



(今月号は4月8日時点の情報を基に作成しています。)

## CONTENTS

- 米国株式市場動向 1
- Market 羅針盤 2  
～FRB はインフレ退治を優先、  
引き締めペースは加速する公算大
- 銘柄選択指針 2  
～「漁師は潮をみる」、  
米金融政策の転換で変わる潮目
- コラム 3  
～エコノミック・ステイトクラフト  
プーチン大統領の行動を抑制できるか?
- 注目銘柄 4～11  
マイクロソフト(MSFT)  
アマゾン・ドット・コム(AMZN)  
イントゥイティブ・サージカル(ISRG)  
コストコ・ホールセール(COST)

## 米国株式市場動向

22年3月の米国株式市場で主要3指数はいずれも3カ月ぶりに反発。ダウ平均は月間で2.3%、S&P500は3.6%、ナスダック総合指数は3.4%上昇。米連邦準備理事会(FRB)が約3年ぶりの利上げを決めた16日以降、利上げ開始を見込んで売ってきた多くの投資家が、年初来で大幅に下げていたハイテク株を中心に買い戻し、市場はリスクオンに転換。

また、3月29日に長短金利差が一時的に逆転するなど、投資環境が悪化するなかでも、ナスダック総合指数は続伸し、1月中旬以来の高値を付けた。S&P500も同日に1月14日以来となる4,600台を回復。逆境下で相場の持ち直しに貢献したのは個人投資家の買いで、ゴールドマン・サックスは「家計が積極的に押し目買いを入れている」と分析した。

米景気減速や高インフレなどが今後の株式投資に逆風となりうるなか、家計の米国株の買越額は22年に1,500億ドル規模になるとの予想や、企業による積極的な自社株買い計画などが相場を下支えた。しかし、4月6日にFRBが公表した3月会合の議事要旨では、向こう複数回の会合で0.50%の利上げが適切になるとの認識を示し、地合いが悪化。

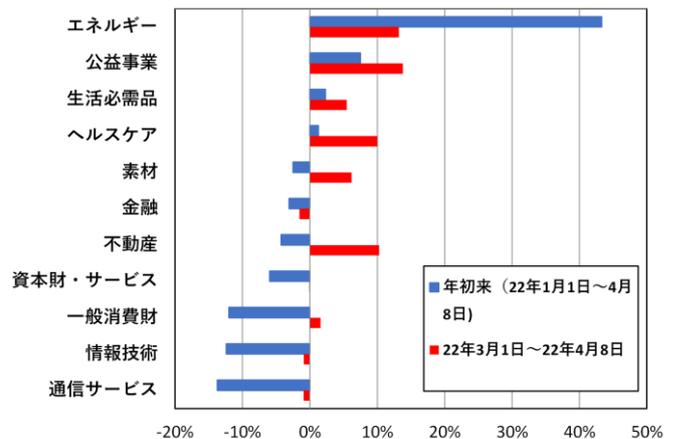
また、量的引き締め(QT)も前回をはるかに上回るペースで進めると当局者が想定していた事も初めて明らかになった。こうしたタカ派的姿勢は、ウクライナ情勢の過度な懸念が後退するなかで、市場の関心を再び金融政策に戻し、ハイテク株を中心に冷や水を浴びせた。当面は5月FOMCを控え、神経質な展開になるとみている。(佐藤 一樹)

## 米国株指標推移

(2021.4.12～2022.4.8)



## S&amp;P500業種別指数騰落率



[出所:ブルームバーグよりアイザワ証券作成]

本資料のご利用にあたり、お客様にご確認いただきたい事項を、本資料の最終ページに記載させていただきました。ご確認の程、宜しくお願いたします。

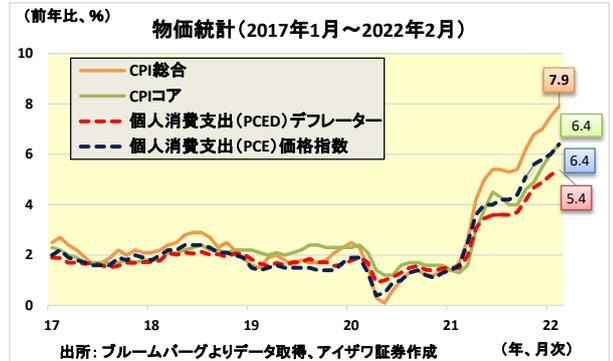
## Market 羅針盤:FRB はインフレ退治を優先、引き締めペースは加速する公算大

3月15～16日に開催された米連邦公開市場委員会(FOMC)では、約3年ぶりの利上げを決めた。16日の米主要指数は、そろってこの日の高値圏で引けた。3月FOMCの内容が市場の予想にほぼ一致した事が株高の理由で、歴史的な高インフレの抑止に向けて、FRBはひとまず市場との対話に成功した形だ。

しかし、インフレ退治を優先するFRBは、金融引き締めを加速する公算大。FRBがインフレ指標として重視する個人消費支出(PCED)デフレーターは、2月に前年同月比5.4%の上昇となり、FRBが目標とする2%を大きく上回った。FRBは5月3～4日の会合では0.25%ではなく0.50%の利上げを支持する可能性を示唆している。政策金利は年末までに中立水準(中央値で2.4%)を上回る2.5～2.7%に達すると予想。量的引き締め(QT)についても、5月会合で開始を決定する見通しだ。

米国経済については、インフレ高進が下押し圧力となる一方、感染状況や供給制約の改善、良好な雇用・所得環境に支えられ、個人消費を中心に4～6月期の成長率は再加速する見通しだ。タカ派的な金融政策によって、「景気減速」は避けられないものの、「景気後退」の可能性は低いとみている。

米国市場が再びインフレ高進や金融引き締めといった、市場を取り巻くファンダメンタルズを重視するようになれば、慎重な雰囲気に戻る可能性は高い。また、逆イールドやウクライナ情勢などマクロ環境の不透明感が依然強い中で、5月会合でFRBは、市場との対話を再び成功に導けるかに注目したい。



指標	Q1 22予	Q2 22予	Q3 22予	Q4 22予
<b>経済活動</b>				
実質GDP(前期比%季調済年率)	1.1	3	2.5	2.4
消費者支出(前期比%季調済年率)	3	2.4	2.5	2.3
政府支出(前期比%季調済年率)	0.5	1.6	1.4	1.5
民間投資(前期比%季調済年率)	4.1	6	4.5	4.3
輸出(前期比%季調済年率)	1.5	6	5.5	5
輸入(前期比%季調済年率)	7	5	4	3.9
鉱工業生産(前年比%)	5.2	4.7	4.7	3.9
<b>物価指数</b>				
消費者物価指数(前年比%)	7.9	7.5	6.6	5.4
PCE価格指数(前年比%)	6.3	5.8	5.6	4.5
コアPCE(前年比%)	5.4	4.9	4.6	4.1

※データ取得日は22年4月8日時点

出所:ブルームバーグよりデータ取得、アイザワ証券作成

## 銘柄選択指針:「漁師は潮をみる」、米金融政策の転換で変わる潮目

「漁師は潮をみる」という相場の格言がある。漁師は漁場を探す際に気象状況や潮の流れを見て決定するが株式投資もこれと同様で、相場と流れを見て波に乗らなければならないという意味だ。米国市場は4月上旬にFOMCメンバー全員がタカ派に転じた事が明らかとなり、相場の潮目は変わりつつある。大型株で好業績が見込まれる銘柄、自社株買いを復活させた企業のほか、ディフェンシブ系銘柄にも着目する必要がある。

■**マイクロソフト(MSFT)**:クラウドサービス「アジュール」の売上加速などを背景に、4月下旬に発表予定の1～3月期決算も好調になる見通しだ。また、業務効率化などを背景に、企業のIT支出は今後もグローバルで継続しよう。実際、22年3月9日に三井住友フィナンシャルグループは同社と戦略提携を結んだと発表した。

■**アマゾン・ドット・コム(AMZN)**: 同社の株式分割と自社株買い計画は今後の資本支出計画を明確にした。設備投資額を持続可能な水準に落とす一方で、資金を株主への利益還元に向けるとの意思表示だ。また08年の原油高の時に、同社は設備投資を絞る守りの姿勢でしのぎ、利益率はむしろ上昇した実績を持つ。

■**イントゥイティブ・サージカル(ISRG)**:ハイテク技術を搭載した手術支援ロボット「ダ・ヴィンチ」を使用した外科手術はグローバルで普及。日本では22年、保険適用の対象に8術式がさらに追加されるなど拡大中。また、「遠隔手術」の実用化が進む中、遠隔ロボット手術はその主役となり、新たな成長ドライバーとして期待できる。

■**コストコ・ホールセール(COST)**:米国内外でホールセールクラブのチェーンを展開。食品および日用品が主体のため、事業はディフェンシブな性格を持ち、不確実性が高い現在の相場環境では物色され易い。また、インフレ懸念による節約志向の高まりは、同社の強みが最大限発揮される状況も魅力的だ。(佐藤 一樹)

## コラム:「エコノミック・ステイトクラフト(経済安全保障)」

～プーチン大統領の行動を抑制できるか?～ ——佐藤 一樹

米国の外交政策は二組の対立する概念の組み合わせで説明できます。「孤立主義」と「国際主義」、「現実主義」と「理想主義」です。「現実主義」とは国際秩序容認の政策であり、「理想主義」は体制転換を求め、米国の民主主義を国際的に普及させることを目指す政策です。戦後の米国の政策は「国際主義」をベースにし、「現実主義」と「理想主義」の間で揺れてきました。トランプ前政権が「孤立主義」と「現実主義」を組み合わせた政策に基づき、NATO批判やパリ協定離脱など「孤立主義」の政策を進めた一方、バイデン現政権は「国際主義」と「理想主義」を組み合わせた政策を推進しています。そうしたなか「エコノミック・ステイトクラフト」は重要な役割を担っています。

### ■ エコノミック・ステイトクラフト(Economic Statecraft)

「国際主義」と「理想主義」を組み合わせたバイデン政権の対ロ政策の要は、欧州やそれ以外の民主主義国家と連携した「経済制裁」にあり、それはエコノミック・ステイトクラフトと呼ばれる外交術です。エコノミック・ステイトクラフトとは、国家が自らの戦略的目標を追求するために、軍事的な圧力ではなく経済的な手段によって他国に対して影響力を行使して実現することです。

実際、対ロ経済制裁は巨額の武器支援とともに、西側の対応の最前線に位置付けられています。この戦略の意図は、北大西洋条約機構(NATO)加盟国とロシアが直接衝突する事態を避けつつ、ロシアがたとえ軍事的に勝利したとしても、確実に大きな代償を負うよう、ロシア経済を崩壊させることにあります。この経済制裁によってプーチン大統領を抑止するか戦闘の方針を変えさせるという目標を達成できるかは、現時点では不明です。しかし、西側諸国は今後も様々な分野で圧力をかけ続けると考えられます。



### ■ 西側諸国の対ロ経済制裁

ロシアによるウクライナへの軍事侵攻が始まっておよそ1カ月半が過ぎました。国際社会は「重大な国際法違反」とロシアを厳しく非難し、軍事侵攻を停止するよう求めています。同時に、欧米諸国や日本などはロシアに対して、厳しい経済制裁を次々と科しています。

主な経済制裁は、①国際的な決済ネットワークSWIFT(スウィフト)からロシアの特定の銀行を除外、ロシア中央銀行の資産凍結。②ロシアへの輸出規制。③ロシアからの輸入規制。④最恵国待遇の取り消し・撤回。⑤プーチン政権と蜜月な関係の富豪たち(オリガルヒ)の資産凍結などです。

今回の制裁では、世界の各国中銀に預けてあるロシアの外貨準備を凍結することで、ロシア銀行(中央銀行)を孤立させるという厳しい措置も盛り込みました。ドルやユーロといった外貨はロシア当局の経済運営を支えるほか、国外事業を展開するロシア企業にとっても重要です。昨年6月時点で、ロシア中銀は外貨準備の16.4%をドル、32.3%をユーロ、その他を人民元や金などで保有。欧米当局者は合計で、ロシアの外貨準備の半分近くを凍結したことになります。

