

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2021/02/21

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. クラウドの巨人へ変わるオラクル - Oracle Is Turning Into a Cloud Giant. Why Its Stock Is a Buy [カバーストーリー]
「買い」の理由とは P.2
2. バフェット氏の恒例「株主への手紙」の公表迫る - Warren Buffett's Shareholder Letter Could Lift Berkshire Hathaway Stock. [フィーチャー]
配当の有無、後継者問題などは語られるのか P.7
3. 公共事業と支出への批判は米国の象徴 - Infrastructure Projects Are as American as Complaints About Their Costs [フィーチャー]
党を超えた大規模インフラ政策の歴史 P.10
4. ファンドファミリー・ランキング - Barron's Best Fund Families of 2020 [投資信託]
2020年のファンド運用会社のパフォーマンス調査 P.12
5. 中国に採掘を依存するビットコインをめぐる懸念 - Bitcoin Mining Is Big in China. Why Investors Should Worry. [フィーチャー]
人権侵害が指摘される新疆ウイグル自治区が最大の産出地 P.19
6. フェリックス・ズラウフ氏が「クレージー」な政策について解説 - Felix Zulauf's Guide to 'Crazy' Policies [インタビュー]
スイスのコンサルティング会社のオーナー社長に聞く P.20
7. ハイテク株のバリュエーションが行き過ぎである理由 - Tech Valuations Are Getting Scary. Here's How We Know. [ハイテク]
投資家は今後の成長減速を織り込み始めている P.23
8. この強気相場に終わりが見えない理由 - Why This Bull Market Shows No Sign of Ending Soon [米国株式市場]
金利上昇でも景気回復が企業業績につながれば株高は継続 P.25
9. インフレが進むならヘッジになりそうな2本の新ETF - Inflation Is Looming. A Pair of New ETFs May Offer Protection. [コラム]
独自の戦略を駆使 P.27
10. 今週の予定 - PayPal Stock Passes Mastercard and Looks to a High-Growth Future. [経済関連スケジュール]
ペイパル株がマスターカードを超え、さらなる高みを目指す P.29

※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 © 2021 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. クラウドの巨人へ変わるオラクル - Oracle Is Turning Into a Cloud Giant. Why [カバーストーリー] Its Stock Is a Buy 「買い」の理由とは

■ 他のクラウド企業より割安



Illustration by Ryan Melgar

新たな巨大企業が、クラウドコンピューティング業界で実力のほどを見せ始めている。かの有名な法人向けソフトウェア大手オラクル<ORCL>である。1977年設立の同社は、共同創業者のラリー・エリソン氏の下で、積極的な営業部門と苛烈な競争姿勢で知られる企業となった。このアプローチは長年にわたり功を奏していたが、最近の業績は低迷している。

しかし、この状況は変わりそうだ。オラクルは、約10年前に似た立場にあったマイクロソフト<MSFT>と同様に、クラウドコンピューティングの時代に合わせて改革を進めてきた。同社は、中核となるデータベースソフトウェア事業ではクラウド版のみの製品への注力を強めており、法人向けクラウドアプリケーション事業では既に売上高を大きく伸ばしている。最も収益性の高いパブリッククラウド（インターネット経由で提供され

るクラウド）事業は、推定数兆ドル規模の市場において、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、マイクロソフト、アルファベット<GOOGL>と争いつつある。

一般に「クラウドコンピューティング」という場合、ほとんどはパブリッククラウドを指す。パブリッククラウドは、コンピューティング（情報・データ処理）を水道や電力と同様の公益サービスへと変えた。企業は自社でデータセンターを建造し、サーバーなどの機器を買いそろえる代わりに、全てをパブリッククラウド企業に委託するようになった。

オラクルのサフラ・カツ最高経営責任者（CEO）は、直近四半期の決算説明会で、パブリッククラウドサービスのオラクル・クラウド・インフラストラクチャー（OCI）の売上高が前年同期比139%増加したと発表した。エリソン氏は、同社のキャパシティが不足さえしなければ、売上高はもっと増えていただろうと述べている。ただし、同社はOCIの売上高を開示しておらず、クラウドサービスの売上高を前期と比較するのは困難とみられる。

オラクルがクラウド関連株だとしても、バリュエーションは全くそれらしくない。2021年度（2021年5月期）予想株価収益率（PER）は14倍、2022年度予想PERは13倍である。一方、S&P500指数はそれぞれ23倍と20倍となっている。クラウドベースのデータウェアハウス企業であるスノーflake<SNOW>を基準とすれば、オラクルの時価総額は現在の1830億ドルから3兆ドル以上へ増加するはずだ。

かつてウォール街のハイテク業界アナリストを務め、現在はアルテミス・ファンズのファンドマネージャーであるジョン・ディフュッチ氏は、「バリュエーションに基づけば、市場はオラクルが全く成長しないと評価している」と語る。しかし、同氏によればそれは間違いである。ウォール街がオ

ラクルのクラウドに向けた変革を理解し始め、その変化が徐々に数字として表れるようになれば、上値余地は非常に大きい。

オラクルの株式（直近終値は約61ドル）を再評価するのに、現在ほど良いタイミングはないだろう。金利の上昇につれて、多くのクラウド企業の割高なバリュエーションに対する懸念は高まっている。クレディ・スイスのアナリストであるブラッド・ゼルニック氏は、オラクルの売上高の伸びが加速する見込みである一方、「投資家の側もクラウドセクターへの割安なエクスポージャーを求めている」と語る。

■ 業績は低調だが水面下で変化が進む



Illustration by Ryan Melgar

オラクルの事業は、投資家が考えるよりもシンプルかもしれない。同社の事業は大きく分けて、情報を保存するためのソフトウェア（データベース）と、その情報を収集、処理し、それに基づいて行動するためのソフトウェア（法人向けアプリケーション）の二つから成る。ポイントは、いずれも大企業を経営するための基盤となるソフトウェアという点だ。現在に至るまで、同社が個人向けに商品を販売したことはない。

オラクルは個性的な二人のリーダーを擁することでも知られる。共同創業者のエリソン氏は、現在も会長兼最高技術責任者（CTO）を務め、40%近くの持ち分を保有している。8月に77歳になるが、40歳代後半のようなエネルギーがある。同氏は今もオラクルにとって最大の応援団長であり、ライバル企業を陽気な口調で繰り返し攻撃している。非常に愉快的な人物で、オラクルへの熱意は少

しも失われていない。

カツCEOは、投資銀行でキャリアをスタートし、1999年にオラクルに入社した。社長や最高財務責任者（CFO）などを経て、2014年にマーク・ハード氏と共に共同CEOに指名された。ハード氏が2019年10月に死去してからは単独でCEOを務める。カツ氏は聡明で、ウォール街の評価が高く、ハイテク業界で最も影響力のある女性の一人でもある。目立つのが嫌いで、インタビューに応じることはまれだ。

一方で、同社の業績は長期間にわたって退屈な内容が続いている。売上高は、2011年度の359億ドルに対し、2021年度のコンセンサス予想は400億ドルとなっている。売上高の伸びは10年間で11%で、インフレ率を大幅に下回る。同期間にマイクロソフトの売上高は134%増加し、オラクルの元経営幹部が設立した顧客関係管理ソフトウェアの大手であるセールスフォース・ドットコム<CRM>の売上高は1200%増加した。

しかし、水面下では変化が起きている。ファースト・イーグル・インベストメント・マネジメントのポートフォリオマネジャーであるマニシュ・グプタ氏は、「法人向けソフトウェアは複雑だ。オラクルは将来のためにソフトウェアの設計を見直さなければならず、それには時間がかかる。しかし、同社は折り返し地点を過ぎた」と語る。同氏が共同運用する複数のファンドで、オラクルは最

大の保有銘柄となっている。

ハイテク専門ヘッジファンドであるサトリ・ファンドの創業者で、同社のポートフォリオマネジャーを務めるダン・ナイルズ氏も、最大の保有銘柄はオラクルだと述べる。同氏は過去10年間でオラクルをロング（買い持ち）するよりもショート（空売り）することの方が多かったというが、現在のオラクルは2014年のマイクロソフトと同様の転換点に達した可能性があるという。マイクロソフトは同年にサティア・ナデラ氏をCEOに選任し、クラウドに全力を注ぐようになった。

■ クラウドへの移行の3要素

Cheap By Any Measure

No matter how you cut it, Oracle shares look like a bargain compared to their higher-priced peers.

Company / Ticker	Recent Price	2021E Sales (bil)*	2021E EPS*	2021E Price/Sales*	2021E P/E*	Market Value (bil)
Oracle / ORCL	\$62.09	\$41.10	\$4.68	4.5	13.3	\$183
Microsoft / MSFT	244.2	182.3	8.07	10.1	30.2	1,842
SAP / SAP	126.31	32.9	5.9	4.7	21.4	148
Salesforce.com / CRM	247.66	25.4	3.49	8.9	70.9	227
Snowflake / SNOW	288.78	1.1	-0.85	74.6	NM	82
Workday / WDAY	271.05	5	2.89	13	93.7	65
IBM / IBM	119.97	74.3	11.14	1.4	10.8	107

NM=not meaningful. E=estimated. *For fiscal years ending May '22 for ORCL; June '22 for MSFT; Jan '22 for CRM, SNOW, and WDAY.

Source: FactSet

オラクルのクラウドへの移行には三つの大きな要素がある。一つ目はデータベースソフトウェアだ。この分野の主要な技術革新である自律型データベース（ADB）は、クラウドのみで提供される製品である。ADBは機械学習と人工知能を利用することで、セキュリティやバックアップなど、従来は多くの人間の管理者を必要としていた業務を自動化することができる。

キーバンクのアナリストであるマイケル・トゥリッツ氏によれば、データベース事業の成長率は、直近四半期の3%から8%近くへ加速する可能性がある。主要なけん引役の一つは、プライベートクラウド（自社専用で構築・運用されるクラウド）であるCloud@Customer（クラウド・アット・カスタマー）だ。昨年サービスを開始したクラウド・アット・カスタマーは、パブリッククラウドの構造を模倣しているが、実際は顧客のデータセンター内で稼働する。

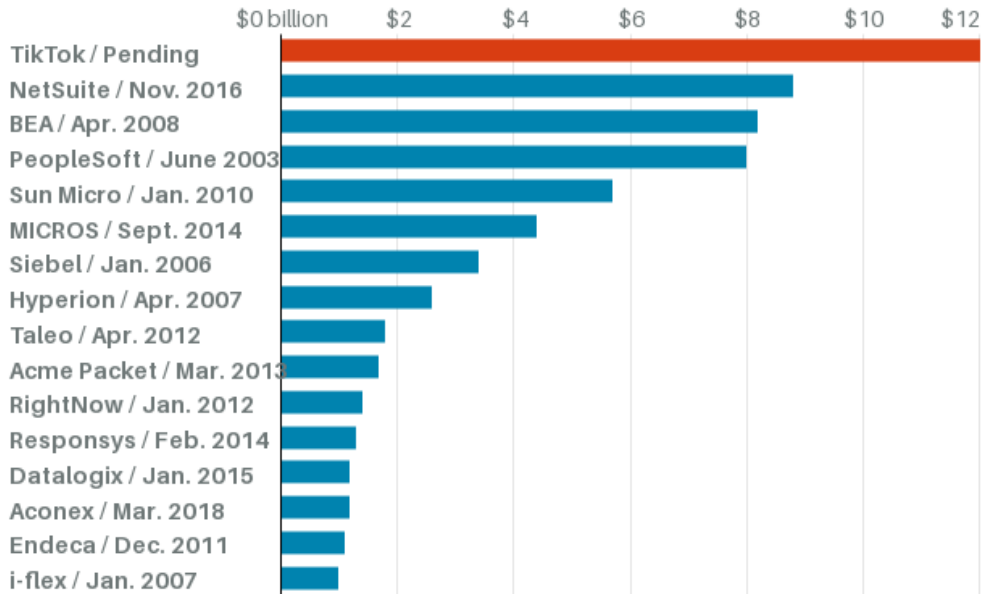
従来、自律型データベースを利用する方法は、オラクル・クラウド上で運用する以外になかった。これは銀行や連邦機関など、データをファイアウォールの内側に維持する必要がある組織にとって選択肢に入らない。クラウド・アット・カスタマーによって、オラクルはADBの潜在的な市場を急激に拡大している。

■ ERP、パブリッククラウド

Shopping Spree

Oracle has a long history of making large acquisitions but in recent years has been more focused on buying back stock.

Oracle acquisitions



Source: FactSet

第二の要素は法人向けアプリケーションである。同事業の9-11月期の売上高は5%増の29億ドルで、今後も伸びが加速する見込みだ。この売上高には、同社の最も重要な三つのクラウドアプリケーションであるフュージョンERP（33%増）、フュージョンHCM（24%増）、ネットスイートERP（20%増）の大幅な成長が反映されている。一部の推計によれば、法人向けアプリケーション市場においてクラウドへ移行した割合は10%未満にすぎない。オラクル自身の従来の顧客基盤が、豊富なターゲットとなっている。

オラクルは、特にエンタープライズ・リソース・プランニング（ERP。企業活動から生じるデータを収集、格納、管理、解析するビジネス管理ソフトウェア）で、ライバルであるSAP<SAP>から市場シェアを獲得できると見込んでいる。2019年に開催された起業家のためのイベントで、エリソン氏は、データセンター時代のERPソフトウェア業界ではSAPがリーダーであったが、クラウドの到来に伴い、オラクルはライバルを追い抜くだろうと主張し、「われわれが顧客を奪っていくのを防ぐために彼らができることは何もない」と豪語していた。

オラクルの最新の業績発表でも、エリソン氏は同様の主張を繰り返した。「今後数カ月で、複数の大手顧客がSAPを離れ、われわれのフュージョンERPクラウドに移行すると発表するとき、オラクルがクラウドERP市場の主導権を取ることがより明確になる。オラクルはERPソフトウェアのクラウドに3万以上の顧客を抱えている。（当社に次ぐ）2番手（の顧客数）は、ワークデイ<WDAY>で数百というところか。つまり、かなり差があるということだ」と述べた。

こうした主張に対し、SAPは「調査の結果、エリソン氏の言葉を裏付けるような、顧客がSAPのERPからオラクルに移行したという事例を見つけることはできなかった。当社の優先事項は、顧客を競合他社との競争に巻き込むことではなく、顧客を成功に導くことである」と述べている。

第三の要素として、オラクルにはパブリッククラウドのOCIもある。同事業は依然として小規模（アナリストの予想年間売上高は10億ドル）だが、ビデオ会議プロバイダーであるズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>やクラウド型サービスプロバイダーのエイト・バイ・エイト<EGHT>などの重要な顧客を獲得している。これにより、従来はアマゾン・ウェブ・サービス（AWS）、マイクロソフト・アジュール、グーグル・クラウドの3社で争われていた競争にオラクルも参戦した。

同社は、以前は獲得できなかったビジネスを獲得しつつある。カットCEOはこう語る。「当社は何万社もの顧客を抱えており、こうした顧客のクラウドへの移行を支援するという大きな事業機会が存在する。しかし、動画配信会社やスタートアップ企業など、これまでオラクルのデータベースを利用していなかった全く新しい顧客も増えている。当社がパフォーマンスと価格面で競合他社に対して優位に立っていることは、既存と新規の両方の顧客にとって魅力的だ」。

ADB、法人向けクラウドアプリケーション、OCIは一体となって、オラクルの成長戦略の劇的な変化を示している

■ 買収から株主還元へ

Oracle's Been Buying Itself

While Oracle hasn't show much revenue growth over the past decade, it generates lots of cash, which has allowed the company to buy back 40% of its stock over the past decade, driving steady profit growth.

Fiscal Year	P/E	Sales (bil)	Sales Growth	Net Income (bil)	EPS*	EPS Growth	Diluted Sales
2010	13.5	27	-	\$8.5	\$1.67	-	5073
2011	15.4	35.9	32.96%	8.5	2.22	32.93%	5128
2012	10.8	37.1	3.34	12.5	2.46	10.81	5095
2013	12.6	37.3	0.54	13.0	2.68	8.94	4844
2014	14.6	38.3	2.68	13.2	2.87	7.09	4604
2015	15.7	38.3	0.00	12.5	2.77	-3.48	4503
2016	15.4	37.1	-3.13	11.2	2.61	-5.78	4305
2017	16.6	37.9	2.16	11.6	2.74	4.98	4217
2018	15	39.9	5.28	13.2	3.12	13.87	4238
2019	14.4	39.5	-1.00	13.1	3.52	12.82	3732
2020	14	39.1	-1.01	12.7	3.85	9.38	3046**
2021E	14.4	40	2.30	13.2	4.36	13.25	-
2022E	13.3	41.1	2.75	13.4	4.68	13.25	-

E=estimate. May fiscal year end. *Non-GAAP ex. stock option expense. **As of Nov. 2020.

Source: FactSet

オラクルは数十年にわたって、買収を通じて事業を拡大してきた。しかし、最近の目立った買収は、2018年初めに12億ドルで買収した建設ソフトウェア会社のアコネックスが最後で、それから3年以上が経過している。

確かにオラクルは、小売り大手のウォルマート＜WMT＞と共同で、中国の北京字節跳動科技（バイトダンス）からソーシャルビデオアプリTikTok（ティックトック）を買収する複雑な計画を練っている。しかし、この取引は、パブリッククラウドを積極的に推進するオラクルの姿勢を浮き彫りにしているにすぎない。オラクルがティックトックに関心を寄せているのは、ソーシャルネットワークの世界で勝負しようという壮大な計画のためではなく、大量のワークロード（クラウドの仕事量）の獲得をめぐるAWSやアジュールと真っ向から競い合うためだ。

オラクルの買収意欲はおおむね満たされているため、同社は余剰資金を株主に還元している。ここ10年間で株式数を40%以上削減し、約20億株の自社株買いを実施した。配当利回りはS&P500指数並みの1.6%で、最近の10年債利回りの約1.3%を上回っている。

間違いなくリスクもある。同社は、アマゾン、マイクロソフト、アルファベットという、豊富な資金を持つ巨大なライバルに挑んでいるのだ。それでも、オラクル株は非常に割安に見えるし、投資に伴うリスクは取る価値がある。

18年前のオラクルに関する本誌のカバーストーリーは、冒頭で「オラクルはまだ成長株なのか」と問いかけ、その答えはイエスだと主張した。この主張は、少なくともしばらくは正しかった。当時の記事でエリソン氏は、「私は現在が情報化時代の終わりではないと思う。まだまだ始まりにすぎず、情報化時代の幕開けに当たり、世界第1位のデータベース企業という地位にあるのは良いことだ」と語っている。この言葉は現在にも当てはまる。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

2. バフェット氏の恒例「株主への手紙」の公表迫る - Warren Buffett's Shareholder Letter Could Lift Berkshire Hathaway Stock. 配当の有無、後継者問題などは語られるのか

[フィーチャー]

■ 注目の配当開始の可能性は



Paul Morigi/Getty Images for Fortune/Time Inc

バークシャー・ハサウェイ＜BRKA＞＜BRKB＞を率いるウォーレン・バフェット氏は、今月27日に公表する毎年恒例の株主への手紙の仕上げに今頃余念がないことだろう。会長兼最高経営責任者（CEO）である同氏が株主に対し語るべきトピックスは、バークシャー株の最近（直近1年、5年、10年間）の株価の不振、新規投資に対する自身の慎重なスタンス、過去10年間のバークシャーの精彩を欠く買収など、多くあるはずだ。

手紙は、バークシャーの2020年の年次報告書および第4四半期の業績と合わせて、同社の将来の見通しを測る重要な助けになる。中でも何よりも

求められているのは、配当開始の宣言ではないか。手始めとして、2021年の予想利益の約40%に当たる、利回り2%程度の配当が適当と言えよう。この水準であれば、バークシャーの潜在投資家の範囲を配当を必要とする投資家にまで広げることで、恐らく株価を押し上げるだろう。

バークシャーは最近自社株買いに積極的だ。昨年は1～9月の間に発行済み株式の約3%に当たる株式を157億ドルで買い戻した。それでも、1460億ドルの現金残高と今年の予想利益250億ドルからすれば、自社株買いを継続しても配当を支払う能力は十分残る。

コロンビア・フレキシブル・キャピタル・インカム・ファンドの共同マネジャーであるデービッド・キング氏は「バークシャーは配当を実施すべきだ。そうすれば、継続的なインカム狙いの投資家に対する魅力も増大する。同社クラスの企業規模や財務面の強さからすれば、無配当はユニークではあるが変えるべき方針だ」と語る。

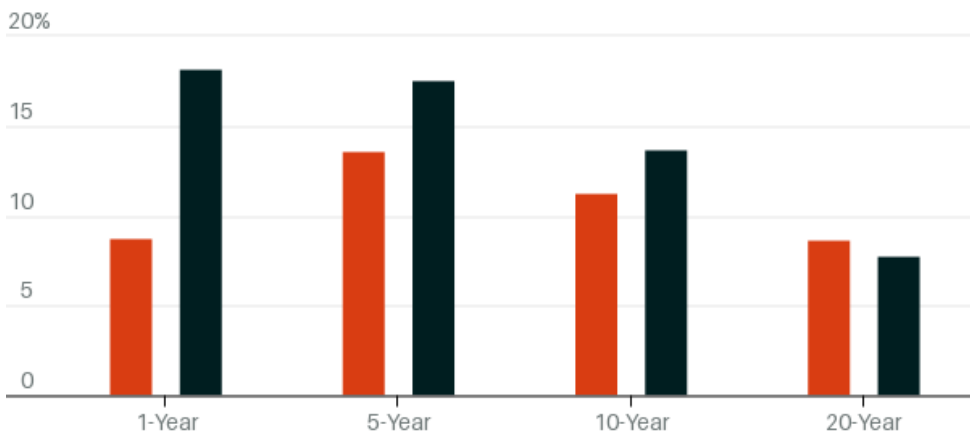
■ 膨らむ現金残高

The Best Is Past

How Berkshire Hathaway's returns stack up against the S&P 500's.

Annualized Total Return

■ Berkshire Hathaway ■ S&P 500



Source: Bloomberg

50年以上にわたりバークシャーが無配当を維持してきた背景には、たとえ1ドルであっても株主より自身の手元にあるほうが有効に活用できるというバフェット氏の自負があった。過去の同氏の運用や買収の手腕からすれば、確かにその通りだったが、近年では状況は変わりつつある。

2012年の株主への手紙では、バフェット氏は配当に関し、インカムを重視するならむしろ保有するバークシャー株を毎年少量ずつ売却する方が、より良く節税効果もある方法だと述べている。「まず問題なのは、配当を実施するということは、例えば利益の40%を還元するなど、特定の払い出しの方針を一様にすべての株主に押し付けることになる。30%や50%がいいと考える株主の意向はその場合、却下されてしまう。当社の60万人いる株主も現金が入ればうれしいだろうが、大多数は配当より内部留保の積み上げを支持するはずだと考える」と同氏は主張した。2014年には、配当実施の提案を同社株主は大差で否決した。

しかしバークシャーの現金残高は、当時から2倍以上に増えていると指摘するのは、配当を支持するエドワード・ジョーンズのアナリストであるジェームス・シャナハン氏だ。「現金がここまで増えているのなら配当すべきだ。これ以上の大規模な自社株買いは、同社株式が他の大企業ほど流動性が高くないことを考慮すると難しい」と語る。

バークシャーのA株の株価は2018年末以来、S&P500指数を40%ポイントアンダーパフォームしている。足元の株価は約36万4000ドルで、2020年末の1株当たり純資産28万7000ドルを基準にした

株価純資産倍率（PBR）は1.3倍を下回り、また、予想株価収益率（PER）も約23倍と、魅力的だ。B株の株価は242ドル近辺で推移している。

過去5年間では、PBRは1.4倍近くで推移していた。バーリントン・ノーザン・サンタフェ鉄道など、景気回復から恩恵を受けやすい同社の事業ポートフォリオを考えれば、今年は利益の伸びが期待できる。

一方で、アップル＜AAPL＞の大量保有を除いては、この10年のバフェット氏の投資判断は機会を生かせなかったと言っていいだろう。最近の情報開示で明らかになった通信大手ベライゾン・コミュニケーションズ＜VZ＞および石油大手シェブロン＜CVX＞の株式取得が注目を集めたが、2020年、パークシャーは株式で約90億ドルを売り越したようだ。また、市場の混乱を逆手に大型買収を仕掛けることもできなかった。

■ 後継者の重責

Berkshire At a Glance

Recent Price	\$370,500
2020E EPS	\$13,947
2021E EPS	\$16,085
2021E P/E	23.0
2020E Book Value	\$287,000
Price/2020E Book Value	1.3
Market Value (bil)	\$576.7
Top Shareholder	Warren Buffett
Buffett's Stake	15.5%

E=Estimate

Sources: Bloomberg, Edward Jones

ではこれら以外に、年次の手紙に株主は何を求めているだろうか。一つには開示内容の充実があるだろう。傘下の航空機部品メーカーであるプレジジョン・キャストパーツをはじめ、パークシャーの主要な事業については、業績開示がないため概要を正確に把握することは難しい。

また、昨年8月に90歳を迎えたバフェット氏の後継者選びについても、いまだ不透明だ。CEO職をパークシャー副会長であるグレッグ・アベル氏に譲りながら、自身は会長職にとどまり、2700億ドル相当の株式を含めた同社の運用の統括を続ける可能性もある。明確な後継者候補が示されたことはないが、バーリントン・ノーザン・サンタフェ鉄道など、保険以外の同社の事業を幅広く統括するアベル氏が有力と見る向きは多い。

もしそうなれば、バフェット氏が現役である間に58歳のアベル氏はCEOとして貴重な経験を積むことができ、同時に、例えば投資家向け説明会の開催など、パークシャーにはこれまでなかった新たな試みを取り入れることもできよう。

配当の実施は、アベル氏であれ他の誰であれ、バフェット氏の後継者の肩に重くのしかかるであろう、利益が生み出す急激なキャッシュの再投資や他の大企業に足並みをそろえるというプレッシャー

を軽減する助けになるだろう。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

3. 公共事業と支出への批判は米国の象徴 - Infrastructure Projects Are as American as Complaints About Their Costs 党を超えた大規模インフラ政策の歴史

[フィーチャー]

■ 民主党フランクリン・ルーズベルト元大統領によるテネシー川流域開発公社



Alfred T. Palmer/Library of Congress

「工業、農業、林業、治水を総合開発することで、国と多くの州にとって素晴らしい機会となるだろう、そして、この事業はこれから生まれ来る何百万人もの人々により良い生活を約束するだろう」。1933年、テネシー川流域開発公社（TVA）についてのF.ルーズベルト元大統領の言葉を引用しつつ、本誌は懐疑的であった。

バイデン大統領が1兆9000億ドルのコロナ救済法案を議会通過させた後にインフラに目を転じれば、右派議員の多くが同じように批判するだろう。

「環境から人種問題まで、全てを網羅する大規模な計画を推進する」と言うバイデン大統領は、F.ルーズベルト元大統領の精神を受け継いでいるように見える。

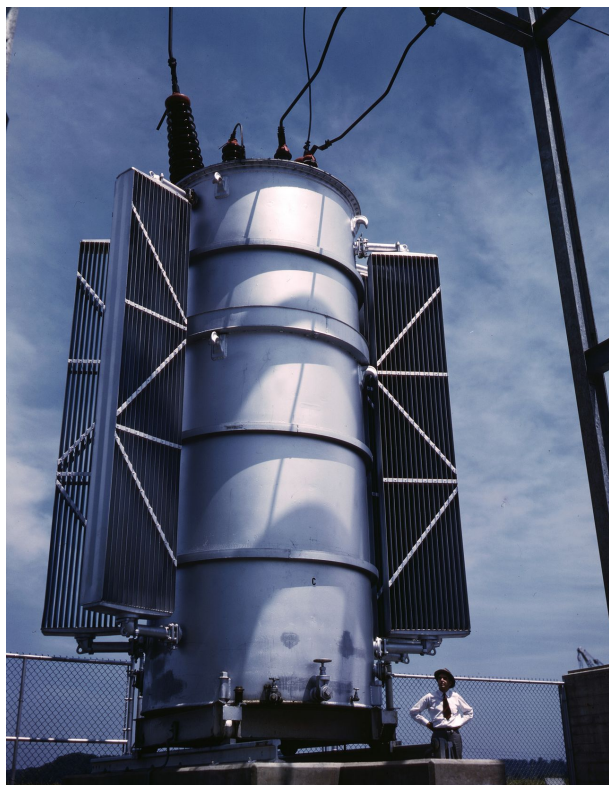
だが大規模インフラ整備に取り組んだのはF.ルーズベルト元大統領だけではない。米国最大かつ広範囲に及ぶ公共事業はおそらく州間高速道路だが、これは共和党のアイゼンハワー元大統領の発案である。そもそも、大きな政府の象徴とも言える公共事業は、米国の初代財務長官、ハミルトン氏にまでさかのぼることができる。ハミルトン氏は連邦政府に州の債務を引き受けさせ、米国初の中央銀行を設立した。また、1900年初頭、F.ルーズベルト元大統領の遠縁のいとこであるセオドア・ルーズベルト元大統領は、自らの意志と米海軍の力を借りてパナマ運河を建設したと言っても過言ではない。

1933年当時、テネシー渓谷はおそらく米国で最も大恐慌の被害を受けた地域であった。テネシー川を水力発電に利用するというアイデアは以前からあり、第一次世界大戦中マッスル・ショールズ近郊で水力発電を利用した軍需工場が計画されたが、終戦とともに頓挫していた。連邦政府は計画に1億400万ドルを支出しており、完成までにはさらに5000万ドルが必要とされていた。

1922年、ヘンリー・フォード氏はこのプロジェクトを500万ドルで買い取り、民間電力会社として運営することを申し出たが、議会はこの提案を否決した。1931年、フーバー元大統領はマッスル・ショールズの国営化法案に拒否権を行使したが、その2年後、F.ルーズベルト元大統領が同計画をTVAの中心に据えることにした。1934年、本誌はこれを「ニューディール政策で唯一の、純粋に社会主義的な計画」と呼んでいる。

結局、TVAは南部7州の住民の生活水準を向上させるという使命を果たし、第二次世界大戦が終わる頃には米国最大の電力供給源となっていた。電力事業は1950年代に石炭、1970年代の原子力発電へと拡大したが、TVAは今も電力を供給し続けている。

■ 共和党アイゼンハワー元大統領による州間高速道路



Alfred T. Palmer/Library of Congress

米国の高速道路は、アイゼンハワー元大統領自身の経験から発案された。第一次世界大戦中の陸軍自動車部隊で国を横断するのに62日かかったこと、第二次世界大戦の連合軍最高司令官時代にドイツ軍がアウトバーンを使って前線から前線へと猛スピードで移動するのを見たことから着想を得たという。

1954年、アイゼンハワー元大統領から提出された1000億ドルの予算案に、本誌は「恐ろしいほどの財政規模であり、政府が高速道路を支配する事になる」と警鐘を鳴らした。

だが1956年に高速道路法は可決され、結果的に戦後の経済復興に貢献することになった。建設事業だけではない。例えば、1958年には道路標識の需要が爆発的に増加したと本誌は書いている。大型トラックの部品メーカー、ロックウェル・スタンダードは、1966年の誌上広告で、高速道路網が生み出した「自動車の大型化・重量化」の流れのおかげで、同社のトラックの部品販売は記録を更新していると述べている。アイゼンハワー元

大統領の高速道路は米国人の生活を変え、今日まで続く自動車文化とそれに伴う郊外の開発を押し進めている。

連邦政府の支出といえば、バイデン大統領には2009年のオバマ政権時代に8000億ドルの景気刺激策の経験がある。一部からは額が「少な過ぎる」という意見もあった。一方で、刺激策が急激なインフレを引き起こすのではないかという批判は杞憂（きゆう）に終わった。

「大きな政府」懐疑論者はとりあえず、拳を振り上げる準備だけはしておくことだ。

By Kenneth G. Pringle
(Source: Dow Jones)

4. ファンドファミリー・ランキング - Barron's Best Fund Families of 2020 2020年のファンド運用会社のパフォーマンス調査

[投資信託]

■ まれに見る好パフォーマンス



Illustration by Lars Leetaru

2020年について今語る必要はないだろう。たった1年で、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）によって世界で二百万人以上の命が犠牲になり、世界経済から数兆ドルが消滅した。新型コロナウイルスは、多くの人々の働き方や生活を変化させ、資産運用業界を含む実質的にあらゆる産業に長引く影響を残した。ちなみに資産運用業界は、ミューチュアルファンドと上場投信信託（ETF）を合わせ約29兆ドルを運用している。

アクティブ型の運用会社が奮起する年があるとするれば、まさに昨年がそうだっただろう。バンガードS&P500 ETF<VOO>の2020年のリターン

が18%だったように、インデックスファンドで同年を乗り切った投資家にとっても良い年だったことは認めよう。とはいえ、多くのアクティブ運用ファンドにとってはすごい年で、特に、リターンが100%を超えた二十数本の株式ファンドにとってはなおさら素晴らしい年だった。

上位にランクされた多くの運用会社では、過去最高のリターンによって順位が上昇した。しかし、全ての運用会社にそれが当てはまるものでもない。実際、1位となったマニング・アンド・ネピアの高いリターンの原動力は資産配分だった。2位のグッゲンハイム・インベストメンツは債券市場に対する大胆な戦略が功を奏した。3位のバンガードと4位のフィデリティは共に多くのファンドを抱えているが、バンガードが外部のアドバイザーに運用を委託したりその助言に依存している一方、フィデリティの社内リサーチチームは業界でも有数の規模を誇る。5位のモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントは初登場した昨年の47位から大きく順位を上げ、これは、100%超のリターンを上げた5本のファンドを運用するカウンターポイント・グローバル株式運用チームのおかげだった。

ランキングの対象となるには、リッパーの各カテゴリーで一定本数以上のアクティブ運用型のミューチュアルファンドかETFを提供していなければならない。いずれのファンドも1年以上の運用実績が必要である。対象ファンドにはインデックスファンドは含まれず（アクティブ運用ETFやスマートベータETFは含む）、ランキングは各社のアクティブ運用の能力を反映している。

2020年に上記の基準に達したのは、リッパーのデータベースに登録されている資産運用会社822社のうち53社のみだった。多くの著名運用会社が対象外である一方、合併・買収（M&A）やファンドの増減によって対象会社のリストは毎年変わる。

■ 第1位：マニング・アンド・ネピア

The Best Fund Families of 2020

Investors are not done parsing the events of 2020, and the Barron's Fund Family Ranking of how firms fared in that turbulent year reveals some important lessons (found in the accompanying story). This is the fourth year we've ranked the fund families purely on the performance of their actively managed funds.

2020 Rank	2019 Rank	Fund Family	Total Assets (mil)*	Weighted Score	General Equity	World Equity	Mixed Equity	Taxable Bond	Tax-Exempt Bond
1	44	Manning & Napier Advisors	\$5,755	72.54	26	3	6	4	2
2	54	Guggenheim Investments	40,034	70.56	20	16	15	1	11
3	10	Vanguard Group	1,836,704	66.07	8	19	26	5	9
4	9	Fidelity Management & Research	1,779,875	64.79	16	24	8	8	35
5	47	Morgan Stanley Investment Management	77,902	62.95	1	10	18	51	52
6	35	Transamerica Asset Management	48,738	62.46	10	8	9	48	23
7	14	Lord Abbett	175,300	61.26	9	31	3	46	30
8	51	Brinker Capital	14,011	60.52	2	9	7	53	48
9	28	American Century Investment Mgmt	154,321	60.50	18	13	19	27	6
10	4	Columbia Threadneedle Investments	179,658	59.90	13	32	14	15	42

< 1 2 3 4 5 6 >

Showing 1 to 10 of 53 entries

*Total assets reflect the funds included in the survey. **Victory Capital acquired USAA in July of 2019, but the fund families are ranked separately. (To view all the columns in the table, please use the scroll bar located at the bottom of the table.)

Source: Refinitiv Lipper

マニング・アンド・ネピアの取締役であるエブラヒム・ブシェリ氏は、成功した要因は資産配分だったと語る。3月の株価暴落を前に、同社のマルチ資産型のポートフォリオでは、株式をアンダーウェイトとした。ただ、パンデミックを予想していたのではなく、景気サイクルが終盤にあり、バリュエーションが高過ぎると判断したためだ。しかし、2月末から3月にかけて株価が34%暴落したことで、マネジャーは方針を即座に変更した。

運用資産が6億9500万ドルと同社最大のファンドであるマニング・アンド・ネピア・プロブレンド・エクステンデッド・ターム<MNBAX>は、株式に対する資産配分を2月の46%から3月末までに59%へ高めた。その結果、2020年のリターンは17.6%と、リッパーの同種のファンドの中では上位4%以内となり、そして市場全体と比べてリスク（ボラティリティ）は低かった。

資産配分が全体の調子を定める一方で、パフォーマンスは個別銘柄に関する判断の結果でもある。ブシェリ氏は、「われわれは、人材を自前で育成する傾向にある。具体的な戦略を実行する場合、アナリストを初日からその方向で考えるように教育する方が簡単だ」と語る。

同社は保有株式を3グループに分けている。「プロファイル銘柄」は持続可能な競争優位性を備えたグロース銘柄、「ハードルレート銘柄」は人気のない景気敏感株、「バンカブル（儲かる）銘柄」は事業の評価額が時価総額を上回っている銘柄だ。同社は昨年春の株価暴落の際、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、電子決済サービスのペイパル・ホールディングス<PYPL>、ITサービス会社のサービスナウ<NOW>などの、「プロファイル」企業の買いや積み増しに焦点を当てた。

■ 第2位：グッゲンハイム・インベストメンツ

World Equity

No. 1-ranked Manning & Napier came in third for world stock, thanks in part to its Rainier International Discovery fund, which returned 41%, beating 94% of its peers.

Rank	Best	Score
1	PGIM Investments	15.76
2	Amundi Pioneer Asset Management	14.99
3	Manning & Napier Advisors	14.99
4	Saratoga Capital Management	14.66
5	Natixis Investment Managers	14.41
Rank	Worst	Score
49	AllianceBernstein	4.78
50	SEI Group	4.76
51	Pimco	4.28

< 1 2 >

Showing 1 to 10 of 12 entries

To view all the columns in the table, please use the scroll bar located at the bottom of the table.

Source: Refinitiv Lipper

昨年3月には、株価がニュースを覆い尽くしていたが、債券にも大きな混乱があった。グッゲンハイム・インベストメンツの最高投資責任者（CIO）であるアン・ウォルシュ氏とその同僚は2020年を迎えるに当たり、大半の債券価格が全てを織り込んでいると考えて、来るべき難局に備えて守りをしっかりと固めていた。その後、「新型コロナウイルスが登場して、一夜にして状況が大きく変化した」、リスクの高い社債は売却・換金され、売却を強いられた運用会社は損失が拡大した。その一方で企業は、危機を乗り切るための資本調達を目的に、その数カ月前よりもはるかに高い利率で社債を発行し、同社にとっては投資を行う道が開かれた。

運用資産が250億ドルのグッゲンハイム・トータル・リターン・ボンド・ファンド＜GIBIX＞は2019年にベンチマークをアンダーパフォームしたが、2020年のリターンは15%となり、リッパーに登録されている同種ファンドのほぼ頂点に達した。また、運用資産が60億ドルのグッゲンハイム・マクロ・オポチュニティーズ・ファンドのリターンも11.6%となり、同種のファンドの中ではトップとなった。

2020年は「状況が非常に速く元に戻った」という意味で独特だったとウォルシュ氏は言う。同社は、後悔につながるような行動バイアスの最小化に努めている。

市場は反発したが、ウォルシュ氏らは、リスクの比較的高い債券の利回りが無リスク債に近づくさらなる余地がまだあるとみている。同氏は、「一直線に進むものはないが、一般的に言って、スプレッドのタイト化に向けて動いている」と語る。

■ 第3位：バンガード・グループ

U.S. Equity

Morgan Stanley had five of its stock funds return more than 100% in 2020—such outsized returns are a rare feat, but managed by 25 funds last year.

Rank	Best	Score
1	Morgan Stanley Investment Management	34.38
2	Brinker Capital	27.98
3	AssetMark	27.24
4	First Trust Advisors	25.92
5	BNY Mellon Investment Management	25.12
Rank	Worst	Score
49	State Street Bank & Trust	12.26
50	Saratoga Capital Management	12.11
51	BMO Asset Management	11.71

< 1 2 >

Showing 1 to 10 of 12 entries

To view all the columns in the table, please use the scroll bar located at the bottom of the table.

Source: Refinitiv Lipper

運用資産7兆1000億ドルのバンガードは、インデックス投資の最大手として最もよく知られているが、アクティブ・ファンドで1兆7000億ドル（株式と債券が半々）を運用する世界最大のアクティブ運用会社の一つでもある。バンガードのアクティブ株式ファンドのほとんどは外部のアドバイザーが運用している。

運用資産710億ドルのバンガード・インターナショナル・グロース・ファンド＜VWILX＞の場合、外部のアドバイザーをシュローダー・インベストメント・マネジメントとベイリー・ギフォードが担当しており、長期保有していた中国の電子商取引・ITサービス持株会社であるアリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）＜BABA＞、ソーシャル・ネットワーキング・サービスを提供するテンセント・ホールディングス（騰訊控股）＜TCEHY＞、電気自動車大手のテスラ＜TSLA＞などのトップパフォーマーのおかげで、2020年は60%近いリターンを挙げた。

ウェリントン・マネジメントのドン・キルブライド氏は、増配は、厳しい環境下でもリターンを創造できる優良企業の証しであり、そういった優良企業の副産物であるという哲学を持って、2006年から運用資産450億ドルのバンガード配当グロース・ファンド＜VDIGX＞を運用してきた。上位保有銘柄の医療保険会社のユナイテッドヘルス・グループ＜UNH＞、大手スポーツ用品メーカーのナイキ＜NKE＞、医療・ヘルスケア企業のジョンソン・エンド・ジョンソン＜JNJ＞などが昨年12%のリターンを挙げるのに貢献し、リップラーの同種ファンドのうちの85%をアウトパフォームした。

運用資産480億ドルのバンガード・ウィンザーIIファンド＜VWNAX＞も、バンガードがランキングで高順位を占めるのに貢献した。同ファンドは2020年に14.5%のリターンを挙げ、大型バリューファンドのほとんどに対してアウトパフォームとなった。保有上位の中のアップル＜AAPL＞やアルファベット＜GOOGL＞は典型的なバリュー銘柄ではないが、アドバイザー・インベストメントズの会長

であるダニエル・ウィーナー氏は、「バンガードは、バリュウの運用会社と見なされているが、そのバリュウは一般的に考えられるバリュウとは明らかに違っている」と語る。

昨年、同社が運用するアクティブ債券ファンドの83%（そのほとんどが自社運用）はそれぞれのベンチマークをアウトパフォームした。その中でも、運用資産740億ドルのバンガード短期投資適格債券ファンド<VFSUX>と同370億ドルのバンガード中期投資適格債券ファンド<VFIDX>は2020年にそれぞれ5%超と10%超のリターンを記録し、リッパーの同種ファンドの上位10%以内にランクインしている。賢明な投資の意思決定が高パフォーマンスの原動力となっているが、バンガードのアクティブ運用型債券ファンドの平均資産残高加重経費率は0.11%であり、手数料の低さも注目すべき点の一部だ。

■ 第4位：フィデリティ・マネジメント・アンド・リサーチ

Mixed Asset

Strong performance in funds that own both stocks and bonds from No. 11-ranked Virtus, which also lands at No. 2 on both the five- and 10-year lists

Rank	Best	Score
1	Virtus Investment Partners	20.28
2	SIT Investment Associates	20.05
3	Lord Abbett	19.67
4	T. Rowe Price	18.29
5	State Street Bank & Trust	18.12
Rank	Worst	Score
49	Franklin Templeton Investments	5.55
50	Victory Capital Management	4.40
51	Delaware Management	4.28

< 1 2 >

Showing 1 to 10 of 12 entries

To view all the columns in the table, please use the scroll bar located at the bottom of the table.

Source: Refinitiv Lipper

バンガードが株式のファンダメンタルズ調査の大半を外部に委託しているのに対し、フィデリティは業界最大級の社内調査部門を持っており、総勢数百人の株式アナリストとクレジットアナリストが、アクティブ運用を行っている2兆5000億ドルの資産の大半について投資判断を提供している。

株式部門の共同責任者であるティム・コーエン氏によれば、フィデリティは「変化」の恩恵を受けており、同社の株式ファンドは全体でベンチマークを8.9%ポイント、アウトパフォームしたという。

本誌のランキングが運用資産加重であるため、規模の大きなファンドのパフォーマンスが相対的に高ければ、会社として上位に位置する。ソヌ・カルラ氏が運用する運用資産400億ドルのフィデリティ・ブルーチップ・グロース<FBGRX>のリターンは62%で、同種のファンドの上位2%に入った。また、運用資産450億ドルのフィデリティ・グロース・カンパニー<FDRGX>のリターンも68%と高かった。

■ 第5位：モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント

Taxable Bond

No. 2-ranked Guggenheim had a strong year in fixed income: Its Total Return Bond fund returned more than 15% in 2020, beating all but one of its peers

Rank	Best	Score	▲
1	Guggenheim Investments	21.20	
2	Saratoga Capital Management	19.99	
3	American Funds	19.65	
4	Manning & Napier Advisors	16.95	
5	Vanguard Group	16.52	
Rank	Worst	Score	
49	Affiliated Managers Group	4.32	
50	AllianceBernstein	4.04	
51	Morgan Stanley Investment Management	2.14	

< 1 2 >

Showing 1 to 10 of 12 entries

To view all the columns in the table, please use the scroll bar located at the bottom of the table.

