれほど良好な立場で再編から脱却するかということは、いくら強調しても足りない。同社は、レンタカー業界で最も健全なバランスシートを備えて、前代未聞の需要と良好な料金設定環境へと乗り出すことになる。自動車業界の在庫が50年来の低水準にあって、業界がレンタカーを増やせないために、この環境は2022年下半年まで続く見込みだ」と言う。

■ カーバナとの提携説も

Hertz so Good

Here are the financials projected for Hertz after bankruptcy and what holders of the current shares can expect to receive.

Key Data ▲	
Debt (bil)	\$1.3
Preferred Stock (bil)	\$1.5
Cash (bil)	\$1.5
Market Value (bil)	\$6.5
New Stock Price (Estimate)	\$13.80
Shares Outstanding (mil)	472
2023E Ebitda (mil)	\$859

E=Estimate. Ebitda=earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization.

Sources: Barron's calculations; company reports

ハーツの現在の株式は破産処理脱却に当たり、1株当たり1.53ドルの現金、再編後の企業の3%の株式、新ハーツ株の全体の18%に当たる新株予約権と交換される予定だ。テイラー氏によると、ハーツ株の現在の保有者は1株当たり10~12ドルの利益を獲得する可能性がある。

新生ハーツの初値は13.80ドルとなり、約4億7200万株の発行済株数に基づくと同社の評価は65億ドルになる可能性がある。負債をゼロと想定すると、65億ドルは2023年予想利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）である8億5900万ドルの9倍相当となる。ちなみに同予想はハーツの経営陣が4月に作成したもので、業界の力強いトレンドを考慮すると保守的と判明する可能性がある。

多くの投資家は、ハーツ株主が受け取る予定のパッケージに混乱している。ハーツ株保有者に対して発行される予定の1400万株に基づいて、株主が受け取る新株の価値を現在の株式に換算すると1.25ドル程度の可能性がある。14ドルの株価を想定して新株予約権をオプション評価モデルに基づいて評価すると1新株予約権当たり8ドル前後。現ハーツ株保有者は、1株当たり3分の2の新株予約権を受け取る予定であるため、その価値は約5ドルとみられる。これらに前述の1.53ドルの現金を加えると評価額は8ドルとなって、現在の株価を上回る。新ハーツ株が取引開始後に上昇すれば、手取りはさらに増える可能性がある。半面、新株の株価の低迷がリスクになる。

最大のリスクは、自動車の供給不足が緩和された時に、料金に関する業界秩序が崩壊する場合だ。とはいえ、ハーツとエイビスは新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の間に保有車両を減らしており、自動車メーカーがディーラー向けの販売を優先しているために、保有台数の補充は緩やかにしか進んでいない。ハーツの米国における3月31日時点の保有台数は29万2000台で、1年前の51万9000台から大きく減少している。

もしハーツが、中古車の大手ディーラーに保有車両を販売すれば、大きな追い風となる可能性もあ

る。ハーツとオンライン中古車販売会社であるカーバナ<CVNA>との間の取引の可能性がうわさされており、実現すれば、ハーツの中古車販売を助け、カーバナには中古車が安定的に供給されることになる。両社共に、本誌のコメント要請には回答をしなかった。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

3. 活況の住宅市場から恩恵を受けるローン保険3社 - The Housing Market Is Still Hot. That's Good News for These Three Mortgage Insurers 割安な住宅セクター銘柄を探す

[注目銘柄]

■ 民間住宅ローン保険は過去最高水準



Illustration by Adria Fruitos

住宅販売が熱を帯びる夏をすぎれば、住宅市場は恐らく少し落ち着くだろう。しかし、市場が落ち着いたとしても、活況は続くはずだ。住宅ローン金利は、向こう1年ほどは3%前後にとどまるとみられ、急速な上昇は予想されていない。雇用は増加して賃金は上昇しており、一次取得者や歴史的な低金利を活用しようとする大量の繰延需要がある。住宅セクターの多くの株価はこうしたトレンドを織り込んでいるが、一部には依然として割安に見える銘柄がある。住宅ローン保険会社である。

本誌はNMIホールディングス<NMIH>、エッセント・グループ<ESNT>、MGICインベストメ

ント<MTG>の3銘柄が有望と考える。株価収益率（PER）は1桁、株価純資産倍率（PBR）も低い。各社の収益力は強固で、来年の純利益の増加率は10%を超えると予想されている。長期的には金利水準と住宅ローンのデフォルト（債務不履行）のペースに左右されるが、業界は前回の市場崩壊を教訓にしたようで、損失を吸収する資本を積み上げ、再保険によってリスクを軽減し、厳格化した融資基準から恩恵を享受している。NMIホールディングスのクラウディア・マークル最高経営責任者（CEO）は、「当社は危機に対応する十分なクッションがあり、強みになっている。2021年以降も市場は活況だろう」と語る。

住宅ローン保険は、住宅ローンがデフォルトし抵当権が行使される場合、貸し手を保護する。信用力が高く20%の頭金を払う借り手は、毎月の返済額に上乘せされる住宅ローン保険の購入を求められない。一般的に信用力が低い借り手には、米連邦住宅局が住宅ローン保険を提供する。ローン保険市場の大部分は、融資基準を満たすために住宅ローン保険購入が必要な一次取得者などである。しかし、信用力が高い借り手のための民間の住宅ローン保険市場も巨大な規模を維持している。ドイツ銀行証券のアナリストであるフィル・ステファノ氏によれば、今年は住宅ローンの16%に当たる5440億ドルが民間の保険でカバーされ、昨年6000億ドルからは減少するものの、依然として過去最高水準に近い。

住宅価格の上昇は保険の市場を拡大させる。住宅価格の上昇で頭金20%のハードルも高くなるため、保険を購入する借り手が増加しやすい。保険購入を回避できるホーム・エクイティ（市場価格から住宅ローン残高を控除した部分）の基準値に達しない場合でも、借り手はローンを低金利で固定し

ようとするため、保険を伴う借り換えも増加する。保険の購入でローン金利に3%上乘せされる一次取得者が、住宅ローン保険市場の半分を占めている。住宅価格の上昇により、金融機関と借り手にとっては物件売却あるいは融資条件変更の余地が広がるため、抵当権の行使も先送りされるかもしれない。

