

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2021/08/08

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. オフィス回帰に投資するための8銘柄 - Stocks to Play a Return to the Office—When It Comes. [カバーストーリー]
ただし出社傾向が進むかは不透明 P.2
2. 今、最も優れたロボアドバイザーはどこだ - New Investors Are Rushing Into the Stock Market. Robo-Advisors Are Ready. [ロボアドバイザー]
第5回ロボアドバイザー・ランキング P.6
3. 穏やかな市場の裏に潜むものに留意 - Beware What Lies Beneath Tranquil Markets. [フィーチャー]
小さな変化を見過ごすべきではない P.10
4. ロビンフッド株はIPO後も長く乱高下が続く見通し - Expect Robinhood Stock to Stay Volatile Long After Its IPO [IPO]
ミーム株売買の場、自身も仲間入り P.12
5. プラスチックに根強い需要、ただしリスクに注意 - Plastics Are Still in Demand – but Beware the Risks. [素材]
ライオンデルバセルのCEOは強気 P.14
6. 米国株式からの資金シフトに備えよ - Get Ready for a Shift Away From U.S. Stocks. [インタビュー]
調査会社トーテム・マクロのホイットニー・ベーカー氏に聞く P.15
7. 「新しい経済の現実」がハイテク銘柄の重しに - A New Economic Reality Is Weighing on Tech Stocks. [ハイテク]
色あせる巣ごもり需要の恩恵、人手不足と物価上昇がコスト増加要因に P.18
8. 株式市場はバブルに見えるが、崩壊するとは限らない - The Stock Market Looks Like a Bubble. It Could Deflate in a Good Way. [米国株式市場]
高いバリュエーションを低下させるための正攻法 P.19
9. 雇用改善、FRBによる金融政策正常化のお膳立てに - Good News on Jobs Could Set the Stage for Normal Fed Policy. [金融政策]
資産買い入れを縮小する可能性 P.21
10. 今週の予定 - Apple Has Been Quietly Building a Digital Ad Business. [経済関連スケジュール]
アップル、静かにデジタル広告事業を拡大 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. オフィス回帰に投資するための8銘柄 - Stocks to Play a Return to the Office—When It Comes. ただし出社傾向が進むかは不透明

[カバーストーリー]

■ デルタ株と新規感染者の急増が妨げに



Photograph by Sarah Anne Ward; Styling by Kristin Paquette

投資顧問会社ウェストウッド・ホールディングスのファンドマネジャーであるローレン・ヒル氏は、在宅勤務を楽しんでいたが、オフィスの方が良いと思っている。7月に16カ月ぶりに戻ってきたオフィスについて、同氏は「会話はより豊かになり、多くの人とつながることができる」と語る。

とはいえウェストウッドは、多くの企業と同様に、コロナ禍以前の状況に戻ったわけではない。多くの従業員は週に数日しか出社しない。朝のミーティングではお互いに距離を保ち、マスクを着用する。一部の社員は戻ってこないため、オフィスのスペースは以前ほど必要ではなくなり、同社はビルの12階にあるフロアの40%を手放した。

米国の労働者の約4分の3がワクチン接種を終えたことを受けて、多くの企業は労働者を職場に復帰させようとしている。業界団体の米国人材マネジメント協会によれば、米国企業のうち完全なリモートワークを実施しているのは10%未満で、92%以上は少なくとも部分的に対面で事業を運営している。この割合は、秋に学校が再開し、企業が残りの労働者を呼び戻そうとすることで上昇する公算が大きい。

しかし、デルタ変異株と新規感染者の急増によって計画は狂いつつある。アップル<AAPL>、資産運用大手ブラックロック<BLK>、銀行大手ウェルズ・ファーゴ<WFC>は、職場復帰計画を10月まで先延ばしした。さらに、「大不況」ならぬ「大量離職」時代が到来している。景気対策の給付金や労働市場の逼迫（ひっばく）を背景に、労働者の交渉力は強まっており、雇用主が週5日（あるいは週3日でも）オフィス出勤にこだわるなら退職も辞さない。労働省によれば、2021年1～5月に約1800万人の労働者が自発的に退職しており、離職率は過去平均を大幅に上回っている。

転職が増加している理由は、より良い給与と福利厚生を求めているからという一般的なものだが、別の要因も作用している。その一つとして考えられるのが企業文化からの疎外だ。独立系調査会社アチーバーズ・ワークフォース・インスティテュートが2月に実施した調査では、回答した2000人の労働者の約半数が、コロナ禍以前よりも会社や同僚とのつながりが薄れたように感じると回答した。また、今年新しい仕事を探す計画であると述べた回答者は52%で、2020年の35%から増加した。

経済活動の再開に伴い、労働市場の逼迫は続く公算が大きい。企業は労働者を呼び戻すために、給与を引き上げ、待遇を改善する必要があるかもしれない。市場の求人件数は900万件を超え、2020年4月の2倍に上る。人事コンサルタントのティム・グローワ氏は、企業は創造性を発揮し、フレックスタイム制や在宅勤務以外のメリットを打ち出す必要があると指摘する。

株式市場は「在宅勤務」と「経済再開」の二つの主要なコロナ禍関連テーマから乗り換えつつある。フィットネスサービス大手ペロトン・インタラクティブ<PTON>やビデオ会議大手ズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>などのコロナ禍関連銘柄は、2020年に株価が大幅に上昇した。しかし、年初来ではペロトンは下落しており、ズームのパフォーマンスは市場全体と同等となっている。投資家はテーマパーク、航空会社、クルーズ船会社などの景気に敏感な経済再開関連銘柄へ乗り換えたが、これらの銘柄も勢いを失った。

両方のテーマが低迷しているのは無理もない。市場はコロナ禍に関して態度を決めかねているのだ。迅速な収束の望みはデルタ株の拡大によって薄れつつある。ワクチンに対する抵抗感は経済回復への障害となっており、接種対象の成人の3分の1、18~39歳の半数以上がワクチンを接種していない。職場復帰する従業員にワクチン接種の完了を義務付ける企業は増えており、接種率は再び上昇しつつある。しかし、コロナ禍の長期化により、経済成長とインフレの見通しは軟化している。

不透明感は財政・金融政策にも大きな影響を与えている。今後数年間で1兆ドル以上のインフラ支出が行われる可能性がある。民主党は法人税と個人所得税を引き上げる一方で、3兆5000億ドルの追加的な財政支出を目指す。債券市場は、米連邦制度準備理事会（FRB）には予想通りに金利を引き上げる度胸はないという見方に賭けている。10年物米国債利回りは、春の1.7%から低下して、最近では約1.2%の底を付けた。株式市場もインフレや金融引き締めに対する懸念が薄れていることを示唆しており、ハイテクなどの金利に敏感なセクターの株価は過去1カ月で急回復している。

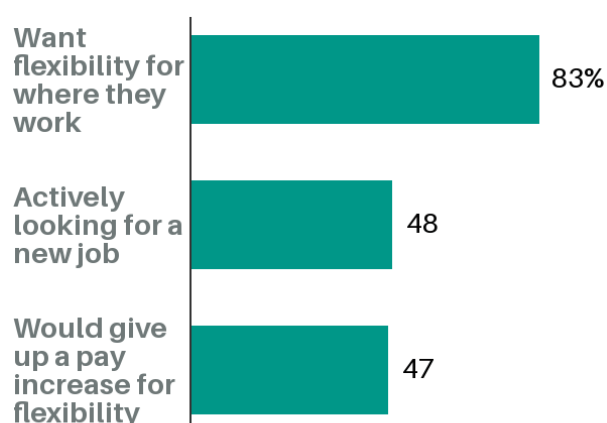
結局、どう投資すればよいのだろうか。本誌は、オフィス回帰というテーマから特に大きな恩恵を受ける不動産、消費財、ハイテクの三つのセクターから8銘柄を選んだ。

■ ロサンゼルスやボストンのREITに注目

What Workers Want Now

People are on the hunt for new jobs with more flexibility, even if it means giving up a raise.

Among Highly Compensated Employees (\$100k+)



Source: Grant Thornton

オフィス不動産セクターは投資家が考えるよりも微妙な状況にある。例えばシェアオフィス大手のウィークワークは、大企業の顧客の間で柔軟なワークスペースの需要が増えており、テナントの50%を占めると述べる。投資銀行パイパー・サンドラーの不動産アナリストであるアレクサンダー・ゴールドファーブ氏は、コロナ禍以前のオフィスの平均使用日数は週4日であり、それが3日に減っても大きな変化ではないと指摘する。

ゴールドファーブ氏は、ロサンゼルス西部で物件のリースを手掛ける不動産投資信託（REIT）のハドソン・パシフィック・プロパティーズ<HPP>の株価が伸びるとみている。同社のテナントは、ハリウッドの映画制作会社、代理店、整形外科医などである。最大のテナントはグーグルとネットフリックスで、後者はハリウッドで13階建てのビルを借りている。ゴールドファーブ氏は「ロサンゼルス西部の人々はテキサス州に移転せず、オフィスの縮小もしていない」と語る。

コンセンサス予想によれば、ハドソンの調整後ファンズ・フロム・オペレーション（REITの営業利

益の指標)は今年6.3%増加する見込みで、配当利回りの3.8%をカバーするには余りあるほどだ。株価は物件の純資産価額に対して40%のディスカウントとなっており、REITの中でもディスカウント幅が特に大きいとゴールドファーブ氏は語る。

ボストン・プロパティーズ<BXP>もゴールドファーブ氏が選好するオフィスREITの一つだ。その理由は、好調なライフサイエンス企業やハイテク企業が存在するボストンやベイエリアへのエクスポージャーを有することである。またバージニア州北部にレストラン、小売店、住宅からなるレストン・タウン・センターを所有しており、ゴールドファーブ氏はこれを「金鉱」と呼ぶ。株価は純資産価額に対して20%のディスカウントとなっており、配当利回りは3.3%である。

■ コーヒーチェーンやレストランを選好



Michael Nagle/Bloomberg

ディスカウント小売り大手ロス・ストアーズ<ROST>は、コロナ禍以前は格安なブランド衣料が好調だった。売り上げは全て対面の実店舗によるもので、2020年に急激に減少したが、店舗に客が戻り、オフィス回帰に向けて新しい服を買っているため、業績が回復している。コンセンサス予想によれば、今年の売上高は38%、2022年は10%増加する可能性があり、来年の1株当たり利益(EPS)は20%増の5.22ドルになるとみられる。ウェストウッドのヒル氏は、1年後と3年後の目標株価をそれぞれ138ドルと182ドルとしている。直近の株価は120ドルである。

オンライン体重管理ツールを提供するWWインターナショナル<WW>は、二つのトレンドから恩恵を受ける見込みだ。一つはコロナ禍での巣ごもりによる体重増加である。体重管理サービス会社ニュートリシステムが6月に2000人を対象に実施した調査によれば、米国人の76%は体重が増えており、増加幅は平均16ポンド(約7キログラム)となっている。WWはデジタルツールを使った事業を拡大しており、中でもデジタル360というコーチングアプリは初めて男性をターゲットとしている。ヒル氏は、WWがこの新たなダイエット市場の1%でも獲得できれば、売上高は年間7%のペースで増加すると言う。直近の終値は31ドルで、2022暦年予想株価収益率(PER)は12倍だ。ヒル氏は1年後と3年後の目標株価をそれぞれ43ドルと75ドルとしている。

人々がオフィスに戻れば、コーヒーを飲んだり、ビジネスランチやディナーを食べたりする機会も増えるだろう。このテーマに投資するレストラン銘柄として、コーヒーチェーン大手スターバックス<SBUX>とレストラン運営会社ルースズ・ホスピタリティ・グループ<RUTH>が挙げられる。両社共に、変異株がオフィス回帰の妨げになることが懸念され、株価が伸び悩んでいる。スターバックスの株価は年初来で11%上昇しているが、S&P500指数の17%上昇を下回っている。小型株のルースズも年初来で11%上昇しているものの、過去3カ月では26%下落した。

しかし、スターバックスの業績は堅調である。投資銀行ジェフリーズのアナリスト、アンディ・バリッシュ氏によれば、米国の来店客数はコロナ禍以前の水準の90%まで回復しており、残る10%も都市部に労働者が回帰するにつれて戻る公算が大きい。また同社は、コンセンサス予想を上回る水準へ7~9月期の既存店売上高予想を上方修正した。バリッシュ氏は最近、直近株価の119ドルを大幅に上回る145ドルへ目標株価を引き上げた。

ルースズは複数の面で圧力に直面している。牛肉の価格は15～20%上昇し、人件費も高騰しており、さらに多くの店舗で客数の上限が50%であることから売上高も低調だ。しかしバリッシュ氏によれば、都市部の売上高は改善しており、同社は人員配置のデジタル化やバックヤードの効率化の取り組みを通じて利益率への圧力を軽減している。牛肉の価格高騰は秋には落ち着くとみられ、同社は経済活動を再開した都市で売上高に勢いが見られるとしている。バリッシュ氏は今後1年間で株価が小幅に上昇し、直近の20ドルから22ドルになると予想している。

■ ハイテク投資増加の恩恵を受けるマイクロソフトとシスコシステムズ



Photograph by Sarah Anne Ward; Styling by Kristin Paquette

ハイテクセクターに関する重要なトレンドの一つは、企業のハイテク支出が再び増加する見込みであるということだ。UBSによれば、企業のITマネジャーの81%は今年の予算を増額する予定であり、2020年の57%から増加している。クラウドと「デジタルトランスフォーメーション（DX）」の取り組みが最優先されており、サイバーセキュリティも優先事項の上位3位に入っている。

このトレンドに乗るための銘柄はマイクロソフト＜MSFT＞とネットワーク機器大手のシスコシステムズ＜CSCO＞である。

マイクロソフトは労働市場の二つのトレンドから恩恵を受ける可能性がある。同社は、リモートワークやハイブリッドワーク（オフィスワークとリモートワークを組み合わせた働き方）の増加に伴い、メッセージアプリの「Teams（チームズ）」を含めた「Office（オフィス）」ソフトウェアパッケージの販売を増やしている。同社はビジネス交流サイト（SNS）のLinkedIn（リンクトイン）も所有しており、同サイトは労働者の転職、求人、広告支出の増加による受益者である。

もう一つの追い風はクラウドサービスだ。証券会社ウェドブッシュのアナリスト、ダン・アイブズ氏によれば、今やクラウドで処理される業務は40%に上り、2022年には55%に達する可能性がある。同氏はハイブリッドワークの継続によってクラウドへの盛んな支出が続くとみており、マイクロソフトは「市場シェアを獲得できる安定した地位にある」と述べる。6日終値の289ドルに対して、同氏の目標株価は325ドルである。

シスコシステムズも、企業がネットワーク機器の購入を増やすことから恩恵が見込まれ、四半期ごとの売上高の伸びは加速している。さらに、同社は売上高の波を平準化するため、ハードウェアに付属するソフトウェアをサブスクリプションモデルに移行させている。同社はクラウドプロバイダーへのネットワーク機器の販売を増やしており、最近光学部品サプライヤーのアカシア・コミュニケーションズを買収した。

シスコシステムズの売上高は2015年から約500億ドルで横ばいとなっている。株価はコロナ禍の間のハイテクブームによって上昇したが、2019年の水準に戻ったにすぎない。それでも年初来では25%上昇し、ナスダック総合指数に対して10%ポイントのアウトパフォームとなっているが、2022年予想PERはわずか16倍にとどまっている。6日終値は約55ドルである。

エバーコアISIのアナリストであるアミット・ダリヤナニ氏は、オフィス回帰のトレンド、クラウド

サービスの伸び、および高周波数帯、Wi-Fi、高速大容量規格「5G」モバイルネットワーク向けのネットワーク機器需要が後押しとなり、シスコシステムズの株価が100ドルに達する可能性があるとみている。同氏は最近のレポートで、同社の堅調なフリーキャッシュフロー、収益性、経常的収入の比率が高い売上高構成は「いずれも過小評価」されており、これらがスコット・ヘレン新最高財務責任者（CFO）の下で加速する可能性があるとしている。

By Daren Fonda
(Source: Dow Jones)

2. 今、最も優れたロボアドバイザーはどこだ - New Investors Are Rushing Into the Stock Market. Robo-Advisors Are Ready. [ロボアドバイザー] 第5回ロボアドバイザー・ランキング

■ 多くの投資家を市場に導く

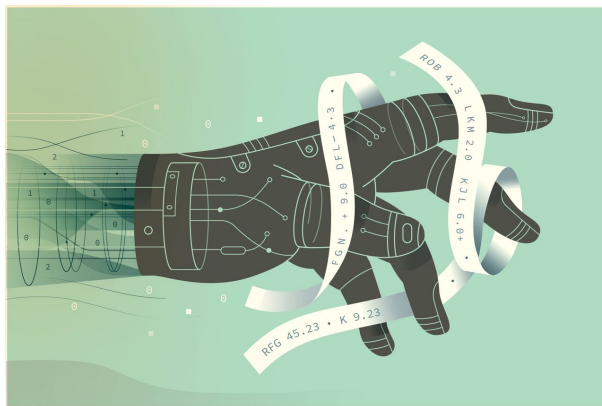


Illustration by Harry Campbell

ほんの2～3年前、ロボアドバイザーは、伝統的なアドバイザーの何分の一かのコストで提供されるソフトウェア主導のサービスとして、投資の未来と見なされていた。その後、株取引アプリを運営するロビンフッド・マーケットズ<HOOD>が登場し、投資初心者をデイトレーダーに変えてしまうほどの大流行となった。

ロボアドバイザー業界を追跡調査しているバックエンド・ベンチマーキングの推計によると、2020年末までに、ロボアドバイザーによって運用される資産は、1年間で25%増え7850億ドルになったという。同社の創業者であるケン・

シャピロ氏は、「ロボアドバイザー業界の成長は目を見張るものがある」と述べる。

従来のファイナンシャルアドバイザーとデジタルベースのサービスとの境界線が曖昧になってきている。バックエンドのリサーチ・アンド・アナリティクスのマネジャー、デービッド・ゴールドストーン氏は、「これらの企業は、ロボアドバイザーというスタンドアロン型のサービスから脱却して、個人向け金融プラットフォームとなることを目指している」と言う。

ロボアドバイザーは、パッシブ投資の原点からも脱却している。多くのサービスで新しいパラダイムが採用されており、顧客に個々のニーズを反映した運用資産ポートフォリオを提供したり、個別株式の購入や、さらには暗号資産（仮想通貨）の投資まで踏み込んだ機会を提供したりすることができるようにしているのだ。

このような進化により、本誌の第5回ロボアドバイザー・ランキングはこれまで以上に重要なものとなっている。このランキングは、バックエンド・ベンチマーキングの協力により作成されたものだ。バックエンドは6年間にわたり、ロボアドバイザーサービスが付帯された口座に実際に資金を拠出し、維持し続けており、同社のデータでは、現在43社、77の口座を追跡調査している。

デジタルアドバイザーの多くは、人間のアドバイザーが行うことを全て行うことを目指しているが、

そのほとんどは、十分なサービスを受けていない大規模な投資家層に注力している。「ロボアドバイザーは、ファイナンシャルアドバイスのための全く新しい市場を開拓した。その大きな要因となったのが、低コストと最低投資額の引き下げだ」とゴールドストーン氏は言う。

■ ロボアドバイザー・ランキング

The Numbers

Robo-advisors use portfolios with a mix of stocks and bonds. Here are the three-year annualized total returns, plus what it all costs.

Robo-Advisor	3-Yr Equity Return	3-Yr Fixed-Income return	3-Yr Overall Return	Account Minimum	Fee
SoFi	16.1%	4.3%	11.7%	\$5	No fee
SigFig	15.3	5.8	12.1	\$2,000	No fee for the first \$10k
E*Trade Core	14.5	6.0	11.3	\$500	0.30% annually
Betterment	13.8	4.8	11.0	Digital: No minimum	Digital: 0.25%
Fidelity Go	14.9	4.4	11.2	Digital: No minimum	No fee under \$10k for digital
Vanguard	15.1	4.4	11.0	\$3,000 for digital advice	Capped at 0.20% annually including underlying fees
Morgan Stanley	13.4	4.9	10.8	\$5,000	0.30% annually
Axos Invest	15.3	5.9	12.1	\$500	0.24% annually
Wealthfront	14.0	5.2	11.6	\$500	0.25% annually
Ellevest	14.5	3.5	10.0	No minimum	\$1/month

Note: Fees and minimums apply to base tier of service. Three-year returns are annualized and for the period ending June 30, 2021.
Source: Backend Benchmarking

今年のランキング1位のソーファイ・テクノロジーズ<SOFI>は、学生ローンの借り換えから住宅ローンや保険まで、さまざまなファイナンシャルサービスを提供しながら、運用手数料ゼロかつ最低5ドルからの自動投資を実現している。2位のシグフィグは、投資運用にほぼ特化しており、多くの大手銀行やファイナンシャルアドバイザーが提供するロボサービスのエンジンとなっている。第3位には、オンライントレーディングの先駆者であるイー・トレードが選ばれた（バックエンドは、8月11日に同社のウェブサイトで開催の全てを発表する）。

バックエンドは、株式と債券を60対40の割合で組み合わせた、適度にアグレッシブな配分を目標とする口座を各社に開設している。ロボアドバイザーによるポートフォリオは高度にカスタマイズされているため、バックエンドは、各口座の配分に合わせて調整し標準化されたポートフォリオをベンチマークとして使用し、各社のロボアドバイザー口座を評価している。

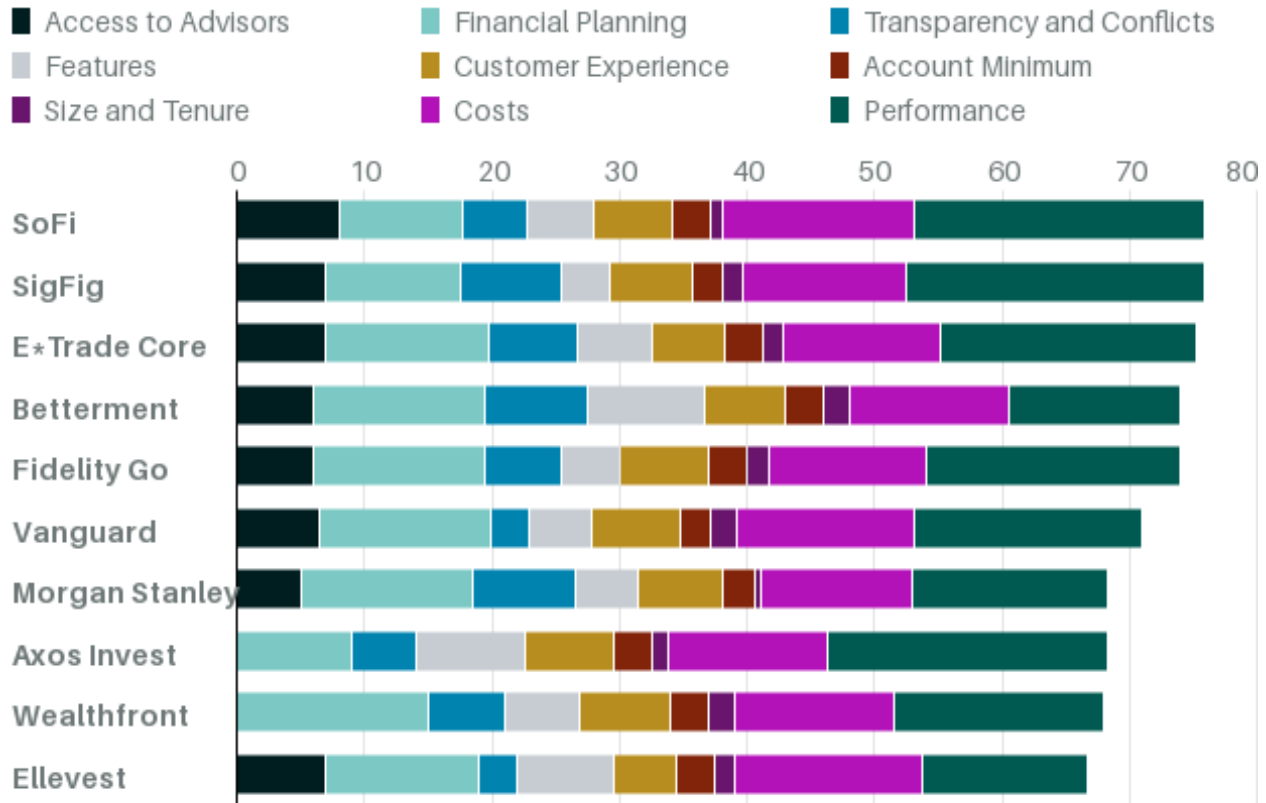
パフォーマンスには45%のウェイトが置かれ、手数料と、シャープレシオで測定されるリスク調整後のリターンが考慮される。ソーファイとシグフィグはいずれも平均より高いシャープレシオを示しており、それぞれのポートフォリオが生み出したリスク（リターンの振れの大きさ）から最良の結果を引き出していることを意味する。バックエンドが追跡調査した口座の平均年間リターンは、ソーファイが11.7%、シグフィグが12.1%、イー・トレードが11.3%であった。

リターンや手数料が重要であることは確かだが、それはパズルの一部にすぎない。人間のアドバイザーと仕事をする場合、投資家は、投資哲学の違い、コミュニケーションスタイル、アクセスのしやすさなど、さまざまな質的要因に影響される。デジタルアドバイスの世界でも同じことが言える。投資家の長期的な成功は、カスタマーエクスペリエンス、ファイナンシャルプランナーの機能、人間のアドバイザーへのアクセスなどに影響される。そのため、バックエンドの評価では質的要素に55%のウェイトを置いている。

■ トップ3

Breaking Down the Robos

Here are the top 10 robo-advisors of the 20 that were ranked. The ranking is based 45% on quantitative factors, including performance, and 55% on qualitative factors, which include financial planning.



Source: Backend Benchmarking

ソーファイ・テクノロジーズ：2011年創業のソーファイ・テクノロジーズが2017年に提供を始めた自動投資サービスの現在の口座数は6万6000、運用資産は4億7500万ドルに上り、この1年間で3倍に増加している。同社の製品「リレー」を使用すれば、同社と他社の口座を全てモバイル端末のダッシュボードでモニターすることが可能だ。同社はまた、4600銘柄について端株投資を提供するほか、新規株式公開（IPO）や20を超える暗号資産も扱っている。

とはいえ、昨年トップのシグフィグに対しソーファイがやや優位に立っているのはコストの低さだ。シグフィグは残高1万ドル以上の口座に対し0.25%の管理手数料がかかる。これに対し、今回のランキング対象となったロボアドバイザーの平均は0.35%、ソーファイは無料だ。さらにソーファイは売買手数料無料で取引が可能なほか、自社の6本の上場投資信託（ETF）については手数料を徴収していない。

今年同社のポイントが増加したのは、人間のアドバイザーに基本的に無料でアクセスが可能になったことが分かったためだ。これは新しいサービスではないが、より顧客の目に止まりやすいように変更が施された。

注意が必要なのは、同社が6月に特別買収目的会社（SPAC）を通じて上場しており、いずれは値上げをせざるを得なくなる可能性があることだ。同社幹部もその可能性を認めるが、業界平均以下に

抑える計画であり、機能やサービスの向上を伴う可能性が高いとする。

シグフィグ：昨年トップのシグフィグは、今年2位となった。シャーププレシオはソーファイと同率の1位、3年間のリターンは12%超だった。個人投資家がこの運用資産14億ドルのロボアドバイザーの口座を開設するには最低2000ドルが必要となるが、それにより人間のアドバイザーにもアクセスが可能になる。しかし、同社の大きな部分で成長分野であるのはUBS、ウェルズ・ファーゴといった大手金融機関のロボ・エンジンとしての事業だ。顧客の投資管理を効率的に行う「オペレーティングシステム」を目指す同社が提供する優れた機能の一つが、顧客の他社の口座のモニタリングと分析を可能にするポートフォリオ・モニタリング・ツールだ。また、顧客が資金をシグフィグに移動させたい場合、課税と取引コストを最小化するツールを提供している。

イー・トレード：トップ3の最後はイー・トレードだ。同社のロボサービス「コア・ポートフォリオ」の特徴は、顧客ごとのカスタマイズの選択肢が豊富なことだ。資産配分は顧客のリスク・リターン・プロフィール（特性）に基づいて行われるが、五つの課税ポートフォリオと四つの税効率の高いポートフォリオがあり、それぞれに「標準ETF」、「スマートベータ」、および「社会的責任」の三つのフレーバーを選択できる。口座開設に必要な最低金額は500ドルにすぎず、管理手数料は0.3%と平均を下回っている。債券ポートフォリオのリターンは今回のランキング対象では最高だった。

注意点としては、2020年にイー・トレードを買収したモルガン・スタンレー<MS>の電子アドバイザー「アクセス・インベストメント」とコア・ポートフォリオがいずれ統合される可能性が高いことだ。本誌は昨年、TDアメリトレードがチャールズ・シュワブ<SCHW>に買収された際、同様の注意喚起を行った。新規契約ができなくなったため、バックエンドはTDアメリトレードを今年のランキングから除外している。

■ ロボの進化

ロボアドバイザーの当初の使命は、投資家がより分散された、適切なリスクのポートフォリオにアクセスできるようにし、プロセスを自動化することにより投資家が陥りやすい誤りを除去することだったが、ロボはさらに進化を続けている。

アクティブな投資スタイルを取り入れ、選択肢を広げる方法を探るものもある。共通するテーマの一つがESG（環境・社会・企業統治）の要素を統合することだ。今年のランキングで4位となった運用資産310億ドルのベターメントは、「気候変動へのインパクト」、「社会へのインパクト」、および「広範なインパクト」などのESGをテーマとした選択肢を提供している。同社は7月に、アクティビスト（物言う株主）のエンジン・ナンバーワンが最近設定した、株主アクティビズムを重視するエンジン・ナンバー1・トランスフォーム500 ETF<VOTE>を同社のESGポートフォリオに追加した。

同社はまた、長期保有ポートフォリオの一部に個別株や暗号資産を組み込めるようにすることを検討している。ウェルスフロントも4月に同社が精査した数十本のETFによって顧客がポートフォリオをカスタマイズできるようにしたが、その中には2本の暗号資産ETFグレースケール・ビットコイン・トラスト<GBTC>とグレースケール・イーサリアム・トラスト<ETHE>が含まれている。

ロボアドバイザーの運用資産は急速に伸びているが、この業界はかなり成熟しつつあり、SPACを通じて上場するものも現れている。シャピロ氏は、多くのロボアドバイザー企業でトップが交代しているのは今後の株式公開の前兆である可能性があると言う。投資家はテクノロジーや機能の向上

により恩恵を受けるであろうが、企業側が収益性を追求するようになり手数料が値上げされる可能性もある。ニッチから始まったロボアドバイザー企業が発展する一方で、大手金融機関もロボサビスの修正を行なってきた。「最終的に、勝者となるのは消費者だ」とシャピロ氏は言う。

By Sarah Max
(Source: Dow Jones)

3. 穏やかな市場の裏に潜むものに留意 - Beware What Lies Beneath Tranquil Markets. 小さな変化を見過すべきではない

[フィーチャー]

■ 市場の過去の激震の予兆

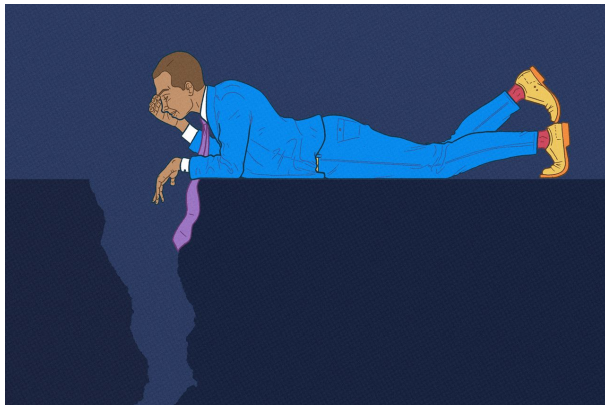


Illustration by Kyle Ellingson

投資の世界は穏やかなように見える。世界の株式市場はそれぞれ過去最高値圏にあり、債券利回りは下げ止まり、為替市場は静かで、市場の「懸念のシグナル」である株式のインプライド・ボラティリティは低下している。とはいえ、市場の断層は通常は地中の奥深くにあって、視界には入らない。時折起こる揺れが、その存在を思い起こさせる。

1960年代と1970年代は、過剰な財政支出と金融緩和政策が高いインフレ率につながった。1980年台半ばから2008年までは、緩い審査に基づいた野放図な借り入れと金融機関の問題のある慣行・業務運営が、1987年、1992年、1995年、2001

年および2007～2008年の市場の危機を引き起こした。2020年は、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）が公衆衛生の備えが不十分であることの脆弱（ぜいじゃく）性をあらわにした。

小さな地震は往々にして、表面下に潜んでいるものについての価値ある情報を含んでいる。注視している少数の人は地面が揺れていることに気づいているが、他の人々にとって、その揺れは無視できるほどに小さい。

1967年にミルトン・フリードマンは、欠陥のある経済分析と誤った公共政策がインフレ率上昇につながると強調した。1990年代にはアルウィン・ヤング氏が、アジアの経済成長の「奇跡」が過剰投資の上に築かれたと指摘し、その脆弱性は1997年に露呈した。

あまり知られていないが、エコノミストのハイマン・ミンスキーは、安定が不安定さにつながるという理論の構築にキャリアを費やした。同氏の研究は、2007～2008年の世界金融危機という、われわれの時代で最大の「ミンスキー・モーメント」が訪れるまで、貸し手と住宅保有者、さらには自信過剰な中央銀行関係者によって無視された。

現在、世界の経済および市場の穏やかな表面の下で、相互には無関係と思われる複数の揺れが強まっている。つまり、パンデミック、過去に例を見ない生物多様性の喪失と気候変動、ポピュリズム、反グローバル化、そして独裁主義の台頭である。または恐らく、歴史学者のニール・ファーガソン氏が最近指摘したように、これらは社会、その規範および規則の実行可能性に挑戦する、共通の

断層を明らかに示している。

全ての市場は信頼に根差しており、法の支配によって裏打ちされている。しかし、法律は政府から生じている。民主主義の世界では、法律は民意の同意を反映している。独裁政権ではそれは権力のことである。18世紀以来、民主主義と多くの独裁政治でさえ、財産権を保護し、取引の自由を支える規範、行動基準および法律を整備することによって、市場を支えることが有用であることが分かってきた。

民主主義は居心地が悪いながらも資本主義と共存しており、「投票」力は所得または富に比例している。専制君主は、蓄積された資本の威力を腹立たしく思い、さらにはそれを恐れる可能性すらある。資本主義は、自由主義が切望する繁栄とともに、専制君主の権力を強化する経済力をも創造する。しかし資本主義は、それを支配する人々の権力にも対抗している。

ガバナンスが見掛けよりも脆弱であることを歴史は示唆している。第1次世界大戦は勢力均衡、グローバル化、植民地主義および帝国に関する幻想を打ち砕いた。1920年代と1930年代には、共産主義とファシズムが、ウィルソン第28代米国大統領の民主主義が掲げる理想を滅ぼした。当時の一部の人々（中でもジョン・メイナード・ケインズの『平和の経済的帰結』）が揺れを感じ取っていたにもかかわらず、これらの激変した結果のいずれも、市場は予見していなかった。

■ 現在の揺れ

英国の欧州連合（EU）離脱（ブレグジット）、トランプ主義、権威主義的な中国、ワクチンに対する懐疑的な見方および気候変動の否定は、民主主義、自由、科学的手法、経験主義および経済的自由主義といった、よりどころとなるべき啓蒙に対する信頼を失った世界における現代の揺れである。

貧困撲滅「プログラム」において歴史上で最も効果的なグローバル化は、今や強く批判されている。バイデン大統領はトランプ前大統領による多くの政策の巻き戻しに意欲的だが、明らかな例外として、米国の自由貿易の盟主としての立場の回復は目指していない。習近平国家主席率いる中国は、政治的見解の溝を縮める段階を通り越しており、自国の強大な力に対する経済面または金融面での対抗をもはや容認できない。英国は、大陸欧州との間の歴史的、文化的、経済的および金融的結び付きにもかかわらず、自国を欧州の一部ではないと再び見なしている。欧州は、自身の政治的变化の苦難のさなかにあり、専制君主と大衆扇動がもたらすリスクに気が付いていないようだ。

とはいえ、資産価格は上昇しており、好調な企業業績と、借り入れコストを低く維持している金融政策に下支えされている。株式は、インフレ調整後でプラスのリターンを提供する唯一の資産であるという特権を謳歌（おうか）している。安定は安定に対する保証を提供している。揺れは押し目買いの機会を提供しているだけである。

恐らくこれは正当化されるだろうし、合理的な見方が大勢を占めるだろう。データと論理的な説明が、ワクチンに対する懐疑的な見方に勝つ可能性がある。民主主義と独裁政治が、過大な傷を負わずことなく、行き過ぎた資本主義を抑制する可能性がある。人々が共有財産に注目し、生物的多様性の喪失や気候変動というわれわれの生存に関わりかねない脅威をギリギリで抑制してくれるかもしれない。

いや、そうではないかもしれない。過去は未来に対する判断の指針にはならない。変化は、進化的な場合もあれば革命的な場合もある。連続性は所与のものではない。ケインズ、フリードマン、ミンスキー、ヤングおよびファーガソンの考え方には、共通点はほとんどない。彼らは、政治、経済

またはイデオロギーで同じ立場に立っていない。しかし彼らは、もっと重要な点で共通している。彼らは、聞くべき時と見るべき時が分かっていた。彼らは、聞いたことと見たものを無視すべきではないことを知っていた。

現在市場は、普通の状態が今後も続くかのように行動している。われわれは、この市場の動きが正しいことを期待しているが、期待は戦略ではない。慎重さは、うまく行かなくなる可能性を観察し、それに耳を傾け、それを健全に尊重することをやめないようにとわれわれに求めている。

(筆者は、シンクタンクであるジャクソン・ホール・エコノミクスの共同創業者で、UBSの元チーフ・エコノミスト)

By Larry Hatheway
(Source: Dow Jones)

4. ロビンフッド株はIPO後も長く乱高下が続く見通し - Expect Robinhood Stock to Stay Volatile Long After Its IPO ミーム株売買の場、自身も仲間入り

[IPO]

■ ボラティリティーや上昇率もミーム株並みに



Spencer Platt/Getty Images

株取引アプリを運営するロビンフッド・マーケットツ<HOOD>は新規上場時の株価下落をすぐ乗り越えた。

1週間を通じた初めての取引で株価は57%上昇して55.01ドルとなり、新規公開価格の38ドルを大幅に上回った。ほとんどニュースは無く、出た情報もまちまちな内容だった。ファンドマネジャーのキャシー・ウッド氏が率いるアーク・インベストメントが同社株を買ったが、今後数カ月間に株を売る可能性を表明した初期投資家もいる。

ロビンフッド株はその図抜けたボラティリティーで珍しい立場を占めている。同社は若い投資家がミーム株（インターネット上の情報拡散で取引される銘柄）を売買する場として知られるだけでなく、今では自らがミーム株となった。

同社のファンでさえこの状況に驚いている。最近大学を卒業して同社の新規公開株を、同社アプリを通じて5株買ったアイバン・ジャクソン氏は本誌へのメールで、「ロビンフッドはIPOの前後にオンライン、特に交流サイト（SNS）のレディットではそれほど人気でなかったように見えた。ミーム株並みのボラティリティーは予想していたが、ミーム株並みの上昇は必ずしも予想していなかった」と述べる。

直近の株価の動きは、同社株が妥当なバリュエーションからかけ離れてしまったことを意味する。しかし、同社株が極めて割高と考える人でも（株価／過去12カ月売上高倍率は35倍）、空売りには追加リスクがあることを知るべきだ。

ミーム株は業績よりも個人投資家心理や、浮動株の規模および空売り残高などの市場力学で動く。空売りを調査するS3パートナーズのイホー・デューサニウスキー氏によると、今のところ借株できる株が十分でないために空売り残高は大きな要素ではないが、残高は急速に増えている。

■ 強気筋と弱気筋の主戦場はオプション市場

弱気筋は同社株の下落に賭ける別の方法を見つけており、戦いは主にオプション市場で繰り広げられている。

8月3日の昼すぎには同社株のコールオプションが7万5000コントラクト、プットオプションが9万5000コントラクト既に取引されており、サスケハナ・インターナショナル・グループのクリストファー・ジェーコブソン氏によると、比較として暗号資産交換所コインベース・グローバル<COIN>のオプション取引初日にはコールオプションが1万3000コントラクト、プットオプションが1万5000コントラクト取引された。8月3日に最も取引が活発だったのはロビンフッド株の行使価格70ドルのコールオプションで、同社株は取引時間中に一時70ドルを超えた。しかしオプション取引の大半は売り注文であり、取引は週を通じて売り買いまちまちだった。

8月5日に株価は28%急落したが、トレーダーは主にコールを買っており、オプションと先物のデータを提供するオプションメトリックスの定量分析責任者であるギャレット・デシモン氏は、株価は急落したが「この動きは強気指標であり、意外だ」と語る。

5日開示の登録資料に記載されたように、もし初期投資家が今後数カ月の間に株を売れば、実際にはボラティリティーがある程度緩和されるかもしれない。株価が乱高下する理由の一つは単に株数が多くないからであり、もし浮動株が増えれば買い手と売り手はより広い戦場で戦うことができる。

今のところ強気筋と弱気筋の戦いは続きそうであり、株価を乱高下させるだろう。同社株の価値を正しく見ているかどうかに関わらず、高くつく戦いになりそうだ。

サスケハナのデリバティブ戦略共同責任者のクリストファー・マーフィー氏は、人気株のプットオプションを買うことは、インプライド・ボラティリティーの上昇に伴いプレミアムが割高になるので危険な戦略になり得ると警告する。そのため、株価の見通しが正しくても最終的な損得は良くないかもしれない。

マーフィー氏は本誌へのメールで以下のように述べた。「ロビンフッド株のプットオプションを買う時に頭に入れておくべきことは、ゲームソフト小売り大手のゲームストップ<GME>や映画館チェーンのAMCエンターテインメント・ホールディングス<AMC>で見たように、株価がやがて下落した時にインプライド・ボラティリティーも低下してお互いに相殺し、株価が下落してもプットオプション保有の利益を損なうことだ」。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

5. プラスチックに根強い需要、ただしリスクに注意 - Plastics Are Still in Demand – but Beware the Risks. ライオンデルバセルのCEOは強気

[素材]

■ 価格は倍、リサイクル率は10%未満



Vasily Smirnov/Dreamstime.com

筆者の貯金箱は、中身よりも箱自体が値上がりしている。貯金箱は高密度ポリエチレン（HDPE）でできているのだが、HDPEの価格は1年で2倍になった。

HDPEは最も一般的なプラスチックだ。1967年に公開された映画『卒業』に「これからの時代はプラスチックだ」という名せりふがあるが、そのころプラスチック事業はまだ10年も経っていなかった。当時、世界のプラスチックの年間生産量は重量にしてエンパイアステートビル65棟分だったが、今では1000棟分を超えている。

複雑な問題もある。HDPEは分解に何百年もかかり、これまでに製造されたプラスチックのほとんどが廃棄物として放置されている。リサイクル率は10%に満たず、それよりも少し多い量が焼却されている。当コラムは投資に関するコラムであり、説教するつもりはないが、プラスチック廃棄物問題は業界のリスクとなっている。ニューヨーク州では、昨年よりレジ袋が禁止された。カリフォルニア州では来年から飲料ボトルにリサイクル樹脂を使用することを義務付けた。30年前からリサイクルボトルの導入を約束してきた飲料大手のコカ・コーラ<KO>とペプシコ<PEP>も、今では完全に乗り気だと言う。とはいえ、今のところプラスチックの売り上げは順調だ。医療用マスクがHDPEの親戚のポリプロピレンでできていることはご存知だろうか。

■ ライオンデルバセルの決算は予想を上回るもPERは5.2倍と割安

独立系化学会社第3位の規模を誇り、プラスチック業界でも大手のオランダの化学品メーカー、ライオンデルバセル・インダストリーズ<LYB>のボブ・パテル最高経営責任者（CEO）によれば、業界の平均的な成長率は年率3.5～4%だが、プラスチック需要は昨年7%増加し、今年に入っても5.5～6%の伸びとなっていると言う。

だが今年初めにテキサス州を襲った大寒波で石油化学製品の生産が停止し、業界は今も立ち直っていない。また物流停滞の問題もある。同社の利益は増えても、株価にとってはマイナスだ。「今が業績のピークなのか、今後は緩やかに下降するのか急落するのか投資家の議論的となっている。だがプラスチック需要は今後も続くだろう」と同氏は述べる。

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）前は、石油や天然ガスをプラスチックの原料に変える工場（エチレンクラッカー）の新設が相次ぎ、業界の利益率は低迷していた。パテル氏も工場設立を控えていたが、パンデミックの最中に南アフリカの石油・化学製品メカであるサソール<SSL>との合弁でルイジアナの工場を獲得した。持ち分に対する出費は20億ドルだが、持ち分相当の能力の工場を設立しようとすれば60億～70億ドルかかると言う。

パンデミックと二酸化炭素（CO2）排出削減の推進により、新規工場への設備投資は凍結中だ。特に中国ではライセンス事業の入札案件は2019年の半分にとどまっている。だが経済再開の遅れと消

費財の受注残により、需要の伸びは来年まで続く可能性がある、とパテル氏は述べる。

今年、同社の1株当たり利益（EPS）は前年比3倍の18ドル超になると予想されているが、これに基づくと株価収益率（PER）は5.2倍となり、これは市場全体の4分の1にすぎない。ウォール街は同社の来年のEPSは15ドル弱に落ち込むと予想するが、最近は多少この予想が上向いており、決算では予想を大幅に上回ってきている。

■ リサイクルへの取り組みも

さらに二点。まず、筆者は過去ライオンデルバセル株を推奨してきたが、今は迷っている。同社に関する記事を書いた5年前の時点の株価は80ドル、3年前の時点の株価は113ドルだったが、現在、同社の株価は100ドル前後で取引されており、配当利回りは4.5%だ。JPモルガンは同銘柄を選好している。今年と来年、同社のフリーキャッシュフローは株価の17%以上になる可能性があり、これを債務返済に充当すれば株価は40%以上の上昇余地があるとアナリストは言うのだが、どうだろうか。

また同社はプラスチック廃棄物削減コンソーシアムに参加し、「サーキュレン」と言うリサイクル製品を展開している。また分子リサイクルと呼ばれるものにも力を入れている。推進派は従来の方法に比べリサイクル率を高める方法だというのが、まだ実証されていないという批判もある。

パテル氏は、自動車の軽量化、燃料消費量の削減、バッテリー寿命の延長などにプラスチックは不可欠であり、プラスチックは地球を救うと指摘する。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

6. 米国株式からの資金シフトに備えよ - Get Ready for a Shift Away From U.S. Stocks.

[インタビュー]

調査会社トータム・マクロのホイットニー・ペーカー氏に聞く

■ 中国株投資の問題点



Photograph by Tristan Spinski

ホイットニー・ペーカー氏は、2018年に調査会社トータム・マクロを設立した。それ以前は、ソロス・ファンド・マネジメントやブリッジウォーター・アソシエーツなどの投資会社で、アジアでのロングオンリー資金の運用、金融銘柄のロング・ショート戦略、グローバル・マクロ・ポートフォリオの運用を経験し、ブリッジウォーターでは新興国市場の責任者を務めた。

本誌：中国株式について以前からネガティブだったが、それは良い判断だったようだ。そろそろ買い時か？

ペーカー氏：中国では、フィンテックをはじめとするさまざまな業界に対して、政策や規制による取り締まりが強化されている。アント・フィナンシャルに始まり、フードデリバリー、その他の電子商取引やEファイナンス、民間の教育サービス、

そして今回の不動産管理にまで及び、国家安全保障上の懸念によって正当化できる範囲よりも広い業界を対象としている。株式投資家にとって、中国には幾つかの問題がある。一つは、恣意（しい）性が株式のリターンを左右する。当局の取り締まりに関連し、株価に織り込めず、分散できない特異なリスクが一体どの程度あるのか。二つ目は、過去10～12年の間、世界の成長と信用創造の大きな原動力であった中国は、成長の再活性化、レバレッジ解消、通貨への圧力の管理など、競合する困難な国内の優先事項への対処に忙しい。2013年ごろにレバレッジ解消（過剰債務の削減）が始まって以来、中国は圧力の緩和のために外国資本の誘致に頼ってきた。資金調達を望む時は、国内新聞に「株は割安だ」との意見を載せれば良かった。つまり、マクロに基づかない政治的発言によるリスクに対処しなければならないのだ。われわれは、そのような恣意的な要因に基づいて投資をすることはない。

Q：トーテムと他のアドバイザー会社との違いは何か？

A：われわれは、お金や信用の流れ、そしてそれらがどのように合わさって経済的成果や資産価格を動かすのかを理解することを重視している。著作物のほとんどは、具体的な収益化の方法と関連したもので、最も流動性の高い約20の新興国市場に関連した推奨ポートフォリオを発行している。時には個別銘柄のこともあるが、それはマクロの要素に関連性が高い場合のみだ。金融銘柄のロング・ショート戦略のマネジャーとしての私の経験が生きている。保有期間は3～18カ月だ。トーテムの勝率は72%。新興国市場の広範なリスク・パリティ・ポートフォリオのリターンの2.5倍のパフォーマンスを、半分以下のボラティリティーで実現している。

■ 前回の金融危機と現サイクルの違い

Q：今は投資サイクルのどこに相当するか？

A：世界金融危機では、先進国においてバランスシートが毀損（きそん）し、家計も企業もレバレッジの解消を行った。信用収縮時には、大量の紙幣を印刷する必要がある。米国の「財政の崖」や中国の信用創造の鈍化、テーパータントラム（量的金融緩和の縮小をめぐる市場の混乱）などに注目する人たちは、前回のサイクル時の作戦を読み返している。当時の米国は、銀行に強制的に資本を注入し、ストレステストを実施するなど信用のパイプを修復する現実的なアプローチを取り、欧州や日本、英国よりもずっと早くレバレッジの再拡大が可能になった。当時は米国と中国という二つのけん引役があった。それを可能にしたのは、優れた経済成長と金融の安定性、あるいは少なくとも見かけ上はそう見えるものだった。

Q：現サイクルはどう違うのか？

A：米国と中国が回復のエンジンになることはない。われわれは昨年、米国の経済活動が3カ月間停止した場合、所得や生産の損失は国内総生産（GDP）の約8%に相当すると述べた。1ドルの収入を失ってもその分の財政支援があれば穴埋めできる。しかし政府は結局、民間部門の所得損失がGDPの約7%であるのに対し、約15%を移転した。これは顕著なインフレ圧力であり、一過性のはずがない。米国では、企業のバランスシートのレバレッジは既に高まっている。家計には負債を増やす余地があるが、消費しきれず残った余剰の貯蓄がGDP比13%もあるため、負債を増やす必要はない。一方、中国では今後景気が減速し、債務残高と不動産バブルの抑制に努めることになるだろう。しかし、他の国では同時に景気回復とレバレッジ再開が起きるはずだ。先進国では、インフラ整備などのために、より大幅な財政赤字を招く政策がとられるだろう。民間投資の回復は1960年以降で最も早く、急激に進んでおり、第2位のジョンソン大統領の「偉大な社会」計画よりも速い。これがレジーム転換だ。

では、なぜ経済生産はコロナ禍以前よりも2%ポイントも少ないのか。2010年以降、シェールガス以外のコモディティー投資は世界的に行われていない。前サイクルの債務と投資の失敗により、住

宅建設、工場、オフィス機器への投資やインフラ投資が歴史的に少なかった。欧州では、政府の投資が大幅に縮小した。そのため、台湾積体回路製造（TSMC）＜TSM＞のような他の地域に拠点を置く企業にとって有利となり、2014年以降、同社の売上高は急増した。しかし、設備投資は一向に進まなかった。それが突然、半導体不足となった。このようなインフレの動きは、あらゆるところで起きている。米国の資産に集中していたポジションが、他の市場のバリュエーションや景気循環の恩恵を受ける資産に移っていくだろう。

■ 米国の政策は昔ながらの新興国の政策に似ている

Q：もう移り始めているのでは？

A：5月から移り始めているが、まだまだ先が長い。米国はブラジル型の政策を実行しており、それがドルにとって問題にならないと考えているが、結局問題になる。米国は、金融、財政、信用創造の面で、多くの新興国が失敗し、問題を起こしてきたポピュリスト政策を事実上採用している。米連邦準備制度理事会（FRB）は企業の信用スプレッドを人為的に縮小した。金融危機の際に行ったように、FRBは大量の信用を保証した。連邦住宅抵当金庫（ファニーメイ）や連邦住宅貸付抵当公社（フレディマック）は、住宅ローンの基準を調整して、格差やその他の目標に対処しようとしている。欧州でも同じことが言える。決して良い結果にはならない。国営のブラジル連邦貯蓄銀行や商業銀行のブラジル銀行で3%の金利での融資によって流動性を高める場合、後で不良債権になることは間違いない。

Q：米国債の利回りドルはどうか？

A：FRBの買い入れを考慮すると、過去3カ月間ネットデュレーション的に国債は増えなかったが、今後は国債の発行量が急増し、当社の10年債利回り指標では、第1四半期までに2.5～3%になるとみている。その後、FRBが事実上の緩和を行おうとすれば、ドルがその影響を受ける。4月以降既に12%のドル安が進行している。投資家は米国へのエクスポージャーを取り過ぎており、北アジアを除く地球上の全ての資産クラスに関して米国のバリュエーションは信じられないほど極端で、ドルも過大評価されている。今後インフレによって利益率が圧迫されるだろう。インフレ率は42年間低下し続けているため、誰もインフレ抑制を重要視しない。インフレ率が混乱を招きそうなほど高いため、利回りが急上昇しそうだ。バリュエーションを考慮すると、株価にとって恐らくより厄介な時期を迎えるだろう。

■ 推奨する投資

Q：具体的な推奨はあるか？

A：コモディティーに依存した新興国市場を選好する。これらの市場の経常黒字とバランスシートはこれまでで最高の状態だ。ドル建ての負債はあまりない。また、通貨のバリュエーションも底値圏にある。われわれは、特にチリとコロンビアの株価指数を高く評価している。ペルーについては再評価している。メキシコは、極めて高い競争力があり米国との関係が深い数少ない国の一つであり、民間部門のレバレッジが非常に低い。昨年8月に銀行株をロングし、株価は2倍になったため、6週間前に利益を確定した。東欧は、金利が非常に低く、今後上昇すると考えられ、銀行株は追加のヘッジとなる。ポーランドの銀行の利益は、金利が3%ポイント上昇すれば3倍になる見込みだ。当社はポーランドとロシアの銀行をロングしている。ハンガリーでは2020年に利益を確定し、その後は戻らなかったが、これは間違いだった。これらの国は大きな輸出ブームになっている。ロシアには石油の強い追い風があり、ペルーやチリと並んで、コモディティーの恩恵が非常に大きい。また、金融会社として、ズベルバンク・オブ・ロシア＜SBRCY＞もある。

Q：回避すべき投資は？

A：北アジアへの投資、さらに中国の株式とブラジルの株式。われわれは、韓国や台湾のグロース

株はショートしている。また、インドは構造的に選好するものの、現在のバリュエーションでは買えない。

By Leslie P. Norton
(Source: Dow Jones)

7. 「新しい経済の現実」がハイテク銘柄の重しに - A New Economic Reality Is

[ハイテク]

Weighing on Tech Stocks.

色あせる巣ごもり需要の恩恵、人手不足と物価上昇がコスト増加要因に

■ ライドシェアリングは業績が急回復、ただし費用が急上昇



David Paul Morris/Bloomberg

先週発表されたハイテク企業の四半期決算からは、経済が新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）下とは異なるものへ変化しつつあることが明確に見て取れる。戸外へと向かう人の流れがさまざまなハイテク企業に大きな影響を与えつつある。

まずはライドシェアリングから見てみよう。ウーバー・テクノロジーズ<UBER>とリフト<LYFT>が先週発表した決算は、両社の業績が目覚ましいペースで回復しつつあることを示している。4～6月期の増収率はウーバーが105%、リフトが125%だった。リフトの利払い・税引き・

償却前利益（EBITDA）は黒字化し、ウーバーも年末までに黒字化する見通しだ。ウーバーによると、空港への送迎が前四半期から67%増加したという。

ところが両社の株価は下落した。いずれもドライバーの勧誘とつなぎ留めに莫大（ばくだい）な費用を投じており、リフトは4～6月期だけでドライバーへのインセンティブに3億7500万ドルを費やし、7～9月期にはその額がさらに膨らむと予想している。

人手不足が広がり、ガソリン価格が高騰する中、ライドシェアリングのドライバーの仕事としての魅力は低下していると思われる。両社はドライバーを請負業者ではなく従業員に分類する政府の取り組みと戦うために積極的な措置を講じているが、足元では十分な数のドライバーを引き付けることに力を注がざるを得なくなっている。新しい雇用規則が敷かれなかったとしても、ギグワーカーに依存する企業の事業コストは急激に上昇しているようだ。

■ 外出時間の増加がオンラインサービス各社の業績を直撃

動画ストリーミングサービス会社のロク<ROKU>は先週の決算発表で、4～6月期のストリーミング視聴時間が前四半期比で初めて減少したと述べた。減少幅は10億時間に上り、その分、人々の外出する時間が増えたと考えられる。

モバイルビデオゲーム開発会社ジンガ<ZNGA>の株価は、発表された決算が予想を下回ったことを受けて急落した。ジンガは予想未達の理由として「本格的な経済再開に伴う市場のダイナミクス」を挙げた。

フリーランサー向けのマーケットプレイスを運営するファイバー・インターナショナル<FVRR>が発表した業績見通しは市場予想を下回った。同社はその理由を、予防接種率の上昇が「休暇を取る人や仕事を離れる時間を取る人」につながったと説明した。

アマゾン・ドット・コム<AMZN>の電子商取引事業の成長も直近四半期は減速した。パンデミック下で業績が好調だったオンライン家具小売業者のウェイフェア<W>の直近四半期の売上高は10%減少した。手作り品のマーケットプレイスを運営するエッツィ<ETSY>は、フェイスマスクの売り上げが落ち込んだことなどを理由に増収率が鈍化すると警告したため、株価は20%下落した。

■ イェルプとグルーポンは経済再開が業績改善に直結

一方、地域向けの情報サイトを運営するイェルプ<YELP>の直近四半期の増収率は、レストランや小売店の広告が明確に上向いたことにけん引されて、2015年以降の最高を記録した。

最も素晴らしい四半期決算を発表したのが、クーポン共同購入サイトを運営するグルーポン<GRPN>だ。同社は今や、自らを「エクスペリエンスの目的地」と標榜（ひょうぼう）している。

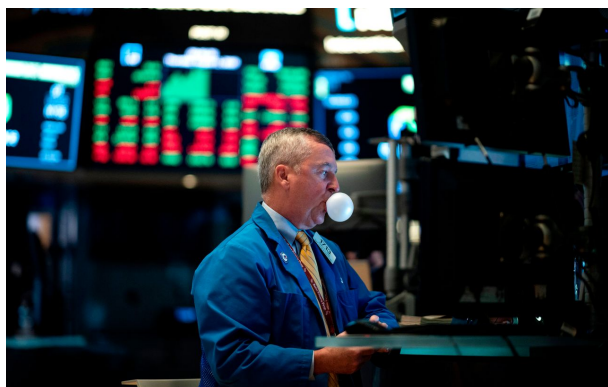
By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

8. 株式市場はバブルに見えるが、崩壊するとは限らない - The Stock Market

[米国株式市場]

Looks Like a Bubble. It Could Deflate in a Good Way.
高いバリュエーションを低下させるための正攻法

■ 増える投機的取引



Johannes Eisele/AFP via Getty Images

株式市場のバブル状態を収める方法の一つではない。

まず最近の主要株価指数を見ると、長い間下げ続けることはできないように感じられる。先週、S&P500指数は0.9%高の4436.52、ダウ工業株30種平均は0.8%高の3万5208ドル51セントとなり、両指数とも史上最高値で週を終えた。ナスダック総合指数は史上最高値で終わらなかったものの1.1%高の1万4835.76で引け、全体的に強い相場だった。小型株のラッセル2000指数は1.0%上昇して2247.76で週末を迎えた。

これらの新高値を見て、投資家は少し不安な気持ちになるかもしれない。S&P500指数の過去12カ月の利益に基づく株価収益率（PER）は現在28.1倍で、これは2000年前後のドットコム・バブル時代以来の水準だ。また、暗号資産（仮想通貨）に加えて、映画館・劇場持株会社のAMCエンターテインメント・ホールディング<AMC>やコンピューターゲーム小売りのゲームストップ<GME>のようなミーム株（インターネット上の情報拡散で取引される銘柄）、さらには先週新規公開価格を上回った新興フィンテック銘柄のロビンフッド・マーケット<HOOD>などへの投機的取引が盛んに行われており、株式市場が再びバブル化していると考えるのは賢明なことかもしれない。

■ 株価の大幅下落か利益水準の上昇か

バブル状態を終わらせる最も簡単で効果的な方法は、株価が暴落し、それまでの長年の上昇分が素早くかつ痛みを伴って失われるというものだ。2000年のドットコム・バブルの崩壊がそうだったし、狂騒の1920年代の終焉（しゅうえん）と大恐慌をもたらした1929年もそうだった。

そうではなく、株式市場が高いバリュエーションを乗り越えて上昇することもあり、現時点でその可能性は十分ありそうだ。今回の業績発表シーズンは目を見張るものが続いている。金融情報サービスのリフィニティブによると、第2四半期は前年同期比で約93%増益と、予想の78%増益を大きく上回っている。また、全体の83.4%の企業で市場予想を上回る数字を発表しており、これは1994年以降で2番目に高い値だ。

現在、アナリストはS&P500指数の1株当たり利益（EPS）を198.08ドルと予想しているが、この数字は非常に低いようだ。ルーソルト・グループのチーフ・インベストメント・ストラテジストであるジム・ポールセン氏は、S&P500指数のEPSが年末までに220ドルに達しても驚きではないと述べる。S&P500指数が現在の水準のままならばPERは20.2倍となり、過去30年間の平均とほぼ同じだ。

実際、こうした状況は不況の後にはよくある。2008年11月に9.5倍だったPERは、2010年初めには17倍を超えるところまで上昇し、その後2年間、市場が不安定な間に低下した。ポールセン氏によると、このパターンは他の強気相場の始まりでも同じで、「最初の1年でPERは急騰し、それから1年程度かけて景気が持ち直して企業業績が回復し、その後に市場は一服する」と同氏は指摘する。

■ 長期的な成長率の重要性

もちろん、上記の状況だからと言って株式市場に調整局面がないということはない。それでも、経済成長が続いている限り最終的には株式市場は問題ないはずだ。もちろん、新型コロナウイルスのデルタ変異株の影響、インフレ、そして米連邦準備制度理事会（FRB）の動向次第で成長率がピークを打つという懸念は残っている。それでも6日に発表された7月の雇用統計では、米国の雇用者数が94万3000人増加し、経済が依然として健全なペースで回復していることが示された。

長期的な成長率も予想を上回る可能性がある。米国の実質国内総生産（GDP）の成長率は、今後数年間で2%に低下するとの見方が多いが、ポールセン氏は、生産性の改善や在庫の積み増しなどの要因が重なって3.5%まで上昇する可能性があるとして述べる。この成長率の場合、S&P500指数のEPSは2025年までに300ドルに達する可能性があり、PERが20倍だとすれば、S&P500指数は6日の終値から35%高の6000ということになる。

そのバリュエーションならば、バブルには見えない。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

9. 雇用改善、FRBによる金融政策正常化のお膳立てに - Good News on Jobs Could Set the Stage for Normal Fed Policy. 資産買い入れを縮小する可能性

[金融政策]

■ 7月の雇用統計は大幅な改善を示唆



Elijah Nouvelage/Bloomberg

経済回復に向けた「さらに大きな前進」の具体的な中身は、何だろうか。ざっと100万人の7月の就業者数の増加は、米連邦準備制度理事会（FRB）が金融政策の正常化を開始するための基準に見合うようだ。

米労働省が6日に発表した7月の非農業部門就業者数は前月比94万3000人増加し、市場予想の平均である87万人を上回った。労働省は5～6月の就業者数についても、合計11万9000人の上方修正を行った。労働市場に参加し仕事に就く人が増加したという理由で、失業率は0.5ポイント急低下し、5.4%となった。

経済コンサルティング会社マリア・フィオーリーニ・ラミレスの米国担当チーフエコノミストであるジョシュア・シャピロ氏は、「確かに就業者数はパンデミック（世界的大流行）が始まった2020年2月の水準を570万人下回るが、数カ月間の大幅な増加を経てその差は急速に縮小している」と記している。

例によって、統計数値には注意が必要だ。特に7月増加分の4分の1近くは、夏休みの季節調整後で公的教育関連の雇用が22万1000人増加したことを反映している。調整前の就業者数は、90万1000人減少していた。新型コロナの影響を受けた年度の雇用が減少していたため、7月の減少幅は季節要因による足し戻し分を下回った。

しかし、雇用改善の力強さを否定する見方はない。雇用統計の6種類の失業率のうち、「U6失業率」として知られる最も広義の「不完全雇用率」は0.4ポイント低下して9.2%となった。経済調査会社TLRオン・ザ・エコノミーのメモによれば、この水準は2017年以降で最も低く、4週間以上求職活動をしていない求職意欲喪失者やフルタイム勤務を希望するパートタイム労働者が減少した結果である。

■ 雇用よりも重要なインフレ懸念

しかし、雇用統計調査は、直近の新型コロナウイルス感染者数が増加する直前に行われている。バンク・オブ・アメリカ<BAC>とJPモルガン・チェース<JPM>のデビットカードやクレジットカードが示す消費者の支出は、ここ数日軟調に推移している。遅れていた地域でワクチン接種が増加しているため、デルタ変異株の悪影響は軽減されるはずだが、効果が表れるには数週間が必要だ。

雇用以上に問題なのはインフレであり、消費者の最大の懸念になっている。ミシガン大学消費者信頼感指数は6月の85.5から7月は81.2に低下し、2月以降で最も低くなったが、一因は物価上昇懸念である。

民主党のジョー・マンチン上院議員はFRBのパウエル議長に書簡を送り、月間1200億ドルの資産買

い入れに対する懸念を表明した。しかし、証券会社ストラテガスのダン・クリフトン氏率いるワシントンチームによれば、同議員は新年度3兆5000億ドルの支出案に賛成しようとしており、言い訳を用意しようとしているのかもしれない。

■ 利上げをめぐってもFRB幹部が発言

FRBの債券買い入れ縮小については、先週クリストファー・ウォラー理事も支持を表明したことで勢いが増した。同理事は、「必要であれば、2022年の利上げに備えてFRBは早期かつ迅速に動くべきだ」とCNBCのインタビューで述べた。

加えて、FRBのリチャード・クラリダ副議長も、労働市場が回復を続けインフレ率が2%を上回って推移するなら、金融政策の正常化は2023年初めに始まる可能性があるとしている。同副議長は、資産買い入れの縮小については、次回以降の連邦公開市場委員会（FOMC）で議論が続くだろうと語った。次回以降とした点を考えれば、9月21、22日に予定される次回の会合で、FRBが最終決定に至らない可能性が示唆される。

マーケットウォッチャーの多くは、今月ジャクソンホールで開催される経済政策シンポジウムにおいて、量的緩和の縮小（テーパリング）をめぐるパウエル議長がどのような発言をするかに注目している。

ウォラー理事が迅速な行動を示唆したことについて、クリフトン氏は、「米国債発行額の縮小と同時に、FRBが債券買い入れを絞り始める可能性がある。連邦政府の財政赤字は依然として巨額だが、過去4カ月間に1兆ドル以上縮小した」と記している。FRBは国債の新規発行額に合わせて買い入れ額を見直すだけかもしれないが、市場の懸念を緩和する可能性がある。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - Apple Has Been Quietly Building a Digital Ad Business. アップル、静かにデジタル広告事業を拡大

[経済関連スケジュール]

■ プライバシー尊重の姿勢を損ねる懸念も



Illustration by Elias Stein

これまで長期にわたり、アップル<AAPL>はデジタル広告に反対の姿勢を取っているという印象を与えてきた。例えば同社は先日、スマートフォン「iPhone（アイフォーン）」上の利用者の閲覧記録をほぼ追跡不可能とし、ターゲット広告を難しくした。だが広告は、同社の売り上げにかなりの貢献をするようになっており、同社が広告に否定的だという印象は、必ずしも正確ではない。

バーンスタインのトニー・サッコナギ氏はリサーチノートで次のように記している。アップルは広告について多くを語らず、開示資料にもほとんど

記述はないが、推計によると2021年度（2021年9月期）の年間広告収入は30億ドルほどで、2017年度の3億ドルから増加する見通しだ。同氏はさらに、2023年度か2024年度には70億～100億ド

ルになると予想する。

アップルの広告事業の大半は、アプリストアの検索連動広告によるものだ。ニュースアプリや株式アプリの広告からも、年間5億ドルに満たない程度の売り上げがある。サッコナギ氏は、Appleマップの4倍のユーザーベースを有するGoogleマップには、年間約40億ドルの広告収入があると推計する。つまり、アップルにも年間10億ドルの売り上げの可能性があることになる。同氏は、動画配信プラットフォームのロク＜ROKU＞を「参考に」すれば、Apple TVからさらに10億ドルの売り上げが見込まれると述べる。しかし、アップルメール、Apple TV+（アップルテレビ・プラス）、さらに同社製品のホームスクリーンに広告を掲載すれば、「利用者の気分を損ね、プライバシー尊重を公言する同社の姿勢を損ねる」恐れもある。

広告事業の拡大については、身近に例がある。たとえばアマゾン・ドット・コム＜AMZN＞の広告事業は、2017年にはアップルと同規模だったが、現在では250億ドルを上回る規模となっている。

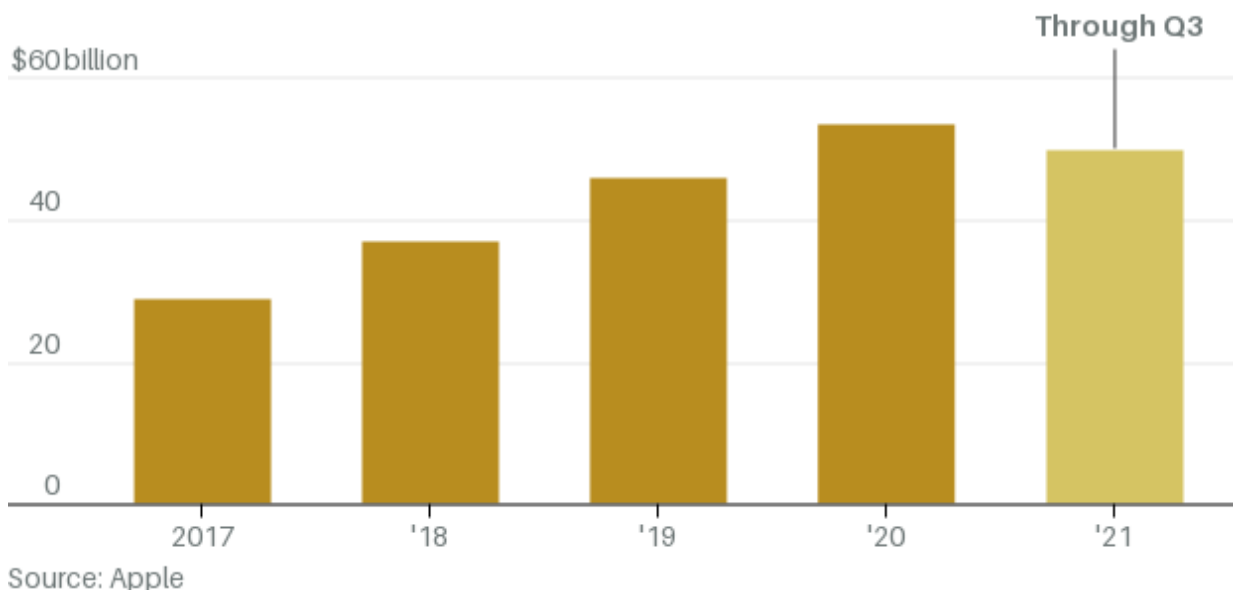
「同様の路線をたどれば、大規模で成長しつつある広告事業がアップルのサービス事業全体の成長率の上昇に貢献する可能性があり、投資家が好感する材料になるだろう」とサッコナギ氏は述べている。

■ 今週の予定

A Core Business

Services has become a big revenue generator at Apple. Advertising helps drive that growth.

Apple Services Revenues, Fiscal 2017 to 3Q 2021



8月9日（月）

・ガス、ガス処理装置、機能材料メーカーのエアール・プロダクツ・アンド・ケミカルズ＜APD＞、映画館チェーンのAMCエンターテインメント・ホールディングス＜AMC＞、カナダの金鉱大手バリック・ゴールド＜GOLD＞、ドイツのバイオ医薬品メーカー、バイオンテック＜BNTX＞、衛星放送や有料テレビサービスを展開するディッシュ・ネットワーク＜DISH＞、食品メーカー大手タイソン・フーズ＜TSN＞が四半期決算発表。

・6月の求人離職統計（JOLTS）発表。エコノミスト予想では、6月末時点の求人件数は910万件と、

5月から若干減少するものの、求人件数は過去最高水準にある。

8月10日（火）

- ・全米独立企業連盟（NFIB）が、7月の中小企業楽観度指数を発表。コンセンサス予想は102.8と、2020年10月以降で最高を記録した6月からほぼ横ばい。
- ・暗号資産取引所大手コインベース・グローバル＜COIN＞、食品流通大手シスコ＜SYYS＞、航空部品の持ち株会社であるトランスダイム・グループ＜TDG＞が決算発表。
- ・米労働統計局が、2021年第2四半期の非農業部門労働生産性指数および単位労働コストを発表。予想では、労働生産性指数は季節調整済み年率換算で0.9%上昇（2021年第1四半期は1.7%上昇）、単位労働コストは季節調整済み年率換算で3.4%上昇（同5.4%上昇）。

8月11日（水）

- ・オークションサイト運営のイーベイ＜EBAY＞、アイルランドの製薬会社ペリゴ＜PRGO＞が決算発表。
- ・7月の消費者物価指数（CPI）発表。エコノミスト予想は前年同月比5.3%上昇（6月は5.4%上昇）。食品とエネルギーを除くコアCPIは同4.3%上昇（6月は4.5%上昇）。インフレは、一時的である可能性もあるが、今年に入りウォール街最大の関心事となっている。6月のCPIは、2008年7月以来最速のペース、コアCPIはここ30年で最速のペースとなっている。
- ・米財務省が7月の財政収支を発表。7月単月の財政赤字は2670億ドル、2021年度（2020年10月～2021年9月）の財政赤字は、3兆ドルと予想される。過去最悪だった2020年度の財政赤字3兆1000億ドルには届かないとみられる。

8月12日（木）

- ・民泊サービスのエアビーアンドビー＜ABNB＞、金融取引処理サービス会社ブロードリッジ・ファイナンシャル・ソリューションズ＜BR＞、資産運用会社ブルックフィールド・アセット・マネジメント＜BAM＞、料理宅配会社ドアダッシュ＜DASH＞、娯楽・メディア大手のウォルト・ディズニー＜DIS＞が決算コンファレンスコールを開催。
- ・動物向け臨床検査会社アイデックス・ラボラトリーズ＜IDXX＞が2021年の投資家向け説明会をバーチャルで開催。
- ・7月の卸売物価指数（PPI）発表。コンセンサス予想は前月比0.4%上昇（6月は1%の急上昇）。食品とエネルギーを除くコア指数は0.5%上昇（6月は1%の急上昇）。
- ・8月7日までの週の新規失業保険申請件数発表。7月の週間平均申請件数は39万2000件と、6月の平均をやや下回る。新規失業保険申請件数は、2020年春をピークに減少傾向にあるが、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）以前と比べると、依然として高い水準にある。

8月13日（金）

- ・8月のミシガン大学消費者景況感指数発表。エコノミスト予想は81.1と、7月とほぼ同水準。

By EricJ. Savitz
(Source: Dow Jones)

『バロonz・ダイジェスト』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信

時事通信社

編集人

川田 重信（かわた しげのぶ）

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

『バロonz・ダイジェスト』 2021/08/08

THIS WEEK'S MAGAZINE

発行 : Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信 : 時事通信社

編集

THIS WEEK'S MAGAZINE : エグゼトラスト

TODAY'S MAGAZINE : 時事通信社

お問い合わせ先（法人・個人の購読契約者様） : barrons@grp.jiji.co.jp

（ネット証券様の会員サイトで閲覧されているお客様は、ご契約先のネット証券様へお問い合わせください）

※当誌は、株式会社 時事通信社がライセンスに基づき Dow Jones & Company, Inc. の発行する BARRON'S 誌の内容を利用して作成したものです。

※当誌は、情報提供を目的としてのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。また、当誌は当社が信頼できると判断した資料およびデータ等により作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

※図・表・データの無断使用を禁止します。

Copyright © 2021 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます