

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2021/11/14

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 小売株の復活の背景とは - Mall Stocks Are Back in Fashion. What's Behind Their Revival [カバーストーリー]
小売業界の衰退は不透明 P.1
2. 米国企業が直面する中国の変化が意味するもの - U.S. Companies Face New Risks in a Changing China. [フィーチャー]
成長率は低下する P.5
3. 会社分割のGE株は買い - The Math Behind the GE Spinoffs Makes Sense. It's a Bet on CEO. [注目銘柄]
カルプCEOのビジョンに賭ける P.9
4. 一部のエネルギー関連銘柄の株価は2倍になる可能性がある - Some Energy Stocks Could Double. Where to Invest Now. [インタビュー]
エネルギー投資家のデービッド・ヘイッキネン氏に聞く P.11
5. ファイザーが研究開発力を証明、株価プラス要因に - Pfizer Shows Its R&D Is Strong. It's a Good Sign for the Stock. [注目銘柄]
低所得国対応がリスク要因 P.14
6. ジョンソン・エンド・ジョンソンの会社分割は奏効するか - Will Johnson & Johnson's Split Pay Off? [ヘルスケア]
先例はあまり成功していない P.16
7. 株式市場が最も懸念すべきもの - Here's What the Market's Biggest Problem Is [米国株式市場]
インフレ率そのものよりもインフレ率に対する債券市場の反応が重要 P.18
8. 大手ファンドが疑似アクティブ運用の疑いで訴えられる - A U.S. Fund Is Hit With a Closet Indexing Charge. [ファンド]
高額の手数料ながら、中身はインデックスに酷似 P.20
9. クラウドとAIの活用で進化するコールセンターソフトウェア - A Pandemic Legacy That No One Is Talking About—Yet [ハイテク]
注目銘柄はファイブ9、ナイス、リングセントラル P.22
10. 今週の予定 - Infrastructure Stocks Pop. Investors Should Focus on the Long Play. [経済関連スケジュール]
インフラ関連銘柄の株価が上昇。投資家は長期視点で注目を。 P.24

※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. 小売株の復活の背景とは

[カバーストーリー]

Mall Stocks Are Back in Fashion. What's Behind Their Revival

小売業界の衰退は不透明

コロナ禍を契機として戦略を転換



Photograph by Scott Suchman

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）が米国経済を直撃する前、アパレル大手アバクロンビー・アンド・フィッチ<ANF>の見通しは悲惨だった。かつてはティーンエージャーの心と財布をつかんだ同社の株価は、2017年に過去最安値を付けた。ブランドの人气が低下し、ショッピングモールへの来店客も徐々に減少していた中、2020年3月にコロナ禍で全米のショッピングモールと店舗が閉鎖され始めた。小売業界が崩壊する中で、新たな犠牲者が生まれるかと思われた。

しかし、驚くべきことに、現在のアバクロンビーは2000年代の全盛期以来の好調な業績を上げている。同社はフラン・ホロウィッツ最高経営責任者（CEO）の下でブランドのイメージを一新し、よりインクルーシブなメッセージを打ち出した。さらに、ティーンエージャー向けブランドを微修正しつつ、若手社会人を主なターゲットとする方向へ転換した。第2四半期（5～7月期）の売上高は前年同期比24%増、パンデミック前の水準と比較して3%増となった。株価は年初来で120%上昇している。

ホロウィッツ氏は本誌のインタビューで「ブランドに対する消費者の受け止め方を変えることは困難で、信頼を再び築くには時間がかかる」と説明。「それを考えると、21年にこうした努力の素晴らしい効果がはっきりと表れていると言えるのは喜ばしいことだ」と語った。

新たな成長の時代に入った小売りブランドはアバクロンビーだけではない。過去1年間で、米国の小売企業の多くは奈落の底からはい上がっただけでなく、パンデミックによってもたらされたマクロ経済の変化を活用し、予想外の再生を進めている。

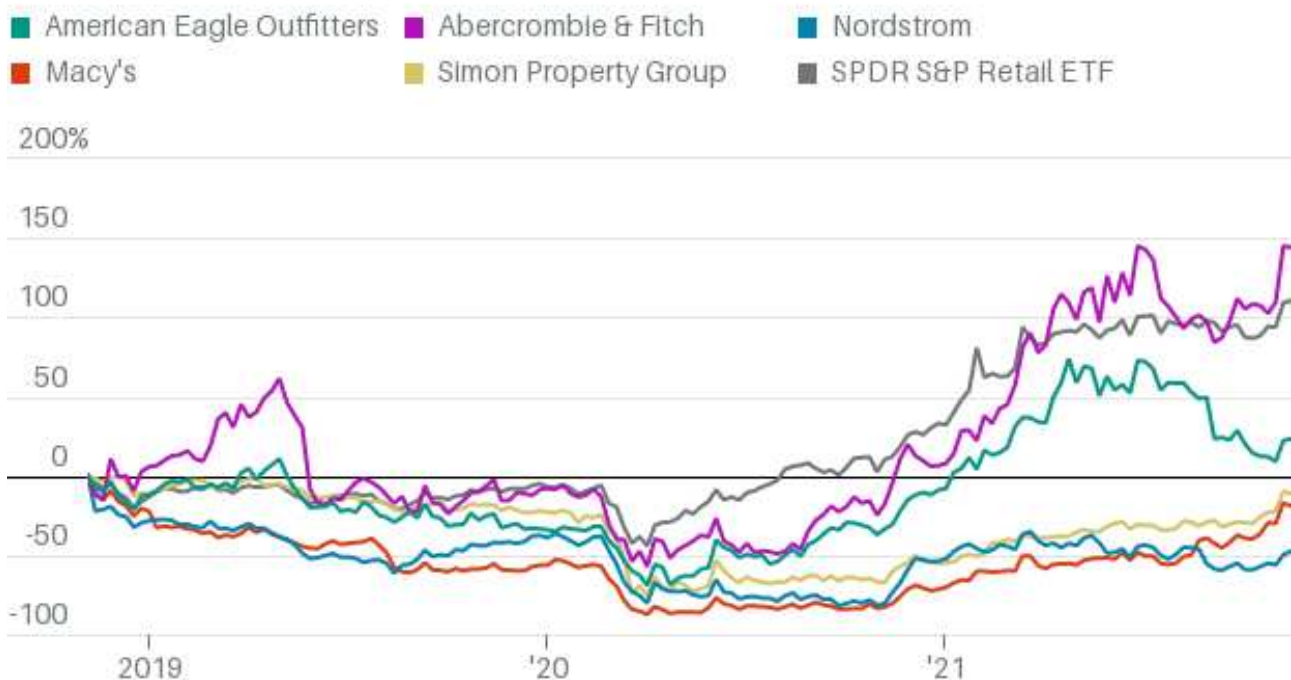
実店舗とデジタル戦略をうまく統合したブランドの売上高は急増し、株価は上昇している。堅調な相場や、消費者がコロナ禍の間にたまった貯蓄を使いたがっていることも追い風となっている。百貨店のメーシーズ<M>とノードストローム<JWN>、シューズストアのフェイマス・フットウェアを運営するカラレス<CAL>、宝飾品小売り大手シグネット・ジュエラーズ<SIG>の株価はいずれも過去12カ月で100%超上昇した。これらの企業は、過去最高の売り上げとなる可能性がある年末休暇シーズンの恩恵を受けそうだ。

小売業界の好調は続くのか、あるいは将来の売り上げを先食いしているだけなのかは不明だ。しかし、予想外の回復は、多くのブランドが実店舗の力を信じていることを改めて示した。小売企業は依然としてオンライン事業に多額の投資をしているが、実店舗の未来への大きな賭けも続けている。現実の店舗への投資が続く限り、かつて予想されていた実店舗型の小売企業の衰退は今やそれほど確実ではないように思える。

実店舗がオンラインショッピングの物流拠点に

New Growth

Many U.S. retailers have seen an unexpected renaissance.



Source: FactSet

コロナ禍による小売業界の問題は、顧客が対面での買い物を恐れたことだった。コロンビア・スレッドニードル・インベストメンツの小売業界担当アナリストのマリ・ショー氏は、「短期志向の投資家を中心に、小売業界に対する投資家センチメントは非常に悪化した」と語る。同氏は、投資家の疑念の根本には、従来型の小売企業はパンデミックの有無にかかわらず生き残れないという考えがあったと指摘する。

一方でパンデミックは、小売企業が業績不振の店舗を閉店し、好調な店舗に集中する機会をもたらした。多くの小売企業はオンライン事業の改善にも重点を置き、消費者が買い物をしたい時に、オンライン、モバイル、実店舗を問わず、いつでもどこでも買い物ができるような販売戦略へ移行した。

デジタルと実店舗をつなぎつつ、成長を加速しようとしている企業の一例として、百貨店チェーンのサックス・フィフス・アベニューの親会社は、eコマース事業をスピンオフした。スピンオフされた企業は時価総額60億ドルを目標として上場予定である。全米小売業協会の推定によれば、オンラインなどの店舗以外のチャンネルにおける今年のホリデーシーズンの売上高は11～15%増加し、過去最高の2260億ドルに達する可能性がある。

アバクロンビーはデジタル戦略に多額を投資し、デジタルから実店舗へのスムーズな移行に重点を置く。例えば、実店舗において、オンラインで購入した商品の返品・受け取りサービスを導入している。ホロウィッツCEOは、同社がパンデミックを契機として、世界で130店舗およびブランド旗艦店の50%を閉店した一方、少数の重要な新店舗を戦略的に開店したと語る。

証券会社B・ライリー・セキュリティーズのアナリストであるスーザン・アンダーソン氏によれば、実

店舗は対面の買い物客を引き付けるためのコスト効率が高いだけでなく、オンラインショッピングの受け取りと返品のための物流センターとして非常に重要な役割を担うことができる。近年では、アイウェアブランドのワービー・パーカー<WRBY>などのオンライン小売企業さえ実店舗を拡大している。

