

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2020/03/08

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIJI PRESS



DOW JONES

1. 買うべき、高配当12銘柄 - 12 Dividend Stocks to Buy Amid Turmoil in the Markets [カバーストーリー]
株下落で魅力高まる、エネルギー、銀行など P.2
2. 米国債に上値余地か - Bonds Still Offer Value, Even With Yields Below 1% [債券]
利回り1%未満、反転リスクも P.4
3. 米金融業界で最も影響力ある女性100人 - Barron's 100 Most Influential Women in U.S. Finance [フィーチャー]
多様性、事業に不可欠 P.6
4. 金相場、まだ上がる - Gold Is Rising Amid the Swings in Stocks. Here's Why the Rally Has Legs. [投資手法]
株乱高下の中、資金流入始まったばかり P.9
5. 金融業界における女性の地位、ようやく向上 - Women in Finance Are Rising—at Last [フィーチャー]
多様性による恩恵の啓蒙を P.11
6. 週間ベースで反発も、困難はこれから - Stocks Finish the Week Higher. The Pain Isn't Over. [米国株式市場]
大きく上げて続かないのが警戒信号 P.14
7. 新型ウイルス後の11の株とETF - 11 Stocks and ETFs for a Post-Virus World [インタビュー]
ビスボークのヒッキー、ウォルターズ両氏 P.16
8. 利下げ、病める市場の特効薬にあらず - The Rate-Cut Drug Might Not Cure Ailing Markets [コラム]
供給の機能不全解決できず、インフレも P.19
9. 業績への影響、懸念されたほどでない - Tech Looks Better Than You Think [ハイテク]
押し目買いの機会、ウーバー、ラム・リサーチ、ズーム・ビデオ P.21
10. 今週の予定 - Markets Seem to Favor Biden Over Sanders. But Can He Beat Trump? [経済関連スケジュール]
市場はバイデン氏好感も、トランプ大統領に勝てるか? P.23

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

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

Copyright © 2020 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. 買うべき、高配当12銘柄 - 12 Dividend Stocks to Buy Amid Turmoil in the Markets

株下落で魅力高まる、エネルギー、銀行など

[カバーストーリー]

■ 配当利回り5%以上、さらに増加



Illustration by Ryan Snook

株会社のプルデンシャル・ファイナンシャル<PRU>、化学メーカーのダウ<DOW>、銀行持ち株会社のウェルズ・ファーゴ<WFC>などの有名な銘柄が含まれている。

配当利回りが高い銘柄にはバリュートラップなどのリスクもあるが、表に掲載した銘柄の配当は、2020年予想利益に基づく配当性向やバランスシートの強固さ、および事業の耐久性などを考慮すると、安心できるとみられる。

配当の力強さの一つの指標は、企業の社債利回りだ。12銘柄の配当利回りはそれぞれの社債利回りを優に上回っており、株式投資家による配当に対する懸念が行き過ぎである可能性を示唆している。

■ 売られ過ぎのエネルギー

アドバイザーズ・キャピタル・マネジメントの最高投資責任者（CIO）であるチャールズ・リーバーマン氏は、「売られ過ぎている分野の一つはエネルギーだ。投資家は損失を被っており、個人投資家は逃げ出している」と語る。

ウエスト・テキサス・インターミディエート（WTI）原油先物価格が41.53ドルへ低下した金曜日に、エネルギー銘柄の株価はさらに下落した。上場投資信託（ETF）のエネルギー・セレクト・セクターSPDRファンド<XLE>は42.50ドルで、金融危機以来の安値を付けた。

リーバーマン氏はパイプライン会社を好んでいる。中でもキンダー・モーガン<KMI>は業界のリーダーで、配当利回りは5%だ。パイプライン会社は石油製品や天然ガスの輸送を手掛けており、石油・天然ガス生産企業よりもエネルギー価格の変動に起因するリスクが低い。

債券利回りが急低下して配当利回りが高い株式の魅力が高まり、株価下落でそういった銘柄が増加した。3

月5日時点で、配当利回りが5%以上の銘柄がS&P500指数の中に55銘柄あり、6日の下げでその数はさらに増えている。

表には12銘柄を抜粋しており、たばこ・ワイン製造持ち株会社のアルトリア・グループ<MO>、エネルギー大手のシェブロン<CVX>とエクソンモービル<XOM>、通信持ち株会社のAT&T<T>、バイオ医薬品のアッヴィ<ABBV>、金融持



Illustration by Ryan Snook

グリフィン・アセット・マネジメントのマネジャーであるマイケル・ジャミソン氏は、「キンダー・モーガンは、通行料を徴収する企業のような。エネルギー価格が変動しても、契約の経済性は変化しない」と述べる。キンダー・モーガンの配当性向は実績ベースで100%を超えているが、裁量可能なキャッシュフロー・ベースでは約50%となる。2020年の会社予想1株当たり配当は25%増の1.25ドルだ。

エクソンモービルの株価は6日に47.69ドルという15年来の低水準へ下落し、配当利回りは過去30年超で最高の7%超えとなっている。配当性向は100%を上回っており、2019年には配当支払いのために約90億ドルの資金を負債で調達した。

エクソンモービルはエネルギー価格が低水準にとどまったとしても、ムーディーズによるAAAの格付けなどを背景に、配当支払いのためにしばらくは新規借り入れを続けられる。同社は先週の投資家説明会で、配当の維持のみならず増配を確約した。過去37年間連続で増配しており、通常は4月に増配を発表している。

しかしエクソンモービルは、2025年までにエネルギーを約25%増産する計画の一環として、設備投資が多額になっている。投資家はそれを好感しておらず、同社の株価は年初来で32%下落して、ダウ工業株30種平均（NYダウ）の構成銘柄の中でパフォーマンスが最も悪い。

ちなみに、エクソンモービルの配当に関して損益分岐点となるブレント原油価格は80ドル超で、シェブロン、大手石油会社のコノコフィリップス＜COP＞、英蘭石油持ち株会社のロイヤル・ダッチ・シェル＜RDS.B＞、英国の大手の石油・ガス企業であるBP＜BP＞の60ドル未満より高い。6日のブレント原油価格は45ドルだった。

エクソンモービルの株価は純資産価値を若干上回る程度のため、底値に近い可能性がある。同社の見方が正しく、今後20年間に化石燃料の需要が増加し続ければ、石油生産能力を拡大して市場シェアをライバルから奪うことで、数年後には素晴らしい位置にいるかもしれない。

シェブロンの株価は年初来で21%下落して、配当利回りは5.4%だ。配当性向は比較的低い。

■ 銀行の配当、「安全」

エネルギーに次いでパフォーマンスが悪いのは金融セクターだ。金利の大幅低下が純金利マージンを圧迫しており、投資家は銀行の業績悪化を予想している。

銀行の2020年の減益の可能性は、年初来で平均25%下落している株価に反映されている。株価下落によって、ウェルズ・ファーゴや銀行のコメリカ＜CMA＞の配当利回りは5%を超えている。JPモルガン・チェース＜JPM＞、バンク・オブ・アメリカ＜BAC＞、シティグループ＜C＞を含むその他大手銀行の配当利回りは約3%だ。

バークレイズの銀行アナリストであるジェイソン・ゴールドバーグ氏は本誌に対して電子メールで、「銀行の配当は安全と考えている。金利の大幅低下で銀行の利益は悪影響を受けるだろうが、今回の不透明な時期に入る前、銀行は自己資本と流動性が過去最高の水準、資産の質も健全という強固な立場にあった」と述べている。さらに、銀行は米連邦準備制度理事会（FRB）によるストレステストで、新型コロナウイルスから見込まれる影響よりも厳しいシナリオの対象とされている、と同氏は指摘する。

ジャミソン氏は、「ウェルズ・ファーストの配当は安全だ。新たな最高経営責任者（CEO）は社内の問題を解決するだろう。同社の素晴らしい営業基盤は一段と顧客寄りになるはずだ」と語る。

■ アッヴィ、ダウ、AT&T

アッヴィは、アイルランドの製薬会社であるアラガン＜AGN＞との合併を控えており、5.3%の配当利回りは製薬企業の中でも最高の部類となる。2020年予想利益に基づく配当性向は約50%と安心感がある。

化学会社のダウの株価は景気に敏感な他の銘柄と共に痛手を被り、年初来で29%下落した。配当利回りは7%で、2020年予想利益に基づく配当性向は81%だ。

AT&Tの配当利回りは5.6%で、配当性向は60%未満という無理のない水準だ。アクティビスト（物言う投資家）であるエリオット・マネジメントの圧力により自社株買いが拡大される見通しだが、同社には十分な余裕がある。

たばこのマールボロで有名なアルトリア・グループは、電子たばこメーカーのジュール・ラボの持ち分を約60%減損処理した。とはいえ、配当の支払い能力には影響しない見込みだ。配当利回りは8%。過去50年間に54回増配している。同社は80%の配当性向を目標にしている。

プルデンシャル・ファイナンシャルは他の生命保険会社と同様に金利低下で打撃を受けている。満期を迎える債券の償還金を利回りの低い債券に再投資しなければならないからだ。配当利回りは6%超で同業他社の中でも高く、配当性向は40%に届いていない。

