バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2020/09/06

THIS WEEK'S MAGAZINE

JIJI PRESS DOW JONES

1. パンデミック時代に退職資産を増やす方法 - The New Playbook to Shore Up Your Retirement for the Pandemic Era [カバーストーリー] P.2
重要なのは柔軟性

2. ウォーレン・バフェット氏が投資を決めた日本株の魅力とは - Warren Buffett Is Betting on Japan. Here’s How You Can Too [日本株] P.6
割安な世界的競争力のある銘柄に注目

3. 日本企業の現金ため込みを止められなかったのがアベノミクスの最大の失敗 - The Biggest Failure of ‘Abenomics’: Japan Inc. Is Still Hoarding Cash [フィーチャー] P.9
過剰な現金のため込みは経済の潜在力の発揮を妨げる

4. ハイテク株は急落したが、ハイテクバブルの崩壊時とは異なる - Tech Stocks Slide After a Rally. But This Is No Dot-Com Bubble [コラム] P.11
オプション取引が下げを増幅した可能性

5. 市場の急落や急騰を誘引するのは異常なオプション取引か - How Unusual Trading Fueled the Stock Market’s Incredible Rally—and Fall [フィーチャー] P.13
先週後半のハイテク株暴落の背景を探る

6. 8月の上昇の後に9月は下落か - The Stock Market’s August Gains Become September Pain [米国株式市場] P.15
市場の大幅調整につながるのか、循環物色になるのか

7. 一時解雇が恒久的なものになりつつある - Temporary Layoffs Are Starting to Look Permanent [米国経済] P.19
今後の方向性を見極めるこれまで見過ごされてきた指標とは

8. ズームの株価上昇はいつまで続く？ - Zoom Stock Soars Higher and Higher. It Has to Come Down to Earth [ハイテク] P.21
株価の反転は必ず起きる

9. 日本型スタグネーションが、米国の莫大な債務にとってのペナルティになる可能性 - Japan-Style Stagnation Could Be the Penalty for the U.S.’s Whopping Debt [コラム] P.23
拡大傾向の財政赤字と連邦債務はどこまで重要な問題なのか

10. 今週の予定 - Fracking’s Decade of Growth Ends as Schlumberger Exits [経済関連スケジュール] P.25
シュルンベルジェの撤退で、フラッキング事業の成長ストーリーは終りを迎えた

※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. パンデミック時代に退職資産を増やす方法 - The New Playbook to Shore Up Your Retirement for the Pandemic Era 重要なのは柔軟性

[カバーストーリー]

■ 過去10年ほどの間で2度目の大打撃

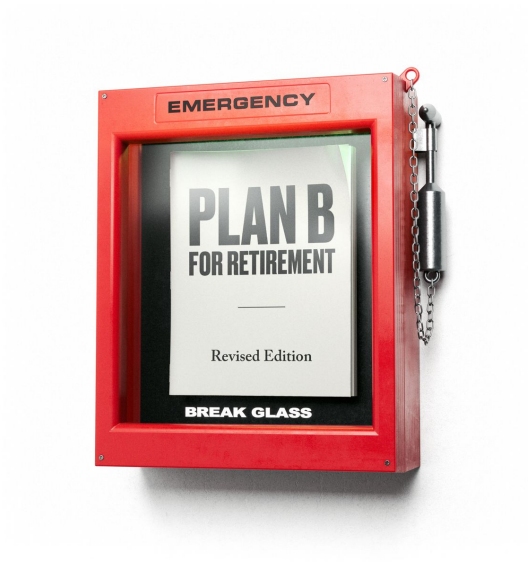


Illustration by Justin Metz

退職が近い人々にとって、新型コロナウイルスによるリセッション（景気後退）はここ10年ほどの間で2度目の大きな打撃である。しかも今回は、多くの人の所得と貯蓄がピークになるタイミングでの直撃だ。コンサルタント会社エイジ・ウェーブのケン・ディヒトバルト最高経営責任者（CEO）は、「退職前の労働者のポートフォリオはダメージを受けている。失業率が高いため、働く期間を長くすることはできない。親は病気にかかり、子供は家に帰ってきている」と語る。

金融サービス会社エドワード・ジョーンズとエイジ・ウェーブが8月に発表した調査結果によれば、50～64歳の退職を控えた人々の間で、退職後に備えて十分な資金を貯金している自信があると答えた人の割合は、パンデミック前の65％から48％に低下した。成人の子供がいる回答者のうち、28％はパンデミック中に子供を金銭的に支援しており、それが貯蓄不足に拍車をかけている。

こうした懸念が生じる前から、失業、給与の減額、中小企業の資金繰りなどのさまざまな理由で、一部の家計には余裕がなかった。保険会社プルデンシャル・ファイナンシャルが7月に発表した調査結果では、中小企業の経営者の約3分の1とベビーブーマー世代の8％が、パンデミック中に家計所得が半分以上減ったと回答している。

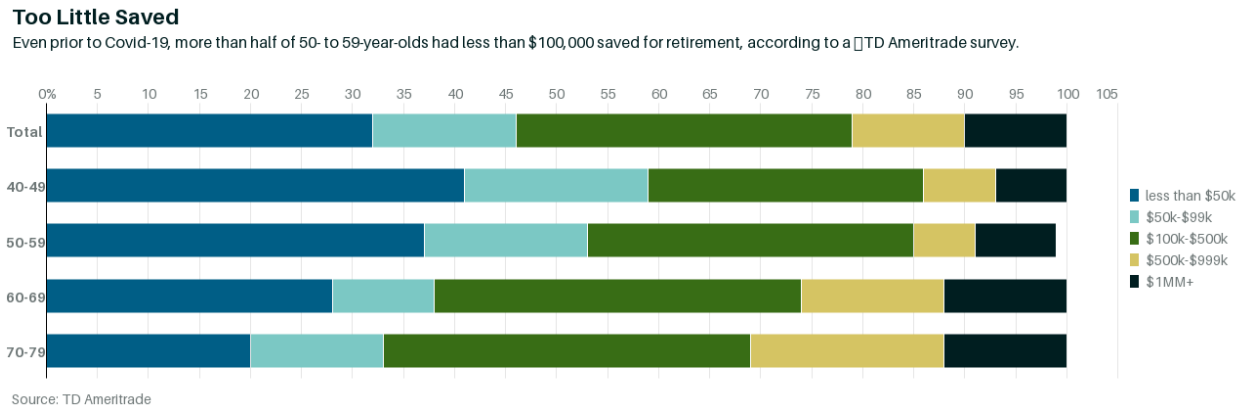
こうした差し迫った問題に加え、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）によって政府は予算と支出の優先順位を見直しており、税金や年金などの退職に関する数々の重要な事柄をめぐる不透明感が高まっている。投資家は、世界経済の成長が妨げられ、世界の大部分で金利が歴史的な低水準にとどまる中で、自らの貯蓄が生み出す長期的な市場リターンについて考え直す必要がある。

パンデミックは、まだ職があるものの退職が近い労働者の多くにも影響を及ぼしている。コンサルティング会社ウィリス・タワーズ・ワトソンが543社の企業に対して実施した調査によれば、企業の約15％は確定拠出年金（401k）の掛金の拠出を停止または削減しており、さらに10％がこれを検討している。

ただし個人レベルでは、新型コロナウイルスの影響を軽減する方法は存在する。しかも、全てを劇的に変える必要はない。退職を控えた労働者が退職後の計画を狂わせることなく困難な時期を乗り越えるために何をすべきか探るため、本誌はファイナンシャルプランナーや退職の専門家に話を聞いた。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2020, Dow Jones & Company,Inc

■ 時期尚早な退職を避ける



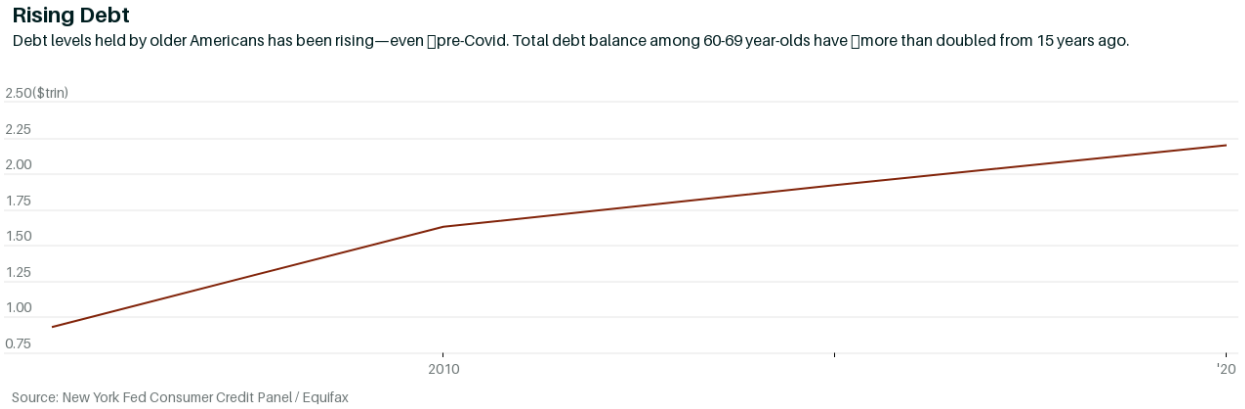
パンデミックによる健康リスクや、一部の業界の不透明な見通しを踏まえると、早期退職は魅力的な選択肢のように思えるかもしれない。しかしアドバイザーは、退職まであと5～10年あるならば、可能なら働き続けた方が良いと言う。

ファイナンシャルアドバイザー会社カーソン・グループの退職リサーチ担当ディレクターであるジェイミー・ホプキンス氏は、「退職後の家計を改善する最高の方法は長く働くことだ。退職の1～2年前から支出を抑える人がいるが、6カ月～1年長く働くことに比べると極めて小さな効果しかもたらさない」と語る。

もちろん、長く働くのは言うほど簡単ではなく、特に失業率が急上昇していればなおさらだ。高齢の労働者は通常、25～54歳の労働者に比べて失業率が大幅に低く、過去10年間では約15～20％下回った。しかし、アーバン・インスティテュートの退職ポリシープログラム担当ディレクターであるリチャード・ジョンソン氏は、今回のパンデミックにはこの原則が当てはまらないと言う。7月時点で、55～64歳の失業率は8.7％となっており、若年層をわずか5％下回るにとどまった。

アドバイザーは、退職後の貯蓄、繰り延べ報酬、ストックオプションを精査しつつ、異なる形の雇用への道がないか探すことを勧める。これには、給付があるものの以前と同水準の所得は得られない仕事に就くことや、一時休職の代わりに段階的退職（フルタイム雇用から完全な退職への移行）を選ぶことが含まれる。

■ 現金を確保する



仕事を見つけるのには時間がかかる場合がある。緊急時に備えて貯金をしていた人も、危機が6カ月近く続いたため、貯金が減っているかもしれない。しかし、市場が3月の底値から急反発したこ

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2020, Dow Jones & Company,Inc

とや、歴史的な低金利が続いていることにより、予備の資金を補充・拡大する機会が生まれている。

アドバイザーは、状況に応じて、18カ月～3年分の生活費を流動資産として確保することを勧める。ファイナンシャルアドバイザー会社コンセントリック・プライベート・ウェルス創設者のキャサリン・リオラ氏は、早期退職パッケージや退職金を受け取った人に対して、次の仕事を得るまで時間がかかる可能性があるので、収入源としてパッケージや退職金の大部分を現金化しておくことを提案している。

パンデミックが多くの企業の現在ならびに今後の売上高に影響を与えていることを考えると、退職が近い中小企業オーナーにとって、現金を積み立てておくことは極めて重要だ。一部のアドバイザーは企業経営者に対して、状況がより正常化するまで事業を続けるための手元資金として2年分を確保し、場合によっては事業を売却できるようにすることを推奨している。

現金の確保に関して言えば、パンデミックは、「退職直前に借り入れをしてはならない」といった従来の原則を覆している。金利が歴史的な低水準にあり、住宅価格が底堅い中、一部のアドバイザーは、資金源になり得る存在として自宅に注目することを勧める。今借りている住宅ローン金利が現行の住宅ローン金利よりも1ポイント以上高い場合は、借り換えが合理的かもしれない。別の選択肢としては住宅を担保とした与信枠の設定が考えられる。市況が悪化した場合に資金を少しずつ引き出すことができ、借入金は市場が回復したら返済すればよい。

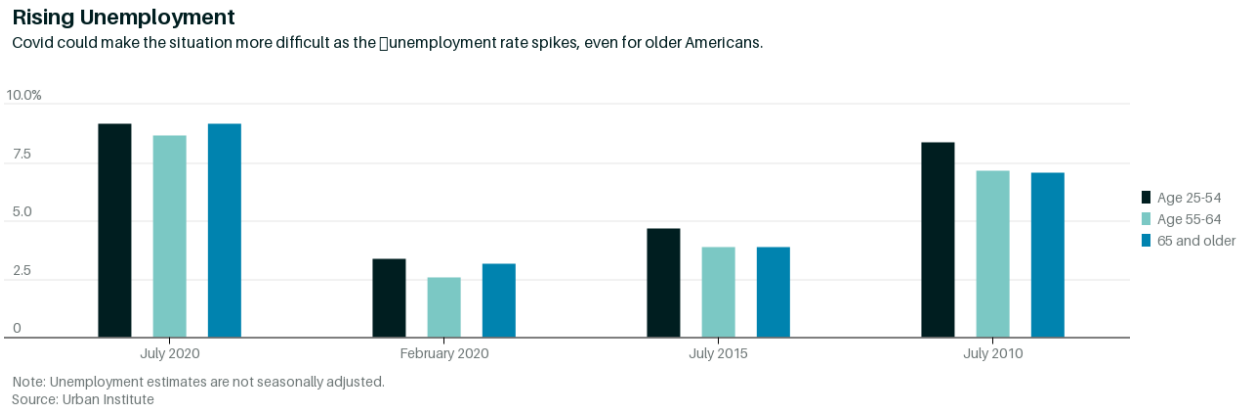
現金を確保する上で次に望ましい場所は投資口座である。ここでもパンデミックによって、「401kを取り崩してはならない」といった長年の指針に反する行為は（理想的ではないとしても）可能になっている。コロナウイルス支援・救済・経済保障（CARES）法では、パンデミックの影響を受けた人が59歳6カ月未満である場合、今年は10％のペナルティーなしで10万ドルまで退職資産を引き出すことを認めている。

税金も、失業者や所得が減少した人が退職資産を利用することを支持する要因の一つだ。所得税率が低い貯蓄者は、401kや個人退職勘定（IRA）からの引き出しに対する税金を最小限に抑えられるだろう。ただし、ファイナンシャルプランニング会社ライフ・プランニング・パートナーズの創設者であるキャロリン・マクラナハン氏によれば、今年既に多額の収入を得た人は、課税対象口座から資金を引き出した方が良いかもしれない。この場合、キャピタルゲインに対する15％の税金は、退職資産からの引き出しに課される所得税より安い可能性がある。

おおむね変わらない原則もある。それは「もし健康ならば、可能な限り社会保障給付を受け取るのは待つべきだ」ということだ。労働者が70歳になるまで、給付を1年遅らせるごとに給付額は約8％増える。これに匹敵するリターンを別の手段で得ることは難しい。さらに、支払いは生涯続くため、金額は大きいほど望ましい。早期に手を付けた場合、残された配偶者に波及的な影響を及ぼす恐れがある。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2020, Dow Jones & Company,Inc

■ リスクを再考する



アドバイザーは顧客に対して、リスク許容度や長期リターン予想を見直すことを勧めている。退職が近い労働者は、この機会を利用して、年を取ったときにどのような介護を受けたいかや、年金と税金の予想額について考えるべきだろう。年金教育を手掛けるアライアンス・フォー・ライフタイム・インカムが、投資資産10万ドル以上を所有する56～75歳の個人を対象として6月に実施した調査によれば、高齢の米国人の4分の1近くは、危機をきっかけに長期的なリスク許容度を引き下げたと回答している。

見直しを始めるのに適したポイントの一つは資産配分である。マクラナハン氏は、引退が近い失業者や、やはり引退が近く一時解雇を懸念している労働者に対して、ポートフォリオにおける株式と債券の割合を50％ずつに近付け、リバランスを通じて最近の相場上昇の恩恵を生かすことを勧める。

過去にない金額の経済刺激策が世界で実施されたことは、投資家がポートフォリオの比較的安全な債券部分を注視すべきであることを意味する。なぜなら、一部の債券ファンドは2桁台の損失を計上しているからだ。一部のアドバイザーは、顧客がポートフォリオに手を付けるならば、債券ファンドよりも債券のラダー型運用（残存期間の異なる債券に同額ずつ投資すること）が良いと言う。これは多くのファンドがリターンのために高リスクの資産に投資する中で、ボラティリティを最低限に抑えるためである。

他のアドバイザー、例えば登録投資顧問会社アメリカーナ・パートナーズを率いるジェイソン・ファーチッタ氏は、上場債券ファンドの急落が他の投資家の売りを促進し、投資家の損失を悪化させる可能性を懸念している。金融緩和による流動性が世界経済に注入される中、ファーチッタ氏はディフェンシブな姿勢を強め、長期的なインフレに対するヘッジをすべきだと考える。同氏は、顧客のポートフォリオにおける不動産などの実物資産へのエクスポージャーを3～5％から10～15％へ引き上げることでヘッジを実施している。

退職間近の労働者は、長期的な介護計画という別のリスクについても考え直している。エドワード・ジョーンズとエイジ・ウェーブの調査によれば、パンデミックは、約3000万人の米国人が初めて終末期に関して話し合うきっかけとなった。養護ホームなどの集団介護施設では多くの入居者がパンデミックの犠牲になっている。そのため、退職が近い労働者の間では、自宅での介護を退職後の計画に加える傾向が強まっているとホプキンス氏は語る。こうした介護の価格は安くなく、ホームヘルパーを1日雇うのに150～350ドル超かかる。保険会社ジェンワース・ファイナンシャルは、週44時間勤務のホームヘルパーを1年雇うのには年間5万ドル、フルタイムなら平均15万ドルかかると推定している。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2020, Dow Jones & Company,Inc

このリセッションから経済を救い出すために数兆ドルが支出されたということは、投資家が年金と税金の予想額を見直さなければならないことを意味する。ペンシルベニア大学ウォートン校年金研究所のエグゼクティブ・ディレクターのオリビア・ミッチェル教授によれば、多くの州と地方自治体の政府は以前から財政的に苦しい状況にあったが、危機によって状況がさらに悪化しており、年金の資金調達にとって新たな打撃になると予測される。

こうした影響が現れるまでには時間がかかる。その上、連邦議会が地方政府の財政難についてどのような対応を取るかによって状況は大きく左右される。現時点では、多くの州で年金を満額支払わなければならないことが州憲法に定められている。しかしミッチェル氏は、プエルトリコやデトロイトなどの自治体の破綻では年金が削減されていると言う。前者では年金が4.5％減額され、後者では物価スライドによる増額がなくなった。

さらに税金も考えねばならない。米国経済を救済するための数兆ドルの支出を可能にした法律は、いずれ期限切れとなる。「現在の財政の穴が原因で税金が2倍になった場合、人々の計画にとって脅威となるだろう」とミッチェル氏は語る。

11月の選挙によって見通しはいくらか明確になるはずだ。しかし現在は、アドバイザーは分散投資の重要性を強調している。これには、可能な場合にはロスIRA口座（拠出時に課税される一方、運用時や受取時に課税されない制度）に追加拠出することや、地方債などの税効率が高い資産に投資することが含まれる。パンデミック後の世界が明らかになっても、退職間近の労働者にとって、柔軟性が重要であることは変わらないだろう。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

2. ウォーレン・バフェット氏が投資を決めた日本株の魅力とは - Warren Buffett Is Betting on Japan. Here’s How You Can Too [日本株]

割安な世界的競争力のある銘柄に注目

■ バフェット氏が総合商社株を大量に購入

Made in Japan

Here are the five largest stocks on the Japanese market.

Company / Ticker	Weighting in Topix
Toyota Motor / 7203.Japan	3.41%
Sony / 6758.Japan	2.31
SoftBank Group / 9984.Japan	2.23
Keyence / 6861.Japan	1.77
Nintendo / 7974.Japan	1.62

Source: Bloomberg

ウォーレン・バフェット氏が日本の総合商社に60億ドルを投資したことは驚きをもって迎えられたが、これにより、長らく低迷してきた日本株の魅力に注目が集まることになった。株価収益率（PER）、配当利回り、株価純資産倍率（PBR）などの指標でみると、日本株は総じて割安に見える。同時に、規制緩和、減税および労働市場の自由化に向けた政府の取り組みは安倍晋三首相が退任した後も続くとみられ、企業収益の改善に役立つだろう。日興アセットマネジメントのチーフ・グローバルストラテジストであるジョン・ヴェイル氏は、「日本株は割安だ。さらに、企業統治における長期的な構造改革や、世界経済の回復に向けた態勢の整備、そして極めて安定した政治状況

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2020, Dow Jones & Company,Inc

といった要因もプラスだ」と語る。ただ、株式市場全体は割安だが、日本の超低金利の影響もあり、優良銘柄のバリュエーションは高い。

投資家が日本株へのエクスポージャーを得る方法としては、上場投資信託（ETF）、ミューチュアルファンド、個別株があり、その多くが米国で上場されている。バフェット氏は日本市場にやや変わったルートで参入した。同氏が率いるバークシャー・ハサウェイ＜BRK.A＞は、コモディティーやその他の商品のトレーディングに加えて投資を行う総合商社の株式を取得した。ほとんどの日本株と同様に、これらの銘柄も割安で、5社のうち4社のPBRが1倍を下回っていた。

確かに、日本にも問題はある。経済は活気を欠き、企業の収益性は低く、人口動態も不健全だ。ニュージャージー州ブリッジウォーターに本拠を置く投資会社ハーディング・ローブナーのヨーコ・サカイ氏は、「多くの投資家が、デフレや高齢化、経営者の思考スタイルの違いに臆してしまう」と語る。しかし、2012年の第二次安倍政権成立後、金融緩和と財政刺激策とともに、企業の構造改革が、経済活性化のための「三本の矢」の一つとなったことで、状況は大いに改善していると同氏は言う。

■ 日本の株式市場の特徴

Global Indexes

How Japan's benchmark stock index ranks among other equity indexes.

Index / Country	Recent Level	YTD Change	2020E P/E	2021E P/E	Dividend Yield	Price/Book Ratio
Topix / Japan	1631.24	-5.20%	20.7	14.9	2.40%	1.2
DAX / Germany	13,057.77	-1.4	21.4	15.2	2.7	1.7
FTSE 100 / U.K.	5850.86	-22.4	19.3	13.3	4.1	1.5
S&P 500 / U.S.	3455.06	6.9	26.4	20.8	1.7	3.9

E=Estimate.
Source: Bloomberg

過去5年間でS&P500指数が76％上昇したのに対し、東証株価指数（TOPIX）はわずか12％の上昇にとどまっており、1989年の最高値を43％下回ったままだ。TOPIXはS&P500指数と同様に構成銘柄の時価総額で加重平均されている。日本株のもう一つの指数である日経平均株価は、ダウ工業株30種平均（NYダウ）のような株価の修正単純平均であり、TOPIXほど日本の主要企業の株価を的確に表してはいない。欧州と同様に日本も巨大で革新的なハイテクセクターは存在せず、ナスダック市場のようなものはない。

トヨタ自動車＜7203＞、ソニー＜6752＞、ソフトバンクグループ＜9984＞、キーエンス＜6861＞、任天堂＜7974＞の時価総額上位5社は、それぞれ特徴のある企業だが、米国の巨大企業とは比較にならない。米国では65社が時価総額1000億ドルを超えるのに対し、日本では4社にすぎない。日本を代表するのは、トヨタや、ファクトリー・オートメーション大手のキーエンス、空調機器で世界トップのダイキン工業＜6367＞、および革新的な電動モーター製造大手の日本電産＜6594＞など、品質の高さを誇る製造企業の一群だ。スパークス・アセット・マネジメントのポートフォリオマネジャーであり、ヘネシー・ジャパン・ファンド＜HJPNX＞の共同マネジャーを務める武田政和氏は、「日本は米国よりもドイツに似ている。インターネット企業は多くないが、製造業に極めて競争力の高い企業がある。製造業が優れているのが日本の優位性の一つだ」と語る。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2020, Dow Jones & Company,Inc

■ 日本株に投資するには

Now and ¥en

Here are some ways to play Japanese stocks.

ETF / Ticker	Recent Price	YTD Return	Assets (bil)
iShares MSCI Japan / EWJ	$57.73	-1.80%	$10.00
WisdomTree Japan Hedged Equity / DXJ	48.43	-8.8	1.5

では、日本株に投資するにはどのような方法があるだろうか。最大のETFは運用規模100億ドルのiシェアーズMSCIジャパンETF＜EWJ＞だ。運用規模15億ドルのウィズダムツリー・ジャパン・ヘッジド・エクイティETF＜DXJ＞では、ドル円の為替リスクがヘッジされているのが特徴だ。日本の輸出関連企業は円安の時期に業績が向上する傾向があるが、ヘッジを行わないファンドでは株価の上昇が円安ドル高で相殺されかねない。

日本では自己資本利益率（ROE）の低い銘柄が多いことから、アクティブマネジャーが市場を広範囲にカバーするETFよりも優れた成績を上げている。例えばヘネシー・ジャパン・ファンドの過去5年間の平均リターンは年13％であり、TOPIXの7％を大きく上回っている。ヘネシーの武田氏が選好するのは、キャリア・グローバル＜CARR＞やトレイン・テクノロジーズ＜TT＞をライバルとする、世界トップの空調機器メーカーのダイキンだ。同氏は同社の「空調機器ではなく、新型コロナウイルス対策として重要な空気清浄化技術」に注目する。

ウイリアム・ブレア・インターナショナル・リーダーズ・ファンドの共同ポートフォリオマネジャー、サイモン・フェネル氏は、成長見通しが良好なことから、同氏が「ファクトリー・オートメーションの世界的なリーダー」と呼ぶキーエンスを選好する。

トヨタ自動車は長らく時価総額が世界最大の自動車会社だったが、昨年、電気自動車メーカーのテスラ＜TSLA＞に抜かれた。テスラの時価総額は3850億ドルと、トヨタの時価総額1850億ドルのほぼ2倍だ。オークマーク・グローバル・セレクト・ファンドのポートフォリオマネジャー、エリック・リウ氏は、「トヨタは経営が素晴らしく、収益性も高く、バランスシートは要塞（ようさい）のように堅固だ。極めて割安な株だ」と語る。中核の自動車事業は3月末時点で800億ドル以上、すなわち同社時価総額の50％を超える金額の現金および現金同等物を保有していた。同社は、業界をリードするハイブリッド車を優先し、電気自動車の開発では一部競合企業に先行されているが、電池技術の強さを生かし、今後数年間で一連の電気自動車を市場に投入する計画だ。リウ氏は、トヨタは自動車業界で最も利益率が高く、世界の五つの地域全てで利益を上げている唯一の自動車会社であると指摘し、「バリュー投資家として、われわれはテスラよりもトヨタの方がはるかに魅力的だと考える。電気自動車の分野は今後競争が極めて厳しくなるだろう」と語った。

孫正義氏が率いるソフトバンクグループは、ハイテクおよび電子商取引分野の投資ファンドとみなすことができるが、時価総額は純資産に保有株式の含み益を加味したネット・アセット・バリュー（NAV）の半分をわずかに超える水準にとどまっている。同社が数十億ドル相当のハイテク株のコールオプションを購入したとの報道が9月4日にあり、同社の投資会社としての性格があらためて明確になった。同社の資産でも最も価値があるのは、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＞の発行済株式の約25％で、約2000億ドル相当だ。ソフトバンクグループはまた日本の携帯電話会社ソフトバンクと英国の半導体設計会社アーム・ホールディングスも所有しているが、後者については、売却ないし保有株の一部を上場する可能性がある。また、運営するソフトバンク・ビジョン・ファンドは注目を浴びたウィーワークに対する投資の損失でつまずいた。しかし同ファンドはソフトバンクグループのNAVの約10％を占めるにすぎない。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2020, Dow Jones & Company,Inc

ハーディング・ローブナーのサカイ氏が選好するのは、スタンレー・ブラック・アンド・デッカー＜SWK＞の競合企業である電動工具メーカーのマキタ＜6586＞だ。同社はリチウムイオン電池技術に強く、植栽用の電動バリカンやリーフブロワー（落ち葉を吹き集める道具）など、ガソリンエンジンよりも安全性や静粛性が高く、環境面で優れたコードレスの園芸用具を製造している。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

3. 日本企業の現金ため込みを止められなかったのがアベノミクスの最大の失敗 [フィーチャー]

- The Biggest Failure of ‘Abenomics’: Japan Inc. Is Still Hoarding Cash

過剰な現金のため込みは経済の潜在力の発揮を妨げる

■ アベノミクスにもかかわらず、企業は現金をため込み続ける

Stefan Rousseau - WPA Pool/Getty Images

1990年代初頭の株式市場と不動産市場のバブル崩壊以来、日本を苦しめてきたデフレマインドから脱却し、強い日本を取り戻すことを使命として第二次安倍政権が誕生したのは2012年末だった。アベノミクスと名付けられた戦略は、一定の指標で見た場合大成功だった。大胆な金融政策、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略から成る「3本の矢」の政策によって、高齢化や人口減少にもかかわらず13～19年に550万人の雇用が創出された。

しかし、安倍晋三首相と首相補佐官らが自ら設定した基準によると、アベノミクスは成果を出せていない。12年末の首相就任会見で、「この政権に課せられた使命は、まず、強い経済を取り戻していくこと」と述べ、企業と消費者の行動を変えることによって実現すると提案したが、いまだ変化は起きていない。多くの日本企業の株価が他の先進国と比べて割安にとどまっているのも恐らくそのためだろう。

1990年前半以降、日本企業は執拗に設備投資の削減、負債の返済、現金の一層の蓄積を重視し続けてきた。給与の高いフルタイムの社員ではなく派遣社員や下請けを利用することで企業の利益率は上昇し、減価償却費を上回る投資は減少した。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2020, Dow Jones & Company,Inc

■ リスク回避傾向

1990年代半ば以降、日本企業は利益剰余金として現金を蓄積し続けてきた。以前は稼いだ利益よりも多額を設備投資に支出していたものだ。90年代半ば以降の日本企業により留保された利益は国内総生産（GDP）比で年間平均約5％に達している。これは他の国の現象とは異なるものだ。通常、利益はもっと低く、設備投資はもっと多く、現金は株主に還元される。2012年までには日本の非金融企業の留保利益の蓄積はGDP比で約60％に達し、その利益の大半は1980年代に抱えた負債の返済に使用された。

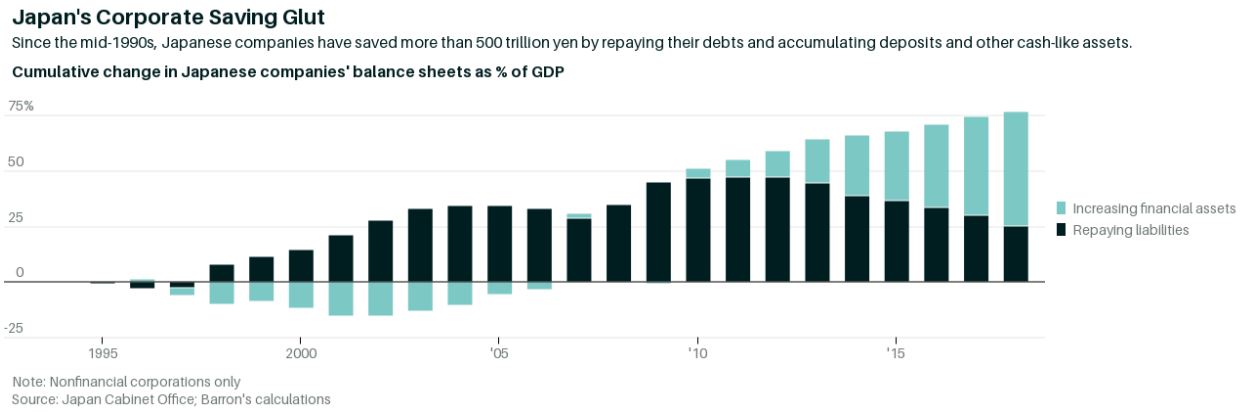
財務省と内閣府の高官らが14年に筆者に教えてくれたところによると、アベノミクスはこれを変えようとした。政府は、企業の現金のため込みをやめさせ、賃金を引き上げ、雇用を増やし、設備投資を増やし、あるいは配当を増やすことで、もっと現金を使うことを望んでいた。

安倍首相はインフレを望んでいた。インフレが良いからではなく、首相や補佐官らはインフレにより極端な保守主義から企業が脱却する方向に仕向けられると考えていたからだ。そうなれば、支出増加、設備投資増加、雇用増加の好循環につながり、日本経済が弱気から抜け出し、中国の示威行為が増える中で防衛費を増やすために必要な財政的余裕にもつながる可能性がある。

安倍首相は日本企業の経営陣らにインフレが来ると説得しようとしたが、経営陣らは顧客の需要が増加するとは考えなかった。円安のおかげもあり利益が急増した時もその大量の利益を投資に向けようとしなかった理由もこのような慎重さによって説明できる。雇用は増やしたものの、増えたのはパートタイム、派遣、あるいは下請けだった。第三の矢であるコーポレートガバナンス改革により、配当性向を高めるよう圧力を強めたものの、利益の留保をやめさせるには至らなかった。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2020, Dow Jones & Company,Inc

■ 企業のあり余る剰余金



90年代半ば以降、日本企業は負債を返済し、預金および現金同等の資産を蓄積することによって、500兆円もの貯蓄ができた。18年時点で企業の利益剰余金の総額はGDP比80％にまで成長し、ほんの数年で20ポイントも増加した。利益は増加し、大幅な増配もなく、設備投資も増加しなかったからだ。安倍政権になって以降変化したことといえば、利益の使途として負債の返済ではなく、現金および現金同等物の蓄積へと切り替えたことぐらいだろう。これは日本だけの問題ではない。2000年代初めのハイテクバブル崩壊や08～09年の金融危機を受け、米国も含めた多くの国で、企業の設備投資の低迷や超過利益による企業の現金保有増加が見られる。

極端なまでの保守主義により、日本企業は他国の企業よりも財務状況が健全であり、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の苦境を耐え抜く上で役立ったものの、一方で日本経済が潜在力を発揮する妨げになっている。

By Matthew C. Klein
(Source: Dow Jones)

4. ハイテク株は急落したが、ハイテクバブルの崩壊時とは異なる - Tech Stocks Slide After a Rally. But This Is No Dot-Com Bubble [コラム]

オプション取引が下げを増幅した可能性

■ ハイテク株を中心に株価が下落

Michael Nagle/Bloomberg

夏の後半にやってくるスコールでは強風を伴って非常に激しく雨が降るが、素早く通り過ぎることが多い。先週の株式市場も似たような状況だった。週の初めに大型ハイテク株が急騰し続けた後、木曜日にはスコールのような売りによって急落したが、週末までに風は収まったようだ。

金融サービス会社ウィルシャー・アソシエイツの集計によれば、米株式市場では木曜日と金曜日の2日間で1兆7000億ドルの含み益が消えた。それでも時価総額は、3月23日の安値からは13兆1000億ドル（55.7％）増え、2019年末からは2兆2000億ドル（6.3％）増えている。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2020, Dow Jones & Company,Inc

しかし金曜日の取引時間中の安値から回復したとはいえ、主要株価指数にとっては6月下旬以降で最悪の1週間だった。S&P500指数は2.3%、ダウ工業株30種平均は1.8%下落した。ハイテク株中心のナスダック総合指数は、3月下旬以来最大である3.3%の下落となり、急落の中心となった。

■ 投資家がオプション取引にシフト

株式市場を混乱させた原因として最も名前が挙がるのは、大小を問わずオプションのプレーヤーである。複数のメディアが報じたように、日本の大手コングロマリットであるソフトバンクグループ＜9984＞は、超大型ハイテク株のコールオプションを大規模に買ったもようで、500億ドル相当の現物株を購入する権利を得た。

同時に、比較的小規模のオプション投資家も、活発にオプションを売買している。特に期近のアウト・オブ・ザ・マネー（原資産価格が権利行使価格よりも低い状態）のコールオプションは、株価上昇をけん引した大型ハイテク株の上昇局面では、実質的に安く「宝くじ」を買うようなものだと、投資銀行アカデミー・セキュリティーズでデリバティブとクレジットを担当するピーター・チア氏は語る。同氏は、こうした投機的投資家が動かす資金は市場全体から見れば小さいと認めつつ、「アルゴリズムに基づく口座による熱狂的な取引が売買高をゆがめた世界では、どんな実際の注文も価格に驚くほどのインパクトをもたらす」と顧客向けノートで付け加える。

一部銘柄の株価が2倍、3倍になったハイテク株の長期上昇相場の後、個人投資家と機関投資家は共にコールオプションの買いに動いている。それで仮に損失が出るとしても、投資家が払うプレミアム分に限定されると、UBSのグローバル・ウエルス・マネジメント部門のマーク・ヘフェレ最高投資責任者（CIO）は説明する。

こうした投資家にコールオプションを売却したオプションディーラーは、エクスポージャーのヘッジを強いられる。このことは、株価が上がるから原資産の現物株を買い、株価が下がるから売ることを意味する。どちらも木曜日に見られたように、株価の変動を増幅させる、とヘフェレ氏は顧客向けノートに記した（本誌記者のアル・ルートは、別の記事で本件についてギリシャ文字の指標を使って説明している。こうした指標は、スポーツ賭博に比べてデリバティブを非常に難解なものにしている）。

■ 過去のハイテクバブル崩壊と状況は異なる

大型ハイテク株の急落にもかかわらず、今回は2000年のハイテクバブル崩壊とは異なるように見える。調査会社エバーコアISIが指摘するように、ハイテクバブルの崩壊は最悪の事態に発展した。原油価格は2倍になり、米連邦準備制度理事会（FRB）は政策金利であるフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を一気に1.75%引き上げた。その結果、イールドカーブは逆転し、金融引き締めとその後の景気後退の前兆となった。対照的に現在は、FRBはFF金利をゼロ近辺に置き、FRBのバランスシートを50%近く拡大する一方、原油価格は沈んだままである。

経済調査会社キャピタル・エコノミクスのジョナス・ゴルターマン氏は、別の違いを指摘する。「2000年とは異なり、ハイテク上位企業の収益力は非常に高く、バリュエーションは割高とはいえ、明らかに持続不可能な水準だとは見えない。今回のハイテク株の調整はまだ続くかもしれず、また当社は景気回復が続くにつれハイテク株が他のセクターよりもパフォーマンスが悪くなると考えているが、00～02年のような、ハイテク株の崩壊が株式市場全体の足を引っ張ることは予想していない」と語る。

しかし企業の内部にいる人々は、売却の機会を待つ気はないようだ。フィナンシャル・タイムズ紙

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2020, Dow Jones & Company,Inc

は、8月に米国企業の役員が株式市場の上昇を利用して67億ドルの自社株を売却し、月間売却額としては15年11月以来の最高額だったと報じた。本コラムの前任者である著名な故アラン・アベルソンがよく言っていたが、株式を売却する理由はさまざまだ。ただ株価が上がるだろうという期待は、売りの理由にはならない。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

5. 市場の急落や急騰を誘引するのは異常なオプション取引か - How Unusual Trading Fueled the Stock Market’s Incredible Rally—and Fall [フィーチャー]

先週後半のハイテク株暴落の背景を探る

■ FAANG等のコールオプションが急増

Behrouz Mehri/AFP via Getty Images

投資家は市場の急落や急騰に理由を求めるものだ。売りが買いより多かったから、という説明では満足できない。先週木曜日から金曜日にかけてのハイテク株の暴落については、異常な株式オプション取引が指摘されている。

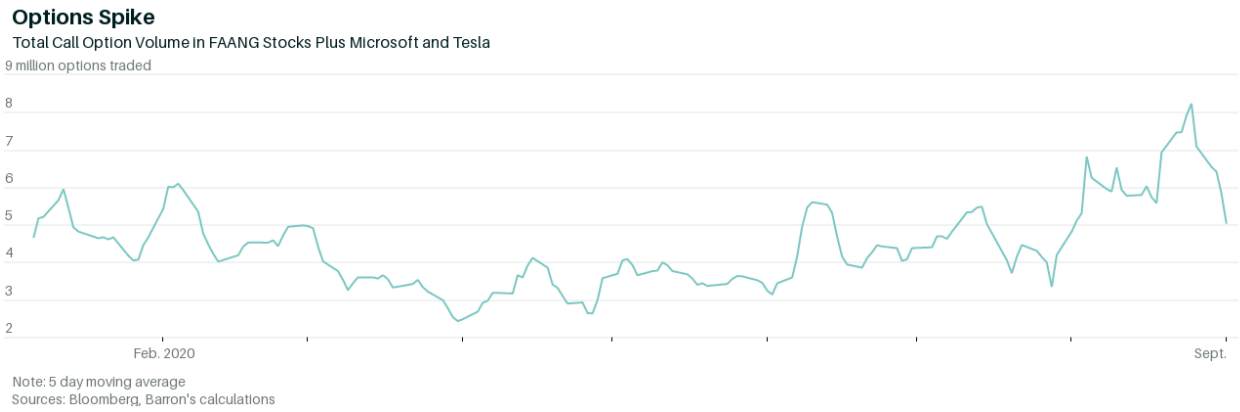
これはある意味、的を射ている。最近、特に知名度の高い大型ハイテク銘柄、いわゆるFAANGと呼ばれるフェイスブック＜FB＞、アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞、アップル＜AAPL＞、動画配信のネットフリックス＜NFLX＞、グーグル親会社のアルファベット＜GOOGL＞の5銘柄にマイクロソフト＜MSFT＞と電気自動車のテスラ＜TSLA＞を加えた7銘柄（「FAANGMT」とする）を原資産とするオプション取引量が異常な水準となっている。

オプション取引には、金融商品を将来のある期日までに決められた行使価格で買う権利であるコールオプションと、売る権利であるプットオプションがあるが、最近、コールオプションの買いが爆発的に増えていた。過去1カ月のFAANGMTを原資産とする11月限コールオプションの契約本数は、同期間のプットオプションの15倍という高水準だった。

長期的には相場は上がるという前提からすれば、コールオプションの取引量がプットオプションを上回るのは自然なことと言える。しかしハイテク株に関するコールとプットの割合の開きは、異常ともいえる状況にある。比較として、大型複合企業のスリーエム＜MMM>では、過去1カ月のオプション取引量はコールがプットの2倍だった。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2020, Dow Jones & Company,Inc

■ ヘッジとしての株買いも増加か



コールオプションの買い取引が急増すると、契約の売り側であるブローカーは原資産の株を買いに走る。ブローカーはオプション取引自体の手数料や利ざやを狙っており、原資産に伴うリスクを負いたくないからだ。つまり、オプション取引の売り側は概して自身の勘定に対するヘッジ目的で原資産の株を購入する。

これは、FAANGMTの株価が7月末から先週半ばまでに20％上昇したこと、さらには先週木曜、金曜の2日間で暴落した一つの裏付けにはなるだろう。木曜日のオプション取引量は、最近の平均の3分の1程度減少した。

しかしそれ以外にも、株価に影響するオプション取引がらみの要因として、ガンマ値が急上昇していたことも指摘したい。

オプション投資にはガンマやデルタなど、ギリシャ指標と呼ばれるリスク指標が用いられる。デルタとは、オプション取引で原資産の価格変化に対してオプション価格（プレミアム）がどの程度変化するかを示した指標で、値は通常100％（1.0）を超えない。例えば、アップルのオプション取引のデルタが0.5なら、株価が1ドル上がればオプション価格は0.5をかけた50セント上がると考える。

ガンマは、原資産の価格変化に対するデルタの変動率を表す指標だ。先ほどの例で見れば、ガンマ値が上昇すると、デルタ値も0.5より高くなる。デルタが予想外の速さで上昇すると、ブローカー側のヘッジ戦略が混乱する可能性がある。

■ ガンマ上昇で株買いに拍車か

ガンマの値が想定内なら、ブローカーはオプション取引2枚を売るたびにアップル1株分のヘッジを立てればいい。つまり、アップルの株価上昇分の1ドルで、オプション取引の損失（1件50セントの2枚分）を相殺できる計算だ。しかし、ガンマが急上昇し、デルタがもし1.0になれば、オプション取引の損失分に備えるにはアップル株をもう1株買う必要がある。

FAANGMTのオプション取引のデルタ値は、足元で年初から約85％上昇している。一方のスリーエムは25％程度だ。

これが株価の変動の激しさの主たる要因かと言えば、答えはノーだ。オプション取引のトレーダーによれば、オプションの買い取引が増えていたのは事実だが、ガンマ値の上昇については、ブローカーが不意を打たれ、それ以外にヘッジの選択肢がなかったという説には賛同できないという。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2020, Dow Jones & Company,Inc

オプションはパズル全体の中の一つのピースに過ぎない。オプション取引が活発なのは、株の取引が活発であるからで、主と従の関係が逆転することは考えにくい。

さらに、ウォール街では株価のモメンタムが重視され、取引がさらに取引を呼ぶ状況が生じる。また、オプション取引やヘッジ戦略が与える影響は一つの理由ではあるが、オプション取引が何らかの要因で活発になると、他から取り残されたくないという心理が働き、自分も流れに乗ろうとする投資家が出てくる。

こうしたテクニカル要因は、長期的には株価への影響はそれほど大きくはないが、短期的には無視できない。投資家は、長期的な勝ち組になるためにも、オプション取引などの動向にも目を配るのが賢明だ。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

6. 8月の上昇の後に9月は下落か - The Stock Market’s August Gains Become September Pain [米国株式市場]

市場の大幅調整につながるのか、循環物色になるのか

■ 史上最高値更新後の急落

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2020, Dow Jones & Company,Inc

8月の大幅上昇の後に株式市場がどう動くかと考えていたが、答えは「ある程度まとまった下落」だった。

先週、S&P500指数は2.3％安の3426.96となり、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は1.8％下落して2万8133ドル31セントで引けた。ナスダック総合指数はハイテク株の下落を反映して3.3％安の1万1313.13となった。結局、ナスダック総合指数は8月の上昇分の半分近く下げたことになり、レーバーデーの3連休を迎えるにしてはさえない動きとなった。小型株のラッセル2000指数は2.7％安の1535.30で週末を迎えた。

先週の市場は素晴らしい出足で始まった。電気自動車のテスラ＜TSLA＞とアップル＜AAPL＞は株式分割を行い、主要3指数は大きく上昇して8月を終えた。9月の始まりも好調で、ナスダック総合指数とS&P500指数は水曜日に史上最高値を更新し、NYダウも史上最高値までわずか1.5％のところまで上昇した。しかし、相場の亀裂は水面下で広がっており、ナスダック総合指数が最高値を更新したにもかかわらず、アップル、テスラ、インターネット会議用ソフトウエアのズーム・ビデオ・コミュニケーションズ＜ZM＞に加え、NYダウに採用されたばかりの業務用ソフトウエア大手であるセールスフォース・ドット・コム＜CRM＞の株価は水曜日に大きく下落した。また、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、市場の上昇に伴って通常は低下するはずなのに、上昇を続けていた。

これらの動きの後に売りが始まったが、要因ははっきりしなかった。可能性として挙げられるのは、通信機器や通信ソフトウエア大手のシエナ＜CIEN＞の決算見通しが暗く、ハイテク投資が低調になる可能性が示唆されたこと、米国立アレルギー感染症研究所（NIAID）のアンソニー・ファウチ所長が大統領選挙までに新型コロナウイルスのワクチンが承認される可能性について疑問を表明したこと、新たな経済対策の法案に進展が見られないこと、レーバーデーの休暇前であること、オプション市場の活況、大統領選挙に対する不透明感、雇用統計に対する警戒感、下落を示唆するチャートパターン、そして水星が（相性が良いと言われる）おとめ座から離れる星座の動きなどだ（最後は冗談だとしても）。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2020, Dow Jones & Company,Inc

■ ハイテク株の割高感

いずれにせよ市場で明らかなのは、S&P500情報技術指数の予想株価収益率（PER）が27.5倍であることから明らかなように大型ハイテク株が割高なこと、ナスダック100指数が200日移動平均線から上方に30％以上乖離（かいり）していること、そして、大型ハイテク株の人気があまりに高くなったことだ。シティグループのパニック／ユーフォリア（幸福感）モデルは、ユーフォリア水準の3倍近くにあり、インベスターズ・インテリジェンスの調査では強気派の比率が弱気派よりも40％ポイント以上高かった。

ベア・トラップ・レポートのラリー・マクドナルド氏は「モーニングコールは早ければ早いほど良い」と述べるが、ナスダック総合指数の急落は、そうしたモーニングコールだったのだろうか。木曜日の急落後から金曜日の正午までに市場の動きが売りから買いに変わったことや、個別株で金曜日に8.6％安まで売られたテスラ株が2.8％高まで戻し（ただし、S&P500指数に採用されなかったことから金曜日の引け後に再び下落）、アップルも8.3％安から0.1％高で引けたことから考えると、そのようには見えない。

多くの投資家にとって、押し目で買うのは依然として代替案として有効だが、先週の急落は相場の急騰局面の終わりを意味するものではなかったようだ。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「ここ数週間、ナスダック総合指数は急騰局面にあると言ってきたが、それがまだ始まったばかりなのか、半ばくらいにあるのか、最終局面なのかは分からない」と述べる。

それでも、先週のハイテク株の下落が、2.1％下落してすぐに反発した6月11日のように押し目買い

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2020, Dow Jones & Company,Inc

のチャンスなのか、それともより大きな下落の始まりなのかは、すぐに分かるはずだ。ドットコムバブルとその崩壊は大きく乱高下したことで投資家の参考になるが、サンディアル・キャピタル・リサーチのジェーソン・ゲッパート氏は、ナスダック総合指数は2000年のように急落後に新たな高値を目指して再び上昇するよりも、07年や1989年などのように高値から逆V字型に急落する傾向が強いと指摘する。

■ バリュー株への循環物色の可能性

いずれにしても審判の時は近付いている。株価上昇は妥当だとの反論はあるが、ナスダック総合指数の上昇は行き過ぎで、下落局面を迎えるとみられる。これまで、低金利を背景に割高株は割安に見え、ビジネスモデルはずっと有効だと思われてきた。新型コロナウイルス第二波の脅威は、ハイテク株をより魅力的に見せていた。

ウェルズ・ファーゴ証券の米国株ストラテジストであるクリス・ハーベイ氏は、「現在は夏の急騰シナリオの最終段階であり、より投機的な動きになる段階だろう。これまでの経験から、急騰の最終局面で奇妙なことが市場で起きることが示唆される」と述べる。

ある時点で、景気に敏感なバリュー株のアウトパフォームが始まりそうだ。まだ人気の高いハイテク株の利益を確定する心の準備ができていない投資家のために、シティグループのストラテジストであるスコット・クロナート氏は、ハイイールド債を売却して配当利回りの高い株式を買う投資戦略を提案する。同氏は、ハイイールド債は大きく上昇した結果、利回りが高くなくなっており、売却して配当利回りの高い株式（その多くは景気敏感株）を買うことで、より高いリターンを得られ

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2020, Dow Jones & Company,Inc

ると指摘する。同氏によれば、「この戦略はインカムを得ると同時に、割安株を組み入れる」ことになる。

配当利回りが高いのは株価下落の結果であり、そうした状況にある銘柄の組み入れには抵抗があるかもしれない。それでも高い利回りで投資適格の銘柄を組み入れることは可能で、例えば大手化学メーカーのダウ＜DOW＞の利回りは5.7％、電気素材・化学の大手である3M＜MMM＞の利回りは3.5％、大手エネルギー会社シェブロン＜CVX＞の利回りは6.3％だ。

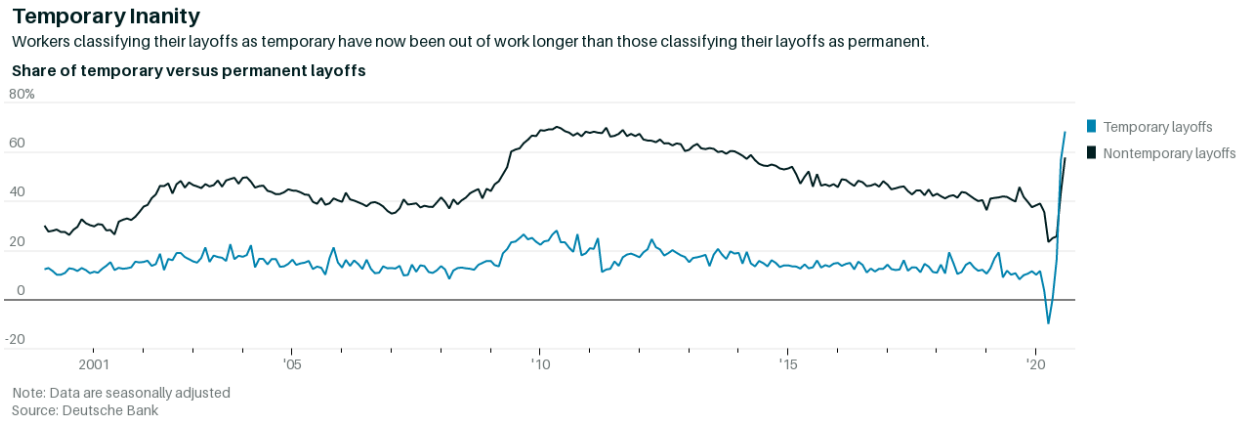
そして、バリュー株が復活すれば、素晴らしい投資になる可能性もある。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

7. 一時解雇が恒久的なものになりつつある - Temporary Layoffs Are Starting to Look Permanent [米国経済]

今後の方向性を見極めるこれまで見過ごされてきた指標とは

■ 8月米雇用統計の見方



新型コロナウイルス危機によって、3月と4月に大量解雇が起こった後に、4カ月連続で雇用が増えたことは、表面上は良いニュースだ。しかし、ある一つの危険信号が、米国の景気回復に対する投資家の楽観論に水を差すかも知れない。

米労働省によると、先月の非農業部門就業者数は140万人増加し、エコノミストによる事前予想通りとなり、5月以降の増加数は約750万人に達した。失業率は予想以上に低下し、コロナ危機が米国経済に波及して以降初めて10％を下回った。

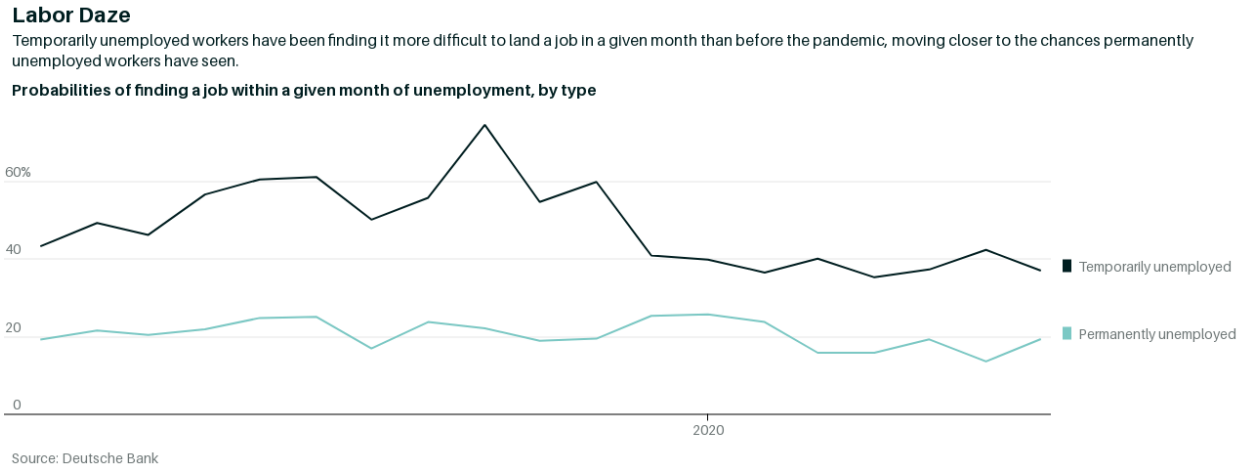
さて次はあまり良くないニュースについてだ。8月の雇用者数の増加は、回復が始まった5月以降で最小だった。調査の分類には欠陥があり、ヘッドラインとなった8.4％という失業率の実態は9.1％に近い。失業者が誤って雇用状態にあると分類されたケースを調整していれば、失業率は実際の発表数値を0.7ポイント上回っていたと、労働省は説明している。そして、パンデミック（世界的流行）によって職を追われた労働者の2人に1人は、依然失業中という現実がある。

恒久的に職を失う人の数が急増していることは、労働市場の状況と景気全般の回復について、暗いシグナルを送っている。ドイツ銀行の米国経済担当チーフエコノミストであるマシュー・ルゼティ

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2020, Dow Jones & Company,Inc

氏によると、厳しい雇用事情にあって、これまで投資家を勇気づけてきた一つの要素は、失業が恒久的なものではなく一時的な失業に大きく偏っていたことだった。一時的な失業なら再雇用も早まると考えられてきたが、パンデミックがもたらした企業や学校の閉鎖によるレイオフのスピードと規模を考えれば、これは理にかなっていた。ところが今や、一時的と分類される失業者が、恒久的と分類される失業者よりも、実際には長く失業しているという状況になっている。パンデミックが長引けば長引くほど、失業は一時的だとして経済上の楽観論に結びつける意味は薄れていく。

■ 今後の方向性を見極める鍵とは



8月には一時的な失業に分類されない恒久的な失業者が53万4000人増加して、340万人に達した。この数字は2013年以来の最高値であり、失業中のアメリカ人が再就職活動を開始してから数カ月たっても仕事を取り戻していないことを示している。7月には一時解雇された後に15週間以上失業状態にある人の割合は50％だったが、8月にはその割合が67％に上昇した。パンデミック以前は、一時的に職を失った労働者が、翌月に仕事を見つける可能性は約60％あった。しかし最近では、その可能性が約40％にまで低下しており、一方で、恒久的な失業者が仕事を見つける可能性は約20％ある。一時的と恒久的に分けられてきた失業者の再雇用の可能性が似たような数値に収束していくなら、従来のように二つに分ける意味はなくなっていくと、ルゼティ氏は言う。と言うわけで、8月に310万人減少して、620万人になった一時的失業者数という指標に、投資家が安心を求めようとするなら、それはほとんど意味がない。

その代わり、投資家は15週間から26週間にわたり失業状態にある人の数に注目して、そこに改善や悪化の兆候がないか注視すべきだ。現時点で26週間以上となると、コロナ危機以前のレイオフも含まれることになってしまうが、今後数カ月のうちには、それも注目すべき対象になるだろう。8月時点で、15週間から26週間にわたり失業状態にある人は650万人で、前年同月には83万1000人であった。

長期的な失業者の増加がもたらす結果は、回復過程が長引くだけではない。前回の金融危機後に行われた調査で、超党派の研究グループであるアーバン・インスティテュートのエコノミストは、家計や経済全般に幅広い影響を及ぼすことを明らかにした。調査によると、長期失業者の貧困度は、6カ月未満の失業者のほぼ2倍、失業未経験者の約4倍であった。失業者家庭の消費は、6カ月間の失業後に最大で24％減少した。再雇用された労働者の賃金は、失業しなかった労働者よりも約15％低かった。

「長期にわたる失業は恐ろしいことで、再就職するのにとても長い時間がかかる傷となってしまう」と元労働省エコノミストで、シュミット・フューチャーズのエコノミストであるマーサ・ギンベル

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2020, Dow Jones & Company,Inc

氏は言う。長期失業に関して、08年金融危機当時と今の違いは、当時は長期失業者カテゴリへの労働者の流入が遅かったことだ。「今は崖に向かって津波が押し寄せている」と、ギンベル氏は警告する。同氏の懸念は、ハーバード大学の一部門であるオポチュニティ・インサイトのデータにも表れており、小規模の企業の開業件数は1月に比べて19％減少し、5月以来で最低の水準にある、また一時閉鎖というより倒産の兆候が多く認められると報告されている。

しかし、この話にはまだ続きがあり、投資家は最近まで見過ごされてきた指標、つまり15週間以上失業中の労働者数に注目する必要がある。その指標こそが、労働市場と経済全体の今後の方向性を見極める鍵となる。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

8. ズームの株価上昇はいつまで続く？ - Zoom Stock Soars Higher and Higher. It Has to Come Down to Earth [ハイテク]

株価の反転は必ず起きる

■ 直近四半期の増収率は前年同期比355％増、株価は年初来で500％上昇

Vadym Pastukh/Dreamstime.com

ビデオ会議サービス大手のズーム・ビデオ・コミュニケーションズ＜ZM＞が8月31日に発表した目覚ましい決算は、世界のトレンドから大きく乖離しているものの、株式市場における投資の現状を象徴している。

話の始まりは、同社が2～4月期決算を発表した3カ月前にさかのぼる。売上高は前年同期比169％増の3億2820万ドルとなり、当初の会社ガイダンスを約64％上回った。さらに同社は2021年1月通期の売上高ガイダンスを約2倍に引き上げた。当時、同社に関心を持つほとんどすべての人は、従来のガイダンスとコンセンサス予想がいずれも低過ぎると考えていた。だが、ガイダンスの引き上げ幅は予想を超えていた。

先週発表された5～7月期決算は、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）に伴う在宅勤務・在宅学習への移行の恩恵を全面的に受け、増収率は前年同期比355％となり、売上高はガイダンス中央値を約33％上回る6億6350万ドルとなった。

9月1日、決算発表を受けて株価は40％上昇し、年初来では500％の上昇となった。その時点で時価総額は約1200億ドルに達し、デル・テクノロジーズ＜DELL＞、HP＜HPQ＞、シーゲイト・テクノロジー＜STX＞、ウエスタン・デジタル＜WDC＞の時価総額の合計を上回った。

■ 相次ぐガイダンスの大幅上方修正でバリュエーションも大きく変動

こうしたズーム株の値動きに投資家やアナリストはフラストレーションを感じている。根本的な問題は、同社の事業のモデル化の方法と、そうしたモデルを使った事業の評価方法に関するものだ。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2020, Dow Jones & Company,Inc

最大の問題は、同社が目下の環境で現実的なガイダンスを提供できない、またはしたがらないように見えることだ。繰り返しになるが、売上高のガイダンス超過幅は2～4月期が64％、5～7月期が33％で、通期売上高ガイダンスはこの6カ月でほぼ3倍に引き上げられた。

発表されているガイダンスに実体性がないせいで、ズームを合理的に評価することをほぼ不可能にしている。例えば6カ月前、当時の21年度予想売上高に基づく株価売上高倍率（PSR）は37倍だったが、その後修正された売上高予想に基づくと、その時点の予想PSRは14倍だったことになる。ただし、この予想PSRはさらに変動するかもしれない。同社が業績見通しを故意に（または単に判断の誤りにより）低く維持していると仮定すると、実際の予想PSRは10倍に近い水準、あるいはさらに低かった可能性がある。

■ モメンタム主導の市場では投資家心理は変化しやすい

ズームはこうした疑問に対し、パンデミックと経済環境がもたらした不確実性により事業の「モデル化がはるかに困難になっている」と説明している。

そうかもしれない。だが、ウォール街は現在のガイダンスが再び低過ぎるものとなっていると確信している。現在の予想PSRは50倍に見えるものの、それは現在のガイダンスが正確である場合にのみ当てはまる。そして、通期の業績がガイダンス通りに推移しているとすると、株式は大打撃を受けることになる。

さらに、事業のモデル化という難問がある。同社の事業をモデル化するのはほとんど不可能となっている。ズームの最高財務責任者（CFO）であるケリー・ステッケルバーグ氏は先週、5～7月期の成長率を過小評価し、解約率を過大評価していたと筆者に語った。

可視性の欠如の原因を、パンデミックによって世界が未知の領域に入っているせいだと言い切ることはできない。ビデオ会議を6カ月以上続けた後に「ズーム疲れ」を感じている人はいるかもしれないが、ビデオ会議の一部が今後定着する可能性は高まっている。仕事での出張が完全に元通りにならないかもしれないし、トレードショーは今や過去のもののように思えるからだ。

とはいえ、ズームの目覚ましい業績は必ずしも持続可能ではない。長期的に成長し続けることが可能だが、ある時点で大数の法則が始まるだろう。

ズームの投資判断を中立としているシティグループのアナリスト、ウォルター・プリチャード氏は最近の調査レポートで、「需要のさらなる増大がピークに達した後は、積極的な販売およびマーケティング投資でさえ成長の減速を食い止めることはできない」と書いている。同氏は22年度の一部の四半期について、前年同期比のハードルが極めて高いことから、前年同期比での減収を予想している。

モメンタム主導の市場では投資家心理は変化しやすい。ズーム強気派は用心すべきだ。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2020, Dow Jones & Company,Inc

9. 日本型スタグネーションが、米国の莫大な債務にとってのペナルティになる可能性 - Japan-Style Stagnation Could Be the Penalty for the U.S.'s Whopping Debt [コラム]

拡大傾向の財政赤字と連邦債務はどこまで重要な問題なのか

■ 拡大傾向の財政赤字と連邦債務

Alex Wong/Getty Images

ディック・チェイニー元副大統領は、「レーガン元大統領は、財政赤字が問題でないことを証明した」と宣言した。このことは、米議会予算局（CBO）が先週、10月から始まる新会計年度において、連邦債務残高が米国の国内総生産（GDP）の規模と同水準かまたはそれを上回ることになると述べた際に、改めて証明された。

財政赤字に関する認知的不協和は、近年明らかとなってきた。トランプ大統領は2016年の選挙戦で、連邦債務を8年以内に解消すると公約していた。

今年度の財政赤字は過去最大の3兆3000億ドルと予想されている。これは、新型コロナウイルスによる米国経済の過去最大の縮小と、それに対抗するための莫大な連邦支出の結果である。政府は危機の際には、戦時同様に自由に支出する必要がある。しかし、ウイルスが到来する前に、米国の財政赤字は既に1兆ドル（GDP比約5％）のペースで推移していた一方、米国経済が完全雇用またはそれに近い状態だったことを思い起こしてほしい。

しかし、だから何だと言うのだろうか。国家債務について悲嘆が聞かれなかった時を、筆者は覚えていない。実際、マンハッタンのタイムズスクエアの近くには、米国人1人当たりの債務を示す借金時計がある。また、初代財務長官が、「国家債務は、過剰でなければ、国家の祝福である」と述べたとする、ミュージカルの「ハミルトン」については、筆者は何も覚えていない。

しかし、過剰とは何だろうか。キャピタル・アルファ・パートナーズのアナリストであるバイロン・コラン氏にとって、連邦債務には増加の余地がある。それは、CBOの予測に基づいており、同予測によると、年間財政赤字は30会計年度まで1兆ドル超が続くことになる。CBOの予測は現在のプログラムだけに基づいており、新たなプログラムを含んでいないとコラン氏は指摘する。

財政赤字および債務の規模に関する懸念は、重要な要因を見逃しているとコラン氏は主張する。それは、負債のコストだ。CBOの予測によると、利払い額は20年度の3億3800万ドルから、21年には2億9000万ドル、22年度には2億7300万ドル23年度には2億7100万ドルへ減少すると予想されている。

発行済米国債の平均利率が引き続き低下しており、債務が膨張したとしても利払い費は減少する。以前の利率の高い米国債が償還されて利率の低い国債に置き換わるにつれて、発行済国債の平均利率が今年度の2％から、21年度は1.5％、22年度は1.4％、23年度には1.3％へ低下するとCBOは予想する。ちなみに30年度には、平均利率は2.1％へ上昇すると予想されている。

コラン氏は、「超低金利は、連邦政府に借り入れを増やす能力があることを示唆している」とレポー

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2020, Dow Jones & Company,Inc

トに書いた。債務が5兆ドル増加すれば利払い費用は7500万ドル増加することになるが、それはわずかな額に過ぎない。

財政赤字が拡大すれば政府の借り入れコストを押し上げることになる、というのが従来の懸念だった。米連邦準備制度理事会（FRB）が、国債の買い入れによって債券利回りを押し下げようとしたならば、その結果としてのマネーサプライの拡大がインフレを高進させただろう。究極的には、政府が大きくなり過ぎて、債務が返済できなければデフォルト（債務不履行）に陥ると懸念された。

■ どこが問題？

最新の左派の財政流派である現代貨幣理論によると、自国通貨で借り入れている国では、中央銀行が紙幣を発行できるためにデフォルトできない。さらに、金利が現在のように非常に低い状態では、政府が学校、道路およびその他投資などに必要な目的のために借り入れることを阻害する要因があるはずもない。借り入れがインフレにつながった場合には、過剰な需要を冷やすために財政政策の引き締めも可能だ。

ローゼンバーグ・リサーチのデービッド・ローゼンバーグ氏によると、現代貨幣理論の信奉者は、金利がなぜこれほど低いのかという点を見逃している。債務の重しは、インフレ圧力ではなく、膨大なデフレ的コストとなっている。同氏は、「金利だけではなく、元本も返済されなければならないことが、多くの人々の意識から抜け落ちているようにみえる。そして、低い、実際にはマイナスの実質金利は、将来の景気停滞を予測している」とレポートに書いている。

同氏はさらに、債務の規模だけではなくその使途も問題だと付け加える。現在の財政赤字は、社会の安定を保持するための手段として離職者に対する収入を提供しており、それは、経済の生産能力向上とは何の関係もない。これは、02～07年の住宅ローンブームや10～19年の債務を資金源とした自社株買いのような、民間セクターの債務拡大でも同様である。

ローゼンバーグ氏は、日本の債務急増の例を挙げる。「日本は数十年にわたって、誰も必要としない河川改修を行い、どこへも行くあてのない橋を架けてきた。そしてそれは全て、日銀のバランスシートでファイナンスされた借り入れによって賄われた」と述べる。結果は、昔の教科書が予測するインフレの変動ではなく、1％にも満たない成長率の停滞した経済だった。

対照的に、米国のインフラは更新の必要に迫られている。しかし政府予算は、現在のニーズへの支出と設備への投資を区別していない。いずれにせよ、現在の支出を賄うための借り入れは、設備投資を実質的にクラウディングアウトさせている。

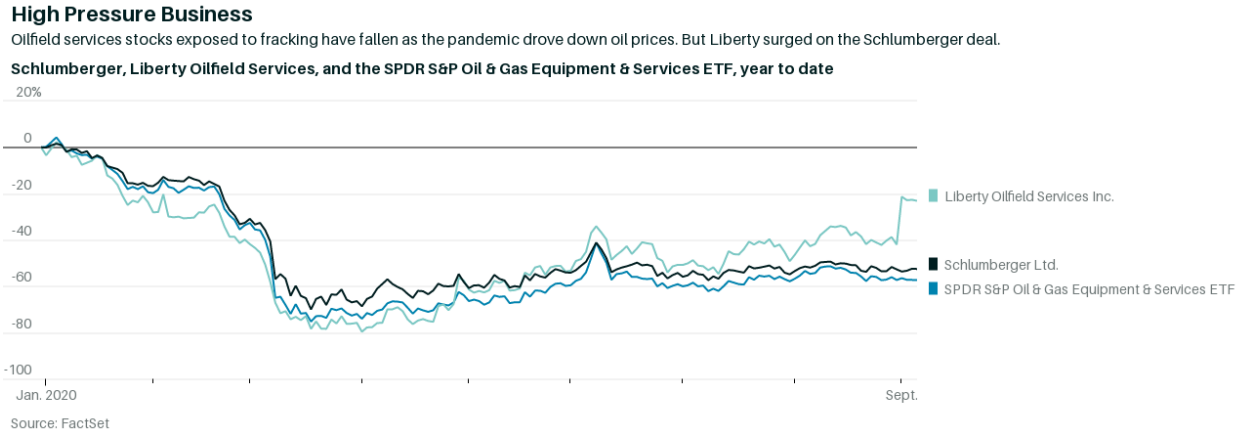
チェイニー氏の宣言は、部分的にしか正しくなかった。経済にとっては、生産性を高めるプロジェクトに投資するためであれば債務は祝福ともなり得る。一方で債務は、日本のように重しにもなり得る。しかし政治的には、自称借金王（トランプ大統領）と民主党の大統領候補者の間の争いの中では、財政赤字は不幸にも重要ではないもようだ。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2020, Dow Jones & Company,Inc

10. 今週の予定 - Fracking’s Decade of Growth Ends as Schlumberger Exits シュルンベルジェの撤退で、フラッキング事業の成長ストーリーは終りを迎えた [経済関連スケジュール]

■ 2018年には400あったフラッキング施設も、現在稼働しているのは100足らず



米国の石油ブームは、ここ10年ほどのエネルギー業界で最もエキサイティングな成長ストーリーだった。だが、主力プレーヤーが重要事業から撤退することになり、そのストーリーは終わりを迎えたようだ。油田サービス開発会社シュルンベルジェ＜SLB＞は9月1日、北米の水圧破砕（フラッキング）事業を同業のリバティー・オイルフィールド・サービシズ＜LBRT＞に売却することを発表した。シュルンベルジェはリバティとの新たな共同企業の株式37%、4億8800万ドル相当を取得する。シュルンベルジェは米国における石油探査事業の変革に一役買い、水圧破砕を効率的かつ利益の出る事業とし、米国を世界第一位の産油国とした。ところが新型コロナウイルス感染症とここ数年の業績停滞で、投資家から嫌気されていた。

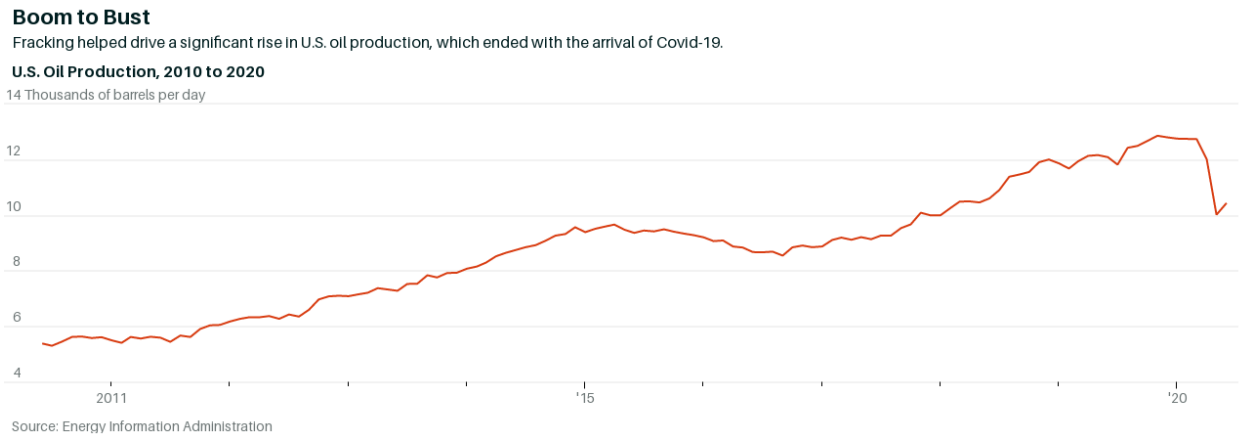
2018年には米国に400以上あったフラッキング設備だが、現在稼働しているのは100に満たない。シュルンベルジェのオリビエ・ル・プェッシュ最高経営責任者（CEO）は、従業員2万1000人 の削減や配当の減額と同時に、資産を減らして海外事業により重点を置くことに取り組む。9月2日の株価は前日終値から0.3%安の18.57ドルとなった。

エバーコアによると、リバティ・オイルフィールド・サービシズはこれにより、北米3位の石油サービス企業となる。リバティのクリストファー・ライトCEOはコンファレンスコールで「新型コロナのパンデミック（世界的流行）は世界に衝撃を与え、当業界も大きなストレスを受けている。だがこの暗黒期から、多くのチャンスを見出すこともできる」と述べる。一方で、フラッキングが全盛期のようにもてはやされるとは考えていない。同氏は、フラッキング設備の稼働数が18年のピークから大きく落ち込んだままであっても、今後数年間は好調なキャッシュフローと投資利益を予想する。

エバーコアのジェームズ・ウエスト氏は、この買収は、生産者がパートナーをより厳しい目で選別する未来を示すものだと言う。雇用は抑えられたままだろうが、うまく行く企業も幾つかはあるだろう。同氏は、リバティを「インライン」とし、目標株価を8ドル、シュルンベルジェは「買い」、目標株価を28ドルとする。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2020, Dow Jones & Company,Inc

■ 今週の予定



9月7日（月）
・ レーバーデーの祝日で米国の株式・債券市場は休場。
・ 英国と欧州連合（EU）との8回目となる通商交渉がロンドンで行われる。英国のEU完全離脱の移行期間が終了する今年12月31日までに自由貿易協定（FTA）を発効させるためには、10月までの合意が必要。

9月8日（火）
・ テクノロジープラットフォーム大手クーパ・ソフトウェア＜COUP＞、スポーツウエアメーカーのルルレモン・アスレティカ＜LULU＞、ビジネス向けチャットツールを手掛けるスラック・テクノロジーズ＜WORK＞が決算発表。
・ 全米独立企業連盟（NFIB）が、8月の中小企業楽観度指数を発表。コンセンサス予想は98.9と、7月と同水準。
・ 米連邦準備制度理事会（FRB）が7月の消費者信用残高を発表。新型コロナウイルス大流行による個人消費の減少で3月から5月まで3カ月連続で減少していたが、6月には前月から90億ドル増加した。消費者信用残高が3ヶ月連続で減少したのは、金融危機の影響が残っていた10年以来のことだった。

9月9日（水）
・ 設備資材販売持ち株会社HDサプライ・ホールディングス＜HDS＞、トラックメーカー大手ナビスター・インターナショナル＜NAV＞、クラウド型セキュリティ・サービスを提供するゼットスケーラー＜ZS＞が四半期決算発表。
・ 7月の求人離職統計（JOLTS）発表。コンセンサス予想では、7月末日の求人件数は600万件と、6月の590万件から上昇の見込み。
・ カナダ中銀が金利政策を発表。3月には短期金利引き下げを3回行い、1.75％から過去最低の0.25％とし、それ以降、据え置いている。第2四半期の国内総生産（GDP）は年率換算でマイナス38.7％となったが、この金利水準は、景気の安定化のために少なくとも21年末まで据え置かれると見られる。

9月10日（木）
・ 欧州中央銀行（ECB）が政策金利発表。短期政策金利は過去最低のマイナス0.5％に据え置かれると予想される。
・ ペット関連の電子商取引（Eコマース）を手掛けるチューイ＜CHWY＞、企業向けソフトウエア大手オラクル＜ORCL＞、バーチャル・フィットネス・サービスを展開するペロトン・インタラクティブ＜PTON＞が決算発表。

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2020, Dow Jones & Company,Inc

・ 科学関連サービス企業サーモ・フィッシャー・サイエンティフィック＜TMO＞がオンラインでのアナリスト・ミーティングを開催。経営陣が、業績見通しのアップデートを行う。
・ 8月の卸売物価指数（PPI）発表。コンセンサス予想は前月比0.2％上昇（7月は0.6％上昇）。食品とエネルギーを除くコア指数も同0.2％上昇（7月は0.5％上昇）。

9月11日（金）
・ スーパーマーケット・チェーン大手のクローガー＜KR＞が20年度第2四半期決算コンファレンスコールを開催。
・ 8月の消費者物価指数（CPI）発表。コンセンサス予想は前年同月比1.2％上昇（7月は同1％上昇）。食品とエネルギーを除くコアCPIは、同1.5％上昇と、7月とほぼ同水準。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

Translated and summarized by Jiji Press from original content supplied by Barron's. Copyright ©2020, Dow Jones & Company,Inc

『バロンズ・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）
大和證券入社後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。

『バロンズ・ダイジェスト』 2020/09/06
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