

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2021/05/16

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 上昇する米国のインフレ率、見た目より過熱の可能性 - Inflation Is Here and Rising. The Fed Might Be Behind the Curve [カバーストーリー]
FRB、対応遅れの可能性も P.2
2. 外出解禁後も買えるステイホーム銘柄 - Which Stay-at-Home Stocks to Buy When Everyone Is Out of the House [フィーチャー]
ポストコロナで生き残れる巣ごもり・在宅関連企業 P.5
3. 資産運用の今後を決定づける10のテーマ - 10 Themes That Will Define the Future of Asset and Wealth Management [フィーチャー]
JPモルガン資産運用部門トップの見方 P.8
4. 高齢化と老後の人生を考え直す時がきた - It's Time to Rethink Aging and Retirement, AARP's Jenkins Says [高齢化]
「老後のための貯蓄」から「人生のための貯蓄」へ P.10
5. 大局的テーマとミクロのトレンド予測が重要ーリサーチ業務の未来 - What's Next for Wall Street Research? Big Themes, More Data [インタビュー]
ビーオブエー・セキュリティーズのリサーチ部門責任者に聞く P.12
6. はじけたSPACバブル、押し目狙いの銘柄を探す - The SPAC Bubble Has Popped. Where to Find Bargains Now. [フィーチャー]
投資家は事業内容を精査すべき P.14
7. 市場のボラティリティより経済指標の振れが問題 - Stock Market Volatility Isn't the Big Problem. Economic Volatility Is. [米国株式市場]
不安定な局面を乗り切るための視点 P.16
8. 高いインフレ率に打ち勝つ方法 - It's Not Jimmy Carter's Inflation, but It's Still Worrisome. How to Beat It. [コラム]
金、TIPS、インフレ対応ETFが狙い目 P.18
9. 新車供給不足を背景に浮上するオンライン中古車販売銘柄 - Used Cars Are Hot. So Are Online Car Dealers. [ハイテク]
上値余地が期待できるのはブルームとシフト・テクノロジーズ P.20
10. 今週の予定 - PTSD Sufferers Might Have a New Treatment with Psychedelics [経済関連スケジュール]
幻覚剤が、PTSDの新たな治療に使われるかもしれない P.22

※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. 上昇する米国のインフレ率、見た目より過熱の可能性 - Inflation Is Here and Rising. The Fed Might Be Behind the Curve [カバーストーリー]

FRB、対応遅れの可能性も

■ 実感と乖離する指標

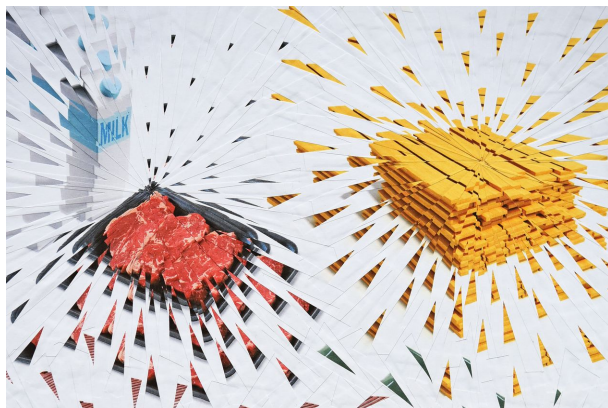


Illustration by Lola Dupre

家具小売店のネブラスカ・ファニチャー・マートのアーブ・ブラムキン会長は、輸送用コンテナ1基の価格が過去6カ月で3500ドルから1万ドルへ上昇したと話す。コンテナ不足により海外のサプライヤーの在庫が枯渇して生産を停止したこともあり、同社の受注残は数カ月前の6倍に増えた。ブラムキン氏によれば、あらゆる商品やサービスのベンダーが過去3カ月で複数回にわたり3~8%の値上げを実施している。祖母の代から同社を経営する同氏は、「1970年代以外で今ほど大きい物価の上昇を経験したことはない」と語る。

今や全米で同じことが起きている。しかし、米連邦準備制度理事会（FRB）が重視するインフレ指標が長年の目標である2%に近いと、金融・財政政策は依然としてリセッション（景気後退）に合わせた内容となっている。FRBのパウエル議長など主要な中央銀行関係者は、インフレ率が上昇しているのは経済再開やコロナ禍による前年の発射台の低さが原因で、インフレは「一時的」であると主張する。

しかし、現場の事業主や消費者にとって、政府のインフレ指標と政策決定者のコメントはまるで別世界の話だ。食料品店の買い物客、住宅購入者、メーカー、小売業者に言わせれば、インフレは実際に起きている。現実では、コアインフレ率のように食品・エネルギー価格を無視することはできない。またインフレ指標には直接反映されないが、中古住宅の価格は17%上昇している。平均的な米国人の家庭では、食品、エネルギー、「シェルター」（賃料などの住居費）への支出は税引き前所得の約50%を占める。

賃金に関する主要インフレ指標には、採用時の契約金の増額も反映されていない。経済が予想より早く回復する一方、9月まで失業保険金が増額され、アマゾン・ドット・コム<AMZN>など大手企業が賃上げを実施する中、全米の企業が人材の採用を急いでいる。ピザの宅配ドライバーやトラック運転手、歯科衛生士に至るまで、あらゆる仕事に多額の契約金が提供されている。

政府が公表するインフレ指標と企業や消費者の実感にギャップがあるという事実は、インフレが見た目より過熱していることを示唆する。両者の乖離（かいり）による影響は、投資リターン、インフレ期待、金利に加え、社会保険給付の支払い、所得税率の調整、経済成長率の算出など多岐にわたる。

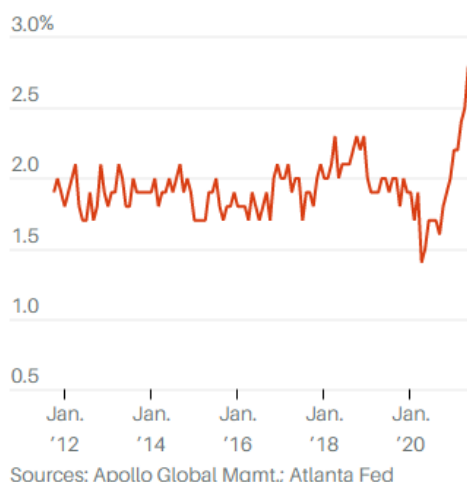
ヤルデニ・リサーチのエド・ヤルデニ社長は「よく目を開いて見れば、あらゆる場にインフレ圧力が生じているのが分かる」と語る。同氏はその証拠として、新型コロナ対応による財政支出が5兆ドルを超えた結果、マネーサプライ（M2）が前年比で26%増加し、1943年以降で最大の伸びとなったことを挙げる。一方FRBは、コロナ対応として開始した毎月1200億ドルの米国債と住宅ローン担保証券（MBS）の買い入れを減速させる気配がない。

FRBが正しい可能性はある。コロナ禍が終息すれば、あらゆる価格の急上昇は止まり、インフレは見せかけで現在の懸念は行き過ぎていたと判明するかもしれない。4月の雇用統計における非農業部門就業者数がエコノミスト予想の97万5000人増をはるかに下回る26万6000人増となったことは、完全な景気回復はまだ遠いという見方の根拠の一つではある。

しかし、FRBが間違っている、あるいは半分しか正しくないという可能性に備えないのは、投資家にとってリスクが高いだろう。FRBが完全に正しくはない場合、経済が見た目より脆弱（ぜいじゃく）であるにもかかわらずインフレが続いており、半世紀前に見られたスタグフレーションの前兆を示していることになる。

■ 住宅市場でもインフレ

Expected increase in unit costs over the next 12 months



政府が公表するインフレ率は、FRBの動きが後手に回っているのではないかと懸念を投資家にもたらしている。先週発表された4月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比4.2%上昇、食品・エネルギーを除くコア指数は同3%上昇だった。予想を大幅に上回った理由は前年の水準の低さばかりではない。というのも、前月比の伸び率は1981年以来の高さだったためだ。CPIの上昇に反応して、主要な米国株価指数は急落し、債券利回りは急上昇した。もっとも、その後の反発は、投資家がインフレや緩和的な金融政策についてFRBを信じていることを示す。

現在、労働力が不足している企業は過去最多に上り、在庫は非常に低水準で、過去最多に近い企業がコストの急上昇を見込んで値上げを計画している。一方、ミシガン大学消費者信頼感指数によれば家計のインフレ期待は過去10年間で最高の水準にある。実世界の価格はインフレ期待を形成し、それが実際のインフレ率を決める。つまり、イメージが現実になるのだ。

ヤルデニ氏によれば、1960年代半ばから1980年代前半にかけてみられたグレートインフレーションの特徴の一つは「先買い」精神だった。明日には価格が上昇するのではないかと恐れた消費者が、その日のうちに商品を買うことで、物価の上昇圧力が高まった。このような心理が現在再び生じている証拠がある。

スコット・テイラー氏は木製パレット（物流現場で荷物を載せる台）の販売会社を経営している。コロナ禍によるオンラインショッピングの急増と、住宅ブームにけん引された木材価格の上昇に伴い、テイラー氏のパレットも年初来で60%値上がりしている。同氏は「シカゴ市場で1枚7〜7.5ドルだったパレットが、西海岸で11〜12ドルで売られている。顧客は買える限りのパレットを買おうとしている」と語る。

住宅市場では、超緩和的な金融政策、拡張的な財政政策、サプライチェーンの問題、新型コロナウイルスによる消費者の嗜好（しこう）の変化が一体となって強く反映され、価格上昇が顕著に表れている。家族経営の不動産開発会社を営むマイク・プロコピオ氏は、木材、鉄鋼から労働力に至るまで、あらゆる物価が「月に向かうロケットのように過去8カ月で急上昇した」と語る。同氏はアパートの建設コストが20%増加したため、計画していたプロジェクトの5分の1を中止し、10分の1を中断していると言う。

住宅価格のインフレ率の測定は一筋縄ではいかない。CPIなどのインフレ指標の算出では「帰属家賃」（住宅所有者が仮にその住宅を借りていた場合に支払う家賃）を計算する。コアCPIにおける住宅のウェイトが40%であることを踏まえれば、住宅価格が毎月急上昇しているにもかかわらず、シェルターのインフレ率が2%付近で推移しているのは奇妙に思える。

算出手法の問題を脇に置くとしても、シェルターの数値には危険信号が見られる。シティグループのエコノミストであるベロニカ・クラーク氏によれば、CPIにおける帰属家賃が毎月堅調に上昇するのは予想より5カ月早い。同氏は、住宅価格は賃料に先行し、通常は約12～18カ月遅れてシェルターの価格を押し上げると指摘する。住宅価格の上昇が始まったのは1年少し前である。

■ 賃金と物価の連鎖的上昇を懸念

NFIB Survey: Percent of small businesses planning to raise selling prices



Sources: Apollo Global Management; NFIB

ヤルデニ氏は、賃料などの消費者物価の上昇が、1970年代のような賃金と物価の上昇連鎖を引き起こすリスクが高まっていると警告する。ウォール街のどのエコノミストも、インフレを本格的に恐れるべき時はいつかと聞かれたら、賃金が増えた時だと答えるだろう。人件費は往々にして企業にとって最大の支出である。引き上げた賃金を元に戻すのは現実的でないため、雇用者は通常、賃上げに消極的だ。

政府のインフレ指標には危険なサインは見られないが、賃金インフレの兆しは強まっている。ホテル大手ヒルトン・ワールドワイド・ホールディングス<HLT>のクリストファー・ナセッタ最高経営責任者（CEO）は、第1四半期決算説明会で「特に米国では労働力を確保するのが非常に困難であり、そのことが回復の妨げになっている」と語った。

コロナ禍によって最も大きな打撃を受けた中小企業は、米国の雇用の約半分を担っており、労働力不足は一段と深刻である。プロコピオ氏の不動産開発会社では、契約金を最大2万ドルとしているにもかかわらず、30のポジションのうち六つが埋まっていない。ブラムキン氏の家具店でも、全従業員の約5%に当たる200人分の席が空席となっている。

ヤルデニ氏によれば、1970年代には食品などの価格ショックが消費者に転嫁されたことで、賃金への上昇圧力が一段と高まり、賃金と価格がお互いを追いかけるように上昇する連鎖が生じた。当時は現在よりも労働組合が力を持っていた時代ではあるが、それでもヤルデニ氏は同じことが起きるのではないかと懸念を強めており、新たな連鎖が発生する確率を25%とみている。1年前の時点では0%という予想だった。

こうした上昇連鎖の影響は、ショックの吸収要因によって緩和されることがあるとエコノミストは言う。最も注目すべきは、企業がコロナ禍を生き残るために新たなテクノロジーや効率性の向上策を導入したため、以前の回復期よりも生産性の伸びが高まっていることだ。しかし、変化が難しい企業もある。ブラムキン氏は「自動化の機会はあるが、足元の改善策にはならない」と語る。

投資家にとって最も重要な疑問は、実際にインフレが起きているか、それが一時的であるか、あるいはFRBが迅速に政策を引き締めなければならないかではなく、価格上昇の連鎖を抑制できるほどの利上げがFRBに可能かということだろう。FRBは前回の引き締めサイクルで金利を2.5%超に引き

上げることができず、昨年前半にコロナ禍の緊急対応のため数回にわたり金利を引き下げなければならなかった。

これ以降、米国の家計、企業、連邦政府の債務比率は上昇している。スタンフォード大学のスーザン・チェリー氏をはじめとする経済学者のグループによれば、コロナ禍の間に返済猶予の対象となった負債額は米国の消費者信用市場の7分の1に相当する2兆ドルに上り、2021年第1四半期末までに6000万件以上の借り手が合計700億ドルの返済を免れた。

現在の物価上昇が本当に一時的であるかを判断するには時間がかかるが、時間そのものはFRBの味方ではない。というのも、一時的なインフレであっても、長引けば定着する可能性が高くなるからだ。FRBにとって望ましいのは、供給の不足が緩和され、生産性が向上し、需要が落ち着くことである。さもないと、インフレやリセッション、あるいはその両方が起きるだろう。

依然として何百万人もの人が失業しており、経済成長が異例の金融・財政支援に依存している中、FRBが景気回復について懸念する根拠は十分にある。FRBの見立て通りに米国経済が依然として脆弱で、ゼロ付近の金利を維持しつつ量的緩和を続けるのが妥当である半面、物価の上昇圧力は一時的という見解が誤っていた場合、投資家はスタグフレーションの脅威にさらされる。一部の投資家やエコノミストは、長期的に見て、いわゆるデット・ジュビリー（借り手にとっての徳政令、貸し手から見るとハイパーインフレを通じた実質的な債務不履行）や、米ドルが準備通貨としての地位を失うリスクを指摘している。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

2. 外出解禁後も買えるステイホーム銘柄 - Which Stay-at-Home Stocks to Buy When Everyone Is Out of the House ポストコロナで生き残れる巣ごもり・在宅関連企業

[フィーチャー]

■ 撤退する投資家



Illustration by Nathalie Lees

巣ごもり・在宅勤務を材料とする投資は、もう終わった。バイデン大統領が7月4日までに米国の成人の70%が予防接種を終えることを目指す中、先週、疾病対策センター（CDC）が予防接種を完了した人はほとんどの場合、室内でもマスクをしなくてもよいと宣言した。それを受けて、投資家は、パンデミック(世界的大流行)が経済を揺るがす中で昨年にブームとなった銘柄からの撤退を急いでいる。

投資家にとって、どの企業がパンデミックに対応して変貌を遂げたのか、どの企業がパンデミック前の状態に戻るのかを見分けることが重要だ。パ

ンデミックの際に、投資家がステイホーム銘柄から大きくターンを上げてきたことを考えると、この見極めはより困難となるだろう。

ハンドメイド・マーケットプレイスを運営するエッツィ<ETSY>の株価は、パンデミックにより多くの商業施設が休業し、多くの消費者のマスク需要に応える中で、2019年末から450%上昇した。またジムが閉鎖されたことで、エクササイズバイクなどオンラインフィットネスを手掛けるペロトン・インタラクティブ<PTON>の株価は500%近く跳ね上がった。そして、インターネットの通信需要が急増したことで、コンテンツ配信ネットワークを提供するファストリー<FSLY>の株価は540%も高騰。職場の同僚や友人、家族とのコミュニケーションに、誰もがビデオ会議を利用するようになった結果、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>の株価は735%上昇した。

■ 急激に変化する事業環境

Company / Ticker	Recent Price	Market Value (bil)	Pandemic Rally*	Drop From Peak**
Fastly / FSLY	\$41.45	\$4.8	542%	-68%
Teladoc Health / TDOC	140.08	21.6	252	-52
Zoom Video Communications / ZM	289.70	85.3	735	-49
DoorDash / DASH	112.99	36.8	111***	-47
Peloton Interactive/ PTON	89.35	26.7	490	-47
Chewy / CHWY	68.00	28.2	309	-43
Etsy / ETSY	159.34	20.3	452	-35
DocuSign / DOCU	187.79	36.5	263	-30
Shopify / SHOP	1,083.90	135.0	271	-26
Netflix / NFLX	484.98	215.0	81	-17
Logitech International / LOGI	99.77	17.3	152	-16
HP Inc. / HPQ	31.95	39.8	73	-10

Note: data through May 12. *Percent change from 12/31/19 to 52-week closing high. **52-week closing high to recent price. ***Since Dec. 8, 2020 IPO

Source: Bloomberg

今、ステイホーム銘柄には、成長の鈍化と取り巻く環境の急速な変化という二つの兆候が現れている。エッツィはその一例だ。同社の1-3月期の売上高は前年同期比141.5%増の5億5060万ドルとなった。これは、好調なマスクの販売、景気刺激のための新たな現金給付、そして多くの実店舗小売業者の閉鎖が続いていることが背景だ。しかし、エッツィは、4-6月期の売上高の伸びは、前年同期比15%~25%に鈍化するとの見通しを示した。これは1-3月期から約10%の低下だ。この予測は市場予想を上回っていたものの、同社の株価は決算発表の翌日に15%下落し、この3カ月で30%の下落となった。

ステイホーム銘柄は、いずれも同じようなリスクを抱えている。パンデミック時の事業環境は急速に失われつつあるのだ。2020年の主なトレンドとそれぞれの勝者が直面する課題は次の通りだ。

■ ビデオ会議

ズームは、ステイホーム関連銘柄の投資ブームで、初期の最大の勝者だ。同社の2020年2-4月期の売上高は前年同期比169%増で、その後も5-7月期に同355%増、8-10月期に同367%増、11-1月期に同369%増と、四半期ごとに成長は加速した。しかし、ここから先は急激に成長が鈍化するだろう。例えば、学校での授業が再開され、学生が学校に戻れば、ズームの需要は減るだろう。市場では同社の売上高の伸びは、2022年1月期には前年比43%まで落ち込み、2023年1月期には同20%を下回ると見られている。

パンデミックの際に同社のプラットフォームを利用した何百万人もの人々をつなぎとめる方法を、ズームは見つけられるだろうか。ズームは、競合相手、特にマイクロソフト<MSFT>のチームズからの圧力が高まる中、市場で主導的地位を維持できるだろうか。ズームの適切なバリュエーションはどのくらいだろうか。いずれも難問だ。

ズームの株価は高値から約50%下落しているが、依然として株価売上高倍率（PSR）は22倍だ。マイクロソフトのPSRは11倍で、これをズームに適用すると、株価には更に50%の下値余地がある。

■ PC関連銘柄

2021年第1四半期のPC販売台数の増加率は過去20年間で最高となり、アップル<AAPL>、コンピューター機器大手のHP<HPQ>、PC大手のデル・テクノロジー<DELL>、PC周辺機器を取り扱うロジテック・インターナショナル<LOGI>などの業績を押し上げた。半導体不足により、この傾向は今後しばらく続くだろう。HPの株価はハイテク銘柄の中では割安で、高値からの下落幅も少ない。

同社のプリンター事業はオフィスの再開から恩恵を受け、同社は積極的な自社株買いを継続すると見られる。アップルに関してウォール街は神経質になっており、一部のアナリストは2022年9月期の売上高が減少する可能性があると言う。ロジテックは2022年3月期の売上高を前年比横ばいと予想している。今後、一部の企業では既存のデスクトップPCをより汎用性の高いラップトップに一新する可能性もある。高速大容量規格「5G」ワイヤレスを内蔵した新機種も続々と登場するだろう。

■ オンラインショッピング銘柄

コロナ禍で盛んになったオンラインショッピングの一部は定着するだろう。アマゾン・ドット・コム<AMZN>の1-3月期の売上高は前年同期比44%増となり、4-6月期は同24%~30%増を見込む。エッジーのジョシュ・シルバーマン最高経営責任者（CEO）は同社の第2四半期の業績について、「他の電子商取引企業と同様に減速する」と予想する。電子店舗構築プラットフォームを運営するショップファイ<SHOP>の1-3月期の売上高は前年同期比110%増となったが「消費の一部はオフライン（実店舗）へ戻り、2020年に加速した電子商取引への移行は正常なペースに戻るだろう」と言う。同社の株価は高値から26%下落したものの、PSRは今も約30倍である。より割安な銘柄としてはペット関連の電子商取引を手がけるチュイー<CHWY>がある。同社のPSRは3倍だ。

■ クラウド銘柄

パンデミック下でデジタル・トランスフォーメーションは加速し、企業は多くのサービスをクラウドに移行した。多くのクラウド関連企業が急成長し、投資家にも人気があったが、バリュエーションがあまりにも高くなり過ぎた。ここ数週間、一部のアナリストは目標株価を引き下げ始めている。電子署名サービスのドキュサイン（高値から30%下落）、ID管理サービスのオクタ<OKTA>（同23%下落）、クラウド監視ソフトのデータドッグ<DDOG>（同35%下落）、クラウドペー

スのデータプラットフォームを運営するスノーflake（同51%下落）を買うのも良いが、より安全な投資先として、大手（かつバリュエーションも割安）のアマゾン、マイクロソフト、アルファベット<GOOGL>などパブリック・クラウド関連の銘柄を推奨したい。

■ ワイルドカード

ペロトンの株価は、同社のランニングマシンのリコールにより下落した。遠隔医療プラットフォームのテラドック・ヘルス<TDOC>の株価は、アマゾンや小売り大手ウォルマート<WMT>との新たな競合を背景に高値から52%下落している。動画配信大手のネットフリックス<NFLX>の株価の下落幅は17%と小さいが、加入者数が伸び悩んでいる。パンデミックの終息という希望が見えてきた今、同社の競争相手は同業のウォルト・ディズニー<DIS>やHBOよりも、バーやビーチや野球ということになるだろう。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

3. 資産運用の今後を決定づける10のテーマ - 10 Themes That Will Define the Future of Asset and Wealth Management [フィーチャー] JPモルガン資産運用部門トップの見方

■ 手数料、規模、積極的なアドバイス



Illustration by Rose Wong

「世界が変わろうとも、投資の専門知識とクライアント一人一人に合わせたサービスが求められることは変わらない」という資産運用業界の原則を念頭に、JPモルガンの資産運用・ウェルスマネジメント部門CEOであるメアリ・キャラハン・アードス氏がこれからのクライアントの舵取りに役立つ10のキーテーマを紹介する。

まずは、手数料（運用報酬）。どんな業界でも、手数料はある時点で圧縮されるものだ。今後成功を収めるのは、コモディティーのような商品をコストがほぼゼロで大量に提供する企業か、簡単には得られない貴重なインサイト（洞察力）とエク

スプージャー（選別した銘柄）を提供する企業になる。

二つ目のキーテーマは規模。規模は存続にかかわる問題だ。手数料の低下や規制の厳格化、さらにデータや分析、リスク管理ツールにかかる膨大なコストが負担となつてのしかかる中で、業務の効率化や厳格な管理体制、将来の投資に関する規律に基づく優先順位付けに一層力を入れて取り組むことが求められる。M&A（合併・買収）や周辺事業のアウトソーシングを行えば、小規模な会社でも最も重要な資産である人材に焦点を絞ることができる。

三つ目は、クライアントへの積極的なアドバイスだ。コロナ禍において、不安定な状況下で適切なアドバイスを行う必要性が浮き彫りになった。この間、多数のアクティブ型ファンドが、幅広い資産クラスとポートフォリオでパッシブ型ファンドをアウトパフォームした。市場が効率的だとしても、マネジャーの選択は重要であり、クライアントにはその指針が必要だ。過去20年間の資産運用

業界におけるバランス型ポートフォリオの年間平均リターンが6.4%である一方で、個人投資家の年間平均リターンは2.9%に過ぎないことが、実用的なアドバイスがいかに重要かはっきりと物語っている。

■ 投資に対する考え方とライフスタイルの変化

四つ目のキーテーマはインパクト投資と目的だ。自分たちの資産を通して世界を変えようとする投資家にとって、ポートフォリオマネジャーとリサーチアナリストは欠かせない存在となった。調査したところ、最高投資責任者（CIO）の80%以上が、環境と社会に配慮した企業に投資したいと回答した。最高経営責任者（CEO）と経営陣の分析には、もはや財務および業務の知識やビジョンについての質問だけでなく、その企業がコミュニティや地球全体に与える影響についても質問する必要がある。

五つ目のキーテーマは、パーソナライゼーションだ。今日の投資家は受け身ではなく自分の意図を持って投資を行い、結果を出せる企業への配分を増やしたいと考えている。クライアントそれぞれの目的をカスタマイズされた方法で自由に追求できるようにすることで、資産運用業界のイノベーションを推し進めることができる。

六つ目は、安定的かつ予測可能なインカムだ。世界中の何百万人もの投資家が、安定した収入源として自分の投資ポートフォリオに頼るようになっていく。平均寿命が延び、ライフスタイルがますますアクティブになるにつれ、アセットマネジャーは特にリタイアメント層に対する戦略を、安定的かつ予測可能なインカムフローを毎月確保できるものに調整していく必要がある。同様に、貯蓄も若い時に始めなければならない。資産運用業界全体の責任として、すべてのライフイベントや節目をカバーするためにどれだけの資金が必要かを知識として広め、アドバイスすることが必要だ。

■ テクノロジーと世界情勢

七つ目のキーとなるのは、中国だ。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、相互につながり合う世界の現状と、サプライチェーンそしてイノベーションの促進にとっての中国の重要性が浮き彫りになった。これらの背景を鑑みると、中国のような国についての知識を深めずにクライアントの資本を受託することは、無責任である。再浮上中の世界市場の経済、文化、政治に関する実地で培ったインサイトなしで、世界の競合する勢力図を理解できるとは到底思えない。JPモルガンは、中国の資産運用会社を100%買収する最初の外資系資産運用会社となるべく準備中で、当局の承認待ちだ。

八つ目のテーマはテクノロジーだ。資産運用業界で必要とされるアクセス、スピード、俊敏性は、テクノロジーによってかつてないほど向上している。われわれにはこれからも先を読み、創造的破壊者となる能力が必要だ。IT企業との機敏かつ協力的なパートナーシップによって、マーケットに驚異的な速さでイノベーションとスピードがもたらされることになるだろう。

九つ目はアクセス。拠点がグローバルに広がり、投資手段が多様化した今、資産運用会社は、初めての投資家にこれまで手の届かなかった分野に投資できるようにする必要がある。かつては世界の大口投資家にしか機会がなかったものも、今では誰でも投資できるようになった。マーケットの民主化は、あらゆる規模の投資家にメリットをもたらすことになる。

最後のキーテーマは新たな柔軟性だ。資産運用業界は、以前は想像もつかなかった在宅勤務を極めてシームレスに受け入れた。このように、柔軟性が高まることで人材が豊かになり、多様性がさらに促進される。現場から学ぶという業界本来の性質を失うことなく、一方で新しい働き方を模索し、

さらに大きな成功につなげていくべきだ。

筆者のMary Callahan ErdoesはJPモルガンの資産運用・ウェルスマネジメント部門CEO

By Mary Callahan Erdoes
(Source: Dow Jones)

4. 高齢化と老後の人生を考え直す時がきた - It's Time to Rethink Aging and Retirement, AARP's Jenkins Says 「老後のための貯蓄」から「人生のための貯蓄」へ

[高齢化]

■ 人類最大の偉業

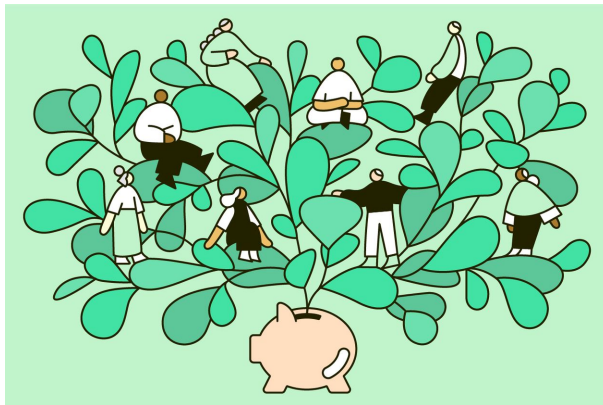


Illustration by Rose Wong

2020年、世界は新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）によって大混乱に陥った。しかし2020年はまた、別の意味でも私たちの世界が変わる節目の年となった。65歳以上の人口が歴史上初めて5歳未満の人口を上回ったのだ。そして、これは始まりにすぎない。

より長く、より健康的で、より生産的な人生をおくれるようになったことは、人類最大の偉業の一つだ。今後20年で現在の2倍に近い7200万人以上の米国人（5人に1人）が65歳以上になる。そして現在65歳の人のほとんどが90代まで生きる。現在生きている人の中から、最初に150歳に到達

する人類が現れると考える研究者もいる。別の考え方をしてみよう。10歳の子供がいたとする。その子は50%の確率で104歳まで生きる。そして、その子が歳を重ねれば重ねるほど、104歳まで生きる確率は上昇していく。

老後資金に関する金融サービス業界の問題は、人々が資金的により長い人生をおくることができるようにするだけではなく、歳を重ね、104歳になったとしても生きがいのある人生をおくれるようにするには何ができるかということだ。その一つの答えは、「老後のための貯蓄」ではなく「人生のための貯蓄」という観点から考えることだ。金融サービス業界には人々が必要とするツール、リソース、ソリューションがあるが、加齢や老後に対する考え方を変える必要がある。その最初のステップは、加齢に関する新しい考え方を作り出すことだ。

伝統的な人生観は、私たちは人生の半ばでピークを迎え、引退し、晩年を迎えるというものだった。しかし、米国退職者協会（AARP）では、そうした人生はそれほど一般的ではないとみている。人々は歳をとっても成長を続けるという考え方を受け入れている。他の人々に頼って生きる高齢者だけではなく、経験豊富な熟練した労働力という新たなタイプの高齢者が登場している。

■ 長生きをする「リスク」

しかし、多くの人々がより長い、より健康的な人生について新たな取り組みをする中、彼らが最も恐れているのは、長生きをし過ぎてお金が足らなくなることだ。残念ながら、多くの人々にとって、これは極めて現実的な恐怖だ。平均寿命は伸びつつあるが、個人や産業界は、より長い人生を支え

るための資金を稼ぎ、貯蓄し、管理するニーズにまだ応えることができていない。ニューヨーク生命の最近の調査によれば、多くの人々が短期的な財務目標を達成する能力については自信を示すが、長期的な目標にはまだ手が届かないと感じているという。

AARPは、われわれの晩年の資金的な準備に関する議論の内容を考え直す時が来ていると考えている。多くの人々、特に若い人たちにとって、伝統的な意味での引退には意味がない。同様に、経済的な保障の確保にも意味はない。近年新型コロナウイルスのパンデミックと雇用市場、株式市場、不動産市場の浮き沈みを経験した結果、老後のための貯蓄を無駄な努力とみる若い世代が多い。

旧来の「老後のための貯蓄」モデルは社会保障、個人貯蓄、企業年金の3本柱で成り立っていた。老後にこの三つの収入源があれば、お金の心配をせずに長生きをすることができると考えられていた。老後は資産を取り崩す時期であり、資産を構築する時期ではなかった。それが、高齢者が社会にとってお荷物であると考えられていた理由だ。高齢者は社会保障制度や年金制度からお金を受け取るだけの存在であり、資金を払い込む存在とは考えられていなかった。しかし、従来の引退年齢を超えて働く人が増えるにつれて、高齢者はその両方を行うようになった。

■ 働く自由と経済的なレジリエンスの確立

私たちのほとんどが慣れ親しんできた引退モデルで重要なのが「仕事からの解放 (freedom from work)」だ。今日では「中年期」は延長され、そこで重要なのは「働く自由 (freedom to work)」だ。私たちの多くは、生活費を稼ぐ必要があり、そうしたいと考えている。そして、仕事を通じて社会に認められる方法を探している。そうするためには、仕事を再考し、社会的、制度的に妨げとなる壁を打破する必要がある。

「人生のための貯蓄」という観点から考え直すことにより、われわれの将来の資金計画についてのビジョンは老後のための貯蓄から、特に伝統的な老後の時期における、経済的なレジリエンス（強じんさ、抵抗力）を強化することへと拡大する。

この新たなビジョンには以下4本の強力な柱からなるモデルが必要となる。

社会保障：老後の経済的なレジリエンスの基盤。

年金と貯蓄：確定拠出年金（401k）、個人退職口座、その他、手段が何であれ、個人の貯蓄を増やすことは、生涯にわたる経済的なレジリエンスを獲得するうえで極めて重要である。

健康保険：高い医療費をカバーするのに十分な保険がなければ、生涯にわたる経済的なレジリエンスは得られない。

勤労収入：今日では、働くことが、従来老後と言われてきた時期の重要な収入源であると考えられている。

これらの4本の柱に基づいて、このビジョンを実現するための新たな道を切り開くのは容易なことではないが、それを達成するための革新的なソリューションやツールが登場している。シェアリングエコノミーは新たな収入源を提供してくれる。雇用者が提供するフィナンシャル・ウェルネスプログラムによって、私たちはより長く、より活発な人生の資金ニーズに備えることができる。安全なモバイルテクノロジーは、お金へのアクセスと管理が容易になるツールを提供している。そして、金融詐欺から私たちを守ってくれる新たなツールが次々に開発されている。

金銭的に困窮しないことや、なんとかやり繰りをするだけで経済的なレジリエンスの目標ではない。自分の人生の目標と目的を達成するための手段を持つことがその目標だ。

AARPは企業、個人、および金融サービス業界と協力して、将来に向けて経済的な準備をする人々を支援している。歳を重ねることと老後について考え直すことにより、AARPは力を合わせ、人々がより長い人生を楽しむために必要な財源を生み、貯蓄し、保持する機会を創造している。

筆者のJo Ann JenkinsはAARPの最高経営責任者（CEO）。

By Jo Ann Jenkins
(Source: Dow Jones)

5. 大局的テーマとミクロのトレンド予測が重要—リサーチ業務の未来 -

[インタビュー]

What's Next for Wall Street Research? Big Themes, More Data
ビーオブエー・セキュリティーズのリサーチ部門責任者に聞く

■ バーチャル化の浸透



Photograph by Laurel Golio

ここ数十年の間にウォール街のリサーチの世界は大きく変貌した。規制当局は企業や銀行に新しいルールを課すことで、利益相反を減らし、市井の投資家の投資対象を広げた。ビーオブエー・セキュリティーズのキャンディス・ブラウニング氏は、航空業界アナリストから、2009年にバンク・オブ・アメリカに買収されたメリルリンチのリサーチ部門の責任者に上り詰め、今や数百人のアナリストを率いている。

本誌：この1年でリサーチ業界にどんな変化があったか？

ブラウニング氏：企業や顧客と会う時に、対面式

からバーチャル式に変えなければならなくなった。その結果、興味深い教訓を得ることもできた。第一に、バーチャルでも人は多くのことができる。アイデアや家、製品などを、実際に買い手に会うことなく売ることができる。第二に、バーチャルの利点がある。例えば、水素社会についてのレポートに顧客が興味を持ってくれたとする。昔なら、会場を探して2カ月先の計画を立ててカンファレンスを開催していた。みんな飛行機に乗らなければならないので、半日のカンファレンスは無理だった。バーチャルな世界では、三つのパネル討論会を連続して行える。過去1年間に利用されたリサーチの量は、2桁台前半の増加だった。1年すぎても前年比で増加が続いている。

■ 変化する手法

Q：投資銀行にとって重要な役割を果たしていたリサーチだが、ズームの時代における役割とは？

A：活発で独立したリサーチ機能は、効率的な資本市場にとって非常に重要な要素だ。人々が企業やトレンドについて尋ねる質問は、率直に言って25年前とそれほど変わっていないが、その質問にどう答えるかが変化した。昔はチャネルチェックをしたり、ショッピングモールに人を派遣して客の数を数えたりしていた。今日では、ウェブサイトアクセスして検索する。優秀なセルサイド・アナリストは、独自の情報源を持つことができる。

次の大きなトレンドを探す能力は絶対に必要だ。われわれは3年ほど前、サプライチェーンはグローバルからローカルへ変化すると主張していた。今回のパンデミック（世界的流行）によって、それが急速に進展したが、長期的なトレンドは既にあった。企業の将来性を独立した視点から評価することは、引き続き非常に重要な機能だ。最近では、新規株式公開（IPO）の数が再度増加している。企業とその将来性を理解している優秀なアナリストが案件に参加することは、企業にとって非常に重要だ。アナリストは新会社の将来性の評価に密接に関わっており、投資家のレンズを通してそれらの将来性を見ている。

Q：ウォール街のリサーチには目を通さないというバイサイドの投資家やアナリストも少なくないが。

A：ポートフォリオマネジャーは、投資判断には注意を払っていないかもしれないが、業界の知識を得るためにセルサイドのリサーチをもちろん利用している。また、ある銘柄について市場がどう考えているかを知るための情報源としてもセルサイドを利用している。私たちのリサーチのクリック数を見ると、バイサイドが読んでいることが分かる。つまり、彼らが言いたいのは、銘柄選択は自分たちで決めているということだ。彼らは、私たちが行っている非常に詳細な収益モデルを使用している。また、高度に洗練されたクオンツファンドや個人投資家も、ポートフォリオの適合性や品質を測るために投資推奨を利用することもある。

Q：欧州の金融商品市場指令（MiFID）などの規制により、リサーチの報酬のあり方が変わり、大手グローバル企業に影響を与えているが、今後、どのような新しい規制を予想しているか？

A：MiFIDは、多くの大手（投資）会社を含め、欧州連合（EU）内にプロフェッショナルを抱える顧客企業に影響を与えているが、その数はさほど多くない。また、米国でのリサーチの報酬のあり方に変更はない。米国では一般的に研究開発を重視し、経済の成長には非常に重要であると考えている。一方、欧州では研究開発がさほど重視されていない。顧客企業がリサーチ費用を使い過ぎていれば、それがファンドのパフォーマンスに現れるはずだが、劇的な変化があったとは思えない。規制当局と大手投資会社との間でのグローバルな協定により、アナリストの推奨に関する透明性と説明責任が高まった。

Q：環境・社会・ガバナンス（ESG）は、ウォール街のリサーチや企業報告においてますます重要なトレンドだが、測定方法が標準化されていない。

A：われわれの研究では、ESG指標をポートフォリオや企業の評価に組み込むことで、リターンが向上することが示されている。当社の株式ストラテジストで、ESG部門の責任者であるサビタ・スブラマニアンは、各セクター内を見て、どの変数が自己資本利益率（ROE）や収益のボラティリティに最も関連しているかを定量的に把握することを重視してきた。また、われわれはESGメーターと呼ばれるものを構築した。これは、各セクターとそのセクター内の企業をESGの観点から見るもので、例えば、航空機大手ボーイング<BA>の基本的なガバナンスと取締役会の構成を調べ、それが安全性の実績や企業文化にどう関連するかを調べた。

■ 航空業界、レジャー需要回復に期待

Q：リサーチの将来をどう思うか？

A：マクロとミクロの両面がある。大局的なテーマに基づくリサーチ、つまり未来がどうなるかというリサーチが人気だ。テクノロジーの変化は非常に速いので、先ほど水素社会の話が出たが、新しい技術やツール、そして世界の未来の姿といったリサーチはより人気がある。ミクロの世界では、データを使ってチャネルチェックを行ったり、他の業界のトレンドを予測したりする。われわれは、大きな事象の発生前に警告を出す75の独自指標を構築した。現在、そのうちの92%が中立または強気となっており、過去最高だ。

Q：経済的見通しは？

A：中国と米国の貿易紛争の大きな結果の一つとして、リショアリング（生産の国内回帰）が生じた。工場の自動化の役割は非常に重要で、ESGやパンデミックも同様だ。リショアリングの結果、資本支出の増加というテーマが出てきた。米国内の工場や生産に投資する必要がある。また、われわれは調査チームとクレジットカードのデータを利用して、パンデミック後の消費力を調べた。当社の国内総生産（GDP）予測はコンセンサスを大幅に上回っていた。景気刺激策とロックダウンの終焉（しゅうえん）の両方が非常に強く作用し、強い消費回復が予測できた。経済成長は非常に力強いものになるが、差し迫った政策金利の上昇はないと考えている。ただ2022年と2023年には、幾つかの課題があるかもしれない。コスト面ではかなり厳しくなりそう。当面は堅調な経済成長が見込まれるものの、非常に強いカクテルを飲んだ後の二日酔いのような影響があるかもしれない。

Q：長年にわたり航空業界のアナリストとして活躍していたが、今後の旅行業界の見通しは？

A：長距離路線よりも短距離路線の方が、より早く回復するだろう。そうは言っても、今後1年半から2年の間に、海外旅行が大きく回復すると思う。特にビジネスで以前のような水準に戻るかどうかは誰にも分からないと思うが、レジャーによって補完される可能性がある。「人生はあまりにも短い、それが分かった」と言って、レジャー旅行が増えるかもしれない。答えの出ていない疑問が多くある。

By Leslie P. Norton
(Source: Dow Jones)

6. はじけたSPACバブル、押し目狙いの銘柄を探す - The SPAC Bubble Has Popped. Where to Find Bargains Now. 投資家は事業内容を精査すべき

[フィーチャー]

■ ブームは去った



Bryan Bedder/Getty Images for The New York Times

特別買収目的会社（SPAC）バブルがはじけた。SPACのブームは2021年に入ってから3カ月続いたが、投資家の関心はその後なくなった。SPACによる新株発行は大幅に減少している。合併相手を模索するSPACは深刻な打撃を受けているが、合併後のSPACへの打撃はより深刻だ。

しかし、バブルの破裂は投資機会をもたらすものであり、今回も例外ではない。投資家はこの機会に、今も合併を模索しているSPACのスポンサー（設立者）、あるいは合併が完了したか合併作業が進行中のスポンサーの本質を精査するべきだろう。

損失は現実には発生している。230を超えるSPACやSPACと合併した企業を保有する上場投資信託（ETF）のデファイアンス・ネクスト・ジェンSPACデライブド＜SPAK＞は、過去52週間の高値から32%超下落する一方、保有銘柄の約4分の1は直近高値の半値となっている。半分を超えるSPACの株価は、ほぼ全SPACの公開価格である10ドルを下回り、新株発行意欲を減退させた。投資家が10ドルを下回る価格で現存するSPACを購入できる時に、新たなSPACの購入に10ドルを

払うだろうか。

■ 事業動向に注目できる銘柄を選別

しかし、全てのSPACが敬遠されているわけではない。著名投資家ビル・アックマン氏のSPACであるパーシング・スクエア・トンチン・ホールディングス<PSTH>は、現在も合併を模索している。同氏は数週間のうちに、「著名な」企業との合併を発表する可能性を示唆した。同社の株価は、52週高値から27%下落して25ドル前後だが、それでも公開価格の20ドルを十分に上回る。

昨年10月にスパルタン・アクイジションと合併したフィスカー<FSR>も、注目に値する可能性がある。電気自動車（EV）のスタートアップ企業の株価は、SPACの中で最もパフォーマンスが悪い部類に入る。同社も例外ではなく、週末14日の株価は10ドル50セントで引け、52週高値31ドル96セントを約67%下回る。現在売上高はなく、最初の製品である電気スポーツ用多目的車（SUV）の発売は2022年後半になる予定である。しかし、同社には手元資金があり、自動車部品サプライヤーのマグナ・インターナショナル<MGA>などの信頼できるパートナーがいる。フィスカーは5月17日に決算発表を予定しており、明るいニュースがあれば株価を押し上げるかもしれない。

住宅関連サービス向けソフトウェアを提供するポーチ・グループ<PRCH>の株価は14ドル98セントと、2月に付けた52週高値を約39%下回る。同社には、多くのSPACにはない実際の売上高がある。2020年第4四半期売上高は1950万ドルだったが、投資家は5月17日の決算発表で最新の情報を得られる。

ポーチの2021年予想株価売上高倍率（PSR）は約7倍である。これは割高だが、規模で上回る他のソフトウェア銘柄を下回る。さらに住宅販売は好調であり、同社には追い風になるはずだ。市場も同社を選好し、同社をカバーする4人のアナリスト全員がレーティングを「買い」とし、目標株価の平均は14日の引値を70%超上回る約26ドルとなっている。

By Al Root and Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

7. 市場のボラティリティより経済指標の振れが問題 - Stock Market Volatility

[米国株式市場]

Isn't the Big Problem. Economic Volatility Is.
不安定な局面を乗り切るための視点

■ 揺れる経済指標

Dow Jones Industrial Average



先週の株式市場は、株式市場は定期的におかしな動きを見せるという評判通りの展開だった。ただし、最も大きな打撃を与え得るのは経済のボラティリティの方だ。

まず主要株価指数を見ると、週間ベースでS&P500指数は1.4%、ダウ工業株30種平均は1.1%、ナスダック総合指数は2.3%の下落となった。大きな下落に見えるが、4月の消費者物価指数が前月比で0.8%上昇し、0.2%上昇という市場予想の4倍となった12日時点では、各指数は前週末から3%超のより大幅な下落となっていた。

インフレ率の急上昇とその予想の乖離（かいり）は、4月の非農業部門就業者数の増加が26万6000人にとどまり、予想の97万5000人を大幅に下回ったことと同様に、これまでで最も乖離が大きかった。さらに悪いことには、インフレ率も雇用統計も、前回発表の指標からはほとんど予想できないものだった。3月の消費者物価指数は0.5%の上昇で予想をわずか0.1%ポイント上回り、3月

の就業者数の増加は91万6000人で予想を26万1000人上回るものだった。ドイツ銀行のストラテジストであるアラン・ラスキン氏は、「経済指標にはかつてないほどのボラティリティがあり、通常の安定した経済環境なら乖離があっても5万人ほどだ」と述べる。

株式市場はもともと、ボラティリティが大きいと言われている。一方、米国の実体経済はそれほどでもないと言われてきたが、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）以降は、実体経済のボラティリティが大きくなっている。エバーコアISIでストラテジストを務めるデニス・デブシェール氏は、経済のボラティリティを測る一つの方法として個人消費支出の変化を見ることを挙げる。通常、この経済指標の動きはかなり小さく、1990年以降で平均値よりも1標準偏差以上の変動は上下どちらにもない。同氏によると、現在は平均値よりも5.5標準偏差上回っており、これは金融危機の真ただ中에서도起きたことがないという。

■ ボラティリティと企業業績

S&P 500 Index



このようなボラティリティがある場合、将来の予測は困難だ。そのため、インフレは一過性のものであるとの見解を守り続けるべきか、それとも2024年までは最初の利上げを行わないという見解を修正すべきか、米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長やFRB理事たちは水晶玉を見て決めるわけにはいかず、難しい問題となっている。FRBのこの質問に対する回答次第で、ボラティリティが先週よりもさらに大きくなるかどうかが決まる。

これまでのところは、米国債市場のボラティリティは大きくなかった。10年債の利回りは、先週末時点は1.635%で前週よりも上昇しているが、まだレンジ相場が続いている。米国債オプション市場のインプライド・ボラティリティを追跡するICE BofAMLのMOVE指数はほとんど動いていないが、FRBが国債買い入れ額の縮小を始めれば、このままでは済まないだろう。ボラティリティは債券市場や他の金融市場にも波及する可能性がある。

それでも、ボラティリティの上昇によって調整局面につながることはあっても、株式が弱気相場に向かうわけではない。その理由として、シティグループの株式ストラテジストであるロバート・バックランド氏は、今年の世界の企業業績が36%の増益という驚異的な伸びになる予想を挙げている。こうした企業業績は強気相場のこの段階では珍しいことではないと言う。

株式市場は通常、増益率が25%以上の場合に非常に好調な年となる。実際に2010年と2004年にMSCIオール・ワールド・インデックスはプラスのリターンを達成した。歴史が繰り返されるなら2021年は問題なく、投資家が心配する必要があるとしても2022年になってからだろう。バックランド氏は「今年の増益率で十分に乗り切れる」と言う。

■ グロース株の行方



こうした状況は、最近大きく売られている割高なグロース株であっても、利益を計上している場合はあてはまる。トリバリエート・リサーチの創設者であるアダム・パーカー氏は、グロース株が急落した後でも、フリーキャッシュフローと利益率の拡大を伴っているS&P500指数のグロース株は、その後の数カ月間にアウトパフォームする傾向があると指摘する。つまり、オンライン授業を手掛けるチェグ<CHGG>や短文投稿サイトのツイッター<TWTR>よりも、企業向けサービスマネジメントクラウドのサービスナウ<NOW>や半導体のアドバンスト・マイクロ・デバイシズ<AMD>のような銘柄が好ましいということになる。パーカー氏は「急落したときにグロース株を買うべきだが、その銘柄はフリーキャッシュフローがプラスで、利益率が拡大している必要がある」と述べる。

このような選択を行わないと、大変なボラティリティに見舞われるおそれがある。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

8. 高いインフレ率に打ち勝つ方法 - It's Not Jimmy Carter's Inflation, but It's Still Worrisome. How to Beat It. 金、TIPS、インフレ対応ETFが狙い目

[コラム]

■ 株式・債券同時安



LOGAN CYRUS/AFP via Getty Images

「歴史は繰り返さないが韻を踏む」とは言われるものの、過去との類似は多くの場合は見掛けだけである。例えば、先週の米国南東部におけるガソリン価格をみると、1970年代のアラブ諸国による原油禁輸措置を想起させる。しかし、今回の価格高騰の原因は石油輸出国機構（OPEC）ではなく、米石油パイプライン大手のコロニアル・パイプラインに対するハッキングだった。実際にガソリンが不足しているわけではないが、パニックによる買いだめが発生した。

一方で、4月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比4.2%の上昇で2008年以来の上昇率となった。

これはインフレ率が高止まりした1970年代との類似性を思い起こさせる。先週半ばのインフレ率発

表を受け、債券利回りは急上昇して株価は下落した。これは通常とは異なる反応である。

この反応は投資家にとってインフレをヘッジする手段がほとんどなくなることを意味し、数十年で一度しかないほどの重要な変化かもしれない。21世紀に入った頃から、債券は株価下落の際に価格が上昇してほぼ完璧な緩衝装置となってきた。この株式と債券の負の相関性は、その理由が長く続いたデフレーションの傾向であれ、各国中央銀行が提供してきた「プット」効果であれ、投資ポートフォリオのパフォーマンスを下支えしてきた。

しかし、先週、株式と債券の相場が同時に下落したように、両者のこの共存性は衰えの兆しを見せている。事実、今回の反応はインフレ率と金利が上昇して株価を低迷させた1970年代を想起させる。特に、1973年は原油価格が4倍に上昇する起点となって、1973年から1974年にかけてのひどい弱気相場のきっかけとなった。しかし、投資家の購買力を維持する目的で1982年に設定されたパーマナント・ポートフォリオ・ファンド<PRPFX>のマネジャーであるマイケル・クッジーノ氏は、現在の投資家で当時も投資していた人々は多くないと言う。

1970年代の投資家には、マネー・マーケット・ファンド（MMF）のような、株式および債券に対する代替投資手段があった。米国人に金の保有が再度認められた1974年末以降では、貴金属もインフレヘッジの手段を提供した。石油株はインフレに乗じる投資対象だったが、今や、エネルギーは規模が最小のセクターとなってしまった。

現状、債券利回りは低下するよりも上昇する公算の方が大きいため、もはやインフレヘッジの手段とならない。10年債利回りは昨年夏には0.5%まで低下したが、米連邦準備制度理事会（FRB）がマイナス金利を否定しているために、恐らくそれが金利の底となるだろう。

■ 減少するヘッジ効果

株式と債券が60%と40%で構成される伝統的なポートフォリオにおける、債券によるヘッジ効果の低下は、過去約1年間にわたって大いに議論されてきた。昨年、ブリッジウォーター・アソシエイツによって提案された一つの選択肢は、金やインフレ指数連動国債（TIPS）によるインフレおよび金利上昇に対するヘッジだった。モーニングスターによると過去12カ月間で、上場投資信託（ETF）のSPDRゴールド・シェアーズ<GLD>は5.91%上昇しているが、年初来では4.05%下落している。iシェアーズTIPSボンドETF<TIP>は過去12カ月で6.46%、年初来では0.37%上昇している。

インフレ時の比較的新しい投資対象としては、TIPSと金利デリバティブを用いるクアドラティック・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>とインフレから恩恵を受けると考えられる株式に投資するホライゾン・キネティクス・インフレーション・ベネフィシャリーズETF<INFL>が挙げられる。両ファンドについては3カ月前に本コラムで取り上げた。さらに先週、シンプリファイ・インタレスト・レート・ヘッジETF<PFIX>が加わった。

シンプリファイ・インタレスト・レート・ヘッジETFは、米国7年債と、長期金利（米国20年債）が4.25%を超えた場合に利益が得られる7年の金利スワップのオプション（スワップション）で均等に構成されている。シカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティー指数（VIX指数）の債券版であるムーブ（MOVE）指数の生みの親であり、同ETFの考案者のハーレー・バスマン氏は、これらのデリバティブが、長期金利上昇に対するコストの低い保険であると語る。

金利の急上昇によるイールドカーブのスティープ化は、金融システムに対する有益な効果を生むた

め、FRBや他の当局者、そして特に高いリターンを必要とする年金基金に歓迎されよう。しかし、他の投資家は金利上昇から悪影響を受け易いとバスマン氏は語る。金利が上昇すれば、低い収益還元率（キャップレート）によってバリュエーションが上昇している商業用不動産にとっては大惨事となろう。表面利率が4%超かつ10年程度で早期償還される可能性のある地方債も、やはりリスクにさらされるだろう。利回りの急上昇は、地方債が早期償還されないことを意味し、ひいては、償還までの期間が30年へ長期化されて価格低下につながる可能性がある。

インフレに打ち勝つもう一つの手段は、物価上昇率を上回るインカムである。ダブルライン・キャピタルを率いるジェフリー・ガンドラック氏は、2021年に最も選好するインカム投資として、企業向け変動金利ローンファンドを挙げた。同氏の選択に沿うクローズドエンドのファンドは、barrons.comの記事で過去に紹介している。これらのファンドは価格が上昇しており、一部は分配金を引き上げ、利回りは6%を超えている。

FRBは、反インフレ政策を唱えた1970年代とは異なり、2%のインフレ率目標に対する過去の未達の埋め合わせと、FRBが言うところの最大雇用を実現するために、インフレ率が2%を上回ることを大っぴらに促進している。FRB高官は、現在のインフレ率高進が一時的であると強く主張している。しかし、FRBのパウエル議長以下の見方が誤っている場合に備えて、投資家は何らかの保険を求めた方が良くかもしれない。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

9. 新車供給不足を背景に浮上するオンライン中古車販売銘柄 - Used Cars Are Hot. So Are Online Car Dealers. 上値余地が期待できるのはブルームとシフト・テクノロジーズ

[ハイテク]

■ 急上昇する中古車価格



Lindsey Parnaby/Pool/Getty Images

中古車市場が活況を呈している。折しも景気が上向く中、半導体部品の不足により自動車メーカーが生産を抑制せざるを得なくなっているからだ。新車の供給が不十分なため、別の選択肢として中古車を検討する消費者が増えている。

自動車オークション会社のマンハイムによると、中古車の今年4月の卸売価格は前月比8.3%上昇し、過去12カ月間の上昇率は54.3%となった。販売台数ベースでは、4月は前年同月比69%増加し、在庫は大幅に減少した。1日当たりの販売台数に対する在庫の数量は2020年4月の115日分から現在

は33日分へ減少し、通常よりも品薄な状態となっている。

■ オンライン販売会社に商機

これは、広がりつつあるオンライン中古車販売を手がけるカーバナ<CVNA>、ブルーム<VRM>、シフト・テクノロジーズ<SFT>にとって良いニュースだ。

カーバナは中古車の「自動販売機」（立体駐車場に陳列した中古車を専用のコインを使用して購入できる仕組み）でも知られる、実績ある中古車販売会社で、株式は2017年に上場された。株価は2020年3月時点の3倍となっており、時価総額は400億ドルに近付いている。2021年度予想に基づく株価売上高倍率（PSR）は4倍で、実店舗の中古車販売チェーンを運営するカーマックス<KMXX>の2倍だ。ただし売上高はカーマックスの半分に満たない。

一方、ブルームとシフト・テクノロジーズは比較的最近になって株式が上場された。前者は昨年6月に新規株式公開（IPO）を果たし、後者は昨年10月に特別買収目的会社（SPAC）を通じて上場した。

■ 成長続くブルーム

ブルームが先週発表した第1四半期の売上高は前年同期比57%増の5億9100万ドルで、コンセンサス予想の5億1800万ドルを上回った。オンライン販売台数は前年同期比から96%増加した。オンラインで販売した中古車の平均価格は2万6336ドルと2020年4月時点の平均価格を7.4%下回ったが、1台当たりの利益は14.2%増加して2054ドルとなった。同四半期の損益は赤字だったが、赤字幅はコンセンサス予想を下回った。

ブルームは第2四半期の売上高がさらに増加して6億1800万～6億4000万ドルとなり、平均価格は2万7000～2万8000ドル、1台当たり利益は2500～2600ドルに達すると予想している。

JMPセキュリティーズのアナリストのロナルド・ジョーシー氏はブルームの投資判断を「マーケット・アウトパフォーム」としており、先週、目標株価を48ドルから55ドルに引き上げた。これは50%の上値余地を示している。同氏は「新車の在庫不足に鑑みると、中古車需要は高止まりする可能性が高い。ブルームは伝統的な中古車販売店からシェアを奪っているため、こうしたハイペースでの成長を維持できる」と指摘する。

■ 割安なシフト

シフトはブルームよりも規模は小さいが、より速いペースで成長している。2021年1-3月期の売上高は前年同期比254%増の1億600万ドルとなり、コンセンサス予想の9450万ドルを上回った。販売台数は同181%増の5979台で、1台当たりの粗利益は1655ドルと前年同期の3倍以上となった。同社は、第2四半期の売上高が前年同期から300%近く増加して1億2500万ドルとなり、1台当たりの調整後粗利益を2000～2200ドルと予想している。

シフトの最高経営責任者（CEO）であるジョージ・アリソン氏は先週、本誌の取材に対し、幾つかの要因が好調な四半期に寄与したと語った。さらに同氏は、パンデミック（世界的流行）下で熟練した人材の採用に苦労していたため、一部の中古車の整備を外部委託した結果、コストが押し上げられたものの、この問題は予想よりも早く解決されたと説明した。また、今年2月中旬に開始したマーケティングキャンペーンが消費者の関心を高めているという。

ベンチマークのアナリスト、マイケル・ウォード氏は、シフトの投資判断を「買い推奨」とし、目標株価を現在の株価の約2倍の14ドルとしている。同氏の考えでは、オンライン自動車販売会社は株価売上高倍率で評価するのが理にかなう。この指標に基づく、最も割安なのがシフトだ。2021年度予想はブルームが2倍であるのに対し、シフトは1.4倍だ。同氏は「カーバナはグループの中で最も速いペースで成長してきたため、株価に大幅なプレミアムが付けられている。シフトの2021年と2022年の成長率はグループの中で最も高くなる見込みで、バリュエーションは最も低い」と指摘する。

半導体の供給不足と自動車生産の危機は今後数四半期にわたり継続する可能性が高い。ブルームとシフトがさらに成長するための条件は整っている。

By Eric Savitz
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - PTSD Sufferers Might Have a New Treatment with Psychedelics [経済関連スケジュール] 幻覚剤が、PTSDの新たな治療に使われるかもしれない

■ 非営利団体の治験で効果



Illustration by Elias Stein

心的外傷後ストレス障害（PTSD）は、深刻で治療が難しい精神疾患であり、米国ではPTSDを抱えた退役軍人の治療だけでも、年間数十億ドルが投じられている。だが現在、患者に新たな光明が差している。幻覚剤の使用だ。

5月10日、生物医学ジャーナル誌『ネイチャーメディスン』で、PTSDの治療法として、「エクスタシー」や「モリー」として知られる違法薬物MDMAの服用と心理療法とを併用する研究が発表された。第3相臨床試験では、治験参加者42名に対して、この療法によりPTSD症状の減少および日常機能の向上が見られた。最後のセッション

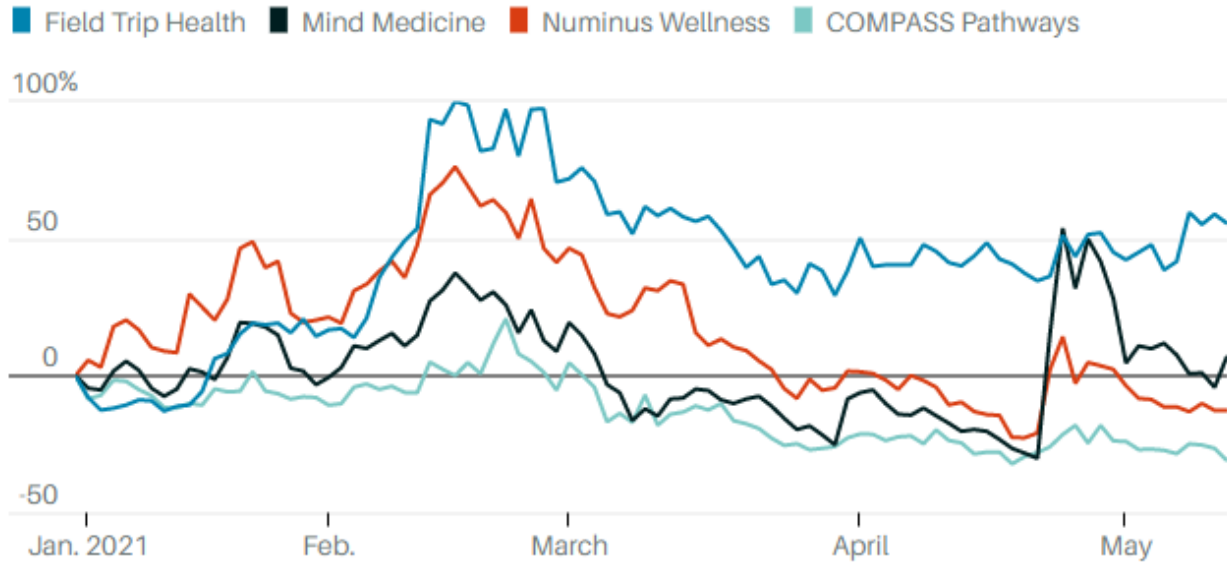
から2カ月経過した時点で、MDMAを用いた治療を行なった患者の3分の2がPTSDを疑われない状態に回復していた。対してプラセボ（偽薬）を用いた患者では、その状態まで回復した患者は3分の1だった。

米食品医薬品局（FDA）は、PTSDの治療薬として少数の抗うつ薬を承認しているが、効果が出るのは患者の半数ほどだ。MDMAを併用したセッションにより、患者がトラウマとなった記憶を思い返す際に、以前ほどの慚愧（ざんき）や怒りの気持ちが湧くことがなく、さらにPTSDの症状が出現しない「耐性領域」ができるのではないかと、『ネイチャー』の執筆者たちは推測する。

「この結果を見れば、強い関心を持つ人も出てくるでしょう」と、治験を実施したMAPSパブリック・ベネフィット・コーポレーションの責任者であるエイミー・エマーソン氏は語る。MAPS（幻覚剤総合研究協会）は、ドラッグ・アクティビストのリック・ドブリン氏が1986年に設立した機関で、法律で禁止されている向精神薬の科学的研究を目的としている。この発表を受けて、MDMAの治験とは関係がないものの、幻覚剤を扱うスタートアップ企業の株価が上昇した。5月10日、イギリスのメンタルヘルス・ケア会社コンパス・パスウェイズ＜COMPS＞は5%上昇して35.77ドル、カナダのフィールド・トリップ・ヘルス＜FTRP＞は13%上昇の5.18ドルとなった。ドブリン氏は、自身の35年にわたる取り組みに対して「われわれは、世界最古のスタートアップだ」とジョークを飛ばした。

■ 今週の予定

Shares of Mind Medicine, Compass Pathways, Field Trip Health, and Numinous Wellness, 2021 YTD



5月17日（月）

- ・ 2020年分の個人納税申告期限日。新型コロナウイルス感染症の流行が続いているため、申告期限は4週間半延長されていた。
- ・ 全米住宅建設業協会（NAHB）が5月の住宅市場指数を発表。コンセンサス予想は81.5と、4月からやや低下。住宅建設業者は引き続き、住宅市場に対して強気であることが示されている。
- ・ ニューヨーク連銀が5月の製造業景気指数を発表。エコノミスト予想は25と、3年半ぶりの最高値となった4月の26.3を下回る。

5月18日（火）

- ・ ホームセンターチェーン大手のホーム・デポ<HD>、大手百貨店メーシーズ<M>、ゲームソフト大手テイクツー・インタラクティブ・ソフトウェア<TTWO>、小売大手ウォルマート<WMT>が四半期決算発表。
- ・ 航空機関連機器メーカーのレイセオン・テクノロジー<RTX>が2021年の投資家向け説明会をコンファレンスコールで開催。
- ・ スイスの大手医薬品・バイオテクノロジー企業ノバルティス<NVS>が循環器系疾患の治療薬に関する説明をコンファレンスコールで開催。
- ・ 4月の住宅着工件数発表。エコノミスト予想は季節調整済み年率換算で170万戸、着工許可件数は同175万件。どちらも3月の数値を下回る。

5月19日（水）

- ・ 半導体メーカーのアナログ・デバイセズ<ADI>、ネットワーク機器メーカー大手シスコシステムズ<CSCO>、中国最大の小売企業JDドットコム<JD>、大手測定器企業キーサイト・テクノロジー<KEYS>、大手ホームセンターチェーンのロウズ<LOW>、電子設計自動化ソリューション提供会社シノプシス<SNPS>、小売大手ターゲット<TGT>、ディスカウント小売TJX<TJX>が決算発表。
- ・ 米連邦公開市場委員会（FOMC）が4月中旬に行われた金融政策会合の議事要旨を公表。
- ・ 産業計器メーカーのフォーティブ<FTV>がバーチャルで2021年の投資家向け説明会を開催。

5月20日（木）

・半導体製造装置メーカーのアプライド・マテリアルズ＜AMAT＞、パッケージ食品メーカーのホーム・フーズ＜HRL＞、女性向け衣料小売り大手のLブランズ＜LB＞、衣料品メーカーのラルフ・ローレン＜RL＞、ディスカウント小売り大手ロス・ストアーズ＜ROST＞がコンファレンスコールで決算発表。

- ・食品流通大手シスコ＜SYY＞が2021年投資家向け説明会を開催。
- ・たばこ・ワイン製造持ち株会社アルトリア・グループ＜MO＞、ファストフードチェーン大手マクドナルド＜MCD＞、金融大手モルガン・スタンレー＜MS＞が年次株主総会を開催。
- ・コンファレンス・ボードが4月の景気先行指数を発表。コンセンサス予想は前月比1.1%の上昇（3月は同1.3%の上昇）。予想を上回る成長率となった第1四半期の国内総生産（GDP）を受け、コンファレンス・ボードは2021年の実質GDPを6.4%増とした。

5月21日（金）

・農機メーカー大手のディア＜DE＞、国際的アパレル企業VFコーポレーション＜VFC＞が四半期決算発表。

IHSマークイットが5月の購買担当者景況指数（PMI）を発表。コンセンサス予想は、製造業PMIが60.5、サービス業PMIは64.7。どちらの数字も、ここ数年で最高を記録した4月と同水準。

By Bill Alpert
(Source: Dow Jones)

『バロonz・ダイジェスト』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信

時事通信社

編集人

川田 重信（かわた しげのぶ）

大和証券入社後1986年から米国株式を中心に外国株式の営業活動に従事。ペインウェバー（現UBS）証券を経て2000年にエグゼトラストを設立。神戸大学経営学部卒業 米国ロチェスター大学MBA。

『バロonz・ダイジェスト』 2021/05/16

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