

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2020/06/14

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIMI PRESS



DOW JONES

1. コロナ時代の配当株8銘柄 - 8 Stock Picks for the Pandemic Era [カバーストーリー]
多くが減配や配当停止に踏み切る中、配当維持や増配の企業も P.2
2. ゴールドマン・サックスの株価が輝きを取り戻す - Goldman Sachs Stock Is Poised to Shine Again [注目銘柄]
自己資本利益率（ROE）やバリュエーションの上昇による株高の可能性 P.6
3. 新世代の投資家がデイトレを楽しむ - The Next Generation of Investors Discover Day Trading [フィーチャー]
コロナ禍の中オンライントレード口座数が増加し、多くの若い投資家が参入 P.10
4. 大混乱の新興国市場で異彩を放つ革新的企業 - Emerging Markets Are a Mess—Except for These Innovators [新興国市場]
新興国市場投資は個別銘柄選択の時代に P.12
5. NYダウは1500ドル以上の値下がりとなったが、恐れることはない - The Dow Fell 1505 Points for the Week. Why Investors Shouldn't Fret. [米国株式市場]
新規の悪材料が出たわけではなく、回復過程でのスピード調整と考えるべきだ P.16
6. 株価急落、市場はまだ心を決めかねている - Mr. Market Can't Seem to Make Up His Mind [米国株式市場]
FRBの流動性供給がもたらす破天荒 P.19
7. ナスダック総合指数の最高値更新はおおむね妥当 - Tech Stocks Took a Victory Lap—and It Was Mostly Deserved [ハイテク]
一方で、ハイテク規制への新たな関心が株価に影響を及ぼし始めている P.20
8. 中国株はまだ投資する価値あり、ETFでの的を絞る - China Stocks Are Still Worth Buying. ETFs Offer A Targeted Way [ETF]
米中対立激化でも、ウォール街は中国株に強気 P.22
9. FRBは楽観的 — 議会がより多くを提供する限り - The Fed Is Optimistic—If Congress Does More Now [フィーチャー]
カギを握るのは米議会の対応 P.24
10. 今週の予定 - Trump's Second-Term Prospects Have Long Been in Synch with Stocks. [経済関連スケジュール]
トランプ大統領再選見込みと株式相場の関係 P.27

※当誌は、株式会社時事通信社がライセンスに基づき Dow Jones & Company, Inc. の発行する BARRON'S 誌の内容を利用して作成したものです。
※当誌は、情報提供を目的としてのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。また、当誌は当社が信頼できると判断した資料およびデータ等により作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

1. コロナ時代の配当株8銘柄 - 8 Stock Picks for the Pandemic Era

多くが減配や配当停止に踏み切る中、配当維持や増配の企業も

[カバーストーリー]

■ 減配・配当停止はS&P500指数の有配銘柄の14%にとどまる

Changing Yield Picture

Tech companies account for an increasingly large percentage of S&P 500 dividends...

S&P 500 Sector	6/4/2020*	2015*	2010*	2005*
Communication Services	6.9%	5.9%	8.6%	6.1%
Consumer Discretionary	4.8%	9.2%	7.9%	6.7%
Consumer Staples	11.1%	12.5%	16.9%	12.5%
Energy	8.5%	10.6%	11.6%	7.9%
Financials	15.0%	15.7%	9.1%	28.7%
Health Care	14.3%	11.8%	12.9%	11.1%
Industrials	8.3%	10.8%	12.4%	12.0%
Information Technology	17.3%	15.2%	9.3%	5.5%
Materials	3.1%	3.0%	3.5%	3.4%
Real Estate	4.8%	N/A	3.5%	N/A
Utilities	6.0%	5.4%	7.8%	6.3%

* Sector Contribution to S&P 500 Dividends; Note: The S&P 500 real estate sector was created in 2016.
Source: S&P Dow Jones Indices

長い間、配当株は安定収入の基礎であり、退職後に備えて富を蓄積するための信頼できる手段であった。しかし、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）によって配当の見通しは不透明になっている。JPモルガン・アセット・マネジメントの米国株責任者であるリー・スペルマン氏は、「多くの危機を見てきたが、現在のような危機は初めてだ。売上高とキャッシュフローが突然消えてしまった」と語る。

米国でパンデミックへの対応策が始まった3月以降、エネルギーから小売り、航空業界に至るまで、多くの企業が減配や配当の停止を発表した。大企業のような資金力がない小規模な企業の間では、配当を削減する動きが一段と広まっている。小型株中心のラッセル2000指数の構成企業のうち、有配銘柄の21%が今年の配当を引き下げ、または停止した。

しかし、配当が絶えたわけではない。キャッシュフローへの圧力や、政府支援を受けた企業の配当制限にもかかわらず、多くの企業が配当を維持し、あるいは増配している。

米国株の投資家は落ち着いて配当株を評価すべきだ。なぜなら、状況は強弱まちまちだからである。たとえ新型コロナウイルスの脅威が存在しても、配当株は資産配分において重要な位置を占めるだろう。ブラックロックのマルチアセット戦略チームでインカム投資の責任者を務めるマイケル・フレデリクス氏は、「重要なのは、人々はインカム収入源を探すだけでなく、その収入を時とともに増やしたいと考えていることだ」と語る。

配当の見通しはばらばらだ。今年のS&P500指数の予想配当は、JPモルガン・アセット・マネジメントが前年比で小幅増、バンクオブアメリカ（BofA）・セキュリティーズが10%減、シティグループが25~30%減としている。S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスによれば、6月4日時点で、S&P500指数構成企業のうち約60社が2020年の配当停止または減配を発表した。これは同指数の有配銘柄の約14%に相当するが、大部分の企業が減配も配当停止もしていないことを示す。

ヘルスケア製品大手ジョンソン・エンド・ジョンソン（J&J）〈JNJ〉、日用品大手プロクター・アンド・ギャンブル（P&G）〈PG〉など、一部の企業は増配を発表した。一方、多くの企業は配当を据え置いている。アメリカン・センチュリー・インベストメントのシニアポートフォリオマネジャー

であるマイク・リス氏は、「景気がV字回復すれば、配当は予想より大幅に早く回復し、減配する企業は減るだろう」と語る。ただし、感染が急増すれば「減配企業は大きく増える見込みだ」と言う。

米国内の減配・配当停止は、大陸欧州や英国に比べると落ち着いている。米国では四半期ごとに配当が支払われるのに対して、海外では通期または半期ごとの配当が通例となっており、多数の企業が自発的に配当を停止している。さらに欧州の規制当局は、銀行をはじめとする一部の企業に対して、資本保全のために配当停止を強制している。

フェデレーテッド・ストラテジック・バリュー・ディビデンド・ファンドの共同マネジャーであるダニエル・ペリス氏は、「ビジネスだけではなく政治も絡んでおり、非常に複雑な状況だ」と語る。これは米国にはあまり当てはまらない。金融セクターをはじめ、広範囲にわたる配当停止を求める声はあるものの、大手銀行の資本還元を妨げようとする規制の動きは見られない。

欧州株の魅力の一つは、米国株よりも高い配当利回りだった。しかし、減配や配当停止によってその魅力は損なわれている。ブラックロックによれば、ストックス欧州600指数のうち、配当停止や10%以上の減配を発表した企業の割合は配当加重ベースで約40%に上る（S&P500指数では8%）。

■ 危機後に配当株の需要が高まる可能性

...but the sector's yield remains relatively low.

S&P 500 Sector	6/4/2020**	2015**	2010**	2005**
Communication Services	1.2%	5.2%	5.2%	3.8%
Consumer Discretionary	0.8%	1.5%	1.4%	1.1%
Consumer Staples	2.9%	2.7%	3.0%	2.2%
Energy	5.1%	3.5%	1.8%	1.5%
Financials	2.6%	2.1%	1.1%	2.5%
Health Care	1.8%	1.7%	2.2%	1.6%
Industrials	1.9%	2.3%	2.1%	2.0%
Information Technology	1.2%	1.6%	0.9%	0.7%
Materials	2.2%	2.3%	1.8%	2.1%
Real Estate	3.0%	3.3%	2.9%	4.5%
Utilities	3.4%	3.9%	4.4%	3.5%

** Sector Dividend Yields; Data for 2015, 2010 and 2005 are as of Dec. 31 in each of those years; Note: The S&P 500 real estate sector was created in 2016.
Source: S&P Dow Jones Indices

BofAセキュリティーズの米国株戦略責任者を務めるサビタ・スブラマニアン氏は、「第2波が発生し、リセッション（景気後退）が当社エコノミストの予想よりも大幅に長引かない限り、大企業の減配の最悪期は過ぎたと言えるかもしれない」と話す。それでも、一般消費財やエネルギーなど、米国株の減配が集中しているセクターは予測不能だと言う。

一方、配当がほぼ無傷のセクターもある。例えば、ハイテクとヘルスケアはほとんどが減配を免れた。ハイテク株がS&P500指数の配当に占める割合は、2005年末の5.5%から17.3%へ上昇しており、全セクターの中で1位である。ただし、ハイテク株の直近の配当利回りはわずか1.2%で、S&P500指数の11セクターの中で最低レベルだ。

コロンビア・スレッドニードルで米国株のインカムおよびグロース戦略チームの責任者を務めるデーブ・キング氏によれば、一部の企業は投資家にとってのインカムの役割を重視し、配当政策の決定に当たり、バランスシートやキャッシュフローだけでなく「人間的な要素」を取り入れている。

例えば、石油会社シェブロン<CVX>のマイケル・ワース最高経営責任者（CEO）は、売上高が圧力にさらされていても配当を守ることの重要性を強調している。配当利回り5.1%の同社は、4月下旬に、四半期配当がこれまでと同様に1株当たり1.29ドルと発表した。キング氏はシェブロンを保有しており、配当はトータルリターンの重要な一部であると話す。

S&P500指数構成企業でパンデミックの間に配当を停止した企業は、減配した企業の約2倍に上る。2008～2009年の金融危機後は、減配が配当停止の約7倍だった。配当停止が今回多いのは、パンデミックの行方が不透明であるためだ。多くの企業はガイダンスを撤回しており、今後数カ月の売上高や利益も分からない。

投資家は減配と配当停止を別に扱う必要がある。配当がゼロになるのは大きな懸念だ。ギルマン・ヒル・アセット・マネジメントのジェニー・バン・リーウェン・ハリントンCEO兼ポートフォリオマネジャーは、配当を停止した企業の場合、「配当が復活するまで長期間かかる可能性が高い。安定したインカム目当てで投資した銘柄ならば、保有を続ける理由はない」と語る。一方、減配した銘柄については、利益やキャッシュフローなどによってどの程度まで配当をカバーできるか検討することが重要だと言う。

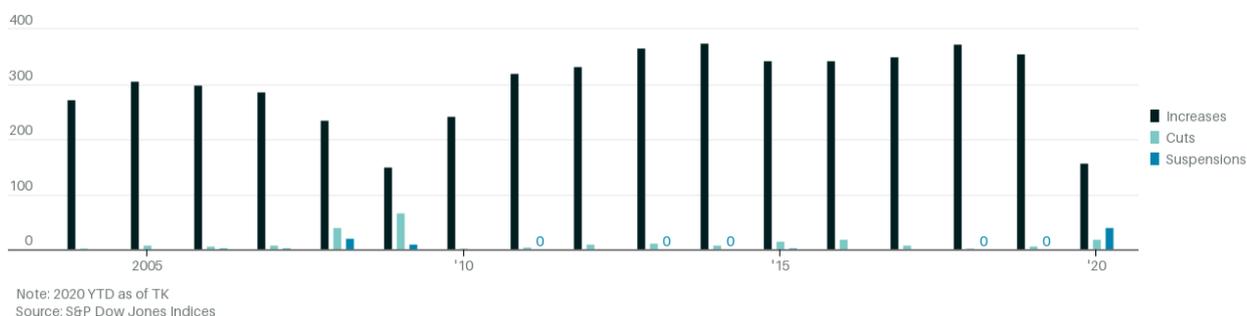
明るい希望と言えるのは、危機を無事に脱出した配当株の需要が以前よりも高まる可能性があることだ。現在0%付近の金利は、長期間にわたって低水準にとどまると予想される。米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は先週、少なくとも今後2年間にわたって低金利を維持すると示唆した。従って、配当は多くの債券の利回りを上回るだろう。

配当を支えるもう一つの要因として、自社株買いと同様の逆風に直面していないことが挙げられる。シティグループのチーフ米国株ストラテジストを務めるトビアス・レフコビッチ氏は、「恐らく、配当には自社株買いよりも大きな需要がある」と話す。同氏によれば、多くの企業はパンデミックを乗り切るために借り入れを増やしている。「債務返済の圧力が高まれば、自社株買いの原資は制限される」と言う。自社株買いには政治的な側面もある。BofAのスブラマニアン氏は、「自社株買いは、資金の悪しき使い方として政策立案者のターゲットになっており、自社株買いから配当に移行する企業が増える可能性がある」と語る。

■ 注目の8銘柄

Dividends Under Duress

S&P 500 companies have in less than half a year cut and suspended dividends as much as any year since the 2008-09 crisis.



配当が安定している8社の企業を紹介する。金融業界の専門家によれば、これらの8銘柄は、配当を維持しつつ危機を乗り越えられる見込みだ。

テキサス・インスツルメンツ：半導体メーカーのテキサス・インスツルメンツ（TI）<TXN>は、多くのハイテク株とは異なり、2.7%という高水準の配当利回りを有する。コロムビア・スレッドニー

ドルのキング氏は、「利益成長と配当成長の安定性だけで十分価値がある」と語る。4月、TIは直近並みの四半期配当90セントを発表した。同社は2004年から毎年増配を続けている。ソコロ・アセット・マネジメントのマーク・フリーマン最高投資責任者（CIO）は、「経営が並外れて優れた企業だ。配当に非常に強くコミットしており、増配にも大変積極的だ」と話す。

ジョンソン・エンド・ジョンソン：J&Jは4月中旬に、四半期配当を6%引き上げて1.01ドルとすることを発表した。モーニングスターのアナリストであるダミアン・コノバー氏は5月21日付のレポートで、「堅調なキャッシュフロー創出によって過去50年間にわたり増配を続けてきた。今後も増配が続くと予想する」と述べた。J&Jはパンデミックの影響を全く受けないわけではない。例えば、アレックス・ゴースキーCEOは4月の電話会議で、「2020年通期の医療機器部門の業績への影響が見込まれる」と述べている。しかし、困難な時期であっても、同社には配当を支えるのに十分なキャッシュフローがあるように見える。

マクドナルド：ファストフードチェーン大手のマクドナルド<MCD>は、現在のソーシャル・ディスタンス（社会的距離の確保）の時代にあっても、ドライブスルーなどの注文オプションによって事業を継続している。多くのレストラン企業が危機の早い段階で配当を停止する中、マクドナルドは自社株買いを停止したが、配当は維持しており、5月に以前と同額の1.25ドルの四半期配当を発表した。

配当は安全に見えるが、同社は景気後退の圧力を逃れたわけではない。クリストファー・ケンプチンスキーCEOは先月の年次株主総会で、「現在の危機の中で、配当の継続について一定の疑問があった」と語った。同氏は、資本配分において最優先したのは事業成長のための投資であり、「2番目に株主への配当支払いを優先した」と述べている。

ラム・リサーチ：半導体製造装置メーカーのラム・リサーチ<LRCX>の配当利回りは1.5%で、あまり魅力的とは言えない。株価は3月半ばから50%以上も上昇した。しかし、ソコロのフリーマン氏は、半導体製造装置業界が「非常に強力な長期トレンドに乗っている」と話す。ラム・リサーチは先月、過去3四半期と同額の四半期配当1.15ドルを発表した。近年は毎年増配を続けている。

同社は利益とキャッシュフローの成長に支えられて、増配を継続できる見込みだ。ファクトセットによれば、2020年通期1株当たり利益（EPS）のアナリスト予想の平均は15.19ドルで、昨年の14.54ドルを上回る。同社は自社株買いと配当を通じてフリーキャッシュフローの75~100%を投資家に還元する予定だと述べている。

ホーム・デポ：過去数カ月間、多くの小売業者は休業措置などによって苦戦してきた。しかし、ホームセンター大手のホーム・デポ<HD>は、生活に必須の小売店としてパンデミックの最中でも営業を認められている。5月半ば、同社は以前と同額の四半期配当1.50ドルを発表した。調査会社CFRAは最近のレポートで、「新型コロナウイルスは中小企業や住宅所有者に大打撃を与えたが、ホームセンターは外出自粛によって2021年まで恩恵を受けるだろう」と述べた。今年度の通期予想EPSの平均値は9.95ドルで、昨年度の10.25ドルを3%下回る。

ホーム・デポのクレイグ・メニアCEOは5月下旬の投資家向け説明会で、「当社は配当にコミットしており、利益成長に伴って増配を継続する方針である」と語った。堅調なフリーキャッシュフローを踏まえれば、少なくとも配当の維持は可能だろう。

プロクター・アンド・ギャンブル：P&Gは非常にうまく危機に対処している。同社は4月、四半期配当を79.07セントへと6%引き上げると発表した。今年度の平均予想EPSは4.97ドルで、昨年度

の4.52ドルを上回る。この予想値は1月からほとんど変化しておらず、P&Gの収益力を裏付けている。モーニングスターのエリン・ラッシュ氏は、P&Gの売上高が2020年代末まで1桁半ばのペースで増加する可能性があるかと予想している。同氏は、P&Gの効率性が向上し、「中核的なブランドに投じられるリソースが増えている」と述べる。これは今後数年間にわたって増配を続ける上で幸先が良い。

ロシュ・ホールディング：多くの欧州企業が減配や配当停止に踏み切る一方、従来型の製薬会社はあまり打撃を受けていない。スイスの製薬会社ロシュ・ホールディング<ROG.スイス>は、処方薬のポートフォリオに加えて大規模な診断薬事業を有する。同社は1月下旬、前年度を3%超上回る9スイスフランの通期配当を発表した。モーニングスターのカレン・アンダーセン氏は6月1日更新のレポートで、「事業投資、債務返済、増配は競合することが多いが、ロシュのセベリン・シュバンCEOはこれらを見事にさばいている」と述べた。

ネクステラ・エナジー：エネルギー大手ネクステラ・エナジー<NEE>は、フロリダ州で2社の公益企業を運営している。モーニングスターのアナリストであるアンドリュー・ビスコフ氏は同社の事業について、「個人顧客の基盤が堅固である。この部門は屋内退避命令の間も堅調だった。ほとんどの公益企業は法人顧客の割合が高いが、法人部門の消費電力は大幅に減少している」と述べる。同社の2020年予想株価収益率（PER）は28倍で、割安ではないが、配当は安定しているように見える。先月、同社は四半期配当を1.40ドルに維持すると発表した。

By Lawrence C. Strauss
(Source: Dow Jones)

2. ゴールドマン・サックスの株価が輝きを取り戻す - Goldman Sachs Stock Is

[注目銘柄]

Poised to Shine Again

自己資本利益率（ROE）やバリュエーションの上昇による株高の可能性

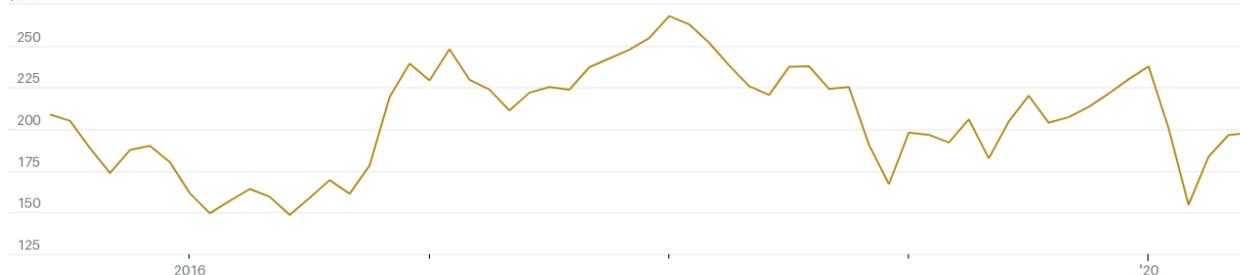
■ 金融市場の象徴に妙味

Wall Street Weak

Goldman's stock price has treaded water in recent years.

GS / NYSE

\$275



Source: FactSet

ゴールドマン・サックス・グループ<GS>を見てきた投資家はここ数年、欠けているものに焦点を当てる傾向にあった。同社の個人向け事業は大きくなく、商業貸付も行っていない。不足していると投資家が判断したものが理由で、同社のバリュエーションは大手銀行の中でも低く放置されてきた。

一方で、同社の強みは見過ごされてきた。つまり、厳格なリスク管理、最強チームの投資銀行業務、

そして、最高経営責任者（CEO）のデービッド・ソロモン氏だ。同氏は、ネット銀行のフランチャイズ構築、企業顧客との関係拡大、オルタナティブ資産運用事業の拡大を推進している。

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）の影響と格闘している実体経済の不透明感に鑑みると、ウォールストリート（金融市場）の象徴であるゴールドマン・サックスは投資家にとって良い賭けの対象かもしれない。同社は、事業会社や機関投資家に注力する一方で個人や零細企業向け貸出が少ないため、現在の環境では好位置にある。さらに超低金利では、利益率が圧迫される他行とは異なって恩恵を受ける立場にある。大規模なトレーディング事業は、市場のボラティリティと高水準の出来高によって第1四半期の利益の大半を占め、第2四半期も好調な結果に向けて推移している可能性がある。

投資家も状況に気が付きつつある。年初来の株価下落率は、同社は15%だが、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>およびウェルズ・ファーゴ<WFC>の平均は約35%だ。株価は200ドル前後で1株当たり有形純資産の215ドルを下回り、バリュエーションは他行と比較してもディスカウントとなっているため、魅力的に見える。株価は2007年と比較してもあまり上昇しておらず、約700億ドルの時価総額は大手6行の中でも最小で、電子決済サービス企業のペイパル・ホールディングス<PYPL>の半分以下だ。

6月25日に発表予定の米連邦準備制度理事会（FRB）によるストレステストの結果は注目すべきイベントで、RBCのアナリストは、FRBがゴールドマン・サックスに対して増配を許可する可能性がある、とレポートした。同社の配当利回りは2.6%で、2020年予想配当性向は同業他社の中で最低の部類に属する。なお、自社株買いは他の大手銀行同様に3月から中断されており、今年再開される公算は小さい。

■ ネット銀行による業容変化

The Revenue Generators

How Goldman Sachs' main businesses break down

Division	2019 Revenue (bil)	Percent of Revenue
Asset Management	\$9.00	25%
Consumer & Wealth Mgmt	5.2	14
Investment Banking	7.6	21
Global Markets*	14.8	40

*50% from equities and 50% from fixed income, currencies, and commodities.
Source: Goldman Sachs

創業151年の同社にとって、さまざまな変化があった。2008～2009年の金融危機後に実施された規制や自己資本要件は各行のトレーディングの利ざやを低下させた。金融においてテクノロジーの重要性が高まった。さらに、力の中心は、資産運用会社であるブラックロック<BLK>へ明らかに移動した。ゴールドマン・サックスの横ばいの株価は、同社がこれらの変化にどのように対処してきたかの表れである。

ソロモン氏が2018年にCEOに就任して、ゴールドマン・サックスの変化が始まった。「ソロモン氏の下で同社は、銀行の様に規制されるのであれば、預金や多様な収益源の恩恵を享受できるという見方があった」と、ゼナ・インベストメント・マネジメントのエリック・ハーゲマン氏は言う。ゴールドマン・サックスが大手銀行と合併するのではないかという憶測が、折に触れて浮上した。ただ、同社のジョン・ウォルドロン社長は最近の投資家向けコンファレンスで、事業内容を一変させるような合併の可能性を否定した。

ゴールドマン・サックスは銀行と合併するのではなく、社内で銀行を構築している。同社のネット

銀行であるマーカスや、アップル<AAPL>との関係についてはいろいろと書かれてきた。しかし同社の焦点が、資金調達源を多様化するために個人預金を急速に拡大することと、貸付ポートフォリオをゆっくり拡大させることにある点は、あまり認識されていない。

オンラインで集められた比較的低コストの個人預金は800億ドルで、2019年第1四半期末の460億ドルから増加した。第1四半期末の預金総額は2200億ドルだった。消費者向け貸出の拡大には慎重で、第1四半期末はわずか70億ドル、総資産1兆1000億ドルの1%未満だった。第1四半期末の貸出総額は1280億ドルで、総資産の15%未満で、貸出の78%が担保付きだった。

ゴールドマン・サックスは、電子取引プラットフォームを含むテクノロジーに多額を投資してきた。それはウイルスによるロックダウン（都市封鎖）で効果を挙げ、世界従業員の98%で在宅勤務が可能となり、市場の乱高下に伴って莫大な量の取引も可能にした。

■ 実際に欠点も

Banks' Big Six

How Goldman Sachs stacks up against its banking peers

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	2020E EPS	2021E EPS	2020E P/E	2021E P/E	Dividend Yield	Tangible Book	Market Value (bil)
Bank of America / BAC	\$23.93	-32%	\$1.40	\$2.23	17.1	10.7	3.00%	1.2	\$208
Citigroup / C	48.39	-39	2.78	6.16	17.4	7.9	4.2	0.7	101
Goldman Sachs / GS	194.13	-16	13.73	21.7	14.1	8.9	2.6	0.9	70
JPMorgan Chase / JPM	97.21	-30	4.89	8.56	19.9	11.3	3.7	1.6	296
Morgan Stanley / MS	44.57	-13	3.64	4.54	12.3	9.8	3.1	1	70
Wells Fargo / WFC	26.79	-50	0.98	2.58	27.3	10.4	7.6	0.8	110

Data as of 6/11/20. E=Estimate.
Source: Bloomberg

同社には欠点もある。ソロモン氏がCEOに就任してから財務内容の開示は改善したものの、トレーディングの規模が大きく、プライベート・エクイティやその他投資による寄与が他の銀行よりも大きいため、業績予想は困難だ。2019年の収益の内訳は、トレーディングが40%、資産運用が25%、投資銀行が21%、コンシューマーおよびウェルス・マネジメントが14%だった。

ゴールドマン・サックスの信奉者で、金融危機に救済の手を差し伸べたウォーレン・バフェット氏は、ゴールドマン・サックスの株価に幻滅し、バークシャー・ハサウェイ<BRK.A>は第1四半期に持ち分を80%以上減らした。

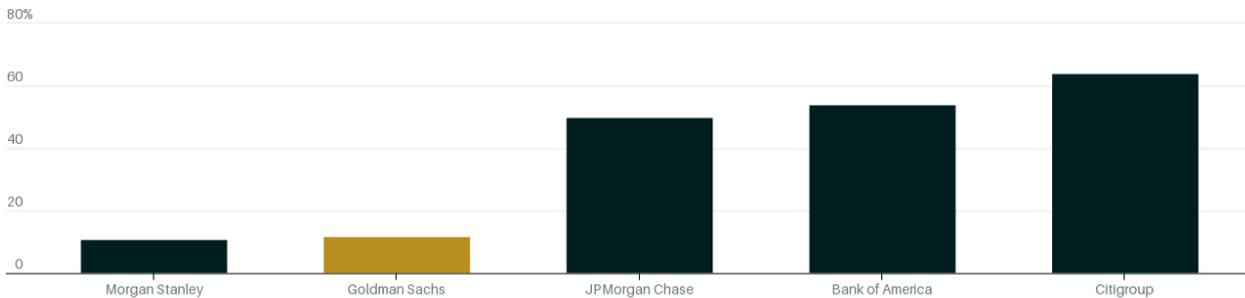
その他、1マレーシア・デベロップメント・ブルハド（1MDB）に関する汚職疑惑もある。ゴールドマン・サックスは65億ドルの起債で資金調達したが、そのうち数十億ドルが流用されている。ウォール街は、ゴールドマン・サックスが米国当局およびマレーシア政府と合意に達すると予想しているが、マレーシア政府は先週、30億ドルでは和解に不十分と述べている。同社は2018年以来、訴訟準備金として23億ドルを引き当てている。

■ 今後の目標

Squeezing Through

The margins of the big bank rivals of Goldman Sachs and Morgan Stanley have come under pressure because of ultralow interest rates.

Net Interest Income / Revenue



Source: Goldman Sachs

ゴールドマン・サックスは1月の投資家説明会で、一連の財務目標を公表した。3年以内に、13%の自己資本利益率（ROE）と14%の有形自己資本利益率の達成を目指している。この目標はそれほど難しいものではない。2019年のROEは、訴訟や規制関連引当金を除くと約12%だった。

同社は目標達成に向けて、年間13億ドルの費用削減と、年間10億ドルの資金調達コストの削減を目指している。その他、今後5年間でオルタナティブ資産運用において1000億ドルの新規資金獲得も目標としている。

ハーゲマン氏は、同氏が正常と見なす利益を基にしたゴールドマン・サックスの7倍の株価収益率（PER）が魅力的であると言う。ゴールドマン・サックスの2020年の業績は他行よりも良好となる見通しで、それは、資金利益（純利息収入）の割合がわずか12%しかないことが理由だ。ちなみに、JPモルガンやバンク・オブ・アメリカでは約50%を占めている。市中金利の大幅な低下によって、他行の資金利益は圧迫されている。

第1四半期の1株当たり利益（EPS）は3.11ドルで、前年同期比46%減少した。トレーディングの利益はほぼ2倍へ増加したが、貸倒引当金を積み増した他、プライベート・エクイティ、上場株式および負債に対する投資で評価損を計上した。

ハーゲマン氏は、トレーディングの利益には市場のボラティリティと相関性があり、その観点で見ると、上半期の業績が金融危機以来の最高水準になる可能性があると言う。ゴールドマン・サックスは有価証券の引受で業界をリードしている。今年に入って、優良企業による社債発行は過去最高で、株式関連取引の好調からもゴールドマン・サックスは恩恵を受けている。M&A（合併・買収）は金融危機以来で最低だが、企業の信頼感の上昇と共に今年後半に活発化する可能性がある。

ソロモン氏の施策が引き続き奏功すれば、1株当たり有形純資産は2022年までに250ドルに達する可能性があり、投資家がそれを上回る評価を与えれば株価は300ドルまで上昇する可能性がある。实体经济と金融市場が乖離（かいり）している経済において、ゴールドマン・サックスは比較的有望なブロック内に位置している。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

3. 新世代の投資家がデイトレを楽しむ - The Next Generation of Investors

[フィーチャー]

Discover Day Trading

コロナ禍の中オンライントレード口座数が増加し、多くの若い投資家が参入

■ オンライン株式取引口座数が急増

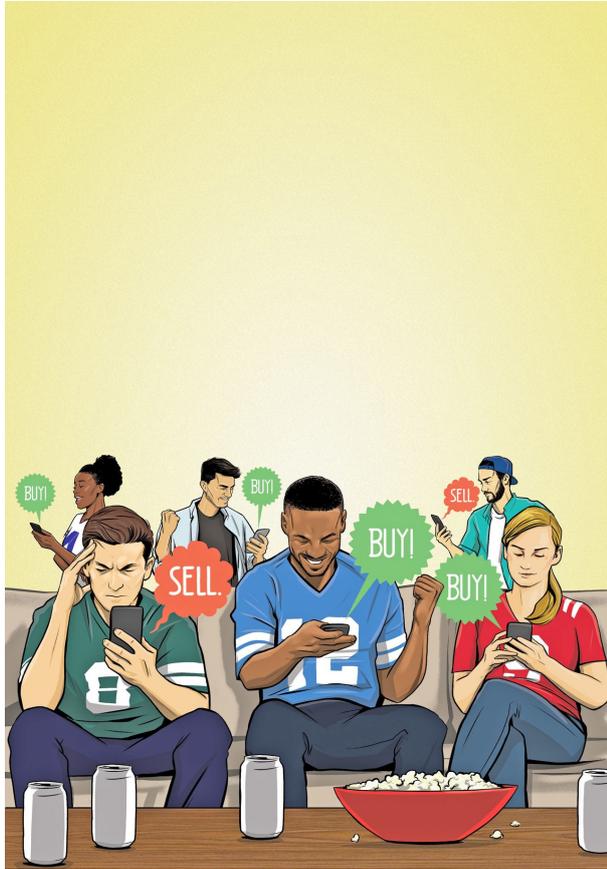


Illustration by Aaron Dana

ウォーレン・バフェット氏は、新型コロナウイルス感染症が広がる中で航空会社の株式を全て売却した。レンタカー大手のハーツ・グローバル・ホールディングス<HTZ>が5月22日に破産申請した直後に、カール・アイカーン氏は同社株を叩き売った。このような「スマートマネー」の発するシグナルは通常、株式市場からの逃避の引き金になる。しかし、新たに参入した若い投資家たちは、投資の大家への畏敬の念が年配の投資家ほど強くないため、通常とは反対のことが株式市場で起きている。最も激しく下落した銘柄が突然、はしゃいだデイトレーダーたちから熱狂的に買われたりする。このようなトレーダーの多くは投資の初心者だ。ソーシャルレンディング事業を手掛けるソーファイのアンソニー・ノット最高経営責任者（CEO）は、「投資家の新世代が始まったと思っている」と述べている。同社の投資商品の顧客ベースは今年150%増加した。

手数料無料のオンライントレードアプリのロビンフッドの口座数は2020年になって300万件以上増加し、今や1300万口座を上回る。顧客の平均年齢は31歳だ。ロックダウン（都市封鎖）と3月の株価急落がきっかけで何百万人という新たな投

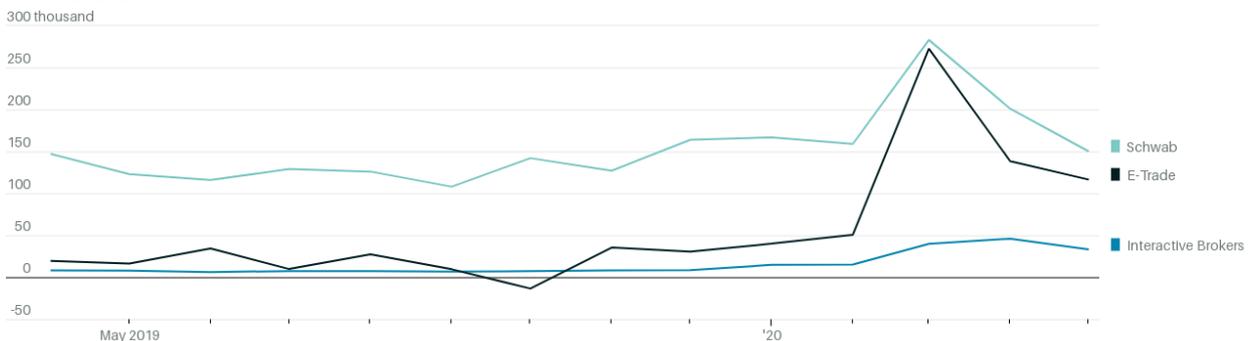
資家が口座を開設した。アプリのユーザーの一部は本来スポーツギャンブルやその他ギャンブルを好む層だが、これらが休業しているため代わりに投資しているようだ。

■ ソーシャルメディアが投資のきっかけに

Day Trade Believers

A wave of new trading accounts has been opened at online brokers this year.

New Accounts



Note: Schwab added 1.25M accounts this past May, which included 1.1M accounts it acquired from USAA. Etrade and Interactive Brokers report new accounts on a net basis. Source: Company reports

今年大学4年生になる予定のイワン・ジャクソン氏は、「全てが叩きのめされたのだから、これはチャンスかもしれない」と思い、ロックダウンのため自宅で退屈していたので、以前に開設しながらほとんど使っていなかったロビンフッドにログインしたという。これまでのところ、約3000ドル投資し、775ドル（26%）のリターンを得た。リターンの多くの部分は電気トラックのニコラ〈NKLA〉への投資によるもので、買うきっかけとなった情報源はウォール街のアナリストがほとんど引用することのないティックトック（モバイル向けショートビデオのプラットフォーム）だった。友人から送られてきたティックトックの動画がきっかけで、ニコラの燃料電池技術について調べ、電気自動車メーカーのテスラ〈TSLA〉に似ている点が気に入った。少し買うくらいなら危険な賭けでもないと思い、「21ドルで数株購入したところ、昨日は90ドルになっていた」という。

「ティックトックが最高の金融情報源だ」と彼は周りの人に冗談を言っている。6月11日の株価暴落も何のそので、ニコラの株を買い増した。さらに、ウーバー・テクノロジーズ〈UBER〉の株も押し目買いの好機と思って買ったという。「以前からウーバーを買う口実を探していたが、クラブハブ〈GRUB〉がウーバーによる買収を拒否して、ジャスト・イート・テイクアウェー・ドットコム〈TKWY.AS.オランダ〉との合併に応じるとのニュースと、株式相場急落が重なり、最高の買い時と思った」と述べている。

このような新しい投資家たちがどの程度相場を動かしたかに関する証拠はまちまちだ。キャピタル・エコノミクスによると、S&P500指数の出来高は3月に急増したものの、その後は低調だという。パークレイズのアナリストのライアン・プリクロー氏は、ロビンフッドの口座数の増加は株式のリターン低下に対応していると述べている。しかし、取引増加によって息も絶え絶えの状態から生き返った銘柄もある。

■ 叩き売られた銘柄を大挙して買う新世代投資家

新型コロナウイルスにより株価が急落したアメリカン航空グループ（AAL）は3月に出来高が増加し始め、その後加速した。ロビンフッドのユーザーのデータを掲載するウェブサイトであるロビントラックによると、3月にアメリカン航空を保有していたロビンフッドを利用する投資家は約1万5000人だったが、6月になると60万人以上に増加した。出来高は、2月前半の1000万株未満から6月5日の4億2800万株へと膨れ上がった。株価は2倍になり、3月以降に持ち続けた株主は報われた。

ハーツでも同様の現象が起きた。ハーツを保有するロビンフッドの投資家の数は、米国とカナダで破産申請するとの同社の発表があった5月後半から6月半ばまでの間に4倍増加して16万人以上となった。ジェフリーズで長年ハーツをカバーしてきたアナリストのハマザー・マザーリ氏は、株価はすぐにゼロになると確信し、破産申請の発表後すぐにハーツのカバーを中止した。しかし、株価は急騰し、時価総額は5億ドルを超えた。今や株式は無価値とは言えなくなり、ハーツはニューヨーク証券取引所の上場廃止の決定に異議を申し立てた。自己資本の価値が高まったことで債権者に対する力も強まったかもしれないとマザーリ氏は述べる。

同様に、石油・天然ガス生産大手のチェサピーク・エナジー（CHK）の株価が8日に182%も急騰した。負債が多い企業で、社債の少なくとも1本は1ドルにつき0.1ドルの価値しかない状態だ。個人投資家の取引急増がショートスクイーズのきっかけの一つになったとセントラスト・ロビンソン・ハンフリーのアナリスト、ニール・ディンマン氏は述べる。チャールズ・シュワブ〈SCHW〉のウォルト・ベッティンガーCEOは先月の年次株主総会で、「市場がストレス下にある時、通常であれば投資家は投資を控え、資金の新規流入や新規口座は減少するものだ」と述べた。2008年に同社の投資家は様子見姿勢だった。しかし今回は、「全く反対だ」。チャールズ・シュワブでは第1四半期に過去最高の60万9000人の新規顧客が契約し、3月だけでも28万3000人増加した（月単位では過

去2番目)。3月の1日当たりのトレードは前年同月比3倍増だった。

■ スリルを楽しむ若い投資家

チャールズ・シュワブではこの1年で若い顧客が増加した。2019年前半以降の新規顧客のうち40歳未満が半分以上を占めた。しかし、同社の広報担当者によると、最近の急増は全ての年齢層に広がっているようだ。若い世代はソーシャルメディアで会話する。ティックトックだけでなく、レディットやツイッターで株式の情報や冗談を交換する。最悪の損失を示す自虐的なチャートを投稿することさえある。ゴールドマン・サックスの元パートナーのジョゼフ・マウロ氏は、10歳の息子の友達が昼間は株のトレードに忙しくて、ビデオゲームの相手がいないとの冗談をツイッターに投稿した。

このような新しい投資家の取引高は目を引くものの、背後にあるセンチメントはよく知られたものだ。何世代にもわたり、若い人たち、特に男性はハイリスクのトレードによる興奮を楽しんできた経緯がある。失敗したとしても何十年も先があるから取り戻せると思っているからだ。このような熱狂はしばしば悪い結果をもたらす。最近の新規参入者の一部は必然的に痛い目に遭うだろう。しかし、若い世代は金融危機の中で育ち、2018年のビットコインの暴落の時にも熱狂の怖さを思い知った。実際、キャピタル・エコノミクスによると熱狂時に通常起きることが最近は起きていない。つまり、リターンを膨らませようとする信用取引を増やしていないのだ。

先ほどの大学生のジャクソン氏は、「700ドルが利益だとは思っていない。価格は変動するから、明日どうなるか全く分からない。26%も上昇したのは素晴らしいけれど、現実的ではなく、持続可能ではない」と述べた。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

4. 大混乱の新興国市場で異彩を放つ革新的企業 - Emerging Markets Are a Mess—Except for These Innovators

[新興国市場]

新興国市場投資は個別銘柄選択の時代に

■ 地理的な「新興国市場投資」の終焉（しゅうえん）



Illustration by Chris Philpot

台湾からトルコまで全く性格の異なる20以上の国・地域が新興国市場という名の下にひとくくりになれ、好調なコモディティ価格や中産階級の拡大に支えられて成長を続けると期待されていた時期があった。しかし、新型コロナウイルスによる危機で新興国市場は、少なくともこれまで考えられていたような単一の資産クラスとしては終わりを迎えるだろう。これらの市場はパンデミック（世界的流行）が始まる前から不調だったが、新型コロナウイルスの影響でさらに後れを取り始めている。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>は2018年と2019年にアンダーパフォームし、今年に入ってからマイナス13%と、米国市場のほぼ2倍の下落率になっている。投資家としては新興国市場に見切りをつけたくもなる。

しかし、それは間違いだ。広く新興国市場と分類されている中でも、踏みとどまり、成長を続ける力強い革新的な企業がある。これらの企業は世界レベルの企業であり、米国企業に引けを取らない素晴らしい成長を見せている。こうした企業のパフォーマンスが示しているのは、新興国市場投資はもはや国や地域別に投資するのではなく、個別銘柄を選択する時代になったということだ。

2010年代になり、新興国市場には新たな投資理由が加わった。新興国におけるイノベーション、とりわけテクノロジーの台頭だ。ここ数カ月、このテーマは注目を浴びている。エマージング・マーケット・インターネット・アンド・EコマースETF<EMQQ>は、3月の市場のパニックも振り払い、今年に入り約24%上昇している。新興国市場で魅力があるのは、基本的な消費者サービス業や製造業より、ハイテク企業や銀行業だ。ニューバーガー・バーマンの新興国市場戦略責任者、コンラッド・サルダーニャ氏は、「利益率の低いローテク企業は振るわない」と語る。

■ 中国のプラットフォーマーと中所得者層向け消費財企業

Innovators

Technology and banking companies in emerging markets are more attractive investments than basic consumer services and manufacturing firms.

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	2020E EPS	2021E EPS	2021E P/E	Market Value (bil)
JD.com / JD	58.82	67	1.28	1.96	30.1	86
HDFC Bank / HDB*	43.87	-31	1.92	2.40	18.3	72
MercadoLibre / MELI	866.43	51	-1.00	1.24	698.5	43
New Oriental Education & Technology Group / EDU**	128.76	6	2.78	3.87	33.2	20
PagSeguro Digital / PAGS	37.50	10	0.95	1.27	29.5	13

* Estimates for fiscal years ending March 2021 and March 2022; * Estimates for fiscal years ending in May; E=Estimate; Data as of 6/9/20
Source: FactSet

アイビー・エマージング・マーケット・エクイティ・ファンドのポートフォリオマネジャー、アディトウヤ・カプール氏は、パンデミックで、食料品配送などのサービスがアリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）<BABA>や同社のライバルであるJDドットコム<JD>の新しい収益源となる時期が早まったと語る。JDドットコムは、新興国市場で将来のテクノロジーを構築している数少ない企業の一つだ。もともとは電化製品や家電製品の販売が強みだが、食品分野で急速に成長しており、他の商品分野にも参入する計画である。同社の株価は2020年に入り既に約64%上昇しており、予想株価収益率（PER）は約38倍とアリババの約26倍よりも高く、バリュエーションを見ると割高感がある。しかし、中国の消費者のオンラインショッピングへの移行は今後も続く兆候を見せており、今月の記念セール売り上げが好調なら、株価はさらに上昇する可能性もある。

教育サービス事業を展開するニュー・オリエンタル・エデュケーション・アンド・テクノロジー・グループ<EDU>は、新型コロナウイルスによるロックダウン（都市封鎖）の期間中に約1400の実店舗を数週間でオンラインに移行させ、カバーする市場と競争力を拡大した。コロンビア・スレッドニードル・インベストメントで新興国市場株式のグローバルヘッドを務めるダラ・ホワイト氏は、「学習や消費の自宅シフトは現実に起きており、その結果、根本的に強くなる企業が出てくる」と語る。同社の直近の米国預託証券（ADR）株価は約129ドルで、新型コロナウイルスによる下落からは既に回復し、今年に入り6%上昇している。実店舗については、中国のほとんどの省で再開されているが、海外における受験準備サービスやコンサルティング業務の再開にはまだ時間がかかる見通しだ。

中国強気派の興味を引く可能性のある選択肢としては、乳児用粉ミルクを生産するチャイナ・フェイヘ（中国飛鶴）<6186.香港>や中国版ナイキのリー・ニン（李寧）<2331.香港>など、中国ミドルクラス向け消費関連企業に投資をするミレー・アセット・エマージング・マーケット・グレート・コンシューマー・ファンド<MICGX>がある。新興国市場が好調だった昨年は27%と大きく上昇し、この6週間で大きく反発したことを受けて、今年に入ってからの下落も約4%にとどまって

いる。

チャイナ・フェイへの株価は、昨年11月の新規株式公開（IPO）以降、4月下旬までに2倍以上となった。IPO後のロックアップ期間終了で5月に大きく値を下げたものの、株価は回復を始めている。他、MSCI指数構成銘柄に加えられた。株価が堅調な背景には売り上げ、利益ともに好調なことがある。リー・ニンも今年後半には再び急成長するはずだ。店舗は再開しており、アナリストは、2023年までに売り上げは倍増し、利益は2.5倍に成長すると予想している。株価は今年に入り約7.5%上昇している。

■ 台湾および韓国の半導体メーカー

革新的で急成長中のハイテク企業が中国に多いのは確かだが、台湾と韓国にも有力な投資候補企業がある。投資会社フロントベル・クオリティ・グロースで新興国市場ポートフォリオマネジャーを務めるブライアン・バンズマ氏は、世界中が次世代通信規格「5G」への移行を加速させる中、パンデミックで起きたデジタル処理容量の逼迫（ひっばく）は、アジア半導体製造大手の台湾積体回路製造（TSMC）〈TSM〉およびサムスン電子〈005930.韓国〉にとって追い風になると語る。

TSMC、サムスン、および同社の韓国ライバル企業SKハイニックス〈000660.韓国〉は、今年ほぼ損益分岐点まで回復しているが、さらなる改善も可能だろう。バンズマ氏は、コンピューターやスマートフォンの中枢神経である、いわゆるロジック半導体で先頭に立つTSMCを推し、「TSMCはこの分野における最高の企業で、2位のサムスンを大きく引き離している」と語る。

ニューバーガーのサルダーニャ氏は、サーバーやクラウドストレージの拡張で大量に必要となるメモリーチップに強いサムスンとハイニックスを愛好しており、「今やメモリーは韓国企業が支配し、米国のマイクロン・テクノロジー〈MU〉がリードする時代は終わった」と語る。

SKハイニックスの事業は世界の半導体業界でも循環性の高い領域で、同社の売り上げは2018年に34%増加した後、メモリー市場における価格と数量の減少により2019年には33%減少した。ウォール街は、今年はクラウドコンピューティングからの需要と5G対応スマートフォンへの更新サイクルにより、価格、数量ともに安定するとみている。

■ 中南米のプラットフォーマー

中南米の2大市場であるブラジルとメキシコの1人当たり国民所得は中国と同水準にあるが、経済の成長やハイテク分野における多様化では大きく遅れている。ここ数週間は株式市場も回復しているが、カプール氏によれば、アジア以外の市場では再度投資ができるような見通しや信頼感はない。

とはいえ、中南米にも魅力的で革新的な企業は存在する。インベスコの新興国市場株式担当最高投資責任者（CIO）であるジャスティン・レベレンツ氏は、ブラジルを本拠とするオンライン決済プロバイダーのパグセグロ・デジタル〈PAGS〉に、同氏にとって最大のパンデミック投資を行った。同社の米国上場株は3月下旬に付けた底値の2倍を超える水準まで反発し、同国の通貨レアルが20%下落したにもかかわらず、今年に入ってからのパフォーマンスは約7%の上昇となっている。ブラジルのレストランや店舗が新型コロナウイルスにより閉鎖されていて、同社を支える販売時点情報管理（POS）モバイル決済システムが使用されないため、通年の業績は悪化せざるを得ないものの、決済件数は急速に回復しつつあり、5月28日の第1四半期決算発表によれば、パンデミック前と比較して86%の水準まで戻っている。

中南米で傑出したハイテク企業であるもう1社は電子商取引プラットフォーム企業のメルカドリブ

レ<MELI>で、同社はアルゼンチンに本拠を置くものの、事業はほとんどブラジルで行っている。消費者が在宅を強いられた結果、第1四半期の商品総販売量は前年同期比で34%増加し、株価は今年に入り55%上昇している。同社の決済プラットフォームであるメルカドパゴは競合のpagseguroと同様に、この数カ月で取扱件数が増加している。中南米における電子商取引は米国や中国と比較すれば大きく遅れているが、ブラジルの電子決済市場は十分な速度で成長しており、同国政府は新型コロナウイルス緊急援助金の給付をメルカドパゴおよびpagseguroを通じて実施することも検討している。

■ インドの新興IT企業と住宅ローン銀行

インドは市場全体の魅力の点では中南米と東アジアの中間に位置する。シャドバンキング（影の銀行）業界で破綻が続き、パンデミックによる混乱が起きる前から経済は失速していた。しかし、同国の巨大な若年人口の長期的な成長性は魅力的で、株価が下落している革新的企業には豊富な成長機会が存在する。

バンズマ氏は、インドのシリコンバレーであるバンガロールを中心としたIT企業に注目している。これらの企業は世界中に顧客を持ち、通貨ルピーの下落により経費は相対的に減少している。同氏が有望視しているのが新興企業のHCLテクノロジーズ<HCLT.インド>で、伝統的な大手企業タタ・コンサルタンシー・サービスズ<532540.インド>およびインフォシス<INFY>を急追している。「HCLは下請けサービス業から最上位のサービス企業となり、バリューチェーンの上流へと移動を続けている」と同氏は言う。株価は4月1日以降、40%以上急伸し、年初来でもわずかながら上昇している。過去、買収が続いたことで、経営体力をそがれるとともに利益率やフリーキャッシュフローの下押し要因ともなり業績が安定しなかったが、最近、ハイブリッド・クラウド・プロジェクトで成功するとともに、デジタルトランスフォーメーション分野での受注に注力することで成長が加速している。新型コロナウイルスによる混乱で今年度の業績には影響が出るだろうが、アナリストは、同社が来年は反発し、業界トップクラスの成長を遂げると強気の予想をしている。

インドの銘柄で掘り出し物となる可能性があるのはHDFC銀行<HDB>で、将来の何百万人という住宅購入者に住宅ローンを提供する先駆的企業だ。ニューバーガーのサルダーニャ氏は、「インドではマイホームは自分の城だ。延滞率は極めて低く、同行の株のバリュエーションは極めて妥当な水準だ」と言う。

新興国市場という名の広く明確な形のない存在には、過剰債務、無謀な経営、無気力経営など、あらゆる問題が存在し得るが、注意深い投資家であれば、米国市場と同様、将来性に確信を持てる企業を探し出し、市場の混乱の中で投資機会を見出すこともできる。コロンビアのホワイト氏は、「われわれは、革新し、より強力になって危機を抜けられる企業を探している。そうした企業が将来保有したいと思う企業に成長するからだ」と語る。

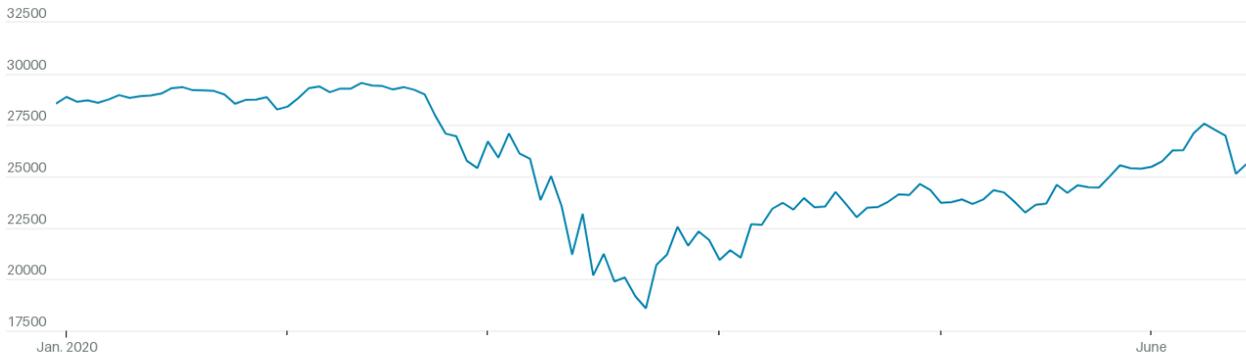
By Craig Mellow and Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

5. NYダウは1500ドル以上の値下がりとなったが、恐れることはない - The Dow Fell 1505 Points for the Week. Why Investors Shouldn't Fret. 新規の悪材料が出たわけではなく、回復過程でのスピード調整と考えるべきだ

[米国株式市場]

■ 3月以来の大幅下落

Dow Jones Industrial Average



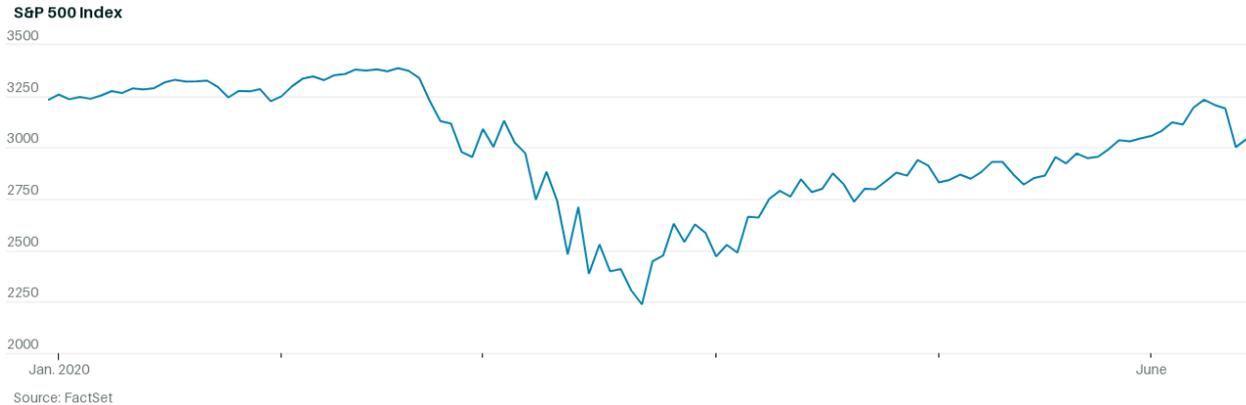
Source: FactSet

3月下旬に株式市場が上昇トレンドに入ってから、弱気派が待ち望んでいた大きな押し目がようやく実現した。しかし先週の5日間で、景気敏感株を中心とした上昇トレンドに対する信念を揺るがすようなことは、投資家には感じられなかったようだ。

この見方は、先週の主要株価指数の動きと矛盾しているように見えるかもしれない。先週、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は5.6%下落して2万5605ドル54セントとなり、サーキットブレーカーが複数回作動した3月第3週以降で、週間ベースとしては最悪となった。NYダウが木曜日に一気に1862ドル（6.9%）下落した後、引けにかけてなんとかプラスを維持した金曜日の反発がなければ、3月よりも悪い結果だったかもしれない。ナスダック総合指数は週初に3日連続で史上最高値を更新した後、2.3%安の9588.81で引けた。S&P500指数は4.8%安の3041.31、小型株のラッセル2000指数は7.9%安の1387.68で週末を迎えた。

株式市場の上昇一服の要因として、特に新たな出来事や予想外のことはなかった。水曜日に米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は、市場の急速な回復とは対照的に、雇用と経済活動が以前の水準に戻るまでの道のりは長く、ゆっくりとしていることを強調した。確かにショックをもたらす発言ではある。一方、新型コロナウイルスの症例数が米国の各州や米国外で増加している。しかし、全50州で経済の再開が始まり、多くの都市で大規模な集会やデモが行われた後であれば、新型コロナウイルスの症例数が増加する可能性が高いことは考えられていたことだ。

■ この調整は自然な流れ

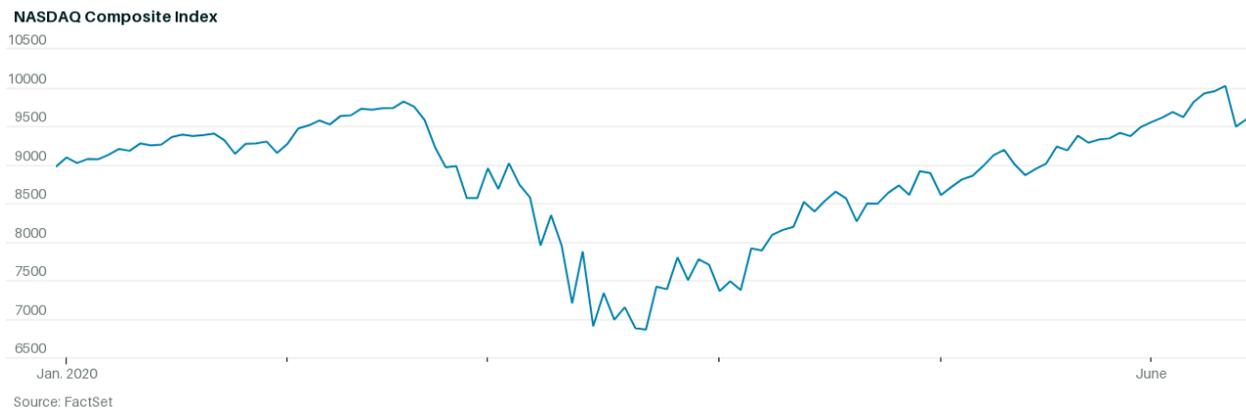


それでも、3月下旬から市場が40%以上の急騰を見せ、新型コロナウイルスの影響を最も受けると思われた銘柄の多くがわずかに数週間で底値から2倍以上になったことから、買われ過ぎの状態での調整がなされた可能性が高く、先週の注意喚起がきっかけになったと思われる。

ただ、これらの注意喚起は調整のきっかけにはなるものの、それ以上の深刻なものではない。なぜなら、FRBからの潤沢な流動性の供給、経済データに今後の改善が期待されること、そして消費者や企業が新型コロナウイルス後の世界に生活やビジネスを適応させていることなど、ここ数週間の市場の上昇要因がほぼすべて残っているからだ。これらを勘案すると企業業績の改善という結論につながり、高いバリュエーションを正当化している。

新型コロナウイルスに関しては、今後数週間は症例数のデータが注目され、特に良い日や悪い日には値動きが大きくなることを見込まれる。しかし、米国の知識、能力、優先順位の状況は2月や3月の時とは大きく異なっており、経済的な影響はそれほど悲惨なものにはならないと思われる。

■ ストラテジストの見方



モルガン・スタンレーで米国株式のチーフ・ストラテジストを務めるマイク・ウィルソン氏は「第二波への対処法は、第一波への対処法とは全く異なるものになると考えており、経済的な観点では、第一波ほどは厄介ではないはずだ」と述べる。

これは、今後の景気後退の深刻化を見越して、ディフェンシブな銘柄や業界に重点を置くという推奨でもない。ウィルソン氏は3月下旬に、景気回復の初期段階で恩恵を受ける銘柄で質が高く大幅な割安になっている銘柄を幅広く買うことを推奨していた。これは良い判断で、こうした銘柄はその後の上昇局面で最も上昇した銘柄群の一部となった。モルガン・スタンレーは、今年後半に急速な

景気回復が続くと予想している。ウィルソン氏は、顧客に対して景気敏感株へのエクスポージャーを高めることを先週助言し、資本財と素材セクターをオーバーウエートに引き上げた。

同氏は木曜日の急落は気にしておらず、「株価下落や調整は今後の展開にプラスとなる。当社の戦略では、こうした調整局面でより景気敏感なセクターにシフトする」と述べる。具体的には、割安で景気循環のレバレッジが利く銘柄として、大手自動車メーカーのゼネラル・モーターズ<GM>、リテール金融のシチズンズ・ファイナンシャル・グループ<CFG>、大手化学品メーカーのライオンデルバセル・インダストリーズ<LYB>などを挙げた。

感染第二波によるロックダウン（都市封鎖）よりも大きなリスクは、議会が夏の休会前に給与保護プログラム（PPP）向けの資金調達を延長しなかったり、失業給付を増額しなかったりすることかもしれない。FRBが提供する流動性と低金利に加えて、投資家は景気回復までの長い間、これらの財政措置が続くと期待している。実現を促す形で市場が大幅に下落する可能性はあるものの、法案は最終的に可決すると考えられる。

ただし、より長期的な見通しにともなう不確実性を軽視すべきではなく、テールリスクは大きい。また、最近の市場のような甘美な高値が永遠に続くことはないだろう。最終的には、3月や4月に深刻な落ち込みを見せていた経済データの前月比での改善の動きからは輝きが薄れ、新型コロナウイルス流行前の水準に戻るかどうか投資家の焦点は移ると思われる。その場合、悲観的な見方が広がり、実体経済が株式市場に追い付くまで上昇基調が一時停止する可能性がある。ただし、現在はまだそこまで行っていない。

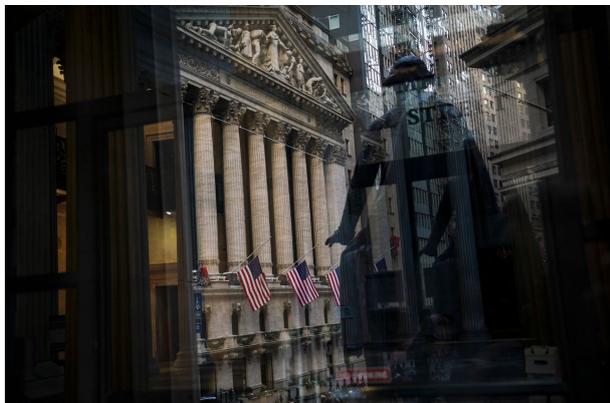
クレディ・スイスの米国株式チーフ・ストラテジストであるジョナサン・ゴルブ氏は「現在の株式市場は経済再開のニュースに夢中になっている。これまでの80%や90%の水準には素早く上昇すると思われるものの、最後の一押しはもっと難しく、投資家は最終的にそこに注目するようになる」と述べる。ただし「市場は現時点では順を追ったこの回復状況に注目しており、その状況が続く限り、小型株が大型株をアウトパフォームし、バリュー株がグロース株に勝ち、景気敏感株の状況が改善すると思われる」と指摘する。もちろん、どこまで続くか予想するのは難しい。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

6. 株価急落、市場はまだ心を決めかねている - Mr. Market Can't Seem to Make Up His Mind FRBの流動性供給がもたらす破天荒

[米国株式市場]

■ 破産申請したハーツが新株売り出しを承認される



Drew Angerer/Getty Images

市場がいつも正しいのなら、なぜ調整があるのだろうか。先週はそのことを考えさせられた。11日の木曜日には、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は約7%下落し、他の主要株価指数も急落した。経済が順調に再開していけば、景気回復が予想通りV字型回復になるとの心地よい期待を抱いていた投資家の考えを正したように見える。主要株価指数はどれも、従来から言われる調整の定義とされる10%の下落には至らなかったものの、小型株のラッセル2000指数は7.6%急落したことで、3日間の下落率は11.8%となり、この基準を満たした。

市場は間違っているのではないかと思えたのは、下落した銘柄は反発するに違いないという前提に基づき、一見価値のない銘柄も買い上げられたことだった。レンタカー会社のハーツ・グローバル・ホールディングス<HTZ>は、破産を申請したにもかかわらず、先週の週明けに100%を超える急騰を見せる場面があった。破産した企業の資本価値はゼロであるはずであり、市場はハーツの負債価値を1ドル当たり30~40セントとすることで暗黙のうちに同意したかに見えた。もし株式に価値があるとすれば、負債は額面に近い評価になるはずだ。ハーツは、こうした不整合についてとやかく言うのではなく、最大10億ドル相当の新株を売り出すことを認めるよう12日金曜日に破産裁判所に求めた。このニュースを受けて実際に株価は上昇したが、これは、通常なら株主に持ち株の希薄化をもたらす新株売り出しの影響とは対照的な様相であった。しかし、裁判所が増資計画を承認した時間外取引では、株価はいくらか値を下げた。

こうした破天荒なことが起きるから、スマートマネーは債券市場にあると言われるのかもしれない。エネルギー会社のチェサピーク・エナジー<CHK>も同じような状況にあり、株価は10ドル台から60ドルまで上げた後に再び元の水準に戻ったが、同時に同社の負債も大幅に割り引かれて取引された。本誌のアビ・サルツマンが指摘するように、こうしたジェットコースターのような株価変動は、なぜかと理由を問うことなく、値動きのみに基づいて取引を行うアルゴリズム・トレーダーの売買を引き起こした可能性がある。

■ FRBの流動性供給がもたらすもの

米連邦準備制度理事会（FRB）による過剰な流動性の供給によって、株式市場や信用市場では、明らかにさび付いた多くの船が沈まずに何とか持ちこたえている。ドイツ証券のチーフエコノミストであるトルステン・スローク氏によれば、新型コロナウイルス危機の前でさえ、超低金利により、債務返済額が利益を上回る状態に陥ったゾンビ企業が急増していた。金融危機以降、米国におけるゾンビ企業の割合は3倍ほどに増え、米国企業全体の18%を超えた。生産性の低い企業に資源が流れ込み、生産性の高い企業から投資や雇用をそらし、全体の成長を低下させるので、ゾンビ企業を存続させるにはコストがかかると同氏は言う。

しかし、豊富で安価な資金は、電気・燃料電池トラックのパイオニアであるニコラ<NKLA>のよ

うな新規参入者でさえ、その株式時価総額を230億ドルにまで押し上げた。今のニコラには、利益は言うに及ばず、まだ受注や製造設備もないが、信奉者は明らかに同社を次のテスラ<TSLA>とみているようだ。テスラの株価は、先週一時は1000ドルに達した。

市場はまた間違うだろうか。パンデミック（世界的流行）の震源地であるニューヨーク市が、先週ようやく再開を始めた直後に、新型コロナウイルス感染者数の再増加が懸念されて、市場の熱狂は水を差された。先週のNYダウ、S&P500指数、ナスダック総合指数は、それぞれ5.55%、4.78%、2.30%下落し、3月中旬以来で最大の下げ幅を記録した。米国債利回りも、5月雇用統計の予想外の好転を受けた上昇から低下に転じた。ベンチマークの10年債利回りは1%を試す動きを見せていたが、0.71%で引けた。

■ 見掛けより個別株の動きは強くない

巨大なテクノロジー企業が支配する主要株価指数は、平均的な株式の強さを過大評価する傾向がある。ルイズ・ヤマダ・テクニカル・リサーチ・アドバイザーズの代表を務めるルイズ・ヤマダ氏によると、ニューヨーク証券取引所上場銘柄の50%以上が200日移動平均を上回ることができていない。株価は2018年後半に下落した後に見せたような回復力を示していない。その代わり、多くの個別銘柄は「弱気相場の中での一時的な反発」を見せている。全体として市場は値固めの局面にあるため、「心にはいつも損切りの水準」を決めてリスクをコントロールすべきだと、同氏は言う。

キャピタル・エコノミクスのジョン・ヒギンズ氏によると、新型コロナウイルスの第2波が、今の株価にとって最大のリスクである。楽観的な見通しによれば、年末までにワクチンが開発されるかもしれないが、このウイルスが長期にわたって封じ込められる可能性は低い。株価のさらなる上昇には、ウイルスを合理的にコントロールすることが必要だと、同氏はみている。

ポートフォリオと公衆衛生の両方が、マスク着用によって守られるかもしれない。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. ナスダック総合指数の最高値更新はおおむね妥当 - Tech Stocks Took a Victory Lap — and It Was Mostly Deserved

[ハイテク]

一方で、ハイテク規制への新たな関心が株価に影響を及ぼし始めている

■ ハイテク大手5社の強さが際立つ



Photograph by Justin Sullivan/Getty Images

先週、ナスダック総合指数が初めて10000の大台を突破する局面があった。アップル<AAPL>とマイクロソフト<MSFT>の時価総額はいずれも6月10日の取引終了時点で米国企業として初めて1兆5000億ドルを上回った。

マイクロソフトはビル・ゲイツ氏、アップルはスティーブ・ジョブズ氏という創業者によって土台が築かれた。両氏がコンピューティングの歴史の中で最も重要な人物であることは間違いない。だが驚くべきことに、両社の企業価値の大半は後継の最高経営責任者（CEO）の下でもたらされている。アップルの現在の市場価値の86%が2011年のティム・

クック氏のCEO就任以降、マイクロソフトは80%が2014年のサティア・ナデラ氏のCEO就任以降に創出されたものだ。企業にとって偉大なリーダーを見つけることが最も重要な使命である。

筆者はこのコラムで以前、アップルとマイクロソフトにアマゾン・ドット・コム<AMZN>、アルファベット<GOOGL>、フェイスブック<FB>を加えた大手ハイテク5社が、新型コロナウイルス危機を乗り切ったときにさらに強くなっているだろうと書いた。この数カ月間の値動きはその見方を裏付けており、これら5銘柄はいずれも年初来で上昇している（平均で17%の上昇、S&P500指数は6%の下落）。

■ バリュエーションはバブルの領域に突入

しかし、ハイテク株のバリュエーションはバブルの領域にある。マイクロソフトの現在の時価総額は2020年度の売上高の10倍だ。この株価売上高倍率（PSR）は筆者に、インターネットバブル最盛期だった2002年にサン・マイクロシステムズのCEOだったスコット・マクネリ氏が発した伝説的な発言を思い起こさせた。同氏はこのとき、同社のPSRを10倍に押し上げた投資家の想定はばかげているとたしなめた。

筆者は先週、マクネリ氏に連絡を取った。同氏が投資家に自制を強く求めることを予想していたが、当てが外れた。同氏はかつてのサン・マイクロと現在のソフトウェア主体のハイテク大手との違いを強調したうえで、「市場はハードウェアではなくクラウドベースのシナリオを積極的に評価する傾向がある。重要なポイントは、クラウド銘柄の多くは粗利益率が非常に高いことだ」と指摘した。

とはいえ6月11日、ナスダック総合指数が5%超下落する中、大手ハイテク5社の株価も下落し、アップルとマイクロソフトの時価総額は1兆5000億ドルを下回る水準に戻った。この株価下落は、新規株式公開（IPO）の急増をはじめとして市場が過熱している可能性があることを想起させた。ただし、アップルとマイクロソフトについてはやがて1兆5000億ドルの大台を再び突破すると筆者は予想している。

■ グラブハブとウーバーイーツが事業統合を断念、背景にハイテク規制への関心

先週は、ハイテク規制への新たな関心が株価に実際にどのような影響を及ぼし始めているのかを明確に示す出来事があった。発端は、料理宅配大手のグラブハブ<GRUB>がアムステルダムに本社を置くジャスト・イート・テイクアウェー・ドットコム<TKAYY>による買収提案の受け入れに合意したことである。ただし、この組み合わせは、米国の料理宅配市場が直面している最大の問題、すなわち過当競争によって業界の利益が削られるという問題に対処するためのものではない。

グラブハブにとってジャスト・イートは最優先の合併相手ではない。グラブハブは1カ月以上にわたり、同業のウーバーイーツを運営するウーバー・テクノロジーズ<UBER>と交渉していた。この事業統合が実現すれば、米国市場の半分を占有する料理宅配サービス企業が生まれ、米国の主要企業は3社に減るはずだった。では、何が起きたのか。

ウーバーとグラブハブは、規制当局からの反発により、事業統合が承認される可能性は低いと考えたようだ。4人の民主党上院議員は既に、レストランおよび食堂への潜在的な悪影響を調査するよう司法省と連邦取引委員会（FTC）に求めていた。両社の取引は規制リスクによって葬り去られたのである。グラブハブは、事業者数を減らす代わりに、より積極的な競争が可能になるよう資本注入を受ける。ジャスト・イートの株価は取引発表後の2日間で16%超下落し、ウーバー・テクノロジーズは先週13%下落した。グラブハブは横ばいだった。

ところで本誌は6月12日、料理宅配のドアダッシュが近い時期にティー・ロウ・プライスとフィデリティから（そして恐らくは既に出資しているソフトバンク・ビジョン・ファンドからも）新たな資金調達を行うとするウォール・ストリート・ジャーナル紙の報道の裏を取った。新たな資金調達によってドアダッシュの評価額は150億ドルを超え、同社はIPOに近付くだろう。ドアダッシュの資本増強と競争力の強化は、低価格の宅配サービスを探している利用者にとっては良いニュース、料理宅配銘柄を保有する投資家にとっては悪いニュースである。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

8. 中国株はまだ投資する価値あり、ETFで的を絞る - China Stocks Are Still

[ETF]

Worth Buying. ETFs Offer A Targeted Way
米中対立激化でも、ウォール街は中国株に強気

■ 中国の成長見込み、依然強い



VCG/Getty Images

今、中国株に投資するには注意が必要だ。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）による影響で、中国経済は今年の第1四半期、少なくとも過去30年で初となる四半期でのマイナス成長を記録した。米中対立は経済面でも政治面でも激化している。コーヒーチェーンのラッキンコーヒー（瑞幸珈琲）＜LK＞の粉飾決算問題は、同国が依然、信用および説明責任の点で問題を抱えていることを、改めて浮き彫りにした。モーニングスターによると、3月から5月の3カ月で中国株に投資する米国の上場投資信託（ETF）から、運用総額の約10%に相当する20億ドル超の資金が流出

した。

ウォール街関係者の多くは、それでも中国の長期的成長について楽観的な姿勢を維持する。新型コロナウイルスによるロックダウン（都市封鎖）を他国に先駆けて解除した後、中国では巨大な消費者市場からの需要が増大している。急成長するハイテク企業にも事欠かない。ヴァンエックでETFの責任者を務めるエド・ロペス氏は「中国経済は巨大で世界への影響は大きく、無視することはできない」と語る。

ただ投資家にとっては戦略が必要だ。中国、台湾、香港に本拠を置く企業の株式に投資する40本近くのETFが取る手法は、どれも大きく異なる。

中国株に対する安価で多様性のあるエクスポージャーを提供するETFがあるが、そのパフォーマンスはターゲットを絞ったETFに比べ、ぱっとしない。運用総額56億ドルのiシェアーズMSCIチャイナ＜MCHI＞は600超の銘柄を保有するが、今年の運用成績は横ばいである。香港取引所に上場する大企業50社に投資する、総額31億ドルのiシェアーズ中国大型株＜FXI＞は6.6%下落している。その主な理由は、電子商取引大手の阿里巴巴・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）＜BABA＞、同業のJDドットコム＜JD＞といった米国市場に上場する大企業を除外していることだ。中国建設銀行＜939.香港＞や中国平安保険＜2318.香港＞といった苦戦中の金融株に対するエク

ポージャーが大きいことも、成績低迷の一因である。

■ 成長期待大きいハイテク、バイオ医薬品

成長力が大きい業界の株式に狙いを絞るのが得策かもしれない。20億ドルを運用するクレーンシェアーズCSIチャイナ・インターネットETF<KWEB>は、ハイテクと一般消費財にまたがる45社に投資しており、勃興する中産階級に支えられた中国の力強い内需から恩恵を得ている。同ETFは年初来で15.7%の上昇、過去5年間で年率6.3%の上昇となっている。

運用規模7億1500万ドルのインベスコ・チャイナ・テクノロジーETF<CQQQ>はその倍の企業に投資するが、主要銘柄は電子商取引・フードデリバリープラットフォームのメイトゥアン・ディエンピン（美团点评）<3690.香港>やインターネットサービス大手のテンセント・ホールディングス（騰訊控股）<700.香港>など、似通っている。インベスコ・チャイナ・テクノロジーETFは消費関連よりもハイテクに重点を置いているため、アリババ、JDドットコム、電子商取引企業ピンデューオデュオ（拼多多）<PDD>は保有していない。このため、過去3カ月にこれらの株価が急騰した際、同ETFの上昇率はクレーンシェアーズCSIチャイナ・インターネットETFに10%ポイントの差をつけられたが、過去5年間の上昇率は年率で2%ポイント上回っている。

バイオ医薬品も中国で高成長が期待される業界だが、リスクも高い。2018年に上場した3本の中国ヘルスケアETFのうち、最も堅調なのが、6700万ドルを運用するクレーンシェアーズMSCIオール・チャイナ・ヘルスケア<KURE>で、過去1年で47.7%上昇した。

■ 知名度低い有望銘柄も

中国株をどの市場で保有するかは、長年の議論の的である。人民元建ての中国国内市場A株を利用すると、中国政府による市場介入の危険があり、米国預託証券（ADR）を介した米国市場での保有は、トランプ政権による上場廃止リスクにさらされる。

1億7400万ドルを運用するインベスコ・ゴールドデン・ドラゴン・チャイナETF<PGJ>は年初来で8.9%上昇している。同ETFは、ADRのみで中国最大級の優良銘柄に投資する。A株を選好する投資家のためには、Xトラックーズ・ハーベストCSI300中国A株ETF<ASHR>がある。

もう一つの選択肢として運用規模3000万ドルと小型のヴァンエック・ベクトル中国AMC中小企業・創業板ETF<CNXT>がある。これは深圳（セン）市場の中小企業板と中国版ナスダックの創業板（チャイネクスト）に上場する100銘柄を対象とする。構成銘柄の米国での知名度は低いが、同ETFは年初来7.5%上昇している。

ただヴァンエックのロペス氏によると、ドルが対人民元で下落すると、株式が上昇しても米国の投資家が損失を被る可能性がある。

By Evie Liu
(Source: Dow Jones)

9.

FRBは楽観的 — 議会がより多くを提供する限り - The Fed Is Optimistic—If

[フィーチャー]

Congress Does More Now
カギを握るのは米議会の対応

■ 米議会に求められる三つのポイント



Getty Images

多くの人々は見落としたようだが、米連邦準備制度理事会（FRB）高官はコロナ危機後の米国経済の見通しに楽観的だ。経済成長率、失業率、金利の最新予測において、金融政策当局者全員が、ここ6カ月間にさまざまなことが起きたにもかかわらず、「長期的」な見通しは昨年12月時点から変わっていないと考えている。FRB高官によれば、新型コロナのトラウマは米国経済に恒久的な爪痕を残すものではない。

ただし、FRBの楽観主義は米議会が支援策の強化に意欲的であることを前提としている。議会がコ

ロナ抑制の勝利宣言を早まったり、財政赤字が急増する中で財政支出を抑えたりすれば、パウエルFRB議長が10日に指摘した通り、数百万人の米国人が「雇用市場との接触を失い」、「多くの優良企業が恒久的に廃業する」。「コロナウイルス支援・救済・経済安全保障（CARES）法」は何兆ドルもの資金支給を盛り込んでいるが、十分とは言えない。打撃の長期化を避けるために、米国経済には「さらなる支援が必要だ」とパウエル議長が述べたのはそのためだ。

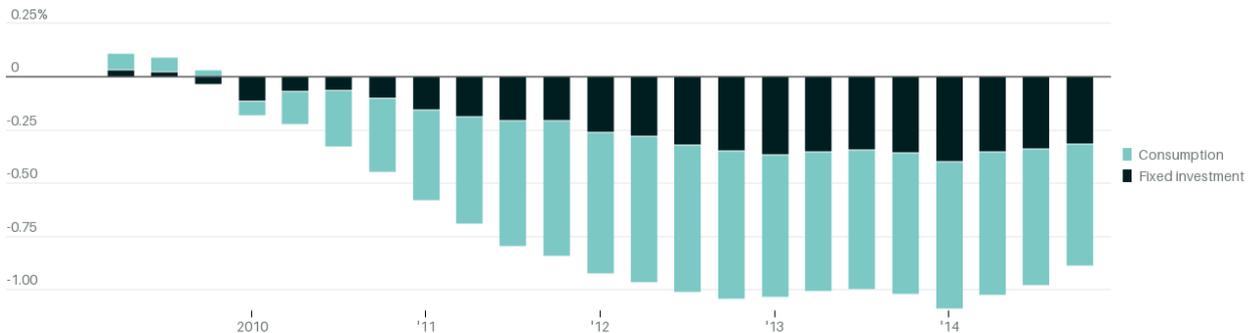
コロナ危機による打撃の長期化を回避するために、議会には次の三点が求められる。

■ 失業手当の給付期間の延長

The Cost of Austerity

Budget cuts shaved more than 1% off U.S. economic growth from 2009-2012.

Cumulative impact on GDP of changes in state and local government spending



Source: Bureau of Economic Analysis; Barron's calculations

5月の雇用統計で非農業部門就業者数は前月比250万人増と予想外の大幅な増加を示したが、雇用統計が1、2回良好な結果を示したところで、「回復ペースが最も遅い分野で働いていた数百万人の人々」にとっては十分な支援にはならない。カジノの従業員から食料品の配送ドライバーに転職するといったケースは社会にとっては望ましいかもしれないが、他の多くの人々は医療状況が改善するまで就労を待たなければならない。そのような人々が支払いを済ませ、財やサービスを購入し続けられるように資金を支給すれば、他の分野の雇用も支えられ、最終的には代替策より安く済むことになる。

これがCARES法に含まれる「パンデミック失業補償」の支給を正当化する理由だ。給付金の週600ドルの増額は、平均的な賃金を得ていた労働者が失業後もその生活を維持できることを想定しているが、この給付金増額は7月31日で打ち切られる。その期日を過ぎれば所得支援は大幅に減額されるため、失業者は消費を削減するしかなく、他の分野の経済活動も下押しされる。これは消費がなお低迷し、米国の大半の地域で依然として新型コロナウイルス感染症が拡大している時期には大打撃となるだろう。

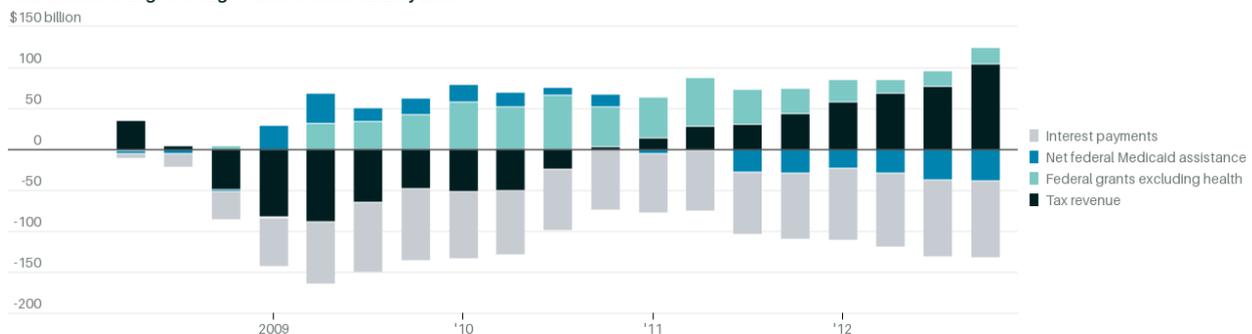
最も直接的な解決策は、コロナ危機が終わるまで所得を支援できるように緊急措置の期間を延長することだ。マイケル・ベネット上院議員（民主党、コロラド州）とジャック・リード上院議員（民主党、ロードアイランド州）は、それぞれの州やテリトリーが地元の感染状況と失業率に応じて給付期間を調整することを提案した。議会はこの提案とは異なる方向の議案を採択するかもしれないが、地域の状況に応じて支給期間を判断するという考え方は、期限が一律的に設定された現在の制度を大幅に改善するだろう。

■ 企業へのさらなる資金供給

Under Pressure

State and local government budgets were squeezed hard in the last crisis by lower tax revenue, higher interest payments, and insufficient federal aid.

Cumulative change in budget factors since January 2008



Source: Bureau of Economic Analysis; Barron's calculations

数百万人の失業者問題以上に危険なのは、売上高の一時的な減少が広範な企業倒産につながり、その結果、経済回復が数年間遅れることだ。米国経済の価値の多くは、労働者と経営陣を複雑な文化、ヒエラルキー、業務プロセスによって運営されるネットワークに結束させる企業にある。企業が倒産すれば、そのネットワークが解消される。倒産したのが非効率な企業であれば、それは社会にとっては好ましく、経済学者ヨーゼフ・シュンペーターがこれを「創造的破壊」と呼んだのは周知の通りだ。だが、現在の状況は「不必要で避け得た企業倒産」を引き起こしかねない「自然災害のようなもの」だと、パウエル議長は指摘している。これは単に「破壊的破壊」であり、誰にとっても損失となる。

給与保護プログラム（PPP）によって、これまで多くの企業が倒産を回避してきたが、このプログラムは数カ月以上にわたる継続的な適用を意図していなかった。重要なのは、企業が2.5カ月分の給与に相当する額以上の返済免除条件付き融資を得ることはできない点だ。これでは不十分であり、新型コロナウイルス感染症の最近の推移を踏まえればなおさらそう言える。PPP制度の拡大か、ベネット上院議員とトッド・ヤング上院議員（共和党、インディアナ州）が提案した、条件が異なる新プログラムの設定が有効だろう。

■ 州と地方政府への支援

最後に、議会は州と地方政府の予算を経済的な打撃から守るべきである。感染症の拡大による所得と消費の縮小が税収を減少させているが、学校、道路、清潔な水、治安の必要性は低下していない。

2月以降、米国の地方政府は既に130万人、州政府は30万人を解雇している。

前回の景気下降局面の二の舞を避けることを目指すべきである。世界金融危機を端緒に、所得税収は2008年年央から2009年年央までに9%減少し、従来の税収額に戻ったのは2011年末であった。予算の縮小に追い打ちをかけたのは利払いの増加と、メディケイド（低所得者医療保険制度）への強制的な支払いの増額である。2009年に米国復興・再投資法の一環で巨額の資金が注入されて、連邦政府からの交付金が金融危機の打撃を緩和したが、この支援策は2010年初頭から縮小し始めた。

2012年末までには、州と地方政府の予算は2008年と同程度の規模に縮小したため、支出を削減することで対応した。減価償却差し引き後の設備投資額は2008年から2014年の間にほぼ半分となった。運営費は2010年初頭から2012年年央まで横ばいで推移した。その結果、インフラ投資と公的サービスの削減は同期間の国内総生産（GDP）を1%以上押し下げた。

連邦政府が支援に踏み切らない限り、足元の景気下降局面はほぼ確実に悪化する。例えば、カリフォルニア州は現在、所得税や消費税の税収が今年は約20%減少すると予想している。同州は数百億ドルの蓄えがあるが、それでも十分ではない。

この状況を改善するために、いくつかの政策が提案されている。下院は、州と地方自治体に対する約1兆ドルの支援などを定めた「新型コロナウイルス対策案（HEROES Act）」を可決したが、上院での討議が長引いている。一方、ビル・カシディー上院議員（共和党、ルイジアナ州）とロバート・メネンデス上院議員（民主党、ニュージャージー州）は5000億ドルを州と地方政府に提供する「スマート法案（州および地方政府の回復および移行支援法案：SMART Act）」を起草した。

現状は悲惨に見えるかもしれないが、投資家はパウエル議長の警告におびえたようだが、実際はそこまでひどくはないかもしれない。パウエル議長の発言通り、「財政がより大きな支援を行えば、より早い時期により良好な結果が得られるだろうが、それを決めるのは議会である」。さあ、議会の出番だ。

By Matthew C. Klein
(Source: Dow Jones)

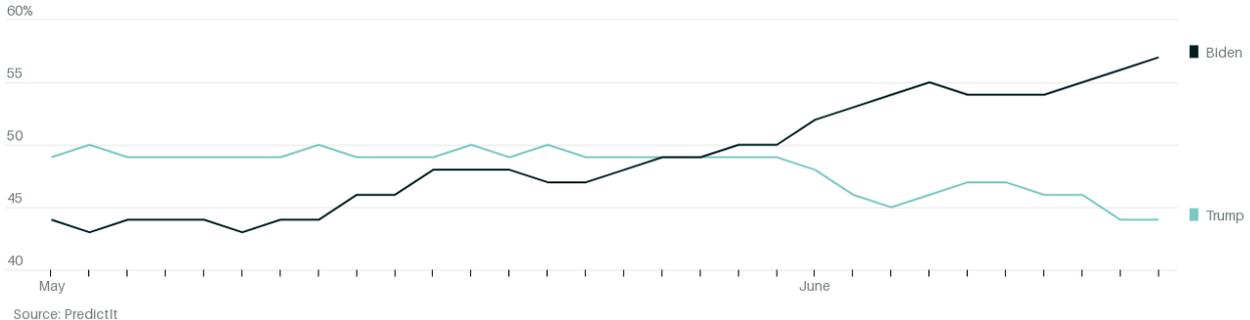
10. 今週の予定 - Trump's Second-Term Prospects Have Long Been in Synchrony with Stocks. [経済関連スケジュール]
 トランプ大統領再選見込みと株式相場の関係

■ 大統領再選の見込みと株式相場との同調の崩れ、どう捉えるべきか？

Shifting Fortunes

The PredictIt betting market captures changing sentiments on the two presidential candidates.

PredictIt odds on the presidential race, May 12 to June 10



株式市場は一時、11月にトランプ大統領が再選される可能性に敏感に反応しているようだったが、現在はそれほどでもないようだ。

これは先週、RBCキャピタル・マーケッツの株式ストラテジスト、ローリ・カルバシーナ氏が、ブックメーカー市場を分析したところによるものだ。政治的イベントに関する賭けを行うウェブサイト、プレディクトイットのデータによると、過去12カ月間で、S&P500指数は、トランプ大統領が再選される確率と歩調を合わせて推移してきた。例えば、カルバシーナ氏の計算によると、2019年末の株価上昇は、トランプ大統領再選の確率が58%近くまで上昇した時期と一致する。その後同大統領再選の確率は、市場と共に2月と3月に下がった後、4月に再び上昇し、5月には横ばいとなった。

だが6月初めにS&P500指数は上昇したが、トランプ大統領再選の確率は44%まで下がった。「ここ1年間、(ブックメーカーのトラッキングによる)トランプ大統領の再選確率とS&P500のパフォーマンスは歩調を合わせてきた」と、カルバシーナ氏は指摘する。「だがこの関係は6月初めに崩れ、(ブックメーカーのトラッキングによる)トランプ大統領の再選確率は下がったが、一方でS&P500指数は上昇している」

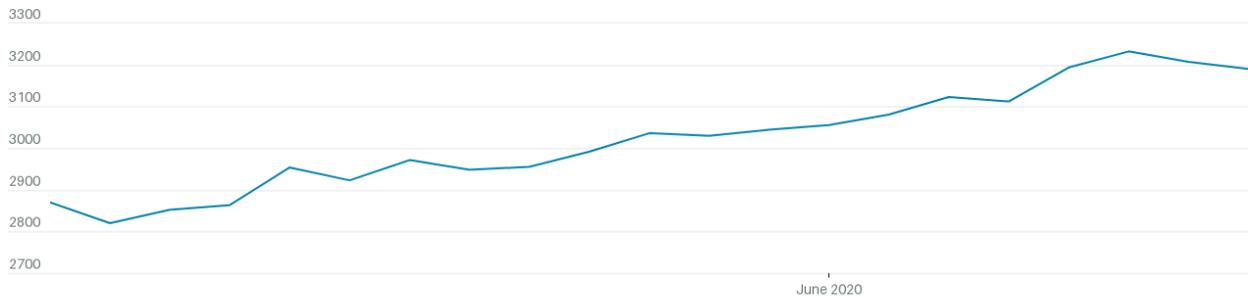
同氏はこう注意もしている。一つには、これは1週間分のデータにすぎず、一時的な可能性もあるということだ。大統領選まではまだ約5カ月もある。さらに、景気と再選確率が同調するとしたら、今後景気回復とともに再選確率も上昇する可能性がある。それでも同氏は、この傾向を注視することが重要で、「何かが変化すればしっかりと調査すべきだ」という。

■ 今週の予定

A Blip or a Breakup?

RBC pointed out a rare divergence: the S&P 500 rose in early June as betting odds for the president's reelection fell.

S&P 500, May 12 to June 10



Source: FactSet

6月15日（月）

- ・ ニューヨーク連銀が6月の製造業景気指数を発表。エコノミスト予想はマイナス27.5と、5月のマイナス48.5から改善。
- ・ シカゴ・オプション取引所（CBOE）が立会場での取引再開。新型コロナウイルスによるシカゴ市内の封鎖の継続や取引所周辺地域へのアクセス規制のために、再開は1週間延期となっていた。

6月16日（火）

- ・ パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長は、16～17日の議会公聴会で、半期に一度の金融政策報告書について証言を行う。
- ・ 共同購入サイトを運営するグルーボン<GRPN>、住宅建設会社大手レナー<LEN>、企業向けソフトウェア大手オラクル<ORCL>、税務申告代理サービス大手H&Rブロック<HRB>が四半期決算発表。
- ・ 5月の小売売上高発表。エコノミストは4月の16.4%減から前月比6.3%の増加を予想。ガソリンと自動車を除いた数値は、4月の16.2%減から同5%の増加を予想。
- ・ 全米住宅建設業協会（NAHB）が6月の住宅市場指数を発表。コンセンサス予想は5月の37から上昇の42.5。

6月17日（水）

- ・ 5月の住宅建設関連指標発表。エコノミストの予想では、住宅着工件数は季節調整済み年率換算で112万件となり、4月の89万1000件から増加。
- ・ 石油輸出国機構（OPEC）加盟国とロシアなどの非加盟国が2日間の会合を開催。市場の状況や生産政策などについて協議する。

6月18日（木）

- ・ スーパーマーケット・チェーン大手のクローガー<KR>、家具・インテリア・チェーンのアットホーム・グループ<HOME>、銃器メーカーのスミス・アンド・ウェッソン・ホールディング

<SWHC>が決算コンファレンスコールを開催。

- ・ コンファレンス・ボードが5月の景気先行指数を発表。コンセンサス予想は前月比1.3% 上昇（4月は4.4%低下）。同指数は、景気に先行して動くと考えられる10項目の経済指標から構成される。
- ・ 6月13日までの週の新規失業保険申請件数発表。申請件数は一時期の水準より減少している。
- ・ 米中間の政治的緊張が高まる中、ナスダックに上場する中国の電子商取引大手JDドットコム<JD>が、香港で上場。5月に米上院では、米規制当局による会計監査を拒んだ外国企業を上場廃止する法案が可決されている。

6月19日（金）

- ・ ライドシェア・サービス大手のリフト<LYFT>、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>、ドイツに本社を置くドイツテレコム<DTE.ドイツ>が年次株主総会を開催。
- ・ 中古車販売大手カーマックス<KMX>、電子機器受託製造サービス会社のジェイビル<JBL>がバーチャル株主総会を開催。

By Ben Levisohn
(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』 2020/06/14

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