これに対してプーチン大統領は、ロシア経済が西側の制裁によって打撃を受けていることを認めており、「これらの新たな現実直面し、われわれの経済は大幅な構造改革が必要になる。これが容易ではないことを隠すつもりはない。一時的には物価や失業率の上昇につながるだろう」と述べています。恐らく対ロ経済制裁の効果が表れるには、まだ時間を要するとみています。

## 注目銘柄

## マイクロソフト(MSFT)

～クラウド事業が好調、DXなどが成長を後押し —— 佐藤 一樹

## 【企業概要】世界最大級のソフトウェア会社

ソフトウェア製品の開発、製造、ライセンス供与、販売、サポートなどに従事。ライセンス収入が収益の柱。PC基本ソフトWindows、業務用ソフトOfficeのシェアは世界首位。法人向け開発ツールStudio、データベースSQL Serverなどのシェアも高い。ゲーム機Xbox、小型端末Surfaceなど機器販売も手掛ける。法人向けクラウドサービス「アジュール・アクティブ・ダイレクトリー」に登録されたIDは12億に上る。21年秋にOS(オペレーティングシステム/基本ソフト)「Windows11」を発表した。

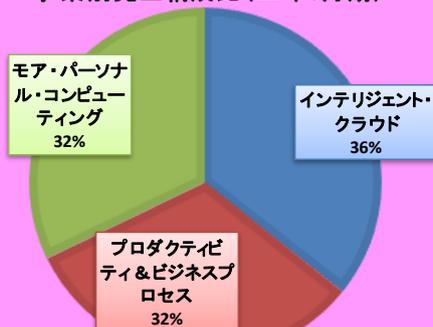
ここ数年、クラウドサービス「Azure(アジュール)」が急成長。クラウド市場の世界シェアは約2割でアマゾンに次いで第2位だが、最近ではその差を徐々に縮め始めている。また、18年にはソフト開発向けウェブサイト「GitHub(ギットハブ)」を、21年にはゲーム会社の米ゼニマックス・メディアをそれぞれ75億ドルで買収。22年1月にはゲームソフト大手のアクティビジョン・ブリザードを現金約690億ドルで買収する事に合意した事を明らかにするなど、業容拡大のために積極的にM&Aを実施している。

## 【決算概況】市場予想を上回る好業績が継続、売上高は初の500億ドル台

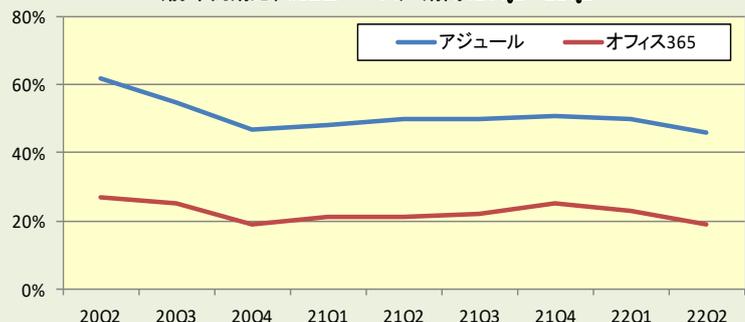
第2四半期(21年10～12月)決算は売上高が前年同期比20.1%増の517億2,800万ドル(市場予想:508億7,200万ドル)、純利益が同21.4%増の187億6,500万ドル、調整済みEPSが2.48ドル(市場予想:2.316ドル)と好業績が継続。クラウドサービスの利用拡大が続いた事で、「アジュール」の売上高が46%増加するなど、成長の柱であるクラウド関連事業が順調に拡大。クラウド関連事業の売上高は同32%増の221億ドルだった。

部門別売上高は全3部門とも好調持続。◇クラウドサービス「アジュール」やサーバー向けソフトを含むインテリジェント・クラウド部門が同25.5%増の183億2,700万ドルと堅調持続。◇ビジネス対話アプリ「チームズ」や業務ソフトをクラウドで提供する「オフィス365」などを含むプロダクティビティ&ビジネスプロセス部門も同19.3%増の159億3,600万ドルと二桁増が継続。◇ウィンドウズやサーフェス・タブレット、ゲーム機Xboxなどを含むモア・パーソナル・コンピューティング部門は同15.5%増の174億6,500万ドルだった。同社は決算発表(22年1月25日)後の説明会で、第3四半期(22年1～3月)の売上高に関して楽観的な見通しを明らかにしている。

事業別売上構成比(21年6月期)



出所:会社資料よりアイザワ証券作成

クラウドサービス「アジュール」と「オフィス365」の売上増加率の推移  
(前年同期比、GAAPベース) 期間:20Q2～22Q2

出所:会社資料よりアイザワ証券作成

## 【注目ポイント】クラウドシフトが奏功、導入企業も多様化

14年2月にサティア・ナデラ氏がCEOに就任してから、同社は「モバイルファースト、クラウドファースト」の方針を掲げ、クラウドへのシフトを鮮明にしてきた。その中心的役割を担っているのがクラウドプラットフォームの「アジュール」だ。同社の経営戦略の転換が功を奏しつつある事は、全世界の多くの業界で「アジュール」の活用が広がっている点からも明らかだ。

①クラウド導入企業が多様化:18年には世界最大の小売りチェーンのウォルマート(WMT)と5年間の戦略的パートナーシップを結ぶと発表。WMTは同社のクラウドサービスを活用し、小売り現場でAIや機械学習の取入れを加速させる計画。小売関連企業は経営方針上、競合するアマゾン(AMZN)が提供するアマゾンウェブサービス(AWS)とは別のクラウドサービスを使うという構図が鮮明化している。また、21年1月に自動運転技術で米自動車大手のゼネラル・モーターズ(GM)と提携すると発表。GMはロボットタクシーや貨物の自動輸送システムの開発・管理に、同社の「アジュール」を活用している。

