

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2020/11/08

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. バイデン氏勝利の次に来るものとは - Biden Leads in the Election. What Comes Next [カバーストーリー]
選挙結果が覆る見込みは薄い、投資家は油断できず P.2
2. 経営者をめぐる騒動でアポロの魅力がかすむことはない - Management Turmoil Doesn't Dim Apollo's Investment Appeal [フィーチャー]
キーマンリスクへの市場の反応は過剰 P.5
3. 選挙の不確実性とねじれ議会に備えるポートフォリオ - How to Position Your Portfolio for Uncertainty and Gridlock [フィーチャー]
カギはヘッジと収益性の「バランス」 P.8
4. 政界の新たなゲームは「妥協」か - Compromise Could Be Washington's New Game. What It Means for Investors [インタビュー]
分割政府は投資家にとってはプラス P.10
5. どちらが大統領でも株式市場には影響なしか - The Stock Market Doesn't Care Who the President Is [米国株式市場]
経済回復期待を背景に選挙結果を都合よく織り込む P.13
6. アルツハイマー治療薬承認の期待が高まるバイオジェンは買い時か - Biogen's Alzheimer's Drug Inches Closer to Approval. Is the Stock a Buy? [ヘルスケア]
FDAの前向きな見解に先週株価が急騰するも、意見は分かれる P.15
7. 投資家は最も安全な資産としてハイテクに投票 - Investors Vote for Tech Stocks as the Market's Safest Play [フィーチャー]
新たなディフェンシブセクターに P.16
8. ねじれ状態の政府の下でFRBができること - Divided Government May Push the Fed to Go Bigger [フィーチャー]
創造的融資プログラムによる支援 P.18
9. FRB、景気浮揚には手助けが必要 - The Fed Will Need Help to Prop Up the Economy as D.C. Gridlock Looms [コラム]
財政合意は不確実、追加金融政策の有効性にも疑問 P.21
10. 今週の予定 - Cannabis Ballot Initiatives Go 4 for 4 [経済関連スケジュール]
4州で嗜好用大麻合法化、他州でもそれに続く動きが起きるか P.23

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

1. バイデン氏勝利の次に来るものとは - Biden Leads in the Election. What Comes Next [カバーストーリー]

選挙結果が覆る見込みは薄い、投資家は油断できず

■ ねじれ議会は継続



激戦州での投票の集計が進む中、投資家は第46代米国大統領がジョー・バイデン氏になると考えたようだ。バイデン氏は党派を超えた協力を追求し、漸進的な変化を信頼しており、往々にしてウォール街にとって好ましい立法を支持してきた。

これが先週の株式市場が急上昇した理由の一つである。開票が進むにつれて、77歳の民主党員であるバイデン氏が大統領となり、上院では共和党が

過半数を維持する可能性が高まった。4日のS&P500指数は2.2%上昇し、選挙の翌日としては過去最高の上昇幅を記録した。トランプ大統領が法廷闘争を通じて選挙結果に異議を唱えようとしているにもかかわらず、投資家は大統領選の勝者が数週間にわたって不確定となるシナリオの実現確率を低いとみた。

7日の東部時間正午前、AP通信はバイデン氏がペンシルベニア州で勝利し、大統領になるのに必要な270人を上回る選挙人を獲得したと報じた。集計作業は終わっていないが、バイデン氏はネバダ、アリゾナ、ジョージアの各州でもリードしているという。

今のところ、トランプ大統領の訴訟戦略によって結果が覆される可能性は低いようだ。選挙法に詳しいカリフォルニア大学アーバイン校のリック・ヘイゼン教授は5日、「これらの訴訟は、軽微な違反の可能性について主張しているだけで、重箱の隅をつついてはすぎない。（提起された訴訟のいずれも）バイデン氏が選挙人団を獲得したという結果を覆すことはないだろう」と述べた。

バイデン氏は民主党若手議員のエネルギーによって左傾化する傾向にあった。しかし、今後2年間は共和党のミッチ・マコネル上院院内総務とやり合う中で右傾化していくことになるだろう。民主党はメイン州とモンタナ州の上院議員選で敗北しており、上院を奪還する可能性は低くなっている。下院では民主党が過半数を維持する公算が大きい。仮にトランプ大統領が最終的に勝利したとしても、ねじれ状態は続くだろう。

調査会社ヤルデニ・リサーチによると、過去に政権と議会がねじれ状態にある期間にS&P500指数は平均で60%上昇している。民主党が上下院を支配している期間は56%上昇、共和党の場合は35%上昇となっている。調査会社データトラック・リサーチの共同設立者であるニコラス・コラス氏は、「2020年の選挙では、経済・社会状況から見て、より劇的な変化が起きる機会が熟していたにもかかわらず、米国の有権者はワシントンのパワーバランスを維持することを選んだ」と書いた。

モルガン・スタンレーの銀行担当アナリストであるベッツィー・グラセック氏は、バイデン氏を「中道派の民主党員」とみなしている。同氏は「バイデン氏が大統領となれば、政権は中道派に傾くと予想される」とし、銀行業界の宿敵であるエリザベス・ウォーレン上院議員は「政権入りの可能性が高い候補者リストには入っていない」と書いている。

■ インフレと金利上昇の可能性は消えず



Stephen Maturen/Getty Images

1兆ドル規模の財政刺激策も消えた可能性がある。投資家は、民主党が大統領選と議会選で完全勝利し、財政刺激策が経済成長、インフレ、金利上昇につながることを予想していた。こうした見通しが薄れるにつれ、国債利回りは低下した。

表面的には、選挙結果は今後2年間にわたって低成長、わずかな財政支援、緩和的な金融政策、低い法人税というおなじみのシナリオが続くことを示唆している。こうした状況では投資戦略も変わらない。近年の低成長と低金利の時代には、内部成長が可能なハイテク株のリターンが高い傾向がある。またハイテク株は、ねじれ議会によって、バイデン氏が劇的な独占禁止法違反訴訟に踏み切

る可能性が低くなることの恩恵も受けるだろう。

ハイテク株は低調な足取りのまま選挙を迎えた。世論調査では民主党が完全勝利を収め、経済を活性化させるために多額の費用を投じることが示唆されていたため、アナリストは投資家に景気敏感銘柄への乗り換えを促していた。バイデン氏のニューディール政策がグリーン（再生可能エネルギー支援）であれ、コンクリートのようなグレー（インフラ株や素材株の後押し）であれ、投資家は政府支出の増加と金利上昇を見込んでいた。米国債利回りは選挙前に上昇し、その後に急低下した。

こうした状況下でも、市場が今後の方向性を見極めを続ける中で、従来の常識が投資家にとって誤りとなる可能性を検討する価値はあるだろう。

第一に、インフレと金利上昇の可能性は完全に消えたわけではなく、景気刺激策は予想以上に大規模なものとなり得る。10月の非農業部門就業者数の伸びは予想を上回ったが、経済は決して安定した状態であるとは言えず、12月31日には1300万人が失業給付を失うことになる。新型コロナウイルスの新規感染者数はこの1カ月間で徐々に増加しており、5日には過去最高の12万1888人を記録した。

共和党のマコネル上院議員は、議会が再開した暁には新たな景気刺激策が最優先課題になると語った。同議員の直近の法案は5000億ドル規模の「スリム」な内容であり、民主党によって拒否された。エバーコアISIのエコノミスト、アーニー・テデスキ氏によると、次の法案はより大規模になるかもしれないが、全ての刺激策が同時に実現するとは限らない。

同氏は「今後数カ月間の複数の法案において、追加支援額は合計1兆5000億～2兆ドルに達する可能性があるが、年末までにその全てが実現するとは考えていない。両党がそれぞれ理想とするパッケージは依然としてかけ離れているが、先週までは選挙に備えて立場を硬直化していた可能性がある」と書いている。

実際、選挙によって共和党はより広範囲にわたる再編を強いられるかもしれない。これは的を絞った増税という予想外の結果をもたらす得る。コンサルティング会社ユーラシア・グループのマネジングディレクターで、マコネル上院議員の元スタッフであるジョン・リーバー氏によれば、トランプ氏のポピュリスト的なメッセージや、同氏の支持基盤の拡大によるラテン系の支持者の増加は、

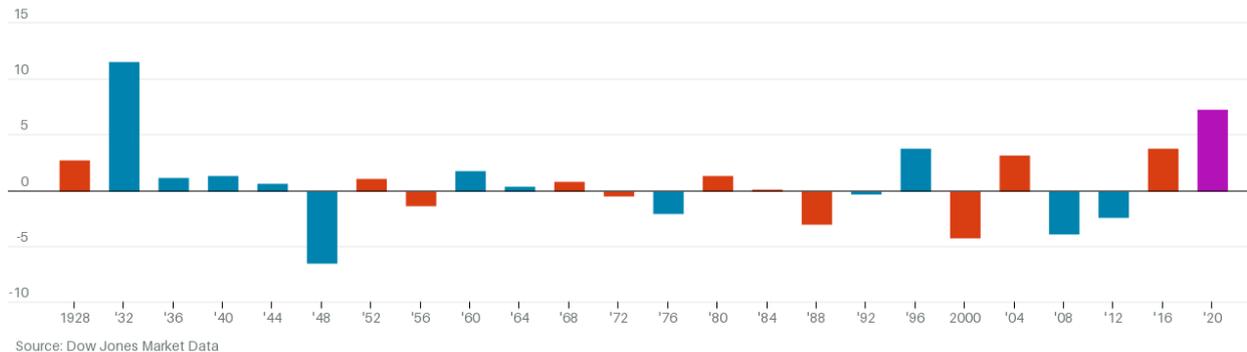
共和党がより幅広い有権者にアピールすることにつながる可能性がある。

同氏は「共和党は、富裕層と商工会議所を支持基盤とする政党から、多民族や労働者階級の連合に移行できるだろうか。もし移行するとしたら、（トランプ氏が支持する厳格な移民政策や貿易政策に並び）場合によっては高所得層の増税を受け入れることになるのだろうか。それが実現すれば、民主党との政策合意の余地が増えることを意味する」と語る。

■ 上院の行方は不透明、倒産は増加

Voting for Gains

The S&P 500 had its best election week since the Great Depression.



投資家が油断してはいけない理由は他にもある。その一つは上院の行方が不透明なことだ。民主党は共和党から上院を奪おうとしているが、2議席足りないようだ。しかし、ジョージア州の票差は僅差であるため、1月に2議席分の決選投票が行われる可能性が高く、上院の命運は決まらなるとみられる。為替取引業者オランダのアナリストであるエドワード・モヤ氏は、「民主党が上院で過半数を取り戻す公算は小さいと思われるが、ウォール街は民主党の完全勝利の可能性を全く排除してしまうことに慎重になるかもしれない」と書いている。

先週の選挙に注目が集まったことで、投資家の関心は来年、そして恐らくもっと長い期間にわたり経済に最も重要な影響を及ぼすであろう新型コロナウイルスからそれてしまった。モヤ氏は、投資家が「米国で新型コロナウイルスが蔓延（まんえん）し、経済活動を麻痺させるロックダウンが年末まで復活するという厳しい現実」に気付き始めている」と述べる。

次の数カ月は緊張に満ちたものとなる。市場がウイルスを一時的な問題とみなしたことで、ほとんどの企業の株価はパンデミック（世界的流行）以前のレベルまで反発した。長期的には、この点について強気派の意見は正しい。しかし、多くの苦境に立たされている企業が、集団予防接種までの間に廃業を余儀なくされるという中期的なリスクも存在する。年初から10月にかけて、連邦破産法第11章に基づく企業倒産件数は前年同期比で30%増加している。追加の景気刺激策がなければ、破産件数は個人と法人の両方で2021年に急増する可能性がある。

全体的に見ると、最良の戦略は、どちらか一方に偏らないポートフォリオを構築することかもしれない。つまり、新型コロナウイルスの影響で低迷している銘柄と堅調なハイテク銘柄を選定し、予想外の事態に備えて小規模なバッファ（緩衝材の役割を果たすポジション）を用意することだ。より詳細なアプローチについては、本誌記事「選挙の不確実性とねじれ議会に備えるポートフォリオ」をご覧ください。

ジャナス・ヘンダーソン・インベスターズのグローバル・アセット・アロケーション責任者であるアシュウィン・アランカー氏は、投資家は倒産増加の可能性などのリスクからポートフォリオを守

る必要があると述べる。債券は既に割高なので、今から投資するのは賢明とは言えないだろう。最も効果的な方法は、オプションを利用してテールリスクをヘッジすることだ。

デリバティブの使用に抵抗がある投資家のために、アランカー氏は生活必需品銘柄への投資を提案している。同氏は「短期的には、生活必需品や医薬品などのセクターはディフェンシブな姿勢を維持するだろう。これらの業界には、小売り大手ウォルマート<WMT>、同業のコストコ・ホールセール<COST>、医薬品大手ファイザー<PFE>などの世界的に有名な企業が存在しており、クッションとなってくれるはずだ」と語る。

選挙がどのような結果になろうとも、今後4年間で超党派の時代が到来するとは誰も全く予想していない。しかし、議員の手が縛られているのが好きな投資家でさえ、束縛を緩める時が来たと言い始めている。ジョーンズ・トレーディングのチーフ・マーケット・ストラテジストであるマイケル・オルーク氏は、「一般的には、新しい政策の多くには欠陥があるため、われわれはこう着状態を好む。しかし、今はパンデミックの真ただ中である上、経済は低迷しつつあり、株式市場は大幅に過大評価されている。これは金融市場にとって極めて危険な組み合わせだ」と書いている。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

2. 経営者をめぐる騒動でアポロの魅力がかすむことはない - Management [フィーチャー]

Turmoil Doesn't Dim Apollo's Investment Appeal
キーマンリスクへの市場の反応は過剰

■ ニューヨーク・タイムズの報道で株価が急落



Patrick T. Fallon/Bloomberg

1990年に設立されて以降、アポロ・グローバル・マネジメント<APO>は、運用資産4330億ドル（2017年末から75%増）を保有する、最大のオルタナティブ投資会社の一社に成長した。しかし、現在同社は、共同設立者であり株式の21%を保有する筆頭株主でもある最高経営責任者（CEO）のレオン・ブラック氏（69）が、有罪判決を受けた性犯罪者ジェフリー・エプスタイン氏（2019年8月にマンハッタンの拘置所で自殺）と長年にわたり職業上の関わりがあったことを理由に辞任する可能性に直面している。

ニューヨーク・タイムズ紙は10月に、ブラック氏が2012年から2017年の間にエプスタイン氏との間で広範な取引を行い、少なくとも50万ドルを送金したと報じた。ブラック氏は、報道された内容について「恐ろしい過ち」だったが、何ら悪事には関与しておらず、エプスタイン氏に対する数百万ドルに上る支払いは、「相続対策、芸術団体の税務対策、慈善活動への助言」に関する契約に基づくものであり、「脅迫行為やエプスタイン氏の非難されるべき行為との関わりについて示唆された内容は全く事実と反する」と語っている。

ニューヨーク・タイムズ紙の報道を受けて、同社の株価は10%下落し、6月の高値55ドルを下回っている。

■ オルタナティブ投資会社としての実力

Suspended Reanimation

Many companies suspended their dividends during the early days of the pandemic. These five S&P 500 companies have restored theirs.

Company/Ticker	Recent Price	Dividend Yield	YTD Return	Reinstated Quarterly Dividend Per Share	Month of Reinstatement
Darden Restaurants / DRI	\$93.10	2.50%	-13.70%	\$0.30	September
Estée Lauder / EL	224.79	0.9	9.4	0.48	August
Kimco Realty / KIM	11.02	3.7	-44.5	0.10	September
Marathon Oil / MRO	4.14	3.7	-69.4	0.03	October
Weyerhaeuser / WY	28.39	3.5	4.8	0.17	October

Prices and returns as of Nov. 3; yields as of Nov. 4.
Sources: FactSet and Bloomberg

ブラック氏をめぐる不透明さはあるものの、アポロの運用資産と利益が成長を続けていること、およびオルタナティブ投資会社に有利な投資界のトレンドを考えると、同社の株は魅力的なようだ。同社はプライベート・エクイティ・ビジネスおよび債券ビジネスではタフ・ネゴシエーターとして知られている。債券ビジネスは同社資産の約70%を占め、とりわけ重要だ。同社の債券取引の多くは、レバレッジの高い企業を含む発行体との直接取引

だ。同社の債券運用資金の多くはバミューダを本拠とする保険会社のアソラ・ホールディングおよびアテネ・ホールディング<ATH>の資金を運用するものだ。アポロはアテネの34%を所有している。

調査会社エバーコアISIのアナリスト、グレン・ショール氏は、アポロの投資評価をアウトパフォーム、目標株価を50ドルとし、「アポロはオルタナティブ投資業界ではわずかに一握りの驚異的な存在だ。相関性が低い資産、より高いリターンを求めている大手機関投資家の資金を運用できるオルタナティブ投資会社は少ない」と語る。そうした運用会社には他にブラックストーン・グループ<BX>とKKR<KKR>がある。現在の株価は、ショール氏が予想するアポロの2021年度1株当たり分配可能利益(2.28ドル)の18倍、2022年度同予想利益(2.63ドル)の15倍だ。昨年、アポロは、1株当たり分配可能利益を2024年までに5ドルに増加させる方向性を示した。

直近四半期の1株当たり配当額は51セント、配当利回りは5%だ。過去2年間で、アポロや他の主要な合オルタナティブ投資会社はパートナーシップから株式会社に転換し、投資家が面倒なK-1納税申告書を受け取ることはなくなった。アポロは実質的に全ての配当可能利益を投資家に還元する方針であることから、同社の配当は不規則だが、同社によれば、最低でも1株当たり40セントの配当を維持できるという。

同社のマーティン・ケリー最高財務責任者(CFO)は本誌に「業界にはさまざまな形で長期的な追い風が吹いており、当社は良い位置にいる。当社には類を見ない自己資本があるため、大きな恩恵となっている。低金利環境が変わる様子はなく、リターンを確保する必要がある年金やその他の運用資金に対し、当社はそうしたリターンを提供する上で良い位置に付けている。運用資産の伸びがそれを証明している」と語った。

今年の初め、同社は食品会社アルバートソンズ<ACI>、オンライン旅行大手のエクスペディア・グループ<EXPE>、および民泊仲介大手エアビーアンドビーに魅力のある高利回り投資を行った。アポロにとってのリスクには、強力な実績のある債券運用およびプライベート・エクイティ事

業における収益性の低下が含まれる。金融市場の混乱もあり、同社のプライベート・エクイティファンドは過去12カ月で平均1.6%下げている。

■ 報道の影響とアポロの選択肢

一部のアナリストは、アポロはブラック氏抜きでも十分にやっていると語る。残る2人の共同設立者ジョシュア・ハリス氏とマーク・ローワン氏は引き続き経営への関与を続けており、後継者候補としては共同社長のスコット・クラインマン氏とジム・ゼルター氏もいる。モルガン・スタンレーのアナリスト、マイケル・サイプリス氏は、「後継者計画があり強力な後継者候補が控えているにも関わらず、市場がキーマンリスクに過剰に反応した結果、魅力的な株価になっている」としてアポロの投資評価をイコールウエートからオーバーウエートに引き上げ、目標株価を51ドルとした。

企業の社会的責任に対する投資家の目が厳しくなる中、ブラック氏は障害となっており、同氏の退場は最良の結末かもしれない。同社の広報担当者は、「当社は透明性を約束する。対外的な開示で説明したように、当社はジェフリー・エプスタイン氏と取引を行ったことはないが、レオン（ブラック氏）が、自身とエプスタイン氏との関係について外部第三者による調査を要請した」と語った。同調査は年内に完了する可能性がある。同社はそれ以上のコメントを控えている。

ニューヨーク・タイムズの報道を受け、アポロの重要な投資家の一つであるペンシルベニア公立学校職員退職年金基金は、「現時点では新規投資を検討しない」と発表した。ウォール街はさらなる展開を懸念している。ケリーCFOは同社の第3四半期の決算説明電話会議で、一部投資家が同社への新規投資を当面停止する可能性があると言った。同氏は、顧客の資金引き揚げによる財務リスクを最小化するため、今後24カ月の間に返還を求められることができる金額は運用資産の3%相当にすぎないと指摘した。可能性は低いだが、同社が2021年度に外部から資金を全く調達できなくなったとしても、手数料関連の収入は7~9%増加するという。

しかし、ほとんどのアナリストは、アポロの投資家は同社を離れないとみる。ショール氏は、「第三者の調査でアポロの説明が裏付けられるというのが極めて可能性の高いシナリオだ。これを同社のリミテッド・パートナーとなっている投資家が受け入れれば、物事は正常に戻るし、受け入れられなければ、レオン（ブラック氏）はどこかの時点で決断せざるを得なくなるだろう」と語る。

ブラック氏が会社を去ることになれば、同氏が保有する21%の株式が売却される可能性もある。ショア氏によれば、これは株価の圧迫要因になり得るが、「悪材料が出尽くす」結果になり、「完全なC株式会社に転換するきっかけとなり、S&P500指数構成銘柄へ一歩近づく可能性」もある。他のオルタナティブ投資会社と同様に、アポロには2種類のクラス株があるが、2017年以降、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスは2種類のクラス株を有する企業をS&P500指数および同社の中型株、小型株指標の構成銘柄に加えていない。

アポロは、資産運用業界において最も優れた事業を構築しており、株主にとって最善の選択をする可能性が高い。ブラック氏が会社にとって好ましくないと判断されれば、同氏が去ることになるのはほぼ間違いない。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

3. 選挙の不確実性とねじれ議会に備えるポートフォリオ - How to Position Your Portfolio for Uncertainty and Gridlock カギはヘッジと収益性の「バランス」 [フィーチャー]

■ 不確実性に備える



AFP via Getty Images

投票が終わり、開票後の早い段階でねじれ議会になるとの見通しが強まり、規制強化や増税など大幅な改革の可能性が低下したと好感した株式相場は上昇した。大統領選ではバイデン前副大統領の当選が有力視されているが、トランプ大統領が複数の州で訴訟を起こしたことから、選挙後を見越したポートフォリオを構築する投資家には悩ましい展開となっている。

この状況では、グロース株かバリュー株のどちらだけに偏った選好をせず、不測の事態にも備えバッファー（緩衝材となるポジション）を含むポートフォリオが好ましい。

短期的には、大統領選の結果をめぐる紛糾の懸念は市場にとって大きなリスクとなる。パークレイズのマクロリサーチのグローバルヘッド、アジャイ・ラジャディヤクシャ氏は顧客向けメモで、相場が不確実性を織り込んでいないと注意喚起を行った。今回の大統領選が、最高裁判所が12月半ばにジョージ・W・ブッシュ氏を支持する判決を下してフロリダ州の票集計を終了させた2000年の大統領選と同じような経緯をたどった場合、市場は相当な打撃を受けるといふ。当時、株価は6%下落した。

他にも市場のボラティリティ要因がある。特にジョージア州の上院2議席が来年1月の決選投票に持ち越されることになった場合、与野党の議員数が拮抗する可能性が出てくる。BCAリサーチの地政学アナリスト、マシュー・ガートキン氏は、ジョージア州の両議席を民主党が獲得し、上院での与野党の議席数が50対50となる確率を25%としている。しかし、次期大統領の就任式までの数カ月の間にトランプ政権が対中関係でどのような政策をとるかなどがはっきりするまでは、積極的にリスクオンのポジションを取るのは避けたほうがよいと警告する。

安定を求める投資家にはヘッジをお勧めする。資産運用会社ヌビーンでチーフ投資ストラテジストを務めるブライアン・ニック氏は、最も安全な資産である米国債や高格付け社債が株の暴落時のバッファーになるという。例えば、iシェアーズ米国債20年超上場投資信託（ETF）〈TLT〉、iシェアーズiBoxx米ドル建て投資適格社債ETF〈LQD〉である。相場のパニック時には金も良いだろう。

HSBCの米国為替戦略責任者であるドラグ・マー氏は、安定しているのは金と日本円だといふ。例えばインベスコ・カレンシーシェアーズ日本円トラスト〈FXV〉とSPDRゴールド・シェアーズ〈GLD〉などがある。一方、12月まで選挙結果が不確実な状態が続く場合、ドルはお勧めできない。

大統領選の結果が紛糾すれば、新型コロナの影響から企業や家計を守り、市場の起爆剤になるはずだった景気刺激策への期待も薄まる。マコネル上院院内総務とペロシ下院議長は景気刺激策の協議を再開する構えを見せているが、政権交代の動揺が議会の法案可決を遅らせる可能性もある。

財政支援の欠如により年末に向けレイオフ（一時解雇）が増えると、第4四半期の経済成長率を3.8%とする市場予想は楽観的過ぎとなるかもしれない。「第4四半期は財政支援という補助輪がないまま走ることになる。中小企業への支援はなく、倒産も増えるだろう」とニック氏は言う。

■ 将来の利益を追う

Your Portfolio Playbook

Balance is the keyword for portfolios. Here are some safe havens to ride out volatility and a shopping list for beneficiaries of a divided government.

Investment / Ticker	Price (\$)
Hedges	
iShares 20+ Year Treasury Bond ETF/TLT	\$159.26
iShares iBox \$ Investment Grade Corporate Bond ETF /LQD	136.05
Invesco CurrencyShares Japanese Yen Trust/FXY	91.27
SPDR Gold Shares ETF/GLD	182.56
Upside Plays	
Alphabet/GOOG	\$1,753.88
Marriott International/MAR	103.32
Wynn Resorts/WYNN	78.29
Morgan Stanley/MS	51.94
Stanley Black & Decker/SWK	177.83
Aptiv/APTV	105.65
iShares Core S&P Small-Cap ETF/IJR	76.91
WisdomTree U.S. Small Cap Fund/EES	32.41

Source: FactSet

投資家にとってボラティリティは、将来に備えてポートフォリオを再構築する機会でもある。買い推奨銘柄リストを作るに当たってストラテジストの間での流行は「バランス」だ。不確実性に耐え、来年利益をもたらす銘柄の組み合わせである。

推奨銘柄にはこれまで通り、フェイスブック<FB>、アップル<AAPL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、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FAANG銘柄など急成長中のハイテク銘柄が含まれる。ねじれ議会の場合、増税リスクが低下し、ハイテク

企業への規制法案の成立が困難になるからだ。

ただ、シティの米国チーフストラテジスト、トビアス・レブコビッチ氏は、ハイテク銘柄のバリュエーションに懐疑的で、ソフトウェアとサービスをアンダーウエートとしている。「これまでは安全資産と言えたが、既にバリュエーションが高過ぎる」と同氏は言う。幅広いハイテク銘柄を含むインベスコQQQトラスト<QQQ>の2021年予想株価収益率（PER）は、S&P500指数の21倍に対して29倍となっている。

同氏は代わりに新型コロナの影響で売り込まれた観光関連銘柄を選好する。ワクチンの治験データが数週間のうちに発表される予定であり、明るいニュースが旅行需要を喚起し、観光業界に恩恵をもたらすという。

ウェルス・マネジメントのハイタワーでポートフォリオマネジャー兼チーフ投資ストラテジストを務めるステファニー・リンク氏は、既存の景気刺激策と米連邦準備制度理事会（FRB）から手厚い保護を受けているマリOTT・インターナショナル<MAR>やウィン・リゾーツ<WYNN>などの観光関連銘柄を勧める。

リンク氏はバーベル・アプローチを採用している。バーベルの一方に電子商取引、人工知能（AI）、ソフトウェア・アズ・ア・サービス（SaaS）に強いアルファベットなどのハイテク株を配分し、もう一方には財務基盤が強固な資本財、金融、一般消費財などの銘柄を配分する。同氏の推奨銘柄には、ウェルス・マネジメントや投資顧問業など経常的かつ安定的な収益を得られる事業にシフトしているモルガン・スタンレー〈MS〉、好調な住宅市場の恩恵を受ける工具メーカーのスタンレー・ブラック・アンド・デッカー〈SWK〉、世界的な自動車販売の回復から株価上昇が期待できる自動車部品メーカーのアプティヴ〈APTV〉などがある。

データトレック・リサーチの共同設立者であるニコラス・コラス氏は、新型コロナのワクチンや治療法の開発は、S&P500指数に含まれる企業よりも大幅な業績予想超過やキャッシュフロー増加が見込まれる小型株の株価を押し上げると顧客向けメモに書いている。

しかし、リスクの高い小型株投資には注意も必要だ。マネーマネジャーはより質の高い企業を好む傾向がある。アクティブファンドもお勧めだが、より割安に安全性を求めるなら、収益性の高い企業に焦点を当てたiシェアーズ・コアS&P小型株ETF〈IJR〉やウィズダムツリー米国小型株ファンド〈EES〉をお勧めする。

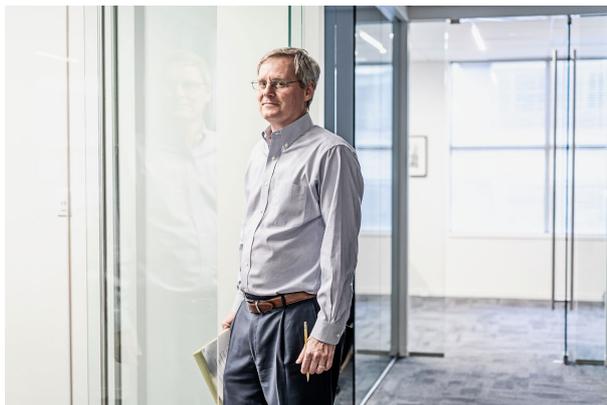
結論。ヘッジを忘れないこと。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

4. 政界の新たなゲームは「妥協」か - Compromise Could Be Washington's New Game. What It Means for Investors 分割政府は投資家にとってはプラス

[インタビュー]

■ 民主党大統領と共和党支配の上院、民主党支配の下院



Photograph by Scott Suchman

調査会社コーナーストーン・マクロの米国政治調査の責任者アンディ・ラペリエール氏に話を聞いた。投票はなお集計中だが、大統領選はバイデン候補の勝利、上院は共和党支配となりそうだ。下院は民主党が過半数を維持したものの、共和党との議席数の差は減少した。

本誌：選挙結果はどのようなと思うか？

ラペリエール氏：ジョー・バイデン氏が次期大統領になりそうだ。票の再集計は行われるだろう。トランプ大統領の再選の見込みは非常に薄い。共和党の上院支配もまだ確実ではない。というのも、ジョージア州では1月5日に2組の決選投票が行わ

れる予定で、上院の議席が両党で50議席ずつになる可能性があり、そうなるか賛否同数の場合に副大統領が決裁票を投じることができるため、僅差で民主党がトリプルウィンということになる。その場合はバイデン氏の経済政策が民主党の票で可決され、税率も引き上げられるだろう。

Q：下院はどうか？

A：共和党が10議席程度増やすもようで、民主党は下院の半数を超える議席の数が半分に減少した。これは、民主党にとっては党内の取りまとめが難しくなり、一方共和党は2022年の選挙で挽回に手が届きやすくなった。

Q：バイデン氏は超党派的な取り組みが得意とされているが、上院が共和党支配となった場合はどうか？

A：バイデン氏は誤解されており、民主党の穏健派ではなくリベラル派だが、妥協には積極的だ。超党派的な妥協がうまくいく政策領域は限定的だ。個人や法人、配当、キャピタルゲインへの増税など経済政策の大半は、共和党支配の上院では議論できないだろう。妥協が成立しそうな分野といえばインフラがある。2017年の税制改革法の企業の設備投資費即時償却に関する期限の延長と引き換えに、的を絞った減税を含めた景気刺激策も妥協が可能だろう。また、バイデン氏が共和党と妥協する意欲があれば、選挙運動中の提案ほど大幅ではなくとも風力発電、太陽光発電、電気自動車への奨励策を達成できるかもしれない。中国依存を抑制しようという点では超党派的な支持が得られるだろう。緩やかな薬価抑制も合意が得られる可能性がある。

Q：市場にとって分割政府（大統領の政党と議会の支配政党が異なる状態）はどのような意味があるか？

A：企業の税引後の純利益が減り、潜在国内総生産（GDP）が押し下げられる増税がなくなる。バイデン大統領の場合は、貿易紛争のリスクやトランプ政権が2期目に入った場合に考えられるリスク全般が低下する。総じて、中期的な経済や企業利益の見通しにとって最良シナリオだ。

Q：バイデン政権下の人事は？

A：上院が共和党の手に落ちた場合、委員の選出に支障が出る可能性がある。また、エリザベス・ウォーレン民主党上院議員ら急進派の議員が、委員候補が十分に急進的でない場合に拒否権を利用する可能性がある。政権の経済チームは、リベラル派が大半を占め、保健福祉省や環境保護庁には一層急進的な候補が指名されるだろう。

Q：バイデン大統領が就任後、最初に着手しそうなことは何か？

A：地球温暖化対策のためのパリ協定に再加入することはほぼ確実だ。また、イランとの元の核合意に戻るよう模索すると思う。最優先項目は新型コロナウイルス感染症対策だ。レストランや学校の閉鎖は州や地方自治体のレベルで行われることだから、結局トランプ大統領の政策と大幅に違うことをするかどうか確信が持てない。民主党はさらなる景気刺激策に賛成だが、投資家にとっては、中身がより重要だ。上院は共和党支配のため、一部は景気刺激で、一部は税制改革となり得る。インフラはその一部となるか、別個のインフラ整備法案に関する合意となる可能性がある。

■ 投資家への意味

Q：投資家はどこに投資し、何を避けるべきか？

A：政策の変化はさほど大きくないため、ドル、債券、金利に対する大きな影響があるとは考え難い。分割政府は、企業や個人、投資収益に対する増税は提案されないため、株式市場を下支えする。ヘルスケア銘柄へのリスクも大幅に低下する。公的な保険の選択肢については議論されず、薬価への影響力も民主党圧勝の場合よりもかなり範囲が狭まるだろう。医薬品銘柄へのリスクは小さく、代替エネルギーやインフラ系の銘柄にはやや上振れ方向の影響があるだろう。同僚のマイケル・カントロウィッツは、大掛かりな政策変更がない限り、ディープバリュースは引き続きアンダーパフォームし、長期的グロースは引き続き変動が激しく、手頃な価格のグロースはアウトパフォームすると予想しているが、同意見だ。

Q：医療保険制度改革法（オバマケア）はどうか？

A：今後2年間は大きな変化はないだろう。共和党は政府側の支出の大幅増は好まないし、かといって自分たち好みの変革を実行できる票数はない。一種の政治的な均衡点に達するのだろうかという疑問が生じる。

Q：巨大ハイテク企業はどうか？

A：巨大ハイテク企業の最大のリスクは、民主党が実効税率の低い企業への課税強化を重視するのではということだった。民主党圧勝の場合はリスクだ。また、別のリスクは規制に関わるものだ。民主党の規制当局は、独占禁止法違反での取り締まりを強化する公算が大きい。分割政府の場合のリスクはかなり小さい。

Q：世論調査会社は取り返しがつかないほど評判を落としたのでは？

A：誰でも選挙について予測する時は、選挙を取り巻く不確実性について正しく考慮していない。例えば討論会での印象などを選挙予想モデルに盛り込むことはできない。多くの選挙を経験してきたが、結果に驚かされることは多い。しかし、それで世論調査会社は廃業すべきというのは違う。また、全面的に間違っていたというわけでもない。接戦となる州については正しく予想していた。フロリダ州ではラテン系アメリカ人の支持の変化については過小評価していたり、郊外での共和党の劣勢を過大評価していたり、農村部は予想よりも大統領を支持していたなど、いろいろな要因があるが、完全に分析するにはもう少し時間が必要だ。

Q：民主党が下院で後退したが、急進派はどうか？

A：急進派は下院での影響力を強めようとし、連合の話も出ている。下院でぎりぎりの過半数となったため、穏健派はますます重要になる。下院で法案可決に必要な218票を得るには、共和党寄りの豊かな地区からの民主党議員が必要で、そうでなければ過半数が得られない。指導者層にとっては困難な状況だ。

Q：ペロシ下院議長は次の2年も続けるか？

A：民主党大会でペロシ氏より得票できる人がいるか？指導層に不満でも対抗馬を立てられない。

Q：もしトランプ大統領が敗北した場合、2024年に再出馬するか？バイデン氏はどうか？

A：結局は有権者が決める。まず、再出馬するか？第二に、勝てるか？これは共和党の予備選挙での投票にかかっている。私自身は、大統領の年齢を考慮すると、2024年の再出馬はないと思うが、分からない。バイデン氏も再出馬の公算は小さい。従って、2024年はカマラ・ハリス氏が民主党の大統領候補と考えられる。

By Leslie P. Norton
(Source: Dow Jones)

5.

どちらが大統領でも株式市場には影響なしか - The Stock Market Doesn't

[米国株式市場]

Care Who the President Is

経済回復期待を背景に選挙結果を都合よく織り込む

■ 混乱する大統領選に関係なく上昇

Dow Jones Industrial Average



Source: FactSet

「大事なのは経済なんだよ。愚か者」。

1992年の大統領選におけるビル・クリントン氏の勝利を後押ししたのはジェームズ・カービル氏のこの名言であり、その単純さと効果で記憶されている。この記事を書いている時点で今回の大統領選挙の帰趨（きすう）は決まっていなかったものの、「大事なのは経済なんだよ」というフレーズが再び適切なものとなっている。ただし、いずれかの候補の勝因としてではなく、選挙の結果にかかわらず経済の回復が株式市場の上昇継続を確かにするという意味においてだ。

どう考えても先週の株式市場はひどい一週間となるはずだった。金曜日の取引終了時点でも、バイデン氏とトランプ氏のどちらが勝ったのか、どちらの政党が上院を支配するのかはまだ不明だった。また、ジョージア州とミシガン州の少なくとも二つの州で再集計が行われる見込みであり、さらに多くの再集計が行われる可能性もあった。これは、市場が嫌うとされる不透明感のほずだ。

それでも株式市場はそうした不透明感に寛容だった。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は6.9%上昇して2万8323ドル40セントとなり、ナスダック総合指数は9.0%高の1万1895.23となった。S&P500指数は7.3%の値上がりで3509.44となり、大統領選挙があった週としては1932年以来の最高の上昇率となった。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35%下落した。週間の下落としては過去4番目の大きさで、前回の大統領選挙以降で最も大きいものであり、市場の恐怖指数は恐怖感を示さなかった。

■ 選挙結果よりも経済が株式市場を支える

S&P 500 Index



Source: FactSet

株式市場の反応は、議会とホワイトハウスで支配政党が分かっていた方がよいというコンセンサスに速やかに集約された。民主党が上院を支配しなければ（ジョージア州の上院選が恐らく両方とも決選投票になるため、1月まで決まらないかもしれないが）、増税もグリーン・ニューディールも考えられない。もちろん変更はあるかもしれないが、ほとんどの場合でわずかなものになりそうだ。

ゲーブカルのウィル・デンヤー氏は「市場は……議会とホワイトハウスの支配政党が分かれている状態に有権者が戻す可能性が高いことに安心感を覚えている。民主党が上下両院とホワイトハウスを占めるよりも、議会で上院と下院の支配が分かれた上でバイデン政権になることがリスク資産にとって最良のシナリオになっており、理にかなっている」と書いている。

これは、フロリダ州での開票が始まった早い段階でバイデン氏が圧倒的な勝利を手にする可能性を示した選挙当日の午後7時頃に、民主党の上下両院とホワイトハウスの支配というブルーウェーブを厭（いと）わずに受け入れるように見えた市場と当然同じものだ。その時点でNYダウと10年国債の利回りは急騰した。その後、伝統的に民主党の地盤であるマイアミ・デイド郡の数字が入り、バイデン氏のリードが予想よりもはるかに小さかったことが示され、新たなストーリーが必要となった。

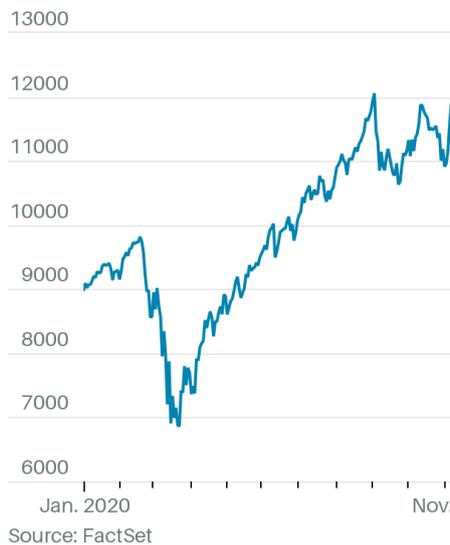
市場の意外な強さを説明するには、経済の方が良いかもしれない。毎週、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）が悪化しそうだと言われる一方、経済指標は予想よりも毎週よく持ちこたえている。先週の月曜日に発表されたサプライ管理協会（ISM）の製造業景況感指数は59.3に上昇し、2018年以来の高水準となった。特に、将来を最も反映する項目である新規受注は17年ぶりの高水準に跳ね上がった。10月の雇用統計も予想をはるかに上回る内容で、63万8000人の新規雇用があり、失業率は6.9%に低下した。アイアンサイズ・マクロエコノミクスのリサーチ責任者であるバリー・ナップ氏は、「パンデミックにもかかわらず経済は順調に推移している」と述べる。

実際、S&P500指数が大統領選の週としては最高の一週間の一つとなった現在と、アル・ゴア氏とジョージ・W・ブッシュ氏が争った2000年とでは、この点が大きな違いの一つかもしれない。確かに、結果の判明が遅れていた今回の選挙よりも当時の選挙ははるかに驚きに満ちたものだったが、同時に、米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げを続けていた時期でもあり、米国が景気後退に突入しようとしていた時期でもあった。

ナップ氏は「人々は政権が経済や市場に与える影響に注目するものだ」と指摘する。

■ 選挙後の景気回復に備える企業

NASDAQ Composite Index



実際、米国企業は選挙結果にかかわらず、景気回復に備えているように見える。ゴールドマン・サックスのストラテジストであるデービッド・コスティン氏によると、今年上半期のS&P500指数採用企業によるキャッシュの支出は予想をはるかに上回る水準を維持しているという。上半期の設備投資は7%減少し、自社株買いは20%減少したものの、現金による買収は45%増加し、研究開発費は10%増加し、配当金の支払いも7%増加したという。

コスティン氏は、この支出が2021年に10%増加すると見込んでいるが、その背景として5.8%成長の可能性のある経済、国債利回りの上昇、米ドル安を想定している。過去のこのような環境では、将来の成長のためにキャッシュを使っている企業の株に恩恵があり、今回もそうなるはずだと同氏は指摘する。同氏は、ストレージ機器のウエスタン・デジタル<WDC>、インターネットオークション運営のコパート<CPRT>、肉製品製造のホーム・フーズ<HRL>、航空機大手のボーイング<BA>など、成長のための投資を行っている企業をバスケットで保有することを推奨している。

現在の不透明な状況からすれば、心地よいものではないかもしれない。ただし、「大統領選はいずれにしてもすぐに終わる。景気回復は始まったばかりかもしれない」ということは覚えておいてもらいたい。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

6. アルツハイマー治療薬承認の期待が高まるバイオジェンは買い時か - [ヘルスケア] Biogen's Alzheimer's Drug Inches Closer to Approval. Is the Stock a Buy? FDAの前向きな見解に先週株価が急騰するも、意見は分かれる

■ 待望の新薬承認となるか



Dreamstime

治療の研究が急がれるのは何も新型コロナウイルスだけではなく。バイオジェン<BIID>が開発中のアルツハイマー型認知症（AD）治療薬候補に関し、先週、外部専門家による諮問委員会に先立ち米食品医薬品局（FDA）が有効性を支持する見解を示し、投資家の注目を集めた。ちなみに6日に開催された諮問委員会では、外部専門家10人全員が、同薬に関するバイオジェンの臨床データは治療効果を十分に証明できていないと結論付けた。

FDAが新薬候補「アデュカヌマブ」の承認に前向きな見解を示す書面を発表したことを受け、バイオジェンの株価は4日に一時47%上昇した。承認

されれば2004年以来のAD治療向け新薬承認となる。

バイオジェンの株価はアデュカヌマブの開発動向に一喜一憂し変動してきたため、FDAが同薬承認に傾いたことは株主にとっても長い苦難の時期の終わりに見えた。昨年3月には、臨床第三相試験で有効性の結果が思わしくなかったことで株価は30%下落した。しかしその7カ月後、再分析の結果、投与量が多い場合には有効性が認められると同社が発表すると、今度は43%急伸した。6日の諮問委員会開催を控え、同日の米株式市場でバイオジェン株は売買停止となった（5日の引け値は328.90ドル）。

■ 外部専門家は有効性に疑問

諮問委員会では、専門家は繰り返し、FDAがバイオジェンのデータの説得力の弱さを無視した上、外部専門家にも同調するよう望んでいるようだと言った。AD治療薬を喉から手が出るほど必要としている点では、専門家の意見も一致している。米国のAD患者数は500万人を超え、同疾患は毎年、米国人の死因の上位6位に入っている。それでも、効果が認められない薬を承認しても患者の助けにはならず、逆に製薬業界に誤ったメッセージを示すことになると、諮問委員会の一部の専門家は主張した。

ウォール街のアナリストの多くも外部専門家と同意見のようだ。レイモンド・ジェームズのアナリスト、スティーブン・シードハウス氏は、諮問委員会の開催後、「もし承認されれば、無益性解析や統計的数値、専門家の投票結果が意味をなさなくなる」と述べた。

しかし、バイオジェンとFDAは、有効性は十分あると判断しているし、外部専門家の意見は必ず取り入れなければいけないものではない。マキシム・グループのアナリスト、ジェイソン・マッカーシー氏は、AD治療薬を求め声の高さは、有効性への懸念より重く受け止められる可能性がある

指摘する。

■ 買い時を待つのがお勧め

過去にも、同じような例があった。約20年前、AD治療薬への需要の高さを背景にアセチルコリンエステラーゼ阻害薬が承認されたが、マッカーシー氏の言葉を借りればその効果は良くても「穏やか」程度だと言う。アデュカヌマブも同じ道をたどるだろうか。諮問委員会による投票を前に、同氏は「FDAは同薬を承認『したい』ようだから、同じ道をたどるだろう」と書いている。

承認された場合、次に来る疑問はどれだけ需要があるかと言う点だ。SVBリーリンクのアナリストであるマーク・グッドマン氏は、バイオジェンのレーティングをアウトパフォームとしている。同氏はある医師の言葉を引用し、「新薬に求められる定期的なテストやモニタリングがコロナ禍では難しいため、同薬が広く受け入れられるまでにはある程度の時間を要するだろう。しかし時が経てば、ADの初期症状向け治療薬の有力な選択肢となる可能性が高い」としている。同氏はまた、「アデュカヌマブは承認されるべきで、最終的には重要な治療薬となるはずだ」と書いており、バイオジェンの目標株価を402ドルとしている。

しかし同薬が承認されても、株価上昇を見込んですぐに投資するより、買い時を待つことをお勧めする。投資会社バーンスタインのアナリスト、ロニー・ギャル氏は「足元の株価（約340ドル）のリスク・リワード水準では強い買いの機会とは言えない」と書いている。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

7. 投資家は最も安全な資産としてハイテクに投票 - Investors Vote for Tech Stocks as the Market's Safest Play 新たなディフェンシブセクターに

[フィーチャー]

■ 低金利下ではバリュエーションより成長



Tami Chappell / AFP via Getty Images

大統領選投票日翌日の米国は混迷を極めていた。ホワイトハウスの次の主が決まらず、議会上院の多数派をどちらが占めるかは五分五分の見込みであり、ヘルスケア、気候変動、ハイテク規制、景気刺激策などの重要政策は宙ぶらりんの状態にあった。必然的に金は値下がりし、ハイテク株を中心に株価は上昇した。フェイスブック<FB>は8%高で当日の取引を終え、アマゾン・ドット・コム<AMZN>は6%を超える上昇となった。ハイテク株中心のナスダック総合指数は3.9%高で引けた。

大統領選の結果は週末までに多少ははっきりしたが、株式市場の当初の反応は、過去数年間に投資家がポートフォリオをどのように見直してきたかを示すサインだった。すなわち、ハイテク株が究極の安全資産になったのだ。

株式市場で一番ホットなセクターを買うのは、安全性の観点からは最もかけ離れていると感じるかもしれない。大型ハイテク株で構成されるナスダック100指数の2021年予想株価収益率（PER）が29倍であるのに対し、S&P500指数は21倍だ。しかし低金利下で、投資家が成長株を渴望する状況では、バリュエーションは重視されなくなる。ナスダック100指数では来年在16%の増益予想である一方、S&P500指数は2019年のピーク水準を取り戻すのに悪戦苦闘するだろう。

全ての投資家にとって、ハイテク株が全てになった。マイクロソフト<MSFT>が20%の利益成長が可能な時に、誰が小型株やスタートアップ企業を必要とするだろうか。フェイスブックが毎日18億人に利用されている時に、誰が生活必需品企業に投資するだろうか。「肝心なのは、ハイテク株が上げ相場と下げ相場の両方の投資対象となってきたことだ」と、運用会社ルーソルド・グループのチーフ投資ストラテジストであるジム・ポールセン氏は金曜日に語った。

USバンク・ウェルス・マネジメントのチーフ・エクイティ・ストラテジスト、テリー・サンドベン氏は、このパターンが続くと予想する。同氏は「ハイテクセクターの長期にわたる成長トレンドは変わらず、2021年は株価がさらに上昇すると見ている。ハイテクは、かなりの程度新たなディフェンシブセクターと言える。大統領選の結果や現在の新型コロナ禍の先まで、十分に乗り切る力がある」と語る。

■ 多くのビジネスに取って代わるハイテク企業

S&P500指数におけるテクノロジーセクターのウエートは膨らみ、投資家の不安に火を付けたが、日常生活におけるテクノロジーとの関わりは増加し、株価のトレンドにも合致する。Netflix<NFLX>は新型コロナ禍以前、既にテレビに取って代わり、今や映画館の代わりになりつつある。Zoom・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>は、既にミーティングに取って代わり、現在は出張に代わるものになっている。Uber・テクノロジーズ<UBER>のUber・イーツは家庭料理に取って代わり、今はレストランの代わりになっている。こうした事例は延々と続く。

ポールセン氏は、S&P500指数のITセクター構成企業の売上高は、10年前は国内総生産（GDP）の10%を下回っていたが、現在は17%に上昇したと強調する。ITセクターは、S&P500指数の時価総額の27%を占める。ハイテクバブル時代はS&P500指数時価総額の約35%、売上高はGDPのわずか7%だった。「ハイテク銘柄の株価上昇の一部は、投機的、熱狂的と言うこともできるが、単純にファンダメンタルズに基づく良好なパフォーマンスだという場合もある」と語る。

確かに、ワクチンの完成や経済の全面的な再開は、テクノロジーセクターのアウトパフォーマンスを妨げるかもしれない。「従来は、経済が回復する際は金利が上昇し、イールドカーブがスティープ化した。それはテクノロジーセクターのバリュエーションから見れば良好な環境ではなく、セクターの乗り換えリスクがあると考え」と、UBSのテクノロジー・セクター・ストラテジスト、ケビン・デニアン氏は語った上で、「ファンダメンタルズ面に多くのリスクがあるかどうかは不明だ」と指摘する。

■ 生活必需品セクターに割安感はない

大統領選の不透明感が持続し、新型コロナウイルスの新規感染者数が増加する限り、ハイテク株は株式投資家にとって最高の避難場所であり続ける。「過去を見れば、生活必需品がディフェンシブセクターの代表だった。ケーブルテレビ会社や家庭用品メーカーなど、そこそこの配当があり、1桁台前半から半ばのペースで成長している企業が典型だった」とサンドベン氏は語る。

生活必需品セクターは、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）の間、資産を守るという意味

において機能したが、株価は年初来わずか3%の上昇にとどまる。これに対し、ITセクターは32%の上昇だ。また生活必需品は割安でもない。今後12カ月の予想PERが29倍のグーグルの親会社アルファベット<GOOGL>を買うか、あるいは予想PERが25倍のプロクター・アンド・ギャンブル (P&G) <PG>を買うかだ。

先週木曜日、投票の集計が進む中で、複数のハイテク大手が四半期決算を発表した。ウーバー・テクノロジーは第3四半期売上高が前年同期比17%減少したが、世界中で多くの外出自粛があったことを考えれば、恐れることではない。ダラ・コスロシャビ最高経営責任者 (CEO) は、同社のライドシェアリングがニューヨーク市のタクシーや地下鉄よりも速く回復していると語った。

決算発表に先立ち、本社があるカリフォルニア州で大統領選と同時に実施された住民投票では、同社がライドシェア運転手をフルタイム従業員ではなく独立した個人事業主とする住民立法案 (「プロップ22」) が承認され、勝利した。住民投票の結果は大統領選以上に株価に直接的に影響し、このニュースでウーバーの株価は15%急騰し、ライバルのリフト<LYFT>も11%上昇した。

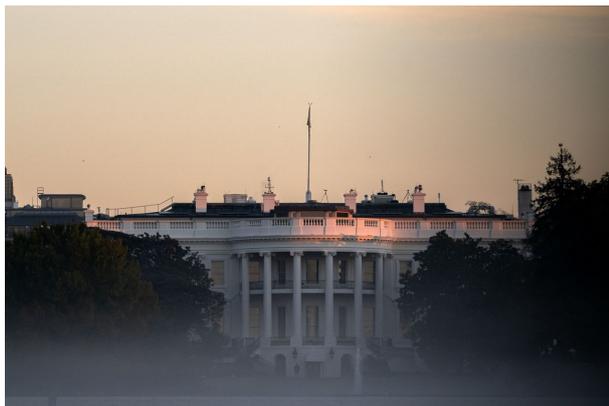
一方、フィットネス機器販売や動画配信のペロトン・インタラクティブ<PTON>は、先週木曜日に高価格フィットネス機器の有料会員数が133万人に達したと発表した。前年からは137%の増加である。来年の予想株価売上高倍率 (PSR) は8倍と割高感はあるが、今は自宅の地下にあるジムよりも安全な場所は思い付かない。

By Alex Eule
(Source: Dow Jones)

8. ねじれ状態の政府の下でFRBができること - Divided Government May Push the Fed to Go Bigger [フィーチャー]

創造的融資プログラムによる支援

■ 行き詰まった現状



Stefani Reynolds/Bloomberg

米国政治の行き詰まり状態はすぐには解消せず、ねじれ状態の政府が続けば、引き続きコロナ禍で苦しむ経済に有効な支援策を講じることは難しいと思われる。

これは経済成長の先行きにとっては悪いニュースだ。結局のところ、経済規模は本来の状態から約5%縮小し、米国民の約1160万人が失業中、あるいは、今年の2月に比べると潜在的失業の状態にある。4月以降に約2000万人が復職したものの、多くの人が26週間以上職に就いておらず、経済の回復は十分とは言えない。さらに、4月以降復職した人でもその多くは、増加してきた仕事が高賃

金のために貯蓄の取り崩しを余儀なくされ、経済的困窮状態に陥っている。

米連邦準備制度理事会 (FRB) のパウエル議長は先月、「財政支援が少なければ景気回復は弱くなり、家計と企業を不必要に苦しめることになる」と警告した。また、木曜日の連邦公開市場委員会

(FOMC) 後の記者会見でも、経済へのリスクは「追加の財政出動によって対処されるだろう」と述べている。

もし政治の行き詰まり状態により追加の財政出動が難しくなれば、FRBは「雇用最大化、物価安定および緩和的な長期金利」を促進するために、できることは何でもやることを法的に義務付けられている。しかし、FRBにそれ以上何ができるだろうか。当局は、「労働市場の状況が委員会の最大雇用の評価に一致する水準に達し、インフレ率が2%に上昇して当面の間2%をやや超えるような軌道に乗るまで」、短期金利をゼロ近辺に維持するために既に過去に例がない取り組みを行っている。景気回復の遅れに直面しており、FRBは利上げの時期を先延ばしするほかないだろう。

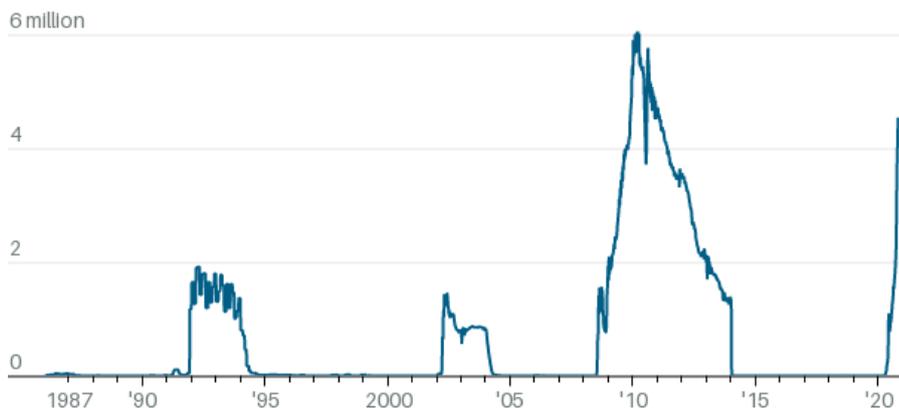
しかしながら、これまで通りの対応では十分ではないだろう。FRBの元金融政策担当主任エコノミストであるビル・イングリッシュ氏は本誌に対し、「協調的かつ大規模な財政出動がなければ、大変な損失につながる。具体的には、経済は今よりもっとひどい状態になり、より深刻な景気後退を招くだろう」と語っている。

■ 現行の融資制度の問題点

Not Getting Back to Work

The number of Americans getting extended unemployment benefits because they have been jobless for more than 26 weeks is heading toward the 2010 high.

Recipients of regular and recession-specific extended benefits programs



Source: U.S. Employment & Training Administration; Barron's calculations

しかし、別の選択肢がある。バイデン政権の下で財務省の担当者が変われば、この状態を打開する引き金になるかもしれない。FRBは、コロナウイルス支援・救済・経済安全保障(CARES)法の成立により、新型コロナウイルスの拡大で甚大な打撃を受けた企業、非営利団体および州・地方自治体に対する多額の低利ローンを支援するために4540億ドルの資金を得た。しかしながら、先週の時点で、地方自治体

流動性ファシリティーと中小企業向けのメインストリート貸付プログラムの合計では50億ドルをやや上回る程度のローンの実行にとどまっており、それ以外では社債および資産担保証券市場の支援に165億ドルが使われただけで、多くの融資枠が未使用のまま残っている。

問題は、金利や手数料が高く、借入期間が短いなど、プログラムの借り入れ条件が魅力的でないことにある。元FRB理事であるジェレミー・ステイン氏は最近、「そもそも、政府の投資について全額返済を求めるのは政府支援の基本的な考え方に反する」と言う。ジョージ・W・ブッシュ政権下で大統領経済諮問委員会議長を務めたグレン・ハバード氏も、「借り手にとって借り入れ条件が厳しすぎる」と指摘する。

FRBもこの点は認識しており、たびたび上記の二つのファシリティーの借り入れ条件を緩和している。しかしながら、それは小さな変更にとどまっており、目先の景気回復が期待できない中で、追加借り入れをして返済していくことに自信が持てない潜在的な借り手に対して借り入れの検討を促

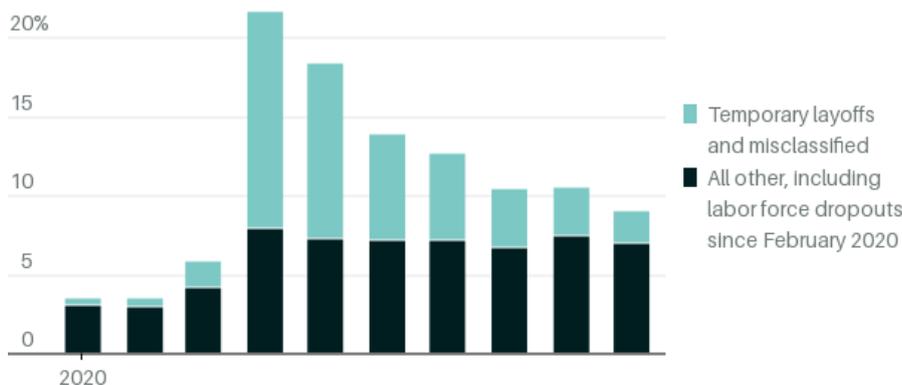
すような大きな改善をもたらすに至っていない。

■ ねじれ政府の下で可能なこと

Bifurcated Recovery

Most of the job losses since February were temporary. But that's also where the rebound has been concentrated, with little improvement elsewhere since May.

Contributions to broad jobless rate



Source: Bureau of Labor Statistics; Barron's calculations

FRBのファシリティーの一部で厳格な条件が定められているのは、同ファシリティーに対して絶対的な権限を有する財務省の考えを反映したものだ。議会はFRBのローンで生じる損失を埋め合わせるために約5000億ドルの資金を割り当てているが、財務省は損失を出すことに抵抗を示している。財務長官が代わり、スタッフも代われれば、損失を回避すべきという圧力が軽減され、法律で認められている範囲内で資金を必

要なところに行き渡らせるため、FRBがより創造的になるよう仕向けることができるかもしれない。

難しい点の一つは、FRBが、当該法律の解釈に当たり決定権を有しているものの、破綻した企業への貸し出しを法律によって禁じられていることだ。シンクタンクであるブルッキングス研究所のエコノミストであり、FRBで金融安定部門の責任者であったネリー・リャン氏は、これが理由でFRBは商業銀行に企業および非営利団体向け融資を行わせ、銀行にリスクの5%を内部留保に回すよう求めている、と言う。問題は、これがFRBの対応を銀行が既に行おうとしている融資債権の買い取りだけに限定していることだ。このような形の信用供与はコロナ禍で生き残るために悪戦苦闘している中小企業の助けにならない。

マクロ経済政策に特化したシンクタンクであるエンプロイ・アメリカの調査分析部門のディレクターであるスカンダ・アマーナス氏は、FRBはローンを組成し借り手を直接審査するために、あるいは、少なくとも銀行が組成してFRBに売却するローンを評価するために、FRBが財務省と協力することで解決することができる、と考える。FRBはまた、企業に対し担保付き借り入れでなく優先株と引き換えに現金供与を提案することもできる。これは、納税者にとって好ましいのと同時に、借り手には返済に関して柔軟な対応を可能にする。これは、新しい財務長官がねじれ状態の政府の制約の下で現状を改善するためにできることだ。

結局のところ、FRBによる創造的融資プログラムは、連邦政府による直接の借り入れや支出と比較すると、パンデミック救済策としては次善の策だ。しかし、ねじれ状態の政府になったとしても、行政機関は支援策を講じる手段を有している。

By Matthew C. Klein
(Source: Dow Jones)

9. FRB、景気浮揚には手助けが必要 - The Fed Will Need Help to Prop Up the Economy as D.C. Gridlock Looms

財政合意は不確実、追加金融政策の有効性にも疑問

[コラム]

■ FRBだけが残された



Drew Angerer /POOL/AFP via Getty Images

本誌は先週、米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長が投資家にとって最も重要な人物と示唆したが、米国の首都が手詰まり状態となる中でその威容がさらに大きくなる可能性がある。

喧伝されたブルーウェーブは期待外れとなり、財政政策の打ち出しはどうみても不確実だろう。その財政政策には、先の救済策が一巡し、新型コロナウイルス感染者数が急増する中で足取りがおぼつかない景気回復に対する支援も含まれている。さらに将来を見通すと、民主党の公約でありトランプ政権の優先事項とも目されるインフラの改善は、ねじれ状態にある政府下では引き続き進展が

ないかもしれない。

結局のところ、経済のかじ取りに残された主な手段は金融政策ということになる。連邦公開市場委員会（FOMC）は先週の会合で現状の金融政策維持を決定し、フェデラルファンド（FF）金利誘導目標をゼロパーセント近辺に据え置き、今後も月間1200億ドルの有価証券買い入れを継続する。

民主党のバイデン前副大統領が大統領になり、上院は共和党、下院は民主党が過半数を占めることを想定した、ねじれ状態にある政府という見通しは、株式市場および債券市場で強気に受け取られた。単純に言えば、財政刺激策の規模が縮小すれば財務省が発行しなければならない国債が減る一方で、FRBは縮小された財政刺激策を補う目的でさらなる金融刺激策を提供するために少なくとも現在と同規模の債券を引き続き買い入れる。他の条件が同じならば、供給の減少と維持された需要は債券価格の上昇、ひいては利回り低下につながることになる。

そのためベンチマークである10年債利回りは、選挙日の夜に瞬間的に0.90%を超えたが、0.70%台へ再度低下した後6日には0.80%台へ上昇した。そして、債券の低い利回りが続くという見通しは、株式市場の上昇に拍車を掛けた。

パウエル議長は記者会見で、实体经济を維持するためのさらなる財政措置の必要性を繰り返した。同氏は、金融、財政および公衆衛生という政府の全ての政策が協調すべきと述べた。

FOMCの声明は次のように警告している。「景気の今後の道筋は、新型コロナウイルスの動向に非常に大きく左右される。公衆衛生上の危機は引き続き、短期的には経済活動、雇用およびインフレ率の重しになり、中期的には景気見通しに相当なリスクを投げ掛けている」。

■ FRBに対する追加措置の要求

FRBウォッチャーは、FRBが米国債で800億ドル、政府系住宅ローン担保証券（MBS）で400億ドルという月間買い入れ額を増加するか否かについて考えている。その一方で、債券買い入れの影響に関しては議論もある。クイル・インテリジェンスの最高経営責任者（CEO）でありダラス連銀の

リチャード・フィッシャー元総裁のアドバイザーであるダニエル・ディマルティーノ・ブース氏は次のように述べている。「個人が非常に重要なホリデーシーズンに消費を手控えて経済が景気後退に逆戻りしたとしても、FRBの、株式市場以外のあらゆるものを活性化する能力に限界があることはますます明確になっている」。

FRBが大規模な資産買い入れを開始して以来、株価の上昇とクレジット・スプレッドのタイト化から明らかのように、金融情勢は大幅に改善している。

FRBに資産買い入れをめぐる議論があるにもかかわらず、ルネッサンス・マクロ・リサーチのニール・デュッタ氏は、パウエル議長が追加的財政政策を「必要不可欠」として要求する一方で、FRBが持っている全ての手段を使わないことは釣り合いが取れていない、と言う。実際、オーストラリア準備銀行とイングランド銀行（英中銀）は自国の景気回復を持続させるために、量的緩和（QE）策を拡大した。

オーストラリア準備銀行は、量的緩和策の拡大が豪ドル安に貢献するだろうと述べた。米ドルが大幅に安くなる中で、豪ドルは強含んでいた。世界中で金利がゼロ近辺またはマイナスとなっている状態で、為替は今後、金融政策が波及する中で現在よりも大きな役割を果たす可能性がある。

■ コロナ禍に対する金融政策の限界

デュッタ氏は米国経済の現状について、住宅建設と在庫補充による後押しを主因に、前向きなモメンタムがあると考えている。サービス業界は持ちこたえているが、新型コロナウイルスによる人々の自粛によって幾分減速する公算もある。

パンデミック（世界的流行）の影響に対抗する中央銀行の能力は限られている。ワクチンが利用可能になるまでの猶予を与える財政政策により、さらに多くのことが左右される。共和党のミッチ・マコネル上院院内総務は4日に、年内に財政刺激策で合意する可能性があるとして述べており、そうなれば債券買い入れプログラムよりも、追加失業給付の失効で所得を失った人々を支援する可能性がある。

レームダック（大統領が任期中だが政治的影響力を失った状態）の期間に、議会と大統領府が財政刺激策に関して合意できるか否かは依然未知数だ。選挙前と一つ違うことは、マコネル氏が再選を受けて、以前の反対の立場を翻したことだ。米紙ポリティコは、マコネル氏は上院の元同僚であるバイデン氏と協調できる可能性もあると示唆する。

民主党のナンシー・ペロシ下院議長は、下院と上院における振るわない選挙結果で民主党員からも批判されており、財政刺激策に対して以前は合意しなかったが、今回は交渉に応じる可能性が高いと、AGFインベストメンツのチーフ米国ストラテジストであるグレッグ・バリエール氏はレポートしている。しかし、トランプ大統領は接戦州における投票に対する争いを続けており、財政合意の優先順位が低下する可能性もある。

パンデミックで職を失い、失業給付が失効した人々にとっては、ホリデーシーズンが近づくにつれて、コロナウイルス支援・救済・経済安全保障（CARES）法で支給されたような小切手は歓迎すべきものになるだろう。それがなければ、FRBによる債券買い入れ額の増加は株式市場を喜ばすだけだろう。

By Randall W. Forsyth

(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - Cannabis Ballot Initiatives Go 4 for 4
4州で嗜好用大麻合法化、他州でもそれに続く動きが起きるか

[経済関連スケジュール]

■ ニューヨーク州でも税収を求めて嗜好用大麻合法化となるか

States of Legalization

Marijuana ballot initiatives swept the board on Nov. 3.

State	Current market size (mil)	Estimated mature market size (mil)
Arizona	\$1,126	\$2,385
Montana	90	310
New Jersey	100	2,250
South Dakota	N/A	200

Source: U.S. Census, MJBizDaily, Associated Press, Eight Capital

大統領選でブルーウェーブ（民主党の大勝）が全米を席卷することがなかったとしても、グリーンウェーブは起こった。嗜好（しこう）用大麻に関する住民投票が行われたアリゾナ、モンタナ、ニュージャージー、サウスダコタの各州では、圧倒的多数で合法化が決定した。ニュージャージー州での

解禁により、隣接するニューヨーク、コネチカット、ペンシルベニア各州から購入者が集まり、税収確保をもくろむこれらの州が続いて合法化に動けば、人口の多い北東部地方に波を起こす可能性がある。

「ニュージャージー州での解禁により、東海岸では合法化に形勢が傾く可能性がある」と、カナダの投資会社、エイト・キャピタルのグレイム・クレインドラ氏氏は4日にこう記している。嗜好用大麻は全米14州および首都ワシントンで合法化されており、全米の成人の約半数は、大麻を手に入れる環境にあると同氏は見る。これにより連邦政府には、連邦法で嗜好用大麻を合法化するのではないにしても、少なくとも同業界に課している金融機関との取引規制を緩めるよう、圧力がかかる可能性がある。

証券会社キャンター・フィッツジェラルドのアナリスト、パブロ・ズアニック氏は、ニュージャージー州での嗜好用大麻の売り上げが軌道に乗るまでには1年程度かかる可能性があると言及する。同州でライセンスを持つ公開企業には、キュラリーフ・ホールディングス<CURA.カナダ>、グリーン・サム・インダストリーズ<GTIL.カナダ>、コロンビア・ケア<CCHW.カナダ>、テラセンド<TER.カナダ>、エイカリッジ・ホールディングス<ACRG.U.カナダ>がある。アリゾナ州でライセンスを持つ公開企業には、キュラリーフ・ホールディングス、コロンビア・ケア、クレスコ・ラボ<CL.カナダ>、ハーベスト・ヘルス・アンド・レクリエーション<HARV.カナダ>がある。

ニュージャージー州における医療用大麻の売り上げは今のところわずかなものだが、イリノイ州がそうであったように、嗜好用大麻の需要が同州での売り上げの伸びに弾みをつけるかもしれない。新型コロナウイルス大流行で州の財政は逼迫（ひっばく）している。税収の見込みがあることが、ニューヨーク州のアンドリュー・クオモ知事が、大麻合法化に向けてついに議会を説得する材料となるかもしれない。

■ 今週の予定

Growth Business

Shares of the big marijuana producers took a hit in the pandemic's first wave, but have rallied since.

Stocks of Four Major Cannabis Producers, Year to Date 2020



11月9日（月）

・クレディ・スイス・グループが年次ヘルスケア・コンファレンスを開催。バーチャルでのイベントは12日まで続く。医療サービス企業シグナ<CI>、医療保険大手ヒューマナ<HUM>、医薬品・ヘルスケア製品のジョンソン・エンド・ジョンソン<JNJ>、大手バイオ医薬品会社のリジェネロン・ファーマシューティカルズ<REGN>などが参加予定。

・植物由来の代替肉メーカーのビヨンド・ミート<BYND>、カナダの大麻製造会社キャノピー・グロース<CGC>、カナダの同業オーロラ・カナビス<ACB>、ファストフード・チェーン大手マクドナルド<MCD>、電気トラックメーカーのニコラ<NKLA>、エネルギー資源会社オキシデンタル・ペトロリアム<OXY>、石炭鉱業会社ピーボディ・エナジー<BTU>、営業支援データベース運営のズームインフォ・テクノロジーズ<ZI>、ショッピングセンターに投資する不動産投資信託（REIT）トープマン・センターズ<TCO>、高級品中古販売のオンラインマーケット大手ザ・リアルリアル<REAL>、ソフトバンクグループ<9984>、自社管理型REITサイモン・プロパティ・グループ<SPG>が四半期決算発表。

・フィラデルフィア連銀が、バーチャルで2日間にわたるフィンテック・コンファレンスを開催。クリーブランド連銀のメスター総裁が基調講演を行う。

11月10日（火）

- ・2010年に成立した医療保険制度改革法（通称オバマケア）に関する最高裁審理が始まる。
- ・ライドシェア・サービス大手のリフト<LYFT>、動物向け医療薬品および獣医向けサービス提供企業コヴェトラス<CVET>、スポーツ用品のアディダス<ADS.ドイツ>、自動車部品小売り大手アドバンス・オート・パーツ<AAP>、住宅建設会社DRホートン<DHI>、自動化システムなどを手掛けるロックウェル・オートメーション<ROK>などが決算発表。
- ・全米独立企業連盟（NFIB）が、10月の中小企業楽観度指数を発表。コンセンサス予想は104.2と、9月とほぼ同水準。
- ・9月の求人離職統計（JOLTS）発表。コンセンサス予想では、9月末日の求人件数は650万件と、8月とほぼ同水準。

11月11日（水）

- ・ベテランズ・デー（復員軍人の日）で米債券市場は休場。
- ・時計メーカーのフォッシル・グループ<FOSL>、大麻企業グリーン・サム・インダストリーズ<GTII.カナダ>、保険会社のレモネード<LMND>、教育サービス会社のリンカーン・エデュケーション・サービスズ<LINC>、眼科医療品メーカーのアルコン<ACL>、自動車販売会社ブルーム<VRM>が決算コンファレンスコールを開催。

- ・ 中国の電子商取引大手アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）〈BABA〉が、「独身の日」ショッピング・イベントを開催。

11月12日（木）

- ・ 10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1.3%上昇。食品とエネルギーを除くコアCPIは、同1.7%上昇。
- ・ 娯楽・メディア大手のウォルト・ディズニー〈DIS〉、複合企業シーメンス〈SIE.ドイツ〉、半導体製造装置大手アプライドマテリアルズ〈AMAT〉、健康飲料持株会社セルシウス・ホールディングス〈CELH〉、ソフトウェア開発会社パラソル・テクノロジーズ〈PLTR〉、食品流通大手シスコ〈SYI〉、中国のインターネットサービス大手テンセント・ホールディングス（騰訊控股）〈TCEHY〉、住宅建設会社ビーザー・ホームズUSA〈BZH〉が決算コンファレンスコールを開催。

11月13日（金）

- ・ 11月のミシガン大学消費者信頼感指数速報値発表。エコノミスト予想は81で10月の81.8とほぼ同水準。
- ・ 10月の卸売物価指数（PPI）発表。コンセンサス予想は季節調整済みで前月比0.2%上昇。
- ・ 消費財メーカー大手のスペクトラム・ブランズ・ホールディングス〈SPB〉とオンラインスポーツ賭博企業ドラフトキングス〈DKNG〉が決算コンファレンスコールを開催。

By Bill Alpert
(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』 2020/11/08

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