

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2021/08/22

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 大手ハイテク銘柄は止まらない - Big Tech Won't Be Held Down [カバーストーリー]
規制や経済再開めぐる懸念乗り越え P.2
2. 存在感高めるジェフリーズが買い時 - Jefferies Is Ready to Break Out of the Bank Pack. Its Stock Is a Buy. [推奨銘柄]
オーナー経営者率いる中堅、株価に大幅な上昇余地 P.7
3. 新型コロナのさらなる脅威が製薬会社にもたらすもの - What Does the Covid Threat Means for Drugmakers? [フィーチャー]
ウイルスは進化し続ける P.10
4. フェイスブックは傑出したバリュー銘柄 - Facebook Is 'a Screaming Value,' Says This Top-Performing Fund Manager [ファンド]
ファンドマネジャーのレセンデス氏に聞く P.14
5. 半導体不足が株価や経済に示唆するもの - The Chip Shortage Looks Like the Oil Shortage of the 1970s. [コラム]
メーカーが恩恵を享受 P.17
6. テーパリングは張り子の虎か - Taper Tantrum Could Look More Like a Paper Tiger [米国株式市場]
ジャクソンホールに注目も織り込み済みとの見方 P.18
7. パランティア：データ分析の未来に賭けるための最善の選択肢 - The Strange, Compelling Case for Palantir [注目銘柄]
民間企業向け事業、成長の新たな原動力に P.20
8. アフガン撤退、市場への影響は限定的 - After Afghanistan, China and Iran to Pose Tests for U.S. [フィーチャー]
米、対中・イラン政策を強化 P.22
9. インフラブームに最良のETF - The Best ETFs for the Infrastructure Boom [ETF]
関連銘柄に投資する6本 P.23
10. 今週の予定 - Delta Is Straining Supply Chains. Just Ask These Companies. [経済関連スケジュール]
デルタ株の影響で供給網は依然混乱 P.25

※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. 大手ハイテク銘柄は止まらない - Big Tech Won't Be Held Down 規制や経済再開めぐる懸念乗り越え

[カバーストーリー]

■ 世界最高水準のビジネスモデル、株価は比較的割安



Illustration by Nicolas Ortega

大手ハイテク企業のアップル<AAPL>、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>は、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）のさなかでも好調な業績を上げた。5社の4～6月期の合計売上高は前年同期比36%増の3320億ドルとなり、いずれの企業の利益も予想を上回った。意外だったのは、アルファベットを除く4社の株価が、決算発表を受けて下落したことである。

このことは米国の大手ハイテク企業のジレンマを反映している。これらの企業では、製品やサービスの利用がかつてないほど高まっているが、同時に以前よりも嫌われるようになった。規制当局と議員は各社を厳しく調査しており、企業の力をそぐための大規模な行動に出る恐れがある。また経済活動の再開に伴い、企業や消費者が従来より

アナログな習慣に回帰する可能性があることも課題となっている。

しかし、大手ハイテク企業にとって危険な状況は長続きしないだろう。5社は依然として世界最高レベルの優れたビジネスモデルを持ち、株価は比較的割安に見える。投資家は、たとえ規制の逆風が当面はやみそうになくても、5社全てに投資すべきだろう。これらの企業は、世界経済の最も重要なトレンドであるデジタルトランスフォーメーション（DX）やクラウド、そして未来のコミュニケーション、娯楽、小売り、および働き方に投資する手段を提供している。

ただし、短期的な課題があることは確かだ。パンデミック後の重しが最も明確なのはアマゾンで、電子商取引（eコマース）の伸びが以前より鈍化している。アップルのハードウェアの巣ごもり需要も減速している。さらに、大手ハイテク企業のハードウェア部門はいずれも部品不足と輸送費の高騰による影響を受けている。

別の懸念としては、大手ハイテク企業のバリュエーションがピークに達したと見なす向きがあることが挙げられる。時価総額が最も大きいのは2兆4000億ドルのアップルで、マイクロソフト（2兆2000億ドル）、アルファベット（1兆8000億ドル）、アマゾン（1兆6000億ドル）、フェイスブック（1兆ドル）と合わせてS&P500指数の時価総額の23.3%を占める。

規制も重しとなっている。たとえ規制リスクが既に株価に織り込まれているとしても、である。6月、フェイスブックに対する連邦取引委員会（FTC）の独占禁止法に関する訴えが連邦地裁で棄却されたことを受けて、同社の株価が安心感から4%上昇したことから分かる（FTCは8月19日に訴状を修正して再提訴した）。

ワシントンではハイテク規制の機運が盛り上がっているが、裁判所は過度に攻撃的な規制を抑止す

る可能性がある。また一部の投資家は、最悪のシナリオである強制的な企業分割が実現した場合、むしろ株主にとって価値が高まる可能性があると考えている。

また、ビジネスの長期的なトレンドは規制リスクを相殺する。例えば、高速大容量規格「5G」のモバイルネットワークは、スマートフォンの売上高を押し上げ、ソーシャルネットワークやクラウドベースのアプリケーションの利用率を高めるとみられる。フェイスブックのマーク・ザッカーバーグ最高経営責任者（CEO）による仮想空間「メタバース」のビジョンが実現すれば、5社全てが恩恵を受けるだろう。

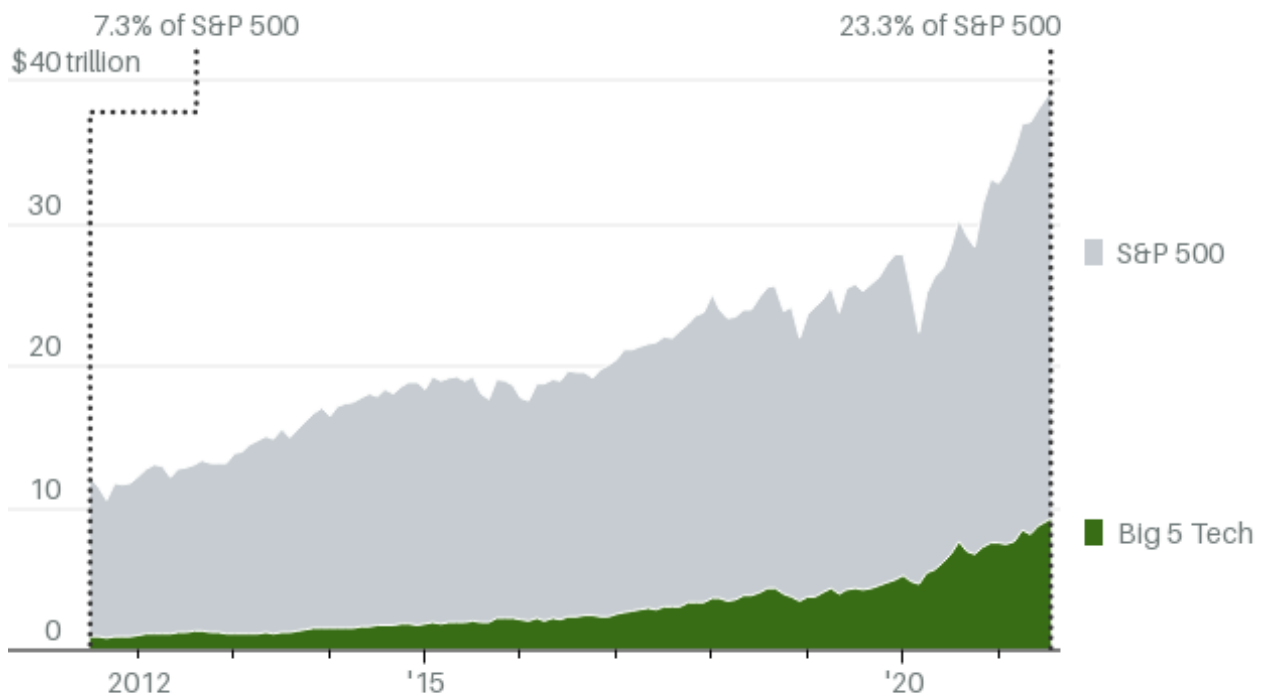
アップルは自動車業界への参入を検討しており、アルファベットは自動運転部門ウェイモを通じて将来の自動運転車業界を支配するかもしれない。アマゾンとアップルは共にヘルスケア業界とフィットネス業界に参入している。ユーザー約20億人を有するフェイスブックのメッセージングアプリWhatsApp（ワッツアップ）の収益化はまだこれからだ。

大手ハイテク企業にはいずれも上値余地があるが、各社の事業機会と課題は異なる。以下では1社ずつ詳しく見ていこう。

■ アマゾン・ドット・コム

Eating Up the Market

Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, and Facebook now make up nearly a quarter of the S&P 500's total value.



Source: Bloomberg

アマゾンは、人々が外出して買い物をするようになってeコマースの伸びが鈍化していると同社が述べたことで、株価が7月末から圧力にさらされている。同社は規制当局や議員にも狙われている。FTCは同社による映画制作会社メトロ・ゴールドウィン・メイヤー＜MGM＞の買収を審査中だ。問題は、巨大企業であるアマゾンがこれ以上拡大することを認めるかという点にある。FTCが買収を却下しようとする場合、ハイテク企業の統合に対する規制当局のアプローチの変化を示すも

のとなるだろう。

とはいえ、規制当局との戦いに注目し過ぎると全体像を見失う可能性がある。アマゾンには現在の経済で特に重要な三つの要素、すなわちeコマース、クラウド、物流に投資する機会を提供している。広告事業も成長しており、ヘルスケア事業や実店舗での小売り事業を拡大するという大きな野心もある。ウォール・ストリート・ジャーナル紙は先週、アマゾンが百貨店型の店舗開設を計画していると報じた。

アマゾンの時価総額は1兆6000億ドルに上るが、クラウド事業のみで見ても割安かもしれない。アマゾン・ウェブ・サービス（AWS）の成長は加速しており、同部門の年間売上高は2023年までに1000億ドルに達する可能性がある。仮に同部門の株価売上高倍率を15倍（クラウドアプリ関連企業のほとんどは15倍よりも高い）とすると、時価総額は1兆5000億ドルで、投資家はほぼ無料でeコマース事業や広告事業に投資することになる。

■ アップル

Nine Trillion and Counting

The five largest tech stocks now have a combined market value of \$9 trillion. Wall Street forecasts suggest there's plenty of growth still to come.

Company / Ticker	Recent Price	Market Value (trillion)	2-Yr Total Return	2021E Revenue (bil)	2022E Revenue (bil)	2022E P/S	2021E EPS	2022E EPS	2022E P/E
Apple / AAPL	\$146.36	\$2.4	183%	\$369	\$383	6.3	\$5.59	\$5.71	25.7
Microsoft / MSFT	290.73	2.2	116	180	204	10.7	8.35	9.36	31.0
Alphabet / GOOGL	2,708.98	1.8	127	249	290	6.3	100.89	107.12	25.3
Amazon.com / AMZN	3,201.22	1.6	78	476	564	2.9	53.15	67.40	47.5
Facebook / FB	355.45	1.0	91	119	142	7.1	14.03	15.99	22.3
S&P 500	4400.27		56			2.7			20.3

E=estimate
Sources: FactSet; Bloomberg

アップルの株価は2019年末から2倍に上昇しており、時価総額を1兆ドル以上押し上げた。1～3月期の売上高が54%増加したのに続き、4～6月期の売上高は36%増となった。両四半期の売上高の伸びは2012年以降の四半期で最も大きい。

アップルの事業はかつてないほど多角化している。最新のiPhone（アイフォーン）12の直近四半期の売上高は約50%増となったが、それ以外の事業も好調である。Mac（マック）、iPad（アイパッド）、ウェアラブルデバイスは2桁台の成長が続く見込みだ。サービス部門の直近四半期の成長率は33%だった。iPhoneが売上高全体に占める割合は約50%で、2015年の66%から低下している。

しかし、短期的には逆風も吹いている。アップルは数週間後にiPhone12の次世代機種を発表する見込みで、アップグレードは小規模にとどまると予想されているが、同社は部品不足の悪化によって需要を満たすのが困難になる可能性があるという警告している。

アップルは大手ハイテク企業の中で最も差し迫った規制リスクに直面しているかもしれない。App Store（アップストア）の売上高に対して30%という高い手数料を徴収していることへの不満が高まっているためだ。ゲーム会社エピック・ゲームズはこの件でアップルを提訴しており、政府からも注目を集めている。7月には30州以上の法務長官がGoogle Play（グーグル・プレイ）ストアの手数料についてアルファベットを提訴しており、アップルも同様の訴訟を避けられないとみられる。

ただし、アプリ調査会社センサー・タワーの推定によれば、2020年のApp Storeの手数料収入は217億ドルで、アップルの年間売上高の約8%である。同社が30%の手数料を半額に引き下げる

ことを強いられただとしても、売上高全体への影響は5%に満たない。

投資会社ループ・ベンチャーズのマネジングパートナーであるジーン・ミュンスター氏は、アップルは成長のペースが鈍化する方向に向かっているものの、ウォール街の見方は悲観的過ぎると述べる。アップルの2022年度の増収率は、アナリスト予想では3.4%となっているが、ミュンスター氏は10%を予想する。

■ マイクロソフト

マイクロソフトはコロナ禍で好調な業績を上げた。オフィスが閉鎖され、出張が制限される中、生き残りのために業務のデジタル化を進める企業が増えたためだ。在宅勤務のトレンドによってパソコンの需要が急増し、Windows（ウィンドウズ）事業の業績は押し上げられ、タブレットやノートパソコンのSurface（サーフェス）の売上高も増えた。巣ごもり需要でビデオゲーム機Xbox（エックスボックス）も好調だった。

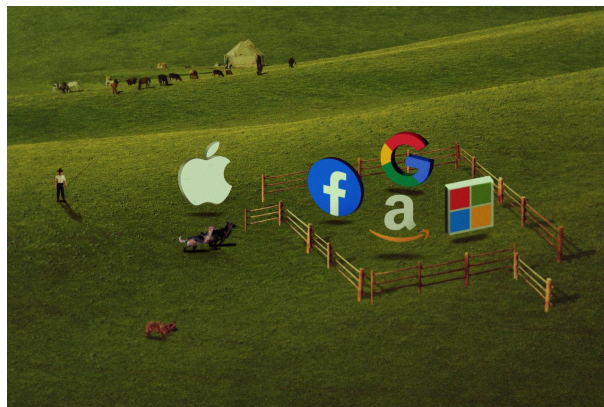


Illustration by Nicolas Ortega

しかし、マイクロソフトを主にけん引しているのは、直近四半期の売上高が51%増加したクラウドサービスAzure（アジュール）の成長と、Office（オフィス）やビジネスコミュニケーションツールTeams（チームズ）などのクラウド版ソフトウェアの採用の加速だ。

2021年度（6月末決算）の売上高は18%増加しており、同社は2022年度も2桁台の成長を予想する。ただし、安定した成長が見込まれる代わりに、株価は割高だ。時価総額は2兆2000億ドルに上り、アップルに次ぐ世界第2位である。12カ月先予想株価収益率（PER）は33倍で、成長率に対するバリュエーションは大手ハイテク企業の中で最も割高となっている。

しかし、リスク回避的な投資家にとっては、マイクロソフトは大手ハイテク企業の中で規制の懸念が最も小さい企業でもある。一時は競争当局の一番のターゲットとなっていたが、現在の規制に関する議論ではほとんど話題にならない。

■ アルファベット

アルファベットの主要な事業分野であるオンライン広告は、クラウドやスマートフォンに比べると注目されていないかもしれないが、両者に劣らず魅力的である。4～6月期の広告売上高は69%増加した。同四半期のYouTube（ユーチューブ）の広告収入は84%増の70億ドルで、動画配信大手ネットフリックス＜NFLX＞並み（同社の四半期売上高は73億ドル）となっている。

アルファベットのクラスA株式の予想PERは26倍と割安である。リバーパーク・ファンズのミッチ・ルービン最高投資責任者（CIO）は、「中核のGoogle（グーグル）広告事業に株価と同様のバリュエーションを適用すると、クラウド事業や『その他事業』（新規事業部門）に無料で投資できることになる」と指摘する。

アルファベットは昨年からのクラウド部門の業績を開示しており、直近四半期には営業赤字を50%以上削減した。ライバルのアマゾンとマイクロソフトは強力だが、アルファベットは人工知能（AI）

と機械学習を組み合わせており、それが今年のクラウド部門のコンセンサス予想増収率である51%を達成するカギになるとみられる。

中核事業の検索連動型広告も好調である。Googleは引き続き世界最大の広告の売り手となっており、YouTube（ユーチューブ）は売上高の約11%を構成する。Googleは米国のインターネット検索アクセス件数の90%以上を占めるという支配的な地位にあり、規制当局のターゲットとなっている。

アルファベットは、司法省や複数の州の法務長官によって、検索連動型広告事業の独占的な慣行を理由に訴えを起こされている。同社は訴訟について、誤解を招くもので、不備があり、疑わしいとしており、法廷で争うと明言した。

■ フェイスブック

フェイスブックは大手ハイテク企業の中で最も物議を醸している。最近では、新型コロナウイルスワクチンに関するデマの扱いについてホワイトハウスの怒りを買う一方、一部の議員は同社が言論の自由を侵害していると述べた。それでも、同社は引き続き魅力的な銘柄である。フェイスブックの株価は年初来で30%上昇しているが、予想PERはわずか23倍で、大手ハイテク株の中で最も割安であり、S&P500指数を若干上回るバリュエーションとなっている。

同社がeコマースに重点を置いていることは見落とされがちだ。フェイスブック上では120万件の店舗が開設されており、中小企業はフェイスブックの巨大なソーシャルネットワークを活用して製品を売ることができる。同様のeコマースツールを提供するショッピファイ<SHOP>の時価総額は1830億ドルで、フェイスブックの事業もショッピファイ並みの評価額に達する可能性がある。

ただし、短期的にはつまづくこともあるだろう。フェイスブックのデービッド・ウェナー最高財務責任者（CFO）は、年内の売上高の伸びがコロナ禍以前の2019年と比べても若干減速する可能性があるとして述べた。アップルのプライバシー設定の変更によって、フェイスブックの一部モバイルアプリのターゲティング広告は困難に直面しており、同社は第3四半期の業績が影響を受ける可能性を示唆した。

訴訟の恐れもある。フェイスブックの広報担当者はFTCの再提訴について「根拠がない」と主張した。コロンビア特別区連邦地方裁判所のジェームス・ボースバーグ判事は、最初の提訴を棄却する際に、「FTCは裁判所に対して、フェイスブックが独占企業であるという社会通念をただ追認することを求めているかのようだ」と述べた。