金融危機以降、住宅ローンを購入して証券化する連邦住宅抵当公庫（ファニーメイ）や連邦住宅金融抵当公庫（フレディマック）が証券化の対象とする住宅ローンの要件を厳格化したため、融資条件は厳しくなっている。住宅ローン保険会社は現在、損失に備えて資本を厚くすることを求められている。また各社は、保険金支払い状況によって価値が変動する保険リンク証券の発行による資金調達を含む再保険を利用し、損失に対応している。保険料の設定も洗練され、各社は信用力スコア、負債収入比率、地理的市場データなどの「ブラックボックス」算定式を活用している。マークルCEOは、「現在は精度の高い多くのやり方があり、リスクと信用力を正確に分類できる」と語る。

■ 潜在的に逆風となる二つの要因



二つの大きな逆風が、株価を下落させる可能性がある。一つはパンデミック（世界的大流行）期に導入された連邦政府による抵当権行使の猶予である。同プログラムの対象となる借り手は、返済を最大18カ月間猶予される。米抵当銀行協会（MBA）によれば、5月末時点で住宅ローンの約4%が対象になっている。金利は低下しているが、返済猶予の終わりが近づいている。返済猶予プログラムは6月末に期限を迎え、貸し手は10月に抵当権行使を開始できる。住宅ローン保険会社への保険金請求が殺到する可能性がある。

パンデミックがもたらした販売件数の増加や価格上昇が終わり、住宅市場もピークに達するかもしれない。2022年か2023年には債券利回りや住宅ローン金利が上昇し始める可能性があり、住宅ローンの需要や融資残高、そして住宅ローン保険会社の株価に打撃を与える可能性がある。

悪いことばかりではない。金利が上昇すれば保険会社の資産運用益が増加する上に、住宅ローンの借り換えが控えられて保険の解約が減るだろう（ホーム・エクイティの値が22%に達すると保険は自動的に解約となる）。ただ、住宅ブームの終焉（しゅうえん）は好ましいことではない。RBCキャピタル・マーケットのアナリスト、マーク・ドゥエル氏は、「住宅ローン返済猶予が終了し延滞が発生した場合の損失と、FRBが市場を叩き壊すかもしれないという二つの要素がある」と言う。

保険会社の株価は楽観論を織り込まず、バリュエーションは低いままだ。株価上昇のきっかけとなるのは、返済猶予が終了し住宅ローンの返済が再開され、保険会社の損失引当金が減って株主資本利益率（ROE）が上昇する状況だろう。「返済猶予がうまく終了すれば2022年に向けて収益が拡大する」と同氏は言う。

■ NMIホールディングス

2011年創立のNMIホールディングスは大手住宅ローン保険会社の中では最も小さいが、急成長中の会社だ。第1四半期の保険引受額は264億ドルだが、これは2020年第4四半期から33%増、前年同期比134%増である。保険引受残高は前年同期比26%増の1240億ドル、デフォルト率は低下傾向にある（2020年9月末時点で3.6%、2021年5月には2.04%）。前四半期のROEは15.4%と、前年の24.5%から低下したが、主な要因は住宅ローンの返済猶予によるものであり、マークル氏はほとんどの住宅ローンは返済され、保険金支払いが発生するとは考えていないと言う。

同社のPBRは1.4倍で業界平均を上回る。2022年の予想PBRは1.1倍である。BTIGのアナリスト、ライアン・ギルバート氏の注目株であり、目標株価は33ドルで、PBRは2倍になるとみる。

■ エッセント・グループ

エッセント・グループのPBRは1.2倍である。同社の強みの一つは業界屈指の営業利益率（69%）だ。2008年創設だが2010年まで保険の引き受けを開始せず、住宅不況の影響を免れた。2013年の上場以来、創業者兼CEOのマーク・ケサール氏は堅実な経営を行い、保険引き受け残高は1970億ドル、負債資本比率は7.7%であり、これは業界平均の3分の1以下である。40億ドルの自己資本に対して、損失に備えた再保険の額は21億ドルであり、業界一の信用格付けを誇る。価格競争が激化する中、同社の市場シェアは2020年の18%から2021年第1四半期には13%に低下しているが、ケサール氏は過去の平均値である16%前後まで戻ると予想する。住宅ローン金利上昇に伴う保険引き受け残高の増加がカギだという。

ドイツ銀行のステファノ氏はエッセントの目標株価を61ドルとしている。BTIGのギルバート氏も「買い」推奨、目標株価を58ドルとする。2022年の1株当たり利益（EPS）のコンセンサス予想は6.07ドルであり、この目標株価でもPERは10倍に満たない。

■ MGICインベストメント

MGICインベストメントのPBRは1倍と割安である。これは2008年の住宅不況時に同社が引き受けた保険が、保険引き受け残高2520億ドルの10%弱を占め、当時の住宅ローンのデフォルトが同社のROEを圧迫し続けているためだ。だがティム・マッキーCEOは、延滞率は最近契約された保険に比べて今ではもう異常に高いわけではないと言う。同社は3月末時点で23億ドルの資本余剰があり、これは規制当局が求める水準の141%である。延滞率は着実に低下しており、第1四半期には保険引受残高の4.7%となった。このまま低下傾向が続けば、損失引当金が減少しROEが向上する可能性もある。

BTIGのギルバート氏は延滞率の低下傾向は2022年まで続くとし、目標株価を17ドルと予想する（直近株価は14ドル前後）。これはPBR1.2倍に相当する。住宅市場が回復する中、これ以上割安な銘柄を見つけるのは難しいだろう。

By Daren Fonda
(Source: Dow Jones)

4. 経済活動再開の動きは速い - This Reopening Is Moving Very Fast.
JPモルガンの調査部門責任者に最近の投資環境を聞く

[インタビュー]

■ 投資家に影響するパラダイムシフト



Photograph by Stephanie Diani

世界の変化のスピードの速さが、投資家の長期的計画に大きな混乱をもたらしている。ウォール街で最も有能なアナリストの一人と目されるJPモルガン・チェース<JPM>のジョイス・チャン氏に話を聞いた。

本誌：インフレは大きなリスクだが、チャンスでもある。他に投資家に影響を与えるパラダイムシフトがあるか？

チャン氏：米連邦準備制度理事会（FRB）は、「新たな実験」のリスクについて手の内を見せ始めている。「実験」とは、見通しよりも結果を基にした平均的インフレ・ターゲットという新しい

金融の枠組みの導入だ。意外なのは、シナリオの展開の速さだ。FRBは（当初）、この実験は何年もかけて行われ、最初の利上げは2024年になると考えていた。しかし、現実のインフレ傾向によってそれが早まった。また、低金利、量的緩和（QE）、そして減税は、実際には富の不平等を悪化させたという感覚があるが、バイデン大統領の時代になり、マクロ政策の一環として本当の意味での所得の再分配の要素を導入しており、これもパラダイムシフトだ。

Q：米中関係はどうか？

A：トランプ政権下では2大国同士の競争だったが、バイデン大統領は一国主義に転換しつつある。民主主義対独裁主義の戦い、という枠組みだ。同大統領は、グローバルな同盟関係を取り戻したいと考えており、低所得者層や新興市場の国々を仲間に引き入れ、米国のリーダーシップを推進し、大西洋経済圏および多国間の国際関係や制度に戻ろうとしている。もう一つに関連する変化は、ポピュリズムの台頭だ。しかし、非常に複雑な状況で、中南米ではポピュリストのリーダーが勝利を収めているが、世界の他の地域では中道への回帰が見られる。米国では、中間選挙で何が起ころかが注目される。

Q：新たなシフトで最大のものは何か？

A：最も急速に起こっているのは、デジタル化とフィンテックや暗号資産（仮想通貨）に対する需要だ。今や市場は、銀行が提供する伝統的な流動性や、ヘッジファンドやミューチュアルファンドの活動では捉えきれなくなった。銀行以外の金融機関が活発に活動している。個人投資家も大きな力となっており、年初来、株式ファンドと債券ファンドにそれぞれ5000億ドルを投入している。しかし、暗号資産は、機関投資家が大きなエクスポージャーを取るにはあまりにも不安定だ。ビットコインと金のボラティリティが上昇している。暗号資産は、株式の大幅な下落に対するヘッジとしては最悪だ。ソーシャルネットワークサービス（SNS）での発言が大きな動きをもたらすこともある。エルサルバドル（6月にビットコインを法定通貨にした）を調べてみた。悪意あるビットコインの使用や、ドル化された金融システムの将来についてのリスクがある。他の国が部分的にビットコインの採用を進めるかどうかを判断するのは時期尚早だ。オーバーウエート推奨しているのは、デジタル決済企業であるスクエア<SQ>、暗号資産取引所大手コインベース・グローバル<COIN>、グローバル決済のフィンテック企業フライワイヤー<FLYW>。

■ エネルギーセクターを推奨

Q：これらのトレンドは、投資家にとって他に何を意味するか？

A：経済活動再開後は、コモディティー需要の構造的な高まりが期待でき、エネルギーセクターを強く推奨している。ブレント原油のスポット価格（最近では1バレル当たり72ドル）は2018年以來の高水準にあり、季節的に好調な夏のドライブシーズンもあって一層上昇し、来年初めには80ドルになると予想している。欧州連合（EU）の大手石油会社合計のバリュエーションはパンデミック（世界的流行）以前より18%も低くなっている。また、債券と株式の正の相関関係が戻ってきたので、分散投資についての質問が増えるだろう。原油価格の上昇サイクルは、需要の力学だけでなく、近年エネルギーへの資金配分が着実に減少していたため、今後は資金流入増加にも支えられる。さらに、環境規制や税制の厳格化が長期的にエネルギー価格を支えられと考えられる。

Q：原油以外のコモディティーについては？

A：FRBのタカ派的な反応により、米国のインフレ調整後の実質利回りが上昇するため、われわれは金に対してより弱気になる。銅などの非鉄金属は過去10年間で中国中心になってきており、中国の信用サイクルがピークに達していることから、2021年にかけて非鉄金属は弱気相場になるだろう。もう一つの疑問は、インフレをどうやってヘッジするかということだが、当社では、ブレイクイーブン・トレードを選好しており、インフレ指数連動国債（TIPS）が非常に割安に思われる。当社では、5年物を推奨している。10年物国債利回りはショートしており、年末までに40ベースポイント（bp）上昇すると予想する。

Q：地域別ではどうか？

A：米国以外の株式市場に目を向けるのも良い。というのも、今回の回復はそのスピードの速さだけでなく、回復のスピードが世界各国で異なるという点でも特異だ。今回のコロナ禍には中国が最初に入って最初に脱出した。欧州は第3四半期までに米国に続いて経済が好調になるだろう。ユーロ圏の株式の上昇余地は15%とわれわれは予想している。当社では、輸出企業よりも国内企業、中核諸国よりも周縁諸国を重視している。

Q：政策上のミスの可能性をどうみるか？

A：本当に憶測にすぎないが、インフレは本当に一過性なのか。それが分かった時には、もう手遅れかもしれない。見通しベースではなく、結果ベースの枠組みの場合、遅れをとることになるのではないか。市場は雇用問題に十分な時間を割いていない。FRBが物価と雇用の二つの使命を負っていることを考えると、労働市場の予想を上回る強さは、実際にはインフレよりも重要な転換点となる。金融危機後の需給ギャップの解消に8年かかった。しかし、今や先進国市場で需給ギャップは解消しつつあり、米国と中国ではかなり速い。

Q：FRBは金利正常化の可能性について言及し始めたが。

A：米国の最初の利上げは2023年後半と予想している。当初は2024年としていたのだが。新興国市場でも中央銀行は先進国市場よりも早くタカ派になりつつある。私がインフレをそれほど心配していない理由の一つは、米国のインフレ傾向は、他の地域のデフレやディスインフレの影響と対峙しているからだ。海外の需給ギャップはなお大きい。

Q：新興国市場に強気の姿勢を見せているが、今後の展開についてどう思うか？

A：新興国市場をあきらめないでほしい。経済活動再開やワクチンの導入に課題があるため、新興国の株式は先進国の株式に比べて6%低いですが、世界的な背景を見ると、株式、新興国市場、バリュー、コモディティー、景気循環銘柄に有利だ。格好の買い場が出現しつつある。当社は、ブラジル株式をオーバーウエートに変更し、新興国の社債に関する中核的見解は引き続きオーバーウエー

トに据え置いている。

Q：米国の株式はどうか？

A：S&P500指数の当社の目標は4400だが、2021年の1株当たり利益（EPS）を200ドル、2022年は225ドルと予想している。当社の米国株式のチーフ・ストラテジストであるドゥブラフコ・ラコスブヤスは、2023年のEPSを245ドルとみている。2022年には全ての景気刺激策が終了することへの懸念があるが、景気サイクル後期の動きについて語るのは時期尚早だ。他の指標を見てみると、企業は、投資家から配当や自社株買い、M&A（合併・買収）によって余剰資金を放出するよう圧力を受けるだろう。S&P500指数構成企業の多くは記録的な利益を上げており、金利の低下により利払い能力も向上している。また、資本還元を強化する圧力もかかっている。企業は既に年初来3500億ドルの自社株買いを発表しているが、2020年全体でも3070億ドルだった。サービスの消費は遅れているので、娯楽、レジャー、不動産サービスは回復するだろう。利益のモメンタムは、消費者と同様に、数年先までかなり良好に進んで行くと思われる。当社の米国エコノミストであるジェシー・エドガートンが発表したレポートによると、企業の負債が史上最高水準にあるにもかかわらず、金利カバー率は1960年代のような水準で、家計の負債は40年ぶりに低水準だ。つまり、高いバリュエーションにもかかわらず、株式市場のパフォーマンスはもっと長く続く可能性がある。

Q：回避すべき投資は？

A：債券市場は多くの部分で価値を見出すのが難しい。格付けの高いクレジット市場は、過去最高値に近づいている。われわれは、パンデミックに対応した投資の一部を中止し、経済活動再開方向にシフトした。インフレ対策として、ブレイクイーブン・トレードは意味があると考えている。意外なことに、ドルがあまり大きな話題になっていない。FRBが優柔不断な動きから一転してタカ派に転じたことは、ドルにとっては強気への分岐点となる。ユーロについては中期的には強気で、今後1年間は1.16ドルと予想している。

By Leslie P. Norton
(Source: Dow Jones)

5. インフラ投資計画に米与野党が合意 - Infrastructure Finally Gets Its Week. インフレや雇用を含め未知数は多い

[米国経済]

■ インフラ投資計画に合意



Luke Sharrett/Bloomberg

先週、米国政府はついに、これまで長い間放置されてきた米国のインフラの明らかな不備に対処するための措置を講じることで合意した。その時期ではあった。2016年末のカバーストーリーで、本誌は分裂した米国民が同意する可能性があるのは、崩壊しつつある橋、道路、および交通システムの修復だと指摘していた。

数多くの「インフラ週間」を経て、ワシントンではようやく経済の生産性を向上させるためのプロジェクトに対する投資計画が合意されつつある。ただし、計画をまとめるためには、難解な2段階のプロセスが必要となった。一つ目は連邦議会の

超党派グループが合意できる事項であり、二つ目は上院、下院とも僅差で多数を占める民主党の支持のみで成立するパッケージだ。

総額5590億ドルの超党派パッケージは、輸送、送電網、高速通信網など、必要性が明確なプロジェクトの費用に充てられ、財源は増税ではなく、過去に承認された支出の未使用額、内国歳入庁（IRS）の徴税強化、戦略石油備蓄（SPR）の一部売却などで賄われる。これはアンクル・サムのスファのクッションの間からお金を見付けてくるようなものだ。

二つ目の、バイデン大統領が「人的インフラ」と呼ぶ一連の進歩的な施策は、上院で50票の支持があれば可能な財政調整措置を使用することが成立させるための唯一の方法だ。ペロシ下院議長（民主党、カリフォルニア州）とシューマー上院多数派院内総務（民主党、ニューヨーク州）は、両法案を共同で提出すると語った。これらの重要な財政上の問題に対する答えは来月になれば分かるだろう。連邦議会はまた、7月31日まで適用が停止されている連邦政府債務上限の引き上げも行う必要がある。

■ 市場の反応とFRBの動き

恐らく印象的なのは、債券市場がさらなる政府支出の見通しに対し最小限の反応しか示さなかったことだ。しかし、政府のインフラ投資によって大きな恩恵を受ける可能性がある企業の株価は2桁台の上昇となり、株価指数が平均約3%上昇したほか、S&P500指数は史上最高値で週を終えた。

一方、国債市場では引き続きマクロ経済のデータと米連邦準備制度理事会（FRB）の予想される反応が焦点となっている。相次ぐFRB高官の発言（フェドスピーク）により、複数の地方連銀総裁が比較的速やかな金融政策引き締めを支持していることが判明した。しかし、パウエル議長周辺の真の権力中枢、特に連邦公開市場委員会（FOMC）で常に投票権を持つメンバーであるニューヨーク連銀のジョン・ウィリアムズ総裁は先週、政策金利をゼロ近辺に維持しつつ、毎月1200億ドル相当の証券の購入を続ける現在の超緩和姿勢の修正を急がないというアプローチに対し支持を表明した。

FRBは、インフレ率が目標の2%を大きく上回る中、巨額の債券購入の縮小について議論するプロセスを開始したことを認めた。しかし、FRBの真の目標は物価ではなく雇用であるように見える。

金融誌「バンク・クレジット・アナリスト」の7月号でジョナサン・ラバージ氏は、「多くの投資家はインフレ率の上昇が現在の予想よりも早い時期にFRBを利上げに追い込む可能性に焦点を当てているが、FRBの最初の利上げ時期、さらには金融引き締めが始まった後の利上げのペースを決めるのは『最大雇用』回復への進捗（しんちやく）状況だ」と述べている。

■ 6月の雇用統計

7月2日に発表される6月の雇用統計は、労働市場の回復状況を知るための手がかりとして注目されるだろう。しかし、パンデミック（世界的流行）が引き起こした社会的な混乱は、通常の経済的な力学を上回っている。これは二つの数値に集約されている。就業者数は800万人近く減少しているが、未充足の求人数は900万人を超えている。

このギャップは一般的には、新型コロナウイルスが終息しないうちは仕事に戻りたくないという気持ち、学校閉鎖中の子供の世話、多額の失業給付といった複合的な要因によるものであると説明されている。人口動態も影響している。投資銀行BMOキャピタル・マーケッツの米国金利戦略責任者、イアン・リンゲン氏の調査レポートによると、働き盛りの世代の労働参加率はわずかながら回復したものの、55歳以上については大幅に低下したままになっている。

6月の雇用統計は、正常な状態への復帰に関する手がかりを求め精査されるだろうが、統計上のトリックには注意が必要だ。JPモルガンのエコノミスト、ダニエル・シルバー氏の調査レポートによれば、季節要因の調整によって教育職の雇用数が押し上げられ、雇用の増加はコンセンサス予想の70万人に対し、80万人に膨れ上がる可能性がある。皮肉なことだが、厳しい1年間を経て、早期退職を選ぶ教師について聞く機会が増えている。再び統計と現実の衝突が起きる可能性がある。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

6. 再び急騰した市場の内側 - The Market Is Soaring Again. Inside the Dow's Big Week. [米国株式市場]

企業業績の予想が相場の方向性を最終的に決める

■ FOMCの影響を抜ける



Photo Illustration: Staff; Dreamstime (2)

先週は、前回の米連邦公開市場委員会（FOMC）がなかったような相場展開だった。

米連邦準備制度理事会（FRB）がより引き締めに向き「ドットチャート」を発表し、市場に小さな衝撃を与えてからまだ2週間足らずだ。特にダウ工業株30種平均（NYダウ）の場合、FRBが引き締めに対してより積極的になることで、市場を支えている成長が鈍化するのではないかという懸念から、FOMCが開かれた週のパフォーマンスは昨年10月以降で最悪となった。

こうした懸念は、先週の1週間で見られなくなった。NYダウは3.4%高の3万4433ドル84セントとなり、週としては3月以来最高の上昇率を記録した。S&P500指数は2.7%上昇して4280.70、ナスダック総合株価指数は2.4%上昇して1万4360.39で引けた。上昇率はNYダウが最も大きかったが、S&P500指数は過去最高、ナスダック総合指数は週半ばに付けた過去最高にあと一步のところでの引けとなった。マイクロソフト<MSFT>は、木曜日に時価総額が2兆ドルに達したが、金曜日には下落した。中小型株のラッセル2000指数は4.3%高の2334.40で週末を迎えた。

■ 市場は良いとこ取り

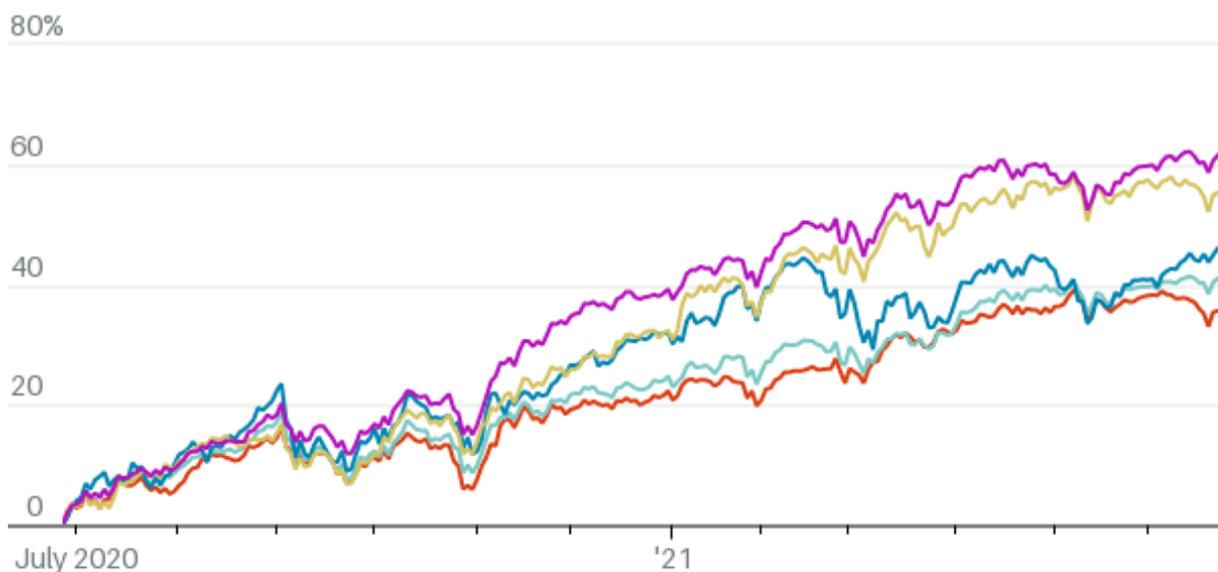
もちろんFOMCは実際には開催されており、それ以降多くのFRB高官の発言が飛び交っている。9月に量的緩和の縮小（テーパリング）を行う可能性を匂わすセントルイス連銀のブラード総裁やアトランタ連銀のボスティック総裁などのグループがいる一方、NY連銀のウィリアムズ総裁やFRBのパウエル議長のグループは、金融政策はまだ引き締める必要がないと述べた。

両派とも正しい可能性があり、その状況は先週、エネルギーとハイテクの両方のセクターのパフォーマンスが際立ったことから分かるように、景気敏感株の比率が高いNYダウとハイテク株の比率が高いナスダック指数の両方に素晴らしい週をもたらしたようだ。CIBCプライベート・ウェルスの最高投資責任者（CIO）であるデーブ・ドナベディアン氏は、「グロース対バリュエーションの分析をするのであれば、頑張って説明してみてください」と、やや匙（さじ）を投げた様子だ。

先週、バイデン大統領が発表したインフラ計画については、あまりにも多くのことが語られたものの、十分なものでなかった。それは、金額以上の詳細がほとんど明らかにされなかったことや、共和党と民主党が資金の使途と支出の規模について、さらには何兆ドルもの資金を使うために財政調整プロセスを使うのかについて、既に口論を始めたということだけを指しているのではない。

エバーコアISIのエコノミストであるピーター・ウィリアムズ氏は、「本当の問題は、インフラ投資の実施スピードだ」と語る。インフラ投資によって景気がすぐに上向くと期待してはいけない。すぐに実行に移せるプロジェクトがないことや、プロジェクトの効果が広がるまでに時間がかかることから、その効果は通常ゆっくりと現れる。しかし、これらのプロジェクトは、さらに先の段階で景気を押し上げる効果がある。「このタイミングでは、2022年に現在の景気刺激策の効果が薄れることによる影響を大幅に相殺することはできないだろうが、2023年以降の経済活動の下支えにはなるだろう」とウィリアムズ氏は書いている。

Market Snapshot



Source: FactSet

■ 企業業績が市場の先行きを左右

しかし、一連のFRBと政治の動きは、本当に重要な企業業績から投資家の目をそらしているだけなのかもしれない。S&P500指数の2021年の1株当たり利益（EPS）予想は、年初の167ドルから現在は191ドルとなっており、クレディ・スイスのストラテジストであるジョナサン・ゴルブ氏は、40%増益となる200ドルに年内に達しても驚かないと考えている。2022年の利益予想は213.33ドルとなっている。ゴルブ氏は「多くの投資家は、2022年のEPSの成長が横ばいになるのではないかと懸念している。成長の大部分は2021年に実現することになるが、これは前例のない改善となる数値を否定するものではない」と指摘する。

そして、市場が順調な軌道をたどることができるかどうかは、FRBとは関係なく、何よりもこの企

業績の数値が決め手となるはずだ。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

7. 相場上昇で見すごされる配当利回り - Rally Has Led Investors Astray on Yield. [インカム投資]
Here Are Some Bargains.
配当株ファンドのベテランが好む狙い目銘柄

■ 長期的に配当利回りは重要



Photo Illustration: Staff; Dreamstime

運用資産額190億ドルのT.ロウ・プライス・エクイティ配当ファンド<PRFDX>のリード・ポートフォリオマネジャーのジョン・リネハン氏は配当株について考えることに多くの時間を使う。しかし、S&P500指数が過去1年間で約40%上昇する中で、同氏は多くの投資家が配当に十分な注意を払っていないと懸念する。

「値上がり益が配当利回りをはるかに上回る時は、配当利回りは簡単に無視されてしまう」と同氏は語る。

株式のトータルリターンは、値上がり益と配当収入の二つの要素で構成される。最近投資家は米国が新型コロナウイルスを克服できるとより楽観的になっており、値上がり益が配当収入を大きく上回る。

しかし、長期的にみて配当利回りは重要であり、「年間トータルリターンが6%から10%のような通常の市場環境を考えれば、配当利回りはその多くを占めることになりうる」と同氏は語る。

配当利回りが4%超の魅力的な銘柄は1年前に比べて「明らかに減った」が、「依然として、ファンダメンタルズとバリュエーションが魅力的で妥当な配当利回りがある本当に良い会社の選別は可能」と同氏は語る。

同氏は「景気回復の恩恵を受け、過去のバリュエーションと比較してあまり割高でない」配当株を探している。

同氏のファンドの保有トップ銘柄には昨年減配した大手銀行ウェルズ・ファーゴ<WFC>、大手保険会社メットライフ<MET>、電力会社サザン<SO>が含まれる。過去1年間で同ファンドは45%上昇し、モーニングスター社の大型バリュエーション株ファンドカテゴリーで上位30%に入る。利回りは約2.4%。

同氏は減配銘柄を必ず売却するわけではない。一例として保有銘柄の大手木材会社ウェアハウザー<WY>は昨年、四半期配当をそれまでの34セントから17セントに減配したが、同氏は同株を売却せず買い増した。「減配だけを理由に株を売るのはまったくもって間違いであり、それは株価に現れることが多い」と同氏は語る。ウェアハウザーの株価は減配発表直前は27ドルだったが最近

約34ドルだ。

同ファンドは金融セクターと公益セクターをオーバーウエートしている。金融セクターは「バリュエーションが過去の水準をまだ下回る数少ないセクター」であり、景気回復の「良い恩恵を受ける」と同氏は語る。

■ お買い得銘柄

同ファンド保有の金融セクター銘柄としてシンシナティに本拠を置く大手地銀フィフス・サード・バンコプ<FITB>がある。配当利回りは2.8%で、ファクトセットの2021年予想利益3.40ドルに対して株価収益率（PER）は11.2倍だ。同氏は、同行が金利上昇の恩恵を受け純金利収入が増加すると予想。融資債権の質も高い。

また、同ファンドは公益セクターもオーバーウエートしており、同セクターは割安ではないが、同氏は割安なものもあると考える。多くの公益銘柄は、環境に優しいエネルギーへの移行トレンドの一部として、化石燃料から電力使用にシフトする動きをテーマとした投資の対象となる、と同氏は語る。サザンもその一つで原子力発電所を建設中だが、工事が遅れコストが予算を超過している。

「それは現在の株価に十分に反映されている。このような中期的な問題は時間と共に解決されるので、投資期間を長くみればより有利な投資となる」と同氏は語る。

同氏が考えるように、あまりにも多くの投資家が値上がり益に気を取られており、サザンや他社の配当利回りが見すごされている。

By Lawrence C. Strauss
(Source: Dow Jones)

8. ETFが対象連動指数を変更する理由 - Why an ETF May Change the Index It Tracks—and How to Tell if That’s Good or Bad

[ETF]

指数変更の良し悪しを見極める手がかり

■ よくある出来事



Flowersofsunny/Dreamstime

投資家は自分が投資している上場投資信託（ETF）が何を保有しているか把握できているだろうか。そしてそれに確信が持てるだろうか。

今週、二つのETFの投資家は、自分が思いがけない銘柄を保有していることに気がついた。月曜日、それぞれ業界で最大のETFである、運用資産104億ドルのiシェアーズ・バイオテクノロジーETF<IBB>と運用資産66億ドルのiシェアーズ・セミコンダクターETF<SOXX>は、連動対象をナスダックの関連指数からインターコンチネンタル取引所の別の二つの指数に変更した。その結果、iシェアーズ・バイオテクノロジーETFは一部

の製薬会社を医療機器や医療診断の企業に入れ替えるなど、280の保有銘柄のうち約30銘柄を変更した。一方、iシェアーズ・セミコンダクターETFは30の保有銘柄のうち6銘柄を変更し、より多く

の外国株を保有するようになったのだ。

2018年以降、少なくとも124本のETFが連動対象の原指数を変更しており、うち約半数はファンドのティッカーまで変更している。それに対して、CFRAのETF・ミューチュアルファンド・リサーチの責任者であるトッド・ローゼンブルース氏は、「アクティブファンドがマネジャーを変更する例よりは少ないが、人々が思っている以上に一般的なことだ」と言う。

通常、ファンド会社は、変更の数カ月前に保有者に通知し、ウェブサイトや目論見書を更新する。その結果、一部の投資家は当初望んでいたものとは異なるファンドを保有することになるかもしれない。これに対する唯一の手段は、値上がり益にキャピタルゲイン課税がかかり資産額が減る可能性をおかして、そのファンドを売却することだ。さらに（特に新しい投資家にとって）問題なのは、ETFが過去の古い指数に基づいた実績を残し続けることだ。またETFが過去に連動対象の原指数を変更したかどうかは、すぐには分からないことが多い。

■ 変更理由とその影響

ETFを手がける会社が連動対象の原指数を変更する理由はさまざまだ。そのほとんどはファンド会社の利益になるものだが、投資家にとっても良いことがある。例えば、ライセンス料が安いインデックスに変更して、その分を投資家に還元するようなケースだ。

数少ない銘柄に投資する集中型ポートフォリオでは、新たな資金が流入したときに問題に直面することがある。こうしたファンドで連動対象の原指数をより多くの銘柄を持つ指数に変更すると、既存の投資家にとっては全く異なるポートフォリオになるという問題が生じる一方、より分散した流動性の高いETFを作ることが可能だ。例えば、運用資産20億ドルのiシェアーズ・トランスポート・アベレージETF<IYT>は、連動対象指数の構成銘柄がわずか20銘柄で、上位10銘柄でポートフォリオ全体の77%を占める。ローゼンブルース氏は、「これは分散投資ではない」と言う。このファンドは、今年の夏の終わりに連動対象指数を変更し、配車サービスを展開するリフト<LYFT>や同業のウーバー・テクノロジーズ<UBER>などの銘柄を追加して、保有銘柄が2倍以上になる予定だ。

ETFは、より優れた実績を得るための戦略を追求する、あるいは競合他社との差別化を図るために連動対象指数を変更することが可能だ。iシェアーズ・バイオテクノロジーETFの新しい連動対象指数の実績は、過去3年間で以前の連動対象指数を上回っているが、iシェアーズは連動対象指数の変更の具体的な理由についてはコメントしていない。運用資産480億ドルのバンガード・トータル・インターナショナル・ストックETF<VXUS>は、運用資産300億ドルのiシェアーズ・コア・MSCIトータル・インターナショナル・ストックETF<IXUS>と以前は全く同じ指数に連動していたが、2013年にFTSEラッセル指数に変更した。

■ 投資対象激変の事例も

ファンドはさらに劇的な動きに出ることがあり、当初の投資手法がうまくいかない場合には、投資手法全体を変更することがある。その代表的な例が、運用資産16億ドルのETFMGオルタナティブ・ハーベストETF<MJ>だ。このファンドは、大麻関連銘柄に投資する世界最大のETFとして知られているが、以前はティアラXPラテンアメリカ・リアルエステートETFとして知られ、LAREというティッカーで取引されていた。マリファナ関連ETFになった2017年末当時の運用資産はわずか600万ドルだった。

このような劇的な変化は稀だが、投資家がETFの連動対象指数の変更に警戒する必要性を示してい

る。ただ、過剰な心配の必要もなく、投資家に結果的に良い選択肢がもたらされるケースもある。今月初め、投資運用会社のインベスコ<IVZ>はiシェアーズが対象から外したナスダックの指数を対象とする二つの新しいETF、インベスコ・ナスダック・バイオテクノロジーETF<IBBQ>とインベスコPHLXセミコンダクターETF<SOXQ>を設定した。iシェアーズの運用手数料が0.46%であるのに対し、インベスコのファンドは0.19%で、さらに12月まで手数料が免除されている。これも一例だ。

By Evie Liu
(Source: Dow Jones)

9.

料理宅配業界の未来に投資するならジャスト・イートはいかが？ - Just Eat

[注目銘柄]

Is an Appetizing Way to Play the Future of Food Delivery
米国のライバルと異なるビジネスモデル

■ 欧州に地盤、グラブハブ買収も完了



Courtesy of Just Eat

昨年、新型コロナウイルスが猛威を振るい、料理宅配サービスの需要が急増する中、ウーバー・テクノロジーズ<UBER>が料理宅配大手のグラブハブを買収してウーバーイーツと統合し、業界最大手ドアダッシュ<DASH>に対抗できるより有力な勢力をつくりだすとの憶測が広がった。だが、この組み合わせは、反トラスト法抵触への懸念から、一部の連邦議会議員の間で統合に逆風となるような関心を集めた。

グラブハブは2020年6月、アムステルダムに本拠を置く料理宅配会社ジャスト・イート・テイクアウェー・ドットコム<GRUB>の全額株式交換に

よる73億ドルでの買収提案を受け入れた。この買収合意は投資家を驚かせ、競争の激しい米国の料理宅配業界の再編を望んでいたアナリストをいらだたせた。

グラブハブの買収は完了までに1年を要し、この6月によく終了した。米国の投資家は合併で誕生した新会社の実力をまだ測りかねており、それが買い場を提供している可能性がある。

■ 中核事業は注文取り次ぎ

最高経営責任者（CEO）のイツェ・フルーン氏によると、ジャスト・イート・テイクアウェーの事業にはドアダッシュやウーバーイーツと重要な違いがある。一つは、同社がマーケットプレイスとして出発した点だ。これは、同社が消費者から受けた注文をレストランに取り次ぎ、宅配はレストランが自ら行う方式である。マーケットプレイス事業は今でも同社の事業の70%を占めている。マーケットプレイスの収益性は、注文を受けて宅配も行う方式よりもはるかに高い。

もう一つの違いは、欧州の大半の市場で同社の宅配スタッフが正社員で構成されている点だ。フルーン氏はその理由について、欧州の多くの国の規制により米国のギグエコノミーで支配的な単発請負型労働を基本とするモデルを採用できないからだと述べている。

■ 高い収益性、割安な株価

最終的にはジャスト・イートのモデルの方が優れているかもしれない。同社の2020年の売上高は46億ドルで、調整後利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）は4億100万ドルだった（いずれもプロフォーマベース）。これに対し、ドアダッシュの2020年の売上高は29億ドル、調整後EBITDAは1億8900万ドルだった。ウーバーの料理宅配事業の損益は依然として赤字だ。ドアダッシュは、2021年の調整後EBITDAを最大2億ドルと予想している。ジャスト・イートは今のところ2021年の業績見通しを公表していないが、アナリスト説明会が今秋に予定されている。

おそらく、成長率はドアダッシュの方が高いが、収益性はジャスト・イートの方が高い。一方、2020年株価売上高倍率をみると、ドアダッシュの約20倍に対してジャスト・イートはわずか4倍と非常に割安だ。投機的な割安銘柄を探しているなら、ジャスト・イートがお薦めかも知れない。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - Microsoft Rides Its Cloud Business to a \$2 Trillion Market Cap. [経済関連スケジュール] マイクロソフト、クラウド事業が好調

■ さらなる株価上昇の可能性も

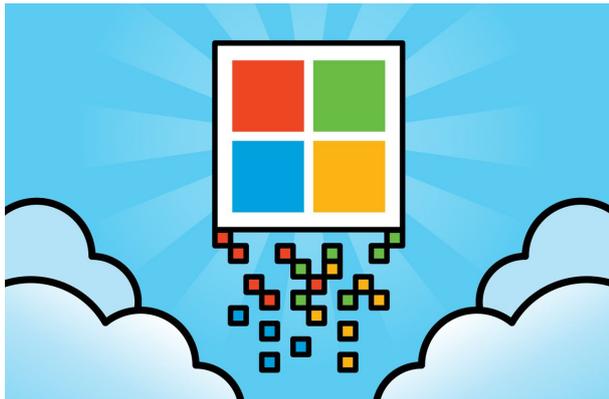


Illustration by Elias Stein

2020年8月のアップル<AAPL>に続き、マイクロソフト<MSFT>は6月22日、時価総額2兆ドルに到達した2番目の米上場企業となった。マイクロソフト株はさらに上昇する可能性もある。

ウェドブッシュ証券でアナリストを務めるダン・アイブス氏は先週、マイクロソフトを引き続き「アウトパフォーム」とし、目標株価を310ドルから325ドルに引き上げた。これは、株価が20%超上昇し、時価総額が2兆4000億ドルとなる可能性を意味する。同氏がマイクロソフトに肩入れするのは、同社のクラウド事業であるAzure（ア

ジュール）を見込んでのことだ。

23日、マイクロソフトの株価は0.1%上昇して265ドル79セントと過去最高を記録し、時価総額は2兆40億ドルとなった（アップルの時価総額は約2兆2000億ドル）。アイブス氏は、6月のチャネル・チェックでアジュールへの需要の高まりを確認したとしている。同氏は、「アジュールの成長ストーリーは、次の段階へとギアを上げている。事業会社の最高情報テクノロジー責任者（CIO）は、各社の事業がクラウド・ベースのアーキテクチャへ向けて準備を整えることに注力しており、企業挙げてのデジタルトランスフォーメーション（DX）へのシフトが加速している。これが背景となり、案件の規模は非常に大きくなっている」と記している。

同氏はまた、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）後にクラウドの成長が緩やかになるとする市場の懸念は、マイクロソフトの受注状況と矛盾しており、同社の4-6月期の業績が「堅調」である可能性が高いと記す。さらに、同社のアプリケーションの導入先でクラウドに移行しているのはまだ35%であり、従って今後も成長は続くと考えている。

アイブス氏は「今後も続くグローバルなDXは1兆ドル規模の市場機会であり、マイクロソフトはその相当な分を手にするだろう」と述べる。「マイクロソフトは今後も投資家に選好されるクラウド大型株であり続け、株価は今後数四半期にかけて上昇が見込まれる。マイクロソフトの成長ストーリーは減速していない」。

■ 今週の予定

Race to the Penthouse

Apple has led the way, but Microsoft has been right behind it on the way to a \$2 trillion market cap.

Microsoft and Apple Stock Price, 2020 to 2021, Year to Date



Source: FactSet

6月28日（月）

- ・ デンマークの製薬企業ノボ・ノルディスク<NVO>がコンファレンスコールを開催。カーステン・ムンク・クヌーセン最高財務責任者（CFO）が、研究開発の見通しについて説明を行う。投資家向け説明会は、6月25日～29日までバーチャルで開催される2021年米国糖尿病学会年次学術集会と併せて開催される。
- ・ ダラス連銀が、6月のテキサス州製造業景況指数を発表。コンセンサス予想は32.5と、5月の34.9から若干低下。同指数は4月に3年ぶり最高値の37.3を記録しており、同地域の製造業セクターが堅調であることを示している。

6月29日（火）

- ・ 金融サービス会社プリンシパル・ファイナンシャル・グループ<PFG>と電力会社センブラ・エナジー<SRE>が2021年度投資家向け説明会を開催。
- ・ 大手航空会社ユナイテッド・エアラインズ・ホールディングス<UAL>がコンファレンスコールを開催し、成長戦略について投資家に説明を行う。
- ・ 6月のコンファレンス・ボード消費者信頼感指数発表。エコノミスト予想は117.8で、5月からほぼ横ばい。同指数は今年に入り力強い回復が続いているものの、新型コロナウイルスのパンデミック以前と比べるとかなり低水準。

・ 4月のS&Pケース・シラー住宅価格指数発表。主要20都市圏の住宅価格指数のエコノミスト予想は、前年同期比14.2%の上昇（3月の同13.2%上昇は、2005年12月以来で最大の上昇幅となった）。

6月30日（水）

・ 6月のADP雇用統計の発表。エコノミストの予想では、民間部門の雇用者数は、5月の97万8,000人増に続き、45万人増。5月の増加数は昨年6月以来の大きさだった。

・ 酒類大手コンステレーション・ブランズ<STZ>、食品大手のゼネラル・ミルズ<GIS>、半導体大手マイクロン・テクノロジー<MU>が四半期決算を発表。

・ 総合石油エネルギー企業コノコフィリップス<COP>のライアン・ランス最高経営責任者(CEO)が、市場の最新動向について説明を行う。

・ 天然ガス採掘大手のEQT<EQT>がコンファレンスコールを開催し、2020年のESGパフォーマンスと今後のESG戦略について説明を行う。

・ 6月のシカゴ景況指数（シカゴPMI）発表。エコノミスト予想は70と、5月の75.2を下回る。5月の数値は47年ぶりの高さとなった。

・ 全米不動産協会（NAR）が5月の中古住宅販売仮契約指数を発表。コンセンサス予想は前月比1%低下（4月は同4.4%低下）。NARは、特に低価格帯の市場で供給不足により、販売の鈍化が見られているとしている。

7月1日（木）

・ 調味料大手のマコーミック<MKC>とドラッグストアチェーン大手のウォルグリーン・ブーツ・アライアンス<WBA>が決算コンファレンスコールを開催。

7月2日（金）

6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62万5000人増（5月は55万9000人増）。失業率の予想は5.6%と、5月の5.8%から低下が続く。

By Eric J. Savitz
(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』 2021/06/27

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