

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2020/08/16

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIJI PRESS



DOW JONES

- | | |
|--|--------------|
| 1. <u>株取引アプリのロビンフッドが躍進</u> - Robinhood Has Mastered the Stock Market
Game | [カバーストーリー] |
| 次のステップは難しい | P.2 |
| 2. <u>米中冷戦、いかに利益得るか</u> - How to Profit From the U.S.-China Cold War | [フィーチャー] |
| 少数の銘柄に恩恵 | P.6 |
| 3. <u>ゴールドマンはあなたの資金を運用したがっている</u> - Goldman Sachs Wants to
Manage Your Money. It's Not as Crazy as It Sounds. | [インタビュー] |
| 個人向けサービス重視打ち出す | P.8 |
| 4. <u>2020年選挙のヘルスケア株への影響</u> - How the 2020 Election Could Affect
Health-Care Stocks | [ヘルスケア] |
| ねじれ議会が解消されるかにも注目 | P.11 |
| 5. <u>弱気相場は本当にあったのか</u> - The Bear Market That Really Wasn't | [米国株式市場] |
| 最短で終わりそうだが、何を示唆？ | P.13 |
| 6. <u>キャッシュ増やし株価調整に備えを</u> - Build Cash to Take Advantage of Stocks'
Coming Slump | [コラム] |
| この先リターンよりリスクが大きいとの観測も | P.15 |
| 7. <u>ハイテク企業にもコロナ免疫なし</u> - Cisco's Earnings Lesson: Tech Isn't Immune
to Covid-19 | [ハイテク] |
| シスコシステムズ決算の教訓 | P.17 |
| 8. <u>ESGのETFはアップル、アマゾン抜きでも好成績</u> - ESG Investors Can Beat the
Market Without Apple, Amazon. Here's How. | [ETF] |
| 独自の組み入れ比率 | P.18 |
| 9. <u>迫るスタグフレーションの影</u> - Stagflation Looms Over This Market. | [米国経済] |
| 50年ぶりの悪性インフレの始まりか | P.20 |
| 10. <u>今週の予定</u> - Not Your Father's Tesla | [経済関連スケジュール] |
| テスラ追う電気トラックのニコラ | P.22 |

※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. 株取引アプリのロビンフッドが躍進 - Robinhood Has Mastered the Stock

[カバーストーリー]

Market Game

次のステップは難しい

■ 快適で楽しいインターフェースが魅力



株式市場が落ち着いて上昇に向かい、実体経済は（新型コロナウイルスの）パンデミック（世界的流行）下にあるという状況から、証券取引アプリのロビンフッドほど恩恵を受けた企業はほとんどいないだろう。今年の上半期に開設されたオンライン証券口座約600万件のうち、300万件以上はロビンフッドの口座だった。非公開のスタートアップ企業である同社は6月、業界最多の1日当たり430万件の取引を処理した。

売買手数料が無料で、使いやすく楽しいインターフェースの魅力は、新たな投資家をロビンフッドに引きつけている。そして、これは家から出られない人々による一時的な熱狂ではない。アナリストによれば、個人の株取引における急激な変化は、経済が再開し始めても消えていない。JMPセキュリティーズのアナリストであるデビン・ライアン氏は、「以前は市場に参加していなかった新しい投資家層が生まれており、今後も売買を続ける可能性が高い」と語る。

ロビンフッドは急激に成長する一方で、取引を促す技術や方法をめぐって批判を浴びている。同社のプラットフォームをビデオゲームやオンライン賭博に例え、ユーザーに過大なリスクを取るよう誘導しているとの指摘などだ。20歳のユーザーが自殺したことを受けて、6人の米連邦議会議員は同社に対し、「貴社のプラットフォームが、経験の浅い投資家による高リスクの取引を可能にし、これを促している方法」を問いたず質問状を送付した。

ロビンフッドの経営陣は、ユーザーを支援するために投資家教育とカスタマーサービスを強化していると言う。また、どのように取引すべきかを投資家に教えるのは同社の役割ではないとも述べた。ジェイソン・ウォーニック最高財務責任者（CFO）は、「当社は金融商品や金融サービスを顧客の手が届きやすいものにしたいと考えている。顧客に対して特定の取引を勧めたり、助言したりはしない」と語る。

ロビンフッドについて最初に知るべきなのは、このアプリと大半のオンライン証券取引サイトがいかにも別物であるかだ。ロビンフッドは、新規ユーザーのやる気を削ぐプロセスを全て排除している。アカウントの承認手続きは驚くほど速い。ユーザーは銀行口座から資金を振り込む前に取引を始められる。

オプションなどの複雑な商品の取引も、単純なプロセスで承認される。約10分かけて「取引の内容を理解している」、「手元に十分な資金がある」といった内容のチェックボックスに自分でチェックを付けるだけだ。取引も非常に簡単で、しかも視覚的な魅力がある。初めて取引をする投資家の画面には紙吹雪が舞い、ユーザーは画面を「スクラッチ」すると無料で最初の株式を得られる。友達を紹介すれば、さらに多くの株式を無料でもらえる。

ロビンフッドをめぐる熱狂の大部分は、フェイスブックやオンライン掲示板のレディットなど、ア

プリの外で生み出されている。レディットでは、「ウォールストリートベッツ」という名のサブグループにおいて、ミーム（ネット上で流行するフレーズや画像など）に満ちた株取引関連の投稿が見られる。パンデミック以降の孤独な日々の中で、ソーシャルメディア上のこうしたグループが社交場となったのは不思議ではない。ロビンフッドのアプリを通じた3月の1日当たり出来高は2019年第4四半期に比べて3倍に増加した。

投資銀行パイパー・サンドラーのアナリストであるリチャード・レベット氏によれば、今や1日当たりの平均出来高は昨年の70億株から100億株以上に増加した。同氏は「今後も減ることはなく、大幅に高い水準で落ち着く」と予想する。

ロビンフッドは2013年にカリフォルニア州パロアルトで設立された。同社は設立当初、株取引を支配する銀行やブローカーから市場シェアを奪い、誰でも手軽に投資をしやすくすることを目指していた。シリコンバレーの支援者は同社の企業価値の評価額を引き上げている。評価額は2017年の13億ドルから2018年は56億ドルとなり、今年は80億ドル以上に達した。5月、同社はユーザー数が1300万人を超えたと発表した。

■ 中毒やユーザー誘導との批判も

A Bigger Cut

Robinhood and others are getting growing revenue from payments for order flow from market makers

	Q1 2019	Q2 '19	Q3 '19	Q4 '19	Q1 '20	Q2 '20
TD Ameritrade	119	117	128	135	220	340
E*Trade Financial	43	45	46	54	85	120
Charles Schwab	32	34	34	36	55	71
Robinhood	N/A	N/A	N/A	N/A	91	180

N/A=Not Available. Data are total payments for order flow, in millions. Robinhood's figures do not include payments for crypto order flow or payments from market makers that account for less than 5% of order flow. Source: Company filings analyzed by Piper Sandler & Co.

ロビンフッドを頻繁に使用する29歳のオースティン・ウィン氏は、「同社の最大の資産は使いやすさだ。しかし、それは両刃の剣でもある」と語る。同氏によれば、ソーシャルメディアでは「非常に多くの人が、変動の激しいペニーストック（株価の低い投機的な株）の売買で多額の資金を失ったと投稿している」という。ウィン氏は、ロビンフッドの利用体験はその他の中毒性がある行為の高揚感と変わらないと警告し、「多くの人がギャンブラーの誤謬（ごびゅう）にはまり、中毒に陥っている」と語る。

株式、特にオプションなどの複雑性が高い商品の売買は、感情を激しく上下させる可能性がある。オプション取引は、経験豊かな投資家にとっても難しいことが多いが、今年の出来高は急増している。オプション取引の6月の市場全体の出来高は前年同月を81%上回り、1カ月当たりの出来高としては過去最高に達した。

20歳だったアレックス・カーンズ氏も、6月にロビンフッドでオプションの取引を始めた。その後、同氏の口座残高がマイナス73万ドルであるという通知が画面に表示された。同氏はこれを見て自殺したとみられる。カーンズ氏の遺書には、「20歳で所得のない人間が、どうして100万ドル近いレバレッジを利用することができたのだろうか」と書かれていた。同氏のいとこであるビル・ブリュースター氏は、残高がマイナスだったのは数字のからくりのようなもので、実際の債務ではなかったと考えている。

ロビンフッドの共同最高経営責任者（CEO）であるバイジュ・バット氏とウラジーミル・テネフ氏は、カーンズ氏の死によって「大きなショックを受けている」とブログに投稿し、オプションに関

する通知を変更すると確約した。しかしブリュースター氏は、特にカスタマーサービスに関して、ロビンフッドが通知の変更以上の対策を取るべきだと考えている。同氏は「オプション取引プラットフォームに電話サポートがないのは理解できない。時間が問題となる局面では、メールでは顧客を十分にサポートするのは不可能だ」と話す。