こうした企業の行動は予想外の展開を生み出している。デジタルに強いティーンエージャーやヤングアダルトの間でショッピングモールや実店舗の人気の高まっているのだ。小売業界を専門分野の一つとする設計会社BHDPが1000人の買い物客を対象として今年実施した調査によれば、14~17歳の55%は屋内ショッピングモールで買い物をしており、90%は来年もショッピングモールに行く予定であるという。18~24歳の買い物客もショッピングモールに回帰している。

多くの小売企業がコロナ禍において戦略を変更し、ショッピングモールの再開に向けて態勢を整える一方、買い物客も財布を開きたいと強く願っていた。パンデミックの間、一部の消費者は予想外に潤沢な資金を得た。景気刺激策で小切手が給付された上、旅行の費用が節約されたことで貯蓄がたまり、相場の急上昇によって資産額が増加した。現在、あらゆる所得層の消費者貯蓄は過去最高付近にある。デロイトの調査によれば、豊かになった家計の今年のホリデーシーズンにおける平均支出予定額は、昨年を15%上回る2624ドルである。

高級品セクターに強気な見方



Photograph by Scott Suchman

米国勢調査局の推定では、9月の小売り・食品サービス業界の売上高は6250億ドルで、前月比0.7%増、前年同月比13.9%増となった。小売業界だけでも前月を0.8%上回っている。全米小売業協会のマシュー・シェイ会長兼CEOは、小売企業は10年前に比べて大幅に堅調な状態で年末休暇シーズンを迎えようとしていると話す。クレジットカード大手マスターカードの支出指数に基づく予測では、今年の米国の年末休暇シーズンの小売売上高は7.4%増加し、特にアパレル、百貨店、宝飾品、高級品で大幅な増加が見込まれる。

高級アパレルのバーバリー・グループ<BRBY.英国>は先週、2022年度上半期（4~9月期）の既存事業売上高が37%増加し、定価での売上高が2桁台のペースで伸びていると発表した。高級ブランドのコーチの親会社であるタペストリー<TPR>は、予想を上回る2022年度第1四半期（7~9月期）決算を発表し、2022年度通期の売上高と利益の見通しを引き上げた。

一部のアナリストは小売りセクターに強気だ。投資銀行のカウエンは「多くの高級ブランドは値上げに成功しており、過去最高水準にある米国と海外の堅調な家計のバランスシートの恩恵を受ける公算が大きい」と述べた。調査会社ウルフ・リサーチは特にノードストロームとタペストリーを選好しており、同社のアナリストは「米国の消費支出におけるほぼ全ての主要要因が高級品にプラスに働いている」と指摘する。

一方、ショッピングモールに客足が戻り始めた。調査会社プレーサー・ドット・エーアイによるショッピングモール来店客の統計では、10月の来店客数は屋内ショッピングモールで2019年比3%増、屋外ショッピングモールで同5%増となった。来店客数の増加が一因となって、ショッピングモールの株価は急上昇している。ショッピングモールを保有する不動産投資信託（REIT）のサイモン・プロパティ・グループ<SPG>の株価は2021年に約90%上昇している。

首都ワシントン近郊のショッピングモールでシニアマーケティングマネジャーを務めるリンゼイ・ペタック氏は、「ワクチン接種を完了した人が増えてきたことと、多くの買い物客がサプライチェーンの懸念を理由としてホリデーシーズンの買い物を早めに済ませようとしていることから、7月以降の来店客数は順調に増加している」と語る。

こうした要因は全て、低迷していた小売株の株価上昇に寄与した。上場投資信託（ETF）のSPDR S&P小売りETF<XRT>は過去1年間で85%上昇した（S&P500指数は33%上昇）。インベスコS&P500イコール・ウェイト・コンシューマー・ディスクレショナリーETF<RCD>も今年、S&P500指数に対して5%のアウトパフォームとなっており、投資家が小売売上高に関して引き続き強気であることを示している。

再生が続くかは不明だが、現在のセンチメントは前向き



Photograph by Scott Suchman

小売りの再生が長期的に持続可能かどうかはまだ分からない。現在の事業環境は標準的なマクロ経済環境とはかけ離れており、何を推測しても不確実になってしまう。企業はサプライチェーンに関する懸念、インフレ圧力、長引く労働力不足への対処に苦戦している。あらゆる指標は今四半期の年末休暇シーズンの業績が堅調であることを示唆しているが、上記の要因は業績に悪影響を及ぼす可能性が高い。

サプライチェーンの圧力を和らげるため、小売企業は消費者に早めの買い物を促している。こ

の傾向が年末の売上高データをゆがめる可能性がある」と、シティグループのエコノミストであるベロニカ・クラーク氏は語る。顧客がプレゼントの買い物を前倒しする場合、11月と12月の売上高は前年に比べて減少するだろう。その反面、在庫が少ないことで小売企業の価格決定力が高まり、サプライチェーンの混乱を相殺できるという見方もある。

いずれにせよ、堅調なパフォーマンスは永久には続かないと、BNYメロン傘下のロックウッド・アドバイザーズのマシュー・フォレスト最高投資責任者（CIO）は語る。同氏は「米国経済は全体として明らかに減速しており、来年も続く見込みだ」と指摘する。景気刺激策の縮小が続くことで、同氏は経済の熱狂はいずれ冷めるだろうと予測する。その過程は悲惨なものにはならないかもしれないが、それでも消費支出は現在に比べて減少すると指摘する。

しかし、アバクロンビーは実店舗の力を活用して逆風を乗り越えようとしている。同社は実店舗の在庫を増やす予定だ。また、eコマースの注文を実店舗に回送しており、同日配送を実現するためにウー

バー、シブプト、ポストメイツなどの宅配サービス会社と協力している。

小売企業の中には、サプライチェーンソリューションを自らの傘下に収める企業もある。アパレル企業のアメリカン・イーグル・アウトフィッターズ<AEO>は最近、都市中心部の近郊に立地する自動化配送センターを運営するクワイエット・ロジスティクスを買収を発表した。そのわずか数週間前には、倉庫から小売店までの配送に特化した物流会社のエアテラを買収している。

小売企業が進化するにつれて、悲観論者は小売りの崩壊を予言できなくなるかもしれない。今のところ、センチメントは明確だ。消費者は実店舗での買い物の楽しみを再発見しており、ショッピングモールは再び注目される場所となっている。

By Sabrina Escobar Miranda and Logan Moore
(Source: Dow Jones)

2. 米国企業が直面する中国の変化が意味するもの U.S. Companies Face New Risks in a Changing China. 成長率は低下する

[フィーチャー]

高まる将来性への懸念



Illustration by Dave Murray

中国は長年にわたり、投資家から米多国籍企業の「貴重な資産」と見られてきた。今や米国企業にとって「負債」になるリスクにさらされている。

ポータルサイトを運営するヤフーは、個人データ保護法が強化される中で、中国から撤退しつつある。カジノ大手のラスベガス・サンズ<LVS>の株価は、中国政府がカジノ事業の規制を強化するとの観測から9月に急落した。モバイル半導体大手クアルコム<QCOM>は、米

国政府が中国の通信機器大手、華為技術（ファーウェイ）への販売を禁止したことから、今年は中国スマートフォン半導体市場におけるシェアを落とした。スポーツ用品大手のナイキ<NKE>は、中国新疆ウイグル自治区の強制労働問題に関する声明への反発に直面し、中国のソーシャルメディア上で同社への批判が急速に広まった。建設機械大手のキャタピラー<CAT>は中国で熾烈（しれつ）な競争を繰り広げる一方、コーヒーチェーン大手のスターバックス<SBUX>は中国のコロナ封じ込め政策で打撃を受けている。

米多国籍企業が中国市場で起きている変化に慎重に対処しているように、アナリストやファンドマネジャーは中国へのエクスポージャーの潜在的なコスト、そして中国経済が予想通り力強く成長するかどうかを懸念し始めている。

平均すると中国はS&P500指数構成企業の売上高の5%を占め、中には60%を超える企業もある。過去数十年にわたり、米国企業は積極的に中国に投資して低コストの製造拠点として活用し、それによ

て中国は米国企業の収益力を支える大きな要因となってきた。バンク・オブ・アメリカ（BofA）のストラテジストは、中国の国内総生産（GDP）とS&P500指数の1株当たり利益（EPS）の相関度が2010年以降、ゼロから90%に高まったと指摘する。同指数構成企業の利益率上昇分の約80%は、過去30年間のグローバル化の成果だ。

中国経済が減速する中で習近平国家主席が成長を犠牲にして統制強化に動き、米中が対立しているため、こうした収益力は低下する可能性が大きい。しかし、ファンドマネジャーやストラテジストは、中国の成長率低下リスクが多くの企業のバリュエーションに織り込まれていないとみている。

政策目標の変化がもたらすもの

米多国籍企業は長期にわたり中国でさまざまな問題に直面してきたが、トランプ政権下で始まった貿易戦争は米中関係が大きく変わる兆候だった。

中国に進出する米国企業が参加する米中ビジネス評議会の政務担当バイスプレジデント、アンナ・アシュトン氏は「毎年、会員企業に中国で事業を行う上での問題点について、上位10項目のランク付けを依頼するが、直近4年間は米中関係が上位10項目に入っている」と語る。

バイデン大統領と習主席は、近く会談するとみられている。バイデン政権の姿勢はトーンダウンしたもの、依然として中国政府を圧迫し続けている。関税は残ったままだ。半導体などの戦略物資の生産を米国により近い場所で拡大する企業へのインセンティブを含む超党派の法案は、上院を通過した。アナリストは重要技術の中国への流出を制限する規制が増えると予想している。

中国経済の減速は、最も大きな変化につながる可能性がある。来年の成長率は5.6%にとどまると予想されている。

中国政府の政策の重点は、成長と雇用からより平等な社会の実現に移り、負債が支える不動産開発および輸出や重要技術獲得のための諸外国への依存を減らす方向に向いている。

運用会社ファースト・イーグル・インベストメント・マネジメントのグローバル・バリュー・チームの共同責任者マシュー・マクレナン氏は、「過去20年間は政治権力と経済発展が手を携え、年率6%を超える経済成長や完全雇用、中国共産党による支配が実現された。中国が同じペースで成長することは不可能になっているように見える。共産党がさらなる支配の強化を必要とするならば、政治と経済成長は乖離（かいり）し始めるかもしれない」と語る。

中国政府が気候変動対策目標達成のために導入した電力割当制はサプライチェーンの大混乱を招いている。当局が長年の不動産業界の債務問題に対処し始めたことで、多くの不動産開発業者が破綻の瀬戸際に立たされている。

不動産市場の減速は、鉄鋼を中心とした金属需要の落ち込みにつながり、建設業界や資本財企業の売り上げを圧迫する可能性が高い。空調設備メーカーのキャリア・グローバル<CARR>のデービッド・ギトリン最高経営責任者（CEO）は最近のアナリストコールで、不動産問題のリスクは大したことではないとし、同社の空調機器売り上げに中国が重要であり、「長期的に中国と関わり続けていく」と語った。

China Sensitive

Here are the 20 companies in the S&P 500 with the greatest sales exposure to China.

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	China Sales (Percentage of Total)
Wynn Resorts / WYNN	\$92.02	-18.4%	70%
Las Vegas Sands / LVS	40.04	-32.8	63
Qualcomm / QCOM	159.80	4.9	60
Texas Instruments / TXN	187.02	14.0	55
IPG Photonics / IPGP	166.69	-25.5	42
Western Digital / WDC	55.26	-0.2	40
NXP Semiconductors / NXPI	214.22	34.7	39
Qorvo / QRVO	154.28	-7.2	34
Broadcom / AVGO	548.77	25.3	33
Corning / GLW	37.87	5.2	33
Applied Materials / AMAT	150.40	74.3	32
Lam Research / LRCX	605.78	28.3	31
Amphenol / APH	82.29	25.9	30
Xilinx / XLNX	197.89	39.6	29
Intel / INTC	50.76	1.9	26
KLA / KLAC	404.35	56.2	25
Analog Devices / ADI	180.86	22.4	24
AMD / AMD	139.87	52.5	24
MGM Resorts International / MGM	46.06	46.2	24
Nvidia / NVDA	294.59	125.7	23

Sources: FactSet; BofA Securities

中国のデータプライバシーへの取り締まりで撤退企業も出た。プライベートエクイティ大手のアポロ・グローバル・マネジメント<APO>が保有するヤフーは、撤退の理由として「中国の事業環境と法律環境が一段と厳しくなっている」ことを挙げている。ソフトウェア大手のマイクロソフト<MSFT>の一部門であるリンクトインも最近同様の判断を下した。

データトレックの共同創業者であるニコラス・コラス氏は「マイクロソフトはどんなことでもいい加減な推測はしない。巨大でシステムの重要な中国市場からの同社の撤退は、中国政府の今後の動きに関して同社が何かを知っていることを示唆している」と語る。

中国リスクが十分反映されない一方で成長余地がある業界も

市場は、スターバックスの中国での売り上げ減少などの一時的なニュースに反射的に反応しているが、今のところ、中国での売り上げが多い企業のバリュエーションが継続的に圧迫されている状況はない。

バンク・オブ・アメリカ（BofA）の米国中小型株戦略責任者であるジル・キャリー・ホール氏によると、中国での売り上げ比率上位50社は、グループとして他の米国多国籍企業や国内が基盤の企業を今年アウトパフォームしており、平均バリュエーションは過去のバリュエーションを1標準偏差分上回っている。同社は米国企業の潜在的な中国リスクに注目しており「リスクは十分に反映されていない」と語る。

またリスクが均等に配分されているわけでもない。ウィリアム・ブレアのマネジャー、ビビアン・リン・サーストン氏は「オールドエコノミーはグローバルプレーヤーが独占していたが、経済減速に伴い企業の成長も減速している。しかし、より広い消費分野、例えばヘルスケアやハイエンド製造業などは成長余地が依然として非常に大きく、皆が恩恵を受けられる」と語る。

ライフサイエンス関連機器・サービスを見ると、中国政府がヘルスケア、食と水の安全検査、環境モニタリングに多額の投資を行う中で売り上げの10%が中国向けだ。BofAによると、分析機器メーカーのアジレント・テクノロジーズ<A>、測定機器メーカーのメトラー・トレド・インターナショナル<MTD>、分析機器メーカーのウォーターズ<WAT>は売り上げの17~20%を中国から得ており、中国向け売り上げの最も多い会社に入る。それでも、これら企業の分野は科学者が他社製品への乗り換えを嫌がり、中国企業が優位に立つまで何年もかかる可能性があるため、より影響を受けにくいともいえると指摘している。

他の多国籍企業の課題は中国ライバル企業との競争であり、ナショナリズムや外国企業依存への懸念を一層高める中国政府の後押しで激化するかもしれない。

リスクのある業界の一つは自動車であり、中国は自動車生産と販売の両方で世界の約30%を占める。自動車部品メーカーのアディエント<ADNT>、アプティブ<APTV>、ボルグワーナー<BWA>、リア<LEA>、ビステオン<VC>は、BofAのアナリストによると中国で圧迫を受けるリスクが最も高い。BofAは自動車メーカーでは、電気自動車（EV）メーカーのテスラ<TSLA>が最もリスクがあるとみている。アナリストは、テスラは既に中国電気自動車市場でシェアを失っており、もし中国政府が消費者に中国製品を多く買うよう仕向けたり、ぜいたく品購入により目を光らせたりすれば苦戦することになると分析している。

アップル<AAPL>も「バイチャイナ」推進によるリスクがあり、BofAの推定では中国のiPhone（アイフォン）売り上げの10%減少は400万から500万台に相当し、売り上げが40億ドル減少する可能性もある。仮に消費者の反発が無くても、例えば中国のゲームに対する規制強化により、アップルが中国のアプリストアで得ている40億ドルのゲーム売り上げが減少することになるかもしれない。

ハーバーキャピタルのマルチアセット・ソリューション責任者のスペンサー・ラーナー氏は、多くの米国多国籍企業への投資比率を下げており、「中国は多くの企業に引き続き成長をもたらすが、利益率は低下するかもしれない」と語る。

それでも米国企業が一気に撤退するとみるアナリストはほとんどいない。資金的に中国との結びつきは強いと、米国企業の大半が中国から切り離されるデカップリングの可能性は低いと思われる。

今年初めに商工会議所がデカップリングのコスト推定を試みたりレポートによると、もし米国半導体業界が中国顧客へのアクセスを失ったら、最大1240億ドルの生産が消失し、10万人以上の雇用が危機にさらされ、120億ドルの研究開発費と130億ドルの設備投資が脅かされる恐れがある。飛行機と民間航空業界は中国市場へのアクセスを失えば年間最大510億ドルの売り上げを失いかねない。

それでもなお、両国の緊張関係は続くと言われており、特に来年2月に中国で開催される冬季オリンピックが、新疆ウイグル自治区の人権侵害や台湾の地位に関して緊張を高めた場合、ナショナリズム的な反応やボイコットのリスクが高まると予想される。投資家は多国籍企業のバリュエーション分析に中国の圧力を加える必要がある。

BofAは中国の売り上げが限定されているグローバル上場投資信託（ETF）のスクリーニングを行い、広範囲に投資する米国ETFで中国の売り上げがない2本を特定した。ウィズダムツリー米国中型株＜EZM＞とパーサー米国小型株キャッシュカウ100＜CALF＞だ。そしてSPDRポートフォリオS&P500高配当ETF＜SPYD＞は中国の売り上げ比率が1%を下回る。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

3. 会社分割のGE株は買い

[注目銘柄]

The Math Behind the GE Spinoffs Makes Sense. It's a Bet on CEO.
カルプCEOのビジョンに賭ける

GE、会社3分割を発表



Denis ALLARD/REA/Redux

ゼネラル・エレクトリック＜GE＞のラリー・カルプ最高経営責任者（CEO）は、かつての巨大コングロマリットGEにとって会社分割こそ正しい道だと信じている。投資家は信頼してGE株を買うべきだ。

GE復活の道のりは平坦ではなかった。カルプ氏はバイオ医薬品事業や航空機リース事業など多くの資産を売却した。今回、同社はヘルスケア部門、電力・エネルギー部門、航空部門の3社に分割すると発表し、同社の事業再編は新たな局面を迎えた。2023年初めにまずヘルスケア部

門を分割し、その約1年後に電力・エネルギー部門の分割が行われる予定だ。

この発表を受けてGEの株価は7%超上昇したが、すぐに反落して値上がり分を失い、12日の終値は週初めとほぼ変わらない水準となった。会社分割完了までにGE株が死に金になることを投資家は懸念しているようだ。だが心配には及ばない。2024年までに良いことが起きる可能性もあるし、事業縮小の準備中に株価が上昇し続ける場合もある。何よりも賭ける価値があるのはカルプ氏のビジョンだ。

分割後、株価に20%の上値余地

まずGEを単独の企業としてではなく、各事業部門を個別に評価するサムオブザパーツ（SOTP）分析を用いて評価する。ウォール街も認める評価方法だ。GE航空部門の比較対象となるのは航空機関連機器メーカーのレイセオン・テクノロジー<RTX>やフランスのサフラン<SAF.フランス>だが、これらの企業の株価売上高倍率（PSR）は約3倍となっている。GE航空部門はこれらの企業よりも優れた利益率を誇る。売上高が約210億ドルでPSRが3倍なら同部門の価値は630億ドルとなる。

GEヘルスケア部門の比較対象となるのは、オランダの医療・ヘルスケア機器大手のフィリップス<PHG.オランダ>やドイツのシーメンス・ヘルシニアーズ<SHL.ドイツ>で、これらのPSRは平均して約3倍だ。GEヘルスケア部門の売上高は約180億ドルで、PSRが3倍なら価値は約540億ドルとなる。

GE電力・再生可能エネルギー部門の評価はもう少し難しい。この部門には高成長の再生可能エネルギー事業と低成長の天然ガス発電事業が含まれ、さらにGEのプラント・オートメーションとソフトウェア事業も含まれる。三菱重工業<7011>やシーメンス・ガメサ・リニューアブル・エナジー<SGRE.スペイン>、その他の電力機器メーカーを比較対象としてPSRを約1倍とすると同部門の価値は約340億ドルとなる。

これら各部門を合計すると約1510億ドルだ。ここから負債や年金、GEキャピタルの残存部分を差し引くと時価総額は約1400億ドルとなる。これを発行済み株式11億株で割ると株価目標は約130ドルで、11日の終値107ドルを20%超上回ることになる。

過去の栄光からの脱却

そのように簡単であれば良いのだが、会社分割が今行われないという現実が、状況を複雑にしている。通常、分割までに時間をかけすぎると株価には重しとなる。企業は集中力を欠き、投資家が待つ間に株価は停滞してしまう。ただ、カルプ氏自身は分割にかかる時間を気にする様子はなく、分割の過程で個々の事業が改善されると言い、「われわれの方向性は明確だ」と語る。

T.ロウ・プライス・グローバル・インダストリアルズのポートフォリオマネジャー、ジェーソン・アダムス氏は、この期間がむしろ投資家にとって有利に働く可能性もあると言う。会社分割以外にも、期間中に事業売却や合併など他の選択肢もあり得る。同氏は「潜在的なオプションの価値を考えると、（GEの）方向性は非常にポジティブだ」と述べる。

GEへの投資はカルプ氏のリーダーシップへの賭けだ。同氏が計測装置および医療機器メーカーのダナハー<DHR>のCEOとして市場を8ポイント超上回る年率14.4%のリターンを達成したことや、GEにおける同氏のこれまでの成果を見れば、投資家は進んでこの賭けに参加すべきだろう。

確かに、カルプ氏が2018年10月1日にCEOに就任して以来、GEのリターンは年平均7.4%であり、これは同期間のS&P500に比べて約11ポイント低い。だが同氏は前任者たちがやらなかったことをやってのけた。まず配当を96セントから8セント（分割調整後）に引き下げた。おかげで株価は2018年10月下旬から年末までに約32%下落してしまった。だがカルプ氏はGEを過去の栄光でなく、現状をありのままに見た最初のCEOだ。事業の再編を行い、約750億ドルの債務を返済し、会社を簡素化した。2019年初頭に同社が上向き始めてからは年24%のリターンを上げており、これは同期間のS&P500とほぼ同じだ。

カルプ氏を信頼するなら安心してGE株を会社分割が行われるまで保有すべきだ。目標株価130ドルは出発点にすぎない。カルプ氏が他に切り札を持っていたとしても不思議ではない。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

4. 一部のエネルギー関連銘柄の株価は2倍になる可能性がある

[インタビュー]

Some Energy Stocks Could Double. Where to Invest Now.
エネルギー投資家のデービッド・ヘイッキネン氏に聞く

現金還元が盛んな石油・ガス会社



Photograph by Arturo Olmos

ヒューストンに拠点を置く資産運用会社、ピッカリング・エナジー・パートナーズのマネジングディレクターのデービッド・ヘイッキネン氏に話を聞いた。

本誌：よりクリーンなエネルギーへの移行が、石油・ガス会社を圧迫している。しかし、一部の資源の不足のため、エネルギー価格が上昇している。今は石油・ガス銘柄を買う好機なのか。

ヘイッキネン氏：投資家はこれらの銘柄で多額の現金還元を受けている。シェールガスの生産を手掛けるデボン・エ

ナジー<DVN>や石油・ガス開発企業のパイオニア・ナチュラール・リソーシズ<PXD>は変動配当を行い、石油メジャーのコノコフィリップス<COP>は過去最高水準の自社株買いを行っている。この分野にはロングオンリーの投資家はあまり入って来ない。バリュー投資家は、株価が100%近く上昇したのを見て、売るべきかと迷っているだろう。しかし、株式よりもコモディティの上昇のスピードの方が速いため、株価は割安だ。本来であれば、投資家はその恩恵を受けるべきだ。しかし、エネルギー分野への関心は薄い。

Q：株価がかなり上昇した今でも投資すべきなのか。

A：今後3年間のフリーキャッシュフロー利回りに基づいて、2倍以上になる可能性の銘柄がある。アンテロ・リソーシズ<AR>やEQT<EQT>のようなガス関連銘柄は、特に過去18カ月間でバランスシートが修復されたことを考えると、その条件に当てはまる。アンテロの株価は70セントから20ドルに上昇したのに、まだ推奨しているというのかなり強気だが、2倍になる可能性はある。シマレックス・エナジーとカボット・オイル・アンド・ガスが合併したコテラ・エナジー<CTRA>も同様の可能性を

秘めている。

Q：石油関連銘柄にもそのような可能性があるか。

A：50%上昇する可能性のある銘柄がいくつかある。独立系石油・天然ガス会社ダイヤモンドバック・エナジー<FANG>がその例だ。パイオニアとデボン、来年の業績予想に基づく30~50%の上昇余地がある。これらは時価総額が大きい、小型なら、PDCエナジー<PDCE>やタロスエナジー<TALO>などがある。

Q：今後原油価格は1バレル80ドルを維持、あるいはさらに上昇するか。

A：ジェット燃料の需要がまだ戻っていないのに、新型コロナウイルス感染症のパンデミック（世界的大流行）以前の価格水準に戻っている。現在の在庫水準、需要の回復と供給の規律があれば、何らかの需要破壊がない限り、この水準を維持できると思う。カギとなる注目すべきことは、サプライチェーンの問題だ。原油価格の上昇が続かない原因となる可能性がある。船が出ない、列車が動かない、トラックが走らないなどのニュースを聞くが、それは化石燃料の需要破壊だ。

資源が危機に陥ると、どこかの時点で必ず過剰修正が行われる。来年の後半には、米国の生産者はバランスシートを完全に修復し終えるだろう。既に1年半にわたって株主への現金還元が行われてきた。2022年には、世界全体やバイデン大統領、議会、そして一般の人々は、米国内で石油、天然ガス、プロパン、液化天然ガスの生産量を増やすよう求めるだろう。問題は、投資家が米国の生産者に対して、設備投資を増やすのではなく、現金還元を求めていることだ。これは、止められない力と動かせないものとの戦いで、何が起こるか分からない。2022年の後半から2023年にかけて、供給の伸びが再び加速する可能性がある。

Q：エネルギー企業の第3四半期決算が相次いで発表されているが、目を引く決算はあるか。

A：EOGリソース<EOG>は一歩抜きでた。基本配当を増やし、特別配当を行い、50億ドルの自社株買いプログラムを実施した。これは、バランスシートが健全なことを示している。次に原油価格が下落するようなことがあっても、自社株買いを実行するだろう。2020年の時点では、返済期限の迫った負債を抱えていたため、このようなことができる状態ではなかった。次のサイクルに向けて、基本的に負債のない企業になり、現金還元に集中することを示唆している。非常に魅力的だ。その一方で、コンチネンタル・リソース<CLR>は、デラウェア盆地（テキサス州とニューメキシコ州にあるパーミアン盆地の一部）でのパイオニアの資産を購入する必要があると、手の内を明かした。これは、新しい盆地での在庫を必要としており、今後より多くの買収取引をする意向があることも示しているようだ。

新エネルギー関連の推奨銘柄

Q：「新エネルギー」関連企業で推奨している銘柄は。

A：石炭の代替品となる木質ペレットメーカーであるエンビバ・パートナーズ<EVA>を「買い」でカバーしている。木を伐採すると、大量の残材が出る。これは基本的にカーボンニュートラルな燃料だ。木材産業から出る廃棄物をペレットにすることで、石油を代替することができる。石炭発電所や天然ガス発電所の燃料を木質ペレットで補ったり、置き換えたりすることができる。鉄鋼やセメント業界でも、高熱燃料の代替として水素の議論が盛んに行われているが、われわれは木質ペレットを代替として考えている。エンビバは、マスター・リミテッド・パートナーシップ（MLP）から株式会社に変更したばかりで、多くのESG（環境・社会・ガバナンス）ファンドは、MLPであったため同社を

所有していなかった。

Q：薪を燃やすことには、環境面でのデメリットもあるのではないか。

A：基本的には、閉じ込めていた炭素を再発生させる。グリーン水素やブルー水素のようにカーボンネガティブではない。しかし、カーボンニュートラルな燃料だ。

Q：肺に有害な粒子状物質が飛び散るのでは。

A：粒子状物質は、発電所に設置されているスクラバー（気体洗浄装置）に入る。石炭発電所を閉鎖せずに石炭の使用を廃止できる。薪は石炭よりもクリーンだ。石炭事業に代わる再生可能エネルギーは、安定した予測可能なキャッシュフローを生み出し、現在の株価で5.4%と、魅力的な配当利回りを実現している。

Q：太陽エネルギー関連銘柄で選好する投資は。

A：ソーラーパネルを設置する大手電力会社にはあまり興味がなく、その周辺の実現可能な技術に興味がある。エネルギー転換期における「ゴールドラッシュ」のようだ。鉱山や風力発電所、太陽熱発電所の保有ではなく、金鉱を掘るシャベルなどを提供する会社を探したい。住宅にソーラーパネルを設置する際には、直流電力を交流に変換するためのインバーターが必要になる。インバーターを製造している企業の一つが、エンフェーズ・エナジー<ENPH>だ。ソーラーリッジ・テクノロジーズ<SEDG>も、インバーターの需要から利益を得ている。そこにチャンスがあると考えている。

Q：風力発電についてはどうか。

A：われわれは、デンマークの電力会社、オーステッド<DNNGY>についてリサーチしてきたが、興味深いのは、世界的に風があまり吹いていないことだ。風速が20〜30%低下し、収益力が低下している。

Q：風速の低下は風力発電というテーマを台無しにするか。

A：多様化する必要がある。オーステッドは北海の風力発電所を多数所有している。風が弱くなってきたら、将来的にはニュージャージー州やメリーランド州の沖の風も少し入れて、バランスを取るとよい。われわれは、期待収益率が低下したことを懸念しており、この銘柄は保有していない。

Q：新旧両方のエネルギーをポートフォリオに保有することについて、投資家はどのように考えるべきか。

A：ミューチュアルファンドを運用しているのであれば、従来エネルギーはベンチマークとなるインデックスの2.5〜3%のウェイトを占めている。現時点では、それよりも上に設定すべきだと思う。2倍程度にすることもできる。エネルギー転換期には、従来エネルギーの5倍の設備投資が行われると言われている。世界の石油への設備投資は、今年は約6000億ドルだが、2014年から2015年にかけてのピーク時には9000億ドルに達していた。エネルギー転換のためには、今後30年間、世界の投資額は年間3兆〜5兆ドルに達すると言われている。われわれが注目しているのは、このようなレベルのグローバルな設備投資を可能にする実現可能技術を見つけることだ。われわれが注目している企業のほとんどが未公開企業だ。今朝も、資金調達中のバッテリーメーカーと電話で話した。また、リチウムシリコン電池のメーカーとも話をする予定がある。ベンチャー企業や株式公開前の企業にこそ、大きな好機がある。将来的に上場する可能性のある企業を探している。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

5. ファイザーが研究開発力を証明、株価プラス要因に Pfizer Shows Its R&D Is Strong. It's a Good Sign for the Stock. 低所得国対応がリスク要因

[注目銘柄]

新型コロナウイルス経口治療薬が89%の有効性

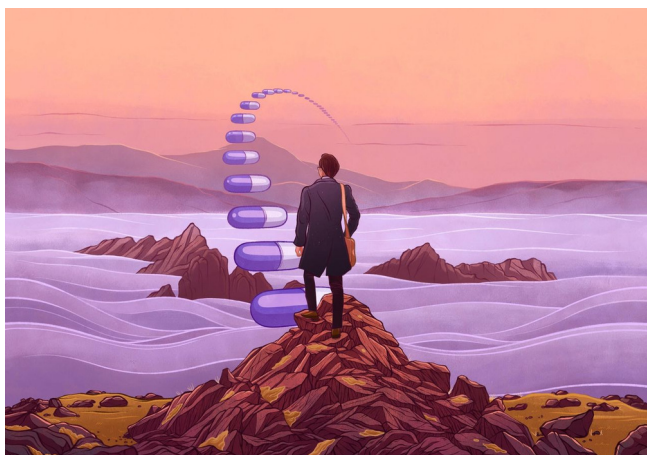


Illustration by Jason Lyon

11月8日の早朝、電話に出たファイザー<PFE>のミカエル・ドルステン最高科学責任者（CSO）は興奮さめやらぬ様子だった。同社の新型コロナウイルスに対する経口治療薬が高リスクの成人の入院リスクを89%減少させたというニュースが市場を驚かせてからわずか数日後のことだった。驚くほど有効性の高い新型コロナワクチンをわずか10カ月で開発し、1年後に同じように驚くべき新型コロナ治療薬を開発するというファイザーの双子の偉業を、同CSOは「この種の世界記録を更新し、同時にグランドスラムを達成するというのは偶然にはなし得ないことだ」と表現した。

2年前、同社のアルバート・ブーラ最高経営責任者（CEO）は投資家に対し、ドルステンCSOが10年以上にわたり再構築してきた研究開発事業に賭けてほしいと語った。その賭けが今ほど賢明に見えたことはない。ブーラCEOは特許切れ医薬品部門と最後に残った消費者向けヘルスケア製品をファイザーから切り離し、ドルステンCSOの研究開発成果に全てを賭けるバイオ医薬品専門の企業を残した。本誌は2019年のカバーストーリーで、ブーラCEOとドルステンCSOが成功する可能性があるとして主張した。新たな抗ウイルス経口薬のデータから、本誌の2年前の主張の正しさを改めて確認することができる。

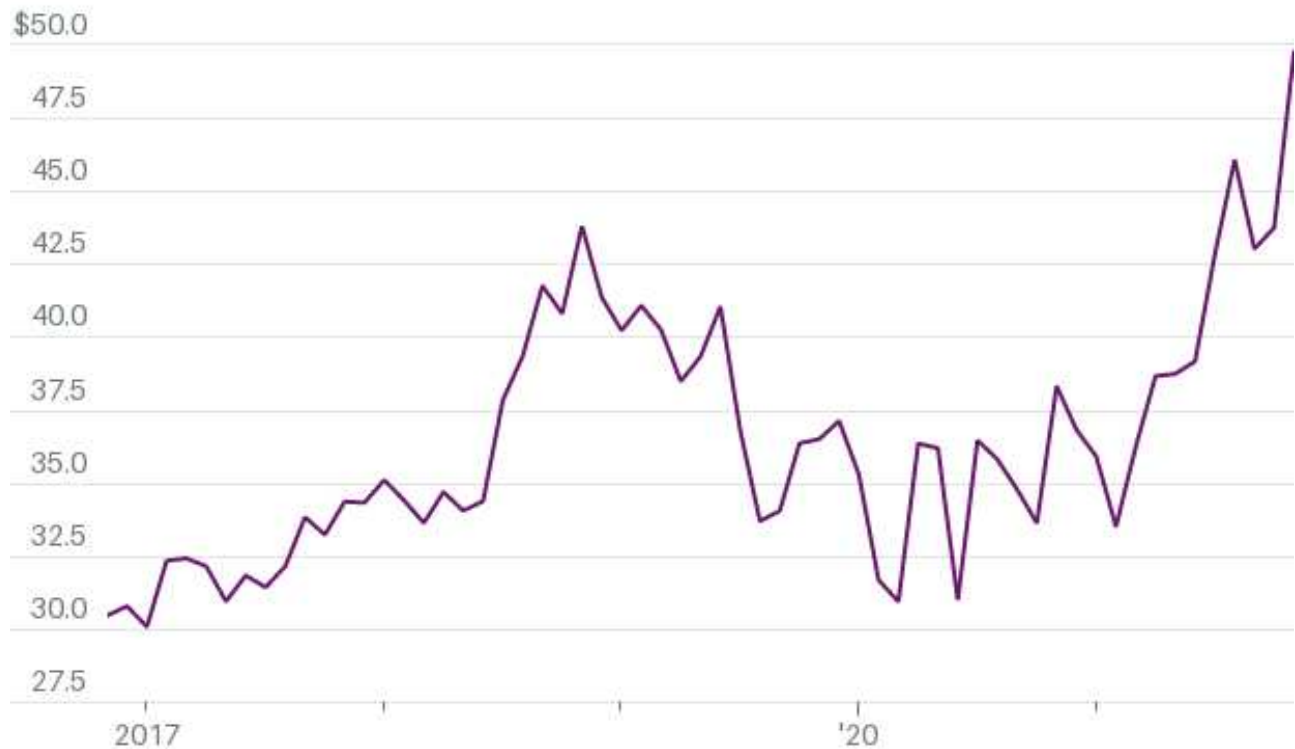
抗ウイルス経口薬のデータ公表日に、ファイザーの株価は10.9%急伸し、1日の動きとしては少なくともこの20年間で最大の上昇率となった。とはいえ、同社の株価は50ドル前後で推移しており、予想株価収益率（PER）が12倍であることから、ジョンソン・エンド・ジョンソン（J&J）<JNJ>やイーライリリー<LLY>といった同業者よりも割安だ。

株価が割安である理由としては、同社が2020年代末に直面する「特許の崖（がけ）」に対する懸念が考えられる。同社は、年間数十億ドルの売り上げをもたらしている幾つかの医薬品に対する独占権を失う。しかし、今回の研究開発上の勝利によって、投資家は同社がこの崖を安全に越えることができるという確信を得るだろう。市場が追い付くには時間がかかるかもしれないが、長期投資家にとっては好機であるといえる。

研究開発力の証左

抗ウイルス経口薬の成功は、ファイザーの優れた研究開発能力を示すものだ。同社の新型コロナワクチンが生まれたのはドイツのバイオ医薬品企業ビオンテック<BNTX>の研究室だったが、新型コロナ抗ウイルス経口薬は米国北西部にあるファイザー自身の研究室のドルステンCSOが「ドリームチー

Pfizer / PFE



Source: FactSet

ム」と呼ぶ研究者たちによって開発されたものだ。

パンデミック（世界的大流行）の初期に、ファイザーは新型コロナウイルスに対する取り組みをビオンテックと共同のワクチン開発と自社独自の治療薬開発とに分割した。ワクチンへの取り組みは大西洋をまたぐ大規模なものとなり、ドルステンCSOはこれを「メガチーム」と呼んだ。

抗ウイルス経口薬プロジェクトははるかに小規模で、医薬品設計の責任者シャーロット・アラートン氏を含むファイザーで最も経験豊富な研究者が招集され、ワクチン開発努力以外のリソースを使用して遂行された。研究者たちはファイザーが何年も前に行ったプロテアーゼ阻害剤と呼ばれる一種の抗ウイルス薬の研究から始めたが、ファイザーの化合物ライブラリーにあるプロテアーゼ阻害剤は静脈内投与されたものであり、経口投与ではうまく機能しなかった。そのため、かなりの開発作業が必要となった。研究者たちは経口投与に適した薬剤を特定するため、600の化合物を作り出した。通常であれば数年を要するプロセスだったが、数カ月で完了した。「4年かかるものが、4カ月で実現された」とドルステンCSOは言う。

3月に臨床試験が開始された。同社は、高リスク患者を対象とする治験、高リスクではない患者を対象とする治験、ウイルスに曝露されながら発症していない患者の予防に関する治験を含め、現在幾つかの第2、第3相臨床試験を行っている。初回取得データで、同治療薬はメルク<MRK>の新型コロナ治療薬を大きく上回る有効性を示したように見える。

「これがファイザーの医薬品研究開発が一般的な認識よりも優れていることを証明する上でプラスになるのは確かだ」と投資銀行キャンター・フィッツジェラルドのアナリスト、ルイーゼ・チェン氏は言う。同氏はファイザーの投資判断をオーバーウエート、目標株価を61ドルとする。ただし、同氏は、新型コロナウイルス用のワクチンと治療薬の売り上げに持続性があることが明確になり、開発パ

イプライン内の他の候補薬も満足のいく結果を出すまで、他の投資家が同氏と同じような考え方をするようになるとは考えていない。したがって、ファイザーへの投資は長期投資にならざるを得ないだろう。

低所得国対応をめぐる批判

一方、モデルナ<MRNA>のここ数週間の経験で明らかになったように、ワクチンメーカーは不平等なワクチンの配布について厳しい目で見られる可能性がある。世界で投与されている70億回を超えるワクチンのうち、低所得国向けは1%未満にすぎない。バイデン政権の当局者はモデルナに対する不満を募らせており、低所得国に対し非営利的な価格でより多くのワクチンを供給できるように同社に増産を要請している。モデルナの株価は直近3カ月で40%以上下落している。

パンデミックが長引くにつれ、ファイザーは、約1年前に新型コロナワクチンの導入で獲得した極めて大きな同社に対する好意を毀損（きそん）するリスクに直面する。今月初め、ブーラCEOは本誌に対し、不公平なワクチン配布は発注しない低所得国に責任があると語った。同社は、低所得国に無償供与するための10億回分のワクチンを非営利価格で米国政府に販売済みであり、来年末までに合計20億回分のワクチンを非営利的な価格で中低所得国に出荷するとしている。

抗ウイルス経口薬に関しては、同社はワクチンと同じアプローチを採用し、低所得国向けは段階的な価格設定にするとしている。これは、自社の新型コロナワクチンを低所得国で広く利用可能にするというメルクの計画とは大きく異なっている。メルクは国連が支援するグループと、同社の新型コロナ治療薬の特許使用料なしで世界中にライセンスする契約を締結した。ドルステンCSOは、「当社もそうした選択肢を検討する予定だ。何か違うことをすると言ったことはない。ただ、当社は関与する者が誰であれ、適切なアドバイスを受け、適切なスキルがあることを確実にしたいと考えている」と説明した。

しかし、既に先月末には、活動家がブーラCEOの自宅の外で抗議活動を行い、ファイザーに対し、ワクチン製造技術を共有するとともに、高所得国の発注よりも先に低所得国の発注に対応するように要求した。抗ウイルス経口薬を共有する積極的な計画が、そうした批判を回避し、米国政府との良好な関係を維持し、同社の素晴らしい研究開発によって株価の上昇が続くようにする上で有益であろう。

By Josh Nathan-Kazis
(Source: Dow Jones)

6. ジョンソン・エンド・ジョンソンの会社分割は奏効するか

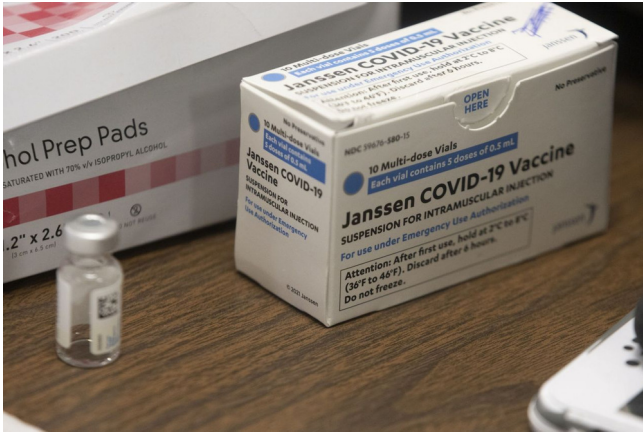
[ヘルスケア]

Will Johnson & Johnson's Split Pay Off?

先例はあまり成功していない

消費者向け部門分離の発表

医療・ヘルスケア企業のジョンソン・エンド・ジョンソン（J&J）<JNJ>は、消費者向け部門を別会社として分離し、医薬品と医療機器を残すが、それでも世界最大のヘルスケア企業にとどまり続けると述べた。同社の株価は、12日朝の時間外取引では前日比4.3%高の170ドルまで上昇したが、結果的には165.01ドルで引けた。投資家は会社分割に飛び付くべきではないことを、歴史は示している。



Stephen Zenner/Bloomberg

J&Jは、自社のスリム化において、消費者向け部門の分離という製薬大手のファイザー<PFE>とグラクソスミスクライン<GSK>の前例に従った。投資家は、ファイザーとグラクソスミスクラインの発表でも興奮しなかった。ファイザーの株価は消費者向け部門分離前と比較すると分離から1年後には下落しており、グラクソスミスクラインは分割実施前に市場をアンダーパフォームしている。

投資家は、最近の大手製薬会社のスピノフにもほとんど関心を示さなかった。ファイザーの別の部門とジェネリック医薬品のマイランが合併して昨年設立されたヘルスケア企業のヴィアトリス<VTRS>の株価は年初来で24%下落している。製薬大手のメルク<MRK>がスピノフしたヘルスケア企業のオルガノン<OGN>の株価は、5月の取引開始以降で市場をアンダーパフォームしている。

J&Jのジョセフ・ウォルク最高財務責任者（CFO）は本誌に対して、トレーダーが消費者向け製品企業に対して全般的に比較的高いバリュエーションを適用しているために、投資家はJ&Jの消費者向け部門を独立企業として一段と高く評価する公算が大きいだろう、と語った。「われわれは、今回の決断の戦略的メリットが完全に理にかなっていると強く信じており、株主には価値を還元しているとも考えている」と同氏は言う。

実際、ペプトビスモル（胃腸薬）やタンパックス（生理用品）、さらにタイド（洗剤）などを販売する一般消費財メーカーのプロクター・アンド・ギャンブル（P&G）<PG>の今後12カ月予想株価収益率（PER）は24倍となっている。対してJ&Jは16倍だ。

■ 訴訟と医薬品特許の問題

もっとも、名前を変えただけでは、J&Jが直面しているベビーパウダーを含む訴訟の影響を拭い去れない。訴訟は、新会社に対する投資家の評価に対する重しになるかもしれない。J&Jは10月に、ベビーパウダーの債務を保有する子会社を設立して同子会社を破綻させた。投資家との電話会議で、債務が存続会社に残るのか新会社に移管されるのかという質問に対して、ウォルク氏はその決定は破産裁判所に委ねられていると述べた。

存続会社については、消費者向け部門が担っていた売上高に対する緩衝材的役割の消滅によって、製薬部門における今後の特許の崖（特許失効による売上高急減）に対する投資家の懸念が高まる恐れがある。J&Jの特許の崖は、ファイザーやメルクほど深刻ではないものの、試練となり得る。

一方で、オッペンハイマーのヘルスケア株式ストラテジストであるジャレッド・ホルツ氏は、消費者向け製品が、ここ数年間のJ&Jの成長にとっての足かせになっていた、と言う。同氏は「それが理由で、バリュエーションは上昇する可能性がある」と語る。

しかし、分割が実施されるのは2023年の半ばから終盤で、J&Jの株式に関する判断を急ぐ必要はない。全ての複雑な事情を考慮すると、恐らく急ぐべきではないだろう。

By Josh Nathan-Kazis
(Source: Dow Jones)

7. 株式市場が最も懸念すべきもの

[米国株式市場]

Here's What the Market's Biggest Problem Is

インフレ率そのものよりもインフレ率に対する債券市場の反応が重要

インフレ懸念



David Paul Morris/Bloomberg

誰もがインフレを懸念しているが、投資家が本当に懸念すべきなのは債券市場の動向だ。

先週の株式市場の主な下落要因としてインフレが指摘された。少なくとも表面上は妥当な見方だろう。主要株価指数を見ると、ダウ工業株30種平均は0.6%安の3万6100ドル31セントとなり、S&P500指数は0.3%安の4682.85で引けた。ナスダック総合指数は0.7%下落して1万5860.96となり、小型株のラッセル2000指数は1.0%安の2411.78で週末を迎えた。

先週の下落分の多くは、労働省が10月の消費者物価指数（CPI）を発表した10日のものだ。発表されたCPIを前年同月比で見ると6.2%上昇と急速に伸びており、変動の大きな食品やエネルギーを除いたコアCPIで見ても4.6%の上昇だった。いずれも9月の上昇から加速しており、いずれの数値もエコノミストの予想を上回る結果となった。バイデン大統領でさえ、このCPIがもたらす影響を認め、「このトレンドを覆すことが私の最優先事項だ」とツイートした。

債券市場は大きく反応

この数字に対する株式市場の反応は、少なくとも当初は、エコノミストや政治家、一般の人々に比べて鈍かった。S&P500指数のe-mini先物は、CPIが発表される午前8時30分（米国東部時間）の5分前には4662.25だったが、発表後の8時35分では0.1%上昇して4667.00をつけていた。

実際、市場が下落したのは10日のかなり後のことで、30年物国債の入札で利回りが入札前の1.9%以下から1.947%に急上昇するというひどい結果になってからだ。ジェフリーズでマネーマーケットのエコノミストを務めるトーマス・シモンズ氏によると、スタンダード&プアーズ（S&P）社が米国の格付けを引き下げてからわずか6日後に入札が行われた2011年8月以来の大きな「テール」（落札平均利回りと落札最高利回りの差）が生じたことになる。債券利回りの急上昇は、特にナスダック市場に対する影響が大きく、ナスダック総合指数は10日に1.7%下落した。

債券市場のボラティリティーは確実に上昇しており、シカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティ

Market Snapshot



リティー指数（VIX指数）に相当する米国債市場版のICE BofA MOVE指数は78.31と、2020年4月以来の高水準まで上昇した。

他の市場は反応薄

それでも、債券市場のボラティリティーが上昇する一方で他の市場は落ち着いていた。キャピタル・エコノミクスシニア・マーケット・エコノミストであるジョナス・ゴルターマン氏によると、株式市場のVIX指数は長期平均の約20を大きく下回る16近辺で週を終え、為替市場も落ち着いていた。同氏は「これは異例の組み合わせで、債券と為替のボラティリティーは通常、密接に連動している」と書いている。

債券市場のボラティリティーの上昇が続けば、他の市場に波及しても不思議ではない。しかし、週末には大きな動きはおおむね静まった。30年国債の利回りは1.955%と11月5日の1.885%から上昇したが、それほど懸念するような上昇にはならなかった。週後半に株式市場が反発したのはそのためかもしれない。

先週の教訓は、インフレは債券市場が問題視するまでは、少なくとも株式市場にとって問題ではないということになる。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

8. 大手ファンドが疑似アクティブ運用の疑いで訴えられる

[ファンド]

A U.S. Fund Is Hit With a Closet Indexing Charge.

高額の手数料ながら、中身はインデックスに酷似

米国で疑似アクティブ運用に関する初めての訴訟



Psisaa/Dreamstime

あるミューチュアルファンド大手が疑似アクティブ運用の疑いで訴えられ、アクティブ運用ファンドのマネジャーが保有運用資産でベンチマークとの十分な差別化を図りながらインデックスファンドと競争する上で直面する難題が増えていることが浮き彫りになった。

サンフランシスコに拠点を置くシューバート・ジョンクヒア&コルビー法律事務所は11月8日、アメリカン・センチュリー・インベストメンツに対して集団訴訟を起こしたと発表した。

原告は、アメリカン・センチュリーが運用する運用資産24億ドルのアメリカン・センチュリー・バリュー・ファンド<TWVLX>はアクティブ運用と称して過剰な手数料を請求しているが、実際にはベンチマークに極めて近い中身で運用成績もほとんど変わらない、疑似アクティブ運用、いわゆるクローゼット・インデックスだと主張している。アメリカン・センチュリーは、この申し立ては誤りであり、全く根拠がないと反論し、徹底的に戦うつもりだと本誌宛ての電子メールで述べている。

投資家が、運用資産を安価でアクティブ運用ファンドをアウトパフォームするパッシブなインデックスファンドに移すようになってから、クローゼット・インデックスがファンド業界で問題となっていた。アクティブ運用ファンドのマネジャーの多くが、インデックスファンド並みのパフォーマンスを上げなければならないというプレッシャーから、運用するポートフォリオをベンチマークに近づけるようになったのだ。

問題の核心は、アクティブ運用ファンドのマネジャーがインデックスを運用ポートフォリオにどんなに忠実に反映させていても、インデックス運用ファンドを運営する他社よりも高い手数料を取ることが多く、それが投資家の運用益を減らすことにある。

シューバート・ジョンクヒア&コルビー法律事務所のパートナーであるノア・シューバート氏は、「一般的に、アクティブ運用の目標は、インデックスをアウトパフォームすることだ。もしアクティブ運用が単にインデックスをトラッキングするだけなら、投資家がアクティブ運用に払う多額の手料は意味のないものだ」と指摘する。同事務所の集団訴訟事案は、主に虚偽のマーケティングに関する損害賠償であり、原告は過去に支払った過剰な手数料の回収を求めているという。

クローゼット・インデクサーへ厳しい視線

近年、世界中の投資家や規制当局が、クローゼット・インデックスとみられるファンドを運用する、いわゆるクローゼット・インデクサーを追及している。2014年には、スウェーデンのファンドであるスウェドバンク・ロブルに対して、同社が商品を不当に表示して投資家に過剰な手数料を請求してい

たとする集団訴訟が提起された。この訴訟は後に却下されたが、スウェーデンの規制当局はクローゼット・インデクサーに対する規制を強化する計画を発表している。

同様の訴訟が、2016年にノルウェーのDNBアセットマネジメントに対して起こされた。この時は、ノルウェーの最高裁判所が同社に不利な判決を下し、影響を受けた投資家への補償を命じた。カナダでは、銀行大手のロイヤル・バンク・オブ・カナダ<RY>とトロント・ドミニオン銀行<TD>のアクティブ運用ファンドがクローゼット・インデクサーではないかという疑いで、2019年に2件の集団訴訟が起こされた。これらの訴訟は継続中だ。

アメリカン・センチュリーに対する訴訟は、クローゼット・インデクサーに関するものとして米国では初めての事案だとシューバート氏は言う。

投資家のクローゼット・インデクサーへの対処法

投資家がクローゼット・インデクサーを避けるには、そのファンドのアクティブ・シェア・スコアを確認することが重要だ。このアクティブ・シェア・スコアは、ポートフォリオがベンチマークからどれだけ乖離（かいり）しているかを測定するもので、スコアは0から100までの間に分布し、専門家は一般的に60以上のスコアを持つファンドを真の意味でアクティブ運用であると見なしている。

モーニングスターによると、アメリカン・センチュリー・バリュー・ファンドは、ベンチマークであるラッセル1000バリュー・インデックスとの比較でアクティブ・シェア・スコアは69だった。原告側の弁護士は、裁判所に提出した訴状の中で、ファンドの動きの90%以上が、マネジャーの積極的な判断ではなく、ベンチマークによって説明できることを示唆する指標を引用している。このファンドの経費率は運用資産の年率1%で、一方で過去3年間、毎年1%ポイント近くベンチマークを下回るパフォーマンスを記録している。

もちろん、アクティブ・シェア・スコアが低いファンドの全てにおいてパフォーマンスが悪いわけではなく、また、その全てが高額の手数料を求めているわけでもない。例えば、運用資産300億ドルのフィデリティ・シリーズ・エマージング・マーケット・オポチュニティーズ・ファンド<FEMSX>は、アクティブ・シェア・スコアが53にとどまるが、経費率はわずか年率0.04%だ。パフォーマンスは、過去3年、5年、10年のいずれの期間においてもベンチマークであるMSCIエマージング・マーケット・インデックスを上回っている。

重要なのはポートフォリオの半分がベンチマークに似ていたとしても、残りの半分で適切な銘柄を選ぶことで、傑出したパフォーマンスを示すことができるということだ。

By Evie Liu
(Source: Dow Jones)

9. クラウドとAIの活用で進化するコールセンターソフトウェア

[ハイテク]

A Pandemic Legacy That No One Is Talking About—Yet

注目銘柄はファイブ9、ナイス、リングセントラル

クラウドとコールセンターの融合が相乗効果を生む



Rawpixelimages/Dreamstime

世界の多くで在宅勤務となっている中で、ケーブルサービスや住宅保険、電子商取引の申し込みに関する問い合わせは新たな重要性に面している。そして恐らく、こうした問い合わせもまた、在宅勤務中のカスタマーサービス担当者によって対応が行われている。

多くがそうであるように、話は新型コロナウイルスの世界的流行がきっかけだ。コロナ危機は

企業がカスタマーサービス業務を管理する上で、より技術的に高度な対応を迫った。一つの部屋に座ったヘッドセットを付けたカスタマーサービス担当者を抱えることが急速に実用的でなくなったのだ。

この結果、かつて技術分野で最も活気なかったところで、コールセンターを担うソフトウェアという注目すべきことが起きている。そして、そこに投資家としてのチャンスがあるのだ。

デジタルトランスフォーメーションの波はコールセンターにも押し寄せており、コールセンターはクラウドベースの人工知能（AI）を応用したシステムに徐々に移行しつつある。クラウドベースの電話、ビデオ、メッセージングサービスを活用したコールセンターサービスは「サービスとしてのコールセンター」（CCaaS）と呼ばれている。

コールセンターとクラウドの融合を象徴する動きの一つが、クラウド型ビデオ会議プラットフォームを運営するズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>が今年7月、コールセンターソフトウェア会社ファイブ9<FIVN>を147億ドルで株式交換により買収すると発表したことだ。経済再開によってビデオ会議事業の必然的な減速を受けてズームの株価が急落したため、取引は数カ月後に破棄された。両社は条件の修正で合意に達することができず、ファイブ9の株主は買収提案を拒否した。

とはいえ、この買収の意図は筋が通っている。ズームは、この合併は「企業が顧客と結びつく方法を変革し、未来の顧客エンゲージメントプラットフォームを構築する」と説明していた。この買収には明確な相乗効果があり、ズームは同社のプラットフォームにコールセンターサービスを加えたいと考えている。

コールセンターの人件費削減効果が期待できる

CCaaS事業が強さを見せ続けていることを示す直近の数字を見れば、このように考えているのはズームだけではない。クラウドベースのコールセンターソリューションを展開するイスラエルのナイス・システムズ<NICE>が先週発表した第3四半期の売上高は前年同期比20%増の4億9000万ドルとなり、ウォール街の予想を上回った。同社は2021年通期の売上高を前年比15%増の20億ドル弱と、2017年以

来最も大きな伸びを予想している。同社の株価は過去18カ月間で80%上昇しており、現在の時価総額は約200億ドルだ。

ナイスの最高経営責任者（CEO）であるバラク・アイラム氏は、世界のコールセンター関連支出の87%が労働コストに向けられていると指摘。「AIの有望性は大きく、結果を出し始めている」と語る。同氏の推計では、全世界のカスタマーサービススタッフの数は1500万人に上り、一人当たり人件費は年間5万ドルだ。スタッフの数を10%削減するだけでも大きな節約効果があると思われる。同氏はナイスのクラウド事業が少なくとも今後3～4年にわたり25%以上のペースで成長可能と考えている。

コンピューターが人間に取って代わるという考え方が懐疑的な見方を引き起こすことは確かだが、新しいAIシステムが非効率なコールセンターと長い待ち時間の改善につながるケースは多い。筆者が最近、ケーブルテレビ事業者のコムキャスト<CMCSA>にインターネット接続サービスの中断の件で電話したところ、自動応答システムが、筆者の居住地域で障害が起きていること、復旧の目標時間、復旧した時点でテキストメッセージを送る旨を説明してくれた。質問を一つもしなかったのにだ。

アイラム氏によると、コールセンターのソフトウェアはデジタルとオフラインでの顧客対応を包含する方向に進化しており、多くの場合は別々のシステムとして運営されるコールセンターとデジタルチャネルをAIによって連携させられるという。

■ バリュエーションは割高だが成長が加速している

一方、コールセンタープラットフォームをデジタル化してAIを追加するという点でナイスと同じ方向を目指しているファイブ9の株価は、11月8日の決算発表を受けて9日に14%高と急騰した。第3四半期の増収率は38%となり、ウォール街の予想を上回った。業績をけん引したのは51%の増収率を記録した法人事業だ。

同社の経営陣はズームとの破談をすぐ乗り越えて今や、独立した企業としての未来について熱心に語っている。今週開催されるアナリスト説明会を契機に、ズームとの経営統合発表前の水準を下回っている株価が上昇する可能性がある。

ファイブ9とナイスはいずれも、クラウドベースのAI搭載ソフトウェアがコールセンターのコストを削減できると考える投資家の選択肢だが、両社と同じ方向を目指す企業がもう1社ある。株価が年初来で27%下落しているリングセントラル< RNG >だ。同社の直近四半期の増収率は47%だった。

これら3社は確かにバリュー株ではない。2022年予想株価売上高倍率はナイスが10倍、ファイブ9が14倍、リングセントラルが12倍だ。だが、3社はいずれも成長が加速しており、最近の株価下落にもかかわらず2022年予想株価売上高倍率が依然として約16倍のズームより割安にみえる。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

Infrastructure Stocks Pop. Investors Should Focus on the Long Play.
インフラ関連銘柄の株価が上昇。投資家は長期視点で注目を。

道路、鉄道、水道、電力、さらに充電ステーション関連銘柄に影響



Illustration by Dave Murray

今週、バイデン大統領は1兆2000億ドルのインフラ投資法案に署名する。同法案は交通機関、水道設備、電力網などの強化を目的としたものだ。インフラ関連銘柄は同法案が連邦議会を通過した後の11月8日月曜日に10%上昇、ここ1か月間では25%から50%上昇した。法案の可決は株価に織り込み済みのように見える。しかしインフラは長期銘柄だ。

法案に織り込まれた金額の半分は、法案通過にかかわらず支出されるものだった。とはいえ法案によって2000億ドル以上が道路、橋、鉄道の

補修費に追加され、750億ドルが清潔な飲み水と汚染の浄化に、さらに750億ドルが電力網の通常支出を増強する形で支出される。さらに50億ドルが、電気自動車（EV）の充電ステーション整備に振り分けられる。これにより先週、充電ネットワークを手がけるEVゴー<EVGO>の株価が90%、ボルタ・インダストリーズ<VLTA>が35%上昇した（EVゴーの上昇は、ライドシェアサービスのウーバー・テクノロジーズ<UBER>と自動車大手ゼネラル・モーターズ（GM）<GM>との新規契約も要因である）

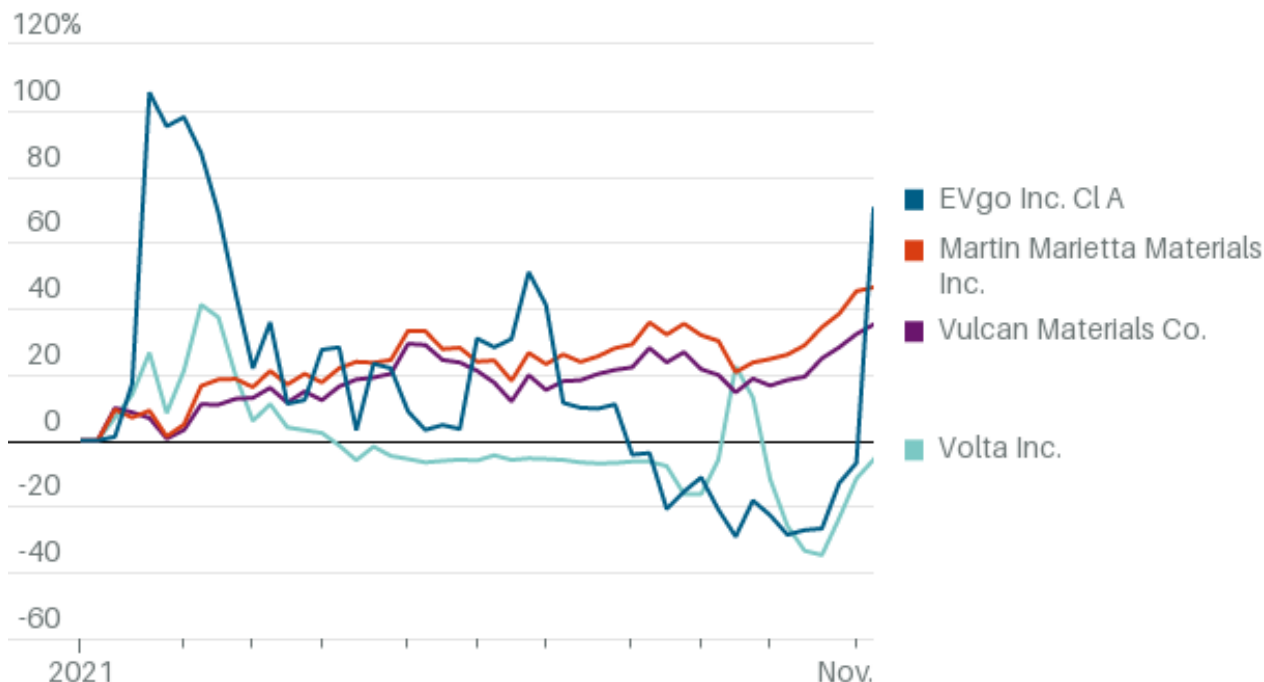
充電ステーション整備について、レイモンド・ジェームズのアナリスト、パベル・モルチャノフ氏は、東西両海岸では順調にスタートしているが、中西部や山岳地帯の州ではEVも充電ステーションもほとんど見当たらないと述べる。しかし、連邦政府の支援がそれを変える可能性があるともみている。エバーコアISIのジェームズ・ウエスト氏は、米国のEV台数は、全自動車台数の数パーセントにすぎないと記す。さらに「2050年の目標を達成するには、充電ステーション数を今の60倍にする必要がある」とも語る。

ジェフリーズのフィリップ・イング氏は、法案可決で、今後5年間に高速道路予算が50%増えると語る。それにより、砂や砂利、アスファルトの需要が年間9%増えるはずだ。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>は法案通過のニュースを受けて10%上昇し、その後に戻した。同氏は、短期的には供給と労働力がボトルネックとなり請負業者による事業ペースが鈍る可能性があるとも述べる。しかし今後数年にわたる財政支援があることで、プロジェクトを完了させるまで必要な資金は確保されるだろうとみる。

今週の予定

In Fashion

Stocks associated with aspects of the Infrastructure bill had a pretty good month.



Source: FactSet

11月15日（月）

- 自動車部品小売り大手アドバンス・オート・パーツ<AAP>、電気自動車（EV）のルーシッド・グループ<LCID>、食品メーカー大手タイソン・フーズ<TSN>、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>が四半期決算発表。
- 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2021年度投資家向け説明会をニュージャージー州ローズランドで開催。

11月16日（火）

- 小売大手ウォルマート<WMT>が、取引開始前に2022年度第3四半期の決算発表。同社は通年のガイダンスを上方修正したが、年初来株価はS&P500指数のパフォーマンスを25%ポイント下回る。
- ホームセンターチェーン大手のホーム・デポ<HD>、航空部品の持ち株会社であるトランスダイム・グループ<TDG>が決算発表。
- シカゴ・オプション取引所を運営するCBOEグローバル・マーケット<CBOE>、太陽光発電のエンフェーズ・エナジー<ENPH>、保険会社ハートフォード・ファイナンシャル・サービス<HIG>、半導体大手のクアルコム<QCOM>が年次株主総会を開催。
- 製薬大手ブリストル・マイヤーズ・スクイブ<BMY>が投資家向け説明会を開催。ジョバンニ・カフォリオ最高経営責任者（CEO）が開発パイプラインと戦略的機会について説明する。
- 全米住宅建設業協会（NAHB）が11月の住宅市場指数を発表。コンセンサス予想は80と10月から変わらず。昨年暮れに記録したピークから約10%低い水準だが、住宅建設業者は住宅市場に強気の見方を崩していない。
- 10月の小売売上高発表。コンセンサス予想は前月比0.8%増（9月は0.7%増）。自動車を除いた数値は同0.9%増の予想（9月は0.8%の増）。

11月17日（水）

- ・ ネットワーク機器大手シスコシステムズ<CSCO>、大手ホームセンターチェーンのロウズ<LOW>、画像処理半導体（GPU）大手エヌビディア<NVDA>、小売大手ターゲット<TGT>、ディスカウント小売りチェーンのTJX<TJX>が四半期決算発表。
- ・ 10月の住宅着工件数発表。エコノミスト予想は前月比2.2%増、季節調整済み年率換算で159万戸。

11月18日（木）

- ・ 電子商取引大手のアリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）<BABA>、半導体製造装置メーカーのアプライド・マテリアルズ<AMAT>、ソフトウェア関連企業イントゥイット<INTU>、中国小売企業最大手のJDドットコム（京東集団）<JD>、ディスカウント小売り大手ロス・ストアーズ<ROST>、企業向け人事・財務ソフトウェア会社ワークデイ<WDAY>が決算コンファレンスコールを開催。
- ・ ITコンサルティング、アウトソーシングサービスのコグニザント・テクノロジー・ソリューションズ<CTSH>、産業機器メーカーのインガーソル・ランド<IR>、医療技術会社のストライカー・コーポレーション<SYK>が投資家向け説明会を開催。
- ・ 医薬品・ヘルスケア製品大手のジョンソン・エンド・ジョンソン<JNJ>が投資家向け説明会を開催し、製薬事業について説明を行う。
- ・ メディア関連企業リバティ・メディア<FWONA>が年次投資家向け説明会をニューヨークで開催。リバティ傘下の企業、およびプロ野球チームのアトランタ・ブレーブス（トラッキングストックはリバティ・ブレーブス・グループ<BATRA>）、ケーブルテレビ・携帯電話サービスのチャーター・コミュニケーションズ<CHTR>、イベントプロモーターのライブ・ネーション・エンターテインメント<LYV>、旅行アプリを手掛けるトリップアドバイザー<TRIP>など、リバティが株主を務める企業が参加予定。
- ・ コンファレンス・ボードが10月の景気先行指数を発表。コンセンサス予想は前月比0.8%上昇の118.4。コンファレンス・ボードは、2021年の国内総生産（GDP）成長率を5.7%と予想している。

11月19日（金）

- ・ 靴を中心としたアパレル小売大手のフットロッカー<FL>が第3四半期決算を発表。

By Bill Alpert
(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』 2021/11/14

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