投資家はこうした社会通念に左右されてはいない。本誌が2017年10月23日号のカバーストーリーで大手ハイテク企業の規制上の懸念を初めて特集して以来、上記の5銘柄は平均で218%のリターンを上げており、S&P500指数の84%を大幅に上回っている。たとえ規制当局が大手ハイテク企業に対する訴えの正当性を明らかにするための努力を続けようとも、株価は上昇し続けるだろう。

By Eric J. Savitz and Max A. Cherney
(Source: Dow Jones)

2. 存在感高めるジェフリーズが買い時 - Jefferies Is Ready to Break Out of the Bank Pack. Its Stock Is a Buy. オーナー・経営者率いる中堅、株価に大幅な上昇余地

[推奨銘柄]

■ 攻めの経営で有力銀行の仲間入り



Peter Foley/Bloomberg

ジェフリーズ・ファイナンシャル・グループ<JEF>は、投資銀行の中で四半期決算発表のタイミングが最も早い部類に入るが、人々がウォール街について考えるとき、同社が最初に頭に浮かぶことはまれだろう。

ジェフリーズは時価総額84億ドルと、ゴールドマン・サックス<GS>やモルガン・スタンレー<MS>の10分の1の規模にも満たないが、より大きく名の知れた競合に対峙（たいじ）する実力を増してきている。株価は年初来38%上昇した後も、まだ大きな上昇余地がある。

寄せ集めの新興企業としての同社の評判は、かつて存在した投資銀行ドレクセル・バーナム・ランバートの荒っぽいカルチャーに鍛えられたリッチ・ハンドラー最高経営責任者（CEO）が体現している。同氏は20年間CEOを務めており、ウォール街で在任期間の最も長い経営者の1人となっている。

ジェフリーズの株主であるグッドヘイブン・ミューチュアルファンドでマネジャーを務めるラリー・ピトコウスキー氏は、「ジェフリーズは、顧客のために日々絶え間なく攻撃的であり、チャンスを狙い続けている。ハンドラー氏は、事業価値の向上に極めて熱心に取り組んでいるオーナー経営者だ」と述べる。60歳のハンドラー氏は同社の7%の株式を保有している。

ハンドラー氏は同社に対するイメージはもはや古くなっていると述べ、本誌に対し、「われわれを寄せ集めと呼ぶのは結構だが、むしろ顧客リレーション、創造性、勤勉さ、粘り強さによって大手の仲間入りをした企業と捉えてほしい」と語った。

「われわれはオーナーであり、オーナーとして考え、オーナーとして行動する。そして、われわれは長期的なアプローチを重視している」とハンドラー氏は付け加える。ジェフリーズは2018年初頭以来、自社株の約30%を買い戻している。

■ 投資銀行業のシェア拡大に期待

Jefferies Financial Group

(JEF/ NYSE)



Source: FactSet

株価は約34ドルで有形自己資本の1.1倍、予想株価収益率（PER）は11倍だ。最近25%増配し、配当利回りは2.9%となっている。

5月に終了した第2四半期の1株当たり利益（EPS）は1.30ドル、通年では1株当たり5ドル弱が見込まれている。同社は11月決算のため、12月決算の同業他社よりも1カ月早く決算発表を行う。2022年のコンセンサス予想は、投資銀行活動がより低調になるとみられているため、2019年並みの1株当たり3ドルとなっている。ジェフリーズのフランチャイズの改善ぶりを考えると、その予想は悲観的過ぎるように思える。

オープンハイマーでアナリストを務めるクリス・コトウスキー氏（ジェフリーズに対する評価はアウトパフォーム、目標株価40ドルとしている）は、「ジェフリーズは金融サービス業において珍しい中型成長企業だ。ハンドラー氏はあらゆる危機や業界の後退に乗じて投資銀行家を雇ってきた」と述べる。

その結果、ジェフリーズは投資銀行業界の主要プレーヤーとなっている。資本市場の情報プラットフォームのディールロジックによると、合併アドバイザリー業では、2018年には11番手だったが、今年はJPモルガン・チェース＜JPM＞、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、バンク・オブ・アメリカ＜BAC＞、シティグループ＜C＞に次ぐ6番手に浮上している。

ジェフリーズの市場シェアは、バークレイズ＜BCS＞やクレディ・スイス＜CS＞をはじめとする欧州の銀行を上回っている。ジェフリーズに対する強気筋の一部は、欧州の銀行が米国の資本市場から撤退することで同社が恩恵を受けるとみている。

■ 時流に乗って大幅な上昇余地も

Battling the Bulge Bracket

How Jefferies stacks up against other midtier investment banks.

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	Market Value (bil)	2021E EPS	2021E P/E	2022 EPS	2022E P/E	Dividend Yield	Price/Tangible Book Value
Jefferies Financial Group / JEF*	\$33.98	38.1%	\$8.4	\$4.85	7.0	\$3.06	11.1	2.9%	1.1
Cowen / COWN	35.43	36.3	1.0	8.73	4.1	6.22	5.7	1.1	1.2
Evercore / EVR	130.36	18.9	5.2	12.80	10.2	12.56	10.4	2.1	5.1
Lazard / LAZ	45.62	7.9	5.1	4.51	10.1	4.69	9.7	4.1	10.6
Piper Sandler / PIPR	137.50	38.6	2.5	17.40	7.9	13.58	10.1	1.6	3.3

E=estimate, *Fiscal year ends in November
Sources: Bloomberg; company reports

投資銀行業の顧客には、カール・アイカーン氏や、ティルマン・フェルティッタ氏（賭博業、飲食業、ホテル、プロバスケットボールチームのヒューストン・ロケッツなどに投資する富豪）が含まれる。昨年12月、ジェフリーズは投資銀行としてフェルティッタ氏のオンライン賭博事業ゴールデン・ナゲットと特別目的買収企業（SPAC）の合併を担当したほか、オンライン賭博サービスのドラフト・キングス<DKNG>がゴールデン・ナゲット・オンライン・ゲーミング<GNOG>の買収に合意した際には後者の財務アドバイザーを務めた。

キーフ・ブリュイエット・アンド・ウッズでアナリストを務めるマイケル・ブラウン氏は、「われわれの見方では、好調な資本市場環境が今後も続き、ジェフリーズはそのトレンドから利益を得る態勢にある」と述べる。同氏はジェフリーズ株に対する評価をアウトパフォーム、目標株価を39ドルとしている。ジェフリーズは、合併アドバイザー業務、株式引き受け、ハイイールド債による資金調達を得意としている。

同社はまた、不動産やエネルギーを含むマーチャント・バンキング事業も展開している。2013年にルーカディア・ナショナルとの合併により取得したポートフォリオで、バリュエーションは約27億ドルだ。一部の投資家は、ジェフリーズがこれらの資産を迅速に手放すことを望んでいるが、同社は急いでいない。

「今売却させたがっている人々は、かつてわれわれの牛肉企業を9億ドルで売るべきだと言っていたが、実際には30億ドルで売却できた。われわれは価値を最適化するつもりだ」とハンドラー氏は述べる。

ジェフリーズの株価に関する強気の計算によると、銀行業の価値が1株当たり35ドルと2022年の保守的な収益見通しの12倍、加えてマーチャントバンクが1株当たり10ドルで、計45ドルの価値を有する可能性がある。ハンドラー氏は、「われわれは発展し続ける余地を多く見込んでいる。われわれはまだ企業を構築するごく初期の段階にある」と語る。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

3. 新型コロナのさらなる脅威が製薬会社にもたらすもの - What Does the Covid Threat Means for Drugmakers? ウイルスは進化し続ける

[フィーチャー]

■ デルタ変異株の流行の先にあるもの

今この瞬間も新型コロナウイルスは変異を続けており、これから先どうなるかは、ウイルスの遺伝子コードを形成する分子がどのように変異するか大きく依存している。

半年前にインドで新型コロナウイルスのデルタ変異株が感染を引き起こして以来、パンデミック（世界的大流行）との戦いは変化している。現在、米国では1日に14万人以上の新規感染者が報告されており、一部の地域では医療体制が崩壊し始めている。



Illustration by Hayley Warnham

デルタ変異株の流行の先に何があるのか、想像もつかない。ウイルスの進化のスピードで、さまざまな想定が振り出しに戻ってしまったために、大勢の人が参加する業界コンファレンスやにぎやかなレストランといった、かつての日常風景は再び遠ざかったようだ。

今の状況では、ウイルスが根絶されることは決してないように思われる。つまり、インフルエンザのように危険度の低い新型コロナウイルスが、次々と現れては消えていくということだ。最悪の場合、経済を再度停止させ、犠牲者がさらに増える悪夢のような変異株が複数出現することになるかもしれない。コロンビア大学メールマン公衆衛生大学院の疫学教授で、元ロックフェラー大学ウイルス学教授のスティープン・モース氏は、「この進化のプロセスにどのような限界があるのかは分からない」と言う。

新型コロナ感染症を引き起こしているSARS-CoV-2は、コロナウイルス群の中で特に致死率が高いわけではない。2012年にサウジアラビアで発生したコロナウイルスである中東呼吸器症候群（MERS）では感染者の35%が死亡し、2002年に中国で発生した重症急性呼吸器症候群（SARS）では10%が死亡していると言われている。今回の新型コロナウイルス（Covid-19）の致死率は国によって異なるが、ジョンズ・ホプキンス大学のレポートによると米国では1.7%となっている。

英国政府の研究グループは7月下旬の論文で、新型コロナウイルスがMERSやSARSと同等の致死率を持つ変異株に進化することは「現実的にあり得る」と述べている。しかし、そのような恐ろしい結果になるとは到底思えない。分かっているのは、このウイルスの長期的な影響はまだ分からないということだけだ。

■ 投資家が覚悟すべきこと

The Variants

These are the Covid-19 variants that the World Health Organization says are of concern or of interest.

Variant	Alternate Name	Date First Documented
Alpha	U.K. variant, B.1.1.7	9/2020
Beta	South African variant, B.1.351	5/2020
Gamma	Brazil variant, P.1	11/2020
Delta	Indian variant, B.1.617.2	10/2020
Eta	B.1.525	12/2020
Iota	B.1.526	11/2020
Kappa	B.1617.1	10/2020
Lambda	C.37	12/2020

Source: World Health Organization

投資家は、新型コロナウイルスが永続的な脅威であることを覚悟すべきだ。つまり、ワクチンやブースターショット（新型コロナワクチンの免疫力延長のための追加接種）の市場が何年も続く可能性があるということだ。そうなれば、医薬品メーカーのモデルナ＜MRNA＞やビオンテック＜BNTX＞のような企業の割高なバリュエーションが正当化され、新型コロナウイルスのワクチンによってファイザー＜PFE＞がもっと評価されるべきだという同社の強気派を支持することになる。また、ロシュ・ホールディング＜ROG.スイス＞やアストラゼネカ＜AZN＞など、新型コロナウイルスの治療法に取り組んでいる企業にとっても好機となり得る。

さらに、投資家は、当面の危機が去った後も、ウイルスが新たな形で再出現し、世界を再び停止させるというリスクに備えなければならない。

ウイルスは進化の達人だ。全ての動物や植物は、繁殖の過程で変異を起こすが、ウイルスはより速く繁殖し、稲妻のように突然変異を起こす。ほとんどの突然変異は何の役にも立たないが、ウイルスに何らかの利点をもたらすものであれば、その変異は定着する。これが、変異株の拡散の背後にある生物学の基本的な考えだ。SARS-CoV-2の場合、最近までコウモリの中だけで進化してきたと思われるが、人間の細胞に感染するようにウイルスが適応する余地がかなり多く残っている。

「自然感染やワクチン接種によって多くの人が免疫を得ようになると、ウイルスが免疫反応に耐性のある変異株に進化する可能性が大きくなる」とコロンビア大学の微生物学・免疫学教授であるビンセント・ラカニエロ氏は言う。

ウイルスの進化の結果として、現在承認されているワクチンによる防御を突破できる変異株が出現する可能性がある。ビオンテックの最高経営責任者（CEO）であるウール・シャヒン博士は、8月初めに行われた決算説明会で、来年中にそのような変異株が出現する可能性は「十分にあり得る」と述べた。

■ ブレークスルー変異株は脅威か

Tight Grip

The Delta variant has pushed up the seven-day average of new U.S. Covid cases in July and August.

300,000

200,000

100,000

0

April 2020 '21

Note: Aug. 20 data isn't complete.

Source: Bloomberg

じょうな存在になることが理想的なシナリオの一つであり、そうなればウイルスを監視することにより、変異株が発生し次第、これに対応するワクチンを開発できるようになるという。

このシナリオでは、ブースターワクチンの市場は事実上いつまでも存続することになる。モデルナ、ビオンテック、および遅れて参入するノババックス<NVAX>の株価はブースター市場に関する強気シナリオを既に織り込んでいるように思われるが、ファイザーの株価はまだ上値余地がありそうだ。現在複数のアナリストが、同社の新型コロナワクチン売上高予想の上方修正を行っているところだ。投資会社バーンスタインのアナリスト、ロニー・ギャル氏は、最近のレポートで、ファイザーの2022年のワクチン売上高を350億ドルと予想した。これは金融データ会社ファクトセットのコンセンサス予想である188億ドルを大幅に上回る水準だ。ギャル氏は、デルタ変異株に対する不安が沈静化すればワクチン銘柄の株価は下がると予想しており、そのためファイザーに対する投資判断は「中立」のままとしている。

新型コロナウイルスが持続的で低水準の脅威となれば、永続的な治療薬市場も生まれる。米国でこれまでに承認された治療薬はわずかであり、そのほとんどは不便であるか有効性が低いものだが、ジェフリーズのアナリストによれば、承認済み治療薬の2021年第1四半期の売上高は合計で30億ドルを超えた。同アナリストは、有効性が高く使い勝手の良い治療薬であればピーク時の年間売上高が100億ドルを超える可能性があるかとみている。新規感染者に対する処方薬としては経口抗ウイルス薬が理想で、ロシュがそうした製品を開発しているほか、日本の塩野義製薬<4507>も第1相臨床試験を実施中である。

■ 悪夢シナリオの回避

しかし、悪夢のような変異株が発生する可能性も残っている。モース教授によれば、デルタ変異株の感染力を見れば分かるように、人々をより重症化させる力と高い感染力を持つ方向にウイルスが進化する可能性も十分にある。同教授は感染力が強くなると同時に弱毒化が続くという保証はないと指摘する。

そうした可能性を抑制する最良の方法がワクチン接種であるという点ではウイルス学者は一致して

ワクチン接種で獲得した免疫を通り抜ける「ブレークスルー」を起こす変異株が発生しても、悪夢のような状況にはならないかもしれない。ニューヨーク大学医学部の微生物学者ナサニエル・ランドー教授は、そうした変異が発生する可能性はあるが、その結果ウイルスの感染力は弱まるだろうという。同教授は、初期の株に対するワクチンでさえ、将来の変異株に対しても長期にわたり有効である可能性があるとする。

一方、はるかに慎重な見方もある。コーネル大学医学部のウイルス学者ジョン・P・ムーア教授は、ブレークスルーをする変異株は脅威度が低下するという説について、「全く誤りであるとは言えないが、絶対に正しいとも言えず、全て推測の域を出ない」とする。

コロンビア大学のモース教授は、悪夢のような変異株が登場せず、新型コロナウイルスが季節性インフルエンザと同

いる。コロンビア大学のラカニエロ教授は、「感染を抑制することがカギになる。人口の80%がワクチンを接種すれば、感染者数は大幅に減少し、変異株の発生も減少するはずだ。しかし、これは容易な数字ではない」と言う。

オックスフォード大学の研究者が運営するサイト「データで見る私たちの世界（Our World in Data）」によれば、現在、ワクチン接種が完了しているのは世界の人口の24%だ。そのほとんどが裕福な国に集中しており、低所得国では1回以上接種を受けたことあるのは人口の1.3%にすぎない。

今後、この状況も改善する可能性がある。2022年のワクチン生産量はモデルナが20億～30億回分、ファイザーとビオンテックが40億回分を予定しており、その多くは既に先進国が契約済みだが、バーンスタインによれば、ファイザーの12億回分、モデルナの5億回分、アストラゼネカの5億回分、およびノババックスの10億回分は低所得国に向かうとみられる。

先進国におけるブースター接種の需要の増加が供給を圧迫するとみられ、世界保健機関（WHO）はこれを非難しているが、米国ではそうした批判は無視されており、バイデン政権は9月からブースター接種を開始する計画だ。それにより、米国では新たな変異株の登場に懸念が高まる時期がありつつも、徐々に社会生活上の制限が解除されていくという、修正ニューノーマルが始まる可能性がある。

モース教授は、「これ以上の悪化がなければ、基本的には、多くの死者が出る季節性インフルエンザと同様の対応でよいと判断する時がくるだろう。これ以上の悪化がないことを願っている」と語る。

By Josh Nathan-Kazis
(Source: Dow Jones)

4. フェイスブックは傑出したバリュエーション - Facebook Is 'a Screaming Value,' Says This Top-Performing Fund Manager ファンドマネジャーのレセンデス氏に聞く

[ファンド]

■ バリュエーションへのこだわり



Photograph by Eric Rojas

レイフ・レセンデス氏にはこだわりがある。投資家は往々にして「バリュエーション」と「バリュエーション」を混同しがちだが、この二つの単語の意味を区別することで、単に割安な銘柄に投資するだけなのか、それとも本源的価値よりも株価が低い企業を見極められるかの違いが生まれる。アプライド・ファイナンス・セレクト・ファンド<AFVLX>（運用資産2億9400万ドル）と大方の大型バリュエーションファンドとの違いも、簡潔に言えばこの点にある。同ファンドは、過去3年間で年平均16.7%を超えるリターンを上げ、同種ファンド群の上位4%に位置し、ラッセル1000バリュエーション指数を年率で4.8%ポイントも上回る。

また、アップル<AAPL>、グーグルの親会社であるアルファベット<GOOGL>、マスターカード<MA>などの一見割高に見える銘柄がファンドの保有比率上位銘柄である理由や、高い株価収益率（PER）にもかかわらず、フェイスブック<FB>を「傑出したバリュエーション」とレセンデス氏が考える理由も説明できる。同氏は、「フェイスブックのバリュエーションは、今後の増収率がマイナス5%になるかのような水準にあり、私には非常識に思える。しかも、メッセージングサービスのワッツアップや仮想現実（VR）ヘッドセットを製造するオキュラスの収益化にも着手していない（収益化はこれからだ）」と述べる。

レセンデス氏（56）は、時代の流れに逆らうことをいとわない。弁護士と学校管理者だった両親が革命後のキューバを脱出した後、移民の子としてオレゴン州の小さな町で生まれた。カリフォルニア大学バークレー校で金融を学んだ後、シカゴ大学のビジネススクールに進み、そこで後にビジネスパートナーとなる同級生、ダニエル・オブリック氏と出会った。両氏は1995年に、企業業績を計測するためのより良いモデルを作ることを目的として、アプライド・ファイナンス・キャピタル・マネジメントを設立した。当初は、複雑な取引や設備投資、報酬体系の経済性を理解できるよう大企業を支援する資本アドバイザーとして活動していた。解散した大手会計事務所アーサー・アンダーセンのインディペンデント・コンサルタントとして、ゼネラル・モーターズ<GM>の世界全体の資本コストのハードルレート設定を支援したこともある。

■ アプライド・ファイナンス・セレクト・ファンドの銘柄選定

Applied Finance Select

	Total Return		
	YTD	1-Yr	3-Yr
AFVLX	20.4%	40.1%	16.7%
Russell 1000 Value	20.4	37.1	12.0
Top 10 Holdings			
Company / Ticker	Weighting		
HP Inc. / HPQ	3.5%		
Apple / AAPL	3.1		
Mastercard / MA	3.1		
IBM / IBM	3.1		
KLA / KLAC	3.1		
Cisco Systems / CSCO	3.1		
Alphabet / GOOGL	3.0		
Fiserv / FISV	2.9		
Intel / INTC	2.8		
Facebook / FB	2.7		
Total:	30.4%		

Note: Holdings as of June 30. Returns through August 16; three-year returns are annualized.

