

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2021/12/26

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. オミクロン株、投資家は冷静対応 - Omicron Is Wreaking Havoc. Investors Are Calm. [カバーストーリー]
飲み薬登場で楽観論 P.1
2. 創刊100周年の教訓 - Lesson of the Century: The Economy Is Nothing if Not Resilient [フィーチャー]
米経済、極めて底堅い P.5
3. 大型ハイテク銘柄に上昇余地 - This Top Strategist Says Big Tech Still Has Room to Run [インタビュー]
ニコラス・コラス氏に聞く P.9
4. バリュートラップ回避法 - How a Winning Fund Avoids Value Traps [ファンド業界]
ベンジャミン・ネイハム氏の戦略 P.12
5. S&P500、最高値更新 - The S&P 500 Closes at a New High [米国株式市場]
オミクロン株乗り越え P.15
6. 銀行株の注目6銘柄 - 6 Bank Stocks With Diversified Revenue Streams and Strong Management [金融]
来年は選択が重要 P.17
7. アクティブ運用、ESG、暗号資産がけん引 - The Year in ETFs: Active Management, ESG, and Crypto [ETF]
ETF、この1年 P.19
8. 「缶カクテル」が急成長 - Canned Cocktails Are Booming. These Companies Are Profiting. [食品]
今後の上昇銘柄は? P.22
9. 強気相場に死角はあるか - What Will It Take to Kill This Bull Market? We'll Find Out Next Year. [コラム]
来年のインフレ、住宅ブーム、ミーム株は P.23
10. 今週の予定 - Alibaba's Stock Is Cheap, but for Good Reason. Investors Should Be Wary. [経済関連スケジュール]
アリババ株には慎重に P.25

※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た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. オミクロン株、投資家は冷静対応 Omicron Is Wreaking Havoc. Investors Are Calm. 飲み薬登場で楽観論

[カバーストーリー]

ロックダウン回避か



Pedro Ugarte/AFP/Getty Images

新型コロナウイルスの新たな変異株「オミクロン株」が米国や海外で急速に拡大して変異株の主流となった。コロナ新規感染者数は複数の州や国で過去最高を更新。しかし、株式市場はこうした事態を冷静に受け止めており、S&P500指数の終値は12月23日に史上最高値を更新した。

今はもう、新型コロナの感染拡大が米国で始まった2020年3月のような状況ではない。株式市場の見通しも「まず売れ、話は後だ」ということにはならない。2022年の株価を左右するのは

米連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策と企業業績であり、パンデミックの最新動向ではないと思われる。投資家はパニックになってはいけない。

南アフリカや英国の状況を見ると、まだ初期段階ではあるが、オミクロン株はこれまでの変異株より感染力が強いものの、重症化して入院が必要になるケースは多くないことが分かる。別のデータでも、mRNA（メッセンジャーRNA）ワクチンを接種し、追加接種も済ませれば、こうした傾向が顕著となっている。

株式投資家にとって、新規感染者数の増加は、政府を経済的に有害な移動制限や対面行動制限の実施に向かわせ、ひいては企業業績に悪影響を与える可能性があるため、重要な意味がある。しかし、オミクロン株の新規感染者数が急増しても、重症化や死亡者数がさほど増加しなければ、2020年前半のような都市封鎖（ロックダウン）は回避されるはずだ。

米食品医薬品局（FDA）が米製薬大手ファイザー〈PFE〉とメルク〈MRK〉の経口治療薬について緊急使用を許可したことも、オミクロン株の感染拡大は以前ほど致命的ではないという楽観論の背景となっている。

感染拡大の先を

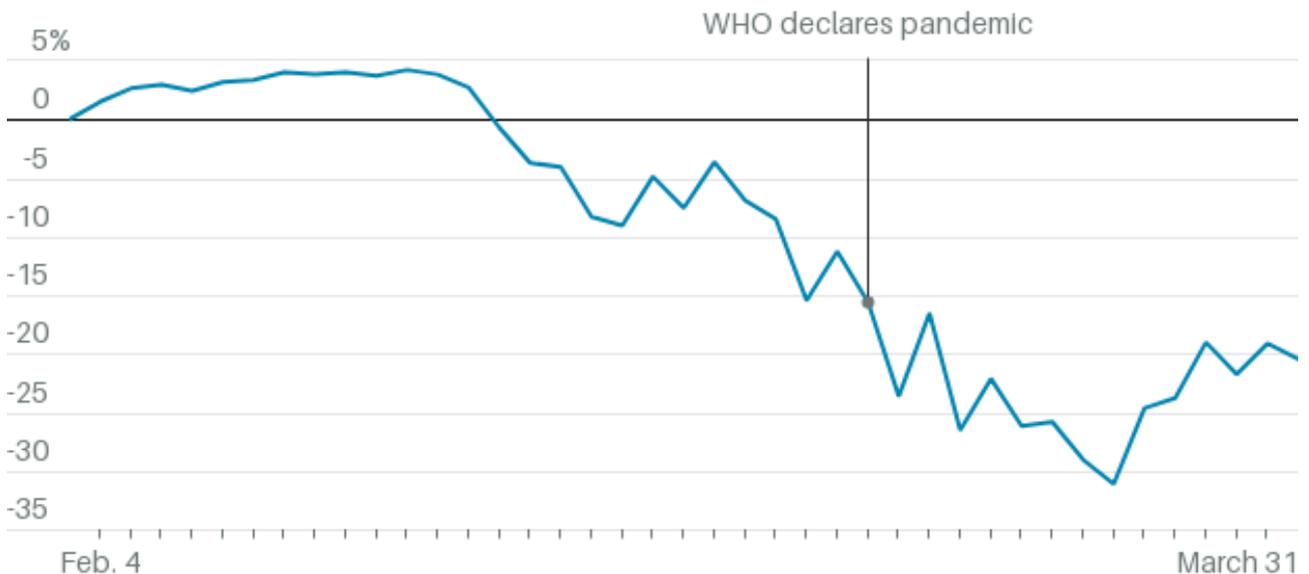
ただ、オミクロン株は当局が規制を発動せずとも、消費行動やビジネスに変化を引き起こすかもしれない。旅行や大規模イベント、対面でのショッピング、クリスマス休暇の一家団らんは、中止・延期されつつある。そうした動きは月次経済データとなって表れ、航空や小売り、その他業種に影響が及ぶかもしれない。

もっとも、投資家は過剰反応して保有株を売却すべきではない。対面ビジネスの大部分はコロナの感染波が発生するたびに一時的な混乱を余儀なくされたが、その後急速な回復を遂げているからだ。ヘッジファンド「バリュウワークス」のチャールズ・レモナイズ最高投資責任者（CIO）は「過去2年

Different This Time

Stocks tumbled early in the pandemic, but investors have had a far more muted reaction to the Omicron variant.

S&P 500 percentage change



Source: FactSet

間に得られた一つの教訓は、相場の反転上昇が極めて力強く迅速であることだ。そうした企業は一度ならず、生き残る可能性を示してきた」と語る。

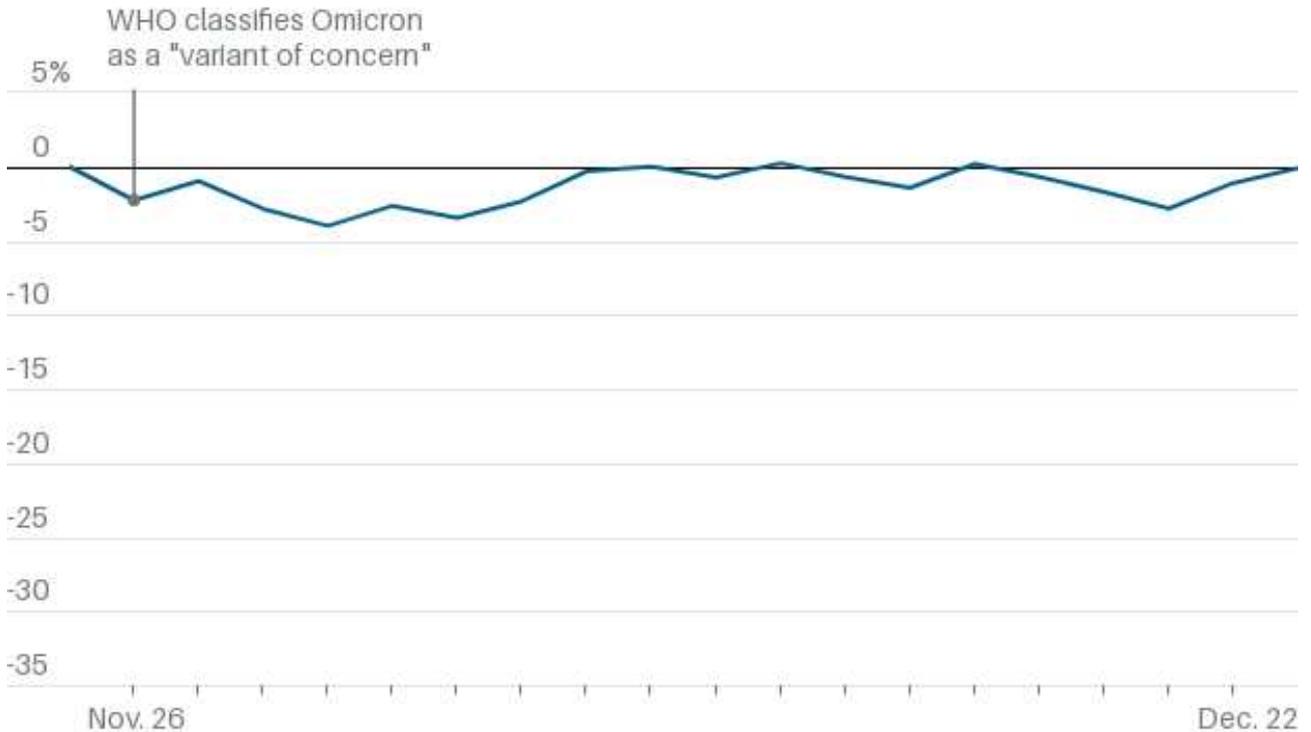
回復は力強いものになるかもしれない。レモナイズ氏は「もう一つの教訓は、物事が単に従前の水準に戻るのではないということである。繰延需要が原動力となって、以前の水準を上回ることになる。ロックダウンになれば株価が下落すると考え、そうした銘柄を手仕舞いするのは馬鹿げていると思う。反発の機会を逃してしまうからだ」と語る。

11月最終週にオミクロン株に関する報道が始まって以降、その影響を受けた可能性がある航空大手のユナイテッド・エアラインズ・ホールディングス<UAL>、クルーズ船運航大手のカーニバル<CCL>、ホテルチェーン大手のヒルトン・ワールドワイド・ホールディングス<HLT>、イベント企画会社のライブ・ネーション・エンターテインメント<LYV>、映画館を運営するシネマーク・ホールディングス<CNK>などの株価は、既に大部分を回復している。過去数週間で株価が乱高下した石油株や幾つかのコモディティ株も同様だ。こうした銘柄は、クリスマス休暇前後の売買高が少ない期間は引き続き日々の変異株関連ニュースに敏感に反応するだろう。しかし、数カ月先以降を見据える投資家は、現在の感染波の先を視野に入れるべきである。

株・債券への影響

決算発表の時期になれば、投資家の関心はさらにオミクロン株から離れるだろう。アナリストは第4四半期のS&P500指数構成の増益率を21%と予想している。最近の傾向が継続すれば、実際にはこれよりも高い数字となる可能性もあり、それに伴って市場も活性化する。第4四半期決算発表シーズンは、1月14日に決算発表が予定されているJPモルガン・チェース<JPM>、ウェルズ・ファーゴ<WFC>、シティグループ<C>などの銀行を皮切りに、2、3週間後に本格化する。業績が発表されれば、投資

S&P 500 percentage change



Source: FactSet

家は1カ月間のオミクロン株の影響を定量化できる。

だが、株式と債券に最も大きな影響を与えるのは、やはりFRBの政策変更だ。オミクロン株にかかわらず、来年見込まれるFRBの利上げは債券価格を下落させ、株価収益率（PER）を圧迫するだろう（詳しくはバロンズ・ダイジェスト12月19日号を参照）。

FRBは毎月の資産購入を3月までに終了し、2022年中に3回の0.25%の利上げを行う見通しだ。緩和の巻き戻しにより、FRBは数十年ぶりの高インフレの抑制に一層注力しようとしている。当然、オミクロン株が当局の考えに影響を与える可能性も残る。

インフレへの影響



Chandan Khanna/AFP/Getty Images

11月の労働参加率はパンデミック前の水準を2%ポイント近く下回った。失業率は4.2%。求人数は求職者数を数百万件も上回っている。オミクロン株により労働市場の回復が1、2カ月遅れ、賃金上昇に拍車がかかる可能性もある。あらゆる業種で労働者の確保が問題となっており、多くの企業が賃上げを余儀なくされている。

ハーバー・キャピタル・アドバイザーズのポートフォリオマネジャー、ジェイク・シューマイヤー氏は、オミクロン株が世界中のサプライチ

チェーン問題を悪化させ、短期的にインフレ圧力が上昇する可能性を指摘する。パンデミック中、輸送業界は港湾労働者らの感染で処理能力が制限されている。自宅待機を余儀なくされた消費者は、物品への支出増を続ける可能性があり、サプライチェーンに対する一段の圧迫となる。その結果、コストと物価が押し上げられ、今後数カ月はインフレが加速するというシナリオだ。

ニューヨーク連銀の市場部門で米国債市場分析の責任者を務めたシューマイヤー氏は「消費の増加と就労者数の減少で、短期的に物価はわずかに上昇するだろう。ただ、われわれは今でもインフレのピークを2022年の第1四半期と見ており、オミクロン株でその傾向が大幅に変わるとは考えていない」と話す。

■ ブラックスワンにあらず

Dates to Watch

Dates	What's Happening
Jan. 7	December Jobs Report
Jan. 12	December Consumer Price Index
Jan. 13	December Producer Price Index
Jan. 14	December Retail Sales
Jan. 14	Q4 Earnings Season Kicks Off
Jan. 25-26	FOMC Meeting
Jan. 28	December PCE Price Index
Feb. 4	January Jobs Report
Feb. 10	January Consumer Price Index
Feb. 15	January Producer Price Index
Feb. 16	January Retail Sales
Feb. 25	January PCE Price Index
Mar. 4	February Jobs Report
Mar. 10	February Consumer Price Index
Mar. 15	February Producer Price Index
Mar. 15-16	FOMC Meeting
Mar. 16	February Retail Sales
Mar. 31	February PCE Price Index

つまり、オミクロン株によってインフレが加速すれば、FRBがさらにタカ派的になるリスクがわずかに上昇する。1月末と3月中旬に開催される連邦公開市場委員会（FOMC）までは、特に細部に注目する必要がある。3月のFOMCまでにはオミクロン株についての豊富なデータと、今後3カ月間の雇用やインフレの数値、オミクロン株が経済に与える影響について多種多様な情報がそろろう。

確かなのは、2020年と異なり、新型コロナが市場にとって「ブラックスワン」（予測不能だが起きると衝撃が大きい事象）ではないということだ。接客業などの業界には厳しい四半期となるかもしれないが、長期見通しに影響するほどではない。一時的なインフレ高進によりFRBの引き締めが多少加速することはあっても、2022年の金融政策の方向性は変わらない。新型コロナウイルスの最後の波となるかどうかより、投資家にとってはこちらの方が重要だろう。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

2. 創刊100周年の教訓

[フィーチャー]

Lesson of the Century: The Economy Is Nothing if Not Resilient

米経済、極めて底堅い

着実な成長遂げる



Jon Brenneis/Getty Images

米経済をダウ工業株30種平均（NYダウ）から見ると、過去100年間は繁栄に向けて長い間爆走していたようなものだ。市場の暴落、景気後退と大恐慌、戦争、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）などの経済に対するショックは、いずれも道路の凹凸にすぎないように見える。この間、NYダウは年率9%のペースで上昇した。

真実はもっと複雑だった。何百万人ものが景気低迷に苦しみ、50万人が外国との紛争で死亡した。米国は全体主義、共産主義やテロと戦ってきた。一方で、政治、階級、人種やジェンダーをめぐる分断は、街や権力の座を戦場に変えることもあった。それでも経済と市場は前進した。

本誌100年の歴史から学ぶ教訓があるとすれば、それは「米経済と株式市場の底堅さを過小評価してはいけない」ということだ。これは2021年に本誌が回顧記事を公表する中で何度も登場したテーマであり、現在もそうした底堅さが明白だ。

2020年は新型コロナウイルスが猛威を振るい、経済が縮小したが、実質経済成長率（GDP）が前年からマイナスとなったのは、1920年以降でわずか19回目だった。そのうち9回は、大恐慌や第二次世界大戦後の復員によって1930～1949年の間に生じている。最近のオミクロン株の感染爆発により、GDP予

測が下方修正されたにもかかわらず、2021年と2022年はプラス成長が予想されている。

GDP成長率が大幅に上昇したのも、変動が大きかった1930年代と1940年代に限られている。ほとんどの期間においてGDPは着実に成長しており、1920年の推定6700億ドルから2019年の過去最高となる21兆4300億ドルまで増加した。これは30倍の増加であり、米国のGDPが人口の約10倍のペースで成長してきたことを意味する。

100年前、米国は現在より小さく、貧困で、全く異なる国だった。1920～1921年には、当時の米国にとって過去最悪の景気低迷に見舞われた。本誌創刊者のクラレンス・バロンが週刊の金融誌を立ち上げるには大変な時期だった。しかし、バロンは、米国が農業国から工業国に変化するのを目にしており、米国人のビジネススピリットが止まることはないと感じた。

バロンは正しかった。メタ<FB>（旧フェイスブック）創業者マーク・ザッカーバーグ氏の言葉を言い換えるなら、ヘンリー・フォードやトーマス・エジソンからイーロン・マスク氏やザッカーバーグ氏に至るまで、起業家は素早く行動して物事を破壊し、新たなテクノロジーから人生を変える新たな産業を生み出してきた。

当時の起業家が設立した企業は現在も存続している。大手複合企業ゼネラル・エレクトリック<GE>、通信大手AT&T<T>、百貨店大手メーシーズ<M>、化学品メーカー大手デュポン・ド・ヌムール<DD>、塗料大手シャーウィン・ウィリアムズ<SHW>など、現在もおなじみの多くの企業の設立は19世紀以前にさかのぼる。これらの企業は経済の屋台骨であり、底堅さをもたらす力となっている。

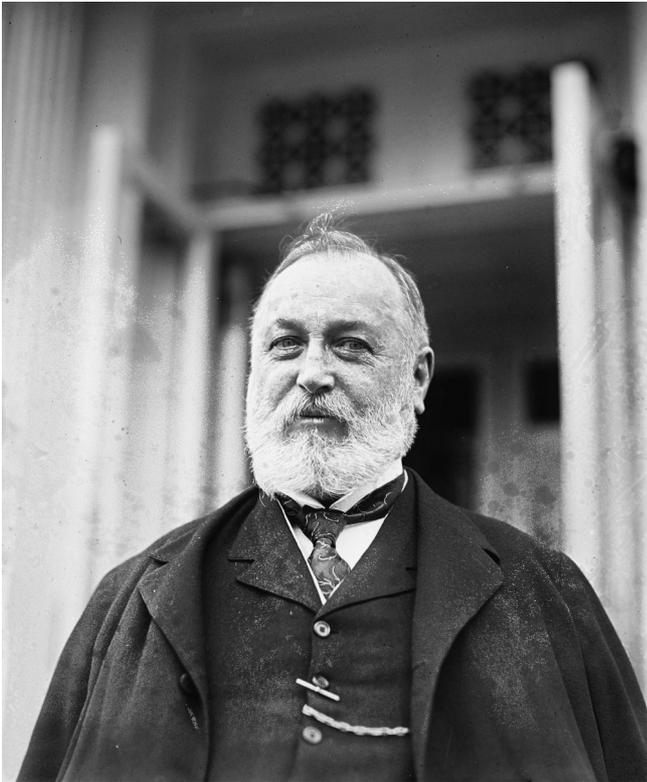
100年のハイライト

以下、過去100年間の経済の発展を促してきた人物を何人か紹介する。

1920年代終盤まで、自動車は危険な存在であり、走行できる道路も多くなかった。自動車は富裕層のための目新しいおもちゃとみなされており、それが変わると予想していた人はほとんどいなかった。ヘンリー・フォードは自動車に大きな可能性があると考えた。彼は大量生産の技術を完成させ、競合他社による手工業製の自動車と比べて迅速かつ安価にモデルTを生産できるようになった。本誌は1924年に、「フォードは一般の勤労階級でも手が届く自動車を生産しており、そのコストは馬の半分だ」と書いている。

ほとんどの米国人が運搬や労働において実際の馬力に依存している中で、「最高の馬」が現れた。フォードの自動車やトラクターは、馬を牧草地に解放した。鉄道の最盛期も過去のものとなった。自動車の購入が増えるにつれて道路の建設も進み、州間高速道路網で頂点に達した。これにより米国の自動車文化、郊外の開発、スプロール現象（市街地の無秩序な拡大）や汚染が始まった。

フォードが設立した企業は現在、電気自動車の時代に向かって力強く進んでいる。しかし、フォードが残したものは複雑だ。彼は反ユダヤ主義を声高に主張し、スト破りのためにならず者を雇った。あらゆるものに陰謀を見いだす人物でもあった。本誌は1923年に、「崇高な人格」と実業の才は必ずしも両立しないと書いている。



National Photo Company Collection/Library of Congress

s

本誌が映画を評論することはまれだ。しかし、娯楽・メディア大手ウォルト・ディズニー<DIS>が1940年に発表したアニメ映画『ファンタジア』は本誌の興味を引いた。本誌は「映画にとって音声の導入以来で最大の変化があった。それは（『ファンタジア』の）新たな音響制作技術である」と書いている。観客は「オーケストラピットの中に直接座っている」ように感じる事ができた。それを実現したのが新興企業のヒューレット・パッカードが製造したオシレーター（音の元になる波形を作り出す発振器）だった。

ビル・ヒューレットとデービッド・パッカードは、パロアルトで借りたガレージから事業を始めたことで有名だ。このガレージは現在、「シリコンバレー発祥の地」としてランドマークとなっている。創業者は1970年代終わりには経営の第一線を退き、数人の有名な経営者が後を継いできた。その1人であるカーリー・フィオリナ氏は、1999年にコンパックとの合併を主導

し、ヒューレット・パッカードをパソコンメーカーのトップに押し上げたが、自らの職を失うことにもなった。多くのM&A（合併・買収）を経て、ヒューレット・パッカードの現在の法的な後継企業はコンピューター機器大手HPインク<HPQ>となっている。

本誌の1968年1月8日号の広告では、「女性初のニューヨーク証券取引所（NYSE）会員」という見出しの上にミュリエル・シーバートの笑顔が写っている。シーバートは、1950年代に証券会社ベッチェ・アンド・カンパニーで週給65ドルの株式リサーチ研修生としてキャリアを開始し、後にNYSE会員企業を率いる最初の女性となった。

シーバート・ファイナンシャルは、取引手数料の割引を最初に開始した企業の1社であり、オンライン取引への移行のリーダーでもあった。シーバートは女性初のニューヨーク州の銀行監督官となり、2013年の死去時には話題になった。その頃には、全米の企業が女性や有色人種の採用と昇進を増やすことに取り組むようになっていた。

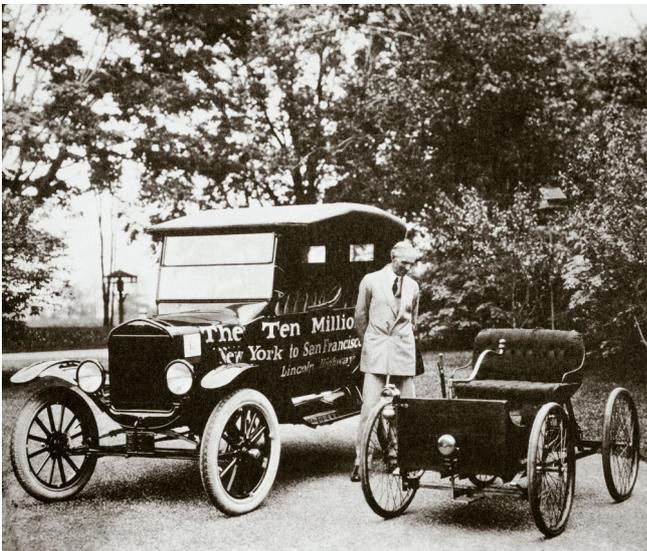
金融界では、個人投資家が運用する資金はダムマネー（愚かな資金）と呼ばれる。これは大手金融機関のスマートマネー（賢い資金）の対義語である。大手金融機関は、そのリソースと影響力によって個人投資家を上回るリターンを上げている。

ジャック・ボーグルは、インデックスファンドの考案によってダムマネーを大幅にスマートなものに変えた。そのコンセプトは単純だ。S&P500指数は通常、マネジャーが運用するミューチュアルファンドをアウトパフォームしているのだから、S&P500指数の構成銘柄で構成されたパッシブ運用ファンドも、マネジャーが運用するファンドをアウトパフォームするはずだ。さらに、手数料がないのでパフォーマンスは向上する。

ボーグルは、バンガード500インデックスファンド<VFINX>の前身を設定した2年後の1978年に、「これは投資における新しいユニークなコンセプトであり、（インデックス投資の）時代が来た」と本誌に語っている。インデックス投資は1990年代まで飛躍することはなかった。しかし、2019年には、インデックスファンドの運用資産額はアクティブ運用ファンドを上回り、過去10年間にわたってアクティブ運用ファンドに勝利している。

一方で、本誌は2018年に、パッシブ運用の批判派が「市場の暴落を警告している」と述べ、あるアナリストがインデックス投資を「マルクス主義より悪い」とさえ呼んでいることを紹介している。2019年に死去したボーグルは、誰もがインデックス投資を行うことを望んでいるわけではないと明確にしていた。しかし、同氏が、かつては一部の人々のみにはしか開かれていなかったウォール街を民主化したのは確かだ。

米経済の減速見えず



Historica Graphica Collection/Heritage Images/Getty Images

クラレンス・バロンによる米国人のビジネススピリットに対する賭けに先見の明があったと判明するまで、長くはかからなかった。本誌が創刊した1921年5月9日のわずか数カ月後には、恐慌は終わり、狂騒の20年代が始まった。1927年に本誌の発行部数は3万部に達した。

本誌は公開情報と市場を結びつけた。ウォール街は不透明性によって利益を得ている。バロンの言葉を借りれば、金融メディアの仕事は闇に光を当て、「思慮深い投資家が富の世界を動かす」チャンスを提供することである。

本誌は創刊から2世紀目に入ったが、米国経済は減速の兆しをほとんど見せていない。パンデミックによって80万人の米国人が死亡し、オミ

クロン株が新たな感染の波を生み出している中、パンデミックによる損害を最小限に抑えるのは不可能だ。しかし、経済はそれをものともしていないようであり、現代のビジネスリーダーと労働者は物事を円滑に進めるための方法を見つけている。経済は進んでいく。

By Kenneth G. Pringle
(Source: Dow Jones)

3. 大型ハイテク銘柄に上昇余地

[インタビュー]

This Top Strategist Says Big Tech Still Has Room to Run

ニコラス・コラス氏に聞く

米ハイテク企業の優位性



Photograph by Zack Dezon

データトレック・リサーチの共同創業者で、ウォール街で30年にわたり経験を積んできたニコラス・コラス氏に話を聞いた。

本誌：パンデミック（世界的大流行）による変化の中で、投資家に最も関連性がある最大の変化は何か。

コラス氏：インフレだ。物価は2年間でかなり大幅に上昇した。食費は15%上昇した一方、賃金は上昇していない。投資家としては、インフレがどのように推移し、企業の収益に影響を与えるかについて考えなければならない。

