

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2022/01/23

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. ラウンドテーブルのメンバーが選ぶ27銘柄 - It's Time to Bargain Hunt. 27 Picks to Beat [ラウンドテーブル]
the Stock Market P.1
市場を上回るパフォーマンスが期待できる銘柄をバーゲン価格で買える
2. マイクロソフトがアクティビジョンを買収 - Microsoft-Activision: How to Play the Deal [フィーチャー]
ゲームソフト業界の他の注目銘柄は？ P.16
3. ゴールドマン・サックスは割安だ - Goldman Sachs Stock Is a Buy—Even After a Disappointing [注目銘柄]
Quarter P.19
堅固で分散したビジネス基盤が理由で、下値余地は限定的
4. REITの2022年のファンダメンタルズは良好だが、リターンは昨年を下回る見込み - After 2021's REIT [不動産]
Rally, Investors Need to Be Picky P.21
投資家は選別姿勢を強める必要がある
5. 今回の決算発表の勝ち組3銀行はどれも魅力あり - These 3 Bank Stocks Won Earnings Season. [米国株式市場]
They're All Worth Buying. P.23
優れた経費管理に加え各行固有の利点も
6. 株式市場には課題が満載 - The Stock Market Has 3 Problems. 2 Aren't Going Away. [米国株式市場]
しばらくハイテク株の逆風は止まらないか P.24
7. 今後の利上げ可能性を含め、今週のFOMCに注目 - This Fed Meeting Is Crucial. Future Rate Hikes [コラム]
Are Just the Start. P.26
ゼロ金利と債券購入の政策はインフレを受けてどう変わるか
8. 今、「FRBプット」の効力はないのか - Is the 'Fed Put' Kaput? Gone for Now but Not for Good. [米国経済]
再発動の引き金は大幅な株価の下落か P.30
9. 株式市場をリードする石油関連株 - Oil Stocks Are Leading the Market. 5 to Drill Into [エネルギー]
注目の5銘柄 P.31
10. 今週の予定 - Biogen After the Alzheimer's Drug Debacle: Time to Sell the Parts? [経済関連スケジュール]
アルツハイマー治療薬の失敗が濃厚なバイオジェン、一部売却が現実的か P.33

※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. ラウンドテーブルのメンバーが選ぶ27銘柄

[ラウンドテーブル]

It's Time to Bargain Hunt. 27 Picks to Beat the Stock Market

市場を上回るパフォーマンスが期待できる銘柄をバーゲン価格で買える

第2回ラウンドテーブル



Illustration by Alvino

「市場でお金を稼ぐには、素晴らしい企業を、短期的な懸念によって圧力を受けている時に買うことが一番簡単な方法だ」。これは、1月10日に開催された本誌ラウンドテーブルの新メンバー、T.ロウ・プライスのデービッド・ジルー氏の発言だ。ナスダック総合指数が調整局面に入り、市場の下落は終わる気配がないことを考えると、良い意味でも悪い意味でも、最近では多くの選択肢があると言える。

第2回となる今週のラウンドテーブルでは、ジルー氏が不当に罰せられて下落していると考え

る6銘柄を紹介するほか、ガムコ・インベスターズのマリオ・ガベリ氏、デュラブル・キャピタル・パートナーズのヘンリー・エレンボーゲン氏、元ゴールドマン・サックスで現在はコロンビア大学大学院教授を務めるアビー・コーエン氏が、それぞれの立場から今年の最良銘柄を提案する。これらの投資アイデアは、金融市場に垂れ込める暗雲から差し込む一条の光と考えるとよいだろう。

ガベリ氏の推奨銘柄



Illustration by Alvino; photograph by Guerin Blask

“The short-term opportunity for Liberty Braves is that Georgia is one of the few states that hasn't legalized online gaming.”
Mario Gabelli
Gamco Investors

本誌：今年の推奨銘柄を。

ガベリ氏：私はこのところ、大リーグ野球チームのアトランタ・ブレーブスについて話をするが多かったが、去年はワールドシリーズを制覇するという異例の出来事があった。ジョン・マローン氏率いるリバティ・メディア傘下のトラッキングストック（特定の事業や子会社に連動する株式）、リバティ・ブレーブス・グループ<BATRA>を通じてブレーブスに投資することができる。株価は約28ドルで、発行済み株式数は6000万株。同社は、アトランタでブレーブスが試合をするトゥルーイスト・パーク周

辺の土地も所有している。球団と土地は1株当たり40ドル程度で売却できるとわれわれはみている。リバティ・ブレーブスにとっての短期的な機会は、球団のあるジョージア州がオンラインゲーミングを合法化していない数少ない州の一つであることで、もし合法化されれば、ジョージア州のスポーツ関連企業にとっては、少し情勢が変わる可能性がある。短期的には、大リーグと選手組合の交渉という問題がある。

プロバスケットボールのニューヨーク・ニックスについては常に楽観的に見ている。株価が170ドル前

後のマディソン・スクエア・ガーデン・スポーツ<MSG<MSGS>も依然として選好する。ジミー・ドーラン氏（同氏の家族が同社の支配的な議決権を持つ）がラスベガスのMSGスフィアの建設を終えたら、マディソン・スクエア・ガーデン・スポーツを売却するとわれわれは考えており、同社の株価は今後2年間で20～25%上昇する可能性がある。

Q：他の選好銘柄は。

ガベリ氏：メディア大手のバイアコムCBS<VIAC>。経営者はボブ・バキッシュ最高経営責任者（CEO）、発行済み株式数は6億5000万株、株価は約35ドル。同社は、シャリ・レッドストーン氏の株式保有による支配力を通じて持ち株会社のナショナル・アミューズメンツの傘下にある。バイアコムCBSは約120億ドルの純負債を抱えており、ロサンゼルス・CBSスタジオ・センターを売却予定だ。同社の時価総額は250億ドルで、コンテンツ制作事業に参入しようとするもっと規模の大きい企業にとってはわずかな金額にすぎない。問題は、シャリ・レッドストーン氏が売却しようとする動機になるのは何かということだ。

バイアコムCBSの今年の売上高は約300億ドルとなる可能性がある。利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）は約50億ドル。バキッシュCEOに助言するとしたら、テレビ局をスピノフ（分離・独立）することだと思う。同社が持つ価値を現金化する方法は多くある。

次に、農作物の価格上昇は農機具メーカーに追い風となっている。特殊車両メーカーのCNHインダストリアル<CNHI>は最近、トラックとパワートレインのメーカーであるイベコグループ<IVG.イタリア>をスピノフしたが、この銘柄も推奨銘柄だ。CNHの売上高のうち、農業は約160億ドル、建設機械は約35億ドルを占めている。今後インフラ法案の成立で恩恵を受ける。金融事業の売り上げがさらに10億ドルある。今後2年間で、1株当たり利益（EPS）は現在の約1ドルから1.30～1.40ドルへと増加するとみている。

CNHの株主は、CNHの株式5株につき、イベコの株式1株を取得した。イベコの株価は約10ユーロ（11.34ドル）で、保有現金は約10億ドルある。イタリアの名門財閥のアニェッリ家が支配力を持つ投資持ち株会社エクソール<EXO.イタリア>が25～30%の株を保有している。イベコは、欧州のクラス8の大型トラックで8%のシェアを有し、同じく欧州のバス市場では17～20%のシェアを持っている。

米国では、自動車の販売店在庫が100万台と、通常の300万台から減少しており、自動車価格は上昇している。レンタカー会社や法人向け自動車買い取り業者は、どこかの時点で保有車両を補充しなければならない。その結果、販売店在庫を正常化するためには、今後2年間、自動車の生産台数が販売台数を上回る必要がある。これは、純正部品やシステムのサプライヤーにとってもメリットがある。

自動車交換部品流通・販売のジェニユイン・パーツ<GPC>と自動車部品メーカーのデーナ<DAN>を選好する。両社ともに、発行済み株式数は1億4400万株だ。デーナについては、CEOが良い仕事をしており、フリーキャッシュフローが急増しつつある。サプライチェーン（供給網）混乱の影響を受けたため、2021年にはキャッシュフローが9000万ドル程度であるのに対し、今後2年間で1株当たり3.50～4ドルのフリーキャッシュフローを得る見込みだ。アクティビスト（物言う株主）のカーン・アイカーン氏が約1年前に同社と交渉を開始し、1月7日の合意によって取締役会で2席を手に入れた。同氏の持ち株比率は20%に制限されている。デーナは、中核となる駆動系事業のキャッシュフローを活用して、次世代自動車の電動化技術に向けた体制を整えており、ジム・カムシカスCEOがこれまでに成し遂げてきた仕事をアイカーン氏が補完している。

Q：ジェニユイン・パーツを選好する理由は。

ガベリ氏：同社はインフレの恩恵を受けている。2億7000万台の自動車在使用中で、経年数が平均13年弱であれば、修理が必要になる。自動車部品価格は、過去10～15年、比較的横ばいで推移している。同社は年間130億ドルの自動車部品を販売しており、仮に価格が3、4%上昇し、商品構成や粗利益が比較的一定であれば、売上高の増加によって、よりコントロールしやすい販売・一般管理費をカバーできる。自動車部品小売りチェーンのオートゾーン<AZO>やオリリー・オートモーティブ<ORLY>でも同じことが言えるが、違いは、ジェニユインは米国の自動車部品事業の会計で後入先出法を採用していることだ。後入先出法は、低コストの在庫を帳簿に残すことで、インフレにより増える利益にかかる税金の支払いを先延ばしできる。

また、今月初めには、産業用・自動化用部品を販売するカマン・ディストリビューション・グループを買収した。事業に自動化部品が加わる。ジェニユイン・パーツのEPSは2021年には6.70ドルだったが、今年は7.50ドル、2023年には8ドル以上とわれわれは考えている。株価は138ドル。

次に、地球とその気候に注目する必要がある。短期的には、需要に見合うだけの天然ガスや石油の埋蔵量が必要だ。現在、世界の石油消費量は1日1億0060万バレル、生産量は1日1億バレルと推定されている。過去5年間、石油業界は設備投資が不足していたため、今後増やす必要がある。今年の世界の探鉱・生産設備投資額は約3550億ドルと予測され、2021年に比べて18%増加しているが、ピーク時の2014年の約7100億ドルに比べると減少したままだ。

Q：エネルギー関連の推奨銘柄を。

ガベリ氏：私は海洋掘削・生産機器メーカーのドリル・クイップ<DRQ>と油田開発サービス会社ハリバートン<HAL>を推奨する。

ドリル・クイップの発行済み株式数は3500万株で、株価が一時の60ドルから22ドルに下落したため、時価総額は7億7000万ドル。負債はなく、さらに1株当たり約10ドルの現金を保有する。同社は、海底油田用の坑口装置などの製品を製造しており、炭素回収・隔離に向けた可能性を秘めた浅海域用の坑口装置も製造している。2022年にはオフショアの活動が活発になると予想され、その恩恵を受ける見通しだ。同社は2021年と2022年は赤字の見込みだが、24カ月後にはEPSが2ドルに急増するだろう。

ハリバートンの発行済み株式数は8億9000万株。株価は26ドルで、時価総額は230億ドル、純負債は65億ドル。業界の生産能力はようやく合理化され、今年の活動水準が上がれば、同社はより高い価格設定を推進することが可能になり、フリーキャッシュフローの増加も可能だ。負債の削減と財務の柔軟性の向上に注力している。2023年のEPSは、今年の1.60ドルから25%増の2ドルになると私は期待している。

最後に、メキシコのグルポ・テレビサ<TV>はヒスパニック市場をターゲットとしている。発行済み株式数は5億6000万株、株価は10ドル。同社は、自社のコンテンツ事業と米国を本拠とするスペイン語番組制作会社ユニビジョンとの統合に向けて当局の承認を求めており、約9カ月前から連邦通信委員会（FCC）の審査を待っている。合併が実現すれば、グルポ・テレビサはユニビジョンの45%を所有することになる。テレビサのメキシコでのケーブル・衛星テレビ事業をEBITDAの6倍で買える上、1年以内に上場する公算の大きいユニビジョンの45%を無料で手に入れることができる。

参考資料

Mario Gabelli's Picks

Company / Ticker	Price 1/7/22
Liberty Braves Group / BATRA	\$28.05
Madison Square Garden Sports / MSGS	168.42
ViacomCBS / VIAC	35.39
CNH Industrial / CNHI	16.15
Iveco Group / IVG.Italy	€10.29
Dana / DAN	\$23.93
Genuine Parts / GPC	138.94
Dril-Quip / DRQ	22.70
Halliburton / HAL	26.02
Grupo Televisa / TV	10.01

Source: Bloomberg

(資料)

エレンボーゲン氏の推奨銘柄



Illustration by Alvino; photograph by Mary Beth Koeth

Q：では、次はエレンボーゲン氏の推奨銘柄を。

エレンボーゲン氏：私は、強力な中核的事業を持ち、執行力が優れ、次の成長への投資能力を見せる企業に投資したいと考えている。執行と将来への投資の両方がなければ、後退してしまう。次に、優れた企業文化を持ち、CEOがオーナーシップ精神を体現していることが重要で、第三に、パンデミック（世界的大流行）後の世界への移行で恩恵を得られるような企業だ。

MSCI<MSCI>は2007年に上場したが、株価は株式公開以来、年率20%以上で複利的上昇を遂

げている。MSCIの主な事業は、世界の株式のパフォーマンスを測る基準となっている株価指数の作成で、運用資産が1兆ドルに及ぶ上場投資信託（ETF）の保有銘柄もこの指数によって決定されている。MSCIは、過去12年間にわたり、企業の環境・社会・ガバナンス（ESG）上のインパクトを評価するリサーチ、気候変動リスクに対するポートフォリオのエクスポージャーを測定するツール、ESGファクタ

