

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2021/07/18

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIJI PRESS



DOW JONES

1. ミッドイヤーラウンドテーブル - 42 Bargains in a Pricey Market [ラウンドテーブル]
割高な市場における42の割安な投資対象 P.2
2. 合成生物学は次の目玉か - This Burgeoning Biotech Industry Could Be the Next Big Thing [フィーチャー]
細胞のプログラミングで多様な製品を製造 P.16
3. SAPがクラウドで輝きを取り戻す理由 - Why SAP's Cloud Strategy Could Help the Software Maker Shine [注目銘柄]
2025年まで2桁増収見込む P.19
4. デルタ変異株に要注意 - Beware the Delta Variant, the Recovery Risk That Markets Are Overlooking [米国経済]
市場が見落とす経済回復リスクとは P.21
5. 米国で上場廃止の脅威に直面する中国株 - Delisting Threat Looms for China Stocks Trading in the U.S. [フィーチャー]
強まる対中圧力 P.23
6. 次の展開を待つまで保有すべき銘柄 - What to Buy as the Stock Market Shifts Into Another Gear [米国株式市場]
第2四半期の良好な数値は織り込み済みで、次の展開を待つ状況 P.25
7. 米国で1970年代のスタグフレーションは再発するか - Disco Inferno: The U.S. Could Be Headed Back to '70s-Style Stagflation [米国経済]
現在のインフレとの違い P.28
8. 米ハイテク企業、4~6月期決算見どころ - Tech Earnings Are Back and Bigger Than Ever [ハイテク]
部品不足や外出増の影響は P.30
9. 次の戦線はサブスクリプション疲れか - Subscription Fatigue May Be the Next Front in the Streaming Wars [コラム]
動画配信大手のストリーミング戦争 P.32
10. 今週の予定 - Chewy Stock Soared in the Pandemic. And Those Pets Aren't Leaving [経済関連スケジュール]
パンデミックで高騰したチュウイ株価。その後もペットは離れていない。 P.34

※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. ミッドイヤーラウンドテーブル - 42 Bargains in a Pricey Market 割高な市場における42の割安な投資対象

[ラウンドテーブル]

■ テクノロジー、ヘルスケア、小売り、製造業、メディアに妙味



Illustration by Ryan Melgar

株価がまた最高値を更新した。記録破りの上昇に最適な状況を生み出した金融・財政当局に何度も感謝しよう。米連邦準備制度理事会（FRB）による超低金利と、米国政府による超多額の財政支出は、米国経済が新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）による壊滅的な影響を乗り越えることに貢献しただけでなく、その後の繁栄にも寄与した。ただ、津波のような資金供給が、過ぎたるは及ばざるがごとしかどうかは別問題だ。

過去数週間の間に電話で実施された2021年のミッドイヤーラウンドテーブルでは、幾つかのテーマが浮上した。銘柄選択のプロは、市場を割高とみ

なしている。彼らはまた、一過性ではないインフレも懸念しており、10年債利回りが2%に向けて上昇するとみている。ただ、彼らはテクノロジーやヘルスケア、小売り、製造業、メディアなどの分野で多くのお買い得な投資対象を見出している。

■ トッド・アールステン氏（パルナッソス・インベストメンツのCIO）



Todd Ahlsten/ Illustration by Ryan Melgar

本誌：年央に株価の調整を予想していたが、まだ調整していない。まだそれに備えているか？

A：1月時点で、今年の米国国内総生産（GDP）が5～6%成長するとみていた。さらに、景気刺激策の一部が打ち切りになるにつれて市場が調整すると感じていて、今でも同じだ。経済成長率とFRBのバランスシート拡大は今がピークだ。経済成長率は第3四半期に減速するだろう。FRBはジャクソンホール（8月26～28日）の頃、債券買い入れ額の縮小について考え始めるだろう。

FRBはまだ危機対応モードだが、インフレ圧力を生み出さずには現状以上のことはできない。少なくとも株式市場のボラティリティは高まるだろう。

Q：市場は年末にかけて上昇するか？

A：年末の株価は現状並だが、それまでに10～15%調整する可能性がある。景気刺激策に関する不満も高まるだろう。2022年は選挙の年だ。FRBは売りが1～3カ月続いた後に言い回しを変更し、それを受けて市場は反発する。

Q：FRBが現在の政策から脱却できず、金利を引き上げられないと示唆しているのか？

A：フェデラルファンド（FF）金利が1.5%を上回れば、私にとってサプライズで、そうなるとしても何年も先だろう。市場にはいたるところで歪みが生じている。量的緩和（QE）は引き続き実施さ

れるだろう。年末にかけてサイクル中期の調整が起こり、その後は来年にさらなる刺激策が実施され、FRBは一層緩和的になり、株価はさらに上昇する可能性がある。

Q：投資家は今、何を買うべきか？

A：金融・ビジネス・教育関連サービス企業のS&Pグローバル<SPGI>は、資本市場向けのデータ・アナリティクスの主要プロバイダーだ。事業の約半分は信用格付けで、残る半分は金融市場のデータおよびベンチマークの販売。

Q：MSCI<MSCI>も同様の事業を行っているが、なぜS&Pグローバルを選ぶのか？

A：両社を保有しても大丈夫だろう。S&Pグローバルに関しては、技術革新と、コモディティー市場およびESG（環境・社会・ガバナンス）へのエクスポージャーの組み合わせをわれわれは好んでいる。同社はESGのデータ、格付け、ベンチマークの極めて重要なプロバイダーとして安定している。市場アナリティクスを提供するIHSマークイットの買収に取り組んでおり、年内には完了する見込みで、S&Pグローバルの成長性を高め、収入源の多様化をもたらす可能性がある。

同社は利益を年率約13%超、売上高を約9%増加させられる。株式の今後3年間のリターンは年率15%の可能性があり、3年後の株価収益率（PER）は30倍になる見込みだ。

Q：他には？

A：無線タワーを運営するアメリカン・タワー<AMT>がある。売上高の内訳は米国が約57%で、海外が43%。ワイドモートな事業で、長期持続的な成長の追い風を受けている。国内では複数年の契約で、料金は3%上昇することになっている。同社のネットワークにおけるモバイルデータ需要は、年率30~40%増加している。アメリカン・タワーの今後5年間の年率リターンは、1桁後半から2桁台前半の可能性があり、われわれはESG志向の投資家で、同社はインドとアフリカで、温室効果ガスの積極的な削減目標を設定している。

ヘルスケアでは医療機器メーカーのボストン・サイエンティフィック<BSX>とベクトン・ディッキンソン<BDX>を選好する。ボストン・サイエンティフィックは心臓血管系の事業の割合が大きい。昨年はパンデミックの際に大半の待機的手術が先送りされ、同社の年間売上高は8%減少した。さらに、経カテーテル大動脈弁植え込み術における心臓弁でも後退を余儀なくされた。

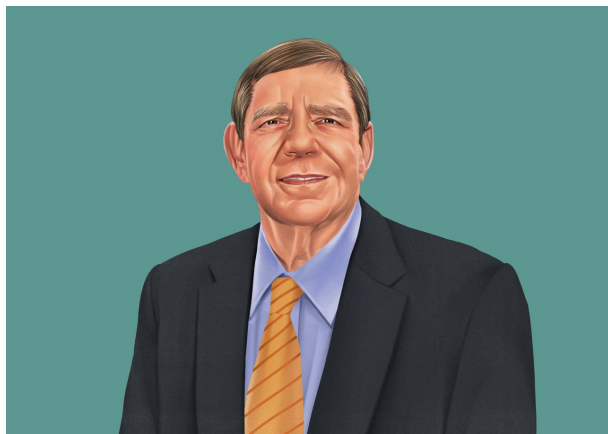
しかし、今からは回復に向かう見込みだ。待機していた手術が再開するとともに新製品の発売によって、2021年の売上高が19%増加するとわれわれはみている。長期的には、年率6~8%の増収率、利益率の60~100ベースポイント（bp）上昇を達成できる可能性があり、そうなれば2桁台の増益を意味する。

Q：ベクトン・ディッキンソンは？

A：年間で195億ドルの売上高のうち約85%は消耗品による。同社は自社の製品の90%において市場のリーダーとなっている。点滴システムのアラリスは承認が遅れていたが、同社は2022年9月期の下半期に承認を予想しており、そうなれば4億~4億5000万ドルの高採算収入の追い風を提供することになる。

売上高は、新型コロナウイルス試験における同社製品の使用減少のために2022年度は横ばいの可能性があるが、その後の内部成長率は1桁半ばになる可能性がある。

■ スコット・ブラック氏（デルファイ・マネジメントの創設者および社長）



Scott Black/ Illustration by Ran Melgar

Q：市場に対する評価は？

A：S&P500指数の最近の終値は4352.34だった。ウォール街の2021年のコンセンサス利益予想は187.30ドルで、それに基づくと市場のPERは23倍となる。

第2四半期の前年同期比増益率は過去最高になるだろう。アナリストによる予想増益率は65%だ。第3四半期は23%増、第4四半期は28%増の可能性がある。市場の過去の予想PERは16~17倍だったが、現在の10年債利回りは1.39%程度で、実質利回りはマイナス3.7%となっている。現在の高いバリュエーションを、幾分かは正当化できる。

Q：金利は来年上昇するのか？

A：FRBは緩和的な金融政策を終了せず継続すると示唆してきた。FRBは利上げによって、市場の下落または経済の動揺を誘発することを恐れている。さらに、米国には28兆5000億ドルの債務があり、金利が1%上昇した場合には利払い費用が2850億ドル増加することになる。

Q：経済をどのようにみているのか？

A：経済は非常に好調だ。アトランタ連銀は第2四半期のGDP成長率を7.9%と予想する。来年の成長率は2.5~3%へ減速する可能性がある。S&P500指数の利益は12%増加する可能性がある。

幾つか懸念していることがある。連邦債務の対GDP比は1.3倍で、第二次世界大戦後で最高水準だ。国債を1.4%の利回りで発行できているために、それが問題にはなっていない。労働参加率は61.6%で、1976年4月以来の最低となっている。他にも問題はあるがいずれも長期的なもので、短期的にはFRBと政府が経済を刺激している。S&P500指数は上半期に14.4%上昇しており、さらに5~6%上昇しても驚かない。

Q：何を買っているのか？

A：投資アイデアは2銘柄ある。一つは半導体関連機器メーカーのウルトラ・クリーン・ホールディングス<UCTT>。株価は51ドル前後、時価総額は22億4000万ドルだ。半導体製造装置に対する投資額は今年が740億ドル、来年は800億ドルと予想されている。同社の予想PERは今期が13倍で来期は11.5倍だ。顧客別売上高は半導体製造装置メーカーのラム・リサーチ<LRCX>が46%、アプライド・マテリアルズ<AMT>が24%だ。高速大容量規格「5G」、中央演算処理装置（CPU）の速度向上、クラウドの成長、人工知能（AI）が需要をけん引している。

Q：業績予想は？

A：今年の売上高を19億6000万ドルと予想する。製品事業の営業利益率は約12%で、営業利益は1億9300万ドル。サービス事業の営業利益率はより高く、営業利益は5100万ドルで、両事業の営業利益の合計は2億4400万ドルとなるだろう。税引前利益は2億1800万ドル、純利益は1億7200万ドル、1株当たり純利益（EPS）は3.93ドルの見込み。市場予想は3.90ドルだ。来年のEPSは4.45ドルと予想する。

Q：他の投資アイデアは？

A：半導体関連機器メーカーのコヒュー<COHU>だ。株価は36.22ドルで時価総額は17億8000万ドルだ。同社は半導体の試験および検査機器の主要サプライヤーである。自動車の電子化と産業の自動化が成長のけん引役となっている。2016年から2020年にかけて売上高は年率約22%、利益は同15%増加した。半導体大手のクアルコム<QCOM>やインテル<INTC>などが顧客だ。

買収や事業売却を反映して、今年の売上高は9億1200万ドルへ43%急増する可能性がある。EPSを3.1ドルと予想しており、それに基づくPERは11.7倍となる。来年のEPSは3.35ドルの可能性もある。規模は大きいが内部成長率が同水準の競争相手であるテラダイン<TER>のPERは24倍なため、コヒューは買い得だ。

■ メリル・ウィトマー氏（イーグル・キャピタル・パートナーズのゼネラル・パートナー）



Meryl Witmer/ Illustration by Ryan Melgar

Q：市場は魅力的にみえるか？

A：私は銘柄選択派で、市場全体に対する見解を持っていない。価値のある銘柄もあれば、割高な銘柄もある。ハイテク銘柄は割高と思える。政策を懸念しており、増税されればバリュエーションにとって打撃となる可能性がある。連邦債務水準も高く、利上げされれば大きな問題となる。私が選好するのは、黒字でバリュエーションが低い銘柄だ。

Q：選好する銘柄を教えてください。

A：特別買収目的会社（SPAC）を通じて公開される予定の2社を好んでいる。一社目はリサイクル可能な飲料用缶メーカーのアルダ・メタル・パッケージング（AMP）で、ゴアーズ・ホールディングスV<GRSV>によって買収される。AMPはルクセンブルクの容器メーカー、アルダ・グループ<ARD>の子会社だ。缶業界の過去の成長率は年率1~2%だったが、ハードセルツァー（アルコール入り炭酸水）などの新製品登場や持続可能な包装への移行によって約5~7%へ加速した。ブラジルではガラス容器からアルミ容器への移行によって驚異的な成長となっている。

缶業界の成長は多額の投資が必要となる。AMPは2024年にかけて18億ドルを投じて生産能力拡大を図っており、その分のほぼ全ては4年から7年の長期契約によって供給先が確保されている。契約はアルミニウム、エネルギーおよび他の原材料価格の転嫁を含んでいる。ミネラルウォーターの容器がアルミ缶へ移行することで成長は10年以上も続くだろう。

AMPは2022年までは能力増強のためにフリーキャッシュフローを全額投資するが、投資が終わった後のフリーキャッシュフローは、2023年に約1ドル、2024年に1.15ドルが予想される。2023年予想税引き後フリーキャッシュフローに16倍を適用して1株当たり16ドルと評価する。あらゆるESGファンドが同社を保有する見込みのため、株価はその水準へ比較的迅速に達するだろう。

Q：アルダ・グループがAMPの株式の過半数を維持する予定だ。投資家はAMPをアルダとゴアーズ・ホールディングスVのどちらを通じて保有すべきか？

A：缶の専門企業を保有したければ、SPACを通じて投資すべきだ。アルダの株価は25ドルだが、20ドルまで低下すればアルダを買う方が良いだろう。

次の銘柄は、ねじや防具等のハードウェアを扱うヒルマン・ソリューションズ<HLMN>で、ラン

ドカディア・ホールディングスIIIと合併して上場したばかりだ。製品はホームセンターのホーム・デポ<HD>やロウズ<LOW>を通じて販売される。

ハードウェアが同社の利益の半分以上を占めるが、われわれが本当に好んでいるのはロボティクス部門だ。同部門はカギやキーホブ（キーホルダーサイズのリモコンや無線ICタグ）の複製や、ナイフを研ぐための機械とショップを提供する。キーホブ複製の潜在的市場は驚異的である。ヒルマンのキーホブのブランドであるインスタフォブは裏側に接着物質が貼ってあり、スマートフォンの裏側に貼り付けられる。

1株当たり税引き後フリーキャッシュフローは2022年が92セントで、その後は内部成長や買収によって増加するとわれわれは考える。税引き後フリーキャッシュフローに15～16倍を適用して、1年後の同社の目標株価を14～15ドルとしている。現在の株価は約12ドル。

3番目の銘柄は、カナダのドア製造持ち株会社であるメゾナイト・インターナショナル<DOOR>だ。ドア表面を加工する工場を追加するコストと、多様なドア在庫に投資する資本コストは高い。また輸入も困難だ。

消費者は郊外へ移動し、大きな家を買ひ、内装をグレードアップしている。内装としてのドアのグレードアップは、家を素晴らしく見せる手段の中で費用が少なくて済む手段の一つだ。米国の貯蓄はコロナ禍前から1兆3000億ドル増加しており、グレードアップを続けるための蓄えは十分にある。

同社の今期予想EPSは8.50ドルで、80セントの1株当たり無形固定資産償却額を加えると、112ドルの株価は妥当だ。同社が予想を達成し、年間約1億ドルの自社株を買戻せば、2024年のEPSは15ドルへ増加するとみている。2024年末にはバランスシート上のキャッシュが10億ドル超になる可能性もあり、そうなれば自社株買いの拡大や増配も見込める。今後1年程度の目標株価を150ドルとしている。2024年の潜在的利益に12倍を適用して10億ドルの現金を加えると、3～4年後の目標株価は220ドルとなる。

■ マリオ・ガベリ氏（ガムコ・インベスターズの会長兼CEO）



Mario Gabelli/ Illustration by Ryan Melgar

Q：年内は投資家にとってどのように展開するのか？

A：将来を見通すために、まず過去を振り返りたい。2020年3月に、新型コロナウイルスの感染が広がり始めて経済は閉鎖された。企業は借入れを行い、設備投資を削減した。FRBはそれを受けて、追加の景気刺激策を提供した。それから1年が過ぎ、企業は急増する需要と供給不足に取り組んでいる。設備投資と企業の売上高は再度増加している。名目GDP成長率は10%を超える可能性がある。税引前利益が急増すると予想する。

株式市場は、法人税増税の行方と市場のPERという二つのことを懸念しなければならない。PERは10年債利回りの関数で、われわれは10年債利回りが上昇すると予想する。中間選挙を控えた2022年夏までに、FRBは債券買い入れの縮小を始める可能性があるかと予想している。懸念しているのは、FRBの政策変更の潜在的な影響、シャドバンキングの急増、および、信用取引口座の増加だ。また、台湾にまつわる緊張のような地政学的問題も懸念している。証券取引委員会（SEC）はゲンスラー委員長の下で、ペイメント・フォー・オーダー・フロー（証券会社が取引執

行のために他社に取引を発注することで徴収する手数料）やSPACに対する警告サインを徐々に掲げることになり、それは投機熱を冷ますだろう。

政治家が中間選挙に向けて良好な経済状態を確実にするために支出するので、株価は良好に推移するだろう。しかし、ここから大幅に上昇するとはみておらず、投資家は2022年の春には逆風を目の当たりにしているだろう。

Q：投資家はどのように備えるべきか？

A：われわれは、インフラと再生可能エネルギーに注目している。後者におけるカギは、エネルギー貯蔵用のバッテリーだ。映画『卒業』では「これからはプラスチックだ」と言われていたが、現在はバッテリーだと言いたい。

英国の特殊車両メーカーのCNHインダストリアル<CNHI>は、上記の投資アイデアの橋渡しをしている。株価は16.50ドル前後だ。

同社は6月に、精密農業のリーダーであるレーベン・インダストリーズ<RAVN>を買収すると発表した。精密農業は水の使用を減らすことができるため、気候変動対策の側面もある。CNHがクラス8トラック事業のイベコとエンジン事業を分離すると予想する。今後12～15カ月のEPSは1.25ドルの可能性がある。

ユニビジョン・コミュニケーションズは、米国で増加傾向にあるスペイン語話者向けのテレビ・ネットワークを運営しており、メキシコのグループ・テレビッサ<TV>がコンテンツの大半を提供するとともに、ユニビジョンの36%を保有している。メディア・コングロマリットのバイアコム最高財務責任者（CFO）だったウエイド・デイビス氏が12月にユニビジョンの最高経営責任者（CEO）に就任した。同CEOはユニビジョンを公開する公算が大きいだが、その前にテレビッサとの部分的統合を完了しなければならない。統合後は、テレビッサが合併新会社の45%を保有することになる。テレビッサの株価は約14ドル。メキシコのケーブルTV事業の価値だけでも現在の株価に相当する。原油価格上昇によってメキシコペソは強くなっている。テレビッサの株価は今後12カ月で少なくとも50%上昇するとわれわれはみている。

Q：他にどのメディア企業を選好しているのか？

A：私は1月のラウンドテーブルで、ドイツの通信会社であるドイツテレコム<DTE.ドイツ>を推奨しており、今回も推奨したい。株価は17ユーロで、米国の通信会社であるTモバイルUS<TMUS>に対する持ち分は約14ドルと評価される。ドイツテレコムの残る事業は、キャッシュフローの4倍と評価されている。来年のEPSは1ユーロと予想され、私はそれに3ユーロを支払いたい。

昨年7月に私は、音楽ストリーミング関連銘柄としてソニーグループ<6758>と、フランスのメディア企業であるビベンディ<VIV.フランス>を推奨した。今回もビベンディを推奨する。ユニバーサル・ミュージックの20%を、テンセント・ホールディングス（騰訊控股）<0700.香港>が率いるグループに売却済みで、10%をビル・アックマン氏のパーシング・スクエア・トンティン・ホールディングス<PSTH>に売却する予定。その後、ユニバーサル・ミュージックを公開するために60%をスピンオフする予定。ビベンディの株価は28ユーロで、最終的に残るユニバーサル・ミュージックの持ち分（10%）は約100億ドルの価値がある。

米国のマスメディア企業、バイアコムCBS<VIACA>の株価は45ドル前後だ。株価は3月に102ドルまで急上昇し、同社は増資して債務を削減した。出版グループのサイモン&シュスターを売却す

る過程にあり、マンハッタンに保有する不動産の一部売却も期待されている。身売りの話は常にある。会長のシャリ・レッドストーン氏は身売りしないだろうが、合併の可能性はあると私は考える。

ジョン・マローン氏によるプロ野球チームのアトランタ・ブレーブスの売却は道半ばを過ぎた。リバティ・ブレーブス・グループ<BATRA>がアトランタ・ブレーブスのトラッキング・ストック（特定の事業や子会社に連動する株式）だ。株価は28ドルで、2年後には44ドルになるとわれわれは考える。

スポーツエンターテインメント持ち株会社のマディソン・スクエア・ガーデン・スポーツ<MSGS>の株価は172ドルだ。売却されれば価値は240ドルを超える可能性がある。テレビでスポーツを見る機会が増えており、スポーツ賭博も行われている。広告主はそれを好んでいる。来年は選挙に関連した広告支出が大幅に増えるだろう。

私はテレビ放送会社のシンクレア・ブロードキャスト・グループ<SBGI>を依然推奨している。株価は32ドル。同社はゲーミング企業のバリーズ<BALY>に一部出資しており、スポーツ賭博は引き続き爆発的に成長するだろう。

自動車メーカーのフォルクスワーゲン<VOW3.ドイツ>から分離されたトラック・メーカーのトレイトン<8TRA.ドイツ>を選好している。株価は27ユーロ前後だ。同社が自動運転車とバッテリーにおける強みを発揮すれば、今後2年間でEPSが4ユーロになり、株価が50%上昇する可能性がある。

■ ルパール・バンサリ氏（アリエル・インベストメンツのCIO）



Rupal J. Bhansali/ Illustration by Ryan Melgar

Q：今後投資家は何を予想すべきか？

A：中央銀行による大規模な流動性供給が続き、投資家のリスク志向は極めて高くなっている。バリュエーションは度外視されており、今や株式も債券もバブルに近い領域にある。世界の株式時価総額の合計は世界のGDPの70%に達しており、これは2000年の水準を上回っている。1968～1978年および2001～2010年に経験したように、市場がこうしたバリュエーションになる時は通常、続く10年間のリターンがマイナスか極めて低い水準に落ち込む。これまでとは様変わりすると予想する。

Q：変化が始まるのはいつか？

A：もう始まっている。過去10年間のトータルリターンのほとんどはキャピタルゲインによるものだったが、次の10年間は配当がはるかに大きな役割を果たす可能性が高い。ポートフォリオの組み替えを行う時がきている。市場は1969～1978年累計で7.5%、2001～2010年累計で5%下落したが、それぞれ配当が44%ポイントと20%ポイント貢献したことにより、トータルリターンは37%と15%だった。配当は債券よりも利回りが高く、インフレに対するヘッジとして有効性が高い。

Q：超低金利が今後も株式市場を支えるのでは？

A：ノーだ。超低金利は既に株価に織り込み済みだ。後講釈的なポートフォリオではなく先見性のあるポートフォリオを構築すべきだ。

利益の底堅さ、財務内容の健全性、配当利回りなど、いずれの観点であれ私は1月のラウンドテーブルの際に選択した銘柄が今でも良いと考えている。イタリアの公益企業スナム<SRG.イタリア>やドイツの世界有数の再保険会社ミュンヘン再保険<MUV2.ドイツ>の配当利回りは約4%だ。S&P500指数の配当利回りは1.4%だが、米国外にはより配当利回りの高い投資候補先がある。国際的なベンチマークであるMSCI EAFE指数の配当利回りは2.4%だ。私のアクティブ運用ファン、アリエル・インターナショナル<AINTX>の配当利回りは3.5%だ。

フィリップ・モリス・インターナショナル<PM>は気に入っている銘柄の一つだ。配当利回りは4.9%、PERは15倍だが、より重要なことは同社がたばこ業界のテスラ（電気自動車メーカー）<TSLA>だということだ。たばこ株には罪深いイメージがあるが、無煙たばこの将来に投資をしている同社は例外だ。加熱式たばこのIQOS（アイコス）はヘビースモーカーのリスクが従来型の製品よりも92~95%削減される。

Q：英国の製薬会社ベクチュラ・グループ<VEC.英国>を買収する計画をどう思うか？

A：ベクチュラ・グループは吸引式送薬ソリューションに特化した製薬会社であり、処方薬および市販薬の分野における科学的専門知識の構築と製品開発の加速が可能になる。買収によって植物性薬品（290億ドル）や呼吸器系吸引薬（360億ドル）といった市場規模の大きい革新的な事業機会にアクセスが可能になるため、楽観している。

スペインを拠点とする欧州の公益企業エンデサ<ELE.スペイン>の配当利回りは6%だ。スペイン政府が欧州の炭素排出枠価格の急騰による一時的な利益の一部を吸い上げる計画であることから、同社の株価は最近下落したが、良い買い場になっていると思う。同社はESGの代表的な銘柄であり、再生可能エネルギーに数十億ユーロの投資を行う戦略を発表し、スペイン国内の火力発電所を閉鎖しているところだ。同社は成熟企業などではなく、活発な投資によって中長期的に成長が加速する企業だと考えている。

Q：欧州の公益企業は米国の公益企業よりも魅力的だということか？

A：その通り。米国の公益企業は極めて成熟しているが、欧州の公益企業は次世代技術への投資によって1桁台半ばから後半の成長率となっている。

インターネット検索サービスを提供する中国のバイドゥ（百度）<BIDU>もキャピタルゲインが狙える。中核となる検索サービスの営業利益率は50%になると予想される。人工知能（AI）や自動運転技術などの次世代事業に投資を行っており、後者の場合、試験走行距離は2位の競合企業の2倍に達している。同社はiQIYI（アイチーイー）の57%を保有しており、動画配信においても業界トップにある。中国版グーグル、中国版ネットフリックス<NFLX>およびAI界の寵児を2022年予想PERがわずか16倍で手に入れることが可能だ。バランスシートはネットキャッシュの状態にあり、グロースとバリューの両方を併せ持つ銘柄だといえる。

Q：中国政府がバイドゥに再度干渉することはないと考える理由は？

A：中国政府は、他の多くの中国インターネット企業は中国がイノベーションの先頭に立つためではなく、消費主義を助長するために投資をしていると捉えているが、バイドゥは中国の消費者により優れたサービスを提供するためのイノベーションに利益を振り向けているとみている。

■ ヘンリー・エレンボーゲン氏（デュラブル・キャピタル・パートナーズのCIO）



Henry Ellenbogen/ Illustration by Ryan Melgar

Q：これまでのところ、市場にとって素晴らしい年となっているが、今後も続くか？

A：極めて堅調な企業業績と経済、そして金融緩和策の継続に株式市場も反応している。また、連邦議会は上下両院とも民主党が辛うじて多数を確保している状況であることから、大きな政策転換はないとみられている。今後についてはインフレに関心が集まっている。

一つ気になっているのは、米国および中国と、世界第3位の経済であるデジタル国家との間の潜在的な緊張関係だ。デジタル経済の「GDP」は急速に巨大化しており、関係者の多くは、自分たちは主権国家ではなくデジタル経済のメンバーだと考えている。その完璧な例が暗号資産（仮想通貨）

だ。最近中国が暗号資産を規制するために積極的に動いているが、米国は中国と歩調を合わせ、デジタル経済を脅威とみるのだろうか。デジタル化による効率性と透明性がコスト削減をもたらし、インフレが抑制されてきた。米中が個別に行動した場合でも、イノベーション経済に両国の圧力がかかるなら、市場にとってワイルドカードとなるだろう。

Q：暗号資産の取り締まりがデジタル経済全体の制約になる理由は？

A：暗号資産はデジタル経済との関係を各国がどのようにみているかを象徴しているにすぎない。中国は独占禁止法の観点から大手ハイテク企業に対して厳しい姿勢を取っている。配車サービス大手ディディ・グローバル（滴滴出行）＜DIDI＞の例から、中国のハイテク企業には政府に従うか、厳しい対応をされるかの二つしか選択肢がないことが分かる。さらに、中国では大手ハイテク企業が収集するデータは国家にとっての価値であり、企業の価値ではない。欧米では、大手プラットフォーム企業を規制する動きが西欧で始まる。そうなれば、これらの企業とイノベーションの速度に関する市場の見方に影響する可能性がある。

Q：今年の活発な新規株式公開（IPO）市場についてどう思うか。

A：活発で内容も良いと思う。2018年と2019年は非公開の方が良いという見方が支配的だったが、新型コロナウイルス問題と流動性のない株式の問題を経験したことで見方が変わった。今年は4年間溜まっていた上場予備軍が殺到しており、市場側も選り好みするようになっている。しかし、外国語学習アプリのデュオリンゴ、オンラインメガネブランドのワービーパーカー、サラダ専門レストランチェーンのスイートグリーンのようなハイクオリティ企業が何社か今年下半期に株式公開を計画しているとの報道もある。IPOサイクルの末期にはクオリティの低い企業が上場するので、投資家は注意が必要だ。

Q：上場企業で注目しているのは？

A：家具の小売り持ち株会社レストレーション・ハードウェア・ホールディングス＜RH＞が気に入っている。1月のラウンドテーブルで、人々が働く場所や住む場所に根本的な変化が起きつつあるという話をした。郊外に移動するのは米国の歴史を通じた長期的トレンドだが、同社は全面的な内外装プロジェクトを任せられる唯一の高級家具業者であり、不透明な業界において透明性を掲げて競争を展開している。営業利益率は業界平均の2倍であり、大きな改装を行う人が増えていることから、過去4年間で平均受注残は3倍に増えた。同社は欧州にも進出中だが、われわれは前向きに捉え

ている。

Q：同社の株価は2020年3月以降で800%上昇しているが、上値余地はあるのか？

A：来期予想利益に基づくPERは約30倍だが、われわれは今後数年間は同社の利益が10%台半ばで成長するとみており、株価は利益の成長に沿って上昇するだろう。株主資本利益率（ROE）は40%を超えている。

Q：同社にとって最大のリスクは？

A：金利の上昇だ。金利が上昇し株式市場に悪影響が出れば、高級市場の消費者は支出に消極的になるだろう。

2番目の注目企業はショッピングファイだ。同社を初めて推奨したのは2018年1月のラウンドテーブルだった。同社は小型株が大型株に化けたまれなケースで、途方もない投資リターンとなった。同社は小企業だけでなく、中堅企業や大企業にとっても電子商取引サイトを立ち上げるためのグローバルな「非アマゾン・ドット・コム」プラットフォームとなっている。顧客の増加によって収集するデータが増え、より優れた製品の開発が可能となるため、事業規模の拡大が好循環を生んでいる。今年、フェイスブックとグーグルがそれぞれの電子商取引プラットフォームをショッピングファイの出店者および決済とより全面的に統合させると発表した。

ショッピングファイ出店者の顧客による決済サービス「ショッピングファイ・ペイメント」の利用は拡大を続けており、同社の利用料収入の拡大に貢献している。同社は今年、同社の電子商取引ワークフローを利用しない小売業者にもショッピングファイ・ペイメントの使用を認めると発表しており、着々とグローバルプラットフォーム化への道を歩んでいる。

Q：今期予想利益に基づくPERが330倍に達しているが、気にならないか？

A：われわれの2023年度売上高予想はウォール街の予想を30%上回っている。長期的な利益率は50%台半ばだ。同社の成長率は年率30%を持続的に上回るとみている。市場による電子商取引事業のバリュエーションは恐らく適切だが、決済事業はまだ初期の段階にあり、かなり過小評価されているとみている。

■ ソナル・デサイ氏（フランクリン・テンプレトンの債券グループCIO）



Sonal Desai/ Illustration by Ryan Melgar

Q：10年国債の利回りが最近大幅に下落し、1.30%を下回った。市場参加者の多くが現時点までに2%に近づくと予想していた。これは何を意味し、債券利回りは今後どう動くとみるか？

A：10年国債の利回りは2%を超えて年を終えるというのが私の見方だとあらためて申し上げておきたい。最近の債券価格上昇（利回り低下）を正当化できるファンダメンタルズ面の材料は見当たらない。経済の回復は年初に大幅に上方修正された予想に沿っており、インフレも市場（およびFRB）の年初の予想を大幅に上回っている。現在の利回りを正当化するには、ロックダウン（都市封鎖）が実施されていたころ、ワクチンの配布と巨額の経済刺激策が実現する前の水準にベースラインを戻す必要がある。

市場はFRBが極めてハト派的な金融緩和策の修正を行うと予想していると思うが、賢明であるとは思えない。FRBがハト派的なのは確かだが、経済および労働市場が力強い回復を示し、一方でインフレ率が目標の2%を優に超えている状況を無視するのは、ますます困難になるはずだ。

Q：物価の上昇を一時的ではなく持続的とみているのか？

A：FRBは一時的と表現したが、数カ月なのか、数四半期なのか、数年なのか、その正確な意味は分からない。賃金の上昇率が特に低賃金サイドで加速していることから、インフレは現在予想されているよりも持続的になる可能性がある。

FRBは慎重に進む必要がある。長期間にわたる巨額の金融緩和によって資産価格のバリュエーションは上昇している。FRBは自身の言動で資産価格が崩壊することは望んでいない。ゼロ金利や金融緩和は永遠には続かないという考えを何らかの方法で市場に刷り込む必要がある。8月のジャクソンホール会議で、金融緩和策の少なくとも一部を撤廃することについて言及し始めると思う。ただ、金利引き上げについては引き続き極めてハト派的だ。短期サイドの債券市場は近い将来の利上げを織り込み過ぎているが、長期サイドは金融引き締め必要性を十分に織り込んでいない。イールドカーブは再び、それもかなり大幅にスティープ化すると思う。

Q：株式市場はどのように反応するか？

A：利回り上昇が堅調な経済と一貫した物価の上昇を理由とするものであれば、株価の急落は起きないかもしれない。新型コロナウイルスによって打撃を受けるまでは株式市場は堅調に推移していた。FRBは株式市場の反応を気にするのではなく、経済にとって正しいことをすべきだ。株式市場を支えるのはFRBの仕事ではない。

金融緩和によってバリュエーションは上がり過ぎており、その傾向は1月時点よりも現在の方が強い。ファンダメンタルズは引き続き一部のリスク資産を下支えしているが、投資家はいつまでこの状況が続くか疑問を持ち始めるはずだ。金利の上昇とイールドカーブのスティープ化が予想されることから、デュレーションの短期化が望ましいとみている。

Q：投資についてアドバイスを。

A：1月のラウンドテーブルの推奨銘柄に基本的に変更はないが、フランクリン・フェデラル・タックスフリー・インカム・ファンド<FAFTX>は例外だ。バリュエーションが高くなり過ぎた。引き続きマシューズ・アジア・グロース・ファンド<MPACX>、SPDRゴールド・シェアーズ<GLD>、ペイデン新興国市場債券ファンド<PYEWX>、フランクリン・ハイ・インカム・ファンド<FVHIX>、およびフランクリン・ハイイールド・タックスフリー・インカム・ファンド<FHYVX>はお薦めだ。

今回、上場投資信託（ETF）のバンガード・リアル・エステートETFインデックス・ファンド<VNQ>を追加したい。不動産投資信託（REIT）は総資産の75%を不動産に投資しなければならないことから、現在のような低利回りで物価が上昇しつつある環境ではインフレに対するヘッジになる。

REITはこれまで安定した配当と他の資産クラスとの相関性の低さから投資家のポートフォリオ分散とトータルリターンに貢献してきた。インフレ率の上昇、史上最低に近い金利水準、堅調な景気回復という組み合わせは、REIT投資に最適な環境だ。

■ アビー・コーエン（ゴールドマン・サックス証券のシニア投資ストラテジスト）



Abby Joseph Cohen/ Illustration by Ryan Melgar

Q：下半期の経済と市場予想は？

A：実質GDP成長率は、第3四半期に10%に近づき、その後6%に減速する予想だが、それでも過去の平均値の2倍以上だ。2022年も良い年になると予想する。2022年は年率4%程度の成長で始まり、年末には2%程度にまで減速する可能性がある。コア・インフレ率は、2021年に約3.8%、2022年に約2.4%と予想している。FRBはまだ量的緩和の縮小（テーパリング）を考えないだろう。FRBが金利を引き上げるのは2023年末頃になるだろうが、10年債利回りは今年後半に2%弱まで上昇し、2022年にはさらに上昇する可能性もある。

Q：主なリスクは？

A：米国の一部でワクチン接種が遅れており、デルタ変異株がどうなるかわからない。また、米国経済は世界をリードしてきたが、米国株は株価/キャッシュフロー倍率やPERなどで他国に比べて割高だ。われわれは英国、欧州、アジア

に良い銘柄があると考えている。

Q：年末のS&P500指数の目標は？

A：当社米国株式ストラテジストのデービッド・コスティンは、S&P500指数の目標を4300としていたが、これは最近達成された。今後数カ月間はこのあたりにとどまると予想する。経済成長、インフレ後退、金利上昇などでS&P500指数は予想より上昇する可能性もある。

Q：避難先となる銘柄は？

A：トヨタ自動車<7203>が良いポジションにある。トヨタは20年以上にわたってハイブリッド車をリードし、電気自動車への移行も進んでいる。同社は半導体の在庫を持ち、半導体不足の影響も受けていない。新車の販売台数は前年比45%増だ。問題は、予想される円高だ。米国の消費者にとって輸入車価格は高くなるが、米国の投資家にとって現在の株価が割安に映るだろう。トヨタの2021年度予想PERは11倍、2022年度予想PERは9倍、株価純資産倍率（PBR）はほぼ1倍だ。当社アナリストは同社の売上高を今年11~12%増、その後は年約5%増としている。EPSは電気自動車への準備に伴う費用の増加を考慮しても、今年と来年で約13%増加する可能性がある。株価は過去1年で45%上昇したが、バリュエーションを考えるとまだ上昇の余地がある。

次はサントリー食品インターナショナル<2587>だ。日本では自動販売機で酒類を販売してきたが、最近は店舗販売が増えている。また、海外での合弁会社設立も増えており、米国とアジアでペプシコ<PEP>と合弁会社を設立している。同社のビジネスの約半分は日本国外であり、その半分は欧州と英国だ。過去1年で株価はわずかに下落している。PERは20倍だ。売上高は今年約7%増、その後は2~3%増を見込む。利益は来年約10%増と予想する。

シーメンス<SIE.ドイツ>は事業の再構築の一環としてエネルギーとヘルスケア事業の一部を切り離した。同社事業の約25%はヘルスケア、25%はスマートインフラ、25%はデジタル産業、15%は車両など、10%は関連企業だ。同社は資本財やヘルスケアで優れた技術を持つ上、国際化にも力を入れている。ビジネスの大半が欧州だが、米国や中国でも事業展開している。過去1年の株価は好調だが、2021年度PERは約17倍だ。ROEは14~15%。今年度（9月終了）売上高は約6%増、

前年度22%減に終わった利益は58%増となる見通し。配当利回りは3%だ。

最後はオーストラリアに拠点を置くエンジニアリング・コンサルティング会社のウォーリー・リミテッド<WOR.オーストラリア>だ。時価総額50億ドル程度の小さな会社だが、世界中で事業を展開している。株価は過去1年間で約30%上昇した。2021年度（6月終了）のPERは約30倍だが2022年度の予想PERは11~12倍に落ち着くと予想。PBRは約1倍、売上高は年率約11~12%増。費用は増加するが利益はかなり良いと思われる。当社アナリストは22年度の利益を0.99豪ドル（0.75米ドル）、23年度に1.19豪ドルと予想（コンセンサス予想は0.82豪ドル）。配当利回りは約4%で増配の可能性もある。

■ ウィリアム・プリースト（エポック・インベストメント・パートナーズのCEO兼共同CIO）



William Priest/ Illustration by Ryan Melgar

Q：現在の市場をどう見るか。

A：まだかなり良い。市場は年末に向けて、インフレなどの問題に直面する可能性はあるが、インフレが賃金に織り込まれるまで問題とはならないだろう。10年債の利回りが1.4%前後なら株価は下支えされるだろう。S&P500指数は年末までに横ばいから5~10%の上昇を見込む。地政学リスクや民主主義の衰退は株式市場や資本主義にとって良いことではないが、短期的には問題とはならないだろう。

当社は引き続き通信会社TモバイルUS<TMUS>を選好する。同社はベライゾン・コミュニケーションズ<VZ>とAT&T<T>の2社による独占状態を打破するだろう。同社の営業キャッシュフローは7~8%増加すると予想する。フリーキャッシュフローはより早く増加する。同社の株価には20%の上昇余地がある。

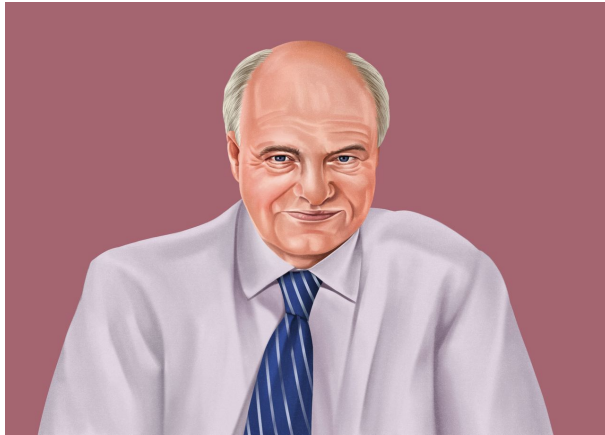
Q：他には？

A：セキュリティ目的でデータ分析を行うエンタープライズ・ソフトウェア・プラットフォームのスプラック<SPLK>だ。先日、テクノロジー投資会社のシルバーレイクが同社の転換社債に10億ドル投資すると発表した。株価は現在140ドル前後だが、当社の目標価格は約200ドルだ。

世界最大の医療機器メーカーのメドトロニック<MDT>は、医療器具を開発・製造し、病院、診療所などに販売している。来年度は売り上げが一段と伸びるだろう。2022年度（4月終了）の予想EPSは5.75ドルだが、2023年度は6.25ドル、2024年度には7ドル近くとなる可能性もある。株価には約15~20%の上昇余地がある。

航空宇宙・防衛関連企業のウッドワード<WWD>も良い。商用ジェットエンジン、産業用ガスタービン、LNG（液化天然ガス）トラックエンジンなどの燃料関連システムで確固たる市場ポジションを持つ。過去10年間の研究開発投資により市場シェアを拡大してきた。今後数年の売上は1桁台半ばの成長が予想される。航空宇宙分野の利益率は同社の目標である20%を超え、2025~2026年には約25%に達する見込みだ。株価は現在120ドル前後だがわれわれの12カ月予想株価は142.50ドルだ。

■ ジェームス・アンダーソン（ベイリー・ギフォードのパートナー兼グローバル・エクイティ責任者）



James Anderson/ Illustration by Ryan Melgar

Q：注目している大きなテーマや課題は？

A：ヘルスケア業界では遺伝子学の目覚ましい進歩によって生物学に対する理解が深まり、今後の劇的な進展が期待される。懸念したのはSPACやIPO市場などの分野で年初に見られた高揚感だが、この3カ月で落ち着いた。

Q：今一番気に入っている投資先は？

A：今後10年で圧倒的な存在感を示す可能性のある企業の幾つかはまだ未公開だ。上場企業の中ではソーシャル・ネットワーキング・サービスのテンセント・ホールディングス（騰訊控股）

＜0700.香港＞を選好する。同社は今後成長する

ゲーム業界の企業を40社超買収した。米国の巨大ハイテク企業と比較すると株価はより魅力的だ。同社はもう一つの成長分野であるクラウド事業にも多額の投資を続けている。

半導体製造装置メーカーのASMLホールディング＜ASML＞への投資は成功し、株価は1月以降36%も上昇している。半導体不足により同社の重要性はさらに高まっている。ASMLは半導体リソグラフィを実質的に独占している。人々が過小評価し続けている素晴らしい企業だ。

料理宅配のデリバリー・ヒーロー＜DHER.ドイツ＞の株価は、巣ごもり需要で上昇した他の銘柄と同様に下落しているが、アジアのフランチャイズは経済再開の影響がはるかに小さい。同社はここ数年数多くの買収を行っており、会社の基礎的な進歩には凄まじいものがある。

Q：イルミナ＜ILMN＞とモデルナ＜MRNA＞はどうか。

A：遺伝子配列技術大手のイルミナは、がんの血液検査トップのグレイルを買収しようとしている。同社はAIとゲノミクスを組み合わせることで膨大な知見を得ており、12カ月前の予想よりもはるかに進んでいる。1月以降、モデルナのmRNA技術に関する大きなニュースはない。この半年間の株価上昇は新型コロナウイルスワクチンでどれだけの収益を上げられるかを人々が認識したからだ。われわれは同社を引き続き高く評価している。新しいことに挑戦する同社の姿勢は、過去30年間のヘルスケア分野では見られなかったものだ。

By Lauren R. Rublin
(Source: Dow Jones)

2. 合成生物学は次の目玉か - This Burgeoning Biotech Industry Could Be the Next Big Thing 細胞のプログラミングで多様な製品を製造

[フィーチャー]

■ ビル・ゲイツ氏などの著名投資家が注目



Courtesy of Amryis

合成生物学はまだ生まれて間もないが、一世代前のインターネットと比較されている。合成生物学を手掛ける企業にはビル・ゲイツ氏や、アーク・インベストメント・マネジメントを率いるキャシー・ウッド氏、ベンチャーキャピタリストのジョン・ドーア氏らが投資を行っている。

投資家が期待しているのは、酵母などの微生物のDNAをコンピューターのようにプログラミングすることで、これらの微生物に従来より安く、カーボンフットプリントが小さい方法で製品を製造させる点だ。合成生物学は石油化学製品や動植物由来の製品の必要性を低下させ、環境にプラス

となる可能性がある。支持者は最大市場規模が1兆ドルを超えると主張する。

ショットテンフェルド・オポチュニティーズ・ファンドのゼネラルパートナー、リック・ショットテンフェルド氏は「もし25年前、これからはインターネットが素晴らしい投資先になると言われても、何のことも分からなかっただろう。今の合成生物学もそういう状況だ」。

こうした大胆な主張や期待と裏腹に、現在の業界全体の売上高は10億ドルを下回っており、黒字を出している企業は1社もない。

合成生物学はこれまで、サメの肝臓から従来製造されていた保湿剤のスクワランやビタミンE、砂糖の代替品、バニラの香りの主成分バニリンなどのニッチな製品を主に手掛けてきた。

しかし、現在の業界の規模が小さくても、合成生物学関連の主要企業のアミリス<AMRS>やザイマージェン<ZY>、ギンコ・バイオワークスへの投資家の関心は薄れていない。ギンコは特別買収目的会社（SPAC）ソアリング・イーグル・アクイジション<SRNG>との合併を通じ、今四半期に上場予定だ。

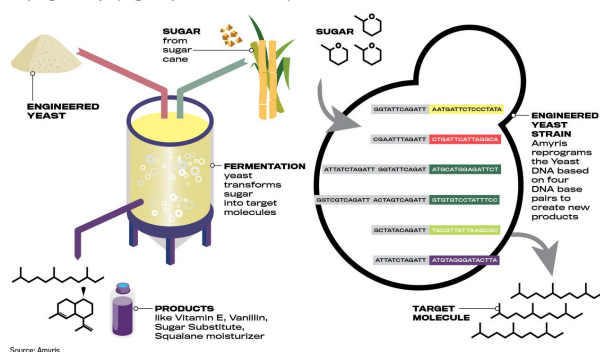
合成生物学のコンセプトを理解するのは簡単ではない。ギンコのジェイソン・ケリー最高経営責任者（CEO）によれば、合成生物学の魅力は、細胞がコンピューターのデジタルコードのようなものに従って動くという点にある。0と1の代わりに、アデニン、シトシン、グアニン、チミンの四つのDNA塩基のペアが細胞を導く。

カウエンのアナリスト、ダグ・シェンケル氏は「合成生物学は、細胞の自然な働きを奪い取って（ハイジャックして）、他のものを製造するようにプログラムし直す。酵母にビールを造らせるのではなく、酵母のその機能をハイジャックして花の香りを生み出させる」と語る。同氏はアミリスとザイマージェンの投資判断をアウトパフォームとしている。

■ 持続可能性の向上にも寄与

HOW SYNTHETIC BIOLOGY WORKS

Amyris genetically reprograms yeast to make desired products.



Source: Amyris

0719_Synth_Pkg

DNAをプログラムするのは、当然ながらコンピューターのプログラミングより難しいが、技術は急速に進歩している。

ギンコは合成生物学業界のアマゾン・ウェブ・サービスを自任しており、さまざまな業界の企業と協力して哺乳類から微生物や細胞を設計し、製品や医薬品の製造に取り組んでいる。同社はモデルナ<MRNA>による新型コロナウイルスワクチンの開発にも協力した。

資産運用会社ベイリー・ギフォードのポートフォリオマネジャーであるカースティ・ギブソン氏は、「ギンコは生物や細胞をコンピューターのように容易にプログラムするためのプラットフォームを構築しようとしている。特に面白いのは、農業、香料、医薬品、食品といったように業界の枠にとらわれないことだ」と語る。

アミリスの支配株主は、米国で最も成功したベンチャーキャピタリストの一人、ジョン・ドーア氏だ。同氏はアルファベット<GOOGL>やアマゾン・ドット・コム<AMZN>に初期から投資していた。ドーア氏は「合成生物学は地球の健全性を高め、未来をより持続可能にする上で大きな役割を果たし続けると考えている。アミリスは合成生物学に期待されることを実現している」と本誌に語った。

アミリスは売上高と製品の面で最も進んでいる。2021年の予想売上高は4億ドル。利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）は損益分岐点に達する見込みである。16日の終値は13.1ドル、時価総額は約40億ドルで、最も良い銘柄に見える。ジョン・メロCEOは2025年の売上高が20億ドル、EBITDAが6億ドルに達する可能性があるとする。

ギンコにはビル・ゲイツ氏などの著名な投資家が数多く投資しており、最も注目を集めている。SPACとの合併上場に基づき、時価総額は3社の中で最大の約180億ドルとなる模様である。しかし、2021年の予想売上高は非常に控えめで、約1億ドルとなっている。割高なバリュエーションのためか、そのSPACであるソアリング・イーグル・アクイジションの株価は5月の合併合意からほとんど動いていない。16日終値は9.9ドルである。

4月に31ドルで上場したザイマージェンは家電に重点を置いている。同社が開発した耐久性光学フィルムのヒアリンは、折り畳み型のスマートフォンやタブレットに利用できる。16日終値は約36ドル、時価総額は35億ドルで、ソフトバンクグループ（9984）のベンチャーファンドやベイリー・ギフォードが投資している。

■ 自社製造に重点を置くアミリス

The Yeast They Can Do

How the three main public players in the emerging business of synthetic biology measure up.

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	Market Value (bil)	2021E Revenue (mil)	2025E Revenue (mil)	2021E Ebitda (mil)	2025E Ebitda (mil)	Price / 2025E Sales	Notable Investors
Amyris / AMRS	\$13.55	119%	\$4.0	\$400	\$1,700	\$41	\$551	2.4	John Doerr, DSM (Chemical company)
Soaring Eagle Acquisition / SRNG*	9.93	-2**	17.7	100	1,099	-157	166	16.1	Ark Investment, Baillie Gifford, Cascade Investment (Bill Gates)
Zymergen / ZY	34.99	13**	3.5	29	787	-290	38	4.5	SoftBank Vision fund, Baillie Gifford

E=estimate. *SRNG is in the process of merging with Ginkgo Bioworks, with the result of Ginkgo becoming a publicly-traded company. **Since IPO earlier this year. Note: Ginkgo sales are foundry only; SRNG market value is post Ginkgo merger.

Sources: Bloomberg, company reports, HSBC

アミリスは売上高を堅調に伸ばしており、株価は年初来で2倍に上昇した。HSBCのアナリストのシリハーシャ・パップ氏は「アミリスは1キロ当たり50セント未満の砂糖を調達してスキンドリームなどのパーソナルケア用品に加工し、50ミリリットル当たり50ドル以上で販売している」と書いている。同氏はアミリスの投資判断を買い、目標株価を20ドルとする。

アミリスはバイオ加工した酵母を利用して、サトウキビからビタミンE、スクワラン、バニリンなどの多様な製品を生産する。メロCEOはバニリンについて、「トップ生産地であるマダガスカルで製造されるバニリンと同等の品質で、サトウキビから持続的に生産できる。水と土地の利用や児童労働を心配する必要はない」と語る。

アミリスは自社ブランドを導入し、自前の工場を建設している。これはギンコがアセットライト（必要最小限の資産しか保有しない）な戦略を追求し、微生物の開発に専念しており、製造や販売をパートナーに任せているのとは対照的である。

メロCEOは「売上高を伸ばし、事業をけん引するためにどの製品を最初に開発すべきかを考えることに重点を置いており、それが当社の成功の理由だ。自社工場を所有することは欠かせない。（製造は）現在の合成生物学の力を発揮する上でボトルネックになっている」と語る。このことは利益にも関係している。「スクワランを直接消費者に販売すれば1キロ当たり2500ドルになる。他の化粧品会社に販売すれば1キロ当たり約30ドルだ。この違いを考えてみてほしい」とメロCEOは話す。

資産運用会社ピナクル・アソシエイツのポートフォリオマネジャー、ランディ・バロン氏は、アミリスに膨大な可能性があると考えている。同氏は「アミリスは今後10年以上で35%の売上高の伸びを達成し得る」と語る。同社の株価はギンコに対して大幅なディスカウントとなっており、今年末までに30ドル、2022年末までに75ドルに達する可能性があると言う。

■ 「アプリストア」を自任するギンコ

ザイマージェンの目標は、従来の製造方法の半分の時間と10分の1のコストでバイオ工学製品を開発することだ。しかし、まだ製品は販売されておらず、フィルムのヒアリンはパートナーによる評価中である。同社は消費者が安全性を懸念している化合物「ディート」が配合されていない虫よけも開発している。

投資銀行カウエンのシェンケル氏は「ザイマージェンは対象市場が広く、さまざまな微生物を利用することができる。ヒアリンが成功すれば、開発中と公表されている他の10種類の製品の一部も成功するという信頼感が高まる」と語る。同氏はザイマージェンの投資判断をアウトパフォームとしている。

ギンコは企業に細胞プログラミングインフラを利用させることで収入を得ている。同社はプレゼンテーションで、細胞プログラミングによる売上高が今年の1億ドルから2025年には11億ドルへ増加すると予想した。ケリーCEOは、この予想売上高はロイヤリティーや顧客企業への投資による価値創造を過小評価していると述べており、同社はこれらの価値を約5億ドルとしている。ギンコは2025年までに現在の約10倍となる500以上のパートナープログラムに取り組む可能性があると言っている。

ケリーCEOは「当社は細胞のプログラムを書いたり、それを販売したりする企業のためのアプリストアやエコシステムとなっている。当社はネットワーク効果によって、規模の拡大とともに向上しており、より多くのプログラムを開発するほど良くなっている」と語る。CEOは製造を重視しておらず、同社が重点を置く医薬品開発では製造は問題にならないと指摘した。同氏は「アミリスの事業は製品を市場に出すことだが、ギンコはアプリストアだ」と述べている。

合成生物学が期待に応えられるかを判断するには時期尚早だが、上記の3銘柄は投資家に利益をもたらす見込みだ。カウエンのシェンケル氏は「ギンコとザイマージェンが取り組んでいるプログラムのわずかな部分でも実現すれば、非常に大きな売上高を上げる可能性がある。問題はいつそれが起きるのか、現時点でどの程度これらの企業を信頼するかということだ」と語る。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

3. SAPがクラウドで輝きを取り戻す理由 - Why SAP's Cloud Strategy Could Help the Software Maker Shine 2025年まで2桁増収見込む

[注目銘柄]

■ ERPソフトウェアのクラウド化は必然の流れ



SAP SE/Thomas Leonhardi

ドイツの総合基幹業務システム（ERPまたは企業資源計画）ソフトウェア大手のSAP＜SAP＞は2022年に創業50周年を迎える。ERPソフトウェアは会計、コンプライアンス、サプライチェーン、財務などの日常業務の遂行を支援するために使用され、市場規模は400億ドル。長年にわたりSAPとオラクル＜ORCL＞が業界をけん引してきた。

ERPソフトウェアは従来、企業のデータセンターで利用されていた。だが、クラウドへの移行という時代の波を受けてERPプロバイダーは戦略の変更を余儀なくされている。クラウドへの移行という点ではオラクルがSAPに先行しており、クラウド

ベースのERPソフトウェアの直近四半期の売上高は、オラクルの基幹製品のFusion ERPが前四半期比46%増だったのに対し、SAPの最新のクラウド製品は同36%増だった。

昨年10月、SAPはパンデミック（世界的大流行）が事業に与えた影響が予想を上回ったと警告した。これに加えて、業績ガイダンスが引き下げられたことを受けて同社の株価は23%下落した。2020年の売上高は2009年以降で初めて前年比減となった。2021年の売上高は前年をやや上回る270億

ユーロ（320億ドル）、1株当たり利益（EPS）は前年並みの5.32ユーロと予想されている。

SAPはクラウドへの移行を加速させると明言している。変革には時間がかかる。しかし、そこに成長の機会がある。

■ クラウドへの移行の効果が業績に表れるまでには時間がかかる

クリスチャン・クライン最高経営責任者（CEO）は本誌とのインタビューで、同社のクラウド売上高が2025年までに3倍に拡大すると予想していると述べた。その一部は既存顧客のクラウドへの移行によるものだが、クラウド売上高の4割が新規顧客の獲得によるものだという。

どの企業でも、クラウドへの移行は目先の業績にとっては足かせとなる。文章・画像処理ソフト大手のアドビ＜ADBE＞、建築設計ソフトウェアを開発・販売するオートデスク＜ADSK＞、マイクロソフト＜MSFT＞も同様に短期的な痛みを経験したが、投資家は最終的にこれら企業のクラウド移行を評価した。

クライン氏は「クラウドビジネスには売上高を計上するまでに時間を要する性質がある。第1四半期には将来の収益源の指標の売上高バックログ（サブスクリプション契約による未計上の売上高）が増加した。つまり、第2四半期にクラウドの増収率が加速する」と話す。

SAPは7月21日に第2四半期決算を発表する。ウォール街は売上高を前年同期比微減の66億8000万ユーロ、EPSを約1.20ユーロと予想している。

同社のクラウドへの移行進展は別の指標では明らかだ。クライン氏は「第1四半期にクラウドへの移行戦略を発表したところ、受注件数が過去5年間の最大を記録し、クラウドの売上高バックログが大幅に増加した」と述べ、ERPソフトウェアのクラウドバージョンのRISE with SAPの売り込み戦略が奏功していることを示唆した。

■ 市場はクラウドへの移行を正確に評価できていない

とはいえ、SAPには投資家を納得させる要素が他にも必要だ。SAPの株価は、パンデミックが始まってからオラクル、ソフトウェア業界、および広範な市場に大きく後れを取っている。過去18カ月間でナスダック総合指数が58%上昇し、オラクルが61%上昇したのに対し、SAPは9%上昇にとどまった。

SAPは今年6月のアナリスト説明会で、クラウド事業の来年以降2025年までの年平均成長率が22%を超え（今年は14～18%）、全売上高に占めるクラウドの割合は2025年までに60%を超えると予想していると述べた。

ビーオブエー・グローバルリサーチのアナリスト、フレデリック・ブーラン氏は最近、SAPの投資判断をアンダーパフォーム（売り推奨）からバイ（買い推奨）に2段階引き上げた。同氏は顧客向けのレポートで、「市場はクラウドへの移行を正確に評価できていない。100ドルのライセンスを販売する代わりに年間40ドルのサブスクリプションを販売することで、当初は売上高から利益率に至るまであらゆる指標が落ち込む。だが、3～4年後の見返りはプラスとなることが多い」と書いている。見返りとは、新たなサービスを売り込む能力、クラウドによる機能更新がもたらす顧客満足度の上昇、業績がより予測しやすくなることだという。

■ クラウドERP以外の好材料も見落とせない

ウォール街は現在、SAPの売上高が2025年までに370億ユーロに達すると予想しており、それまでの増収率が2桁台となる可能性は高い。一方で、投資家はSAPのERP以外の部分を見落としていると思われる。今年初め、同社は2018年に80億ドルで買収したソフトウェア会社クアルトリクス・インターナショナル<XM>を上場させた。SAPはクアルトリクスの株式の82%を持つ。この持ち分の現在の市場価値は約140億ドルで、SAPの時価総額の約8%に相当する。

SAPは2014年に80億ドル超で買収した企業向け出張経費管理会社コンカーも所有している。出張旅行がほぼ中止される中、コンカーは最近の四半期決算の足かせとなっているが、クライン氏はコンカーの業績がやがて回復するとみている。

ブーラン氏は、サム・オブ・ザ・パーツ（SOTP）に基づくSAPの1株当たり価値を150ユーロと見積もっている。これは最近の株価に対して20%近い上値余地があることを示唆している。

SAPは自らのクラウド戦略が適切だと確信している。同社はオラクルと異なり、マイクロソフト<MSFT>のAzure（アジュール）やアマゾン・ドット・コム<AMZN>のアマゾン・ウェブ・サービス（AWS）と競合するパブリック・クラウド・ビジネスの構築に関心がなく、これらのパブリッククラウドをSAPのソフトウェアを実行するためのプラットフォームと位置付けている。

クライン氏は「インフラが当社のビジネスだったことはなかった。当社はアプリケーション層を所有したいと考えている。当社のソフトウェアが消費するワークロードは膨大であり、（パブリッククラウドから）提示される使用料は非常に魅力的な水準だ。顧客満足度は過去最高で、戦略はうまくいっている」と説明する。

もし戦略が成功すれば、株式もうまくいくだろう。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

4. デルタ変異株に要注意 - Beware the Delta Variant, the Recovery Risk That Markets Are Overlooking 市場が見落とす経済回復リスクとは

[米国経済]

■ コロナ、終わらず



JASON REDMOND/AFP via Getty Images

多くのアメリカ人にとって、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）は終わったかのようだ。しかし、米国経済にとってそうではない。インフレ懸念が再浮上しており、先週は6月の消費者物価指数(CPI)が一段と更新し、7月のミシガン大学1年期待インフレ率速報値が過去最高となり、米連邦準備制度理事会（FRB）が地区連銀経済報告（ページブック）で大多数の企業は物価圧力を一過性のものと考えていないと指摘した。経済成長へのリスクが増しているのだ。

米国では、感染力の強い新型コロナウイルスの「デルタ株」が主流。ジョンズ・ホプキンス大学の

データによると、1週間前に約半数の州で減少していた新型コロナウイルスの感染者数は、ほぼ全州で増加している。米疾病対策センター（CDC）のデータモデリングによれば、新規陽性者数の7日間の移動平均値は5月中旬以来の最高値を記録。感染者数はワクチン接種率の低い州で最も増加しているが、新型コロナウイルス感染の再拡大はこうした地域に限らない。サンフランシスコ市では12歳以上の市民の4分の3以上がワクチンを2回接種したが、カリフォルニア大学サンフランシスコ校のボブ・ワクター医学部長は、1日の感染者数が4倍、入院者数が2倍に増えているとツイートした。同氏によれば、サンフランシスコ市の数字はまだかなり低く、注意喚起のレベルだが、全米で最もワクチン接種が進んでいる都市でのこうした感染の増加は、デルタ株の脅威が本物だということを示すものであり、ワクチン接種率が著しく低い地域は深刻な打撃を受けかねないという。

米国の経済活動再開に気を取られている投資家には、新型コロナウイルスの再拡大まで目が向かないかもしれない。米経済ではサービス業全体がようやく事業活動を全面的に再開させ、少なくとも旺盛な顧客の需要を満たせるだけの労働者を再雇用するまでになっている。マサチューセッツ大学アマスツ校のアリンドラヒト・デュベ教授（経済学）は「景気の過熱やインフレばかり話題に上るが、数カ月どころか数週間先に起こりかねない危機にほとんど気づいていない。その危機とは公衆衛生は言うに及ばず、雇用の増加、ビジネス再開、学校生活に影響を及ぼしかねないものだ」と語る。

多くのエコノミスト同様、デュベ氏も再度ロックダウン（都市封鎖）があるとは考えていない。

「だが、パンデミック下の経済がすべて終了したわけではない」として、感染拡大の連続が消費者の警戒心を高めるかもしれないと警鐘を鳴らす。地域ごとの規制強化については言うまでもない。全米で最も人口の多いロサンゼルス郡（行政地区）では、高いワクチン接種率にもかかわらず、15日の感染者数が1週間前からほぼ倍増し、入院患者数は約3倍となったことを受け、屋内でのマスク着用義務を復活させた。

■ マーケットには調整の可能性もある

消費者が注意し始めた気配はある。16日に発表された7月の米ミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は予想外の急低下となり、ランガー・リサーチの週間消費者信頼感指数は低下傾向をたどっている。しかし、投資家の反応は鈍い。ロイホルド・グループのチーフ投資ストラテジスト、ジム・ポールセン氏は、新型コロナウイルスの感染が再燃するリスクは投資家がワクチン接種や経済再開について予想している内容から依然として乖離していると指摘。感染の増加と学校での対面授業の再開やオフィスへの出勤、パンデミック失業保険特例措置の期限到来が重なることから、こうしたタイミングが心肺の種になっている。パンデミックはまだ終わっていない。ポールセン氏は「供給の早急な回復を妨げる事態が到来すれば、先延ばしになっていた調整がマーケットで始まるかもしれない」と語る。

ビジネスの制限や隔離に関しては、2020年の繰り返しは起きないだろう。しかし、9月から以前の生活に戻ることと考えている消費者が二の足を踏まないとは限らない。そうなれば成長は妨げられ、労働力の供給不足が続く恐れもある。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

5. 米国で上場廃止の脅威に直面する中国株 - Delisting Threat Looms for China Stocks Trading in the U.S. 強まる対中圧力

[フィーチャー]

■ 米規制当局は規制強化を具体化へ



Illustration by John Tomac

過去数カ月間、中国株を保有する投資家には大きな要注意信号が点滅していたが、今や警報が鳴り響こうとしている。

今も米国に上場する個別中国株を保有する個人投資家、あるいは保有を検討している個人投資家は、この警報に真剣に耳を傾ける必要がある。本誌は、複数の視点から中国企業が直面する問題を取り上げている。中国政府は着実に中国の大手ハイテク企業に対する監視を強め、一方では米中間の緊張が高まり、投資規制や株式市場をさらに混乱させる制度が導入されるかもしれない。

中国への投資の勢いは強く、とりわけ長期にわたるものである。中国の急速な経済成長は広く注目され、中間層の急拡大で、今度は芽生えた多くの産業が開花した。さらに、多くの国内ハイテク企業は政府による投資、および米中間の緊張の高まりから恩恵を享受した。本誌が7月前半に述べたように、この状況を乗り切る方法は、増大する複雑さに対処可能なミューチュアルファンドあるいは上場投資信託（ETF）への投資である。

週を重ねるごとに、その見方は強まっている。米国で店頭取引される株（主要証券取引所の上場株ではなく）、あるいは米国預託証券（ADR）であろうと、米国上場中国企業の個別株保有リスクは、一段と大きくなる可能性がある。香港あるいは中国本土上場株を保有するという選択肢がある機関投資家はうまく乗り換えている。そのことは米国上場の中国株に圧力となり、最後には流動性の問題を引き起こす可能性がある。

ADRに重点投資するインベスコ・ゴールデン・ドラゴンETF<PGJ>は、過去3カ月間に13%下落し、香港上場株も保有するiシェアーズMSCIチャイナETF<MCHI>が同期間に4%下落する一方、中国本土市場の銘柄に集中投資するiシェアーズMSCI中国A株ETF<CNVA>は7%上昇した。

米国上場の中国企業に暗い影を落とす直近の問題は、米国規制当局が昨年成立した「外国企業説明責任法」をどのように施行するかが見えないことにある。同法は外国企業に対し、米国の証券取引所に上場するのであれば、米国監査基準を遵守するよう求めている。中国政府は長期にわたり、中国企業が米国監査基準を満たすのに必要な情報提供を阻止してきた。

同法の施行に向けた作業は進んでいる。上場企業の監査法人を監督する公開会社会計監査委員会（PCAOB）の意見募集は今週（7月23日）に締め切られ、政策ウォッチャーは近く施行規則が公表されると予想する。PCAOBの広報担当者はコメントを拒否した。同規則によって、米証券取引委員会（SEC）が同法を実行に移すことが可能となる。同法は現在、3年以内に監査情報の開示を強化しない中国企業の上場廃止を定めるが、6月に議会上院は3年以内から2年以内に短縮する法案を可決した。対中政策の超党派による支持を改めて示す動きだ。

■ 対話による解決の可能性

政策担当者が施行を急ぐにもかかわらず、政策ウォッチャーは多くの疑問を投げかけている。248社の中国企業が米国に上場し、合計時価総額が2兆ドルを超えるのであれば、上場廃止プロセスは複雑で痛みを伴う可能性がある。米国における中国企業の規制を研究するハーバード大学法科大学院のジェシー・フライド教授は「上場廃止が目前に迫れば株価は急落し、その中国企業を支配している者は一般投資家から安値で株を買い戻し、非公開にする。そして、大幅に上回る価格でアジアに再上場させ、巨額の利益を上げるだろうが、米国人の投資家が犠牲になる」と語る。

また、上場企業を集団で上場廃止とした前例はなく、最悪の場合は米中間のとらえどころのない妥協につながる可能性もある。2011～2015年にPCAOBで中国規制当局との交渉責任者であった法律事務所キング・アンド・スポルディングのシャス・ダス弁護士は、「米中間で緊張が高まっているものの、この問題は最終的に両国が話し合いで解決する可能性がある。人事監査や監査調書を十分に閲覧できれば上場廃止は回避され、PCAOBは上場企業会計改革および投資家保護法（サーベンス・オクスリー法）が定める最も重要な義務を果たすことができる」と語る。同氏は、過去の交渉によって一定の協力や監査書類の閲覧が実現したが、今回も同じ結果になるとは限らないとも付け加えた。

米中間の緊張がさらに高まっているため、投資家にとって合意の実現の可否が分かるまで待つことは賢明ではないだろう。7月15日に上院は、強制労働問題の渦中にある新疆ウイグル地区からの輸入を禁止する法案を可決し、政府は中国企業のブラックリストを追加することで、そうした企業への米国の投資を遮断している。

中国人民解放軍関連企業と見なされる企業への投資を禁止するトランプ大統領（当時）の大統領令を受けて、今年1月にニューヨーク証券取引所は、投資家に幅広く保有されていた中国の通信大手、中国移动通信（チャイナ・モバイル）＜941.香港＞を上場廃止にし、投資家は対中政策が引き起こす痛々しい大惨事を目の当たりにした。機関投資家は香港上場株に転換できたが、多くの個人投資家は中ぶらりんのままである。今でも取り引きするブローカーを通じた株の売却ができず、外国のブローカーを探すよう告げられた投資家もいる。他の投資家は助言を求めて相談すべき相手が見つからず行き詰まっており、損失が避けられない。SECはコメントを拒否した。

■ 長期ポジション形成の好機になる可能性も

規制当局は妥協案や個人投資家を救済する道を見付けるかもしれないが、方向性が見えないところで諦めないのが良さそうである。55億ドルを運用するリージェントアトランティックのアンディ・カプリン共同投資責任者は「投資家は動けなくなっている。中国企業のADRを保有する典型的な投資家にとってリスクがある。外国企業説明責任法がどのように運用されるかが分からないのであれば、個人投資家は売却困難な上場廃止ADRを保有し続けるかもしれない」と語り、ファンドの中国への資産配分にETFを用いる。

電子商取引・ITサービス持ち株会社のアリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）＜BABA＞、小売企業最大手のJDドットコム＜JD＞、米国のレストラン持ち株会社ヤム・チャイナ・ホールディングス＜YUMC＞など、多くの大手中国企業は本国に近いところで重複上場を模索してきており、米国のファンドマネジャーの多くは取引を移した。この動きはミューチュアルファンドのマネジャーには比較的容易だが、ブローカーが外国市場に直接アクセスできないため、個人投資家には容易でない。

中国株を避ける理由の一つは、中国政府が国内企業の海外上場を厳しくしているため、「変動持ち

分事業体（VIE）」という企業構造が再び注目されていることだ。VIEは外国人保有規制に対処するため、多くの中国企業が採用し、長く議論の的になってきた。アナリストの多くはVIEが認められなくなるとは予想していないが、リスクが浮き彫りになり、米国に上場する中国株のバリュエーションを押し下げる可能性がある。

こうした不透明さは、近いうちにカプリン氏がファンドの資産配分をオーバーウエートから中立に引き下げるのに十分な理由になるだろう。同氏だけではない。キャシー・ウッド氏が運用するARKイノベーションETF<ARKK>は今年2月に中国株の組み入れ比率を8%から1%未満に引き下げた。

しかし、短期的な株価のボラティリティーは、長期投資ポジションを構築する良い機会になる可能性がある。投資家は米中間の複雑な関係性を乗り切ることが可能なミューチュアルファンドやETFを注視し続けるべきであり、ブラックリストや規制変更により左右されない企業に注目するべきだろう。

By Reshma Kapadia

(Source: Dow Jones)

6. 次の展開を待つまで保有すべき銘柄 - What to Buy as the Stock Market Shifts Into Another Gear

第2四半期の良好な数値は織り込み済みで、次の展開を待つ状況

[米国株式市場]

■ 夏の小康状態



ANGELA WEISS/AFP via Getty Images

「成長率のピーク」は、最近の市場で懸念を表す言葉となっている。企業収益、米国の国内総生産（GDP）、株価、政府や中央銀行の景気刺激策、インフレ率などの変化率を語る際に、この言葉が最近よく使われる。投資家にとってトレンドは重要なものだが、幾つかの面で減速方向に向かっているようだ。

カネ余り現象で形成された新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）後の強気相場は既に終了し、市場や経済がより不透明感の強い景気循環の中ほどに差し掛かっているという認識が一般的だ。これを背景に優良株が再び人気を集める

一方、ここ数四半期の最大の勝ち組銘柄の一部は見放されたようだ。例えば、景気に敏感なエネルギー株は6月以降に調整局面に入っており、投機的な成長株が中心の上場投資信託（ETF）であるARKイノベーションETF<ARKK>も同様だ。市場のブレドス（値上がり銘柄数と値下がり銘柄数の差）が縮小しており、大型ハイテク株のような一部の銘柄が指数を維持しているのが現状だ。

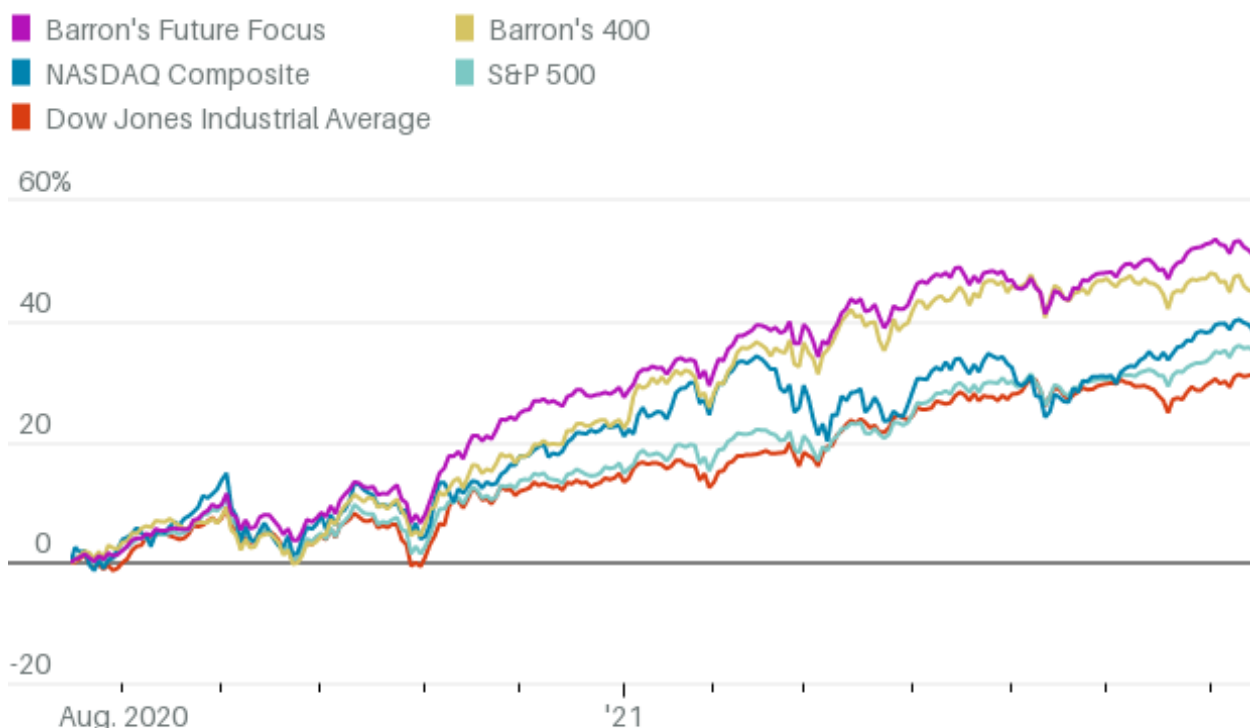
先週の主要株価指数の動きを見ると、ダウ工業株30種平均は0.5%安の3万4687ドル85セントとなり、S&P500指数は1.0%安の4327.16となった。ナスダック総合指数の終値は1.9%安の1万4427.24だったが、各指数はいずれも過去最高値から依然として数パーセント以内での引けだった。なお、小型株のラッセル2000指数は5.1%の下落となり、2163.24で週末を迎えた。

一方、13日に発表された最新のインフレ指標が高かったことを受けて米10年国債利回りは一時1.4%

を超えたものの、その後は1.3%まで低下して週初の水準を下回って引けた。短期金利は動きがなく、イールドカーブはフラット化した。こうした動きは、市場、政策、および経済が次の段階に移行する中で、イベントの多かった年前半の後の夏の小康状態を示唆している。

■ 企業業績、GDP、金融政策

Market Snapshot



Source: FactSet

第2四半期の決算発表では、このシナリオがさらに強化されそう。ヤルデニ・リサーチのデータによると、S&P500の1株当たりの利益（EPS）は、前年比62%の非常に大きな伸びが見込まれている。ただし投資家は既にこれを織り込んでおり、株価は史上最高値を更新して割高感が強まっている。第2四半期の増益率は第1四半期の48%に続くものだが、第3四半期と第4四半期の前年比増益率はそれぞれ23%と17%と予想されており、言い換えれば、第2四半期が増益率のピークということになる。

結果的に今回の決算発表では、市場は史上最高値と非常に高い投資家の期待という厳しいハードルに直面している。期待を下回れば株価は下落し、期待通りでも上昇にはつながらない。先週、大手銀行の決算発表があったが、市場予想を上回る結果だったが、株価は発表直後に下落した。また、今後数週間の業績発表では、好業績が予想通りであればネガティブな反応が多く見られそうなほか、次の四半期でのインフレによる利益率圧迫に関する経営陣のコメントも注目されそう。

一方、米国の第2四半期GDPの最初の公式推計値が7月末に発表される。今回のGDPは企業業績と同様に大きな伸びが見込まれているが、今回の景気サイクルのピークになるとも予想されている。第1四半期のプラス6.4%に続き、エコノミストの季節調整済み年率のコンセンサス予想は9.5%だが、先週発表された中国のGDPと同様に、米国の成長率も下半期に鈍化する可能性が高い。

インフレ率と米連邦準備制度理事会（FRB）の次の動きも、依然として不確実性の要因だ。FRBのパウエル議長は先週の議会証言で「インフレ率は顕著に上昇しており、今後数カ月間は高い水準が

続いた後に緩やかになるだろう」と自信をもって述べ、インフレは進行中の経済再開の一時的な副作用だというFRBの楽観的な見解を繰り返した。それでも6月の消費者物価指数が前年同月比で5.4%上昇したことは懸念材料となった。物価上昇の大半は新車や中古車の価格、旅行先の宿泊費や航空券によるもので、しばらくすれば緩むと考えられるが、賃金や住居費も上昇しており、これらがインフレに与える影響はより長く続くとみられる。

FRBによる資産購入額の縮小（テーパリング）と利上げは、今後数カ月間でますます注目されそう。次回の連邦公開市場委員会（FOMC）は7月27、28日で、その1カ月後にはジャクソンホールで恒例の政策シンポジウムがあり、さらにその3週間後にもFOMCがある。そのうちのどこかで、2021年末または2022年前半に始まる可能性のあるFRBのテーパリングのスケジュールが発表されることは、ほぼ間違いない。

■ 銘柄選択

これらを総合すると、今後数カ月の間に最も魅力的になるとみられる銘柄は、パンデミック後の追い風に頼らずに自社の命運をコントロールすることができ、また、急激なインフレや金融政策の変化の影響に耐えられる企業となりそう。パー・スターリング・キャピタル・マネジメントのディレクターである、ロバート・フィップス氏は、「現在の市場で重要なのは企業の質、業績の予測可能性、そして安全性だ。今後数カ月の市場では、退屈でつまらない銘柄だけが本当に報われるだろう」と述べる。

同氏はこのような環境の恩恵を受ける銘柄として、アップル<AAPL>、グーグルの親会社のアルファベット<GOOGL>、フェイスブック<FB>などの大型ハイテク株を挙げる。これらの銘柄は利益率が高く、長期的な成長が見込まれている。また、景気敏感株よりもマクロ経済の影響が小さく、話題性のある多くのソフトウェア銘柄よりも相対的に割安だ。

モルガン・スタンレーのストラテジストは、ディフェンシブな属性があり、平均以上の利益トレンドを持つ優良銘柄のスクリーニングを先週実施したが、その中にアルファベットも入っている。同リストには、小売りのコストコ・ホールセール<COST>、たばこ製造・販売のアルトリア・グループ<MO>、ドラッグストアチェーンのCVSヘルス<CVS>、バイオ医薬品のアムジェン<AMGN>も入っている。

米国経済は景気後退の危機に瀕しているわけではなく、第3四半期の増益率はまだ十分に高い。ただし重要なのはトレンドであり、投資家が現状に満足することはない。市場で次に何が起こるか把握する間、優良銘柄にこだわるのも悪くなさそう。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

7. 米国で1970年代のスタグフレーションは再発するか - Disco Inferno: The U.S. Could Be Headed Back to '70s-Style Stagflation 現在のインフレとの違い

[米国経済]

■ インフレの急上昇は1970年代の悪しき時代を思い出させる



Al Drago/Bloomberg

現在、「一過性の」という言葉は、米国の政策担当者が、コロナ禍による急激な景気後退からの回復に伴うインフレの急上昇を表現する際に好んで使う修飾語だ。彼らによれば、繰り延べ需要と混乱した供給による圧力が解消されれば、物価の乱高下は緩和され、経済は新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）以前のバラ色の健全な状態を取り戻すという。

表面的には、景気の先行きを究極的に判断するもの、つまり債券市場が、そうした判断を受け入れているように見える。物価の急上昇にもかかわらず、長期米国債の利回りは低下を続け、2月以来

の低水準に近づいている。これは、債券市場が物価上昇圧力の緩和を期待していることを意味する。しかし、その低下の多くはインフレ調整後の実質利回りであり、これは経済成長の鈍化を示唆する傾向がある。

しかし、一過性の定義が変わったようだ。一時的に起こるはずのインフレが継続していることで、米国の忍耐力が低下しているのかもしれない。米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は、消費者物価と生産者物価が予想以上に上昇した直後に、中央銀行の政策を守らなければならないという不運に直面した。6月の消費者物価指数（CPI）は全体で0.9%上昇し、前年同月比の上昇率は5.4%となった。これは、原油価格が現在の約2倍である1バレル当たり150ドル近くまで高騰した2008年以来の高水準である。食品とエネルギーを除いたコアCPIは前年比4.5%上昇、生産者物価指数（PPI）は同7.3%上昇、食品とエネルギーを除いたコアPPIは同5.4%上昇となった。これらの数字は全て、FRBが新たに緩和した目標である年率2%以上のインフレ率を大幅に上回っている。

このような急激な上昇は、1970年代の継続的な物価上昇を経験した年配者の間で、かつての悪しき時代の記憶を蘇らせた。確かに、今回のCPIの上昇は中古車やホテル、航空運賃、レンタカーの価格高騰など、経済の再開に伴う異例の要因が多い。つまり、あの悲惨な10年間の高インフレが復活する可能性は低い。

■ 現在と1970年代のインフレの違い

現在と当時のインフレの比較は、使用されている基準が異なるため難しい。アライアンス・バーンスタインの元チーフエコノミスト、ジョセフ・カーソン氏は、1970年代のCPIには住宅価格が含まれていたが、現在の指標には含まれていないと指摘する。「住宅価格のインフレを含んでいるかどうかで、どれほど大きな違いがあるか、簡単な例を挙げてみよう。1979年のCPIは11.3%上昇したが、これには中古住宅価格の14%の上昇が含まれていた。過去12カ月間のCPI上昇率は5.4%で、中古住宅価格の23%の上昇は含まれていない。政府の統計担当者は、住宅価格の代わりに住宅所有者が持ち家を借家と仮定して見積もる住宅所有者の家賃指数（過去1年間で2.3%上昇）を組み入れたのだ」と、カーソンレポートのブログで述べた。

現在採用されている住宅費は、住宅所有者が住宅賃貸市場の家賃を推定して算出したもので、住宅（持ち家）市場とは根本的に異なるものだと同氏は説明を加えた。そのため、データにはかなりの誤差が生じるのだ。CPIに占める住宅費の割合が約4分の1であることを考えると、従来の方法でCPIを算出した場合、1970年代のような2桁台の上昇率になるのではないかとカーソン氏は推測する。

いずれにせよ、インフレは消費者に打撃を与えている。TLRオンザエコノミーによると、物価上昇の影響を受けた後の時間当たり実質収入は前年比1.7%下落し、週当たり実質収入は平均労働時間が0.4%増加する中で1.4%下落した。生産労働者の実質賃金は2.2%低下し、週の労働時間がやや長くなっていることを考慮すると、週当たり実質収入は1.6%下落している。

つまり、2020年に比べて労働者の実質的な収入は減っているのだ。このことは、失業者が多いにも関わらず900万人分の雇用が確保されていないという問題の要因として説明できるかもしれない。この問題の要因には手厚い失業手当や育児の必要性、コロナ禍に関する継続的な懸念も挙げられる。

ローゼンバーグ・リサーチのデービッド・ローゼンバーグ氏が指摘するように、インフレ考慮後の実質小売売上高も低迷している。6月は全体として予想を上回る0.6%増となったが、これは全てインフレに関連したもので、実際の販売量は減少しており、5月の実質売上高データも当初推定の1.3%減ではなく1.7%減に下方修正された。

これは、好調に始まった第2四半期と同じように、今四半期も出発点が低くなっていることを意味する。ミシガン大学の最新の調査では、消費者の住宅購入や自動車購入の計画は1982年の水準にまで落ち込んでいる。経済の70%を占める個人消費に加え、鉱工業生産が落ち込んでいることから、今四半期の国内総生産（GDP）の成長を見込むことは困難だ。

■ 実質利回りは低下している

成長期待の低下は米国債の利回り、特にインフレ指数連動国債（TIPS）の実質利回りの低下にも表れている。ベンチマークの10年国債利回りは第1四半期末の1.74%をピークに、0.44%ポイント低下して1.30%となった。これに対応する10年TIPSの利回りはマイナス0.64%からマイナス1.03%へと0.39%ポイント低下した。30年債では、30年国債の利回りが1.94%と0.46%ポイント低下し、30年TIPSの利回りは0.42%ポイント低下した。このように、長期の実質金利は低下しているのだ。

この利回り低下には他にも多くの要因がある。FRBは、米国債やエージェンシー住宅ローン担保証券（MBS）を購入することで毎月1200億ドルという巨額の資金を市場に投入し続けている。米国債の利回りは低いものの、外国人投資家が為替リスクをヘッジした後でも海外のマイナスの利回りに比べれば魅力的だ。

また、株式市場にも懸念があるようだ。主要な平均株価指数が過去最高の水準で推移しているにもかかわらず、株価を牽引するのは再び大手テクノロジー成長株に集中しており、他の銘柄は後れを取っている。過去3カ月間では上場投資信託（ETF）のインベスコS&P500イコールウェイトETF＜RSP＞は2.7%上昇で、時価総額加重型のSPDR S&P500 ETF＜SPY＞の4.9%上昇や、ナスダック非金融大手株を対象としたインベスコQQQトラスト＜QQQ＞の5.5%上昇に大きく差をつけられている。また、小型株を投資対象としたiシェアーズ・ラッセル2000ETF＜IWM＞は同じ期間で3.0%低下している。

パウエル議長は議会証言の中で、7月27～28日の次回の会合で連邦公開市場委員会（FOMC）が量的緩和縮小（テーパリング）の時期を再び議論すると述べた。毎月の購入額にはMBS用の400億ドルが含まれているが、住宅市場が大きく上昇していることから、米国の多くの議員から疑問の声が上がっていた。

一過性のインフレに加えて、ローゼンバーグ氏が指摘したように、予想を上回る急激な景気後退の可能性についても検討する必要があるかもしれない。そうすると、1970年代に起きた最悪の事態、すなわちスタグフレーションが発生する可能性がある。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

8. 米ハイテク企業、4～6月期決算見どころ - Tech Earnings Are Back and Bigger Than Ever 部品不足や外出増の影響は

[ハイテク]

■ パソコン需要の鈍化と部品の不足



Worawee Meepian/Dreamstime

今週はIBM<IBM>や動画配信大手ネットフリックス<NFLX>、インテル<INTC>、ソーシャルメディア大手ツイッター<TWTR>、通信大手AT&T<T>、ハードディスク・ドライブ大手シーゲート・テクノロジー<STX>、半導体大手テキサス・インスツルメンツ <TXN>、写真・動画共有アプリ「スナップチャット」のスナップ<SNAP>などの米ハイテク企業の4～6月期決算が相次いで発表される。ドイツの基幹業務システム大手SAP<SAP>も決算を公表する。全般的に力強い数字が予想されるが、流れを妨げる大きな動きもある。ハードウェアや半導体製造企業は部品不足に悩まされている。巣ごもり需要関連企業

はそこそこ成長する見込みで、携帯端末やクラウドコンピューティング、ネット広告、電子商取引は追い風を受けるだろう。

以下、ハイテク企業の最新の業績をみる際に重要な五つの視点を列挙する。

パソコンブームは終わったか。 コロナ禍により在宅勤務、在宅学習の習慣が定着したため、パソコン需要は大きく伸びた。アップル<AAPL>の1～3月期のパソコンMacの売上高は前年同期比70%増となった。HP<HPQ>とデル・テクノロジーズ<DELL>の一般消費者向けパソコンの販売も急増した。ただ、ガートナーの統計によると、世界全体のパソコン出荷台数の成長率は1～3月の35.7%から、4～6月には4.6%に鈍化。部品の不足が主因だった。インテルが22日に発表する業績がパソコン需要に対する手がかりを与えるとみられる。

部品不足はどれほど深刻か。 ファウンドリー（半導体受託製造企業）最大手の台湾積体電路製造（TSMC）<TSM>は、車載用マイクロコントローラーの生産能力を拡大すると発表した。ただ、ワイヤレス・ファンドのポートフォリオ・マネジャー、ポール・ミークス氏が言うように、この

ニュースがきっかけとなって米半導体メーカーのマイクロチップ・テクノロジー<MCHP>とオランダの半導体メーカー、NXPセミコンダクターズ<NXPI>の株が大きく売られた。ミークス氏によると「供給拡大がかえって都合が悪い場合もある。特にコロナ禍によるサプライチェーンの分断により、製品価格上昇によるプラスの効果が出荷減のマイナス効果を上回ったことで株価が上がった企業にとってはそうなる」と言う。エンデュアランス・キャピタルのポートフォリオ・マネジャー、デービッド・リーダーマン氏は、21日に発表されるテキサス・インスツルメンツの決算が工業、自動車、エレクトロニクス、通信機器市場の需要に関する重要な手がかりを与えるとみている。

■ 5大企業に死角なしか

IT関連投資は急増するか。 2020年のデータセンターへの投資は企業の操業停止、支出の節約、クラウドへの移行により急減した。ただ、ガートナーの予想では、今年のIT投資は昨年の0.9%増に対し、経済活動の再開と従業員の職場復帰に伴って8.6%の増加が見込まれる。デルやネットワーク機器大手のシスコ・システムズ<CSCO>、ヒューレット・パカード・エンタープライズ<HPE>などのハードウェア企業、ハードディスク・ドライブ大手のシーゲイト・テクノロジー、ウェスタンデジタル<WDC>、企業用ソフトウェアのSAPやオラクル<ORCL>にとっては朗報だ。19日に発表されるIBMの決算がトレンドを読み解く一つのカギになるだろう。

外出は増えるか。 職場復帰や娯楽のために外出する米国民が増えている兆候がある。オンライン旅行会社にとっては良いニュースだ。エバーコアISIのアナリスト、マーク・マハニー氏は、ライドシェア大手ウーバー・テクノロジーズ<UBER>に対して強気で、同社のライドシェア事業の予約件数がウォール街の予想を上回るとみている。同氏によると、米運輸保安庁が最近公表した航空旅客データは「大きな回復」が起きていることを示唆しているという（マハニー氏はライドシェア大手のリフト<LYFT>も推奨している）。

超巨大企業は減速するか。 筆者は5大ハイテク企業のアップル、マイクロソフト<MSFT>、アルファベット<GOOGL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、フェイスブック<FB>の業績がいずれも予想を上回るとみている。これら5社の時価総額の合計は9兆1000億ドルである。エバーコアのマハニー氏によると、アマゾンは「インターネットの世界における最も強力な、なくてはならない基本資産であり、見通しが強まっているにもかかわらず、コロナ危機以前のバリュエーションに沿って取引されている」。同氏はまた、インターネット広告の回復が続いていることから、フェイスブックに関しても強気である。同じ理由から、アルファベットも上昇するとみられる。ウェドブッシュのアナリスト、ダン・アイブズ氏は、iPhone（アイフォーン）に対する繰延需要を理由にアップルを最も選好する。マイクロソフトについてはゲーム、パソコン、クラウド、企業投資の全てのトレンドがプラスに働いているとみている。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

9. 次の戦線はサブスクリプション疲れか - Subscription Fatigue May Be the Next Front in the Streaming Wars

動画配信大手のストリーミング戦争

[コラム]

■ 動画配信各社の決算発表に注目



Michael Zech/Dreamstime.com

サブスクリプション疲れが予想よりも早く始まっているかどうかを示す新たな手がかりが来週得られる可能性がある。動画配信大手のネットフリックス<NFLX>は20日夜、HBOを傘下に置く通信大手AT&T<T>は22日朝、それぞれ四半期決算を発表する。ネットフリックスは4月、第1四半期の新規加入者数が400万人だったと発表した。ウォール街の期待する600万人に届かず、同社の株価は1日で7%下落した。その後、第2四半期の新規加入者数の見通しは440万人から180万人に下方修正された。

ウォルト・ディズニー<DIS>に対する熱も冷めている。同社は5月、全世界のDisney+（ディズニープラス）の登録者数が前四半期の9400万人から1億0360万人に増加したと発表した。しかし、アナリストは1億0600万人増を予想していたため、株価は3%下落した。このサービスはまだ日が浅く、今後の成長余地も大きい。ディズニーの株価は新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）以前の水準を約30%上回っており、期待値も高い。ディズニーと、パラマウント・プラスを保有するメディア大手バイアコムCBS<VIAC>は8月前半に、ストリーミングサービスのピーコックを保有する同業コムキャスト<CMCSA>は7月末に、決算発表を予定している。

業界全体を見ると、米国のサブスクリプションの新規加入者数は第1四半期の水準から3分の1減少する可能性がある。経済活動とスポーツが再開する中、従来のテレビ局は広告のいわゆる先行販売シーズンの好調さを強調している。しかし、テレビの視聴率は着実に低下しており、広告需要のどの部分が今年、料金水準の概して低いストリーミングサービスに移行するかは不明だ。今年の広告収入は昨年の落ち込んだ水準よりも良くなることは確実だが、2019年と比べてどうかにより重要になるだろう。

■ サブスクリプションサービスは依然盛況

暗い部分を誇張するのは避けたい。ディズニーの新作『ブラック・ウィドウ』は今月、米国内の興行収入が8000万ドルとパンデミック中の最高額に達した。さらに心強いのは、Disney+の加入者が『ブラック・ウィドウ』を視聴するために追加の30ドルを支払うことで、6000万ドルの興行収入がもたらされたことだ。ディズニーが通常より詳細な情報を提供していることから、今のところ例外的な状況と思われるが、映画館にとって不確実な時期に大作を配信するコンセプトを実証する結果ともなっている。

一方、バイアコムCBSは第2四半期にストリーミング収益を前年比で倍増させる可能性がある。同社のパラマウント・プラスが比較的新しいだけでなく、広告に支えられた無料プラットフォームのプルートTVは、価格意識の上昇とテレビ広告費のストリーミングへの移行が進む中で有利な位置にある。

しかし、新たにメディア銘柄に資金を投入しようとする投資家は、サブスクリプション疲れの範囲がより明らかになる第3四半期が終わるまで待つべきかもしれない。これはテレビに限った問題ではない。ウェドブッシュ証券は先週、ジムの再開と競合サービスの増加を理由に、登録制のエクササイズ機器サービスを提供するペロトン・インタラクティブ<PTON>の投資判断を引き下げ、同社の成長は急激な伸びから通常の水準にシフトすると予測している。ペロトンの株価は過去の高値を大きく下回っているものの、今後4四半期（今後一年間）の予想売上高に基づく株価売上高倍率は6倍と、依然将来性を高くみつもった水準となっている。

気づけば私は、エアロバイクとローイング、3つの音楽ストリーミングサービス、そして一握りの新聞と雑誌の有料会員となっている。飼い犬にはペット用屋外電子フェンスに対応する首輪用の電池を定期購入している。子供たちは地元の遊具施設の会員だ。私はこの状況を、毎月少しずつ奪っていく強盗のように感じ始めているが、加入しているセキュリティサービスは警告を発してはくれない。

次に来るのは、下着のサブスクリプションと会員制ビーフジャーキーか？ちょうど月額14ドルのミーアンディーズと、15ドルから加入できるジャーキー・スノップなるサービスを見つけたところだ。

■ 増配銘柄を予測する機械学習モデルが登場

UBSが大幅な増配やアウトパフォーマンスが見込まれる株式を特定できるという機械学習モデルを開発したそうだ。私はUBSのロボット銘柄選択が誤ったときに備えて、失敗を機械に押しつける仕組みづくりにいそしんでいる。

幸いなことに、企業利益は順調に回復しており、バランスシートが堅調に見える一方、配当性向は低いことから、UBSはS&P500指数構成企業の配当支払いが今後2年間で30%増加すると予想している。S&P500の予想株価収益率（PER）は23倍と高く見えるが、例えば最近利回りがインフレ率を下回ったジャンク債ほど割高ではない。

増配を予測する魔法のレシピは、ロボットとその操作者だけが知っている。しかしその材料は、現在の配当利回り、最近の配当の伸び、配当性向、利益予測の変更などだ。UBSによると、増配の可能性が最も高いとモデルが特定した銘柄は、実際に増配の傾向があっただけでなく、過去のデータを使ったバックテストで市場を年間4.5%アウトパフォームしていた。配当の悪化が予測された銘柄は、市場を年間7.5%アンダーパフォームしていたという。

それで、機械はどの銘柄を好んだのか？純粋な増配が予測されるのは、マイクロソフト<MSFT>、スポーツ用品大手ナイキ<NKE>、クレジットカード大手マスターカード<MA>、ゲーム開発会社アクティビジョン・ブリザード<ATVI>。配当利回りが最低2%の条件では金融大手モルガンスタンレー<MS>、配送大手ユナイテッドパーセルサービス<UPS>、産業機器大手イリノイ・ツール・ワークス<ITW>、コンピュータ機器大手HP<HPQ>などが選ばれた。

この予測がバックテストの結果と一致するなら、私は以前からずっと分かっていたと言うつもりだ。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - Chewy Stock Soared in the Pandemic. And Those Pets Aren't Leaving [経済関連スケジュール]

パンデミックで高騰したチュイー株価。その後もペットは離れていない。

■ 株価は下落も、優位に立つビジネスモデルと黒字化で、パンデミック後も成長の予想



Illustration by Elias Stein

ペット・オーナーは、愛犬がお気に入りの骨に執着するように、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＞をひいきにする。つまり、離れられなくなるのだ。ペット用の餌を買うためにチュイーを使い始めるが、すぐに首輪やおもちゃ、服を購入するようになる。ニューバーガー・バーマン・ロング・アンド・ショートファンドでポートフォリオ・マネジャーを務めるマーク・リージェンバウム氏は、購入者1人当たりの年平均購買額は、利用から2年目で400ドルとなり、5年目までには700ドルに上昇すると述べる。リモートワークを行う人々がペットを迎え入れ、同社の2020年売り上げは47%増となった。しかし、株価は2021年2月以降30%下落して、現在は約84ドルとなっている。

リージェンバウム氏は、チュイーは新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）で一時的に人気が出た銘柄ではないと見る。同氏は、チュイーの自動配送プログラムについて、市場は十分に評価していないと語る。利用者が定期配送に登録すると、値引きが適用される。2020年の同社売

り上げの70%近くの約49億ドルは同プログラムによるものだった。リージェンバウム氏は「これは、ソフトウェアのモデルと非常に似ている。一般消費者向け事業では稀なことだ」と分析する。

チュイーは2011年に設立、2019年に上場し、時価総額は350億ドルだ。顧客ベースはここ2年半で約2倍となり、2000万人近くに上る。2021年第1四半期には2四半期連続の黒字を計上しており、リージェンバウム氏は通期での黒字を予想する。2021年度の売り上げは25%増の90億円、2022年度には110億ドルを超えると同氏は述べる。同氏は、利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）が「幾つもの利益率改善の機会に恵まれ」て2021年に2億ドルを超え、2022年度には倍増する可能性があるとも話す。

リージェンバウム氏はパンデミック中にミニ・ラブラドルの子犬を飼い始め、ウイニーと名付けた。この経験が経済再開後の同社の動向のヒントとなっている。「犬は職場に戻ることはない。パンデミック中にペットを飼い始めた人たちは、好むと好まざるとにかかわらず、世話を続ける義務がある」。

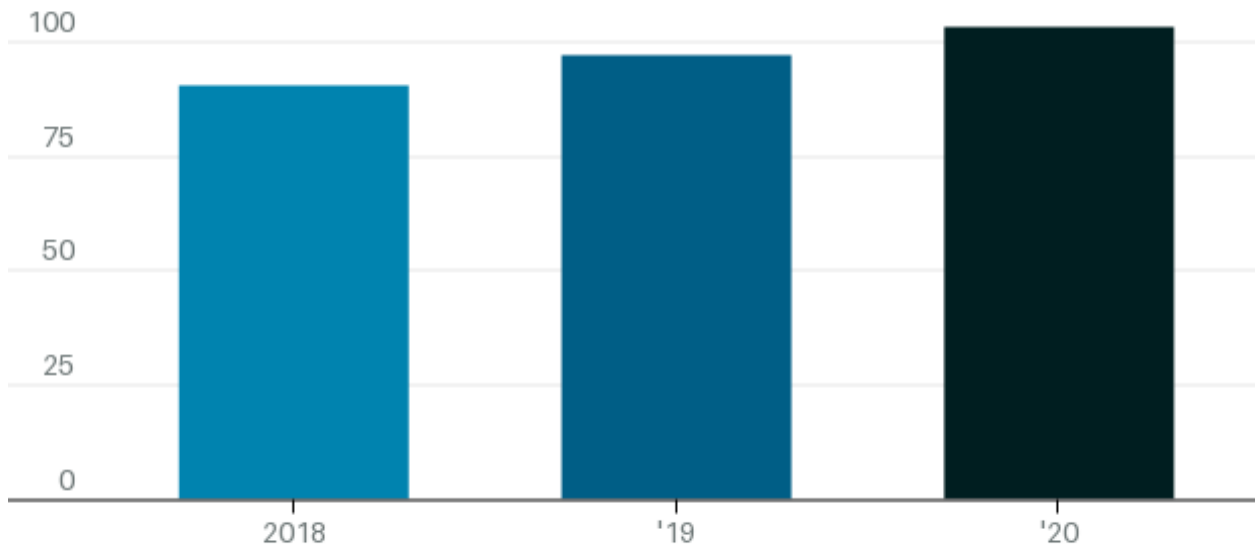
■ 今週の予定

Animal Spirits

Sales of pet products in the U.S. have been growing, pandemic or no pandemic.

Total U.S. Pet Product Expenditures, 2018 to 2020.

\$125 billion



Source: American Pet Products Association

7月19日（月）

・ IT大手IBM<IBM>、物流大手JBハント・トランスポート・サービスズ<JBHT>、化学メーカーのPPGインダストリーズ<PPG>、不動産投資信託（REIT）大手プロロジス<PLD>、工具、農業機器、園芸用品等販売のトラクター・サブライ<TSCO>、銀行持ち株会社ザイオンズ・バンコープ<ZION>が四半期決算発表。

・ Lブランズがコンファレンスコールを開催し、ビクトリア・シークレットのスピンオフについて説明を行う。新会社の社名はビクトリア・シークレット<VSCO>となり、ニューヨーク証券取引所で8月初旬に取引開始となる。スピンオフ後のLブランズは、バス・アンド・ボディ・ワークス<BBWI>に社名変更される予定。

・ 全米住宅建設業協会（NAHB）が7月の住宅市場指数を発表。エコノミスト予想は82と、6月から若干の上昇。住宅建設業者は引き続き住宅市場に対して強気であるが、建築資材の価格高騰とサプライチェーンの混乱により、6月の指標は2020年8月以来最低となった。

7月20日（火）

・ 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>、金融グループのシチズンズ・ファイナンシャル・グループ<CFG>、油田開発サービス会社ハリバートン<HAL>、病院運営持ち株会社HCAヘルスケア<HCA>、医療ロボットメーカーのインテュイティブ・サージカル<ISRG>、銀行持ち株会社のキーコープ<KEY>、動画配信大手のネットフリックス<NFLX>、たばこ製造・販売のフィリップ・モリス・インターナショナル<PM>、金融持ち株会社シンクロニー・ファイナンシャル<SYF>、損害保険持ち株会社トラベラーズ<TRV>、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>が決算発表。

・ 6月の住宅着工件数発表。エコノミスト予想は季節調整済み年率換算で160万戸と、5月から若干上昇。

7月21日（水）

・ 大手医療保険会社アンセム＜ANTM＞、オランダの半導体製造装置メーカーASMLホールディング＜ASML＞、油田サービス大手ベーカー・ヒューズ＜BKR＞、飲料大手コカ・コーラ＜KO＞、無線通信インフラ運営・リースのクラウン・キャッスル・インターナショナル＜CCI＞、大手鉄道貨物輸送会社のCSX＜CSX＞、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＞、証券取引所運営会社ナスダック＜NDAQ＞、金融持ち株会社ノーザン・トラスト＜NTRS＞、スイスの大手医薬品・バイオテクノロジー企業ノバルティス＜NVS＞、大手ソフトウェア会社SAP＜SAP＞、ハード・ディスク・ドライブ大手のシーゲイト・テクノロジー＜STX＞、半導体大手テキサス・インスツルメンツ＜TXN＞、通信大手ベライゾン・コミュニケーションズ＜VZ＞が決算発表。

7月22日（木）

・ 全米不動産協会（NAR）が6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5月とほぼ同水準の580万戸を予想。中古住宅販売は4カ月連続で減少している。

・ 製薬大手アボット・ラボラトリーズ＜ABT＞、航空大手アメリカン航空グループ＜AAL＞、通信大手AT&T＜T＞、バイオ医薬品のバイオジェン＜BIIB＞、金融サービス持ち株会社キャピタル・ワン・ファイナンシャル＜COF＞、住宅建設会社DRホートン＜DHI＞、計測装置および医療機器メーカーのダナハー＜DHR＞、半導体大手インテル＜INTC＞、保険会社マーシュ・アンド・マクレナン＜MMC＞、鉱山会社のニューモント＜NEM＞、鉄鋼メーカーのニューコア＜NUE＞、モバイル向け画像・動画サイトのスナップ＜SNAP＞、サウスウエスト航空＜LUV＞、ソーシャルメディア大手ツイッター＜TWTR＞、鉄道貨物大手ユニオン・パシフィック＜UNP＞が決算コンファレンスコールを開催。

・ コンファレンス・ボードが6月の景気先行指数を発表。コンセンサス予想は前月比1.1%の上昇（5月は1.3%増）。同指標は、2020年1月に記録した新型コロナウイルス感染拡大前のピークを上回っている。

・ 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%に据え置きが大方の予想。ECBは先日、中期インフレ目標を「2%を下回るがそれに近い水準」から「2%」に引き上げている。

7月23日（金）

・ 金融総合サービス大手アメリカン・エクスプレス＜AXP＞、総合テクノロジー企業ハネウェル・インターナショナル＜HON＞、日用品メーカーのキンバリー・クラーク＜KMB＞、再生可能エネルギー大手のネクステラ・エナジー＜NEE＞、油田サービス開発会社シュルンベルジェ＜SLB＞が四半期決算発表。

By Luisa Beltran
(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』 2021/07/18

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