

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2021/08/29

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 中国株の投資機会を探る - Where to Find Opportunities in China's Stock Market [カバーストーリー]
P.2
他人が恐れる時こそ貪欲に
2. 「ハイブリッド会議」が新常态に - 'Hybrid Meetings' Will Become the Norm. [注目銘柄]
P.7
プラントロニクスに注目
3. 株式市場は割高 - The Stock Market Is Pricey. 6 Stocks This Fund Manager Likes Now. [インタビュー]
P.8
ルーソルド・グループのダグ・ラムジー氏に聞く
4. 米上場銘柄に高まるリスク、中国株の買い方は？ - How to Buy Chinese Stocks Now That U.S.-Listed Shares Have Become Risky [フィーチャー]
P.11
本土上場A株、香港上場H株、ETFも選択肢
5. 米住宅市場の波とアメリカンドリーム - Housing Booms and Busts, and the Building of the American Dream [不動産]
P.12
歴史が示唆すること
6. PCブームに支えられたHPとデルの株式は魅力的 - Buoyed by the PC Boom, HP Inc. and Dell Look Attractive...and Cheap [ハイテク]
P.14
コロナ流行で再評価、部品供給不足が足かせ
7. パウエル議長講演に新味なしも株価上昇 - The Stock Market Likes What it Hears as Powell Says Little New [米国株式市場]
P.16
経済指標は堅調、物色対象に変化
8. キャピタル・グループ、アクティブ型ETFに進出 - New ETFs From American Funds Will Complement Existing Offerings [ETF]
P.18
投資家にとっては朗報
9. ESGに配慮したエクイティ・インカム投資 - ESG Is a Small Consideration for Equity Income Funds. That's Starting to Change [インカム投資]
P.20
配当重視の株式投資の将来像
10. 今週の予定 - When It Comes to Valuing Robinhood, Analysts Are All Over the Map [経済関連スケジュール]
P.23
アナリストによるロビンフッドの評価はまちまち

※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. 中国株の投資機会を探る - Where to Find Opportunities in China's Stock Market

他人が恐れる時こそ貪欲に

[カバーストーリー]

■ 規制強化で株価は20%下落

Stocks to Watch

Company / Ticker	Recent Price	Market Value (bil)	2022E EPS	2022E P/E	Comment
Alibaba Group Holding / 9988.Hong Kong*	HK\$162.20	\$450.5	HK\$10.41	15.6	World's largest online retailer in regulatory crosshairs, approaching low-teens multiple that could be "can't resist" valuations even with current risks
Tencent Holdings / 700.Hong Kong	471.80	581.6	20.67	22.8	Owns ubiquitous messaging app and a dominant mobile gaming business, and is adept at working with government. It's at or near attractive levels even for wary investors.
Yum China Holdings / 9987.Hong Kong	480.00	25.9	18.02	26.6	Shares haven't fallen as much as the big tech stocks, but Yum could benefit from, rather than be hurt further by, China's new regulatory environment.

*Estimates for fiscal 2023 ending March, E-estimate.
Source: Bloomberg

この1年は中国株の投資家にとって厳しい年だった。ここ数カ月の予想外の反資本主義的な動きを受けて、株価は急落している。中国株は過去6カ月で20%下落しており、一部の超大型銘柄の下落率は40%を超えた。中国にはもう投資できないのだろうか。そんなことはないが、事態は非常に複雑化している。

中国政府は長年にわたり、インターネット企業にほとんど介入せず、これらの企業が繁栄を謳歌（おうか）することを認め、時には支援さえしてきた。その結果、投資家のリターンは非常に大きくなり、昨年、中国で億万長者になった人の数は世界で最も多かった。世界第2位の経済規模を有する中国が資本主義を受け入れたかのように見えたことから、投資家の警戒心は薄れ、楽観的でした。

こうした見方は白紙に戻りつつある。来年、3期目の任期に就くことが予想される習近平国家主席は、共産党の統制を強め、大衆の不満に対処しようとしている。その結果、社会福祉と国家安全保障を強調する「共同富裕」と、経済の大部分をターゲットとする規制に政策の重点が移った。規制の対象は、ハイテク、教育、不動産、ヘルスケア業界であり、中国で最も有名かつ成功している企業の多くが含まれる。

中国政府は大きな動きを見せている。昨年秋にはアリババ集団<BABA>傘下の金融サービス会社アント・グループの新規株式公開（IPO）を阻止し、同社のビジネスモデルを覆すとともに、率直な物言いで知られる創業者ジャック・マー氏に対する大衆の反発に応じた。教育費の高騰にも矛先を向け、学習塾を非営利団体に転換する規制案を公表した。

配車サービス会社の滴滴出行<DIDI>が米国で上場した数日後には、同社の個人データの取り扱いに関する立ち入り調査を実施し、過熱するIPO市場に冷や水を浴びせた。さらに、ウォール・ストリート・ジャーナルの報道によれば、政府は個人データを大量保有する企業の米国上場を禁止する予定だという。これら全ては、中国で最終的に実権を握っているのは誰かということと、投資家にとってのリスクを鮮明に思い出させる結果となった。

投資家は恐怖に駆られて逃げ出している。上場投資信託（ETF）のクレイシェアーズCSIチャイナ・インターネット<KWEB>は過去6カ月で45%下落し、同期間にアリババは30%下落、ニュー・オリエンタル・エデュケーション・アンド・テクノロジー・グループ<EDU>やTALエデュケーション・グループ<TAL>などの学習塾は約90%下落した。EPFRグローバルによれば、8月前半だけで中国から30億ドルの投資資金が引き揚げられた。

しかし、ウォーレン・バフェット氏の言葉にある通り、投資家は他人が恐れている時こそ貪欲になるべきだ。そして、中国の株価には大きな恐怖が反映されている。中国は15兆ドルの経済規模を有し、14億人の人口と無数の革新的な企業が存在する。長期志向の投資家はこのことを無視できない。しかし、数多くのリスクも同様に無視すべきではない。

では、投資家はどうすれば良いのか。まずはリスクを理解する。次に、現在の中国への投資における二つのアプローチを検討する。ミューチュアルファンドを通じて比較的小規模な企業へ投資する方法と、中国最大クラスの企業に投資するタイミングをうまく見計らう方法である。

■ 警戒すべきリスクとは



Illustration by Justin Metz

米国と中国の二大経済圏の衝突には大きなリスクがある。米国から見ていこう。中国の人権侵害に対して厳しい姿勢を強めることは党派を問わず支持されている。さらに、米国預託証券（ADR）を上場している中国企業への規制強化も幅広い支持を集める。証券取引委員会（SEC）は、米国の会計基準に従わない中国企業を上場廃止とするための手段を整備しようとしている。

中国には、台湾との衝突などの全く想定外のリスクがあり、世界の市場を不安定にさせかねない。より切迫したリスクとしては、権威主義的な政府が企業や社会に対するコントロールを強めている

ことが挙げられる。習主席は、たとえ企業の収益性を犠牲にしても、最近の経済成長によって生じた富の格差に対処する必要性を明確に強調している。

中国は8月、世界でも有数の厳格な個人情報保護法を可決した。さらに、大手インターネット企業と小規模な出店者との排他的な取引契約など、反競争的な行為を取り締まろうとしている。規制当局は電子商取引（eコマース）企業に対して、ギグワーカー（単発で仕事を請け負う労働者）の報酬を引き上げることを求めており、コンテンツとエンターテインメントについても統制を強めつつある。

長期的には、こうした規制の一部はインターネットセクターのより持続的な成長に寄与し得る。しかし、GQGパートナーズのラジブ・ジェイン最高投資責任者（CIO）は、「短期的には大きな変化を示しており、投資家が一部の大手企業の評価を見直すきっかけになっている」と語る。

ソーシャルメディアのTikTok（ティックトック）を運営する字節跳動（バイトダンス）の持ち分を国有事業体が取得したことで、投資家はどこまで政府の介入を予想すべきなのか、そして中国の株価はロシアのように他の新興国市場に対してディスカウントとなるべきではないかという疑問が生じている。しかし、中国はロシアではなく、市場機会の規模と幅広さははるかに大きい。

さらに、中国が米国への依存度を減らすという目標を達成する上でイノベーションは欠かせないため、人工知能（AI）などの新興技術を育てている大手インターネット企業を政府が壊滅させるとは考えられない。民間セクターが都市圏の雇用の約90%、デジタル経済が中国の国内総生産（GDP）の40%を占めることもあり、規制強化によって経済成長に悪影響が出るようならば、政府は方針を緩和する（あるいは巻き戻す）という見方が大勢である。

新興国投資のベテランであるモビウス・キャピタル・パートナーズのマーク・モビウス氏は、「長期的には中国を無視することはできない。しかも、中国は海外からの投資を求めている」と述べ、最近のパニック売りによって中国株の魅力が増したと付け加えた。インベスコ・デベロップング・マーケットツ<ODMAX>のマネジャーであるジャスティン・レベレンツ氏は「中国は決して終わってなどいない」と語る。

■ 小型株に投資するミューチュアルファンドに注目

Funds to Buy

Fund / Ticker	AUM (mil)	1-Yr Return	5-Yr Return	Comment
Seafarer Overseas Growth and Income / SIGIX*	\$2,100	26.0%	8.9%	Run by a long-time investor in Asia. Holds just 13% in China, favors companies not touched by or dependent on policy and regulatory changes.
Matthews China / MCHFX	1,600	7.9	18.3	Strong long-term track record, run by China experts. Owns Alibaba and Tencent, but also renewables, hardware, and consumer stocks.
Wasatch Emerging Markets Select / WAESX	147	50.6	18.7	Pricy, but beats 98% of peers over the last five years; veers towards smaller companies.

*The institutional share class is open to retail investors through an automatic investment plan through the firm. Note: Five-year returns are annualized
Source: Morningstar

中国政府の政策の変化や規制の強化によって、業界の形は変わりつつあり、アリババ、騰訊（テンセント）<700.香港>、外食大手ヤム・チャイナ・ホールディングス<9987.香港>などの巨大企業は短期的に成長が鈍化し、収益性が低下するリスクがある。しかし、再生可能エネルギー、自動運転、ハードウェア、そして中流階級の強化に寄与するビジネスなど、他の分野の企業にとっては機会が開かれている。

これらの企業には巨大というほどの企業がなく、また中小企業も多いため、市場全体の株価指数には十分に反映されておらず、動向の変化をよく理解する経験豊かなマネジャーが運用するミューチュアルファンドを通じて保有することがベストだ。これらのファンドへの投資は、個人投資家が上場廃止などの問題を避けつつ、香港上場株や中国本土のA株に簡単にアクセスする方法を提供している。

運用資産16億ドルのマッシュューズ・チャイナ<MCHFX>は、年初来では2%下落しているものの、長期的には優れた運用成績を上げている。リードマネジャーのアンドリュー・マトック氏は、インターネットプラットフォーム企業だけではなく、国内のソフトウェアおよびハードウェア企業、消費者志向の企業、政府が重点を置く再生可能エネルギーと太陽光のバリューチェーンを構成する企業に投資機会があるとみている。

運用資産1億4700万ドルのワサッチ・エマージング・マーケットツ・セレクト<WAESX>は、年初来で19%のリターンを上げ、同一カテゴリーのファンドの上位3%に入っている。同ファンドでは中国をアンダーウエートとし、同国へのアロケーションの中では比較的小規模な企業の比重を高めている。リードマネジャーのアジェイ・クリシュナン氏は、「大成功を収めてきた巨大企業は（収益性の）限界に達した可能性がある」と述べる。

運用資産21億ドルのシーフェアラー・オーバーシーズ・グロース・アンド・インカム<SIGIX>を運用するアンドリュー・フォスター氏は、中国政府の政策課題に左右されない企業に魅力を感じている。例えば製薬会社の江蘇恒瑞医薬（ジャンスー・ハンルイ・メディシン）<600276.中国>の製品のひとつである肝臓がん治療薬は、米食品医薬品局（FDA）による審査を控えており、同社の世界進出を後押しする可能性がある。

■ 大型株への投資のタイミングを見計らう

China Slump

After beating or keeping pace with the S&P 500 for a couple of years, Chinese stocks took a sharp downturn this spring as Beijing accelerated its regulatory drive.



Source: FactSet

有名な中国企業の株価は割安となりつつあるが、変動が見込まれるため、今後も買い入れる機会は豊富だ。注目すべきはアリババ、テンセント、ヤム・チャイナの3銘柄である。

アリババは世界有数のオンライン小売会社であり、中国のクラウドコンピューティング業界で支配的な地位にあるほか、他にも無数の事業を有する。アント・グループのIPOが頓挫（とんざ）する前、株価収益率（PER）は30倍だったが、現在の2022年予想PERは約15倍で、しかも730億ドルの手元現金を保有している。このバリュエーションはアマゾン・ドット・コム<AMZN>に比べると非常に割安だ。両社はいずれも2020年度に約220億ドルの利益を上げており、売上高の伸びはアリババの方が速い。

アリババには、中国の政治とは無関係の同社固有のリスクがある。同社を取り巻く競争は激化しており、競合他社に遅れないための積極的な投資が短期的な利益成長見通しの重しとなっている。ファクトセットによれば、2022年3月期1株当たり利益（EPS）のアナリスト予想の平均は9.50ドルで、年初の12.34ドルから低下した。

皮肉なことに、中国政府の独占禁止法に基づく措置は、アリババの過度な投資を抑制する効果を持つ可能性がある。同社はまた、自社株買いの金額を100億ドルから150億ドルへ引き上げた。アリババ株が中国市場の代表として扱われていること、および同社のビジネスモデルは非常にリスクが高く、問題も多いことから、今後も株価の激しい変動は続くだろう。しかし、株価がさらに25%下落し、PERが10倍台前半となれば、警戒心の強いマネーマネージャーも飛びつく予想される。

テンセントはアリババよりも魅力がある。同社の中心であるモバイルゲーム事業はアリババの中核事業よりも競争上の脅威が小さい。ポニー・マー最高経営責任者（CEO）はあまり目立つことがなく、政府にも気に入られている。アリババなどの他の大手インターネット企業とは異なり、テンセ

ントは米国に上場しておらず、政府の懸念に積極的に対応してきた。

しかし、経済が減速したり、規制によって競争力が損なわれたりすれば、広告事業が打撃を受けかねないというリスクもある。税制上の優遇を失うなど、さらなる介入の恐れも残っている。シティグループのアナリストであるアリシア・ヤップ氏によれば、税率が同社推定値の15.5%から第2四半期に21%へ上昇する場合、利益が3%減少するとみられる。

テンセントの2022年予想PERは23倍で、中核のオンラインエンターテインメント事業と広告事業のバリュエーションとしては過去5年間で最低に近い。ニューバーガー・バーマンの新興国株式マネジャーのコンラッド・サルダナ氏によれば、これにはフィンテック事業、クラウド事業や投資資産の価値がほとんど反映されていない。短期的なリスクはあるものの、同氏は長期的な増益率を20~30%と予想している。

ヤム・チャイナの株価は過去3カ月で5%下落した。しかし、同社は2016年に外食大手ヤム・ブルンズ<YUM>からスピンオフされて以降、フリーキャッシュフローが毎年プラスとなっている。ロンドン・グローバル・アドバイザーズのローラ・ゲリッツ氏は、ヤム・チャイナが極めて巧みに経営されており、時価総額の7.5%のネットキャッシュを保有していると述べる。

予想PERは27倍で、大手インターネット企業ほど割安ではないが、これらの企業ほど規制当局の標的にもなっていない。2021年EPSのアナリスト予想の平均は27%増の1.95ドルで、売上高も同じく約27%増の102億ドルと予想されている。

レベレンツ氏は、ヤム・チャイナは昨年のロックダウン（都市封鎖）をうまく乗り切り、今後7~8年間で店舗網が2倍に拡大する可能性があると言った。さらに、中国の所得再分配政策は住宅費、教育費、医療費を削減することを目指しているため、低所得層の消費者にとって外食に使える所得が増えると思われる。

最終的なメッセージとしては、投資家は警戒しつつも楽観的な見方を持つべきだろう。中国は依然として、世界の経済成長の主な源泉である。さらに、中国の家計資産は75兆ドルを超えており、株式投資が奨励されている。同国は長期投資を志向する銘柄選別者にとって魅力的な市場である。ただし、リスク感覚を研ぎ澄まし、慎重に歩むことが必要だ。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

2. 「ハイブリッド会議」が新常态に - ‘Hybrid Meetings’ Will Become the Norm. プラントロニクスに注目

[注目銘柄]

■ 割安な会議用品メーカー



Courtesy of Poly

会議室用製品とオフィス用ヘッドセットを製造する音響機器メーカーのプラントロニクス<POLY>にとって、現在は魅惑的な瞬間だろう。従業員が職場に復帰するにつれて、会議室への実際の参加者とバーチャルの参加者が混在するハイブリッド会議が急増すると予想されている。同社最高経営責任者（CEO）のデイブ・シャル氏は、世界に約5000万の会議室があり、ビデオ会議の設備が整っているのは10%以下だろうと推定する。

プラントロニクスの株価は、3年前に失敗した合併の余波で非常に割安になっている。株価は32ドル、2023年3月期予想の株価売上高倍率は約0.78倍で、同期の予想株価収益率（PER）は8倍弱だ。

プラントロニクスのトラブルは2018年7月に始まった。ヘッドセットメーカーだった同社は、音響製品およびビデオ会議関連事業を手掛けるポリコムを約20億ドルで買収した。両社の事業は隣接しており、合併は理にかなっていると思われた。しかし、2事業の統合は予想よりもはるかに困難なことが判明した。コスト削減と売上高の押し上げは予想に届かず、株価は合併完了日から60%近く下落した。現在の時価総額は約14億ドルで、ポリコムの買収額を30%下回っている。

株価は昨年5.60ドルで底打ちした後に大幅に反発しており、昨年9月にシャル氏がCEOに就任して以来、回復は勢いづいている。同氏はプラントロニクスの経営陣を刷新し、投資家を落ち着かせて株価を安定化させた。同時に、部品不足と配送コスト上昇によって生産能力が極めて制約されているという新たな問題にも取り組んだ。

7月3日に終了した第1四半期の売上高は4億3100万ドルで前年同期比21%増加し、4億1000万～4億3000万ドルだった同社のガイダンスを若干上回った。映像製品の売上高は前年同期比94%と急増したが、サプライチェーン（供給網）の問題がなければさらに増加していただろう。音声関連製品も好調で、会議室用電話は前年同期比34%増加した。しかしヘッドセット事業はやや不振で、コールセンター市場の需要の弱さが一因だった。利益もガイダンスを上回ったが、粗利益率は43.9%から40.6%へ低下し、妥当な価格で部品を確保できなかったことを直接反映している。

■ 部品不足による機会逸失

プラントロニクスは、第2四半期の業績がウォール街の予想を下回る可能性があるかと警告した。同社は売上高を4億2000万～4億4000万ドルと予想しており、その理由として部品不足と配送費用の増加を挙げた。シャル氏は本誌に対して、十分な部品が確保できていれば、第2四半期の売上高予想は1～3月期の4億8000万ドルに匹敵していた可能性があるかと述べた。

シャル氏によると、同社は一部の部品に対して12カ月以上先の分まで発注してきたと語っている。不足が最も深刻なのは集積回路と画像センサーで、液晶パネルの不足は比較的軽微となっている。同氏は、1年後には問題が解決しているだろうと言う。とはいえ現在は部品確保に大慌てだ。シャル氏は「スポット市場で部品を見つけられることもあれば、見つけられないこともある。高い価格

を支払うこともあり、粗利益率が低下した理由だ」と語る。同氏はまた、海上輸送運賃が1年前よりも約30%上昇した一方、航空輸送運賃はそれ以上に上がったと述べる。

2022年度に対する市場予想は、売上高が18億ドル、1株当たり利益（EPS）が3.05ドル。2023年度はそれぞれ19億ドル、4.13ドルとなっており、サプライチェーンの問題が軽減されることで粗利益率が上昇すると予想されている。

どこかの時点で部品不足は緩和する見通し。そうなれば、より多くの従業員がオフィスに復帰する中、プラントロニクスは成長するための好位置にある。シャル氏は、IP電話の需要が増加していると語る。

プラントロニクスには解決すべき問題がまだ残っているが、株価は勇敢な投資家を引き付けるのに十分なほど割安となっている。セリグマン・インベストメンツのシニア・エクイティ・アナリストであるビマル・パテル氏はプラントロニクスを大幅な割安株と呼ぶ。コロンビア・セリグマン・テクノロジー・アンド・インフォメーション・ファンド＜SLMCX＞は、プラントロニクスの発行済み株式数の約9%を保有している。パテル氏は「新経営陣は素晴らしい仕事をした」と本誌に語った。同氏は、年間の1株当たり利益が5ドルに達するのもそう遠くないと考えている。バリュエーションが小幅上昇しただけでも、株価は50%上昇する可能性がある。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

3. 株式市場は割高 - The Stock Market Is Pricey. 6 Stocks This Fund Manager Likes Now. ルーソルド・グループのダグ・ラムジー氏に聞く

[インタビュー]

■ S&P500指数構成銘柄のバリュエーションの中央値は過去最高



Photograph by Nate Ryan

優れたバスケットボール選手の特長は、コート全体を把握する「コートビジョン」を維持しながら、パス、ディフェンス、シュートを同時にこなすことだ。元大学バスケットボール選手で、ミネアポリスに拠点を置く投資・調査会社ルーソルド・グループのダグ・ラムジー最高投資責任者（CIO）は、この能力を仕事にも活かしている。広範なマクロ経済調査を監督し、広く支持を集める「グリーンブック」を発行し、同時に、運用資産6億1400万ドルのルーソルド・コア・インベストメント・ファンド＜LCORX＞と同2900万ドルのルーソルド・グローバル・ファンド

＜GLBLX＞の2本の共同マネジャーでもある。前者は25年の歴史を持つ戦術的資産配分ファンドで、リスクを抑えて運用することを目指す。設定以来7月末までの年平均リターンは8.5%で、S&P500指数の10.1%に比べ低いものの、ボラティリティーは大幅に低い。

本誌：120の市場指標に基づくルーソルド独自のメジャートレンド指数の動きによって色が変わる古い信号機がオフィスに置かれているが、今は何色か？

ラムジー氏：今は黄色だ。

Q：かなり弱気か？

A：違う。しかし、1990年代後半のハイテクバブルの熱狂は一生に一度と思ったが、21年たった今、株価はそれより割高だと思う。当時は、高いバリュエーションは上位40～50銘柄に集中していたが、現在では市場全体のバリュエーションが高くなっている。7月末時点のS&P500指数の正常化された株価収益率（PER）（特別損益など特殊要因を除いて計算したPER）の中央値は34.2倍だが、ハイテクバブル期の月末ベースのピークだった2000年2月は22.2倍だった。

Q：株高のけん引要素は何か？

A：米連邦準備制度理事会（FRB）が低金利を維持することで株式市場を後押ししている。興味深いことに、6カ月前には、高いバリュエーションは低インフレと低金利によって正当化されると言っていた強気派が今や、低金利とインフレ高進によって正当化されると言っている。

Q：景気が拡大しているという意見に対してどう思うか？

A：長く苦しい不況を経験したわけではなく、短くて激しかった。そこにFRBは、市場に追加の流動性を投じると決定し、資産効果に刺激を与えた。小売業を見てみると、今年初めのピーク時の小売売上高は、過去5年間のトレンドから予測した場合の2026年の売上高と同程度だった。言い換えれば、小売売上高の成長を5年分前倒ししたことになる。企業は、次の2、3四半期は記録的な利益率を達成できるだろう。しかし、問題はそこからで、政府の資金を受けた異常な支出がなくなったときに企業業績がどうなるかだ。

■ 株価上昇がインフレの一因に

Q：次に何が起こるか？

A：今回の景気のサイクルは、前回よりも短い、より強力だと思う。確かに、今回の景気拡大にはまだ1年しか経過していない部分もある一方、企業債務のように持ち越されてきた過剰な部分もある。企業は通常、不況のさなかや後には設備投資を控えて流動性を回復させるため、借り入れは減少するものだが、今回は景気後退中も企業の借入金が増加し、絶対額でも、国内総生産（GDP）に対する相対値でも、過去最高を更新している。今回の景気拡大は、日数以上に成熟が進んでいるようだ。さらにインフレもある。現在の物価上昇が年末までしか続かないのであれば、株式市場には影響がないというのがコンセンサスとなっているが、株式市場がGDP比で非常に巨大化したことが、インフレの要因になっていると私は考えている。つまり、今回の景気拡大の持続期間は、株式市場とインフレの両方にある程度左右される。

Q：それはなぜか？

A：株式市場で得た莫大（ばくだい）な利益が、住宅市場で特に高価格帯の物件の高騰に寄与していることは間違いない。それが中価格帯の物件にも浸透してきている。株価は割高になり過ぎており、将来のデフインフレの要因とさえなる。つまり、仮に株価が20%下落したとしても、過去25年間の株価と比較すればバリュエーション的にはまだ高いのだが、株価下落によって、住宅や美術品、新車や中古車などに流入していた過剰流動性の多くが一掃される。インフレが自己調整的に崩壊する可能性がある。

Q：その考えを、ルーソルド・コア・インベストメント・ファンドでどう活かしているのか？

A：ファンドのモットーは、「成功し、成功し続けること」だ。景気循環的な弱気市場の底値付近では、株式のエクスポージャーを最大化する傾向があり、2009～2012年には積極的過ぎると思われていたが、今ではかなり保守的と評価されている。現在、ネットの株式エクスポージャーは53%だ。64%は厳選された業界の株式をロングし、11%は1990年から使用している分散化されたクオンツ空売り戦略に投資している。

Q：ファンドの残りの部分については？

A：債券が資産の17%を占めるが、過去最少だ。というのも過去5年の10年債のトータルリターンはインフレ調整後ゼロで、今後もリターンが低いとみている。金も保有しており、ファンドの4%は現金だ。

Q：世界的なバリュエーションはどうか？

A：米国以外の市場のバリュエーションはかなり妥当で、これは以前から見られていたことだ。グローバル・ファンドの最近の株式エクスポージャーはネットで55%。64%がロング、9%がショートだ。

Q：バリュエーションに対する懸念と、依然としてかなり高い株式ポジションは矛盾しないのか？

A：われわれのファンドでは、相対的な強さに基づいてテーマ別に勝ち組グループを探し出し、その中からバリュー志向で魅力的な銘柄を選ぶようにしている。仮に急激な調整があったとしても、適切なテーマに投資していれば、アウトパフォームの可能性は十分にあると思う。過去1年間では割安な中・小型株を志向してきた。

■ ラムジー氏が選好する6銘柄

Q：どのようなテーマを選好するか？

A：投資銀行を選好しており、ゴールドマン・サックス・グループ<GS>とモルガン・スタンレー<MS>を保有している。金利上昇は、金融サービスセクター全般に恩恵をもたらすと思われるが、同セクターはまだバリューの域にある。投資銀行部門では、ディールフローは歴史的な高水準が今後も続くと思う。ラム・リサーチ<LRCX>やアプライドマテリアルズ<AMAT>などの半導体製造装置関連の銘柄を5年ほど前から保有しており、引き続きこの分野を選好する。半導体業界は景気循環に左右されやすいとみられてきたが、着実な需要増加により、より高いバリュエーションに値する業界へと変化してきている。そして今、コロナ禍の下、半導体が大幅に不足している。同じようなことが、4年ほど前から保有している住宅メーカーにも言える。金融危機後の7、8年は住宅建設が大幅に不足していたが、一朝一夕にその不足分を埋めることはできない。住宅建設会社のDR Horton<DHI>やパルトグループ<PHM>などの保有銘柄の株価上昇率は市場を上回っているが、それでもまだバリュエーションの観点から選好している。

Q：先ほど、株式市場が住宅価格上昇を促しているとの発言があったが。

A：これはマクロだけでなく、テーマ的なわれわれの見方を裏付ける例だ。相場が大きく下落すれば、超高価格帯住宅は冷え込むだろう。しかし、それが米国の景気後退の引き金にならない限り、大手住宅メーカーの多くが注力している中価格帯住宅のニーズは変わらないだろう。

Q：友人から投資のアドバイスを求められたとき、何と答えるか？

A：以前から、高過ぎる株式エクスポージャーについて警告するのは控えるようにしている。私は55歳で、友人の中には2、3年後に退職予定で、ポートフォリオが絶好調の人もある。資産の70～80%を株式で運用している場合もあり、かなり高い割合だ。しかし、私は株式市場の過去の歴史を知っているため、かえって市場に対してネガティブ思考なのかもしれない。私のリスク許容度の問題でもある。

By Sarah Max
(Source: Dow Jones)

4. 米上場銘柄に高まるリスク、中国株の買い方は？ - How to Buy Chinese Stocks Now That U.S.-Listed Shares Have Become Risky 本土上場A株、香港上場H株、ETFも選択肢

[フィーチャー]

■ 米上場廃止の可能性も



ANTHONY WALLACE/AFP/Getty Images

米中両国による規制の先行きが見えないことで、米国に上場する中国株の保有リスクが一段と高まっている。リスクを懸念しつつも依然として中国経済や株式市場を強気に見る投資家は、米国上場株に代わり中国国内上場株への投資が可能だ。

米国で投資可能な中国株のほとんどは、米国預託証券（ADR）として取引されている。ほとんどの場合、ADRの投資家は、銀行が投資家のために保管する外国株の株主としての権利を得る。しかし、中国株の一部のADRは変動持ち分事業体（VIE）と呼ばれるペーパーカンパニーの持ち分にすぎない。VIEは中国当局による一定の産業や資産に対する外国人所有規制を回避するよう設計されている。これは米国の投資家が、VIEが保有する中国企業の株式を保有していないことを意味する。

長年にわたり中国政府と米国の投資家はこの仕組みによって恩恵を受け、内在するリスクを回避してきた。中国企業は経営権を放棄することなく米国で資本を調達でき、米国の投資家は問題なく中国株に投資し中国の経済成長に参加できる。現在ざっと250社の中国企業が米国に上場しており、直近の売りを経ても時価総額は1兆3000億ドルを超える。

しかし米中間の緊張が高まっている。中国政府が海外に上場する中国企業への監視を強化する一方、米政府は米国に上場する中国企業に対し米監査基準の順守を求め、従わなければこれらの銘柄は上場廃止の可能性に直面する。中国政府は長い間、中国企業が財務情報を米規制当局に提供することに反対している。

こうしたリスクに対するヘッジとして、多くの中国企業は香港市場に重複上場したが、全社がより厳格な香港の上場基準を満たしているわけではない。

■ ブローカーを通じH株、A株を直接保有

機関投資家は保有する中国株ADRの多くを、H株と呼ばれる香港上場株、またはA株として知られる上海や深圳上場株に入れ替えたが、このことがADRにさらなる圧力となる可能性がある。

中国株ADRの規制リスクを懸念する投資家は、これに続くべきである。ブローカー大手数社が、海外市場への直接的なアクセスを可能にしている。

香港上場株の売買において、インタラクティブ・ブローカーズ・グループは約定金額の0.015～0.05%の売買手数料（当該銘柄の月間売買高が多いほど手数料率が低くなる）に加え、その他手数料や清算費用をチャージする。最低投資額のしきい値はないものの、1注文につき4～12香港ドル（51セント～1ドル54セント）の最低手数料が課される。フィデリティは約定金額に関係なく、1注文ごとに均一に250香港ドル（32ドル）を請求し、バンガードは50ドルの取扱手数料を請求する。オンライン取引では、チャールズ・シュワブの利用者はグローバル口座を別途開設する必要があり、1注文につき250香港ドル（32ドル）を支払う。手数料は高くなるが、電話での取り

引きも可能である。イー・トレードとロビンフッドでは、海外上場株の取引はできない。

インタラクティブ・ブローカーズのスティーブ・サンダース執行副社長は、「米国の投資家がH株を購入するには香港ドルが必要になるが、二つの選択肢がある」と語る。投資家は自分の口座を使ってドルを香港ドルに転換するか、米国内の保有株を担保にブローカーから香港ドルを借りて信用取引で香港株を購入できる。

サンダース氏は、「インタラクティブ・ブローカーズの利用者は、上海香港ストックコネクトや深圳香港ストックコネクトを通じて、中国のA株にも投資可能」と語る。両者はともに、現地のブローカーと清算機関を使い、相互に各市場の投資家の証券取引・決済が可能になるシステムである。フィデリティ、バンガード、チャールズ・シュワブは中国本土市場にアクセスできない。

■ ETFも取引可能

個別中国株の直接保有を望まない投資家も、A株やH株を中心に投資する上場投資信託（ETF）を通じて中国株へのアクセスが可能だ。運用資産が21億ドルのXトラックーズ・ハーベストCSI300中国A株ETF<ASHR>、運用資産が7億4700万ドルのクレーンシェアーズ・ボセラMSCI中国A株ETF<KBA>、運用資産が6億4900万ドルのiシェアーズMSCI中国A株ETF<CNYY>はすべて、上海、深圳上場株だけに投資している。運用資産が47億ドルのiシェアーズ中国大型株ETF<FXI>は香港上場株だけで運用され、運用資産が17億ドルのSPDR S&PチャイナETF<GXC>はさまざまな中国株に投資するが、H株を重点的に組み入れている。

By Evie Liu
(Source: Dow Jones)

5. 米住宅市場の波とアメリカンドリーム - Housing Booms and Busts, and the Building of the American Dream 歴史が示唆すること

[不動産]

■ マイホーム大国への道



Bettmann Archive/Getty Images

1930年代から1940年代の頃は、米国の住宅の多くは今日の「マックマンション」（ハンバーガーチェーン店になぞらえて質より大きさ重視の画一的な住宅を見下して呼ぶ表現）よりもリンカーンが生まれた家に似ていた。1936年に本誌は、何千もの赤貧家庭に対し、家と農場に電気を通して「暗黒時代」を終わらせるように説得するゼネラル・エレクトリックとウェスチングハウスの取り組みについて報じた。

本誌の創設者クラレンス・バロン自身も1855年に電気のない家に生まれたが、1925年までにはボストンで最も壮大な邸宅の一つに住んでいた。そして「この国では、これまで夢にも思わなかったような建設と拡大の時代が始まる」と予測した。バロンは正しかったが、その建設と拡大の時代は1929年の株価暴落と大恐慌によって数百万人が貧困に追いやられた結果、短命に終わった。

テネシー川流域開発公社などのニューディール政策における取り組みが、多くの人々を貧困から脱却させ、屋内トイレなどの近代的な利便性の世界へと導いた。しかし、大きな変化が起きたのは、多くの米国人の生活と同様に第2次世界大戦が終わってからだった。

ビル・レビットは、復員兵援護法の対象となる帰還兵向けに1000戸の賃貸住宅を建設する計画を立てた。1952年の本誌記事によれば、マンハッタンの東方30マイルのジャガイモ畑に建設され、近代的なキッチンと電化製品を備えた同一規格、大量生産、平屋建ての小さな家は「飛ぶように借り手が付いた」。さらに1000戸の賃貸物件がすぐにはけたほか、数千戸の売り物件もすぐに買い手が付いた。

「年を追うごとに、開発は数多くの既存物件をまたがり、周囲を取り巻くように無秩序に広がり、開発業者の当初の予想を上回って成長した」と本誌は述べた。やがて「レビットタウン」と呼ばれるようになった住宅は1万7500戸を数え、郊外生活とアメリカンドリームのかな型となった。リース契約の第25条が「コーカサス系人種（白人）」以外の者の居住を禁止していたことから、レビットタウンは政府公認の人種分離住宅のひな型にもなった。

さらに7カ所でレビットタウンが建設され、また、同様の住宅開発が全米数千カ所で行われた結果、米国はマイホーム所有者の国となり、1940年に43.6%だった持ち家比率は1960年には61.9%に上昇した。

■ 長期的には右肩上がり



Arthur Rothstein/FSA/OWI
Collection/Library of Congress

小規模モール、ガソリンスタンド、ファストフード店といった住宅開発に付随する開発が進むとともに、住宅価格も右肩上がりで上昇を続けた。本誌記事によれば、平均的な住宅価格は恐慌時の安値2500ドルに対し、1979年には約7万ドルに達した。「住宅価格の加速は、1929年の株式市場暴落につながった熱狂に匹敵する本格的な熱狂の性格を帯びている」と本誌は述べた。

あるアナリストにとって、そのメッセージは明確だった。著名な投資家チャールズ・D・カークパトリック2世は1979年に「不動産市場の天井は近づきつつある」と述べ、「投資家は保有資産の売却を始める」ように勧めた。同氏だけが悲観論者だったわけではない。1988年に投資会社コムストック・パートナーズのスタン・サルビグセン最高経営責任者（CEO）が「融資額が膨大になっている」ため、不動産価格の崩壊が近づいていると警告した。そして、2005年にエール大学の経済学者ロバート・シラー教授が本誌に対し、「住宅価格のバブルは2000年初頭にバブルが弾ける直前の1999年秋の株式市場の熱狂のよう感じら

れる」と語った。

これらの警告の後には、いずれの場合も住宅市場の調整が起きているが、売却の呼び掛けに抵抗し、不動産の保有を続けた者は大きな利益を得た。例えば、シラー教授がバブルについて警告した2005年第2四半期の米国の住宅販売価格の中央値は、米連邦準備制度理事会（FRB）のデータによれば23万3700ドルだった。住宅価格は2年後に25万7400ドルで天井を付けた後、サブプライムロー

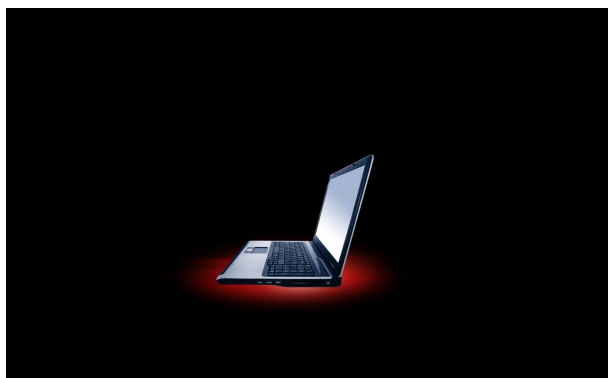
ン危機を受けて2009年第1四半期に20万8400ドルの底値を付けた。しかし、価格は2013年までに完全に回復し、今年第2四半期時点の中央値は新型コロナウイルスに関連した都市中心部からの脱出も要因となり、37万4900ドルに達した。

6月の本誌記事で述べたように、住宅市場は「住宅販売の暑い夏が過ぎれば少し落ち着く」かもしれないが、「初回購入者や歴史的な低金利を活用したいと考える人々からの大量の繰り延べ需要がある」。言い換えれば、現時点では住宅市場下落に賭けない方がよいだろう。

By Kenneth G. Pringle
(Source: Dow Jones)

6. PCブームに支えられたHPとデルの株式は魅力的 - Buoyed by the PC Boom, HP Inc. and Dell Look Attractive...and Cheap [ハイテク] コロナ流行で再評価、部品供給不足が足かせ

■ 特需はピークを越えたもよう



Hypermania37/Dreamstime

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）下で起きている現象の一つがパソコン（PC）の再評価である。台頭するスマートフォンによって影が薄くなり、古くさいツールと見なされていたPCが、学校、オフィス、小売店などが閉鎖される中、連絡手段としても在宅勤務の道具としても欠かせない存在となっている。

とはいえ、パンデミックが勃発した当初、米国の平均的な4人家族のPC保有台数は1台程度にすぎなかった。さらに、パンデミックによってビデオ会議など重要なソフトウェアを実行できるPCへ

のアップグレードが必要となった。結果的にPCブームが起これ、調査会社インターナショナル・データ・グループ傘下のIDCによると、PC出荷台数は2020年に13.1%増加し、2021年は14.2%の増加が見込まれる。

PCの復活は、アップル<AAPL>、デル・テクノロジーズ<DELL>、HP<HPQ>の運勢を押し上げている。アップルの場合、今年1～3月期のMac（マック）の売上高は前年同期比70%増加した。HPとデルの今年2～4月期のコンシューマー（消費者向け）PC売上高はそれぞれ同72%、42%増加した。

だが、ブームは永遠には続かず、衰える兆しを見せている。アップルの4～6月期のMacの売上高は前年同期比16%増にとどまった。PC向け周辺機器メーカーのロジテック・インターナショナル<LOGI>の4～6月期の売上高は同66%増となったものの、2022年3月期の売上高ガイダンスは横ばいとされている。

■ 直近四半期の増収率はHPが減速、デルは加速

先週、デルとHPによる8月26日の5～7月期決算発表を前に、投資家は神経質になっていた。関心事の一つは、デルタ株が景気回復を阻害している可能性がある一方、大半の学校で対面授業が行われ、

一部の企業がオフィス業務を再開していることが業績にどのような影響を与えるかだ。しかも、半導体部品の不足がハードウェア企業の成長を圧迫しつつある。

HPの5～7月期決算はやや精彩を欠く内容だった。だが同社は、問題は需要ではなく供給に関するものだと主張している。一時的な所得のおかげもあって利益はガイダンスを優に上回ったが、売上高はコンセンサス予想を6億ドル下回る153億ドルだった。

HPのこの四半期決算は投資家を失望させた。コンシューマーPCの増収率は前年同期比3%にとどまり、コマーシャル（企業、教育・行政機関向け）PCの売上高は同1%減となった。少なくとも後者には、学校がPCの購入ペースを鈍化させていることが反映されている。それでも同社は、オフィスが再開する中での企業の需要の回復に対して強気な見方をしている。さらに同社は、マイクロソフトのウィンドウズ 11の投入がコンシューマーPCの販売を底上げするとみている。ただし、部品供給の問題が少なくとも当面は株価の重しとなるだろう。

一方、デルの5～7月期の増収率は15%に加速し（2～4月期は12%）、PCを主力とするクライアントソリューショングループの増収率は27%に伸びた（同20%）。

最高財務責任者（CFO）のトム・スウィート氏は、部品がより容易に入手できればPCと企業向けハードウェアの売上高はさらに伸びていたと述べ、この問題が2022年まで継続するとみていると言う。さらに同氏は、デルは部品コストの上昇を相殺するため、PCの販売価格を引き上げることなどによって利益率を維持していると説明する。

それでも、同社の企業向けハードウェア事業の業績は予想をやや下回った。中でもストレージへの需要は全体的に横ばいのままだ。企業のIT支出にはまだブームは起きていない。

デルの株価にとってのより大きな問題は、VMウェア<VMW>の決算が失望的だったことだ。デルの時価総額の半分以上には、同社が今年11月初旬にスピノフ（分離・独立）させるVMウェアの81%の持ち分が反映されている。VMウェアの売上高は予想並みだったが、事業構成の変化のスピードが投資家の予想を下回った。投資家は同社がクラウドへの移行を加速させることを望んでいる。

■ 企業のIT支出回復が恩恵に

とはいえ、HPとデルはいずれも企業のIT支出の回復による恩恵を受けるはずだ。しかも現在の株価は割安に見える。HPは5～7月期に15億ドルの自社株買いを実施し、今後さらなる自社株買いを予定している。

デルに関して言うと、VMウェアがスピノフ直前に株主に支払う特別配当を使って負債を100億ドル超返済する予定だ。

PCブームは徐々に後退するかもしれないが、両銘柄のリスクは低いと思われる。HPの2022年度予想株価収益率（PER）は約8倍と割安だ。デルの株価も同程度に割安であり、VMウェアのスピノフをめぐる混乱が落ち着けば再評価に値する。HP、デル両社の株式はいずれも「買い」である。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

7. パウエル議長講演に新味なしも株価上昇 - The Stock Market Likes What it Hears as Powell Says Little New 経済指標は堅調、物色対象に変化

[米国株式市場]

■ 史上最高値を更新



Win McNamee/Getty Images

何を言うかではなく、どのように言うかが重要なときがある。米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長の見事なメッセージは、楽観的な株式市場にはっきりと受け止められた。つまり「確かに債券購入額の縮小（テーパリング）は行うものの、利上げのことは考える必要さえない」というメッセージとして。

カンザスシティ連銀が主催するジャクソンホール経済シンポジウムに関しては、FRB議長が市場に対して爆弾発言をする場だとの見立てがある。2010、2011、2012年にはバーナンキ元議長が新たな景気刺激策の導入を示唆し、2020年

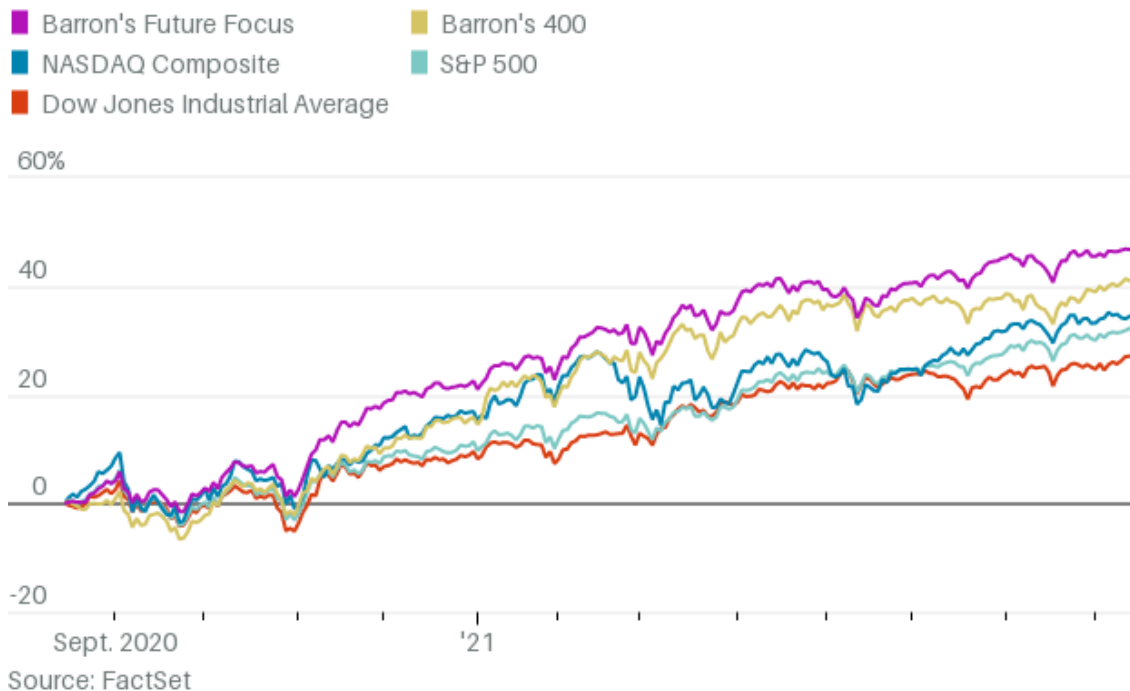
にはパウエル議長が予測に基づいたものではなく過去の実績に基づいた金融政策を打ち出した場所でもある。

今年は爆弾発言がなく、パウエル議長は投資家が聞きたかったことだけをうまく伝えた。つまり、FRBはおそらく年内にテーパリングを開始するが、利上げは非常に遠い先のことになるだろうというものだ。これを受けて株価は上昇した。

講演が行われた27日は好調な1週間を象徴するような締めくくりとなった。S&P500指数は週間で1.5%上昇して4509.37となり、史上最高値を更新して引けた。ダウ工業株30種平均は1.0%高の3万5455ドル80セント、ナスダック総合指数は2.8%高の1万5129.50となり、両指数とも史上最高値を更新した。低迷が続いていた小型株のラッセル2000指数は5.1%上昇して2277.15となり、今後の展開が期待される。

■「経済再開」銘柄に期待

Market Snapshot



もちろん、パウエル議長の講演だけが上昇材料ではなかった。先週は、大手医薬品のファイザー＜PFE＞と独バイオ医薬品のビオンテック＜BNTX＞が開発した新型コロナウイルスワクチンが米食品医薬品局（FDA）から全面的に承認されたことで、より多くの人々がワクチンを接種するとの期待から始まった。新型コロナ感染者数は増加が続いているものの、スピードは大幅に鈍化しており、患者数は今後数週間で減少に転じると思われる。経済指標はおおむね堅調で、新規失業保険申請件数は低水準を維持しており、第2四半期の国内総生産（GDP）の成長率はわずかに上方修正された。アフガニスタンでの惨事は投資家センチメントに影響したものの、市場はそれを乗り越えて上昇した。

投資家が「経済再開」関連銘柄に再び期待していることは、上昇銘柄と下落銘柄の傾向を見れば明らかだ。フィットネス関連企業のペロトン・インタラクティブ＜PTON＞は、第4四半期（6月末決算）に予想以上の損失となった決算報告を受けて27日に株価が8.6%安となり、ロックダウン（都市封鎖）関連銘柄の物色が一巡したことが示された。一方、上場投資信託（ETF）のエネルギー・セレクト・セクターSPDR＜XLE＞は、原油相場が11%上昇したことを受けて7.4%高と、5月以降で最大の上昇率となった。銀行株も反発し、SPDRバンクETF＜KBE＞は3.7%高と、8月6日以降で最も高い週間上昇率となった。これらの銘柄は、新型コロナの感染者数増加の鈍化が続けば、引き続き市場をアウトパフォームする可能性がある。

アドバイザー・インベストメンツでポートフォリオマネジャーを務めるチャーリー・トゥーレ氏は、「この状況は上昇銘柄の幅が広がる可能性につながっており、2021年の第1四半期に見られた『経済再開』関連銘柄物色の第2幕となるかもしれない。そして景気減速が明らかになる頃には、経済再開関連銘柄はすでに上昇しているだろう」と書いている。

■急落リスクも

こうした状況にリスクがないわけではない。B of Aセキュリティーズのエクイティ関連アナリストであるゴンザロ・アシス氏は、先々週の下落が示すように、市場が急変する可能性はあり、それ

も、しばしば明白な理由がないことがあると書いている。先々週の急落場面がすぐに終わったという事実は、次の急落がいつ起こるとしても、さらに激しくなるという可能性を単に高めただけかもしれない。同氏は「急落場面は過ぎ去ったが、株価が最高値をまた更新した事実は、歴史的には、より大きな下落につながりやすい投資家の行動をさらに助長するだけだ」と説明する。

テーパリングがあってもなくてもその通りではある。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

8. キャピタル・グループ、アクティブ型ETFに進出 - New ETFs From American Funds Will Complement Existing Offerings

投資家にとっては朗報

[ETF]

■ 大手参入で新たな局面



NYSE

1 件の電話会見がアクティブ型上場投資信託（ETF）業界を変えた。アメリカン・ファンズを運営する資産運用会社大手キャピタル・グループ（運用資産2兆6000億ドル）は24日の「ETFブリーフィング」で、2022年第1四半期にアクティブ型ETF6本を新規設定すると発表した。また、これらのETFは保有銘柄を毎日開示するという。

キャピタル・グループは何十年もの間、ETFの設定を差し控えていた。CFRAのETF・ミューチュアルファンド・リサーチの責任者であるトッド・ローゼンブルース氏は「これはアクティブ型ETFにとって画期的な出来事だ」と言う。同氏は銘柄

選択能力で定評のあるキャピタル・グループの参入は、ETF業界がパッシブ運用のインデックスファンドという枠を超えつつあることの証明だと述べた。

キャピタル・グループのETF部門責任者であるホリー・フラムステッド氏は、6本のETFのうち5本は既存のアクティブ型ミューチュアルファンドを「補完」するものであり、クローン（全く同じ商品）ではないと述べる。ETFの運用経費は公表されていないが、ETFは低コストであるため、同社のミューチュアルファンドに比べて割安になるとローゼンブルース氏は予想する。

最も重要なのはキャピタル・グループ・グロース＜CGGR＞だろう。これは運用資産2840億ドルのアメリカン・ファンズ・グロース・ファンド・オブ・アメリカ＜AGTHX＞に類似して、グロース株に焦点を当て、資産の25%まで外国株に投資することができる。続くキャピタル・グループ・コア・エクイティ＜CGUS＞は外国株に15%しか投資できず、グロースとインカム両方の戦略を取ることから、運用資産1200億ドルのアメリカン・ファンズ・インベストメント・カンパニー・オブ・アメリカ＜AIVSX＞に類似する。キャピタル・グループ・ディビデンド・バリュー＜CGDV＞は、運用資産1590億ドルのアメリカン・ファンズ・ワシントン・ミューチュアル＜AWSHX＞に対応する商品で、保有銘柄に厳格な配当についての基準を設けているのが特徴だ。

グローバルETFは2本ある。キャピタル・グループ・インターナショナル・フォーカス・エクイティ<CGXU>は、運用資産1960億ドルのアメリカン・ファンズ・ユーロパシフィック・グロース<AEPPGX>に近いETFで、グローバル・グロース・エクイティ<CGGO>は運用資産1450億ドルのアメリカン・ファンズ・ニュー・パースペクティブ<ANWPX>に対応する。最後のキャピタル・グループ・コア・プラス・インカム<CGCP>は新戦略の債券ETFだとフラムステッド氏は言う。

■ ポートフォリオ完全開示の利点

キャピタル・グループのアクティブマネジャーとしての実力と評価はさておき、今回最も注目すべき点は、ETFのポートフォリオを完全に開示するという決定だ。マネーマネジャーは長い間、ETFで株を売買する際に手の内を見せることに不満を示してきた。フィデリティ・インベストメンツやT.ロウ・プライス・グループ<TROW>などは、ミューチュアルファンドのフィデリティ・マゼラン・ファンド<FMAGX>やT.ロウ・プライス・ブルーチップ・グロース<TRBCX>に対応するETF（<FMAG>と<TCHP>）について、フロントランニング（ETFが取引しようとする株式を他の投資家が先回りして取引する手法）を防止するため、保有銘柄を日々開示しない「半透明」形式を選択してきた。

だが伝統的なインデックスファンドが採用する透明性の高いETF構造にも利点がある。現在、半透明形式のETFは米国の証券取引所と同じ時間帯に取引される株式しか保有できない。モーニングスターのグローバルETFリサーチディレクターであるベン・ジョンソン氏によれば、「米証券取引委員会（SEC）は米国で取引できない時間帯に外国株の価格が大きく変動する場合があることを問題視し、透明性のないアクティブ型ETFの市場参入を認可する際、あえて慎重な姿勢を取った」という。

また、2019年9月の規制緩和により、透明性の高いアクティブ型ETFは値上がりした銘柄についてキャピタルゲインを実現することなく保有銘柄から外すことができるカスタム・バスケットという仕組みを採り入れるようになり、税制上は伝統的なインデックスファンドと同様の優位性を持つことになった。この規制緩和はキャピタル・グループにも影響を与えた。「われわれが透明性の高いETFの設定を決定した重要な要因は、半透明の形式では受けられない税制上のメリットを享受できるからだ」とフラムステッド氏は言う。

キャピタル・グループはETFをミューチュアルファンドのクローンとしないことにより、フロントランニング防止措置を講じている。「ETFの保有銘柄はミューチュアルファンドよりも流動性が高くなるはずだ」とフラムステッド氏は言う。中小型株の方がフロントランナーによる価格の釣り上げから影響を受けるため、ETFの保有株は流動性の高いブルーチップの割合が多くなる。またアメリカン・ファンズは取引が頻繁ではないため、フロントランニングによる影響も少ない。

ETFの税制上の優位性、取引のしやすさ、低コストといった面から考えて、今回の動きはほとんどの投資家にとって朗報であろう。

By Lewis Braham
(Source: Dow Jones)

9.

ESGに配慮したエクイティ・インカム投資 - ESG Is a Small Consideration for Equity Income Funds. That's Starting to Change
配当重視の株式投資の将来像

[インカム投資]

■ インカム投資とESGの融合



Stefan Krause/Dreamstime

株式配当投資とESGフォーカスの組み合わせは、魅力的な可能性を多く秘めている。しかし、そのような可能性の大半はまだ実現していない。環境、社会、ガバナンスの問題への企業の対応に焦点を当てたESG投資は急速に拡大しており、インカムに特化したポートフォリオを含む、さまざまなポートフォリオにその翼を広げている。

S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスでプロダクトマネジメントの責任者を務めるアヤ・ソウ氏は今年4月、同社がインカムとESG原則に焦点を当てた五つのインデックスを立ち上げた際に「投資家はインカムを求めている。だが、投資家は同時

に、投資収益が持続可能で倫理的な事業活動に従事する企業からのものであることを確認したいと思っている」と本誌に語った。

ただし、この二つのアプローチの融合を使命（ミッション）として明示しているファンドやインデックスはそれほど多くはなく、投資家はそのことに気付く必要がある。パトナム・インベストメンツの持続可能な投資（サステナブル投資）の責任者であるキャサリン・コリンズ氏は、「ESGに配慮することと、持続可能な投資を実際に運用プロセスの中心に据えることは大きく異なる」と述べている。

モーニングスターが今週、本誌向けにリストアップした439本の米国ESGファンドのうち、インカムに焦点を当てているものは8本だけだ。これらのファンドは大半が小規模で、半分は資産が1億ドル未満となっている。例えば、上場投資信託（ETF）のコロンビア・サステナビリティ米国エクイティ・インカムETF<ESGS>は運用資産がわずか550万ドルだ。このファンドは、同様の戦略を国際株式に用いる、資産規模が小さいもう一つのETFと共に2016年に設定された。「当社が立ち上げたファンドの中には、すぐに大ヒットするものもあれば、成熟するまでに時間がかかるものもある。この二つのファンドは後者の部類に含まれる」とコロンビア・スレッドニードル・インベストメンツでベータ戦略の責任者を務めるマーク・ザイトゥーン氏は語る。

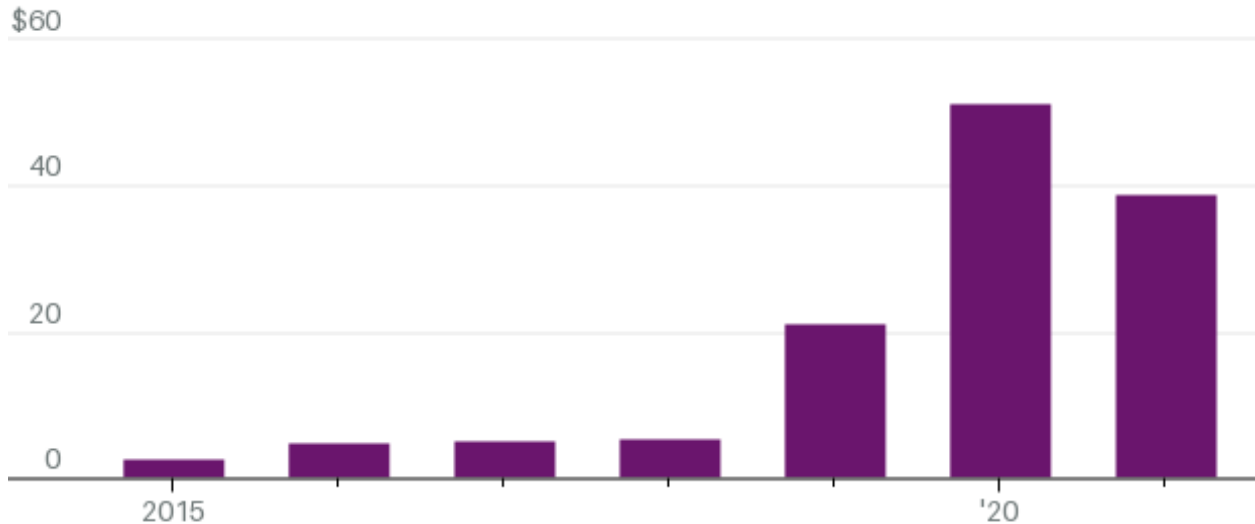
だが、ESGと株式インカムの両立がインカム投資家にとって常に最重要であるとは限らない、と語るのはモーニングスターで株式インデックスのプロダクト・マネジメント・ディレクターを務めるアレックス・ブライアン氏だ。「多くの場合、人々がインカムを求めるときに最初に考えるのは、『私はインカムが欲しい。それを得る方法は気にしない』だ」。モーニングスターは2018年、サステナビリティ配当利回りに関する一群のインデックスを立ち上げた。ブライアン氏は「現在のESGインデックスのほとんどが利回りに重点を置いていない。大半はESGのみに焦点を合わせて、市場に幅広いエクスポージャーを提供している」と指摘する。

■ バリューストックのESGリスク

Bad Match?

ESG net fund flows have surged in recent years, but only a handful of these funds also focus on income investing.

Net Flows for ESG and Sustainable Funds (bil)



Note: Data applies to U.S. funds. *As of June 30

Source: Morningstar

ただし同氏は、慎重な銘柄選択は必要だが、配当株とESGへの配慮を組み合わせることは非常に理にかなっていると述べる。その理由の一つは、株式配当戦略がバリューストックに偏りがちであることだ。これはリスクを伴う場合があるが、利回りは高い。また、バリューストックの分野はESGリスクが高い可能性がある。

「配当利回りの高い企業のタイプを考えると、成長率は低いものの成熟した企業で、公益事業やエネルギー業界のような炭素集約型の産業の企業であることが多いかもしれない」とブライアン氏は言う。

モーニングスターのローレン・ソルバーク氏は、「配当利回りが高いということは、持続可能性リスクが高いことを意味する」という最近の記事の中で、モーニングスター配当利回りフォーカス指数のESGリスクスコアは株式市場全体のそれよりも15%高いと指摘する。この指数は、環境リスクのスコアが株式市場全体に比べて特に悪く、これはエネルギー・公益セクターの大幅なオーバーウェイトが一因であることは間違いない。

公平を期すために言えば、これらのセクターの多くの企業は、比較的新しい運用資産4億4000万ドルのゴールドマン・サックス・クリーン・エネルギー・インカム・ファンド<GCEBX>において見られるように、ESGの観点における地位を向上させてきた。モーニングスターによると、今年初めに同ファンドが保有していたのは、再生可能エネルギーやフロリダ州の規制公益事業などを手掛けるネクステラ・エナジー<NEE>だった。

とはいえ、モーニングスター米国サステナビリティ配当利回りフォーカス指数は、モーニングスター配当利回りフォーカス指数よりも公益事業やエネルギー業界へのエクスポージャーがはるかに低い。モーニングスターによると、ESG指数は、一般的に配当利回りフォーカス指数よりも利回り

が若干低いということだ。

しかし、ブライアン氏は、同サステナビリティ指数は、ESGリスクを大幅に軽減することができると述べている。この指数の最大のウェイトを占めるセクターには、テクノロジーとヘルスケアが含まれており、これらはサステナビリティの指標でより良いスコアを出す傾向があるとソルバーク氏は指摘する。

8月24日現在、この50銘柄からなるサステナビリティ指数の3年間の年率リターン率は13.5%であるのに対して、25年以上連続して増配している企業で構成されるS&P500配当貴族指数の年率リターンは15.2%だ。ESGインカム指数の最近の上位保有銘柄とその配当利回りは、ケーブルテレビ大手コムキャスト<CMCSA>が利回り1.7%で、製薬大手ブリストル・マイヤーズ・スクイブ<BMJ>が2.9%、ホームセンターチェーン大手のホーム・デポ<HD>が2%、通信大手AT&T<T>が7.6%、通信大手ベライゾン・コミュニケーションズ<VZ>が4.6%、飲料大手コカ・コーラ<KO>が3%となっている。

■ 「長期的により良いリターン」

ESGがファンドや指数が重視する主要項目ではないとしても、重要な検討事項であることに変わりはない。

フランクリン・テンブルトン・インベストメント・ソリューションズのファンダメンタル・リサーチおよびESGインテグレーション（ESG評価の運用プロセスへの統合）の責任者であるキンバリー・ストランド氏は、「フランクリン・インカム・ファンド<FKIQX>を含め、ESG要素をさまざまな方法で投資に組み入れている。しかし、投資判断の高いレベルでは重要な持続可能性の要素を考慮しており、それが長期的にはリスク調整後でより良いリターンをもたらすと考えている」と言う。

機関投資家向け資産運用会社コニングの株式投資戦略担当ディレクターであるドン・タウンズウィック氏も同意見だ。「ESGはインカム投資の未来であり、インカム投資の今後の方向性を示している」と語る同氏は、同社の配当重視の株式投資戦略の運営も担当している。同氏は、ESGを同社の配当重視の戦略に組み込むことはそれほど難しくないと言う。「ESGに大きく反する企業は、それほど成功していないと思う。総じてうまくいっていない企業を当社の配当重視の投資戦略に組み込むことは、いかなる手段を講じてでも難しい」と同氏は語る。

ブライアン氏は、ESGと配当重視の株式投資を結び付けて考える投資家は多くないが、「もっと注目されるべきだ」と言う。来週のコラムでは、堅実なESG評価と適正な配当利回りを兼ね備えた幾つかの銘柄を紹介する。

By Lawrence C. Strauss
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - When It Comes to Valuing Robinhood, Analysts Are All Over the Map [経済関連スケジュール]

アナリストによるロビンフッドの評価はまちまち

■ ユーザー数は急上昇、大きなリスクも

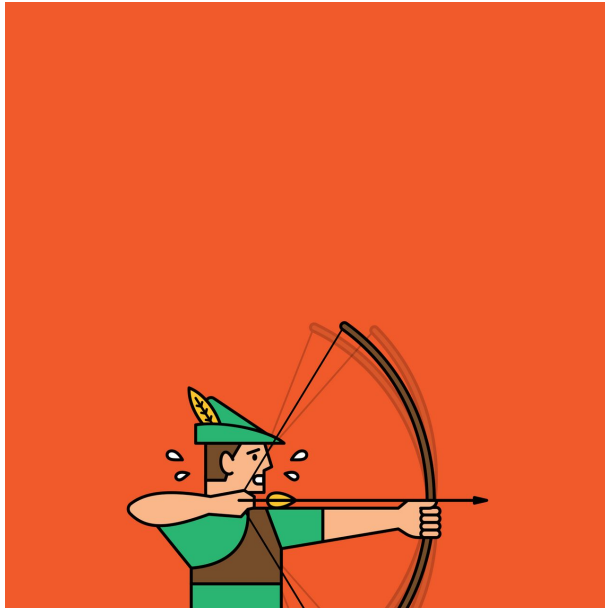


Illustration by Elias Stein

アナリストはおおむね、株取引アプリを運営するロビンフッド・マーケット<HOOD>について、株や暗号資産（仮想通貨）の取引に大きな影響を与える存在であると捉えている。だが、企業評価についてはまちまちだ。

機関投資家はアナリストの評価がそろうまで売買を手控えているとみられ、個人投資家による取引が同銘柄の株価をけん引している。ロビンフッドの新規株式公開（IPO）の引受証券会社のアナリストは、ロビンフッドに対する見解の公開を25日間制限されていたが、8月23日にカバレッジを開始した。その評価はまちまちだ。ファクトセットが対象とする10名のアナリストのうち、4名が「バイ」とし、5名が「ホールド」、1名が「セル」と評価した。目標株価の平均を見ると、25%の上値余地がある。一方でモバイル決済サービスのスクエア<SQ>に関しては、アナリスト31名中21

名が「バイ」、残り10名が「ホールド」と評価している。先週のロビンフッドの株価は週間で9.9%上昇し、46ドル87セントで終えた。

シティグループのジェーソン・バジネット氏はロビンフッドに強気の姿勢を取る。バジネット氏は、ロビンフッドのユーザー数が2021年6月末時点の2250万人から2023年には3250万人に増加するとみて、目標株価を63ドルとする。同氏は、ユーザー1人当たりの価値を620ドルと見積もり、今後の成長を加味して2.5の係数を乗じて評価を出している。さらにロビンフッドは取引アプリとして広く浸透し、海外にも進出すると予想する。

ロビンフッドは急速にユーザー数を増やしているが、売り上げの伸びはユーザー数ほど順調ではない。バジネット氏は、ユーザー1人当たりの売り上げについて、ディスカウント証券大手のチャールズ・シュワブ<SCHW>が四半期当たり367ドルなのに対し、ロビンフッドは29ドルであることを指摘する。さらに、ロビンフッドの売り上げの約80%は、「ペイメント・フォー・オーダーフロー（PFOF）」と呼ばれる注文の執行取引が占めている。PFOFは、証券会社が顧客からの注文をマーケットメーカーに発注することで手数料を徴収する仕組みだ。しかし規制当局は、PFOFに対する新たな規制あるいは禁止についても議論している。投資銀行パイパー・サンドラーのリチャード・レペット氏は「ロビンフッドが抱えるリスクは大きい」と警告し、目標株価を47ドルとする。

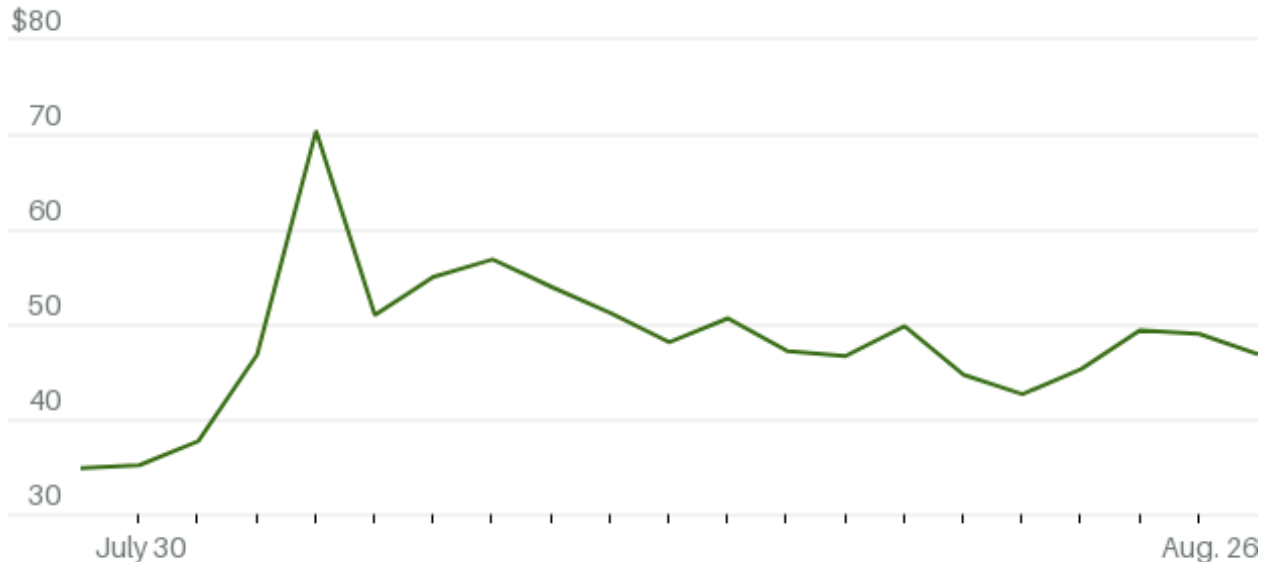
JPモルガン・チェースのケネス・ワージントン氏はロビンフッドのビジネスモデルに懸念を抱き、唯一「セル」とする。同氏は、規制のリスクや同社の取引を執行する機関投資家が少ないことを指摘する。さらに、ロビンフッドの口座は規模が小さいことを考えると、黒字化に苦戦するだろうとも述べる。

■ 今週の予定

Trending

As the broker at the center of the meme stock craze, Robinhood has seen its own shares embraced by small investors.

Robinhood Share Price Performance Since Its July 29 Initial Public Offering



Source: FactSet

8月30日（月）

- ・ オンライン会議サービスのズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>が四半期決算発表。
- ・ 米不動産業者協会（NAR）が7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1%低下（6月は同1.9%低下）。

8月31日（火）

- ・ セキュリティー対策ソリューションを提供するクラウドストライク・ホールディングス<CRWD>、ネット関連サービスプロバイダーのネットイース（網易）<NTES>、大手アパレルメーカーのPVH<PVH>が決算発表。
- ・ 8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124で、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）以降で最高を記録した7月を5ポイント下回る。
- ・ 景況感を示す先行指標であるシカゴ景況指数（シカゴPMI）発表。8月の予想は67.4と7月の73.4を下回る。
- ・ 6月のS&Pケース・シラー住宅価格指数発表。コンセンサス予想は、前年同月比18%の上昇で、4月の同14.8%上昇、5月の同16.6%上昇に続き、3カ月連続で統計開始以来最大の上昇率を記録することになる。5月はアリゾナ州フェニックス、カリフォルニア州サンディエゴ、ワシントン州シアトルといった西部の都市が同23%上昇と、大幅な伸びを記録した。

9月1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8月の非農業部門の米民間雇用者数を発表。コンセンサス予想は、前月比63万7500人増（7月は33万人増）。
- ・ アルコール飲料製造販売大手ブラウン・フォアマン<BFA>、食品大手キャンベル・スープ<CPB>、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>、ID管理サービスのオクタ<OKTA>、ライフサイエンス向けクラウド事業のビーバ・システムズ<VEEV>が四

半期決算発表。

- ・ サプライ管理協会（ISM）が8月の製造業購買担当者景況指数（PMI）を発表。コンセンサス予想は58.7と、7月を若干下回る。
- ・ 7月の建設支出発表。予想は前月比0.4%増、季節調整済み年率換算で1兆5600億ドル。

9月2日（木）

- ・ 半導体大手ブロードコム<AVGO>、医療器具メーカーのクーパー・カンパニーズ<COO>、電子署名ソフトウェアのドキュサイン<DOCU>、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>、パッケージ食品メーカーのホームル・フーズ<HRL>が決算コンファレンスコール開催。

9月3日（金）

- ・ 大手鉄道持ち株会社カンザスシティ・サザン<KSU>が臨時株主総会を開催し、カナダの鉄道会社カナディアン・ナショナル鉄道<CNR>からの買収提案に対する承認を求める。カンザスシティ・サザンは5月、カナディアン・ナショナル鉄道からの現金と株式による約340億ドルの買収提案を受け入れると表明した。
- ・ サプライ管理協会（ISM）が8月の非製造業PMIを発表。コンセンサスは59.5と、統計開始以来最高を記録した7月の64.1を下回る。
- ・ 8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78万1500人増（7月は94万3000人増）。失業率の予想は5.2%と、7月の5.4%から低下。

By Avi Salzman
(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』 2021/08/29

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