ーに基づくインデックスなど、ESGおよび気候変動に関する主要な事業を構築してきた。ESGと気候変動リスクは、投資判断を行う上でますます重要な要素となっている。現在、MSCIのESG・気候変動事業セグメントからの売上高は全体の6%を占め、50%以上の成長率で成長中だ。

Q：その他の事業の見通しは。

エレンボーゲン氏：従来のグローバルインデックスとリサーチの事業は、売上高の60%を占め、毎年2桁の成長を続けている。いずれのセグメント（従来型の市場加重型とESG）も、投資に関する見解を体現する安価な方法でもあるETFを利用して投資する傾向が続いていることから恩恵を受けている。ETFの運用資産は業界全体の約15%を占めており、今後もその割合は増えていく見込みだ。投資家の間では、ダブルボトムライン（二つの利益、つまり会計上の利益と社会貢献度の二つ）の投資について語られることが多くなっている。MSCIはその一例であり、ESGと気候変動事業とETF事業の両方の貢献割合が今後も拡大していくだろう。2021年にETFに流入した資金のうち、ESG ETFが約20%を占めている。欧州では、ESG ETFはETFへの資金流入額の約50%に相当する。MSCIは、ESGおよび気候関連のインデックス運用資産の約70%を占めている。

MSCIがモルガン・スタンレー<MS>からスピナウトする前からCEOを務めるヘンリー・フェルナンデス氏は、オーナーシップ精神を体現している。2023年のEPSは約17ドルに増加し、株価は10%台後半の高い増益率に見合った上昇が続くとわれわれは考えている。

アールステン氏：われわれは、金融サービス会社のS&Pグローバル<SPGI>を保有している。MSCIの利益率上昇機会とは。

エレンボーゲン氏：S&Pは素晴らしい。MSCIはインデックスの作成に特化しており、ESGや気候変動リスクの分野ではかなり先行している。MSCIはこの分野に積極的に投資しているので、利益率の上昇はあまり期待できない。それでも同銘柄への投資を奨励する。

2番目の銘柄は、物流大手JBハント・トランスポート・サービスズ<JBHT>。輸送やサプライチェーン・ロジスティクスに携わる企業にとって、2021年は真の実力が試される年だった。JBハントは卓越した企業の見本だ。市場をリードする二つのセグメント、すなわちインターモーダル（複数の輸送手段による輸送）と専任契約サービス（DCS）を構築した。また、仲介サービスも提供している。これらの事業の根底には、素晴らしい企業文化がある。

特にDCSは、売上高26億ドルで、利払い・税引き前利益（EBIT）の30%を占めており、われわれは非常に期待している。トラック数が5〜25台の企業を対象に保有車両の所有・管理のアウトソーシングのサービスを提供している。顧客は内部的に行うよりも、10%程度の費用節約になる。JBハントはこの分野では唯一のスケールメリットのある企業だ。同社のDCS事業は、顧客維持率が98%に達している。インターモーダル貨物の取り扱いでも40%のシェアを持ち、業界トップだ。インターモーダル貨物はEBITの約60%を占めている。過去の記録によると、この分野は国内総生産（GDP）成長率の2倍の成長を遂げている。近年、インターモーダル部門の財務内容は安定していなかったが、逆風の一部は反転しており、鉄道サービスは今後も改善していくだろう。インターモーダル部門は、今後数年間、2桁台の成長を遂げる可能性がある。

同社は2018年にデジタル仲介への積極的な投資を開始した。現在では、自社の資産とサードパーティーの資産の間で、顧客にフルサービスを提供することができる。われわれは、同社の2023年のEPSを

約10ドルと予想しており、株価収益率（PER）は25倍になると考えている。

ブラック氏：過去5年間で6万人以上のトラック運転手が辞職した。JBハントはドライバーの確保に苦労しているか。

エレンボーゲン氏：昨年、DCS事業が20%の成長を遂げた理由の一つは、中小企業がドライバーを見つけて維持するのに苦労しているからだ。このような企業は、自社の保有車両をJBハントのDCS事業に切り替えるケースが増えている。同社のコアコンピタンスの一つは、ドライバーの採用、トレーニング、維持であり、昨年は定着率が業界平均に比べて改善した。

続いて、2021年には約300件の従来型新規株式公開（IPO）があった。IPOの約3分の2は、公募価格を下回って年を終えた。私が次に選んだアイウエアブランドのワービー・パーカー＜WRBY＞は、際立つ存在だ。設立は2010年で、昨年公開された。ニール・ブルメンタール氏とデービッド・ギルボア氏という2人の卓越した創業者兼共同CEOによって運営されている。われわれは2014年からこの会社をよく知っている。

ワービーは、メガネやコンタクトレンズなどのアイケア製品を販売するオムニチャネルの小売業者だ。米国の眼鏡、レンズ、眼科検診の市場規模は約350億ドルで、二つの要因によって安定した成長を遂げている。一つは、デジタル機器の使用による目への負担と、高齢化による眼鏡需要の増加だ。二つ目は、エシロールルックスオティカ＜ESLOY＞による市場の統合と検眼士のロビー活動により、業界の構造が2段階の流通モデルとして体系化されたことだ。その結果、一貫して価格上昇が見られる魅力的な小売業界となった。ワービーは、消費者への直接販売モデルにより、競合他社の約半分の価格で眼鏡を販売している。成長はまだ始まったばかりだ。

ワービーが2021年の売上高を約5億5000万ドルと発表するとわれわれは予想する。その市場シェアは2%未満だ。今後3年間は、年間20%の店舗数の増加と2桁近い既存店売上高の増加により、年間30%の成長が見込まれる。同社はフリーキャッシュフローが黒字だ。売上高に占める実店舗の割合は約60%、オンラインは40%。店舗の検眼士を増やしているため、店舗の利益構造が強化されるだろう。過去には、顧客は第三者の処方箋を持ち込まなければならなかった。同社は160店舗を展開しているが、今後600店舗以上に成長する可能性がある。株価はEBITDAの30～35倍の可能性もあり、その結果、現在の40ドル未満から2年後には79ドル程度になると考えられる。

次の2銘柄については、2018年のラウンドテーブルで初めて触れた。最高の企業は、中核的事業をうまく執行し、さらに成長のための投資も行う。リゾート施設を運営するベイル・リゾーツ＜MTN＞がその一例だ。私はきょう初めに、パンデミックに関連した二つの変化について触れた。それは、多くの頭脳労働者がリモートワークをできるようになったことと、米国の人口が移動していることだ。多くの人が山間部の州に向かっている。ベイルはこれらのトレンドだけでなく、供給の減少からも恩恵を得ている。現在、米国内のスキーリゾートは、1990年に比べて15%減少している。

スキーを楽しむ米国人は約1050万人で、平均して年に5、6回スキーをする。人々の自由度が高まれば、質の高いスキーのできる日数は2倍以上になるかもしれない。ベイルは、シーズンパスの価格を下げることで業界に変革をもたらした。第2位のアルテラもシーズンパスの価格を下げ、数年間は競争的な環境を作り出した。昨年、ベイルはシーズンパスを20%値下げすると発表したが、アルテラはパスに含まれる多くの山を所有していないため、追随しなかった。最後に、ベイルの経営陣について述べ

ると、昨年、前CEOのロブ・カッツ氏がエグゼクティブ・チェアマンに就任し、世界に通用するダイレクトマーケティング機能を構築し、ベイルをデータネットワーク企業に変えたキルスティン・リンチ氏がCEOに就任した。われわれは、リンチ氏が引き続き素晴らしい仕事をしてくれると考えている。

Q：ベイルのバリュエーションについてはどうか。

エレンボーゲン氏：業界の成長に変化がないと仮定すると、ベイルのキャッシュフロー成長率は10%台を維持できる。その場合、2023年のフリーキャッシュフローは1株当たり約19ドルになる見込みだ。フリーキャッシュフローの20～25倍程度の株価とすれば、400～450ドルの株価になる。われわれの需要成長仮説が正しければ、フリーキャッシュフローは1株当たり約21ドルとなり、株価はフリーキャッシュフローの25～30倍となる可能性がある。つまり、株価が525～600ドルになることを意味する。

ジルー氏：資本配分の見通しについて、買収の機会は依然として多いか。

エレンボーゲン氏：独立した大規模な資産が少なくなっており、資本配分のストーリーは以前ほど強力ではない。しかし、ベイルがユニークな資産を購入すると、その資産の価値が高まるだけでなく、その資産が会社の価値を高めることにもなる。2021年12月には、ペンシルベニア州のセブン・スプリングス・マウンテン・リゾーツを1億2500万ドルで買収した。われわれはこの取引を好んでいる。

デルタ株とオミクロン株の流行の合間に、われわれは普通の状態の未来を垣間見ることができた。2021年第3四半期の決算には、多くの企業の基調的な成長力が表れていた。ネットショップ設立プラットフォーム提供大手、ショッピファイ<SHOP>はこの環境で際立っており、2年間の複利成長率が70%だった。2018年に私は、ショッピファイを初期段階の成長企業であり、もっと大きくなる可能性があるとして推奨した。当時、米国の電子商取引は5000億ドル規模で、年率14%の成長を遂げていた。アマゾン・ドット・コム<AMZN>のシェアは32%で、ショッピファイはわずか3%だった。4年後、電子商取引は9000億ドルに成長した。アマゾンはシェアを9%ポイント拡大し、ショッピファイは8%ポイント拡大した。現在のショッピファイのシェアは約11.5%だ。われわれは、ショッピファイが本当にプラットフォーム企業になると信じている。

Q：この場合、何を意味するのか。

エレンボーゲン氏：オンライン販売企業が、社内またはサードパーティーのプラットフォームをショッピファイに切り替えるケースが増えている。同社は利益率が高く、しかも急成長している。ショッピファイは、オンラインの販売サービスからオムニチャネル企業へと移行している。2021年第3四半期の同社の流通取引総額（GMV）は35%増だった。アマゾンの米国でのGMVは11%増と推定される。ショッピファイの販売時点情報管理（POS）システムは、米国での最大市場規模を2倍以上に拡大した。今年の売上高の30%は北米以外の地域で得られる見込みだ。

電子商取引はウェブサイトではなく、ソーシャルメディアで行われることが増えている。ショッピファイは、ソーシャルメディアのインフルエンサーが顧客にサービスを提供するためのプラットフォームとなっている。これは、今後2、3年のうちに大きな成長要因になる可能性がある。

ショッピファイの取り分は、わずか160ベースポイント（bp、1.6%）だ。新しいサービスの提供により、ショッピファイの売上高はGMVよりもはるかに速いペースで成長することができる。その一例がショッピファイ・ペイメントだ。オンライン決済サービス会社ペイパル・ホールディングス

＜PYPL＞は20年以上の歴史があり、最新の四半期では4億人のユーザーがいた。ショッピングファイ・ペイメントのユーザー数は1億2000万人だった。ペイパルのバリュエーションはショッピングファイより50%高い。ショッピングファイは2024年に40億ドル近い売上高を上げる可能性がある。長期的な利益率は40～45%への上昇を目指している。基礎的なEBITの30～40倍で取引されるべきだとわれわれは考えており、その結果、最近の1144ドルと比較して、1350～2000ドルを目標株価としている。

Q：昨年、中古車オンライン販売のブルーム＜VRM＞とアルコール飲料メーカー大手ボストン・ビール＜SAM＞を推奨したが、どちらの銘柄も低迷した。今、投資家はどうすべきか。

エレンボーゲン氏：理由は違うが、私は保有し続ける。ボストン・ビールは昨年、ハードセルツァーのカテゴリーでシェアを伸ばしたが、このカテゴリー自体はわれわれが期待したほど成長しなかった。長期的には、革新的な文化と強力な流通経路に支えられた優れた企業だ。今後、幾つかの興味深いイノベーションが見られると期待している。

私はブルームを、中古車のオンラインプラットフォームとしてカーバナ＜CVNA＞に次ぐ強力なナンバーワンになり得ると考え、初期段階の成長企業として推奨した。ブルームの執行は過去には一貫性がなかったが、経営が改善された。2022年は中古車市場にとって厳しい年になると思われるが、バリュエーションは魅力的であり、オンライン中古車市場には複数のプレーヤーが活躍する余地があると考えている。

参考資料

Henry Ellenbogen's Picks

Company / Ticker	Price 1/7/22
MSCI / MSCI	\$552.00
J.B. Hunt Transport Services / JBHT	200.11
Warby Parker / WRBY	39.71
Vail Resorts / MTN	308.12
Shopify / SHOP	1,144.48

Source: Bloomberg

(資料)

ジルー氏の推奨銘柄



Illustration by Alvino; photograph by Stephen Voss

Q：次はジルー氏。

ジルー氏：われわれは、資本をうまく活用し、多額のフリーキャッシュフローを創出し、強力な経営陣を持つ企業を探している。短期的な懸念が理由となって、人気のない銘柄を好んでいる。

最初は大手複合企業のゼネラル・エレクトリック<GE>。私がフォローを始めた2003年にはS&P500指数の中で最大の企業だったが、2018年までには上位50社からも漏れており、その理由は下手な資本配分だった。最大の事業である航

空宇宙に対する新型コロナウイルスの影響に苦しんでいる。それが、経営状況の好転、大幅に改善したバランスシート、事業の大幅な簡素化などを覆い隠している。

GEの航空宇宙事業は、大半の資本財企業よりも成長率が高い傾向がある。2024年には、景気変動の影響を受けにくい補修市場と軍関係が同セグメントの利益の90%を占めると予想する。GEエアロスペースは市場シェアを拡大しており、エンジンの稼働基盤は競合他社よりはるかに健全だ。

GEのバリュエーションのあるべき水準の参考として、資本財コングロマリットの今後12カ月予想PERは24倍で、中央値は22倍だ。私は常に保守的な立場を取っており、将来の4.50ドルのEPSに23倍を適用すると、株価は103ドルとなる。5ドルのEPSに対して25倍のPERも考えられ、そうなれば125ドルとなる。

Q：GEはヘルスケアとエネルギー事業の今後2年以内のスピンオフを予定している。

ジルー氏：ヘルスケア事業は改善傾向にある。利益率は上昇し、経営陣も一層強力になっている。10%のペースでEPSが成長できる可能性がある。

ヘルスケア事業のフリーキャッシュフローは純利益を上回っている。医療機器と資本財の大半の企業のフリーキャッシュフロー・コンバージョン率は60～80%だ。同部門の質の高い利益は、バリュエーションの上昇を下支えする可能性がある。ヘルスケア事業は長期的に、成長率が高く、経常的な売上高の割合が高い事業を買収するだろう。内部成長率は4、5%だ。スピンオフされたヘルスケア事業のPERは約20倍になると考えており、2024年予想で2.22ドルのEPSに適用すると、株価は2年後に44ドルになる。

人々は電力および再生可能エネルギーの事業に、十分な関心を払っていない。2024年のEPSは約1.80ドルで、PERは15倍になると考える。このPERは、電力事業でEBITDAの5倍、再生可能エネルギー事業で14倍という評価を想定している。1株当たりでは約27ドルと評価される。各事業の価値を合算し、1株当たり15ドルの年金の積み立て不足と介護保険事業による支払いを控除すると、サム・オブ・ザ・パーツ分析による2年後の評価は160ドル、上値余地は60%となる。

次は、医療機器などを製造するベクトン・ディッキンソン<DCX>だ。数年前はヘルスケアの優良企

業だった。利益は年率約10%で成長し、バリュエーションは市場に対して15~20%のプレミアムとなっていた。

2017年に、医療機器メーカーのC.R.バードを240億ドルで買収し、レバレッジは約4.5倍に上昇した。しかし問題は、外国為替や利益を希薄化する事業売却などの他の要因だった。過去2年間は、新型コロナウイルスが手術件数に悪影響を及ぼした。同社は2020年2月に、欠陥改善を理由に輸液ポンプのアラリスを市場から回収した。糖尿病関連事業は縮小した。レバレッジが高いために、買収による成長もできなかった。

ベクトン・ディッキンソンでは、糖尿病関連事業のスピンオフが進行中で、その後は内部成長率が6%に近づくだらう。レバレッジは2.6倍へ低下し、より多くのM&A（合併・買収）も行っている。アラリスは年末までに市場に復帰すると予想しており、それによって2023年度と2024年度に収益性の高い売上高が加わることになる。新型コロナウイルスがパンデミックではなくエンデミック（地域的流行）になれば、手術関連事業の内部成長率は6%に戻る可能性がある。

われわれは、ベクトン・ディッキンソンの利益率が上昇するとみており、それは、2桁台の利益成長率を下支えするだろう。株価は255ドルで、株価／フリーキャッシュフロー倍率およびPERの観点では、市場および同業他社と比較して割安に見える。センチメントは悪いが、それを私は好んでいる。センチメントは過去しか見ていない。中核事業の2026年予想EPSは17ドルの可能性があり、株価は今後5年間に年率（複利）で13~15%上昇する可能性がある。

アールステン氏が計測装置および医療機器メーカーのダナハー<DHR>を推奨していた（先週号参照）。素晴らしい企業だが、私は科学関連サービス企業のサーモ・フィッシャー・サイエンティフィック<TMO>を推奨する。二つの大きなトレンドが、ライフサイエンス企業をけん引している。第1点は、低分子医薬品からバイオ製剤への移行と、遺伝子治療およびメッセンジャーRNA（mRNA）の成長だ。その全てが、ライフサイエンス機器の集中的な利用を必要とするとともに、依然として発展の初期段階にある。第2点として、小規模のバイオテック製薬企業が大手製薬会社からシェアを奪っており、そのような企業はサービスや製造を外注する傾向にあり、それがサーモにとって恩恵となる。新型コロナウイルスが地域的な流行になった場合に同社が不調になるという誤った見方によって、株価は下落している。

サーモ側は、2025年のEPSを31~32ドルと予想している。市場はパンデミック前に、同社売上高の内部成長率を6%と予想しており、バリュエーションは市場に対して125%のプレミアムとなっていた。現在では、買収と内部投資、さらには成長率が比較的高い事業への移行が理由で、8%の内部成長率と2桁台半ばのEPS成長が可能だ。しかし、市場に対するプレミアムは約23%にとどまっている。サーモの利益は市場の内部成長率の2倍で成長しており、同社の景気変動の影響は平均を下回っている。大型ハイテク企業以外では、このような成長特性を持つ企業は非常に少ない。さらに、同社のCEOは、私が会った中で最高のCEOの1人だ。PERが20倍台後半に上昇し、今後3年間で50%の上値余地があると考えている。

次の銘柄の大手飲料メーカーのキューリグ・ドクターペッパー<KDP>は、生活必需品の中で選好する企業だ。インフレ率が上昇したにもかかわらず、同社は、2018年の合併による設立時に設定した財務目標を達成したか、またはそれを超過した。キューリグは、炭酸飲料の中で最高のブランドを幾つか保有している。

コーヒー事業は、生活必需品の中でも成長率が最も高い品目の一つだ。キューリグの元経営陣は、コーヒー・ポッドの価格を人為的に高水準に維持し、キューリグのコーヒーメーカーを閉じられたプラットフォームにとどめた。しかし、新たな経営陣は値下げし、コストを削減し、他のコーヒー会社向けのポッドの長期契約を結んだ。値下げによって消費者への普及が進み、2015年には約2200万人がキューリグのコーヒーメーカーを使っていたが、現在のユーザーは3300万人に上っている。

コーエン氏：今年のコーヒー価格が大幅に上昇するという見方が、コモディティー生産者の一部に存在する。キューリグに対する潜在的な影響は。

ジルー氏：キューリグはパートナーのためにコーヒーを買うのではなく、ポッドにコーヒーを詰めている。コーヒー価格の上昇は同社の利益率を損なわない。需要については、ポッドの平均価格は50セントを下回っており、数セント上昇したとしても、コーヒーショップを展開するスターバックス<SBUX>でコーヒーを買うより安い。

キューリグは基本的に、飲料メーカーのコカ・コーラ<KO>やペプシコ<PEP>と同じアルゴリズムを持ち、1桁半ばの増収率が1桁後半のEPS成長率につながる。それにもかかわらず、キューリグはコカ・コーラやペプシコに対して10~15%のディスカウントとなっている。フリーキャッシュフロー・コンバージョンは100%以上でコカ・コーラやペプシコよりもはるかに良好で、資本配分も優れている。

時価総額は530億ドルで、2年以内にS&P500指数に採用されるはずだ。炭酸飲料の配送を手掛けるキューリグとペプシコの合併会社は、両社の株主にとって恩恵になるだろう。さらに、インターネットに接続されたキューリグのコーヒーメーカーが増加すれば、コーヒーの自動発注も増える。同社は、今後3~4年の間に活用できる40億ドルの超過資本を抱えている。今後2年間で株価が30%上昇すると予想する。

スイスの電子部品メーカーであるTEコネクティビティ<TEL>は、電気自動車（EV）の成長に投資する素晴らしい手段だ。同社の事業の約50%は輸送セグメントで、その大半は自動車市場向けに独自開発したコネクタだ。同社製品の自動車1台当たりの搭載量は、EVでは内燃機関車のおおむね2倍になる。業界の強気な予測を信じれば、自動車1台当たりの搭載量の伸びが現在の年率5~6%から加速する可能性がある。自動運転が今後10年間に、コネクタ事業をさらに活性化することも考えられる。

TEは、変動が激しく低採算の携帯電話向けコネクタ事業から撤退し、海底ケーブル事業を売却した。一方で、高成長のセンサー事業、医療事業およびクラウドに焦点を当てた高性能コネクタ事業を確立させた。また、再生可能エネルギー向けのコネクタ事業は成長中だ。

利益率は改善し、フリーキャッシュフロー・コンバージョン率も上昇して現在は約100%である。TEは、以前は市場に対して約10%のディスカウントとなっていたが、現在は、2023年度利益予想に基づく約5%のディスカウントとなっている。しかし、事業の状況は5年、10年前と比較してはるかに改善している。比較的近い同業他社であるアンフェノール<APH>の2023年予想PERが28倍の一方、TEは19倍だ。2024年のEPSを9ドルと予想し、PERは23倍になると考えており、今後2年間のトータルリターンは30%の可能性がある。

最後に、アマゾン・ドット・コムは短期的な懸念の圧力を受けている優れた企業だ。過去1年間で、他の大手テクノロジー企業と市場を大幅にアンダーパフォームしている。中核の小売り事業は、パンデミック後の高い比較のハードルに直面している。第1四半期の売上高と利益の予想は高過ぎる可能性があり、前年のハードルは第3四半期まで低くならない。また、小売り事業の利益率も期待外れだった。同社の小売り事業の企業価値／売上高倍率は、大手小売業者のウォルマート<WMT>と同水準だ。バリュエーションが高く高成長の広告事業を分離したとすると、小売り部門はマイナスで評価されていると考えられる。利益率が予想を下回ったのは、過去2年間のフルフィルメント・センターの拡張が理由だ。拡張ペースが緩やかになれば、利益率は再び上昇するだろう。

市場は、小売り事業に注目し過ぎて、アマゾン・ウェブ・サービス（AWS）の価値を見逃している。同事業は、2023年予想で12倍という保守的な株価売上高倍率を適用すると1兆1500億ドルと評価される。2021年にAWSの売り上げが140億～150億ドル、つまり30%増加すると予想する。最大市場規模におけるAWSとクラウドコンピューティング企業の浸透率が10～15%であることを勘案すると、まだ多大な成長余地がある。2027年の予想に基づいて、AWSの株価売上高倍率を10倍、小売りおよび広告事業のPERを35倍と想定すると、今後4年間で株価が2倍になる可能性があると考ええる。

参考資料

David Giroux's Picks

Company / Ticker	Price 1/7/22
General Electric / GE	\$101.40
Becton, Dickinson / BDX	254.15
Thermo Fisher Scientific / TMO	607.07
Keurig Dr Pepper / KDP	37.30
TE Connectivity / TEL	158.57
Amazon.com / AMZN	3,251.08

Source: Bloomberg

(資料)

コーエン氏の推奨銘柄



Illustration by Alvino; photograph by Philip Vukelich

Q：ありがとう。次はコーエン氏。

コーエン氏：株価の上昇は、特に昨年の第3四半期までは特定の業種に集中していた。地域的にも米国に集中しており、過去数年間、米国市場は他の株式市場を大幅にアウトパフォームしていた。既に議論があったように、インフレが問題化し、金利水準の上昇が予想される。これは、資産配分だけでなく、株式や債券の銘柄選択にも影響するだろう。多くの資産配分の決定や、ターゲット・デート・ファンドなどの商品の背景には、歴史的に見てリターンが変わらないという前提がある。ターゲット・デート・フ

ァンドを非難するつもりはないが、投資家にとって重要なのは、資産を購入する時のバリュエーションに注意を払うことだ。2022年に金利が上昇すれば、債券ミューチュアルファンドの投資家は、安全と考えていた投資で損失を被ることがあると分かって驚くのではないかと、私は懸念している。

今年の株式市場はボラティリティーが高まるだろう。世界経済の成長に伴い、株式は債券を大きくアウトパフォームするだろうが、株式にとって今年が良い年になるとは思わない。PERは低下するだろう。銘柄選択をより入念に行うようになりつつある。

Q：推奨銘柄への前振りとして完璧だ。

コーエン氏：私も（先週のラウンドテーブル1回目の）アールステン氏と同様、ファイサーブ<FISV>を推奨している。過去1、2年でアンダーパフォームし、金利上昇局面でパフォーマンスが改善する業種を探すのであれば、金融サービスがその範囲に入るだろう。ファイサーブは実績のある決済サービス企業だが、投資家にはあまり人気がなかった。新興のフィンテック企業に注目が集まっていたからだ。また、同社はPOSシステムを提供するクローバーを買収したが、まだ事業は完全に統合されていなかった。昨年、株価が11%下落したことで、バリュエーションは魅力的になった。約10%の増益と、これをやや下回る増収が見込まれる。キャッシュフローが潤沢な企業であり、自社株買いや買収も可能だ。PERは約18倍。

ファイザー<PFE>は、長年にわたり医薬品セクターをアンダーパフォームしてきた。しかし、同社と提携企業のビオンテック<BNTX>は新型コロナウイルスのワクチン開発に成功し、投資家の大きな注目を集めている。株価は過去12カ月間で約50%上昇し、現在は56ドル前後で推移している。2022年は2021年のワクチン販売の急増が再現されることはないかもしれないが、ファイザーの創薬体制に変化が起きており、それが引き続き同社に恩恵をもたらすと予想される。例えば、同社が開発したパクスロビドは、昨年12月に発表された初期データによれば、新型コロナウイルス感染者の入院を90%削減する効果がある。この薬は、新型コロナウイルス感染症をパンデミックからエンデミックに変えるゲームチェンジャーとなる可能性があり、ファイザーは2022年の生産量を大幅に増加すると発表した。

同社はまた、より規模の小さなバイオ医薬品企業2社、ビオンテックおよびビーム・セラピューティクス<BEAM>と、mRNAワクチンやその他の治療薬の開発を継続することで合意したと発表した。フ

ファイザーには販売力と製造力があり、mRNA技術には多くの用途がある。さらに、同社は3月ごろにオミクロン変異株専用のワクチンを投入する予定だが、これは必要とされない可能性もある。しかし、ファイザーがこのワクチンを短期間で開発、生産、販売可能であるという事実が、同社の能力を物語っている。同社は米国以外の先進国で最も多くのワクチンを供給している。2022年の世界的な公衆衛生上の課題は、貧困国におけるワクチンの配布だ。

コンセンサス予想に基づくファイザーの2022年予想PERは約8倍であり、配当利回りは3%に近付いている。キャッシュフローは、3%の配当利回りと同様で今年予定されている25~30%の研究開発（R&D）費増額を支えることができる水準にある。

Q：他に関心のある銘柄はあるか？

コーエン氏：手術支援ロボット「ダヴィンチ」で有名なインテュイティブ・サージカル<ISRG>の株価は、過去12カ月間で安値227ドル、高値370ドルを付け、直近の株価は326ドルだ。パンデミック中は病院の職員と設備に余裕がなくなり、多くの手術が延期された。同社の事業はまだパンデミック以前の水準を完全に回復していない。今年は手術件数の増加に伴って業績が回復する可能性がある。未充足の需要も残っている。その上、同社は従来機よりもさらに高性能の新型マルチポートロボットを導入する。また、新たな診断システムも導入する。同社のキャッシュフローは潤沢であり、長期債務はない。2022年予想PERは約50倍であり、株価は割安ではない。株主資本利益率（ROE）は約17%。パンデミック後、同社は堅調が予想される。

続く2銘柄については、2021年のミッドイヤー・ラウンドテーブルでも触れた。投資家が米国以外のグロース銘柄に目を向け始めたことから、両銘柄とも昨年は好調に推移した。それが今後も続くことを期待している。テスラ<TSLA>やEVに重点を置く他の企業に人気が集まり、多くの伝統的な自動車メーカーと同様、トヨタ自動車<7203>も近年はあまり投資家から敬意を受けていなかった。昨年、自動車メーカーはサプライチェーンの問題や半導体不足に悩まされたが、今年はキャッチアップの年になるだろう。

テスラのような銘柄は今後もEVの普及に関する楽観的な見方の恩恵を受けるかもしれないが、私はこの分野の成功に必要な資本構造、長年の業歴、製造上のノウハウ、ブランドロイヤリティを備えた既存の自動車メーカーに注目が集まると思う。トヨタは昨年、約1000万台の車両を生産し、うち230万台を米国で販売した。テスラにとっても素晴らしい1年であり、世界販売は約90万台に達した。EVが普及するには時間がかかる。トヨタもEVの開発を進めており、ガソリンとバッテリーの両方を使用するハイブリッド車（HV）ではナンバーワンだ。充電スタンドが普及していないため、これは重要なことだ。2023年3月期予想PERは約10.5倍、予想配当利回りは3%、ROEは約12%。

Q：他にも選好銘柄はあるか？

コーエン氏：シーメンス<SIE.ドイツ>は、ヨーロッパ最大の資本財メーカーであり、エネルギー市場向けやヘルスケア市場向けの電気工学製品に注力している。医療機器とインフラが売上高の40~50%を占めている。同社は、いわゆる「持続可能な建築」のための電気システムの製造大手でもある。同社の製品は、スマートインフラに使用されている。環境に優しい輸送にも取り組んでおり、通勤電車や貨物システム用の鉄道車両の主要メーカーでもある。

資本財企業は経済が成長し、インフレと金利の上昇が緩やかに進行する環境で堅調に推移すると予想される。ESG指標に基づいたシーメンスの評価は高い。また、最近の記憶では初めて欧州の成長率が

米国を上回っている。

私は米国のGDP成長率を約3%と予想している。欧州の成長率は、これを若干上回る可能性がある。欧州では引き続き景気を支えるための財政政策が維持されており、ドイツの新政権はシーメンスが事業を展開する「グリーン」分野を含め、資本支出を支援する意向を示している。また、欧州中央銀行（ECB）は米連邦準備制度理事会（FRB）ほど年内の利上げに熱心ではない。シーメンスの2022年9月期コンセンサス予想利益に対するPERは18倍、2023年9月期予想PERは16倍である。配当利回りは3.4%。

最後の推奨銘柄ソーラーエッジ・テクノロジーズ<SEDG>は、太陽光発電システムとソーラーインバーターを製造している。主に住宅向けで知られている。最近の気候災害によって、同社の蓄電バックアップシステムの有用性が明らかになり、注目されるようになった。また、EV向けの充電器や、公益事業会社が使用可能な大型のインバーターも開発している。同社の株価は、競合や一部新製品の製造能力への懸念から、過去12カ月間で30%近く下落した。2022年度コンセンサス予想利益に対するPERは34倍。売上高総利益率は約32%。売上原価は増加しているが、売上高の伸びが上回っている。同社は多額のR&D費用を維持している。

参考資料

Abby Joseph Cohen's Picks

Company / Ticker	Price 1/7/22
Fiserv / FISV	\$108.83
Pfizer / PFE	55.72
Intuitive Surgical / ISRG	324.29
Toyota Motor / 7203.Japan	JPY2,307.50
Siemens / SIEGY	\$86.39
SolarEdge Technologies / SEDG	248.91

Source: Bloomberg

（資料）

By Lauren R. Rublin
(Source: Dow Jones)

2. マイクロソフトがアクティビジョンを買収

[フィーチャー]

Microsoft-Activision: How to Play the Deal
ゲームソフト業界の他の注目銘柄は？

マイクロソフトの株価は上昇

マイクロソフト<MSFT>は18日、ゲームソフト大手のアクティビジョン・ブリザード<ATVI>を現金約690億ドルで買収することに合意したと発表した。これは2016年にデルがEMCを670億ドルで買収した事例を上回り、ハイテク業界で過去最大の買収となる。ただし、実現すればの話だ。この取引は、特にハイテク業界に関して、M&A（合併・買収）に対する厳しい姿勢を強めているバイデン政権にとっての試金石となる。

マイクロソフトの視点では、今回の取引は素晴らしいように見える。多額の現金を支出する必要があるにもかかわらず、同社の株価は発表を受けて一時上昇した。買収価格は、マイクロソフトの時価総額2兆3000億ドルの3%未満だ。ムーディーズが先週指摘した通り、マイクロソフトは1370億ドルの手元現金を保有しており、今期に500億ドルのフリーキャッシュフローを生み出すと予想される。



Uncredited

買収には資金調達が必要がなく、マイクロソフトの自社株買いにも影響を与えず、同社の約1%の配当利回りを脅かすこともない。買収価格はアクティビジョンの予想売上高の7倍未満で、マイクロソフト自身の株価売上高倍率の12倍を下回っており、ウォール街の懸念にはなっていない。最後に、1株当たり95ドルという買収コストは、アクティビジョンの1年前に付けた過去最高値の104ドルを大幅に下回る。マイクロソフトによれば、買収は2023年6月までに完了する見込みで、調整後利益に対して直ちにプラスの影響をもたらす見通しだ。

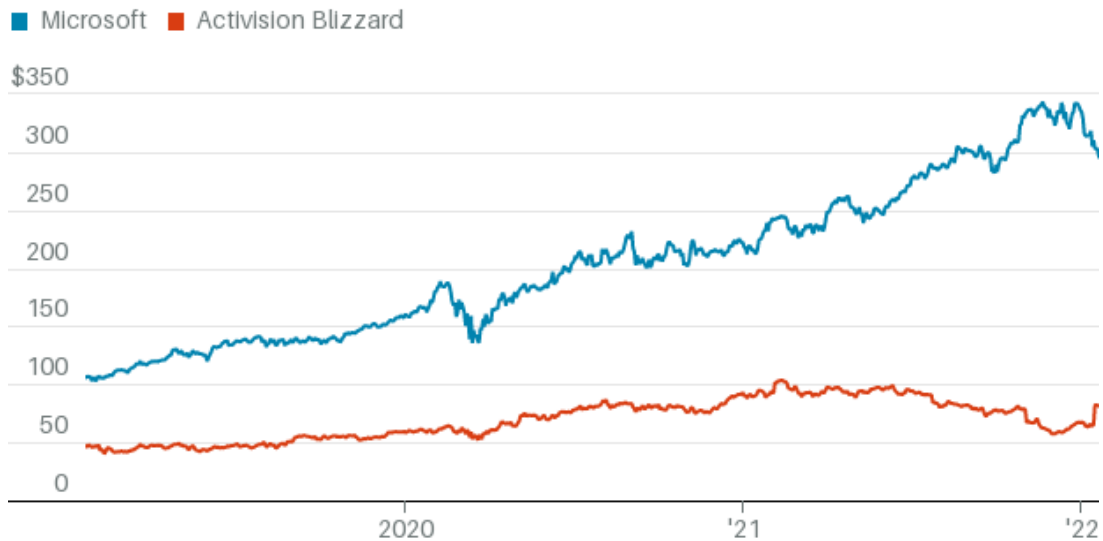
アクティビジョンの投資家にとって、マイクロソフトの提案は生命線だ。アクティビジョンでは、セクハラをめぐるスキャンダルによって、ボビー・コティック最高経営責任者（CEO）の辞任が要求される事態となっており、同社の評判と株価は低迷している。コティック氏は買収完了までCEOの座にとどまる見通しだが、その後は退任する可能性が高いと報じられている。

それでも、アクティビジョンの株主は買収を全面的に受け入れてはいない。直近の株価は約82ドルで、マイクロソフトの買収提案に対して14%のディスカウントとなっている。これは、規制当局の厳しい精査は避けられず、本誌の推定では買収が完了する可能性が60%にとどまっていることを示唆する。

規制当局による見せしめの危険も

Microsoft's Bold Bet

Microsoft has a surging business and ample resources to buy struggling videogame maker Activision Blizzard.



Source: FactSet

買収が実現すれば、マイクロソフトはソニーグループ<6758>と中国の騰訊（テンセント）<0700.香港>に次いで、売上高が世界第3位のゲーム会社となる。ソニーが製造するゲーム機のプレイステーションは、マイクロソフトのXboxにとって最大のライバルだ。

買収の目的の一つは、マイクロソフトがソニーに対してゲーム機をめぐる戦いで優位に立つことだ。アクティビジョンを買収すれば、マイクロソフトは大人気のファーストパーソンシューティング（FPS）ゲーム「コール・オブ・デューティ」シリーズを手中に収めることができる。調査会社NPDグループによれば、同シリーズは2021年にプレイステーションで最もよく売れたゲーム3本のうち2本を占めた。

マイクロソフトは他にも、簡易的なメタバースである剣と魔法の世界を舞台にした「ワールド・オブ・ウォークラフト」、RPGゲームの「ディアブロ」、マルチプレイヤー型FPSゲームの「オーバーウォッチ」などを獲得できる。最も人気があるモバイルゲームの一つである「キャンディー・クラッシュ」も手に入る。

つまり、この買収はマイクロソフトにとってあらゆる条件を満たしている。モバイルゲームにおける立場を向上させ、メタバースに関する地位をより強固なものとし、Xboxのゲームサブスクリプションに追加する新たなゲームを獲得し、ライバルのプレイステーションから人気のゲームを奪うことが可能だ。

上記はいずれも投資家を買収を好感する理由であると同時に、規制当局が目を光らせる理由でもある。アプリストアのプラットフォームは、既に世界中の規制当局から厳しい扱いを受けている。マイクロソフトがコール・オブ・デューティなどのアクティビジョンのゲームをプレイステーションから排除した場合、同様の立場に陥る可能性がある。

独占タイトルは長年にわたってゲーム機の売り上げに寄与しており、マイクロソフトとソニーは特に優れたゲームソフトを自社のゲーム機専用として販売してきた。それでも、マイクロソフトは、独占禁止法に関する潜在的な問題を解消するために、アクティビジョンのゲームをプレイステーションで提供し続けることを強いられるかもしれない。

マイクロソフトにとってより大きなリスクは、連邦政府が、大手ハイテク企業がこれ以上巨大化することは許されないという見せしめのために、買収を認めないことである。政府がこの道を選んだ場合、同社は法廷で争うかどうかを決めなければならない。

他の買収先候補に注目が集まる

投資家は既に、マイクロソフトのライバルに競争上のリスクが生じるとみている。ソニーの株価は先週、アクティビジョン買収が発表された後に11%下落した。ソニーの事業が圧力にさらされる場合、同社も買収を強いられる可能性がある。

この憶測によって、ゲームソフト開発会社のエレクトロニック・アーツ<EA>、テイクツー・インタラクティブ<TTWO>、フランスのユービーアイソフト<UBI.フランス>、日本のカプコン<9697>、スクウェア・エニックス・ホールディングス<9684>の株価は上昇した。ハイテク株全体の下落にもかかわらず、これらの企業はいずれも前週比プラスで週末を迎えた。

投資家にとって、今回の買収に投資するには複数の手段がある。買収が実現すると確信しているならば、アクティビジョンの株式を買うのは一つの手だ。しかし、リスクが大きい一方、買収価格の関係で潜在的なリターンは限られており、上値余地は約15%にとどまる。このような取引は、リスクアービトラージを手掛ける投資家に任せておこう。

さらなる再編が行われる可能性に賭けて、先週上昇したエレクトロニック・アーツ、テイクツーなどの買収先候補に投資することもできる。モバイルゲームメーカーのジンガ<ZNGA>は、テイクツーが同社を127億ドルで買収すると発表したことを受けて、1月前半に株価が急騰した。

しかし、投資先としてはマイクロソフトの方が優れており、投機性も低い。同社株は過去数カ月にわたって出遅れているが、当面は2桁台の増益に向けて良い位置に付けているように見える。ソニーも魅力的な銘柄だ。ゲーム業界は活況を呈しており、同社の株価は割安となっている。さらに、マイクロソフトのアクティビジョン買収による脅威は、やや過大評価されているように思われる。

一方、米国政府がこの買収にどう反応するか注目が集まっている。バイデン大統領、米連邦取引委員会（FTC）、司法省にとっては、ゲームの始まりだ。

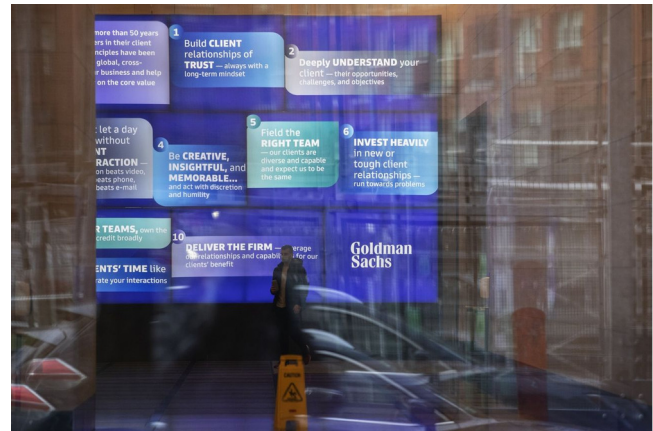
By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

3. ゴールドマン・サックスは割安だ Goldman Sachs Stock Is a Buy—Even After a Disappointing Quarter 堅固で分散したビジネス基盤が理由で、下値余地は限定的

[注目銘柄]

決算予想を下回り株価は低迷

ゴールドマン・サックス<GS>は、2021年の利益が210億ドルと、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）前の2019年の2倍超となり、最良の年明けを迎えている。しかし、投資家はお祝いムードではない。先週、同社の株価は、第4四半期の1株当たり利益（EPS）が10.81ドルと7四半期ぶりに予想を下回ったことを受けて10%下落し、昨年11月の高値を19%下回る水準となった。



Victor J. Blue/Bloomberg

この急落は、ウォール街で最も権威のある投資銀行であり、証券会社であるゴールドマンに魅力的な価格で投資する機会を提供するものだ。同社は本誌の2021年のトップ推奨銘柄に選ばれ、47.6%のリターンを記録したが、今年も好調な年になりそうだ。

ゴールドマンの直近の株価は345ドルで、2022年の予想EPSである約40ドルの9倍未満、2021年末の1株当たり純資産（BPS）の284ドルのわずかに1.2倍で取引されている。ライバルのモルガン・スタンレー<MS>やJPモルガン・チェース<JPM>は、第4四半期に自己資本利益率（ROE）が同水準であったにもかかわらず、株価は2022年の予想EPSの約13倍で、2021年末のBPSのほぼ2倍となっており、ゴールドマンの株価はかなり割安と言える。

これらのウォール街の巨人と同様、ゴールドマンは債券、為替、コモディティ、株式のトレーディングから潤沢な利益を得ている。しかし、同社は同業他社よりも、こうしたトレーディングや投資銀行業務への依存度が高い。そのため、利益の変動が大きく、予測が困難な場合がある。

市場が平時に戻り、それがたとえ儲からない状況になったとしても、JMPセキュリティーズのアナリスト、デビン・ライアン氏は、「ゴールドマンの利益は、パンデミックに突入したときよりも劇的に増加するはずだ」と言う。同氏は、同社株を「アウトパフォーム」とし、目標株価は460ドルとしている。

多様化する事業基盤

Street Savvy

Here's how Goldman Sachs measures up against its banking peers.

Company / Ticker	Recent Price	Market Value (bil)	52-Wk Change	2021 EPS	2022E EPS	2022E P/E	Price / Book Ratio	Dividend Yield
Goldman Sachs Group / GS	\$348.10	\$121.6	19.8%	\$59.45	\$40.31	8.6	1.2	2.3%
Bank of America / BAC	45.75	369.6	41.5	3.44	3.21	14.3	1.5	1.8
Citigroup / C	64.46	127.9	1.9	7.67	8.17	8.4	0.7	3.2
JPMorgan Chase / JPM	147.66	436.4	8.6	15.36	11.40	13.0	1.7	2.7
Morgan Stanley / MS	99.83	176.9	33.4	8.01	7.67	13.0	1.8	2.8
Wells Fargo / WFC	55.00	213.7	69.4	4.95	3.87	14.2	1.3	1.5

E=estimate

Sources: Bloomberg, company reports

ライアン氏によると、ゴールドマンの幾つかの新事業、特にデジタル消費者金融のマーカス（預金残高1000億ドル以上、顧客数1000万人、2021年の収益15億ドル）は事実上全く評価されていないという。同社は消費者金融の利益を開示していない。しかし、上場するデジタル銀行は収益に対する倍率に基づいて評価されており、これは同社のプラットフォームが100億ドル以上の価値がある可能性を意味する。

ゴールドマンはまた、顧客のためにプライベート・エクイティなどのオルタナティブ資産を運用する事業も急成長させている。さまざまなプラットフォームで2兆5000億ドルを運用する資産運用ビジネスは、300億ドル以上、つまり同社の時価総額の4分の1に相当する価値がある可能性がある。これらの事業は収益基盤の多様化という同社の目標に大きく貢献するものだ。

投資家の懸念

投資家にとって、まだ幾つかの問題が残る。消費者向けビジネスが伸びているとはいえ、ゴールドマンは他の銀行のように金利上昇の恩恵があるわけではない。

もう一つの問題は、ゴールドマンの経費が大幅に増加していることで、特に報酬は昨年対比33%増の177億ドルに達した。投資家は、同社が人材を集め、維持するために高い報酬を支払わなければならないことを懸念している。同社はこの懸念を払拭している。ゴールドマンの最高財務責任者（CFO）であるデニス・コールマン氏は、「当社の成果報酬の理念は、報酬が双方向に変動することを意味する。今年の業績が2021年と違い、悪化するなら、報酬を下げればいい」と本誌に語っている。

市場価値を上回る事業価値

ゴールドマンのBPSは2022年末には310ドルを超える可能性があり、これは株価が予想BPSの1.1倍で現在取引されていることを意味する。つまり、下値余地はほとんどないということだ。純資産に無形資産は5%程度しか含まれていない。そして同社は、純資産を着実に拡大することが重要な企業目標であるという昔ながらの考え方を維持している。

投資銀行業務や資産運用など、資本を必要としない貴重なビジネスを考えると、ゴールドマンの価値は純資産よりかなり高いと思われる。2022年に1株当たり40ドルの利益が出れば、2019年の水準のほぼ2倍となり、約14%の堅固なROEに相当する非常に立派なものだ。同社の2021年のEPSは過去最高の

59.45ドルを記録した。2021年に配当を60%引き上げたが、現在の配当利回りは2.3%だ。2022年にも増配が予想される。

ゴールドマンは2020年初めに発表した戦略的イニシアチブの現状について2月に投資家に報告する予定だ。これまでのところ、既存の事業基盤の拡大と強化、事業構成の多様化、そして平凡だったリターン向上という三つの主要目標を達成している。投資家は、同社が現在13%を下限としている目標ROEを引き上げるかどうか注目している。

コールマン氏は、「われわれはゴールドマン・サックスの事業の一つとして、トップ5に入る資産運用会社を有している。また同時に、差別化された商品を提供する消費者向けデジタル銀行を有し、それも成長している。さらに当社には有力な投資銀行があり、有力なセールスおよびトレーディング事業もある」と言う。これらの事業の合計は、恐らく同社の現在の時価総額である1200億ドルよりもはるかに価値がある。その事業基盤はますます強くなっている。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

4. REITの2022年のファンダメンタルズは良好だが、リターンは昨年を下回る見込み [不動産] After 2021's REIT Rally, Investors Need to Be Picky 投資家は選別姿勢を強める必要がある

バリュエーションと金利の上昇により年明けからパフォーマンスが低下



Steve Rosset/Dreamstime.com

米国の不動産投資信託（REIT）のパフォーマンスは、昨年は経済再開に下支えされて好調だったが、今年に入ると大きく低下した。

AEWキャピタル・マネジメントでREIT証券グループのポートフォリオマネジャーを務めるジャー・シマンスキー氏は、「今年に入って市場が懐疑的になった」と指摘するものの、12カ月前と同様、REITの純資産価値（NAV）が今後2年にわたり2桁台で成長すると予想している。

市場の懐疑的な見方の要因は、REITのバリュエーションが1年前と比べて上昇したことと、金利上昇への懸念である。1月19日時点の10年物米国債利回りは1.83%で、前日の1.87%弱からは低下したものの昨年12月初めの約1.3%を大きく上回っている。しかも米連邦準備制度理事会（FRB）は短期金利の引き上げ時期が近いことを示唆している。

REITは課税所得の90%以上を株主に分配しなければならないため、利回りが魅力的であり、それがインカム投資家からの人気が高い理由の一つとなっている。その一方で、債券利回りが上昇すると、少なくとも理論的には債券との競争が激化するため、REITは圧力を受ける可能性がある。

昨年はREITの利益は力強く成長したが、エバーコアISIの不動産調査部門責任者であるスティーブ・サ

クワ氏は、「バリュエーションが大幅に上昇し、それがREITセクターのパフォーマンスを大きく押し上げた」と指摘する。同氏が追跡しているREITの昨年12月末時点の調整後FFO（ファンズ・フロム・オペレーションズ）倍率は約27倍で、2020年12月末時点の約21倍から上昇した。

REITのパフォーマンスはセクターによって大きく異なる

REITは昨年、全体的に好調だったが、パフォーマンスはセクターによって大きく異なった。

全米不動産投資信託協会（NAREIT）によると、モール型商業施設REITは2021年に92%上昇した。2020年はパンデミック（世界的大流行）の影響で商業施設が閉鎖を余儀なくされたのに対し、昨年は経済再開によって大きな恩恵を受けたからだ。貸倉庫REITの2021年の上昇率は79%で、それにショッピングセンターREIT（65%）、集合住宅REIT（64%）、産業施設REIT（62%）が続いた。

2021年に最も低調だったのは、パンデミックのせいでアンダーパフォームしたセクターだ。例えばオフィス用不動産REITとホテルREITのリターンはそれぞれ22%、18%で、ひどくはなかったものの多くのREITセクターに出遅れ、S&P500指数のトータルリターン（29%）を下回った。従業員のオフィスへの復帰ペースの鈍化と出張旅行の急激な減速が両セクターの重しとなっている。

ところが、年初から1月18日までのパフォーマンスを見ると、セクター間の序列は変化している。ホテルREIT、オフィス用不動産REIT、ヘルスケアREITが年初来で約1%上昇したのに対し、産業施設REITとデータセンターREITおよびモール型商業施設REITはそれぞれ約9%、11%、約3.5%下落した。

ファンダメンタルズは引き続き良好だが、オミクロン株の収束時期が問題

エバーコアISIのサクワ氏は、「それでも2022年のファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）は良好と考えている。問題は、オミクロン株がいつピークを迎え、それによって出張旅行などの分野が成長を取り戻し、消費者が再び外出するようになるのかだ」と考えている。REITの重しとなっている金利上昇の見通しについては、同氏は「金利が上昇するだけではREITが値下がりする理由にはならない」とみている。

こうしたシナリオの下では多くの場合、REITはS&P500指数をアンダーパフォームするが、サクワ氏は「常に下落するわけではない」と言う。

AEWキャピタルのシマンスキー氏は、10年物米国債利回りが現在の約1.8%から0.5%ポイント上昇した場合でも「REITへの影響は最小限にとどまる」と予想している。

とはいえ、バリュエーションが上がり、金利も上昇する中で、REITの昨年の強力なパフォーマンスが今年も繰り返されるとは考えにくい。つまりREIT投資家は、銘柄選択を慎重に行う必要がある。

By Lawrence C. Strauss
(Source: Dow Jones)

5. 今回の決算発表の勝ち組3銀行はどれも魅力あり

[米国株式市場]

These 3 Bank Stocks Won Earnings Season. They're All Worth Buying.

優れた経費管理に加え各行固有の利点も

勝ち組の共通点は優れた経費管理

今回の決算発表で銀行は勝ち組と負け組に分かれたが、勝ち組の中にも大きな違いがある。第4四半期の決算を今月発表した大手銀行6行のうち、決算発表当日に株価が上昇したのはモルガン・スタンレー<MS>、バンク・オブ・アメリカ<BAC>、ウェルズ・ファーゴ<WFC>だけだった。株価上昇は、直近のS&P500指数の変動率と比べると際立っている。これらの銀行が重点を置く分野はそれぞれだが、一つ共通点がある。不振だった他行より経費管理に優れていることだ。



Dreamstime

報酬の増加による経費上昇は各行共通

全般的に経費が増加していることは、決算前から周知の通りだった。数カ月前からインフレ率の上昇を示す見出しが躍っており、銀行は人材の確保と引き留めに向け、報酬の引き上げに躍起となった。JPモルガン・チェース<JPM>は、過去7カ月間に2回、初任給の引き上げを余儀なくされ、1年目のアナリストの給与は合計で2万5000ドル上昇した。しかし、JPモルガン、ゴールドマン・サックス<GS>、シティグループ<C>の決算に対する反応を見ると、ウォール街で報酬の増加が利益を圧迫すると予想した者は少数だったことがうかがえる。報酬の引き上げを迫られたのはバンク・オブ・アメリカ、ウェルズ・ファーゴ、モルガン・スタンレーも同様である。だがこの3行は、ここからが違う。バンク・オブ・アメリカは収益の増加が費用の増加を上回ったと述べ、ウェルズ・ファーゴは架空口座スキャンダル後のスリム化により費用が減少した。モルガン・スタンレーの費用増加の一部は、オンライン証券大手のイー・トレード・フィナンシャルと資産運用会社イトン・バンスの買収によるものである。報酬の上昇による影響もあったが、報酬は行員がもたらす収益に直接連動するものだと同行は述べている。

理由はそれぞれ異なるが、この3銘柄から投資先を選べば間違いなし

モルガン・スタンレーは2007～2009年の金融危機から脱却して以来、力強い経営を維持している。同社は安定した収益源のウェルスマネジメント事業に巧みにかじを切った。過去2年間は、トレーディングとM&A（合併・買収）の急増から大きな恩恵を得た。2021年の有形自己資本利益率（ROTCE）は、目標の14～16%を上回る20%を達成し、今後この水準を維持、さらには向上させる考えだ。同業他社と比較して割高感はない。ファクトセットのデータによると、モルガン・スタンレーの予想株価収益率（PER）は12.9倍で、業界平均の15倍を下回っている。

多少の不確実性を許容できるならウェルズ・ファーゴに妙味がある。過去5年間試練が続いてきたが、第4四半期の決算や効率性の向上（非金利費用/総収益比率は前年同期の80%から63%へ低下）を見ると、経営が軌道に乗りつつあることがうかがえる。米金融調査大手エバーコアISIのアナリスト、ジョ

ン・パンカリ氏は、「貸し出しの伸びの加速、金利上昇による純金利マージンの上昇、目標としてきた経費削減の進展、堅調な投資利益など、ファンダメンタルズ（基礎的条件）は好転したようだ」と述べている。

どのような環境下でも堅調が見込まれるのはバンク・オブ・アメリカだ。経営が安定している上に、金利上昇への備えは大手銀行の中で一番だ。第4四半期には、余剰資金の運用により純金利収入が3億1600万ドル増加した。貸し出しが増加したため、今後の純金利収入の増加も見込まれる。さらに重要なのは、2022年に米連邦準備制度理事会（FRB）が100ベースポイント（bp）の利上げを行うとの予想がウォール街のコンセンサスとなる中、バンク・オブ・アメリカは、この利上げにより12カ月間で純金利収入が65億ドル押し上げられると予想していることだ。

FRBに従うのは悪くないもうけだ。

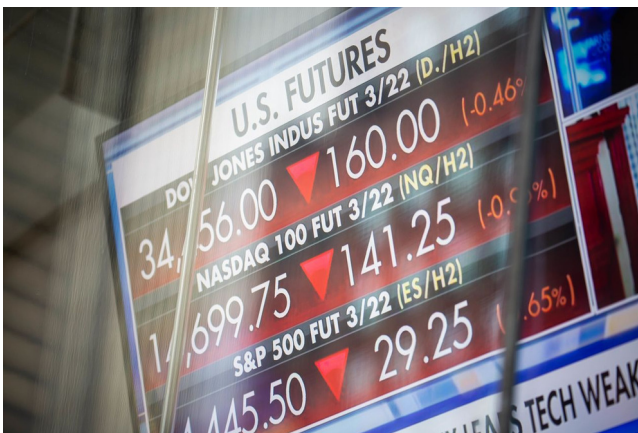
By Carleton English
(Source: Dow Jones)

6. 株式市場には課題が満載

[米国株式市場]

The Stock Market Has 3 Problems. 2 Aren't Going Away.
しばらくハイテク株の逆風は止まらないか

連日の下落でナスダック総合指数は調整局面入り



Michael Nagle/Bloomberg

2022年の悪いスタートは、さらに悪いものになった。

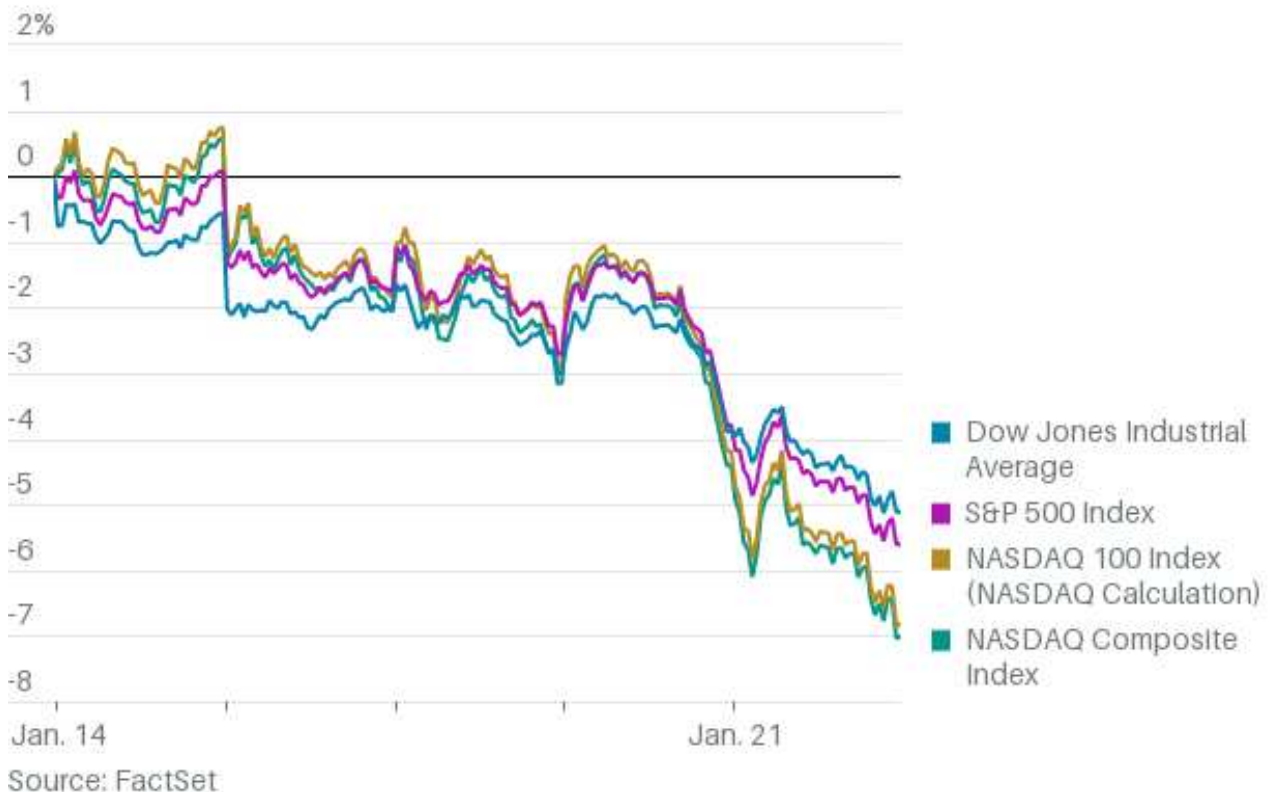
先週の主要株価指数を見ると、ダウ工業株30種平均は4.6%安の3万4265ドル37セントとなった。しかしこれも、S&P500指数が5.7%下落して4397.94、ナスダック総合指数が7.6%下落して1万3768.92で引けたことと比べれば良い方だった。ナスダック総合指数は昨年11月に付けた史上最高値から14%下落して調整局面入りとなり、各指数とも新型コロナウイルスのまん延が始まった2020年以降で最悪の週間下落率となった。

た。なお、小型株のラッセル2000指数は8.1%の大幅な下落となる1987.92で週末を迎えた。

先週の下落は奇妙な感じだった。昨年は、連邦準備制度理事会（FRB）の金融緩和政策、連邦政府からの手厚い給付金、そして好調な企業収益が相まって、株価上昇に拍車がかかった。リフィニティブのデータによれば、昨年第4四半期は24%の増益が見込まれるなど企業業績はまだ堅調なはずだが、連邦政府からの支出が止まり、FRBが利上げを準備している状況にある。このような背景を勘案すると、市場の下落は理にかなっていることになる。CIBCプライベート・ウェルスUSで最高投資責任者（CIO）を務めるデーブ・ドナベディアン氏は「外部環境に対する合理的な反応だ」と述べる。

ハイテク株の押し目買いは奏功せず

Market Performance



確かに合理的かもしれないが、下押しした局面で買うことを習い性にしてきた投資家にとって、今回の下落は痛手となった。先週の株価の動きを詳細に見ると、ナスダック総合指数は前日比で一時1%上昇したものの、終値では下落となる日が2日連続であった。特に20日の反落は珍しい出来事だった。ナスダック100指数の動きを見ると、前日終値から2%上昇した後、1.3%の下落で取引を終えた。日中の値動きで1.5%以上の上昇から1%以上の下落に転じたのは、過去10年間で7回目にはすぎなかった。

サスケハナ・フィナンシャル・グループのアナリストであるクリストファー・ジェイコブソン氏によると、同指数がこうした動きを示した過去6回の中で、その1週間後に5回は上昇しているのは良いニュースだと指摘する。「楽観的になれる兆候を探している投資家にとって、こうした過去の動きはいくらかの慰めになるかもしれない」と同氏は書いているが、サンプルの数が非常に少ないのは懸念すべき点だ。

ナスダック市場で株価の上昇が最も大きかった銘柄が投資家を繰り返し失望させている状況では、楽観的になるのは難しい。もちろん最大のショックは、フィットネス機器のペロトン・インタラクティブ<PTON>と動画配信大手のネットフリックス<NFLX>だった。ペロトンは、2月から3月にかけて生産を停止するとの報道を受けて株価は先週14%の下落となった。同社は生産停止の計画を否定したが、同社のフィットネスバイクとランニングマシンの需要減少に応じて事業の規模を縮小せざるを得なくなったことは認めた。一方、ネットフリックスは2022年第1四半期に加入者数が250万人しか増えないとの見通しを発表し、市場予想の570万人を大きく下回ったため、株価は先週24%下落した。今週はアップル<AAPL>やテスラ<TSLA>の決算発表が予定されており、気になるところだ。

来週のハイテク株の業績発表

ウルフリサーチのアナリストであるクリス・セニェック氏は、2000年のドットコムバブルの崩壊は、FRBの引き締めと市場予想を大きく下回る業績発表が幾つかあったからだと指摘する。これは同氏の基本シナリオではないものの、FRBが再び引き締めへに転じ、テクノロジーへの支出に対する期待が非常に強いため、同じことが繰り返される可能性はありそうだ。「市場全体とハイテク企業の決算発表は底堅く、1株当たり利益（EPS）の市場予想に対して1桁台半ばから後半のレンジで上回り、これがセンチメントの改善につながると予想する。しかし間違っていれば、一層の下落の可能性はある」と同氏は書いている。

いずれにせよ、ハイテク株がアウトパフォームする時代はついに終わりを迎えたようだ、エバーコアISIのストラテジストであるジュリアン・エマニュエル氏は語る。経済が急成長し、インフレが加速し、金利の上昇が見込まれる中、15年間アンダーパフォームが続いていたバリュー株が跳ね上がる準備が整っているのかもしれない。エマニュエル氏は「投資家はそのことを理解しつつあり、それが市場をさらに不安定にしている」と指摘する。

この動きは継続しそうだ。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

7. 今後の利上げ可能性を含め、今週のFOMCに注目

[コラム]

This Fed Meeting Is Crucial. Future Rate Hikes Are Just the Start.
ゼロ金利と債券購入の政策はインフレを受けてどう変わるか

インフレ率が急上昇する中、政策引き締めへのコンセンサス高まる



Samuel Corum/Bloomberg

エコノミストや市場参加者は、26日の米連邦公開市場委員会（FOMC）の発表内容に注目している。FOMCは政策計画を明らかにするかもしれないが、直ちに行動を起こす可能性は低い。

株式市場と債券市場は、連邦準備制度理事会（FRB）の以前ほど緩和的でない金融政策という現実に合わせて2022年の幕を開けた。ベンチマークの10年物国債利回りは20日に1.836%と、年初来34ベーシスポイント（bp）上昇している一方、ナスダック総合指数は昨年11月のピークから10%下落し、いわゆる調整局面に

入っている。そしてCMEフェドウォッチのサイトによると、フェデラルファンド（FF）金利先物市場は、3月15、16日のFOMCにおいてFF金利誘導目標が現在の0%近辺から0.25%に引き上げられることを完全に織り込んでいる。

しかし、インフレ率が急激に上昇し、FRBの金融政策引き締めの必要性をめぐるコンセンサスが固ま

る中でも、今週利上げされる可能性は低い。バイデン大統領は19日の記者会見で、パウエルFRB議長が計画する「政策の再調整」への支持を表明した。「高いインフレ率が定着しないようにするという重要な任務は、完全雇用と物価の安定という二重の使命を負うFRBに委ねられている」と大統領は述べた。

これは、リンドン・B・ジョンソンからリチャード・ニクソン、ドナルド・トランプに至る過去の大統領が金融政策の緩和を求めて圧力をかけてきたことと対照的だ。しかし現在、インフレ率の7%への急上昇は消費者調査で最も多く挙げられる懸念となっており、同時に世論調査におけるバイデン大統領の支持率が低下していることから、大統領によるFRBの政策引き締めへの支持は政治的必然であるように思われる。

インフレ懸念があまりに深刻であることから、一部の専門家はより迅速かつ劇的な行動を求めている。これには、債券購入を3月に終了するという現状の方針の代わりに、FF金利の50bp引き上げや、FRBによる債券購入を完全に停止するべきという主張が含まれる。

しかし、どちらもパウエル議長率いるFRBの性格には合わない。グリーンキャピタルでチーフエコノミックアドバイザーを務めるジョン・ライディング氏は、「大きな方向転換がまた起こるとは想像できない」と述べる。2021年の大半を通じて、金融当局は「一時的な」インフレという概念に固執した。50bpの急な引き上げは、彼らが価格上昇圧力を見誤ったことを認めることだと同氏は指摘する。ライディング氏はまた、FRBが突然、債券購入を終了させることも期待していない。「24日に始まる週のFOMCに私が期待するのは明快さだ」と同氏は電話インタビューで付け加えた。

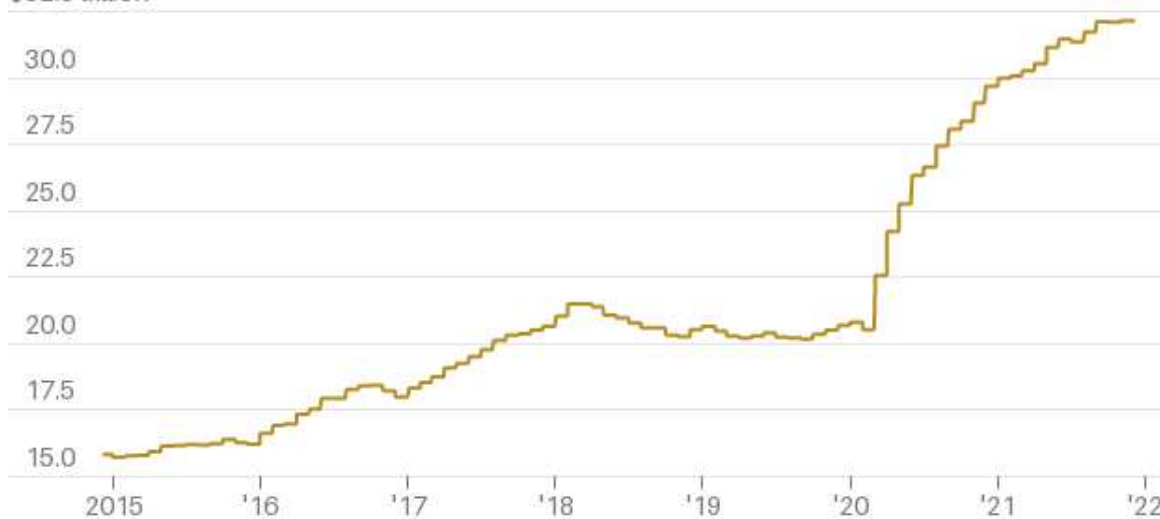
資産購入を前倒して終了させる可能性も

Buying Bonds

The balance sheets of the major central banks around the world have soared...

Central Bank Assets

\$32.5 trillion



Sources: Central banks; Bloomberg Finance; Haver Analytics; Deutsche Bank

一つあり得るサプライズとしては、FOMCが資産購入のテーパリングをさらに加速させ、現在の予定より1カ月早い2月中旬までに終了させることだと、野村のエコノミストである雨宮愛知氏、ロバー

ト・デント氏、ケニー・リー氏は顧客向けレポートに書いている。これは、国債200億ドル、住宅ローン担保証券（MBS）100億ドルという購入のわずかな減額を意味するが、FRBのインフレ抑制の決意を市場に伝えるシグナルとなるだろう。

FRBの債券購入を前倒しで終了させることで、パウエル議長は26日午後の記者会見で厄介な質問を回避できる可能性があると同氏は付け加える。FRBは国債400億ドルとMBS 200億ドルを毎月購入し続けており、これはインフレ抑制の必要性を語っている間、政策を引き締めるどころか実際には緩和していることを意味する。

FRBによるバランスシートの正常化に関して、野村のエコノミストは、早くも3月か5月のFOMCで発表があるのではないかと考えている。ほとんどのFRBウォッチャーは、2回以上の利上げの後、FRBの保有債券を削減するプロセスが開始されると予想している。また、ほぼ全員が、FRBは債券を直接売却するのではなく、満期償還により予測可能なペースで残高を減らしていくと考えている。

また、FRBはMBSの保有残高の削減を早めるべきだとの意見もある。ライディング氏によると、FRBは2007～2009年の金融危機以前のように、バランスシート上で国債のみを保有することを望む意向を示している。そして数カ月の間、MBSの購入によって既に過熱している住宅市場を実質的に補助することは合理性を欠くとの批判がなされてきた。

しかし、金利とFRBの資産保有という二つの主要な金融政策ツールの変化による経済および財政面での相対的な影響は不明であると同氏は述べる。FRBは伝統的に、FF金利を主な政策手段として利用し、同金利がゼロまで下がったときにはバランスシートの大幅な拡大に頼ってきた。他国の中央銀行、特に欧州中央銀行（ECB）や日銀とは異なり、FRBはマイナス金利に頼ることを避けてきた。

ノートルダムのエコノミスト、シンシア・ウー氏と国際決済銀行（BIS）のファンドラ・シア氏は、FRBの資産購入の影響を金利に換算し、「影のFF金利」と呼ぶものを算出している。それを追跡しているアトランタ連銀によると、「影のFF金利」は昨年12月31日時点でマイナス1.15%だった。ライディング氏によると、ウー氏は、FRBのバランスシート上で米国の国内総生産（GDP）の10%（約2兆ドル）と同等の変化があった場合、FF金利で100bpの変化にほぼ相当すると推定している。

中央銀行の資産残高とハイテク大手の株価に相関関係

ドイツ銀行のテーマ別調査を統括するジム・リード氏のチャートが示すように、世界の大手ハイテク・グロース銘柄の株価は、主要中銀の資産残高と歩調を合わせて推移している。ここで「FANG+」グループに含まれる銘柄は、メタ（旧フェイスブック）＜FB＞、アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞、アップル＜AAPL＞、グーグルの親会社アルファベット＜GOOGL＞、アリババ集団＜BABA＞、百度（バイドゥ）＜BIDU＞、画像処理半導体（GPU）大手のエヌビディア＜NVDA＞、電気自動車メーカーのテスラ＜TSLA＞、ツイッター＜TWTR＞。中銀5行は、FRB、ECB、中国人民銀行、日銀、イングランド銀行（英中銀、BOE）である。

「相関関係は因果関係を意味するものではないが、中銀の政策が過去6、7年間、このセクターの驚異的な上昇に大きく貢献したことを否定するのは難しい。実際、唯一の注目すべき下落は、2018年に世界的な量的引き締めが行われた時期だった」とリード氏は顧客向けレポートで述べている。

2020年3月に新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）によって市場が崩壊寸前になって以来、FRBは、ゼロ金利と積極的な債券購入という緊急時の政策を維持してきた。コロナ禍は続いているが、失業率は4%を下回り、労働市場は人手不足に悩まされるなど、景気は大方回復している。一方、インフレ率は、供給の制約と需要の急増により7%に急上昇した。

そして、FRBの政策の影響が最も明らかなのは資産価格だろう。S&P500指数は2020年3月の底値から2倍へ上昇し、住宅価格は2割上昇している。投資家は、これらの政策の正常化について、今週以降のパウエル議長の発言に注意深く耳を傾けることになるだろう。

Flying High

...and global tech stocks have moved up in tandem.

NYSE FANG+ Index



Sources: Central banks; Bloomberg Finance; Haver Analytics; Deutsche Bank

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

8. 今、「FRBプット」の効力はないのか Is the 'Fed Put' Kaput? Gone for Now but Not for Good. 再発動の引き金は大幅な株価の下落か

[米国経済]

FRBは信頼回復を重視



Graeme Jennings / POOL / AFP / Getty Images

投資家は、米連邦準備制度理事会（FRB）が金融市場を支え、投資家の株価下落に対する不安を鎮め、資産価格を安定させるだろうと、長らく期待してきた。しかし、株式市場では損失が積み上がり、FRB幹部の発言はタカ派色を強め、金融政策は引き締め方向にある。

株価急落時にFRBが流動性を供給する、いわゆる「FRBプット」はなくなったのだろうか。先週、本誌はこの質問を何人かの投資家、ストラテジスト、エコノミストに尋ねた。回答はばらばらだったが、「今回は違う」という点で一致

している。

ヤルデニ・リサーチのエド・ヤルデニ社長は、「第一に明らかなのは、7%の消費者物価指数（CPI）上昇率が意味するのは、FRBは譲歩できないということだ。FRBにとってインフレは深刻な問題であり、対応が後手に回って信頼が揺らいでいるため、S&P500指数が調整局面に入っても無視せざるを得ないだろう」と語る。

第二に、シンクタンクのアイアンサイズ・マクロエコノミクスの調査責任者バリー・ナップ氏は、「近年、家計のバランスシートは大幅に改善している。金融危機とその後を見ると、2007～2009年に家計純資産額は16%減少し、回復するのに3年半を要した。悪化する家計のバランスシートと現在の負の資産効果を対比しても、当時ほど厳しくはないだろう」と語る。同氏は「株価が10～15%下落する、あるいは住宅価格の上昇が鈍化してもFRBが懸念する理由はなく、いわゆるFRBプットが行使されるのは投資家の経験をはるかに下回る水準になる」と述べる。

第3に、モルガン・スタンレー・ウェルス・マネジメントの最高投資責任者（CIO）であるリサ・シャレット氏は、「FRBが認識する緊急性とは、高インフレ、逼迫（ひっぱく）する労働市場、消費者の景況感悪化といった経済統計に関してではなく、FRBの信用失墜や市場監督者としての地位喪失に關してのことだと判明した」と語る。

同氏は「FRBプットはなくなった」と述べ、投資家は過去13年間に通常の2倍になる年率15%超のリターン（複利）を獲得したことに注目すべきだとしている。同氏は「ナスダック100指数採用銘柄の40%が既に20%調整しているとしても、株価ははるかに高い水準にある」と語る。

シャレット氏は、FRBプットが今なくなったのは、永久になくなったわけではないという、本コラムの見解に賛同する。FRBプットは、新たな新型コロナウイルスの感染の波、ロシアによるウクライナ侵攻といった地政学的紛争、金融システムに影響するような中国不動産市場の混乱によって、再導入

されるだろう。あるいはFRBの金融政策に影響する深刻な市場の反応によって導入されるかもしれない。同氏は、きっかけが何であろうと、52週高値から30%以上株価が下落すれば、FRBプットを復活させるのに十分なはずだとしている。

投資家が直面する損失リスク

次に、残念だが投資家が見逃せない政治問題がある。インフレは、経済の懸念と同様に政策上の論点になっている。消費者が制御不能とを感じるような物価は、株価調整や景気後退にもつながりかねないリスクとして、バイデン大統領にとって喫緊の課題になる。それは、バイデン大統領が、FRBに対して、普通の大統領以上にインフレ打倒を奨励することを意味する

全てを考えると、投資家は経験したことのない損失に直面するかもしれない。マーケットフィールド・アセット・マネジメントの最高経営責任者（CEO）であるマイケル・ショール氏は、新たなFRBプットが再導入されるのは、S&P500指数が最高値を約1500ポイント、現在の水準を約25%下回る3300前後とみている。

対応が後手に回れば悲惨だろうが、希望の兆しが見えるかもしれない。もし、供給された流動性の総額と持続期間の長さのために資産価格が過去よりも金融引き締めに対して脆弱（ぜいじゃく）だとすれば、理論的にFRBがやるべきことは少ない方がよい。これが、将来の楽観的な見方である。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

9. 株式市場をリードする石油関連株 Oil Stocks Are Leading the Market. 5 to Drill Into 注目の5銘柄

[エネルギー]

ハイテク株から石油関連株へ



Dreamstime.com

ウォール街の新たなお気に入りには、ロボカーでも暗号資産（仮想通貨）マイニングでもメタバースでもない。エネルギー会社デボン・エナジー<DVN>はオクラホマシティに拠点を置く石油掘削会社で、シェールガスでは有利なポジションを占めている。同社の株価は1年で181%上昇し、S&P500指数採用銘柄で上昇率トップとなった。

2010年代にはエネルギーセクターのパフォーマンスが最低となった一方で、ハイテクセクターが最高のパフォーマンスを上げた。だが今年に入ってエネルギーセクターのパフォーマンスがハイテクセクター

を23%ポイントもリードしている。ビーオブエー・セキュリティーズによると、これは史上2番目の大きさだという。また、エネルギーセクターの予想株価収益率（PER）は11倍と、1986年以来の平均17倍に比べても割安だ。

世界的な石油需要の回復

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）がピークに達し、今後は旅行需要が回復するという予想から原油価格は上昇している。米国の指標となるWTI先物価格は、1年前の1バレル53ドルから直近では85ドルとなっている。国際エネルギー機関（IEA）は19日の月報で、2022年の世界の石油需要はパンデミック前の水準を上回ると予想した。2022年第1四半期末までに世界の人口の大部分が感染またはワクチン接種により免疫を獲得するため、今年後半の渡航制限は最小限にとどまる可能性が高いとしている。

ビーオブエー・セキュリティーズでエネルギー部門を率いるダグ・レゲート氏は、歴史は繰り返し、サウジアラビアが原油価格決定の主導権を取り戻すと話す。1990年代後半、同国は原油価格の低迷とベネズエラの協定破りの生産に直面し、原油を市場にあふれさせた。原油価格は下落し、原油生産者は減産と統合を余儀なくされた。近年、サウジにとって非協調的生産者は米国のシェール掘削業者であった。サウジはパンデミックの間も長期間にわたり原油の過剰生産を続け、改めて業界を再編に追い込んだ。

期先の先物価格を見ると、原油は直近の水準に比べて約20ドル下げている。ただサウジの財政均衡には60～80ドルの原油価格が必要であり、投資家が低く見積もり過ぎているかもしれないとレゲート氏は述べる。さらに、先物価格に10ドル上乘せすれば、石油関連株はさらに40～90%上昇する可能性があると言う。

レゲート氏が選好するのは、エネルギー資源会社のオキシデンタル・ペトロリアム<OXY>と、アパッチの親会社である石油・ガス探査・生産会社のアパ<APA>だ。いずれの会社也多額の負債を抱えるが、それを返済できるだけのキャッシュフローがあり、バリュエーションが上向く可能性がある。また米国のシェール鉱床を大量に保有する石油大手エクソンモービル<XOM>も選好する。シェール掘削は、従来型の遠隔地にある大規模鉱床を掘削するよりも簡単に採掘を開始したり停止したりすることができ、柔軟性があるという。

配当を通じてフリーキャッシュフローを株主に還元

電気自動車（EV）による石油需要への影響はどうだろうか。エバーコアISIで石油と化学製品をカバーするスティーブン・リチャードソン氏によると計算は簡単だ。世界中に車が10億台あり、毎年新車が9000万～9500万台販売される。EVの販売構成比が現在の4%から2025年に15%、2030年に30%まで上昇すれば、1日当たりの石油消費量は300万～400万バレルの減少となるが、これは経済成長による石油の需要増加で十分相殺されるという。

投資家は石油関連株の利回りを好感している。配当に自社株買いを加えた利回りは1桁台後半になる。リチャードソン氏もオキシデンタルに注目している。また同氏は最近、石油メジャーBP<BP>の投資評価を引き上げた。BPの株価は既に二酸化炭素排出量削減への積極的な取り組みを織り込んでいるが、配当や自社株買いなどの明るい見通しは織り込んでいないという。他のお気に入りには、総合石油エネルギー企業のコノコフィリップス<COP>とデボン・エナジーだ。デボンのフリーキャッシュフローは、2021年第3四半期に前年同期比8倍増の11億ドルとなり、過去最高を記録した。2021年の同社のヘッジポジションの約半分は今年中に解消されるため、フリーキャッシュフローがさらに増える可能性がある。

デボンは昨年WPXエナジーと合併した後、固定配当と変動配当を導入した。固定部分の利回りは、直近では1%未満にすぎないが、直近の変動配当を将来の指標とすれば、株主は合計で7%近くを受け取る可能性がある。リック・マンクリーフ最高経営責任者（CEO）は、デボンの生産量の伸びを年率5%に抑えると言う。「2桁の成長に興味はない。商品価格が高騰し、生産過剰となる事態は度々起きている。生産を抑制する傾向は今後も続くだろう」と述べる。

環境をテーマにした投資信託は、石油関連銘柄を避けハイテク銘柄を組み入れることで、長期にわたって株式市場をアウトパフォームしてきた。しかし、今年に入ってから成績は芳しくない。レゲート氏は、これらのファンドが、環境問題に対処している石油会社を組み入れるという、より柔軟なアプローチを採用すると予想する。

「環境保護を理由に業績不調なセクターを組み入れないと言うのは簡単だ。だがそのセクターがアウトパフォームしていると、話は変わってくる」と同氏は述べる。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

Biogen After the Alzheimer's Drug Debacle: Time to Sell the Parts?

アルツハイマー治療薬の失敗が濃厚なバイオジェン、一部売却が現実的か

高年齢者向け医療制度での適用決定は、大逆転がない限りは絶望的との見方

7カ月前、バイオ医薬品のバイオジェン<BIIB>は絶頂にあった。同社は米食品医薬品局（FDA）からほぼ20年ぶりのアルツハイマー治療の新薬となるアデュヘルム（一般名アデュカナマブ）の承認を受け、株価は1日で40%上昇した。

だが、現在の同社の株価は直近12カ月で15%下落し、あるアナリストが会社分割に言及するほどの状態となっている。1月17日の週には、ウェドブッシュのアナリストであるローラ・チコ氏が、バイオジェンを「変化の時である」として、買収を行う、買収される、あるいは「一部売却」の三つの選択肢を提示した。買収によって状況を改善させようというには手遅れであり、買収されることも現実的ではない。従って残るのは一部売却となる。

メディケア（高齢者向け医療保険制度）プログラムを管理するメディケア・メディケイド・サービス・センター（CMS）は、アデュヘルムへのメディケア適用を臨床試験（治験）に参加している患者に制限する提案を公表したが、チコ氏のメモは、その数日後に発表されたものだ。最終的な判断が下されるのは3カ月後だが、変更がない限り、同薬は事実上行き詰まる可能性がある。バイオジェンの最高経営責任者（CEO）は既に、以前公表した5億ドルの経費削減以上の「追加措置」を取ると注意を喚起している。

バイオジェンが事業の一部を売却するとは、具体的にどういうことか？ 同社は、バイオシミラー（後発バイオ医薬品）や一連のロイヤリティーに関する権利、生産設備の一部などの「レガシー活動」を切り離して、「革新的事業」に集中することができるとチコ氏は語る。バイオジェンの

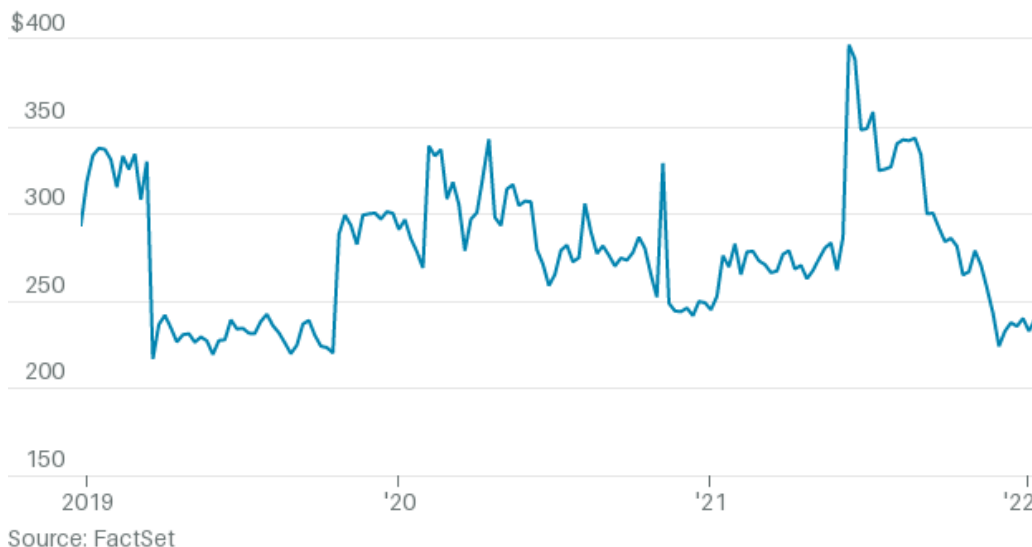
レーティングを「中立」とする同氏は、バイオジェンが「自社のパイプラインには価値があると信念を持つなら、戦略的に注力分野を絞ることで、論争から逃れて新たなスタートが切れるかもしれない」と記している。

別のアナリストは、CMSの最終決定が提案から大きく外れることはないだろうと記す。レイモンド・ジェームズのアナリスト、ダニエル・ブリル氏は、決定が大きく変わる可能性は3分の1程度あるだろうとしたが、それは「政治家がCMSの幹部に指示する」場合の話だと指摘した。

Going to Extremes

Much of the volatility of Biogen shares stems from shifting prospects for its Alzheimer's drug, Aduhelm.

Biogen Stock Performance, 2019 to 2022, Year to Date



今週の予定

1月24日（月）

・ 保険会社ブラウン・アンド・ブラウン<BRO>、油田開発サービス会社ハリバートン<HAL>、IT大手IBM<IBM>、オランダの医療機器・ヘルスケア大手ロイヤル・フィリップス<PHG>、銀行持ち株会社ザイオンズ・バンコプ<ZION>が四半期決算発表。

・ IHSマークイットが1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が56、サービス業PMIが54と、どちらも前月から低下。両指標は共に2021年半ばに記録したピークから低下しているが、景気拡大を示す50は大きく超えている。

1月25日（火）

・ 今週は、二大ハイテク企業が相次ぎ決算発表。21日終値時点でナスダック100指数は年初来マイナス9.5%となっていることから決算に注目が集まる。IT大手マイクロソフト<MSFT>は取引終了後に、アップル<AAPL>は27日木曜日に決算発表を行う。

・ 化学・電気素材メーカー大手3M<MMM>、金融総合サービス大手アメリカン・エクスプレス<AXP>、穀物メジャーのアーチャー・ダニエルズ・ミッドランド<ADM>、金融サービス持ち株会社キャピタル・ワン・ファイナンシャル<COF>、複合企業ゼネラル・エレクトリック<GE>、独立系資産運用会社のインベスコ<IVZ>、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>、航空・宇宙大手のロッキード・マーチン<LMT>、再生可能エネルギー大手のネクステ

ラ・エナジー<NEE>、航空機関連機器メーカーのレイセオン・テクノロジーズ<RTX>、半導体大手テキサス・インスツルメンツ<TXN>、通信大手ベライゾン・コミュニケーションズ<VZ>が四半期決算発表。

・ S&Pコアラロジックが、2021年11月のケース・シラー住宅価格指数を発表。エコノミスト予想は前年同月比18%の上昇で、10から若干低下。予想通りなら、12カ月連続で2桁上昇を記録することになる。

1月26日（水）

・ 製薬大手アボット・ラボラトリーズ<ABT>、大手医療保険会社アンセム<ANTM>、通信大手AT&T<T>、給与計算代行大手オートマチック・データ・プロセッシング<ADP>、航空機大手ボーイング<BA>、医療機器メーカーのエドワーズ・ライフサイエンス<EW>、天然資源企業のフリーポート・マクモラン<FCX>、防衛大手ゼネラル・ダイナミクス<GD>、半導体大手インテル<INTC>、日用品メーカーのキンバリー・クラーク<KMB>、証券取引所運営会社ナスダック<NDAQ>、大手鉄道持ち株会社ノーフォーク・サザン<NSC>、ハードディスク・ドライブ大手シーゲート・テクノロジー<STX>、企業向け業務管理ソフトウェアのサービスナウ<NOW>、電気自動車（EV）大手テスラ<TSLA>が四半期決算発表。

・ 米連邦準備制度理事会（FRB）が連邦公開市場委員会（FOMC）後に金融政策を発表。政策金利はゼロ付近に据え置かれると予想されているが、FRBはここ3カ月、利上げの方向に傾きつつある。ウォール街は、3月のFOMCで0.25%ポイントの利上げ、年内に合計4回の0.25%ポイントの利上げがあることを織り込み済みである。

・ 米国勢調査局が2021年12月の新築住宅販売件数を発表。戸建て住宅のコンセンサス予想は季節調整済み年率換算で76万2500戸と、前月から2.5%の増加。

1月27日（木）

・ たばこ・ワイン製造持ち株会社アルトリア・グループ<MO>、ケーブルテレビ大手コムキャスト<CMCSA>、無線通信インフラ運営・リース不動産投資信託（REIT）のクラウン・キャッスル・インターナショナル<CCI>、計測装置および医療機器メーカーのダナハー<DHR>、化学品大手のダウ<DOW>、紙・包装材メーカーのインターナショナル・ペーパー<IP>、クレジットカード大手マスターカード<MA>、ファストフードチェーン大手マクドナルド<MCD>、飲料・食品メーカーのモンデリーズ・インターナショナル<MDLZ>、金融サービス企業MSCI<MSCI>、防衛大手のノースロップ・グラマン<NOC>、電炉大手ニューコア<NUE>、航空大手サウスウエスト航空<LUV>、クレジットカード大手ビザ<V>が四半期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年第4四半期の国内総生産（GDP）速報値を発表。コンセンサス予想は季節調整済み年率換算で5.6%増（2021年第3四半期は2.3%増）。

1月28日（金）

・ 建設機械大手キャタピラー<CAT>、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>、石油大手シェブロン<CVX>、消費財メーカーのコルゲート・パルモリーブ<CL>、大手エネルギー会社フィリップス66<PSX>、ノースフェイスなどのブランドを有する国際的アパレル企業VFコーポレーション<VFC>、総合林産企業ウェアーハウザー<WY>が四半期決算発表。

By Josh Nathan-Kazis
(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』 2022/01/23

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 © 2022 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます