

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2021/08/01

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 労働力不足は見た目より深刻 - Labor Shortage Is Worse Than It Looks. Help Isn't Coming [カバーストーリー]
9月に解決とは限らない P.2
2. 英大手製薬会社グラクソ・スミスクラインに注目 - Buy Glaxo Stock. An Activist Wants to Accelerate Its Turnaround. [推奨銘柄]
アクティビスト（物言う株主）の関与で今後に期待 P.6
3. インフラ投資法案可決で注目される企業 - Infrastructure Is on Its Way. Here's a Cheap Way to Play It [注目銘柄]
割安感のある銘柄はこれだ P.8
4. メディア業界のベテランの知恵 - Wisdom From the C-Suite [インタビュー]
AOLとタイムワナーを救おうとしたパーソンズ氏に聞く P.11
5. 大型ハイテク株の急落から想像するよりも市場は安定 - This Market Is Sturdier Than the Tech Selloff Suggests [米国株式市場]
S&P500のうち300銘柄は上昇 P.13
6. 株式市場は1年の中で最も危険な時期に入りつつある - Stocks Are Entering the Most Dangerous Stretch of the Year [コラム]
月次パフォーマンスが季節的に最低な時期へ P.15
7. インテル新CEO、意欲的な事業計画を発表 - Intel's New CEO Vows to Move Faster. Will It Help the Stock? [半導体]
株価への影響は？ P.16
8. 大手ハイテク企業の絶好調な決算がこれ以上続かないと思われる理由 - Big Tech Earnings Sparkled—Now the Shine May Be Fading [ハイテク]
経済再開を背景に電子商取引の成長が急減速、半導体不足と規制強化も足かせ P.18
9. 中国株、目立たない投資機会の発掘を目指すべきだ - Beijing Has Raised the Risk of Investing in China. Don't Flee. [ファンド]
投資対象は中小型株ファンド P.20
10. 今週の予定 - GE Has a No-Drama Earnings Beat, Powered by Its Free Cash Flow [経済関連スケジュール]
GEのフリーキャッシュフロー改善で、業績は予想を上回る P.22

※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. 労働力不足は見た目より深刻 - Labor Shortage Is Worse Than It Looks. Help Isn't Coming [カバーストーリー] 9月に解決とは限らない

■ 失業給付とリモート学習がボトルネック



Photograph by Nick Hagen

デトロイト郊外のデルタ・ホテルで総支配人を務めるファディ・アシュール氏は、9月が早く来てほしいと強く願っている。現在の運営スタッフは通常時の半数未満だ。ルームサービスと夜間のクリーニングは中止した。レストランは営業時間を短縮し、最低限のメニューしかない。

数カ月前にミシガン州で経済活動が完全に再開した時、アシュール氏は約100人の従業員を呼び戻そうとした。しかし、ほとんどは既に転職していたか、すぐに戻ってこなかった。賃金を何度か引き上げたが、それでも客室係や料理人の反応はなかった。アシュール氏自らベッドメイクを行うこ

とや、ロビーで出来合いの軽食を提供することなどのその場しのぎの対応策を講じて、やっと収支トントンである。これだけサービスを縮小しても、271室のうち3分の1しか予約を受け付けられない。

現在、米国の求人件数は920万件、失業者は950万人である。企業が過去最多に上る求人を埋めようとする一方で、労働者はほぼ過去最高のペースで企業を退職している。雇用者、エコノミスト、政策立案者は二つの要因をボトルネックとみており、いずれも今年秋に和らぐと予想する。一つは多額の失業給付で、数百万人の低賃金労働者にとって失業の方が経済的に有利になっている。もう一つは学校の授業が1年にわたりリモートになったことで、約200万人の親（ほとんどは母親）が働けない状態にある。

9月に失業給付の増額が終了し、学校が再開することが大きな希望となっているが、期待外れに終わるリスクもある。これらの要因の裏には、労働力の高齢化、事業主になりたいという労働者の志向、根深いスキルのミスマッチ、終息するどころか再燃している新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）といった、労働市場にとって悩ましい問題が存在する。

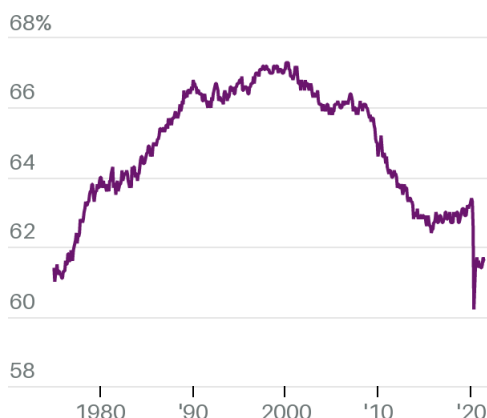
米連邦準備制度理事会（FRB）は、労働力不足が今年秋に解消するという見通しに基づき、インフレは一時的だと予想している。しかし、秋を過ぎても労働力不足が続く場合、その結果は致命的となる可能性がある。経済成長が制約される上に、インフレが助長されるとなれば、既に複雑な金融政策は一段と入り組んだ状況になる。家賃、食料品などの生活用品やサービスのコスト増を賄うため、労働者が賃上げを要求することで、賃金と物価の上昇の連鎖が発生しかねない。

投資家にとって、労働力不足が続くと多くの好ましくない結果を生み出す可能性がある。ダラス連銀のカプラン総裁が警告したように、より積極的な金融政策対応が行われるリスクや、政策を誤るリスクが高まる。企業の収益性にとっても重しとなるはずだ。最終的には、スタグフレーション（不況とインフレの併存）という悪夢のシナリオの現実味が増す。ヤルデニ・リサーチのエド・ヤルデニ社長は「9月が過ぎても問題が解消しない可能性は非常に高い」と語る。

■ 人口の伸びの鈍化が構造的要因に

Help Needed

U.S. labor force participation is at a 45-year low even with record job openings.



Note: data are seasonally adjusted.

Sources: Federal Reserve Bank of St. Louis; Bureau of Labor Statistics

コロナ禍以前の失業率は3.5%という50年ぶりの低さだったが、雇用者は突然、労働力不足に直面するようになった。ヤルデニ氏は、その理由は何年も続いている人口統計上のトレンドであり、それは悪化する一方であると言う。

2007～2009年のリセッション（景気後退）が始まったころ、米国の出生率は低下し始めた。出生率は約10年前の2.1から約1.6へ低下しており、コロナ禍によってこの傾向に拍車がかかった。カリフォルニア大学バークレー校の経済学者で人口統計学者のロナルド・リー氏は、「これは米国にとって過去に例がない」と述べる。

人口の伸びの鈍化が労働力の供給に及ぼす影響は、パンデミックの前はそれほど明確ではなかった。これは、多くのベビーブーマーが従来の退職年齢である65歳を過ぎても働いていたためである。しかし、今や最高齢のベビーブーマーは75歳となり、米国の労働年齢人口は歴史上初めて減少している。さらに、パンデミックによって多くの高齢労働者は予定より早く引退することとなった。

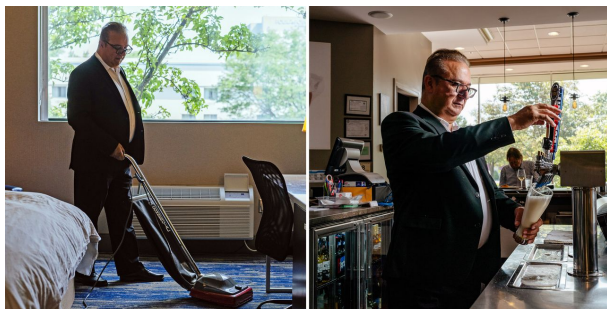
ボストン大学の経済学者であるジェフリー・サンゼンバッハー教授によれば、米国で新型コロナウイルスの感染が拡大してから1年後に62歳超の労働者の15%が退職しており、2007～2009年のリセッション開始から1年後の10%とパンデミック直前の13%を上回っている。企業は秋に労働者が戻って来ると予想しているが、リモートワークができなくなれば高齢の退職者が急増する可能性があると同氏は指摘する。

失業給付の増額が終わることで、どれほど多くの労働者が戻って来るかは不明である。しかし、追加給付を米国全体よりも前倒しで終了した州では、失業保険の申請件数が比較的速く減少しているという証拠もある。証券会社ジェフリーズのチーフエコノミストであるアニータ・マルコフスカ氏によれば、5月中旬以降の失業保険申請件数は、週300ドルの追加給付を終了していない州では0.7%増加したのに対して、終了した州では24%減少した。ただし、受給者の約70%は追加給付を終了していない州に居住しているため、データは限定的である。

一方で、9月に数百万人の母親が本当に職場に戻ってくるのかという疑念は大きくなっている。米国勢調査局のエコノミストであるミスティ・ヘギネス氏は、多くの家族は過去1年間で新たな生活パターンを確立しており、また多数の親が依然として新型コロナウイルスに懸念を持っていると語る。同氏は、子供のいない女性の雇用はコロナ禍以前の水準までほぼ回復したが、学童期の子供を持つ母親の雇用は遅れていると述べ、このトレンドが9月に大きく変わるという見方には懐疑的である。

労働者の力は数十年ぶりの水準まで強まっている。とりわけ、パンデミックによって最も大きな打撃を受けた低賃金のサービス業界でその傾向が顕著だ。構造的な問題によって既に労働力のプールが縮小している中、雇用者は失業給付と競争しなければならない。例えば、ペンシルベニア州の失業給付が週労働時間40時間換算で1時間当たり約15ドルである一方、最低賃金は時給7.25ドルだ。この賃金水準では、全米低所得者向け住宅連合によれば、同州で寝室一つの質素な物件を借りるには週89時間働く必要がある。

■ 賃金と物価の上昇の連鎖



Photographs by Nick Hagen

賃金の上昇は、最初は経済にとって好ましいが、行き過ぎると悪影響をもたらす。心配なのは、企業が賃金上昇のコストを消費者に転嫁した結果、消費者がさらなる賃金上昇を要求し、物価が一段と上昇することだ。賃金がどれだけ速く、どれだけ継続的に上昇するかは、労働者がどれほど速やかに戻ってくるかを決める一因となる。これは一時的なインフレとそうでないインフレを分ける要因になる可能性がある。

物価が上昇するにつれて、FRBはインフレ予想を強調し始めた。消費者が物価上昇を経済再開に伴う一時的なものに見なすならば、消費行動は変わらず、インフレは抑えられるだろう。少なくとも、中央銀行はそのような結果を期待している。FRBのパウエル議長は、7月28日の記者会見で「長期的な予想インフレ率の指標は、われわれの長期的なインフレ目標である2%とおおむね一致しているように見える」と述べた。

しかし、ミシガン大学消費者信頼感指数によれば、今後1年間と5年間の予想インフレ率はそれぞれ4.8%と2.9%である。留保賃金（労働者が新たな仕事を受け入れる平均最低賃金）が2019年11月から11%上昇して7万1403ドルとなったことは、インフレ予想がFRBの2%目標を大幅に上回っているのは一時的な現象ではないと示唆している。

FRBはおおむね正しいというコンセンサスは、年内の賃金データによって脅かされるだろうとヤルデニ氏は述べる。同氏は、賃金と物価の上昇の連鎖が起きる確率について、1年前は0%、2カ月前は25%とみていたが、現在は35%としている。

こうした状況下で、企業は物価の上昇から利益率を守るため、新たな現実に適応しようとしている。第一に、求人があふれる中で見落とされがちだが、コスト圧力によって一時解雇が促進されている。例えば、加工食品大手のゼネラル・ミルズ<GIS>は約1000人の人員を削減すると述べた。小規模な雇用主も、休業に伴って従業員を手放している。

第二に、業務の自動化の進展である。労働力不足をきっかけとした生産性の向上は、コストのインフレによるショックを吸収する役割を果たす。また、生産性の改善は新たな職につながる。一方で、生産性の伸びは多くの雇用の存続を脅かす。調査会社オックスフォード・エコノミクスのエコノミストであるリディア・ブシュール氏は、自動化を急ぐことによって、パンデミックによって失われたままの雇用700万件の約半数が危機にさらされ、今後3～5年間で労働力需要の永続的な低下につながる可能性があるとして述べる。

ジェフリーズのマルコフスカ氏は、技術への投資は時間がかかる一方、現在は目先の需要に対応しなければならないという非常に強い圧力があると語る。これは、企業が短期的な雇用におおむね引き続き集中することを意味する。同氏は「実際、求職者よりも求人情数の方が多い。どうすればこの賃金圧力が完全に解消するかは不明だ」と話す。

■ FRBの政策の最終局面



Photograph by Zack Wittman

FRBは、パンデミックに起因する労働市場の傷痕を金融緩和によって癒すことができると推測しているが、これは人口動態の悪化や、労働力の需給ギャップの拡大といった長年の構造的な問題を無視している。マルコフスカ氏は、FRBが最も関心を持っているのは2～3年先までの中期的な見通しであり、それは労働市場で何が起きるかによって左右されると語る。投資家は、中期的な見通しの土台となる秋の雇用データを見据え、FRBがどのような対応を取るかを予測するという課題に直面している。

マルコフスカ氏によれば、一つの可能性として、労働者が労働市場に再び流入し、速やかに吸収されることで、賃金への圧力が緩和されることが考えられる。しかし、それによる安心感は一時的なものにすぎないだろう。雇用が迅速に進めば完全雇用が予想より早く実現し、労働市場が一段と逼迫（ひっばく）することで長期的な賃金インフレに至るためである。FRBは投資家に対して、二つの使命のうち物価の安定よりも雇用を優先することを示している。そのため、現在の労働力の供給に関する問題が金融緩和を続ける根拠となり、強気相場を支えると想像することは容易だ。

モルガン・スタンレーのウェルスマネジメント部門のリサ・シャレット最高投資責任者（CIO）は、FRBが年末までに何らかの行動に出る可能性を60%とみる。同氏は労働力不足によって賃金が押し上げられ、年末までに金融政策の引き締めを促すほどの水準に達すると予想している。そして、そのような趣旨の発言がなされるだけでも、株式市場で10～15%の調整が起きるには十分だと言う。同氏の予想では、最もリスクが高いのはナスダック100指数と長期グロース株である。

一部では、引き締め自体が非現実的であるため、政策行動のタイミングの予測を試みることは無益だという意見もある。7月29日に発表された第2四半期の米国内総生産（GDP）成長率は予想を下回った。GDP成長率の下振れは、経済が資産買い入れの縮小（テーパリング）に必要な「一段と顕著な進展」を実現していないというFRBの見方を裏付ける。

投資銀行メリオン・キャピタル・グループのチーフ市場ストラテジストであるリチャード・ファー氏は、「FRBがインフレの減速に向けた措置をすぐに実施する意思がないことが、コモディティ価格を一段と押し上げても安全だという市場や大手ヘッジファンドへのメッセージになっている。インフレ圧力は成長の妨げとなりつつある。FRB自身が、インフレに対処しないことで労働市場に害を与えていると言える」と語る。

今のところ、FRB高官は秋のデータを待つとみられる。秋になっても多くの労働者が復帰しなければ、FRBはインフレに対峙（たいじ）することを強いられ、市場に混乱をもたらすだろう。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

2. 英大手製薬会社グラクソ・スミスクラインに注目 - Buy Glaxo Stock. An Activist Wants to Accelerate Its Turnaround. アクティビスト（物言う株主）の関与で今後に期待

[推奨銘柄]

■ エリオット・マネジメントの関与



Illustration by Jack Richardson

市場が上がろうが下がろうが、英大手製薬会社グラクソ・スミスクライン＜GSK＞の株価はほとんど変わらない。グラクソの米国預託証券（ADR）の日々の終値は、過去10年間32～56ドルの範囲内で推移している。2011年6月最終日の株価は42.90ドルだったが、10年後の株価は39.82ドルであり、7.2%下落している。この期間にS&P500指数は225%上昇している。2011年に37.53ドルだったイーライリリー＜LLY＞の株価は、今年6月には229.52ドルとなっている。多額の配当があるため、グラクソの投資家は10年間で58%のリターンを得ているが、他社の株価上昇

率に比べるとはるかに下回っている。

しかし、ここにきてグラクソはこの低迷状態を抜け出す可能性がある。同社は来年半ばに、米医薬品大手のファイザー＜PFE＞と共同で2019年に設立した消費者向けヘルスケア合弁企業をスピンオフ（分離・独立）する予定だ。同社は何年もの間、こうした計画について示唆していたが、今回違うのは、アクティビスト（物言う株主）のエリオット・マネジメントが関与していることだ。これが投資家の興味を引き、エリオットの関与が明らかになった4月以降、同社の株価は約10%上昇している。

グラクソはスピンオフ実施後も含めた意欲的な目標を設定し、今後5年間で年5%を超える売上高の増加と年10%を超える営業利益の増加を実現し、配当を削減し、研究開発をワクチンと希少疾患や難病を治療する特殊医薬品に集中させると発表した。これを聞いて、ファイザーが2020年11月に実施した同様のスピンオフを思い出す投資家もいるかもしれない。同社は投資家を納得させられなかった。目標に沿った成長をし、その一方で最高の新型コロナワクチンを商品化したにもかかわらず、この大型スピンオフ後のファイザーの株価は市場をアンダーパフォームしている。

しかし、グラクソの場合は状況が異なる。エリオットが関与したことで、同社の長期的な業績好転について投資家は確信を深めるはずだ。

■ 最大の不一致点は現CEOの去就

Going Nowhere

Glaxo's stock price has been stuck in a range.



Source: FactSet

これまでのグラクソの位置付けは、面白みのない医薬品事業を抱え込んだ素晴らしいワクチン会社というものだった。「開発薬が次々と商業的に失敗したことで、関係者は多かれ少なかれ既存のプロジェクトに悲観的になり、その結果、株価が低迷した」と、ヘルスケア専門の投資銀行SVBリーリンクのアナリスト、ジェフリー・ポージェス博士は指摘する。一方、同社のワクチン事業は世界をリードしている。グラクソのワクチンは高品質で、インフルエンザ用以外は90%以上の有効性を誇る。同社のワクチンで売上が最も多い帯状疱疹（ほうしん）予防ワクチン「シングリックス」は、正真正銘の大型新薬であり、2022年に35億ドルの売り上げをもたらすと予想されている。

エリオットは、投資家がワクチンやエイズウイルス（HIV）のような分野におけるグラクソの強みを見逃しているとし、同社の株価は来年のスピンオフ以前でも45%の上値余地があるとみている。何がそうした株価反発の引き金になるとエリオットの運用担当者たちが考えているのかは不明だ。この目を見張るような数字は同社の予想というより、むしろ目標の表明なのかもしれない。

エリオットが公にしているグラクソに対する推奨事項はどちらかといえば控えめであり、ワクチン部門により大きな自律性を与える、研究開発費を増加させる、消費者向けヘルスケア合併企業をスピンオフするのではなく売却する、などだ。グラクソはこれら推奨事項の幾つかは採用したが、それ以外は拒否した。同社はワクチン部門を他の事業と統合すると主張しており、消費者向けヘルスケア合併企業については売却も検討可能だが、買い手が現れる可能性は低いとしている。

最大の不一致点はエマ・ウォルムズリー最高経営責任者（CEO）の処遇であり、スピンオフ実施後も同氏がグラクソを率いるべきかどうかだ。ほとんどの大手製薬会社のCEOは、ウォルムズリー氏よりも製薬業界の経験が豊富だ。同氏はグラクソに来る前は一般消費財大手ロレアル＜OR.フランス＞の幹部だった。エリオットは公開書簡の中で、新グラクソのCEOを選任するための「厳格なプロセス」を要求した。これに対しグラクソ側は今後もウォルムズリー氏で行くとしている。

しかし、投資家はこの意見の食い違いについていずれかの肩をもつ必要はない。投資家にとって重要なのは、エリオットには忍耐力とバイオ医薬品業界の投資家に価値をもたらしてきた実績があるということだ。「本件におけるエリオットの時間軸は数カ月単位ではなく数年単位だ。彼らの影響によって企業内で起きていることが本当に変わり始めるまでには2〜3年かかることが多い。そして、ほぼ例外なく、彼らはそうした価値創造の推進力となり、あるいはそれに貢献する」とポージェス博士は語る。

By Josh Nathan-Kazis
(Source: Dow Jones)

3. インフラ投資法案可決で注目される企業 - Infrastructure Is on Its Way.

[注目銘柄]

Here's a Cheap Way to Play It
割安感のある銘柄はこれだ

■ インフラ関連銘柄に見落としはないか



Courtesy of Atlas

米国の国会議員たちは、総額1兆ドル規模に及ぶ大規模かつ待望のインフラ投資法案の可決を目前にしているようだ。この法案は、コンクリートやアスファルトを製造するバルカン・マテリアルズ<VMC>や建設資材メーカーのマーティン・マリエッタ・マテリアルズ<MLM>、建設機械を製造するキャタピラー<CAT>やテレックス<TEX>、機械をレンタルするユナイテッド・レンタルズ<URI>などの企業にとって追い風となる。これらの銘柄の多くは、インフラ投資の期待感から既に値上がりしている。

しかし、見落とされているインフラ関連銘柄がある。エンジニアリング・設計サービス、建築物や公共事業の検査・認証、その他の建設関連サービスを提供しているアトラス・テクニカル・コンサルタンツ<ATCX>だ。建設需要が増えれば、アトラスが審査する計画や設計も増える。これらのプロジェクトは最終的に完成した後、毎年検査が必要となるため、何年にもわたって配当が支払われることになるのだ。

ところが、アトラスの株価は低迷している。最近のアトラスの株価は9ドルで、2022年の予想EV/EBITDA倍率(企業価値と利払い・税引き・償却前利益の比率)はわずか8倍という水準だ。環境関連サービスを提供するモントローズ・エンバイロメンタル・グループ<MEG>や経営コンサルタントのテトラテック<TTEK>など、検査事業に関連する企業の2022年の予想EV/EBITDA倍率は22倍以上で、アトラスはかなり割安と言える。

小型株に特化したスターリング・パートナーズ・エクイティ・アドバイザーズのチーフ・インベストメント・オフィサー兼ポートフォリオマネジャーであるケビン・シルバーマン氏は、「現在、評価がディスカウントされている理由の一部は負債によるものだが、アトラスのように負債の水準が適切と言える企業もあると思う。安定した利益率を確保し、それを成長のために使うことができれば、そうした負債は株式投資家にとっても良いことだ」と言う。

■ アトラスに期待

Atlas Technical Consultants / ATCX

Infrastructure and building inspection and engineering services

KEY DATA

Headquarters:	Austin, Texas
Recent Price:	\$9.27
YTD Change:	32%
2022E Sales (mil):	\$567
2022E Net income (mil):	\$22.6
2022E EPS:	\$0.83
2022E P/E:	14.0
Market Capitalization (mil):	\$346
Dividend Yield:	None

Source: FactSet

アトラスには大きな成長の機会がある。インフラ法案による後押しだけでなく、負債水準を削減しつつ、細分化された米国の検査サービス市場を統合するという長期戦略がある。どちらも投資家へのアピール度を高め、高いEV/EBITDA倍率を得られるはずだ。

テキサス州オースティンに本社を置くアトラスは、特別買収目的会社（SPAC）との合併により、2020年初頭に株式を公開した。この合併により、アトラスは、複数の株式クラスや権利未行使のワラントなど、複雑な資本構造を抱えることになった。また、負債が比較的多く、2021年予想純負債/EBITDA倍率は5.5倍に達する。おそらくこれらを理由として投資家は敬遠している。アトラスはこれまでに、優先株の償還、ワラントの買い取り、流通株式数の増加などで資本構造の複雑さを軽減しており、純負債をEBITDAの3倍以下にすることに注力している。今年の売上高は13%増の5億3000万ドル、EBITDAは21%増の7600万ドルと予想されている。

顧客は州運輸局、民間ビルオーナー、電力・水道会社、空港、学校、病院など多岐にわたる。米国内での存在感と規模の大きさが、著名なプロジェクトや大口顧客の獲得・維持に貢献しており、顧客には米郵政公社（USPS）、環境保護局、ニューヨーク市住宅局、スタンフォード大学、ウォルマート<WMT>、アップル<AAPL>が含まれる。

過去4四半期の調整後EBITDAは6400万ドル、純損失は1800万ドルだ。第1四半期末の受注残は6億8900万ドルで、過去12カ月の売上高4億8200万ドルの140%強に相当する。同社ジョー・ボイヤー最高経営責任者（CEO）は「この事業に関わってきた過去30年間で間違いなく最高の数字だ」と語る。

売上高の約70%は既存のビル、パイプ、道路、橋梁向けで裁量が入らない分野だ。時々悲劇に直面して思い知らされるが、景気やパンデミック（世界的大流行）の状況に関わらずインフラは定期的に基準を満たすか検査が必要だ。

売上高の残り30%は新規建築関連でパンデミック中に落ち込んだが、ボイヤーCEOによると新型コロナ発生以前の水準にほぼ戻っている。

■ 長期トレンドの恩恵と買収で成長

Atlas Technical Consultants / ATCX



Source: FactSet

米国の長期トレンドである州や市町村の自治体業務のアウトソーシング、環境規制強化、インフラ老朽化は同社の最近の内部成長をけん引している。

プライベートエクイティのバーンハード・キャピタルが同社を保有していた2016年以降、その長期トレンドが同社売上高年率20%成長の約半分に寄与しており、残りの成長は買収戦略による。

ボイヤーCEOは「まだ当社が優位でない地域やサービス分野の会社を探し、当社のプラットフォームに取り込み、さまざまな顧客に売り込んでいくのが考え方だ」と語る。

同社の最適な買収対象はEBITDAが500万～2000万ドルの会社だ。通常買収規模はEBITDAの4～6倍で現金と自社株式を使って買収し、買収案件はすぐ利益に寄与する。

規模が小さく上場企業の歴史も相対的に浅いので証券会社のカバレッジは限られるが、カバーする3人のアナリストは強気だ。スタイフェルのアナリスト、ノエル・ディルツ氏は「同社の対象市場は好調か回復中で、大規模契約を勝ち取り受注残は増加しており、われわれは売上高見通しに満足している」と語る。

同氏のアトラスの投資判断は買い、目標株価は14.5ドルで予想2022年EBITDA倍率の11倍に相当するが、インフラ法案の恩恵は織り込んでいない。シルバーマン氏は債務が削減され利益が伸びる中で株価が3年後にEBITDA倍率15倍に相当する43ドルになるとみている。

同社のバランスシートは引き続き改善が必要だが、土台はしっかりしている。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

4. メディア業界のベテランの知恵 - Wisdom From the C-Suite AOLとタイムワーナーを救おうとしたパーソンズ氏に聞く

[インタビュー]

■ AT&Tによるワーナーメディアのスピンオフ



Illustration by Michael Hoeweler

通信大手のAT&T<T>はワーナーメディアをスピンオフする予定だが、この件はAOLとタイムワーナーの合併の失敗と比較されることが多い。コンテンツ会社と配信会社の企業結合は、20年前はうまくいかなかったが、「ストリーミングの時代でも良くなかった」と、合併後のAOLタイムワーナーの最高経営責任者（CEO）と会長を務めたりチャード・パーソンズ氏は述べる。同氏は合併8年後の2009年にAOLタイムワーナーを去った後、金融危機後のシティグループ<C>の会長を務め、2018年にはバイアコムとの合併前のCBSの会長も務めた。現在、投資銀行ラザード<LAZ>、化粧品大手エスティ・ローダー<EL>、マディソン・スクエア・ガーデン・スポーツ<MSG<MSGS>の取締役を務めるほか、ロックフェラー財団、アポロシアター・ファンデーション、ティーチ・フォア・アメリカ（教育関連非営利法人）などの役員でもある。

本誌：AT&Tがワーナーメディアをスピンオフしてメディア大手のディスカバリー<DISCA>と統

合する動きについてどう思うか？

パーソンズ氏：人々は10年ごとに同じ教訓を学び直している。コンテンツ会社と配信会社を組み合わせても、魔法のように1プラス1が2以上になるようなシナジーは生まれない。年齢を重ねて昔の人の知恵が分かるようになってきた。昔から言われている「本業に専念する」という言葉は、より広い意味を持っている。獲得しようとしているものを理解できる文化的あるいは技術的な能力を持たない企業が、自分たちにとって未知のビジネスを買収して垂直統合を試みても大抵の場合失敗に終わる。

■ メディア業界の未来

Q：メディア業界は進化し続けているが、5年後のメディアの姿はどうか？

A：コンテンツを届ける方法の変革が続く。ストリーミングはその一例だが、テクノロジーが他にも出てきて、より多くの方法で、より多くの人がイベントや制作されたコンテンツの全部または一部を、より多くの種類のデバイスで入手できるようになるだろう。とはいえ、コンテンツやコンテンツ制作の在り方は、今と大きく変わることはないだろう。同じ人たちがコンテンツを作り続けるだろう。消費の多くを占めるのはスポーツだが、スポーツそのものは変わらないだろうが、リアルタイムのハイライトや試合の一部だけを見ることができるようになるなど、より細分化されたコンテンツになるだろう。ミレニアル世代やポストミレニアル世代は、座ったまま試合を全部見るのは好まない。今後5年間で進化するのは、コンテンツの消費方法だが、一般家庭にケーブルを引いているCATV会社はなくなることはないだろう。携帯機器での配信が現在よりも増えるだろう。

Q：映画館に未来はあるか？

A：5年後ならある。20年後はどうか分からない。しかし、人々は大勢で見る大型スクリーンでの映画鑑賞を楽しんでいる。映画館での新作の独占的上映期間の設定はなくなるだろう。賢い人たちが、映画館での体験を家庭内での視聴と全く違うものにする方法を考え出すだろうし、さまざまなプラットフォームでの公開時期を適切に調整するだろう。映画館が成長ビジネスだとは思わないが、なくなるとも思わない。

Q：メディアの未来において、勝者と敗者は具体的にどこか？

A：通信、CATV、コンテンツといったメディア関連業界のそれぞれで、2社以上の大手企業が存在する余地がある。コンテンツでは、ウォルト・ディズニー<DIS>が勝者となるだろう。統合後のワーナーメディア/ディスカバリーも強力な存在になるだろう。しかし、もちろんNetflix<NFLX>やアマゾン・ドット・コム<AMZN>、アップル<AAPL>もコンテンツ制作に参入している。Netflixは成功しており、アマゾンも成功するだろう。アップルについては分からない。

■ 暗号資産のセロ

Q：暗号資産のセロ（Celo）との関係や投資の背景は？

A：セロは自分の価値観に合致している。世界には銀行と関わりのない人が約20億人いると言われており、銀行口座を持たない人たちのニーズに応える通貨を作ろうとしている。セロへの投資は、ブロックチェーンや暗号資産の世界を学ぶのにも適している。ブロックチェーンや暗号資産は世界の潮流になりそうだ。最新事情を知らずに昔の話ばかりしている老人になりたくない。セロの価値提案は、携帯電話でアクセスできる通貨を作ること、地元での使用も、海外送金も可能だ。多くの人が自国外で働き、母国に送金しているが、これが1セント以下の料金で可能になる。銀行口座を持たない約20億人の人々が、より安く、より速く、携帯機器でアクセス可能な最新の金融ツールや決済手段を利用できるようにしていきたい。

Q：暗号資産全般に関して強気か？

A：価値の保存という点で、デジタル・ゴールドという主張を信じているわけではない。しかし、不換紙幣に代わるものとして、よりグローバルな性質がある。私はメディア事業の出身だが、われわれは何年もの間、デジタルの波が高まる中でも自分たちのビジネスに劇的な影響はないと考えていた。そして、ついに波が岸辺で砕け散ったとき、コンテンツがいろいろなデバイスを使いさまざまな方法でどのように消費者に届けられるかという点で、メディア業界全体が完全に破壊された。これは、金融サービスの分野でも同じだ。人々がお金だと思っているものを交換できる新たなプラットフォームができるわけだ。もともとお金は概念的なものだが、それを携帯電話で一瞬にして世界中で取り引きすることができる。いずれはそれが当たり前になる。それが私にとってのセロの魅力だ。ビットコインは、セロの価値提案とは異なる。

■ 大都市の未来

Q：ニューヨークのレストランオーナーでもあるが、米国の主要都市について強気か？

A：都市は、人々が集まり、生活し、働くために魅力的な場所で、パンデミック（世界的大流行）によって吸引力がなくなったわけではない。都市は刺激的で便利で、人は群れたがる。私にとってニューヨークは、世界で最も優れた都市だ。一方で、パンデミックによって、ホームレスや犯罪など、解決しなければならない根本的な問題が露呈した。長期的に見て、ニューヨークが直面する最大の課題はインフラ整備だ。住宅や教育の問題もあるが、ニューヨーク市が死んだという話は大げさだ。

Q：JPモルガン・チェース<JPM>は先日、マイノリティーによる事業の支援のために3億5000万

ドルの拠出を約束した。その資金を、必要としている経営者にどうやって届けるのか？

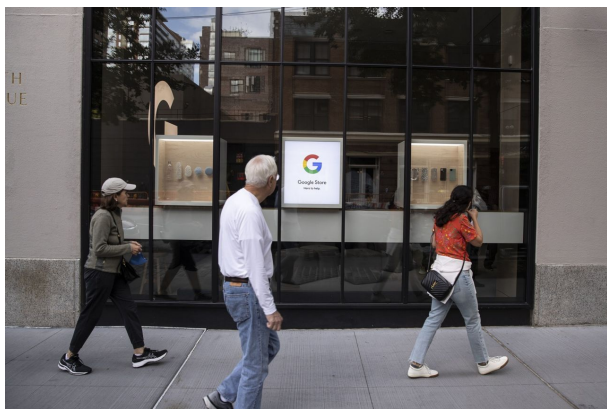
A：問題の一つは、こうした問題が非常に政治的なものになり、手っ取り早い答えを求めがちになる。しかし、十分なサービスを受けていないコミュニティにどのように資金を提供するかという問題は、即効性のある答えが得られる問題ではない。世間の評判が良ければ良いというものでもない。3億5000万ドルは大金だ。既存のマイノリティー企業に働きかけ、JPモルガンのような大企業との取引を増やすように仕向けることも、成長機会を得る一つの方法だ。マイノリティーがビジネスを知っていることを立証してきた。次は顧客へのアクセスを増やす必要がある。私がコンサルタントであれば、その資金の一部を使って顧客を増やすようアドバイスする。第二に、社会的弱者のコミュニティ内に新しいビジネスを生み出せる起業家が存在するため、その中から勝ち組を選び、もっと多くの勝ち組を育てたい。私ならそこに集中する。マイノリティーの起業家に力を入れているベンチャーキャピタルやプライベートエクイティ企業を巻き込んで、コミュニティ内でビジネスを経営し、成長させることができる人材を選ぶ必要がある。第三に、常に教育の問題が絡んでいる。学校の壁に自分の名前が掲げられるのは喜ばしいことで、魅力的ではあるが、一方では、長期間リターンが得られないという問題もある。

By Nicholas Jasinski and Brian Price
(Source: Dow Jones)

5. 大型ハイテク株の急落から想像するよりも市場は安定 - This Market Is Sturdier Than the Tech Selloff Suggests S&P500のうち300銘柄は上昇

[米国株式市場]

■ GAFAM、上昇はアルファベットだけ



Victor J. Blue/Bloomberg

大型ハイテク株に頼った株式投資だったら、大型ハイテク株の下落で損失が出る。これが先週の株式市場での出来事だった。

主要株価指数の表面上の数値を見ると、あまり良い週ではなかった。S&P500指数は0.4%安の4395.26、ダウ工業株30種平均（NYダウ）も0.4%安で3万4935ドル47セントとなった。ナスダック総合指数は1.1%の下落で1万4672.68の引けだった。

これは驚くほどの結果ではない。S&P500指数やナスダック総合指数のように時価総額で加重平均

された指数の場合、時価総額が1兆ドルを超える銘柄が下落した先週のように、最大の構成銘柄が下落している時は指数の上昇は難しい。しかも、これらの企業の業績発表が素晴らしいものだったにもかかわらず、こうした結果になった。時価総額2兆4000億ドルのアップル<AAPL>は週間で1.8%下落し、時価総額2兆1000億ドルのマイクロソフト<MSFT>は1.6%の下落だった。フェイスブック<FB>は3.7%安、アマゾン・ドット・コム<AMZN>は9%安だった。グーグルの親会社アルファベット<GOOGL>だけが1.3%の上昇で週を終えた。

しかし、指数の数値上の弱さは市場の表面下の強さを隠している。先週、S&P500指数構成銘柄のうち、300銘柄以上が上昇して引けた。中でも半導体のアドバンスト・マイクロ・デバイス

<AMD>、玩具製造のマテル<MAT>、分析・医療機器のパーキン・エルマー<PKI>などの銘柄は、好業績の発表を主な材料に、それぞれ10%以上の上昇となった。また、S&P500指数採用銘柄に均等に投資する上場投資信託（ETF）であるインベスコ・S&P500イコール・ウェイトETF<RSP>は0.6%高となり、小型株のラッセル2000指数は0.8%高の2226.25で週末を迎えた。

マクロ・リスク・アドバイザーズのチーフ・テクニカル・ストラテジストであるジョン・コロボス氏は、「株式市場が下落して上昇の勢いを失った一方で、個別銘柄の多くは安定していた」と述べる。

■ 無風だったFOMCとGDPの発表

先週の他の大きなイベントは、ほとんど印象に残らなかった。米連邦準備制度理事会（FRB）の連邦公開市場委員会（FOMC）では、債券購入規模の縮小（テーパリング）をかなり先のどこかの時点で開始する可能性を示唆した以外に、何も新しいことはなかった。FRBのパウエル議長は会合後の記者会見でインフレに関する質問を一蹴し、すぐに利上げする必要はないと主張した。B.ライリー・セキュリティーズの債券部門でチーフ・グローバル・ストラテジストを務めるマーク・グラント氏は「米国はまだ大量に借入れのニーズがあり、できれば低金利での調達が見込めることを考えれば、理にかなっている」と指摘する。

第2四半期の国内総生産（GDP）もあまり注目されなかった。GDP成長率は6.5%（前期比年率）で、市場の予想を2ポイント近くも下回ったが、その要因は深刻なものではない。MKMパートナーズのチーフエコノミストであるマイケル・ダーダ氏は、経済の民間部門の強さを示す指標である民間最終消費が年率で9.9%の成長だったと指摘し、市場予想を下回った原因は明白で「主に在庫変動によるものだ」と説明する。

つまり、懸念すべき要因はないことになる。

■ 業績予想の上方修正の後

最大の懸念事項は、市場の上昇が続いていることかもしれない。金融情報サービスのリフィニティブによると、直近の四半期の企業業績は素晴らしく、予想利益を16.7%上回っている。予想を上回る利益を上げた企業の比率は88.5%で、売り上げに関しては86.8%の企業が上回った。アナリストは、この成長を勘案して予想の上方修正を続けることになるため、ルーソルド・グループのフィル・セグナー氏は、投資家はこれを受けて、市場見通しを上回る業績を前提として非常に割高になったバリュエーションを看過できるようになったと指摘する。

しかし、通常であればそうはならない。年間の見通しはほとんどの場合、予想は高過ぎるところから始まり、徐々に引き下げられる。セグナー氏は「今のところ、S&P500指数の予想1株当たり利益（EPS）の増加は驚くほどだが、長年の歴史が参考になるならば、ある時点で予想EPSは高過ぎると再び考えられるようになり、それが市場の足を引っ張る可能性がある」と書いている。

投資家は大型ハイテク株からそのヒントを得られるかもしれない。各社が慎重な見通しを示すと、株価は下落した。大型ハイテク株に他の銘柄が追随しない限り、大きな問題にはならないが、そうなった場合には要注意だろう。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

6. 株式市場は1年の中で最も危険な時期に入りつつある - Stocks Are Entering the Most Dangerous Stretch of the Year 月次パフォーマンスが季節的に最低な時期へ

[コラム]

■ サットマイヤー氏による季節性の調査



Cindy Ord/Getty Images for Robinhood

ファンク・グループのウォーが1970年代の懐メロ『サマー』で「そうだ、夏だ、俺の季節だ」と歌ったように、夏と言えば砂浜やバーベキューでの楽しい時が思い出される。ところが今年の夏は、干ばつ、山火事または新型コロナウイルス感染者の急増など、思い出したくない特徴が多い。

しかし、バンク・オブ・アメリカのアナリストであるスティーブン・サットマイヤー氏が1928年までさかのぼって集計したデータによると、8月は、株式市場にとって1年の中で最も危険な季節となっている。同氏によると、S&P500指数の8月、9月および10月の3カ月間の平均リターンは

マイナス0.03%で、1年間でパフォーマンスが最悪の3カ月となっている。実際には、3カ月として、パフォーマンスがマイナスとなっている唯一の期間である。

またサットマイヤー氏は、パフォーマンスが最高の月と最低の月に8月が挟まれていると、レポートに書いている。S&P500指数の7月の平均リターンは1.58%で、59.1%の確率でリターンはプラスになっている一方、9月の平均リターンはマイナス1.03%で、プラスになる確率は45%と半分を下回っている。

今年の7月は異例に好調で、S&P500指数は2.27%上昇した。また、同指数は6カ月連続で上昇し、ダウ・ジョーンズの統計の専門家によると連続上昇期間は2018年9月以降で最長で、今回の累積上昇率は18.34%となっている。8月の過去のパフォーマンスは7月と9月の間で、S&P500指数の平均上昇率は0.70%、上昇確率は58.1%で、夏場の上昇から秋の下落への移行期間となっている。

サットマイヤー氏によると、8月から10月にかけての比較的悪いリターンは、ボラティリティーの上昇も伴っているが、これは意外でもない。1992年以降のデータによると、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、4月から7月にかけて比較的安く、その後8月から10月にかけて上昇する傾向がある。

■ ロビンフッド

過去は必ずしも将来の序章ではないが、株式市場が季節的な荒波に見舞われたとしても、株取引アプリのロビンフッド・マーケットズ<HOOD>の新規株式公開（IPO）のタイミングは最高だったと言えるかもしれない。ロビンフッドは29日に1株当たり38ドルで5500万株を売り出した。同社はIPOの過程で、IPOに参加した全ての人々に対して、株式を安く買って高く売るという、価値ある教訓を残した。

IPO価格は、予想されていた38～42ドルの下限で設定されたものの、同社は株式を高く売るという教訓の後半を達成した。株価は上場初日に8.4%下落したのである。翌日には若干持ち直したが、最終的に公開価格から7.5%安で週末を迎えた。

高値で売った人々の中にはロビンフッドの共同創業者で、最高経営責任者（CEO）のウラジミール・テネフ氏と最高クリエイティブ責任者(CCO)であるバイジュ・バット氏が含まれており、両氏はIPOでそれぞれ125万株を売却した。私の前任者で有名なアラン・エーベルソン氏が好んで主張したように、株式を売る理由が多いが、株価上昇を予想しているなら売る理由とはならない。特に裕福な株式保有者は、資産を担保にして低金利での借り入れによる資金調達ができ、しかも売却に伴うキャピタルゲイン税を支払わなくて済むため、なおさら売る必要はない。

確かに、テネフ氏とバット氏は相当数のロビンフッド株を依然保有している。同僚のアビ・サルツマン氏が報告しているように、彼らの保有株はIPO時点で25億ドルの価値があり、両氏は支配的な議決権を保持している。両氏はまた、株価が300ドル、つまり現状の約10倍に達した場合には、テネフ氏は最大67億ドル、バット氏は同40億ドル相当の株式を受け取る可能性がある。

なお、億万長者の両氏は所得の不平等への抵抗として、自らの報酬を引き下げて平均的な米国人の年収である3万4248ドルとしている。

■ 今週末の雇用統計

ところで、平均的な米国人の動向は、8月6日に発表される雇用統計で示される予定だ。エコノミストによる非農業部門就業者の予想増加数の中心値は90万人となっている。ジェフリーズのエコノミストであるアナタ・マルコウスカ氏とトーマス・シモンズ氏は、増加数が長らく予想されていた100万人を上回って、120万になると予想している。両エコノミストは、追加失業給付金の一部の州における支給終了により労働力の供給が増加すると考えているが、その問題は議論的でもある。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. インテル新CEO、意欲的な事業計画を発表 - Intel' s New CEO Vows to Move Faster. Will It Help the Stock? 株価への影響は？

[半導体]

■ 今後4年で企業価値の3～4倍増を見込む



Patrick T. Fallon/Bloomberg

2月に半導体大手インテル<INTC>の最高経営責任者（CEO）に就任したパット・ゲルシンガー氏は26日、同社の4年間の事業計画を発表した。世界で最も注目されている次世代半導体製造装置を確保して2025年までに技術面で首位を奪還し、同社の企業価値は3～4倍に増加する可能性もあると述べた。

投資銀行レイモンド・ジェームズによれば、インテルは今年、ラップトップPCなどクライアントコンピューター向けのCPU（中央演算処理装置）の85%を販売すると予想する。この割合は過去2年間で7ポイントの低下であり、競合の半導体大手アドバンスト・マイクロ・デバイシズ（AMD）<AMD>は同程度に成長している。サーバーも

同様だ。レビューサイトによれば、インテルの最新サーバー向けCPUは大幅に改善したものの性能はいまだAMDに及ばないと言う。個人向けPCでは新型コロナウイルス禍でのホームオフィス需要によりシェア低下は免れたが、今後変わる可能性もある。

インテルが競合に遅れをとったのはなぜか。一つには同社が技術面で大きな賭けに失敗したことが挙げられる。競合が地道に改善を重ねる中、同社は従来の露光装置より多くの回路を書き込める極端紫外線（EUV）露光装置の採用を見送ってしまった。

また台湾の半導体製造会社である台湾積体電路製造（TSMC）＜TSM＞のようなファウンドリー（半導体受託製造企業）の台頭への対応にも遅れをとった。TSMCは今やただの受託企業ではなく、営業利益率はAMDの2倍だ。インテルは半導体設計と製造の両面で競争に直面しているわけだ。また人工知能（AI）など高度な並列処理では画像処理半導体（GPU）大手エヌビディア＜NVDA＞が成功を収めている。

■ 過去10年間のリターンは220%

市場の反応は厳しかった。10年前、インテルの時価総額は1180億ドルであり、TSMC、エヌビディア、AMDの3社の合計を400億ドルも上回っていた。現在、同社の時価総額は約2200億ドルへ増加したが、3社の合計は1兆1000億ドルに上る。自社株買いと配当金を含めるとインテルへの過去10年の投資リターンは220%を超えるが、S&P500指数を約100ポイント、フィラデルフィア（PHLX）半導体指数を700ポイントもアンダーパフォームしている。

明るい兆しとしては数年前にインテルを去ったトップエンジニアたちが同社に戻ってきていることが挙げられる。ゲルシンガー氏は当面は外部ファウンドリーに委託するが、いずれは他の半導体メーカーからの受注にも対応できるファウンドリーを構築すると言う。アリゾナ州では200億ドル（製造装置を含めない）を投じて新規2工場を建設中であり、グローバルファウンドリーズを300億ドルで買収する計画も報じられている。

インテルは来年からEUV露光装置を採用し、2024年には性能で競合に追いつき、2025年には競合を追い越してEUVの後継である高開口数（NA）EUV露光装置に移行するという。

強気派も弱気派もインテルの計画が意欲的だという点で一致する。弱気派はコストが大き過ぎ、結果が出るまでの数年間は同社がシェアを失い続けるだろうと予想する。強気派は同社のシェアは安定すると予想し、今期予想利益に基づく株価収益率（PER）は11倍とリスクは織り込まれていると主張する。本誌はインテルの改革に対して強気だが、迷っている投資家は11月のアナリスト説明会まで待つ方が良くかもしれない。

半導体製造装置には膨大な費用がかかる。EUV露光装置を製造する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＞の影響力は大きい。「ASMLの装置割り当てが受託事業に大きく影響するだろう」と、インテルに強気なニーダムのアナリスト、クイン・ボルトン氏は述べる。ゲルシンガー氏は当面必要なEUV装置を確保したと言い、ASMLとの高NA EUV露光装置に関する契約については「インテルはこの装置の最初のユーザーとなるだろう」と話す。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

8. 大手ハイテク企業の絶好調な決算がこれ以上続かないと思われる理由 - Big Tech Earnings Sparked—Now the Shine May Be Fading 経済再開を背景に電子商取引の成長が急減速、半導体不足と規制強化も足かせ

[ハイテク]

■ 四半期決算は絶好調だったが投資家は反応しなかった



Krisztian Bocsi/Bloomberg

先週、大手ハイテク企業のアップル<AAPL>、マイクロソフト<MSFT>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、アルファベット<GOOGL>、フェイスブック<FB>が四半期決算を発表した。5社全体では、合計売上高が前年同期比36%増加して3320億ドルとなるなど、驚異的な内容だった。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）下で5社は大もうけしたのである。

だが、投資家は冷めていた。先週、アルファベットの株価は1.3%上昇したが、他の4社は下落した。最悪だったのはアマゾンで、7月30日に7.6%下落した。5社の株価はいずれも史上最高値近辺で

推移していたため、増収率が今後は鈍化するのではないかと懸念する投資家が利益を確定させている。水面下の懸念には十分な根拠がある。以下、大手ハイテク企業の決算における重要なポイントを見ていこう。

■ 経済再開が電子商取引とPCの成長に影を落としている

パンデミックを背景とした大手ハイテク企業の急成長は終わった。デルタ株が大惨事をもたらしているが、米国人は既に行動を変容させており、そのような調整が大手ハイテク企業に大きな影響を与えている。

最初に影響を受けているのは電子商取引だ。アマゾンの最高財務責任者（CFO）、ブライアン・オルサフスキー氏は電話での決算説明会で、それまで30~40%のレンジで推移していた電子商取引売上高の伸び率が5月中旬から10%台半ばに鈍化したと述べた。ワクチン接種が広がるにつれ、消費者はほんの数カ月前まではオンラインで購入した品物を買うために外出するようになった。しかも、これまでオンラインショッピングに費やしていた可処分所得を旅行、レストラン、イベントに振り向けている。オルサフスキー氏は、アマゾンが今後数四半期にわたり前年の高いハードルに直面し続け、増収率は10%台半ばになるとみている。

アップルの業績は全部門で予想を上回ったものの、やはり成長が鈍化している。4~6月期のMac（マック）とiPad（アイパッド）の前年同期比増収率はそれぞれ16%、12%となり、前四半期の70%、79%から低下した。これは、ホームオフィスやオンライン授業に使用するPCやタブレット端末を気前よく購入する傾向が終わろうとしていることを示唆している。

一方で、アップルは半導体の供給不足が6月末から悪化しており、この問題がiPadと、より悪いことにiPhone（アイフォーン）の入手可能性に影響を与えると警告した。同社は今年9月にiPhone 13をお披露目すると予想されているが、需要に応えられない可能性がある。

■ 経済再開はオンライン広告にはプラスに作用

オンライン広告は絶好調だ。投資家にとっての明るい話題は、アルファベットとフェイスブックの広告事業が直近四半期にそれぞれ前年同期比68%、56%成長したことだ。前者はYouTube（ユーチューブ）の広告が同84%増えたこと、後者は広告価格が同47%上昇したことによってけん引された。また、アマゾンの「その他」売上高のカテゴリー（主に広告）は同87%増の79億ドルとなり、コンセンサス予想を10億ドル近く上回った。マイクロソフトも、検索広告収入が53%増加し、LinkedIn（リンクトイン）の広告収入が同97%増加した。

広告収入が急増した要因は全て経済再開に帰せられる。アルファベットはアナリスト説明会で、広告の成長の最大の原動力は小売りで、旅行、金融サービス、メディアおよびエンターテインメントも大きく貢献していると説明した。消費者が買い物をし、外食し、休暇に出かけており、それが広告を後押ししている。

■ クラウドはデジタルトランスフォーメーションが追い風に

クラウドの採用は加速している。デジタルトランスフォーメーション（DX）のトレンドは本物だ。アマゾンの場合、電子商取引の伸びが減速したため、パブリッククラウド事業を手掛けるアマゾン・ウェブ・サービス（AWS）の好調な四半期業績が目立たなくなった。AWSの4～6月期の増収率は前四半期の32%から加速して37%増となり、売上高は148億ドルとコンセンサス予想を5億ドル上回った。

マイクロソフトのパブリッククラウド事業であるAzure（アジュール）の売上高は前年同期比で51%増加し、増収率はコンセンサス予想を9ポイント上回った。アルファベットのGoogle Cloud（グーグル・クラウド）事業は、増収率が同54%と前四半期の46%から加速し、売上高は年間で200億ドルのペースに急速に近づいている。同事業の株価売上高倍率をクラウド企業並みの20倍と仮定すると、同事業の時価総額は4000億ドルとなり、アルファベットの現在の時価総額の20%超を占めることになる。

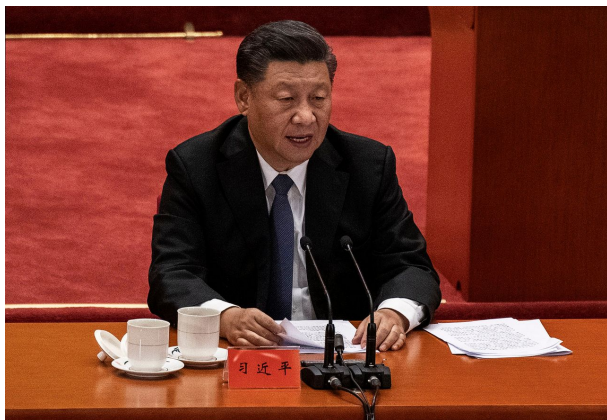
不確定要素もある。大手ハイテク企業を精査する規制当局と議員が直近の業績を見て新たな目的意識を見いだしているのは確かだ。巨大な企業がさらに巨大化しており、規制のリスクは高まっている。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

9. 中国株、目立たない投資機会の発掘を目指すべきだ - Beijing Has Raised the Risk of Investing in China. Don't Flee. [ファンド]

投資対象は中小型株ファンド

■ 株価を急落させた新たな規制



Kevin Frayer/Getty Images

中国政府が学習塾業界に対する規制を打ち出したことで株式市場は波乱の展開となり、投資家は改めて新興国市場における投資リスクを思い起こした。しかしこの一件は、経済規模で世界2位の中国への投資を敬遠する理由にはならない。今後数年間にわたって中国に投資するために、投資家は選別を強化し、安全な投資先を見つけるべきだろう。

今年に入り中国の習近平国家主席は、かつてない規模に成長した学校以外の教育産業について、子供の教育コストを押し上げ中国の出生率を低下させる「慢性疾患」と表現した。規制当局は学習塾

を展開する企業に非営利団体への転換を命じ、教育事業に厳格な規制を導入した。中国のオンライン教育プロバイダー大手3社の株価は今年すでに下落していたが、ほぼ一夜にして時価総額が3分の1まで急減した。

こうした銘柄は中国の株式市場のごく一部にすぎないが、政府の突然の発表はグローバル投資家に対し、中国政府は資本市場に与える影響を考慮することなく、どの業界あるいは企業にも介入するという明確なメッセージを送ることになった。過去数カ月の間、中国当局はハイテク企業やインターネット企業に対し、反トラスト（独占禁止）問題やサイバーセキュリティ問題をめぐって監視を強め、多くの株が急落した。

■ ファンドメンタルズにとどまらない視点が重要

Rising Risks

Beijing's latest regulatory moves have caused volatility in Chinese markets. These active funds are navigating around the challenges.

ETF / Ticker	Expense Ratio	AUM (mil)	YTD Return	5-Year Return
Fidelity China Region / FHKCX	0.93%	\$2,400	-4.6%	18.4%
Oberweis China Opportunities / OBCHX	1.95	107	1.8	19.9
Matthews China Small Companies / MCSMX	1.43	434	6.0	27.2

Note: Data as of July 29, 2021; 5-year returns are annualized
Source: Morningstar

依然として中国政府による規制の先行きは不透明であり、株式市場の下げ圧力になっている。7月23日に教育事業に対する政府の介入が伝えられ、運用資産が62億ドルの上場投資信託（ETF）であるiシェアーズMSCIチャイナ＜MCHI＞は、その後3営業日で13%下落し、保有銘柄の過半数で損失を出した。モーニングスターがカバーする160本の中国株ファンドのうち、120本が同じ期間に10%を超える下落となったが、その後ほとんどが損失をある程度取り戻した。

ボラティリティーの高さは新興国市場を見る場合、ファンドメンタルズ（基礎的条件）だけが重要ではないということを思い出させる。地政学上のリスクや規制リスクによって、中国株のバリュエーションが米国同業他社よりも大幅に低くなっている可能性がある。例えば、電子商取引大手アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）＜BABA＞の予想株価収益率（PER）は19倍と、

同55倍のアマゾン・ドット・コム<AMZN>のざっと3分の1である。投資家にとって今は、規制の標的になりそうな幅広く保有される業界トップ企業以外に注目し、あまり知られていない企業の投資機会を模索する時かもしれない。

海外市場に上場する大型株に比べ、国内上場の中国企業、中でも中小型株の最近の株価はしっかりしている。上海、深圳（セン）取引所に上場する中小型株500銘柄を保有するXトラッカーズ・ハーベストCSI500中国A株スモール・キャップETF<ASHS>は、年初来でMSCI中国指数をアウトパフォームしている。

グローバルX MSCIチャイナ・エナジーETF<CHIE>、グローバルX MSCIチャイナ・ユーティリティーズETF<CHIU>、グローバルX MSCIチャイナ・マテリアルズETF<CHIM>など、中国のオールドエコノミーに集中投資するインデックスファンドも、最近の下げ相場を乗り切り、影響は小さい。パンデミック（世界的大流行）から世界経済が回復し、中国製品に対する国際的な需要が再び高まっていることから、バリュエーションが低いこうしたセクターが、今後1～2年の安全な選択肢になる可能性を示唆している。

それでも中国では、どの産業であっても政策の不透明さを免れない。一例として、数年前には中国政府の環境汚染をめぐる規制で、複数の製造企業が立ち行かなくなった。

■ ファンドは次世代企業に注目

経費率が高いファンドでもいいのなら、投資経験豊富なマネジャーが運用するアクティブファンドを検討するべきだろう。ベテランマネジャーは必要とあれば割高またはリスクが大きい銘柄を売却し、相場をうまく乗り切れる銘柄に乗り換える。一般的に、新興国市場ファンドのマネジャーがベンチマークを超える運用成績を上げる機会は、米国株ファンドよりもはるかに多い。

例えば、運用資産が24億ドルのフィデリティ・チャイナ・リージョン・ファンド<FHKXCX>は過去2年間に中国本土上場株への配分を縮小する一方、台湾企業への資産配分を拡大し、同ファンドが直近の中国株下落による損失を抑えた一因になっている。同ファンドは約100銘柄を保有し、一般消費財セクターを大きくオーバーウエートしている。

同様に、運用資産が1億0700万ドルのオーバーワイス・チャイナ・オポチュニティーズ・ファンド<OBCHX>は、1年をかけてアリババやインターネット大手テンセント・ホールディングス（騰訊控股）<TCEHY>など中国の大型ハイテク株のポジションを縮小し、次世代の成功企業となる可能性がある銘柄を組み入れている。ポートフォリオマネジャーであるジム・オーバーワイス氏は、「黎明期の市場で成長率が高い企業、あるいは革新的で既存企業からシェアを奪っている企業を選好している。今後1年程度の間には、中国から出て海外市場で売り上げのほとんどを稼ぐ企業を選ぶだろう」と語る。これはパンデミック後の経済回復が始まりそうな次の局面ということになる。

オーバーワイス氏は、半導体設計の珠海全志科技（オール・ウィナー・テクノロジー）<300458.深圳>などのように世界の巨大エレクトロニクス企業を相手とする中国の半導体企業や、スポーツ・アパレル・メーカーの李寧（リーニン）<2331.香港>といった知名度が向上している手頃な価格の消費財ブランドを選好する。同氏は、こうした業種が規制当局の標的になることはなさそうだと述べる。

過去5年間の年平均リターンは、フィデリティ・チャイナ・リージョン・ファンドが18%、オーバーワイス・チャイナ・オポチュニティーズ・ファンドが20%である一方、ベンチマークのMSCI中国

指数は13%だ。

小型中国株アクティブファンドでは、運用資産が4億3400万ドルのマシューズ・チャイナ・スモール・カンパニーズ・ファンド<MCSMX>の過去5年間の年平均リターンは27%だが、PERは14倍にとどまり、大型株で構成されるMSCI中国指数の16倍を下回っている。これはバリュエーションの上昇余地があることを示唆している。

By Evie Liu
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - GE Has a No-Drama Earnings Beat, Powered by Its Free Cash Flow [経済関連スケジュール]

GEのフリーキャッシュフロー改善で、業績は予想を上回る

■ 株価評価も上向きの傾向



Illustration by Elias Stein

複合企業ゼネラル・エレクトリック<GE>が、勢いを取り戻しつつある。同社は7月27日、ドラマチックなこともなく予想を上回る業績を発表した。産業部門の通期フリーキャッシュフロー予想を、前回のガイダンスから8億ドル引き上げて中央値で43億ドルとした。7月30日の株価終値は12ドル95セントと週間で2%上昇し、年初来では20%上昇している。ちなみにS&P500指数の年初来上昇率は約17%だ。

ラリー・カルプ最高経営責任者（CEO）は2018年暮れに、当時危機的状況にあったGEの経営再建の役目を担って就任した。2018年から2020年までに創出された産業部門のフリーキャッシュフローは17億ドルと、2015年から2016年までの平均である約120億ドルから減少した。さらに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、キャッシュフローは6億ドルほどに減少した。フリーキャッシュフローは、カルプ氏がCEOに就任以来、投資家の注目の的だったが、結果は惨憺（さんたん）たるものだったと、メリウスのアナリストであるスコット・デービス氏は

述べている。同氏はガイダンスの修正を「注目に値し、極めて明るい材料だ」とする。RBCのディーン・ドレイ氏は、「GEの目標は引き続き、フリーキャッシュフローを改善することである」と記す。ドレイ氏はGE株を「バイ」とし、目標株価を16ドルとする。

他にもGEに強気姿勢をとるウィリアム・ブレアズのアナリスト、ニコラス・ヘイマン氏は、GEに「ほぼ全ての事業や主要指標において、継続的な改善が見られること」を評価している。同氏は株価に30%の上値余地があるとし、評価を「バイ」とするが、目標株価は示していない。だが30%の上昇は、約17ドルということになる。

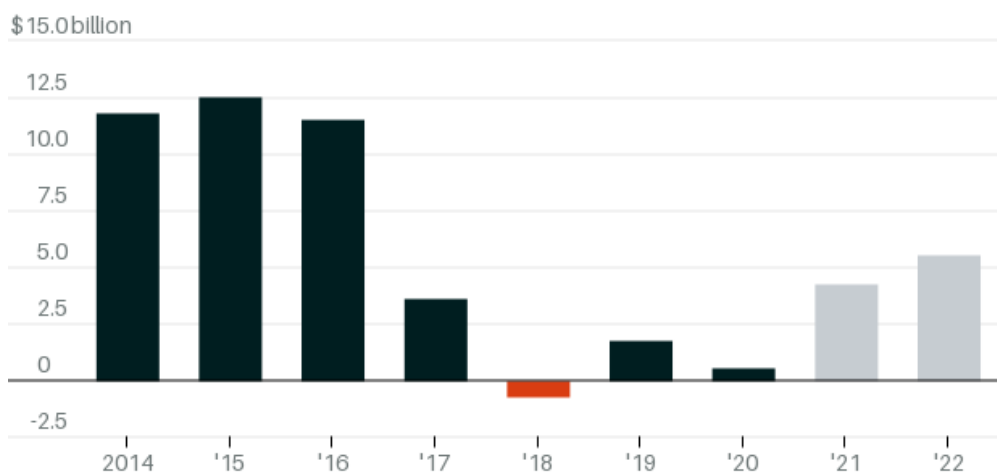
一方、誰もがそれほど明るい見方をしているわけではない。市場の平均目標株価は14ドル68セントだ。オープンハイマー<OPY>のクリストファー・グリーン氏は、評価を「ホールド」とし、目標株価は提示していない。それでも同氏は、GEに前向きな変化を見ている。ここに来て、GEに対する弱気筋を見つけるのが難しくなっている。S&P500指数の構成銘柄に対して「バイ」と評価するアナリストの割合は、平均で55%なのに対して、GEに対する評価を「バイ」とするアナリストは、67%に上る。一方でGEを「セル」とするアナリストは見られない。

■ 今週の予定

Refilling the Tank

General Electric's industrial businesses have seen free cash flow dwindle. Now it's surging again.

General Electric's Annual Industrial Free Cash Flow, 2014 to 2022



Note: 2021-22 numbers are estimated.

Source: FactSet

8月2日（月）

- ・ 損害保険のCNAファイナンシャル<CNA>、決済サービスのグローバル・ペイメント<GPN>、ドア・窓メーカー持ち株会社のジェルド・ウェン・ホールディング<JELD>、複合企業ロウズ<L>、ネットワーク機器のアリスタ・ネットワークス<ANET>、家具や自動車用光学部品を扱うレゲット・アンド・プラット<LEG>、不動産投資信託（REIT）のボルネード・リアルティ・トラスト<VNO>、営業支援データベース運営のズームインフォ・テクノロジーズ<ZI>、航空宇宙・防衛関連企業のウッドワード<WWD>、ゲームソフト大手テイクツー・インタラクティブ・ソフトウェア<TTWO>、ビールメーカーのハイネケン・ホールディング<HEIN.蘭>、アウトドア用デッキメーカーのトレックス<TREX>、高級スポーツカー・メーカーのフェラーリ<RACE>、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>、商業用不動産の自社管理型不動産信託（REIT）サイモン・プロパティ・グループ<SPG>が四半期決算発表。
- ・ サプライ管理協会（ISM）が7月の製造業購買担当者景況指数（PMI）を発表。コンセンサス予想は60.8と、6月の60.6を上回る。
- ・ 6月の建設支出発表。予想は前月比0.4%増（5月は0.3%減）。

8月3日（火）

- ・ 自動車部品メーカーのイトン<ETN>、英国の石油大手BP<BP>、スポーツブランドのアンダーアーマー<UA>、ライドシェアサービス大手のリフト<LYFT>、大手家庭用品メーカーのクロックス<CLX>、バイオ医薬品大手アムジェン<AMGN>、コンテンツ・デリバリーネットワーク企業のアカマイ・テクノロジーズ<AKAM>、ディーゼルエンジン・メーカーのカミンズ<CMI>

＞、製薬大手イーライリリー＜LLY＞、中国の電子商取引大手アリババ・グループ・ホールディング＜阿里巴巴集団、BABA＞、電気トラックメーカーのニコラ＜NKLA＞、工業用品メーカーのエンプロ・インダストリーズ＜NPO＞、音楽出版・レコード大手のワーナー・ミュージック・グループ＜WMG＞、郵便料金計器メーカーのピツニーボウズ＜PBI＞、業務用床清掃機器メーカーのテナントカンパニー＜TNC＞、大手エネルギー会社フィリップス66＜PSX＞、プライベート・エクイティ・ファンド大手KKR＜KKR＞、ITサービス関連企業ガートナー＜IT＞、ヘルスケア製品供給会社ヘンリー・シャイン＜HSIC＞、企業情報を提供するデータ会社ダン・アンド・ブラッドストリート・ホールディングス＜DNB＞、総合石油エネルギー企業コノコフィリップス＜COP＞、エンジニアリング・建設サービスのジェイコブズ・エンジニアリング・グループ＜JEC＞が決算コンファレンスコールを実施。

・米商務省が6月の製造業新規受注を発表。前月比1.0%上昇の予想（5月は1.7%上昇）。

8月4日（水）

・ソニー＜6758＞、ドラッグストアチェーン大手のCVSヘルス＜CVS＞、加工食品メーカー大手クラフト・ハイツ＜KHC＞、ソフトバンクグループ＜9984＞、自動車大手ゼネラル・モーターズ＜GM＞、保険会社プログレッシブ＜PGR＞、電子商取引のエッティ＜ETSY＞、ゲーム大手エレクトロニック・アーツ＜EA＞、ディスクドライブのウェスタン・デジタル＜WDC＞、ライドシェアサービスのウーバー・テクノロジーズ＜UBER＞、動画配信プラットフォームのロク＜ROKU＞、統合型リゾート運営会社MGMリゾート・インターナショナル＜MGM＞、メディア・エンターテインメント大手フォックス・コーポレーション＜FOX＞、不動産持ち株会社のリマックス・ホールディングス＜RMAX＞が決算発表。

・米商務省経済分析局が7月の自動車販売台数を発表。季節調整済み年率換算で1530万台（6月は1540万台）となる見込み。

・サプライ管理協会（ISM）が7月の非製造業PMI発表。コンセンサス予想は60.8（6月は60.1）。

・給与計算代行のオートマティック・データ・プロセッシング＜ADP＞が7月の非農業部門の米民間雇用者数を発表。コンセンサス予想は、前月比63万5000人増（6月は69万2000人増）。

8月5日（木）

・不動産情報サイトを運営するジロー・グループ＜ZG＞、植物由来の代替肉メーカーのビヨンド・ミート＜BYND＞、ローカルビジネスのレビューサイトを運営するイエल्प＜YELP＞、オンライン家具販売のウェイフェア＜W＞、食品会社ケロッグ＜K＞、製薬大手のバイエル＜BAYN.独＞、アパレル企業のヘインズブランズ＜HBI＞、バイオ医療品メーカーのモデルナ＜MRNA＞、大手バイオ医薬品会社のリジェネロン・ファーマシューティカルズ＜REGN＞、ITサービス持ち株会社スイッチ＜SWCH＞、英不動産サービス企業クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド＜CWK＞、メディア大手バイアコムCBS＜VIAC＞、保険会社シグナ＜CI＞、電力大手デューク・エナジー＜DUK＞、モバイル決済サービスのスクエア＜SQ＞、出版・メディア企業ニュース・コーポレーション＜NWSA＞、複合企業シーメンス＜SIE.独＞が決算発表。

8月6日（金）

・7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80万人増（6月は85万人増）。失業率の予想は5.8%と、6月の5.9%から低下。

・スポーツ関連のギャンブルやゲームをオンラインで提供するドラフトキングス＜DKNG＞、大手電力会社ドミニオン・エナジー＜D＞、新聞社のガネット＜GCI＞、ラスベガスや地方のカジノを所有する不動産投資信託（REIT）MGMグロース・プロパティーズ＜MGP＞、ケーブルテレビ局持ち株会社AMCネットワーク＜AMCX＞、カナダの大麻製造会社キャノピー・グロース＜CGC＞、旅行アプリを手掛けるトリップアドバイザー＜TRIP＞、消費財メーカー大手のスペクトラム・ブラ

ンズ・ホールディングス<SPB>、メディア企業E.W. スクリップス<SSP>、映画館運営会社のシ
ネマーク・ホールディングス<CNK>、クレーンを製造する工業製品メーカーのマニトウォック
<MTW>が決算コンファレンスコールを開催。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

『バロonz・ダイジェスト』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信

時事通信社

編集人

川田 重信（かわた しげのぶ）

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

『バロonz・ダイジェスト』 2021/08/01

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