Source: Refinitiv Lipper

モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントは2019年にランキングに初登場し、2020年には大きく順位を上げた。モルガン・スタンレーの資産運用部門では、中枢的な投資調査部門やCIOが運用方針を決めているわけではない。むしろ、幅広い公開市場と未公開市場において特化した20以上の独立したチームが7810億ドルの資産を運用している。

グロース志向の戦略で19本のファンド、約1500億ドルを運用するカウンターポイント・グローバル株式運用チームの責任者であるデニス・リンチ氏は、「われわれは多くの多様な意見を持っており、通常は小規模な意思決定グループが成功する傾向がある」と言う。リンチ氏のチームが運用するミューチュアルファンドのうち、5本は2020年に100%超のリターンを挙げた。2019年に相対的にアンダーパフォームしたことが（昨年のモルガン・スタンレーは第47位）、2020年の急回復につながった。

運用資産200億ドルのモルガン・スタンレー・インスティテューショナル・グロース・ポートフォリオ<MSEQX>は昨年115%のリターンを挙げた。大きく貢献したのは、ビデオ会議のズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>とEコマース・プラットフォームを提供するカナダのショッピファイ<SHOP>の2銘柄だ。2020年の多くのトップパフォーマーと同様に、急激かつ全面的なデジタルへのシフトの恩恵を受けた銘柄に早い段階から投資してきたことが功を奏した。同じことは、それぞれ116%と142%のリターンを挙げた、モルガン・スタンレー・インサイト・ファンド<CPOAX>とモルガン・スタンレー・インスティテューショナル・ディスカバリー・ポートフォリオ<MPEGX>の他、小型グロース株ファンドのモルガン・スタンレー・インセプション・ポートフォリオ<MFLIX>と世界株式ファンドのモルガン・スタンレー・インスティテューショナル・グローバル・エンデュアランス・ポートフォリオ<MSJSX>など、同チームが運用する他のファンドについても当てはまる。

リンチ氏によると、カウンターポイント・グローバル株式運用チームはテーマに沿った投資はしていないが、チームは長期的なトレンドが与える影響の検討に多くの時間を費やしているという。

■ ランキング手法

Municipal Bond

For at least five years running, Delaware Management has hovered in the bottom half of our list. It's robust lineup of muni funds have done well, though.

Rank	Best	Score
1	Delaware Management	4.39
2	Manning & Napier Advisors	3.88
3	MainStay Funds	3.86
4	Virtus Investment Partners	3.71
5	Pimco	3.66
Rank	Worst	Score
49	SIT Investment Associates	0.64
50	Dimensional Fund Advisors	0.59
51	Natixis Investment Managers	0.45

< 1 2 >

Showing 1 to 10 of 12 entries

To view all the columns in the table, please use the scroll bar located at the bottom of the table.

Source: Refinitiv Lipper

投資家が実際に得られるリターンを反映するため、全てのファンドで運用手数料控除後のリターンを使用している。しかし、本誌の目的は運用手数料と無関係にマネジャーのスキルを測定することであるため、販売会社向け手数料は控除していない。

各ファンドのパフォーマンスをリップーの同一カテゴリー内で他のファンドと比較し、順位に応じて100から1までの数値を付ける。その後、ファンドファミリー全体に占める割合を踏まえ、資産規模に従って数値を加重平均する。最後にリップーの資産カテゴリーに基づき、再び加重平均を行う。

2020年の1年リターン部門の加重割合は、米国株全般が35.6%、ミックスアセットが20.7%、海外株式が17.3%、課税債券が21.9%、免税債券が4.8%である。5年リターンではそれぞれ36.2%、20.9%、16.9%、21.6%、4.4%、10年リターンでは37.5%、19.5%、17.3%、20.8%、4.8%となっている。

例えば、あるファンドが米国株全般のカテゴリーに含まれているとしよう。そのファンドは、ファンドファミリーの同カテゴリーにおける運用資産額の半分を占め、パフォーマンスがカテゴリー内で下から75%の位置にあると仮定する。この場合の得点は、75に0.5を掛けた37.5と、リップーのカテゴリーに基づく加重割合35.6%を掛け、 37.5×0.356 で13.35となる。同様の計算を各ファンドについて行い、最後に各カテゴリーおよび全体で得点を合計している。

By Sarah Max

(Source: Dow Jones)

5. 中国に採掘を依存するビットコインをめぐる懸念 - Bitcoin Mining Is Big in China. Why Investors Should Worry. 人権侵害が指摘される新疆ウイグル自治区が最大の産出地

[フィーチャー]

■ ビットコインの約2割は新疆ウイグル自治区で採掘

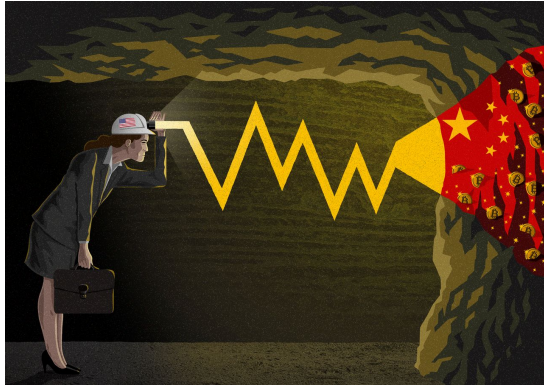


Illustration by Peter Reynolds

ほぼどこでも存在し使える電子通貨ビットコインの批判者は、その環境への影響に焦点を当てることが多い。電気自動車大手のテスラが15億ドル相当のビットコインを購入したと最近発表し、この暗号資産（仮想通貨）の価値を急上昇させると、サステナブル投資家は「ビットコイン採掘（マイニング）によって発生する二酸化炭素排出量の水準」を声高に非難した。確かに、「マイニング」（コンピューターで複雑なアルゴリズム問題を解くことによってブロックチェーン取引の正確性を検証し、報酬として電子通貨を得る、エネルギーを大量に消費するプロセス）が環境に害を及ぼすのは否定できない。

しかし、ビットコインには投資家が倫理的な投資戦略の一部とする上で慎重にならないといけない側面が他にも存在する。大量の新しいビットコインが、100万人を超えるウイグル系イスラム教徒や他の少数民族が強制収容所に収容されている中国北西部の新疆ウイグル自治区で産出されている。ケンブリッジ・ビットコイン電力消費インデックスによると、2020年4月時点で、全ビットコイン採掘量の65%を中国が占めていた。そのうち36%を同自治区が占め、最大の生産地となっている。安価な石炭によって、マイニングをするコンピューターを動かす電力を安価に得られることがその理由だ。同地は石炭を豊富に産出するが、遠隔地にあるため、中国国内の他の地域に輸送するよりも現地で消費する方がはるかに安上がりになる。問題は、中国政府が現地の炭鉱で強制労働させていることではない。この情報自体は確認は取れていない。だが、より重要なのは、新疆ウイグル自治区で起きている残虐行為のため、同地域で生産される製品全てが高い倫理上および規制上のリスクを伴うことだ。

中国政府が「職業教育・訓練センター」と呼ぶ収容所では、警備員がウイグル人を、長衣を着た、豚肉やアルコールを避けた、あるいは祈りをささげたなどの罪で罰し、急進的な動きを抑えようと試みている。現地からの報道は困難なため確実な証拠は少ないが、収容所の生存者が組織的な拷問、強制的な不妊手術、および強姦について語っている（中国政府は残虐行為を否定している）。今年の1月、離任する直前に、ポンペオ国務長官は中国政府が同地域で大量虐殺（ジェノサイド）を行っていると言明した。後任のブリンケン国務長官も同様の見解だ。

要するに、新しいビットコインの約20%は、世界で最も深刻な人権侵害が行われている場所で産出されていることになる。

■ 社会的な批判を受けるリスク

現在ビットコインと新疆ウイグル自治区の関係はほとんど議論されていないが、それも変わる可能性がある。ビットコイン投資を検討する一般投資家向けのファンドにとっては、悪名高いボラティ

リティの高さ以外にも検討すべきリスクがさらに二つある。

第一に、米国民が新疆ウイグル自治区における人権侵害を懸念していることから、同地域に関係のある資産を保有することにより、社会的な評価に深刻なダメージを受けるリスクがある。既にアクティビストが2022年の北京冬季オリンピックを「大量虐殺五輪（ジェノサイド・オリンピック）」として、これに参加するスポンサー企業を批判している。新疆ウイグル自治区をグローバルなサプライチェーンから切り離すための複数年にわたる活動も既にかなり進展している。昨年7月には、米労働総同盟産業別組合会議を含む190の団体が衣料品ブランドに対し、同自治区からの調達を12カ月以内に停止するよう要請した（2020年の世界の綿花の約20%が同地域で生産されている）。ビットコインがこうした活動の次の標的になるのは容易に想像できる。

■ 規制リスク

投資家は規制当局の動きにも注意が必要だ。ビットコインと新疆ウイグル自治区の関係から、米政府がさらなる監視または規制を打ち出す可能性もある。アナリストはバイデン政権がビットコインを注視していくと予想する。2月中旬にイエレン財務長官は暗号資産がマネーロンダリングやテロリストの資金調達手段として「悪用」されていると批判した。同時に、同自治区とのつながりから、ビットコインは物理的および電子的な中国製品に対する米国の依存度低下を図る商務省、国務省、および国防省のさまざまな部門に注目される可能性もある。この傾向が強まれば、財務省が同自治区で大規模な事業を行うビットコイン採掘企業に対し制裁措置を取る、またはビットコインと同地域のつながりを「調査中」という勧告を出し、国際的な金融機関に対して暗号資産を保有するさらなるリスクについて示唆する可能性がある。

1月に米国の税関が新疆ウイグル自治区産の綿花とトマト製品の輸入を禁止し、サプライチェーンから強制労働を排除するよう米国企業に指示したが、同地域からビットコインを切り離すのははるかに困難かもしれない。ブラッドダイヤモンド（紛争地域産のダイヤモンド）やイラン産原油とは違い、ビットコインは電子的にしか存在し得ない。数十億のビットコイン取引の公的な記録がある一方で、特定のビットコインの原産地を特定するのは極めて難しい。このため、ビットコインの全ての保有者が人権侵害との関わりを否定することが可能だが、全ての保有者が関わりがあると見なされるリスクもある。

権力の集中をなくすために開発されたビットコインが、権力の集中に取りつかれた政府が支配する中国にこれほど依存しているというのは長年の皮肉だが、中国に依存することと、新疆ウイグル自治区に依存することは違う。ビットコインを購入しない倫理上、規制上の優れた理由は多く存在するが、これに新疆ウイグル自治区も加える必要がある。

By Isaac Stone Fish
(Source: Dow Jones)

6. フェリックス・ブラウフ氏が「クレージー」な政策について解説 - Felix Zulauf's Guide to 'Crazy' Policies スイスのコンサルティング会社のオーナー社長に聞く

[インタビュー]

■ 世界の経済成長が足りない

フェリックス・ブラウフ氏は30年間にわたって本誌のラウンドテーブルに参加した後、2017年に引退し、他



Photograph by Scanderbeg+Sauer

人の資金の運用からも手を引いた。しかし実のところ引退とは程遠く、スイスのバールで、機関投資家向けのコンサルティング会社ブラウフ・コンサルティングで情報提供を続けており、隔週発行されるニュースレターには地政学、政治、市場、投資可能資産に関する洞察が詰まっている。同氏の投資テーマに適合する具体的な上場投資信託（ETF）名は本誌が加筆した。

本誌：パンデミック（世界的流行）はいつか終わるとして、慢性的な低金利環境からどう抜け出せるのか？
ブラウフ氏：抜け出せないと思う。貨幣価値を低下させる政策を取り、金融システムを一貫して長期にわた

り膨らませ続けると、止められなくなる。今日の問題は、世界の経済成長が十分でないことにある。人口動態が一つの原因だ。米国の人口増加率は年間0.5%程度で、低下し続けている。欧州や中国ではゼロ近辺、日本は減少している。経済成長は人口増と生産性向上の総和だが、世界の多くの国で実施されている政策のためゾンビ企業が増えており、生産性の向上も鈍化傾向にある。われわれのシステムは成長を前提に成り立っている。債務を返済し、年金費用をカバーするには経済が成長する必要がある。2008～2009年の金融危機以降、中央銀行は流動性を供給して経済成長を促そうとしてきたが、その流動性は金融システム内にとどまり、実体経済には到達しなかった。今や当局は財政拡大に目を向け、世界中の政府が、インフラや気候変動対策に巨額を投じ、経済成長率を引き上げるに十分な需要を喚起することを期待している。財政支出で数四半期は経済成長率が4～5%に押し上げられるだろうが、その後は財政的後押しが拡大しなければ成長はしぼんでしまうだろう。

Q：巨額の財政出動はどんな結末になりそうか？

A：経済に占める政府の役割がどんどん高まり続け、政府が経済に介入すればするほど、経済自体は生産性や効率が低下する。生産性が低下すると、経済的繁栄が失われる。貧困に陥る人の割合がどんどん上昇し、このような人たちの面倒を社会が引き受ける必要が増える。いつの間にか計画経済と社会主義的な方向へと進んでいる。長期的に見た場合、間違った対処法だ。

Q：欧州ではあまり賛同されない意見かもしれない。

A：私は、バイデン政権が米国を欧州のモデルに近づけようとする予想している。アジアは、一世代分西洋から遅れているため、違った状況にある。長期的に見ると相対的に衰退する米国と自信に満ちた新大国、中国との間の覇権争いを背景に、現在の経済の枠組みは社会的対立につながっていくだろう。

Q：欧州の経済通貨同盟は今世紀最大の誤りだとの発言の理由は？

A：政界のエリートらは欧州統合を選好し、メルケル首相の下でドイツはフランスに屈服してしまった。欧州連合（EU）の枠組みはフランス流で、中央集権的だ。EU加盟国間で競争力に差があるため、EU内にはさまざまな不均衡が存在し、その是正のためEUは強い加盟国を弱体化させたが、弱い国は強くならなかった。欧州は引き続き統合を強めるだろうが、経済成長率や経済的繁栄は引き続き損なわれていくだろう。欧州が大々的な成長計画に着手すると期待してはいけない。うまくいかない。

Q：米国経済の未来は？

A：米国が大規模なインフラ計画を始動させれば、経済は何四半期かにわたり強い成長を享受できるだろう。インフレが上振れサプライズとなる可能性もある。しかし、それが長期的な変化かどうかは分からない。ドル安と輸入コスト上昇により、米国の今年の物価上昇率は3%に跳ね上がる可

能性もある。アジアの輸出国は20年ぶりに価格を引き上げつつある。これは大きな変化だ。電子部品の価格が上昇している。コモディティー価格も上昇中だ。遅かれ早かれ消費者物価指数に反映されるだろう。

■ 米国株式市場は3月に一時的調整も

Q：債券市場はどうか？

A：10年物米国債の利回りが1.5%程度に上昇すると予想している。今年後半あるいは来年早々に2%に達するかどうかはまだ分からない。債券利回りが上昇すると、グロース株のバリュエーションが低下する可能性がある。債券利回り上昇により、米国株式市場は3月に一時的調整に入る可能性がある。調整が浅く済んだ場合は、晩夏に大型グロース株の買いのクライマックスを迎える確率が高まる。調整が深い場合、これら銘柄のサイクルのピークは2022年前半に持ち越される。しかし、金融政策の引き締めはなく、経済成長が腰折れすることはない。従って、通常弱気相場の形成につながる典型的な要因はない。

Q：今日最も魅力的な投資先と、最も魅力がない投資先は何か？

A：最も魅力がない資産は長期債だ。最も魅力的な資産はデュレーションの長い資産だ。例えば、困難な経済・政治的状況でも増収・増益を達成できる企業の株式や実物資産だ。グロース株はバリュエーションが高い。しかし、債券利回りとインフレが今後5年間も低い状態が続けば、グロース株もうまくいくだろう。

■ 農業、原油に強気

Q：自分の資金はどこに投資しているか？

A：テーマに沿って投資している。テーマとして農業を選好している。ジム・ロジャーズ氏が数年前のラウンドテーブルで、農業従事者が高齢化し、後継者がいないと話していた。今や世界で農場が減ったが、人口は増え、生産を増やす必要がある。至る所で食糧不足が生じている。異常気象が収穫に悪影響を及ぼし、農産物の価格が上昇している。[インベスコDBアグリカルチャー・ファンド<DBA>は農産品価格に連動]

原油にもかなり強気だ。米ドルは今後5年間で最大約30%下落する可能性がある。これは米ドル建てで取引されるコモディティー全般に関して強気材料だ。バイデン政権が新たな油田開発に反対しているため、米国の原油価格の指標とされるウエスト・テキサス・インターミディエート（WTI）原油先物価格は4年以内に1バレル100ドルに達する可能性があるとみている。[ユナイテッド・ステーツ・オイル・ファンド<USO>はWTIに連動。エナジー・セレクト・セクターSPDRファンド<XLE>は大手石油会社を保有]

■ 日本、台湾、韓国に積極的

Q：アジアに積極的に投資しているか？

A：先物やETFを通じて投資している。日本、台湾、韓国をロングしている。ハイテクに傾注する台湾と韓国は私の選好する市場だ。[iシェアーズ MSCI 台湾ETF<EWT>やiシェアーズ MSCI 韓国ETF<EWY>がこれらの市場へのエクスポージャーを提供]

中国については慎重だ。金融政策の引き締めは行っていないが、若干手綱を引き締めている。従って、中国の株式市場はアジアの他の市場をアンダーパフォームする可能性がある。

Q：米国では何に魅力を感じているか？

A：いわゆるFAANG株（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>、グーグルの親会社のアルファベット<GOOGL>）やETFを保有しているが、2月に調整があるかもしれないと思い、今年初めにポジションを減らし始めた。調整が3月か4月に起きた場合、トレーディングでポジションを増やすかもしれない。金は、今年は非生産的だが長期的には選好する。金が急落したら、金価格に対する割安で長期的なオプションとして使える金鉱銘柄を買い入れたい。ヴァンエック・ベクトル金鉱株ETF<GDX>は今後数年間のパフォーマンスは良いと思う。

Q：ビットコインをどう思うか？

A：私は、ビットコインが日常生活の決済手段としてのお金になるとは思わない。複雑過ぎるし、価格変動が激し過ぎる上、マイニングにも多大なエネルギーが必要だ。しかし、人々が価値の貯蔵方法として安全と思う限り、価格が上昇する可能性があり、熱狂状態に陥る可能性もある。1630年代のチューリップバブルのピーク時には家1軒より高価なチューリップの球根もあった。類推すると、ビットコインが100万ドルに達することさえあるかもしれない。しかし、チューリップの球根は今や1ダース10ドルだ。

By Lauren R. Rublin
(Source: Dow Jones)

7. ハイテク株のバリュエーションが行き過ぎである理由 - Tech Valuations Are Getting Scary. Here's How We Know. 投資家は今後の成長減速を織り込み始めている

[ハイテク]

■ 市場でバリュエーションの高さをめぐる懸念が顕在化



Courtesy of NYSE

そろそろハイテク株のバリュエーションの高さを心配し始めた方が良くかもしれない——。先週の水曜日（2月17日）、ビッグデータ分析企業であるパランティア・テクノロジーズ<PLTR>に関するゴールドマン・サックスの株式レポートを読んだ筆者はそう感じた。

ゴールドマンはこのレポートで、パランティアの投資判断を中立的から買い推奨に、目標株価をそれまでの2倍超となる34ドルに引き上げた。その主張は、パランティアの株式は他の急成長中の企業の株式と同じように取引されるに値するというものだ。年間増収率が30%を超える企業の現在の2021年株価予想売上高

倍率（PSR）は44倍であると指摘したうえで、同じバリュエーションをパランティアに適用すると目標株価は34ドルになると述べている。パランティアが昨年9月にニューヨーク証券取引所でダイレクトリスティングを果たしたときの株価は10ドルにすぎなかった。

ゴールドマンのこのレポートにおけるバリュエーション戦略は、ソフトウェア株の予想PSRを44倍とすべきなのかという素朴な疑問に答えようとしていない。ちなみに、ナスダック100指数構成銘柄の2021年予想PSRはたったの5倍である。

ファクトセットのスクリーニングツールを使用し、検索条件をやや広げると、2021年予想PSRが35倍を超える企業が数十社あることが判明した。そうした銘柄には、クラウド型データウェアハ

ウス運営会社のスノーフレイク<SNOW>、ビデオ会議サービスのズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>、電子商取引サイト構築支援のショッピファイ<SHOP>など、2020年代の最大の勝ち組が含まれている。

高水準のバリュエーションに不安を感じ始めているのは筆者だけではない。ハイテク企業の業績発表に対する市場の反応も、同じ懸念が高まっていることを示唆している。

■ 投資家は勝ち組の成長見通しに疑問

ズームの株価は昨年12月1日に8-10月期の業績を発表してから12%下落し、最高値から30%下落しているが、それでも予想PSRは36倍だ。投資家は、パンデミック（世界的流行）が収束してビデオ通話に費やされる時間が短くなり、同社の成長が減速することを懸念している。ただし、その懸念の度合いが既に十分なのかどうかは分からない。

ショッピファイは新型コロナウイルスのパンデミック下で驚くほどの勝者となっている。同社が先週発表した2020年10-12月期の前年同期比増収率は、中小企業がオンラインショップの開設を急いだことを背景に、94%を記録した。だが同社は、パンデミックが収束するにつれて増収率は鈍化すると述べている。

ショッピファイの株価は年初から決算発表までの間に30%近く上昇し、2019年末からは3倍以上に上昇していた。ところが先週、投資家は業績が上振れたことを無視したため、株価は2%下落した。予想PSRは44倍で、バリュエーションは依然として高過ぎるように見える。

クラウドソーシングのためのマーケットプレイスを提供するファイバー・インターナショナル<FVRR>は、2020年第4四半期の売上高が前年同期比89%増の5670万ドルとなった。しかも同社は2021年の売上高を前年比48%増の2億8000万ドルと予想している。だが、この決算発表を受けて株価は下落した。

同社の株価は2019年末から1200%、年初来で57%上昇している。奇妙なことに、最近の急上昇の一部は、スーパーボウルの中継番組で広告を流すという同社の決定に結び付いているようだ。この決定を今年1月中旬に発表してからの株価上昇率は30%を超え、時価総額は26億ドル押し上げられた。広告掲載料は800万ドルだ。

■ 株価は今後さらに下落する可能性

以上のようにハイテク銘柄の多くは非常に割高であり、大幅に下落した後でさえバリュエーションは妥当な水準にはない。

スノーフレイクの2021年予想PSRは80倍に近く、株価は昨年12月に付けた最高値から32%下落している。現在の株価は約300ドルで、昨年9月の新規株式公開（IPO）での公開価格のほぼ3倍だ。同社は3月3日に決算を発表する。

話をパランティアに戻す。同社の株価は先週末の2月19日に15%急騰して29ドルとなったが、これはゴールドマンの評価引き上げにもかかわらず6日連続で安値を付けて35%下落した後のことだ。

同社の直近四半期の決算発表では政府顧客の需要が旺盛であることが示されたが、民間企業による需要の伸びは予想を下回った。一方、株式上場後のロックアップ期間の満了により多くの従業員と初期の投資家は株式を売却できるようになった。上場以来の大幅な株価上昇を踏まえると、株式売

却はさほど悪い考えではない。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

8. この強気相場に終わりが見えない理由 - Why This Bull Market Shows No Sign of Ending Soon

金利上昇でも景気回復が企業業績につながれば株高は継続

[米国株式市場]

■ 経済指標を受け米国債利回り上昇

Dow Jones Industrial Average



Source: FactSet

先週発表された経済指標は、景気が急速に回復しているという市場の確信を明確に際立たせた。景気敏感株が上昇し、債券は下落し、投資家は株式市場を脅かす利回りの上昇を嘆いた。

1月の小売売上高は前月比5.3%増、前年同月比で7.4%増と市場の予想を大きく上回り、1月の卸売物価指数も同様に予想を上回った。木曜日に発表された直近週の新規失業保険申請件数は、数週間続いていた減少傾向から外れ、前週の数値は上方修正された。しかし、金曜日に発表されたIHSマークイットの2月の購買担当者指数（PMI）では、製造業が直近のピークをわずかに下回る水準、サービス業が6年ぶりの高水準となり、健全な景気回復が強く裏打ちされた。

アトランタ連銀が発表している「GDPナウ」のモデルは、現時点で第1四半期の実質国内総生産（GDP）に関して年率9.5%という驚異的な成長率を示している。わずか10日前の見通しは5%を下回っていた。しかも、9.5%は1兆9000億ドルの景気刺激策の効果を織り込む前の数字だ。

先週の主要株価指数を見ると、ダウ工業株30種平均は0.1%上昇して3万1494ドル32セントとなったが、S&P500指数は0.7%安の3906.71で引けた。ナスダック総合指数は1.6%下落して1万3874.46となった。小型株のラッセル2000指数は1.0%安の2266.69で週末を迎えた。一方、米10年国債の利回りは0.145%ポイント上昇して1.344%となった。株価指数が史上最高値付近で推移し、米国債の利回りが上昇する動きが昨年末から続いている。

■ 景気回復と金利上昇の微妙なバランス

バンクオブアメリカ・セキュリティーズの米国エコノミストのミシェル・マイヤー氏は2021年のGDP成長率を6%と予想しているが、「市場は力強い経済成長とインフレ率の上昇を見込んでいるが、後者は厄介なものではないとの楽観論を描いており、当社の見方と一致する」と書いている。一方、「ただし微妙なバランスの上にある。力強い経済成長は金利の上昇を促し、

S&P 500 Index



Source: FactSet

借り入れコストを押し上げ、リスク資産の足を引っ張る可能性があるため、景気の勢いをそぐかもしれない」とも書いている。

この「微妙なバランス」は、多くの投資家が思い出す2019年前半の心理ゲームが直ちに展開される可能性を意味している。当時、良好な経済指標は米連邦準備制度理事会（FRB）が利下げに踏み切る確率を低下させると考えられたため（最終的には利下げした）、株式市場にとって必ずしも好材料ではなかった。2021年の経済指標で上方サプライズが続けば、インフレと景気回復スピードを受けてFRBが予想よりも早く景気刺激のアクセルから足を離さざるを得なくなり、強気市場の脅威となる可能性があると思われる。

しかし、今回は幾つかの理由から少し違っているかもしれない。ベンチマーク金利はマイナスになっていないものの限りなく低下しているほか、FRBはこれまで上昇していなかった分を勘案してインフレの上昇を容認する期間を設けることを明確にしている。経済と雇用が現在よりもはるかに良い状態になるまで利上げは考えられず、FRBのパウエル議長は今週の議会証言でこの点を強調すると思われる。

市場の懸念は、利回りが適切な理由で上昇しているという事実を無視しているのかもしれない。その理由とは、景気は回復途上にあり、金融市場も未曾有のショックから正常に戻りつつあるということだ。ジェフリーズの株式ストラテジストであるスティーブン・デサンクティス氏は「利益成長が続けば、利回りの上昇を吸収できる」と指摘する。

■ 金利上昇と株価上昇は同時に起こり得る

NASDAQ Composite Index



Source: FactSet

トゥルイスト・アドバイザー・サービスのチーフ・マーケット・ストラテジストであるキース・ラーナー氏は、第二次世界大戦後に利回りが上昇した16期間で利回りと株価の関係を調べた。それによると、S&P500指数は、そのうちの13期間で上昇し、その間のトータルリターンは年率換算で13%だった。言い換えると、金利上昇と株価上昇は同時に起きることが多い。2009年はその一例で、10年債利回りは1.6%ポイント上昇したものの、S&P500指数のリターンは26%だった。

「株価収益率（PER）に関する綱引きや、FRBのスタンスに変化が感じられるだけでボラティリティが高まる可能性はあるが、それによって強気相場が終わるとは考えられず、市場が次の段階に進むだけだ」と同氏は言う。また、景気が回復すれば企業の信用リスクも低下するはずであり、利回りの上昇がそのまま資本コストの上昇に結び付くとは限らないと指摘する。

それでも、利回り上昇が背景となって勝ち組と負け組に分かれることは水面下ではありそう。株価が急騰しているソフトウェア企業のような、長期的な成長を織り込んだ割高株には不利かもしれない。また、公益事業のような債券代替セクターは無リスクの国債と比較して魅力的ではないだろう。

しかし市場全体では、景気回復は売り上げと利益の増加をもたらす。この状況が利回りの上昇やPERの押し下げ圧力よりも早く見られるのであれば、強気市場が終了する理由はない。長期的なインフレとなれば別の話だが、現時点で株式投資家は、2021年の景気回復が予想以上に速いという点よりも心配すべきことがあるだろう。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

9. インフレが進むならヘッジになりそうな2本の新ETF - Inflation Is Looming.

[コラム]

A Pair of New ETFs May Offer Protection.

独自の戦略を駆使

■ 70年代のヘッジはMMF、金、エネルギー株



Chris Ratcliffe/Bloomberg

毎週寄せられてくる厳しい評価と同時に、筆者のメールボックスには読者からの質問も届いている。「インフレが始まるとしたら、私はどうやってポートフォリオを守ればよいか」。良い質問である。

1960年代後半～1970年代初頭のインフレ率上昇の始まりとともに成人を迎えた一人として、当時のことはよく覚えている。ニクソン元大統領はインフレ率が5%台となったことを受けて、1971年に賃金・物価凍結策を導入し、米ドルと金の兌換（だかん）を停止した。原油価格は、食料品価格と並んで急騰し、1970年代の終わりには、インフレ率は2倍以上になっていた。

投資家がインフレ率と同程度のリターンを維持できるか、またはインフレ率を超えるリターンを得るには、幾つか方法があった。しかし株式は、ほとんどインフレヘッジにならなかった。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は、1966年1月に一時的に1000ドルを超えたが、1972年11月まで再び1000ドルを超えることはなかった。その後、NYダウは1973年～1974年の激しい弱気相場で577ドルの底値を付けた後、強気相場の初期の1982年12月まで1000ドルを回復しなかった。

株式のリターンをはるかに上回ったのは、1970年代の画期的な商品であるマネー・マーケット・ファンド（MMF）であり、一般の投資家に2桁の利回りをもたらした。MMFは、税率およびインフレ率調整後の実質利回りはではしばしばマイナスになったが、依然として規制下にあった銀行預金金利を上回った。金価格は、米国人による保有が再び認められてから急騰し、1980年代初頭には1オンス当たり800ドル以上にほぼ20倍に上昇した。エネルギー関連株が株式市場で最大のウエートを占め、石油株も大幅に上昇した。

■ 新たなインフレヘッジになる可能性がある2本のETF

明らかに時代は変わっている。モーニングスターのデータによれば、上場投資信託（ETF）であるエネルギー・セレクト・セクターSPDRファンド＜XLE＞は過去3カ月で30%上昇したとはいえ、過去12カ月のトータルリターンは依然としてマイナス10.3%となっている。さらに過去10年間では、気前の良い配当を考慮してもリターンは年率マイナス2%とさえない。一方で金価格に連動するSPDRゴールド・シェアーズETF＜GLD＞のリターンは、2020年の24.8%から今年は年初来マイナス6.75%と勢いを失っている。MMFに関しては、リターンはほんの0.01%か、それにも満たないだろう。

比較的新しい2本のETFはインフレからの防御手段になるように見えるが、防御の仕方は異なる。2019年5月に運用を開始したクアドラティック・インタレスト・レート・ボラティリティー・アンド・インフレーション・ヘッジETF＜IVOL＞は、インフレと債券価格の変動をヘッジするため、物価連動国債（TIPS）と金利デリバティブを用いる。さらに新しいETFは1月に運用を開始したばかりのホライゾン・キネティクス・インフレーション・ベネフィシャリイズETF＜INFL＞であり、ファンドマネジャーがインフレから恩恵を受けると考える株式に集中投資する。

長過ぎるファンドの正式名称に代えてティッカーシンボルを使うが、IVOL ETFは本誌の「2020年金融界で最も影響力がある女性100人」に選ばれた、ナンシー・デービス氏が率いる。同氏はゴールドマン・サックス、運用会社アライアンスバーンスタインを経て、2013年にクアドラティック・キャピタルを設立した。

多くの投資家がコモディティー、株式、実物資産でインフレをヘッジしようとするが、大半の人がまず注目するのはTIPSだ。デービス氏は、こうしたインフレ指数に連動する証券の最大の問題点はデュレーションが長い点であり、特に利回りが上昇する時に価格が下がりやすいと語る。同ETFはデュレーションリスク、特に米国債のイールドカーブ（この場合は2年債と10年債の利回りの差）に基づくデュレーションリスクに対処するため、債券オプション取引を加えている。

これまでのところ、2021年年初来の2.81%を含む過去12カ月のリターンがプラス18.17%である一方、債券市場は売られている。デービス氏は、昨年のパフォーマンスには3月の株価急落時にリターンがプラスだったことも寄与していると指摘する。対照的にiシェアーズ米国物価連動国債ETF＜TIP＞の過去12カ月のリターンは7.62%と大幅に低く、年初来ではマイナス0.94%となっている。

INFL ETFは、ニューヨークに本社を置く独立系運用会社で1994年に設立されたホライゾン・キネティクスが運用する。同ETFはTIPSやコモディティー先物を避け、インフレから恩恵を享受しつつ景気循環を通して優れたリターンを上げる株式を選好する。

ポートフォリオマネジャーであるジェームズ・ダボロス氏は、同ETFは実物資産を持つが資本が身軽な（保有資産が大きくはない）企業に重点を置くと説明する。例えば保有銘柄の一つであるフランコ・ネバダ＜FNV＞は、金鉱山ではなく鉱山採掘権のポートフォリオを所有している。前回金価格が1891ドル90セントの高値を付けた2011年8月22日以来、金価格は6.2%下落する一方、バンエック・ベクターズ金鉱株ETF＜GDX＞のリターンはマイナス48.1%であった。ファクトセットのデータによれば、対照的にフランコ・ネバダは同期間に157%のリターンを上げた。同氏はまた、CMEグループ＜CME＞などの取引所も、インフレ率上昇で恩恵を受けると見ている。

■ 株式60／債券40ポートフォリオは過去のもの

両ファンドは、典型的なポートフォリオを補完することを意図している。以前論じたように株式60%／債券40%の組み合わせは、ディスインフレの過去40年間は素晴らしく機能した。景気循環サイク

ルで株式市場が打撃を受ける時はいつも、一段の利回り低下に見られるように債券が買われた。

しかし現在は景気循環サイクルが、反転しつつあるのかもしれない。ベンチマークである米10年国債の利回りは昨年3月9日に、ダウ・ジョーンズのデータによれば0.38%と過去最低を付けたが、これは二度と破られないかもしれない。以来、利回りは1.30%まで上昇した。金融緩和の継続とさらなる財政刺激策が見込まれる中で、米国債利回りは今より高い水準でピークと底を繰り返す可能性が高い。

これらのETFのパフォーマンスがどうなるのかは分からないが、インフレの潮目が変わっているとすれば、かつて信頼された株式60%／債券40%ポートフォリオは、過去のように適切ではなさそうだ。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - PayPal Stock Passes Mastercard and Looks to a High-Growth Future. [経済関連スケジュール]

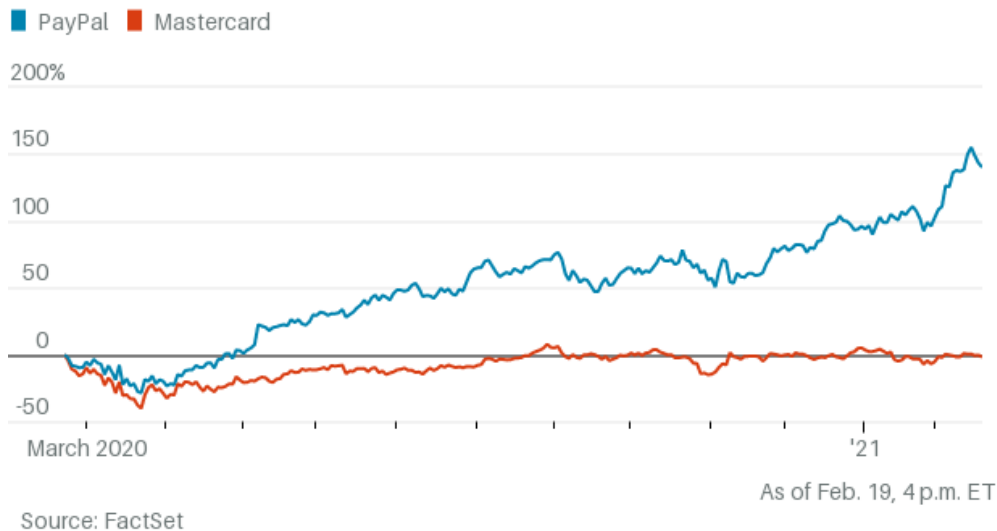
ペイパル株がマスターカードを超え、さらなる高みを目指す

■ クレジットカード大手2社がコロナ禍で苦しむ一方、好調のペイパル

Payments Plays

PayPal has outpaced Mastercard throughout the pandemic.

PayPal and Mastercard Shares, Last 12 Months



ペイパル・ホールディングス<PYPL>への買いが止まらない。オンライン決済サービスを提供する同社の株価は今年に入り23%高の306ドルまで急騰し、時価総額は3390億ドルに達した。クレジットカード大手2社のマスターカード<MA>とビザ<V>の株価は、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）による決済総額の減少に苦戦している。その中でも特に、収益率の高い国境を越えた取引の落ち込みが痛手だ。両社ともに、52週前の株価をわずかに下回っている。マスターカードの株価は335ドル、時価総額は3320億ドルだ。

先週開催された戦略プレゼンテーションにおいて、ペイパルは、事業のあらゆる側面で今後5年間に2倍の成長を予想していると発表した。具体的には、現在3億7700万件あるアクティブアカウントは2025年までに7億5000万件に増え、決済総額は2兆8000億ドルとなり、今年260億ドルと予想されている売上高は500億ドル以上に拡大し、営業利益率が改善し、利益も増加すると見込んでい。さらに、フリーキャッシュフローは400億ドルとなる見通しで、その30~40%を自社株買いに費やす見込みだ。

調査会社モフエットネイサンソンのリサ・エリス氏は、ペイパルにはこの目標を達成するための足掛かりがあると見ている。その一つは、「バイ・ナウ・ペイ・レイター」という無利子の分割払いプランの新サービスで、第4四半期の取引高は7億5000万ドルに上った。もう一つは、仮想通貨だ。ユーザーはペイパルのアプリで仮想通貨を購入して保有できるが、今後は加盟店への支払いにも仮想通貨を使えるようにしたいと同社は考えている。ビットコインの高騰が、流通をさらに後押ししているとみられる。ペイパルは他にも、送金アプリであるベンモの企業向け決済サービスの拡大と、店舗での非接触決済技術の普及を目指している。

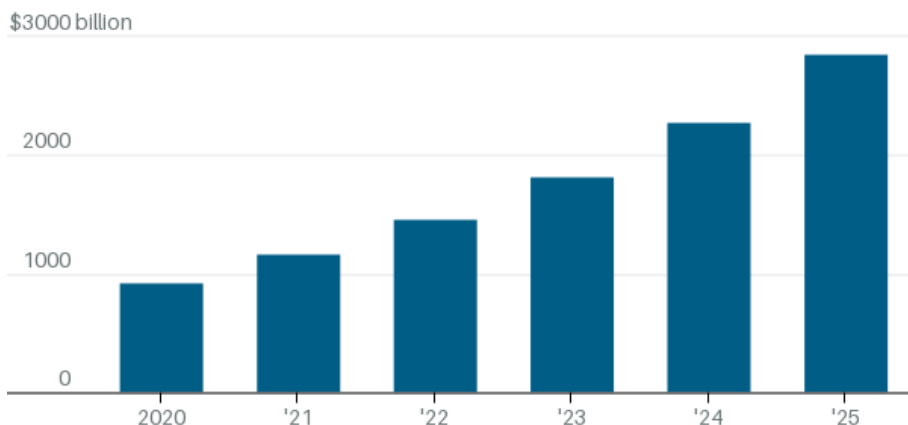
これでマスターカードは、さらに大きくリードされてしまうだろうか。2021年は、マスターカードの売上高と1株当たり利益（EPS）がペイパルを上回る見込みだとエリス氏は指摘する。しかし、今後5年間の見通しではペイパルが優勢だ。では、ペイパルのバリュエーションは高過ぎるだろうか。2021年の予想株価収益率（PER）は67倍で、S&P500指数の23倍、マスターカードの42倍より割高だ。それでも、ペイパルは続騰している。

■ 今週の予定

A Rising Tide

PayPal believes its total payments volume will triple over the next five years, growing at a compounded annual rate of 25%.

PayPal Estimates of Total Payments Volume, 2020 to 2025



Source: PayPal

2月22日（月）

- ・半導体開発用ソフトウェアのケイデンス・デザイン・システムズ<CDNS>、産業機器メーカーのインガソール・ランド<IR>、無線通信インフラ企業、SBAコミュニケーションズ<SBAC>、天然ガスパイプラインオペレーターのウィリアムズ・カンパニーズ<WMB>が四半期決算発表。
- ・コンファレンス・ボードが1月の景気先行指数を発表。コンセンサス予想は、12月の上昇幅と同じ前月比0.3%の上昇。昨年4月以降毎月上昇が続いているが、その上昇幅は昨年12月に大幅に縮小した。
- ・ダラス連銀が2月のテキサス州製造業景況指数を発表。コンセンサス予想は1月の7から上昇し

て10。指数が0以上であれば、地域の製造業が拡大していることを意味する。

2月23日（火）

- ・カナダの大手銀行のモントリオール銀行<BMO>、カナダのノバスコシア銀行<BNS>、商業不動産サービス持ち株会社のCBREグループ<CBRE>、ホームセンターチェーン大手のホーム・デポ<HD>、ソフトウェア関連企業イントゥイット<INTU>、医療機器大手メドトロニック<MDT>、石油・ガス開発企業のパイオニア・ナチュラル・リソースズ<PXD>、モバイル決済サービスのスクエア<SQ>が決算発表。
- ・時価総額が世界最大のアップル<AAPL>が、オンラインで株主総会を開催。

2月24日（水）

- ・大手ホームセンターチェーンのロウズ<LOW>、ITソリューション会社ネットアップ<NTAP>、画像処理半導体（GPU）大手エヌビディア<NVDA>、ディスカウント小売りチェーンのTJX<TJX>、メディア大手バイアコムCBS<VIAC>が四半期決算発表。
- ・米国勢調査局が1月の新築住宅販売件数を発表。予想は季節調整済み年率換算で12月から微増の85万戸。新築住宅販売は相変わらず堅調だが、金融危機後最高の100万戸近くを記録した昨年7月の水準からは低下している。

2月25日（木）

- ・民泊仲介ウェブサイトを運営するエアビーアンドビー<ABNB>が、2020年の第4四半期および通期決算を発表。同社の株価は12月の新規株式公開（IPO）から3倍近くに高騰し、時価総額では米国の大手ホテルチェーン5社の合計を上回っている。
- ・タワー事業（基地局シェアリング）の不動産投資信託（REIT）であるアメリカン・タワー<AMT>、ビール大手アンハイザー・ブッシュ・インベプ<BUD>、設計用ソフトウェア開発会社オートデスク<ADSK>、家電販売大手ベスト・バイ<BBY>、カナダの銀行大手カナディアン・インペリアル・バンク・オブ・コマーシヤル<CM>、オンライン中古車販売のカーバナ<CVNA>、ITサービス持ち株会社デル・テクノロジーズ<DELL>、電子商取引のエッツィ<ETSY>、コンピューター機器大手HP<HPQ>、バイオ医療品メーカーのモデルナ<MRNA>、電力大手のNRGエネルギー<NRG>、顧客管理ソフトウェア大手のセールスフォース・ドット・コム<CRM>、カナダの銀行大手のトロント・ドミニオン銀行<TD>、仮想化ソフトウェアを開発・販売するVMウェア<VMW>、企業向け人事・財務ソフトウェア会社ワークデイ<WDAY>が決算発表。
- ・米商務省経済分析局が、2020年第4四半期の国内総生産（GDP）の改定値を発表。エコノミスト予想は1月下旬に発表された速報値から変わらず、季節調整済み年率換算で4%増。
- ・全米不動産協会が1月の中古住宅販売件数を発表。コンセンサス予想は前月比1.5%減。中古住宅販売件数は4カ月連続で減少している。

2月26日（金）

- ・スポーツ関連のギャンブルやゲームをオンラインで提供するドラフトキングス<DKNG>、石油および天然ガスの開発・探査を行うEOGリソースズ<EOG>、メディア関連企業リバティ・メディア<FWONA>、公益事業持ち株会社パブリック・サービス・エンタープライズ・グループ<PEG>が四半期決算発表のため、決算コンファレンスコールを開催。
- ・米商務省経済分析局が1月の個人所得・消費支出統計を発表。コンセンサス予想は、個人所得が9.9%増（12月は0.6%増）、消費支出が2.3%増（12月は0.2%減）。

By Daren Fonda
(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』 2021/02/21

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 © 2021 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます