

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2021/03/28

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 退職後の収入支える10銘柄 - 10 Stocks to Build an Income Stream for the Long Haul [カバーストーリー]
低金利背景に配当株への注目高まる P.2
2. 米食品医薬品局による締め付け - The FDA Is Clamping Down. What to Know. [フィーチャー]
新薬審査への厳しい姿勢続くか P.8
3. 熱狂的な強気相場で何を買うべきか - What to Buy for a Manic Bull Market [インタビュー]
世界は「ワシントン・コンセンサス」から変化 P.10
4. 増税も財政赤字もどこ吹く風 - 米株式市場 - Higher Taxes? Deficit Spending? Why the Stock Market Isn't Worried. [コラム]
バフェット氏のパークシャー、多様性にも環境対応にも反応薄 P.12
5. ハイテク株は依然として非常に割高 - By One Measure, Tech Stocks Are Back Near Dot-Com Bubble Heights. [ハイテク]
調整局面しばらく続く可能性 P.14
6. 景気敏感バリュー株の物色は終わっていない - The Value Stock Rotation Isn't Over—Not by a Long Shot. [米国株式市場]
対象の変化は一時的 P.16
7. アーク・イノベーションETF、1年で保有銘柄に変化 - Why ARK Innovation Is a Different Fund Today Than It was a Year Ago. [ファンド]
大型株、ハイテク株ヘシフト P.18
8. FRBと袂を分かちインフレリスクに備えよ - Go On, Fight the Fed: Why and How Investors Should Gird for Inflation Risk. [金融政策]
その理由と投資戦略 P.21
9. 楽に儲けた後で買う株 - Here Are the Stocks to Buy Now That the Easy Money Has Been Made. [米国株式市場]
長期投資にふさわしい株 P.24
10. 今週の予定 - Intel Presents a \$20 Billion Bill for a Turnaround. Investors Don't Like It. [経済関連スケジュール]
インテルの200億ドル投資計画、投資家は懐疑的 P.26

※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. 退職後の収入支える10銘柄 - 10 Stocks to Build an Income Stream for the Long Haul [カバーストーリー] 低金利背景に配当株への注目高まる

■ 配当投資は継続しやすい



illustration by Doug Chayka

配当によって退職後の支えとなる金融資産を補い、あるいは所得のより大きな部分を賄うという考え方が、最近注目を集めている。多くの伝統的なインカム収入源の利回りは、過去最低付近で推移しており、個人が退職後の収入を確保する上で障害となっている。配当からインカム収入を得るといふ戦略は、あらゆる年齢やレベルの投資家を巻き込み、一種のうねりとなっている。

配当投資家向けのニュースレターなどを配信するシンプリー・セーフ・ディビデンドのブライアン・ボリンジャー氏は、「配当投資の大きな魅力は、心理的な面で継続が比較的容易であることだ。市場の状況にかかわらず、インカム収入源を成長させることに集中できる」と語る。

昨年新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）による相場の急落とその後の株価上昇

において、配当株はアンダーパフォームした。2020年2月のパンデミック前のピークから同年末にかけて、S&P500配当貴族指数（25年以上連続で増配している企業で構成）は、配当込みで8.1%のリターンを上げたが、同期間のS&P500指数のリターンは12.7%だった。しかし、これは機敏な配当投資家にとって、過小評価されていると考えられる銘柄を積み増す好機となった。

配当に注目が集まっている主な要因の一つは、金利が極めて低いことだ。10年物米国債利回りは最近1.7%となり、S&P500指数の平均配当利回りを上回ったが、過去の水準に比べて低いままである。譲渡性預金や社債など、他の伝統的なインカム投資商品の利回りも歴史的な低水準にとどまっている。そのため、配当株は退職者にとって魅力的かつ中核的な投資先となる可能性がある。ただし、債券を回避して株式のみに集中する場合、ポートフォリオの分散に寄与する資産クラスを捨てることになる点には留意が必要だ。

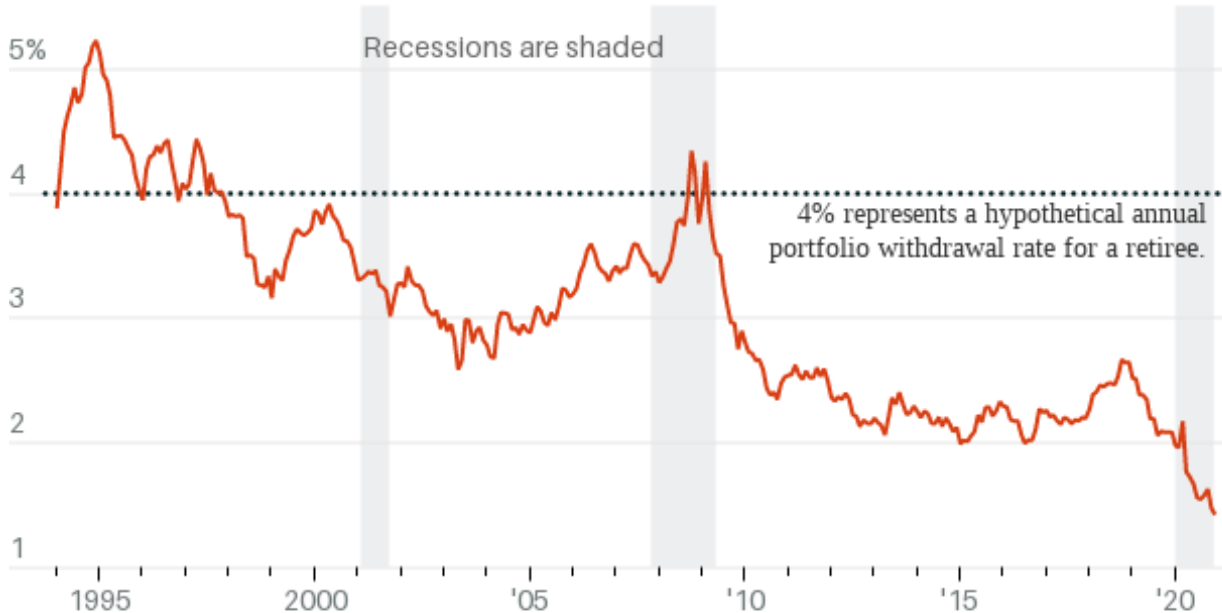
多くの投資家とファイナンシャルアドバイザーは、トータルリターンを追求するアプローチを好む。これはグロース株と配当株、それに多くの場合は債券などの他の資産を組み合わせ、時には資産を売却することによって現金を得るというものだ。このアプローチの支持者にとって、退職後の収入の大部分を株式の配当に頼るのは、30年以上続く可能性がある退職後の生活に必要な元本を積み立てられる方法とは考えられない。

バンガード・インスティテューショナル・インベスター・グループの投資リサーチ責任者であるコリー・ジャコネッティ氏も懐疑派で、配当利回り3~4%の銘柄は大きなリスクをもたらし、過度な集中投資につながり、損失につながる可能性があるとして指摘する。同氏は「グロースとバリューのどちらがアウトパフォームするかを予測することはできない。グロースがアウトパフォームする局面では、（配当株のみのポートフォリオは）アンダーパフォームすることになる」と述べる。

■ 配当株への集中投資には注意が必要

Yield Shortage

The yield of a 50-50 portfolio of stocks and bonds, once a reliable source of income for retirees, has dwindled to below 2%.



Source: Vanguard

それでも、本誌が取材した複数の配当投資家は、配当株ポートフォリオによってリスクを最小化しつつ長期的なキャピタルゲインを追求することは可能だと考えている。ギルマン・ヒル・アセット・マネジメントのジェニー・ファン・レーベン・ハリントン最高経営責任者（CEO）兼ポートフォリオマネジャーは、同社の株式インカム戦略において、値上がり益に加えて5%の配当利回りを目指している。同氏は、4.5%以上の魅力的な配当利回りを有する健全な企業の例として、通信大手ベライゾン・コミュニケーションズ<VZ>、IT大手IBM<IBM>、不動産投資信託（REIT）のSLグリーン・リアルティ<SLG>を挙げる。

ただし、同氏は、株式の配当だけに退職後の収入を依存するのは万人向けではないと述べ、「ポートフォリオの金額と支出額によって変わってくる」と指摘する。例えば、ポートフォリオの総額が20万ドルで、利回りが3%である場合、年間の配当収入は6000ドルとなる。年金などによって補うことはできるが、十分といえるほどの金額ではない。

高い配当利回りは魅力的だが、バリュートラップ（割安に見えるが、長期間にわたって株価が低迷したり、下落したりすること）の可能性もある。こうした銘柄は配当投資家のコミュニティでよく話題になるが、投資家はリスクを取って投資する価値があるかを判断する前に、自分でよく調査すべきである。

結局、インカムに依存した退職後の投資戦略は、成功が保証されているわけではなく、株式を購入した後は放置して良いというものでもない。アドバイザーズ・キャピタル・マネジメントのチャールズ・リーバーマン最高投資責任者（CIO）は、「市場の下落局面や、企業が減配する状況は必ず訪れる。その時には適応しなければならない」と指摘する。

もう一つ、退職後に備えて配当重視のポートフォリオを構築する前に考慮する必要があるのは、全ての退職者が絶えず株式ポートフォリオに向き合う意志、力、時間を持っているわけではないということだ。たとえ手数料がかかっても、投資信託やファイナンシャルアドバイザーを利用する方がよほど合理的な場合もある。

しかし、一部の投資家にとって配当株ポートフォリオによる運用は相性が良い。マトリックス・アセット・アドバイザーズのデービッド・カッツCIOによれば、債券利回りの低さや割高なバリュエーションといった強い逆風によって、多くの退職者は「極めて難しい投資判断」を迫られているため、配当株は非常に理にかなう選択肢となり得る。本誌は、カッツ氏などの金融専門家から得た情報や独自のリサーチに基づき、退職者が検討すべき10の配当銘柄を選出した。

■ AT&T

Reliable Retirement Returns

These are the types of companies that can offer retirees durable dividends and potential growth.

Company / Ticker	Recent Price	Dividend Yield	Market Value (bil)	Return Since 1/31/2020	5-Year Dividend Growth Rate*
AT&T / T	\$29.99	6.9%	\$215.4	-14.5%	2%
Coca-Cola / KO	51.52	3.3	222.0	-8.0	4
Consolidated Edison / ED	73.43	4.2	25.1	-17.9	3
International Business Machines / IBM	130.62	5.0	116.7	-3.1	5
Johnson & Johnson / JNJ	161.91	2.5	426.3	12.4	6
Kellogg / K	62.59	3.7	21.3	-5.7	3
Procter & Gamble / PG	132.56	2.4	326.4	9.0	3
SL Green Realty / SLG	70.02	5.2	4.9	-18.5	8
U.S. Bancorp / USB	53.47	3.1	80.3	5.0	11
Verizon Communications / VZ	57.01	4.4	236.6	0.2	2

Data as of 3/24/21. *Annualized

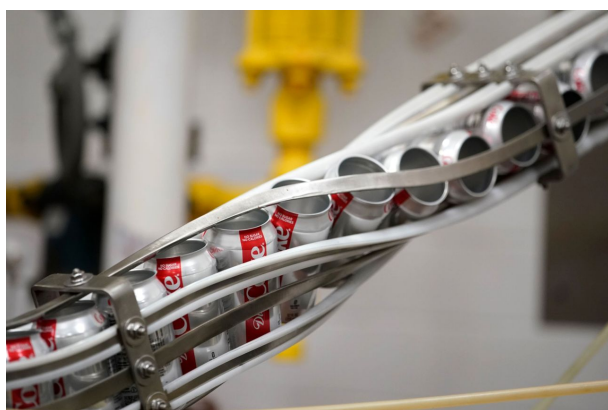
Source: FactSet

通信会社AT&T<T>の配当利回りは約7%で、ほとんどの米国企業より大幅に高い。多くの投資家は、同社の多額の負債を懸念している。また、ここまで配当利回りが高いと、逆に投資家に敬遠さ

れる可能性もある。しかし、娯楽、ハイテク、通信の複合企業である同社は、長年にわたって配当を継続し、S&P500配当貴族の1社となっている他、一部のアナリストはコンテンツの豊富さとストーリーミング配信への参入を好感している。

経営陣は配当を維持する意欲を示している。ジョン・スタンキーCEOは、3月12日のプレスリリースで、AT&Tが「現在の水準の配当を維持し、配当支払い後のキャッシュによって負債を削減することにコミットしている」と述べた。ジョン・スティーブンス最高財務責任者（CFO）も、3月8日のコンファレンスで同様のコミットメントを表明している。直近の増配は1年以上前の2019年12月で、四半期配当は0.01ドル増の0.52ドルだった。しかし、同社は少なくとも配当を維持する方向に向かっているようだ。

■ コカ・コーラ



George Frey/Bloomberg

大手飲料メーカーのコカ・コーラ<KO>は、長年にわたる配当の支払いを今後も続けるとみられる。直近の配当利回りは3.3%である。同社は昨年、主要な販売チャネルの一つであるレストランが大きな打撃を受けたにもかかわらず、0.41ドルの四半期配当を維持した。2020年の調整後1株当たり利益（EPS）は1.95ドルで、前年の2.11ドルから減少した。売上高は11%減の330億ドルだった。

こうした逆風にもかかわらず、コカ・コーラの取締役会は2月、0.01ドル（2.4%）増の0.42ドルの四半期配当を決定した。3月の投資家向けプレゼンテーションでは、資本配分の優先順位として、事業への再投資に次ぐ2位に増配の継続を挙げた。

株式のリターンは年初来でマイナス約5%（配当含む）だが、同社は経済活動再開により大きな恩恵を受ける見込みであり、長年の配当実績は長期的に見てプラスである。

■ コンソリデテッド・エジソン

公益企業は耐久力、回復力、配当利回りの高さを称賛されることが多いが、去年は大きな試練に直面した。これはニューヨーク市に電力を提供するコンソリデテッド・エジソン<ED>にとっても例外ではなかった。去年の調整後EPSは前年比5%減の4.18ドルとなった。

同社は47年連続で増配を続けており、直近では1月に年間配当を0.04ドル（1.3%）増の3.10ドルへ引き上げている。モーニングスターのアナリストであるチャールズ・フィッシュマン氏によれば、1月の増配率は近年の平均増配率の3.5%を下回っており、「新型コロナの経済への影響により、今後数年間はこの水準の増配が続くと予想される」。

しかし同氏は、「公益事業以外の事業戦略が保守的であることや、ニューヨークの公益企業に対する規制枠組みが好ましい内容であること」を理由に、配当は安定していると予想する。カッツ氏は、「ニューヨーク市の景気回復に伴い、経済再開関連銘柄として株価が上昇する」と考えている。

■ IBM

IBMは年初来でS&P500指数を若干アウトパフォームしているが、売上高の伸び悩みなどによる業績低迷を理由に、長年にわたりアンダーパフォームが続いている。しかし、同社はそんな状況を変

えようとしている。例えば2019年には、ハイブリッド型クラウドプラットフォームを提供するレッド・ハットを約330億ドルで買収した。IBMのアービンド・クリシュナCEOによれば、レッド・ハットの2020年の売上高は調整後ベースで18%増加した。これは配当の安定性を高め、小幅ながらも増配に寄与するだろう。

配当利回りは5%で、IBMは配当支払いに尽力していると述べている。同社は今年、S&P500配当貴族として認められた。これは同社が、退職後の生活に必要な継続的な増配を実現していることを意味する。

■ ジョンソン・エンド・ジョンソン

多角的な事業を有するヘルスケア製品大手ジョンソン・エンド・ジョンソン (J&J) <JNJ>は、豊富なフリーキャッシュフローを創出し、配当の維持と増配に必要な資金を確保している。昨年4月、パンデミックによって多くの企業が減配や配当停止を余儀なくされる中、J&Jは四半期配当を6%増の1.01ドルへ引き上げた。同社は昨年1年間で、フリーキャッシュフローの半分ほどに相当する約105億ドルを配当として支払っている。

モーニングスターのアナリストであるダミアン・コノバー氏は、J&Jの「多角的な収益基盤、研究開発の進展、卓越したキャッシュフローの創出」を好感している。これら三つの特徴は、配当を支え、増配の継続に寄与するだろう。

■ ケロッグ

加工食品メーカーのケロッグ<K>は、年初来のリターンが横ばいとなっており、市場全体に対してアンダーパフォームしている。しかし、同社の事業基盤は、植物肉ブランドなどによって堅調を維持しているように見える。2020年には、世界の全地域と四つの主要な製品カテゴリーの全てで売上高が増加し、内部増収率は6%となった。

さらにケロッグは、パンデミックの試練にもかかわらず、昨年1年間を通じて0.57ドルの四半期配当を維持しており、今年第2四半期には0.01ドルの増配を予定している。直近の配当利回りは3.7%である。昨年の調整後EPSは前年の4.00ドルを上回る4.03ドルで、今年のコンセンサス予想は4.01ドルとなっている。コンセンサス予想に基づく2021年予想株価収益率 (PER) は、直近では15.3倍だった。

■ プロクター・アンド・ギャンブル

大手消費財メーカーのプロクター・アンド・ギャンブル (P&G) <PG>は、昨年4月に四半期配当を6%増の79.07セントと発表した。現在の配当利回りは2.4%である。ジョン・メラー最高執行責任者 (COO) は1月、アナリストに対して、同社はパンデミック以前から勢いを強めており、それが「コロナ禍で苦しい中でも、近年で最も高い増配率での増配に踏み切る自信になった」と述べた。

P&Gは、ロックダウンで必要とされるペーパータオルなどの堅調な売上高による恩恵を受けた。ファクトセットによれば、今年度 (2021年6月期) のコンセンサス予想EPSは昨年度の5.12ドルを上回る5.70ドルとなっており、同社の粘り強さと配当の堅調さを証明している。

■ SLグリーン・リアルティ

REITは課税所得の90%以上を配当として支払うことが義務付けられているため、配当投資家の人気が高い。特にSLグリーンはパンデミック後に人気となる可能性がある。マンハッタンの著名なオ

フィスビルを数多く保有する同社の株価は、パンデミック前の昨年1月から18.5%下落している。入居率が低下し、多くの従業員が在宅勤務を継続する中で、大きな打撃を受けたためである。

リーバーマン氏は「ニューヨークのオフィスに労働者が戻らないことが懸念されていたが、その可能性は非常に低いと思う」と指摘する。同氏はSLグリーンを優れた経済再開関連銘柄とみている。株価は回復に向かっており、リターンは年初来で約15%に上る。直近の配当利回りは5.2%だ。3月には、30.33セントの月間配当に加えて1.70ドル弱の特別配当を発表し、合計配当は2ドルとなった。

■ USバンコープ

大手地方銀行のUSバンコープ<USB>は年初来で約15%、過去1年間で約75%のリターンを上げているが、まだ上値余地があるかもしれない。カッツ氏は同社を、自己資本が潤沢で、貸し出しポートフォリオが充実しており、貸し出しの質も優れた「一流のスーパー地方銀行」と呼び、「景気の改善やイーールドカーブのスティープ化による恩恵を十分に受けると予想している」と語る。

USバンコープの四半期配当は0.42ドル、配当利回りは約3%である。さらに、同社の株式は年初来で2桁台のリターンを上げているにもかかわらず、同業のトゥルイスト・ファイナンシャル<TFC>やキーコープ<KEY>のリターンには達していない。カッツ氏は「ここからの追い上げが見込まれる」と語る。

■ ベライゾン・コミュニケーションズ

配当利回りは4.4%で、2021年コンセンサス予想調整後EPSは5.06ドル、それに基づく2021年予想PERは11倍と妥当な水準にある。コンセンサス予想EPSは前年比3%増となっている。ハリントン氏は「コンセンサス予想は過度に保守的であり、経営陣による増収率ガイダンスを反映していない」と指摘する。増収率ガイダンスは、今年は2%強、2022年と2023年は3%強である。カッツ氏は「景気の回復と高速大容量規格『5G』の普及による恩恵を受けるだろう」と語る。

ベライゾンは3月の投資家説明会で、配当の維持にコミットしており、資本配分の優先順位は事業投資に次ぐ2位であると述べた。直近の増配は昨年9月で、配当は2%増の62.75セントだった。同社がコミットメントを守ることができれば、増配は継続され、退職後のインカム収入源として頼れる銘柄になるだろう。

By Lawrence C. Strauss
(Source: Dow Jones)

2. 米食品医薬品局による締め付け - The FDA Is Clamping Down. What to Know.

[フィーチャー]

新薬審査への厳しい姿勢続くか

■ 承認の遅れで株価暴落



Photograph by Ben Goldstein

米食品医薬品局（FDA）で異例の事態が生じている。FDAの承認が間近だと投資家にみられていた医薬品が今月に入り、次々と問題に直面している。

初めは少数のバイオテック企業が打撃を受けたただけだったが、製薬企業に対する規制環境が厳格化されたとの懸念によって、今や業界全体の株価が下落している。上場投資信託（ETF）のSPDR S&P バイオテックETF＜XBI＞は火曜日（23日）に5.8%下落し、水曜日（24日）にはさらに5.1%低下した。

バイオ医薬品企業であるバイオジェン＜BIIB＞のアルツハイマー病治療薬のアデュカヌマブに関し

て、6月までに予想されるFDAの決断が一つの指標になるだろう。FDAの諮問委員会は、アデュカヌマブの有効性の証拠を以前に否定しており、同薬が承認されれば、FDAにおけるリスクに対する高い許容度の兆候とみなされるだろう。

しかしここ数週間のFDAの行動は厳しい方向に傾いている。3月初めにバイオ医薬品会社のフィブロジェン＜FGEN＞は、FDAが同社のロキサデュスタット（貧血治療薬）について、承認期限が1カ月を切った時点で諮問委員会に函ることを決定したと発表した。既に同社が承認申請を行ってから13カ月が経っており、フィブロジェンの株価は発表の翌営業日に25%下落した。ただこれは始まりに過ぎなかった。

3月8日には別のバイオ医薬品企業であるアカディア・ファーマシューティカルズ＜ACAD＞が、ピマバンセリン（認知症による幻覚や妄想などの精神症状薬）に対して申請した適応症拡大に関して、申請から9カ月後にFDAが申請の不備について通知してきた、と発表した。同社の株価は45%暴落した。

その他にもFDAは、バイオ医薬品会社のアッヴィ＜ABBV＞やカドモン・ホールディングス＜KDMN＞が申請した医薬品に関する決断を先送りにし、製薬会社のノボ・ノルディスク＜NVO＞の申請を受理せず、一部のガン治療薬に対する加速承認を見直すと発表した。

水曜日（24日）にはSVBリーリンクのアナリストであるジェフリー・ポージェス氏が警鐘を鳴らし、製薬会社のグラクソ・スミスクライン＜GSK＞とアレクシオン・ファーマシューティカルズ＜ALXN＞を含むバイオ医薬品会社6社の投資判断を引き下げた。同氏のレポートは、投資家の中で高まっていた懸念を明確にし、バイオ医薬品会社の株価は下落し始めた。

米連邦取引委員会（FTC）は3月に入り、製薬企業の合併に対する一層厳しいスタンスを示しており、FDAの姿勢変化に対する懸念は、大きな懸念の一部となっている。FTCの方針は、製薬会社の大型合併に終止符を打つ他、小規模の合併も制限する可能性がある。

さらに、民主党議員は、医薬品価格に関する法律に改めて挑戦しようとしている。医薬品価格の直接交渉と、医薬品価格を他の先進国並に抑えることを政府に可能にする取り組みが再浮上している。

■ 遅れの理由は不透明

とはいえ、FDA内部で実際に起こっていることと、それが、今後4年またはそれ以上にわたる医薬品業界に対する異なったアプローチを意味するか否かに関しては、依然不透明だ。

オープンハイマーのアナリストであるマーク・ブリーデンバック氏は、問題は単に、FDAの負担が重すぎることにあると言う。同氏は、「新型コロナウイルスに焦点を当てた申請が大量にあり、FDAを圧倒していることは、不幸な現実である」と語る。この意見は、新型コロナ関連の申請ラッシュが収まれば、投資家に対する不快なサプライズが終わる可能性を示唆している。しかしFDAは、本誌に対して、医薬品の審査はパンデミック（世界的大流行）によって遅れてはいないと述べている。

この遅れのもう一つの原因は、現政権が正式に局長を任命していないことだ。バイデン政権誕生以来、ジャネット・ウッドコック氏が代行を務めている。トランプ政権下での新型コロナに関連した幾つかの失態の後で、FDAに対する監視の強化も相まってリスク許容度を低下させた可能性がある。シティグループのアンドリュー・バウム氏は、局長が任命されれば、通常に戻ると考えている。

しかし、FDAの厳格なスタンスが続くという向きもある。ポージェス氏は、FDAは一層慎重な思考様式に向けた、大規模な転換の過程にある可能性があるという警告する。「FDAを見続けてきた人々は私を含めて、疑いのある申請は承認が厳しくなると常に予想してきた。しかし、過去4～5年はそうではなく、今回は過去への回帰とも考えられる」と言う。

投資家は注意すべきだ。バイオ医薬品会社への賭けは、思っているよりもリスクが高いかもしれない。

By Josh Nathan-Kazis
(Source: Dow Jones)

3. 熱狂的な強気相場で何を買うべきか - What to Buy for a Manic Bull Market 世界は「ワシントン・コンセンサス」から変化

[インタビュー]

■ 規模の競争とは真逆に



Photograph by Elizabeth Weinberg

今後世界はどうなるのか。多くの地政学アナリストは、米国と中国を核として二分された世界を予想している。しかし、クロックタワー・グループのチーフストラテジスト、マルコ・パピック氏は、国家がそれぞれ自国の利益のために動く19世紀型の世界を予想し、これを「レース・トゥ・ゼロ（ゼロへのレース）」と呼んでいる。この枠組みは、産業革命時に各国が規模を競った「レース・トゥ・スケール」とは真逆のものになるという。同氏は近著で「制約」に基づく地政学分析を展開している。

本誌：制約に基づく分析とはどのようなものか？

パピック氏：政策立案者やその嗜好（しこう）が

過度に重視されている一方、投資家のスキルや情報は限られている。政治家の嗜好は恣意（しい）的だが制約に縛られる一方、制約は恣意的でも政治家の嗜好次第でもない。例えば、新興国市場で債券利回りが急上昇すれば、経済の構造あるいは地政学的、軍事的、法的な理由で金利を引き上げざるを得ないだろう。このような制約に基づくマトリクスを使うと、将来の予測が55～60%の成功率で可能となる。過去には、米国の覇権、グローバル化、ワシントン・コンセンサスが強い追い風となり、投資家を味方した。しかし今や、風向きは変わりつつある。

■ 成長は非伝統的な財政・金融政策から

Q：100年前の「狂騒の20年代」と対比して、現在を「猛烈な20年代」と呼んでいるが、その意味は？

A：熱狂的という意味だ。政治的リスクが増幅され、以前よりも事態の動きが荒くなる。猛烈な20年代は、長期的な停滞が主なテーマだった前の10年の到達点だ。間延びした回復の中で所得格差や政治問題が際立ち、低成長が政治的な亀裂を悪化させ、政治情勢が不安定になった。米国や先進国全般で社会的不安が表面化しつつある。これが投資家にとって最大のリスクだ。国内総生産（GDP）を名目上押し上げるための政策がますます加速する。国内向けの政策に重点が置かれるだろう。

Q：ワシントン・コンセンサスに取って代わるものとは？

A：ブエノスアイレス・コンセンサスだ。ワシントン・コンセンサスは英国のサッチャー政権と米国のレーガン政権時代の改革によって確立された政策を表現したもので、自由貿易、民営化、規制緩和、伝統的金融政策、景気循環に対応した財政政策などを含む。需要重視の政策が失敗した1970年代に根付き始め、国際通貨基金（IMF）や世界銀行によって広められた。しかし、これら政策の全てが今後変わるだろう。ブエノスアイレス・コンセンサスは、左傾化した政治家が1990年代後半から2000年代初頭に会議を行って策定したもので、基本的に非伝統的な財政・金融政策を通じて成長を生み出そうとする。インフレのリスクを覚えていないか気にもかけない平均的な有権者が求めるマクロ経済的な体制だ。

新型コロナウイルスの感染が拡大した時、その後の財政的対応が人類史上経験のない規模になることを機関投資家に納得させるのは非常に困難だった。その後、米国では3度にわたる大規模な景気

刺激策が実行された。ブエノスアイレス・コンセンサスの枠組みによって、われわれは昨年前半に非常に強気になった。

Q：レース・トゥ・ゼロという新たな地政学的枠組みとは何か？

A：これは、産業革命後における規模の競争の反対であり、効率を目指す競争で、他の傾向もこれを加速させるだろう。まず、ブエノスアイレス・コンセンサスがある。この新たな統制的な経済モデルは解決すべき問題を探している。気候変動や持続可能性は最高の問題だ。欧州は既にグリーン・ディールを始め、中国も同様のことを実施している。米国もバイデン政権下で同じことをするだろう。3年後の2024年に米国の大統領選挙が始まる時には、もはや石炭産業を守る共和党候補者はいなくなり、バッテリーの開発競争が論点になるだろう。ちょうど昔、ソビエトとのミサイル開発競争が論じられたように。国の利益、GDP成長率を伸ばすポピュリスト的な必要性、革命的なテクノロジーなど全てが合わさって、レース・トゥ・スケールから離反する新時代への変化が顕在化していくことになる。

■ 今後のリスク

Q：投資家にとってのリスクは？

A：第一に、インフレの上振れ。第二に、政策立案者のインフレ対応が投資家の期待外れとなる可能性だ。債券市場は米連邦準備制度理事会（FRB）の意見、つまりインフレは一時的という意見を受け入れている。例えば5年後などの長期的なインフレ指標は出遅れている。つまり、市場は依然として伝統的な金融・財政政策に基づく過去のサイクルを織り込んでいることがうかがわれる。

また、エネルギー危機もリスクの一つだ。石油メジャーにとっては、6年にわたる原油安だけでなく、ESG（環境、社会、ガバナンス）や持続可能性という圧力もある。深海油田の掘削や困難な化石燃料の採取を一体誰がやるのか。米国は視野が狭くなり過ぎてシェールばかりに注目するが、シェールだけでは不十分で、何十年もかかる困難なプロジェクトが必要だ。原油価格が1バレル150ドルに達し、しかも政策立案者らは電気自動車の利用が加速するため、これをむしろ歓迎するというリスクもある。

Q：中国はどうか？

A：2011～2013年頃は米中関係が警戒されていたが、どうやら世界が二つに分かれることはないとは私は考えている。むしろ、19世紀型の多極的な世界で、米国も中国も、同盟国の行動をいちいち制限できなくなる。フランスがエアバスの飛行機を中国に売るなら、米国はボーイングを中国に売らざるを得ない。地政学的な力の基盤である経済成長をあきらめるわけにはいかないからだ。いずれは米中間で危機が起きるかもしれないが、資本や財への影響は人々が予想するほどではないと思う。中国への投資を続けたいという機関投資家の意欲は継続するだろうし、資本の流れも続くだろう。

Q：投資家にとってどういう意味があるか？

A：われわれは今、熱狂的な強気相場にあり、前回のサイクルよりもかなり動きが速くなるだろう。前回のサイクルは誰も熱狂していなかったが、今回は慎重な傍観者となるのはむしろ軽率だ。今回のサイクルは2～3年続く可能性があり、ある時点で終わりを迎えるだろう。財政の崖で景気後退に陥るかもしれないし、インフレが行き過ぎてFRBが利上げを余儀なくされるかもしれない。しかしそれまではブエノスアイレス型の強気相場が続き、米国外の資産、新興国市場、コモディティーにとって追い風となる。高成長、高インフレを背景に株式の好調が予想されるが、最高のパフォーマンスが見込まれるのはコモディティーや新興国市場だ。そして私はドルに対して弱気な見方を取る。これが今後2年間の見通しだ。

By Leslie P. Norton
(Source: Dow Jones)

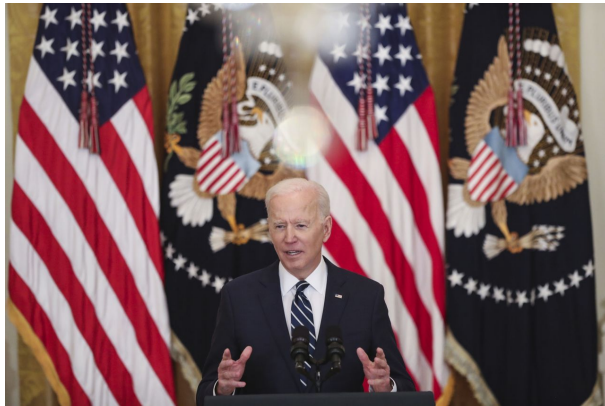
4. 増税も財政赤字もどこ吹く風—米株式市場 - Higher Taxes? Deficit Spending?

[コラム]

Why the Stock Market Isn't Worried.

パフェット氏のパークシャー、多様性にも環境対応にも反応薄

■ 増税予想、市場は動揺せず



Oliver Contreras/Sipa/Bloomberg

バイデン大統領の1兆9000億ドルの景気対策案により、法人税や高額所得者の所得税などの増税が予想されるが、市場は動揺しているように見えない。ダウ工業株30種平均（NYダウ）もS&P500指数も、26日に過去最高値を更新した。

ただ、米国債市場が落ち着きを取り戻したのに、割高なグロース株には下値圧力がかかっており、ナスダック総合指数は今週0.6%の下落となった。上場投資信託（ETF）のアーキ・イノベーション＜ARKK＞は電気自動車大手テスラ＜TSLA＞などの保有により今週6.9%下落し、年初来8.5%の下落となった。

バイデン大統領は法人税率を21%から28%へ引き上げるとの案を示しているが、ゴールドマン・サックス（GS）は25%への引き上げを有力とみている。仮に法人税率が25%になると、2022年のS&P500指数の1株当たり利益（EPS）に関するGSの予想は、従来に比べ3%下方修正され197ドルに、28%に引き上げられると9%下方修正されて185ドルとなる。

税率が25%の場合、S&P500指数の26日の終値（3974）の水準では、GSの2022年予想に対する株価収益率（PER）は約20倍となる。

ブラックストーン・グループのシニア投資ストラテジスト、バイロン・ウィーン氏によると、「バイデン氏が大統領選に勝ってから、市場は増税に対して準備してきた」という。ウィーン氏によると、現在1.68%の米10年物国債の利回りが2%を超えても、S&P500指数には今年、まだ多少の上値が見込めるといふ。

ほとんど注目されないのが財政赤字だ。ストラテガス・リサーチ・パートナーズのワシントン・チームによると、米国の今年度の財政赤字は国内総生産（GDP）の16%に相当する3兆4000億ドルとなる見込みだ。

■ SPAC市場は冷え込み

特別買収目的会社（SPAC）市場は冷え込んでいる。SPACは事業目的を特定しない会社を上場した後で未公開企業を買収し、同企業の上場を図る。多くのSPACの株価は2月の高値から20%以上下落している。

ただ、26日には、共用オフィス大手ウィーワークがSPACのボウX・アクイジション＜BOWX＞と

合併するとの大きなニュースがあった。ウィーワークの評価額は90億ドルだ。この金額は同社が2019年に上場を断念した際の評価額（470億ドル）の数分の一だったことから、投資家の関心と呼び、ボウXの26日の株価は20%上昇し11.71ドルとなった。

ウィーワークは2024年の売上高を70億ドル、利益を20億ドルと予想しているが、去年は中国を除く売上高が32億ドル、損益は18億ドルの赤字であった。損益計算には利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）を用いている。振れ幅は大きいものの、達成できるとなれば、1年後の株価は大幅に上昇している可能性がある。

■ 注目点多いパークシャー

大企業の多くはダイバーシティー（多様性）を重視するのに対し、パークシャー・ハサウェイ<BRKA><BRKB>は、ダイバーシティーや「気候変動に関連したリスクや機会」への対処についての同社の実績を数値化する株主提案の否決を推奨している。同社はダイバーシティー、公平性、インクルージョンの確保に取り組むが、60を超える事業部門の進捗を評価するのに「画一的手法」を用いるのは適切ではないとしている。「株主、当社および当社の事業の将来に関わる気候変動リスクには責任ある対処が重要」としつつも、権限が分散された当社のマネジャーにはゆとりが必要とし、「本社経営陣の命令や要求によって束縛」したくないと加える。

またパークシャーの委任状には、「当社には取締役候補選任にあたり、ダイバーシティーを考慮するというポリシーはなく、ガバナンス委員会は適格性として誠実さ、経営判断力、経営者としての自覚と当社に対する純粋な関心をチェックする」と記されている。

ガバナンス以外にも、パークシャーの注目点が多い。A株の株価は約38万8000ドルだが、同社を「買い」としている証券会社エドワード・ジョーンズ・インベストメンツのアナリストであるジェームズ・シャナハン氏によれば、3月末予想純資産に基づく株価純資産倍率（PBR）は1.3倍である。A株のここ数年の平均PBRは1.4倍だ。同氏は、「パークシャーの広範な米国内エクスポージャーによって、同社は景気回復局面での有望銘柄だ」と語る。

バーリントン・ノーザン・サンタ・フェ鉄道を中心とする産業ビジネス部門が寄与し、パークシャーの今年の利益は大幅な増益となるはずである。アナリストコンセンサスによれば、2021年のEPSは前年を18%上回る見通しだ。同社には利益を生んでいない約1400億ドルの手元流動性もある。シャナハン氏は、パークシャーの積極的な自社株買いを指摘する。同社は2020年後半に発行済株式の3%に相当する約180億ドルの自社株買いを実施したが、今四半期中の3月初めにも50億ドルの自社株買いを行った。

■ 転換証券はホットだが要注意

去年のリターンが46%となった転換証券市場がホットだ。今年は民泊仲介大手のエアビーアンドビー<ABNB>、フォード・モーター<F>、音楽ストリーミングのスポティファイ<SPOT>がゼロ金利で資金を調達し、新規発行が急増している。ビーオブエー・セキュリティーズによれば、先週半ばまでの3月の発行額は232億ドルと月間として過去最高、また年初からの発行額は389億ドルと昨年全体の1058億ドルを上回るペースとなっている。

しかし利回りがゼロかゼロ近辺となり、転換プレミアムが60%と歴史的にも高い水準となったため、将来のリターンは低下するかもしれない。注意を要するのは、先週複合メディア企業バイコムCBS<VIAC>が10億ドルの転換証券を発行したことだ。同社の株価が50%下落し、転換証券は32%下落して67ドル50セントになった。価格が急落したのは価格下落の際の損失を軽減する伝

統的なダウンサイド・プロテクション条項がなかったからである。

ただ転換証券の投資家は、このセクターは引き続き魅力的だとの見方を示している。運用資産110億ドルのほとんどを転換証券に投資するアドベント・キャピタル・マネジメントの社長兼最高投資責任者（CIO）トレーシー・メイトランド氏は、「元本を確保できる株式エクスポージャーという点が良い」と語る。同社はアドベント・コンバーチブル・アンド・インカム・クローズド・エンド・ファンド＜AVK＞を運用している。新規に発行される転換証券のほとんどは、機関投資家に割り当てられ個人投資家は購入できない。個人投資家にとって最良の選択肢はアドベント・ファンドやコロムビア・コンバーチブル・セキュリティーズ・ファンド＜PACIX＞などの投資信託、あるいは分散投資と機関投資家専用販売される商品へのアクセスを提供するSPDRブルームバーグ・バークレイズ・コンバーチブル・セキュリティーズETF＜CWB＞などのETFだろう。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

5. ハイテク株は依然として非常に割高 - By One Measure, Tech Stocks Are Back

[ハイテク]

Near Dot-Com Bubble Heights.
調整局面しばらく続く可能性

■ 昨年上昇の銘柄が今年は下落



Lightfieldstudiosprod/Dreamstime

率直に言って、ハイテク株は依然として驚くほど割高だ。ナスダック総合指数は2月12日に付けたピークから約8%下落しており、中には20%超下落した銘柄もある。しかし、総じて下落幅は小さく、バリュエーションが非常に高い銘柄は依然として多い。

バーンスタインのハイテク株アナリストを長年務めているトニー・サッコナギ氏は先週の投資家向けレポートで、2020年は投資家がほぼ株価の高さだけを理由にハイテク株を買っていたようだと言及している。実際、すべてのハイテク株を株価収益率（PER）の高さでランク付けして5段階に

分類すると、PERが最も低い段階のリターンが最も小さく、PERが最も高い段階のリターンが最も大きかった。つまり、「2020年は割高な銘柄ほどパフォーマンスが良好だった」。

サッコナギ氏によると、2013年から2017年まではハイテク株の株価上昇率は増益率と一致していたが、過去3年間は株価上昇率が増益率を上回った。株価をけん引したのはバリュエーションの上昇である。ハイテク株のリターンは、米連邦準備制度理事会（FRB）の緩和的な金融政策とパンデミック（世界的大流行）下でのハイテク導入の加速が相まったことによってけん引されてきた。

だが、投資家の行動は変化している。サッコナギ氏によると、ハイテク株は年初来で市場全体を約4%ポイントの幅でアンダーパフォームしている。最も割高な銘柄のアンダーパフォーム幅は10%ポイント、最も割安な銘柄では約6%ポイントだ。「要するに、昨年値上がりした銘柄が今年は下落し始めている」のである。

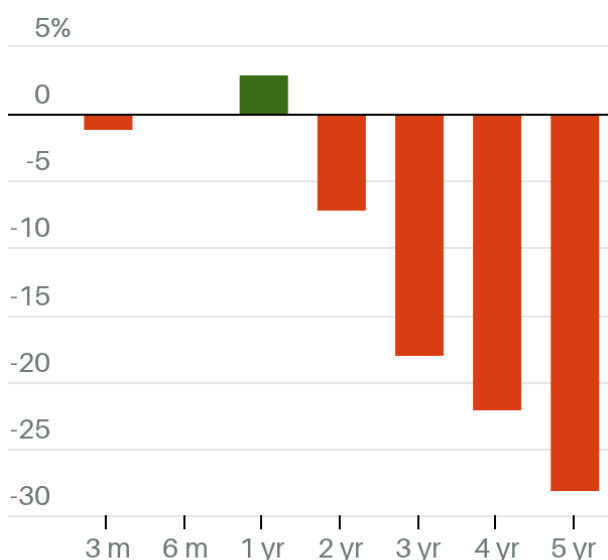
こうした調整プロセスはもうしばらく続く可能性がある。サッコナギ氏のデータは、株価売上高倍率（PSR）の高い企業が大幅にアンダーパフォームしてきたことを示しているからだ。1970～2020年の間にPSRが3年および5年にわたり15倍以上を維持した銘柄の相対リターンはそれぞれマイナス18%、マイナス28%だった。しかも、PSRが高いほど長期のリターンが悪化することも同氏のデータは示している。

これらの数字は、株高が広範囲に及んでいることを考えると特に悩ましい。サッコナギ氏によると、現時点でPSRが15倍以上のハイテク銘柄の数は366銘柄で、2017年の25銘柄から増加し、PSRが15倍以上の銘柄が1540銘柄あった2000年より後では最も多い。その後に市場で何が起こったかは誰もが知っている。

■ 割高で赤字の企業には特に警戒必要

Pricey Stocks, Bad Returns

Going back to 1970, stocks with price-to-sales multiples above 15 times have had terrible returns.



Source: Bernstein

サッコナギ氏によると、現在はハイテク企業の38%で損益が赤字となっており、この割合はハイテクバブルがピークに達した2000年3月の36%をやや上回っている。

今のところ、不採算性に対する市場の寛容さはあまり変化していない。サッコナギ氏によると、損益が赤字のハイテク企業の株価は2020年に65%上昇し、今年も年初来で黒字企業をややアウトパフォームしている。

高いバリュエーションと損益赤字の組み合わせはやがて大きな問題となる可能性がある。サッコナギ氏によると、先週末の時点でPSRが15倍以上で損益が赤字の銘柄の時価総額上位10社は、民泊サービスのエアビーアンドビー<ABNB>、写真・動画共有アプリのスナップ<SNAP>、アルゼンチンの電子商取引企業であるメルカドリブレ<MELI>、クラウドコミュニケーションプラットフォーム運営のトゥイリオ<TWLO>、オーストラリアのソフトウェア会社であるアトラシアン

<TEAM>、写真共有サービスのピンタレスト<PINS>、データ分析のパランティアテクノロジー<PLTR>、料理宅配サービスのドアダッシュ<DASH>、サイバーセキュリティ技術のクラウドストライク・ホールディングス<CRWD>、電子署名サービスのドキュサイン<DOCU>である。

投資運用会社トレジャリー・パートナーズの最高投資責任者（CIO）であるリチャード・サパースタイン氏は、バリュエーションの高さを警戒しているものの、ハイテク株を諦めようとはしてはいない。「バリュエーションが青天井のスタートアップ」と「バリュエーションが極めて割高な新型コロナウイルスの受益者」は買わず、潤沢なキャッシュフローを創出し、それを事業構築資金に充てている企業に注目していると言う。同社の保有銘柄には、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、アップル<AAPL>、アルファベット<GOOGL>、マイクロソフト<MSFT>などがある。

■ ハードウェア銘柄は依然として魅力的か？

サッコナギ氏が日常的に追跡しているハイテクハードウェア銘柄にはアップル、PC大手のデル・テ

テクノロジー<DELL>、コンピューター機器大手のHP<HPQ>、コンピューター・IT大手のヒューレットパッカード・エンタープライズ<HPE>、IT大手のIBM<IBM>、電気自動車のテスラ<TSLA>などがあるが、同氏はこれらのどの銘柄も推奨していない。ハードウェアセクターを「長期的に見て魅力がない」と考えているからだ。

これらの銘柄の中での議論の的は、昨年7月以降は市場をアンダーパフォームしているアップルに対して同氏が冷めた見方をしていることだ。アップルの株価が81%上昇した昨年、投資家は最初の高容量規格「5G」対応iPhone（アイフォーン）の発売に熱狂していた。

だが、サッコナギ氏が指摘するように、今年9月の発売が予定されているiPhoneの新モデルに関しては昨年のような投資家の熱狂はない。また、Mac（マック）とiPad（アイパッド）に関しては、売上高が新型コロナウイルスの追い風を受けた昨年の四半期から1年が経過し始めるにつれて前年のハードルが高くなる。同氏はアップルの株価は現在、過去7年間で最も割高な水準にあると言う。

一方、同氏はアップルの自動車事業への参入を材料視していない。「アップルが参入するかどうか、それがいつになるのか、財務面でプラスなのかどうか分かるのは遠い先のこと」と考えているからだ。また、テレビ事業への参入については、同社が傑出した製品を作れると判断するまでは参入しないだろうと指摘する。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

6. 景気敏感バリュー株の物色は終わっていない - The Value Stock Rotation

[米国株式市場]

Isn't Over—Not by a Long Shot.

対象の変化は一時的

■ 景気敏感株の一服



NYSE

この数カ月は景気敏感株に加え、経済の再開から恩恵を受ける銘柄がアウトパフォームしたが、投資家は先週ディフェンシブな姿勢を迫られた。債券利回りの急激な上昇が一服し、S&P500指数では公益事業や生活必需品といったセクターが最も高いパフォーマンスとなった。しかし長期的なトレンドは、依然としてバリュー株や景気敏感株に有利な状況だ。

この変化に明確な一つのきっかけがあったわけではない。欧州でのワクチン接種の不調、ロックダウン（都市封鎖）の再度の実施もしくは延長、米国の新型コロナウイルス感染の再拡大、スエズ運

河の通航遮断による世界貿易への影響、突然浮上した将来の増税への懸念など、さまざまな要因が考えられる。いずれにせよ割高な市場では、ボラティリティの上昇や安全資産への反射的な逃避には、多くの懸念材料を必要としないものだ。

主要株価指数を見ると、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は1.4%上昇して史上最高値となる3

万3072ドル88セントで週を終えた。S&P500指数も1.6%高の3974.54と、史上最高値での引けとなった。一方、ナスダック総合指数は0.6%下落して1万3138.72となり、小型株のラッセル2000指数は2.9%安の2221.48で週末を迎えた。

■ 物色動向の一巡感

ラッセル2000指数は過去6週間で5回目の週間ベースでの下落だったが、小型株は景気動向に敏感に反応するため、年初来のパフォーマンスはNYダウとS&P500指数の1桁台半ばの上昇に対して12.5%の上昇であり、まだ大きくリードしている。ハイテク銘柄の多いナスダック総合指数は年初来でほぼ横ばいだ。

ラッセル2000指数は3月中旬に付けた史上最高値から先週末までに約6%下落した。一方、S&P500指数の金融セクターとエネルギー・セクターは、いずれも直近の高値から5%前後下落している。昨年11月に製薬大手のファイザー<PFE>とモデルナ<MRNA>が新型コロナワクチンに関する前向きな治験結果を発表してからバリュー株や景気敏感株は急上昇しており、長い上昇局面の後の多少の調整を過度に重視するべきではない。

トゥルーイスト・アドバイザリー・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・ラーナー氏によると、そもそも金融株は過去3年間でS&P500指数に対して25%、エネルギー株では67%のアンダーパフォームとなっている。その間、小型株は大型株に対して約10%の出遅れとなっており、今後の業績予想の回復が早まっているにもかかわらず、大型株に対して2002年以降で最も割安な水準にあると同氏は指摘する。

ゴールドマン・サックスの米国株式チーフ・ストラテジストであるデービッド・コスティン氏のデータによると、S&P500指数の予想株価収益率（PER）20倍という現在のバリュエーションは、過去30年間で上位10%の水準にある。しかし割高感にめまいを感じる投資家でも割安な銘柄群を見つけることは可能だ。金融株はS&P500指数に対して30%割安となっており、過去の相対的なバリュエーションの中では下位9%の水準にすぎない。エネルギー株の場合はS&P500指数に対して13%のディスカウントで、下位21%となっている。一方、ハイテク株はS&P500指数に対して16%割高で、過去30年の中では下位45%にある。

エバーコアISIのストラテジストを務めるデニス・デブッシュェール氏は、セクターのキャッシュリターン利回りに注目する。キャッシュリターンは配当金と自社株買いの合計額であり、この指標で過去と比較すると、資本財、素材、エネルギー、金融の各セクターが魅力的になっている。

同氏は、最近の成長株の出遅れに巻き込まれている大型ハイテク銘柄にも注目している。アップル<AAPL>やマイクロソフト<MSFT>などの大型ハイテク企業には平均以上の長期的な期待成長が確実に見込めるほか、目先の利益やキャッシュフローの創出力も大きい。これは電気自動車のテスラ<TSLA>のように、現在ほとんど利益は出てないが、遠い将来にキャッシュフローの大部分が得られると予想される投機的な銘柄とは異なる。

■ バイデン大統領の計画と増税

米国の新型コロナのパンデミック（世界的大流行）の実質的な収束は迫っており、経済が数十年ぶりの力強い成長を遂げようとする中で今年の企業業績は記録的なものになると予想されている。景気敏感株に有利なファンダメンタルズ要因はまだ十分に存在しており、1年程度の時間軸を持つ投資家はそこに投資を続けるべきだ。

とはいえ、今後数週間が波乱に満ちた展開にならないとは言い切れない。バイデン大統領は今週の水曜日に、インフラ、社会的理念、脱炭素技術への多額の投資を含む「Build Back Better」計画を発表する。

この計画には3兆ドルの費用がかかると報道されているが、その大盤振る舞いを補うために対象をしぼった増税も含まれている。バイデン大統領が掲げる法人税増税（法人税率28%、最低税率15%、米国外軽課税無形資産所得（GILTI）税率の21%への倍増、社会保障費用の追加など）の法案が全て成立した場合、ゴールドマンのコスティン氏によると、2022年のS&P500指数の1株当たり利益に対して約9%の減益要因になる可能性がある。

株価が2022年の業績予想を本格的に織り込むのは今年の夏以降だ。現在のシナリオは、超金融緩和策を背景に、景気と業績の回復が続くことが全てとなっている。しかしその過程で紆余（うよ）曲折が予想されることは念頭に入れておくべきだ。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

7. アーク・イノベーションETF、1年で保有銘柄に変化 - Why ARK Innovation Is a Different Fund Today Than It was a Year Ago. 大型株、ハイテク株ヘシフト

[ファンド]

■ 2020年のリターンは153%



Photograph by Will Crooks

2020年は全てにおいて変化の年であったが、とりわけ大きな変化もあった。上場投資信託（ETF）であるアーク・イノベーションETF<ARKK>は、2019年には36%のリターンを記録した比較的地味なアクティブ運用ファンドだったが、2020年に153%のリターンを叩き出し、トップパフォーマーに躍り出た。同ファンドのマネジャーであり、アーク・インベストメント創業者のキャシー・ウッド氏は一躍有名になった。

2021年に入り、値動きは荒くなっている。運用資産220億ドルの同ファンドは2月半ばまでに26%上昇した後、6週間にわたって下落し、現在は年

初来9%安となっている。投資家は過去1年間のアーク・イノベーションETFの保有銘柄の劇的な変化を理解し、各人のポートフォリオにおける同ファンドの役割を確認する必要がある。

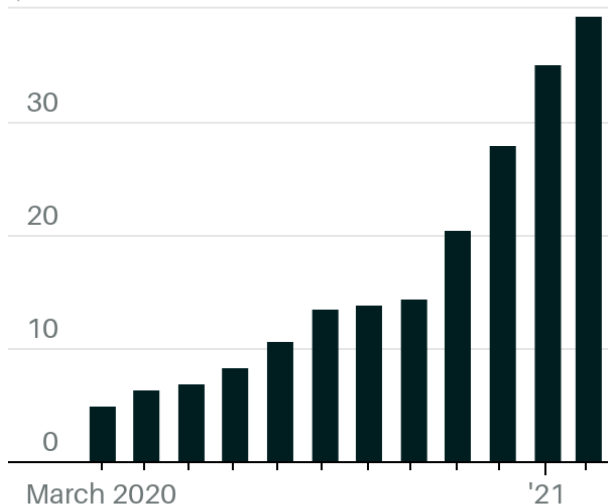
■ 小型株からより大型株へ

Stepping Up

The ARK Innovation ETF has grown from a small-cap fund to a solid mid-cap fund.

Average market cap

\$40 billion



Source: Morningstar

1年前、アーク・イノベーションETFは小型株ファンドであった。今では運用資産の51%を大型株が占める中型株ファンドとしての地位を確立している。保有銘柄の平均時価総額は、昨年3月時点の50億ドルから今年2月末には390億ドルに拡大した。保有銘柄の株価上昇が大きな理由だが、特に、最大の保有銘柄である電気自動車メーカーのテスラ<TSLA>は、最近の下落を考慮しても、過去1年間で500%上昇した。

多くのアクティブ運用ファンドには、購入および継続的に保有する企業の規模に制限があるが、アーク・イノベーションETFにはそのような制約はない。時価総額5940億ドルのテスラから10億ドルの生物医学関連企業シーラス<CERS>まで、同ファンドはさまざまな規模の銘柄を保有する。

「時価総額に関してはあまり気にしていない。それよりもイノベーションが重要だ」とアークのクライアント・ポートフォリオ・マネジャーのレン・レッジ氏は言う。

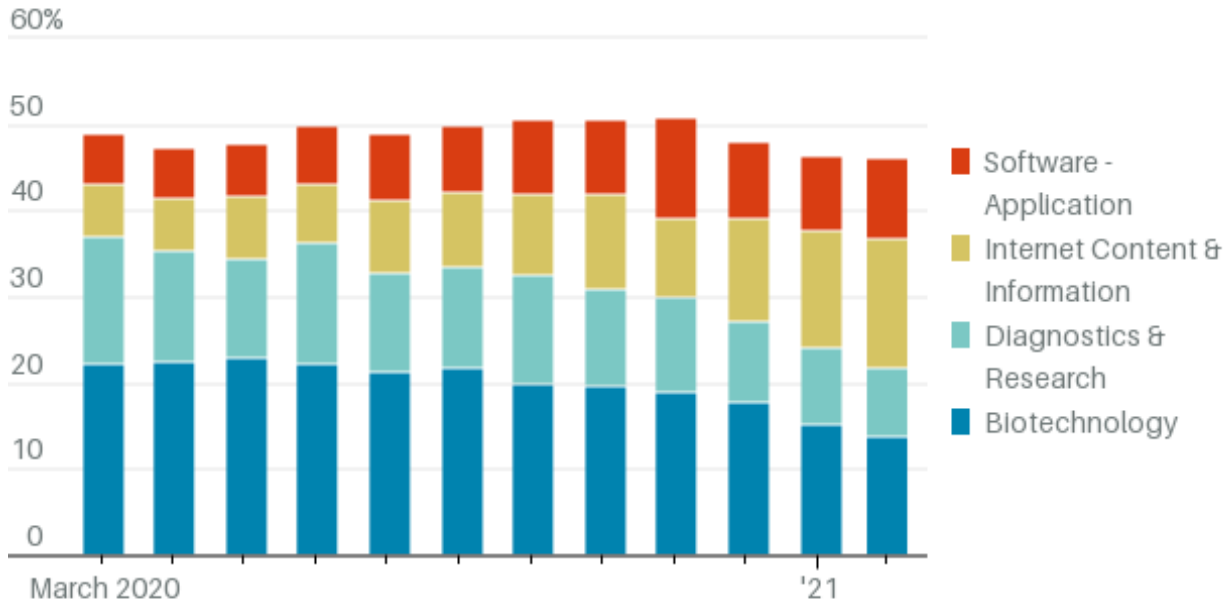
大型株への傾斜配分は、保有株の株価上昇だけが原因ではない。過去数カ月間で、同ファンドはオーガノボ・ホールディングス<ONVO>など、主にバイオテック関連の小型株を売却する一方で、電子決済サービスのペイパル<PYPL>や、オンラインショップ構築プラットフォームを提供するショップファイ<SHOP>、オンライン会議用ビデオソフトのズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>など、大型インターネット銘柄を大幅に追加した。また、中国のソーシャル・ネットワーキング・サービス大手のテンセント・ホールディングス（騰訊控股）<TCEHY>、同じく中国のインターネット検索エンジン大手のバイドゥ（百度）<BIDU>、シンガポールのインターネット企業であるシー・リミテッド<SE>、任天堂<7974>など、昨年7月には保有していなかった米国以外の銘柄も購入している。

■ ヘルスケアからインターネットへ

Shifting Pieces

The industry makeup of ARK Innovation ETF has changed a lot over the past year.

Portfolio weight of top industries



Source: Morningstar

セクター構成も変化した。昨年3月の時点ではバイオテックと診断・検査関連銘柄がファンドの最大のセクターであり、それぞれポートフォリオの22%と15%を占めていた。今年2月末時点では、バイオテックは14%、診断・検査関連は8%を占めるにとどまっている。一方で、インターネットとソフトウェア銘柄は増えている。昨年3月時点ではそれぞれ6%だったのが、今年2月時点ではインターネットが15%、ソフトウェアが9%となっている。とはいえ他の中型グロース株ファンドに比べれば、同ファンドの保有銘柄はヘルスケアが多くハイテク系は少ないと、モーニングスターのポートフォリオ・ストラテジストであるエイミー・アーノット氏は言う。

ファンドの空前の成長がファンドを大型株投資へ向かわせたのではないかと見る向きもある。昨年、同ファンドへの新規資金流入額は160億ドルに達した。その資金で小型株に投資すると、アークの持分比率が一気に上昇し、危険な水準に達してしまう可能性がある。その観点から見れば、より流動性の高い大型株を購入の方が安全な選択肢となる。「ファンドが大きくなればなるほど小型株への投資は難しくなる」とアーノット氏は言う。

アークは、最近の売買判断は持分比率とは無関係であり、あくまでも確信度、バリュエーション、戦術を考慮したものだと言明する。レッジ氏によれば、アークは昨年からの市場の調整にも備えており、大型株の追加はダウンサイド・プロテクションと、下落局面で有望銘柄を低価格で購入するための準備金のような役割を果たすと言う。

ポートフォリオの特徴が、小型株から中型株へ、ヘルスケアからインターネットへと変化したことで、アーク・イノベーションETFは将来的にボラティリティが低くなると考えられる。バイオテック企業の多くは製品が承認されるまでキャッシュフローや売り上げがないが、インターネット企業は通常、市場で何らかの製品やサービスを提供しているからだ。

■ 2021年のパフォーマンスはテスラ株次第

2021年のパフォーマンスは、2020年よりも2019年に近いものになるのかもしれない。アーノット氏は「ファンドが今でも非常にアグレッシブなグロース株ファンドであることに変わりはないが、運用資産が増えるとパフォーマンス維持が難しくなることもある」と言う。

レッジ氏は、「ファンドの規模が大きくなっても、必ずしも成長が鈍化するわけではない」と言う。アークはテスラの2025年の目標株価を3000ドルに引き上げたばかりだが、これは現在の株価より385%も高い。同氏は、「規模が大きく革新的な先行企業が既に地位を確立している業界では、小さなライバルが参入するのは難しい。小規模な電気自動車メーカーが特別買収目的会社（SPAC）と合併して相次いで上場しているが、われわれはこれらの企業には投資しない。この業界は資本集約型であり、テスラはライバルのはるか先を行っている。われわれのポートフォリオで、数年前のように小型株へのエクスポージャーが増えることはないだろう」と述べる。

By Evie Liu
(Source: Dow Jones)

8. FRBと袂を分かちインフレリスクに備えよ - Go On, Fight the Fed: Why and How Investors Should Gird for Inflation Risk. その理由と投資戦略

[金融政策]

■ 当面インフレは起きないか



Justin Sullivan/Getty Images

この2週間、米連邦準備制度理事会（FRB）は物価の上昇が経済的なものではなく計算上の一時的なものであることを投資家に納得させようと懸命に取り組んできた。先週、FRBのパウエル議長は連邦議会で、3月前半に1兆9000億ドルの景気刺激法案が署名された後のコメントを繰り返し、「物価に上昇圧力がかかる可能性はあるが、インフレへの影響は特に大きくはなく、持続的なものにならないと見ている」と述べた。前年比の物価上昇率を計算する際に1年前のロックダウン（都市封鎖）で落ち込んだ時の価格水準を使用すると、いわゆるベース効果によってインフレ率が表面的

に高くなることは理解できる。しかし、銅から原油、住宅、散髪まで価格が上昇している時に、何を根拠に物価の上昇が一時的であると判断するのだろうか。

財政および金融による景気刺激策によって、この1年でマネーサプライが4兆2000億ドルも増加しているため、インフレが一時的な計算上の要因によるものだという説明に投資家が疑問を抱くのは当然だ。ヤルデニ・リサーチのエドワード・ヤルデニ社長は、M2（現金、預金、マネーマーケットファンドの持ち分を含むマネーサプライ指標）が昨年から27%増加しており、今年後半には、ワクチンの接種を受けた人の数が増えるとともに供給サイドの仕入れ価格上昇が長引くことにより、インフレを伴った好景気になると言う。

■ 企業利益には既に影響

Pressure Cooker

Companies have been absorbing higher input prices at the expense of profit margins, but that could change as businesses see prices surging at a record rate.

Percent Change, Month Over Month

■ CPI ■ PPI



Source: Federal Reserve Bank of St. Louis, Labor Department

最高投資責任者（CIO）は、価格の上昇を一時的なものと思えば、企業幹部は苦痛を伴う価格引き上げはしないだろうと言う。しかし、価格転嫁が行われないのはマクロ経済的には良い兆候であっても、企業の利益には負担となり、株価にとっても問題となる。ドル安も原材料価格の上昇につながるため、懸念材料だ。

問題は製造コストにとどまらない。債券利回りの上昇により、とりわけ社債発行残高が記録的な水準にあることから、全ての業界で借入れコストが増大する。「パウエル議長は債券利回りの反発を景気回復に対する期待によるものであるとして満足している様子を示したが、FRBは債券自警団を悪者にして引き締めを行うつもりだ。債券利回りは急騰が続く可能性が高い」とヤルデニ氏は語る。

金利上昇の影響は事業コストにとどまらない。オルタナティブ投資会社アポロ・グローバル・マネジメントのチーフ・エコノミスト、トルステン・スロック氏は、金利の上昇はインフレ期待に影響すると指摘する。予想インフレ率を約2%に維持することは、FRBのインフレ制御能力にとって極めて重要だ。価格の上昇が続くという予想は支出の前倒しにつながり、価格が上昇するという自己実現的な予言になりかねないからだ。最近の幾つかの指標は、そうした予想が2%をはるかに上回っていることを示している。アトランタ連銀の3月のレポートによると、企業の1年後の予想インフレ率は同調査が始まった2011年以降で最も高い2.4%に達している。ミシガン大学によれば、55歳以上の予想インフレ率は2015年5月以降で最高となった。米国消費者支出の40%をこのグループが占めるため、このことは特に注目に値するとスロック氏は言う。

一方、市場はインフレ率の大幅な上昇を既に織り込んでいる。ミネアポリス連銀がまとめた指標によると、トレーダーは消費者物価指数が今後5年間で3%を超える確率を30%とみている。これは、約1000万人の失業者を重視し、通常よりも高いインフレ率に寛容な姿勢を示すことにより、FRBが

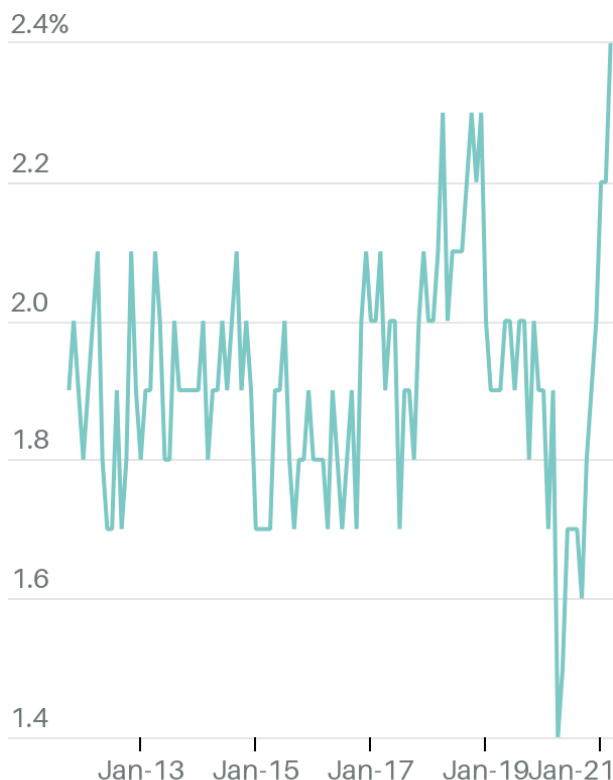
最近のさまざまな経済指標からインフレは一時的なもので終わらない可能性が高いが、一時的な価格上昇であっても企業の利益に影響が及ぶというエビデンスもある。労働省の1月および2月の統計によれば、生産者物価指数の上昇率が2019年7月以来初めて消費者物価指数の上昇率を上回った。2カ月ではトレンドとはならないが、この変化は多くの企業が直面する価格圧力の高まりを反映するとともに、少なくとも現時点では企業がこうしたコストの上昇を吸収し、顧客に転嫁していないことを示している。調査会社IHSマークイットは先週の3月購買担当者景気指数（PMI）で、「過去の調査の水準をはるかに上回る価格の上昇が続いている」と述べている。フィラデルフィア連銀の直近の製造業調査によれば、仕入れ価格は1980年以降で最も高い水準にある。

企業がコストの増加を顧客に転嫁していないという事実は、価格上昇が一時的なものであるとするFRBの見方とも整合する。モルガン・スタンレー・ウェルスマネジメントのリサ・シャレット

後手に回る方に賭ける市場参加者が増えていることを意味する。ヤルデニ氏は、夏にはインフレ率の上昇が一時的なものではないことが判明すると見ている。6月以降、前年比で2.5%を超えていれば、価格の上昇が実際に問題であることが判明する。それが同氏の予想でもある。FRBは2024年より前に利上げしない意向を示しているが、ヤルデニ氏は「FRBはこれまでの説明よりも早く利上げせざるを得ないだろう。来年は利上げしないわけにはいかない」と言う。

■ 投資家が取るべき対応とは

Expected Change to Unit Costs Over Next 12 Months



Source: Atlanta Fed

では、FRBと市場でインフレについての見方が明らかに食い違い、インフレ率が上昇基調にある中、投資家は何をすべきか。バークレイズの株式ストラテジストは、予想インフレ率がセクターおよび株価に与える影響を定量化するためにインフレ率の代理変数を構築し、この代理変数を使用して、市場が予想するインフレ率の上昇に伴い購入を検討すべき銘柄と売却を検討すべき銘柄のリストを作成した。これによると、メディア株、銀行株、エネルギー株が買いであり、資本財関連株、ヘルスケア株、不動産株が売りだ。買いリストの上位銘柄には、石油・天然ガス企業のハリバートン<HAL>、メディア大手のバイアコムCBS<VIAC>、エネルギー企業のパイオニア・ナチュラル・リソースズ<PXD>、地銀大手のコメリカ<CMA>、および電気機器メーカーのエマソン・エレクトリック<EMR>が含まれる。売り検討銘柄リストには、不動産投資信託（REIT）のクラウン・キャピタル・インターナショナル<CCI>、衛生技術を提供するエコラボ<ECL>、およびセキュリティ製品メーカーのアレジオン<ALLE>が含まれる。

そのほか、アナリストによれば、債券のウェートを下げ、ゼロ金利環境ではパフォーマンスが良かった新興国市場株の下落に備えるべきだという。金利感応度が高い高成長のハイテク企業株に加え、生活必需品株、および公益企業株も、インフレがより本格化、長期化する環境では魅力が薄れる。一方、景気循環株や銀行株は恩恵を受けると予想される。

インフレ議論の動向を押さえなければ、賃金統計を注視すべきだ。結局、賃金がほとんどの企業にとっては最も大きなコストであり、賃金インフレは長い間起きていないからだ。

FRBが正しく、インフレ率の上昇は一時的なものである可能性もある。しかし、景気の回復が続き、巨額の景気刺激策が実施され、供給サイドの価格圧力が明らかである以上、FRBが間違っている可能性に備えないのは、金利とインフレ率の上昇に備えるよりもコストが高くつくように思われる。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

9.

楽に儲けた後で買う株 - Here Are the Stocks to Buy Now That the Easy Money
Has Been Made.
長期投資にふさわしい株

[米国株式市場]

■ 長期投資の実績と今後の見通し



David Paul Morris/Bloomberg

トレーダーは短期でトレードし、投資家は長期的に投資すると言われる。トレードは博打みたいなもので、投資は思慮深い成熟した手法だ。しかし長期的投資は他の賭けと同じで、株価が買った水準よりも上昇するという賭けだ。

投資家は長期的に本当にどれだけ期待できるのだろうか？クレディスイスのグローバル・インベストメント・リターンズ・イヤーブック2021年版によると、2010年から2021年までの米国株のインフレ調整後の年率リターンは、この間ひどい弱気相場が一回とその一步手前の局面が何回もあったのにも関わらず、11.3%と素晴らしいものだった。

た。しかし、その前の10年間は悲惨なもので、インフレ調整後の年率リターンはマイナス2.3%だった。

そして一番の問題は次の10年がこのどちらに転ぶか分からないことだ。このイヤーブックの著者であるエルロイ・ディムソン氏、ポール・マーシュ氏、マイク・ストーントン氏は「21世紀の最初と次の10年間のリターンを個別に見ても将来の株式の期待超過リターンの手掛かりにならない」と語る。

しかし、次の10年間にリターンがマイナスになる可能性は低い。ビーオブエー証券のデータによると、1929年以降を10年間に区切ってみると、S&P500指数が下落したのはその間の6%でしかない。ここで問題なのは現在の20倍を超える株価収益率（PER）ではS&P500指数の今後10年間の期待年率リターンはわずか2%に過ぎず、配当利回りの2%を加えてもトータルリターンはたった4%に過ぎない。

しかし過去の低リターンの時期でも1年間ではなく10年間保有することで、損失を被る確率を45%から10%程度に軽減できた。バンク・オブ・アメリカのストラテジストであるサビタ・スブラマニアン氏は「特に米国株は保有期間を延ばして損失を避けることが出来る」と語る。

■ 品質に賭ける

もし損失の限定が目的ならば、どのような銘柄を保有するかも大切だ。過去1年間の市場の回復はいわゆる質の低い銘柄と呼ばれるS&Pのクオリティ・ランキングでB格かそれ以下の銘柄に牽引されており、質の高い銘柄を48%ポイントアウトパフォームした。

しかし、今では質の高い銘柄のバリュエーションが市場全体の0.9倍の一方、質の低い銘柄は1.2倍となっている。スブラマニアン氏は「質の高い銘柄は無視され続けている。バリュエーション、投資家の保有状況と歴史の教訓から見て、質に賭けることが目先から長期にわたってより良い投資戦略であることが示唆される」と語る。

質の高い銘柄への最も簡単な投資方法は以下のような上場投資信託（ETF）だ。自己資本利益率（ROE）、負債比率、利益とキャッシュフローのギャップの観点で最も品質スコアが高い銘柄で構成するインベスコS&P500クオリティETF＜SPHQ＞。低いレバレッジ、高いROE、安定利益成長の大型・中型株を保有するiシェアーズ・エッジMSCI米国クオリティ・ファクターETF＜QUAL＞。どちらのETFも大手医薬品会社メルク＜MRK＞や大手クレジットカード会社のマスターカード＜MA＞を保有しており、2020年3月23日の安値から配当の再投資を含めてSPHQは54%、QUALは59%と良いリターンだったが、S&P500指数の75%ほどではなかった。どちらのETFも今後質に賭けるには十分な方法だろう。

■ 長期投資向けのアプライドマテリアルズ

半導体製造装置メーカーのアプライドマテリアルズ＜AMAT＞は両方のETFが保有しているが、先週インテル＜INTC＞が設備投資額を最高190億ドルまで増額し、米国内で二つの半導体ファウンドリーを建設すると発表したことが追い風となった。

しかし、それだけではない。最近、製造した半導体に重大な欠陥があるかどうか人工知能（AI）を使って判定できる新製品を発表した。半導体メーカーであるKOKUSAI ELETRICの買収は中国当局の承認を得られなかったが、約75億ドルの買収資金を自社株買いに使う予定だ。ビーオブエーのアナリストであるビベク・アーヤ氏は、4月6日のインベスターデイで1株当たり利益（EPS）を9ドルに引き上げる筋道を提示できれば株価上昇のきっかけになると語る。

アーヤ氏はまた、2022年のEPSベースでPERは18倍で割安に見え、特に資本財銘柄のPER24倍と比較して割安だと語る。しかも売上高フリーキャッシュフロー比率は26%に達する見通しで、これは典型的なS&P500指数の資本財銘柄の同比率の2倍に達する。アーヤ氏はレポートで「AMATは資本財企業のようなメーカーであってより質が高く、少なくとも資本財企業並みのバリュエーションがふさわしい」と説明し、投資家がAMATの投資ストーリーをより受け入れる中でバリュエーションのギャップは埋まると考える。

まさに長期投資にふさわしい銘柄のようだ。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - Intel Presents a \$20 Billion Bill for a Turnaround. Investors Don't Like It. インテルの200億ドル投資計画、投資家は懐疑的

[経済関連スケジュール]

■ 新工場建設計画も、完成は2年後



Illustration by Elias Stein

半導体大手インテル<INTC>の株価は、投資家が同社の業績回復を期待し始めたことでここ5カ月間で40%上昇していた。今週、業績回復のための計画が発表されたが、投資家は再び懸念を抱いた。株価は金曜引け前に上昇したものの、発表以降ほぼ下落が続いた。

インテルは、200億ドルを投じてアリゾナ州に2カ所の新工場を建設する予定であり、他社開発品の製造を請け負う受託生産部門を創設する。一方で、台湾の半導体製造会社である台湾積体電路製造(TSMC) <TSM>などへの、自社の最新製品の

委託生産も増やす。「我々は追いつくために駆け足で動いている」インテルのパトリック・ゲルシンガー最高経営責任者(CEO)は、本誌に対してこう語り、「2~3年かかっていたプロセッサの開発周期を、1年に短縮する」として、次世代チップの設計・生産に必要な時間を削減する意向だ。

そのための予算は少額ではない。同社は、年間の設備投資額を190億~200億ドルと見積もる。23日の発表前まで、アナリストは2021年度の設備投資額を147億ドルと予想していた。同社の発表した予算には具体的に新工場の建設が含まれるが、これは売り上げの約30%を占める額だ。過去4年間の設備投資額は、売り上げの約20%だった。

ゲルシンガーCEOは、世界的なチップの供給不足は少なくとも今後2年間は続くと見るが、これは新工場建設にかかる期間とほぼ同じ長さだ。同CEOは、新型コロナウイルスのパンデミック(世界的流行)にも原因があると主張する。「パンデミックによって、デジタル・プラットフォームと人とのあらゆる関わりが加速された」と述べ、「新型コロナウイルスの影響でサプライチェーンの問題に直面したにもかかわらず、テレワークや家庭学習、遠隔医療など、すべてにおいてデジタル化が進んでいる」と語る。

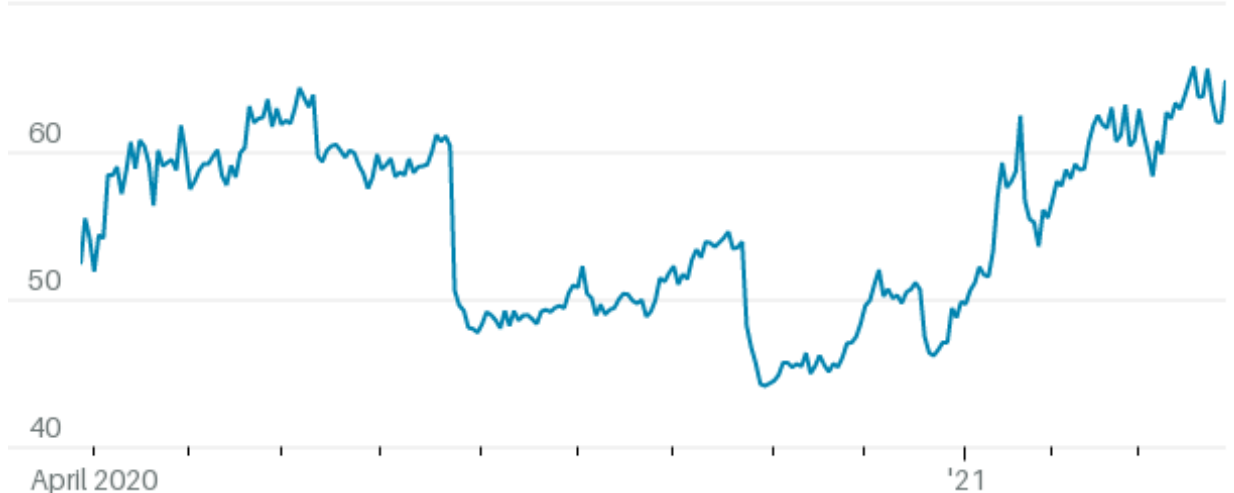
■ 今週の予定

Powered by Hope

The chip giant's shares fell on weaker results, then recovered with talk of a turnaround.

Intel Stock, April 1, 2020, to March 25, 2021

\$70



As of March 26, 4 p.m. ET

Source: FactSet

3月29日（月）

- ・ ダラス連銀が、3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12.3と、2月の17.2を下回る。同指数は7カ月連続で上昇しており、同地域の製造業セクターが拡大していることを示す。

3月30日（火）

- ・ 独バイオ製薬のビオンテック<BNTX>、ペット関連の電子商取引（Eコマース）を手掛けるチュイー<CHWY>、スポーツウエアメーカーのルルレモン・アスレティカ<LULU>、調味料大手のマコーミック<MKC>、大手アパレルメーカーのPVH<PVH>が四半期決算を発表。
- ・ エレベーター・メーカーのオーチス・ワールドワイド<OTIS-W>がコンファレンスコールを開催し、同社のESGに関する取り組みを説明する。
- ・ 1月のS&Pケース・シラー住宅価格指数発表。主要20都市圏の住宅価格指数のエコノミスト予想は、前年同月比11%の上昇で、2020年12月の同10.1%上昇を上回る。12月は、アリゾナ州フェニックス、ワシントン州シアトル、カリフォルニア州サンディエゴの西部3都市の指数が同13%超上昇している。
- ・ 3月のコンファレンス・ボード消費者信頼感指数発表。エコノミスト予想は95（2月は91.3）。パンデミック直前の2020年2月に記録した132.6と比べると低水準にとどまる。

3月31日（水）

- ・ 給与計算代行のオートマティック・データ・プロセッシング<ADP>が3月の米民間雇用者数を発表。コンセンサス予想は、前月比40万1500人増（2月は11万7100人増）。2020年3月以来では、約950万人減となっている。
- ・ 半導体大手マイクロン・テクノロジー<MU>、ドラッグストアチェーン大手のウォルグリーン・

ブーツ・アライアンス＜WBA＞が決算発表。

- ・ スーパーマーケット・チェーン大手のクローガー＜KR＞がバーチャルで2021年度投資家向け説明会を開催。
- ・ 3月のシカゴ購買部協会景況指数（シカゴPMI）発表。コンセンサス予想は60.5と2月から1ポイント上昇。1月の指数は、2年半ぶりの高水準となった。
- ・ 全米不動産協会（NAR）が2月の中古住宅販売保留指数を発表。コンセンサス予想は前月比3%低下（1月は2.8%低下）。住宅販売は在庫不足もあり、ピークを過ぎた状態となっている。

4月1日（木）

- ・ 中古車販売大手カーマックス＜KMX＞が第4四半期決算発表。
- ・ サプライ管理協会（ISM）が3月の製造業PMI発表。エコノミスト予想は60.5と、2月とほぼ同水準。2月の60.8は、世界金融危機後の最高値と同じ。
- ・ 2月の建設支出発表。予想は前月比0.8%減の季節調整済み年率換算1兆5100億ドル（1月は同1.7%増）。

4月2日（金）

- ・ 3月の雇用統計発表。非農業部門就業者数のコンセンサス予想は前月比52万5000人増（2月は37万9000人増）。失業率は6.0%と2月の6.2%から低下し、パンデミック以来の最低水準が予想されている。

By Max A. Cherney
(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』 2021/03/28

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