

# バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2021/01/10

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. **民主党が力を握る中、新たな機会とリスクが浮上 - New Opportunities and Risks** [カバーストーリー]  
Arise for Investors as Democrats Take Power P.2  
バイデン政権下で注目の銘柄とETF
2. **ESGに全力で取り組むウォルマート - Walmart Throws Its Weight Behind ESG** [注目銘柄]  
長年のESG問題企業が方向転換 P.6
3. **古き良き物 - Oldies but Goodies: Some Century-Old Stocks Still Deliver** [フィーチャー]  
100年前から生き残っている企業 P.9
4. **コロナ禍はやがて終わるが、回復にはかなり時間がかかる可能性 - The Covid** [インタビュー]  
Crisis Will End. The Recovery May Take a Lot Longer. P.11  
世界銀行のチーフエコノミストに話を聞く
5. **2020年退職者向けターゲット・デート・ファンドは2020年に好調 - Target-Date** [ファンド]  
2020 Funds Did Well in 2020. Here's Why P.13  
その背景とは？
6. **アマゾン、テスラに続く長期グロース株のを見つけ方 - How to Find the Next Long-** [インタビュー]  
Term Growth Companies P.15  
創業者企業への長期投資で実績を上げるナンシー・ゼーベンバーゲン氏に聞く
7. **市場に必要なのは冷静になるための「調整局面」 - What The Market Needs Now** [米国株式市場]  
Is a Good Correction P.18  
政治・経済両面の悪材料を無視した株式市場は浮かれ過ぎか
8. **高まる大手ハイテク企業の規制リスク - The Risks Are Rising for Big Tech** [ハイテク]  
SNSへの規制強化は時間の問題か？ P.21
9. **債券利回りの上昇は株式市場の問題となる可能性がある - Bond Yields' Jump** [コラム]  
Could Be a Big Problem for Stocks P.23  
トリプルブルーで債券利回りが1%の節目を突破
10. **今週の予定 - A Gadget-Fest by Laptop: CES Goes Virtual** [経済関連スケジュール]  
コンシューマー・エレクトロニクス・ショーがバーチャルで開催 P.25

※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. 民主党が力を握る中、新たな機会とリスクが浮上 - New Opportunities and Risks Arise for Investors as Democrats Take Power [カバーストーリー]

## バイデン政権下で注目の銘柄とETF

### ■ 市場は財政刺激策の早期可決を予想



Illustration by Rob Dobi

最近のワシントンにおける混乱は、株価を容易に下落させる可能性があった。しかし、市場は何があっても上昇を続けており、米国の首都における歴史的な暴動によってさえも脱線の兆しを見せていない。

投資家は引き続き視線を前に向け、バイデン政権に備える必要がある。国内政策はより予測しやすく、貿易関係はより円滑になり、経済復活のための追加的な取り組みがなされるだろう。現在はディフェンシブ株を保有するのに適した時期ではないかもしれない。本誌はポートフォリオマネジャーと投資ストラテジストに、今後数カ月に検討すべき銘柄と上場投資信託（ETF）について尋ねた。

民主党が支配する政府が、投資家にとって完全に好ましいわけではない。民主党が掲げる政策課題には、法人と個人の増税、規制・監督の強化や、グリーンニューディール、医療改革、学生ローンの返済免除などの野心的な社会・経済政策が含まれる。これら全てによって、財政赤字が増加し、インフレ圧力が高まることで、米連邦準備制度理事会（FRB）が金利を低水準に維持するための試みが困難となる可能性がある。

しかし、ウォール街は、民主党が2009年以降で初めて上下両院とホワイトハウスを掌握することを恐れてはいない。それどころか、全くの逆である。市場は新たな財政刺激策が早期に可決されると予想している。バイデン政権初期にインフレ率が高まることと成長が加速することを織り込み、債券利回りは上昇している。

しかし、ウォール街は、民主党が2009年以降で初めて上下両院とホワイトハウスを掌握することを恐れてはいない。それどころか、全くの逆である。市場は新たな財政刺激策が早期に可決されると予想している。バイデン政権初期にインフレ率が高まることと成長が加速することを織り込み、債券利回りは上昇している。

歴史的に見ると、株価は民主党政権下で好調に推移することが示唆される。データトレック・リサーチによれば、1948年以降、民主党が議会とホワイトハウスを支配した年のS&P500指数の平均年間リターンは14%だった。ビスポーク・インベストメント・グループによれば、ダウ工業株30種平均（NYダウ）の平均リターンは15.7%である。

民主党には、徹底的な改革のための政治的資本もなければ、議会での圧倒的多数票もない。下院における共和党との議席数の差は、11月の選挙前よりも縮小した。上院では、民主党議員が1人でも造反すれば法案が可決できなくなる。そのため、中道派の上院議員の力が強くなる可能性がある。ウルフ・リサーチのチーフ投資ストラテジストであるクリス・セニエク氏は、「新たな景気刺激策のハードルは低いだが、より大規模で壮大な計画には時間がかかるだろう」と語る。税制改革法案は、新大統領の就任から成立までに平均で15カ月を要する。相場が上昇を続け、軌道修正するには十分な時間だ。

## ■ ハイテクセクターの見込みは五分五分

早い段階での勝ち組としては、小型株、クリーンテクノロジー関連株、景気循環株、バリュース株が挙げられる。イールドカーブのスティープ化は、銀行や保険会社といった金融機関にとって喜ばしいことだろう。一部のセクターでは圧力が高まる可能性がある。債券利回りの急上昇によって、不動産と公益は下落している。エネルギー、金融、ヘルスケアに対しては、バイデン政権下で規制が強まる恐れがある。



David Butow/Redux

巨大ハイテク企業の見込みは五分五分だ。これらの企業は、民主・共和両党から狙われており、米国と欧州で独占禁止法訴訟に直面している。バリュエーションは非常に高い。また、投資家がグロース株からバリュース株に乗り換える中、ハイテクセクターは金利上昇による悪影響を受けやすい状態にある。しかし、投資家は依然として、長期的成長にプレミアムを付ける見込みだ。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・ポールセン氏によれば、過去の傾向に基づくと、今年の米国の国内総生産（GDP）成長率がコンセンサス予想の4%に達した場合、ディフェンシブセクターはS&P500指数に対して12%ポイントのアンダーパフォームとなる可能性が高い。

これらは全て、政府が引き続き景気刺激策を積み重ねること、そして増税、金利上昇、地政学的危機などの対抗的な力によって市場が動揺しないことを前提としている。ウォール街の業績予想には、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）が早期に後退するという予想が織り込まれている。また、市場は中国との貿易摩擦の緩和と、貿易政策全般の好転を当てにしているが、いずれも保証されていない。さらに、市場はトランプ政権下で行われた規制緩和の影響を過小評価している可能性がある。

それでも悪材料は、仮に実現するとしてもはるか先だ。上院でフィリバスター（合法的な議事妨害）を停止させずに民主党が税制の抜本的改革やインフラ計画を単純過半数で可決するには、財政調整措置が必要となる。このことは、恐らく穏健派との交渉が行われることを意味する。同様に、過度な規制強化の可能性も低いだろう。

## ■ 住宅建設、クリーンエネルギー、インフラ関連、金融などに注目

## Riding the Blue Waves

How the Dow Jones Industrial Average has performed since World War II when Democrats control both houses of Congress and the White House.

Session of Congress	Start Date	End Date	Senate Majority Margin	House Majority Margin	Dow % Change
81st	1/3/1949	1/3/1951	12	91	36.5%
82nd	1/3/1951	1/3/1953	1	36	22.2
87th	1/3/1961	1/3/1963	28	87	7.7
88th	1/3/1963	1/3/1965	34	82	33.0
89th	1/3/1965	1/3/1967	36	155	-10.0
90th	1/3/1967	1/3/1969	28	60	21.0
95th	1/3/1977	1/3/1979	23	149	-18.2
96th	1/3/1979	1/3/1981	17	120	19.0
103rd	1/3/1993	1/3/1995	14	82	16.3
111th	1/3/2009	1/3/2011	15	79	29.2
Average:			15.7%		

Source: Bespoke Investment Group

こうした市場に投資する一つの手段は、「再正常化」の波に乗ることだ。すなわち、旅行、レジャー、その他の一般消費財銘柄である。ウルフ・リサーチのセニエク氏が推奨する銘柄としては、ウォルト・ディズニー<DIS>、旅行予約サイト運営会社ブッキング・ホールディングス<BKNG>、レストランチェーン運営会社ダーデン・レストランツ<DRI>、サウスウエスト航空<LUV>が挙げられる。インベスコ・ダイナミック・レジャー&エンターテインメントETF<PEJ>もこのテーマを捉えている。

住宅建設会社の状況は堅調である。住宅ローン金利は低く、郊外への移住に伴って需要は高まっており、建設の遅れなどによって新規住宅の供給は制約されている。クリアブリッジ・インベストメントのポートフォリオマネージャーであるマイケル・ケーガン氏は、住宅建設会社トール・ブラザーズ<TOL>をトップピックとしている。現在の株価純資産倍率（PBR）は1.3倍だが、同氏は景気サイクルを通じて倍化する可能性があると考えている。同氏は同業のレナー<LEN>とNVR<NVR>も選好している。