その他、バンガード・ハイ・ディビデンド・イールドETF＜VYM＞、シュワブUSディビデンド・エクイティETF＜SCHD＞などの多くのETFを通じて高配当利回り銘柄に投資することが可能で、これらのETFの配当利回りはいずれも3%を超えている。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

2. 米国債に上値余地か - Bonds Still Offer Value, Even With Yields Below 1% 利回り1%未満、反転リスクも

[債券]

■ 債券強気派、まだ売り時ではない



「債券利回りが過去最低に」という見出しが何度も使われるうちに、米国債の利回りは以前なら想像もできなかった水準まで低下している。30年物利回りが2%を切ると、続いてベンチマークの10年物は1%を割り込んだ。

1980年代の初めとは真逆の状況だ。当時、30年以上にわたり上昇し続けていた長期米国債の利回りは、15%を突破した。それでも利回りの低下（価格は上昇）を予想して買いを推奨する者は、ごくわずかだった。

新型コロナウイルスの感染拡大懸念によるパニック的な質への逃避の結果、10年物米国債の利回りは0.74%、30年物も1.29%まで急落した。それでもなお、当時の債券強気派の一部は、まだ売り時ではないと考えている。一方で、利回りトレンドの反転リスクを警戒する声も出ている。

ニュースレターを配信するエコノミストのA・ゲリー・シリング氏は、昔からの債券超強気派の1人だ。「利回り目的で債券を買ったことはない。株式と同様、常に値上がりを期待して買っている」と語る同氏は、今なお長期米国債に対する強気姿勢を保っている。

ヤルデニ・リサーチの創設者エド・ヤルデニ氏は1980年代初め、長期国債の利回りは「帽子サイズ」になる、すなわち当時のピーク水準の半分に相当する7~8%（帽子の標準的サイズが7~8インチであることから）まで下がると予想したが、さすがに「指輪サイズ」になるとは考えていなかったようだ。

それでも債券利回りの低下傾向に変わりはないと考えているのが、ホイジントン・インベストメント・マネジメントのチーフエコノミストであるレイシー・ハント氏だ。債券利回りと連動する長期金利は実質利回り（インフレ率調整後の利回り）と期待インフレ率によって決まるが、どちらも20年以上、下がり続けており、反転しそうにないためだ。

ただし、金利がゼロに近付けば「銀行やその他の金融仲介機関がやっていけなくなる」ため、経済に悪影響が出るとハント氏は指摘する。短期的には利回りが上昇し、ボラティリティが大きくなる可能性もあると、同氏はみている。

■ 相場の金利感応度高まる

元ウェルズ・ファーゴ資産運用部門のチーフ債券ストラテジストで、ウィスコンシン大学ミルウォーキー校で教えるジム・コーチャン氏は、そのリスクの高まりを強調する。「投資家心理は1979~1981年と真逆になっている」と同氏が語るように、かつて利回り14~15%でも避けられていた米国債が、1%以下の利回りでも大人気となっている。そして、当時よりずっとハイリスクになっていることが理解されていない。

例えば30年物米国債のデュレーションは23年と長く、高利回り時代に比べて金利感応度ははるかに高い。現在の相場に基づく、利回りが1%ポイント上昇すれば、価格は23%下落する。逆に、利回りが1.5%から1%に下がれば価格は10~12%上がるものの、コーチャン氏は「そうなるとは思っていない」。そのため、利回りがまだ下がり切っていないとしても、マネー・マーケット・ファンド（MMF）や財務省短期証券（TB）などのキャッシュ同等商品に逃げるべきだと、同氏は訴える。

How Low Can It Go?

Over the last 30 years, the yield on the benchmark 10-year Treasury note has fallen from above 8% to less than 1%.

10-Year Treasury Yield



Source: Bloomberg

また、社債と株式を比べても、配当利回りの方が同じ会社の社債利回りより高くなっているケースが多いと、コーチャン氏は指摘する。ルーミス・セイレス債券ファンド（LSBRX）のマネジャーを

務めるダン・ファス氏が昨年、通信持ち株会社のAT&T（T）の普通株をポートフォリオに加えたのも、それが理由だ。同ファンドは社債中心ながら、流動性が低くなっていることもあり、最近では社債を避けがちだという。

カンバーランド・アドバイザーズを率いるデービッド・コトク氏も、利回りがS&P500指数の平均配当利回りである1.86%を大きく下回る長期米国債に魅力を感じておらず、債券ファンドへの新たな投資資金は、分散も考慮してキャッシュ同等商品に充てている。1.5%ほどだった利回りは先週の50bpの利下げによって1%前後に低下したが、利回り1%未満で価格反転リスクのある10年物米国債を保有したいとは思わないと、同氏は語る。

その一方で、破綻リスクのない政府債を利回り追求のためでなく、保険として購入するベテラン債券投資家もいる。デンバーでファンドを運用するロバート・ケスラー氏は、「現時点でポートフォリオを米国債でヘッジしないのは愚かなことだ」と主張する。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

3. 米金融業界で最も影響力ある女性100人 - Barron's 100 Most Influential Women in U.S. Finance 多様性、事業に不可欠

[フィーチャー]

■ 本誌が初のリスト

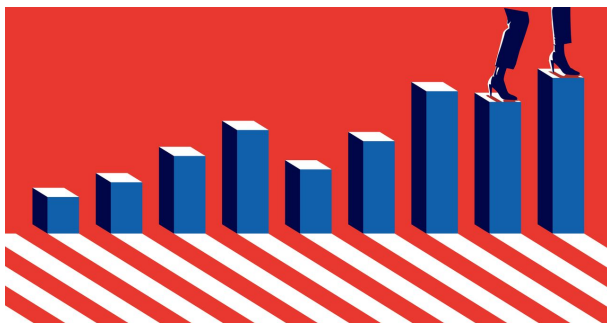


Illustration by Charlotte Delarue

ズ紙の記事より）。

ヘティ・グリーンは1834年に裕福な家庭に生まれた。新聞の経済面を祖父に読み聞かせ、13歳で家業の会計を担当し、14歳で「どんな男性にも負けない金融の知識を身につけた」と自負するに至った。同氏は国債、不動産、鉄道に投資し、ジョン・ロックフェラーやアンドリュー・カーネギーに匹敵する財産を築いた。しかし、グリーンは女性だったため、彼女のキャリアは「常に世評や好奇の目の対象であり、驚きを持って受け止められた」（1916年に死去した際のニューヨーク・タイムズ紙の記事より）。

グリーンの死から100年以上が経ち、金融業界で働く女性をめぐる環境は大きく変わったが、改善の余地も依然として大きい。米国金融業界の最上位層に占める女性の割合は推定で25%にとどまる。しかし、良いニュースもある。女性の影響力はかつてないほど大きくなっており、また女性による貢献もかつてないほど求められているのだ。

本誌は米国金融業界で最も影響力がある女性100人のリストを初めて作成した。リストに入っているのは、米国の主要企業の最高財務責任者（CFO）、米国最大クラスの銀行や証券会社の経営幹部、運用マネジャーと証券アナリスト、ファイナンシャルアドバイザーとウエルスマネジャー、政府職員と政策立案者などである。彼女たちは現代の金融サービス業界を作り上げ、未来へと導く存在だ。なお本誌のリストはランキングではなく、アルファベット順に100人を掲載している。

リストの作成に当たっては、本誌の読者、金融業界の経営幹部、本誌のライターやエディターから推薦を募った。推薦された女性は創造性や実績に優れており、数百人のリストから人数を絞り込むのは大変な作業だった。最終リストは本誌の記者団が作成した。

本誌リストの女性はいずれも米国を拠点としている。リスト選定の基準としては、資産運用、投資リサーチ、銀行、金融規制、トレーディング、証券ブローカー、ファミリーオフィス（富裕層の資産運用を目的とする組織）、アドバイザーサービス、金融政策などに関する地位が挙げられる。金融機関以外の主要企業の著名なCFOも選定しているが、最高経営責任者（CEO）や他の経営幹部はリストに含まれない。100人の女性は、組織内の実績とリーダーシップ、業界内の影響力、将来の事業や業界を担う能力に基づき選ばれた。

■ 管理職に女性が多い企業は投資リターンが高い

長期的な競争優位や資本市場の健全性を実現するには業界のジェンダーギャップを解消する必要があることに企業は気づき始めている。金融業界では、一般に男性は女性よりも給与が高く、経営陣の大部分を占めてきた。しかし、女性の管理職が増加すれば考え方の多様化や意思決定の改善につながる。例えば、取締役会に女性が含まれる場合、経営陣の自信過剰を緩和することに役立つという研究結果がある。企業は若年層の従業員にとって魅力的でありたいと考えているが、若年層の約50%は女性である。

金融業界で働く女性の支援団体を運営するアマンダ・プリンガー氏は「最も優れた運用チームは多様な考え方を持つチームだ」と話す。欧州中央銀行（ECB）のクリスティーン・ラガルド総裁は、銀行業界で多くの女性が主導的な役割に就いていれば金融危機は回避できたかもしれないと述べている。バンク・オブ・アメリカ<BAC>のブライアン・モイニハンCEOは「当社は人材関連の経費として300億ドルを支出している。世界の半分を占める女性から優秀な人材を獲得できなければ、資金を賢明に使っているとは言えない」と語る。

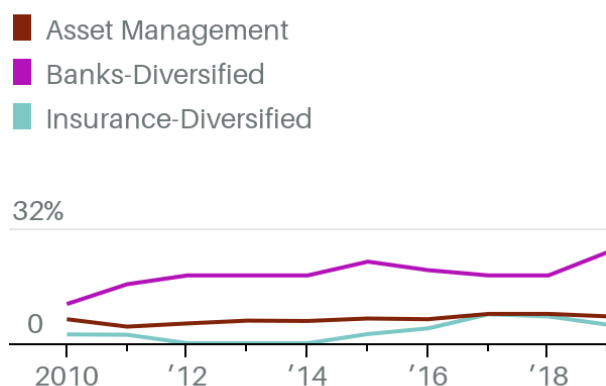
ジェンダーの多様性が高まるのは男性にとっても良いことだ。クレディ・スイスが3000社の企業を対象に実施した調査によれば、意思決定者の25%を女性が占める企業は、MSCIオール・カンントリー・ワールド指数の構成企業全体に比べて投資に対するキャッシュフローのリターンが4%高い。上級管理職の半分が女性である場合、同指数のリターンを上回る幅は10%となる。

人種・民族の多様性の欠如はジェンダーギャップよりも顕著だ。2019年のマッキンゼーの調査によれば、米国とカナダの金融機関において、有色人種の女性がシニアバイスプレジデントと経営幹部に占める割合はわずか5%と4%だった。一方、白人女性の割合はそれぞれ21%と18%である。

ゴールドマン・サックス・グループ<GS>は最近、企業に少なくとも1人の「多様な」取締役が存在しない場合、6月30日以降はその企業の上場を支援しないと発表した。同社の調査によれば、1人

Mixed Progress

Among financial companies in the Russell 3000, banks have seen the largest increase in the past decade in the share of women among the five highest-paid executives. There has been almost no change in the asset-management industry.



Source: Equilar

の多様な取締役が存在する企業の株価は上場後1年で平均44%上昇する。取締役会に多様性がない企業の株価は13%の上昇にとどまる。

ゴールドマンの投資銀行部門を率いるアリソン・マス氏はこう語る。「多様性はそれ自体が目的ではなく、事業にとって欠かせない。これは女性に限った話ではない。考え方、経歴、民族、ジェンダーなどの多様性も重要だ。現在の人々は多様な考え方が事業に不可欠であることを認識している」。

■ 常に結果に集中することが重要

リストには資産運用業界で成功した多くの女性が含まれる。その中には本誌ラウンドテーブルの女性パネリスト4人のうちの3人、イーグル・キャピタル・パートナーズのメリル・ウィトマー氏、アリエル・インベストメンツのルパール・J・バンサリ氏、フランクリン・テンブルトンのソナル・デサイ氏も入っている。4人目のパネリストであるゴールドマン・サックスのアビー・ジョセフ・コーエン氏も、持続的な影響力や、女性のキャリアの面でパイオニアとして道を切り開いた功績からリストに選ばれた。

他にもフィデリティの親会社であるFMRのアビゲイル・ジョンソンCEO、資産運用会社フランクリン・リソースズ<BEN>のジェニファー・ジョンソン社長兼CEO、ニューヨーク証券取引所(NYSE)のステイシー・カニンガム社長、ナスダックのアデナ・フリードマン社長兼CEOがリストに入っている。モルガン・スタンレー<MS>のウエルスマネジメント部門副会長であるカーラ・ハリス氏も選ばれた。同氏はオバマ政権時代に全米女性ビジネス審議会の会長を務めた。

投資家のために絶えず尽力してきた女性もリストに入っている。例えば、米国消費者連合のバーバラ・ローパー氏や、パーソナルファイナンス専門家のスーズ・オーマン氏である。環境・社会・ガバナンス(ESG)投資のリーダーも選ばれた。米国最大の年金基金であるカリフォルニア州職員退職年金基金(カルパス)のアン・シンプソン氏や、非営利団体シリーズのミンディ・ラバーCEOなどである。両氏は企業に気候変動リスクの開示を求める投資家グループ「クライメート・アクション100+」を主導している。

わずか数十年前、キャリアが始まったばかりの若い女性に対して、仕事のオファーが来る可能性を高めるために婚約指輪を外すようアドバイスするのは珍しいことではなかった。JPモルガン・チェース<JPM>のグローバルリサーチ部門を率いるジョイス・チャン氏は、ソブリンクレジットアナリストだった1980年代を振り返って「政府職員は、若い女性である私が自国のレポートを担当するという事実ですっかり落胆していた」と話す。

資産運用大手ブラックロック<BLK>のバーバラ・ノビック副会長は1980年代前半にウォール街で働き始めた。「当時はパートナーやマネジングディレクターなどに女性がおらず、ロールモデルが存在しなかった。部屋に女性が1人しかいないのも普通だった」と言う。ノビック氏は最近、退任して同社のシニアアドバイザーとなることを発表した。同氏は現在もバイアスに直面すると話す。「私のやり方はいつでも、常に結果に集中することだ」と言う。これはどの業界でも良いアドバイスだが、本誌リストの影響のある女性たちにとっては特に重要だろう。結果に常に集中してきたからこそ、彼女たちはトップに上りつめたのだ。

By Leslie P. Norton
(Source: Dow Jones)

4. 金相場、まだ上がる - Gold Is Rising Amid the Swings in Stocks. Here's Why the Rally Has Legs. 株乱高下の中、資金流入始まったばかり

[投資手法]

■ 7年ぶり高値

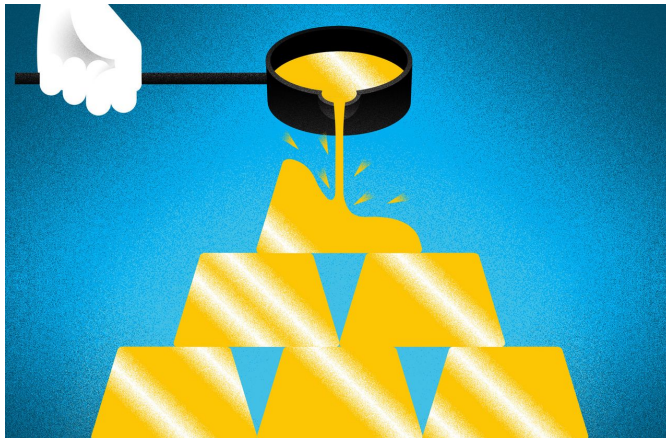


Illustration by Neil Webb

金は波乱の時代の安全資産としての名声を守っている。今年に入って10.7%上昇し、1オンス当たり1673ドルと、7年ぶりの高値を付けた。2011年に記録した1900ドルの史上最高値を試すことになるかもしれない。

ニューモント<NEM>やバリック・ゴールド<GOLD>などの大手金鉱会社は、最近の株価下落をものともせず、今年に入ってそれぞれ約15%上昇している。世界中の投資家は、これまでこのセクターに、ほとんどあるいはまったくエクスポージャーがなかったために、今は引き寄せられており、金地金や

金鉱株はまだ上がると見られている。

ヴァンエック・インターナショナル・インベスターズ・ゴールド・ファンド<INIVX>のマネジャーであるジョー・フォスター氏は、「金はシステミック・ファイナンシャル・リスクに対応している」と言う。金は1970年代のような単なるインフレ・ヘッジではなく、新型コロナウイルスの影響を含んだ、金融、地政学、経済の混乱からより広く恩恵を受けると、同氏は言っている。

「金への資金流入はまだ始まったばかりであり、金は現在、非主流の資産ではなくポートフォリオの必須の保険と見なされている」と、貴金属を専門とするトロントの資産運用会社であるスプロットのピーター・グロスコフ最高経営責任者（CEO）は言う。同氏は、機関投資家や個人投資家の金保有率は依然として低く、スプロットが推奨する5%の資産配分を行っている投資家はほとんどいないという。

保有しても金利を生まない金は、しばしばドル相場とは反対方向に動き、現在のように実質金利がマイナスの場合には、しばしば良いパフォーマンスを示す。例えば、消費者物価上昇率が2%の今日では、10年物国債の実質利回りはマイナス1%だ。

大手債券運用会社ダブルラインのジェフリー・ガンドラックCEOは先週、CNBCで、「金相場が対ドルで史上最高値を更新するのは、ほぼ確実」と述べた。2018年に金が1200ドル前後で推移していた頃から金に対して強気な見方をしてきたガンドラック氏は、先週、予想外の0.5%の利下げを実施した米連邦準備制度理事会（FRB）が早ければ2週間後に再び利下げする可能性が高いとみている。「FRBは金利を引き下げているが、これはドルに対してネガティブで、それは金の上昇を意味する」と同氏は言う。本誌は2018年9月のカバーストーリー以来、金に対して強気だ。

■ 金投資の手法となるETF

金に投資する方法はたくさんある。金は好きだが、所有して保管する手間が嫌だという人には、上場投資信託（ETF）という方法がある。最大の金地金ETFは資産残高500億ドルのSPDRゴールド・トラスト＜GLD＞で、iシェアーズ ゴールド・トラスト＜IAU＞がこれに続き、その経費率は年率0.25%と、SPDRゴールド・トラストの0.40%よりやや低く設定している。このETFには流動性の高いオプション市場が存在している。この1カ月間、金現物ETFに資金が世界的に着実に流入しており、このセクターの総額は現在約1500億ドルに達している。金鉱株ETFの上位には、ヴァンエック・ベクトル金鉱株ETF＜GDX＞や、ヴァンエック・ベクトル・ジュニア金鉱株ETF＜GDXJ＞がある。

The New Gold Rush

The price of gold has climbed to seven-year highs amid the turmoil in the markets.

Gold Spot Price (\$/troy oz.)



■ 金鉱株の動向

今日の大手金鉱会社は、コストを度外視して生産を増やすのではなく、フリーキャッシュフローを増やすことに焦点を当てている。カナダの金鉱大手バリック・ゴールドを率いているのは、強気で鳴らす南アフリカ人で、業界最高の経営者の1人とされるマーク・ブリストー氏だ。同氏は、2019年初めにバリックと合併するまでは、ランドゴールド・リソースを率いていた。世界最大の金鉱会社ニューモントは、北米のライバルであったゴールドコープと合併した。ニューモントは、このセクターで最大の時価総額を持ち、S&P500指数で唯一の金鉱株となっている。しかし、この業界は、新しい金鉱発見の難しさや、政治的および環境的な反対といった課題に直面している。金を採掘するということは、大量の岩を砕いてわずか数グラムの金属を得ることを意味しているのだ。

今回の動きがあったとはいえ、ヴァンエック・ベクトル・金鉱株ETFの価格は2011年のピーク時の半分にすぎず、多くの小規模金鉱株は大企業に出後れている。「金鉱株がこれほど割安になったことはない。株価は、これまでほど金価格に反応していない」とヴァンエックのフォスター氏は言う。

バリックとニューモントの予想株価収益率（PER）は25倍前後で、割安には見えないかもしれない。しかしフォスター氏は、別の指標である税引き前の年間キャッシュフローに基づいて金鉱会社を評価している。同氏によると、税引き前キャッシュフローの7～8倍で、過去平均の11倍と比べて割安だ。

金鉱会社は「オプション」も提供する。その意味するところは、金価格の上昇の倍数で収益が増加するということだ。世界中で金融リスクが増大し、金利が低下している今、金は投資家のポートフォリオに居場所を見つける時だろう。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

5. 金融業界における女性の地位、ようやく向上 - Women in Finance Are Rising—at Last

多様性による恩恵の啓蒙を

[フィーチャー]

■ 「最も影響力ある女性100人」に見る躍進



Illustration by Hannah Barczyk

本誌が初めて選出した「米国の金融業界で最も影響力がある女性100人」のメンバーの数多くの業績は素晴らしいものだ。しかも、重要な地位に就く女性の数がなかなか増加しない金融業界でそうした実績を挙げたということは、とりわけ注目に値する。

幾つか注目すべき変化があった。企業の幹部が問題の存在を認めるようになったのは大きな前進だ。金融業界におけるほとんど全てのコンファレンスでダイバーシティ（多様性）の問題に関するパネルディスカッションが開催されるようになり、企業の幹部が改革を進めるための取り組みについて議論をしている。役職員構成のジェンダー・ダイ

バーシティを支持する研究が増え、年金基金等の機関投資家も投資を検討する際は投資先のジェンダー・ダイバーシティに配慮するようになった。

こうした変化は数字にも表れており、モーニングスターによれば、企業の取締役会メンバーは現在22%を女性が占めており、2000年以降倍増している。男性が支配してきたベンチャーキャピタル業界でも、大手企業では女性のパートナーが登場しつつあり、小さいながらも風穴が開けられた。

国際通貨基金（IMF）のクリスタリナ・ゲオルギエワ専務理事は、業界が飛躍的に進歩していることについて、「女性幹部が増えれば、女性幹部を増やす意志も増える」と語る。

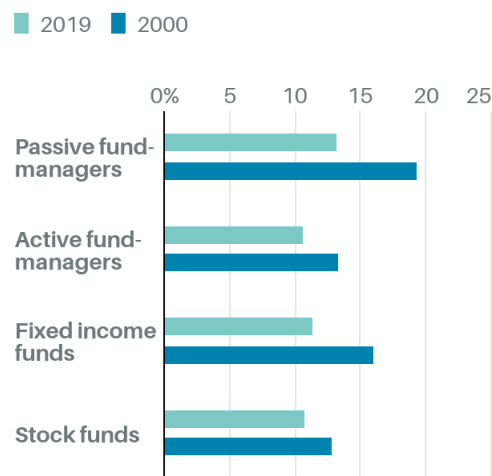
■ 改革進まない側面も

ただし、業界で語られていることと実際の数字にはまだギャップがある。米国雇用機会均等委員会の最新データによると、金融および保険業界で、範囲が最も広い「幹部および管理職」に就いている女性の割合は約30%、数にして約3万1000人で、5年前の29%からわずかしこ増加していない。

女性は金融業界で高い地位に就きつつあるが、具体的にしてみると、最高経営責任者（CEO）といったポジションへの適性を証明する機会となる収益部門ではなく、人事、法務、投資家向け広報活動といったコーポレート機能を担っていることが多い。不動産アドバイザー会社アレター・キャピタルの創設者で、ハーバードビジネススクールで教鞭をとる不動産投資のベテラン、ノリ・ジェラルド・リーツ氏は、「こうした（コーポレート機能を担う）仕事も大事だが、お金を扱わないので、人事上は別のカテゴリーに分類されてしまう」と言う。

Going Backwards

Women account for a smaller share of managers of U.S. funds than in 2000



Source: Morningstar

経営幹部の報酬に詳しい調査会社エクイラーがラッセル3000指数構成企業で給与が最も高い五つの役職を分析したところ、金融業界のこうした地位に占める女性の比率は10%を下回っており、全11業種の中で下から3番目だった。金融業界の中では、銀行業界が最も進んでおり、女性の比率は2010年の11%から26%に上昇している。

バンク・オブ・アメリカの最近のレポートによると、S&P500指数構成企業で、女性が経営トップを務める企業はわずか5%にすぎず、執行役員会のジェンダー・ダイバーシティは2018年の方が2019年よりも進んでいた。

非公開企業で上級職に就く女性の割合は10パーセント台半ばを突破できていない。調査会社プレキンによると、一番高いのはベンチャーキャピタル業界の13.4%で、最低の不動産業界は8.5%である。ダイバーシティとインクルージョン（包摂性）を目的とする非営利組織（NPO）のオール・レイズによると、資産規模2500万ドル以上のベンチャーキャピタルで、昨年、史上最多となる54人の女性パートナーが誕生したが、ベンチャーキャピタルの3分の2は、まだ女性のパートナーが1人もいない。

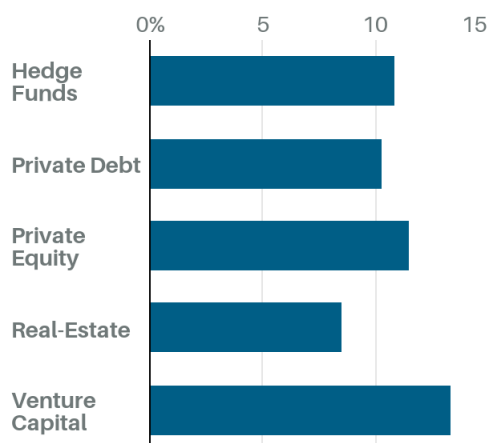
こうした男性偏重の傾向は、実際の投資行動にも表れている。ベンチャー業界に詳しい調査会社ピッチブックによると、ベンチャーキャピタルが昨年、女性が創業したスタートアップ企業に投資した金額は全体の2.7%にすぎなかった。モルガン・スタンレーは、同業界が女性やマイノリティの事業に対する投資を控えたことで、総額で4兆ドルの余剰資金が発生した可能性があると推測する。投資をする側が女性の場合、女性が創業した企業への投資は2倍、女性がCEOを務める企業への投資は3倍になるとする研究もある。

状況が悪化した分野もある。モーニングスターの最近のレポートによると、2019年の米国のファンドマネジャーのうち女性はわずか11%であり、世界平均の14%を下回っただけでなく、2000年時点の13.9%さえも下回った。モーニングスターの定量的調査部門で副部長を務めるマディソン・サージス氏は、過去20年間でファンドの総数は爆発的に増えたが、業界で働く女性の年間純増数は変わっていないという。

■ 男性偏重業界での女性の苦勞

Where Are the Women?

Among alternative funds, venture capital has the highest percentage of women in senior roles.



Source: Preqin Pro

これほど女性が少ない業界に来た女性たちは大変な苦勞をしている。ロンドニア・グローバル・アドバイザーズを創設したベテランファンドマネジャーのローラ・ゲリッツ氏は駆け出しの頃、成功したければ男性のような行動を取れと言われたと語る。「生き残るため何年もの間、自分の人格を適応させなければならなかった。マイヤーズ・ブリッグズ式性格診断テストで、以前勤めていた会社の権威主義的な最高投資責任者（CIO）と似た性格と診断されるように回答を調整するようなことまでした」と同氏は回想する。

ミューチュアルファンドにおける女性マネジャーのパフォーマンスは男性と同等か、場合によっては優れているとする研究が数多く存在する。たとえば、ノースイースタン大学の研究者による2016年の論文によれば、出資を受け入れているヘッジファンドのうち、運用担当者の少なくとも1人が女性であるファンドは、男性だけで運用するファンドより

もパフォーマンスが良かった。にもかかわらず、女性が運用するミューチュアルファンドの運用資産額は、全体のわずか1.6%にすぎない。

コンサルティング会社ダイバーズ・アセット・マネジャーズ・イニシアティブを率いるロバート・レイベン氏は、ファンドを支配する不透明で偏見に満ちたカルチャーや、有害な古参マネジャーの存在が問題だと語る。こうした課題を克服していくにはデータが重要だが、その入手は困難だ。同社が実施した調査に対し、多様性に関する回答を寄せたのは大手30社のうち9社だけだった。それでも同氏は、多様性を重視する姿勢は勢いを得つつあると考えている。バンク・オブ・アメリカの調査によれば、2010年以降、経営陣の30%以上を女性が占める企業は、その1年後の自己資本利益率（ROE）が上昇しているが、そうした役職員の多様性をもたらす効果を示す調査結果が増えていることも、多様性が重視されるきっかけとなっている。

業界が注力している分野の一つが、採用時に幅広く網を掛けることだ。前進の兆しもある。投資および金融のプロとしての資格であるCFA協会認定資格の取得を目指す女性は、2015年は受験者全体の26%だったが、今は32%まで上昇している。

ただ、多くの女性が途中で離職してしまう。理由は定かではないが、女性は昇進に必要な社内政治を好まないだけでなく、男性と同じネットワークに入っていないという見方もある。「女性は、最も影響力のあるパートナーと一緒に仕事をしていない、あるいは、それほど重要ではない部門に追いやられている可能性がある。金融、とりわけ実績が出るまで何年もかかるプライベートエクイティのような分野では人間関係がものを言い、ネットワーク作りが極めて重要だ」とリーツ氏は言う。そうしたバイアスはあらゆるところに存在する。実績のあるベテランであっても、女性は業務の中核として見てもらえず、新人マネジャーとひとくくりにされて、年金や基金からの形だけの仕事を割り当てられることもある。

■ 将来への希望

しかし、楽観はできないが、将来に期待できる材料もある。財団や基金のような機関投資家では、資産運用会社よりも女性の地位が高く、中間管理層になっても女性の比率は下がらない。プレキンによれば、基金における女性の比率は中間管理職で42.2%、それよりも下位の職層で41.6%、経営幹部層で28.2%となっている。環境、社会、ガバナンス（ESG）要素を重視する投資家も含め、投資を検討する際に企業における多様性の実態に目を光らせ、より多くのデータの開示を求める機関投資家もある。最終的には、そうした動きが、この数字で物事が決まる業界の変化を促すことになるのかもしれない。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

6. 週間ベースで反発も、困難はこれから - Stocks Finish the Week Higher. The Pain Isn't Over. 大きく上げて続かないのが警戒信号

[米国株式市場]

■ 乱高下の末の小幅高

ご存じのように世界の終わりかもしれないが、少なくとも先週の株式市場は上昇した。ただ、これが続くとはい期待しないように。

実際に世界の終わりではないのだが、そう感じた瞬間は先週に何回かあった。新型コロナウイルスが米国と海外にまん延する中で急騰と急落が相次いだ。米連邦準備制度理事会（FRB）は米国経済の先行きを懸念して政策金利を0.5%ポイント引き下げたが、これを受けた市場は混乱した。週末までに10年国債利回りは過去最低となる0.709%まで低下した。

主要株価指数は週間ベースではなんとかプラス圏で引けた。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は1.8%高の2万5864ドル78セント、S&P500指数は0.6%高の2972.37となった。ナスダック総合指数はわずか0.1%上昇して8575.62で引けた。小型株のラッセル2000指数は1.8%下落して1449.22で週末を迎えた。

Dow Jones Industrial Average



Source: FactSet

これだけでは、先週の乱高下がよくわからない。月曜日は、前週の急落を受けた反発によってS&P500指数が4.6%上昇した。火曜日にはFRBによる予想外の利下げがあったものの、2.8%の下落だった。水曜日はバイデン前副大統領が民主党予備選のスーパーチューズデーで強さを見せたことが好感されて4.2%上昇したが、コロナウイルスに対する懸念が市場に広がった木曜日は3.4%の下落となった。金曜日は木曜日と同様の動きになりそうになり、一時S&P500指数は4%程度下落したものの、景気刺激策としての証券買い入れに関する地区連銀総裁の発言を受けて、1.7%安まで戻した。

ただし、戻りが十分だったことにはならない。フェアリード・ストラテジーズのケーティ・ストックトン氏は、直近の下落局面の終了を確認するにはS&P500指数が2990で引ける必要があったと述べる。金曜日の午後の戻りで近づいたものの、そこまでは至らなかったため、市場に亀裂が生じたことが確認されたことになる。つまり、金曜日の戻りは必然的な下落を後ずれさせただけで、「可能性のある中では、最も失望的なものだ」と同氏は言う。

■ 警戒信号と今後の懸念

株式市場の乱高下も心配するもう一つの理由だ。先週あったS&P500指数の一日での4.6%と4.2%の上昇は、2009年の年初以降では6番目と10番目に大きなものだった。残念なことに、両日ともその翌日に市場が下落したため、重要な動きとはならなかった。野村インスティテュートのフランク・カッペレーリ氏は「10年間で最大の部類に入る上

S&P 500 Index



Source: FactSet

昇率が2回もあったのに、直後に反落してしまったのは必然的に弱気を示している」と書いている。

それをサポートするデータがある。マクロ・リスク・アドバイザーズのチーフ・テクニカル・マーケット・ストラテジストであるジョン・コロボス氏によると、1929年以降に一日の値動きが4.2%以上だったことが121回あり、その65営業日後の市場の状況はコイントスと同様の結果だった。つまり、半分は下落して平均下落率は14.5%、半分は上昇して平均上昇率は18.1%だったという。同氏は「市場の急落や市場でパニックがあった後の状況を見ると、今回見られたような大幅反発はよくあることで、残念なことに問題解決には至っていない」と書いている。

ここで経済ファンダメンタルズに戻ってみると、先週発表された経済指標は素晴らしかったことが分かる。サプライ管理協会（ISM）の2月のサービス業景況指数は過去1年で最高の57.3となり、金曜日の雇用統計では非農業部門就業者数が2月

に27万3000人増加したことが示された。ただし残念なことに、コロナウイルスの懸念が拡大してからの状況は反映されていない。ハバーフォード・トラストの共同最高投資責任者であるハンク・スミス氏は「今週発表された経済指標に注目するのは無駄だ」と説明する。

実際、コロナウイルスの影響は十分に市場に織り込まれていないようだ。シアトルではウイルスのために学校が閉鎖されて2万3000人の生徒が自宅で学習している。JPモルガン・チェース<JPM>のような企業は、病気がまん延した場合に備えて、従業員が自宅で仕事をする場合に何が起るかをテストしている。

米国でコロナウイルスの検査数が増えるにつれて感染者数が急増する可能性がある。ウェルズ・ファーゴ・セキュリティーズの株式戦略責任者であるクリストファー・ハービー氏は、これが別の急落を招く可能性があるという。「当初の反応はネガティブなものだろうが、最終的にはもっとリスクを取ることができるようになるだろう」と同氏は指摘する。ただし、そうなるのはまだ先のようだ。

■ 個別材料

以下は先週の株式市場で注目された動き。

スーパーマーケット・チェーン大手のクローガー<KR>は予想を上回る業績発表の後に株価が13%上昇したが、今回の株価上昇はコロナウイルスによる市場の乱高下が関係しているかもしれない。こうした株価急騰が先走りだった可能性はある。

バイデン前副大統領はスーパーチューズデーで躍

進したが、真の勝者は健康保険関連銘柄だった。大手のヒューマナ<HUM>は15%上昇してS&P500指数採用銘柄の中で4番目の値上がり率となり、ユナイテッドヘルス・グループ<UNH>も11%上昇した。上昇が続いても不思議ではない。

大手クルーズ船運航会社であるカーニバル<CCL>は、クルーズ船の一つで検疫が実施されたことを受けて株価が19%下落した。同社株は2020年に入ってから47%値下がりしているが、それでも買いではないかもしれない。アナリストは配当の継続を心配し始めており、報道が収まった後でも健康上の懸念から顧客離れが心配される。

NASDAQ Composite Index



Source: FactSet

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

7. 新型コロナウイルス後の11の株とETF - 11 Stocks and ETFs for a Post-Virus World ビスポークのヒッキー、ウォルターズ両氏

[インタビュー]

■ 過去データで市場を見る



Photograph by Ben Sklar

ポール・ヒッキー氏とジャスティン・ウォルターズ氏は、2007年5月に投資調査会社ビスポーク・インベストメント・グループを設立し、株式市場の情報や助言を定期購読者に発信している。2009年初めには株式市場に強気になり、2015年にはネットフリックス<NFLX>やフェイスブック<FB>を本誌の読者に推奨するなど、予想が的中したこともある。新型コロナウイルスが高齢化する社会や経年化した強気市場にことさら脅威となる中、両氏の意見を聞いた。

本誌：市場はまるで病人だ。

ヒッキー氏：このような時は歴史を振り返る。市

場にショックが起きた時は、短期的に不安定になるが、6~12カ月後には平均以上のリターンになるものだ。現時点では、実際に起きていることよりは今後何が起こり得るのかという恐怖に基づいて取引が行われている。

ウォルターズ氏：「安く買い、高く売る」は、言うは易く行うは難しで、感情が高まると真逆のこ

とをやりがちだ。われわれは感情を抑制して過去のデータを見る。市場がパニックに陥っている時は売る時期ではない。S&P500指数は昨年10月から今年2月19日の最高値まで17%上昇していた。上昇した分を逆戻りして2019年半ばの水準に戻ったということだ。

ヒッキー氏：2月のS&P500指数の株価収益率（PER）は過去10年間の期間で上位1%の高さで、明らかに割高だった。今は上位25%の水準だ。株価下落によってバリュエーションがリセットされた。今年初めに上昇を見込む人と下落を見込む人のバランスが取れており、われわれは平均的な年と予想していた。今や年初来6%下落しているため、今後は平均以上のリターンを予想すべきだ。新型コロナウイルスは不透明感をもたらしたが、そのうち終息する。市場はより安定した基盤を取り戻すだろう。

■ 極端に売られ過ぎ

Q：市場の特定の指標を注視しているそうだが、それによるとどういうことが分かるか？

ヒッキー氏：株価だけでなく、ブレドス（影響を受けている株式の数）などの市場内部の指標から見ると現在はどう見ても極端に売られ過ぎだ。こうなると、投資機会を探す方が良い。

Q：市場全般の予想は？

ウォルターズ氏：今年初めのわれわれの予想は、今年は平均並み、すなわち1桁半ばのリターンというものだった。現在6%下落しているため、今後は10%程度の上昇は十分達成できる可能性がある。

ヒッキー氏：今後感染者数がどの程度増えるのかは分からないが、終息は想定できる。この新型コロナウイルスをめぐる興奮状態のピークが過ぎるのは何週間か何カ月という単位で、それ以上ではない。恐らく比較的早く過ぎるだろう。それが過ぎれば大統領選挙が目に入ってくる。

Q：大統領選挙は市場にどういう意味があるか？

ウォルターズ氏：賭けの倍率を参考にとすると、トランプ大統領が勝つ確率は60%、つまりバーニー・サンダース上院議員であれ、ジョー・バイデン前副大統領であれ、民主党が勝つ確率は40%だ。

ヒッキー氏：再選を狙う大統領がいる年の株式市場のリターンの一般的な傾向は横ばいからマイナスだ。年の後半に大勢が分かってくると上昇する。ヘルスケア企業の株価は大幅に下落していたが、民主党の流れが変わり、今度は急上昇した。

Q：米国以外ではどこが良いか？

ヒッキー氏：新興国市場や多くの海外市場にとって失われた10年だった。投資家には分散が非常に重要だ。この1～2年われわれは海外市場にポジティブだが、まだアウトパフォームに至っていない。ドル高が要因だったが、永久に続くわけがない。ドル安になり始めると新興国市場が主に恩恵を受ける。資産クラスとしてエクスポージャーを得るのは容易で、例えば上場投資信託（ETF）のiシェアーズMSCIエマージング・マーケットETF<EEM>の配当利回りは3%以上だ。

■ 金融セクターのバリュエーションが下げ過ぎ

Q：全てのセクターが新型コロナウイルスの影響を受けたが、業種別に特徴はあるか？

ウォルターズ氏：2年半ばまでのS&P500指数のバリュエーションは過去の上位1%の水準だったが、金融セクターは上位30～40%の水準から、その後どんどん下落し、今や10年で最低の1%の水準にまで下落した。しかし、デフォルトリスクは極めて低い。われわれはオーバーウエイトするよう推奨する。

Q：つまり、金融銘柄は買いということか。具体的に選好する銘柄は？

ウォルターズ氏：セクター全般を買いいたいなら、ETFの金融セレクト・セクターSPDRファンド

<XLF>、あるいはSPDR S&P銀行ETF<KBE>が使える。または個別に、大手銀行・金融持ち株会社のバンク・オブ・アメリカ<BAC>、金融大手ゴールドマン・サックス・グループ<GS>などを買う。前回の金融危機以降これら企業のバランスシートはますます強くなっている。規制環境の厳しさも和らいできたため、増配の能力もある。

■ エネルギーセクター、リチウム関連銘柄

Q：その他のセクターはどうか？

ウォルターズ氏：エネルギーセクターに対するセンチメントは非常にネガティブで、S&P500指数に占めるエネルギーセクターのウエイトは10年前の約16%から今や3.5%に低下した。少なくとも1990年以降見たこともない低さだ。資産配分や長期的な平均回帰を考慮すると、エナジー・セレクト・セクターSPDRファンド<XLE>などを選ぶには良いタイミングかもしれない。

Q：銘柄別ではどの銘柄を選好するか？

ヒッキー氏：特殊化学品製造のアルベマール<ALB>。リチウムを生産しており、米国のリチウム市場で最大のプレーヤーの一つだ。リチウム電池は、電気自動車への流れや太陽光発電の蓄電用として、長期的な成長トレンド上にある。現在リチウム価格は軟調だが、これは一時的現象とみている。今後5年間は2桁台の市場の成長を予想している。過去の記録によると、電気自動車のテスラ<TSLA>とリチウム生産会社のパフォーマンスの相関性は高い。テスラ株が急上昇し過ぎて買いにくい場合は、アルベマールあるいはグローバルXリチウム&バッテリー・テクETF<LIT>は、バッテリーセクターへのエクスポージャーを得る良い方法だ。

■ 在宅時間増えゲーム会社やスラック有利

Q：その他には？

ウォルターズ氏：コンピューターゲーム大手のエレクトロニック・アーツ<EA>とアクティビジョン・ブリザード（ATVI）。eスポーツの興隆に伴い、ゲーム業界の長期的な見通しを好感している。2017～2018年はアンダーパフォームしていたため、他の消費者向けハイテク会社ほどバリュエーションが行き過ぎになっていない。

ヒッキー氏：マイクロソフト<MSFT>とソニー<6758>は今年後半に新しいゲーム機を発売する予定だ。発売前の数カ月は株価がアウトパフォームする傾向がある。新型コロナウイルスの影響で家に閉じ込められた時にゲームほど良い暇つぶしはない。

Q：在宅勤務もあるが。

ヒッキー氏：スイスは1000人以上のイベントを禁止したばかりだ。世界中で学校が休校になっている。外に行けなければ、ゲームをする頻度は増えるだろう。ビジネス用チャット大手のスラック・テクノロジー<WORK>も選好している。一度使うとずっと使い続ける傾向があるアプリで、今や「メールする」ではなく、「スラックする」という動詞形で使われていることを見ても、一時的成功ではないことが分かる。懸念されるのは、マイクロソフトとの競争だ。しかし、マイクロソフト・チームズよりもスラックの方が使用状況でかなり上回っている。スラックは有料ソフトだ。40ドル以上で新規株式公開（IPO）し、現在は20ドル台半ばだ。負債も多くないし、赤字でもない。

ウォルターズ氏：在宅勤務にはスラックのようなアプリが必要だ。

Q：選好していない投資は？

ヒッキー氏：長期米国債。S&P500指数の配当利回りは、10年物米国債の利回りより1%ポイント以上高い。このようなことは過去に1度しか起きていない。2008年の金融危機の時だ。「インカム投資」というが、米国債利回りが1%なら大したインカムにならない。

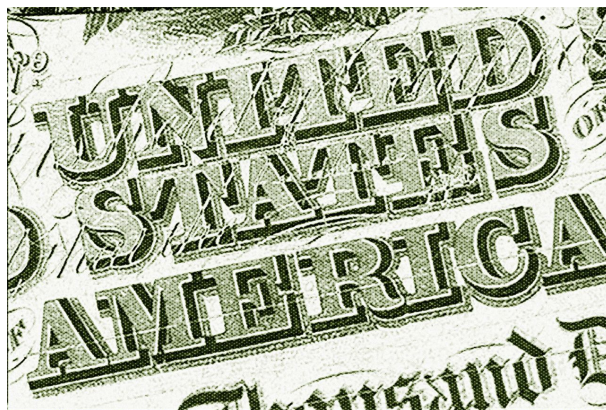
By Bill Alpert
(Source: Dow Jones)

8. 利下げ、病める市場の特効薬にあらず - The Rate-Cut Drug Might Not Cure Ailing Market 供給の機能不全解決できず、インフレも

[コラム]

■ 実体経済が好調に見える一方、米国株は下落

複雑な状況を簡単な言葉で表現することは難しいが、それこそが移り気な今の時代に求められることだろう。「外因性ショック」とは、適切に回路を遮断せずに電気工事をしている時に起こるようなことだ。「ブラックスワン（予想ができず、起きた時の衝撃が大きい事象）」は、なんとなく奇妙で縁起の悪い響きがある。どちらも、新型コロナウイルスが金融市場と実体経済に与えた衝撃を表現するのに使われる言葉だが、適切であるとは思えない。新型コロナウイルスに対する金融市場の極端な反応は、突如持ち上がった公衆衛生上の懸念ではなく、以前より存在した市場の脆弱（ぜいじゃく）性を反映したものではないか。



S&P500指数は2月19日に付けた史上最高値から12.2%下落した。アライアンス・バーンスタインの元チーフ・エコノミストであるジョセフ・カーソン氏は、今回の株式市場の急落は、9.11米国同時多発テロの時によく似ていると語る。ただ、9.11はドットコムバブルの崩壊に続く景気後退のさなかに起こった。それとは対照的に、新型コロナウイルスの感染拡大が発生した時の米国経済は堅調に見えた。

米労働省が6日に発表した2月の非農業部門就業者数は前月比27万3000人の増加となり、エコノミストの予想を10万人ほど上回った。過去2カ月分も合計で8万7000人上方修正された。しかし、新型コロナウイルスの影響が考慮されていない古いデータだとみなされ、市場の反応は限定的だった。コンファレンス・ボードの先行指数の構成要素でもある週次の新規失業保険申請件数は非常に低い水準を維持しているが、投資家の迫りくる景気後退への不安は募るばかりだ。

■ 市場はさらなる金融緩和を熱望

株式市場の反応が極端なものとなった理由の一つとして、カーソン氏は金融市場が実体経済から切り離されていることを挙げる。「米国企業の営業利益はこの5年間増加していないが、その間にS&P500指数は60%以上上昇した。株式市場が過去の平均と比較して割高か割安かを判断するためによく使用される、名目GDP（国内総生産）に対する国内企業の時価総額の比率は、2019年末時点で1.85倍と推計され、2000年以降で最も高い水準となっている」と語る。

同氏は、株式市場と実体経済の乖離（かいり）は足元の金融緩和とそれが継続するという期待に支えられていると指摘する。超低金利環境において、株式はそれに代わる資産がない中で低リスク資産だとみなされてきた。ジム・グラント氏は最新の「グラント・インタレスト・レート・オブザバー」において、「ホーマー・シンプソンがアルコールを『人生の全ての問題の原因であり、解決策でもある』と評した名言は、地を這（は）うような低金利にも当てはまるかもしれない」と述べ

ている。低金利は資産価格を底上げし、投資家のリスク感覚をまひさせる。

米連邦準備制度理事会（FRB）は3日、臨時の連邦公開市場委員会（FOMC）を開き、追加利下げを行った。緊急の会合でこれまでの25ベースポイント（bp）の利下げの2回分に当たる50bpの利下げを行い、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を1.00～1.25%としたが、株式市場を押し上げることはできなかった。それどころか、市場参加者の不安を増大させただけに思える。実際、FF金利先物は18日のFOMCでさらに50bpの利下げを織り込んだ水準となっている。米国債利回りは急低下しており、6日時点で2年物米国債利回りは0.51%、10年物米国債利回りは0.775%とFF金利の誘導目標を大きく下回っており、将来の利下げを強く示唆している。

最新の経済指標は米国の完全雇用を示しており、アトランタ連銀は6日に最新のGDPナウで第1四半期の実質GDP成長率予想を2.7%から3.1%に引き上げた。それでも、市場は（トランプ大統領とともに）さらなる金融緩和を求めている。

■ 金融緩和の副作用に注意

ただ、今回の新型コロナウイルスの感染拡大に対しては、直近の2回の景気後退の時とは違い、金融緩和は特効薬とはならないかもしれない。むしろ、金融緩和は状況を悪化させる可能性すらある。ハーバード大学の経済学者ケネス・ロゴフ氏は、「新型コロナウイルスは経済の供給側にダメージを与える」と指摘する。同氏は国際的なメディアネットワークである「プロジェクト・シンジケート」への寄稿で次のように述べる。「あまりにも多くの政策当局者と経済評論家は、直近の2回の景気後退と異なり、供給の問題が次の世界的な景気後退をどのように引き起こすのかを把握できていない。主に需要の不足に起因する景気後退とは対照的に、供給に起因する景気後退がもたらす問題は、生産の急激な減少と広範な制約につながる可能性があることだ。経済全般にわたる供給の機能不全（1970年代のオイルショック以降、一部の国では見られなかったもの）は最終的にインフレ率を押し下げるのではなく、押し上げる可能性がある」。

同氏によると、グローバリゼーションは過去40年間インフレ率の上昇を抑えてきた主因である。しかし、新型コロナウイルスと貿易障壁の拡大はグローバリゼーションを逆行させる恐れがある。

「インフレ率の上昇は名目金利を上昇させ、金融当局と財政当局の双方にとって悩みの種となる可能性がある」と同氏は語る。

そうだとすれば、インフレ率よりもはるかに低く、1%を大きく下回る記録的な低利回りの米国債を必死になって買っている投資家は混乱するだろう。大手資産運用会社インサイト・インベストメントのクリフ・コルソ最高経営責任者（CEO）は、米国債は金と同様に主にリスク資産に対するヘッジとして買われているようだと指摘する。金相場はこの1週間で6.8%上昇し、CMEの金先物3月限は1オンス1670.80ドルで取引を終えた。週間の上昇率としては4年ぶりの高さとなった。超低金利と新型コロナウイルスの感染拡大によるスタグフレーションが懸念される中で、金相場は上昇基調を続ける可能性が高い。

新型コロナウイルスの問題点はワクチンが存在しないというだけではない。金融緩和とそれによる低金利という標準的な処方箋は、足元で起こっている供給側のショックに対しては効かず、金融市場にのみ作用する可能性がある。1970年代と同様、实体经济にとってはこの薬の副作用であるインフレ率の上昇は有毒かもしれない。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

9. 業績への影響、懸念されたほどでない - Tech Looks Better Than You Think 押し目買いの機会、ウーバー、ラム・リサーチ、ズーム・ビデオ

[ハイテク]

■ 見通し下方修正は比較的抑制



Photograph by Olly Curtis/Future via Getty Images

先週は、ボラティリティと悲観的なニュースの陰で目立たなかったが、ハイテク株から希望が垣間見えた1週間だった。ハイテク企業がこれまでに発表した新型コロナウイルス関連の業績ガイダンスの引き下げ幅が比較的抑制されたものとなっているからだ。

半導体メーカーの発表を見てみよう。無線半導体メーカーのコロムビア<QRVO>は2020年1-3月期の売上高ガイダンスを5000万ドル下方修正し7億7000万ドルとした。NXPセミコンダクターズ<NXPI>、スカイワークス・ソリューションズ

<SWKS>、マーベル・テクノロジー・グループ<MRVL>がそれぞれ発表したガイダンスでも、新型コロナウイルスによる業績への影響は軽微とされた。

ガイダンス引き下げの大半は中国の需要の後退に関連したものだが、今や最悪期は過ぎた可能性がある。アップルのiPhone（アイフォーン）など様々な電子機器を製造するホンハイ・プレジジョン・インダストリー（鴻海精密工業）は先週、生産量は3月末までに改善する見通しだと述べた。

パイパー・サンドラーのアナリスト、トロイ・ジェンセン氏は3月4日付のレポートで、「当社の見立てでは、今のところ中国では企業の景況感が着実に回復しており、需給は週を重ねるごとに改善している」と書いている。感染が世界的に加速した場合は景気の基調と見通しが悪化する可能性があることは確かだが、投資家は買い場について考え始めるべきだろう。

市場は新型コロナウイルスがもたらしている不透明感にうまく対処しているとはいえないが、長期的に見れば株式は収益力によって評価される。向こう数四半期または1年間は通常を下回る決算が続く可能性があるものの、企業の基本的価値がそれによって大きな影響を受けることはないと思われる。市場は予想よりも早期に安定する可能性がある。

■ 現時点で安全な銘柄選ぶコツ

では、株価が下落する中で買いの機会を見つけるにはどうすればよいのか。それにはまず、バランスシート上に過剰な負債を抱える企業を避けることだ。短期的に極端な痛みが、事業そのものは健全な企業を危険にさらす可能性がある。

現時点で最も安全な銘柄選びのコツは、まずは現金が負債を上回っている企業を探すことだ。次に、いずれ訪れる景況感の回復から恩恵を受ける企業の中から、株価が大幅に下落している企業を見つける。

こうした基準に当てはまるのが、配車アプリ大手のウーバー・テクノロジーズ<UBER>だ。同社は2019年末時点で109億ドルの現金を抱える。株価は、予想を上回る決算を発表した翌日の2月7日に10%近く上昇した後、22%下落している。最高経営責任者（CEO）のダラ・コスロシャヒ氏は3月4日に開催されたテクノロジー関連のコンファレンスで、利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）

を年内に黒字化するという目標の達成に自信を示した。また、新型コロナウイルスの問題が最も深刻な国が総売上高に占める割合は1%未満だと述べ、総売上高の15%を占める空港関連部門はやや減速しているものの、警戒すべきレベルではないと説明した。

ニーダムのアナリスト、ブラッド・エリクソン氏は3月3日付のレポートで、ウーバーの投資判断を「買い」に据え置き、「新型コロナウイルスをめぐる懸念が非常に魅力的な買い場を創出していると考えられる」と書いている。

上記の基準に当てはまるもう一つの企業が、半導体製造装置大手のラム・リサーチ<LRCX>だ。同社の最高財務責任者（CFO）であるダグ・ベッティンガー氏は先週、本誌の取材で「新型コロナウイルスの発生による顧客需要の変化は見られず、需要は引き続き非常に旺盛だ」と述べている。

同社は先週、従来の50%に対して、フリーキャッシュフローの75~100%を株主還元にあてる計画を発表した。株価は過去3週間で約15%下落しており、配当利回りは1.6%となっている。

■ リスクに備えバーベル・アプローチを

本誌は先週の記事で、新型コロナウイルスの流行で注目される「在宅」銘柄を取り上げた。ビデオゲーム銘柄やテレビ会議関連銘柄などで構成される在宅バスケットは市場をアウトパフォームし続けており、先週は平均6%上昇した（S&P500指数は0.6%上昇）。

テレビ会議サービス専門のズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>の株価は、3月4日に発表した決算が予想を上回ったことを受けて急騰した。CEOのエリック・ユアン氏は、新型コロナウイルスによってあらゆる企業がテレワーク戦略の加速を余儀なくされていると指摘し、「一夜にしてほとんどの企業がビデオ会議の必要性を理解したようだ」と述べている。

今後数週間は新型コロナウイルスに関するより良いニュースが期待されるものの、投資家は最悪の事態にも備えるべきだ。つまり、バーベルの片方を「在宅銘柄」、もう片方をウーバーとラム・リサーチに配分するバーベル・アプローチを取るべきであろう。

By Kim Tae
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - Markets Seem to Favor Biden Over Sanders. But Can He Beat Trump? [経済関連スケジュール]

市場はバイデン氏好感も、トランプ大統領に勝てるか？

■ 前副大統領の勝算は？

3日のスーパーチューズデーで、ジョー・バイデン前副大統領が勝利したことを受けて、翌4日のダウ工業株30種平均（NYダウ）は4.53%上昇し、市場が同氏の勝利を好感しているように映った。バイデン氏のカムバックで、民主党の大統領選候補者選びは、同氏対バーニー・サンダース上院議員の一騎打ちとなる。

「民主社会主義者」を自称するサンダース氏はウォール街に敵対的で急進的過ぎると見られているため、同氏が候補者になれば、トランプ大統領の再選が確実となるだろうとされている。一方で、政治専門サイトのリアル・クリア・ポリティクスが3月5日に行った世論調査では、サンダース氏対トランプ大統領の支持率は、サンダース氏が平均4.5ポイントリードしている。

バイデン氏の現在（執筆時点）の獲得代議員数は638人に対し、サンダース氏は563人となっており、JPモルガン・ファンズでチーフ・グローバル・ストラテジストを務めるデービッド・ケリー氏は4日、「バイデン氏が優位に立ったようだ」とクライアントに語っている。9日の週には365人が、その翌週には577人の代議員の行方が決まる。ケリー氏によると、最も重要な予備選は10日のミシガン州と、17日のフロリダ州だという。バイデン氏が民主党候補の座を確実なものにする可能性がある一方、サンダース氏が両州で勝てば巻き返しの可能性もある。

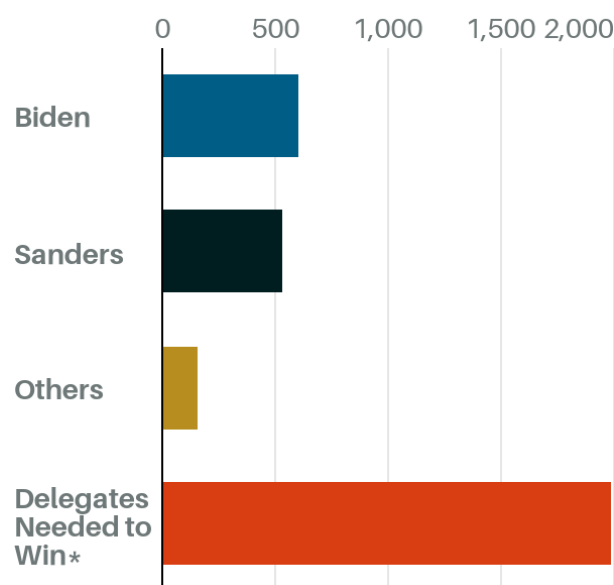
本選挙に関して、調査会社コーナーストーン・マクロで米政策リサーチ部門の責任者を務めるアンディ・ラペリエール氏は、トランプ対バイデンの選挙戦はほぼ接戦になると言う。同氏は、市場はバイデン氏に好意的に反応しており、民主党がサンダース氏を選出しなければ、バイデン氏の大統領就任で落ち着く見方になると語る。果たしてそうだろうか。バイデン氏は重要な州であるノースカロライナで、得票率43%で勝利した。しかし忘れてはならない。2016年にヒラリー・クリントン氏は同州の予備選で勝利したが、本戦ではトランプ氏が同州で勝利している。

■ 今週の予定

The Delegate Hunt

Former Vice President Biden sprang ahead of Sen. Bernie Sanders on Super Tuesday. But there's a long way to go to 1,991 pledged delegates.

Primary Colors



*If a delegate majority isn't secured, superdelegates vote and the target is 2,376.
Source: Real Clear Politics

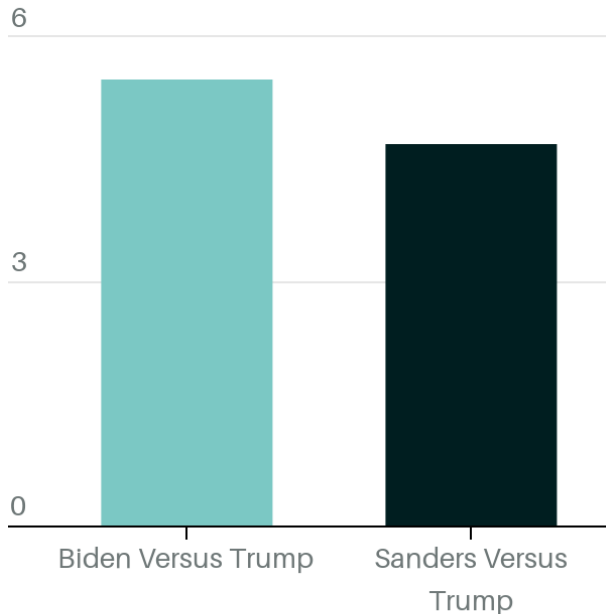
3月9日（月）

・カナダの資源採掘投資会社フランコ・ネバダ<FNV>、山岳リゾート施設運営ベイル・リゾート<MTN>が四半期決算発表

The Big Prize

Polling gives both Democratic candidates narrow leads over President Trump in a general election that's still nine months away.

Head-to-Head Spreads, as of March 5*



*Average of eight national polls
Source: Real Clear Politics

字を1兆ドルと予想。

- ・ムーディーズが2020年度投資家向け説明会をウェブキャストで実施。
- ・半導体メーカーのアナログ・デバイセズ<ADI>と電子部品メーカーのTEコネクティビティ<TEL>が年次株主総会を開催。

3月12日（木）

- ・文書・画像処理ソフト大手アドビ<ADBE>、半導体大手ブロードコム<AVGO>、衣料品小売り大手ギャップ<GPS>、企業向けソフトウェア大手オラクル<ORCL>、ビジネス向けチャットツールのスラック・テクノロジーズ<WORK>、化粧品小売りチェーンのアルタ・ビューティー<ULTA>が決算発表。
- ・欧州中央銀行（ECB）が政策金利発表。先物市場は、現在マイナス0.5%の短期政策金利がマイナス0.6%になる確率が80%と織り込む。ユーロ圏の2019年第4四半期域内総生産（GDP）は0.1%で、新型コロナウイルス感染拡大により同地域が景気後退に陥る可能性があるとする。
- ・半導体製造装置メーカーのアプライド・マテリアルズ<AMAT>が年次株主総会を開催。
- ・2月の卸売物価指数（PPI）発表。エコノミストは前月比横ばい、食品とエネルギーを除くコア指数は同0.2%上昇を予想（1月はPPI、コアPPIともに0.5%上昇）。

3月13日（金）

3月のミシガン大学消費者信頼感指数発表。エコノミスト予想は94で、2月の101から下落。

3月10日（火）

- ・スポーツ・フィットネス用品のディックス・スポーティング・グッズ<DKS>が決算発表。
- ・半導体大手のクアルコム<QCOM>が年次株主総会を開催。
- ・鉄道関連機器メーカーのウエスティングハウス・エア・ブレーキ・テクノロジーズ<WAB>が2020年度投資家向け説明会を開催。
- ・全米独立企業連盟（NFIB）が、2月の中小企業楽観度指数を発表。コンセンサス予想は103.4と1月からほぼ横ばいで、依然として高水準。

3月11日（水）

- ・娯楽・メディア大手ウォルト・ディズニー<DIS>が年次株主総会を開催。2005年から最高経営責任者（CEO）を務めたボブ・アイガー氏退任により、ボブ・チャベック氏が先月、新CEOに昇格した。
- ・2月の消費者物価指数（CPI）発表。前年同月比2.2%の上昇が予想される（1月は2.5%上昇）。食品とエネルギーを除くコアCPIは1月と同水準の2.3%上昇するとみられる。
- ・米財務省が2020年度（2019年10月～2020年9月）2月の財政収支を発表。2019年度の財政赤字は9840億ドルと、2012年度以降で最悪となっている。米議会予算局（CBO）は、今年度の財政赤

By LISA BEILFUSS

(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』 2020/03/08

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 © 2020 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます