

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2020/03/29

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIJI PRESS



DOW JONES

1. 相場は一層下落の可能性もあるため、投資家は警戒が必要 - Investors Beware: [カバーストーリー]
Markets Could Still Head Lower P.2
先週のNYダウは新型コロナウイルスの感染拡大を無視できたが、今後は無理だろう
2. 混乱の中でハイテク銘柄に投資する方法 - How to Play Tech Stocks Amid the [フィーチャー]
Chaos P.4
新型コロナウイルス感染拡大後の世界で選ぶ25銘柄
3. 新型コロナ支援策は急増する失業者を救えるか - Layoffs Spike. Aid Is Near. Will It [米国経済]
Be Enough to Help? P.7
新規失業保険申請は過去最多を記録、FRBによるハイペースの金融緩和が進む
4. 大手製薬会社とバイオ医薬品会社は新型コロナウイルスとの闘いに一層の努力を - [ヘルスケア]
Big Pharma and Biotech Need to Do More in the Fight Against Covid-19 P.9
全力を尽くすことが業界の社会的義務でありイメージ回復にもつながる
5. 1938年以来の週間上昇率を記録した米国株式市場 - The Dow Just Had Its Best [米国株式市場]
Week Since 1938. P.11
政策総動員を背景に株式市場に向かうべき時
6. 悪材料が出尽くしたソフトバンクグループには依然として価値がある - Hear Me [ハイテク]
Out: There's Still Value in SoftBank Group P.13
最大4兆5000億円の資産売却計画は新型コロナ危機後の投資再開への布石
7. 政治はさておき、長い目で見れば株式投資の好機到来 - Forget the Politics, It's [米国株式市場]
Time to Buy Stocks P.15
投資判断の引き上げが続く
8. 激動の市場で低ボラティリティファンドが真価を発揮 - Low-Volatility Funds Have [ファンド]
Delivered P.16
ボラティリティの高い市場で高パフォーマンスを上げる戦略とは
9. 危機の後に、インフレという想定外を予想する - Expect the Unexpected After the [コラム]
Crisis: Inflation P.18
パンデミックの影響を抑える目的の現在の政策が、将来のインフレにつながる
10. 今週の予定 - Capturing Our Anxious Times in Google Search [経済関連スケジュール]
P.20
グーグルの検索ワードから、不安な時代を分析する

※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。

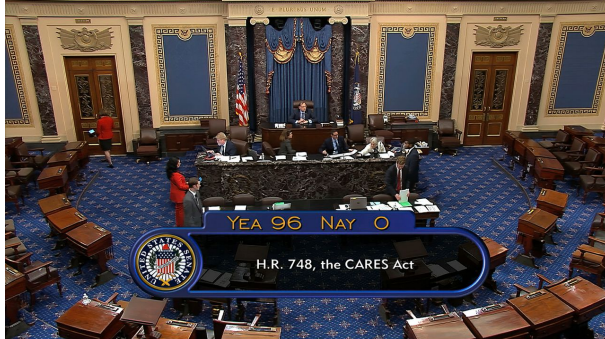
Copyright © 2020 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. 相場は一層下落の可能性もあるため、投資家は警戒が必要 - Investors [カバーストーリー]

Beware: Markets Could Still Head Lower
先週のNYダウは新型コロナウイルスの感染拡大を無視できたが、今後は無理だろう

■ 危機は終わっていない



Photograph by Senate Television/AP

希望は枯れることなく湧き出るものだが、誤った希望によって痛い目に遭う可能性もある。新型コロナウイルス危機に関するニュースは2カ月以上も悪化の一途をたどっている。今後の死亡者数や経済的悪影響に関する懸念から世界中の金融市場が混乱した。先週は、米国での金融政策や財政政策の発表により、市場の底は下支えされているとの希望も手伝い、短期的にせよパニックは収まった。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は安値から20%以上急上昇し、定義によっては強気相場に入った。しかし、年初来では24.2%下落している。

ウイルスそのものが不確定要素で、封じ込めからはほど遠い状態だ。感染者は増え続けており、世界中ほぼ全ての国に広まり、米国が今や感染者数で世界一になった。感染の勢いが収まり、隔離が解除された場所でも、人々が他人との交流や商取引を嫌がるため、日常生活が完全に元通りになったわけではない。金融刺激策や27日に可決された救済措置により金銭面での当座しのぎは可能となったが、休業状態の経済の落ち込みを乗り越え、再度の株価急落を防ぐに十分かどうかは不透明だ。つまり、まだ何も終わっていない。

■ 2008年とはかなり異なる

しかし、希望を抱く理由もある。米連邦準備制度理事会（FRB）と議会の力強い行動によって、米国経済が長引く不況や恐慌に陥ることはこれまでのところ食い止められている。FRBが問題の大きさを認識した後の動きは速かった。短期金利の引き下げやいわゆる量的緩和（QE）の再開だけでなく、マネー・マーケット・ファンド（MMF）の下支えや短期金融市場への資金供給、諸外国の中央銀行へのドル供給に関する決断が迅速で、金融システム内の順調な資金の流れを助け、必要なところにキャッシュが回っている。

今は2008年とは違う。当時は金融システムが崩壊し、実体経済が景気後退に陥る中でFRBも議会も躊躇（ちゅうちょ）した。ウェルズ・ファーゴ・セキュリティーズのストラテジスト、クリストファー・ハーベイ氏は、「FRBは市場に向けてできることは全てやった」と述べている。財政的対応も過去とは違っている。08年の危機の際は、株式市場が暴落するまで議会は危機を真剣に受け止めていなかった。今回は、上院が2兆ドルの経済対策法案を可決するのに約1週間しかかからなかった。今回の措置には、個人や家計への給付金や企業への援助、失業保険の給付期間の延長などが含まれている。

株式市場はこれを好感した模様で、NYダウは金曜日こそ下落したものの、1週間の上昇率は12.8%と1938年6月以降で最大の週間上昇率となった。少なくとも当面、市場が直面する二つの大きな問題はFRBと政府によって対処され、金融市場は正常に機能している。議会で可決された経済対策によって、最も著しい悪影響を被った人たちも2カ月間は生活に困窮せずに済む。

航空機利用が激減する中、航空会社支援に580億ドルが充てられたため、航空会社の株価は上昇した。クレジットカード会社大手ディスカバー・ファイナンシャル・サービス<DFS>やキャピタル・ワン・ファイナンシャル<COF>も、法案に盛り込まれた消費者支援によって株価が押し上げられた。

しかし、市場は先回りして考えるため、すぐにもっと多くを求める可能性がある。ソシエテ・ジェネラルのストラテジストのキット・ユックス氏は、「中央銀行の成功によって、今回の危機のもっと重要な側面にスポットライトが当てられた。つまり、今回の危機はウイルスの拡散とそれによる打撃だけでなく、それに伴う経済的苦境との闘いだ」と述べている。そのため状況はより複雑化する。FRBの金融刺激と財政的な支援策は相場を急上昇させるには十分だったが、近い将来に起きるはずの経済の大きな落ち込みを穴埋めするに十分かどうかを見極めるには今後を待つしかない。3月21日までの1週間の新規失業保険申請件数は300万件を超えた。エコノミストらは今後もっと増加すると予想している。

■ 経済指標発表に伴い株価急落の可能性はある

株価が最近の安値に向かって再度下落し、さらに安値を更新する可能性もある。アンダーセン・キャピタル・マネジメントのピーター・アンダーセン氏は、「このような数値を見るたびにサプライズであるかのように反応して、相場が下落するだろう」と述べている。しかも金融刺激策や企業支援策は、危機を乗り切るために費やされる何兆ドルもの金額に見合った効果を得られない可能性もある。ウルフ・リサーチのストラテジスト、クリス・セニエク氏は、「1ドル費やすごとに国内総生産（GDP）が0.5ドル押し上げられたなら驚くほど良い方だ。消費者や事業活動や、とりわけ投資家のセンチメントの改善には役立つだろうが、財政刺激策がGDP成長率を押し上げる効果についてわれわれはさほど楽観的ではない」と述べている。

さらに、ウイルス自体の問題もある。今後世界や米国でどの程度の感染者が出るのか誰も分らない。イタリアでは、報告された患者の致死率は10%程度だ。中国では事態は収束しつつあるようだが、致死率は4%程度だ。2兆2000億ドルもの刺激策のうちわずか8.2%しか医療関連に支出されないという事実そのものが、米国人がウイルスそのものよりも経済を心配していることを示している。感染が抑制されたとしても、新たな疑問が生じる。新型コロナウイルスに感染した人は二度と感染しないのか、あるいはウイルスの保菌者として感染源となり続けるのか、誰も分らない。一度感染した人が他人に感染させるなら、保菌者とそれ以外を隔離し続けておく必要がある。

ウイルスが制圧できるのかどうかにかかわらず、経済的悪影響は封じ込められるという期待こそ市場のショックの原因になっている。26日（木）には米国での1日の感染者数が過去最高になったが、NYダウは6.4%上昇した。これが今後も続くと考えたべきではない。経済指標は悪くなると予想されているが、感染者数は多くの予想よりも大幅に増えて市場を混乱させる公算が大きい。マタリン・キャピタル・マネジメントのポートフォリオマネジャーのスチュアート・ケイ氏によると、「相場は容易に逆戻りし、下値を試す可能性がある。病気の進行と社会が被るコスト次第となるだろう」と述べている。

これは過去の記録とも一致する。弱気相場が下値を試すことなく終わることはほとんどない。2008年の場合も金融機関の救済などの措置が決定され、市場は安値から急上昇したが、次に実体経済や企業利益に注目が向けられるようになった。RBCキャピタル・マーケットズのストラテジスト、ローリ・カルバシーナ氏によると、初期のアナリストの業績予想が実体からかなり外れていたため、実際にS&P500指数が底を打ったのは09年3月9日で、ようやくその頃にアナリストが企業業績の実態をつかめるようになった次第だ。

現在もアナリストは企業業績予想の下方修正に忙しいが、追い付いていない公算が大きい。金融情報サービスのリフィニティブは、20年のS&P500指数の利益について従来1桁後半の成長を予想していたが、今や前年比0.2%減と予想している。しかし、ウォール街のストラテジストらはもっと大幅な減少の可能性を警告している。カルバシーナ氏は、20年のS&P500指数の1株当たり利益（EPS）を19年の165ドル比16%減の139ドルと予想しているものの、「誰も分からないことだ。株価急落とは一種のプロセスで、底を打つまでに時間がかかる」と述べている。2兆ドルでその時間を稼いだことは確かだ。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

2. 混乱の中でハイテク銘柄に投資する方法 - How to Play Tech Stocks Amid the Chaos

新型コロナウイルス感染拡大後の世界で選ぶ25銘柄

[フィーチャー]

■ ハイテク株の専門家に選好銘柄を聞く

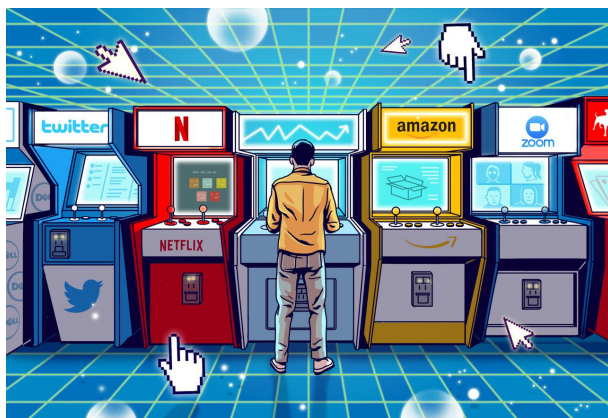


Illustration by Glenn Harvey

新型コロナウイルスの感染が拡大する前に市場が史上最高値を更新していた頃、ハイテク株は株価の上昇をけん引していた。わずか数週間前、時価総額が1兆ドルを超える米国企業は4社存在しており、いずれもハイテク企業だった。この4社、すなわちマイクロソフト<MSFT>、アップル<AAPL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、グーグル親会社のアルファベット<GOOGL>は、非常に強固なバランスシートを有しており、景気後退の間も堅調な業績を維持できる状況にある。

しかし、勇敢なハイテク投資家は、上記4社よりも目立たない投資機会を現在の危機や混乱の中に見出すことができる。本誌は最良の投資アイデアを発見するため、ハイテク株に重点を置く銘柄選択の専門家に話を聞いた。各氏の推奨銘柄に共通する明確なテーマは、「リモートワーク革命がクラウドコンピューティングの力を浮き彫りにする」、「人は家に居ても娯楽が必要」、「今まで以上にブロードバンド接続が必要になる」である。

■ デービッド・リーダーマン氏

リーダーマン氏はハイテク株ヘッジファンドのエンデュランス・キャピタル・パートナーズの経営者である。同氏はクラウド関連銘柄に的を絞っており、「クラウドベースのITアーキテクチャーが企業のリモートワーク運営にスピードと柔軟性をもたらす傾向が強まっている」と述べる。

リーダーマン氏が選好するクラウドソフトウェア銘柄は、デジタル署名ソフトウェアのドキュサイン<DOCU>、ビデオ会議システムのズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>である。ズームは今年最も好調な銘柄の一つだ。同氏はズームのバリュエーションが極めて割高に見えることを認める。2022年1月期のコンセンサス予想売上高に対する株価売上高倍率は34倍である。しかし、ズームには新規ユーザーの急増を収益化する機会があると言う。同社はビデオ会議の枠を超えて、幅広いツールを提供できるとリーダーマン氏は考えている。

リーダーマン氏は、エクイニクス<EQIX>やデジタル・リアルティ・トラスト<DLR>などのデータセンター運営会社にも強気である。より投機色が強い銘柄として、小規模な競合企業であるサイラスワン<CONE>やコアサイト・リアルティ<COR>も選好している。この2社は買収のターゲットとなる可能性がある。同氏は、エクイニクスのサーバーへのトラフィックが急増しており、クラウドコンピューティングのトレンドが成長する兆候の一つだと語る。

Tech's Advantage

The largest tech stocks have held up relatively well through the bear market.



■ リッチ・グリーンフィールド氏

グリーンフィールド氏は、専門調査会社ライトシェッド・パートナーズの共同創業者であり、25年にわたって娯楽・メディア企業をカバーしている。同氏のカバレッジ企業は、新型コロナウイルスの感染拡大前から、技術による破壊的変革に対処してきた。しかし、ウイルス感染が大流行した結果、映画館とテーマパークの閉鎖、スポーツイベントの中止・延期、広告予算の縮小などの深刻な困難に直面している。

それでも人々は依然として娯楽を求めている。そのため、グリーンフィールド氏は動画配信大手ネットフリックス<NFLX>に強気である。ほとんどのコンテンツ企業と異なり、同社は広告枠を販売していない。映画やテレビ番組の制作スタジオが閉鎖される中、ネットフリックスは今後数カ月分の新規コンテンツを既に確保している。

グリーンフィールド氏は、ネットフリックスの加入者数がかつてなく増加していると指摘する。人々が家に居る時間が増え、スポーツ番組も放送されていなければ、同社の加入者数が増えることに驚きはない。同氏はネットフリックスが、料金が低い複数ユーザー向けプランへの切り替えや、解約率の低下による恩恵を受けるとみている。

グリーンフィールド氏はツイッター<TWTR>にも強気な見方を取る。同社は先週、広告予算の縮小によって1～3月期の売上高が前年同期比で減少する見込みだと発表した。しかし、同氏はツイッターのユーザー数が過去最高の水準に達していると指摘する。同氏によれば、利益率と売上高は短期的な打撃を受けるものの、手元現金66億ドルを有する同社はこの危機を耐えられる。

■ ポール・ミークス氏

ミークス氏は、資産運用会社インディペンデント・ソリューションズ・ウェルス・マネジメントのポートフォリオマネジャーや、小規模なハイテク株ミューチュアルファンドであるザ・ワイヤレス・ファンドのマネジャーを務める。

ミークス氏は、本格的な新規投資の前に「業績予想が徹底的に下方修正されるまで待つ。悪材料が出尽くし、予想値が劇的に引き下げられるのを見届ける必要がある」と話す一方、アマゾンや中国の電子商取引大手アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）＜BABA＞といった超大型株に少額を投資している。両社はウイルス危機が終息した後、電子商取引の役割の拡大による恩恵を受けると考えられると同氏は語る。

ミークス氏は、業績予想が修正された後、「半導体株のドリームチーム」に投資したいと述べている。このチームには、半導体メーカーのアドバンスト・マイクロ・デバイス＜AMD＞、半導体製造装置大手ラム・リサーチ＜LRCX＞、半導体ファウンドリメーカーの台湾積体回路製造（TSMC）＜TSM＞、半導体メーカーのマイクロン・テクノロジー＜MU＞、半導体製造装置大手アプライド・マテリアルズ＜AMAT＞が含まれる。

ミークス氏は金融取引プラットフォーム運営会社のバーチュ・ファイナンシャル＜VIRT＞にも強気である。同氏はバーチュをボラティリティ関連銘柄と見ている。同社は株価収益率（PER）が約10倍で、「かなり確実性が高い」配当を支払っており、現在の配当利回りは4.3%である。株価が激しく変動し続ける限り、同社は恩恵を受けると同氏は話す。

■ ダン・ナイルズ氏

ナイルズ氏は、ハイテク株に重点を置くヘッジファンド、サトリ・ファンドの創設者兼ポートフォリオマネジャーである。同氏は2月17日、アップルが1～3月期の売上高ガイダンスを撤回した直後、ポートフォリオの50%をアップル、同社のサプライヤー7社、ナスダック100指数に追随する上場投資信託（ETF）のインベスコQQQトラスト・シリーズ1＜QQQ＞のショートとしているとツイートした。この投資判断は将来を予知したかのような内容だった。

ナイルズ氏は依然として市場全般に対して弱気だが、特にビデオゲーム関連の銘柄を選好・保有している。同氏はマイクロソフトとソニー＜6758＞が今年秋に発売予定の新たなゲーム機に注目しており、「2013年以来の新たなハードウェアである上、皆が家にこもっている」と話す。同氏はいずれもゲームソフト開発会社のジンガ＜ZNGA＞、テイクツー・インタラクティブ・ソフトウェア＜TTWO＞、エレクトロニック・アーツ＜EA＞、中国のインターネットサービス会社のネットイーズ＜NTES＞とテンセント・ホールディングス（騰訊控股）＜700.香港＞などのビデオゲーム関連銘柄を「全て選好している」と話す。

ナイルズ氏が他に投資している銘柄としては、電子商取引への移行による恩恵を受けるアマゾンと、リモートワーク関連銘柄であるクラウドベース通信プロバイダーのリングセントラル＜RNG＞が挙げられる。

■ クレイグ・モフエット氏

モフエット氏は専門調査会社モフエットネイサンソンの創設者である。同氏は通信・ケーブル業界の予言者として市場で最も影響力がある。

モフエット氏はケーブルテレビ会社のチャーター・コミュニケーションズ＜CHTR＞とアルティスUSA＜ATUS＞に強気な見方を取る。両社はケーブルテレビ専業であるため、広告収入に支えら

れたコンテンツをめぐる懸念が存在しない。チャーターの株価は過去1カ月で13%下落した。同氏は「チャーターが市場全体と同様に下落したのは全く不合理だ。ケーブルテレビ会社はデジタルインフラのプロバイダーであり、映像コンテンツの確保には無関係だ。さらに、ブロードバンド事業は今後も健在だろう」と語る。

モフェット氏は、アルティスはチャーターに比べて、ややリスクが高いものの一段と割安だと述べる。家で過ごす時間が増えたことで、より高速で、より高額のプロードバンド接続プランの需要は高まっている。同氏はアルティスが40~50%、チャーターが30~40%上昇する可能性があると考えている。

モフェット氏は通信会社TモバイルUS<TMUS>にも強気だ。同社は同業のスプリント<S>の買収により、米国第3位の強力な携帯電話会社になろうとしている。同氏は「コスト削減により利益率が上昇する見込みで、ネットワークの優位性が今後何年も市場シェア上昇につながるだろう」と語る。買収完了をめぐるリスクはあるものの、同氏はTモバイルがスプリントを買収できなくても魅力的だと考えている。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

3. 新型コロナ支援策は急増する失業者を救えるか - Layoffs Spike. Aid Is Near. Will It Be Enough to Help? 新規失業保険申請は過去最多を記録、FRBによるハイペースの金融緩和が進む

[米国経済]

■ 新型コロナウイルスによる影響は数週間で米国全土に拡大



John Minchillo/AP/Shutterstock

か、ということだ」と述べるにとどまった。

1カ月余り前に米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長が議会証言を行ったとき、FRBは新型コロナウイルスに注目し始めたばかりだった。議長は、今年の国内総生産（GDP）成長率が2%、失業率が3.5%との予想は変更せず、米国経済の下振れリスクが生じていることを認める一方で、基本的には1月29日の金利据え置き時と同じスタンスを貫いた。同氏は、新型コロナウイルスの影響が中国国外へ波及し、米国経済にまで達するかどうかの判断は先送りし、「今後も慎重に注視していく。われわれにとっての問題は、米国経済への影響はあるのか、影響は長引くのか、重大なの

果たしてその懸念は現実となった。新型コロナウイルスは驚異的なスピードで、米国の公衆衛生と経済に甚大な被害をもたらしている。経済と金融市場を下支えし、新型コロナウイルス感染拡大を抑制する対策が速やかに講じられたが、政策の動員と医療対策の遅れによって、個人と企業のどちらにとっても危機は長期化および深刻化するだろう。

既に数値には影響が現れ始めている。新規失業保険申請件数は3月21日までの1週間で1000%以上急増し、過去最多の330万件となった。直近の住宅ローン申請件数は前週比で15%低下し、レスト

ランの予約ウェブサイトを経営するオープンテーブルのデータでは、予約件数が大幅に落ち込んでいる。ゴールドマン・サックスによると第2四半期のGDP成長率はマイナス24%になる見込みだ。これまでで最大のマイナス成長幅の2倍以上の水準で、世界恐慌さえ上回るマイナス成長と予測される。ダウ工業株30種平均（NYダウ）が3万ドルを目前に控え、強気相場に歓喜していた状態から数週間で一転し、今や景気後退に瀕している。

■ 休業命令を背景に失業保険申請件数は今後も急伸の見込み

3人の子供を抱える38歳の母親は、アイダホ州の人口8000人の町で経営していたコーヒーショップに休業命令が下り、先週失業に追い込まれた。「数週間前まで問題はなかったのに、あっという間に状況が変わった。今では知り合いのほとんどが失業している。町もゴーストタウンになってしまい、恐ろしい」と語る。新型コロナウイルスの拡大を防ぐため、食品スーパーやガソリンスタンド、その他の生活に欠かせないサービスを提供する企業を除く全ての企業が休業を強いられているため、彼女のように失業保険を申請している人が米国中に何百万人と存在し、州のシステムに甚大な負荷がかかっているほどだ。

オハイオ州のアクロンに住む男性は、レストランの料理人そしてバーテンダーとしての二つの職を失った。解雇された友人も多い。食品スーパーには商品が少なく、近隣の店舗では購入できるパンの量が制限されるようになった。イベントプランナーである妻は、キャンセルになった結婚式をすべて再スケジュールする必要があるため、失業は免れているという。男性は失業保険の申請をしたが、オハイオ州のウェブサイトがダウンし電話もつながらないため、「ただ待つしかない。いつ終息するかもわからず、不安だ」と心境を語る。

新型コロナウイルス拡大前の米国の失業保険申請件数は200万件未満だったが、今では500万件を超えている。2月の時点で1700万人が余暇関連サービス業に、1500万人が小売業に従事していたことから、「すぐにでも恐ろしい数値に達すると考えられる」と、シュミット・フューチャーズの市場調査部門のマネジャーで米労働省のエコノミストだったマーサ・ギンベル氏は指摘する。

■ 政府は2兆ドル規模の支援策を可決、FRBは過去最大の緩和に踏み切る

米国政府は遅ればせながらも、策を講じている。約2兆ドルの支援策が25日に上院で可決、続いて27日に下院でも可決され、後は大統領の署名を待つのみとなった。3000億ドルが世帯への直接給付となっており、所得水準に応じて1人最大1200ドル、子供1人につき500ドルが支給される。また、失業保険が金額と期間の面で拡充され、通常は対象外となるギグワーカー（インターネットを通じて単発の仕事を請け負う働き手）を含めるなど、対象者が拡大される。

企業への被害が拡大し、幾つかの市場が機能停止に陥る中、多くのエコノミストはFRBの積極的な介入を評価している。パウエル議長の議会証言からわずか3週間後の3月3日、新型コロナウイルスの感染拡大と市場の混迷を受け、FRBは0.5%の緊急利下げを行った。そして15日にゼロ付近までの追加利下げに踏み切り、翌日株価は暴落した。ローゼンバーグ・リサーチのチーフエコノミストであるデービッド・ローゼンバーグ氏は、「パウエル議長は議会を待つことなく、徹底的に緩和を敢行した。グレート・リセッションの最初の15カ月間に匹敵する緩和を、この1カ月で行っている」と指摘する。パウエル議長をたびたび批判するトランプ大統領でさえ、FRBの緩和策を評価している。米財務省とFRBは、今後数カ月でさらに最大4兆ドルの資金を企業向けに供給するため連携して動いている。

今回の経済危機は、本質的には健康危機に端を発するものであるため、政府の財政出動と同様に、FRBの危機解決の力も制限されてしまう。ワシントン州ギグハーバーの男性は、一時給付金は

多少の助けにはなるが、根本的な解決にはならない、と言う。男性は、多くの同僚たちと共に先週会社を解雇された。「政府がこの状況を打破してくれるとは全く思っていない。不透明な時期だが、どうにか自分で乗り切るつもりだ。今後どれだけ悪化するかはわからない」と語った。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

4. 大手製薬会社とバイオ医薬品会社は新型コロナウイルスとの闘いに一層の努力を - Big Pharma and Biotech Need to Do More in the Fight Against Covid-19 全力を尽くすことが業界の社会的義務でありイメージ回復にもつながる

[ヘルスケア]

■ 医薬品業界の社会的義務と業界イメージの改善



Illustration by Alexander Wells

ワクチンの開発プログラムも40件を超えている。

米国のほぼ全ての業界が、パンデミック（世界的な大流行）となっている新型コロナウイルス感染症の影響で苦しむ中、新型コロナウイルスそのものを阻止できる業界は一つしかない。それは、この10年間で数多くの科学者と研究室を揃え、何十億ドルもの資本を蓄積してきたバイオテクノロジー企業と製薬会社だ。こうした企業は十分な努力をしているのだろうか。

シンクタンクのミルケン研究所によれば、立ち上がりは遅かったものの、現在は営利ベースと非営利ベースを合わせれば、新型コロナウイルスの治療法を開発するプログラムは60件近く存在し、ワ

しかし、RBCキャピタルマーケットのアナリスト、ブライアン・エイブラハムズ氏は、バイオテクノロジー業界の努力はまだ不足していると考えている。同氏は3月23日のインタビューで、同業界には何百もの企業と多くの才能があり、知見もかつてないほど蓄積されているため、その総力を結集すべきだと語った。最近になり業界内でも、エイブラハムズ氏の期待するような動きが始まっている。

一方、ジェネリック医薬品（後発医薬品）業界も新型コロナウイルスに対し潜在的な治療効果が期待される医薬品の生産を急いでいる。イスラエルのジェネリック医薬品企業テバ・ファーマシューティカル・インダストリーズ<TEVA>のソル・ベアラール取締役会長は、「それが製薬業界の使命だというのが私個人の信念だ。われわれは、治療薬、特に深刻で命に関わる病気に対する治療薬を発見し、開発し、製品化するために存在している」と語った。

製薬会社にとって新型コロナウイルスは、薬価の高さや、医療用麻薬「オピオイド」問題や後発医薬品の価格操作疑惑など業界の倫理性について不満を募らせている国民に対し、業界のイメージを改善するチャンスとなる。ヘルスケアに関するコンサルティング会社アバレア・ヘルスの創業者ダン・メンデルソン氏も、「製薬業界にとっては、社会の役に立つと同時に、自身のイメージを再構築するという重要な側面がある」と言う。

新型コロナウイルス関連のプログラムが利益につながる可能性は低いものの、業界イメージの改善自体に意義がある。エイブラハムズ氏は、利益が出なくても新型コロナウイルスの治療をほかの全てに優先させるべきで、「中規模、大規模の企業にとって、持てる能力を全て動員するのは社会的な義務だ」と言う。

■ バイオ医薬品業界の取り組みと課題

現在バイオ医薬品企業が行っている新型コロナウイルスの研究には、メッセンジャーRNA（mRNA）を使用してウイルスに対する免疫力を獲得させるワクチンを開発するプログラムが多い。米国企業モデルナ＜MRNA＞のmRNAワクチンは既に臨床段階にある。ドイツ企業バイオンテック＜BNTX＞は独自のmRNAワクチンをもとに米医薬品大手のファイザー＜PFE＞および中国企業と協力している。米国のトランスジェノミック＜TBIO＞は、フランスの医薬品メーカーであるサノフィ＜SNY＞と共同で開発を行っている。ドイツの非上場バイオ医薬品企業キュアバックも同じアプローチだ。

検証中の治療薬には、米国のギリアド・サイエンシズ＜GILD＞のレムデシビルやアッヴィ＜ABBV＞のカレトラなど、ほかのウイルスを対象とした抗ウイルス薬からの転用も含まれる。リジェネロン・ファーマシューティカルズ＜REGN＞や、バイオジェン＜BIIB＞と提携しているヴィル・バイオテクノロジー＜VIR＞など抗体療法に取り組んでいる企業もある。

オービッド・セラピューティックス＜OVID＞の最高経営責任者（CEO）であり、業界団体バイオテクノロジー・イノベーション協会（BIO）の理事長であるジェレミー・レビン氏によれば、新型コロナウイルスのプログラムがあるバイオテクノロジー企業は約45社に上る。

しかし、これはバイオテクノロジー企業の一部にすぎない。ほかの業界と同様、バイオ医薬品業界もパンデミックのため、活動をおおむね停止している。研究室は最小限の職員で運営されている。イーライ・リリー＜LLY＞やブリストル・マイヤーズ・スクイブ＜BMJ＞などの企業は、新薬の臨床試験の開始を遅らせており、営業部隊も活動を停止している。人々が死んでいく一方で、多額の資金が余ることになる。エイブラハムズ氏は、「現実問題として、ほぼ国全体で都市の封鎖が行われている状況では、従来のような販促費の使い途はないし、パンデミックが収まるまでは、ほとんどの臨床試験は継続できない」と語る。

BIOのレビン氏は、バイオテクノロジー企業の半分はがんの治療に焦点を当てており、ウイルス治療に切り替えるのは極めて困難で、新型コロナウイルスに取り組むことができる企業の数には限りがあると語る。

とはいえ、最近業界も連携した対応に取り組んでいると同氏は言う。BIOは3月24日および25日に遠隔でサミット会議を開催した。新型コロナウイルスに取り組む企業と政府機関を結びつけることがその目的の一つだった。「一つの解決策では済まないと思う。全ての企業を包括したマーシャルプランが必要だ」と同氏は語る。

同氏は共同の取り組みを推進することも、より多くの企業を参加させる方法の一つだと言う。同氏は、感染症を専門とするヴィルとRNA干渉（RNAi）と呼ばれる治療手段に特化したアルナイラム・ファーマシューティカルズ＜ALNY＞のRNAiを使用した取り組みに注目している。

バイオテクノロジー業界以外では、大手製薬会社も自社の取り組みを発表している。

さらに、先週、後発医薬品メーカーが新型コロナウイルス治療薬として有望な抗マラリア薬ヒドロキシクロロキンの増産計画を次々と発表した。テバだけでも同薬を600万回分寄付している。テバのベアラ氏氏は、「われわれができるのは、利用できる後発薬があれば、それを大量に供給する手助けをすることだ。やるとなれば、迅速に製造し、供給する」と語った。

By Josh Nathan-Kazis
(Source: Dow Jones)

5. 1938年以来の週間上昇率を記録した米国株式市場 - The Dow Just Had Its Best Week Since 1938. 政策総動員を背景に株式市場に向かうべき時

[米国株式市場]

■ 定義上は強気相場に転換

Dow Jones Industrial Average



Source: FactSet

財政政策と金融政策の消防ホースが全開で稼働している。米連邦準備制度理事会（FRB）は金利をゼロ近くまで下げ、米国債や他の証券を無制限で買い入れている。議会は実質的に無料の資金を利用して、米国の国内総生産（GDP）の約9%に相当する2兆ドルの支出パッケージを通過させた。

そうした新たな財政政策と金融政策に加えて、幾つかの市場における流動性改善の兆候が、先週火曜日から木曜日にかけての大幅な急騰の火付け役となった。ダウ工業株30種平均（NYダウ）はその3日間で21%超の上昇となり、弱気相場入りしてから11営業日後に新たな強気相場の始まりが示されたことになる。

NYダウは先週、9週間で8回目の金曜日の下落にもかかわらず、前週末から12.8%高の2万1636ドル78セントで引けた。1週間の上昇率としては1938年以降で最も大きいものだった。S&P500指数は10.3%上昇して2541.47、ナスダック総合指数は9.1%上昇して7502.38となった。

小型株のラッセル2000指数は11.6%高の1131.99で週末を迎えた。

一方、数字上の強気市場の定義である「安値から20%の上昇」は誤解を招く可能性がある。大幅で速い反発局面は長期弱気市場の特徴だからだ。1931年には10月6日から8日のわずか3日間で、NYダウは弱気相場から強気相場に数字上は転換した。その後、現在のようにボラティリティが大きく、大幅上昇と大幅下落の日々が続いた。そして、強気相場は長続きせず、同年11月までにNYダウは20%超下落して再び弱気相場入りした。結局32年半ばまで底打ちせず、さらに60%超下落した。

■ 値動きは荒いものの、政策が下支え

株価指数が高値を更新するまでは新たな強気市場だとは考えず、先週の動きを単なる弱気相場にお

S&P 500 Index



Source: FactSet

ける反発と呼ぶこともある。しかし、定義の問題はさておき、FRBと議会のおかげで株式市場の最悪局面が過ぎた可能性はある。FRBや議会の政策は経済を活性化させるためのものではなく、国家が閉鎖状態にある間に既に存在するものをできるだけ多く維持するためのものであることから、「景気刺激策」と呼ぶのは用語の使い方としては間違っているかもしれない。既に景気後退に突入していると思われるものの、新型コロナウイルスによる危機が1930年代のような複数年にわたる不況の引き金となる可能性は低そうだ。

しかし見方を替えると、ウイルス感染のピークが過ぎても低金利と高水準の財政支出が維持されれば、異例の金融政策と財政援助が景気刺激策になる可能性がある。コロンビア・スレッドニードル・インベストメンツでグローバル最高投資責任者（CIO）を務めるコリン・ムーア氏は「ウイルス感染のピークの後に平時に戻っても経済政策がそのまま残っているのであれば、それが景気刺激策となる可能性がある」と述べる。

そして、今後数週間か数カ月間はまだ値動きが荒い可能性はあるものの、投資家は市場の次の段階が強気相場か弱気相場かにかかわらず、それに備えて3月の大幅下落の影響を綿密にチェックし始めるべきだろう。

■ 銘柄選択

NASDAQ Composite Index



Source: FactSet

チェックはどこから始めるべきだろうか。生活必需品や公益事業のようなディフェンシブセクターは既に大幅下落時に機能しており、他のセクターに対して既にアウトパフォームしてしまった。このため、まだ他よりも反発余地があり、近い将来の景気の追い風から相対的に大きな恩恵を受けるセクターを探すことになる。

モルガン・スタンレーで米国株式戦略の責任者を務めるマイク・ウィルソン氏は「弱気市場は景気後退とともに終わりを迎えており、景気回復の恩恵を受けるポジションを構築したいのであれば、ディフェンシブ株から離れて景気敏感株に向かうべきだ」と述べる。これは、カジノ、クルーズ船、小売業者などの新型コロナウイルスの影響を最も受ける業界にまとめて投資するという意味ではないが、特に景気回復初期に恩恵を受ける質の高い銘柄は良い選択肢であり、特に1カ月前よりも大幅に下落している銘柄に注目すべきだ。

ウィルソン氏は、景気敏感セクターである金融や一般消費財・サービスを組み入れる一方で堅実な

バランスシートと高い収益性を備えた質の高い銘柄を組み入れる、バーベル型のアプローチを推奨している。景気敏感セクターのリスクは高いものの上昇余地は大きく、一方で質の高い銘柄は堅実ではあるものの、下落局面でそれほど値下がりしなかったことから上値余地は小さい。

モルガン・スタンレーではアナリストの推奨銘柄として、景気後退につながった大幅下落後に最もアウトパフォームした実績を基に、金融サービス会社のS&Pグローバル<SPGI>、自動車部品のボルグワナー<BWA>、産業ガス製造大手のリンデ<LIN>を挙げている。一方、質の高い高成長銘柄には、マイクロソフト<MSFT>やアマゾン・ドット・コム<AMZN>などの超大型ハイテク企業が含まれている。

一方、ムーア氏は、これまでいくつかのポートフォリオでハイイールド債の比率を引き下げていたため、債券部分でのリスクも増やそうとしている。同氏はCCC格やその他の低格付け社債に再び取り組もうとはしていないものの、特に現時点で市場の流動性の問題のいくつかが整理されたため、ハイイールド債や投資適格債の中で高格付けの銘柄にバリューを見出している。

株式の銘柄選択に関してムーア氏は2021年に注目しており、「21年の回復度合いの見通しが市場を動かすことになるので、20年の業績について心配するのをやめる」と語り、「率直に言うと、市場が落ち着いてボラティリティが十分に低下する第3四半期は、いずれにせよ21年の業績を織り込み始める可能性があるからだ」としている。

投資家にとっての秘訣は他の誰よりも先んずることだ。金融政策と財政政策による下支えがある現在が、まさにその時だろう。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

6. 悪材料が出尽くしたソフトバンクグループには依然として価値がある - Hear [ハイテク] Me Out: There's Still Value in SoftBank Group 最大4兆5000億円の資産売却計画は新型コロナ危機後の投資再開への布石

■ SBGの時価総額は株主価値を大幅に下回っている



Photograph by Kazuhior Nogi/AFP via Getty Images

ソフトバンクグループ (SBG) <9984>のインベスター・リレーションズ (IR) 情報を見ると、他の企業では目にしたことの無い情報が掲載されている。同社の保有株式価値と純負債に基づく1株当たり株主価値を毎日算出して表示しているのである。この素っ気ないページは、次の三つのことを示している。まず、同社のウェブサイトはデザインを見直した方が良いかもしれない。次に、同社は風変わりな投資会社で、テクノロジー持ち株会社である。そして、同社の株価は、1株当たり株主価値に対して大幅にディスカウントとなっている。

本誌は2019年7月にカバーストーリーでSBGを取り上げた。自社の株価に関する同社の見方を基本

的に支持する内容だった。ところが、その直後に同社が運用するベンチャー・ファンドのソフトバンク・ビジョン・ファンドに問題が持ち上がった。シェアオフィス大手ウィーワークの親会社であるウィーカンパニーが、破滅的な業績およびガバナンス情報を立て続けに開示する中で新規株式公開（IPO）計画を中止したのである。

SBGはウィーカンパニーの持ち分を減損処理した。投資家は最高経営責任者（CEO）である孫正義氏の判断に疑問を投げ掛け始め、アクティビスト（物言う投資家）のエリオット・マネジメントはSBGの持ち分を取得して改革を要求し始めた。

■ 最大4兆5000億円の資産売却計画はプラス材料かマイナス材料か？

新型コロナウイルスの世界的流行は問題をさらに複雑化し、SBGの時価総額は株主価値を70%下回る水準へ低下した。

同社は先週、今後12カ月間で最大4兆5000億円の資産を売却し、最大2兆円を自己株式の取得に充てると発表した。この自己株式の取得は、既に発表していた5000億円の自己株式取得プログラムに追加して行われる。残りの2兆5000億円は負債の償還などに充てる。この自己株式の取得により、発行済株式総数の45%が消却されることになる。債務返済によって負債はほぼ半分に減る。

SBGは4兆5000億円を工面するため、アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）＜BABA＞の1330億ドルの持ち分の一部、通信子会社であるソフトバンクの約400億ドルの持ち分の一部、TモバイルUS＜TMUS＞との合併が予定されているスプリント＜S＞の支配的持ち分の一部を売却する可能性がある。

投資家は資産売却を歓迎し、SBGの株価は19日の終値から25日の終値にかけて約50%上昇した。ニュー・ストリート・リサーチのアナリスト、ピエール・フェラグ氏は株価が今後2倍に上昇する可能性があると言う。だが奇妙なことに、ムーディーズはSBGの既に投資不適格だった格付けをさらに2段階引き下げた。「SBGが流動性と価値が最も高い上場企業の投資持ち分の一部を手放した場合、同社の価値と信用の質が悪化する」というのが格下げの理由だ。

だが、株式アナリストの見方はムーディーズの見方と異なる。バーンスタインのアナリスト、クリス・レーン氏は、「経済が不透明な状況でバランスシートをより保守的なものにするというSBGの措置に反論するのは難しい。今回発表された資産売却はSBGを再形成する一方で、景気後退局面の終息が明確になった時点で再び資産を取得するために財務体質を強化することになる。それが今回の措置の本当の動機だとわれわれは考えている」と指摘する。

■ 悪材料は既に織り込まれている

確かに、ビジョン・ファンドをめぐる一連の悪いニュースはSBGの株価の足かせとなり続けるかもしれない。同ファンドは、ウーバー・テクノロジーズ＜UBER＞や中国のディディ（滴滴出行）、マレーシアのGrabなど、現在の環境で苦闘している配車サービス企業の大株主だ。インドに本社を置く格安ホテル予約サービスのオヨ・ルームズに関する懸念もある。また、ビジョン・ファンドの外部投資家持ち分の40%が、拠出金額に対して年率7%の固定分配額が支払われる優先出資であることを懸念する向きもある。リターンがその水準に達しない場合、同ファンドの普通出資者は追加出資（キャピタルコール）を求められるだろう。SBG自体の損失も10億ドルに上る可能性がある。しかし、これらの問題は株価に十分織り込まれている。

SBGの26日の株価は3778円で、1株当たり株主価値と比べて66%割安だ。別の見方をすれば、同

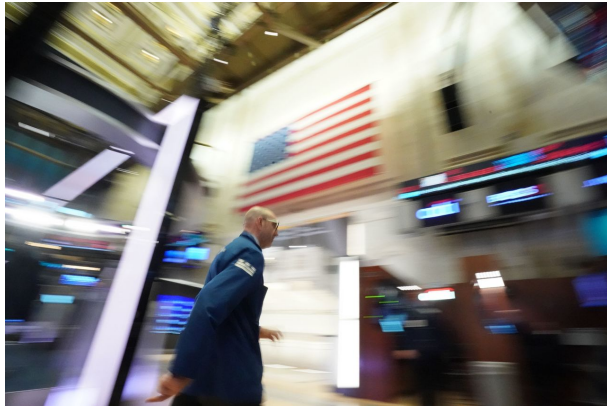
社の株主価値は時価総額のほぼ3倍に相当する。孫氏にはまだ仕事が残されている。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

7. 政治はさておき、長い目で見れば株式投資の好機到来 - Forget the Politics, It's Time to Buy Stocks 投資判断の引き上げが続く

[米国株式市場]

■ 今は買い時だろうか



Photograph by Bryan R. Smith/AFP via Getty Images

26日木曜日のニューヨーク株式市場は、弱気から強気への記録的な転換の中で、命は救うとしても雇用を削ってしまう都市封鎖にもかかわらず、大規模な政府支援を受けて、週初に付けた直近の底値からは十分に高いところで引けた。27日には、米国の新型コロナウイルス感染者数が世界でトップとなった後、株価は再び下落した。投資家は今は買い時なのか、まだ早過ぎるのか、はたまた遅過ぎるのか迷っている。

思うに、賢い人たちが時を費やす中で最も生産性が低いのは、政治議論をすることだ。それが、いまや第二のパンデミックのようになっており、大統領が好きか嫌いか、そこから始まる公衆衛生や株式市場についての議論を耳にする。

長期志向の投資家なら、株式投資には良い時期だ。S&P500指数のインデックス・ファンドのような単純なものでよい。株式市場の底を完璧に計ることは重要ではない。他の商品に比べて妥当な価格で購入して、長く持ち続けるだけでよい。S&P500指数は26日に2630で引けたが、株価収益率（PER）は実績ベースで16倍、少し前に見た落ち込みが予想される今年の利益ベースで21～24倍に当たる。この予想が正確かどうかは分からないが、今後数年で利益が以前の水準に戻ると予想される限り、また特に10年物米国債利回りが0.8%であることを考慮すると、株価は妥当な水準だろう。

短期志向のトレーダーであれば、幸運を祈る。市場が3分の1以上急落する可能性があるとは予想する向きもあれば、史上最高値にすぐに戻る可能性があるとは予想する向きもある。筆者の考えが正しいければ、アナリストの中には、短期的な底値と、年末の上昇という二つの目標を同時に提示しようとするので、重大なリスクを冒す者がいる。

不安な投資家に朗報がある。分散投資が機能するということだ。S&P500指数が年初来30%下落した時点で、株式と投資適格債券の比率が60：40のバスケットでは、下げ幅はわずか20%だった。

今や、全てはこの先ウイルスがどうなるかにかかっている。ウイルスが暖かな気候で勢いが弱まり、店舗やオフィスが晩春か初夏までに再開でき、マラリアや関節炎などの治療薬が新型コロナウイルスの効果的な治療法となり、秋になって再燃するとしてもそれほど深刻にならずに済み、その頃には消費者も安心して買い物ができることを期待している。

■ アナリストによる投資判断の引き上げ

筆者はアナリストの「買い」推奨の投資判断にはそれほど心を動かされないが、例えばアナリストが投資判断を「ホールド」から「買い」に変える時、その変更はより興味深く感じる。アナリストの投資判断は確かなものではない。2010年の研究によると、投資判断の変更に基づく投資はかなりのリターンを生むことが分かったが、最近の論文によれば、そうしたリターンは減少しつつあることが分かった。ただし、投資判断を引き上げる場合には話は別で、筆者は各銘柄の強さを調べる機会として使っている。

この不安定な市場で、それを投資家が試そうとするなら、早くやるべきだ。23日には投資判断の引き上げが殺到した。しかし、市場が急騰して数日後、幾つかの投資判断はもう時代遅れに見えるありさまだった。ゴールドマン・サックスは、航空機製造大手ボーイング<BA>の投資判断をニュートラルから買いに変更して、株価は82%上昇して173ドルになると予想したが、それでも十分に大胆とは言えず、26日の終値は180ドルで、23日からの上昇率はS&P500指数構成銘柄の中で最高となった。

モルガン・スタンレーは、自宅での飲食急増から恩恵を受けているとして飲料・食品大手のペプシコ<PEP>の投資判断をオーバーウエイトに引き上げ、その後同社の株価は26日の終値までに15%上昇した。PERは20倍、配当利回り3.3%となっている。クレディ・スイスはペプシコ株が依然として魅力的だと考えており、27日に投資判断をアウトパフォームに引き上げた。

航空会社は新型コロナウイルス救済策の主な受益者であり、バンク・オブ・アメリカとレイモンド・ジェームズの2社は、サウスウエスト航空<LUV>の投資判断を引き上げた。株価は26日までに29%上昇した。実績PERは10倍である。

投資銀行のベアードは、動画配信大手のネットフリックス<NFLX>の投資判断をアウトパフォームに引き上げ、在宅勤務が広がる中で、従来のテレビ番組からシェアを奪い続けていると指摘した。ただし、年初来の上昇率がトップの銘柄だったこともあり、先週26日までの上昇率はわずか9%にとどまった。

26日までの先週の動向でパフォーマンスが低かった銘柄は、大手家庭用品メーカーのクロロックス<CLX>、食品会社キャンベルスープ<CPB>、スーパーマーケットチェーン大手クローガー<KR>などの、病原菌と闘う銘柄や巣ごもり銘柄だった。投資家は、今続いているシャットダウンが長期的な投資トレンドではないと見ているようで、それは明るい兆候だ。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

8. 激動の市場で低ボラティリティファンドが真価を発揮 - Low-Volatility Funds

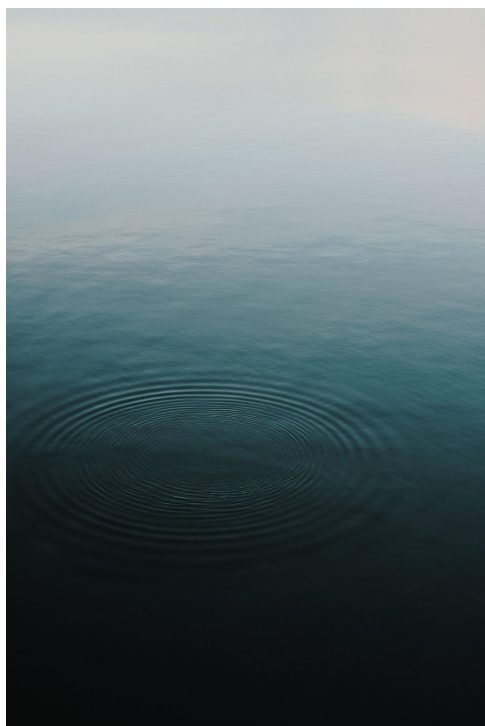
[ファンド]

Have Delivered

ボラティリティの高い市場で高パフォーマンスを上げる戦略とは

■ 株価急落時に相対的に優れた成績

低ボラティリティファンドは、株価が乱高下し市場のボラティリティが高い局面では優れたパフォーマンスを示す。この1週間のように株価が急騰する局面では、この手のファ



Photograph by Ian Keefe

ンドは出遅れがちになるものの、この先も続くと思われるボラティリティの高い相場環境を乗り切る上で検討に値する投資先だ。

ダウ工業株30種平均（NYダウ）が2月12日に史上最高値を付けた後、幾つかの低ボラティリティファンドは相対的に良いパフォーマンスを上げた。モーニングスターによれば、純資産額が293億ドルで、この種の戦略のファンドで最大規模の上場投資信託（ETF）であるiシェアーズ・エッジMSCIミニマム・ボラティリティ米国ETF<USMV>は、年初来3月11日までに9%下落したが、他の大型ブレンド株式ファンドの96%を上回り、ラッセル1000指数を約6%ポイント、アウトパフォームしている。同ファンドは過去5年間で年平均6%上昇しており、同じカテゴリーのファンド内で上位4%のパフォーマンスとなっている。

市場が急落している中、ファンドの下落率が9%にとどまっているのはそれほど悪くないように思える。大手運用会社ノーザン・トラスト・アセット・マネジメントのクオンツ戦略責任者であるマイケル・ハNSTADT氏は、「顧客の

多くはポートフォリオ内の債券の比率を増やすのではなく、株式の比率を保ったままポートフォリオ全体のリスクを低減することを望んでいる。非対称ベータ戦略を採用する低ボラティリティファンドはその要望に応えることができる」と語る。言い換えれば、低ボラティリティファンドのパフォーマンスは市場につれて上昇および下落するが、それほど激しくは動かない。

同氏のチームの分析によると、2018年にラッセル1000指数が年間で4.8%下落した時、低ボラティリティ株は1.6%下落した。一方、19年に市場が回復してラッセル1000指数が年間31.4%上昇した時、低ボラティリティ株は大きくアンダーパフォームせず29.8%上昇した。つまり、低ボラティリティ株はいいとこ取りなのだ。歴史的に、低ボラティリティ株のパフォーマンスと債券利回りの間には強い相関がある。野村インスティテットのクオンツ戦略責任者であるジョセフ・メズリッチ氏は、「低ボラティリティ株は高配当株になる傾向がある」と話す。

■ 低ボラティリティファンドの運用戦略とは

ただ、注意すべき点もある。低ボラティリティファンドは株価が緩やかな上昇を続ける相場では機能するが、先週の株価が急上昇する局面では大幅にアンダーパフォームした。加えて言えば「低ボラティリティ」も絶対的なものではない。あくまで目指すものということで、保証されている訳ではないことには留意する必要がある。実際、モーニングスターや同業のリフィニティブ・リッパーによる投資信託の分類において、低ボラティリティファンドというカテゴリーは存在しない。代わりに、低ボラティリティファンドは保有銘柄のサイズ（大型株か小型株かなど）、地域、スタイル（グロース、バリュー、ブレンド）によってそれぞれ分類されている。

あるファンドが低ボラティリティファンドであるとされるには、同じカテゴリーの他のファンドよりも下落率が低い必要がある。これは、ダウンサイド・キャプチャー・レシオと呼ばれる指標だ。ファンドの銘柄選択基準も確認する必要がある。前年のボラティリティが低い銘柄に投資するファンドの場合、保有銘柄は公益事業や生活必需品などのディフェンシブなセクターに偏る可能性がある。純資産約87億ドルと最大規模のETFの一つであるインベスコS&P 500低ボラティリティETF

<SPLV>は、S&P500指数採用銘柄のうち、過去12カ月間のボラティリティが低い100銘柄を主要な投資対象とする。こうした銘柄は比較的、最近の質への逃避の動きから恩恵を受けている。

一方で、ハンスタッド氏は別のアプローチを選好する。「ベンチマークやそのセクターの過去平均との比較で割高になっているセクターをオーバーウェイトとしている低ボラティリティファンドの購入だけは避けるべきだ」と同氏は話す。同氏のチームはクオンツ分析手法を用いて財務体質が優良な銘柄を選好し、セクターや業種などの観点での意図しないアクティブ運用をコントロールしている。19年7月に運用開始したフレックスシェアーズ米国クオリティ低ボラティリティETF<QLV>の直近の保有銘柄の上位は、製薬・医療機器大手ジョンソン・エンド・ジョンソン（J&J）<JNJ>、通信大手ベライゾン・コミュニケーションズ<VZ>、アップル<AAPL>、および決済サービス大手マスターカード<MA>などだ。このETFは20年に22%下落したものの、採用されている戦略は14年の運用開始から3月25日までの間に年平均で8%上昇した。同期間のラッセル1000指数の上昇率は年平均6.2%だった。

アクティブ運用の低ボラティリティファンドの多くは、クオンツ分析とファンダメンタルズ分析の両方を用いている。BMO低ボラティリティ・エクイティ・ファンド<BLVAX>は過去5年間の主要な比較期間の全てで、モーニングスターの大型バリュー株式ファンドのカテゴリーにおいてパフォーマンスが上位10%以内となっている。直近1カ月のパフォーマンスも市場平均や同じカテゴリーの他のファンドを上回ったが、パフォーマンスそのものはマイナスだった。直近の保有銘柄の上位は、会員制小売のコストコ・ホールセール<COST>や金鉱会社のニューモント・マイニング<NEM>などだ。

By Sarah Max
(Source: Dow Jones)

9. 危機の後に、インフレという想定外を予想する - Expect the Unexpected

[コラム]

After the Crisis: Inflation

パンデミックの影響を抑える目的の現在の政策が、将来のインフレにつながる

■ 信用格付けが脅かされている



Photograph by Brendan Smialowski/AFP via Getty Images

米国の膨れ上がる財政赤字が米国債のAAAという格付けを脅かしている。債券投資家は警戒すべきだろうが、その理由は格付け機関のアナリストが考えているものとは異なっている。

前例のない総額2兆ドルを超える規模の新型コロナウイルス経済救済法案が上院を通過して、米連邦準備制度理事会（FRB）による金融システムのテコ入れ策を補完することとなり、株式市場と債券市場の大幅下落に歯止めがかかったように見える。ただ、米国の名目国内総生産（GDP）の約9%に相当する対策総額でも、経済のマイナス成長幅を縮小させられないだろう。最も悲観的な予想に

よると、第2四半期GDP成長率のマイナス幅は過去最大の30%となっている。

失業率のある程度の上昇にエネルギー関連を中心とした世界的なコモディティ価格の低下も相まって、物価はしばらく押し下げられるだろう。しかし、パンデミック（世界的大流行）が引き起こした今回の危機が終息すれば、危機への対処の後遺症は、インフレ率と金利の上昇という形で債券投資家にとっては悪いニュースとなる可能性がある。

フィッチ・レーティングスは26日に、米国のAAAの格付けがリスクにさらされていると警告したが、上記がその理由ではない。同社は、見通しを安定的としてAAAの格付けを維持したが、「新型コロナウイルスによる経済的ショックの発現以前でさえ増加傾向にあった財政赤字と債務が、信用力を損ないつつある」と述べた。

2011年にスタンダード・アンド・プアーズ（S&P）が米国の格付けをAAAからAA+へ引き下げた後でさえ、以前であればそのような警告はうつろに響いた。格付けが最上位から引き下げられれば米国の借り入れコストを引き上げることになるが、危機に際して投資家が米国債に殺到したために債券利回りは低下した。

11年の戦いの焦点は、連邦債務の増加額を10年間で2兆1000億ドル引き下げる計画だった。新型コロナウイルス経済救済法案単独で、歳出総額は2兆ドルを超えている。バンクオブアメリカ・メリルリンチのエコノミストは、さらに1兆ドルが必要となり、財政刺激総額が大不況の際と同額になると想定している。ちなみに、経済が完全雇用の巡航速度で推移している時でも、財政赤字は1兆ドルに達しており、刺激策はそれを増額することになる。

しかしながら、戦時に匹敵する財政対応が必要であることは、広く合意されている。責任ある連邦予算委員会は、「現在は、当面の財政赤字を気にする時ではない」と書いている。ハーバード大学のケネス・ロゴフ教授は、過剰債務が経済に害をなす一つの理由は、現在のような「100年に1度レベルの」危機への積極的な対応を阻止することだと指摘する。「保有している多くの空母を戦時に温存しない」ように、政府は今、健全な信用格付けを活用して危機の対処に全力を尽くすべきだ。

TSロンバードのエコノミストであるスティーブ・ブリッツ氏は、新型コロナウイルス経済救済法案が財政赤字の対GDP比を14%まで押し上げるが、第二次世界大戦中の最高である1943年の27%よりは低いと言う。同氏は重要な相違点を指摘する。戦時下の出費は軍需品生産に使われ、それは雇用と所得を生み出した。配給は歳出を抑制して貯蓄を増やし、財政赤字をファイナンスするための多額の国内資金が残った。現在の財政赤字は、政府の営業停止命令による個人破産や企業破綻を回避することが目的だ。今回は、海外資金とFRBによるファイナンスが行われている。

米国の家庭と企業に現金を投入することを目的とした財政政策による経済に対する数兆ドルの注入と、FRBによる金融システムへの流動性注入は、新型コロナウイルスの抑え込みによって生じた経済的な穴埋めに短期的に貢献する可能性がある。しかしパンデミックが終息すれば、重大で長期的な効果が顕在化する可能性がある。そしてそれは、前向きでない公算が大きい。

■ インフレの影

財政赤字を膨らませ、紙幣発行によって賄われる戦時下の資金調達がインフレを誘発することは歴史が証明している。同時に、競争力の最大化ではなく国境を越えた取引を回避するためにサプライチェーンが再配置されつつあるため、貿易戦争による脱グローバル化は一段と進行するだろう。そして、サービスの価格が上昇傾向にある中で、国際的に取引される財のコストは上昇するとみられる。

マクロ・インテリジェンス2パートナーズのジュリアン・ブリグデン氏は、新型コロナウイルスがパンデミック状態にある今はインフレを考えるには奇妙な時かもしれないが、危機がマクロ経済における「一世一代の転換を加速させている。われわれは、脱グローバル化が加速しているその時に、中央銀行が資金提供する財政政策の時代に突入しつつある。これは非常にインフレ的になる」と書いている。

バンク・クレジット・アナリストのマシュー・サバリー氏は、「新型コロナウイルスが中期的なインフレーションを生み出した」と主張する。戦時下のような財政対応に加えて、中央銀行から消費者に現金を直接供給することは、金融危機に対応するための量的緩和（QE）よりもインフレ的になる、と同氏は主張する。

結論としては、インフレ率上昇に備えるべきだ。これは債券を避けることを意味する。サバリー氏は債券について、「最小限の実質利回り、インフレヘッジ、タームプレミアムを示している」と指摘する。ブリグデン氏も、債券投資家にとっての唯一の避難所は、ブレイクイーブンインフレ率であると言う。

サバリー氏は、株式が債券をアウトパフォームする見込みであると述べ、その理由は、株式の実質リターンが比較的高いことではなく、債券の貧弱なリターンであると言う。インフレ率上昇と実質利回り低下によって、金が構造的な新たな強気相場に入った一方、緩和的な財政政策と紙幣発行によって通貨は実物資産に対する相対価値を失いつつある。新興国株式は、好調な実物資産価格の恩恵を受け、内在的なインフレヘッジを提供する。

つまり、新型コロナウイルスが米国の信用状況を悪化させることを気にする必要はない。むしろ、インフレ率と金利の上昇によって、過去40年間とは非常に違う世界となることに備えるべきだ。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - Capturing Our Anxious Times in Google Search

[経済関連スケジュール]

グーグルの検索ワードから、不安な時代を分析する

■ 在宅勤務、宅配サービスに関する銘柄が上昇

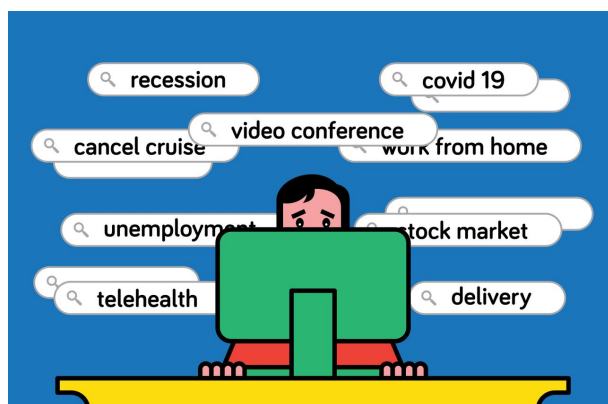


Illustration by Elias Stein

目下、グーグルで検索されているキーワードは、「新型コロナウイルス」だけではない。「失業」、「景気後退（リセッション）」といったワードも上昇している。3月1日から20日までの間に、グーグルでの「失業」の検索件数は、米国の失業率が9.5%だった2010年7月全体の検索件数を大きく超えた。さらにグーグル・トレンドのデータによると、「リセッション」の検索数は、世界金融恐慌のピークとなった、08年秋から09年春にかけてのどの月と比べても、2倍以上だ。

これらのトレンド・ワードは、厳しい経済データを予想するものだった。3月21日までの週の米国新規失業保険申請件数は、前週の22万件から過去

最多の328万件となった。第2四半期の米国内総生産（GDP）を、マイナス30%と予想するエコノミストもいる。

一方、米国では都市封鎖（ロックダウン）により、人々の働き方や余暇の過ごし方に変化が起きている。新型コロナウイルス感染拡大を抑制するために、多くの企業が従業員に在宅勤務を命じたことで、「在宅勤務」の検索数は12月から3月の間に3倍となって過去最多となり、「ビデオ会議」の検索数もここ数週間で激増している。ほとんどの株価が下落する中、テレビ会議サービスを手掛けるズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>やビジネス向けチャットツールを手掛けるスラック・テクノロジーズ<WORK>が急騰している。宅配サービスに関するグーグルでの検索数も増えており、アマゾン・ドット・コム<AMZN>やペット用品オンライン販売のチュイー<CHWY>を始め、宅配を行う小売銘柄も上昇している。

新型コロナウイルスの大流行の中、多くの企業が苦境にあるのは事実だ。3月初旬の米国におけるグーグル検索では、「フライト、キャンセル」や「クルーズ、キャンセル」の検索数が前月の20倍以上に上り、同時に航空会社の株価は年初来50%以上、クルーズ船運航会社は75%下落している。「救済措置」の検索数はどうか？

■ 今週の予定

3月30日（月）

- ・ 全米不動産協会（NAR）が2月の中古住宅販売戸数を発表。エコノミストは、前月比1.3%減を予想（1月は5.2%増）。住宅市場は、新型コロナウイルス感染拡大前の堅調な経済の要因となっていた。
- ・ ダラス連銀が、3月のテキサス州製造業景況指数を発表。コンセンサス予想はマイナス9.5と、2月の1.2から大幅に低下。
- ・ 半導体大手ブロードコム<AVGO>が年次株主総会を開催。

3月31日（火）

- ・ 食品メーカーのコナグラ・ブランズ<CAG>、調味料メーカーのマコーミック<MKC>が四半期決算発表。
- ・ 3月のコンファレンス・ボード消費者信頼感指数発表。コンセンサス予想は110.8と、2月の130.7から低下。予想通りなら、2016年後半以来の低水準となる。
- ・ 3月のシカゴ購買部協会景況指数（シカゴPMI）発表。予想は39で、好・不況の分かれ目となる50を大幅に下回る（2月は49）。

4月1日（水）

- ・ 冷凍食品メーカー持ち株会社のラム・ウエストン・ホールディングス<LW>、大手アパレルメーカーのPVH<PVH>が決算発表。
- ・ コンピューター・IT大手のヒューレット・パカード・エンタープライズ<HPE>、大手石油・天然ガス開発サービス企業のシュルンベルジェ<SLB>が年次株主総会開催。
- ・ 給与計算代行のオートマティック・データ・プロセッシング<ADP>が3月の民間雇用者数を発表。コンセンサス予想は36万人減で、不景気から脱却しようとしていた2010年前半以来のマイナスとなる（ハリケーン・ハービー襲来直後の17年9月を除く）。
- ・ 3月のサプライ管理協会（ISM）製造業景況指数発表。予想は47で、2月の50.1から低下。

4月2日（木）

- ・ 中古車販売大手カーマックス<KMX>、チュイー<CHWY>、ドラッグストア・チェーン大手

のウォルグリーン・ブーツ・アライアンス＜WBA＞が四半期決算発表。

・ 3月28日までの週の新規失業保険申請件数発表。3月21日までの週は330万件と、過去最多となった（これまでの最多は1982年10月の69万5000件で、最近では2009年3月の66万5000件）。

4月3日（金）

・ 米労働省が3月の雇用統計発表。エコノミスト予想の非農業部門就業者数は前月比15万人減で、2010年9月以来初の減少。失業率は3.9%となる見込み（2月は3.5%）。

・ 酒類大手コンステレーション・ブランズ＜STZ＞が、コンファレンス・コールで決算発表。

・ ISM非製造業景況指数発表。エコノミストによる予想は45で、2月の57.3から大幅に低下。50を下回るのは、2009年12月以来。

By Nicholas Jasinski
(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』 2020/03/29

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