サボア・キャピタルのチーフ投資ストラテジストであるベン・フィリップス氏は、幾つかの政策的テーマを勝者とみている。例えば、サイバーセキュリティ、クリーンエネルギー、ヘルスケアテクノロジー、インフラなどである。同氏はサイバーセキュリティ銘柄としてオクタ<OKTA>、ゼットスケラー<ZS>、サイバーアーク・ソフトウェア<CYBR>などを選好する。

クリーンエネルギーは長期的な魅力があるように見える。もっとも、同セクターには投資が集中しており、そろそろ反落する時期だが。iシェアーズ・グローバル・クリーン・エナジーETF<ICLN>は、ジョージア州の決選投票以降で14%、過去3カ月で60%上昇しており、バリュエーションが

急激に押し上げられている。

フィリップス氏は、環境関連のテーマについて、政府による政策の追い風の強まり、サステナブルファンドへの資金流入、グローバル経済の脱炭素化の取り組みに支えられて長期的に展開するとみている。同氏の選好銘柄は、リミテッド・パートナーシップ形態を取るブルックフィールド・リニューアブル・パートナーズ<BEP>とハノン・アームストロング・サステナブル・インフラストラクチャー・キャピタル<HASI>である。前者は再生可能エネルギー発電所などの資産を500億ドル以上保有する。後者はグリーンプロジェクトに投資しており、66億ドル相当を運用している。

インフラ関連銘柄は、議会で支出法案がついに可決されるという見込みに基づいて急上昇している。建材やアスファルトなどのサプライヤーであるバルカン・マテリアルズ<VMC>は、年初来で既に10%上昇したが、依然として魅力的であるとクリアブリッジのケーガン氏は語る。同氏はその理由の一つとして、住宅建設によって売上高が現在の業績予想を上回る水準に押し上げられる可能性を挙げる。

ジャナス・ヘンダーソンの株式共同責任者であるジョージ・マリス氏は、建材・資本財業界の状況も好感している。同氏によれば、銅の需要は供給を上回っており、業界では統合が進んでいる。鉱山会社のリオ・ティント<RIO>とテック・リソース<TECK>は魅力的に見える。産業用機器メーカーのパーカー・ハネフィン<PH>は、利益率が上昇する見込みに加え、「短期と長期のサイクル」の製品が入り混じっていることが、景気変動を通じた売上高の伸びを支えている。

金融銘柄は目覚めつつある。ETFの金融セレクト・セクターSPDRファンド<XLF>は、過去3カ月で23%上昇し、S&P500指数の2倍以上の上昇率を記録した。証券会社チャールズ・シュワブ<SCHW>は、金利収入の比率が高い。株価は過去3カ月で56%上昇しており、イールドカーブのスティープ化と短期金利の上昇という予想を象徴している。ケーガン氏は、多角的な事業特性を理由にバンク・オブ・アメリカ<BAC>を選好している。

他に検討すべき銘柄として、大手保険会社のトラベラーズ<TRV>が挙げられる。保険会社は運用ポートフォリオの利回り上昇による恩恵を受ける。労働者の移動や、交通事故による保険金請求が減少したため、保険金支払いは平均を下回って推移している。一方、法人向け保険と火災保険などの財産保険の保険料設定は堅調に見える。

これら全てのテーマに賭けるには別の方法もある。ウォーレン・バフェット氏率いるバークシャー・ハサウェイ<BRK.B>だ。同社は保険、住宅、鉄道、エネルギーへのエクスポージャーを提供しており、バフェット氏とそのチームが精選したグロース株とバリュー株から成るポートフォリオを有する。同社の株価は過去1年間で3%しか上昇しておらず、PBRは1.2倍と比較的割安だ。また同社は現金と短期証券1450億ドルを保有している。

By Daren Fonda  
(Source: Dow Jones)

## 2. ESGに全力で取り組むウォルマート - Walmart Throws Its Weight Behind ESG 長年のESG問題企業が方向転換

[注目銘柄]

### ■ ウォルマートの変貌とウォール街の認知



Illustration by Doug Chayka

近年、多くの企業が環境、社会、ガバナンス（ESG）問題に真剣になっているが、小売大手のウォルマート＜WMT＞の場合はかなりの驚きだ。それは同社に220万人の従業員と1万1500カ所の店舗、そしてほとんどの国の国内総生産（GDP）を上回る規模の売り上げがあるからだけではない。同社が長年、社会的意識の高い消費者や投資家に嫌われる存在であったからだ。ESG投資大手のカルバート・リサーチ・アンド・マネジメントで最高経営責任者（CEO）を務めるジョン・ストロイ

アー氏は、「ウォルマートは問題企業から、解決に深く取り組む企業の一社に変貌した」と語る。昨年初め、ウォルマートのダグ・マクミリオンCEOがCEOの業界団体であるビジネス・ラウンドテーブルの会長（任期2年）に就任したが、同団体は最近、全ての企業は株主だけではなく全てのステークホルダーの利益のために行動すべきだと述べている。ウォルマートの140ページのESG報告書で、同CEOは、人と地球を犠牲にして事業を行ってきたとする世の中の固定観念とは違い、同社は長年にわたり、その事業規模を生かして前向きな変化を生み出す取り組みを行ってきたと語っている。

ウォール街もこうした変化に気付いている。UBSで同社をカバーするマイケル・ラッサー氏は、「ウォルマートはより多くの目的と責任を持って、より迅速に行動しており、時代とともに本当に進化し変わろうとしている」と語る。さらに、持続可能性を銘柄選定の要素に組み込んでいる多くの運用会社がウォルマートを禁止銘柄リストから外したのみならず、ポートフォリオに加え始めている。2019年9月、カルバートは運用額36億ドルのカルバート米国大型株コア・レスポンシブル・インデックス＜CSXAX＞にウォルマートを追加した。同社でシニア・リサーチ・アナリストを務めるリー・メリック氏は、過去2年間のウォルマートの方針と新型コロナウイルス対応を含む行動が、同社の変化を実証していると語る。

■ ESGへの取り組みと適応力の向上

## A Profitable Journey

Walmart has evolved in the last five years, taking on e-commerce and embracing a sustainability framework. Over that period, the stock has outperformed the S&P 500 and a popular index of sustainable companies.

### Walmart, S&P 500 and MSCI USA ESG Index, 2016-present

■ Walmart ■ S&P 500 ■ MSCI USA Extended ESG Focus Index



Source: Bloomberg

ESGの進展について同社は多くを語らず、どちらかといえば静かに、環境関連の意欲的な取り組みを展開し、職場における平等や機会を改善し、公衆衛生を支援し、銃器の安全な取り扱いを擁護するプログラムを導入している。同社のESG変革は2005年のハリケーン・カトリーナで目覚めた面もある。同社は、被災地に水、食料、その他救援物資を届ける上で、大きな役割を果たした。

ESG投資の支持者は、ESGはモラルだけの問題ではなく事業にも貢献すると主張する。ファンドマネジャーやアナリストは、店舗数の拡大と安売り競争というウォルマートの成長戦略は限界に達しており、負担にさえなっているという。ウォルマートについての強気筋は、ESGへの取り組みは、同社が巨大な実店舗企業から電子商取引の大手企業に移行する上で重要となる適応力が向上したことを示す兆候だと主張する。

2020年は、多くの伝統的な小売業者が転落したが、ウォルマートは繁栄した。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3月に店舗の閉鎖を余儀なくされると、同社は同日配送を強化し、食料品受け取りスペースを作るため駐車場を改造し、買い物代行要員の採用と教育を行った。同社はまた、2016年の30億ドルでのジェット・ドット・コムを買収で始まったデジタル化のおかげで、電子商取引でも優れており、2020年8-10月期の電子商取引売上高は前年同期比で79%増加した。9月には、アマゾンプライムに対抗する会員プログラム「ウォルマート+(プラス)」を開始している。

アナリストの予想では、同社の2021年1月期の売上高は前年比5.9%増の5550億ドルに上る見通しであり、これは2009年の金融危機以降で最高の伸び率に匹敵する。調整後1株当たり利益（EPS）は13%増の5.57ドルと予想される。新型コロナウイルスによる安値までの下落が15%にとどまったように比較的安全な投資である一方で、電子商取引の成長による上値も期待できる。UBSのラッサー氏によれば、新型コロナウイルス感染拡大後のウォルマートの電子商取引成長率はアマゾン・ドッ

ト・コム<AMZN>を上回っており、現在約145ドルの株価は来年165ドルに上昇する可能性がある。

パンデミック中の下値抵抗力にもかかわらず、ウォルマートの株価は3月の安値から株価が倍増したライバル企業のターゲット<TGT>ほど反発してはならず、43%の上昇にとどまっている。今後12カ月予想ベースの株価収益率（PER）は26倍とやや割高だが、過去5年間のS&P500指数に対する平均プレミアム10%に沿う水準だ。過去5年間でS&P500指数は96%上昇したが、ウォルマートの株価は126%上昇している。

## ■ 数々の取り組み

1962年に設立された同社は急速に店舗数を拡大し、安価な海外製の製品を大量に消費する文化を助長するとともに、2018年には同社の事業の操業に直接関係するだけでも1800万トンもの炭素を排出している。同社の違反行為が目立つのは、組合活動、女性の雇用条件、従業員の健康管理などの職場慣行上の問題や、非人道的な環境にあるサプライヤーとの取引などだ。ジョット氏によれば、1980年代末から1990年代にかけて安価な製品を提供するためには容赦しないような企業文化の変化があったのだという。今日では、同社は顧客と株主と環境のニーズをバランスさせなければならないことを強く認識している。

カルバートのストロイヤー氏によれば、ウォルマートのESG面の方向転換はアクティビスト（物言う投資家）や経営再建、経営陣の大幅な変更がきっかけとなったわけではなく、「内部で企業文化が変わった結果、自律的に起きた」のだという。

ウォルマートほどの規模では福利厚生のお小さな変更が大きな差につながる。入社時の最低時間給を2015年に7.25ドルから9ドル、2018年に11ドルと上げ、現在平均時間給は14ドル超だ。アマゾン・ドット・コム<AMZN>は2018年に最低時間給を15ドルに上げ、ジェフ・ベゾスCEOは2020年10月の業績発表時にアピールした。同氏は、「2年前に全米従業員の最低時間給を15ドルに上げ、他社の追随を求めた。大手小売ベスト・バイ<BBY>とターゲットは追随したが、他社も今引き上げるべきだ」と語る。

ウォルマートはまだ全従業員に時間給15ドルを支給していないが、福利厚生制度を大きく拡充した。正社員、パート社員共に全米平均を大きく下回る自己負担で健康保険に加入できる。パート社員は一定期間後に確定拠出年金に参加でき、参加者数は70万人近い。パート社員に健康保険を提供する企業は全米の34%だ。

ダグ・マクミリオンCEOを含めマネジャーの75%が時給社員として入社している。ニューバーガー・バーマンのイングリッド・ディオット氏は「ウォルマートの職場慣行はアマゾンより大きく進んでいるが、会員制倉庫型スーパーのコストコ・ホールセール<COST>やターゲットより遅れている」と語る。

企業の評判は採用の大事な要素となった。カウエンのオリバー・チェン氏は「ネットと実店舗の連携には柔軟なスキルが必要で、研修や能力開発手法は急速に変化した」と語る。

新型コロナウイルスはウォルマートの変化を試す場であり、カルバートのストルー氏は顧客へのマスク着用義務付けや従業員への臨時ボーナス支給を行った小売大手の先駆けとして評価している。また、他の小売り企業が倒産する中でウォルマートは雇用を増やしている。カルバートのモーリグ氏は「社員教育や事業展開を素早く変えつつあり、電子商取引投資を活用する能力によって新型コロナウイルスにうまく対応できている」と語る。

## ■ 野心的な取り組みが投資家の注目を集める

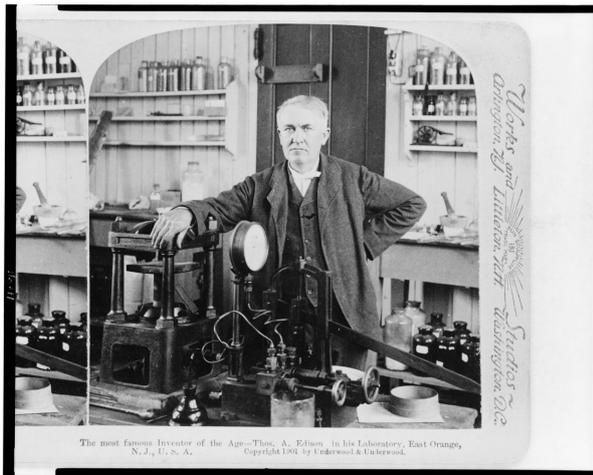
ウォルマートの最も意欲的な目標は気候変動抑制策で、2025年までに使用電力の50%を再生可能エネルギーによる発電とし、北米プライベートブランド商品のパッケージの100%リサイクル、再利用、コンポスト可能化を目指す。また、全世界で2040年までに二酸化炭素排出ゼロも目指す。パトナムのサステナブル投資責任者でパトナム・サステナブル・リーダーズ・ファンド<PNOPX>のマネジャーであるキャサリン・コリンズ氏は、ウォルマートのコミットメントは要求を超え、二酸化炭素排出ゼロのコミットメントはカーボンオフセットの手法を用いておらず、「非常に見事なものだと指摘する。ウォルマート株は同ファンドの運用資産60億ドルの2%近くを占める。野心的な目標の利益への貢献はまだだが、多くのESGファンドマネジャーの注目を集めている。コリンズ氏は「持続可能性の問題を創業の信念・使命である「より豊かな生活の実現に寄与」に明確に結び付けており、一見数字とは縁がないようだが企業の持続力につながる」と語る。

By Sarah Max  
(Source: Dow Jones)

## 3. 古き良き物 - Oldies but Goodies: Some Century-Old Stocks Still Deliver 100年前から生き残っている企業

[フィーチャー]

### ■ サバイバル



Underwood & Underwood/Library of Congress

100年を生き残ることは難しく、特に、上場企業であればなおさらだ。ダウ工業株30種平均（NYダウ）の過去100年間の年率リターンは10%を超えているが、多くの企業が買収または売却されるか破綻するなどして消え去った。例えば、小売りのシアーズ・ホールディングス<SHLDQ>は1906年に上場して、2018年に破綻を申請した。ゼネラル・モーターズ（GM）<GM>は1908年に上場し、2009年に破産法適用を申請した。会社の規模を縮小したGMは復活したが、シアーズが最大の小売企業だった時代は過去のものとなった。

100年間のリターンを計算するのは容易ではなく、結果は近似値とみなすべきだが、100年前から米国経済の歴史に多大な貢献をしてきた4社のストーリーを語るには十分だ。

### ■ USスチール<X>、年率リターン：5%

業界の大巨人だった時もあるが、米国の他のメーカー同様に地位は低下した。同社の創業は20世紀に入った直後で、鉄鋼生産量は1892年の約500万トンから1921年には約4000万トンへ急増した。その結果として同社は、その時代における傑出した企業の1社となった。

その後の数十年にわたって、米国の鉄鋼生産国としての地位の低下が大きな悪影響を及ぼした。株価は1929年に約260ドルでピークに達し、その後は2007年まで株式分割調整後でその水準に達しなかった。株価は過去15年で年率4.3%下落している。同社は今や米国最大の鉄鋼メーカーでさえない。最大のメーカーはニューコア<NUE>で電炉への早期転換で恩恵を受けている。

**■ ゼネラル・エレクトリック<GE>、年率リターン：9%**

1892年に設立され、1920年末までには大手企業となっていた。米国は電力を必要としており、同社はその提供に貢献した。本誌は1926年に、同社の「威力と成功は当然とみなされている」と書いた。

GEは後年、ジェットエンジン、ヘルスケアおよび家電へと事業を拡大し、20世紀を通じて繁栄を維持した。しかし金融事業への参入は、1990年代には恩恵をもたらしたが、21世紀にはお荷物となった。さらに、2015年のアルストム<ALO.フランス>からの発電および送電事業の買収も大打撃となった。石炭火力発電に対する賭けだったが、公害の発生源である石炭は今や、世界の大半で好まれていない。

株価は過去5年で年率15%下落したが、石炭以外を燃料とする発電は依然として大きなビジネスで、2021年もGEに居場所がある可能性を意味している。

**■ ユニオン・パシフィック<UNP>、年率リターン：11%**

鉄道は、年間数百万人を運んだ時代もあるが、今やその面影もない。しかし大手鉄道貨物輸送会社のユニオン・パシフィックの株価が、過去100年間にわたってNYダウと足並みをそろえて上昇するのが止まることはなかった。

米国には、20世紀の初めに約20万マイルの線路があり、本誌は1923年に同社を、「鉄道システムの効率性を大幅に高めた」と称賛した。

現在、旅行は飛行機や自動車による方が容易となっており、州間の貨物輸送ではトラック輸送が好まれている。ハイウェイは鉄道輸送を破壊せず、鉄道は低コストの輸送手段となった。また、1980年代には、鉄道業界の規制緩和が大きな後押しとなった。ユニオン・パシフィックの株価は過去40年間で年率約12%上昇しており、NYダウの上昇率にほぼ匹敵している。

**■ アルトリア・グループ<MO>、年率リターン：15%**

たばこ・ワイン製造持ち株会社のアルトリア・グループは、1847年にフィリップ・モリスとして創業し、1924年のマールボロの発売で躍進した。マールボロは当初は女性向けにマーケティングされ、口紅がたばこに付いても目立たないように象牙色の吸い口を備えていた。本誌は1930年3月に、新製品の「多額の広告費が利益に食い込んだ」と報じたが、マールボロは大ヒットとなった。

たばこ会社は1985年までに、がんの原因になると知りながらたばこを販売したとして、消費者の反発の標的となった。フィリップ・モリスは2008年に分割され、アルトリアが象徴的なMOのティッカーを継承して米国向けに販売して、フィリップ・モリス・インターナショナル<PM>が国外に焦点を合わせている。両社共に、成長のために無煙たばこに期待を寄せている。

過去5年間で、アルトリアの株価は年率1.1%下落している一方、フィリップ・モリスは同3.6%上昇している。NYダウの同期間の年率リターンは約15%だ。

By Al Root and Jacob Sonenshine  
(Source: Dow Jones)

## 4. コロナ禍はやがて終わるが、回復にはかなり時間がかかる可能性 - The Covid Crisis Will End. The Recovery May Take a Lot Longer. [インタビュー] 世界銀行のチーフエコノミストに話を聞く

### ■ 流動性と債務支払い能力とは異なる

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）の後に金融危機が起きる可能性はあるのか。世銀のチーフエコノミストのカーメン・ラインハート氏はあり得ると考える。世界銀行は、今年の世界の経済成長率はプラス4%との予想を示したが、これでは経済活動はパンデミック前の水準に戻らない。同氏とケネス・S・ロゴフ氏との共著、『国家は破綻する - 金融危機の800年（This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly）』はベストセラーとなった。

本誌：世界の金融危機時の債務が経済成長を阻むだろうと発言していたが、今や政府債務は急増している。

ラインハート氏：豊かな国か貧しい国かを問わず、世界中で痛手を免れた人は誰もいない今回のような危機の例は1930年代にまでさかのぼらなければ見当たらない。債務の増加は所得水準にかかわらず世界的なスケールで起きている。新型コロナウイルス感染症は戦争に似ている。まず戦争を戦って、そして戦争に勝った後で、その費用をどう払えばよいのかを心配しなければならない。既にコロナ禍の前から、低所得国の半分近くが債務の返済に困難を感じるか、債務危機の状態にあった。従って、コロナ禍の影響やその持続期間は一律ではない。ソブリン債務の問題が急増しつつあり、影響は既に低所得国で露見しつつある。エクアドル、アルゼンチン、レバノンでの危機もあった。債務の増加を耐える能力が最強なのは先進国だが、債務危機は国レベルだけでなく、家計や企業レベルにもある。今回の危機は金融危機から始まったわけではないが、金融危機に変化しつつある。



Photograph by Zack Wittman

Q：中央銀行の資金供給で繁栄への道に立ち戻ることは可能か？

A：これまで米連邦準備制度理事会（FRB）や欧州中央銀行（ECB）は事態の悪化を避けるため、信じ難いほどの下支えを行ってきた。しかし、流動性がないことと返済不能は区別しなければならない。紙幣発行と資金供給では、返済するための資源がないという根本的な支払い能力の問題の解決にはならない。確かに、長期にわたる低金利環境で、公的セクターも民間セクターも資金が借りやすく、返済も管理可能に保つことができる。しかし、職を失った人や、廃業した会社、歳入の激減に見舞われている国にとって、流動性供給だけでは支払い不能を解決できない。中央銀行ができる範囲を超えた問題がある。

### ■ 国民一人当たり所得が危機前の水準に戻るには数年かかる

Q：どんな回復になると予想するか？

A：危機前の国民1人当たり所得水準に戻った国は何か国あるか？まだその段階ではない。国際通貨基金（IMF）の見通しや世銀の世界経済見通しなどの良く知られた標準的な予測を見ても、V字回復してもなかなか危機前の水準に戻りそうもない。過去の深刻な危機を見ても、少なくとも危機前の水準に戻るには何年も必要だった。リバウンドと回復を混同してはいけない。今回の危機における生産や雇用の減少ぶりは、通常の景気後退に比べ標準偏差の4倍以上かけ離れたものだった。跳

ね返りを見て「回復した」と言いたい誘惑にかられるが、この二つは同じではない。また、今回の危機は、最も脆弱(ぜいじゃく)な人たちに最も強い悪影響を及ぼしており、非常に不平等な危機だ。貧困の問題などは解決に時間を要するだろう。

Q: 「何年も」とはどの程度のことか?

A: 2008~2009年の金融危機の際は、米国の国民1人当たり所得が危機前の水準に戻るのに約5年かかった。欧州ではもっと長かった。イタリアやギリシャではまだ2007年の水準に戻っていない。ザンビア、アンゴラ、エクアドル、レバノンなどにとっては非常に深刻な危機だ。1980年代をみると、1990年の国民1人当たり所得が1980年より減った新興国や発展途上国は約60%で、「失われた10年」と呼ばれるのも道理だ。

米国の景気回復に向けてのリスクの中には、時期尚早に回復宣言が出されて景気刺激策が時期尚早に中止されることも含まれる。回復の足場がしっかりするまで財政政策による刺激がもっと必要だ。ワクチンに関する明るい話題にもかかわらず、感染率は依然として過去最高の水準だ。別の成長への逆風もある。不良債権が増えるだろう。経済の縮小が企業や家計のバランスシートに悪影響を及ぼさないなどと言うことはあり得ない。傷んだバランスシートを見た金融機関は融資したがるだろうか。今後、貸付基準の厳格化や新規貸付の減少が起きるだろう。

Q: 現在の各国中銀の金融政策はどのような点で深刻な結果を招くか?

A: 過去200年に世界の金融中心地で、ゼロ金利やマイナス金利を経験した時、それは利回りを求める動きを誘発しただけだった。リスクの高い投資へと向かわざるを得なくなる。ますますリスクの高いプロジェクトに傾いていく。より高いリスクを取る例の一つとして、銀行という規制の下にある金融機関からシャドバンキングの利用に傾いていくこともある。

## ■ 今後の金融危機の可能性について

Q: 世界的な金融危機が再度起きると予想しているか?

A: 典型的な金融危機では、信用創造やレバレッジ、資産価格バブルにあおられたブームの期間の後にバブル崩壊がやってくる。その後もレバレッジは残り、バランスシートの問題が残る。今回はブームなくして崩壊が起きる可能性がある。リーマン・ショックのような劇的な瞬間が訪れるというより、資産の質が継続的に劣化していく公算が大きい。休業している会社が、不透明な環境の中で、いつまで債務の返済を継続できるだろうか? 米国は危機から脱したわけではないし、世界中にも同じことが言える。

Q: 世銀は所得格差について懸念している。金融緩和政策はこの問題を悪化させるか?

A: 既に悪化させている。今回の危機は、所得が低く、最も脆弱な人々への影響が最も強く、不公平な危機だ。在宅勤務でいつも通りの仕事ができる人は所得階層別に見ると偏っている。最貧国は、最低限のセーフティーネットを確保できるような景気対策を実行する能力が最も低い。世銀の2020年版の貧困と繁栄の共有に関する報告書によると、20年以上ぶりに世界の貧困率が上昇した。富の蓄積には時間がかかるが、破壊はずっと短い期間で進行する。

Q: 発展途上国はこの危機からどのように立ち直るのか?

A: 中国について見てみよう。2008~2009年に金融危機からの立ち直りで中国は発展途上国や新興国にとっての成長エンジンだった。2013年までの10年間の中国の経済成長率の平均は10%強と、2桁台だ。現在の中国はその時とは異なる。中国はパンデミックの封じ込めに成功し、経済面でも相対的に強い状態にある。しかし、過去10年間で中国企業は過去最高の負債を抱えた。旺盛な輸出能力は健在だが、世界の状況が変わった。前回の危機後の中国の目覚ましい経済成長の多くはイン

フラ投資がけん引したが、再度超大型インフラ投資を実施する公算は小さい。持続期間が過去200年で最長だったコモディティーのブームの再来もなさそうだ。別のエンジンとして中国が中低所得国への最大の債権国となったこともあった。しかし、中国から借り入れた国の多くは今や債務の返済が困難になっている。今回は当時利用できた資金源はない。

Q：一番状態が悪くなりそうなのはどの国か？

A：コモディティーの輸出企業の売り上げが減り、その国の歳入も痛手を受けたとしよう。政府が債務危機にあれば経済活動のリバウンド力も削がれる。低所得国がまず影響を受けたものの、中南米の中所得国の多くもかなりダメージを受けた。過去20年間にグローバル化によって達成された偉業の一つとして、豊かな国と貧しい国の差が縮まったことが挙げられるが、今や再び顕著に差が開き始めている。

By Leslie P. Norton  
(Source: Dow Jones)

## 5. 2020年退職者向けターゲット・デート・ファンドは2020年に好調 - Target- [ファンド] Date 2020 Funds Did Well in 2020. Here's Why その背景とは？

### ■ 2020年退職者向けターゲット・デート・ファンドとは



Illustration by Glenn Harvey

2020年に退職を考えていた誰もが、第1四半期はひやひやだっただろう。新型コロナウイルスの感染拡大に伴って経済が急速に軟化したため、株価は23日間に34%下落した。こういった胃が痛くなるような局面に、往々にして投資家は最悪の判断をしてしまう。その種の過ちをターゲット・デート・ファンド（TDF）といった自動投資商品は回避しようとする。2020年はおおむね回避できた。

2020年ターゲットのTDFの平均リターンは、モーニングスター・ダイレクトのデータによれば、2020年末で10.8%であり、株式配分が50~70%のバランス型ファンドの11.7%を1%

ポイント下回った。2020年第1四半期に、2020年ターゲットのTDFは総じて平均10%下落した。

こういった放置型商品の投資家には、2020年のパフォーマンスは安心感を与えるものだった。TDFはあらゆる市場環境を乗り切ることを目的としており、ファンド・オブ・ファンズの形態を利用して株式と債券に分散投資し、ターゲット年が近づくにつれてより保守的なポートフォリオに組み替えていく。

ターゲット年に近づいたファンドの株式保有比率は、長年懸案事項となってきた。ファンド運用会社の多くは、TDFは退職後も何十年にもわたって保有され続けることを前提としており、したがって、もっと積極的な運用が可能だとしている。一方、批評家は多くのTDFの株式保有が退職想定時点で多過ぎると指摘する。

全般的に、2020年ターゲットのTDFは年初の市場ショックを和らげることができる程度に保守的になっていった。さらに、40~60%と十分な株式を保有していたため、素早く反発した。退職日を2020年末としていた人は、株式市場が2~3月に急落したが、その後ファンドが損失を取り戻すのに十分な時間があったことは幸運だったと、大手株式調査会社であるCFRAリサーチの上場投資信託（ETF）ならびにミューチュアルファンドリサーチの責任者であるトッド・ローゼンブルース氏は言う。

2008~2009年の世界金融危機のような長引く弱気相場では、「退職時期を先に延ばすことが必要となる可能性が高い」と同氏は付け加えた。

## ■ 2020年ターゲットのTDFはいかに2020年を乗り切ったか？

### How 2020 Funds Fared in 2020

The largest target-date funds for people planning to retire in 2020 had enough in bonds to cushion the stock slide early in they year, and enough in stocks to rebound quickly.

