

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2021/11/28

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. IBMはついに成長を取り戻すか - IBM Is Finally Growing Again. The Stock Is One of Tech's Few Bargains [カバーストーリー]
数少ない割安なハイテク株 P.1
2. 新型コロナウイルスの脅威が再び市場を襲う - Covid Shows It Can Still Rock Markets [フィーチャー]
債券と金に一定のヘッジ効果 P.5
3. バイデン大統領の予算案、財源は - Where the Money to Pay for Biden's Budget Bill Will Come From [フィーチャー]
上院での審議、年内可決は困難か P.7
4. 米国の退職制度は壊れている。その修復方法とは - America's Retirement System Is Broken. How to Fix It. [インタビュー]
労働経済学者のギラルドゥッチ教授に退職後の年金について話を聞く P.9
5. ブラックフライデーの急落でパニックになってはいけない - Yes, Black Friday Was Painful for Investors, but You Shouldn't Panic [コラム]
FRBは政策目標を達成か P.12
6. 新型コロナウイルスの恐怖が再燃 - Covid Rears Its Ugly Head Again. When to Start Worrying. [米国株式市場]
本当に懸念するのは週明け以降の動きを見てから P.14
7. 2022年の米利上げ観測、ちょっと待って - Don't Bet on Interest Rates Rising in 2022 [米国経済]
コロナ新変異種の出現で金融引き締め柵上げも P.16
8. 予想される最高のホリデーシーズンに投資する方法 - Retail Expects a Record Holiday Season. Here Are 3 Ways to Invest in It. [ファンド]
有望な3本のETF P.18
9. ファンド投資で配当利回りを追求する方法 - The Key Issues in Picking an Active or Passive Fund [インカム投資]
アクティブ運用とパッシブ運用のどちらを選ぶべきか? P.20
10. 今週の予定 - It's Dog Days for the Dogs of the Dow. But 2022 Might Be Looking Better. [経済関連スケジュール]
「ダウの犬」戦略、2022年は有望か 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. IBMはついに成長を取り戻すか

[カバーストーリー]

IBM Is Finally Growing Again. The Stock Is One of Tech's Few Bargains

数少ない割安なハイテク株

新CEOの下で事業再編を推進



Photograph by Benedict Evans

10年前、IBM<IBM>は歴史に残る広報キャンペーンを展開した。人工知能（AI）プラットフォームの「ワトソン」がクイズ番組「ジョパディ！」に参戦し、番組史上最多の視聴者の前で2人のクイズ王を破ったのだ。ワトソンは一般家庭にも知られるようになり、IBMのAI事業の社会・経済的影響への期待は高まった。

しかし、ワトソンは世界を救うどころかIBMにとって重荷となり、同社の失われた10年を象徴する存在となった。同社の株式の2013年以降のリターンは、配当を含めても21%のマイナスだ（同期間のS&P500指数のリターンは255%）。

投資家がIBMを見捨てるのも無理はない。しかし、再び同社に注目すべき時が来たのかもしれない。IBMは、同社の構造と目標の持続的な変化を目指す新たな最高経営責任者（CEO）の下で、評判を回復しつつある。

アービンド・クリシュナCEOは、IBMのクラウド事業を何年も率いた後、2020年1月にCEOに指名された。同氏の指名は、2014年にマイクロソフト<MSFT>のサティア・ナデラ氏がCEOに就任したことを思い出させた。ナデラCEOはマイクロソフトを塩漬け銘柄から時価総額世界第2位の企業へ復活させた。

マイクロソフトの復活に乗り遅れた投資家にとって、IBMは第2のチャンスとなるかもしれない。とはいえ、それを信じる者は、ウォール街には多くない。ブルームバーグによれば、IBMを担当する19人のアナリストのうち、投資判断を「買い」としているのは6人だけだ。

しかし、IBMにはマイクロソフトと共通の特徴が見られる。新たなCEOが社内の豊富な人材から選出され、事業を再編しており、クラウドとAIに賭けている点だ。さらに、来年には10年ぶりに成長が再開する可能性が高い。

IBMの年間売上高は、小幅に増加した2018年を除き、過去10年間にわたり減少を続けてきた。昨年の売上高は736億ドルで、2011年のピークを31%下回る。しかし、同社は来年から2024年にかけて年間売上高の1桁台半ばの伸びが続くと予想している。売上高が再び継続的に増加すれば、大きな転換点となり、株価も早期に上昇する可能性がある。

IBMが成長を取り戻したことを証明できれば、株価は今後数年間で50%以上上昇するかもしれない。

クラウドとデータセンターの仲介者に

Reason for Hope

Since peaking in 2013, IBM has lost 21% of its value, including dividends. But IBM has a history of adapting to the times, and a new strategy could help the stock in years to come.



Source: FactSet

クリシュナ氏の再建プランは明確だ。焦点を絞り、売上高の伸びを復活させ、利益率を高めることである。同氏は二つの分野に重点を置いている。一つは「ハイブリッドクラウド」だ。IBMのソフトウェアは、パブリッククラウド（マイクロソフトのアジュール、アマゾン・ドット・コム<AMZN>のアマゾン・ウェブ・サービス（AWS）など）、プライベートクラウド（自社専用のクラウド）、そしてオンプレミス（自社所有・運用）のデータセンターという三者間仲介者としての役割を果たす。もう一つの重点分野はAIで、ワトソンよりも現実的なアプローチを取る。

IBMはクラウドの最も初期の事業機会を獲得できなかったが、同社のソフトウェアがクラウドのさまざまな部分をつなぐ接着剤となり得ることに気付いた。クリシュナ氏は「5年前まで、誰もがクラウドは恐らく一つで十分だと言っていた」と振り返る。IBMは、世界がクラウド中心になれば、一つのクラウドでは足りなくなるという結論を出し、ハイブリッドな未来に向けて賢明に計画を立てている。同社のハイブリッドなソリューションは、顧客にとってシステムを他社に依存するという脆弱（ぜいじゃく）性を解消しつつ、コスト削減、生産性の向上、セキュリティの改善を実現する。

IBMは11月初めに従来のデータセンター管理事業をキンドリル・ホールディングス<KD>としてスピノフ（分離・独立）した。キンドリルはインドのITサービス会社であるウィプロ<WIT>、インフォシス<INFY>、タタ・コンサルタンシー・サービスズ<532540.インド>などと競合する。この事業は競争が激しく、利益率が低いため、IBMの業績にとって大きな重荷となってきた。

スピノフによって年間売上高は推定約200億ドル減少する見込みだが、クリシュナ氏は、スリム化したIBMに多くの事業機会が残っているとみる。同氏によれば、世界のIT支出額は年間約3兆6000億ドルで、パソコン、スマートフォン、通信サービス、その他のハードウェアを除いても2兆ドルの市場が残る。同氏は、そのうちの30~70%がデータを管理・分析・保護・共有するためのソフトウェアインフ

ラで、市場規模は約1兆ドルになると予想する。これこそ新生IBMが狙う分野だ。

10月のアナリスト説明会で、経営陣は前向きな未来の青写真を明らかにした。事業部門はIBMインフラストラクチャー、IBMコンサルティング、IBMソフトウェアの三つに再編される。

インフラストラクチャー部門には、IBMを象徴するメインフレーム事業と関連サービス事業が含まれる。同部門を率いるリック・ルイス氏によれば、メインフレームは多くの大企業で大規模な処理に利用されており、メインフレーム事業には長い寿命が残っている。クリシュナ氏は「（パブリッククラウドよりも）メインフレームの方がはるかに適した業務はある」と語った。

しかし、クリシュナCEOは、IBMの現在のストーリーの中核はソフトウェアとサービスだと語った。両事業の根底にあるのは、ハイブリッドクラウドへの強い信念と、大企業はパブリッククラウド、プライベートクラウド、旧来のデータセンターの組み合わせに頼るようになるという考え方だ。IBMは、これらを一体化するためのソフトウェアツールとアプリケーションを販売しつつ、複雑なシステムを構築・設計するためのコンサルティングを通じて専門知識を提供する。同社はコンサルティング部門とソフトウェア部門の成長率をそれぞれ1桁台後半と1桁台半ばと予想している。

一方、IBMはAIについても諦めていない。ただし、クリシュナ氏は、ワトソンが期待されたほどの利益をもたらさなかったことを認めている。同氏は「AIを当社独自のアプリケーションとして発表することは可能だと考えているが、それまでに恐らく10年かかる」と語った。クリシュナ氏は、AIには多くの応用分野にわたる活用の機会があるとみており、コールセンターと保険金請求の管理などを挙げた。

IBMコンサルティングは、企業がデジタルトランスフォーメーション（DX）を継続し、外部の専門知識を求めるようになることで、一段と重要な役割を担う可能性がある。同部門を率いるのは、2002年のPwCコンサルティングの買収によってIBMに入社したジョン・グレンジャー氏だ。

潤沢なキャッシュフローによる配当の安全性

KEY DATES

1996	IBM's Deep Blue chess computer loses to Garry Kasparov in a six-game match 4-2. A year later, Deep Blue wins a rematch.
2002	IBM names Samuel Palmisano as CEO, succeeding Louis Gerstner Jr.
2002	IBM buys PwC Consulting from PricewaterhouseCoopers for \$3.5 billion.
2005	IBM sells its Personal Computing Division to China's Lenovo.
2011	IBM names Virginia "Ginni" Rometty as CEO effective 2012. IBM Watson appears on Jeopardy!
2015	IBM sells its microelectronics business to GlobalFoundries.
2019	IBM acquires Red Hat, the leader in open-source software, for \$34 billion.
2020	IBM names Arvind Krishna as CEO, succeeding Rometty.

IBMが復活するのは簡単ではないだろう。それは直近の四半期決算に対するウォール街の失望にも表れている。一部の顧客が、スピノフが明確になるまで契約を遅らせたこともあり、四半期売上高はコンセンサス予想を若干下回った。

株価は決算を受けて10%下落し、年初来では3%の下落となっている（S&P500指数は25%上昇）。さらに、キンドリルが第4四半期中にスピノフされたため、10～12月期決算も引き続き混乱が予想される。ウォール街のアナリストはIBMの業績予想をスピノフ後のものに更新していない。その主な理

由は、IBM自身が、キンドリルのスピノフを調整した過去の業績との比較をまだ開示していないためである。

業績予想が更新されないと不透明感が高まるが、潜在的なリターンは大きい。簡単な計算をすれば、IBMがいかに割安か分かる。

IBMによれば、キンドリルのスピノフを調整すると、2020年売上高は552億ドルだ。2021年の売上高（キンドリルを除く）は保守的に見積もって2%増と考えると約560億ドルになる。2022年の売上高は、IBMのガイダンス（1桁台半ば）に沿って増収率を控えめに4%と想定すると590億ドルだ。この場合、株価予想売上高倍率はわずか1.8倍となる。

利益については、スピノフ調整前の2021年コンセンサス予想1株当たり利益（EPS）は10.05ドルだ。今年のIBMの利益に対するキンドリルの寄与がゼロに近かったことを踏まえ、IBM単独のEPSを10ドルと考えよう。すると、株価収益率（PER）は約11倍で、現在のS&P500指数のPERの約半分となる。直近でIBMが成長していた10年前、バリュエーションはS&P500指数と同等だった。

配当も無視できない。現在の配当利回りは5.6%で、大手の法人向けハイテク企業の中で最も高い。この配当は安全に見える。IBMは1916年以降、配当を毎年支払っており、26年連続で増配している。同社は今後3年間の累積フリーキャッシュフローを350億ドルと予想する。配当支払いは年間60億ドルで、M&A（合併・買収）や事業への再投資のための現金は十分に残る。

IBMのジム・カバノー最高財務責任者（CFO）は、「新たなIBMは売上高と事業の構成が成長志向になる。価値が高い継続的な収入を生み出すとともに、キャッシュフロー利回りが向上し、投下資本利益率（ROIC）が大幅に上昇する。当社は事業ポートフォリオの25%を売却し、コモディティー化したサービスから、利益率が高く、大きなキャッシュフローを生み出すビジネスへ移行した」と語る。

ハイタワー・アドバイザーズのチーフ投資ストラテジストであるステファニー・リンク氏は、IBMを最大の保有銘柄の一つとしている。同氏はクリシュナCEOの積極的な事業再編を評価しており、IBMがクリシュナCEO就任後の短期間にクラウド、AI、セキュリティー、データ分析などの分野で20件近い買収を実施したと話す。

ビーオブエー・グローバル・リサーチのアナリストであるワムシ・モハン氏は、「IBMが少しでも成長すれば素晴らしい結果になる。なぜなら、ウォール街はIBMにほとんど期待しておらず、依然として様子見状態にあるからだ」と指摘する。同氏は、多くの大型株ポートフォリオマネジャーがIBMをアンダーウエートとしているため、ポジションを中立にするマネジャーが増えただけでも大きな買い圧力が生まれる可能性があるという付け加えた。

クリシュナ氏は、「（IBMが再び成長ストーリーを生み出すことに）100%の自信を持っている。ハイブリッドクラウドとAIを組み合わせ、それを多くの問題に応用する膨大な機会が存在する」と語る。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

2. 新型コロナウイルスの脅威が再び市場を襲う Covid Shows It Can Still Rock Markets 債券と金に一定のヘッジ効果

[フィーチャー]

新たな変異株の登場で市場が混乱



Sumaya Hisham/Reuters

感謝祭の喜びにあふれた市場の雰囲気は、わずか数時間で新型コロナウイルスの新たな変異株によるパニックに変わった。このショックで11月26日のダウ工業株30種平均（NYダウ）は900ドル以上下落し、過去一年以上で最悪のパフォーマンスとなった。原油先物の代表的指標である米国産標準油種WTIの価格は13%急落し、投資家が資金を安全資産に避難させたことから、10年物国債の利回りが低下した。市場の急落は世界中に波及し、ストックス欧州600指数は3.7%、上場投資信託（ETF）のiシェアーズMSCIワールド<URTH>は2.2%下落した。

「まず売却し、その後で何が起きているのか質問する」状況だったと、独立系ブローカーLPLファイナンシャルのチーフ・マーケット・ストラテジスト、ライアン・デトリック氏は言う。祝日の短縮取引のため米国市場は午後1時に取引が終了し、そして出来高が少なかったことが、ボラティリティーを増幅させた可能性がある。

市場は新型コロナ時代におなじみの反応を示した。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>のような外出できなくなった消費者を対象とする企業や、ワクチンを製造する製薬会社のモデルナ<MRNA>とファイザー<PFE>の株価が上昇する一方、デルタ航空<DAL>のような経済再開銘柄の株価が急落した。

今回の株価下落によって、新型コロナウイルスが引き続き市場にとって最大の変動要因であり、当面はインフレよりも大きな影響を及ぼす可能性が高いことが改めて浮き彫りとなった。しかし、11月26日の大幅な下落によってトレンドが本当に変わったと考えるのは時期尚早かもしれない。新たな変異株は懸念ではあるが、ワクチンによる防御を擦り抜けることが証明されない限り、経済的な見通しが変更を余儀なくされることはないだろう。これまでの変異株のニュースによる市場の急落は、短期的な調整に終わっている。

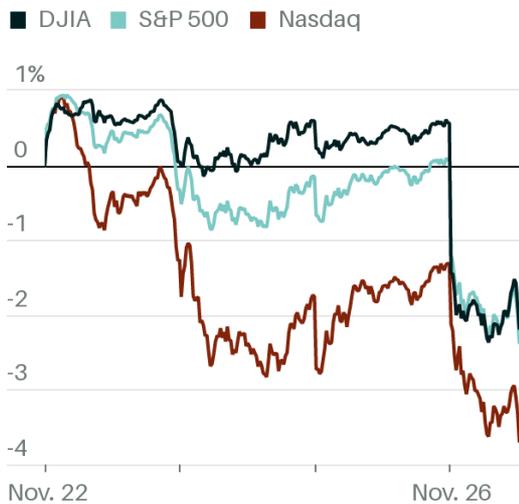
トゥルーイスト・アドバイザー・サービスの共同最高投資責任者（CIO）、キース・ラーナー氏は、「他の変異株も経験してきたが、過去の話になる速度も早まりつつある」と指摘し、「物事が複雑になるのは確かだが、既に2年近くこうした状態が続き、企業も適応していることから、ある程度楽観視してよいと思う。今後どのような展開になるにせよ、初めての頃とは違い、どう対処すればよいか、ある程度のことは分かっている」と語る。

投資家は、必要があれば米連邦準備制度理事会（FRB）が介入し、利上げを来年9月まで延期するとみている。

オミクロン株の脅威と各国の対応

Spooked

The Dow dropped 900 points Friday, its worst performance in more than a year.



Source: FactSet

世界保健機関（WHO）がギリシャ文字で「オミクロン」と命名した新型コロナウイルスの新たな変異株は、南アフリカで最初に確認された。11月26日時点で確認されている感染者数はわずか数十例にすぎないが、既に香港、ベルギー、およびイスラエルで感染者が確認されている。この変異株はこれまでの変異株よりも多くの変異が起きており、そのため感染力が強い、あるいはウイルスと戦うヒトの免疫機能を回避する可能性があるという。

WHOは11月26日に会合を開いた後、同変異株を「懸念される変異株」に指定し、初期のエビデンスから再感染のリスクはこれまでの変異株よりも高くなると発表した。重症化に対する防御を含め、同変異株がヒトの免疫反応を回避する能力を保有しているかどうかを判定するには数週間を要する可能性がある。

しかし、各国政府は直ちに渡航制限に踏み切った。米国、英国、ドイツ、イタリア、およびシンガポールは、南アフリカおよびその周辺国からの航空便を停止させた。他の国々も同様の制限を検討中であり、欧州委員会は、同変異株の感染者が確認された国々からの渡航者の入国を拒否するよう加盟国に勧告した。

投資家はどうか動くべきか

The Stay-at-Home Trade Returns

Heading into Thanksgiving, these Nasdaq pandemic plays were down for the year. They all rose on Friday.

Company / Ticker	Friday, Nov. 26 % Change	2020 % Change	YTD % Change*	Market Value (bil)
Zoom Video Communications / ZM	5.7%	395.8%	-38.3%	\$65.3
Peloton Interactive / PTON	5.7	434.2	-71.1	15.2
Logitech International / LOGI	5.4	106.1	-17.2	14.7
Take-Two Interactive Software / TTWO	3.3	69.7	-20.9	19.6
Five9 / FIVN	2.7	165.9	-20.7	9.7
Zynga / ZNGA	2.1	61.3	-36.1	7.2
Roku / ROKU	1.6	148.0	-30.3	31.6
Beyond Meat / BYND	1.6	65.3	-39.6	4.9
Okta / OKTA	1.4	120.4	-13.6	34.4
DraftKings / DKNG	1.3	335.1	-23.6	28.8
Illumina / ILMN	1.2	11.5	-1.2	57.8

*Through Nov. 24, 2021
Sources: Dow Jones Market Data; FactSet

突然の渡航制限により、旅行関連銘柄の株価はそろって大幅に値を下げた。最も大きな影響を受けたのはクルーズライン各社で、ロイヤル・カリビアン・グループ<RCL>の株価は13%下落した。航空関連銘柄に投資するETFのUSグローバル・ジェット<JETS>は7.2%の下落となった。9.6%下落したユナイテッド・エアラインズ・ホールディングス<UAL>などの国際線を主体とする航空会社の株価の方が、4.3%下落したサウスウエスト航空<LUV>などの国内線主体の航空会社の株価よりも大きく下落した。ホテルチェーンの株価も急落し、ヒルトン・ワールドワイド・ホールディングス<HLT>とマリオット・インターナショナル<MAR>はいずれも6%を超える下落となった。

アドバイザーがこぞって旅行関連株を推奨するようなことは起きていないが、他の業界については株

値急落によって買い場が到来したとする向きもある。例えば、ウェルズ・ファーゴ・インベストメント・インスティテュートは顧客に対し、金融や資本財のような景気循環株は現在の水準であれば「買い」であるとしている。

しかし、先行きが不透明な状況が終わるまで待つための安全な場所を見つけるのは、それほど容易ではない。インフレが懸念されるにもかかわらず、債券と米国債の利回りは極めて低い。10年物国債の利回りは1.48%であり、3年前の水準の半分にも満たない。しかし、11月26日は資産の一部を債券、さらには金で保有するメリットは明らかだった。当日の金価格は横ばいとなり、わずかではあるが慰めにはなった。デジタルゴールドと呼ばれることもある暗号資産（仮想通貨）ビットコインの価格は他のリスク資産と同様に8%急落した。投資適格社債もアウトパフォームし、iシェアーズiBoxx米ドル建て投資適格社債ETF<LQD>は0.8%上昇した。

トゥルーイストのラーナー氏によれば、同社は債券をアンダーウエートすることを推奨しているという。しかし同氏は、「当社は債券をアンダーウエートにはしているが排除しているわけではないと、顧客に言い続けている。質の高い債券は、今でもこうした日にアウトパフォームする資産クラスの一つだ」と付け加えた。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

3. バイデン大統領の予算案、財源は

[フィーチャー]

Where the Money to Pay for Biden's Budget Bill Will Come From
上院での審議、年内可決は困難か

歳出・歳入法案、下院で可決



Illustration by Chris Gash

超富裕層や企業には増税が予定されている。だが増税がいつ始まり、どのような内容になるのか、バイデン大統領が提出した1兆8000億ドルの予算案の財源について議会で議論が続く間は不明だ。

米議会下院は19日、莫大（ばくだい）な社会支出と気候変動対策を盛り込んだ法案を可決した。だが米議会予算局（CBO）のレポートによると、この法案による支出は10年間で2兆4000億ドル規模となり、財政赤字は1600億ドル増えるという。民主党は、同レポートに含まれな

かった内国歳入庁（IRS）の徴税強化による収入と、増税による1兆5000億ドルの収入の合計で、法案の大半の財源を捻出することができると見積もる。

法案は上院での審議に移る。上院で変更が加えられることはほぼ確実だ。タックス・ファンデーションのシニア政策アナリスト、ギャレット・ワトソン氏は、年内に法案が上院で可決される可能性はあるものの、審議が長引けば来年まで延期される可能性が高いと述べる。

SALT控除額の引き上げ

上院での最大の論点は、連邦税の申告の際に州税と地方税（SALT）の支払いを控除できる額を1万ドルに制限した、いわゆる「SALTキャップ」を引き上げるという下院案だろう。SALTキャップは2018年、税制改革法で課されたものだが、下院案では2021～2031年まで控除額を最大8万ドルまで引き上げ、その後1万ドルに戻すとしている。

ニューヨークやニュージャージーなど高税率州選出議員は、SALTキャップを引き上げない法案は支持しないと発言するが、シンクタンクのタックス・ポリシー・センターによると、控除額の上限が8万ドルに引き上げられた場合、減税の恩恵を受けるのは富裕層がほとんどで、中所得者層は救済されないという。収入が上位5分の1の世帯の4分の3を超える世帯が平均2040ドルの節税効果を得る一方、収入が5万4000～9万6000ドルの世帯では1.6%に、2021年確定申告で平均20ドルが戻るだけだ。

このような課題は今後も議論されるだろうが、ここでは、上院で法案が可決された場合、一部修正される可能性はあるものの、ほぼそのまま維持されそうな項目を紹介する。

富裕層納税者や信託への税率上乘せ

当初の通常所得とキャピタルゲインの税率を引き上げるという提案は、中道派の民主党議員に受け入れられなかったが、修正済み調整後総所得が1000万ドル以上の場合は5%、2500万ドル以上の場合はさらに3%（合計8%）、税率を上乘せするという妥協案がまとまった。調整後総所得には、賃金、手数料、キャピタルゲイン、配当金、年金などが含まれる。この付加税は、医療保険税3.8%、およびキャピタルゲイン課税の20%から31.8%への引き上げを含めると、通常の所得に対する実効最高税率を37%から48.8%へと押し上げる。ノングランター・トラスト（非みなし自益信託）の場合、20万ドル以上の所得に5%、50万ドル以上の所得にはさらに3%の追加税率が適用される。

パススルー収入への医療保険税の適用

大半のビジネスは、個人事業、パートナーシップ、有限責任会社、S法人などのパススルー型事業体として構成されており、法人所得税の対象ではない。事業体の所有者は事業利益の持ち分を個人の収益に含め、個人の所得税率で課税される。現在、これらの所有者は、3.8%の医療保険税を納付していない。しかし、今回の法案では、40万ドル以上のアクティブ収入は課税されることになる。アクティブ収入とは給与などを指す。投資収入であるパッシブ収入は本課税の対象外となる。

事業損失の控除制限や個人退職金勘定のルール変更

現在、パススルー型ビジネスの損失は翌年度以降、無期限に繰り越すことができるが、新法では損失の繰り越しは1年に制限される。個人退職口座（IRA）の総資産が1000万ドルを超える個人は、2029年から年齢に関係なく、最低限度額の引き出しを開始しなければならない。現在、IRA保有者は72歳になると、資産規模にかかわらず引き出しを求められる。また、ロスIRA（引き出し時に非課税）への移行ルールも変更される。2032年からは、年収40万ドル以上の独身者と45万ドル以上の夫婦は、IRAからロスIRAへの資産移転が禁止される。

課税に対する強化

年間利益が10億ドル以上の企業には、15%の最低税率が課される。議員の間では、米国株主支配下外国法人の利益に課税することを支持する声があるが、どのような形で規定が作られるかは不明だ。下院の法案では、15%の最低法人税とは別に、外国法人の利益に対して新たに15%の税金を課すことを提案しているが、上院は独自の条項を作成しているとワトソン氏は述べている。自社株を買い戻す企業には、1%の取引手数料が課される。IRSの徴税能力を強化し、税金逃れをする者を取り締まるための資金を投入して、毎年の納付されるべき税額と徴税額の間の約4000億ドルの差額を解消することを目的とする。

By Karen Hube
(Source: Dow Jones)

4. 米国の退職制度は壊れている。その修復方法とは

[インタビュー]

America's Retirement System Is Broken. How to Fix It.

労働経済学者のギラルドゥッチ教授に退職後の年金について話を聞く

政府補助付き年金プランを構想



Illustration by Matthew Cook

ニューヨーク市のニュー・スクール大学のテレサ・ギラルドゥッチ教授（労働経済学）に話を聞いた。同教授は、専門家が運用するファンドに投資し、労働者の社会保障口座に上乘せする年金プランを構想しており、トランプ大統領の経済諮問委員会を率いたケビン・ハセット氏と共に最近、連邦公務員向け確定拠出型年金制度のスリフト・セービングス・プラン（TSP）をモデルとした年金プログラムを提唱する論文を発表した。同教授によると、米国では1980年代初めに確定拠出年金（401k）などの優遇税制のある退職金制度が導入され、企業が確定給付型の年金制度を廃止または凍結し始めた時に誤った方向に進んでしまった。所得上位5%の人には都合が良い制度である一方、社会保障以外に退職後の収入のない米国人が何千万人もいる状態を生んだという。同教授は、ヒラリー・クリントン氏やバーニー・サンダース上院議員にも助言している。

本誌：米国の退職制度は壊れているか。

ギラルドゥッチ氏：貯蓄し、上手に運用し、生涯にわたって資金が不足しないよう支出するという三つが年金制度に求められることだが、この3分野全てで悪化が見られる。

Q：なぜ壊れたのか。

A：それは、政府の政策と労働者の力不足が原因だ。政府が社会的なセーフティーネットを提供するシステムから、人々が自力で年金を用意するよう税制上の優遇措置を取る方向に変化した。また、政府の政策が労働組合よりも雇用主を優遇していたため、労働者は確定給付型の制度を求めて交渉するこ

とができなかった。さらに、政府は退職年齢を段階的に67歳まで引き上げることで、全ての年齢で給付額が大幅に減り、社会保障制度を損なった。

Q：修復可能か。

A：可能だ。難しいことではない。解決方法は、全ての人がキャリアの最初の段階で退職資金を貯め、一貫して貯蓄し続け、上手に運用し、年金の形で使っていくことだ。医療費や気候変動など、解決がもっと難しい問題はたくさんある。

Q：大きな成功を収め、広く研究対象とされるTSPをモデルにしたプランでの投資方法は。

A：低コストのライフサイクル・ファンドに投資する。株式や債券だけではなく、プライベートエクイティや不動産など、お金持ちならばプロの管理する年金プランで得られるような資産も含まれる可能性がある。

Q：貯蓄への動機付けはどうするか。

A：年収5万ドル未満の中・低所得者には、政府が最大3%まで、本人と同額の拠出金を出すとよい。

Q：退職金の引き出しに関しては、年金として毎年定額引き出すよう提案しているが。

A：年金は、人々が一生お金に困らないようにするための効率的な方法だ。個人口座で購入でき、遺族給付金付きで政府が提供する低コストの終身年金であることが必要だ。

Q：社会保障制度はどうなるのか。

A：私のプランは、社会保障制度の代わりではなく、社会保障制度に追加するものだ。小切手が2枚になるか、あるいは社会保障の小切手の金額が増えることになる。

Q：401kを廃止するのか。

A：私なら、競争させる。手数料が低く、連邦政府が3%まで拠出金と同額を補助し、さらに受託者義務を負わず、利益相反関係にある個人向けファイナンシャルアドバイザーが介入しないような、広く国民に開かれた政府の制度だ。一方、従業員を集める必要のある大企業は、恐らく政府の制度よりも手厚い独自の401kを提供するだろう。私のプランは、年金プランに全く加入していない人々に向けられたものだ。

Q：連邦政府の赤字が増えるのではないか。

A：増えない。現在、所得上位の人に手厚く、富の不平等を生み出す制度のために、2500億ドルの税控除を行っている。その2500億ドルを、個人年金プランを全く持たない6300万人に再分配し、実質的に高所得者への補助金を減らすだけなら、新たな支出はほとんどない。

Q：6300万人のための年金が、莫大（ばくだい）な費用を掛けずに済むとは思えないが。

A：対象となるのは低所得者だから、拠出金の3%を支払ってもそれほど高くはない。お金が掛かるのは、確定拠出型年金制度への拠出金に関する所得最上位の人たちへの多額の控除だ。

Q：社会主義者だと言われているが。

A：私は社会主義者ではない。現実的なだけだ。私は今、ケビン・ハセット氏と一緒に年金の義務化に取り組んでいる。もし私が社会主義者なら、トランプ大統領の上級経済顧問だった同氏も社会主義者だということか。実際、多くの社会主義者は、私が社会保障の大規模な拡大ではなく、民間市場に投資

する前払い式年金を掲げることで、プログレッシブ（進歩派）の価値観を裏切っていると言っている。

■ 老後への金銭的備え

Q：老後の生活に十分な資金を持っていない米国人はどのぐらいいるのか。

A：大半がそうだ。数字を調べてみたところ、定年を間近に控えた米国人の72%が、65歳で退職した場合、生活水準を維持するのに十分な資金を持っていないことが分かった。また、全員が70歳まで働いたとしても、約半数は生活水準を維持するのに十分ではない。

Q：個人の負債は、退職後の決断にどのように影響するのか。

A：定年を迎えた高齢者で住宅ローンを抱えている人が増えている。その割合はこの20年間で2倍になった。借金を抱えたまま定年を迎えると脆弱（ぜいじゃく）性が高まり、何かあったときに家を失う可能性が高くなる。また、カードローンを抱える高齢者も増えている。90歳の人なら、デフォルト（債務不履行）すればよいと言えそうだが、高齢者は怠け者でも悪党でもなく、多大なコストを掛けて借金を返済している。

Q：老後の生活費が足りるかどうかは、どうやって判断するのか。

A：この話題は嫌いだ。一般の人を対象としたセミナーを行うと、大半の人が十分なお金を持っていないことが分かり、参加者の血圧を上げてしまう。経験則では、30歳までに年間総所得と同程度、50歳までにはその8倍、65歳までに10～12倍のお金を個人退職勘定に入れておくべきだと言われている。

Q：引退する準備ができる前に雇用主から解雇された場合、どうすればよいか。

A：退職者の52%が、予想よりも早く退職したと答えている。一時解雇や年齢による偏見のこともあるし、自分自身の健康状態や肉体的・精神的な限界、あるいは配偶者の健康状態によって退職を余儀なくされる場合もある。この場合、失業期間が長くなることを覚悟しなければならない。高齢者が仕事を見つけるには2倍の時間がかかるし、以前の収入よりもはるかに低い賃金の仕事の可能性が高い。そのため、より永続的な生活の切り詰めを計画する必要がある。しかし、末期患者や扶養家族のいない人を除くほとんどの人にとって、社会保障の申請を最大70歳まで、できるだけ待つことは良い選択だ。待てば待つほど月々の給付額は高くなり、その給付額は生涯にわたってインフレ調整される。多くの人は自分の寿命を過小評価している。

Q：退職後に生きる年数についての調査結果はどうだったか。

A：裕福でない人は、より早く亡くなる可能性が高い。退職後の富の不平等、人生の長さの不平等だけでなく、退職後の時間の不平等も大きいことが分かった。なぜなら、富を多く持つ人は早く退職できるからだ。

Q：ご自身の引退時期は？

A：私は正教授で、自分の仕事のペースと内容をコントロールできる。70代で引退する予定だ。自分の人生のペースや内容をコントロールできる人は、長く働く傾向がある。

By Neal Templin
(Source: Dow Jones)

5. ブラックフライデーの急落でパニックになってはいけない Yes, Black Friday Was Painful for Investors, but You Shouldn't Panic FRBは政策目標を達成か

[コラム]

投資家不在の急落



David 'Dee' Delgado/Bloomberg

ブラックフライデーは大幅な値下げが実施されることで知られるが、今回の市場のことではない。11月26日に南アフリカで新型コロナウイルスの新たな変異株が確認されたと報じられ、次のパンデミック（世界的大流行）の波が始まる懸念から株式、コモディティ、債券利回りが急落した。投資家にとっての問題は、変異株そのものの潜在的な影響よりも、こうした市場の動きが市況に関してより多くの意味を持つのかどうかという点にある。

例年同様、感謝祭明けの市場は商いが薄かった。相場に影響のある上層部は長期休暇を取る一方、下層部が留守番をしている。それによって典型的に値動きが大きくなる。取引の相手方となる市場参加者がいなくなるため、ここ数日間の取引はコンピューターアルゴリズムが引き金になっている。

金融調査会社エバーコアISIは、それがまず市場を直撃し、その後に恐らく前回の感染拡大がもたらした生々しい記憶から懸念が広まったとみている。要するに、経済に及ぼすかもしれない影響は誰もまだ知らないということである。

新変異株の影響は不明

世界保健機関（WHO）が「オミクロン株」と名付けた新たな変異株は、前回の変異株より感染力が強く、再感染リスクが大きいかもしれない。今のところ、政府の対応は渡航者の入国規制であり、米国は26日、欧州連合（EU）と共に、変異株が確認されたアフリカ南部8カ国からの航空便の乗り入れ制限を発表した。

特に、パンデミック初期に実施されたような、より厳格な経済活動の制約が必要かどうかを判断するには時期尚早だ。さらに前回のパンデミック以降、ワクチン接種を受けた人口の割合ははるかに大きい。またファイザー〈PFE〉とモデルナ〈MRNA〉のメッセンジャーRNAワクチンが、どれだけ迅速かは不明だが、新たな変異株に有効となるよう改良される可能性がある。恐らく最も差し迫った脅威は、ワクチン接種をためらう人々が打撃を受けることだろう。

また、オミクロン株に関するニュースが金融政策当局者の議論に影響を及ぼすとすれば、どのような影響があるかを語るのも早過ぎる。オミクロン株のニュースが26日朝にアジアで伝えられるまで、市場では米連邦準備制度理事会（FRB）による米国債および政府系機関が発行する住宅ローン担保証券（MBS）の買い入れ縮小（テーパリング）が加速する可能性があるとの臆測が飛び交っていた。量的緩和の縮小を早めることで、FRBは現在0～0.25%のフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を下限

0.25%とする水準への引き上げに早期に着手することが可能になる。

11月2、3日の連邦公開市場委員会（FOMC）において、政策決定パネルはFRBの債券買い入れ額を毎月150億ドルずつ縮小すると発表した。それ以来、インフレ率が30年ぶりの高水準にあることから、数人のFRB理事はテーパリングの加速を検討すべきだと提案している。

加えて、バイデン大統領が先週、FRBのパウエル議長の再任とブレイナード理事の副議長指名を発表したことで、FRBの政策決定に対する不透明感が払拭（ふっしょく）された。指名された両氏は、全階層で雇用最大化を達成するというFRBの重点政策を支持してきた。

11月の雇用統計を注視

FOMCが選好するインフレ指標である個人消費支出（PCE）デフレーターを見れば、FRBはインフレ率を2%超に引き上げるという最終目標を超過達成している。10月までの12カ月間のPCEデフレーターは5%であり、食品とエネルギーを除くPCEコアデフレーターは4.1%となっている。

雇用最大化に関わる問題は、労働力の需要よりも職を求める労働力の供給にある。10月の失業率は4.6%と、直近で最も低かったパンデミック直前の2020年2月の3.5%を上回った。しかし、25～54歳の最適年齢（プライムエージ）の労働参加率は、パンデミックによる落ち込みから急回復した後、7月以降は横ばいで推移している。それは、学校再開や9月の失業給付の上乗せ終了で大量の職場復帰を予想した見方とは対照的である。

ドイツ銀行のエコノミストであるジャスティン・ワイドナー氏がデータを解析したところ、2020年2月以降のプライムエージの労働参加率が低下した約半分は、主に学齢期の子どもを持つ世帯で、家族の世話をする必要性が続いたためだった。残る半分について特段の理由は述べられていないが、ワイドナー氏は「感染に対する恐怖が要因かもしれない。引き続きプライムエージの労働力が戻らないとすれば、完全雇用とはパンデミック前の低かった水準よりも高い失業率に相当する可能性がある」と述べる。

その場合、雇用最大化と当面のインフレ率2%超の持続という、FRBの二つの政策目標はほぼ達成されたことになり、金融政策の正常化が可能になる。運用会社ブラックロックの米国債券の責任者であるボブ・ミラー氏は、「新型コロナウイルスの危機対応として2020年第2四半期以降に実行された緊急対策は、現在の経済の実情と多くの点で整合していない」と記している。

オミクロン株が確認される前は、シカゴ商品取引所に上場されるFF金利先物は2022年に0.25%ずつ2回の利上げを織り込んでいた。

12月3日に発表予定の11月の雇用統計は、12月14、15日に開催予定のFOMCで重要な議論の材料になるだろう。コンセンサス予想は失業率が4.5%へとさらに低下するとの見方が中心で、非農業部門就業者数は52万5000人の増加を見込んでいる。新たな新型コロナウイルスのニュースがなければ、11月も好調な雇用統計がテーパリング加速の説明材料になっただろう。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

6. 新型コロナウイルスの恐怖が再燃 Covid Rears Its Ugly Head Again. When to Start Worrying. 本当に懸念するのは週明け以降の動きを見てから

[米国株式市場]

金曜日に急落



Spencer Platt/Getty Images

「終わるまではどうなるか分からない」とはまさにこのことだ。つまり、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）はまだ終わっていなかった。新型コロナウイルスで感謝祭明けの「ブラックフライデー」は台無しになったが、今回の強気相場の全てが失われたわけでもない。

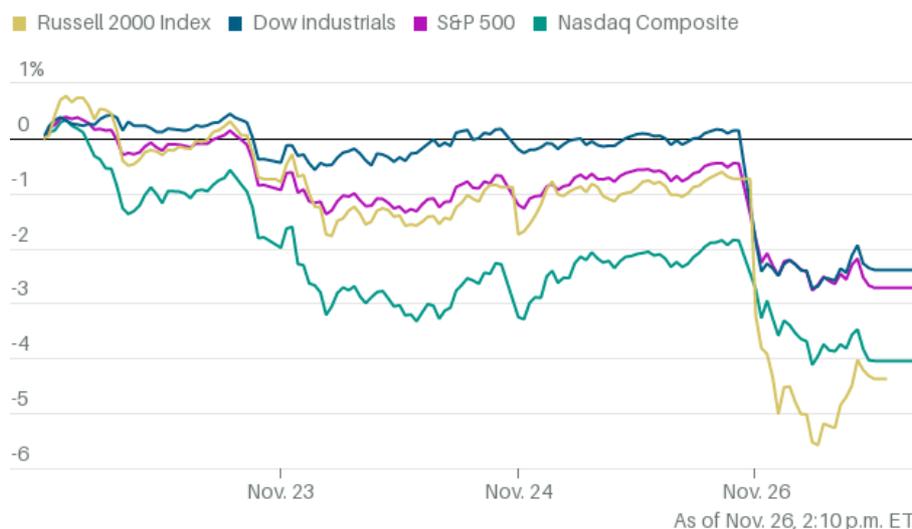
南アフリカで発見され、「オミクロン」と名付けられた新型コロナウイルスの新たな変異株の出現を受けて、感謝祭翌日で短縮取引となった株式市場は大きく下落した。週間ベースで主要株価指数を見る

と、S&P500指数は2.2%安の4594.62、ダウ工業株30種平均は2.0%安の3万4899ドル34セントとなった。ナスダック総合指数は3.5%下落して1万5491.66で引け、小型株のラッセル2000指数は4.1%安の2245.94で週末を迎えた。

反射的な動きを示す銘柄が多かった。例えばネット会議用ソフトウェアを提供するズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>は、11月26日に5%超の上昇となった。23日に決算を発表した同社の株価は、パンデミック後の成長鈍化を投資家が懸念して15%下落していたが、26日には「在宅勤務関連銘柄」が復活したように見えた。

市場参加者が少ない中での動き

Market Snapshot



パニックになる状況ではないはずだ。インスティネットのストラテジストであるフランク・カッペリ氏は「S&P500指数は過去7週間で下値抵抗力を付けており、4~5%の下落だけで長期的なトレンド

が変わることはない」と述べる。

S&P500指数は過去7週間でまだ約5%上昇しているため、同氏にとって多少の下落は気にならない。しかし5%を超える大きな下落となっても押し目買いが入らなければ、懸念すべき状態だと考えている。現時点ではS&P500指数の50日移動平均線がある4525が一つのポイントで、下落がここまで収まるかどうかのカギを握ると同氏はみている。

大きな懸念には及ばないとするもう一つの理由として、オフィスに人がいなかったことが挙げられる。米国では多くの人が感謝祭を含む4日間の週末を基本的に休日としている。確かにシカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティー指数（VIX指数）は26日に54%も上昇したが、その出来高は少なかった。

ブルームバーグによると、VIX指数の12月物先物の26日の出来高は、通常の前日平均出来高の52万枚に対して約21万枚だった。株式市場の出来高は通常は1日当たり約110億株だが、26日は90億株以下だった。新型コロナウイルスが投資家に動揺を与え始めた2020年3月は毎日160億株を超えていた。

フェアリード・ストラテジーズで市場のテクニカル分析を担当するケイティ・ストックトン氏は「多くの市場関係者が休暇を取っていたことが少ない出来高とボラティリティーの上昇につながった。上昇のモメンタムは十分に弱まっていたため、上昇がいったん止まった」と書いており、過剰に反応せずに出来高が戻ってきた今週の動きから、明確なシグナルを読み取るつもりだ。

12月に入ればトレンドが分かる

26日のVIX指数は28.6となったが、次の金曜日にもこの恐怖指数が25を超えていけば投資家にとってボラティリティーの高止まりを意味することになり、同氏も懸念を抱くことになりそうだ。

26日の下落はショックだったかもしれないが、投資家は直ちに心配する必要はあまりない。本当に慌てる時期が来るとすればこれからだ。12月初めの取引動向を見れば、投資家が新型コロナウイルスの最新の変異株をどう考えているかがよく分かりそうだ。

数日後には、この新たな変異株についてのさらに詳しい情報が得られそうだ。そうなれば、各国政府が新型コロナウイルスのオミクロン株に関する情報に対してどのように反応し、新たな抗ウイルス治療の影響をどのように考え直すかを、投資家は判断することができる。

スミード・キャピタルのビル・スミード氏は「市場参加者は新型コロナウイルスに対応するためのロックダウン（都市封鎖）に戻ることを恐れている」と述べる。同氏はパンデミックに対する闘いは続いているが、人々はそれに徐々に慣れてきており、「このように楽観的な見方が崩れたときは良い買い場になる」と指摘する。

これは26日の動きに対して楽観的に捉えたものだが、最近何カ月もうまくいっていたものでもある。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

7. 2022年の米利上げ観測、ちょっと待って Don't Bet on Interest Rates Rising in 2022 コロナ新変異種の出現で金融引き締め棚上げも

[米国経済]

積極的な政策対応の可能性も



Alex Wong/Getty Images

米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長の再任が決まり、市場は思惑通りになっているが、それは間違いかもしれない。

バイデン大統領がパウエル議長の再任を決めたことで、市場は自分たちにとってなじみ深く、好みにも合い、超緩和的な金融政策を続けながら、物価の安定も保ってくれることが期待できる、望み通りのFRB議長を得たと考えている。しかし実際はどうだろう。

今後数年の経済の行方については二つの道があるが、どちらの場合でも、超低水準の金利と、インフレ率の物価安定目標への回帰が両立することはない。恐らく投資家は、どちらかの方向に思惑を働かせているのだろう。

ヤルデニ・リサーチの社長であるエド・ヤルデニ氏によると、可能性が低い方のシナリオでは、パウエル議長の2期目は、かつてのボルカー元議長の再現となる。1980年代にFRB議長を2期8年務めたボルカー氏は、インフレ退治のために金利を20%まで引き上げた「インフレファイター」である。ヤルデニ氏は、パウエル議長がボルカー元議長と同じ道を歩む可能性を25%とみており、投資家が注意すべきリスクシナリオとしている。

ヤルデニ氏によると、取り組むべきは賃金・物価の悪循環であり、そのためには投資家が来年に予想する2〜3回の利上げよりもはるかに積極的な政策対応が必要になるという。

全米自動車労組（UAW）と農業機械大手ディア<DE>が最近締結した労働協約には、3か月ごとの物価調整が盛り込まれている。この協約の対象となる労働者数は約1万人にすぎない。ただし物価調整手当制度が最も広がった1975〜76年に、その対象者数は約600万人だった。エコノミストは、物価上昇に伴う労働者の賃上げ要求によって物価がさらに上昇するという、当時の悪循環が再来することを懸念している。

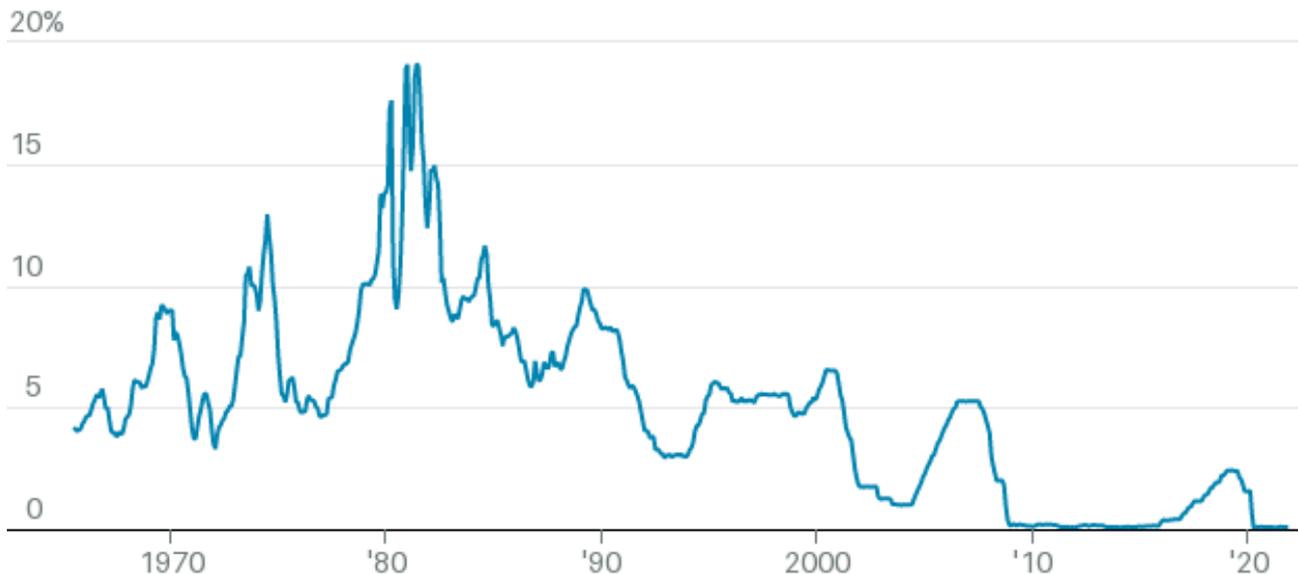
利上げ留保で物価安定目標引き上げか

2番目のシナリオは、特に新型コロナウイルス感染症の新たな懸念がある中、可能性が高いとみられるが、投資家が想定する政策対応が多過ぎることを示唆するものだ。パウエル議長がインフレに対処するために言及する手段のうち、現実味があるのはただ一つ、利上げだけである。コロナ禍の前に行われた前回の金融引き締め局面で、同議長は金利引き上げに着手したが、すぐ撤回せざるを得なかった。またバイデン大統領がブレイナード理事を副議長に昇格する人事を決めたことで、FRBのハト派色はさらに強まる可能性がある。

Falling Peaks

Interest rates are topping out at progressively lower levels during monetary-policy tightening cycles

Fed Funds Rate



Source: Federal Reserve Bank of St. Louis

パウエル議長はこれまで、景気および金融政策の行方は、パンデミック（世界的大流行）の動向に懸かっていると繰り返し述べているが、パンデミックは収まっていない。感謝祭の祝日にかけて報じられた感染力が強い同ウイルスの新たな変異株に関するニュースは、FRBが金融引き締めを留保する適切な理由となる。

ただし問題がある。FRBが2022年にインフレ抑制のための十分な利上げを回避した場合、ヤルデニ氏によると、物価安定目標の変更が必要となる。同氏はFRBが長期的な物価安定目標を2%から3%に引き上げると予測する。そうなった場合、企業も消費者も投資家も、全ての人がニューノーマルへの適応を求められる。

利上げなしの予測も

ローゼンバーグ・リサーチ・アンド・アソシエーツのチーフ・エコノミストで、景気に対して長期間の弱気派であるデービッド・ローゼンバーグ氏は、米経済の脆弱（ぜいじゃく）さは過小評価されていると主張する。同氏の予想は、来年以降も利上げはないというものだ。

「これは恐らく、私が市場予想に反して行う最大の賭けになるだろう」と同氏は述べ、新築住宅建設など、需要の急増に対する供給側の反応が全く過小評価されていると主張する。同氏によると、株式市場も住宅市場も15%過大評価されており、「金利のせいで、株価と住宅価格の平均への回帰が今起きているが、そうなると大変な資産デフレが生じる」という。

同氏は、FRBが危機的状況を容認しないと予測する。最近の経済データの幾つかは、景気が絶好調ではないとするローゼンバーグ氏の主張を裏付ける。米新規失業保険申請件数が1969年以来の低水準となったというニュースも、季節要因を除くとがらりと様変わりし、6週間ぶりの高水準だったというこ

とになる。

これだけでも、FRBの政策がタカ派傾向になるという現在広まりつつある想定に疑問を投げ掛ける根拠となるが、その理由はタカ派姿勢を取ることが正当化されないからではなく、政策当局が好むと好まざるとにかかわらず制約に直面するからだ。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

8. 予想される最高のホリデーシーズンに投資する方法

[ファンド]

Retail Expects a Record Holiday Season. Here Are 3 Ways to Invest in It.

有望な3本のETF

電子商取引関連銘柄に対する投資の好機



Nina Westervelt/Bloomberg

サプライチェーン（供給網）の制約とインフレ圧力にもかかわらず、ホリデーシーズンの小売売上高は今年も過去最高を更新すると見込まれている。全米小売業協会は、11～12月の小売売上高を2020年比8.5～10.5%増と予想しており、それは、過去5年平均の4.4%増を大きく上回っている。この好調さは、小売り関連銘柄、特に経済再開に伴って下落した電子商取引銘柄の株価を押し上げるかもしれない。

新型コロナウイルスワクチンにより消費者が実店舗へ再び足を運ぶようになったことで、従来型小売銘柄の株価が急上昇した。主に店舗売り上げに依存している小売会社40社の株価に追随する、ソラクティブ・プロシエアーズ・ブリックス・アンド・モルタル・リテール・ストア・インデックスは年初来で39%上昇しており、対してS&P500指数の上昇率は24%だ。

一方で、電子商取引銘柄の株価は、2020年のパンデミック（世界的大流行）を受けた「何でもオンライン化」の喧噪（けんそう）を受けて大幅に上昇したが、最近では下落している。それら銘柄の多くは、株価上昇を続けるには割高になり過ぎた。電子商取引の世界の主要40銘柄に追随する、プロシエアーズ・オンライン・リテール・インデックスは、2月の高値から30%と大幅に下落しており、年初来では12%下落している。

とはいえ、長期的には電子商取引の成長は止まりそうにない。米国勢調査局によると、2021年第2四半期にはオンラインショッピングが、総小売売上高の13%を占めた。市場調査会社のイーマーケットターは、オンラインショッピングの比率が、2025年には24%に達する可能性があると予想する。

従来、オンライン小売会社のバリュエーションは実店舗主体の小売会社よりも高い水準で推移してきたが、最近はそのプレミアムが縮小している。電子商取引会社は、1年前よりはるかに魅力的に見えており、買いの好機を生み出している。ホリデーシーズンの力強い売り上げは、それらの企業にとって

待ち望まれたカタリストになる可能性があり、投資家は幾つかの上場投資信託（ETF）を通じて投資できる。

■ 具体例

運用資産7億8400万ドルのプロシエアーズ・オンライン・リテールETF<ONLN>は、プロシエアーズ・オンライン・リテール・インデックスに連動しており、銘柄は時価総額で加重される一方、リバランスの際には1銘柄のウエートは最大25%とされている。現在の最大の保有銘柄はアマゾン・ドットコム<AMZN>で、26%を占めている。アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）<BABA>は、過去1年間で時価総額が半分になったが、10%を占めて2番目の保有銘柄となっている。本ETFは保有銘柄の集中度が非常に高いため、アマゾンに既に保有している投資家は重複に注意すべきだ。

運用資産8億2500万ドルのアンプリファイ・オンライン・リテールETF<IBUY>は、時価総額の小さい銘柄も保有しており、約80社の電子商取引会社を保有している。同ETFは保有銘柄を均等加重しており、アマゾンが大きなウエートを占めるプロシエアーズETFよりも小型株の影響が大きい。現在の保有上位銘柄は、コンピューターのハードウェアや家電に特化している小型電子商取引会社のニューエッグ・コマース<NEGG>や、手芸品・手芸用品を販売するエッツィ<ETSY>などである。同ETFの投資対象は比較的分散されており、リスクを分散できる。

運用資産1億9500万ドルのグローバルX・EコマースETF<EBIZ>は、上記2本のETFの中間に位置する。保有銘柄を時価総額加重している一方で、上限ウエートは低く、リバランスの際の1銘柄当たりの上限は4%だ。現在の保有上位銘柄は、エッツィや、キッチン用品や家具を販売するウィリアムズ・ソノマ<WSM>となっている。グローバルX ETFは、海外のエクスポージャーの大きさを傑出している。米国以外の海外資産の比率は44%で、対して他の2本のETFでは25%だ。グローバルXは、3本の中で最も歴史の浅いETFだが、変動が小さく、利益も小幅の一方で損失も少なくなっている。

3本のETFの年初来下落率はそれぞれ14%、11%、4%で、予想株価収益率（PER）は27~29倍となっている。ラッセル2000指数が最近調整しており、小型株に焦点を当てるアンプリファイETFが、力強い回復に向けた最良の位置にあるのかもしれない。

By Evie Liu
(Source: Dow Jones)

9. ファンド投資で配当利回りを追求する方法 The Key Issues in Picking an Active or Passive Fund アクティブ運用とパッシブ運用のどちらを選ぶべきか？

[インカム投資]

戦略とベンチマーク指数を理解することが重要



Courtesy of Vanguard

ミューチュアルファンド経由で配当金を稼ぐのを好む投資家の基本的な選択肢はアクティブ運用ファンドとパッシブ運用ファンド（インデックスファンド）の二つである。

この投資アプローチについて、モーニングスターのグローバル上場投資信託（ETF）リサーチディレクター、ベン・ジョンソン氏は、「全く同じように構築されたエクイティ・インカム戦略は二つとない。アクティブ運用会社が利用する戦略やパッシブ運用ファンドがベンチマークとする指数について理解することが重要だ」と

指摘する。

運用の違いと共通点

以下、本誌が選んだ四つの配当志向ファンドを例にアクティブ運用とパッシブ運用の違いと共通点を見ていこう。

まず、アクティブ運用ファンドで運用資産544億ドルのバンガード配当グロス・ファンド<VDIGX>と、インデックスETFで同665億ドルのバンガード米国増配株式ETF<VIG>について検討する。

どちらもベンチマークにS&P米国増配株指数を採用している点では同じだが、保有銘柄数は、アクティブ運用される配当グロス・ファンドの42銘柄に対して、パッシブ運用の米国増配株式ETFは268銘柄で、有配株へのエクスポージャーは後者の方がはるかに幅広い。年間経費率は前者が0.26%、後者が0.06%。15年間の年率リターンは前者の10.7%に対して後者は10.2%だ。

S&P米国増配株指数には10年以上連続で安定的に増配してきた企業が含まれるが、配当利回りが上位25%の企業は除外されている。配当利回りが非常に高い銘柄は減配に対して脆弱（ぜいじゃく）なことがあるからだ。

これら二つのファンドの直近の保有上位10銘柄の中で重複しているのは、医療・ヘルスケア大手のジョンソン・エンド・ジョンソン（J&J）<JNJ>（配当利回りは2.6%）、医療保険大手のユニテッド・ヘルス・グループ<UNH>（同1.3%）、およびマイクロソフト<MSFT>（同0.7%）の三つだ。

アドバイザー・インベストメンツの会長で、バンガードのファンドを長年にわたりフォローしているダニエル・ウィーナー氏は、これら二つのファンドはいずれも「エクイティ・インカム重視のファン

ドではない」と主張している。その理由は、どちらも高配当利回り銘柄ではなく増配銘柄を中心に構成されているからだ。

モーニングスターによると、直近12カ月間の配当利回りは、アクティブ運用される配当グロース・ファンドが1.4%であるのに対し、パッシブ運用の米国増配株式ETFは1.55%だ。いずれもS&P500指数の1.3%を上回っているが、特により大きなインカムを追求する投資家にとって、さほど高くない。

■ インカム志向の投資家の選択肢

インカム志向の投資家には多くの選択肢がある。以下、そのうちの二つを見てみよう。

モーニングスターによると、アクティブ運用される運用資産511億ドルのバンガード・エクイティ・インカム・ミューチュアルファンド<VEIPX>と、同405億ドルのバンガード高配当株式ETF<VYM>の直近12カ月間の配当利回りはそれぞれ2.24%、2.74%で、年間経費率はそれぞれ0.28%、0.06%である。

これらのファンドのベンチマークはいずれもFTSE高配当利回り指数だ。保有銘柄数は、バンガード・エクイティ・インカムの約190銘柄に対して高配当株式ETFはその2倍超の410銘柄で、15年間の年率リターンはそれぞれ9.1%、8.7%である。

これら二つのファンドの直近の保有上位5銘柄を見ると、J&J、金融大手のJPモルガン・チェース<JPM>（配当利回りは2.4%）、同業のバンク・オブ・アメリカ<BAC>（同1.8%）、日用品大手のプロクター・アンド・ギャンブル（P&G）<PG>（同2.3%）など多くの銘柄が重複している。

アクティブ運用とパッシブ運用のどちらの配当ファンドが正しい選択かは一概に言えない。そうした判断は多分に、より幅広い銘柄で構成されるポートフォリオと、ポートフォリオマネジャーの最高の投資アイデアに基づくより少ない銘柄で構成されるポートフォリオのどちらにより安心して投資できるのか、投資家の考え方に懸かっているからだ。

By Lawrence C. Strauss
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

It's Dog Days for the Dogs of the Dow. But 2022 Might Be Looking Better.

「ダウの犬」戦略、2022年は有望か

ここ数年苦戦するも2022年は明るい兆し



Uncredited

ダウ工業株30種平均（NYダウ）構成銘柄の配当利回り上位10銘柄である「ダウの犬」は、11月24日の価格を基準とした2021年のリターン（配当を含む）が10.6%で、NYダウのトータルリターンの18.9%、S&P500指数の26.8%を下回っている。2021年はまだ終わっていないが、「ダウの犬」は過去5年間のうち4年間、NYダウをアンダーパフォームしている。

「ダウの犬」は人気のあるインカム投資で、逆張り投資だ。「ダウの犬」戦略をとる投資家のほとんどは、毎年年末に銘柄を入れ替えている。この投資アイデアは、毎年「ダウの犬」に投資することで、財務基盤は強いが、旬を過ぎた高配当銘柄へ乗り換えることができるということだ。

来年はもっと良い結果となるかもしれない。

「ダウの犬」とされる10銘柄のポートフォリオの平均配当利回りは4%で、NYダウの1.7%、S&P500指数の1.3%を上回る。また、この10銘柄

柄とも配当は安定している。「ダウの犬」の配当利回りは30年物米国債利回りの2倍であり、低利回りの債券の代替投資手段となり得る。今年、バイオ医薬品大手アムジェン<AMGN>と通信大手ベライゾン・コミュニケーションズ<VZ>という二つの「犬」のパフォーマンスがマイナスになったことで、この戦略は苦戦を強いられたが、一つだけ大きな勝利を収めた銘柄があった。石油大手シェブロン<CVX>が配当利回り4.8%の上に株価が39%上昇したのだ。現在の配当利回りからすると、10銘柄のうち9銘柄は再び「ダウの犬」にとどまりそうだ。ネットワーク機器大手シスコシステムズ<CSCO>は、0.1%ポイントの配当利回り差で半導体大手インテル<INTC>に入れ替わる可能性がある。

2022年の「ダウの犬」戦略が有望とされる要因の一つは、バリュエーションだ。10銘柄のうち7銘柄は、2022年の予想株価収益率（PER）が12倍以下であり、S&P500指数の21倍に対して割安だ。

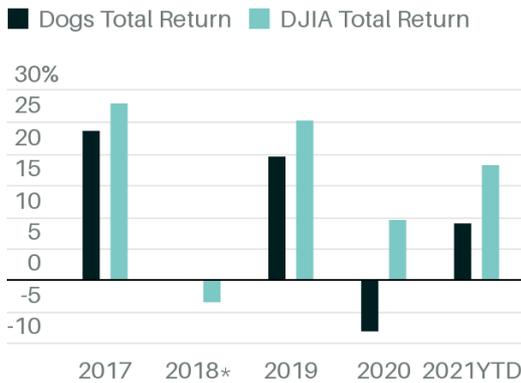
「ダウの犬」戦略への批判は、オールドエコノミー銘柄で固定されたポートフォリオになっているという指摘だ。マイクロソフト<MSFT>、アップル<AAPL>、ホームセンターチェーン大手のホーム・デポ<HD>など、NYダウの急成長銘柄の配当利回りは2%未満であり、株価が急落しない限り、「ダウの犬」の陣営に入ることはないだろう。本誌の試算では、2009年末に「ダウの犬」に1万ドルを投資した場合、NYダウ全体では4万6000ドルとなったのに対し、約4万ドルになっていただろう。

今週の予定

Hangdog

For four of the last five years, the Dogs of the Dow have trailed the Dow industrials in total return.

Dogs of the Dow and Dow Jones Industrial Stocks Total Return, 2017 to 2021 YTD



*2018 Dogs Total Return=0
Source: Dogsofthedow.com

11月29日（月）

・全米不動産業者協会（NAR）が10月の中古住宅販売保留指数を発表。コンセンサス予想は117で、9月の数字とほぼ変わらず。この指数は契約締結動向から住宅販売を予測したもので、9月には前年同月比で8%減となり、4カ月連続で前年水準を下回っている。

11月30日（火）

・カナダの大手銀行のノバスコシア銀行<BNS>、半導体受託生産のグローバルファウンドリーズ<GFS>、コンピューター・IT大手のヒューレット・パッカード・エンタープライズ<HPE>、ITソリューション会社ネットアップ<NTAP>、顧客管理ソフトウェア大手のセールスフォース・ドット・コム<CRM>、クラウド型セキュリティ・サービスを提供するジースケーラー<ZS>が決算発表。

・S&Pコアロジックが、9月のケース・シラー住宅価格指数を発表。エコノミスト予想は前年同月比19.5%の上昇で、5カ月連続で過去最高の上昇率を記録した8月の19.8%

をわずかに下回る。

・サプライ管理協会（ISM）が11月のシカゴ購買部協会景況指数（シカゴPMI）を発表。予想値は68.9で、10月時点のデータとほぼ同水準。この予想値は、過去最高を記録した5月の値をわずかに下回る。

・コンファレンス・ボードが11月の消費者信頼感指数を発表。コンセンサス予想は110.4で、10月の値を約3ポイント下回る。インフレ懸念の影響もあり、今年の夏に記録した新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）後における過去最高値を大幅に下回る。

12月1日（水）

・セキュリティ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>、ID管理サービスのオクタ<OKTA>、大手アパレルメーカーのPVH<PVH>、カナダの金融サービス大手ロイヤル・バンク・オブ・カナダ<RY>、ビッグデータの保管・分析を手掛けるスノーフレク<SNOW>、ビッグデータ分析会社スプラック<SPK>、半導体設計用ソフトウェア開発会社シノプシス<SNPS>、ライフサイエンス向けソフト開発のヴィーバ・システムズ<VEEV>が四半期決算を発表。

・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11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51万人増（10月は57万1000人増）。

・米国勢調査局が建設支出を発表。エコノミスト予想は前月比1%増、季節調整済み年率換算で1兆5900億ドル。

12月2日（木）

・カナダの銀行大手のカナディアン・インペリアル・バンク・オブ・コマーシ<CM>、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>、ディス

カウントチェーン大手のダラー・ゼネラル<DG>、スーパーマーケットチェーン大手のクローガー<KR>、半導体メーカーのマーベル・テクノロジー・グループ<MRVL>、カナダの銀行大手のトロント・ドミニオン銀行<TD>、化粧品小売りチェーンのアルタ・ビューティー<ULTA>が決算コンファレンスコールを開催。

・米労働省が11月27日までの週の新規失業保険申請件数を発表。先週の申請は52年ぶりの低水準となり、4週間の平均値は新型コロナウイルスのパンデミック前の水準をわずかに上回る水準にとどまる。

12月3日（金）

・米労働統計局が11月の雇用統計を発表。非農業部門就業者数のエコノミスト予想は52万5000人増。失業率の予想は0.1ポイント低下の4.5%。

・カナダの大手銀行のモントリオール銀行<BMO>が2021年度第4四半期決算を発表。

・ISMは11月の非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、過去最高を記録した10月の66.7に対し65。

By Andrew Bary
(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』 2021/11/28

THIS WEEK'S MAGAZINE

発行 : Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信 : 時事通信社

編集

THIS WEEK'S MAGAZINE : エグゼトラスト

TODAY'S MAGAZINE : 時事通信社

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

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

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

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

※図・表・データの無断使用を禁止します。

Copyright © 2021 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます