

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2020/05/24

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

- | | |
|---|--------------|
| 1. <u>米国中小企業の苦境 - America's Small Businesses Are Sputtering</u> | [カバーストーリー] |
| 景気回復のカギを握るも存続の危機 | P.2 |
| 2. <u>利回りを求めるなら転換社債市場で - Looking for Yield? You'll Find it Here.</u> | [フィーチャー] |
| 発行体企業の多様化も | P.5 |
| 3. <u>株式は危険、代わりの投資先は？ - Stocks Are Too Risky. What GMO's Inker Says to Buy Instead</u> | [インタビュー] |
| 過大評価されがちな米株式市場 | P.7 |
| 4. <u>リキッド・オルタナティブ・ファンドを上手に活用するには - How to Protect Your Portfolio With — and From — Liquid Alts</u> | [ファンド業界] |
| 期待外れの多い戦略だが、例外もある | P.10 |
| 5. <u>市場乱高下で魅力が増すアクティブ運用戦略 - Active Stock-Picking Strategies Gain Appeal as Markets Fluctuate</u> | [ファンド] |
| アクティブ運用の割合高めるアドバイザー | P.13 |
| 6. <u>上昇の背後で強まる懸念 - The Stock Market's Great Week Is Reason to Worry</u> | [米国株式市場] |
| 先週は上昇も、迫る転換点の先は下落の可能性 | P.15 |
| 7. <u>わずか数銘柄が株価上昇をけん引 - A Few Big Stocks Are Driving the Market's Gains. That's an Opportunity.</u> | [バリュー投資] |
| バリュー株のチャンス到来 | P.17 |
| 8. <u>IPO市場復活のお膳立てが整う - There's Just One Thing Missing From Tech's Big Run. IPOs</u> | [ハイテク] |
| 近い将来のIPOが予想される5銘柄とは？ | P.19 |
| 9. <u>米国の新しい娯楽：デイトレード - America's New Pastime: Day Trading</u> | [米国株式市場] |
| コロナ危機でスポーツ賭博に代わって人気 | P.21 |
| 10. <u>今週の予定 - J.C. Penney's Bankruptcy: It's All About the Real Estate</u> | [経済関連スケジュール] |
| JCペニーが経営破綻、再建の鍵は不動産 | 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。

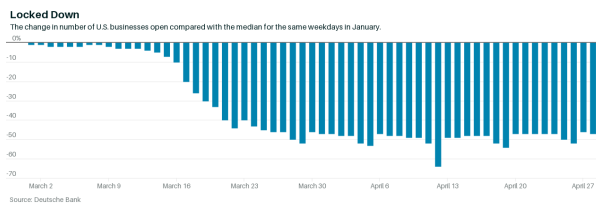
Copyright © 2020 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. 米国中小企業の苦境 - America's Small Businesses Are Sputtering 景気回復のカギを握るも存続の危機

[カバーストーリー]

■ 同時多発テロや金融危機を超える厳しさ



イリノイ州デスプレーンズの中小医療機器メーカー、ダイヤモンド・デンタル・ラボは、3月下旬に9人のスタッフを一時解雇した。同州が不要不急の歯科医療の休業を命令したことで、顧客の歯科医からの注文が途絶えたためである。イリノイ州は5月上旬に命令を解除したが、経営者のマイク・ブリッジ氏によれば、歯科医は安全な治療手順の確立と個人用保護具を求めており、依然として休業を続けている。同氏の4月の収入は95%減少し、今月に入っても状況は改善していない。

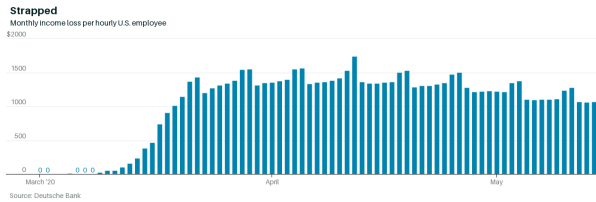
ブリッジ氏は「当社は同時多発テロも2008年（の金融危機）も乗り越えてきた。今回の危機も乗り越えたいと思っているが、今までで最も厳しい。取引が完全になくなったのは初めてだ」と語る。同氏は連邦給与保証プログラム（PPP）の融資を申請し、5月18日に承認されたが、従業員を再雇用するのに十分な仕事はまだない。

ブリッジ氏の企業と同じことが、ここ2カ月間で全米の企業に起きている。新型コロナウイルスは企業の規模を問わず悪影響を及ぼしているが、より大きな打撃を受けているのは、手元現金が乏しく融資も受けにくい中小企業が多い。中小企業は米国の雇用者の約半分、国内総生産（GDP）の半分、全企業の売上高の40%を占める。すなわち、景気回復のカギである。

それにもかかわらず、投資家は中小企業の苦境が経済全体の脅威となることを大幅に過小評価しているようだ。小型株から構成されるラッセル2000指数は年初来で20%下落した一方、大型株から構成されるS&P500指数は8%しか下落していない。S&P500指数は、パンデミック（世界的流行）の経済的影響が抑えられ、景気が比較的早く回復するかもしれないという希望によって上昇した。

景気後退（リセッション）の長さや深さは、中小企業とその従業員の休業中の状況や、政府の支援プログラムがどれだけ中小企業の破綻を防げるかによって大きく左右される。現時点では、穴は深いと言える。給与サービスプロバイダーのオートマテック・データ・プロセッシング（ADP）のデータでは、3月以降の失業者2000万人以上のうち、中小企業（従業員500人未満）とフランチャイズ店は約3分の2を占める。ドイツ銀行によれば、4月末時点で時間給労働者の平均月間所得は約1300ドル減少した。これは全米で月間所得の600億ドル以上の減少に相当する。

■ 財務体質の弱さ



イリノイ州立大学のアレクサンダー・バーティク教授は、新型コロナウイルスとその封じ込め措置が米国の中小企業セクターにとって過去にほとんど例のないショックになっていると語る。同氏のチームが5800社の中小企業を対象とした調査によれば、4月上旬時点で43%の企業が一時休業しており、給与は1月から平均40%引き下げられた。

厳しい結果だが、中小企業セクターの財務的な脆弱（ぜいじゃく）さを踏まえれば当然でもある。バー

ティク氏によれば、平均的な中小企業の月間支出額は1万ドルを超え、手元現金は1カ月分未満である。通常のリセッションならば数カ月間の減収を十分補えるかもしれないが、「今回は一部の業界で売上高が50%以上減少している。深刻なリセッションでも現在のような落ち込みはまれだ」と同氏は語る。

これは特に、休業による影響を最も直接的に受け、ソーシャル・ディスタンス（社会的距離の確保）がより困難な業界に当てはまる。レストラン予約サイトであるオープンテーブルのスティーブ・ハフナー最高経営責任者（CEO）は、新型コロナウイルスによってレストランの25%が破綻すると予測しており、既に多くのレストランが実際に破綻した。小売業界では、衣料品チェーンのJクルー、百貨店のJCペニー、同業のニーマン・マークスなどが破綻しており、大企業でも危機を乗り切るのが難しいことが分かる。

4月の小売売上高から明らかな通り、消費者は支出を抑えている。その理由は行く場所が減ったことだけではなく、食料品店さえも3月から売上高が減少している。ドイツ銀行のチーフエコノミストであるトルステン・スロク氏は、一部の企業が営業を再開しないことや需要が戻らないことによって、一時解雇が恒久的なものとなるケースが増えた場合、労働市場と消費支出の回復は遅くなるだろうと述べる。

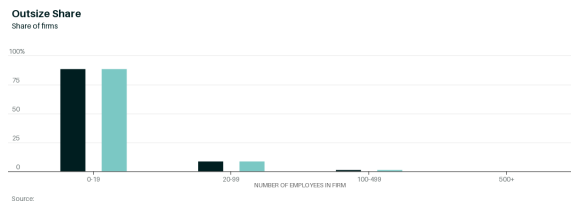
連邦政府による最も有望な経済支援策はPPPかもしれない。PPPは中小企業が労働者に給与を支払い続けるための返済免除条件付き融資だ。3月下旬にコロナウイルス支援・救済・経済安全保障（CARES）法の一環としてPPPの第1弾が可決された際、総額3490億ドルの資金はすぐに底を突いた。あまり小規模でない多くの上場企業が融資を受けられた一方、多数の真の中小企業は、事務手続きの壁を越えられず、あるいは銀行の注意を引くことができなかった。第2弾のPPPローンは総額6600億ドルで、より多くの企業に届いたため、エコノミストの景気見通しに対する悲観的な見方は若干後退した。

スロク氏はPPPが現在5000万人以上の職を支えていると推定する。同氏によれば、十分な数の企業が従業員を再び雇用すれば、PPPは景気回復を早めることに寄与する可能性がある。重要なのは、新型コロナウイルスの脅威が持続し、経済に波及する中で、こうした企業において需要が改善し、従業員を雇い続けられるかどうかである。

PPPによる前向きな効果の兆候も見られる。ネブラスカ州オマハでサロンを経営するサラ・トゥラック氏は、4月上旬時点で7人のスタッフを一時解雇しており、数週間後にPPPの融資の承認を受けた。現在、同氏のサロンは再開している。同氏は融資資金を活用してスタッフを再雇用し、さらに3人を新規雇用した。売上高は感染拡大前の水準に近づいており、これまでに顧客の89%が予約を入れ

たと言う。14日には間もなく結婚するという女性が店を訪れた。ある程度まで日常が戻りつつある印だ。

■ 支援の網から漏れる



ドイツ銀行によれば、中小企業庁（SBA）のデータではネブラスカ州、ミシシッピ州、ノースダコタ州、サウスダコタ州でPPPの融資を受けた中小企業の割合は90%以上に上る。アイダホ州、オクラホマ州、ルイジアナ州などでは80%以上だ。しかし、どこでも融資の承認率がこれほど高いわけではない。ニューヨーク州は、200万社以上の中小企業が400万人を雇用しており、新型コロナウイルスによる打撃が最も大きい州だが、PPPの融資を受けた中小企業の割合は60%未満だ。

全国的には、全米独立企業連盟（NFIB）が調査した中小企業の約半数は顧客が戻るか懸念していると述べ、59%は2021年以降まで地元経済が危機前の水準に回復しないと考えている。経済が再開した地域でも、消費者は外出をためらっているように見える。事業の再開と顧客の来店や支出は別問題だ。

PPPは多数の企業の存続を助けてはいるが、置き去りにしている企業も多い。イリノイ州立大のバーティク氏は、多くの中小企業が給与ではなく設備などに資金を費やしているため、PPPの融資を受ける資格を満たしていないと指摘する。PPPでは資金の75%以上を給与に支出することを求めている。この条件のせいで、オハイオ州スワントンでライブイベント運営会社を営むニコル・アドキンス・ライス氏は支援の網から漏れたと感じている。同氏とビジネスパートナーは従業員を雇用せず、10社以上の請負業者を利用していたのだ。

他にも、融資を拒否された企業や、本来受け取れる金額の一部しか受け取れなかった企業が存在する。ウィスコンシン州のアシュリー・ラン氏は、経営する4店舗が不要不急の事業とみなされた。同氏は当初、同時に2人以上の客を入店させないという方法で営業を続けていたが、地元警察によって閉店を強いられ、10人の従業員を一時解雇した。同氏のショップはカンナビジオール（大麻から抽出した成分）関連製品を販売していたため、PPPの融資を受けられなかった。より大規模な小売店が類似商品を販売し、営業を続けていたにもかかわらずである。

米国の景気回復の早さと堅調さは、中小企業が危機を乗り切る能力に懸かっている。米国で経済が再開されることで、今後数週間で消費者がどの程度まで問題なく日常に戻れるかが分かる。これにより、どれだけ迅速に企業の業績が安定化し、労働市場が回復するかも決まるだろう。さらに、経済再開で新型コロナウイルス感染症の患者や死亡者が再び急増するか、それが消費者の行動にどれほど影響を及ぼすかも判明する。

投資家にとっては、慎重ながらも楽観的な見方を取る余地がある。あるいは、より正確に言うなら、悲観的な見方をやや弱める余地がある。スロク氏は「バリュエーションは忘れるべきだ」と述べる。その代わり、投資家は米国の消費者のファンダメンタルズ面の見通しについて考えるべきだと言う。この見通しは、中小企業が生き残って好調を取り戻せるかを決める要因である反面、逆に中小企業の動向に左右されるものでもある。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

2. 利回りを求めるなら転換社債市場で - Looking for Yield? You' ll Find it Here. 発行体企業の多様化も

[フィーチャー]

■ コロナ不況で発行急増

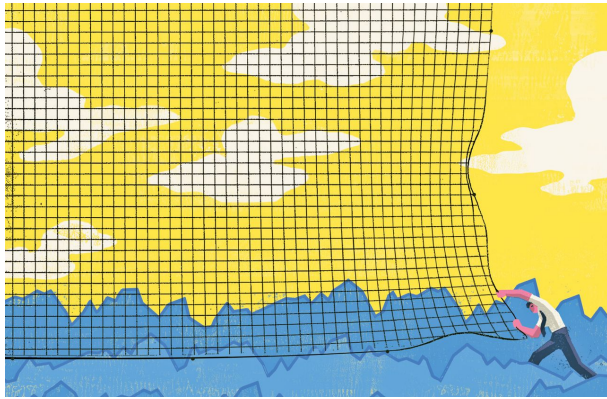


Illustration by Chris Gash

企業が生き残りを模索するなかで、過去2カ月間に転換社債市場が重要な資本調達源になっている。4月初めからの発行額は約310億ドルと、同様の期間のペースとしては過去12年間で最多。これには世界最大手のクルーズ船運航会社カーニバル<CCL>、米国内線最大手のサウスウエスト航空<LUV>、配車サービス大手リフト<LYFT>、オンライン旅行予約サイト大手ブッキング・ホールディングス<BKNG>、スポーツ用品チェーン最大手ディックス・スポーツिंग・グッズ<DKS>など、打撃が大きかった企業の発行が含まれる。

バンクオブアメリカ・メリルリンチによれば、年初からの発行総額は440億ドルと、昨年1年間の530億ドルを軽く上回るペースである。ハイテク、ヘルスケアが主役であった残高2190億ドルの市場に、新顔が加わった。最大の発行額は電気自動車メーカーのテスラ<TSLA>の40億ドルである。

15億ドルを運用するコロンビア・コンバーチブル・セキュリティーズ・ファンド<PACIX>の共同マネージャー、デービッド・キング氏は「エキサイティングな市場だ。2月に資金需要が全くなかった企業が、1カ月後には突然、失策もないのに絶望的な状況に追い込まれた」と語る。

同ファンドはカーニバル、サウスウエスト航空、ディックスに投資した。過去、転換社債投資は株式よりも低リスクで同程度のリターンをもたらしてきた。ICEバンク・オブ・アメリカ・米国コンバーティブル・インデックスで見ると、昨年のリターンは23.2%とS&P500指数の31.5%を下回ったが、今年は先週半ばまでにマイナス0.5%とS&P500指数のマイナス8%よりも好成績だ。

「ここ数年、クラウドコンピューティング、バイオテクノロジーやテスラなどのエクスポージャーによって、転換社債市場は好成績を収めた。新型コロナウイルスによる不況からの復活に投資するなら、新たに20銘柄の選択肢がある」とキング氏は語る。

■ ファンドを通じた投資機会

投資家はオープンエンド型・クローズドエンド型ミューチュアルファンド、上場投資信託（ETF）を通じて転換社債に投資できる。最大のETFは運用額45億ドルのSPDRブルームバーグ・バークレイズ・コンバーチブル債券ETF<CWB>で、利回りは3%である。規模が小さくハイテク銘柄に重点的に投資するiシェアーズ・コンバーチブル債券ETF<ICVT>は利回り2%で、近年はSPDRをアウトパフォームしてきた。

運用評価会社モーニングスターによれば、コロンビア・ファンドと、運用額35億ドルのオープンエンド型で最大のフランクリン・コンバーチブル・セキュリティーズ・ファンド<FISCX>は、過去5年間、10年間で最高水準の運用成績をもたらした。

クローズドエンド型でも転換社債に特化するファンドがある。大手のカラムス・インベストメントが運用する同社最大のカラムス・コンバーチブル・エンド・ハイ・インカム・ファンド<CHY>は、純資産価値（NAV）を8%下回る10ドルで取り引きされている。配当利回りは10%を超えるが、その源泉の大半はインカムゲインではなく、資本還元から生まれている。

最近発行された転換社債は機関投資家向け限定で販売されたため、1933年証券法により個人投資家は買うことができない。しかし個別にはいくつか買える銘柄もある。サウスウエスト航空の発行額23億ドル、利率1.25%、2025年償還予定の転換社債は額面1ドルにつき106セントで売買されている。不動産情報サイト最大手ジロー・グループ<ZG>の発行額5億ドル、利率2.75%、2025年償還予定の転換社債は同109セントである。

■ 株式よりも小さい投資リスク

転換社債は株式へ転換できるハイブリッド証券である。投資家は固定利息を受け取り、償還までの年限は5～7年が普通である。株価が一定程度（通常は30%）上昇すれば株式に転換できる。カラムス・インベストメントの創業者でグローバル最高投資責任者（CIO）ジョン・カラムス氏は「転換社債投資は、株式よりも低いリスクで投資する手段。減配や無配になっても転換社債は株より安全。発行体は利払いを止めれば、デフォルト（債務不履行）に陥るのだから」と語る。「（債務返済順位が最も高い）シニア社債権者であれば、利息を受け取り株価上昇も狙える」と加える。転換社債の上昇余地は株式よりも小さいが、それでも利得は大きい。カーニバルの株価が底値からほぼ2倍になったことで、4月に発行された転換社債はすでに50%値上がりした。

発行体にとって転換社債の利点は、普通社債に比べコストが低いことである。打撃が大きかったカーニバルは5.75%の利率で20億ドルの転換社債を発行。同時に発行した普通社債の利率は11.5%だった。また転換社債は、新株発行よりも希薄化が小さいというメリットもある。株式への転換価格はプレミアムを乗せて決まるからだ。機関投資家が使うコンピューターモデル上は、株価のボラティリティが大きな銘柄が選好されるため、その転換社債の利回りは特に低くなる。ハイイールド債よりも低コストでの調達も可能になる。

転換社債を発行するのは、危機に直面する企業ばかりではない。最近ではオンラインヘルスサービスの大手テラドック・ヘルス<TDOC>、バイオ医薬品の大手バイオマリン・ファーマシューティカル<BMRN>が発行した。テキサス州パーミアン盆地で原油・ガスを生産するパイオニア・ナチュラル・リソース<PXD>は今月、年限が5年の転換社債を13億ドル発行した。利率は投資適格の格付けを反映して最下限の0.25%であった。天然ガス採掘の大手企業であるEQT<EQT>は4月に利率1.75%の6年債を5億ドル発行。直近でもアスレチック用品大手のアンダー・アーマー<UA>、大手医療機器メーカーのボストン・サイエンティフィック<BSX>が加わるなど、勢いは続いている。

キング氏はサウスウエスト航空に投資した。同社は、長く業界トップの健全な財務内容を保ち、旅客需要が急減する中でも格付けは投資適格を堅持している。キング氏は「いずれ需要は戻るだろう」と語る。

キング氏はまた、スポーツ用品小売市場におけるディックスの主導的地位に着目した。同社は、同

族経営の頃から36年にわたり、エド・スタック最高経営責任者（CEO、65歳）が率いる。「ビジネスにおいては伝統も大切」と語る。

転換社債の良いところは、発行体企業がデフォルトに陥らない限り、投資家は投じた資金を回収できることにある。キング氏は「うまくいけば利益を手にすることができ、悪くても引き分け」と語る。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

3. 株式は危険、代わりの投資先は？ - Stocks Are Too Risky. What GMO's Inker Says to Buy Instead 過大評価されがちな米株式市場

[インタビュー]

■ これまでもGMOの予想が的中



Photograph by Cody O'Loughlin, caption: Ben Inker, head of GMO's asset allocation team, outside

GMOの共同創設者の一人であるジェレミー・グランサム氏は2009年の3月10日に「恐怖の時こそ再投資すべき」と題した書簡で、株価は大幅に過小評価されているため投資家は市場に戻るべきと論じた。結局3月9日が金融危機の大底で、その後10年続く強気相場の始まりとなった。同氏はまた、2002年にS&P500指数は7年後に670で底を打つと予言していた。その他にもGMOは多くの先見性のある予想をしてきた。そのため、同社が最近、株式への投資比率を58%から25%に引き下げたことは注目に値する。慈善活動に忙しいグランサム氏に代わって会社の矢面に立つことが増えてきたベン・インカー氏は同社で22年間資産配

分の責任者を務めてきた人物で、3月半ばには株の買い時と発言していたが、今では、最近の株価急騰は新型コロナウイルス感染症解決の楽観的な見方を十分に織り込んでいるため、何か起きれば危険なポジションになると警告している。前回の金融危機時の米国の国内総生産（GDP）は3.25%のマイナス成長だったが、今回の景気の落ち込みはその2倍の深さになるだろうと同氏は述べる。

■ 株式への配分を減らした理由

本誌：旗艦ファンドの株式への配分を半分以下に減らした。何が心配なのか？

インカー氏：株式市場の上昇幅が非常に大幅なため心配になる。リスク対リターンは3月よりかなり悪化している。楽観的シナリオによると、新型コロナウイルス感染症のワクチンが比較的早期に入手可能になるか非常に効果的な治療法の出現により、通常の経済に迅速に戻ることができるというのだ。3月からの株式市場の高騰の結果、株価はそのような楽観的な結末を織り込んでいる状態だ。しかし、このような結果が実現した際は、最も上昇する銘柄は最も下落幅が大きかった銘柄になる。人々が再び飛行機に乗り、コンサートやレストランに行き始めると、最も下落の激しかったこれらの会社が最大の恩恵を受ける。あまり楽観的でないシナリオによると、普通と言えるような生活に戻るには厳しい数年間が必要で、経済はすぐに元に戻らない。3月23日時点の株価はこのようなシナリオを織り込んでいた。それ以降株価は25～30%高騰した。フェアバリューで取引される株式は、年に約5%の実質リターン（インフレ調整後）が得られるものだ。従って、たった7週間

で4〜7年分ものリターンを得たことになる。

Q：しかし、依然として米国株を保有しているのは楽天的シナリオ通りになることもあると思うからか？

A：4月初めに、景気循環を焦点にして株を買った。ホテル、航空会社、エネルギー、自動車など特定の業界は非常に大幅に下落していた。経済問題が長期にわたるにしても、これらの業界内で最強の企業は何とか生き延びるだろう。そのような企業をロングして市場全体をショートしたところだ。

Q：米国株はどれほど過大評価されているか？

A：コロナショック前のS&P500指数はかなり大幅に過大評価されていた。われわれが推定するS&P500指数のフェアバリューは2000を少し下回る。従って3月の最安値でも割安とは見えなかった。しかし33%も下落した後でもあり、市場もパンデミック（世界的流行）を非常に深刻に捉えていたため、3月後半から4月初めにかけてリスク資産を買い入れた。海外の大型・小型株、新興国市場の株式、景気敏感株、ハイイールド債などだ。妥当な安全余裕度を見込んだ価格になっているリスク資産が多数あった。これらはその後全て値上りした。

■ 米国株式市場が過大評価されがちな理由

Q：S&P500指数は過去20年間の大半でフェアバリューを上回っていたとの考えだそうだが。

A：その通り。S&P500指数は2008〜2009年は割安で、2000〜2003年は妥当な価格だったが、大半の時期は若干あるいは大幅に過大評価されていた。

Q：長期的変化を考慮して自分自身の計算モデルを変更すべきと考えないのか？

A：過去20年の間、予想と違う動きをするのはどこかを理解しようとわれわれの想定を深く掘り下げて議論してきた。驚くべきことの一つは、世界中の利益率や米国の中小型株の利益率はずっと変わらないことだ。米国の大型株だけが利益率ならびに表面上の資本利益率が上昇した。ヘルスケアやハイテクの銘柄は構造的に資本利益率が高い。米国の株式市場にはこれらの企業が他の国よりも多く、米国内でのウエートも高まってきた。さらに注目すべきは、米国では業界内の集中化が進行した。米国では他国では許されないような業界再編を許容し、むしろ奨励してきた感がある。こうして寡占企業が生み出された。寡占企業の資本利益率は非常に高い。

Q：素晴らしい投資のように聞こえるが。

A：業界内で集中が一層高まり、非常に大手の企業のみでどんどん利益が集中していくと考えるかもしれないが、このような傾向は持続可能ではない。同じ傾向が続くと考えるのは常に危険だ。

Q：今後どうなりそうか。

A：今後20年は巨大企業に対して今日ほど友好的な態度が見られなくなるだろう。米国の大型株の資本利益率は緩やかに低下していくと私は考えている。競争的資本主義にけん引されて自然にそうなるのではない。われわれには競争的資本主義に介入してきた経緯があるからだ。消費者に利益をもたらす競争を維持しようと欲し、四大携帯会社が3社に再編されるのを拒み、航空大手7社が4社になるのを許容しないような世界にわれわれは住んでいた。ところがフェイスブック<FB>に関しては将来の競合となる可能性のある企業を買収するのを許してきた。それは良くなかったかもしれない。今後の買収の扱い方や企業の規制の仕方を変革するに遅すぎるわけではない。ソーシャルメディアや検索の企業が「自然独占」であるなら、自然独占の扱い方は分かっている。公益企業は自然独占企業のため、資本利益率が規制されている。米国の大型企業が他を圧倒する利益率を得られるのは競合他社が多くないからだ。そのうち、競争のある世界が模索されるようになる。競争させることが不可能なら、圧倒的な地位から得られる果実について社会は別のやり方を使って対処しよ

うとするだろう。

■ 新興国株式

Q：2017年以来新興国市場の株式を推奨しているものの、今のところ成果がないが依然選好する理由は？

A：新興国市場の株式のバリュエーションは米国の大型株の約半分だ。先進国でも起きたことだが、新興国市場でも比較的少数のグロース銘柄が大幅にアウトパフォームし、半分以上の銘柄が取り残されるため、まともな会社で株価純資産倍率（PBR）が1倍前後、株価収益率（PER）が7倍、配当利回りが6%以上の銘柄のポートフォリオが組める。益回り（PERの逆数）が14%というのは利益が安定的という水準だから、良いことが起きよう期待する必要もなく、それでいてきちんとリターンが得られる。

Q：なぜそんなに安いのか？

A：一つには、2007年や2011年に高く買い過ぎたという失望感がある。また、通貨が大幅に過大評価されたことも関係しているが、その後低下してきており、これは幸いなことだ。通貨が過小評価されると、新興国は財の生産やサービスの提供が安くできる場所になる。

■ ハイイールド債、新興国国債、資産担保証券（ABS）

Q：債券投資はどうしているか？

A：国債を保有していたこともあるが、キャッシュと変わらない水準まで利回りが低下した。キャッシュは容易に何でも買えるのが特徴だ。今はハイイールド債を保有している。信用スプレッドは依然として平均以上だ。新興国の国債もかなり良好な投資機会とみている。資産担保証券（ABS）にも同様に良い投資機会がある。というのも高リスクのような価格になっているが実は低リスクの証券もあるからだ。このような投資機会を選好している。V字型回復というよりはU字型回復を織り込んだ価格になっている金融商品だ。L字型になった場合でも生き抜けるようにしておく必要がある。

Q：リスクや不透明感への懸念はウォーレン・バフェット氏の最近のコメントを思い出させるが。

A：歴史の研究に多くの時間を費やし、幾つものサイクルを生き抜いてきた多くの人の意見が一致する頻度が普段より高い時代のようなのだ。伝説的な投資家であるスタン・ドラッケンミラー氏の意見と自分の意見が一致することは通常あまりないのだが、今日の彼は私の意見を代弁してくれているようだ。われわれは悪い事態になる可能性があることを常に頭の隅に置いているものだが、今日の状況でこれまでと非常に異なっているのは、テール・イベントの確率がそう低くないことだ。

By Jack Otter
(Source: Dow Jones)

4. リキッド・オルタナティブ・ファンドを上手に活用するには - How to Protect Your Portfolio With — and From — Liquid Alts 期待外れの多い戦略だが、例外もある

[ファンド業界]

■ リキッド・オルタナティブ戦略のパフォーマンス



Illustration by Cathal Duane

『The Power of Positive Thinking「積極的思考の力」』の著者ノーマン・ビンセント・ピールは、どんな問題もその中に解決の種を宿していると語るのが好きだった。問題は、解決策が新たな問題の種となるとときだ。2008年の世界金融危機の後、極端に低い金利環境で不確実性の高い市場で収益を上げるために生まれたリキッド・オルタナティブがそうだ。リキッド・オルタナティブは、ヘッジファンドの投資戦略を模倣した、投資家が日々売り買いできるミューチュアル・ファンドまたは上場投資信託（ETF）で、次の大きな危機に備えてリスク分散と安全性を提供してくれるはずだったが、そうはならなかった。

2012年から2014年にかけ、強気市場の終わりを予想して多くのリキッド・オルタナティブが設定されたが、平均的なパフォーマンスはヘッジファンドや株式市場を下回った。米連邦準備制度理事会（FRB）が2016年に利上げを開始し、市場が動揺すると、マネージド・フューチャーズ・ファンド（幅広い資産クラスの先物取引を保有するトレンド・フォローストрат）の成績はとりわけ低迷することになった。

新型コロナウイルスで市場が大幅に下げると、相対的なパフォーマンスも変化した。モーニングスター・ダイレクトによれば、S&P500指数は2月19日に高値を付けて以降、5月6日までに15%下げたが、リキッド・オルタナティブの平均下落幅はその約半分の7.9%だった。それでも損失は損失だ。今回の局面では、マネージド・フューチャーズ・ファンドのパフォーマンスが傑出しており、平均2.7%の損失だった。しかし、他の戦略を採用するリキッド・オルタナティブは平均すると大幅な赤字に沈んでおり、リスク分散を掲げるファンドとしては情けない結果となっている。

長期のパフォーマンスを見るとリキッド・オルタナティブの数値はさらに悪化する。過去3年および5年の平均年率リターンはそれぞれ0.6%と0.7%だった。これに対し、S&P500指数は7.9%および8.6%上昇している。GMアドバイザリーグループを率いるフランク・マルツァーノ氏は、「ここぞ、という時に結果を出せない以上、今後は使用しない」と語る。

■ 好成績のリキッド・オルタナティブ

しかし、リキッド・オルタナティブの中には素晴らしいファンドも幾つかある。今回の危機で、ロング・ショートファンドは平均で11%近く下落したが、リバーパーク・ロング・ショート・オポチュニティーズ<RLSIX>は9.4%上昇し、リキッド・オルタナティブの中で11位につけている。最もパフォーマンスの良かったABRダイナミック・ブレンド・エクイティ・アンド・ボラティリティ<ABRVX>や、主に指数オプションに投資する第2位のアリン・ラージキャップ・シート<AVOLX>、プロシェアーズ・ロング・オンライン・ショート・ストアーズETF<CLIX>のパフォーマンスには見劣りするものの、リバーパークは1年間で25.8%上昇している。長期のパフォーマンスも素晴らしく、期間3年で年率15.5%、5年で年率10.5%だ。運用資産は9100万ドル、経費率

（運用管理手数料）は1.8%である。

同ファンドを運用するミッチ・ルービン氏の目標は、4～6年で資金を2倍にすることだ。同氏は借り入れがなく豊富な現金を保有する企業を好む。早い段階で新型コロナウイルスにより市場が下落すると見て、ホテル、海運、カジノ銘柄を売り建てた。市場が下落すると、同氏はアマゾン・ドット・コム<AMZN>、アルファベット<GOOGL>、マスターカード<MA>、投資ファンドのブラックストーン・グループ<BX>、マイクロソフト<MSFT>を追加購入し、糖尿病管理システムのデックスコム<DXCM>を新たに購入した。「いろいろなものがロング・ショートというカテゴリにひとまとめにされているが、われわれは常にファンダメンタルズ調査に基づいた投資を信じている」と同氏は言う。

また、ポッドキャスター兼投資マネジャーのメブ・フェイバー氏が運営する運用規模1億1400万ドルのカンブリア・テールリスクETF<TAIL>も注目に値する。3年前に設立された同ファンドは、国債と株式市場のプットに投資し、株式市場が高値を付けてから5月6日までに17%のリターンを上げた（3年間のリターンはマイナス1%）。

■ ファンド選択時の留意点

では、多くの模造ダイヤモンドの中から真のダイヤモンドを見つけるにはどうしたらよいか。リキッド・オルタナティブを検索する際、以下の点に注意するとよい。

投資アドバイザーは、平均的なパフォーマンスが低いにもかかわらず、リキッド・オルタナティブの方を向いている。

オルタナティブ投資の業界団体CAIAアソシエーションは、超低金利のため、オルタナティブ投資のグローバル投資に占めるシェアが2018年の12%から2025年までに24%に増加すると予想している。

「絶対リターン」は「決して下がらない」という意味ではない。

株式に投資するファンドは、市場が下がれば、その影響を受ける。CAIAの1000人を超えるメンバーのうち、グローバル株式市場が1年で10%以上下落する時にヘッジファンドが利益を出せると考えているのは20%だけだった。モーニングスターのエロル・アリティフスキー氏は、「絶対リターン戦略は相関が低い戦略ではあるが、逆相関するわけではない」と指摘する。

投資戦略をよく理解する。

各投資戦略の内容や、市場下落局面でそれがどのように機能するか理解するべきだ。例えばマネージド・フューチャーズはおおむね下落を免れることはできたが、トレンド・フォローは市場のタイミングを計るやり方であり、過去のデータに基づいているため、常に機能するとは限らない。AQRマネージド・フューチャーズ・ストラテジー<AQMIX>は、トレンド・フォロー戦略を取る最大のファンドであり、今回の下降局面ではわずか1.6%の損失に止まっている。同ファンドは100以上の株式、金利、コモディティ、通貨先物を取引している。年初は、債券に強気だったが、エネルギー価格が下落し始めると、エネルギー分野でショートポジションを取った。

リキッド・オルタナティブ戦略はさらに分散が必要。

iM DBiマネージド・フューチャーズ・ストラテジーETF<DBMF>のマネジャー、アンドリュー・ビア氏は、投資家は多くの場合、1人のマネジャーの選択で大きく左右されると指摘し、「1本のファンドへの割り当てが5%であっても、それが30%下落すれば、大きな問題だ」と言う。同氏のファンドは、上位20社のマネージド・フューチャーズ・ファンドの主要エクスポートを特定し、最も流動性の高い契約に対し直接ロングポジションやショートポジションを取ることで、これらファ

ンドの手数料前パフォーマンスに追随する。今回の市場下落局面では、同氏のファンドは3.4%下落した。過去1年間では13.1%上昇している。

手数料に注意。

リキッド・オルタナティブの正味経費率平均は1.5%で、アクティブファンドよりさらに高い。手数料率は、キャメロット・プレミアム・リターン＜CPRFX＞の5.38%から、インベスコS&P500ダウンサイド・ヘッジETF＜PHDG＞の0.39%までさまざまだ。ピア氏は、「手数料の削減が最も純粋なアルファの形だ」と言う。同氏が運用するETFの手数料率は0.85%だ。調査会社セルリ・アソシエーツのダニール・シャピロ氏は、「シンプルでコスト競争力のある商品が生き残るだろう」と語る。

市場のタイミングを見計るのは止める。

モーニングスターの調査によると、投資家のリターンは、ファンドの価値が上がってから買い、下がった後売の傾向があるため、ファンドのリターンを下回っているという。CAIAアソシエーション最高経営責任者（CEO）のビル・ケリー氏は、投資期間が短過ぎるため、投資家はアルファに魅せられてファンドに投資しながら、実際に手に入れるのはベータ、すなわち市場リスクになってしまおうと言う。

意味のある金額を配分する。

専門家によると、分散とはポートフォリオの少なくとも5～10%を配分することだ。モーニングスターと本誌の2015年の調査では、投資アドバイザーは5～20%をオルタナティブに配分していた。サバン・キャピタル・マネジメントのフィル・フーバー最高投資責任者（CIO）は、ポートフォリオの10～20%をリキッド・オルタナティブに配分している。CAIAによると、米国の年金基金は11%、個人投資家は5%をオルタナティブに配分している。

自分の見方と一致するマネジャーを見つける。

モーニングスターのアリトフスキー氏は、「複雑な戦略を理解できて、自分の見方と一致するマネジャーを特定できるのであれば、投資してよいだろう」と言う。同氏は特定ファンドを推奨しようとはしないが、モーニングスターは、ブラックロック・グローバル・ロング・ショート・エクイティ・マーケット・ニュートラル＜BDMIX＞、JPモルガン・ヘッジド・エクイティ＜JHQRX＞、BNYメロン・グローバル・リアル・リターン＜DRRIX＞に「シルバー」の格付けを付与している。

最大のファンドが最良とは限らない。

最大のリキッド・オルタナティブは、五つ星評価のカラモス・マーケット・ニュートラル＜CMNIX＞で、転換社債裁定取引でリターンを狙い、カバード・オプション取引でインカムを狙う戦略を採用している。規模は86億ドル、今回の市場下落局面で2.1%下落し、過去3年および5年のリターンはそれぞれ3%と3.1%と、総じて他のマーケット・ニュートラル戦略のファンドやリキッド・オルタナティブに打ち勝っている。一方、最大（運用額66億ドル）のマルチストラテジー・ファンドでブロンズ格付けのブラックストーン・オルタナティブ・マルチストラテジー＜BXMDX＞は、今回の市場下落で14.4%下落し、過去3年間のリターンは年率2.4%の損失、5年間では横ばいだった。ちなみに経費率は2.93%だ。

By Leslie P. Norton
(Source: Dow Jones)

5. 市場乱高下で魅力が増すアクティブ運用戦略 - Active Stock-Picking Strategies Gain Appeal as Markets Fluctuate アクティブ運用の割合高めるアドバイザー

[ファンド]

■ アクティブ運用ファンドをますます重視

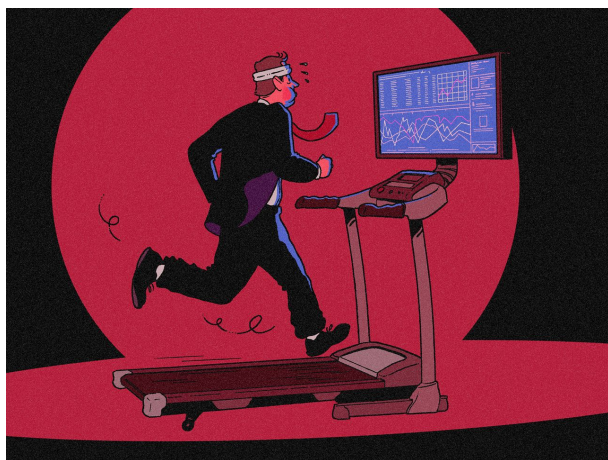


Illustration by R. Fresson

アクティブ戦略の運用者が評判を取り戻す機会があるとすれば、今がその時だ。株式市場の大幅な下げとそれと同規模の急速な上げによって、不適正な価格が形成されたと同時にセクターおよび銘柄間に大幅な格差が生じ、アクティブ運用のミューチュアルファンドに株価指数をアウトパフォームする機会が訪れている。

一部のファイナンシャルアドバイザーは、アクティブ運用に長らく懐疑的だった人々を含めて、アクティブ運用の戦略へ資金を移動させている。彼らは、市場の非合理的な価格形成を受けて優れたマネジャーにアウトパフォームの機会が訪れており、

手数料引き下げがアウトパフォームのハードルを引き下げたと考えている。

ファイナンシャルアドバイザーであるカーソン・グループの最高経営責任者（CEO）兼創業者であるロン・カーソン氏は、米国株式の資産配分において第1四半期にアクティブ運用を追加し、世界の先進国に対する配分を100%アクティブ運用とする過程にある。

ファイナンシャルアドバイザーであるダイバーシファイドのアンドリュー・ローゼン氏は、「株式市場は買われ過ぎで、パッシブ運用では脳がない。われわれは、市場全体の動向に追随するためにパッシブ運用を用いるが、ポートフォリオを微調整するためにアクティブ運用を追加する」と語る。同氏は、パッシブ運用投資の10%をアクティブ運用へ移行させており、特に、T.ロウ・プライス・ブルー・チップ・グロース・ファンド<TRBCX>、フェデレーテッドMDTスモール・キャップ・グロース・ファンド<QASGX>、インベスコ・オッペンハイマー・デベロップング・マーケット・ファンド<ODMAX>、ベアード・アグリゲート・ボンド・ファンド<BAGIX>を好んでいる。

アクティブ運用のマネジャーは、市場の下落局面においてアクティブ運用が成果を発揮すると主張してきた。理屈の上では正しいが、実行は困難だ。米国株式のアクティブ運用マネジャーの中では、勝ち組は常に少数だった。モーニングスターの調査によると、1997年から2018年の間に、同社のそれぞれのカテゴリーにおいて、各年の過去5年間パフォーマンスがアウトパフォームしたファンドの数が過半数を超えた年はなかった。2014年から2018年においては、そうしたファンドの比率は20%未満だった。一方で、2000年のITバブル崩壊後の相場低迷期にはアクティブ運用が奏効し、アクティブ運用ファンドの70%が同じカテゴリーのパッシブ運用ファンドをアウトパフォームした。

4月までの相場急落と急反発の期間においては、米国のアクティブ運用株式ファンドの48%が、それぞれのベンチマークをアウトパフォームしている。

マギー・ウェルス・マネジメントの会長兼CEOであるジュディス・マギー氏はアクティブ運用を好んできたが、米国株式を中心に15%はパッシブ運用で保有していた。最近になってその割合を5%まで引き下げ、アメリカン・ファンズ・アメリカン・ミューチュアル<AMRFX>や、ハイテクに

焦点を当てる上場投資信託（ETF）のARKイノベーション＜ARKK＞を加えている。

■ 米国小型株、海外株式、債券で顕著

アクティブ運用への移行は、米国小型株、海外株式および債券において一段と活発で、同分野においては、アクティブ運用ファンドが高い成功率を誇り、アドバイザーにとってインデックスファンドの多くは魅力的ではない。エバーコア・ウェルス・マネジメントのジョン・アプルゼッセ氏は、「海外の指数は、われわれが望まないものに満ちている」と語る。例えば、銀行の株価はマイナス金利や減配で軟化している。自動車メーカーは、軟調な売り上げと電気自動車への移行に伴う高コストの問題に取り組んでおり、石油会社はリストラの必要性や減配に直面していると同氏は言う。

2019年に、米国の小型株総合ファンドのマネジャーの46%が、参照するベンチマークをアウトパフォームした一方、米国の大型株総合ファンドにおけるその比率は35%だった。海外株式の分野でアウトパフォームしたアクティブ運用ファンドの割合はさらに高く、海外の大型株総合ファンドでは58%、分散型新興国ファンドのマネジャーでは68%だった。

アクティブ運用への移行で成功するのは、アドバイザーが適切なマネジャーを選択した場合に限られることは明かだ。学術的研究によれば、アウトパフォームするマネジャーの予測は困難だが、手数料は良好な指標の一つになる。手数料が低いファンドは、全ての資産クラスにわたって最高のリターンを生み出している。アドバイザーが優先する他の要因には、低い売買回転率、マネジャーとの接触の容易さ、高いアクティブシェアが挙げられる。

LVWアドバイザーズの創業者兼CEOであるロリ・バン・デューセン氏は、米国の小型株、新興国市場および債券で資産をアクティブ運用へ移管した。これは、2008年の暴落時とは異なるアプローチだが、「経済が段階的に再開する中で、支払い能力の問題と流動性の問題の違いを理解するためには、小型株と債券において当時よりもはるかに高い技能が必要だ。財務的に脆弱（ぜいじゃく）な企業と堅牢な企業があるが、どちらに該当するかを理解する良い機会だ」と同氏は語る。

アクティブ運用の債券ファンドの最近の実績は芳しくない。ベンチマークをアウトパフォームした社債ファンドの割合は、2019年が26%で2018年は48%だった。しかし低金利の中で、債券のインデックスファンドが2020年に高いリターンを上げられるとは思えず、多くのアドバイザーが投資制限のない（アンコンストレインド）債券ファンドを選択している。

ウェルス・ケアのスティーブ・ポドノス氏は最近、債券におけるアクティブ運用の割合を70%から90%へ引き上げた。「金利が上昇を始めたらどうなるだろうか。パッシブ運用の中長期投資は大打撃を被るだろう。アクティブ運用によって、債券の国内外における多くの分野への投資が可能になる」と同氏は言う。ポドノス氏は、ピムコ・インカム・ファンド＜PONAX＞、DFA 5年グローバル・フィックス・インカム・ポートフォリオ・インスティテュショナル・クラス＜DFGBX＞、フィデリティ・トータル・ボンド・ファンド＜FTBFX＞を好んでいる。

高い手数料を理由にアクティブ運用マネジャーを避けてきた一部のアドバイザーは、着実な手数料引き下げが状況を一変させたと言う。セコイア・フィナンシャル・グループのレオン・ラブレック氏は、「われわれは手数料を常に意識してきたが、アクティブ運用の手数料が十分正当化される程度に、手数料は低下した」と語る。同氏は、債券では投資全額に対してアクティブ運用を採用し、大半がパッシブ運用の株式でもアクティブ運用の追加を検討している。

パッシブ運用からアクティブ運用への移行は、資金移動のデータ上では目立たないが、幾つかの傾

向は顕著だ。モーニングスターによると、最も割安なアクティブ運用ファンドには、強気相場の期間を通じて資金が流入した。また、今年の1月と2月には、アクティブ運用ファンドに240億ドルの資金が純流入した。インデックスファンドに流入した780億ドルとは比べものにならないが、10年に及ぶ純流出に終止符が打たれた。

投資家は3月に方針を転換して、アクティブ運用とパッシブ運用の両方のファンドから多額の資金を引き揚げた。4月も混乱は続いたが、アクティブ運用ファンドからの資金流出はパッシブ運用ファンドよりもはるかに少なく、アクティブ運用ファンド全体の資金は純流入となった。

ティーデマン・ウェルスのケント・インスレイ氏は、「アクティブ運用のマネジャーは今後、ハイテク、ヘルスケア、金融の一部、および消費関連の分野で価値を高められるだろう」と語る。同氏はアクレ・フォーカス・ファンド<AKREX>を好んでおり、同ファンドは75%以上を金融サービスや不動産などの景気敏感銘柄に投資している。

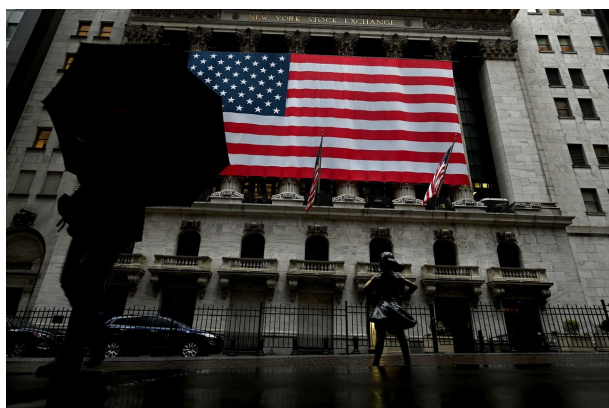
インテグレートッド・ウェルス・マネジメントの社長兼創業者のゲーリー・ヘイガー氏は、パッシブ投資の信奉者だが、株式市場が再度下落すれば、ポートフォリオの約10%をアクティブ運用へ移行させる用意を整えている。

By Karen Hube
(Source: Dow Jones)

6. 上昇の背後で強まる懸念 - The Stock Market's Great Week Is Reason to Worry 先週は上昇も、迫る転換点の先は下落の可能性

[米国株式市場]

■ 先週は上昇したが4月の高値からはほぼ横ばい



Photograph by Johannes Eisele/AFP via Getty Images
先週は上昇したが4月の高値からはほぼ横ばい

「夜明け前が一番暗い」はいつも気付かされることだが、逆に、夕暮れ前が一番明るいということは決してない。株式市場が好調だった週の後に、投資家にはこれを覚えておいてほしい。