②ゲーム会社を相次いで買収:ゲーム会社の米ゼニマックス・メディアの買収が21年に完了。22年1月にはゲームソフト大手のアクティビジョンを現金約690億ドルで買収すると同社は発表。今回の買収発表で、モバイル、パソコン、クラウドでのゲーム事業の成長を加速させ、メタバースの構成要素を提供すると同社は強調している。また、同社は昨年6月末時点で約1,300億ドルの手元現金を保有しており、買収には資金調達が必要がなく、同社の自社株買いにも影響を与えない。買収は23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。

③DX支援も成長に寄与:企業のデジタルトランスフォーメーション(DX)支援をグローバルに実施している同社は、その恩恵を受ける事も追い風だ。また、サイバー攻撃が懸念されるなか、各種国際基準をクリアしたセキュリティ認定を取得し、世界トップレベルの信頼性を誇っている事も強みとなっている。

## 【株価見通し】

クラウドサービス「アジュール」や「オフィス365」などの活用は幅広い業界で広がると予想されるなか、同社は「ウィンドウズ」のインストールベースと幅広い顧客層を有している事から、今後も安定的な収益拡大が続こう。こうした点から、同社の株価は中長期的にも上昇基調を辿るとみている。

＜MSFTの収益の推移と見通し＞		(単位:百万ドル、%)			
	19年6月期	20年6月期	21年6月期	22年6月期(予)	23年6月期(予)
売上高	125,843	143,015	168,088	198,896	226,869
増減率	14.0%	13.6%	17.5%	18.3%	14.1%
純利益	39,240	44,281	61,271	71,843	81,182
調整済みEPS	4.75	5.76	8.05	9.47	10.73
増減率	22%	21%	40%	18%	13%

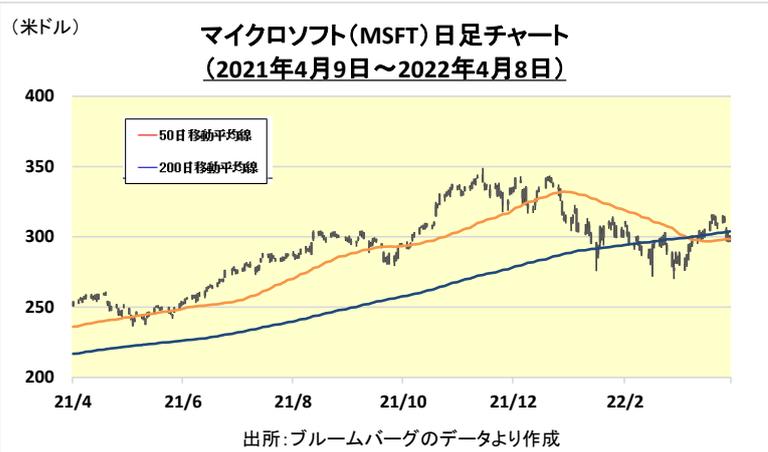
出所:ブルームバーグのデータより作成。予想はブルームバーグが集計したアナリスト予想の平均で、22年4月8日時点のもの

### MSFTの株価指標:単位:米ドル

株価 (2022年4月8日)	296.97
当社取引単位:	1株
2022年6月期予想PER	31.36倍
2023年6月期予想PER	27.67倍
実績PBR(株価純資産倍率)	13.92倍
実績ROE(株主資本利益率)	49.1%
52週高値(21/11/22)	349.67
52週安値(21/05/12)	238.07
予想配当利回り(2022年6月期)	0.81%
時価総額	2兆2,263億ドル

(注)22年と23年6月期の予想PERは、22年4月8日の株価を、それぞれの会計期の予想EPS(一時的な要因を除く調整済ベース)で割って算出。

出所:ブルームバーグのデータより作成



## 注目銘柄

## アマゾン・ドット・コム(AMZN)

～広告・クラウド事業は好調、中長期の成長力は健在—— 佐藤 一樹

## 【企業概要】 世界最大級のネット通販会社

1994年の創業で、1997年にNASDAQに上場。書籍の販売から始まり、家電や日用品まで幅広い品揃えと高い商品力を併せ持つ総合的なネット通販企業に成長した。在庫リスクを負う仕入れ販売が強み。また、1998年に音楽配信事業に、2007年に電子書籍販売に参入した。2017年に食品スーパーのホールフーズを買収。無人店「Amazon Go」開店など実店舗と合わせて展開している。

一方、2002年にクラウドサービスの「AWS(Amazon Web Services)」を開始し、同分野で世界最大手に育ち、収益柱に成長。2014年にAI(人工知能)による音声認識を応用した家庭用の「Amazon Echo」を発売。2020年に米国でネット薬局をスタート。2021年に映画会社MGMを買収してプライム会員向けコンテンツを拡充。積極的な投資と技術開発による事業展開で、世界の先頭を走る企業である。

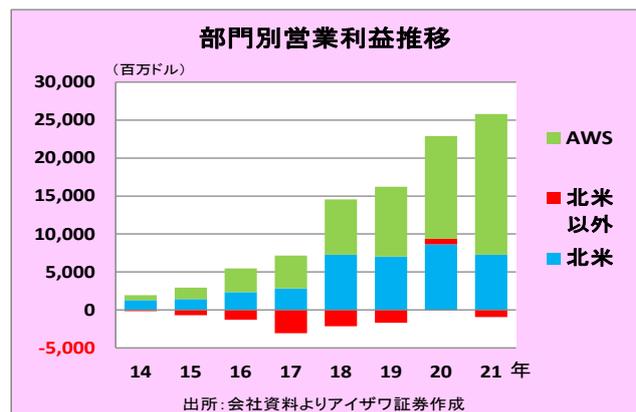
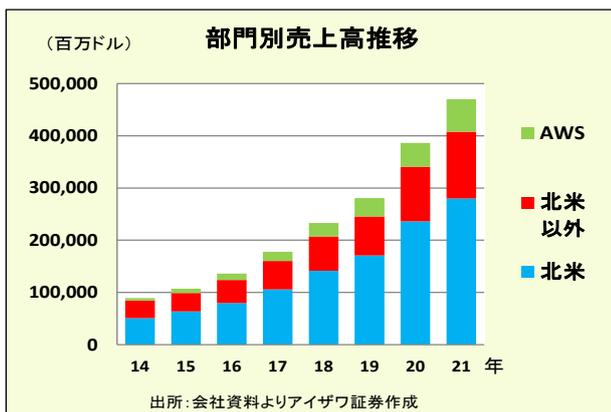
なお、22年3月9日に同社の取締役会は、1株を20株にする株式分割の計画と、最大100億ドルの自社株買いを承認した。この計画は、5月25日に予定される年次株主総会での承認が必要となる。

## 【決算概況】 リヴィアン上場益計上で過去最高益。クラウド・広告事業も堅調

第4四半期(21年10～12月)決算は、売上が前年同期比9.4%増の1,374億1,200万ドル。「巣ごもり消費」の特需は一服し、売上高は市場予想の1,378億4,200万ドルを下回った。一方、純利益が同98.3%増の143億2,300万ドル。21年11月に上場した新興EV「リヴィアン・オートモーティブ」の株式評価益118億ドルを営業外収益に計上した事で過去最高益を更新。また、人件費や供給網に絡むコストを想定以上にコントロール。クラウドや広告事業も伸びた。EPSは27.75ドル(市場予想:3.771ドル)。

収益柱のクラウド・サービス(AWS)の売上高は同40%増の177億8,000万ドル(市場予想:172億3,000万ドル)、営業利益が同49%増の52億9,300万ドルと好調持続。また、有料会員向けサービス「プライム」を中心とするサブスクリプション(定額課金)型サービスの売上高は同15%増の81億2,300万ドルと二桁増。さらに広告事業の売上高も同32%増の97億1,600万ドルと大幅に伸びた。

なお、同社は第1四半期(22年1～3月)の売上高見通しを1,120～1,170億ドル(市場予想:1,205.1億ドル)になると発表。ただ、コスト増によって利益が下押しされると見られていたなか、予想に反する結果となった事が好感され、決算発表(22年2月3日)後の時間外取引で、同社株は大幅に上昇した。



## 【注目ポイント】 ネット通販は減速傾向だが、AWS の増収率は加速が続く

同社は小売りや電子商取引(EC)市場で圧倒的地位を占め、利用を避けるのがほぼ不可能な存在となった。有料会員向けサービス「プライム」の登録者にとっては、特にそうだ。「プライム」の会員は今や同社の米顧客の約65%を占めている。また、同社は「小売り」、「クラウド(AWS)」、「広告」の3本柱に加え、新規事業にも注力。米国ではオンライン薬局「Amazon Pharmacy」などをスタートさせている。

①物流部門にテコ入れ:同社は21年までの2年間にフルフィルメント(商品が注文されてからエンドユーザーに届けるまでの業務全般)能力を倍増させたことから、今後は利益率が改善するとみている。同社は商品保管・仕分け・出荷用の新施設を全米450カ所余りに開設し、注文から1日以内の配達を目指す「物流帝国」を拡充。この目標を達成する上でサードパーティーの物流業者の助けを借りる事も減少。同社は輸送体制を強化していることから、供給制約が構造的問題になる可能性も低いと考える。

②広告事業が成長:消費者がアマゾンのオンラインストアを訪れると、探しているものが何であれ、一連のスポンサー付きリスティング広告が表示される。広告事業の売上高は今回の決算でも同32%増と大幅に伸び、四半期ベースで100億ドルまで迫った。米調査会社によると、同社の米ネット広告市場でのシェアは20年に10%を超え、グーグル、メタ(旧フェイスブック)に次ぐ3位につけている。

③クラウド事業は好調持続:アマゾン・ウェブ・サービス(AWS)の業績は目覚ましく、その価値は電子商取引事業を上回る。そしてAWSの増収率は前四半期の39%から40%へと4四半期連続で加速している。世界的なDX加速を背景に、企業のクラウドへのシフトはこれからも増加すると予想される。

## 【株価見通し】

この1年半ほど同社株がもみ合う展開で推移したのは、ネット通販事業の鈍化の程度を見極めたいという点にあることから、この問題をこなせば同社株は再び上昇する可能性はある。また、有料会員向けサービス「プライム」の高い定着率と継続的なサービス向上に加え、22年2月には米国で会員費を17%引き上げ139ドルにすると発表した事も、業績拡大に寄与しよう。さらに、3月には最大100億ドルの自社株買いの計画も明らかにしたことから、中長期的に見れば魅力的な株価水準とみている。

<AMZNの収益の推移と見通し>

(単位:百万ドル、%)

	19年12月期	20年12月期	21年12月期	22年12月期(予)	23年12月期(予)
売上高	280,522	386,064	469,822	541,228	634,843
増減率	20.5%	37.6%	21.7%	15.2%	17.3%
純利益	11,588	21,331	33,364	24,638	38,193
EPS	23.01	41.83	64.81	48.09	72.32
増減率	14%	82%	55%	-26%	50%

出所:ブルームバーグのデータより作成。予想はブルームバーグが集計したアナリスト予想の平均で、22年4月8日時点のもの

### AMZNの株価指標:単位:米ドル

株価 (2022年4月8日)	3,089.21
当社取引単位:	1株
2022年12月期予想PER	64.23倍
2023年12月期予想PER	42.71倍
実績PBR(株価純資産倍率)	11.37倍
実績ROE(株主資本利益率)	28.8%
52週高値(21/07/13)	3,773.078
52週安値(22/03/08)	2,671.45
予想配当利回り(2022年12月期)	-
時価総額	1兆5,712億ドル

注:22年と23年12月期の予想PERは、22年4月8日の株価を、それぞれの会計期の予想EPSで割って算出。

出所:ブルームバーグのデータより作成



## 注目銘柄

## イントゥイティブ・サージカル(ISRG)

～「エンデミック」移行で手術件数は増加へ —— 佐藤 一樹

## 【企業概要】手術支援ロボットの世界最大手

米軍の遠隔手術の研究開発技術から誕生した手術支援ロボット「ダ・ヴィンチ」を開発・販売。高倍率の3Dハイビジョンシステムと、人間の手より広い動作領域を持つ手振れ補正機能があるなど、精密性・安全性の高さに特徴がある。内視鏡アームの先の取り付ける手術器具は40種類以上あり、折り紙を折る事や、米粒に文字を書けるほどに精密な操作が可能。19年には肺がん生検のための新プラットフォーム「イオン」がFDAに認可された。

患者への負担軽減から手術件数は年々増加し、先行した婦人科や泌尿器科から一般外科にも浸透。米国では前立腺全摘手術の約8割がロボット手術。近年では米国だけでなく、アジアや欧州での伸びが顕著となっており、21年12月末時点で全世界の医療機関などで6,700台以上の「ダ・ヴィンチ」が稼働している。最近はリースによる販売も普及。出荷台数に占めるオペレーティング・リース比率は18年度末の25%から21年度末には38%まで拡大した。

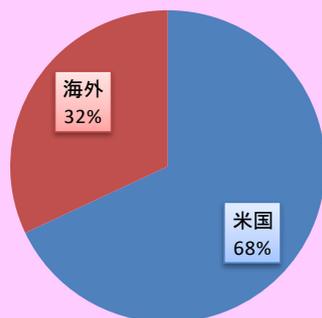
なお、17年10月、21年10月5日に1株を3株に分割した。

## 【決算概況】ダ・ヴィンチの出荷台数が順調に伸び、市場予想を上回る内容

第4四半期決算(21年10～12月期)は売上高が前年同期比16.7%増の15億5,070万ドル(市場予想:15億2,200万ドル)、純利益が同4.2%増の3億8,060万ドル、調整済みEPSが1.30ドル(市場予想:1.283ドル)と増収増益で市場予想も上回った。手術件数や「ダ・ヴィンチ」の新規導入数などの増加が増収増益の主因。ただ、販管費が同29.3%増、研究開発費が同22.4%増とコストが嵩んだ。加えて、慈善活動などへ寄付を行い、営業収益が3,000万ドル減少したことから、増益幅は縮小した。

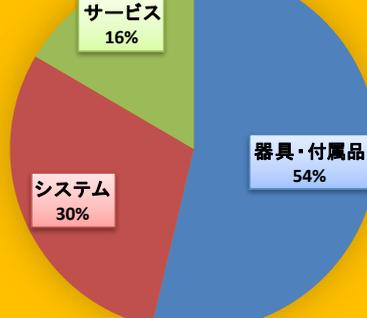
「ダ・ヴィンチ」の出荷台数は385台と前年同期の326台を上回った事で、外科手術を支援する装置「ダ・ヴィンチ・サージカル・システム」の販売が増加。また、「ダ・ヴィンチ」を利用した手術件数も同19%増と二桁伸びた。事業別売上高はそろって堅調持続。◇器具・付属品事業の売上高が同12.8%増の8億4,280万ドルと好調持続。◇システム事業の売上高が同28.1%増の4億6,990万ドルと大幅に伸びた。◇サービス事業の売上高が同10.5%増の2億3,800万ドルと二桁増だった。

地域別売上高比率(21年12月期)



出所:会社資料よりアイザワ証券作成

事業別売上高比率(21年12月期)



出所:会社資料よりアイザワ証券作成

## 【注目ポイント】新製品投入やグローバル展開などにも期待

人命に直接かわる医療機器は、それを使用する医師との連携のなかで製品開発・改良が行われる分野(医工連携)で参入障壁が高い。また、一製品あたり複数の特許で保護されている事が多く、構成部品ごとに各国で特許を申請するため、製品全体としては長期間、特許で守られやすい傾向にある。こうした他社メーカーが参入しづらい業界構造は、結果として同社の成長を後押ししている。

①普及進展・安定収益:「ダ・ヴィンチ」導入には機器単体で数億円と高額である。しかし同社のビジネスモデルの強みは、売上のうち約7割が消耗品、高度な技術への保守サービスやトレーニングなど、多方面から継続的に安定した収益が見込める点にある。手術が増加するに従い、消耗品やメンテナンス収益なども増加する。また、ハイテク技術を搭載した「ダ・ヴィンチ」を使用した外科手術は、従来の「開腹手術」と比べると傷が小さく、入院期間も短い事から、今後もグローバルで普及が進もう。

②新製品投入:バージョンアップを重ねた最新機種「Xiタイプ」は、ロボットアームがスリムになり、より自由度の高い手術が可能になった。手術時間の短縮や質の向上によって患者負担の更なる軽減に寄与。また、蛍光カメラが装備されたため、ICG(インドシアニングリーン)という薬剤を用いて、血流の評価やリンパ節郭清(リンパ節を取り除く手術)の精度が向上。さらに、一つの穴から複数のロボットアームを入れて手術を行う単孔式腹腔鏡手術支援ロボットとなる「SPタイプ」を、19年から投入している。

③事業のグローバル化:世界の外科用ロボット市場は20年から30年までの間に年平均で13.6%成長する見込み。そうしたなか、米国以外で「ダ・ヴィンチ」を導入する医療機関が増加。日本では10年に発売し、全国の医療機関に約450台が導入済みで、29種類の手術に公的保険が適用されている。

## 【株価見通し】

一部特許切れに伴う新興企業の参入に伴う競争激化や、コロナ感染再拡大などはリスク要因として挙げられる。一方、エンデミック移行による手術件数の増加は、同社の業績拡大に繋がろう。加えて、新製品の投入や先行優位性を生かしたグローバル展開が一段と進展すれば、中長期的には同社の新たな成長ドライバーとして期待できる事から、同社株は再び反転する可能性は高いとみている。

〈ISRGの収益の推移と見通し〉		(単位:百万ドル,%)			
	19年12月期	20年12月期	21年12月期	22年12月期(予)	23年12月期(予)
売上高	4,479	4,358	5,710	6,341	7,198
増減率	20.3%	-2.7%	31.0%	11.0%	13.5%
純利益	1,379	1,061	1,705	1,522	1,797
調整済みEPS	3.83	2.61	4.73	4.97	5.83
増減率	17%	-32%	81%	5%	17%

出所:ブルームバーグのデータより作成。予想はブルームバーグが集計したアナリスト予想の平均で、22年4月8日時点のもの

### ISRGの株価指標:単位:米ドル

株価 (2022年4月8日)	289.86
当社取引単位:	1株
2022年12月期予想PER	58.31倍
2023年12月期予想PER	49.68倍
実績PBR(株価純資産倍率)	8.71倍
実績ROE(株主資本利益率)	15.8%
52週高値(21/11/05)	369.69
52週安値(22/01/24)	254.20
予想配当利回り(2022年12月期)	-
時価総額	1,041億ドル

(注)22年と23年12月期の予想PERは、22年4月8日の株価を、それぞれの会計期の予想EPS(一時的な要因を除く調整済ベース)で割って算出。

出所:ブルームバーグのデータより作成



## 注目銘柄

## コストコ・ホールセール(COST)

～「少品種大量販売」戦略が奏功、コロナ禍後も好調—— 佐藤 一樹

## 【企業概要】 有料会員制の倉庫型店舗販売大手

同社は世界第2位の小売業に成長(1位はウォルマート、3位はアマゾン)。昨年の売上高は約2,000億ドル(約24兆円)で、10年前と比べて倍増した。1976年、サンディエゴの飛行機格納庫を改造した倉庫店舗を発祥に会員制へ転換した。年会費制を導入し、大量の商品を低価格で提供する。取扱商品はケータリング用品、菓子類、電化製品、テレビ、自動車関連品、工具、スポーツ用品、宝飾品、時計、カメラ、本、キッチン用品、衣類、化粧品、健康食品、家具、オフィス用品・機器など幅広い。

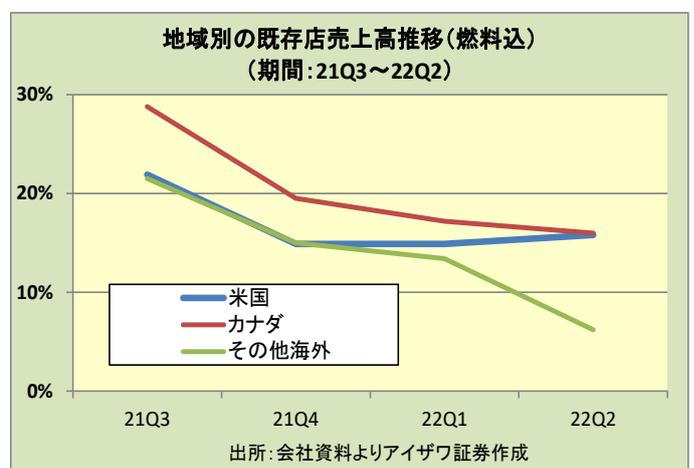
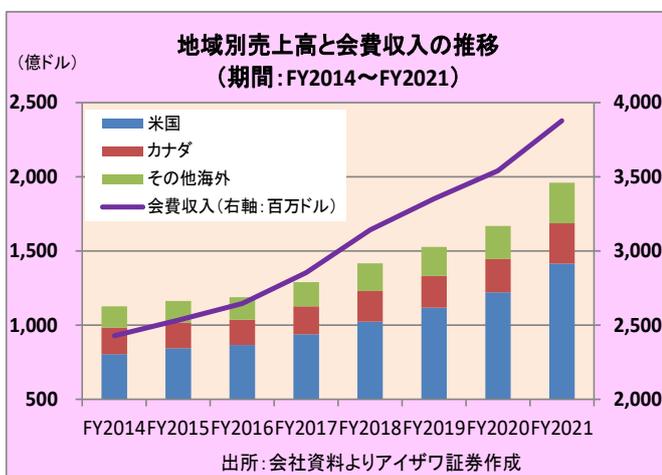
富裕層や節約志向の家庭に訴求し、まとめ買いの習慣を定着させた。店舗にはフードコート、ガソリンスタンド、薬局や眼鏡店などを併設している。海外でも事業を展開。2021年8月末時点の総店舗数は817店(うち米国565店、カナダ105店、メキシコ39店、日本30店、英国29店、韓国16店、台湾14店、オーストラリア13店、スペイン3店、フランス1店、アイスランド1店、中国1店)。全世界の会員数は1億1,160万人に上る。17年6月から会費値上げを実施した。

## 【決算概況】 二桁増収増益で市場予想も上回る好業績

第2四半期(21年12月～22年2月)決算は売上高が前年同期比15.9%増の519億400万ドル(市場予想:514億7,300万ドル)、純利益が同36.6%増の12億9,900万ドル、調整済みEPSが2.92ドル(市場予想:2.761ドル)と二桁増収増益で市場予想を上回った。

食料品などの値上がりに加え、物流網の混乱により一部で品薄となったが、消費者の購入意欲は堅調持続。また、Eコマース部門も拡大したほか、人件費や衛生対策などコスト増を吸収し、営業増益を達成した。

全世界の既存店売上高(燃料込)が同14.4%増(市場予想:12.2%増)。主力の米国での既存店売上高は同17.4%増と二桁の伸びと好調。また、会費収入も同9.8%増の9億6,700万ドル(市場予想:9億4,900万ドル)と堅調に推移した。



## 【注目ポイント】物価上昇による節約志向の高まりが、業績拡大を後押し

同社は他の多くの食料品店とは異なり会員制のビジネスモデルを採用している点に特徴がある。また、同社標準型店舗の取扱商品数は3,800点で、同規模のスーパーが一般的に8万点を置くことされるのに対し、5%以下と極端に品ぞろえを絞る「少品種大量販売」戦略を採用。その結果、店舗の稼働力が高まり、会費の依存度が低下した事で、コロナ禍後も高い成長率を維持している。

①高い定着率:同社の最大の強みは「顧客ロイヤルティ」にあり、有料会員の継続更新率は8割以上を誇る。この会員更新率の高さの理由は、無駄な経費をかけない圧倒的な販管費率の低さによって、会員にいいものを安く提供するという姿勢を貫いている点にある。

②物価上昇が追い風に:米国の22年3月の世論調査では、現在の最重要問題に50%がインフレを挙げ、25%のウクライナ紛争を大きく上回る。こうした物価上昇を背景に、米国では節約志向が高まるなか、同社は販売価格の安さに加えて、顧客を飽きさせない巧みな品揃えによって顧客の支持を獲得している。また、同社の顧客は買い物のついでに隣接するスタンドでガソリンを入れる事が多いため、ガソリン価格の上昇は、同社の売上・利益に恩恵をもたらす可能性がある。

③最低賃金引き上げで先行:同社は主要小売企業の中で最初に最低賃金を15ドルに引き上げ、現在は16ドルに達している。このため同社は、他の企業が経験している賃金上昇圧力とは多かれ少なかれ無縁だ。実際、賃金上昇圧力は広範囲に及んでいるが、同社は他の企業よりはるかに先行しており、大幅な賃上げを回避できるか、あるいは全く引き上げない可能性もある。

④海外展開も順調:海外でも同社のビジネスモデルは成功している。特に日本では「住居が狭い日本の消費者がまとめ買いする事は絶対ない」との見方を覆した。世界的に厳しいとされる日本の小売市場で定着・拡大している事も、同社の事業展開の優秀さを裏付けている。

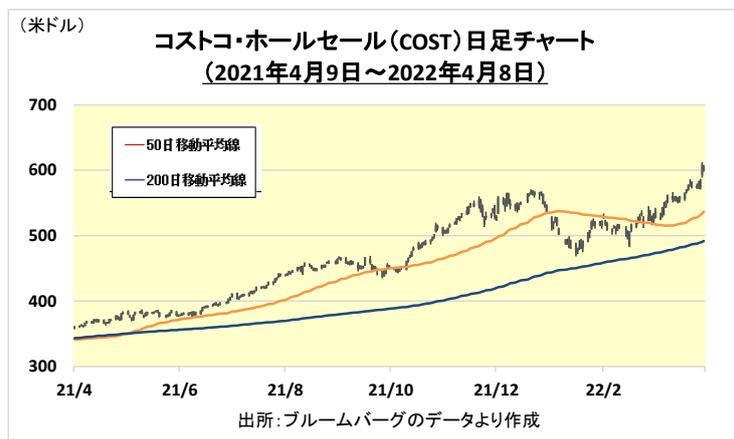
## 【株価見通し】

同社は販売価格が安く物価上昇に対処できるほか、賃金上昇に対応できる体制も整っている。また、インフレ懸念による節約志向の高まりは、同社の強みが最大限発揮される状況なので、バリュエーションの高さは許容範囲で正当化されると考えており、同社株は上値を残すとみている。

＜COSTの売上高と純利益の推移と見通し＞		(単位:百万ドル、%)				
	19年8月期	20年8月期	21年8月期	22年8月期(予)	23年8月期(予)	
売上高	152,703	166,761	195,929	221,295	238,593	
増減率	7.9%	9.2%	17.5%	12.9%	7.8%	
純利益	3,659	4,002	5,007	5,822	6,380	
調整済みEPS	8.19	8.87	10.8	13.12	14.36	
増減率	17%	8%	22%	21%	9%	

出所:ブルームバーグのデータより作成。予想はブルームバーグが集計したアナリスト予想の平均で、22年4月8日時点のもの

COSTの株価指標:単位:米ドル	
株価 (2022年4月8日)	600.04
当社取引単位:	1株
2022年8月期予想PER	45.73倍
2023年8月期予想PER	41.79倍
実績PBR(株価純資産倍率)	13.70倍
実績ROE(株主資本利益率)	31.4%
52週高値(22/04/07)	612.27
52週安値(21/04/12)	361.34
予想配当利回り(2022年8月期)	0.53%
時価総額	2,660億ドル
(注)22年と23年8月期の予想PERは、22年4月8日の株価を、それぞれの会計期の予想EPS(一時的な要因を除く調整済ベース)で割って算出。	
出所:ブルームバーグのデータより作成	



## 金融商品取引法に基づく表示事項

■本資料をお客様にご提供する金融商品取引業者名等

商号等：アイザワ証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 3283 号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会

当社が契約する特定第一種金融商品取引業務に係る指定紛争解決機関：

特定非営利活動法人 証券・金融商品あっせん相談センター（略称：FINMAC）

## 米国株投資の主なリスク

株式は株価の変動等により、損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替の変動等により、損失が生じるおそれがあります。流動性が低い銘柄の場合、市況または注文の規模により、望ましい価格での売買注文の執行が常に可能とは限らず、極端な場合、取引ができないことがあります。

## お客様にご負担いただく手数料等について

### ① 委託取引の場合

米国株の外国取引にあたっては、取引口座に応じて以下の委託手数料（税込）をいただきます（最低手数料は買いの場合のみ 5,500 円）。

対面口座：売買代金の一律 2.20%

インターネット口座「ブルートレード」：

コールセンター発注 売買代金の 1.98%、

コンサルネット発注 売買代金の 2.20%

### ② 国内店頭取引の場合

お客様に提示する売り・買い参考価格は、直近の外国金融商品市場等における取引価格等を基準に合理的かつ適正な方法で算出した社内価格を仲値として、仲値と売り・買い参考価格との差がそれぞれ原則として 2.5%（手数料相当額）となるように設定したものです。当該参考価格には手数料相当額が含まれているため、別途手数料は頂戴いたしません。

米国株式の売買にあたり、日本円と米ドルを交換する場合は、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートに 50 銭のスプレッドを加算または減算したレートを適用します。買付けの場合は加算され、売却の場合は減算されたレートが適用されます。

お取引の際は、契約締結前交付書面等をよくお読み下さい。

## 免責事項

本資料は証券投資の参考となる情報の提供を目的としたものです。投資に関する最終決定は、お客様ご自身による判断でお決めください。本資料は企業取材等に基づき作成していますが、その正確性・完全性を全面的に保証するものではありません。結論は作成時点での執筆者による予測・判断の集約であり、その後の状況変化に応じて予告なく変更することがあります。執筆担当者または弊社と本レポートの対象企業との間には、重大な利益相反の関係はありません。このレポートの権利は弊社に帰属しており、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

LINE公式アカウント  
はじめました！

ベトナムを中心としたアジア情報  
をお届けします。

[友だち追加はこちらから！](#)



ID : @aizawa