Sources: Morningstar; Applied Finance Capital Management

その後、投資調査にビジネスの軸足を移し、ファンドマネジャー、ヘッジファンド、銀行などの機関投資家からの支持を得るようになった。2004年には、複利的に事業を成長させた実績のある経営陣が経営し、本源的価値よりも低い株価で取引されている大型株50銘柄で構成したモデルポートフォリオを作成した。それが、2017年初めに設定された、経費率1%のアプライド・ファイナンス・セレクト・ファンドの基礎となった。セクターニュートラルの同ファンドは、各セクター内での本源的価値のランキングなどの定量的要素とファンダメンタルズの調査に基づいて銘柄を選定し、常に50銘柄を保有している。

本源的価値ランキングの重要な要素の一つは、企業の資本利益率（ROC）と資本コストとの差で、「経済的余裕（エコノミック・マージン）」と呼んでいる。レセンデス氏は、「多くの定量的価値評価モデルは、研究開発や技術への投資と長期的な収益性との関係を適切に考慮していない」とし、本源的価値を測るためのより良い方法は、経営者が価値を創造しているのか、毀損（きそん）しているのか、そしてその程度を問うことだと述べている。

例えば、2011年にアルファベットをモデルポートフォリオに加えた時、PERは平均以上だったが、本源的価値から判断すると株価は過小評価されていた。その後株価は900%以上上昇したが、それ

でもレセンデス氏は、株価はまだ割安であり、13%以上の上昇余地があると主張する。「当初からの目標は、企業の業績と企業の価値という二つの要素について答えを出すことだった」と同氏は述べる。アプライド・ファイナンスは従業員が所有する形態で、シカゴを本拠とするが、ほとんどの従業員はパンデミック（世界的大流行）のかなり前からリモートで仕事をしている。概して相場は、多くの投資家、特にバリュー投資家が主張するほど割高ではないと同氏は考えており、「例えば、ラッセル3000指数に含まれる全ての銘柄の本源的価値と株価とを比較した場合、どちらかといえば割高だが、ポートフォリオを大幅に変更するほどではない」と語る。

ファンドの銘柄入替率は驚くほど低い。上位10銘柄のうち7銘柄は、設定当初からこのファンドに組み入れられている。まれに売却を決断する時、その理由は通常、その銘柄の本源的価値のセクター内百分位数が50を下回ったからだだが、これだけで自動的に売却されるわけではなく、その銘柄を担当しているアナリストの意見も参考にする。例えば2020年8月には、長年保有してきた半導体メーカーのエヌビディア<NVDA>の売却を決定し、当時の推定本源的価値129ドルに対して、株式分割調整後ベースの約132ドルで売却した。「エヌビディアにはまだ素晴らしい未来があると考えているが、期待値が高くなり過ぎた」という。同銘柄は2011年に株式分割調整後ベースで1株約3.50ドルの時にモデルポートフォリオに加えられた。

■ 最近ではKLAやアプティブを追加

その代わりに、半導体製造装置メーカーのKLA<KLAC>を買入れた。「ゴールドラッシュ時代に例えてみると、エヌビディア、インテル<INTC>、テキサス・インスツルメンツ<TXN>が金鉱採掘業者で、KLAは採掘業者のための衣服を製造していたリーバイ・ストラウス（リーバイス）<LEVI>に相当する」。当時、KLAの株価は約208ドルだったが、その本源的価値は271ドルと推定されていた。最近の株価は320ドル前後で推移しているが、機器販売とコンサルティングサービスを組み合わせて高い経常的収入を得ているため、本源的価値も上昇しており、公正価値は420ドルと算定されている。

2018年初めに投資した自動車部品メーカーのアプティブ<APTV>についても同様に、株価は上昇しているが、それでも本源的価値に対して20%のディスカウントだ。レセンデス氏は「電気自動車市場でどの会社が最終的に勝者になるかは分からないが、それはさておき、アプティブは世界の自動車産業の電気自動車化に賭ける上で、比較的低リスクで高リターンを狙える投資先と考えている」と語る。

By Sarah Max
(Source: Dow Jones)

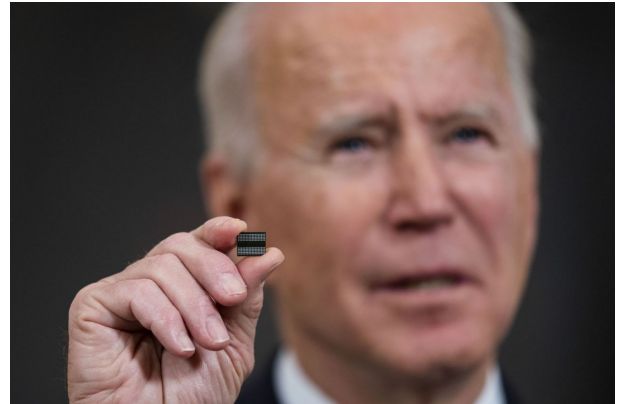
5. 半導体不足が株価や経済に示唆するもの - The Chip Shortage Looks Like the Oil Shortage of the 1970s. メーカーが恩恵を享受

[コラム]

■ 70年代の石油に相当

半導体は新たな石油なのかもしれない。2020年代は新たな1970年代の再来となる可能性がある。

当時の世界は石油に支えられており、石油供給の変化は需要に重大な影響を及ぼした。1970年代には石油輸出国機構（OPEC）が米国に対し石油の禁輸措置を取り、70年代初めに1バレル約3ドルだった原油価格は70年代の終わりには13ドルまで上昇した。米国政府でさえ、1974年にはガソリンを配給制とした。



Doug Mills/The New York Times/Bloomberg

原油価格の上昇は石油メジャーのシェブロン<CVX>やエクソンモービル<XOM>の買い材

料となった。1970年代のリターンはシェブロンが約100%、エクソンモービルは約70%だったが、インフレが高進したため石油メジャー以外には痛みをもたらした。70年代の上昇率はS&P500指数が17%、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は5%にとどまる。

1970年代に石油が経済に不可欠だったとすれば、2020年代は半導体が同じ役割を演じている。半導体はコンピューター、携帯電話から自動車や家電機器まであらゆるものを動かしている。そして半導体は不足しており、サスケハナ・ファイナンシャル・グループのデータによれば、納期は20週以上へ長期化している。

■ 避けられない価格上昇

世界の半導体のざっと80%は、北東アジアで生産される。政治家は問題の大きさを認識し、バイデン大統領が今年初めに500億ドルの半導体研究計画を発表したように、国内での生産を要求し始めている。半導体などの産業を国内に回帰させるのは、巨額の資本が必要で、年単位の時間がかかる作業だ。勝者と敗者が生まれ、時間がかかりすぎれば、あらゆるものの価格に影響する。経済情報会社TSロンバードのエコノミストは1月に、「需要の急拡大による供給不足は、価格上昇につながる可能性がある」と記している。当時は、半導体不足の萌芽（ほうが）期だった。

世界的な半導体不足は、特に自動車業界で年間を通じて深刻になっている。当初2021年後半までには解消するとみられたが、先週トヨタ自動車<7203>が減産を発表したように、解消にはさらに時間を要する。実際、RBCキャピタル・マーケッツのアナリストであるジョセフ・スパック氏は、半導体不足が数年続く可能性があると主張する。

同氏は、「半導体不足の要因の一つは構造的問題」と語る。電気自動車（EV）はより多くの半導体を必要とするが、自動車業界は旧世代の半導体製造技術に依存しており、半導体メーカーがこうした旧世代の生産能力を迅速に増強することはない。半導体業界はその代わりとして、家電業界が必要とする最新の高性能半導体に焦点を当てる。

その結果、ガソリンスタンドに代わり自動車ディーラーの店舗に列ができています。新車と中古車の

在庫が低水準にあることで価格が高騰し、インフレ率上昇の一因となっている。2021年前半に中古車価格が約20%上昇した一方で、新車価格は約3%上昇した。中古車価格の上昇は減速し始めたが、今度は新車価格の上昇が加速しており、7月は前年同月を約7%上回る。

■ 長期化は自動車以外にも波及

消費者はうれしくないが、自動車メーカーは恩恵を享受するだろう。減産は、在庫の減少と販売価格の上昇につながるからだ。販売台数は減少するだろうが、減少分は価格上昇によって補われる。フォード・モーター<F>の株価は年初来43%、ゼネラル・モーターズ<GM>は17%上昇したが、2銘柄の2022年予想株価収益率（PER）はともにまだ約7倍である。

影響は自動車業界だけにとどまらず、半導体不足が長引けば長引くほど、あらゆる製品の価格が上昇し、インテル<INTC>や台湾積体回路製造（TSMC）<TSM>といった半導体メーカーに恩恵をもたらすだろう。ウォール街はTSMCに上値余地があるとみており、同社をカバーするアナリストのざっと3分の2が同社を「買い」とし、目標株価の平均は現在の株価を33%上回る。

家電販売店ラジオシャックに長い列はできないだろうが、半導体不足は長引きそうだ。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

6. テーパリングは張り子の虎か - Taper Tantrum Could Look More Like a Paper Tiger

[米国株式市場]

Tiger

ジャクソンホールに注目も織り込み済みとの見方

■ サプライズではないテーパリング



Spencer Platt/Getty Images

1970年代にヒットしたヘビーメタルバンドのブルー・オイスター・カルトの曲である「Don't Fear The Reaper（邦題『死神』、直訳は『死に神を恐れるな』）」をもじって言えば、「テーパリングを恐れるな（Don't fear the taper）」ということになる。

先週の市場ではテーパリングが大きな話題となった。テーパリングは米連邦準備制度理事会（FRB）による債券購入額の段階的な縮小を表す用語だが、FRBの量的緩和策が終わることが時間の問題であることを市場関係者全員が分かっている中で話題になった。それでも16日にはFRB高官のタカ派的

な発言をまとめたウォール・ストリート・ジャーナル紙の記事が読まれたほか、既に内容についての概略は分かっていたものの、18日にはFRBの7月会合の議事要旨の公表が待たれていた。

サプライズでないことに対する市場の反応には驚かされるが、実際、市場は反応した。先週、S&P500指数は0.6%下落して4441.67で引けたが、安値を付けたのは18日だった。他の主要指数も下落し、ダウ工業株30種平均は1.1%安の3万5120ドル8セント、ナスダック総合指数は0.7%安の1万4714.66となった。小型株のラッセル2000指数は2.5%安の2167.60で週末を迎えた。

■ 2013年の再現はない？

Market Snapshot



この程度の下落は本格的なかんしゃく（タントラム）につながるものではなく、2013年にバーナンキFRB議長（当時）が初めてテーパリングについて触れた際に、間違いなく大きな衝撃を市場に与えた。出来事の再現を予想させる理由にはほとんどならないようだ。タカ派として知られるダラス連銀のカプラン総裁が、新型コロナウイルスのデルタ変異株により経済成長が鈍化する兆候が見られれば再考する可能性がある」と発言して、事態を少し混乱させた場面はあったものの、今回は、テーパリングが行われることを誰もが知っている。

しかし、より重要なのは、最初のテーパータントラムが、その評判ほど悪くはなかったという点だ。確かに2013年5月22日から6月24日にかけて株式市場は5.8%下落したが、その下落分はすぐに回復したとBMOキャピタル・マーケットのストラテジストであるブライアン・ベルスキー氏は指摘する。ただし、株式市場が上昇するために量的緩和策が必要なわけでもないが、FRBが債券を購入している期間の方がそうでない期間よりも上昇が大きくなっている。

ベルスキー氏は、「このように、2013年のいわゆるテーパータントラムは、実際には米国株の買い場だった」と説明する。

■ ジャクソンホール会議

もちろん、テーパリング以外にも警戒すべき点は数多くある。アフガニスタンからの撤退の失敗は、経済的な影響はないものの、議会における景気刺激策の成立を困難にする可能性がある。株式市場で上昇を支える銘柄数が少なくなっているほか、ラッセル2000指数が先週一時4%下落するなど、水面下での弱さが目立ってきている。経済指標でも住宅着工件数や小売売上高の減少が予想以上に大きく、デルタ変異株のまん延が影響している可能性がある。

それでも、他の経済指標は堅調を維持しており、鉱工業生産が予想外に前月比で増加したほか、新規失業保険申請件数はコロナ禍での最低水準まで低下した。特に後者は、量的緩和策の終了を開始するのに十分な経済力が維持されていることを示唆している。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「労働市場のデータが堅調に推移すれば、FRBは今年中にテーパリングに踏み切るだろう」と書いている。

8月27日には、パウエル議長がカンザスシティ連銀主催のジャクソンホール会議で、オンラインで講演する。しかし、好むと好まざるとにかかわらず、テーパリングはやってくる。

その時には、テーパリングを市場がどの程度織り込んでいるかが分かるだろう。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

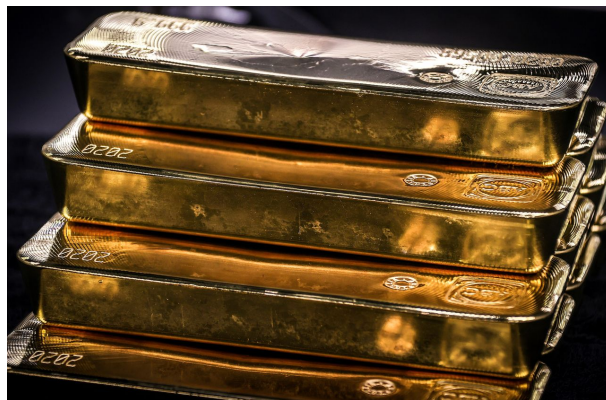
7. パランティア：データ分析の未来に賭けるための最善の選択肢 - The Strange, Compelling Case for Palantir 民間企業向け事業、成長の新たな原動力に

[注目銘柄]

■ 四半期売上高は前年同期比約50%増

パランティア・テクノロジーズ<PLTR>は世界で最も風変わりなハイテク企業の一つだが、業績と株価に関して説得力のある主張を展開するアナリストも存在する。

18年前に設立された同社はデータ分析ソフトウェアを提供し、政府のアプリケーションを対象とする「ゴッサム」と民間企業顧客向けの「ファウンダリー」という二つの主要なプラットフォームを運営している。かつては米軍や情報機関のみにサービスを提供していたが、最近では民間企業を対象とする営業チームを組織しており、この分野での事業拡大という同社の計画は勢いづいているようだ。



DAVID GRAY/AFP via Getty Images

最近発表された4～6月期の売上高は前年同期比49%増の3億7600万ドルとなり、中でも米国の民間企業向け事業の増収率は90%と好調だった。同社は7～9月期の売上高を前四半期比微増の3億8500万ドル、2025年までの増収率を年間30%強と予測している。

■ シリコンバレーからの転出、SPACへの投資などが話題に

一方で、同社が取る行動の多くは常識外れと言えるものだ。

昨年の株式上場前、同社は本社をカリフォルニア州パロアルトからコロラド州デンバーに移転した。その理由について、同社のアレックス・カープ最高経営責任者（CEO）は今年6月の本誌とのインタビューで次のように説明した。「2004年に創業したときのわれわれのアイデアは、インテリジェンスおよび軍事のコミュニティーに世界最高レベルのソフトウェアを持ち込むというものだった。シリコンバレーの多くの企業は米国政府に対し、公然もしくは暗黙のうちに、あるいは渋るような形で協力を拒否してきた。だが米国は危険かつ厳格で、さらに情報収集能力に優れ、ときに冷酷な一面を持つ敵対者に直面している」。

パランティアがバランスシート上の24億ドルの現金を活用する対象も常識から外れている。同社は、ほぼ全ての特別買収目的会社（SPAC）が合併の際に調達資本を増やす手段として使用しているPIPE（投資会社による上場企業の私募増資の引き受け）に積極的に投資しているのだ。米証券取引委員会（SEC）への直近の届出書によると、同社は12社を超えるSPACに総額3億1000万ドルの投資枠を設定している。

同社が最近設定した投資枠には、「クラウド製造プラットフォーム」を提供するファスト・ラジアスへの2000万ドル、電気自動車向け充電器を開発するトリチウムへの1500万ドル、機械学習を応用した広告ソフトウェアを販売するアドセオレントへの1500万ドル、アジアの金融サービス会社フィニアクセルへの1000万ドルなどがある。

こうした潜在的な投資先はいずれもパランティアの顧客になることに合意している。同社は6月30日時点で、総額4億2800万ドルの潜在的価値を持つ契約をSPACポートフォリオ企業と提携済みだと述べた。とはいえ、こうした契約による直近四半期の売上高への貢献額は300万ドルで、売上高全体の1%未満にすぎなかった。

上場企業が現金を投じる先としては、SPACは極めて投機的である。だが筆者は、新しい顧客に資本を提供するというパランティアの判断は、ハードウェアを購入するベンダーにデットファイナンス（借り入れによる資金調達）を提供しているIT大手のIBM<IBM>やヒューレット・パッカード・エンタープライズ<HPE>、堅固なベンチャーキャピタルプログラムを実行している半導体大手インテル<INTC>や顧客管理ソフトウェア大手のセールスフォース・ドット・コム<CRM>が行っていることとさほど変わらないと言いたい。

常識外れの行動はSPACへの投資にとどまらない。パランティアは先週、100オンスの金の延べ棒（5070万ドル相当）を購入したことを明らかにした。筆者がSECのデータベースで「金の延べ棒」に言及するテキストを検索したところ、ヒットしたのは金鉱会社に関するテキストのみだった。金の購入と比べれば、電気自動車（EV）メーカーのテスラ<TSLA>によるビットコインの購入は平凡な行為に見える。筆者は金への唐突な関心について尋ねるためカーブCEOへの取材をパランティアに申し込んだが拒絶された。

■ 機関投資家は敬遠もアナリストは強気

パランティアをカバーしているあるアナリストの指摘によると、SPACプログラムと金への投資はパランティアを機関投資家にとって受け入れがたい投資先に行っている。このことは株主構成を見れば確認できる。機関投資家による株式保有割合は、企業向けソフトウェア大手オラクル<ORCL>が46%、クラウドデータプラットフォーム運営のスノーフレーク<SNOW>が58%、マイクロソフト<MSFT>が71%であるのに対し、パランティアは25%にすぎない。

このアナリストはそれでもパランティアに対して強気な見方をしており、「規模と洗練を求める買い手にとって非常に興味深いソリューションの組み合わせ」を提供していると言う。

現在の株価は2022年予想売上高の25倍と割安ではない。だが、常識外れの行動を除外すれば、パランティアは複雑なデータ分析の未来に対する最善の投資先に思える。投資家がこの分野での投資機会に乗じる手段は他にあまりなく、世界はより単純にもより安全にもなっていないからだ。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

8. アフガン撤退、市場への影響は限定的 - After Afghanistan, China and Iran to Pose Tests for U.S. 米、対中・イラン政策を強化

[フィーチャー]

■ 撤退に伴う混乱でも株式相場は上昇



U.S. Air Force/UPI/Shutterstock

ウォール街とそれ以外の世界との違いがこれほど鮮明になったことはない。タリバンによるアフガニスタン支配の復活という米国の外交政策上の大失敗にもかかわらず、株式市場はほとんど動揺することなく長期連勝を続けている。

これには正当な理由があるのかもしれない。バンク・クレジット・アナリスト（BCA）リサーチの地政学ストラテジスト、マット・ガートケン氏は、アフガニスタンの状況がマクロ経済に与える影響は限定的だと言う。「むしろ、米国は戦略的により重要な地域に外交政策を注力できるようになる。現在、米国はイランとの外交の重要な岐路に立っ

ている。また、地政学的にも経済的にも最大のライバルである中国に対する機動力を強化できる」と同氏は述べる。

そもそも、20年にわたる駐留後に米国軍をアフガニスタンから撤退させるというバイデン大統領の決断は世論に一致する。「反戦主義のトランプ前大統領が軍事推進派のヒラリー・クリントン氏を破ったことを忘れてはならない」とガートケン氏は主張する。「バイデン大統領にとってアフガニスタン撤退問題が尾を引くとは思われない。イランとの外交の方が重要だ。米国とイランの関係をある程度正常化することは可能だ。そうなれば地政学的に大きな出来事となる」と同氏は言い、中期的に考えて悠長に構えている時間はないと警告する。

■ 対イラン外交

イラクとアフガニスタンの駐留米軍の板挟みから抜け出したイランが、今後急速にウラン濃縮を進め、核兵器の製造能力を手に入れる可能性もある。そうなればバイデン大統領はイラン紛争を悪化させ、米国の外交政策を誤ったと言われ続けるだろう。

だがそこまで悲惨な結果にはならない可能性の方が大きい。イランの動きは、反米保守強硬派のライシ新大統領よりも、最高指導者であるハメネイ師の決断に大きく左右されるからだ。82歳のハメネイ師は2015年の核合意を支持したが、現在は米国の経済制裁や社会不安、後継者問題など、さまざまな方面からの圧力に直面している。「米国と核合意が行われれば、強固な政権基盤が引き継がれる」とガートケン氏は言う。「だが期限付きの核合意の再建協議のためにイランが核開発を放棄する必要はないことを忘れてはならない」。

■ 対中外交

アフガニスタンから撤退することで米国は対中機動力を強化できると同氏は考えており、顧客向けメモに、「アフガニスタン撤退時の惨状から、中国の指導者の中には米国を無力、自信喪失、無能として米国の弱点を突こうとする者もいるかもしれない。だが米国は外交の焦点をアジア太平洋地域に移し、経済、軍事面で連携を強化して中国に対抗するだろう」と指摘している。中国は米海軍

には勝てないと分かっている、ユーラシア戦略を強化し、パキスタン、アフガニスタン、中央アジアでの影響力を強めようとするだろう。実際、中国はすでにタリバンに手を差し伸べている。

一方、中国は中東の石油に依存しているが、米国は同地域で強力な影響力を持つ。「だからこそ、世界経済にとってはアフガニスタンよりも、米国のイランやペルシャ湾岸地域との交渉の方が大切なのだ」とガートケン氏は言う。

■ 通貨、原油市場への影響

この影響は通貨や原油市場に現れるだろう。米国の財政と貿易の双子の赤字は、通常なら通貨にとってマイナスとなるが、地政学上の緊張からドルの回復力は強そうだ。ガートケン氏は「世界の輸出産業にとって米国は最大の消費市場であり、実際には双子の赤字により米国の影響力は増すだろう。また米国には世界の主要準備通貨、取引通貨であるドルがある。さらに中国経済の成長鈍化も、世界情勢が不透明な中でドルを下支えすることになる」と述べる。

中東の緊張から原油価格が上昇する可能性はある。だが同氏によれば、昨年のシェア争いの後、OPECプラスは規律を取り戻した。OPECプラスは、再生可能エネルギーの加速につながるような過度な原油価格の上昇を望まない。最も可能性が高いのは原油市場の高いボラティリティだ。ただし足元では原油価格は下降傾向にあり、7月中旬のピークから15%下落している。マクロ経済のファンダメンタルズ、とりわけ新型コロナウイルスのデルタ変異株の影響による需要鈍化がその背景にある。

アフガニスタンで起きたことを変えることはできない。だが少なくとも米国の外交政策は、将来的に重要な地域に注力することができる。イランと中国である。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

9. インフラブームに最良のETF - The Best ETFs for the Infrastructure Boom

[ETF]

関連銘柄に投資する6本

■ 投資哲学に違い



Eddie Seal/Bloomberg

インフラストラクチャー関連銘柄の株価は、超党派のインフラ投資・雇用法案に対する期待感によって数カ月にわたって上昇してきた。法案が想定する1兆2000億ドルの投資は、連邦政府による公共システムへの投資としては過去10年以上で最大で、輸送、再生可能エネルギー、水道、電力のスマートグリッドおよびブロードバンド・ネットワークなど広範囲に資金を提供する。しかし、株価が上昇しているのは、インフラ投資から直接的な影響を受ける企業で、投資家はメインディッシュを見逃している。

インフラ関連銘柄に焦点を当てる上場投資信託（ETF）は十数本あり、それぞれのアプローチは非常に異なっている。そのため、それらのETFが

保有する銘柄や平均バリュエーションにも違いがある。例えば、運用資産44億ドルのグローバルX米国インフラストラクチャー・デベロップメントETF<PAVE>では、運用資産の70%以上が機械や建設会社などの資本財銘柄で、21%が鉄鋼やセメント製品などの素材銘柄となっている。運用資産6億8200万ドルのiシェアーズ米国インフラストラクチャーETF<IFRA>では、運用資産の約半分が景気敏感株で、43%近くが電力、ガスおよび水道会社などの公益銘柄となっている。両ETFの名称は似ているが、ポートフォリオの内容で共通なのはわずか24%だ。

グローバルXのアナリストであるアンドリュー・リトル氏は、同社のインフラETFが公益銘柄を含んでいない理由として、公益銘柄は一般的に政府資金を使う側である一方、資本財と素材企業が実際に資金を受け取って、事業の維持または再構築のための財を提供するためだと述べる。過去1年間で、鉄鋼会社のニューコア<NUE>が165%、機械メーカーのディア<DE>が95%それぞれ上昇するなど、資本財や素材企業の株価は急騰しているが、経済活動が活発化するにつれて株価の上昇は続く可能性がある。

対照的に、iシェアーズのETFは、実物資産の保有者を含む、インフラ開発のバリュー・チェーン全体を捉えることを目指している。水道会社のミドルセックス・ウォーター<MSEX>や原子力発電所を保有する電力・エネルギー会社のNRGエナジー<NRG>の株価も年初来で上昇しているが、上昇幅は資本財や素材などの景気敏感銘柄には及ばない。同ETFが保有する景気敏感銘柄の株価収益率（PER）は44倍で、過去3年間の平均を約30%上回っている。一方で、資産保有会社のPERは24倍で、過去の水準を下回っている。年初来の上昇率は、グローバルXのETFが27%で、iシェアーズのETFは21%となっている。

iシェアーズのジェフ・スピーゲル氏は、「資産保有会社に対するインフラ投資の恩恵を、市場はまだ織り込んでいない可能性がある」と言う一方で、「政府による多額の投資はいずれ、それら企業の費用削減、新規テクノロジーの採用および買収を通じた事業拡大に寄与するだろう。インフラ投資に誘発された次の成長分野になる可能性がある」と語る。

両ETFの間には、別の大きな違いもある。グローバルXのETFは保有銘柄を時価総額加重としているが、iシェアーズのETFは均等加重だ。つまり、前者は株価が好調な大型株のモメンタムに乗じる一方、後者は中小型株の影響が大きく、勝ち組の恩恵が小さくなる。両ETFの保有銘柄の平均時価総額は160億ドルと60億ドルだ。

■ 資産保有会社に焦点

Build Back Better

The \$1.2 trillion infrastructure bill, if passed, will benefit these funds that invest in related companies.

ETF / Ticker	Expense Ratio	AUM (mil)	YTD Return	One-Year Return	Portfolio Makeup
Global X U.S. Infrastructure Development / PAVE	0.47%	\$4,356	26.8%	57.4%	Cyclical-focused (70% industrials, 20% materials)
iShares U.S. Infrastructure / IFRA	0.40	682	20.7	43.9	Half cyclical, half defensive (43% utilities)
ProShares DJ Brookfield Global Infrastructure / TOLZ	0.47	127	15.8	18.0	Defensive-focused (36% utilities, 29% energy, 18% real estate)
Invesco Water Resources / PHO	0.60	1,913	23.2	42.3	Companies with products that conserve and purify water for homes, businesses and industries
First Trust Nasdaq Clean Edge Smart Grid Infrastructure Index / GRID	0.70	486	20.7	54.3	Companies involved in electric grid, energy storage, and enabling softwares, etc.
SPDR S&P Kensho Intelligent Structures / SIMS	0.45	51	7.6	36.3	Companies driving innovation behind intelligent infrastructure

Note: Data as of Aug. 18, 2021
Source: Morningstar

運用資産1億2700万ドルのプロシェアーズDJブルックフィールド・グローバル・インフラストラクチャーETF<TOLZ>はさらにディフェンシブだ。同ETFは、共にカナダの石油・ガス輸送企業であるエンブリッジ<ENB>とトランスカナダ<TRP>のような公益およびパイプライン運営会社や、

無線タワーを運営するアメリカン・タワー<AMT>とクラウン・キャッスル・インターナショナル<CCI>などの、インフラを保有し運営している企業だけに投資している。

プロシエアーズのETFは、保有銘柄がグローバルXやiシェアーズのETFとほとんど重複しておらず、年初来では16%上昇している。プロシエアーズのテーマ別投資のエグゼクティブ・ディレクターであるスコット・ヘルフスタイン氏は、「これら銘柄の株価は景気敏感株ほどには上昇していないが、長期的には能力を拡大し、追加された能力で引き続き利益を上げるだろう」と言う。

同ETFの運用資産の半分は外国株だ。ヘルフスタイン氏は、「インフラに投資しているのは米国だけではない」と語る。インドは、インフラに対する1兆3000億ドルの投資を確約したばかりであり、中国はパンデミック（世界的大流行）以前からグリーン・エネルギーやデジタル・ネットワークに投資している。

■ 技術と革新的ソリューションを提供する企業に投資

インフラ網をよりクリーンかつスマートなものとし、接続性を高めるために技術と革新的なソリューションを提供する企業も連邦政府による投資の恩恵を受ける。SPDRS&Pケンショー・インテリジェント・ストラクチャーズETF<SIMS>、ファースト・トラスト・ナスダック・クリーン・エッジ・スマート・グリッド・インフラストラクチャー・インデックス・ファンド<GRID>およびインベスコ・ウォーター・リソーシズETF<PHO>のようなテーマに基づく幾つかのETFがそのような企業に投資している。それらのETFは世界に焦点を当てており、往々にして米国のインフラ関連ETFよりもバリュエーションが高い。こうしたETFは、当初の投資によって保有銘柄の売上が急増する恩恵を即座に受けることはないかもしれないが、そもそもインフラとは長期的な計画に基づくものである。

By Evie Liu
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - Delta Is Straining Supply Chains. Just Ask These Companies. [経済関連スケジュール] デルタ株の影響で供給網は依然混乱

■ 5社のコメントを紹介

新型コロナウイルスのデルタ株は世界的にサプライチェーン（供給網）を混乱させており、それについてコメントを行う企業が出始めている。供給制約への懸念という観点から、RBCキャピタル・マーケットズのストラテジストが注目した5社のコメントを紹介する。

アルベマール<ALB>：特殊化学品製造のアルベマールは、先日行われた決算発表で、中国やタイ、英国、オーストラリア東部などから供給を受けられない状況にあると述べた。ジェリー・マスターズ最高経営責任者（CEO）は、「わが社は、身動きが取れない状況にあると言える」とコメントした。株価は、8月に記録した過去最高値を11%下回っている。



Illustration by Elias Stein

パーカー・ハネフィン<PH>：産業用機器メーカーであるパーカー・ハネフィンのトマス・ウィリアムズCEOは、8月4日に行われた決算発表で、サプライチェーン問題や新型コロナウイルスに関する不確実性は「世界中に見られる」と発言した。株価は、5月半ばに記録した過去最高値から8%低い水準にある。

アプティブ<APTIV>：自動車部品メーカーであるアプティブのサプライチェーンにとって、自動車工場の休業は深刻な問題だ。ジョゼフ・マサロ最高財務責任者（CFO）は、「長期間休業している顧客の工場もあり、現在、わが社の工場も明らかに効率性が低下している」と述べた。株価は8月に記録した過去最高値から6.5%下落している。

ウェスタン・デジタル<WDC>：ハードディスクドライブ（HDD）メーカー、ウェスタン・デジタルのロバート・オイラーCFOは8月4日に行われた決算発表で、「われわれは工場とサプライチェーンの双方の立場から、引き続き新型コロナウイルスの問題に取り組む必要がある」と述べた。株価は、6月上旬に記録した年初来最高値から20%下落している。

アリスタ・ネットワークス<ANET>：ネットワーク企業アリスタ・ネットワークスのイタ・ブレナンCFOは決算コンファレンスコールで、出荷量が減少した理由について、同社が「業界全体におよぶサプライチェーンの問題に対し、引き続き慎重に動いている」ためだと発言した。株価は、8月に記録した過去最高値を4.7%下回る。

■ 今週の予定

8月23日（月）

- ・ 中国の大手オンライン小売企業JDドットコム<JD>、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・エンターテインメント<MSGM>、ネットワーク・セキュリティ対策ソフト大手のパロアルト・ネットワークス<PANW>が四半期決算発表。
- ・ 全米不動産業者協会（NAR）が7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6月とほぼ同水準の583万戸を予想。中古住宅販売は、住宅価格が高騰を続けていることから、年初から減速している。6月の販売価格の中央値は36万3300ドルと、前年同月比23.4%の上昇。
- ・ IHSマークイットが8月の購買担当者景況指数（PMI）を発表。コンセンサス予想は、製造業PMIで63.1、サービス業PMIは59.8と、どちらも7月からほぼ横ばい。

8月24日（火）

- ・ 自動車部品小売り大手アドバンス・オート・パーツ<AAP>、カナダの大手銀行のモントリオール銀行<BMO>、カナダのノバスコシア銀行<BNSF>、家電量販大手ベスト・バイ<BBY>、ソフトウェア関連企業イントゥイット<INTU>、医療機器大手メドトロニック<MDT>、高級住宅建設のツール・ブラザーズ<TOL>が決算発表。
- ・ 米国勢調査局が7月の新築住宅販売件数を発表。コンセンサス予想は季節調整済み年率換算で70万戸と、6月から3.6%増。中古住宅販売件数と同様、新築住宅販売件数も年初から急激に減少している。

8月25日（水）

- ・ 設計用ソフトウェア開発会社オートデスク<ADSK>、ITソリューション会社ネットアップ<NTAP>、カナダの金融サービス大手ロイヤル・バンク・オブ・カナダ<RY>、顧客管理ソフトウェア大手のセールスフォース・ドット・コム<CRM>、ビッグデータの保管・分析を手掛けるスノーflake<SNOW>、ビッグデータ分析会社スプラック<SPRK>、化粧品小売りチェーンの

アルタ・ビューティー<ULTA>が決算発表。

・ 7月の耐久財受注発表。耐久財受注額のコンセンサス予想は、季節調整済み前月比0.8%増の2600億ドル。輸送用機器を除く予想は同0.9%増（6月は同0.5%増）。

8月26日（木）

・ 衣料小売会社バーリントン・ストアーズ<BURL>、カナダの銀行大手カナディアン・インペリアル・バンク・オブ・コマーシ<CM>、ITサービス持ち株会社デル・テクノロジーズ<DELL>、ディスカウント・ストアのダラー・ゼネラル<DG>、同業のダラー・ツリー<DLTR>、衣料小売り大手ギャップ<GPS>、食品会社JMスマッカー<SJM>、コンピューター機器大手HPインク<HPQ>、半導体メーカーのマーベル・テクノロジー・グループ<MRVL>、動画配信のペロトン・インタラクティブ<PTON>、カナダの銀行大手のトロント・ドミニオン銀行<TD>、仮想化ソフトウェアを開発・販売するVMウェア<VMW>が決算コンファレンスコールを開催。

・ 米商務省経済分析局が、2021年4～6月期の国内総生産（GDP）改定値を発表。エコノミスト予想は季節調整済み年率換算で前期比6.5%増と、7月に発表された速報値と変わらず。

8月27日（金）

・ カンザスシティ連銀が、年次経済シンポジウムをオンラインで開催。今年のテーマは「不均等な経済におけるマクロ経済政策」（当初は26日から28日の3日間、ワイオミング州ジャクソンホールで対面で行われる予定であったが、オンライン形式で27日のみの開催に変更）。

・ 米商務省経済分析局が7月の個人所得・消費支出を公表。個人所得のコンセンサス予想は、前月比0.5%増（6月は0.1%増）、個人消費支出（PCE）も同0.5%増（6月は同1%増）。米連邦準備制度理事会（FRB）は、インフレを判断する指標としてPCEの価格指数に注目しているが、7月は前年同月比で4.2%増になるとみられる（6月は4.0%増）。

By Jacob Sonenshine
(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』 2021/08/22

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

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