表面上、市場はすべて順調に推移している。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は3.3%高の2万4465ドル16セントで週を終え、S&P500指数は3.2%高の2955.45となった。ナスダック総合指数は3.4%上昇して9324.59で引けた。NYダウの週間上昇率は4月9日に終了した週以降では最大だった。小型株のラッセル2000指数は7.8%上昇

して1355.53で週末を迎えた。

楽観的になる理由が市場には数多くあった。米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長が日曜日のテレビ番組のインタビューで楽観的な発言をしたことから始まり、バイオテクノロジー企業のモデルナ<MRNA>は新型コロナウイルスワクチンの臨床試験における8人の患者の結果を明らかにして、ワクチンが有効かもしれないことを示した（まだフェーズIであり、人数も十分ではないので「かもしれない」となる）。そして、メモリアルデーの週末に合わせて経済を再開する州が増えて

おり、生活が非常にゆっくりだが通常に近いものに戻りつつあることが示唆された。これを受けてS&P500指数は3月6日の水準付近まで回復した。

ただし、週間の大きな上昇率を見ると錯覚に陥ることがある。たしかにS&P500指数は4月高値（29日）の2939.51から上昇しているものの、5月22日までの上昇率はわずか0.5%だ。4月29日から上下どちらかへ動いた絶対値の1日平均は1.2%だから、端的に言えば市場は動いていないことになる。

シティグループのストラテジストであるロバート・バックランド氏はこの状況に関して、二つの競合する力の間に挟まれているためだと説明する。一つは世界全体で6兆ドルにおよぶ中央銀行による資産購入が市場を買い支えている点で、もう一つは2020年の企業収益が世界全体で50%減少する可能性だ。同氏は現時点では買い支えのほうの方が勝っているが、減益に関する売りも終わっていないと疑っている。

■ 50日と200日の移動平均線に挟まれて

S&P500指数の50日移動平均線と200日移動平均線の位置関係は、この二つの力の戦いを明確に示している。市場の短期的なトレンドを示す50日移動平均線は2730付近にあって市場にある程度のサポートを提供しているはずだ。しかし、200日移動平均線は金曜日の終値より1.5%高い3000近辺にあり、明らかな抵抗線となっている。一方は動かざる者、他方は止められない力ということであり、S&P500指数が21日営業日連続でその間にとどまっている理由だ。

ただし、歴史が指針となるなら、次の動きは下落の可能性が高い。サンディアル・キャピタル・リサーチのジェーソン・ゲップファート氏によると、S&P500指数がこれらの二つの移動平均線の間になくとも20日間位置したのは、1928年以降で今回が30回目だという。過去29回のうち、S&P500指数が50日線を下抜けたのは21回、200日線を上抜けたのはわずか8回で下落の確率が72%であることを示唆している。

しかし、それ以上に悪いことがある。S&P500指数が200日線を上抜けたとしても、その後の6カ月は一貫して下落基調となり、平均下落率は12.7%に達するとゲップファート氏は指摘し、「問題は、最近の買い手に指数を上昇させるほどの勢いが見られない点だ。今回のような下落トレンドの中で、200日線の近くにあって下回っている状態が長く続いているのは、より大きな問題があることを示唆しており、ほとんどの場合、この先に下落局面があることを意味している」と記している。

■ 少なくとも今は買い場ではない

市場が示唆している問題はそれだけではないかもしれない。ローゼンバーグ・リサーチのチーフストラテジストであるデービッド・ローゼンバーグ氏は、現在市場をけん引しているテーマに関連した指数へと市場を分解し、多くの人が考えているほど実体経済と市場の間に乖離（かいり）がないことを示している。

具体的には、2020年にS&P500指数は8.5%下落し、ナスダック総合指数は3.9%上昇しているが、同社のペイメント・ストレス指数（銀行や不動産投資信託のように定期的なキャッシュフローに依存している企業で構成）に含まれる銘柄は約25%下落しているほか、再開指数（不動産投資信託のサイモン・プロパティ・グループ<SPG>、ユナイテッド航空ホールディングス<UAL>、ホテル大手ヒルトン・ワールドワイド・ホールディングス<HLT>のように経済活動の再活性化の恩恵を受ける企業を含む）に含まれる銘柄は約40%下落しているという。ローゼンバーグ氏はこれを警告サインとみており、「安値を試す可能性が高いため、今回の上昇を追いかけてはいけない」と指摘

する。

史上最高値を付けた2月19日と現在の違いは、リスクは分かったが、結果が不明瞭な点だ。秋にはほぼ確実に新型コロナウイルス感染の第二波が来るだろうし、景気後退は世界大恐慌以来の深刻なものになりそうだ。そして、先週末には香港に対する新たな国家安全法の提案がなされ、米中間の緊張は恒久的な情勢となりそうだ。

これから出てくる結果は予想よりもはるかに良いものになる可能性もあるが、はるかに悪いものになる可能性もある。いずれにせよ、S&P500指数が3月23日の安値からこれだけ戻った今の時期は、弱気見通しを持っていないとしても、買い場としてはお粗末だろう。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

7. わずか数銘柄が株価上昇をけん引 - A Few Big Stocks Are Driving the Market's Gains. That's an Opportunity. バリュー株のチャンス到来

[バリュー投資]

■ 物色の広がり弱い



理想の世界では、全ての銘柄がそろって上昇し、皆がハッピーになる。だが、新型コロナウイルス感染症が拡大している現在はこの理想から程遠く、物色の広がり（ブレドス）は弱い。投資家は「弱いブレドス」を考慮して、2020年下半期の銘柄選びでそれが何を意味するかを考える必要がある。

市場の状況を知る方法の一つはブレドスに注目することだ。ブレドスは株価を押し上げているのが多くの銘柄なのか、わずか数銘柄なのかを教えて

くれる。トレーダーにとってブレドスの拡大は株式市場と経済にとって良いサインだ。投資家が大半の企業の今後の見通しを良好と考えていることを意味しているためだ。一方、ブレドスの縮小は多くの企業が逆風を受けていることと、投資家が資金を投じている企業が数少ないことを示している。

現在のブレドスは散々な状況で、特にナスダック総合指数は物色の広がりが弱いことを象徴している。同指数の時価総額上位10銘柄の時価総額は合計で約9000億ドル拡大し、他の約2600銘柄は3000億ドルほど縮小している。株価上昇をけん引しているのはほんの一部の銘柄なのだ。

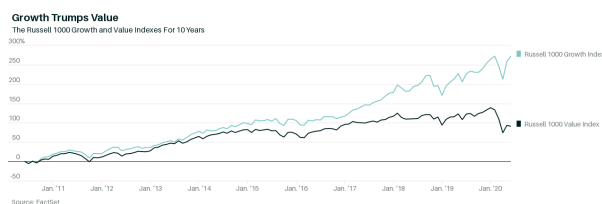
ナスダック総合指数の時価総額上位10銘柄は、マイクロソフト<MSFT>、アップル<AAPL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、グーグルの親会社アルファベット<GOOGL>、フェイスブック<FB>、インテル<INTC>、画像処理半導体（GPU）大手のエヌビディア<NVDA>、動画配信大手ネットフリックス<NFLX>、ネットワーク機器大手のシスコシステムズ<CSCO>、画像編集ソフトウェア企業アドビ<ADBE>といういつもの顔触れだ。この中でシスコシステムズだけは年初来で約6%下落している。

ナスダック総合指数は時価総額加重平均型の指数である。指数全体の時価総額が増加しているため、同指数は年初来ではプラス圏にあり、約3.9%上昇している。ところが、上位10銘柄を除くと約19%下落となり、騰落率の格差が大きいことに驚かされる。

投資家にとっての今後のリスクはこのような大型株だ。ナスダック総合指数の上位10銘柄の2021年予想株価収益率（PER）は平均約29倍で、その他の大半の銘柄の2020年予想PER（16倍）よりかなり割高となっている。

やや直観に反しているが、米国経済が改善し始めると、この10銘柄の比重が大きいポートフォリオを持つ投資家は痛手を受けることになる。上位10銘柄と比べて、それ以外の銘柄の妙味が増し、資金が大型株から中・小型株に流れるようになるためだ。

■ バリューストックの物色が始まるか



「バリューストックとFAANG（フェイスブック、アップル、アマゾン、ネットフリックス、グーグル）株の間には大きな格差がある。バリューストックの株価は2000年トリセセッション（景気後退）を脱した2009年の水準で推移している」とモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントのアンドリュー・スリモン氏は語る。同氏は徐々にバリューストックへのエクスポージャーを増しており、株価純資産倍率（PBR）や株価キャッシュフロー倍率（PCFR）などのバリュエーション指標の組

み合わせに基づいて、最も割安な銘柄を探し始めている。また、同氏は常に個別銘柄の過去のバリュエーション推移に照らして現在のバリュエーション指標をチェックしており、安いという理由だけで組み入れることはない。

ラッセル3000指数構成銘柄のうち、PERとPBRの両方が突出しており、これまでの過去のバリュエーション推移と比べて割安な水準にあると本誌が考える銘柄は、薬局チェーン持株会社のウォルグリーン・ブーツ・アライアンス＜WBA＞、マスメディア大手CBS＜VIAC＞、製薬大手マイラン＜MYL＞、自動車部品を供給するLKQ＜LKQ＞、大手加工食品メーカーのクラフト・ハインツ＜KHC＞など、ほんの数銘柄だ。この5銘柄は新たなバリューストックを見出す端緒にすぎない。

バリューストックは長い間、グロース株に対してアンダーパフォームしてきたが、スリモン氏の見方では、その間、米経済にリセセッションはなかった。景気が回復すれば、投資家は今後数年で最も良好なリターンが得られるのはどこかを考えるべきである。

ダウ工業株30種平均（NYダウ）は時価総額の大きな銘柄に引っ張られる影響はない。これは同指数が価格加重指数だからだ。つまり、同指数の計算に用いられるのは実際の株価であって、時価総額ではない。NYダウは年初来、S&P500指数に対してアンダーパフォームとなっている。S&P500指数はナスダック総合指数と同様、時価総額加重平均の指数だ。NYダウとS&P500指数のパフォーマンス格差は物色の広がりが弱いことを裏付けるもう一つの証拠である。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

8. IPO市場復活のお膳立てが整う - There's Just One Thing Missing From Tech's Big Run. IPOs 近い将来のIPOが予想される5銘柄とは？

[ハイテク]

■ ハイテク株のIPOに復活の兆し



Photograph by Kelvin Ang

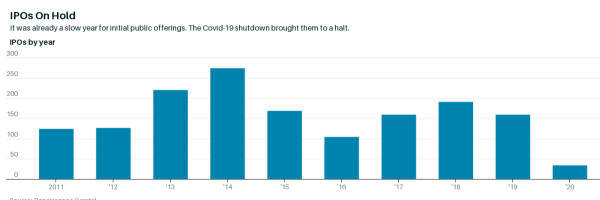
調達を目的に株式を公開する特別買収目的会社を除く）。しかも、ベンチャーキャピタルの支援を受けた米国を本拠とするハイテク企業のIPOは、昨年12月のソーシャルメディア（SNS）管理プラットフォーム企業のスプラウト・ソーシャル＜SPT＞とソフトウェアプロバイダー持ち株会社のビル・ドットコム＜BILL＞以降、途絶えている。

だが、ハイテクIPO復活のお膳立ては整っている。ここ数カ月を上回る数の案件が申請準備を進めており、間もなく申請書類を提出する見通しだ。

IPOに特化した調査および投資を手掛けるルネサンス・キャピタルの会長兼共同創業者、キャスリーン・スミス氏は、「IPOのエンジンが再始動している」と明言する。同社が運用し、上場から2年以下の企業を保有する上場投資信託（ETF）のルネサンスIPO ETF＜IPO＞は先週、過去最高値を記録した。年初来では16%の上昇だ。ポートフォリオには、ビジネス・コミュニケーション・ソフトウェアのスラック・テクノロジー＜WORK＞、ネットワーク・セキュリティのクラウドストライク・ホールディングス＜CRWD＞、在宅フィットネスサービスのペロトン・インタラクティブ＜PTON＞、ビデオ会議サービスのズーム・ビデオ・コミュニケーションズ＜ZM＞、新型コロナウイルスワクチンを開発しているバイオテック企業のモデルナ＜MRNA＞など、今回の景気下降局面で株価が上昇した銘柄が含まれている。

スミス氏は、「新規上場企業バスケットのこのところの値上がりは、今後のIPO申請にとってプラスのバロメーターとなっている」と指摘する。

■ 先週のオンライン生命保険ブローカーの上場は成功、公募増資が増加



実際、オンライン生命保険ブローカーのセレクトクオート＜SLQT＞が先週IPOを果たした。当初は公募・売り出し価格17～19ドル、公開株数2500万株を計画していたが、それぞれ20ドルと2800万株に引き上げた。IPOにより同社は3億6000万ドルを調達し、残りは持ち株を売り出した既存株主が手にした。取引初日の5月21日の終値は27ドルだった。

セレクトクオートはシリコンバレーの典型的な新

興企業ではない。創業から35年が経過しており、カンザス州オーバーランドパークを拠点とする。しかも、株式を保有するのはベンチャーキャピタルではなくプライベートエクイティだ。とはいえ、その華々しい株式上場は、ハイテク新興企業によるIPOの停滞を打破するきっかけとなるかもしれない。

IPO復活の兆候は他にもある。それは、公募増資によって資金調達を行うハイテク企業が増えていることだ。例えば、オンラインショッピングサイト構築支援のショッピファイ<SHOP>、データセンター大手のエクイニクス<EQIX>、不動産売買マッチングサービスのジロー・グループ<Z>、認証プラットフォームを運営するピン・アイデンティティ・ホールディング<PING>、動画配信サービスのロク<ROKU>などだ。景気後退局面におけるこれらの企業の割高なバリュエーションと好調な株価は、市場が新しい投資アイデアを渴望していることを示唆している。

■ IPO銘柄選択のポイントとは？

IPOコンサルティング会社、クラスVグループの創業者であるリセ・バイヤー氏は、多くの企業がIPOの準備を進めていると明かす。IPO投資家は引き続き、堅実なビジネス、持続可能な競争優位性、大きな対象市場、収益性の高いビジネスモデルを持つ企業を待ち望んでいる。

バイヤー氏は、投資家が特に企業がこの数カ月間をどのように耐えてきたかに注目するとみている。具体的には、顧客はまだ対価を支払っているか、企業はサービスの数を減らしているか、売掛金はどのような状況かである。同氏は、不安定な市場が公募価格の決定を困難にしていると指摘するが、ボラティリティは低下しており、シカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティ指数（VIX指数）は先週末に28を付け、3月に付けたピークの83から低下した。

モルガン・スタンレーの副会長でハイテク株資本市場担当グローバル・ヘッドを務めるコリン・スチュワート氏は、重要なのは今後数四半期の業績を予想する方法を見つけることだと言う。過度に楽観的な業績予想は、業績予想が未達となって投資家の評価が早い段階でしぼむリスクをはらむ。一方、過度に保守的な業績予想は、初期のバリュエーションを損ねることになる。

■ 近い将来のIPOが予想される銘柄は？

とはいえ、株式相場が持ち直し、セレクトクォートが市場に好意的に迎え入れられたことにより、一部の企業はIPOプロセスの次のステップに向けて背中を押されるかもしれない。幾つかのハイテク企業は既にIPO申請書類を提出しており、近い時期に上場を果たす可能性がある。

こうしたIPOが予想される銘柄には、ビジネス情報データベースへのアクセスをサブスクリプションベースで提供するズームインフォ、自動車ディーラーとユーザーをオンラインでつなぐサービスを提供するブルーム、建設管理ソフトウェアを開発するプロコア・テクノロジーズ、決済情報処理会社のシフト4ペイメンツ、音楽レーベル大手のワーナー・ミュージック・グループなどがある。

近いうちにIPOを申請する可能性が高い企業もある。例えば、クラウドデータプラットフォームを運営するスノーフレック、クラウドベースのワークマネジメントツールを開発するアサナなどだ。また、プライベートエクイティ会社のアポロ・グローバル・マネジメント<APO>が所有するウェブホスティング会社のラックスペース、TPGが所有するセキュリティソフトウェア会社のマカフィーは、2回目のIPOに向けて準備を進めているとの見方が広がっている。

ここで明確にしておきたいのは、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）以前にIPOが頓挫した企業の状況はすぐには回復しないということだ。例えば、幅広い向きからIPOが予想され

ていた民泊サイト運営のエアビーアンドビーや食品宅配サービスのドアダッシュが近い将来にIPOを行う可能性は低い。

また、新株を発行せずに既存の株式だけを上場する直接上場はもはや話題となっていない。最近はこの企業も潤沢な現金を持っているからだ。そして、今後の変化が予想されることがもう一つある。それは、時間を要するIPOロードショーを実施しない企業が増えるということだ。世界は既に、バーチャル会議に適応している。

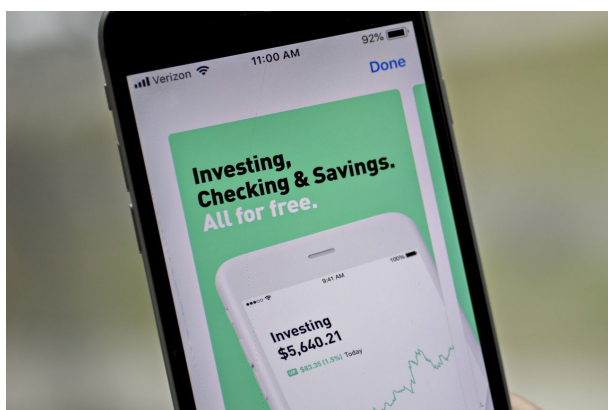
By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

9. 米国の新しい娯楽：デイトレード - America's New Pastime: Day Trading

[米国株式市場]

コロナ危機でスポーツ賭博に代わって人気

■ 活況を呈するデイトレード



Photograph by Andrew Harrer/Bloomberg, caption: Many Americans—including those with moderate inc

（FRB）が強力な株価浮揚策に取り組むという確信が広がったため、予期される反発を捉えようと市場に参加する人が増えた。

家に閉じこもっている間、シリーズ物ドラマを一気に見たり、手作りパンを楽しんだりすることに加えて、個人投資家の間ではデイトレードが活況になった。ビアンコ・リサーチのジム・ビアンコ氏は、従来型の指標が拾わないものを監視することで市場の大きなトレンドに先んじてきたが、個人投資家の間で今、小口の株式やオプションの売買が熱狂を迎えていると指摘する。

このデイトレードのトレンドは、オンライン証券取引の進化と新型コロナウイルス危機による追い風を受けている。それに加えて、小口トレーダーの間では、3月の株価下落で米連邦準備制度理事会

まず、ミレニアル世代とZ世代を標的とした新興企業ロビンフッドのアプリベース取引プラットフォームによって、株式売買の取引手数料ゼロが新基準となり、チャールズ・シュワブ<SCHW>、フィデリティ・インベストメンツ、イー・トレード・ファイナンシャル<ETFC>、インタラクティブ・ブローカーズ・グループ<IBKR>など証券大手も昨年採用するところとなった。最近では、シュワブとフィデリティが、ロビンフッドのもう一つの革新的試みに追随することを発表した。それは、端株の取引を可能にし、小口トレーダーが数百ドルから数千ドルの値がさ株を買えるようにするものだ。ロビンフッドの広告には、「今日は特斯拉株を0.3株買った。少しずつ、少しずつ」というキャッチコピーが掲載されている。

その後、経済の大部分が閉鎖され、ほとんどの人は自宅で隔離され、スポーツ自体やオンラインスポーツ賭博は停止となった。そこで、賭け事が好きな人は株式に乗り換えたと言、ビアンコ氏は言う。さらに、中所得者を含む多くの米国人が、今回のウイルス危機で手にした給付金を利用して株取引をしていたことが、金融情報収集のエンベスト・ヨドリーのデータで明らかになった。CNBCによると、所得が3万5000～7万5000ドルの層では、貯蓄と現金引き出しに次いで3番目に多い資金移

動は証券取引用であった。所得10万～15万ドルの世帯でさえ、取引のための送金を増やした。

■ 原動力は「他に選択肢がない」と「乗り遅れる恐怖」

上昇相場でモメンタム・トレーダーがキャッシュを注ぎ込むことで起こった過去の熱狂相場とは異なり、今回は「他に選択肢がない」とか「乗り遅れる恐怖」という動機が原動力となっているとビアンコ氏は言う。FRBが金利をゼロに近い水準に引き下げたことで、投資家は「他に選択肢がない」と判断した。そして、中央銀行が金融システムに注入した何兆ドルもの資金は、市場参加者が予想していた株式市場の反発が起こる中で、「乗り遅れる恐怖」をかき立てた。

トレーダーは、最も値下がりの激しい株なら上げ幅も大きいだろうと飛び付いた。この賭けで、連邦政府の支援を受けている航空会社買い手が殺到した。皮肉なことに、ウォーレン・バフェット氏率いる投資会社バークシャー・ハサウェイ<BRK.A>が、航空会社の持ち株を売却したのとは逆のやり方だ。ロビンフッドにおけるトレーダーのトップ保有銘柄は、自動車大手フォード・モーター<F>と複合企業ゼネラル・エレクトリック<GE>で、いずれも1桁台の株価は最安値に近い。また、バイオ医薬品企業のソレント・セラピューティクス<SRNE>とモデルナ<MRNA>といった新型コロナウイルス治療への買いも膨らんでいる。

さらに、投機家はオプションにも群がっている。ビアンコ氏はセンチメントレーダーのデータを引用して、コントラクト数10未満の小口オプション取引は、圧倒的に強気な様相で、コールの買いやプットの売りに傾いていると説明している。

■ 新規参入トレーダーは市場にとどまるか

チャールズ・シュワブのチーフ・インベストメント・ストラテジストであるリズ・アン・ソンドース氏は、少し前まではスポーツ賭博をしていた人たちによる株やオプションの熱狂的な取引に懸念を示している。チャールズ・シュワブは新規口座数と出来高の急増で恩恵を受けているが、これは過剰な投機の兆候だと、同氏は見ている。

ビアンコ氏は、小口株取引の熱狂が、3月の安値から30%のリトレースメント、いわゆる「あや戻し」となった主な要因だと述べた上で、これは弱気相場の中での上昇であり、新たな強気相場の始まりではないと指摘する。

そして今、プロバスケットボール協会（NBA）とメジャーリーグ（MLB）が試合開始に向けて準備を進めている。プロアメリカンフットボールリーグ（NFL）も秋には続く予定だ。新規参入したデイトレーダーは、賭けの対象となるゲームが再開する時、この場にとどまるだろうか。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - J.C. Penney's Bankruptcy: It's All About the Real Estate

[経済関連スケジュール]

JCペニーが経営破綻、再建の鍵は不動産

■ 事業会社とREITへ分割する再建案

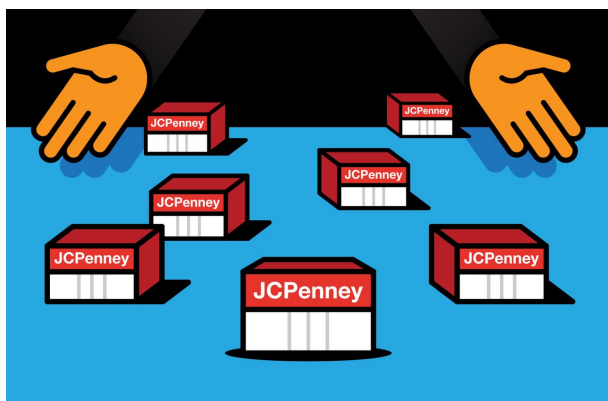


Illustration by Elias Stein

百貨店大手JCペニー<JCP>が米連邦破産法適用申請を行ったが、これは新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）による同社店舗の営業停止後、大方予想されたものだった。現在、同社の運命は小売りよりも商業用不動産にある。同社が提案する再建計画は、資産を削ぎ落とした小売事業と、一部（あるいはすべて）の店舗を所有する不動産投資信託（REIT）の2つに分割するというものだ。

期限は迫っている。もし同社が期限の7月14日までに再建計画について債権者の合意を得て、8

月15日までに第三者から資金提供を受けることが決まらなければ、清算の可能性もある。重要なのは、同社の不動産に関する計画だ。同社は、387の自社所有店舗のうち何店舗を閉店するか、459の店舗と5カ所の配送センターの賃貸契約を再交渉できるかを見極める必要がある。不動産に価値があるほど、REITにより多くの資金が調達できるのだ。

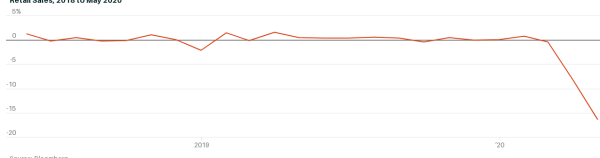
問題は、小売店舗の価値が不透明なことだ。ショッピングモールは衰退し、ソーシャル・ディスタンス（社会的距離の確保）により、多くの店舗が閉店している。さらに他の小売企業が破産することで、不動産価値が下がる可能性もある。

同社は、自社所有不動産の一部の価値について、店舗が営業している場合は9億1000万ドル、空室の場合は5億4500万ドルと見積もった。抵当に入っていない店舗の合計については、店舗が営業しているとして、14億ドルとしている。しかし店舗が営業しているという前提は、パンデミックの不確実性からみると、楽観的なものだろう。さらに、もし同社が資産を売却できたとしても、同社が小売店として存続できるかという疑問は残る。

さらなる問題として、クレジットサイトのアナリストは、破産により削減される負債額、1億2700万～2億6000万ドルの一部は、賃料の支払いで帳消しになるだろうと語っている。

■ 今週の予定

Retail Over the Edge
Consumer spending cratered during the pandemic, crushing retailers' cash flow.
Retail Sales, 2019 to May 2020



Source: Bloomberg

5月25日（月）

- ・ 米国株式・債券市場は、メモリアルデーの祝日で休場。

5月26日（火）

- ・ 自動車部品小売りチェーンのオートゾーン<AZO>、カナダのノバスコシア銀行<BNS>、大手測定器企業キーサイト・テクノロジー<KEYS>が決算発表。

- ・ 5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、4月とほぼ同水準の87.3。

- ・ 4月の新築住宅販売戸数発表。エコノミスト予想は、季節調整済み年率換算で48万戸と、3月の62万7000戸から23.4%の減少。
- ・ 連邦住宅金融庁（FHFA）が3月の住宅価格指数を発表。2月とほぼ同水準の0.6%上昇が見込まれる。
- ・ ダラス連銀が、5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61.5と、4月のマイナス73.7から上昇。4月の指数は、統計開始以降の16年間で最低を記録。

5月27日（水）

- ・ 引っ越し・保管サービスのアメルコ＜UHAL＞、設計用ソフトウェア開発会社オートデスク＜ADSK＞、カナダの大手銀行のモントリオール銀行＜BMO＞、コンピューター機器大手HPインク＜HPQ＞、ITソリューション会社ネットアップ＜NTAP＞、衣料品メーカーのラルフ・ローレン＜RL＞、カナダの金融サービス大手ロイヤル・バンク・オブ・カナダ＜RY＞が四半期決算発表。
- ・ アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞、石油大手シェブロン＜CVX＞、同エクソンモービル＜XOM＞、フェイスブック＜FB＞、ツイッター＜TWTR＞が年次株主総会を開催。

5月28日（木）

- ・ カナダの銀行大手カナディアン・インペリアル・バンク・オブ・コマーシヤル＜CM＞、会員制量販店チェーンのコストコ・ホールセール＜COST＞、ITサービス持ち株会社デル・テクノロジーズ＜DELL＞、ディスカウントチェーン大手のダラー・ジェネラル＜DG＞、同ダラー・ツリー＜DLTR＞、顧客管理ソフトウェア大手のセールスフォース・ドットコム＜CRM＞、高級住宅建設のトル・ブラザーズ＜TOL＞、カナダのトロント・ドミニオン銀行＜TD＞、化粧品小売りチェーンのアルタ・ビューティー＜ULTA＞が決算コンファレンスコールを開催。
- ・ 全米不動産協会（NAR）が4月の中古住宅販売保留指数を発表。前月比16.4%低下の73.7が見込まれる（3月は20.8%の低下）。
- ・ 米国の2020年第1四半期国内総生産（GDP）改定値発表。4月に発表された速報値から変わらず、年率換算でマイナス4.8%と予想。
- ・ 4月の耐久財受注発表。前月比15%減の1730億ドルの予想。3月の15.3%減とほぼ同水準の落ち込み。
- ・ 5月23日までの週の新規失業保険申請件数発表。3月中旬以降の申請件数は3800万件以上にのぼるが、申請件数は7週連続で減少している。

5月29日（金）

- ・ 米商務省経済分析局が、4月の個人所得・消費支出統計を公表。個人所得は6%減（3月は2%減）、消費支出は15%減（3月は7.5%減）の予想。
- ・ 5月のシカゴ購買部協会景況指数（シカゴPMI）発表。予想は40で、4月は35.4から上昇。

By Alexandra Scaggs
(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』 2020/05/24

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