Fund / Ticker	Assets (bil)	Total 2020	Return 5-Yr	Return 10-Yr
Vanguard Target Retirement 2020 / VTW NX	\$33.2	12.0	9.8%	7.9%
Fidelity Freedom 2020 / FFFDX	26.3	13.8	10.6	7.6
American Funds 2020 Target Date / RECTX	18.3	10.9	9.2	8.1
T. Rowe Price Retirement 2020 / TRRBX	16.4	13.2	10.8	8.5
BlackRock LifePath Index Retirement / LIRKX	8.6	12.2	8.5	N/A

Note: 5- and ten-year returns are annualized. N/A=Not applicable  
Source: Morningstar

株式保有がパフォーマンス全体を左右しがちであるが、2020年はマネジャーの債券戦略がパフォーマンスに影響した、とモーニングスターのストラテジストであるジェイソン・ケファート氏は述べる。

ターゲット・デート運用の資産規模が最大の運用会社であるバンガードは、国債、投資適格社債ならびに証券化債務から成る高クオリティの債券にこだわっている。運用資産330億ドルのバンガード・ターゲット・リタイアメント2020ファンド<VTW NX>は、債券への配分は50%で2020年は12%のリターンを上げている。

同様に、運用資産86億ドルのブラックロック・ライフパス・インデックス・リタイアメント<LIRKX>は、債券ウエート60%で2020年のリターンは12.2%だった。「大幅なアンダーパフォーマンスにならなければ、大幅にアウトパフォーマンスしなくてもよい」とブラックロックでライフパスTDFラインアップの責任者を務めるニック・ネファウス氏は言う。

2位と3位のTDFプロバイダーであるフィデリティ・インベストメンツとT.ロウ・プライスは、より成長志向だ。260億ドルのフィデリティ・フリーダム2020<FFFDX>と160億ドルのT.ロウ・プライス・リタイアメント2020ファンド<TRRBX>の債券部分のポートフォリオは、高クオリティの債券と併せてハイイールド債や新興国市場債券に小規模の配分を行っている。2020年に、T.ロウのファンドは13.2%、フィデリティのファンドは13.8%のリターンを上げている。T.ロウのファン

ドは株式保有比率が60%で、フィデリティのファンドは約50%株式、36%債券、12.5%現金を保有する。ともに株式の下落局面でリバランスを行って株式を買い増した。

## ■ 今後の展望

ウイリス・タワーズワトソンの運用部門責任者であるデービッド・オメーラ氏は、2020年から導かれた一つの結論は、株式と債券の配分であれ、極めて分散されたポートフォリオの構築であれ、いずれにしてもリスク管理や損失の限定が重要だということだと語る。しかしながら、国債利回りが極めて低い中で、2020年に上手くいったディフェンシブな戦略が今後も機能するとは限らない。

TDFは、市場が荒れた時に売り、再投資のタイミングを待ち過ぎて市場の反発を取り損ねるといった、個人投資家に典型的な投資行動を回避することで、より安定したリターンを投資家に提供してくれる。

十分なデータの裏付けはないものの、TDFが5年ごとにぐらつき、こういったファンドの採用が盛んになったのがここ10年~15年であることを考えると、2015年が2020年と比べられる唯一の「正常な」退職時期だと、ケファート氏は言う。「2015年の同時期に比べて、2020年は退職者の引き出しのスピードが速い。昨年3月に投資家を捉えたような種類の不安への特效薬はないからだろう」と同氏は付け加えた。

By Debbie Carlson  
(Source: Dow Jones)

## 6. アマゾン、テスラに続く長期グロス株の見つけ方 - How to Find the Next Long-Term Growth Companies

[インタビュー]

創業者企業への長期投資で実績を上げるナンシー・ゼーベンバーゲン氏に聞く

### ■ テスラなどへ長期投資、年平均16.4%のリターンを上げる

ナンシー・ゼーベンバーゲン氏は、ミューチュアルファンド投資家の間で無名だが、もっと注目されるべき人物だ。同氏が1987年にシアトルで設立したゼーベンバーゲン・キャピタル・インベストメントは現在3本のファンドを運用しているが、いずれも大型グロスファンドの上位1~2%にランクインしている。



Photograph by Kyle Johnson

運用資産14億ドルのバータス・ゼーベンバーゲン・イノベティブ・グロス・ストック<SAGAX>は、過去15年にわたって年平均16.4%のリターンを上げている。これはラッセル1000グロス指数の年平均よりも4%ポイント高く、同類のファンドの平均よりも5.5%ポイント高い。運用資産1億1200万ドルのゼーベンバーゲン・グロス<ZVNBX>と、さらに集中投資した運用資産1億6700万ドルのゼーベンバーゲン・ジェニア・ファンド<ZVGNX>は、いずれもすばらしい実績を誇る。

アウトパフォームの大部分は過去数年間に生じており、電気自動車のテスラ<TSLA>、電子商取引プラットフォームのショッピングファイ<SHOP>とメルカドリブレ<MELI>など、長期保有銘柄の目覚ましい成長のおかげだ。ゼーベンバーゲン氏の長期投資哲学が正しかったことになる。同氏は、富を築く最善の方法は創業者企業に早い段階から投資し、多少の株価の変動があっても銘柄を絞ったポートフォリオを保持し続けることだと言う。「人々は例外的なグロス企業には時間必要なことを見落としてしまう」と同氏は述べる。

地方銀行の信託部門でポートフォリオマネジャーとして働いていたゼーベンバーゲン氏（61）が独立したきっかけの一つは、1986年のマイクロソフト<MSFT>の上場であった。「大手金融機関や銀行、信託部門はバリュー投資へのバイアスがありグロス株に関心を示さなかったが、私には機会の喪失に思えた」。さらに、2人目の子が生まれ、養育費などを考慮して自分で会社を始めた。「地下室をオフィスにし、最初のクライアントとの打ち合わせはダイニングルームで行った。今でも私のクライアントだ」。

同氏に、創業者企業への投資、ハイテク企業の女性リーダー不足、そして今最も注目している企業について聞いた。

### ■ 創業者が経営する企業の魅力

本誌：投資方法について伺いたい。

ゼーベンバーゲン氏：何よりもまず売り上げの伸びを見る。目標は15%と比較的低めに設定するが、実際には30%、40%、50%の成長が見込まれる企業を探している。赤字の企業にも投資はするが、いつまでに黒字を達成するという明確な目標が必要だ。また、創業者企業に投資することが多い。われわれが保有する株式の約75%は、創業者企業か、創業者自身が経営陣の高い地位についている。

Q：創業者企業の魅力とは。

A：創業者にビジョンや野望があっても、経営権がなければ実現は難しい。アマゾン・ドット・コム<AMZN>のジェフ・ベゾス最高経営責任者（CEO）は当初、株主に利益を還元しないと批判されたが、素晴らしいビジネスを構築した。彼が支配権を持ち続けているからだ。テスラのイーロン・マスクCEOも同様だ。彼の夢は業界で支持されず、軽蔑されていた。今や、テスラの自動車は世界中で売られている。さらに自動運転のソフトウェアや、バッテリーも開発している。いずれは既存の自動車業界に売ることもできる。テスラはただの自動車会社ではなく、部品、ソフトウェア、エネルギー企業でもある。

最近の企業統治の傾向は、取締役の多様化と支配的株式持ち分の軽減だ。創業者企業はその真逆だが、私は気に入っている。「さらに、さらに良いものを作り続けるだけ、終わりはない」という考えが創業者企業には多い。

Q：シアトルにはアセットマネジャーは少ないがイノベーションの中心だ。立地は強みだと考えているか。

A：非常に大きな強みだ。もとは木材や天然資源の土地だったところへ航空機大手のボーイング<BA>がやってきて、さらにマイクロソフトがスタートアップ企業を連れてきた。シアトルは適応力が高く、消費者は好奇心旺盛で、挑戦を厭（いと）わない。シアトルにグロスファンドのマネジャーが少ないのは驚きだ。

Q：あなたのチームの半数以上が女性だが、意図的にそうしたのか。

A：意図的ではないが、最初に採用したのは女性だった。今では男女比が半々だが、誰でも最高の

力を発揮できる場所にしたいと思っている。グロースファンドのマネジャーとして成功するには、何が起き、何が起きないか見極めることが大切だ。世界中がノーと言っても見極める人と環境が必要だ。例えばネットフリックス<NFLX>がストリーミングを始めた頃は、洗練されておらず、速度も遅かった。だが最初の製品は最終的な製品ではない。大きなリターンへの道のりは一直線ではない。

### ■ パンデミックでポートフォリオ入れ替え

Q：新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）でポートフォリオはどのように変化したか。

A：初期に銘柄の幾つかを手放し、今後も成長が期待できる銘柄に的を絞った。コロナ危機は結果的に企業の多くを支援し、私たちが新しい企業に目を向けるきっかけとなった。職場では以前からズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>のサービスを利用していたが、同社株は所有していなかった。パンデミックをきっかけに詳しく調べると、他社のサービスに比べて優れていることが分かった。また創業者企業でもある。4月にセキュリティ上の懸念があると批判された時、経営陣がどのように問題に対処するか話を聞いた上で、同社の株を買い増した。ズームは最初こそコロナ危機を乗り切るための対症的サービスだったが、今では連絡手段として最初に使用するものになった。今後の課題は、利用者を有料のサービスに誘導できるかどうかだろう。

Q：パンデミックの初期に売却した銘柄は。

A：テクノロジースキル向上のためのオンデマンドトレーニングを提供するプルーラルサイト<PS>を売却した。同社はキャッシュバーン状態であり、製品も必需品ではないため、経済不況が長引いた場合に乗り切れない可能性があるかと判断した。そしてクラウド事業のビーバ・システムズ<VEEV>、クーバ・ソフトウェア<COUP>、リングセントラル<RNG>など、アイデアが見えやすく「ミッションクリティカル」なソリューションを持つ企業、または資金に厚みがある企業に投資した。

### ■ 今後成長が期待できる3銘柄

Q：現在、成長の初期段階にある企業の具体例は。

A：最近ようやく新規株式公開（IPO）企業への投資を始めた。十分な規模があるか、または当社を資金調達先として利用する企業の中に長期成長企業があると考えている。

まず昨年7月に上場したレモネード<LMND>。同社は保険業界に新しいテクノロジーを提供している。1人暮らしの若い顧客が、賃借人向け保険に携帯電話1本で加入できるようにする。その顧客がいずれ家を買うことになれば、住宅保険やペット保険に携帯で加入するだろう。そこに同社の成長が見込める。

次にグッドRx・ホールディングス<GDRX>。株式を購入する前にサービスを利用してみたのだが、同社は不当に高額な医薬品価格を是正するため、消費者が医薬品の最安値を検索し、クーポンを利用できるようにする。11月にアマゾンが薬局に参入すると発表した時は競合になるかと思われたが、経営陣に話を聞きその違いを理解した。

さらにクリエイティブ・デザイン・ソフトウェア・プラットフォームのユニティ・ソフトウェア<U>。現在、利用者は主にビデオゲーム開発者だ。ゲームの市場機会は巨大だが、私は同社が今後ゲーム以外のさまざまな分野に進出すると期待している。

レモネードは、2022年、2023年の売り上げの成長率が50%を超えると予想されている。グッドRxは25~35%、ユニティは25~35%の成長率が予想される。これまで大きな成長をしてこなかった

業界でこれらの数字は驚異的だ。

Q：先見の明のある人物と偽物をどうやって見分けるのか。

A：投資家なら誰でも四半期ごとに経営陣から話を聞くことができる。企業がどのような問題に直面しているか、どこに向かっているのか、よく聞くことだ。そして目標を達成できていない場合には注意すること。そこで困難な状況を乗り切れるかどうか、さらに投資を増やせるかどうかを決めることができる。

Q：あなたの投資先企業は男性が創業・経営している企業がほとんどだが、女性経営者としての考えは。

A：これは問題であり、ベンチャーキャピタル業界も問題だと認識している。まず女性起業家が資金調達できていない。女性起業家は、例えば電子商取引の分野などでは見かけるものの、ハイテク業界ではほとんど見かけない。100年遅れていると考えている。

By Sarah Max  
(Source: Dow Jones)

7. 市場に必要なのは冷静になるための「調整局面」 - What The Market Needs [米国株式市場]  
Now Is a Good Correction  
政治・経済両面の悪材料を無視した株式市場は浮かれ過ぎか

■ 超楽観的な株式市場

ミュージカル「アニー」の原作に登場する前向きな「小さな孤児アニー」でさえ悲観的に思えてしまうほど、先週の市場は楽観的だった。

気持ちの面では、先週はつらい一週間だった。暴徒が連邦議会を襲撃して大統領選挙の結果の承認を妨害したほか、ジョージア州の上院選で民主党が2議席を獲得した。金曜日に発表された雇用統計では12月に14万人分の雇用が米国で失われ、4月以降で初めての減少となった。これらの三つの材料は全て株式市場の下落の原因になった可能性があり、そうなるべきだったのかもしれない。

こうした悪材料でも理詰めで退けることは可能だ。ジョン・カーペンター監督の映画のような連邦議会襲撃事件は米国の民主主義の在り方に一石を投じたかもしれないが、経済見通しや業績予想に影響を与えるものではなかった。民主党が議会を支配しているとしても僅差であるため、市場に不利となるような変更に対して議員に圧力がかかる可能性があ

Dow Jones Industrial Average



Source: FactSet

る。12月の雇用減少に関しては、新型コロナウイルスによる再度のロックダウン（都市封鎖）で宿泊やレジャーでの雇用が減ったことが要因であり、収束後の雇用回復が見込まれる。

確かに市場は楽観的だった。主要株価指数を見ると、S&P500指数は1.8%上昇して3824.68となり、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は1.6%高の3万1097ドル97セントとなった。ナスダック総合指数は2.4%上昇して1万3201.98で引けており、3指数は金曜日に過去最高値を更新した。小型株のラッセル2000指数はその3指数を圧倒する5.9%高となり、1987年以来の好スタートを切って2091.66で週末を迎えた。

### ■ 経済再開が相場の天井か

当然、上昇が今後も継続する場合には最も楽観的な予想に基づくことになるだろう。それによれば、ワクチン接種が始まり、2021年のある時点で自宅を離れてオフィスに戻るようになってはいるはずだ。そうなれば経済が急成長して企業収益が回復し、割高な市場

（S&P500指数の12カ月予想株価収益率（PER）は現時点で22.8倍）は、はるかに合理的なPERに落ち着くはずだ。

一方、人々の職場復帰が市場の天井を示すことになるという見方もそれほど突飛な考えではないようだ。ロックダウンの間、市場に積極的に参加するために必要な時間とお金という二つのものがあつたため、その間に個人投資家の取引が急増した。景気刺激策の小切手を送られてくると手元資金はさらに潤沢になる。つまり、最長となる11営業日の連騰で37%上昇した電気自動車メーカーのテスラ<TSLA>と、過去3カ月間で250%超上昇して4万ドルを突破したビットコインの購入資金が増えるということだ。アンダーセン・キャピタル・マネジメントのピーター・アンダーセン氏は「ドットコム時代をほうふつとさせる」と述べる。

逆に、職場に戻れば取引をする時間が減り、お金はレストランやコンサート、休暇に使われるかもしれない。エバーコアISIのストラテジストであるデニス・デブッシュェール氏は「経済が再開して株式市場というビデオゲーム以外のことをするようになったその時に、（投機的なハイテク株の）大反転が起こるかもしれない」と皮肉を込めて書いている。

S&P 500 Index



Source: FactSet

## ■ 市場の懸念はインフレ

市場の上昇を後押ししているものが何であれ、上昇そのものが心配され始めている。バンク・オブ・アメリカのブルベア指標は12月中旬の6.7から上昇して先週7.1を記録し、同指標が「極端な強気」を示し始める水準に一層近づいた。

バンク・オブ・アメリカのチーフ投資ストラテジストであるマイケル・ハートネット氏は、米連邦準備制度理事会（FRB）が10年間にわたって経済に資金を注入してきたことや、テクノロジーの飛躍的な進展を受けて、市場の一部がこれまで以上に割高になったと指摘する。バリュエーションの現状や金利の上昇、そして他の指標を考慮すると、年初の3カ月に調整局面があるはずであり、そうならない場合、現在のミニバブル状況は持続不可能であり、「バブルかどうかは第1四半期末までに分かるだろう」と同氏は書いている。

上昇と下落の両方のリスクを市場は認識していないわけではない。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21.56で先週の取引を終えたが、長期平均の20前後を上回っている。また、3月すぎに期日を迎えるVIX先物が25を超えていることから、投資家は将来への不安をさらに強めているようだ。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「オプション市場は、株価が上昇してもまだ満足していない」として、「古典的な懸念の壁」を指摘する。

しかし、市場の懸念は通常の暮らしを送っている人々の懸念とは異なり、特にワシントンやジョージア州のニュースにくぎ付けになっている人々の懸念ではない。市場が懸念しているのは利上げのようだ。FRBは12月の連邦公開市場委員会（FOMC）の議事録の中で、債券購入を「縮小」する前に十分な警告をすると述べていたが、それは素晴らしく感じられる。それでも投資家は、その縮小の終了と利上げの開始がいつになるかをすぐに心配し始めた。FRBは2023年までは利上げしないと約束したものの、見通しはもう変わり始めており、大幅な下落にはつながらなかったものの、金曜日の市場を少し動揺させるには十分だった。

アニーの中で歌われた歌詞のような「本当にひどい暮らし」まで、あとどの位なのだろうか。

By Ben Levisohn  
(Source: Dow Jones)

## NASDAQ Composite Index

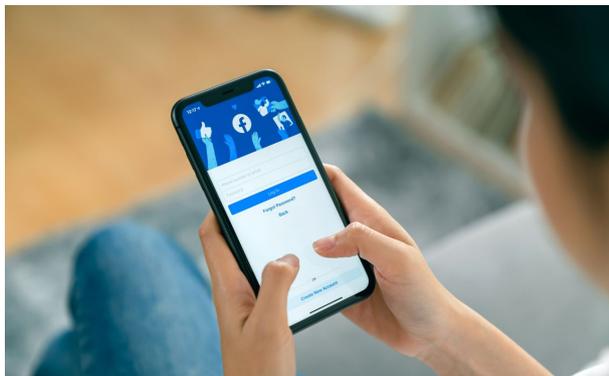


Source: FactSet

## 8. 高まる大手ハイテク企業の規制リスク - The Risks Are Rising for Big Tech SNSへの規制強化は時間の問題か？

[ハイテク]

### ■ 連邦議会占拠事件におけるSNSの責任を問う声が高まっている



Jackpongstock/Dreamstime.com

ソーシャルネットワーキングサービス（SNS）企業の行動を正そうと訴訟を起こしたり、法律をつくったり、規制したりしようとする動きがある。だが筆者は、こうした動きがあるたびに懐疑的な見方をしてきた。SNS企業は軽い懲らしめを受けるかもしれないが、株式に対するリスクはあまり深刻ではないと考えたからだ。そうした判断は概ね正しかった。だが今や、筆者はさほど確信を持ってなくなっている。

その理由は、州および連邦政府がフェイスブック<FB>とアルファベット<GOOGL>傘下のグーグルを相手取って訴訟を起こすケースが増えているからだ。しかもSNS企業は、1月6日の暴徒による米国議会議事堂の占拠につながった緊迫した政治情勢をつくり出す片棒を担っていると非難されている。要は、SNS企業とその株主へのリスクが高まっている。

先週、複数のSNSがトランプ大統領の公のコメントを制限するというこれまでで最も思い切った措置を取った。最も衝撃的なニュースは、ツイッター<TWTR>が「暴力をさらに扇動するリスク」を理由にトランプ氏のアカウントを永久に停止したことだ。フェイスブックは、少なくとも大統領の任期が1月20日に終わるまでの間、トランプ氏の投稿を禁止することを決定した。

SNS企業は、特に5人の死者と数十人の負傷者を出した連邦議会への攻撃をきっかけに、米国における言動にある程度の責任をようやく感じるようになったのかもしれない。また、SNSに責任があると思わざるを得ないことも確かだ。結局、暴徒はSNSの助けを借りて集合した後、連邦議会議事堂を襲撃しながらツイッター、フェイスブック、インスタグラムなどのサイトにリアルタイムで投稿したからだ。

### ■ 「監視資本主義」への懸念も浮上

SNSには他にも多くの問題がある。先週、フェイスブックは月間ユーザー数が20億人のメッセージングサービスWhatsApp（ワッツアップ）の「利用規約とプライバシーポリシー」を改訂した。特に注目されるのは、改訂されたポリシーではユーザーがWhatsAppのデータ（電話番号、取引データ、IPアドレス、その他の情報）のフェイスブックとの共有を認めることを同意する必要があることだ。これによりフェイスブックはWhatsAppユーザーに「関連するオファーと広告」を提供することが可能になる。ユーザーには、[はい]をクリックするかWhatsAppの使用を中止するかを選択肢が与えられる。

ロジャー・マクナミー氏はかつて創業時のフェイスブックを支えた投資家の一人だが、現在はフェイスブックに対して最も批判的な立場を取っている人物の一人だ。同氏はこの4年間、主にターゲット広告を通じてユーザーデータから利益を生み出す同社の慣行（ハーバード・ビジネス・スクール教授のショシャナ・ズボフ氏はこうした慣行を「監視資本主義」と呼ぶ）を終わらせるよう規制当局、検察官、議員に働きかけてきた。

マクナミー氏は本誌との先週のインタビューで、WhatsAppの規約改訂は「独占禁止規制当局にとって大問題であり、全く無責任な行動だ」と指摘した。

WhatsAppの広報担当者によると、規約に追加された新しい文言の目的はさまざまな企業がWhatsAppを通じて消費者とコミュニケーションを取りやすくすることだという。WhatsAppは2016年にユーザーがフェイスブックとのデータ共有を停止するオプトアウトを選択できるようにしたが、この選択肢はもはや用意されていない。

フェイスブックは自らを中小企業の友人と位置付けている。最近、主要な新聞で一連の全ページ広告を掲載し、アップル<AAPL>のデバイスユーザーのアプリやウェブサイトでの行動を追跡するにはユーザーによる承諾（オプトイン）を取ることが必須だとするアップルの新しいプライバシーポリシーを批判した。このオプトインについて、アップルは消費者のプライバシーの問題と見なしているのに対し、フェイスブックは中小企業に悪影響を及ぼすと主張している。はっきり言えば、フェイスブックのビジネスにも悪影響を及ぼすと考えているのであろう。

### ■ 規制リスクは着実に高まっている

投資家はこれまでのところSNS企業の責任については懸念していない。民主党による上院の支配が確定的となったことを含むこの1週間の出来事によっても、こうした投資家の考えは変わっていないようだ。あるベテランのインターネットアナリストは、ジョージア州の上院議員決戦選挙で民主党が上院で実質的に過半数となったことによるハイテク規制のリスクの上昇度合いはわずかでしかないとみている。

バイデン次期大統領はトランプ氏と同様、オンライン企業にユーザーの投稿に対する責任の回避を認める1996年通信品位法第230条の撤廃を求めている。それでも、投資家は差し迫った変化とは考えていないようだ。バイデン氏は大統領就任早々、荒れ狂う新型コロナウイルスパンデミック（世界的流行）と深手を負った経済への対処に手いっぱいとなり、第230条修正の優先順位が高まることはなさそうだ。

とはいえ、大手ハイテク企業に対するリスクが1年前より高まっていることは間違いない。マクナミー氏は、フェイスブック、グーグル、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、アップルなどの超大型株が、今後数カ月で判決が下される独占禁止法訴訟でいずれも敗訴すると予想している。同氏が特にリスクが大きいと見ているのが、10人の州司法長官グループがグーグルに対してテキサス州で起こした訴訟だ。州司法長官グループはグーグルがフェイスブックと共謀してオンライン広告市場で価格操作に関与したと主張している。

マクナミー氏は、連邦法が価格操作を重罪として扱うことは可能だと指摘する。昨年、食品会社バンプル・ビー・フーズの元最高経営責任者（CEO）は、競合先のスターキストおよびチキン・オブザ・シーと共謀してツナ缶詰の価格を操作した罪で40カ月の禁錮刑を宣告された。今のところ大手ハイテク企業が直面しているのは民事事件だけだが、マクナミー氏は130ページに及ぶテキサス州の訴状はグーグルにとって非常に不利な内容だと考えている。グーグルはこの訴訟には「根拠がない」と述べており、フェイスブックはコメントを控えている。

By Eric J. Savitz  
(Source: Dow Jones)

## 9. 債券利回りの上昇は株式市場の問題となる可能性がある - Bond Yields'

[コラム]

Jump Could Be a Big Problem for Stocks

トリプルブルーで債券利回りが1%の節目を突破

## ■ 10年物米国債利回りが1%を突破

先週の大混乱の中で、10年物米国債の利回りが1%の節目を突破したことに気づかなかった人も多いかも。しかし、この出来事は政界のニュースと無関係ではなかった。政界のニュースとは、ジョージア州の上院選決選投票の結果、民主党が上院で共和党と同数の50議席を獲得し、上院の採決で賛否同数になった場合にハリス次期副大統領兼上院議長が1票を投じるため、新政権発足後に民主党が事実上の多数派となるというものだ。



Drew Angerer/Getty Images

こうして民主党がホワイトハウスと上下院を全て制する「トリプルブルー」が実現することになるため、追加の財政刺激策実施の可能性が大きく高まった。最も実現が有望視されるのは、昨年末に上院共和党の反対によって成立しなかった家計への現金給付の600ドルから2000ドルへの引き上げだろう。

ハイ・フリークエンシー・エコノミクスの主席米国エコノミストであるルビーラ・ファルーキ氏は顧客向けレポートで、「追加の景気刺激策は、広範なワクチン接種による経済活動の完全な再開と相まって、今年の経済成長率を押し上げることになるだろう」と書いている。

エコノミストは、昨年末に可決された9000億ドルの新型コロナウイルス対策法案に加えて、さらに1兆ドル規模の経済対策の実施を予測している。追加の経済対策の実施は、連邦債務の増加とインフレ率の上昇を通じた債券利回りの上昇を意味する。こうした背景から、長期金利の指標である10年物米国債の利回りが1%の節目を超えたと考えられる。

先週木曜日遅くの時点で、10年債利回りは1.102%まで上昇し、1.158%を付けた昨年3月以来の高水準となった。ちなみに、ジョージア州の上院選決選投票の前は0.955%だった。30年債利回りは昨年末1.649%であったのが1.880%まで上昇し、1.836%を付けた昨年2月24日以来の高水準となった。これを受け、人気のある上場投資信託（ETF）であるiシェアーズ米国国債20年超ETF<TLT>の価格が下落し、まだ日が浅いものの同ETFの年初来のトータルリターンは3.75%のマイナスとなった。

## ■ 地方債投資に魅力

家計に対する現金給付の積み増しに加えて、追加の景気刺激策には、州および地方自治体への支援策が含まれる見込みだ。ウェルズ・ファーゴ・インベストメント・インスティテュートの2021年の見通しによると、財政難の州と地方自治体に対する連邦政府の支援は、ハイイールド地方債を含む地方債に恩恵をもたらさずだ。バンク・クレジット・アナリスト（BCA）の米国債券戦略レポートによれば、地方債に対する非課税扱いを考慮しなくても、地方債の指数であるブルームバーグ・バークレイズ・レベニュー債インデックスは、同等の社債クレジット・インデックスより高い利回りを提供している。しかし、バンク・オブ・アメリカによれば、地方債のうち格付けが高い一般財源保証債の利回りは、同等の米国債との比較において歴史的な水準まで低下しており、10年物の利

回りは米国債の65～70%しかないので、相対的な魅力に乏しいとしている。

地方債に対する非課税扱いを考慮すると、インカム投資家にとっては地方債の方が魅力的だ。バイデン次期大統領が提案しているように、富裕層への増税が実施されればなおさらである。民主党の計画では、2017年の税制改革法（「減税・雇用法」）成立前の状態に戻し、年収46万6950ドルの夫婦合算申告者から最高税率の39.6%を適用することを想定している。現在の最高税率は夫婦の合算年収62万2051ドル以上が対象で、税率は37%だ。また、バイデン次期大統領の計画では、100万ドル以上の所得がある人に対しては配当金とキャピタルゲインについて通常の所得税率で課税する。このため高所得者にとって地方債の非課税の魅力が増す。

### ■ 債券利回りの上昇が株式市場の問題となる可能性

しかし、国債利回りがさらに上昇すれば社債市場にも波及するだろうし、経済の成長と財政赤字の拡大によって長期金利に上昇圧力が加かるといことになれば、上で述べたような地方債の魅力は薄れる。加えて、フィラデルフィア連銀のハーカー総裁とアトランタ連銀のボスティック総裁は先週、米連邦準備制度理事会（FRB）による毎月1200億ドルの債券購入プログラムを今年後半に縮小し始める可能性があるとして述べた。これもまた利回りを押し上げる要因となる。

マスミューチュアルのグローバル投資戦略責任者であるクリフ・ノリン氏によると、投資適格企業は利回りの上昇を見越して債券の発行を急いでいるという。ブルームバーグの報道によると、今年既に約500億ドルの高格付け債が発行されている。本誌同僚のアレクサンドラ・スキヤッグスは、長期金利の上昇とFRBによるゼロ金利政策への固定化が相まって、イールドカーブが2017年以降で最もスティーブになったと報じているが、これは銀行の収益に大きなプラスとなる。SPDR S&P銀行株ETF<KBE>は、既に先週木曜日までで年初来9.35%のリターンを上げており、通年のリターンは悪くないだろうと思われる。

一方、エコノミストは利回りの見通しを引き上げており、シティグループは10年物国債利回りの予想を1.50%から引き上げて2%としている。ビアンコ・リサーチのジム・ビアンコ氏は、今年度予想株価収益率（PER）が23倍以上の歴史的な高水準になっている株式市場にとって、債券利回りが1%未満の水準から2倍になることは問題となる可能性があるとして指摘する。

By Randall W. Forsyth  
(Source: Dow Jones)

## 10. 今週の予定 - A Gadget-Fest by Laptop: CES Goes Virtual コンシューマー・エレクトロニクス・ショーがバーチャルで開催

[経済関連スケジュール]

### ■ バーチャルでの開催に工夫を凝らす一方、テーマは昨年と代わり映えしない



Illustration by Elias Stein

2020年1月、ラスベガスで開催された世界最大級のコンシューマー・エレクトロニクス・ショー（CES）には、17万人以上が参加した。テレビ、スマートフォン、車、ウェアラブル端末などの電子機器の見本市だ。イベントは4日間にわたって行われ、160カ国以上から参加者が訪れた。そのころ中国では新型コロナウイルスの感染が拡大しつつあり、それから数週間のうちに世界は一変した。そして2020年7月、CESの主催団体である全米民生技術協会（CTA）は、2021年のCESをバーチャルで開催すると発表した。

11日の午後遅くから完全なバーチャルで行われるCESは、通信大手ベライゾン・コミュニケーションズ<VZ>のハンス・ベストベリ最高経営責任者（CEO）による基調講演で幕を開ける。さらにゼネラル・モーターズ<GM>のメアリー・バーラCEOや小売り大手ウォルマート<WMT>のダグ・マクミロンCEOも講演を行う予定だ。講演は、混雑する会場の窮屈な椅子に座って聴くよりも、自分のラップトップ・コンピュータで視聴する方が良さそうだが、会場に行かなければ手に入らないものも多いだろう。例年、展示会の会場を回するには丈夫な靴や栄養補給のためのエナジー・バー、さらに忍耐力などが必要だ。一方で会場を訪れることで、新たな人との出会いがあったり、アイデアを得たりするものだ。

今年は歩き回る通路もなければ記者もおらず、長いタクシー待ちの列もなければ、便乗値上げをするホテルもない。講演やパネルディスカッションは短縮され、パーティーもない。CESのウェブサイトには「ニュース・デスク」が設けられ、各イベントについての解説が行われる。さらに、CES閉幕後も1カ月ほどは、サイトの一部コンテンツは残される。とはいえ、ヘルスケア・テクノロジー、次世代通信規格（5G）、電気自動車、自動運転、モビリティ、スマートシティといった、イベントのテーマは昨年と代わり映えしない。

CTAのゲイリー・シャピロCEOは、2022年のCESの開催方法については、分からないとしている。「ハグや握手が行われるかどうか」は状況次第だろう。だが、2022年に従来通りのCESが開催されれば、筆者は必ず行くつもりだ。

■ 今週の予定

**A History of CES**

Here are some of most notable product launches from prior CES shows

Year	Product
1970	VCR
1981	Compast Disc player
1996	DVDs
2000	Satellite Radio
2001	Plasma TV
2009	3D High-Definition TV

Source: CES/Consumer Technology Association

1月11日（月）

・クラウドベースの情報セキュリティ会社ゼットスケラー<ZS>が、投資家向け説明会を開催。2020年の同社の株価上昇率は300%を超えた。

1月12日（火）

・石油・ガス開発企業のパイオニア・ナチュラル・リソーシズ<PXD>とパースリー・エナジー<PE>がそれぞれ臨時株主総会を開催し、10月に発表された合併案への是非を問う。パイオニア・ナチュラル・リソーシズの場合は、買収額はパースリー・エナジーの最近の株価をもとにして約70億ドルとなり、全額株式交換となる。

・全米独立企業連盟（NFIB）が、12月の中小企業楽観度指数を発表。コンセンサス予想は100.5と、11月の101.4を下回る。

・11月の求人離職統計（JOLTS）発表。エコノミスト予想では、11月末時点の求人件数は665万件と、10月とほぼ同水準となる見通し。

1月13日（水）

・調査会社IHSマークイット<INFO>が決算発表。

・米労働統計局が12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%上昇と、11月とほぼ同水準。食品とエネルギーを除くコアCPIは、同1.6%上昇と、11月と同水準。

・米財務省が12月の財政収支を発表。2020年度（2019年10月～2020年9月）の財政赤字は、3兆1000億ドルと過去最悪となった。新型コロナウイルス対策の財政出動が主な要因。

1月14日（木）

・資産運用大手ブラックロック<BLK>、航空会社大手デルタ航空<DAL>、金融サービス会社のファースト・リパブリック・バンク<FRC>、台湾の半導体製造会社である台湾積体回路製造(TSMC)<TSM>などが決算コンファレンスコールを開催。

1月15日（金）

・2020年第4四半期の決算発表が本格化。米四大銀行のうち、シティグループ<C>、JPモルガン・チェース<JPM>、ウェルズ・ファーゴ<WFC>の3行が決算発表。

・金融持ち株会社のPNCファイナンシャル・サービスズ・グループ<PNC>が決算発表。

・総合石油エネルギー企業コノコフィリップス<COP>と同業のコンチョ・リソーシズ<CXO>

が臨時株主総会を開催し、3カ月前に発表された合併案に対する承認を求める。コノコフィリップスは、コンチョ・リソースの全発行済み株式約120億ドルに対し、株式交換による買収を提案。

- ・ 1月のミシガン大学消費者信頼感指数を発表。12月とほぼ同水準の81.4を予想。
- ・ 12月の小売売上高発表。予想は前月比0.1%増（11月は1.1%減）の5470億ドル。自動車を除く数値は同0.4%増（11月は0.9%減）。
- ・ 12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0.1%上昇と、11月と同水準。

By Eric J. Savitz  
(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』 2021/01/10

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](mailto: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 © 2021 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます