

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2021/09/26

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. ヘルスケア・ラウンドテーブル - Medicine's Golden Age Is Dawning. 10 Ways to Invest. [カバーストーリー]
製薬業界黄金時代の幕開け P.1
2. 電池リサイクルのリ・サイクル・ホールディングスに注目 - Li-Cycle Is a Smart Play on Electric-Vehicle Batteries [注目銘柄]
電気自動車関連の賢い投資先 P.13
3. 恒大の経営危機対応に直面する中国 - China Faces a Reckoning With Evergrande Crisis [フィーチャー]
最大の焦点は国内経済に与える影響 P.15
4. 歴史的強気相場が続いた債券市場 - The Bond Market Has Had a Historic Bull Run. Does It Still Have Legs? [債券]
継続に必要なものとは P.18
5. 乱高下した株式市場は再び金融緩和に注目 - Markets Shrug Off China and Focus on Easy Money Instead [コラム]
中国の影響は限定的 P.20
6. 利益に対するインフレの影響、フェデックスを例に - How Hard Will Inflation Hit Earnings? Just Look at FedEx. [コラム]
吸収か価格転嫁か P.22
7. 中国恒大集団の懸念を乗り越った市場はFRBにどう反応するか - The Stock Market Survived China Evergrande. Can It Survive the Fed? [米国株式市場]
割高な市場に対する金融引き締めの影響は考えるべき P.24
8. ストリーミング全盛の中、注目の米液晶テレビ大手 - This New Stock Can Ride the Boom in Streaming [注目銘柄]
ビジオは単なるテレビメーカーではない P.25
9. 配当貴族指数の安全性はハイリターンに直結しない - The Aristocrats' Dividends Seem Safe. Then There's AT&T. [インカム投資]
無配でも現金を分配する銘柄も P.27
10. 今週の予定 - Robinhood's Crypto Wallet Could Open Another Front in the Fee Wars [経済関連スケジュール]
ロビンフッドの仮想通貨ウォレット登場で、新たな手数料競争の可能性も P.29

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

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

1. ヘルスケア・ラウンドテーブル Medicine's Golden Age Is Dawning. 10 Ways to Invest. 製薬業界黄金時代の幕開け

[カバーストーリー]

ヘルスケア革命が加速



Illustration by Justin Metz

ヘルスケア産業革命、バイオテクノロジーの世紀、あるいは医薬品のムーアの法則など、比喩の仕方はさまざまだが、生物学上の知見と新たな技術ツール応用の急速な進化、そして新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）で生じた緊急性のおかげで、病気を診断し、治療し、さらには完治させるわれわれの能力は、爆発的な進化を遂げた。実際、患者や医療従事者、そして製薬会社やバイオ医薬品企業の投資家にとって黄金時代が幕を開けようとしている可能性がある。

本誌が9月中旬にズームを使用して開催した年次ヘルスケア・ラウンドテーブルの目標の一つは、多くの希望と過剰な期待の見極めを行うことだ。今年のパネルメンバーはこの期待に十分応えてくれたが、それでも業界全体をのみ込みつつあるイノベーションの波と、それによる価値の創造に対する大きな期待を抑えることは難しかったようだ。

今年の参加者は、運用額200億ドルのT.ロウ・プライス・ヘルスケア・サイエンス・ファンド<PRHSX>のマネジャー、ジアド・バクリ氏、エバーコアISIのマネジングディレクター兼バイオテクノロジー担当アナリストのリイサ・ベイコ氏、モデルナ<MRNA>などを生み出したライフサイエンス専門のベンチャーキャピタルであるフラッグシップ・パイオニアリングのマネジングディレクターで、モデルナの取締役も務めるスティーブン・ベレンソン氏、およびJPモルガンのマネジングディレクター兼ヘルスケア担当アナリスト、クリス・ショット氏だ。

以下、各パネリストの議論の要約を紹介する。業界を変貌させつつあるイノベーションについて科学、ビジネス、および規制の観点から掘り下げた議論が行われたほか、このイノベーションの先頭に立ち、投資家に魅力的なバリューを提供している大小の企業が紹介されている。

新型コロナウイルスの影響と今後の予想

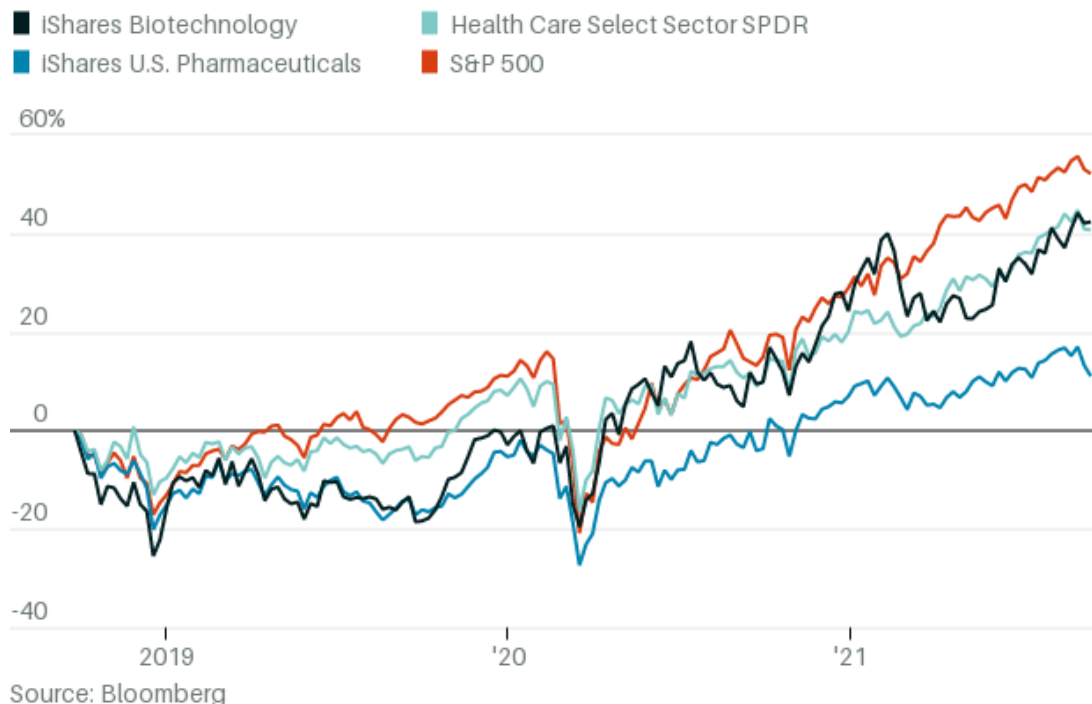
本誌：今年もズーム開催となったが、新型コロナウイルスは今後どのような展開になるか？

バクリ氏：われわれはコロナとともに生活する方法を学びつつある。恐らく感染の波は繰り返し起きるが、集団免疫を獲得するにつれ、波は穏やかになり、世界的な流行から地域的な流行に変わるだろう。われわれの行動も変化し、アジアの多くの国々で見られるように、人混みではマスクを着用するようになるだろう。過去とは違う方法で、われわれの幸福にとって大切なことを安全に行う方法を見出していくことになるだろう。

ベイコ氏：同感だが、コロナに対する対応には地域差がある。私が家族に会うために訪れたカナダは

High Hopes

Most healthcare indexes and ETFs have rallied since the start of the pandemic.



生活が大きく制約されている。当面の間は手探りが続く。2回のワクチン接種を終えた人に追加投与する「ブースター接種」の議論は続いており、当面の間、変異株の追跡も続くだろう。より長期的な視点が必要だ。

Q：新型コロナウイルスはヘルスケア業界にどのような影響を与えたか？

ベレンソン氏：コロナには不意をつかれた。どの国もこの問題に対する備えは全くなかった。これは将来のための大きな教訓となる。次のパンデミックの可能性に備える取り組みや投資が出てくるだろう。

また、新型コロナ用ワクチンの承認のために規制プロセスで大きなイノベーションが起きた。その一部を将来の薬の承認プロセスに取り入れるべきか検討が行われると思う。

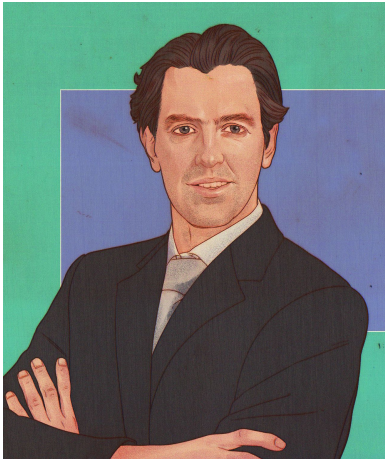
最後に、パンデミック前は製品の売り上げがなかった企業2社が世界のパンデミックとの戦いに大きな貢献をした。モデルナおよびファイザー＜PFE＞と提携関係にあるビオンテック＜BNTX＞が予想外の成果を上げたことで、今後は革新的な企業に対する見方が変わるだろう。

Q：新型コロナウイルスの経験から医薬品の承認プロセスはより迅速化されるか？

ベレンソン氏：その予測をしたいとは思わないが、恒久化することで安全で有効な薬が患者により迅速に届くようにすることが可能になるプロセス上のイノベーションはあった。

ショット氏：私も同じ考えだ。米食品医薬品局（FDA）の予測性が低下したかについて議論があるが、新型コロナのような巨大な未充足の需要がある分野では、治療薬を市場に届ける最良の方法と道筋を検討するために製薬業界と規制当局が協力してきた。今後、より幅広い分野で同様の取り組みが行われると期待したい。

ワクチン業界の今後



Ziad Bakri/ Illustration by Maria Nguyen

Q：ワクチンは競争が激しく、供給は十分にあり、どちらかといえば面白みに欠ける分野だったが、今でははるかに重要だ。コロナ後も医薬品業界の花形であり続けるだろうか？

ベレンソン氏：そうした見方は理解できるが、興味深い例外もある。肺炎球菌ワクチンのプレベナーはファイザーにとって、带状疱疹ワクチンのシングリックスはグラクソ・スミスクライン＜GSK＞にとって巨大な製品だ。他に対処方法がない重要な問題を解決するワクチンは貴重な製品となる。

ショット氏：ワクチンのイノベーションはルネサンスの段階にあり、極めて面白い可能性を秘めている。従来は開発に15年を要し、第2相臨床試験に4～5年かけていたが、今では10年前、あるいは2年前でさえ考えられなかったような速度で市場にイノベーションをもたらすことが可能だ。

ベイコ氏：メッセンジャーRNA（mRNA）の、がんなど他の分野への応用に大きな期待が集まっている。相対的なメリットはまだ不明だが、この分野にこれまで不足していた勢いと活気が出てきた。

バクリ氏：新たなワクチンが開発され、特に呼吸器合胞体ウイルス（RSV）やパラインフルエンザ3型（PIV3）、新型コロナ、インフルエンザ、およびヒト・メタニューモウイルス（hMPV）といった多くのウイルスに対するワクチンを1回の投与で接種できるようになれば、ワクチンの接種量ははるかに増加するだろう。スティーブ・ジョブズ氏が語ったように、顧客が喜ぶものを考え出すのが企業の役割だ。私はワクチンについて極めて強気の見方をしている。病気治療の最良の方法は常に予防医療であり、ワクチンはその一形態だ。

Q：それは、投資家は最大のワクチンメーカーに投資すべきということか？

ショット氏：私は最大のワクチンメーカーを数社カバーしているが、極めて重要なのはパイプラインだ。ファイザーには新型コロナワクチンで一つの製品があるが、同社にはプラットフォームがあるだろうか。今後重要なのはワクチン市場における過去の地位よりもテクノロジーとパイプラインだ。われわれが議論しているのは段階的な革新ではなくパラダイム・シフトであり、そうした意味では既存のワクチンメーカー数社の方が、より優れた位置に付けている。

ベイコ氏：ヘルスケアの他の多くの分野と同様に、バイオテクノロジーがイノベーションの源泉となるだろうが、新しいテクノロジーは販売のために最終的には大手製薬会社の手へ渡る可能性がある。現在、小規模ワクチン開発業者に対する投資に前向きな投資家が増えている。3年前であれば、そうした案件が私のところに来ても無視しただろう。デュシェンヌ型筋ジストロフィーの遺伝子治療は初期段階で一定の成功を収め、突如として遺伝子治療への投資が急増を始めた。幾つか初期の成功が必要なものもあり、新型コロナワクチンはそうした成功となった。全てがうまくいくわけではないが、より多くの取り組みが行われれば、製品も増えるだろう。

バクリ氏：政府もワクチンについては、資金提供、購入、備蓄に前向きだ。

その他注目のイノベーション分野

Ziad Bakri's Picks

T. Rowe Price

Company / Ticker	Price 9/22/21
Accelaron Pharma / XLRN	\$154.44
Ascendis Pharma / ASND	157.72
Alnylam Pharmaceuticals / ALNY	182.21
Argenx / ARGX	310.55

Q：特に有望なイノベーションとしては他にどのようなものがあるか？

ショット氏：アルツハイマー病は大きな、意見が対立する分野だ。治療薬承認をめぐるFDAの対応について意見が分かれているが、投資家の観点からすれば、これは最も大きな未充足のニーズがある分野だ。われわれが最も気に入っている銘柄の一つであるイーライリリー<LLY>はアルツハイマー病分野の投資銘柄であり、同社の治療薬ドナネマブは第3相臨床試験の段階にある。

今後数年間で複数のアルツハイマー病治療薬が狙上（そじょう）に上るだろう。来年は大きなデータが何件か発表される予定だ。医師はジレンマに直面することになる。彼らはFDAの承認基準に同意できないかもしれないが、こうした製品に対する患者側の需要は巨大だ。私は患者の治療成績が向上を続けることについて楽観視している。これにより300億～500億ドル規模の市場が生まれる可能性がある。投資家との対話ではアルツハイマー病治療薬が新型コロナワクチンと並び、最も関心を集めている分野だ。

ベイコ氏：今年は遺伝子編集におけるCRISPR技術の使用に関連した極めて面白い展開がある。われわれは、失明の原因となる遺伝子疾患のある患者の視力を回復する1回限りの治療の可能性について、エディタス・メディシン<EDIT>のデータを待っているところだ。既にインテリア・セラピューティックス<NTLA>によるプルーフ・オブ・コンセプト（POC）を確認済みだ。同社と提携先のリジェネロン・ファーマシューティカルズ<REGN>が6月末に眼の希少疾患を対象とする治療で遺伝子編集のヒトにおける有効性を証明している。CRISPRは鎌状赤血球症とβサラセミアの治療でも有効性を示している。われわれははるかに大きな進歩を目前にしている。現在多くの遺伝子編集治療計画が進行中であり、規制当局側でも多くの懸念と議論がある。

さらに、特定の変異をターゲットとするように設計された薬を使用する高精度がん治療も注視している。腎臓病などの分野でイノベーションがあり、また、特に米国で多くの人々に影響を及ぼしている肥満や非アルコール性脂肪性肝炎（NASH）の治療で興味深いブレイクスルーが起きる可能性もある。われわれはまた、医薬品開発に人工知能（AI）を活用するイノベーションにも注目している。

Q：幾つか例をお願いしたい。

ベイコ氏：この分野では2種類の企業がある。ツールを開発する企業と、ツールを使用して医薬品開発を行う企業だ。後者の方が企業価値は高くなる。これらの企業は、1000万ドル前後の投資と数年の期間で治療のための標的を発見し、候補分子（治療目的の化合物）の改善を迅速に行っている。従来ははるかに多くの資金と時間が必要とされていた。

臨床的には、AIによる効率化は極めて重要だ。われわれは、特定の薬の試験に最も適した患者グループを特定する際にAIを活用するイノベーションを幾つか見てきた。そうした薬がより有効であるかはまだ分からない。ショット氏がカバーしている大手製薬会社も医薬品開発にAIを活用している。これは、製薬業界における産業革命のようなものだ。

ベレンソン氏：われわれの投資先にはこの分野の企業が2社ある。メルク<MRK>の最高経営責任者（CEO）候補だったマイケル・ナリー氏が経営するジェネレート・バイオメディシンは、一連の先進的なコンピューティング・ツールを使用して、新しい種類のタンパク質治療薬を生み出している。これらのツールは、ターゲット物質の特定から前臨床試験に使用する製品の開発までに要する時間を大幅に短縮できる可能性がある。

もう一つの投資先は、コンピューティング・ツールを使用し、単なる単一の分子ターゲットではなく細胞全体に作用する薬を開発しているセラリティだ。これにより、創薬への新たな道が開け、臨床的に成功する可能性が大幅に向上する可能性がある。

■ フラッグシップの戦略

Q：フラッグシップは遠くにある空白地帯のイノベーションのみを追求するとベレンソン氏は書いている。その意味するところと、そこに見えるものとは？

ベレンソン氏：われわれは近隣に誰もいない分野の開拓を行っている。それが、われわれの最初の探索として2010年夏にmRNAを使用した治療に取り組んだ時の考え方だ。ある分野を独占しており、そのイノベーションが成功すれば、知的財産権上の参入障壁を構築することができる。周辺分野のイノベーションにアクセスする特権や、恐らく競合他社に対して大幅なリードタイムもあるだろう。

Q：業界のイノベーションのサイクルに関するバクリ氏の考えは？

バクリ氏：20～25年前のハイテク業界に似た状況があった。インターネットは1990年代に開発され、次第に便利になっていった。ヘルスケア業界で使用されているツールはしばらく前に発明されたが、最適化されるにつれ、次第に改善されてきている。遺伝子配列の決定がその良い例であり、次第に迅速かつ安価になりつつある。それが液体生検のような新たな応用法につながり、極めて初期の段階のがんを発見できるようになった。

さらに、医薬品開発業務受託機関（CRO）や医薬品受託製造開発機関（CDMO）が登場したことで、バイオ医薬品企業の創業ははるかに容易になった。同様に、クラウドコンピューティングやアマゾン・ウェブ・サービス（AWS）のおかげで、ハイテク企業の創業ははるかに容易になっている。新型コロナウイルスによって、ヘルスケア分野の投資とイノベーションが加速している。



Liisa Bayko /Illustration by Maria Nguyen

プラットフォーム型ビジネスの将来性

Liisa Bayko's Picks

Evercore ISI

Company / Ticker	Price 9/22/21
Altimmune / ALT	\$15.19
Editas Medicine / EDIT	59.11
BioCryst Pharmaceuticals / BCRX	15.39

ベンソン氏：AWSの例えは、単一の製品ではなく、プラットフォームをベースとしたバイオ医薬品企業の登場にも当てはまるかもしれない。ここでいうプラットフォームとは、複数の治療分野にまたがる幅広い医薬品候補を生み出すことが可能な、生物学上の新たな知見や新たなバイオ技術のことであり、投資の観点からはゲームの性質を変えるものとなる。当社のヌーバー・アフェヤンCEOが言うように、有効な製品を有するあるカテゴリーを立ち上げた場合、同じカテゴリーに属する別の製品も有効である可能性が高まる。そして、これに伴う経済性は大きい。

バクリ氏：従来のバイオ医薬品企業が油井の集合体であるとすれば、一つの井戸で石油が発見される確率は、別の井戸で石油が発見される確率から完全に独立している。こうした企業の研究開発活動はかなり優れているが、成功の時期や確率を知ることはできない。不毛な時期が続くこともあれば、製品が特許切れとなることも、内部的な成長を補完するために多額のキャッシュフローを買収に使用することもある。例えば、新型コロナ用の医薬品が成功する確率は、第2、第3、第4の薬が成功する確率を高める。この種の企業は、従来のバイオ医薬品企業にはできなかったような方法で事業の拡大を行うことが可能だ。

私は2006年にこの業界に入ったが、私の希望は、いつの日かヘルスケア業界のFANG、すなわちフェイスブック<FB>、アップル<AAPL>、ネットフリックス<NFLX>、およびグーグルの親会社のアルファベット<GOOGL>のような、事業が相互に結びついているがゆえに投資家が投資したいと考える一群のプラットフォーム企業を生み出すことだ。ベイコ氏、ベレンソン氏、ショット氏が語るようなイノベーションによって、われわれがそうした方向に向かったとしても驚きではない。モデルナやビオンテックが最初のそうした企業になる可能性もある。

ベイコ氏：プラットフォームがあることにより、セレンディピティ（幸運な偶然の発見）への依存度が減少するというのは同感だ。インテリアはほとんど一夜にして時価総額50億ドルの企業から110億ドルの企業になったが、それは一つの成功した製品の価値ではなく、何らかの共通性を持つ多くの病気を治療する薬を生み出す可能性のあるプラットフォームとしての価値を反映したものだ。ある顧客が最近エディタスのバリュエーションに疑問を投げ掛けていたが、同社も同じような評価をされていると思う。同社は眼の希少疾患を対象としているが、同社の遺伝子編集治療の成功は、その他の疾患に対しても有効性を示す確率が高いことを示唆するからだ。

大手製薬会社の立場



Stephen Berenson/ Illustration by Maria Nguyen

ショット氏：私が見ている大手製薬企業の世界は、われわれの多くが経験したこともない大きなイノベーションサイクルの入り口にいる。しかし、製薬会社のバリュエーションは市場全体との比較では過去最低水準にある。これは、規模の大きい従来型の企業は機動的な動きができないという見方を反映したもののようだが、研究開発の効率性は劇的に改善しつつあり、大手製薬会社は比較的初期段階にあるバイオ医薬品企業と提携し、あるいはそうした企業を買収することが可能だ。純粋なバイオ医薬品企業に対する投資ほどのリターンは望めないかもしれないが、ボラティリティーは高くはない。

今年のバイオテクノロジーセクターのパフォーマンスは低調

Stephen Berenson's Picks

Flagship Pioneering

Private Companies:

Laronde

Ring Therapeutics

Inari

Q：バイオテクノロジーに楽観的なようだが、今年のパフォーマンスは市場全体を下回っている。リターンは、S&P500指数の約20%に対し、iシェアーズ・ナスダック・バイオテクノロジー<IBB>は約13%だ。投資家の関心を再度高めるには何が必要か？

バクリ氏：それは、どのように、いつの時点から評価するかによる。IBBは時価総額加重平均だが、S&PバイオテクノロジーETF<XBI>は均等加重平均で、年初来で約7%の下落となっている。過去2年間、バイオテクノロジー企業の新規株式公開（IPO）が市場にあふれ、希薄化につながった。また、FDAや政治、医療保険会社の動向、企業の合併・買収（M&A）やブロックバスターの不足など、短期的な逆風もあるが、これらは平均回帰するものだ。リターンの大半は少数の企業によって生み出されたことを忘れてはならない。また、ヘルスケア関連のインデックスの多くは、パンデミック当初からの上昇率が30～40%だ。おいしい部分の大半は2020年に既に得たわけだ。

ベイコ氏：昨年、3000万ドル以上のIPOのうち、ヘルスケア関連のIPOは97件で、IPO全体の54%を占めていた。今年はこれまでに105件のヘルスケアIPOがあり、全体の44%を占めている。これは記録的な水準だ。投資家にとって、これほど多くの新規企業を追跡するのは大変なことだ。バクリ氏が言うように、このセクターは買収で成り立っている。20億～30億ドル規模の大規模な取引も見られるようになってきた。このような勢いがあれば、投資家は再び興奮するだろう。実際、ここ数週間でこのセクターは反発している。

ショット氏：2019年には大手製薬会社の業界再編の波が見られた。大企業が大企業を買収するのは、恐らくこれが最後になるだろう。大手製薬会社は現在、いわゆる「特許の崖（がけ）」に直面しているため、的をより絞ったM&Aに移行している。2025～2027年を見通すと、パイプラインは素晴らしいとまではいかずとも悪くない。パイプラインがほとんどない状態で特許の崖に向かった2010～2012年とは異なる。的を絞ったM&Aを使って、開発中の医薬品を強化したり、エクスポージャーを望む市場に足場を築いたりすることは、同じような問題を抱えた大企業を買収して社員の半分を解雇するよりもずっと理にかなっている。興味深い技術の中には、機会があるとの認識を反映して割高な場合もあるため、バリュエーション格差を埋めることが課題となる。また、パートナーシップ契約も多くなっている。要するに、大手製薬会社が2025年に向けて、特許切れによる業績の悪化を放置することはあり得ない。これらの企業が保有する現金は多く、中小のバイオテクノロジー企業の数、10年前には数社だったのに、現在では数百社に上る。M&Aは活発化するしかない。

ベレンソン氏：データによると、大手製薬会社の研究に対するリターンは低く、マイナスの場合もある。M&Aは、これらの企業が売上高を増やす主要な手段だ。しかし、それを賢く、戦略的に、財務的に実行する方法を見つける必要がある。ファイザーとビオンテックの協働は、非常に素晴らしかった。大規模な臨床試験を迅速に実施し、ビオンテックの医薬品を商業化するために世界各国の政府機関と連携したファイザーの能力は、まさにビッグファーマ最高の力が現れたものだった。

ショット氏：同感だ。製薬会社の付加価値は、大規模な臨床試験の実施などにあると思う。そこでは規模が重要だ。私のカバレッジの範囲に限れば、リターンはさほど高くないが、R&Dの生産性向上は心強い。ファイザーとビオンテックのようなハイブリッドモデルが良いのかもしれない。

■ ショット氏の推奨銘柄

Q：それでは、銘柄選びの話に移ろう。ショット氏の最も魅力的な製薬会社は？

ショット氏：選好するのはリリー、バイオ医薬品のアッヴィ<ABBV>、特殊医薬品のホライゾン・ファーマ<HZNP>で、トップピックはリリーだ。同社は、革新性に欠けるという製薬業界のトレンドに逆らっており、業界最高水準の多様性を持ち、8～10年にわたって1桁後半の増収率と10%台半ばから後半の1株当たり利益（EPS）成長が可能とみられ、特許の崖を実質的に克服している唯一の製薬企業だ。来年には業界最大級となる二つの医薬品を発売する予定で、その一つは、糖尿病治療薬で、肥満の治療薬となる可能性のあるティルゼパタイドで、リスクはかなり低い。もう一つのドナネマブは、異論もある。どちらもピーク時には年間100億～150億ドルの売り上げが見込まれる。ティルゼパタイドは、リリー最大の医薬品であるトルリシティ（年間50億～60億ドル）と比較して、効果は50%優れているようだ。ドナネマブは、患者の脳からプラークを除去する最も強力な薬だ。バイオジェンのアルツハイマー病治療薬であるアデュヘルムの市場投入が加速したことから、リリーの医薬品は2022年に承認される可能性があると考えられている。そうすると、このカテゴリーが再定義される可能性がある。リリーの難点はバリュエーションで、2022年予想株価収益率（PER）は28倍だ。しかし、成長の可能性を考えれば、このバリュエーションはおかしくない。



Chris Schott/ Illustration by Maria Nguyen

アッヴィはバリュー株だ。二つの免疫系新薬を商業化し、美容系の事業に積極的に投資することで、利益の上振れとバリュエーション上昇が期待できる。利益の底に対するPERは9.5倍で、利回りは4.8%だ。ウォール街は、アッヴィが2023年に迎えるヒュミラの特許の壁を乗り越えられるか懸念している。最悪シナリオの場合、利益が底と予想される2023年のEPSは約12ドルとみている。これは、当社が予想する2021年のEPSをわずかに下回る。スキリージ（尋常性乾癬治療薬）、リンヴォック（関節リウマチ治療薬）、そしてアッヴィが所有するボトックスのフランチャイズを考慮すると、2023年の底を境に1桁後半の増収率と、2桁前半の増益が期待できる。

ホライゾンは、大型株になる可能性のある中型株だ。昨年、甲状腺性眼疾患の治療薬であるテプロツムマブ（商品名はテペザ）を発売した。この薬は80～90%の患者に効果がある。発売後1年半に当たる年末までに、年間20億ドルのペースの売上高となり、40億ドル規模の医薬品になることを目指している。同社は、このキャッシュフローを利用して、パイプラインを拡充している。現在、第2相または第3相の開発段階にある医薬品は四つある。2022年予想PERは約19倍。

ファイザーは、新型コロナウイルス感染症ワクチンで素晴らしい仕事をした。バリュエーションの観点からは、これが単一の資産なのか、プラットフォームなのか問題となるが、われわれはどちらかという単一の資産だと考えている。ワクチンの価値をかなり楽観的に見た場合、投資家は中核事業のPERを約15.5倍と評価していることになる。これは市場全体と比較して高いとは言えないが、製薬大手ブリistol・マイヤーズ・スクイブ<BMY>のPERは8倍、アッヴィは9倍、メルクは11倍で、いずれも同様の問題を抱えている。ファイザーのパイプラインには、高い評価を支えるだけの十分なものが見当たらない。

■ ベイコ氏の推奨銘柄

Chris Schott Pick's

J.P. Morgan

Company / Ticker	Price 9/22/21
Eli Lilly / LLY	\$228.30
AbbVie / ABBV	106.41
Horizon Therapeutics / HZNP	109.96

Q：ベイコ氏の銘柄は？

ベイコ氏：ショット氏のティルゼパタイドに関するコメントに興味を持った場合、アルティミューン<ALT>に注目して欲しい。株価は17ドル、時価総額は6億5000万ドル。われわれの目標株価は25ドル。アルティミューンは、体重減少を促進するGLP-1とグルカゴンの配合剤であるALT-801のデータを継続的に報告している。この医薬品は非アルコール性脂肪肝炎の治療にも使えるかもしれない。6週間のデータが既に出ており、印象的だったが、12週間のデータと、より高用量の試験のデータが待たれる。同社は、新型コロナウイルス感染症ワクチンを開発していた。成功しなかったが、その間も多くの資金を調達し、ALT-801の開発資金を確保した。

エディタスは、われわれが最近注目している会社で、眼科疾患に対する同社の取り組みが進んでいる

ことから、アンダーウエートからアウトパフォームに変更した。同社はLCA10という希少な眼病を対象にしているが、有望なデータが出れば、大きなプラットフォーム価値が生まれる可能性がある。エディタスは、クリスプの中核企業の中で最も安価な企業であり、時価総額はわずか40億ドル。9月29日に開催される網膜疾患に関する会議で、われわれの評価モデルとプラットフォームを検証するデータが発表されるのを待っている。

最後に、1分子から医薬品のパイプラインを開発する能力は、重要なコンセプトであり、プラットフォーム企業の利点についての議論と一致している。バイオクリスト・ファーマシューティカルズ<BCRX>は、分子の中のパイプラインというテーマの銘柄になる。同社は、16人の患者を対象とした試験で、希少血液疾患である発作性夜間血色素尿症（PNH）の治療に経口薬を使用するという有望なデータを得たところだ。現在、PNHの治療には主に注射療法が用いられている。今回の試験結果は、同社の経口D因子阻害剤が、D因子が重要な役割を果たす多くの疾患の治療に一役買う可能性を示唆している。バイオクリストの時価総額は27億ドル。株価15ドル。われわれの目標株価は20ドル。

■ バクリ氏の推奨銘柄

Q：バクリ氏はどこに価値を見いだしているのか？

バクリ氏：プラットフォーム企業4社。テーマは、成績優秀な経営陣を持つ企業への投資だ。アクセロン・ファーマ<XLRN>、アセンディス・ファーマ<ASND>、アルナイラム・ファーマシューティカルズ<ALNY>、アルジェニクス<ARGX>と、意図せずして全てAで始まる企業だ。アクセロンは、トランスフォーミング成長因子β（TGF-β）を調節するレプロジルが承認済みだ。これは、多くの異なる疾患に関与する生物学の複雑でよく理解されていない分野だ。アクセロンはこの薬でブリストルと提携し、売り上げの20%程度のロイヤリティ収入を得ている。ブリストルは、長期的には30億～40億ドル規模の医薬品になる可能性がある」と述べている。

アクセロンの2番目の医薬品はソタテールセプトで、肺動脈性肺高血圧症（PAH）という生命を脅かす病気の治療薬だ。これは現在、50億～70億ドル規模の市場がある。この薬は、他のPAH治療薬で効果が得られない患者にも効果があるようだ。第3相試験のデータが良好であれば、数十億ドル規模の医薬品になると期待している。パイプラインには、重篤な症状を治療する他の医薬品もある。2016年、ジョンソン・エンド・ジョンソン<JNJ>は、PAH治療を専門とするアクテリオンを300億ドルで買収したが、この分野で生み出される価値の大きさが分かる。

次にアセンディスは、薬物が体内を通過する速度を調節する薬物送達プラットフォームを開発している。まずはホルモンに着目している。現在承認されているのは、ヒト成長ホルモンの長時間作用型製剤だ。規模はさほど大きくはないと思う。同社は、骨や心臓血管系の健康に深刻な影響を及ぼすホルモン欠乏症である副甲状腺機能低下症の治療薬を開発している。この薬はクラス最高で、ブロックバスターになる可能性がある。3番目に、小人症の初期段階の薬もある。同社は、複数の医薬品で成功を再現できる希少なプラットフォーム企業であり、その経営陣は、アセンディスをはるかに大きな会社に成長させることができる。

アルナイラムは、モデルナとは正反対の技術を追求している。mRNAは、細胞に特定のタンパク質を作るように指示を出す。アルナイラムの技術であるRNA干渉（RNAi）は、特定のタンパク質の生産を停止させる。同社は、恐らくこの分野で最も革新的な企業で、希少疾病を対象にした完全自社開発の3医薬品を発売し、年間数億ドルを売り上げている。現在は、ノバルティス<NVS>との提携による高

コレステロール血症や高血圧症など、より一般的な疾患や症状を対象としている。近いうちに、RNAi医薬品が一般的に使われるようになるかもしれない。

アルジェニクスは、胎児性Fc受容体（FcRn）阻害剤をベースにした自己免疫疾患を治療する新しいプラットフォームを構築している。このカテゴリーは、アルジェニクスと、昨年ジョンソン・エンド・ジョンソンに約65億ドルで買収されたモメンタ・ファーマシューティカルズの2社の競争になっている。アルジェニクスの時価総額は160億ドル。同社の医薬品エファルティギモドは、関節リウマチの治療薬であるアッヴィのヒュミラのように、数十億ドル規模の医薬品になる可能性がある。

エファルティギモドのエンドマーケットは、供給が制約されている献血由来の製品である経静脈的免疫グロブリン療法（IVIG）によってリスクが軽減されている。アルジェニクスは六つの異なる疾患を対象に臨床試験を行っているが、同社の医薬品は将来的には10数種類の疾患に使用される可能性があり、メガブロックバスター（超大型新薬）となる可能性がある。アルジェニクスには一流の経営陣がおり、重症筋無力症治療としてのエファルティギモドの来年の発売に向けて、既に会社をグローバルに拡大している。

ベレンソン氏の推奨銘柄

Q：フラッグシップは上場企業と非上場企業の株式を保有しているが、投資家が注目すべき企業は？

ベレンソン氏：私は、将来的に上場企業になるかもしれない非上場企業を重視する。ラロンデは、コーディングRNA医薬品の分野で事業を展開している。RNAベースの医薬品には幅広い分野がある。同社は、環状型RNA（eRNA）に注目しており、われわれのデータによると、長期間にわたって持続的なタンパク質の発現を生み出すことができる。また、繰り返し再投与することができ、複数の異なる投与経路で投与することもできる。ラロンデは、シリーズBの資金調達で4億4000万ドルを調達したばかりだ。同社の将来性に非常に期待している。

フラッグシップは、第一世代の遺伝子治療の会社を作るために投資したわけではない。リング・セラピューティクスは、遺伝子治療やその他のさまざまな治療法に使用できる、新しいクラスのウイルスベクターを開発している。その技術は、ほとんど研究されていないアネロウイルスと呼ばれる種類の片利共生型のウイルスをベースにしている。AAVベースのベクターでは難しい患者への再投与も可能で、ベクターを体内の特定の組織に向けることができるトロピズムの重要なヒントも得られている。これは、遺伝子治療の分野でパラダイムを変える企業になるかもしれない。

最後に、当社のポートフォリオの20%を占める農業・サステナビリティ分野の企業を紹介する。イナリは、「マルチプレックス遺伝子編集」と「予測設計」のための高度な計算ツールを活用して種子を生産している。イナリの種子は、作物の収穫量を飛躍的に向上させると同時に、水や窒素などの資源の使用量を現在の種子よりもはるかに少なくして作物を栽培することを目指している。種子ビジネスは一握りのプレーヤーによって支配されている。この業界に変革をもたらすというビジョンを選好している。

Q：薬価の設定やメディケアの拡大など、ヘルスケア分野では米国政府が大きな役割を果たしている。投資家がフォローすべき規制や立法上の重要課題は何か？

ショット氏：この20年間、ヘルスケアに関してはほとんど何も起きていない。2003年に高齢者・障害者向け公的医療保険（メディケア）にパートD（処方せん薬給付プログラム）が制定され、2010年に

は医療保険制度改革法（オバマケア）が成立したが、それ以降はあまり変化がなかった。医療システムの変更を提案するのは簡単だが、それを立法化して実行するのは難しい。

バクリ氏：政治家のすることは分らない。われわれの指針は、深刻なアンメット・メディカル・ニーズを満たす、真に革新的な医薬品には、ほぼ必ず対価が支払われるということだ。注目すべきは、薬価のインフレ・キャップという概念で、製薬会社が毎年のインフレ率を大幅に超えて薬価を上げることを防ぐことができるものだ。これは理にかなっている。

ショット氏：今では、そのような値上げをする企業は多くない。ここ数年は、大手製薬会社の方がもう少し貢献しなければならないと認めるようになってきた。

ベイコ氏：今、われわれが普通だと思っている値上げは、数年前のものとは大きく異なり、どれも控えめなものばかりだ。薬価に関する厳しい法案は予想していない。また、他の分野で見られるように、技術革新によって価格を抑制することができる。例えば、血液がんを対象としたT細胞療法（CAR-T）では、多くの企業が同じ対象を狙って、ある程度同じような結果や効果を得ようとしているため、競争によって薬価は低下するだろう。

バクリ氏：ヘルスケアには市場原理が存在しないと言われているが、そんなことはない。例えば、アルツハイマー病治療薬のアデュヘルムをめぐる論争を考えると、アデュヘルムは高価で、その効果は疑問視され、保険会社は利用者を制限している。

ベレンソン氏：イノベーションの話に戻ると、われわれは、アンメット・メディカル・ニーズを満たすために、革新的な医薬品を創出することを使命としている。規制当局が薬価決定における明らかな誤りを正そうとする際に、バイオテック業界を根本的に傷つけないようにと願う。この業界は国の宝だからだ。

Q：ヘルスケア投資のベストシナリオは？

バクリ氏：われわれは既に多くの難問を解決してきた。月面に人を着陸させ、グーグルの世界地図が出来て、フェイスブックで世界をつないだ。今世紀は生物学の世紀だ。多くの病気の改善や治療を可能にするさまざまなテクノロジーが、ようやく合流し、最適化されようとしている。

ベレンソン氏：われわれは、今を「生物学の世紀」と考えている。生物学は、試行錯誤を繰り返す経験的な科学から、より予測可能で拡張性のある成果をもたらす工学的な科学へと移行しつつある。

ベイコ氏：繰り返しになるが、今やバイオテクノロジーの産業革命を目の当たりにしている。新しい革新的なツールの応用が加速すれば、価値創造も加速する。医薬品がより早く、より低コストで、より少ない失敗で市場に投入される。これはムーアの法則のヘルスケア版だ。

ショット氏：1990年代のイノベーションサイクルでは、時価総額1000億円規模の企業が複数誕生した。現在も、重要な会社が次々と生まれている。8年後、10年後には、モデルナのような会社が多数あることを願っている。

By Lauren R. Rublin
(Source: Dow Jones)

2. 電池リサイクルのリ・サイクル・ホールディングスに注目

[注目銘柄]

Li-Cycle Is a Smart Play on Electric-Vehicle Batteries

電気自動車関連の賢い投資先

目標株価は直近を約30%上回る



Courtesy Li-Cycle

電気自動車（EV）革命の原動力となる無数の電池の供給競争が始まっている。この取り組みの大部分は、リチウム、コバルト、ニッケルなどの材料の採掘がカギを握る。しかし、リサイクルも電池供給の非常に大きな部分を占めるとみられる。そして、この分野で新たな上場企業が順調なスタートを切った。

カナダのリ・サイクル・ホールディングス<LICV>は、既にリチウムイオン電池のリサイクルをリードする企業の一社となっている。同

社は特別買収目的会社（SPAC）との合併を通じて8月に上場した。株式は合併翌日の8月11日に11.7ドルで取引が開始され、ほとんどの期間で初値を下回って推移していたが、先週、複数のアナリストが前向きな評価を発表した。

リ・サイクルはまだ黒字ではなく、少なくとも2年間は赤字が続く可能性がある。そのため、アナリストは予想売上高に基づいて同社を評価する傾向にある。今年の売上高は1200万ドルにとどまる公算が大きい。しかし、リ・サイクルは、全米に複数の施設を設置することで、2025年の売上高は9億5800万ドルに増加すると予想している。この増産は、2023年か2024年になるまで本格的に実を結ぶことはないだろう。

ウェドブッシュ・セキュリティーズのアナリスト、ダニエル・アイブズ氏は、同氏が予想する2024年売上高に3.5倍の株価売上高倍率（他の高成長のEV関連企業と同等）を適用し、直近株価を約30%上回る14ドルを目標株価としている。同氏はリ・サイクルが「環境をめぐる大きな潮流のスイートスポットに位置する」と考えている。

EVは、現在の自動車販売台数において、世界でわずか5%、米国で3%を占めるにすぎない。しかし、この割合は今後数年間で加速度的に上昇する可能性がある。バイデン大統領は2030年までに米国の自動車販売台数の半分以上をEVとする目標を掲げている。現在のリチウムイオン電池の年間売上高は410億ドルだが、2030年までに1150億ドルに増加するとアイブズ氏は予想する。さらに同氏は、電池リサイクル業界の規模が2027年までに27億ドルから75億ドルに成長し得ると推定している。

リ・サイクルは、カナダのエンジニアリング会社ハッチでリチウムを研究していた2人のエンジニアによって2016年に設立された。共同創業者のアジェイ・コーチャー氏はインタビューで、現在のリサイクル手法に不満があったと述べている。この手法では主に不要な材料を燃焼し、熱を利用して化学物質を分離する。コッチャー氏によれば、この過程で電池内の貴重な材料の半分以上が廃棄される可能性がある。

2人は独自のプロセスを一から発明することを決めた。その結果、燃焼よりも化学処理を利用し、温室効果ガスの排出量も大幅に減少する手法（特許取得済み）を開発した。コーチャー氏は、最大95%の貴重な材料が守られると語る。リ・サイクルの材料費は、競合他社の材料費や採掘費を大幅に下回るとアイブズ氏は述べる。

EVの廃棄を待たずともリサイクル量は増える

Li-Cycle Holdings

Lithium battery recycling

Key Data

Headquarters:	Toronto, Canada
Recent Price:	\$10.94
YTD Change:	5.6%
Market Value (bil):	\$1.7
2022E Sales (mil):	\$45.4
2022E Net Income (mil):	-\$25.6
2022E EPS:	-\$0.14
2022E P/E:	N/A
Dividend Yield:	None

Note: Estimates for fiscal 2022 ending in October. E=estimate. N/A=not applicable.

Source: FactSet

リ・サイクルはリサイクル材料を分類するプロセスを自動化しており、電池を動力源とするあらゆる品物をリサイクルすることができる。同社が2020年にリサイクルした材料の約半分は家電に由来するが、最大の成長分野は電気自動車である。

同社は既に大規模な電池部品メーカーと契約を締結している。そのうちの一家は、自動車会社ゼネラル・モーターズ<GM>と韓国のLG化学<051910.韓国>の合弁会社のウルティウム・セルズである。さらにリ・サイクルは、同社がニューヨーク州ロチェスターに設立している施設で生産する化学物質の全てを、非上場の金属商社トラクシスに販売する契約を締結した。モルガン・スタンレーによれば、リ・サイクルは年間3億ドルの材料をトラクシスに販売すると予想される。

リ・サイクルは、主要な材料を抽出する拠点のネットワークを全米のサプライヤーの製造施設の近くに構築している。同社の施設は年間1万トンの材料を処理することが可能で、推定2万台のEVを動かす材料を製造できる。モルガン・スタンレーのアナリスト、アダム・ジョナス氏は、リ・サイクルがリサイクルする材料の量に基づき、同社が北米で30%の市場シェアを有すると推定する。同社は米国よりも市場機会が大きい海外への拡大も目指している。

株価が伸び悩んでいる一因と考えられるのは、電池のリサイクルの本格化に時間がかかるとみられる

ことだ。仮にリ・サイクルの投資家が、古いEVが廃棄されるまで待つ必要がある場合、利益が実現するのに何十年もかかり得ることを意味する。しかし、リ・サイクルは既に業界の成長から利益を得ている。

その理由の一つは、電池の製造過程で材料の5~10%以上が廃棄され、リ・サイクルがその材料を回収して主要な部品を抽出するための契約を結んでいることだ。同社株を保有するヘッジファンドのUBS オコナーズ・エンバイロンメンタル・フォーカス・ストラテジーズのケン・ゲレン最高投資責任者（CIO）は、「現在急成長している製造プロセスを通じて、リサイクル量は飛躍的に増加するだろう」と述べる。

わずか数年前であっても、同社の投資家候補は、コーチャー氏に対して企業の設立には早過ぎると述べただろう。市場が成立するまであと10年はかかると予想されたためだ。現在、電池リサイクル業界はコーチャー氏すら驚くほどのペースで進歩している。同氏は「当社はスタートを切ったばかりで、そこにワクワクしている」と語る。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

3. 恒大の経営危機対応に直面する中国

China Faces a Reckoning With Evergrande Crisis
最大の焦点は国内経済に与える影響

[フィーチャー]

問題の原因は不動産業界に対する債務抑制策



Illustration by Robert Connolly; Xinhua News Agency / Getty Images

中国の不動産開発大手であるエバーグランデ・グループ（中国恒大集団）＜3333.香港＞の債務問題は、すでに減速している中国経済にとって最悪のタイミングで起きてしまった。世界の株式市場も短期的には中国で起きた危機の余波を感じるだろう。しかし、明るい兆しが見えるかもしれない。恒大の債務問題の影響が余りに深刻であれば、中国当局は、景気対策や場合によっては最近の投資規制を緩めることで投資家の救済に動く可能性がある。

中国は何年にもわたり、過熱し債務に依存した不動産市場の拡大に対処しようとしてきた。この不動産市場の拡大は中国の経済成長を支え

つ問題も助長してきた。不平等の解消と不動産投機抑制を目的に習近平主席が打ち出したこのところの一連の規制は、債務にとっても厳しい措置となった。これが、最近まで世界最大の不動産開発企業だった恒大の信用不安につながった。同社の3000億ドルの債務は、中国に対する弱気派を不安にさせてきた過剰債務問題の象徴になっている。

中国政府による経済統制、潤沢な準備金、独自の政策手法により、2008年のリーマン・ショックのよ

うな悪影響が波及する可能性は限定的だろう。アナリストの多くは、中国政府は政府の管理下で恒大を破綻させる一方、同社物件の完成前購入者は工事完成を確認することで保護され、国内で資金を調達している不動産会社は保護されるが、それ以外の不動産業者は業界再編につながる苦痛を感じるようになる公算が大きいと予想している。

実際9月23日にウォール・ストリート・ジャーナルは、恒大の額面20億ドルを超えるドル建て社債の同日期限の利払いが履行されなかったと報じ、先週中国政府が地方政府に対し恒大の破綻で予想される混乱に備え、失業抑制などで影響を最小限にとどめる方法を見付けるよう求めたことも伝えている。

対応次第では投資不適格の烙印も

Under Pressure

Fears over China's regulatory drive are sending Chinese stocks lower.

iShares MSCI China / MCHI



米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は22日に恒大債務への米国の直接的なエクスポージャーはほとんどないと語る一方、影響としては信認の低下で世界的に信用市場に打撃となる可能性を指摘した。中国最大級の企業を標的にし、収益力よりも社会的分配に焦点を当てた広範な規制の動きは、中国版資本主義における政府の介入が拡大しかねない点で、すでに投資家を混乱させている。そうした懸念から上場投資信託（ETF）であるiシェアーズMSCIチャイナ＜MCHI＞は過去6カ月間で19%下落している。

ゲイブカル・リサーチのアナリストであるウディ・シカンド氏は、「ざっと200億ドルの恒大の債務を保有する海外投資家が被る損失が、中国は投資不適格になったという懸念を増大させる可能性がある」と語る。それは中国や新興国市場からの広範な資金流出の引き金になる可能性があり、特に中国以上に海外からの投資資金に依存する国にとっては危険だ。その次には、多くの投資家が高利回りを求めてきた新興国市場の債券の損失につながるかもしれない。iシェアーズJPモルガンEMコーポレート・ボンドETF＜CEMB＞は今月0.5%下落し、52ドル15セントになっている。

最大の懸念は、恒大の破綻が減速する中国経済に与える打撃である。不動産セクターは中国の経済活

動の4分の1超を占め、資産価値から債務を差し引いた家計の「富」の主要な源泉である。不動産価格の下落は消費者の信頼感を低下させ、中国経済の減速をさらに悪化させかねない。これが、アナリストが注視する大きなリスクである。

ハーバード大学のケネス・ロゴフ教授は、「貸し手一人の問題にとどまらない。中国全体が不動産開発に依存する成長モデルであることが問題なのだ。金融危機につながったリーマンの破綻時とは異なるが、長期的成長という観点で見れば痛みは同程度になる可能性がある」と語る。

投資家が注視する中国政府の動き

Heading Lower

The Hong Kong market has declined since China's scrutiny forced Ant Group to cancel its IPO, and Evergrande's debt troubles are adding further pressure.

Hang Seng Index / HSI



世界第2位の経済大国で経済の減速がより深刻になれば、建設活動は減りコモディティ価格に打撃を与え、中国自身が不安定になるだろう。製造業や、支出に対して過度に慎重になりかねない中国人顧客に依存する消費関連企業も、打撃を受けるかもしれない。

ブラックロック・インベストメント・インスティテュートの責任者であるジーン・ボイバン氏は、「S&P500指数が年初来18%上昇していることで投資家は悪材料に神経質になっており、中国問題がボラティリティーを一気に上昇させる可能性がある」と警告する。

マシューズ・アジアの債券投資責任者であるテレサ・コン氏は、「中国当局がどのように問題に対処するかという点の透明性は、市場の反応に影響を与え、極めて重要だろう」と語る。中国の投資適格債市場での発行機能が停止したり、あるいはクレジットスプレッドが急激に拡大したりするなら、管理不能な状況になりつつあるという危険信号になるだろう。

しかし、習氏は主席として3期目を目指す来年の中国共産党大会を控え、社会不安の防止と安定維持に集中しており、当局は緊急に経済の落ち込みを抑え込む必要性にも迫られる。

中国は既に金融緩和と財政出動に動き出し、中国人民銀行（中央銀行）は先頃の130億ドルに続き170億ドルを銀行システムに注入した。経済の調整が強い痛みを伴うという視点に立てば、複数の運用会社は当局が最近の規制の動きを緩めることもあり得ると語る。

規制強化のさなかにある中国株を「中立」としているボイバン氏は、「そうした政策転換で、少なくとも6〜12カ月は投資機会を見極めようという投資家を引き付ける可能性がある」と語る。

しかし、投資家は中国政府があいにくのタイミングでの、中国経済にとって極めて重要なセクターの問題をどうやって乗り切るかを評価するため、今後数週間は不透明感が続くだろう。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

4. 歴史的強気相場が続いた債券市場

[債券]

The Bond Market Has Had a Historic Bull Run. Does It Still Have Legs?
継続に必要なものとは

強気相場の発端は40年前

史上最強の強気相場、債券市場の40年の歴史に乾杯しようではないか。だが唯一の疑問は、雄牛（ブル）の誕生日を祝うためか、それとも安らかな眠りを祈るためか、だ。

1981年9月30日、高インフレと深刻な景気後退が進行する中、10年物国債の利回りは15.82%と過去最高を記録した。その週の終わりには、利回りは低下し、債券価格は上昇したと本誌は伝えている。ようやく債券市場は上昇を始めたのだろうか。



Diana Walker/Getty Images

80年代、90年代は強気と警戒感が交差

同意しない向きもあった。カークパトリック・キャンベル・イートンのチャールズ・イートン氏は「35年にわたる弱気相場のひっそりした幕引きなどあり得ないと確信している」と本誌に語っている。

イートン氏の見方は誤っていた。第2次大戦後上昇を続けてきた債券利回りは、突然反転したのである。ポール・ボルカー議長（当時）が率いる米連邦準備制度理事会（FRB）がとったショック療法により、ついにインフレ率が低下し始め、以後40年間にわたり利回りは低下し続けることになる。

ボルカー元議長はマネーサプライの伸びを抑制し、フェデラルファンド（FF）金利誘導目標を20%に引き上げ、失業率は10%以上に跳ね上がった。インフレのピークは1980年、失業率のピークは1982年で、その後どちらも長い下降線をたどり、株価の上昇が始まった。10年物国債の利回りが11.6%だっ

た1983年11月28日、本誌のランドル・W・フォーサイスは「債券市場は世の繁栄を病的に案じている。景気が回復し始めて1年、インフレは停止状態か、それとも視界から外れるのか、熱く議論されているのに」と書いた。

インサイダー取引のスクandalすらも、強気相場を減速させなかった。1986年、フォーサイスは「(1980年代にインサイダー取引で逮捕された)アイバン・ボースキーにまつわる一部始終は、驚愕(きょうがく)、呆然(ぼうぜん)、そしてウォール街特有の辛辣(しんらつ)なユーモアの材料にとどまった」と伝え、ジャンク債が「暴落」する一方、高格付け債は「堅調な利益を上げた」と報じている。当時の10年物国債利回りは7.2%だった。

依然として危険が迫っているという声は多かった。1993年2月、クリントン政権の赤字削減により10年物国債利回りが6%を割り込むと、大手投資銀行ベアー・スターンズのローレンス・クドロー氏(後にトランプ前大統領の経済顧問)は、投資家に対して「大幅に『買われ過ぎ』とみられる債券から、利益を確定するように」呼び掛けた、と本誌は伝えている。



Gysemergh Benoit/Paris Match/Getty Images

ピムコの共同創業者のビル・グロス氏でさえ、十分強気とは言えなかった。1998年1月12日、本誌はグロス氏が「30年物国債の利回りは5.50%から7%の比較的小幅な範囲に恒久的にとどまる可能性が高いと考えている」と報じた。30年物国債の利回りが5.7%で推移する中、グロス氏の予測は4年間ほぼ的中した。しかし、ハイテク・バブルの崩壊と米同時多発テロの二重の衝撃が、この平穏な状態を揺るがすことになる。

2000年以降はチャレンジを乗り越え堅調が続く

このショックの後、アラン・グリーンスパン議長(当時)の下でFRBは行動に移る。FF誘導目標は、ハイテク・バブルが崩壊する中で、2000年5月のFFレートは6.5%あったが、13回引き下げられた後、2003年6月には45年ぶりの低水準となる1%を記録した。市場は流動性であふれた。2003年11月17日付本誌の見出しは、「FRB高官が語れば債券は上がる」で、10年物国債の利回りは4.29%、30年物国債は5.105%まで低下していた。

債券市場がFRBに密着していたとすれば、次は株式市場が債券市場を手掛かりにし始めた。2007年のサブプライム住宅ローン危機が発生する前、インフレ率は4%を超え、10年物国債の利回りは5%を一時超えていた。ベン・バーナンキ議長(当時)率いるFRBと各国中央銀行の対応は、金利の押し下げで、海外ではマイナス金利も発生した。2019年6月、本誌は「どこまで下がるのか?」との見出しで、金利について問い掛けた。債券の強気相場はついに終焉(しゅうえん)を迎えたとの見方も出た。だが新型コロナウイルスのパンデミック(世界的大流行)が始まって6カ月、10年国債の利回りは0.5%まで低下した。

強気相場継続に必要なもの

弱気相場を示すテクニカルな兆候として、上場投資信託（ETF）であるiシェアーズ米国国債20年超ETF<TLT>は、2020年8月4日に付けた高値171.57ドルから2021年3月12日には136.06ドルへと20%下落している。債券利回りはすでに今年（2021年）の高水準から低下し、足元の10年物国債利回りは1.319%だ。雄牛を再び早足へと駆り立てるには、もう一段の利回り低下が欠かせない。

By Kenneth G. Pringle
(Source: Dow Jones)

5. 乱高下した株式市場は再び金融緩和に注目 Markets Shrug Off China and Focus on Easy Money Instead 中国の影響は限定的

[コラム]

乱高下した株式市場



Qilai Shen/Bloomberg

ジェットコースターから降りるときは、乗ったときと同じ場所から降りるものだが、先週の株式市場はこれをちょうどよく表している。

9月20日に2%近く急落した米国の主要株価指数は、前週金曜の9月17日の水準かそれを少し上回る水準で9月24日の取引を終えた。他の人々にとってはひるんでしまうようなニュースが次々と報道されたにもかかわらず、こうした事実は押し目買いのセンチメントが根強く続いていることを示している。例えば、3000億ドルの

負債を抱えた、中国の巨大不動産開発会社である中国恒大集団<3333.香港>が資金繰りの危機に直面していること、米連邦準備制度理事会（FRB）が多額の債券購入を縮小する（テーパリング）との示唆に伴って利回りが上昇したこと、米政府が一貫した財政政策を策定できず、債務上限に関連して政府機関の閉鎖とデフォルトの可能性を回避できない状況が続いていることなどが挙げられる。

このような状況に対して、押し目買いをする強気派は「私が知らないことを教えてくれ」と言っているかのようだ。

9月20日の下落は、長年にわたって蓄積されてきた中国恒大集団の財務的ストレスが頂点に達したことが引き金となり、雪崩のような売りを伴って生じたものだ。しかし、振り返ってみれば、2008～2009年の金融危機を引き起こしたリーマン・ブラザーズの破綻とは異なる状況であることは明らかだった。

ニコラオス・パニガーゾグロー氏が率いるJPモルガンのクオンツ・デリバティブ戦略チームのレポートによると、9月17日と20日に株式の上場投資信託（ETF）から流出した資金は340億ドルに達した。これは、3月19日に260億ドル、3月22日に100億ドルが流出して以来で最大の資金流出額となった。

その後の値動きを見ると、9月22日と23日に急激な反転があり、市場に資金が戻ってきたように思われる。S&P500指数はこの2日間で2.2%上昇し、7月21日以来での2日間としては最大の上昇幅となった。結果、S&P 500指数はこの1週間で0.51%上昇し、2週続いた下落を止めた。チャートを重視する人にとって重要なのは、S&P 500指数が、前週の9月17日に下回った50日移動平均線を再び上回ったことだ。

より重要な債券市場の動向

しかし、より重要な動きは債券市場にあったかもしれない。指標となる10年物国債利回りは、1.30%を中心とした最近の取引レンジを抜け、7月1日以来となる1.46%まで上昇した。

不思議なことに、利回り上昇のほとんどは、ほとんどの中央銀行ウォッチャーが予想していたことをFRBのパウエル議長が確認した後の9月22日に起きたのではなかった。その予想とは、FRBは2021年終盤に毎月1200億ドルの債券購入の縮小を開始し、恐らく2022年半ばには終了するだろうというものである。

米連邦公開市場委員会（FOMC）メンバーの金利予想分布（ドットチャート）では、18人中9人が、現在0~0.25%であるフェデラルファンド（FF）金利誘導目標の引き上げが2022年末までに、遅くとも2023年までには確実に行われると見ている。

9月23日には、英イングランド銀行（中央銀行）が債券購入額の縮小と史上最低水準の政策金利からの転換を示唆する同様の見通しを発表したことで、世界的に国債利回りが上昇する中、米国債の金利が上昇した。欧州中央銀行（ECB）を除く主要な中央銀行は、極端な金融刺激策からの撤退を目指している。

再び注目される金融緩和

FRBが発表したデータによると、このような金融緩和により、米国の家計のバランスシートは膨らみ、その純資産は6月30日時点で141兆7000億ドルと過去最高を記録した。これは、主に保有株式の価値が3兆5000億ドル増加したことと、保有不動産の価値が1兆2000億ドル増加したことにより、純資産が直近の四半期で5兆9000億ドル増加したことを示す。

こうした資産増加は、FRBが毎年1兆4400億ドルの資金を金融システムに強制的に投入し続けることを正当化するものではないようだ。そして、この資金投入の流れは、恐らく毎月150億ドル程度ずつ、緩やかにしか減速しないだろう。

考慮されていないのは、FRBが金融システムに注入した過剰な流動性は、金融市場の金利がマイナスにならないようにするためにFRBに吸収されていることだ。

FRBは毎月800億ドルの米国債と400億ドルのエージェンシー住宅ローン担保証券（MBS）を購入しているため、FRBのバランスシートは8兆4000億ドル以上に膨れ上がり、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）で経済と市場が低迷する前の2020年2月末の4兆1000億ドルの2倍以上になっている。しかし、9月22日時点で、合計1兆4000億ドルの過剰流動性がFRBのリバース・レポ・ファシリティーに滞留している。これは、オーバーフローしたタンクのようであり、FRBが債券購入を終了し

でも、金融システムはこの流動性を利用できることを暗に示している。

10年物国債実質利回りが1.5%未満、10年物インフレ指数連動国債（TIPS）の利回りがマイナス1%強であることから分かるように、金融システムには流動性があふれ続けるだろう。幾つかのネガティブなニュースにもかかわらず、強気派はこうした豊富で安価な資金を活用したいとまだ考えているようだ。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

6. 利益に対するインフレの影響、フェデックスを例に How Hard Will Inflation Hit Earnings? Just Look at FedEx. 吸収か価格転嫁か

[コラム]

コスト上昇

金融の入門書によると、普通株式はインフレに対するヘッジであるとされる。それは、企業が販売価格引き上げによってコスト上昇を転嫁するためだ。しかし、企業は値上げできなければ上昇したコストを負担しなければならず、利益率が悪化することになる。

卸売物価指数（PPI）上昇率が消費者物価指数（CPI）を上回ったことを受けて、利益に対するインフレの影響については先週号の本コラムでも取り上げている。インフレの企業利益への影響が、企業経営陣にとって最重要事項である

ことは驚くにあたらない。ファクトセットの企業利益アナリストであるジョン・バターズ氏によると、インフレは第2四半期の44%のコンファレンスコールで言及された。



David Paul Morris/Bloomberg

好例が大手物流サービス会社のフェデックス<FDX>だ。賃金増加が増収分を上回り、同社の利益が予想を大幅に下回ったことを受けて、22日に株価は8%超下落した。フェデックスの第1四半期（6～8月期）の1株当たり利益（EPS）は4.37ドルだった。アナリスト予想は昨年度の実績値4.87ドルをわずかに上回る4.88ドルであったが、これを大幅に下回った。同社は、労働市場の逼迫（ひっばく）によって営業費用が4億5000万ドルも増加したことを理由に挙げた。フェデックスは増加した費用を相殺するために1月3日付で輸送料を平均で5.9%値上げするとしている。とはいえ、2022年5月期のEPSガイダンスを、6月時点の18.90～19.90ドルから18.25～19.50ドルへ下方修正した。

フェデックスの利益率低下は珍しいことではないと、同僚のアル・ルートは書いている。サプライチェーン全般においてコストが急上昇しており、8月に中間財のPPIは前年同月比23%上昇して、完成品の上昇率10.5%の2倍以上となった。

第3四半期の決算発表までわずか数週間となり、コストの増加が増収分を上回ってさらに多くの企業の

利益率が低下するか否かが重要な問題となっている。少なくとも直近の四半期決算から判断すると、次の決算は企業の収益性のピーク状態を出発点にしつつある。ソシエテ・ジェネラルのグローバル・クオンツ・リサーチを率いるアンドリュー・ラブソーン氏は、「公表ベースの利払い・税引き前利益（EBIT）は米国で30%超、欧州では55%超の大幅な増加だった。力強い増収がコスト増加を上回り、米国の利益率を過去最高に押し上げ、低下していた欧州企業の利益率さえ押し上げた」と書いている。

しかし、それが限界なのだろうか。ラブソーン氏は、「利益率はショックアブソーバーのように機能する。企業が、問題を顧客に転嫁するのではなく、価格ショックと事業の混乱を吸収できれば短期的には利益率が低下するが、金融政策の引き締め必要性など、より大きな問題は軽減される。全体としては、利益率は一時的な痛みを吸収できる程度には健全なことは明らかだが、企業がどの道を選択するかは興味深い。つまり、利益率を守ってインフレのリスクを犯すか、当面の利益減少を容認するかだ。投資家はコンファレンスコールでこれに注目している。

FRB関係者の利益相反

米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は先週の記者会見で、FRB関係者の投資およびトレーディングに関する質問を避けることができなかった。以前に報告されたように、ダラス連銀のカプラン総裁とボストン連銀のローゼングレン総裁は2020年に有価証券を保有かつ取引しており、それらは、FRBによる莫大（ばくだい）な資産買い入れの影響を直接受けた。

パウエル議長は、FRBが買い入れ対象とする相当前に購入した、自身の地方債保有について触れた。そして、償還まで保有し、取引する意向はないと付け加えた。しかし同議長は、各連銀総裁が保有しFRBの金融政策から直接影響を受ける、住宅ローンなどに投資する不動産投資信託（REIT）や、バンクロンやハイイールド債に投資するレバレッジのかかったクローズドエンドの投資信託については言及しなかった。

パウエル議長は、FRB高官の投資制限に対する再検討を要請している。有価証券には明らかに投資すべきではないが、金融政策の決定によって影響される可能性のある物には全て投資すべきではない。

何が対象となるのだろうか。筆者は、経験豊富なある不動産デベロッパーとの何年も前の会話を思い出した。そのデベロッパーは不動産市場の下降局面を心配していないと言い、「（当時の）グリーンSPAN議長が利下げ」して、不動産価格をテコ入れするだろうと語った。広範囲の投資に対する金融政策の膨大な影響を考慮すると、FRBはささいな利益相反でさえ回避しなければならない。それは、最近暴露された上場有価証券以外の投資対象も網羅すべきだ。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. 中国恒大集団の懸念を乗り切った市場はFRBにどう反応するか The Stock Market Survived China Evergrande. Can It Survive the Fed? 割高な市場に対する金融引き締めの影響は考えるべき

[米国株式市場]

大きく動いて着地は小幅高



Rebeccaosborn/Dreamstime

荒馬に乗るのが楽しいと思うのなら、株式市場の動きはきっと気に入ってもらえそうだ。特に先週の動きはその予行演習となりそうだ。

ただし、先週の動きを終値だけで見てよく調べないと、そのようには見えないはずだ。主要株価指数は、ダウ工業株30種平均が0.6%高の3万4798ドルとなり、S&P500指数は0.5%高の4455.48で引けた。ナスダック総合指数は0.1%未満のわずかな上昇にとどまって1万5047.70で取引を終了した。小型株のラッセル2000指数は0.

5%高の2248.07で週末を迎えた。

しかし、よく見ると、20日と21日にS&P500指数は合わせて1.8%下落した。この背景には、3000億ドル以上の負債を抱えた中国の不動産会社である中国恒大集団のデフォルト懸念がある。投資家は最悪の事態に備え、ウォール街には「次のリーマン・ブラザーズ」などの叫び声が響いていた。

しかし、22日にはそれがすっかり忘れ去られ、米連邦準備制度理事会（FRB）が穏やかにタカ派的な態度を示しても、政府機関が閉鎖される恐れがあっても、株式市場の反発が止まることはなかった。

中央銀行の動き

S&P500指数の下落が非常に大きかったと感じられたものの、9月2日に付けた史上最高値から21日の終値の下落率はわずかに4%で、直近高値からの5%超の下落がない期間は224日となっており、過去7番目に長い記録だ。それでも投資家は、より一層の下落が今後あるとして備えなければならない。すなわち中央銀行発の下落だ。

FRBのパウエル議長は先週の連邦公開市場委員会（FOMC）後の22日の記者会見で、金融政策の引き締め見通しを高めるための仕事をしっかりとこなした。議長は、FRBがおそらく11月のFOMCで債券購入枠の縮小（テーパリング）に関する具体的な説明を始めるだろうと示唆し、テーパリングはおそらく来年半ばまでに完了すると述べた。一方、インフレ対応上で必要があれば来年からの利上げ開始の可能性はありと投資家に語ったものの、物価上昇は一過性のものであるとの説明には説得力が感じられた。BMOウェルス・マネジメントのチーフ・インベストメント・ストラテジストであるユニユ・マ氏は「市場はやや身構えていたが、過度に懸念されるようなことはなかった」と述べる。

ただし間違わないでほしい。FRBは経済の下支えから距離を置こうとしており、世界の他の中央銀行も同様だ。その結果、過去12カ月に経験したことのない水準のボラティリティーが市場にもたらされそうだ。調査会社ゲーブカルのタンカイ・シエン氏は、経済が不安定になれば、市場の上昇基調が続

いても値動きは不安定になると指摘する。同氏は「確かに、景気後退のリスクが低いため、米国株式市場が最高値を更新する可能性は依然として高いが、上昇の道のりはより険しいものになりそうだ」と指摘する。

割高感

今後12カ月先の利益に基づく株価収益率（PER）21倍という水準は割高であり、誰もがそれを知っているにもかかわらず、とにかく株式を保有しているという事実がボラティリティーを大きくすることになる。スミス・キャピタル・インベスターズのギブソン・スミス氏は、このような「最大限の投資をしている弱気派」と呼ばれる人たちは、やや神経質になっており、問題の兆候があればすぐに売ろうとしていると述べる。同氏の説明によると、「こうした人々は自分が過剰なリスクを負っていることを知っており、ネガティブなニュースの見出しを目にすると、やはりそうであったと言って売り始めてしまうのが通常の反応」ということになる。

そうした投資家は売りに動いており、ビーオブエー・セキュリティーズのデータによると、投資家は9月22日までの1週間に286億ドルの資金を米国株式市場から引き揚げたが、これは2018年以降で最も多い金額だった。ただし同社のストラテジストは、メルトダウンを予想する顧客が20%なのに対して、メルトアップ予想は80%だという点も指摘する。来週発表されるデータで、売却した投資家がしぶしぶ買い戻した事実が示されても驚きではないかもしれない。

たとえそれが、再び売るための準備であっても。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

8. ストリーミング全盛の中、注目の米液晶テレビ大手

[注目銘柄]

This New Stock Can Ride the Boom in Streaming
ビジオは単なるテレビメーカーではない

ドングル時代の終焉



Courtesy of VIZIO

ストリーミング用小型機器（ドングル）の時代は終わった。そして液晶テレビメーカーが突然表舞台に立ち始めた。投資家には新規上場のスマートテレビメーカー、ビジオ・ホールディング<VZIO>の検討を勧めたい。同社は昨年の4倍となる1億ドル超の広告費の前払い契約を獲得した。

思い起こせば20年前、まだ動画配信大手のネットフリックス<NFLX>がストリーミングに参加していないころ、テレビは全くスマートではなく、かさばる代物だった。最高級テレビは40

インチで値段は数千ドル、重さは車のエンジンとほぼ同じだった。その後、薄くて軽い「スマートテ

レビ」が登場したが、誰もテレビをインターネットに接続しようとは考えず、ソフトウェアが更新されることはなかった。そこに dongle が現れた。アマゾン・ファイヤースティックやグーグル・クロームキャストなど安価で小型の機器やアップルTVなどのセットトップボックスは、古いテレビに洗練された基本ソフト（OS）を追加し、ネットフリックスなどへのアクセスを可能にした。

それが変わりつつある。ビジオの視聴時間のうち、ビジオ自体のOS以外に費やされる時間はわずか7%だという。dongleは終わりを迎えたのだ。筆者自身、今年初めに3台のテレビを昔の40インチテレビ1台の半額未満で購入したわけだが、最近のテレビは安価で、Wi-Fiに接続し、スマートフォン並みのOSと何百ものストリーミングチャンネルが無料でついてくる。dongleは不用品となってしまった。

ACRデータを利用した広告

ビジオの創業者兼最高経営責任者（CEO）であるウィリアム・ワン氏は、「われわれは7年以上前からスマートキャストというOSの開発に取り組み、何億ドルも投資してきた。収益化への取り組みを始めてからまだ2年も経っていない」と言う。

この取り組みには、スマートキャストでの広告販売や、ビジオの無料チャンネルであるウォッチフリー・プラスの広告販売も含まれる。新規ユーザー獲得に躍起になっている有料配信サービスにはびったりだ。大金を支払った配信業者はビジオのホームページ上にヒット番組を表示することができ、別の業者にはワンタッチで直接アプリにアクセスできるリモコンの専用ボタンが与えられる。また洗剤や車などの販売業者は無料チャンネルで広告を発信できる。

広告宣伝効果の向上から最近注目されているのが自動コンテンツ認識（ACR）だ。番組の画像を認識し、データベースに照らし合わせることで、視聴者がリアルタイムまたは録画で視聴している番組が分かる。視聴者はテレビを設置する際に、「より正確なおすすめ番組情報を受け取る」などと選択する。ACRデータを視聴者のインターネットアドレスと組み合わせることで、広告主に視聴者が訪れたウェブサイトやアプリを知らせることができる。ビジオは2015年にACRの会社を買収した。

ACRデータを使う場合、ユーザーに最も近いテレビメーカーは他の配信業者に比べて当然有利な立場にいる。またさまざまな媒体を通じて広告を配信できる。例えばビジオは、既に3回ビールの広告を見た視聴者が別のチャンネルでもう一度同じ広告を目にすることがないように調整することができる。このような理由と、またdongleの不振から、アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞も新たにテレビを立ち上げた。

12歳で台湾から渡米し、2000年には乗客の半数が死亡するという飛行機事故に遭遇したワン氏は、コングロマリットを相手に臆することはないという。「コストコで、次のソニーになると言ったら笑われた」と同氏は言う。現在、米国のスマートテレビ市場はサムスン電子＜005930.韓国＞がシェアの3分の1近くを占める。次いでTCLテクノロジー・グループ（TCL科技集団）＜000100.中国＞、ビジオ、LGエレクトロニクス＜066570.韓国＞の3社が合計で3分の1強のシェアを占めている。ソニー＜6758＞のシェアは数%にすぎない。

ロクに続くか

ビーオブユー・セキュリティーズのアナリストであるワムシ・モハン氏は、ビジオは数年前のストリーミング端末メーカーのロク<ROKU>を思い起こさせると言う。ロクの利用者が5500万人なのに対し、ビジオは1400万人だが、同氏は両社に対して強気だ。「1年後、ビジオのコンテンツの粗利益はテレビを大きく上回るだろう」と述べ、「4年前のロク同様、バリュエーションはハードウェア企業並みとなっている」と言う。

ロクはテレビメーカーにOSをライセンス提供しており、中国のTCLが主要パートナーである。ロクは2017年に14ドルで上場し、直近の株価は334ドル、時価総額は440億ドルを超える。今年の売上高は前年比60%増の28億ドルと予想されている。ビジオは今年3月に21ドルで上場した。最近は20ドル弱で取引されており、時価総額は37億ドルとなっている。ウォール街は今年の売上高を前年比15%増の24億ドルと予想している。

現在、ビジオの成長をけん引しているのはデバイスだが、デバイスの前四半期の売上高は3億3600万ドルと9%減だった。一方、広告やコンテンツ・ライセンスなどを含むその他売上高は146%増の6600万ドルに跳ね上がった。

ビジオのユーザー1人当たりの平均売上高（ARPU、機材の販売を含まない）は前年同期比90%増の16.76ドルであり、これは同じ成長段階にいた頃のロクを上回っている。前四半期、ロクのARPUは36.46ドルであった。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

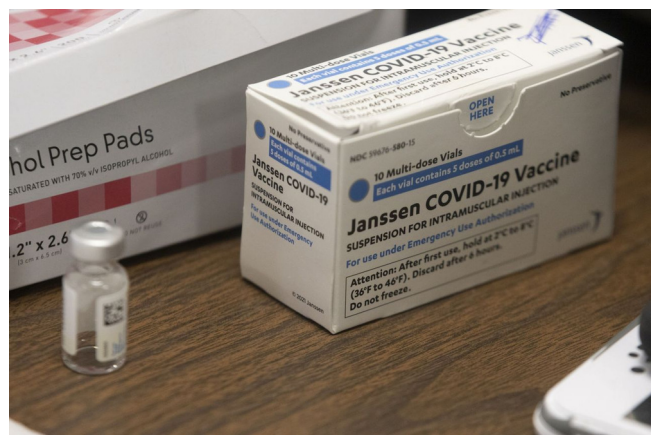
9. 配当貴族指数の安全性はハイリターンに直結しない The Aristocrats' Dividends Seem Safe. Then There's AT&T. 無配でも現金を分配する銘柄も

[インカム投資]

配当安全性の指標としてシンプリー・セーフのスコアを活用

S&P500配当貴族指数に含まれる65社はいずれも25年以上連続で増配している企業だ。こうした過去の配当実績を考えると、これらの銘柄の配当は今後もかなり安全と考えがちだ。

だが本誌は、さらなる予防策としてもう一つの判断材料を付け加えたいと考えた。それが、個人投資家向けに配当情報を提供するウェブサイト、シンプリー・セーフ・ディビデンドズの配当安全性ランキングだ。



Stephen Zenner/Bloomberg

本誌は、このウェブサイトで配当の安全性が最も高く評価されている14社の配当貴族の中から配当利回りが最も高い6社、すなわちヘルスケアコング

ロマリットのジョンソン・エンド・ジョンソン<JNJ>（直近の配当利回りは2.6%）、保険会社アフラック<AFL>（同2.5%）、食肉製品製造・販売のホーム・フーズ<HRL>（同2.4%）、消費財メーカーのプロクター・アンド・ギャンブル<PG>（同2.4%）、公益および代替エネルギー生産者であるネクステラ・エナジー<NEE>（同1.9%）、医療機器メーカーのメドトロニック<MDT>（同1.9%）を選んだ。

シンプリー・セーフ・ディビデンドスは各社の配当の安全性を評価し、0～99点のスコアを付けている（99点は配当安全性が最も高いと見なされる）。上記の6社はいずれも99点を獲得しており、これは、シンプリー・セーフはこれら6社が減配する可能性はごくわずかと見なしていることを意味する。

安全性スコアと年初来リターンは必ずしも相関しない

ところが市場はこれら6社の大半にあまり敬意を払っていない。ホームの年初来リターンはマイナス約11%だ。他の5銘柄のリターンはプラスとなっているものの、9月22日引け後の時点で年初来リターンがS&P500指数を小幅ながらも上回ったのはアフラックだけだ（アフラックの年初来リターンは約19%で、S&P500指数を1%ポイント弱上回った）。

シンプリー・セーフの配当安全性スコアが最も低い配当貴族は40点の通信会社AT&T<T>で、配当利回りは7.6%だ。AT&Tについては多くの議論がなされており、一部の投資家は同社の配当にリスクがあると考えている。同社は今年5月、ワーナーメディアを分離してメディア企業のディスカバリーと統合する取引の一環として減配すると発表した。この発表は一部の投資家を怒らせたが、同社は取引完了後も配当利回りは魅力的な水準にあると指摘した。

とはいえ、配当貴族が必ずしも永久に増配し続けられるわけではない。

特別分配金が非課税に

米国のオンライン教育サービス企業で、中南米で高等教育機関を運営するロレッテ・エデュケーション<LAUR>の配当利回りは0%だ。だが、話はそれで終わりではない。

ロレッテは、最近のウォルデン大学の約15億ドルでの売却に関連して、税金面でメリットのある特別現金分配を実施する計画だ。

同社は最近、クラスAおよびクラスB普通株式を対象に1株当たり7.01ドルを10月6日時点の登録株主に支払うと述べた。この分配金の総額は約12億9000万ドルとなる見通しで、企業以外の米国の株式保有者を対象に10月29日に実施される予定だ。

同社はこの数年、高等教育が成長期を迎えていると同社がみているメキシコとペルーに注力するため、グローバル事業のさまざまな部分を売却している。こうした資産売却は、同社が多額の負債を返済することを可能にしている。

ロレッテの9月22日引け後の株価は年初来で約18%上昇している。

重要なポイントとして、税務・会計問題専門のコンサルタント会社を率いるロバート・ウィレンス氏

は「この種の分配金が支払われるのはごくまれだが、株主にとっては非常に有益だ。分配金の大部分が配当ではなく資本の返還として扱われるからだ。株主は分配金の大部分を非課税で受け取ることができる」と指摘する。

無配の企業であっても、税金面で有利な分配金は株主に恩恵をもたらすのである。

By Lawrence C. Strauss
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

Robinhood's Crypto Wallet Could Open Another Front in the Fee Wars

ロビンフッドの仮想通貨ウォレット登場で、新たな手数料競争の可能性も

仮想通貨に対する今後の当局の動きを注視する必要がある

株式取引アプリを運営するロビンフッド・マーケット<HOOD>は、暗号資産（仮想通貨）プラットフォームに新機能を追加しようとしている。これにより、同社は仮想通貨市場でより大きな役割を果たす存在となり、ライバル企業は、手数料引き下げを迫られる可能性がある。ロビンフッドは、いわゆる「仮想通貨ウォレット」機能を10月から試験的に開始すると発表した。同社株価は、中国の仮想通貨取り締まりのニュースを受けて相場が下落する前の23日時点で、週間12%を超える上昇を遂げていた。

現在、ロビンフッドでは、暗号資産の売買をユーザーに限定している。従って同社のサービスは、個人間（P2P）取引というよりも投機目的なものとなっている。しかしウォレット機能を追加することで、ユーザーは、アプリ外への仮想通貨の出し入れや、個人間のやりとりが可能となる。

ロビンフッドは株式やオプションの取引で知られているが、仮想通貨の存在も増しつつある。2021年第2四半期の取引収益の50%以上は、デジタル資産による収入だった。中でもドージコインは、売上全体の26%を占める。ロビンフッドの台頭により、他ブローカも株式取引手数料をゼロに引き下げているが、同社が仮想通貨事業を拡大することで、コインベース・グローバル<COIN>やペイパル<PYPL>などに取引手数料を下げる圧力が掛かる可能性もある。

ロビンフッドの手数料がゼロだからといって、サービスが無料だというわけではない。同社が仮想通貨から利益を得る仕組みは、株式やオプションと同様だ。つまり注文をマーケットメーカーに回して、利ざやの一部をリベートとして受け取るのだ。ただし利ざやの大きさは不明だ。株式やオプションとは異なり、ロビンフッドは、仮想通貨取引のペイメント・フォー・オーダーフローを報告する義務はない。今のところではあるが、仮想通貨はおおむね証券取引委員会（SEC）の管轄外にある。

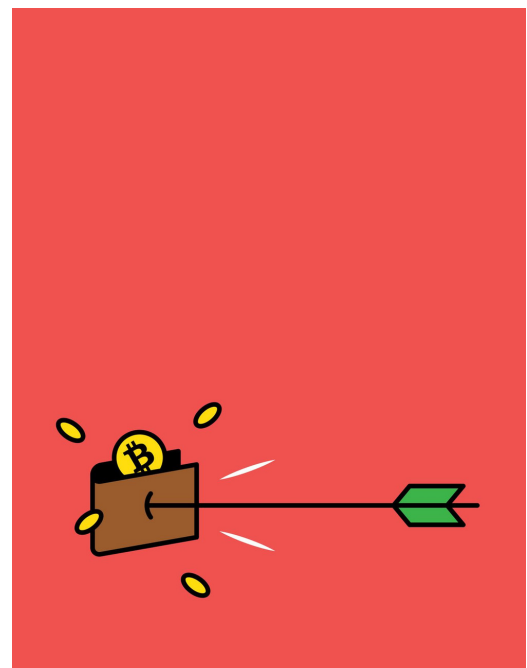


Illustration by Elias Stein

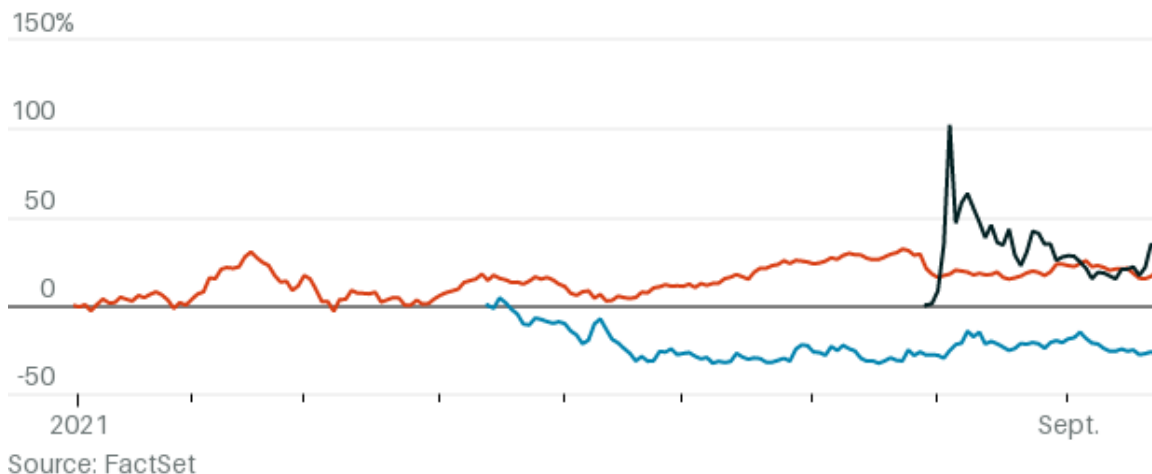
今週の予定

Recipe for Profit?

Crypto plays different roles at PayPal and 2021 IPOs, Robinhood and Coinbase Global.

Stock Performance of Coinbase Global, PayPal, and Robinhood Markets, 2021 Year to Date

■ Robinhood Markets ■ PayPal ■ Coinbase Global



9月27日（月）

- ・エネルギー大手トタル・エナジーズ<TOT>が2日間にわたる投資家向け説明会を開催し、エネルギーおよび戦略についての見通しについて説明を行う。同社はクリーンエネルギーへのシフトを推し進めて二酸化炭素（CO2）排出量を2050年までにネットゼロとする目標を掲げており、それに伴い先ごろ、「トタル」から「トタル・エナジーズ」に社名変更を行っている。
- ・8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、前月比0.6%増の2587億ドル（7月は同0.1%減）。輸送用機器を除く予想は同0.5%増（7月は同0.8%増）。

9月28日（火）

- ・英調査会社IHSマークイット<INFO>と半導体大手マイクロン・テクノロジー<MU>が決算発表。
- ・イエレン財務長官が、第63回全米企業エコノミスト協会の年次総会で基調講演を行う。9月26日～28日に開催される総会のテーマは「衝撃、変化、そして新たな経済展望」。
- ・9月のコンファレンス・ボード消費者信頼感指数発表。エコノミスト予想は114.5で、8月とほぼ同じ。
- ・7月のS&Pケース・シラー住宅価格指数発表。エコノミスト予想は、前年同月比20%の上昇で、4カ月連続で統計開始以来最大の上昇率を記録することになる。

9月29日（水）

- ・ユニフォームメーカーのシンタス<CTAS>が2022年度第1四半期決算発表。
- ・発電機メーカーのジェネラック・ホールディングス<GNRC>がバーチャルで2021年度投資家向け説明会を開催。アーロン・ジェグドフェルド最高経営責任者（CEO）をはじめとする経営陣が、成長戦略について説明を行う。
- ・米不動産業者協会（NAR）が8月の中古住宅販売保留指数を発表。コンセンサス予想は前月比1%上

昇（7月は同1.8%低下）。

9月30日（木）

- ・中古車販売大手カーマックス<KMX>、投資銀行ジェフリーズ・ファイナンシャル・グループ<JEF>、調味料大手のマコーミック<MKC>、中小企業向けアウトソーシング・サービスのペイチェックス<PAYX>が決算発表。
- ・ソフトウェア関連企業イントゥイット<INTU>がバーチャルで2021年度投資家向け説明会を開催。
- ・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>が投資家向けイベントを開催し、ESG（環境・社会・企業統治）戦略について説明を行う。
- ・9月のシカゴ購買部協会景況指数（シカゴPMI）発表。エコノミスト予想は64.7と、8月を約2ポイント下回る。

10月1日（金）

- ・米商務省経済分析局が8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0.3%増（7月は1.1%増）、個人消費支出（PCE）も同0.7%増（7月は同0.3%増）。
- ・8月の建設支出発表。コンセンサス予想は前月比0.4%増、季節調整済み年率換算で1兆5800億ドル。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

『バロonz・ダイジェスト』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信

時事通信社

編集人

川田 重信（かわた しげのぶ）

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

『バロonz・ダイジェスト』 2021/09/26
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