またブリュースター氏は、ロビンフッドが視覚的な暗示によってユーザーに誤った意思決定を促していると言う。例えば、同社は上場投資信託（ETF）を提供している。一般的に、ETFは市場全体へのエクスポージャーを得る最も簡単な方法であると言われる。しかし、ブリュースター氏によれば、ロビンフッドの設計上、ETFは株式や他の商品と比べて優先順位が低くなっている。同氏は「ロビンフッドはアプリをゲーム化することによって、賢明と考えられる行動ではなく、オプション取引をするようユーザーに促している。同社が一般市民のための投資の民主化を掲げるなら、あまりもうからないとしてもETFを宣伝すべきだ」と話す。

ロビンフッドはこうした批判に反発している。同社の広報担当者は「当社の顧客のほとんどはバイ・アンド・ホールド戦略（購入後、じっくりと長期保有する戦略）を採用している」と述べた。同社によれば、1カ月間にオプション取引を行うユーザーの割合は12%である。ウォーニックCFOは、「当社は助言をせず、取引を促すこともなく、ただ金融市場へのアクセスを提供している。多くの場合、当社の顧客は口座最低金額などの制限によって市場への参加を拒まれてきた」と話す。

ロビンフッドは競合他社に比べて、顧客の証券売買に由来する収入に大きく依存している。ウォーニックCFOは、ペイメント・フォー・オーダーフロー（マーケットメーカーに顧客の注文を執行させる見返りに、ロビンフッドがマーケットメーカーから受け取る対価）が収入の半分以上を占めると述べた。同業のチャールズ・シュワブでは、ペイメント・フォー・オーダーフローは収入の2%にすぎない。マーケットメーカーは売り呼び値と買い呼び値のスプレッドから利益を得ており、その一部をブローカーに支払う。オプションは流動性が比較的低く、スプレッドが広くなる傾向があるため、ブローカーとマーケットメーカーはより大きな利益を得ることができる。

規制機関によれば、ロビンフッドは必ずしも顧客のために最善を尽くしてはいない。自主規制機関である金融取引業規制機構（FINRA）は昨年、同社が2016年から2017年にかけて1年以上の期間にわたり、顧客の注文が最良価格で執行されるための「合理的な注意をしていなかった」と指摘した。同社は125万ドルの制裁金を科されたが、FINRAの訴えを肯定も否定もしなかった。同社に対する規制機関の目は厳しくなる可能性がある。証券取引委員会（SEC）のジェイ・クレイトン委員長は6月の公聴会で、SECとFINRAはカーンズ氏の死によって浮上した開示に関する問題を調査すると述べた。

■ 今後は総合的金融アプリを目指す

Hot Stocks on Robinhood

Companies whose stocks have seen the most new interest in the past 30 days

Company/Ticker	Increase in Accounts Holding Shares
Apple / APPL	182,068
Tesla / TSLA	135,415
Microsoft / MSFT	129,207
Moderna / MRNA	105,502
Eastman Kodak / KODK	86,907
Amazon.com / AMZN	82,574
Pfizer / PFE	80,087
Rocket Cos. / RKT	73,689
Netflix / NFLX	64,152
Nikola / NKLA	43,478

As of 8/12/20
Robintrack

ロビンフッドはどこへ向かうのだろうか。新規株式公開（IPO）は遠い先のことではないだろう。2018年、バット共同CEOはIPOについて「中長期的な」目標であると語った。CFRAのアナリストであるポーリーン・ベル氏は「来年かもしれない」と予想する。

同氏はロビンフッドの成長実績を踏まえ、同業のイー・トレードと同等の評価額が付く可能性があると言う。モルガン・スタンレー＜MS＞は2月、ロビンフッドよりユーザー数が少ないイー・トレードを130億ドルで買収することに同意した。だがベル氏はロビンフッドのバリュエーションが必ず高くなるとは考えていない。同社は、暇を持て余した現在の若いユーザーが利用を続けると証明しなければならない。

ロビンフッドは顧客口座の平均投資額を開示していない。2018年、JMPセキュリティーズのライアン氏は、平均投資額を約1000～5000ドルと推定した。これに対して、フィデリティ、TDアメリトレッド、チャールズ・シュワブなどの業界大手企業の平均投資額は10万ドル以上である。ロビンフッドはその他の財務指標も明らかにしていないが、ペイメント・フォー・オーダーフローに関するインタビューや当局への提出書類から判断すると、同社は依然として赤字で、去年の収入は10億ドル未満とみられる。

ベンチャーキャピタルのコマース・ベンチャーズの創設者であるダン・ローゼン氏によれば、フィンテック企業の株価は往々にしてテクノロジーによるプレミアムを失い、本来の金融機関のバリュエーションに戻るといふ。上場ブローカーのバリュエーションは株価売上高倍率（PSR）3～4倍で推移している。ロビンフッドがこれを超えるには、恐らく新たな行動が必要だ。

ロビンフッドのグレッチェン・ハワード最高執行責任者（COO）は、「長期的には、金融アプリと言えばロビンフッドという存在になりたい」と語る。同社経営陣によれば、アプリには退職金サービスや決済機能も搭載される可能性があると言う。しかし、その場合は、従来のブローカー企業だけでなく、3000万人のユーザーを有する決済企業であるスクエア＜SQ＞のキャッシュアップと競合するはずだ。

テクノロジーと政策によって、金融サービスは収束してきた。現在のブローカー業界では、ロビンフッドは群を抜いており、驚くべき口座数と出来高の伸びを見せている。だが長い目で見れば、極端な事業は多額の利益を生むことができない。いずれは中庸を目指すことになるだろう。

By Avi Salzman

(Source: Dow Jones)

2. 米中冷戦、いかに利益得るか - How to Profit From the U.S.-China Cold War 少数の銘柄に恩恵

[フィーチャー]

■ 緊張高まる

米中間の緊張の高まりには悪い離婚につながる要素があり、投資家および企業は長期間持続する波及効果に備える必要がある。

米中経済の唐突な分断の公算は小さいが、分離の過程は緊張を伴い、一筋縄ではいかず、投資家に深刻な影響を及ぼすだろう。米国の企業は中国に7000億ドルの資産を保有し、中国国内で毎年5000億ドルの売り上げを計上している。



Illustration by Senor Salme

過去1カ月間だけをみても、米国政府はヒューストンの中国領事館に対してスパイ活動を理由に閉鎖を命令し、香港国家安全維持法に關係する中国高官に対する制裁を発動し、WeChat（ウィーチャット）やTikTok（ティックトック）といったソーシャルメディアアプリの使用禁止をほのめかし、米国の監査基準を順守していない中国企業の米国上場を廃止し、通信ネットワークにおいて中国企業を排除する案を公開した。7月には、マイク・ポンペオ国務長官が、「自由対独裁」の戦いに参加するよう同盟国に対して強く要請した。これは米国と旧ソ連との冷戦と比較されるような発言であるが、同氏は13日に、中国は旧ソ連よりも手強い相手であると述べた。

ピュー研究所の調査によると、米国の成人の約4分の3が中国に対して好意的な見方を持っていないため、政治ウォッチャーは選挙にかけて、一段と厳しい発言と施策を予想している。議会には、中国に関連した425件を超える法案が提出されており、国務省、国防総省および商務省でさらなる施策が検討されている。

中国政府の反応は抑制されている。信頼の置けないエンティティ・リストへの米国企業の掲載を見送り、米国の高官に対する嫌がらせやボイコットは実施していない。また、両国は第1段階の貿易合意にこだわっている。

投資家は意外なことに、緊張の高まりをおおむね無視してきたが、そうすべきではない。本誌は、主な戦場を特定し、リスクと投資機会の感覚を得るために、ファンドマネジャー、アナリスト、政策ウォッチャーに話を聞いた。

■ ハイテク

ハイテクは主戦場で、中国で最も成功した企業の1社であり、5Gネットワークの通信機器の主要サプライヤーであるファーウェイ・テクノロジー（華為技術）は、最も目立つ犠牲者だ。

米国は最近、バイトダンス（北京字節跳動科技）のTikTokおよびテンセント・ホールディングス（騰訊控股）<0700.香港>のWeChatのサービスを禁止する可能性を示唆して、両社を標的にした。9月に執行される大統領令はいまいで、幾つかの懸念をもたらしている。例えば、それは、顧客

との間のデジタル決済やコミュニケーションにおいて、米国企業はWeChatを利用できなくなるのか。アップル＜AAPL＞がそれらのアプリを提供できなくなった場合に、iPhone（アイフォーン）にとって何を意味するのか、などである。

これらの提案とその潜在的導入をめぐる不透明感によって、リスクの評価が非常に困難になっている。ドイツ銀行のグローバル・テクノロジー・ストラテジストであるアプリット・ワリア氏は、完全な冷戦状態に陥った場合には、世界の情報およびコミュニケーション・テクノロジーセクターのコストが5年間で3兆5000億ドルに及ぶ可能性があるとして試算している。

この試算には、製品の使用禁止および輸出規制による4000億ドルが含まれているが、それは、同セクターが中国の消費者から得ている売り上げの約半分に相当する。また試算は、サプライチェーン（部品供給網）の中国以外での再構築コストや、二つの基準を順守して並行的なシステムを構築するための企業の費用を含んでいる。

企業は政策決定者に対して、潜在的なコストを警告しようとしてきた。半導体大手のクアルコム＜QCOM＞は最近、ファーウェイに対する輸出禁止は、年間80億ドルの売り上げを海外の競争相手に移転させる可能性があるとして警告した。

中国と米国の製品に互換性がないことにより生じる世界のコストは、アップルのような米国のハイテク大手の割高なバリエーションの正当化を困難にする可能性がある。アップルは、部品の大半を中国に頼っており、中国における売上高も全体の15%を占めている。カラムス・グローバルの最高投資責任者（CIO）であるニック・ニジアレック氏は、「中国が現地生産の割合をさらに高めようとしているため、発展が助長されている中国の大手企業は追い風を受けている」と述べる。同氏は、中国のソフトウェア企業であるキンディー・インターナショナル・ソフトウェア・グループ（金蝶国際軟件集団）＜268.香港＞、シャンハイ・ウィーバー・ネットワーク＜603039.中国＞、ハンドサン・テクノロジーズ＜600570.中国＞に投資している。

戦闘には防衛が必要で、大半のアナリストがテクノロジーに対する政府支出の大幅増を予想する理由でもある。ワリア氏は、サイバーセキュリティとAIに関連した企業が受益者になると予想しており、セキュリティのフォーティネット＜FTNT＞とパロアルト・ネットワークス＜PANW＞が米中間の緊張が高まった時期にアウトパフォームしたと言う。

■ 国内回帰

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）の際に、個人用防護具や医薬品原料の入手が困難だったために、海外のサプライチェーンにおける欠点が浮き彫りとなり、非常に重要な品目の製造を米国の近くに移すという要求が高まった。

これによって数年にわたって機能してきたサプライチェーンの分散を加速させる可能性がある。しかしファンドマネジャーは、コスト、インフラの欠如および人材を理由に、数十年間機能してきた中国のサプライチェーンを解体して中国以外に構築する可能性について懐疑的だ。UBSグローバル・ウェルス・マネジメントのマーク・ハーフェル氏によると、自動化関連企業とロボット企業が、米国企業が生産拠点を自国に近い場所へ移転させることによって恩恵を受ける可能性がある。上場投資信託（ETF）のロボ・グローバル・ロボティクス・アンド・オートメーション・インデックスETF（ROBO）は、そのような銘柄が分散したバスケットを提供する。

サプライチェーン再構築の必要性は、米国の多国籍企業の利益率を損なう可能性があり、多国籍企

業は中国から報復措置を受けるリスクが最も高い可能性もある。ニジオレック氏がナイキ（NKE）よりも中国のスニーカー企業であるリーニン＜2331.香港＞を選好する理由でもある。

■ 金融面の分析

米国政府は、米国と中国の金融面の結び付きを弱め、中国による米国の資本へのアクセスを抑制する幾つかの手段を検討している。対米外国投資委員会（CFIUS）は既に、中国からの投資を一段と精査するようになっている。

米国政府は、米国の監査基準を順守しない中国企業の上場廃止案を公表したが、証券取引委員会（SEC）の最近の公聴会は、その実施の課題を浮き彫りにした。幾つかの大手投資家は、米国で上場廃止されたとしても、米国以外に上場している中国企業を引き続き保有するだろうと述べた。そのような企業には、アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）＜BABA＞、JDドットコム＜JD＞、ネットイース＜NTES＞が含まれている。

米国政府は、問題に直面している中国企業を保有しているミューチュアルファンドは、その受託者責任に違反する可能性があるとし唆した。また、指数プロバイダーが指数に追加する銘柄に関して、精査を強めるとも示唆した。

しかし、何かを排除することは困難だ。戦略国際問題研究所のジュード・ブランシェット氏は「正気でないことが提案され、議会で通過したものは馬鹿げたものの簡素化版だ。中国の国内総生産（GDP）を強化するあらゆるものが、米国にとって最も重要な地政学的・戦略的競争相手の地位を強化するという基本的な方程式を受け入れれば、10年前には考えられなかった多くのことが議論的になる」と語る。これ自体が、米中関係に関する市場の現状に対する満足感を懸念する理由になるはずだ。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

3. ゴールドマンはあなたの資金を運用したがっている - Goldman Sachs Wants to Manage Your Money. It's Not as Crazy as It Sounds. [インタビュー] 個人向けサービス重視打ち出す

■ マス富裕層市場に切り込み



Photograph by Daniel Dorsa

ゴールドマン・サックス＜GS＞は今年1月下旬に初の投資家説明会を開催し、本来の強みであるトレーディングやディールメイキングよりも、個人向けサービスやウェルスマネジメント重視の姿勢を打ち出した。同社のビジョンはそれ以降変化していないが、世界は変わった。社員の在宅勤務が増えた一方、ボラティリティの高まりの中で、金融危機以降に減っていたトレーディングが好調だ。それでも、今後3年で250人のアドバイザーを採用して3割増とする計画だ。昨年5月に買収したユナイテッド・キャピタル・ファイナンシャル・パートナーズは、ゴールドマン・サックス・パーソナ

ル・ファイナンシャル・マネジメントにリブランディングされた。ゴールドマンは13兆ドル規模のマス富裕層市場に切り込もうとしている。10兆ドル規模の超富裕層市場でのシェアは既に7%あり、18兆ドルの富裕層市場でのシェアは1%だ。同社のウェルスマネジメント部門のグローバル責任者、タッカー・ヨーク氏に話を聞いた。

本誌：大変な時期だが、顧客は何に最も強く関心を持っているか？

タッカー氏：列挙すると長くなる。今や株価は史上最高値に近いが、それとマッチしないニュース報道に関心が向く。新型コロナウイルス、根深い社会問題、貿易紛争、政治的議論、経済をめぐる懸念などだ。

Q：3月は顧客の投資継続が困難な時期だったに違いない。

A：行動するより対話の方が相当多かった。コロナのパンデミック（世界的流行）そのものが予想されていたわけではないが、われわれはボラティリティが高まる可能性があるということは顧客に説明してきた。相場下落が怖ければ、オプションの形で保険を掛けるか、リスクの高い資産は売ることだ。しかし、そのような行動は事が起きてからすることではない。

Q：四半期よりも長い期間についてどんな助言をするか？

A：10年よりも長い期間についての助言は、投資を継続することだ。売却して市場から退出するリスクの方が、参加し続けるリスクより高い。特に米国の納税者の場合は、株式市場から退出すると高くつく。売却すると税金を支払う必要があり、次に市場に戻るタイミングを決めることも必要になる。

Q：ゴールドマン・サックスの顧客はどんな代替投資を利用しているか？

A：主にプライベートエクイティだ。金融市場が混乱する中、これらの投資機会のために資金投入するには良いタイミングだ。

Q：なぜプライベートエクイティか？

A：長期になるとプライベートエクイティの方が上場株式よりも高いリターンが得られるはずだ。しかし、投資家は流動性を犠牲にしなければならない。リターンと流動性を常にてんびんに掛けながら適切に配分する。一般的に、健全な水準でプライベートエクイティにエクスポージャーを取ることを勧めている。

Q：投資家が環境や社会正義に関して議論することが増えたが、貴社の顧客はどう考えているか？

A：アフリカ系米国人やラテン系米国人の起業家に投資する機会についての質問が増えた。多様な企業をゴールドマン・サックスのネットワークに組み入れており、そのような多様な企業に資本を配分する方法を分かりやすく顧客に示すプログラムもある。企業同士がつながり、製品やサービスをより広いネットワークの中で販売することになり、サプライチェーン（部品供給網）などの面でも効率が良くなる。

Q：ウェルスマネジメントを含めて金融サービス業界のダイバーシティーの欠如にどう対処しているか？

A：長きにわたりその点は重視してきたが、時間がかかる。最良の人材はこの世界に20年以上いる人だ。助言や視点という観点で、その水準に達するのに時間がかかる。多様な人材を採用し、長く一緒に働いていくようにする必要がある。当社では、より年次の若い人にお返しをする文化がある。多様な人材は年次の若い層に多い。経営陣も直接さまざまな社員と交流する機会を持つようにしている。このようなミーティングではビジネスを成功させる方法について話し合うことが中心だ。

■ ユナイテッド・キャピタルの買収から1年以上

Q：登録投資顧問会社であるユナイテッド・キャピタル・ファイナンシャル・パートナーズの買収から1年余り経つが、その後はどうか？ 運用資産の250億ドルはしづく程度かもしれないが。

A：ユナイテッド・キャピタルのジョー・デュラン最高経営責任者（CEO）とは非常にうまくいっている。同社は小規模だが成長が速い会社で、われわれよりテクノロジーを活用する必要に迫られていたため、顧客との接触にテクノロジーを多用しており、顧客とのビデオ会議はずっと前から実施していた。外部から来た人材は異なる企業文化を持ってくる。われわれと共に働く意欲があり、目標や理想を同じくしている限り、われわれの企業文化にも役立つ。同社はその点がぴったりだと思った。

Q：ユナイテッド・キャピタルはマス富裕層を対象としており、ゴールドマン・サックスの典型的な顧客とはかなり異なるが、買収の理由は何か？

A：富裕層の顧客をなおざりにしてきたと認識するに至った。これは非常に良いビジネスだ。1000万ドル以上の純資産を持つ顧客を探してきたが、実際には2500万ドル以上だった。顧客を探していると1000万ドル未満の人も多く、ユナイテッド・キャピタル買収以前はこの層に提供する選択肢がなかった。

Q：超富裕層と富裕層に提供するサービスはどう違うのか？

A：数世代にわたる富を持つ人と単に裕福な人とは関心も異なるし、助言も異なる。将来世代や慈善事業のために何を残すべきかとの質問と、別荘と大学費用のいずれを取るべきかとの質問に答えるのとでは異なったスキルが必要だ。

Q：ユナイテッド・キャピタルはゴールドマン・サックスの中でうまくいっているか？

A：同社は、大手企業の傘下にいることの利点を理解している。パンデミック自体は今年の予想の範囲外だったが、われわれの築いてきた耐性の強さは彼らにとっても歓迎すべきことだっただろう。

■ 内部成長を重視

Q：企業側が費用を負担して個人に金融アドバイスを提供する企業、アイコを今後ゴールドマン・サックスのウェルスマネジメント事業や個人向け事業とどのように統合していく予定か？

A：アイコは米国企業の幹部を支援することから始まった。われわれの顧客でもある人事部の責任者が、全従業員の面倒を見るような選択肢が欲しいが何かできるかと尋ねてきた。それで重役への助言だけでなく、プランニングやコーチングも手掛けている。それは、パーソナル・ファイナンシャル・マネジメント（ユナイテッド）の事業にとっても良い機会でもある。

Q：今後もっと買収を期待できるか？

A：細分化されたウェルスマネジメント業界で買収を意識しないのは無責任に近い。しかしわれわれは内部成長を重視する予定だ。何かぴったり適合するものがあれば、買収するかもしれない。ユナイテッドやアイコの例もある。しかし、今後数年間の成長に貢献するような取り組み材料が既に内部に豊富にある。内部的な成長機会を考慮すると、人材の採用を今後も増やし続ける公算が大きい。大半は初心者で採用し、われわれの長年培った教育プログラムを通じて内部で育成する。事業そのものも同様に育てていきたい。

By Carleton English
(Source: Dow Jones)

4. 2020年選挙のヘルスケア株への影響 - How the 2020 Election Could Affect Health-Care Stocks

ねじれ議会が解消されるかにも注目

[ヘルスケア]

■ 大統領選・上院選の結果が大きく左右

民間医療保険会社を一掃するという公約を掲げたバーニー・サンダース上院議員が大統領選指名争いから撤退すると同時に、医療保険制度に対する政治的注目は失われた。とはいえ、11月に控える大統領選の結果がヘルスケア銘柄に大きな影響を与えることに変わりはない。ただし、これは大統領選に限ったことではない。上院選と大統領選の両方で民主党が勝利した場合、医療保険制度の再構築というかねてからの大望が復活し、ヘルスケア銘柄の株価を押し下げる可能性が出てくる。反対に、上院の過半数を占める党と大統領の政党にねじれが続けば大型法案が採択されるとは考えにくい。そのため、ヘルスケア銘柄は上昇するだろう。



Misha Friedman/Getty Images

レイモンド・ジェームズのアナリストのクリス・ミーキンズ氏は、民主党のバイデン氏が大統領選に勝利し、なおかつ共和党が上院の過半数を維持した場合、ヘルスケアセクターは市場をアウトパフォームすると予測する。同氏の7月30日のレポートによると、これまでヘルスケアセクターはホワイトハウスと上院がねじれたときにアウトパフォームすることが多く、ともに同じ政党の場合にアンダーパフォームしてきた。民主党が上院を握ることができなければ、バイデン氏は医療保険制度改革法（オバマケア）代替法案を拡充する道を探し、企業によるマネージドケア事業への参入が進むだろう。

ミーキンズ氏は、民主党が大統領選と上院選の両方に勝利を収めれば、ヘルスケアセクター銘柄は軒並み変動が激しくなる可能性がある」と指摘する。「医療制度改革は最優先事項に上がるだろう。しかも、政府が運営する公的医療保険の構築に関する民主党の公約は非常に強気だ」と語り、薬価に対しても積極的な行動に出ると予想している。

一方で、トランプ大統領が再選を果たした場合、薬価引き下げをめぐる声高な主張とは裏腹に、ヘルスケア銘柄への影響はほとんどないとミーキンズ氏は予測する。「表面的な発言は続くだろうが、実際に売り上げに響くような本質的な行動を起こすとは考えにくい」と同氏は言う。

以下に、医療保険制度が抱える三つの主要な問題に関する、バイデン氏とトランプ政権の公約の相違点を紹介する。

■ 薬価

バイデン氏とトランプ大統領の意見が互いに最も近いのが、薬価に関する問題だ。7月24日、トランプ大統領は「大幅な薬価引き下げを促す」四つの大統領令に署名した。しかし、効果はほとんどないとアナリストは予見する。金融調査大手エバーコアISIのアナリストであるマイケル・ニューシェル氏は「大統領令への署名は、政治上の儀式的な意味合いが強い」と指摘している。

一方のバイデン氏はこれまで多数の薬価引き下げ策を提唱しており、その中の一つは今回の大統領

令に酷似している。ただし、大統領令では、一部の医薬品の価格を他の先進国での最安値を基準にするようメディケア（高齢者向け医療保険制度）に指導するのに対し、バイデン氏の案では政府が設置した委員会でメディケアが新薬に支払う価格を設定するという点で異なっている。

また、バイデン氏は製薬会社によるインフレ率を上回る薬価の値上げを制限することを提唱している。他にも、製薬業界には特許を利用して競合他社が後発医薬品（ジェネリック）やバイオ後続品を製品化するまでの時間を引き延ばす慣習があることから、サンダース陣営とバイデン陣営が結成した共同タスクフォースは「特許操作」の取り締まり強化などを掲げている。

■ 医療保険

バイデン氏は、民間の医療保険会社を事実上淘汰（とうた）することになる、サンダース氏が提唱するメディケア・フォー・オール（国民皆保険制度）を支持してはいないが、全ての米国人が利用できる「メディケアのような」政府主導の公的医療保険の導入を公約に掲げる。サンダース陣営とバイデン陣営のタスクフォースは、既にメディケア・アドバンテージで事業を広げている民間企業ではなく政府が運営する公的医療保険を提案している。共和党が過半数を占める上院ではおよそ可決されそうもないが、民主党が多数党となれば議題の最優先事項となるだろう。バイデン氏がフィリバスター（議事妨害）ルールの見直しに前向きであることを考慮すると、民主党が法案を通過させるには60議席も必要ない可能性もある。

■ コロナ対策

バイデン氏は、新型コロナウイルス対策としてまずアンソニー・ファウチ氏の登用をあげている。ファウチ氏は、かつてはトランプ政権のコロナ対策を先導していたが、現在はトランプ大統領と対立している。バイデン陣営は、大統領選に勝利したらすぐにでもファウチ氏に連絡を取り、大統領執務室への完全なアクセスを与え、検閲を受けることなく国民に直接に語りかけることができるようにするとしている。他にも、米国全土でのコロナ感染検査キャンペーン実施を掲げ、特に強調しているのが、コロナ禍で失業した人々の医療保険継続プログラムであるCOBRAの保険料を連邦政府が肩代わりすることだ。

一方のトランプ政権は、引き続きワクチンの早期開発を推し進めている。食品医薬品局（FDA）の元職員によると、大統領選までにワクチンの承認を実現したい政府からの政治的な圧力によって、ワクチン開発の取り組みが危ぶまれているという。バイデン氏は7月、「時期尚早な緊急使用承認を許可するようFDAに圧力をかける」べきではないと政権を非難し、コロナワクチンのFDA内での審査履歴を公開するべきだと発言した。

By Josh Nathan-Kazis
(Source: Dow Jones)

5. 弱気相場は本当にあったのか - The Bear Market That Really Wasn't 最短で終わりそうだが、何を示唆？

[米国株式市場]

■ S&P500、史上最高値まであと0.4%

Dow Jones Industrial Average

32500

30000

27500

25000

22500

20000

17500

Jan. 2020

Aug.

Source: FactSet

まるで弱気相場がなかったかのようだ。もしかするとなかったのかもしれない。

先週の株式市場はまた上昇して、S&P500指数は0.6%高の3372.85、ダウ工業株30種平均は1.8%上昇して2万7931ドル2セントで引けた。ナスダック総合指数は0.1%高の11019.30となった。先週の上昇でS&P500指数は、2月19日に付けた史上最高値にあと0.4%に迫った。つまり、2月19日に寝て8月14日に起きたら、何も起きなかったと思ってしまうほどだ。小型株のラッセル2000指数は0.6%高の1577.88で週末を迎えた。

仮にS&P500指数が史上最高値を更新すると、史上最速の弱気相場からの回復となる。もう少し時間がかかっても、これまでの最短記録は1966年2月9日の安値から1967年5月4日までの310日営業日だったので、余裕がある。

しかし、弱気相場がなかったと考えることはできるだろうか。従来の定義では、明らかに弱気相場はあった。S&P500指数は2月19日から3月23日までの間に34%下落し、これは弱気相場の要件である20%の下落をはるかに上回っている。しかし、今回の下落が本当に弱気相場なのかどうかについては、他の考え方もある。例えば、ダウ・ジョーンズ・マーケット・データによると、高値から次の高値にかかる典型的な期間は平均1542営業日だが、今回の高値までの速さはいかに他のことが起きていることを示唆しているのかもしれない。

■ 過去の弱気相場とバブル

弱気市場は、それ以前と相場の様相が変わることを意味するものだ。2007～2009年の金融危機の時もそうで、銀行が最高のパフォーマンスのセクターから出遅れセクターになった。ドットコムバブルが破裂した時も、ハイテク株は巨額の損失を被ったが、バリュー投資家は追いはぎのように稼いだ。

マーケットフィールド・アセット・マネジメントの最高経営責任者（CEO）であるマイケル・ショール氏は、これらの代わりに、他の二つの大きな下落局面と比較する。

一つ目は1987年に起きたもので、S&P500指数は史上最高値から34%下落した。その中には20%以上下落したブラックマンデー（1日の下落率としては今でも最高記録）も含まれる。二つ目は1998年に起きた下落で、新興国市場の債務危機とヘッジファンドのロングターム・キャピタル・マネジメントの破綻を受けてS&P500指数は19.3%下落した。

S&P 500 Index

3500

3250

3000

2750

2500

2250

2000

Jan. 2020

Aug.

Source: FactSet

どちらの場合も、米連邦準備制度理事会（FRB）からの大きな助け舟に拍車をかけられた反発がすぐ起こり、前者では日本、後者ではハイテクセクターのバブルにつながった。ショール氏は別のバブルが膨らみつつあると考えている。

ショール氏は「現在の状況では、中央銀行が『3度目の幸運』を手にする確率は低いように見え、その過程では何らかの形で『バブル問題』に直面するとの見方が強まっている」と指摘する。

■ バブル崩壊の可能性

NASDAQ Composite Index



Source: FactSet

ショール氏の言葉をうのみにする必要はないが、次に、バンク・オブ・アメリカのアナリストであるジョン・マーフィー氏が先週金曜日の朝に、電気自動車メーカーのテスラ（TSLA）に対する推奨を「売り」から「ホールド」に格上げしたことを考えてみたい。マーフィー氏は今年に入ってから295%値上がりして1650.71ドルを付けた同社株に対する見方を突然変えたわけではないが、同社株が絶え間なく上昇することで可能となった安価な資本への自由なアクセスを推奨変更の理由に挙げた。

マーフィー氏の論によれば、「テスラの株式の上昇スパイラルが強まるほど成長のための安価な資金調達が可能になり、それが投資家に評価されて株価の上昇につながるとの認識が重要だ」ということになる。

しかし、よく考えてみてほしい。マーフィー氏は、ファンダメンタルズが示唆する以上の価格につながることをほぼ

保証する正のフィードバックループを説明しているのだ。資産運用会社ソーンバーグのCEOであるジェイソン・ブレイディ氏は、これと同様の動きが市場のあちこちで見られると指摘する。新型コロナウイルスの蔓延（まんえん）を契機に強くなっている企業、そしてFRBが金利をインフレ率よりもはるかに低い水準に低下させた時に成長を示せる企業が市場を先導している。それ自体は良い話だが、エスカレートし始めているようであり、「ちょっとおかしい感じになってきた」と同氏は述べる。

では、市場がバブル状態にあるとしたら、バブル崩壊を招く可能性があるものは何だろうか。BTIGのストラテジストであるジュリアン・エマニュエル氏は、幾つかの可能性を指摘する。ワクチンができると、投資家は在宅ワークの恩恵を受ける銘柄よりも、景気敏感株を買うようになるかもしれない。金利が上昇すると金融株が上昇し、非常に高くなった株価収益率（PER）が縮小する可能性もある。中国との緊張関係が続くと、高値のハイテク株にも問題が生じる可能性がある。

エマニュエル氏は「あるいは2000年問題の時のように、バブルは後になって分かるものなので、バブル崩壊のきっかけが何かは分からないかもしれない」とも書いているが、その時には、正真正銘の弱気相場が待っているのかもしれない。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

6. キャッシュ増やし株価調整に備えを - Build Cash to Take Advantage of Stocks' Coming Slump

この先リターンよりリスクが大きいとの観測も

[コラム]

■ 史上最高値が目のS&P500

8月14日にS&P500指数は、2月19日に付けた史上最高値3386.17へあとわずか1%弱まで上昇したが、株式市場と、新型コロナウイルス危機に対処しようともがく実体経済との格差は依然として厳しいままだ。LPLファイナンシャルのチーフ・マーケット・ストラテジストであるライアン・デトリック氏は、8月13日はS&P500指数が直近安値を付けた3月23日から100日目に当たると指摘する。千数百万人もの人々が職を失い、16万人を超える米国人が命を落とす悲劇の中で、直近安値からその後の50%強の上昇は、大型株ベンチマークの100日間の上昇としては、史上最高となったと、同氏は言う。



Kasto80/Dreamstime

デトリック氏によると、過去の歴史をひもとけば、今回のような100日間に及ぶ大規模な株価上昇があった過去18回のうち17回までもが、その後の1年間で株価は上昇する傾向があった。しかし、S&P500指数が最高値に近づくにつれ、市場観測筋の中には、この先はリターンよりもリスクの方が大きくなるとみる者もいる。

市場のセンチメントは、どう見てもバブルという状況だ。BTIGのエクイティおよびデリバティブのチーフ・ストラテジストであるジュリアン・エマニュエル氏は、「非常に活発に個人投資家が市場に参加している今の状況」にそのことが表れていると指摘する。FAAGM（フェイスブック<FB>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、アップル<AAPL>、グーグル（親会社はアルファベット<GOOGL>）、マイクロソフト<MSFT>）といった超大型ハイテク銘柄が大幅に上昇しただけでなく、株式分割銘柄の上昇でもバブルの発生が明らかだったし、それは倒産株へ殺到するよりさらに意味のないありさまだった。

多くのオンラインブローカーのプラットフォームでは端株が入手可能であることを考えると、アップルや電気自動車メーカーのテスラ<TSLA>などの有名株が株式分割の恩恵を受けていることは、21世紀初頭のドットコム・バブルの熱狂を思い起こさせる不合理な熱狂のさらなる証拠だろう。

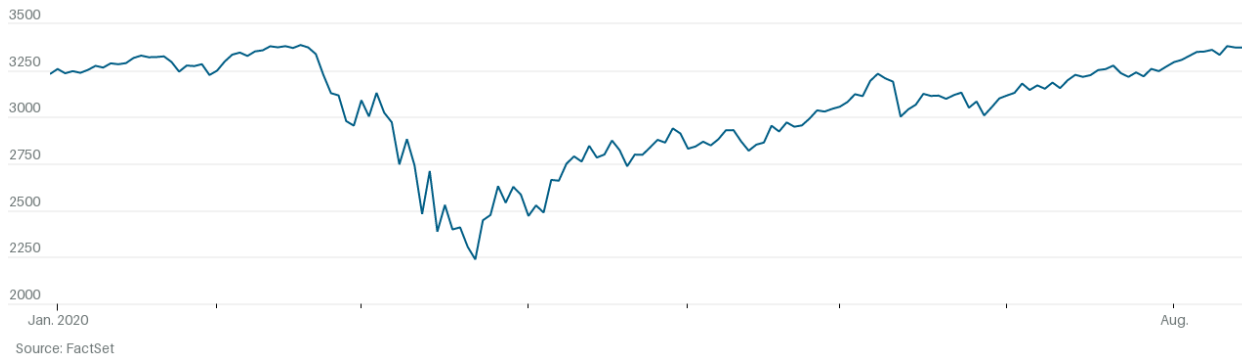
さらに重要なのは、株式市場と経済のファンダメンタルズとの乖離（かいり）が過去30年間で明らかに最も大きいことだ、とエマニュエル氏は言う。実際、S&P500指数の予想株価収益率（PER）が26倍となる中で、経済は逆戻りという今そこにある危険に直面しているわけで、株式市場にとって大きな逆風となっていると、エマニュエル氏は続ける。

今はこの先の政治の季節について考える時でもあり、悪口雑言はさらに極まっていくだろうし、家計にとって必要とされる救済をめぐる争いは続いていくだろう。そして9月には北半球のハリケーンシーズン真っただ中となって、さらには株式市場が低迷するという不可解だが変わらない傾向が続く時期がやってくる。

■ 調整なら出遅れセクターに資金投入を

Bouncing Back

The S&P 500 briefly hit a record high this past week, less than five months after bottoming.



エマニュエル氏によると、投資家が自問すべき重要な問題は、この先に普通に起こり得る10%から15%程度の株価水準の調整が発生した場合にどう反応するかだ。市場の現状と経済のファンダメンタルズを考慮すると、そのような株価下落は驚くべきことではないし、新たな弱気相場につながるものでもない、同氏は強調する。

市場に株価水準の調整が起きた時に、さらなる資金投入の準備ができていないとしたら、それは今あまりに多くの株式を保有しているということだと、同氏はアドバイスする。現金を調達するために、いくつかのチップをテーブルから降ろし、もうかっている銘柄から、エネルギーや金融やヘルスケアといった出遅れているセクターに資金を回すことを提案している。

フランスの啓蒙思想家ヴォルテールによる小説『カンディード』で、作中のパングロス博士の発言、すなわち「この世界では、あらゆる物事が最善の状態である」を、どうやら投資家は受け入れたらしいと、GMOで機関投資家向け資金運用を担当するジェイムス・モンティエール氏は指摘する。ヴォルテールはまた、「懐疑というのは心地よい状態ではないが、確信というのはばかげている」とも書いており、モンティエール氏は米国株式市場にもそれは当てはまると言う。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. ハイテク企業にもコロナ免疫なし - Cisco's Earnings Lesson: Tech Isn't Immune to Covid-19 シスコシステムズ決算の教訓

[ハイテク]

■ 5～7月は9%減収、見通しも厳しい



Courtesy Cisco

8月13日、ネットワーク機器大手のシスコシステムズ<CSCO>の株価は、2020年度第4四半期（5～7月）決算を受けて11%安と急落した。1日の下落率としては過去9年で最大である。売上高は、新型コロナウイルスと世界的な経済成長減速の影響により、ガイダンスの前年同期比8.5～9%減に対し、実際は9%減の122億ドルとなった。利益はガイダンスと市場予想をやや上回ったが、受注高は10%減と予想を下回った。

シスコの最高財務責任者（CFO）であるケリー・クレイマー氏は決算発表後のインタビューで、大口顧客の需要に問題はなく、公共部門の需要は持ちこたえたと語った。しかし、それ以外では、全

ての製品系列、あらゆる規模の顧客、全地域の顧客の需要が軟調だった。投資家は5～7月期がシスコの業績の底だったと考えていたが、そうならないことは明らかだ。クレイマー氏が「事業環境はあまり持ち直していない」と言うように、同社は8～10月期の売上高が前年同期比9～11%減となり、前四半期比でやや悪化すると予想している。

ウィリアム・ブレアのアナリスト、ジェイソン・アデル氏は、「シスコの売上高は、比較的速いペースで成長しているソフトウェアとクラウドへの移行という点で進捗（しんちょく）があったものの、引き続きハードウェアとオンプレミスに大きく依存している。製品売上高のほぼ60%が伝統的なスイッチとルーターに関連しており、この割合は15年前の80%からあまり減少していない。目下のコロナのパンデミック（世界的流行）はこうした同社の実態を浮き彫りにしている。パンデミックがデジタルトランスフォーメーションの流れを加速する中、シスコの製品ポートフォリオの欠陥が一層明らかになっている」と指摘する。

■ 事業再構築に遅れ

最高経営責任者（CEO）のチャック・ロビンズ氏は決算説明会で、ソフトウェアベースのネットワークソリューションへの移行を加速し、伝統的なハードウェア依存から脱却すると誓った。同社はクラウドベースのセキュリティとコラボレーション、エンタープライズ・オートメーション、次世代無線通信「5G」、次世代無線LAN規格のWiFi6といった急成長中の事業に注力するため、研究開発費の配分を変えつつある。

CFOのクレイマー氏は、事業ポートフォリオの刷新には幾つかの買収が含まれると述べている。シスコは10億ドルのコスト削減計画も明らかにしており、そのほとんどは今四半期末までに実施され、その一環として人員削減が行われる。

アデル氏はシスコに関して慎重な見方を維持している。「簡単に言えば、シスコは税制改革と海外からの資金還流を受けて事業を抜本的に再構築するという絶好の機会を逃し、代わりに2018年と2019年の370億ドル近くの自社株買いを選択したと考えられる。成長中の新興企業のバリュエー

ションは今や高騰しており、シスコの成長に向けた企業買収が手遅れとなっていることが懸念材料だ」と指摘する。

とはいえ、問題は同社の戦略的過ちだけではない。現在は深刻な景気後退のただ中にあるからだ。多くの企業が設備投資を削減し、支出配分を社内のデータセンターからクラウドベースのアプリケーションへシフトさせている。

シスコの決算発表を受けて、ヒューレット・パカード・エンタープライズ<HPE>、デル・テクノロジー<DELL>、IBM<IBM>、HP<HPQ>などの株式も売られた。デジタルトランスフォーメーションが加速する中、伝統的なハイテク企業は後れを取っており、投資家は関心を失っている。

■ クラウド企業はコロナと無縁？

一方、クラウドベースのソフトウェア企業はコロナの痛みとは無縁だと市場が確信しているのは明らかなようだ。投資家は、あらゆる企業が業務を急速にデジタル化しているため、クラウドベースのソフトウェア企業がサブスクリプションベースの収益モデルと高い粗利益率によって保護されると想定している。だが、そうした見方は近視眼的と言えそうだ。

クラウド企業の顧客は他のハイテク企業だけではない。シスコと同様、何とか生き残ろうとしている製造業者、金融機関、小売業者、ホテル事業者にもサービスを提供している。

クラウドベースの企業の多くは、顧客当たりの収益に焦点を当てたビジネスモデルを持つ。だが、顧客は需要の低迷に直面して人員を削減している。クラウドベースの戦略は役には立つものの、景気後退という病のワクチンではない。クラウド企業の多くが5～7月期決算を今後数週間内に発表する。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

8. ESGのETFはアップル、アマゾン抜きでも好成績 - ESG Investors Can Beat the Market Without Apple, Amazon. Here's How. 独自の組み入れ比率

[ETF]

■ 上位6本のうち4本がS&P500上回る

株式市場はサステナブル投資（持続可能な投資ともいう）に沸いている。新型コロナウイルスの感染拡大、社会不安、またグローバルな経済的格差が目立って、環境、社会、ガバナンス（ESG）ファクターに基づく投資に焦点を当てる上場投資信託（ETF）には、2020年上半期に210億ドルが流入した。これは2019年のESG関連のETFへの年間流入額に匹敵するとともに、それ以前の過去最高額の4倍に上る。



Marian Mocanu/Dreamstime

それでも、先週S&P500指数が過去最高に近づいたとき、好感度を得るためにはリターンをあきらめる必要があるというかつての考えが思い出された。SPDR S&P500 ETF<SPY>は、木曜日の終値で年初来5.7%の上昇である。それに対してESG ETFはどうだろうか。

実際には、運用成績はかなり良い。米国株で運用するサステナブル投資関連の運用資産額上位6本のETFのうち、4本は市場をアウトパフォームし、2本はわずかにアンダーパフォームする程度だ。

アウトパフォームしたETFでは、運用資産16億ドルのiシェアーズMSCI米国ESGセレクトETF<SUSA>が年初来10.1%上昇、運用資産18億ドルのバンガードESG米国株ETF<ESGV>が年初来9.8%上昇、運用資産84億ドルのiシェアーズESGMSCI米国株ETF<ESGU>が年初来8.1%上昇、運用資産21億ドルのiシェアーズMSCI KLD 400ソーシャルETF<DSI>は年初来7%上昇した。

出遅れた2本、運用資産25億ドルのiシェアーズESG MSCI米国リーダーズETF<SUSL>と、運用資産26億ドルのXトラッカーズMSCI米国ESGリーダーズ・エクイティETF<USSG>は共に年初来5.4%の上昇であった（iシェアーズのETF名は混乱しやすいため、以下本稿ではティッカーを表記）。

■ ESGスコアも考慮し、銘柄選定

これらのESGETFは、いずれもS&P500指数と比較可能である。ポートフォリオの違いは、セクターの投資配分よりも、銘柄選定によるところが大きい。また個別銘柄の時価総額のみに応じて組み入れ比率を決めるのではなく、ESGスコア、その他の財務指標も考慮する。

これらのETFはハイテク株を27~32%組み入れている。例えば、S&P500指数のウェイトである27.5%をわずかに上回る配分である。一方でエネルギー株の組み入れ比率は1.7~2.2%で、S&P500指数の2.6%をやや下回る。

6本のETFの組み入れ銘柄数は大きく異なる。iシェアーズSUSA ETFの145銘柄に対して、バンガードESG ETFは1500近い銘柄を組み入れている。しかし、組み入れ比率上位銘柄への集中度リスクは近似しており、6本とも組み入れ上位10銘柄に26~31%を投資している。S&P500指数では、上位10銘柄が28%を占める。

だが、それぞれの上位銘柄は大幅に異なる。iシェアーズESGU ETFとバンガードESG ETFは共に、S&P500指数の上昇をけん引してきた時価総額上位5銘柄を、S&P500指数に近い比率で組み入れている。5銘柄とは、アップル<AAPL>、マイクロソフト<MSFT>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、フェイスブック<FB>、アルファベット<GOOGL>である。

しかし両ETFとも、投資会社バークシャー・ハサウェイ<BRK>の組み入れ比率は大幅に低い。同社はS&P500指数採用銘柄で6番目に大きいのが、今年の株価は7%安と出遅れている。代わってiシェアーズESGU ETFは、今年年初来で株価が29%上昇したホームセンター大手ホーム・デポ<HD>を保有し、バンガードESG ETFは同じく株価が10%上昇した医療保険大手ユナイテッドヘルス・グループ<UNH>を上位に組み入れている。

■ 高リターン銘柄に比重

しかしながら上位5銘柄の全てに投資しなくても、リターンには思ったほどの影響はない。iシェアーズSUSL ETFはマイクロソフトとアルファベットを、S&P500指数構成比の2倍近くの組み入れ比率で保有するが、アップル、アマゾン、フェイスブックは組み入っていない。ハイテク株の大幅上昇の恩恵を得られなくても、運用成績は市場をわずかに下回っただけだ。年初来プラス5.4%の同ETFのリターンは、S&P500指数の5.7%に若干届かない程度である。

iシェアーズSUSA ETFは、今年株価が70%上昇したアマゾンを保有していないが、それで

もS&P500指数を4ポイント上回るパフォーマンスを上げている。同ETFは、コンサルティング会社アクセンチュア<ACN>と顧客管理ソフトウェア大手セールスフォース・ドット・コム<CRM>のようなアウトパフォームした他の銘柄への比率をS&P500指数よりも大きくしたことが、好パフォーマンスにつながった。

iシェアーズDSI ETFも同様に、アップルとアマゾンを持っていないが、マイクロソフト、フェイスブック、アルファベットに加え、年初来で株価が97%上昇した半導体メーカーのエヌビディア<NVDA>の組み入れ比率をS&P500指数の構成比率よりも高くしている。同ETFの運用成績も、今年S&P500指数を上回っている。

このように、ESG投資家がサステナブル投資基準を満たすために、市場をアウトパフォームしている株を見送らざるを得ないとしても、より高いリターンを上げている銘柄を見つけることは可能だ。

By Evie Liu
(Source: Dow Jones)

9. 迫るスタグフレーションの影 - Stagflation Looms Over This Market. 50年ぶりの悪性インフレの始まりか

[米国経済]

■ 消費者・卸売・輸入物価が揃って上昇



Spencer Platt/Getty Images

スタグフレーションを議論すべき時が来た。これは景気の停滞とインフレが同時に発生する問題で、最後に起きたのは1970年代の米国だった。

7月は、消費者物価、卸売物価、輸入物価の全てがエコノミストの予想よりも速いペースで上昇し、特に消費者物価は（変動の激しい食品とエネルギーを除くと）1991年以来最も大幅な上昇となった。もちろん、これは新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）で低迷した状態からの上昇であり、1年前と比較してもまだおとなしく、1カ月ではトレンドにならない。しかし、今回の上昇は注意が必要だ。

物価上昇率が予想を上回ったのは、財政と金融による大規模な刺激策を受けて経済活動の再開が順調に進み、経済が回復しつつあることを示唆する歓迎すべきニュースとみる向きもある。8月12日に発表された7月の消費者物価指数（CPI）に対する株式投資家の見方も同様で、主要な株価指数が上昇した。

物価の上昇は、家計や企業が物価の下落に慣れ、支出を削減し、生産を減らし、そして物価をさらに押し下げるというデフレスパイラルに対する懸念を解消するのに役立つ。同時に、多くのエコノミストやストラテジストが、CPI上昇の背後にある一部の価格上昇は一時的なものになる可能性がある」と述べている。例えば中古車と中古トラックの価格は7月に前月比で2.3%上昇したが、これはパンデミックが長引く中、都市からの脱出や公共交通機関の回避が起きていることで部分的には説明できる。

BMOキャピタル・マーケットの米国金利戦略責任者イアン・リンゲン氏は、インフレの暴走を懸念するのは時期尚早だとし、「2020年、あるいは2021年には発生するかもしれないが、可能性は限られている。ただ、それがマクロ戦略の次の対象にならないというわけではない」と語る。数年前には、いわゆるリフレトレードが大流行した。投資家はトランプ大統領の政策で経済成長に火がつく方に賭け、リフレトレードでは景気拡大とインフレ進行の恩恵を受ける資産が選好された。リフレトレードは米国が新型コロナ問題に見舞われるよりもかなり前に下火になったが、インフレが実際に発生しなかったことも、その理由の一部だ。

■スタグフレーションは「不可避」

現在可能性のあるリフレは様子が異なり、魅力的なものではない。投資環境を調査するローゼンバーグ・リサーチのチーフエコノミスト、デービッド・ローゼンバーグ氏が言うように、近づきつつあるインフレには注意が必要だ。「需要拡大に伴うインフレはほぼ慈悲深いものだが、今直面しているのは、景気低迷に伴って発生するコスト主導のインフレ、すなわちスタグフレーションであり、悪質なインフレだ」と同氏は語り、米連邦準備制度理事会（FRB）はインフレ率の上昇を望んでいるが、スタグフレーションを歓迎する者はいないと付け加える。

ローゼンバーグ氏の見方によると、スタグフレーションは不可避であり、来月FRBが、インフレ率が長期目標の2%を超えることを容認すると発言するのはほぼ確実で、連邦議会が最終的には1兆5000億ドル前後の追加財政支援案を成立させる見通しであることから、到来時期が早まる可能性もある。同氏は、インフレもスタグフレーションもデフレも等しく、塗料が乾燥するのに似た一つのプロセスであり、現在のような失業を伴う経済から脱却する際にインフレを抑制し続けるのは不可能だと語る。同氏は、「次のサイクルはスタグフレーションだと信じているが、すぐに始まるわけではない」として、移行期間は3年を想定している。

もっと早くなるとの見方もある。会計事務所グラント・ソントンのチーフエコノミスト、ダイアン・スウォンク氏のベースケースでは、スタグフレーションが始まるのは1年後である。同氏は、市場から脱落するサプライヤーが増え、食品など基本的な商品の価格上昇が加速すると同時に、失業率は高止まりし、医療費が、特に医療保険のない失業者にとっては、上昇するとみる。

■インフレ時と同じ投資戦略を

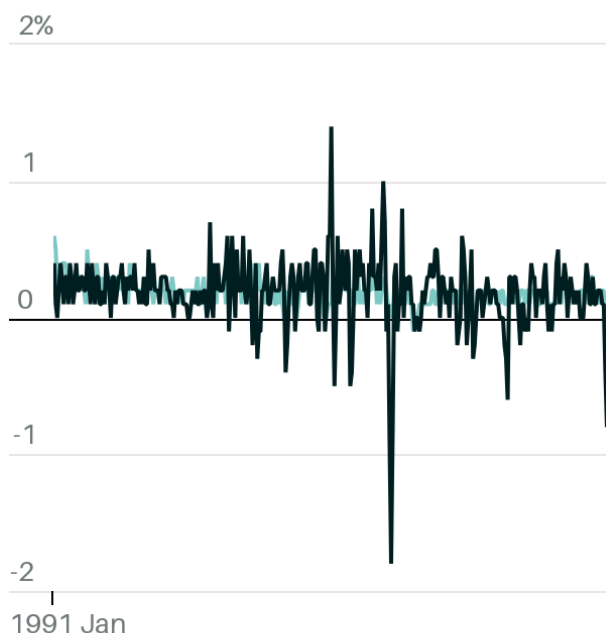
インフレとスタグフレーションが心配な投資家には、労働省と各地区連銀から毎月多くの監視すべき指標が発表されている。ローゼンバーグ氏が勧める指標は、一般的にはあまり注目されていないマネーサプライ、特にM2の流通速度の変化だ。M2は流通している現金に普通預金、特定の預金お

The Cost of Living

Consumer prices spiked in July.

Inflation signals

- CPI, All Items 1-Month % Change
- 1Core CPI -Month % Change



Note: Data are seasonally adjusted.
Source: Bureau of Labor Statistics

よびマネーマーケットファンドの残高を加えたものだ。M2の流通速度は貨幣が経済の中を巡る速度を表すことから、経済の変曲点を知る手がかりになると同氏は言う。

M2の速度は、今年初め、経済活動がほぼ停止したことから急低下した。同指標はパンデミック以前の水準をはるかに下回ったままだが、5月に1960年以降で最低の水準となり、6月には反転上昇している。ここから急上昇するなら、「状況は大きく変わる」と同氏は語る。

ストラテジストによれば、スタグフレーションに対する投資戦略は、インフレの場合と変わらないという。食肉加工品のタイソン・フーズ<TSN>、日用品大手のプロクター・アンド・ギャンブル(P&G)<PG>やコルゲート・パルモリブ<CL>など、食品や飲料、パーソナルケア製品といった、安定した需要のある商品やサービスを提供する企業は有力な投資候補となる。アマゾン・ドット・コム<AMZN>のような価格設定力のある寡占企業も同様だ。レナー<LEN>のような建設業者も、不動産がヘッジとなることから、恩恵を受ける可能性がある。

ドル安の進行と、これが次第に輸入インフレにつながる可能性(7月の輸入物価は前月比で0.7%上昇)から、BMOキャピタルのリンゲン氏は金、鉱産物、およびデジタル資産が良いヘッジになるとみる。金は年初来で29%、ビットコインは約60%上昇しており、こうした分野は、スタグフレーションではないにしても、インフレに対する投資家の懸念を既に反映している。

パンデミックによる需要ショックが終わっていないことは明らかだ。経済刺激策とワクチン次第でこうした状況が当面続くかもしれないが、FRBは経済供給サイドに対するコントロール能力が低いことは覚えておいた方がよい。過去50年間、悪性のインフレはなかったが、その再来について考えるべき時が来ている。

By Lisa Beilfus
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - Not Your Father's Tesla テスラ追う電気トラックのニコラ

[経済関連スケジュール]

■ ごみ収集車大量受注で、株価急騰



Illustration by Elias Stein

電気自動車(EV)の発表では、外観やスピードが呼び物になることが多い。テスラ<TSLA>の最上位モデルであるモデルSは、わずか2.3秒で時速60マイル(mph)に到達する加速性能が話題となった。だが、EV自動車革命は、速さだけではなく、あらゆる車体やサイズで起ころうとしている。先日、電気トラックのメーカーであるニコラ<NKLA>の株価は、ごみ収集トラック受注のニュースを受けて22%急騰し、6カ月間の上昇率を340%とした。

同社にまだ実際の売り上げはなく、本格的な売り上げが見込まれるのは2022年で、それ以前、つまり2021年までの売り上げ予想は、わずか8000万ドルほどだ。ウォール街は、同社の2024年までの売り上げを29億ドルと予想する。だがそれでも

大幅な赤字が見込まれる。

テスラと同様に、EV銘柄の株価は、常にファンダメンタルズと乖離（かいり）している。ニコラに関しては、水素燃料電池で駆動する車も開発しており、株価はテスラの水準以上に高騰している。

全米第2位の廃棄物処理企業リパブリック・サービスズ＜RSG＞は、ニコラのゴミ収集車2500台を購入し、2023年からの納車を予定していると発表した。

ニコラのマーク・ラッセル最高経営責任者（CEO）は、この発表は「ゲーム・チェンジャーになる」と述べた。

リパブリック・サービスズは、ごみ収集に関してサステナブルなアプローチを取るとうたう。ジョン・ヴァンデル・アーク社長は、「ニコラとの合意は、業界初となる、車両の電化化への大規模なコミットメントだ」と語る。

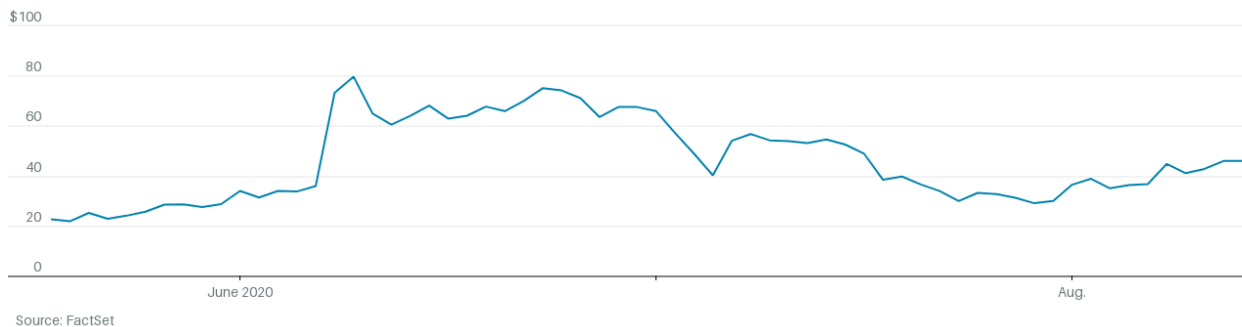
一方で、投資家はリパブリックの動きをまだ評価していない。同社とパートナーシップを組んだニコラの株価は急騰したが、リパブリック株の上昇率はわずか0.3%だ。

■ 今週の予定

The Other EV Stock

Shares of Nikola have soared 78% in the last three months and 345% this year.

Nikola / NKLA



8月17日（月）

- ・中国最大の小売り企業JDドットコム＜JD＞が第2四半期決算発表。
- ・民主党全国大会が8月17日から20日まで開催。会場はミルウォーキーのウィスコンシン・センターとなるが、イベントのほとんどはバーチャルで行われる。
- ・全米住宅建設業協会（NAHB）が8月の住宅市場指数を発表。住宅建設業者による、住宅販売に関する今後6カ月間の見通しに基づいた指標。コンセンサス予想は75と、7月の72から上昇。
- ・ニューヨーク連銀が8月の製造業景気指数を発表。コンセンサス予想は18と、7月の17.2から上昇。

8月18日（火）

- ・ホームセンターチェーン大手ホーム・デポ＜HD＞、家具メーカーのレイジーボーイ＜LZB＞、自動車部品小売り大手アドバンス・オート・パーツ＜AAP＞、小売り大手ウォルマート＜WMT＞、百貨店大手コルズ＜KSS＞、化学分析機器メーカーのアジレント・テクノロジー＜A＞などが四半期決算発表。
- ・7月の住宅着工件数発表。エコノミスト予想は季節調整済み年率換算で125万戸（6月は118万6000戸）

8月19日（水）

・米連邦公開市場委員会（FOMC）が、7月28日、29日に開催された金融政策決定会合の議事要旨を公表。連邦準備制度理事会（FRB）の今後の政策決定の方向性に関する、より明確な指針となるとみられる。

・眼科医療品メーカーのアルコン＜ACL＞、ホームセンターチェーンのロウズ＜LOW＞、半導体メーカーのアナログ・デバイセズ＜ADI＞ 半導体設計用ソフトウェア開発会社シノプシス＜SNPS＞、スーツケースおよびバッグ類ブランドのサムソナイト・インターナショナル＜1910.香港＞、ディスカウントストアチェーンのターゲット＜TGT＞、ディスカウント小売りチェーンのTJX＜TJX＞、画像処理半導体（GPU）大手エヌビディア＜NVDA＞が決算コンファレンスコールを開催。

8月20日（木）

・中国電子商取引大手のアリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）＜BABA＞、化粧品大手エスティローダー＜EL＞、大手測定器企業キーサイト・テクノロジー＜KEYS＞、アパレル企業のエル・ブランズ＜LB＞、ディスカウント小売り大手ロス・ストアーズ＜ROST＞、会員制スーパーマーケットのビージェイズ・ホールセール・クラブ・ホールディングス＜BJ＞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7月の景気先行指数を発表。コンセンサス予想は前月比1.2%の上昇（6月は2%の上昇）。

・8月15日までの週の新規失業保険申請件数発表。

・8月のフィラデルフィア連銀製造業景況指数発表。コンセンサス予想は、7月の24.1から低下の21。

8月21日（金）

・農機大手のディア＜DE＞、靴・アパレルメーカーのフット・ロッカー＜FL＞が決算コンファレンスコールを開催。

・テスラが1株を5株にする株式分割の権利確定日。28日に1株につき4株を追加で受け取り、31日から分割調整ベースでの取引が開始される。

・全米不動産協会（NAR）が7月の中古住宅販売件数を発表。エコノミストは、季節調整済み年率換算で540万戸と予想（7月は472万戸）。

By Alex Eule
(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』 2020/08/16

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