Q：インフレが企業の利益に悪影響を与えるとの心配は見当違いか。

A：人は往々にして、生産者物価指数（PPI）が4%上昇し、インフレ率が4%上昇した場合、利益は伸びないと考えるが、これは絶対に間違っている。全ての企業には、インフレ率に連動しない固定費もある。データで確認すると、1970年代の企業の利益成長率はインフレ率と同程度で、株式市場の上昇率も利益成長率と同程度だった。相場の要は、今も昔も企業の利益だ。来年のS&P500指数の1株当たり利益（EPS）を240ドルと考えるのは全くもって妥当であり、ウォール街の予想は222ドルだ。パンデミック前の数年間のEPSは162ドルか163ドルだった。われわれは階段を一段上がり、その状態にとどまると思われる。

Q：人件費高騰、サプライチェーン問題、規制強化などに直面しても、利益率を高く保つにはどうするのか。

A：価格決定力だ。S&P500指数は、地球上の他のどの指数とも大きく異なる。第一に、S&P 500指数は米国経済の中にある。米国の財政・金融政策は欧州やアジアに比べて桁外れに積極的だった。これが大きな支えとなり、不況時にも利益率がゼロにならずに済んだ。第二に、米国の大企業は、規模の経済や範囲の経済により、中小企業よりも圧倒的に有利であり、米国内での事業から得られるキャッシュフローにより、海外での競争力を高めている。最も重要なのは、大型のハイテク企業だ。S&P500指数の約20%を占めるアルファベット<GOOGL>、アップル<AAPL>、マイクロソフト<MSFT>の存在がどれほど重要であるかは、いくら強調してもし過ぎることはない。これらビジネスモデルを他と同列に扱うことはできない。

Q：これら企業は長年にわたって勝者であり続けているが、今後も勝者であり続けるか。

A：モメンタムには人間によるバイアスがかかっている一方、モメンタムに従うことには投資上の妥当性もある。私は、基本的に競争力を維持・向上させるものに注目する。ロックフェラーの石油会社やヴァンダービルトの鉄道会社を除けば、これらの企業はこれまで見たことのないような競争力を持っている。石油の重要性は60年間続いた。データが「新しい石油」だと言われるのは、データが従来の

ビジネスモデルよりも長く競争力を保つことを示唆している。

Q：投資家はこれら銘柄を押し目買いすべきか。

A：それは別の話で、投資家が世界経済の回復をどこまで確信できるかという問題だ。恐らく第2四半期には、景気回復が世界同時的に起こることを期待する声が高まり、金融、資本財、さらにはエネルギーへの関心が高まるため、2、3四半期の間は大型ハイテク企業がアンダーパフォームするかもしれない。最も優れた巨大企業を所有したいなら、S&P500指数こそそのような企業で構成された指数だ。

海外市場



Photograph by Zack Dezon

Q：海外市場はここ数年、米国と比べ出遅れている。投資家は資金を海外に移すべきか。

A：平均回帰について考えたいものだ。しかし、（日本のような）人口増加率がゼロの経済が、持続的にバリュエーションを回復させられるか。マイナス金利の地域（欧州など）が持続的にリバウンドできるか。オランダの半導体製造装置メーカーASMLホールディング<ASML>や大手ソフトウェア会社SAP<SAP>を除いて、これらの地域のハイテク企業に、米国と比較して重要度が増すような目新しい材料はない。

Q：中国はどうか。

A：恐らく（秋に開催される中国共産党の）第20回党大会までは、短期的に不確定要素が多過ぎる。私が最も注目するのは、中国が技術革新をどう支援し、あるいは抑圧するかということだ。市場に勝つためには、技術革新の変曲点を見極める必要がある。政府がハイテク企業を厳しく取り締まっているのは、テクノロジーとパ

ンデミックによって劇的な不均衡が生じているからだ。もし30社の強欲なハイテク企業が社会構造を徐々に破壊しているのであれば、中国政府は正しいことをしている。しかし、そのためにイノベーションを阻害するなら、中国の株式市場はこの先10年は上昇しないかもしれない。

Q：パンデミックは人々の行動に大きな変化をもたらした。投資家に影響を与える可能性があるのは何か。

A：消費者の行動を素早く把握できるグーグルトレンドを毎日利用している。消費者が生活の中で感じている恐怖を表すものとして、新型コロナウイルスへの注目度がある。新たな変異株「オミクロン株」は注目されているが、まだ並外れた注目度はない。英国での新型コロナへの関心をグーグル検索したところ、それらは過去最高値に急上昇していた。米国でも同じような広がり方をするのではないかと心配している。

債券、利上げ、自社株買い

Q：投資家は債券への資産配分をどう考えるべきか。

A：主に米国債について言うと、現時点で債券には一つの効用がある。それはインカムではなく、何か悪いことが起こったとしても、投資を続けられるようにするためのヘッジだ。

Q：今後1年間で最も心配しているリスクは何か。

A：現時点のようなインフレや景気の変曲点では、FRBに政策ミスの可能性がある。CMEフェドウォッチを使って、来年のFRBの政策に関する確率を確認している。来年4回の利上げを市場が織り込むなら私は不安になるだろう。1994年を振り返ると、FRBが50ベースポイント（bp）もの利上げを予想外に実施した後も利上げを続けたため、市場では急速に乗り換えが起きた。イールドカーブの逆転は、景気後退を予感させる第2段階の警告となる。

Q：トータルリターンの重要性は来年どうなるか。

A：配当よりも自社株買いが重要だ。株価収益率（PER）は21倍とサイクルの底をかなり過ぎており、企業のキャッシュ配分が非常に効率的になると市場が示唆している。企業は、意味のない買収や成果を上げないプロジェクト、非合理的な海外展開に資金を浪費せず、資本利益率（ROC）を最大化することに集中するだろう。自社株買いは、最高財務責任者（CFO）が取締役会に推奨する最も安全な選択肢であり、S&P500企業はかつてないほど多くの余剰キャッシュフローを抱えている。

エネルギー転換、ESG、暗号資産

Q：エネルギー転換が注目されている。投資家へのアドバイスを。

A：これは技術革新であり、技術革新は長期的に持続可能なリターンをもたらすため、注目しなければならない。1年以内に限れば、世界のエネルギー需要は増加し続け、代替しきれないため、従来の炭素エネルギーを推奨する。既存の代替エネルギー企業数が少なく、バリュエーションがあまり意味をなさない。新しいトレンドが生まれれば、一握りの企業がプレミアムを得る。ベンチャーキャピタルはそれを理解し、より優れた企業に資金を提供し、それらの企業が上場すると、評価が改善され、正常化する。

Q：ESG（環境・社会・ガバナンス）に注目した投資も大きなトレンドだが、持続可能か。

A：ESGの重要性は、今後10年間で高まる一方で、算術的成長と対数関数的成長の中間の成長を遂げるだろう。人々はこのような投資を望んでおり、自分のお金が金儲け以上のことをしてくれると感じている。私は、1980年代の貪欲なウォール街からスタートしたため、30年のキャリアの中でも大きな変化だ。

Q：ESGとは何か、という点で混乱があるが、どのように解決されるのか。

A：ESGは、ルールに基づき、定量化しなければならない。どの程度の情報開示が正確で有効なのか、どうモデル化するかが議論されるだろう。1970年代や1990年代に会計が注目されたように、ESG会計が注目されるだろう。

Q：十分に注目されていない分野や問題は何か。

A：ベンチャーキャピタル、暗号資産（仮想通貨）、分散型金融の世界。われわれは全てのレポートでディスラプション（創造的破壊）について議論する。米株式が世界の他の地域よりも好調なのはその

ためだ。アマゾン・ドット・コム<AMZN>やアップルが存続し、S&P500指数の10年間の年平均成長率（CAGR）が16%と他の国々の2倍なのは、1999年と2000年にベンチャーキャピタルが資金を提供したおかげだ。

Q：暗号資産の見通しはどうか。

A：まだ2、3年先の話だが、FRBがどう考えるかが重要だ。事実上の「デジタルドル（あるいはFedコイン）」が出てくるかもしれない。私は、暗号資産は一時的流行だと言う顧客に反論する。カセットテープはイランの王政崩壊につながった。同様に、暗号資産を無視することはできない。決済や分散型金融の分野で、実体経済での使用例が出始めるだろう。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

4. バリュートラップ回避法 How a Winning Fund Avoids Value Traps ベンジャミン・ネイハム氏の戦略

[ファンド業界]

基本戦略



Photograph by Alfonso Duran

バリューファンドのマネジャーにとって、割安と判断して購入した株式の価格が一向に上昇しない「バリュートラップ」は最悪の事態だ。マネジャーの多くは、株価上昇のカタリスト（変動要因）が見つからない限り投資をしない。

しかし、ベンジャミン・ネイハム氏は、カタリストを単に見つけるのではなく、自分自身で作り出す数少ないマネジャーの1人だ。ネイハム氏は運用資産12億ドルのニューバーガー・バーマン・イントリンジック・バリュー・ファンド<NINAX>でリードマネジャーを務め、投資先企業で不適切な経営が行われている場合は委任状争奪戦によって経営陣と戦う。一方、適切な経営が行われていても支援が必要な企業に対しては、バランスシート強化を目的としたプライベートエクイティの提供を行う。この戦略は成功を収めている。ネイハム氏のファンドの過去10年間のリターンは年率換算で14.1%と、モーニングスターの「小型ブレンド」ファンドカテゴリーの12.2%を上回っており、過去5年間のパ

フォーマンスは同一カテゴリーのファンド中で上位3%に位置している。同ファンドの経費率は1.37%と、カテゴリー平均の1.27%を若干上回っているが、5.75%の販売手数料はチャールズ・シュワブ<SCHW>やフィデリティなどの証券会社では免除されている。

ブルックリン・ロースクールを卒業したネイハム氏は、1983年にMKIセキュリティーズという証券会社に就職し、最初はコンプライアンスオフィサーを、次いで合併・スピンオフ（分離・独立）のアナリストを務めた。企業買収はバリュートラップ投資家にとって主要なカタリストである。被買収企業の潜在的な価値を認識する買収企業が、現状の株価を上回る価格を喜んで支払うからだ。

ネイハム氏のスキルはデービッド・J・グリーン・アンド・カンパニーというバリュートラップ投資を重視する投資会社の目に止まった。ネイハム氏は「私とデービッド・J・グリーンとの間には一連の共通する関心事項があった。同社はカタリスト重視の投資会社として知られ、分割または買収対象となる可能性のある企業に投資を行ってきた実績があった」と言う。

ネイハム氏は1991年にデービッド・J・グリーンに入社し、DJGスモール・キャップ・バリュートラップ・ファンドという小型非上場株戦略の運用を始めた。2008年にニューバーガー・バーマンがデービッド・J・グリーンを買収し、同ファンドをニューバーガーのミューチュアルファンドの機関投資家向けクラス株<NINLX>に転換した。ネイハム氏の運用チームはジェームズ・マカリー共同マネジャー（2005年にグリーン入社）、アミット・ソロモン氏（2002年入社）を含め、そのまま残った。

■ バリュートラップに対応

ニューバーガーのデータによると、2009年1月以降、これまでに84社の投資先が買収され、平均の買収プレミアムは35%だった。しかし、買収はネイハム氏が見いだしたバリュートラップを回避するための複数のカタリストの一つにすぎない。ネイハム氏は「バリュートラップに陥る要因は二つある。一つは、その企業の取締役会と経営陣が自社の業界で起きている変化を理解していない、あるいはそうした変化に対し迅速な対応を取らない場合だ。もう一つは借り入れ過多の場合だ。企業に適切な製品とビジョンがあっても、バランスシートが足を引っ張るケースが多い」と言う。

エクイティ投資を行うことにより、増資資金で負債の削減が可能となる。ネイハム氏とマカリー氏は2021年初め、多額の負債を抱えたデータマネジメント企業のクアンタム<QMCO>と、再生可能発電機器やボイラーを製造するバブコック・アンド・ウィルコックス・エンタープライズ<BW>の増資による資金調達を支援した。

マカリー氏は「クアンタムは非構造化データ管理ソフトウェアのトップ企業だ」と言う。そうしたデータは、分類し一般的なデータベースやスプレッドシートに格納することが困難だ。「映像データファイルや監視データファイルを含め、さまざまな非構造化データファイルが劇的に増加しており、そうしたデータを格納する必要がある。ネイハム氏は、今回の資金調達により、クアンタムは最先端のデータ管理製品を展開する時間的な余裕ができた」と語る。

ネイハム氏は、バブコック・アンド・ウィルコックスについては、エクイティを注入したことにより、「公益企業や電力会社といった従来のボイラー製品顧客の次世代炭素回収テクノロジー導入を支援することが可能になった。負債が大幅に減少し、今後2年間で新製品が幾つか投入可能になるため、はるかに環境に優しい企業になる」と言う。

Neuberger Berman Intrinsic Value

	Total Return		
	1-Yr	5-Yr	10-Yr
NINAX	22.5%	13.8%	14.1%
Russell 2000 Value Index	22.9	7.5	11.5
Top 10 Holdings			
Company / Ticker	% of Portfolio		
Crown Holdings / CCK	2.8%		
Criteo / CRTO	2.8		
Unisys / UIS	2.2		
Avery Dennison / AVY	2.2		
Resideo Technologies / REZI	2.2		
International Game Technology / IGT	2.2		
MaCom Technology Solutions Holdings / MTSI	2.0		
Charles River Laboratories International / CRL	2.0		
Ciena / CIEN	1.9		
Xperi Holding / XPER	1.8		
Total	22.1%		

Note: Holdings as of Sept. 30. Returns through Dec. 20; five- and 10-year returns are annualized.

Sources: Bloomberg; Neuberger Berman

小型ハイテク株重視

ネイハム氏のファンドを他の小型株ファンドと差別化する要因の一つが、ハイテク株のウエートの高さ（9月30日時点で34%）だ。同氏はハイテク業界の「成長が中断された銘柄」や「成長復帰銘柄」への投資を好む。ハイテク株やグロース株の投資家の見方は一般に「二極化」しがちであり、「多くの場合、人気を失った小型成長株に対する中間的なスタンスは存在しない。当ファンドはバランスシートが健全であり、経営陣が起業家的で革新的な企業を発見し、その企業が不死鳥のようによみがえる可能性を見極める努力をしている」と語る。

ネイハム氏が特に好むのは、複数の事業を展開しているため通常の投資家では分析が困難な、複雑なハイテク企業だ。最近では、オンライン広告のクリテオ<CRTO>を選好している。同社は2017年に5

5ドルの高値を付けた。ところが、規制当局と大手顧客が広告企業によるサードパーティークッキー（クリテオを含め各社が消費者を追跡するために使用していた）の利用を精査するようになると下落が始まり、グーグル、アップル<AAPL>、ファイヤーフォックスがブラウザでサードパーティークッキーをブロックすると発表してから間もない2020年3月（新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）中）に6.21ドルの最安値を付けた。

2020年8月末に株価が13ドルに急騰する頃には、ネイハム氏はクリテオのウエートをほぼ倍増させていた。ネイハム氏は「問題は、プライバシー規制がさらに厳格化された場合、クリテオが対応できるかだった。クリテオにはクッキーが規制される世界で活路を開いていく技術と能力があると判断した」と言う。

ネイハム氏は、クリテオがクッキーを使用せずに強力なキャッシュフローの成長を生む新たな広告事業を開発している点に着目していた。同社は潤沢なキャッシュ（1株当たり7ドル）も保有。ライブランプ<RAMP>など、クッキーへの依存度が低い競合企業のバリュエーションはクリテオの数倍だが、クリテオのバリュエーションはその差を縮小しつつあり、現在の株価は約38ドルとなっている。

もちろん、バリュートラップからの脱出が一夜にして実現するわけではない。バブコック・アンド・ウィルコックスの株価は年初来で140%近く上昇しているが、クアンタムは19%下落している。しかし、多少背中を押す必要がある場合があるにせよ、通常、ネイハム氏の投資は最終的には成功する。

By Lewis Braham
(Source: Dow Jones)

5. S&P500、最高値更新 The S&P 500 Closes at a New High オミクロン株乗り越え

[米国株式市場]

警戒感が和らぐ



AFP via Getty Images

新型コロナウイルスの新たな変異株「オミクロン株」を乗り越え、先週の株式市場は最高値を更新した。

S&P500指数は12月20日に下落後、23日には終値で4725.79と史上最高値を更新。クリスマス休暇で4日間の取引だった先週の上昇率は2.3%となった。ダウ工業株30種平均は1.7%高の3万5950ドル56セント、ナスダック総合指数は3.2%高の1万5653.37で引けた。小型株のラッセル2000指数は3.1%高の2241.58で取引を終え

た。

年末が近づき、新型コロナの死者数は80万人を超えたが、投資家は年初来でS&P500指数が約26%上昇する原動力となった経済の回復に注目し続けた。同指数は2018年以降でほぼ2倍だ。

オミクロン株は新型コロナウイルス感染症の主流となったが、投資家は、ワクチンを接種していれば以前の変異株より重症化しないというエビデンスが増加していることに安心感を覚えている。感染が速いオミクロン株の感染状況は、感染の中心となった南アフリカでピークに達したようだ。

ビスポーク・インベストメント・グループは「オミクロン株は非常に強い伝染性にもかかわらず、以前の変異株よりもはるかに危険性が低いことを全てのデータが示している。ワクチン接種者や既に感染した人々への脅威は無視できるもので、流行は非常に短く、すぐに終わりを迎える」としている。バイデン米大統領は、新たに認可されたファイザー<PFE>とメルク<MRK>の経口治療薬を配布する計画で、昨年のように病院が患者であふれる事態は避けられるはずだ。

市場にとって歓迎に値する話だ。もっとも、われわれは起こらなかったことにあまりに注意を払わない傾向がある。米国医師会雑誌（JAMA）で先週引用されたコモンウェルス財団の疫学モデルによると、ワクチン接種がパンデミック（世界的大流行）の状況を変えていなければ、米国ではさらに110万人近くが死亡し、1000万人が入院していたという。

大型ハイテク株

Market Snapshot



Source: FactSet

オミクロン株で経済の重要な部分が後退していないわけではない。プロホッケーリーグは休止中で、プロサッカーとプロバスケットボールはリーグの試合を延期した。ブロードウェイは暗転した。それでも、2021年にはストリーミングサービスによって生み出された大量のコンテンツにより、寂しい形だが埋め合わせが行われている。グッゲンハイムのアナリストであるマイケル・モリス氏は、コムキャスト<CMCSA>、ウォルト・ディズニー<DIS>、ネットフリックス<NFLX>といったエンターテインメント大手が制作費を今年20%増やし、500億ドル近くになったと指摘する。アップル<APPL>のような新たな「オーバー・ザ・トップ」型のサブスクリプションサービスは、今年80億ド

ル以上の新しいコンテンツに貢献した。

大型ハイテク株は人々の夜を満ち足りたものになっている一方、株式市場の取引でも支配的な地位にある。最近やや失速したものの、テスラ<TSLA>やエヌビディア<NVDA>といった一握りの大企業が今年のS&P500指数の上昇の3分の1を占めている。今年の強気相場を値上がり銘柄数という観点で見ると、これだけの上昇にしては値上がり銘柄数が異例なほど少なかった。

クレディスイスの米国株式ストラテジスト、ジョナサン・ゴルフ氏は、ハイテク株を均等に加重平均したユニバースは、過去12カ月で約14%しか上昇していないと指摘する。これに対し、かつてFAANGとして知られ、現在はGAMMA（アルファベット<GOOGL>、アップル、マイクロソフト<MSFT>、メタ<FB>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>）と呼ばれるようになった大型ハイテク株は32%の上昇となっている。GAMMAは売上高の成長率や株主資本利益率（ROE）は高いものの、バリュエーションもかなり高い。これら大型株がけん引した指数の上昇はパッシブ運用の投資家に恩恵をもたらしたが、銘柄選択にかけたアクティブ運用の投資家は馬鹿にされたような感じだった。

太陽光発電関連銘柄

20日の市場の下落は特に環境セクターにとって急激なものだった。ウエスト・バージニア州選出のマンチン上院議員（民主）が「ビルド・バック・ベター法案」に対する支持を拒否したことで、約5500億ドルのグリーンエネルギー補助金と税制優遇措置による浮上を期待していた同セクターに影を落としたからだ。

カリフォルニア州の規制当局が太陽光発電の経済性に関する変更を提案したことで、既に懸念が広がっていた太陽光発電関連メーカーのソーラーエッジ・テクノロジーズ<SEDG>やエンフェーズ・エナジー<ENPH>、太陽光発電設備設置業者のサンラン<RUN>といった銘柄は、この報道で打撃を受けた。ただ、エバーコアISIのジーン・モーガン氏はパネルメーカーのファースト・ソーラー<FSLR>に関し、20日に十分下落したため、中国メーカーとの競争で長期的な懸念はあるものの、戦術的なアウトパフォームが見込めるとしている。

By Bill Alpert
(Source: Dow Jones)

6. 銀行株の注目6銘柄

6 Bank Stocks With Diversified Revenue Streams and Strong Management

来年は選択が重要

[金融]

来年はまちまち

銀行は当局によるストレステスト（健全性審査）を毎年受ける。来年は銀行株への投資家自身がストレステストに直面するだろう。

金融セクターが低迷すると懸念する人はほとんど見当たらない。これが新年に向けた評価だが、勝負の行方は分からない。プラス面としては、米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げを予定しており、



David Paul Morris/Bloomberg

銀行の利益を押し上げることが期待される。一方、同セクターは規制当局の監視が一段と強化される見込みで、マイナス材料になりかねない。

多様な収益源の銘柄選好

過去2年間はパッシブ姿勢の運用で利益を享受できた。しかし、2022年は判断力を伴ったアクティブな銘柄選定が必要になる。上場投資信託（ETF）のSPDR S&P銀行ETF<KBE>は、底値を付けた2020年3月23日から111%上昇し、S&P500指数（103%上昇）をやや上回った。「潮がさせば、全ての船が浮かぶ」相場は繰り返さないだろう。主要銀行は全てのストレステストを通過し、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）による試練も乗り越え、経営は健全と言える。しかし、成長を促す要因が見通せない。利上げと融資活動が成長の鍵として期待されるが、全ての銀行が平等にその恩恵を受けるわけではない。銀行株を中心に投資するドライバー・マネジメンツの創業者、アボット・クーパー氏は、多様な収入源を持ち、強力な経営陣が率いる銀行を選好すべきだと言う。クーパー氏は特に、JPモルガン・チェース<JPM>とシリコンバレーを拠点とするSVBファイナンシャル・グループ<SIVB>を選好する。両社とも決して割安ではない。JPモルガンの株価有形資産倍率は2.3倍で、SVBファイナンシャルは3.4倍。ファクトセットによると、同業他社は約1.9倍だ。クーパー氏は「2行の経営陣は、産業、経済、その他の状況に左右されることなく、投資家に優れた長期的なリターンをもたらすだろう」と語る。

利上げと金融セクター

投資家にとって最大の関心事はFRBの利上げだ。インフレを抑えるため、FRBは来年3回の利上げを行うことを示唆した。利上げは銀行の業績にとって強気材料だ。ローンの収益性は高まる一方、預金利息はそれほど急速に上がらない。もっとも、収益性の改善が必ずしも株価に反映されるわけではない。ウェルスマネジメント会社のアドバイザー・インベストメンツのチャーリー・ツール氏は1994年まで遡り、4回の利上げサイクル期間の銀行株とS&P500指数のパフォーマンスを比較した。見えてきたのは、1回を除き、銀行株は市場全体に比べアンダーパフォームしているということだ。そのレンジは、2004年～2006年の利上げサイクルでわずか0.3%であったのに対し、ITバブル崩壊に至るまでの間は27%に及ぶ。

規制圧力

銀行株は来年、規制圧力というリスクに直面する。規制強化が実現するかはまだ定かではないが、重役ポストの任命や、中間選挙に向けた選挙活動で、金融セクターは攻撃を浴びる可能性がある。バイデン米大統領は間もなくFRBの次期金融規制担当副議長を任命する。共和党や民主党穏健派の反対でソーレ・オマロバ氏の指名が取り下げとなり、通貨監督庁（OCC）長官ポストも空席だ。規制当局が厳格な資本規制を導入するのではないかと懸念する投資家もいる。政界のさまざまな動きで、株式のパフォーマンスが低下する可能性もある。

六つの銘柄

一方、銘柄によっては買いのチャンスが訪れるかもしれない。クーパー氏は「業界全体が乱気流に突入する中、質の高い銘柄を買う絶好のチャンスが必ず訪れる。マクロ懸念が浮上すると、金融セクターは一体と見なされて取引されるが、良い銘柄も、そうでない銘柄と一緒に投げ捨てられる」と語る。JPモルガン、SVBファイナンシャルに加え、クーパー氏は金融持ち株会社のピナクル・フィナンシャル・パートナーズ<PNFP>、バンクファースト<BANF>、サービスファースト・バンクシェアズ<SFBS>、ウェスタン・アライアンス・バンコーポレーション<WAL>を選好する。どの銘柄も割安ではないが、2015年から一貫して力強いリターンを出している。クーパー氏は年平均成長率を重視しており、ファクトセットによると、純粋に株価だけを見た場合、SVBファイナンシャルの年平均成長率は驚くことに2015年以来28%だ。サービスファーストは27%、ウェスタン・アライアンスは21%、JPモルガンとピナクルはそれぞれ14%と13%、バンクファーストは12%。業界平均は7.1%。

銘柄選定が利益を生む鍵となるだろう。

By Carleton English
(Source: Dow Jones)

7. アクティブ運用、ESG、暗号資産がけん引

[ETF]

The Year in ETFs: Active Management, ESG, and Crypto
ETF、この1年

ETFの成長止まらず

ファンド業界は、記録的な資産流入、業界初となる新商品の登場、アクティブ運用やサステナビリティに焦点を当てた戦略への関心の高まりが見られ、今年も特筆すべき一年となった。

上場投資信託（ETF）の成長は止まらず、残すところ2週間となった今年、ETFは9000億ドル超の新規資金を集め、昨年の純流入額5000億ドルの記録を塗り替えた。今年一年でおよそ450本のETFが新規に設定されたが、これも過去最高となり、2年連続でミューチュアルファンドの新規設定数を上回る事となった。

ETF業界の運用資産は総額7兆ドルに到達。ミューチュアルファンドの運用額20兆ドルに比べると、依然として小規模だが、いずれ上回るのは間違いない。今年にはギネス・アトキンソンとディメンショナル・ファンド・アドバイザーズがミューチュアルファンドからETFへの転換を初めて行い、JPモルガ



Michael Nagle/Bloomberg

ンとフランクリン・テンプルトンが2022年に同様の転換を計画していると発表した。

アクティブ運用が台頭

ETF業界は少なくとも一つの点で、ミューチュアルファンド業界と似てきている。アクティブ運用の採用だ。規制変更や不安定な市場、アーク・インベストメント・マネジメンのキャシー・ウッド氏の昨年の成功などが重なり、アクティブ運用ETFの新しい時代の幕開けとなった。2021年に設定された450本のETFのうち、3分の2近くがアクティブ運用で、中にはT.ロウ・プライス<TROW>、キャピタル・グループ、アメリカン・センチュリーなど、ETFブームの第一波では参入を見送った大手ミューチュアルファンド会社のものも含まれる。

ミーム株の台頭により、ソーシャルメディア上のセンチメントや空売りの多さに基づいて銘柄選択を行う新しいファンドが生まれた。メタバースや非代替性トークン（NFT）などの新たなトレンドから利益を得ることを目的としたファンドもある。

最も注目すべきは、ビットコインに連動するETFの登場だ。この結果、暗号通貨はポートフォリオの選択対象となり、投資家はデジタルウォレットやキーの管理をすることなく、ビットコインを保有することができるようになった。米規制当局はビットコインの先物契約に連動するETFしか認めなかったが、投資家は構わなかった。最初のビットコインETFとなったプロシエアーズ・ビットコイン・ストラテジーETF<BITO>は設定後わずか3日間で12億ドルの新規運用資産を獲得した。先行者利益は明白だった。その後、二つのETFが設定されたが、獲得した運用資産額は合計で7300万ドルにすぎない。

2020年で最大の成功の一つは、2021年で最大の失敗ともなった。キャシー・ウッド氏のアーク・インベストメント・マネジメンが設定したイノベーション企業に投資するETFは、2020年に平均150%超のリターンを記録し、トップクラスのパフォーマンスを誇った。しかし、2月にピークを迎えてからは苦戦を強いられ、その上昇分の多くを失った。インフレ率の上昇により、アークが保有する成長企業の将来のキャッシュフローに、現在ではあまり価値が見いだせなくなっているからだ。アークのアクティブ運用ETF6本のうち5本で、年初来のパフォーマンスがマイナスとなっている。昨年のベストパフォーマーだったアーク・ゲノミック・レボリューション・マルチセクターETF<ARKG>は今年31%下落し、ワーストパフォーマーとなった。

サプライチェーンの混乱に見舞われる中、ドライバルク輸送の運賃に連動した運用資産5600万ドルの

ブレイクウェイブ・ドライバルク・ SHIPPING ETF < BDRY > は年初来246%高と、今年のベストパフォーマンス。コモディティー価格の上昇に伴い、エネルギー企業や鉱山事業に投資するファンドも最大の勝ち組となった。

ESG投資

環境、社会、ガバナンス (ESG) 関連ファンドのブームは2021年も衰えることがなかった。企業や投資家は不適切な労務管理、リーダーシップの多様性の欠如、環境への悪影響がもたらす財務リスクを認識するようになっている。

モーニングスターによると、目論見書で持続可能性への取り組みを記載したファンドは、今年11カ月間で680億ドルの新規運用資産を獲得した。2020年の純流入額510億ドルを大幅に上回り、2019年の2倍超、2018年の10倍近くとなった。来年は多くの人の確定拠出年金 (401k) でESGファンドが選択肢に入る可能性があり、持続可能性に取り組むファンドの増加ペースはさらに加速するかもしれない。

ESGファンドの成長は、新商品数や運用資産額の記録的な数字だけでなく、さまざまな戦略も生み出している。温室効果ガスの排出を防止・削減・除去するプロジェクトに投資することで、投資先企業による炭素排出の相殺を試みるファンドもある。

今年夏に設定されたエンジン・ナンバー1・トランスフォーム500 ETF < VOTE > は、S&P500指数に酷似したポートフォリオを保有する一方、投資先企業のESG変革を促すことを明確にした点に特徴がある。このファンドのスポンサーで、アクティビスト (物言う株主) としても著名なアセットマネジャーのエンジン・ナンバーワンは、石油大手エクソンモービル < XOM > の委任状争奪戦で三つの取締役ポストを獲得し、巨大石油企業のクリーンエネルギー事業への転換を支援することに成功した。エンジン・ナンバーワンは新しいESG投資の在り方を提唱している。悪質な企業から撤退するのではなく、その企業の株式を保有し、株主の権利を通じてその企業を変えるべきだというのだ。

クレインシェアーズ・グローバル・カーボンETF < KRBN > は、多くの国や地域で企業が排出できる二酸化炭素の量が制限されているため、取引可能な資産となった炭素クレジットの先物契約に投資している。炭素排出枠を超えた企業は、割当が残っている企業から追加枠 (クレジット) を購入しなければならない。炭素排出枠は年々縮小されるため、炭素価格は上昇し、最終的には企業の排出量削減を促すと期待されている。このETFは2021年に最もパフォーマンスの高いETFの一つであり、年初来では88%上昇している。

By Evie Liu
(Source: Dow Jones)

8. 「缶カクテル」が急成長

[食品]

Canned Cocktails Are Booming. These Companies Are Profiting.
今後の上昇銘柄は？

「ハードセルツァー」に置き換わる



Cindy Ord/Getty Images for NYCWFF

筆者は数年前からゴルフのハーフターン休憩の際にホットドッグを食べ、ウオッカミュールを飲むことにしている。このカクテルはウオッカ、ジンジャービール、ビター、ライムを缶に詰めたもので、2019年にベルギーのビール醸造会社アンハイザー・ブッシュ・インベブ<BUD>に買収された米カットウォーター・スピリッツが製造している。

こうした缶カクテルは流通業界で「レディ・トゥ・ドリンク」(RTD、「すぐ飲める」の意味)カクテルと呼ばれ、最も急速な成長を遂げ

ているアルコール飲料だ。

缶カクテルの流行は、お祭り騒ぎが終わりを迎える兆候が見える中で起こっている。お祭り騒ぎとは、依然として多くの飲酒者を家庭内にとどめている新型コロナウイルスのパンデミック(世界的大流行)ではなく、「ハードセルツァー(アルコール入り炭酸水にフルーツ風味を加えたもの)」の流行のことだ。トップブランドのWhite Claw(ホワイトクロー)は売り上げが減少傾向にあり、ハードセルツァーの販売額が業界2位のポストンビール<SAM>は、TRULY(トゥルーリー)ブランドの数百万ケースもの売れ残りを廃棄処分せざるを得なくなっている。

フランスのアルコール飲料販売会社ペルノ・リカール<RI,フランス>の北米事業で最高経営責任者(CEO)を務めるアン・ムケルジー氏は「ハードセルツァーは香りも味もしない。消費者は『缶の中に入ったマルガリータが欲しい』『缶の中に入ったコスモポリタンが欲しい』と言っており、セルツァーに飽きている」と主張する。

アルコール飲料のネット通販会社ドリズリーが運営するアルコール飲料業界向け情報サイト「BevAlc Insights(ベブアルク・インサイト)」によると、缶カクテルの売上高は2021年に2倍以上に増加した。ボトル詰め甘い「オールドファッションド」(ウイスキー、ビター、果物、砂糖入りのカクテル)は時代遅れになっており、現代的な蒸留所は高級スピリッツとシンプルな成分を混ぜ合わせている。ペルノ・リカールは近く、ジェムソン(アイリッシュウイスキーのブランド)とジンジャーエール、ライムを組み合わせた缶カクテルを発売する計画だ。ペルノ・リカールは既にアブソルートウオッカ(スウェーデン産ウオッカ)とマリブラム(マリブ産ラム酒)の缶カクテルを販売している。

収益と株価は好調



Christopher Goodney/Bloomberg

ユーロネクスト・パリで上場するペルノ・リカールの年初来株式リターンは35%で、ユーロが対ドルで下落したため、同社の米国預託証券（ADR）の年初来リターンは26%となっている。一方、ボストンビールの株価は年初来で47%下落している。さまざまなビールブランドがセルツァー市場に参入したため、同社のセルツァー事業は打撃を受けている。MKMパートナーズのアナリスト、ビル・カーク氏は、最近セルツァーに参入した企業の一部が撤退し、缶カクテル銘柄の株価上昇への道が開かれる可能性があるかと予測する。

こうした予測は、蒸留酒メーカーのバリュエーションがソフトウェアスタートアップ並みとなっている理由の一つだ。ペルノ・リカールと、ジョニー・ウォーカーの持株会社ディアジオ<DGE.英国>の株価収益率（PER）は約30倍で、ジャック・ダニエルを製造するブラウン・フォーマン<BF.B>は43倍。これら3社の1株当たり利益（EPS）はここ数年、2桁台のペースで増加している。

MKMパートナーズのカーク氏は、レミー・コアントロー<RCO.フランス>とペルノ・リカールのいずれかが、急成長中の缶カクテル市場へのエクスポージャーを拡大するため、米国の蒸留酒メーカーを2022年に買収すると予想している。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

9. 強気相場に死角はあるか

[コラム]

What Will It Take to Kill This Bull Market? We'll Find Out Next Year.
来年のインフレ、住宅ブーム、ミーム株は

大型株の勝利

2021年は襲撃（トランプ米前大統領の支持者による連邦議会議事堂襲撃など）、感染、インフレ（全て「i」からはじまる英単語）の年として記憶されるだろう。しかし、米株式市場にとって、これらは大きな問題にはならなかったと思われる。今年も投資家は、いったん投資したらパソコンや携帯電話、テレビの情報を遠ざけ、ポートフォリオのことを忘れた方が良かったのだろう。

静かに目を閉じ、大型株指数への投資に徹した投資家がいたら、株式市場の恩恵を受けただろう。モーニングスターによれば、上場投資信託（ETF）のSPDR S&P 500 ETF<SPY>は12月22日時点で年初来リターンが25.52%だった。

しかし、小型株や海外、新興国市場などの大型株以外に目を向けた投資家は、リスクに見合わない結果しか得られなかった。小型株を投資対象とするiシェアーズ・ラッセル2000 ETF<IWM>の年初来



Ed Jones/AFP via Getty Images

リターンは12.34%、バンガードFTSEオールワールド除米国ETF<VEU>は6.32%、iシェアーズMSCIエマージング・マーケットETF<EEM>はマイナス4.87%、iシェアーズMSCI中国ETF<MCHI>はマイナス22.02%だった。

債券指数も同様で、iシェアーズ・コア米国総合債券市場ETF<AGG>はマイナス1.63%。iシェアーズiBoxx米ドル建てハイイールド社債ETF<HYG>は3.35%と、かろうじてプラスを維持した。今年のインカム投資先として本誌が言及したクローズドエンド型レバレッジドローンフ

ァンドは、ヌビーン・フローティングレート・インカムオポチュニティ<JRO>の23.34%など、株式投資より低リスクながら同程度の成果を上げた。

インフレ進行

今年インフレが最初は徐々に、その後急激に進行した。2020年から続くコロナ禍の影響によるデフレ圧力を背景に、1月のインフレ率は前年同月比1.4%と、米連邦準備制度理事会（FRB）の長期目標の2%を大きく下回っていた。ブリークリー・アドバイザー・グループのピーター・ブックバー最高投資責任者（CIO）は当時、需給ひっ迫によりコモディティからDRAMまで、幅広い分野で価格上昇が進んでいると警告を発し始めていた。

秋には、サプライチェーン（供給網）の混乱がニュースで頻りに報じられるようになった。輸入品の運搬を担うトラックやドライバーの不足から、港にはコンテナが山積みとなった。消費者物価指数（CPI）は6.8%と、1982年以来の上昇率を示した。

問題は需給逼迫（ひっばく）だけではない。トランプ前大統領による9000億ドルの追加景気対策法案と、2兆1000億ドルの新型コロナウイルス対策の救済法案が前年可決されており、これに加えバイデン大統領による1兆9000億ドルの追加経済対策が米経済に注入されようとしていた。政府の巨額の借金を支えていたのがFRBによる年1兆ドル規模の国債買い入れであり、年間約5000億ドルの政府系機関の住宅ローン担保証券の買い入れは住宅市場を支えた。

インフレ進行は住宅市場に顕著に現れた。2021年初め、パウエルFRB議長は住宅販売価格が2桁の急伸を示したことについて、若年層世帯がパンデミックを機に、都会の集合住宅からテレワーク用空間を十分確保できる都市近郊などの戸建てに住みかえたことによる「一時的」な現象だとした。しかし、S&Pコアロジック・ケース・シラー全米住宅価格NSA指数の最新データによれば、9月には住宅価格の上昇率は20%近くまで上昇した。

アライアンス・バーンスタインの元チーフエコノミスト、ジョセフ・カーソン氏は先月、CPIで住居費を示す構成項目である「持ち家の帰属家賃」の上昇率は前年比で3%未満だと説明している。カーソン氏によれば、住宅価格の動向は6カ月から12カ月遅れで帰属家賃に反映される。カーソン氏は、その頃にはCPIの4分の1近くを占める帰属家賃が小売物価を押し上げ、その幅は広く認知されている今年春の中古車価格の急上昇の比ではないほど大きくなると指摘する。

政府借金が下支え

住宅ブームに加えて、今年を特徴付けるものの一つにミーム株がある。コロナ禍でスポーツギャンブルの機会が減り、ヘッジファンドなどから空売り対象とされる銘柄が注目を集めた。取引手数料の無料化やコロナ禍で空き時間が増えたことなども、こうした動きを後押しした。ミーム株投資家の動機が何であれ、その資金源は政府からの現金給付であり、史上最低水準の金利で政府が借り入れる米国債だ。ゼロ金利と言っても、インフレの影響を除けば10年間でマイナス1%を下回る。

ファイナンス理論によれば、低金利環境は資産の経済価値を押し上げる。ある投資の将来のキャッシュフローの現在価値は、その投資の資金の金利が下がると上昇する。永遠に続くようにも思えるパンデミックの影響以外では、2021年の金融市場で注目を集めたのは中央銀行がもたらす貨幣の力だ。各国政府は通常あり得ない規模の借入れを行い、資産価値を記録的な水準に押し上げている。価格上昇はモノやサービスに広がり、消費者や政治家の最大の懸念事項となっている。

2022年には、これらのプロセスの一部は逆の動きを見せ始めるだろう。通貨の発行量が減れば価格上昇にも歯止めがかかるが、その幅は一定ではないはずだ。まず証券市場が影響を受け、次にモノやサービス価格に広がるだろう。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

Alibaba's Stock Is Cheap, but for Good Reason. Investors Should Be Wary.
アリババ株には慎重に

当局の規制、米国での上場廃止リスクの他にも、急成長の維持が課題

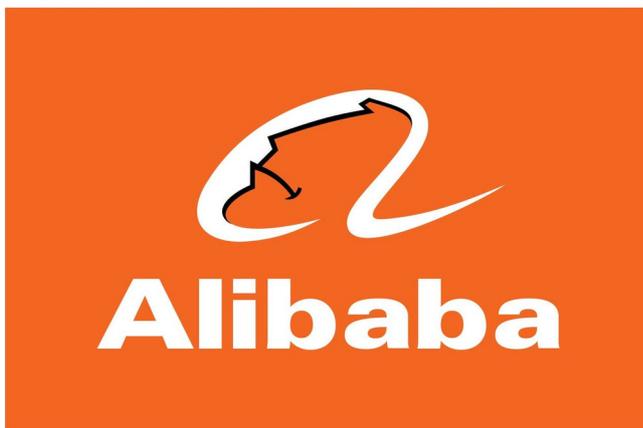


Illustration by Elias Stein

中国電子商取引大手アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）<BABA>の株価が割安に見える。今年は中国当局による規制強化や改革に直面し、米国で上場されている株価は23日時点で118ドル66セントと、年初来49%下落した。しかし、投資家はアリババに飛びつきたい衝動にあらがう必要がある。

アリババを買い始めるマネーマネジャーも出ている。ブルームバーグが追跡するアナリストのうち、56名が「バイ」、5名が「ホールド」としており、「セル」とするのは1名のみだ。ア

ナリスト平均の目標株価は202ドルとなっている。

アリババ経営陣は、先日行われた投資家向け説明会で積極的な姿勢を見せた。東南アジアで展開する傘下マーケットプレイスのラザダについて、流通取引総額目標を1000億ドルとしたほか、中国国内の低所得地域の消費者層向け施策を強化し、2030年までにカーボンニュートラルを達成する目標を掲げ

るなど、中国当局の意向に協調的な計画を打ち出した。新たな競合に対抗するため、電子商取引チャンネルに加えた変更についても説明を行った。

アリババは間違いなく、中国において独占的な地位を保ち続けるだろう。一方、みずほ証券のアナリスト、ジェームズ・リー氏は、アリババへの投資から利益を回収できるようになるまでには時間がかかるかもしれないと述べる。減速する経済やサプライチェーン問題と相まって、短期的な成長はさえないものとなる可能性がある。

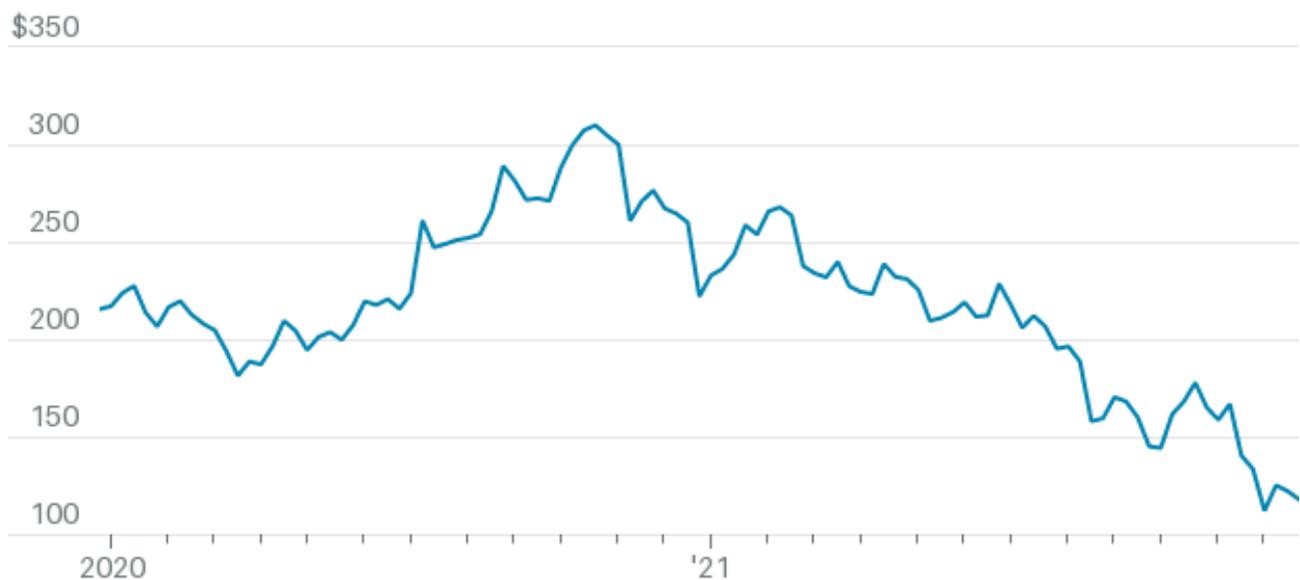
米中両国当局は、複数の中国企業の米上場を廃止にしようとしている。ヘッジファンド「レイリアント・グローバル・アドバイザーズ」のマネージング・ディレクター、フィリップ・ウール氏は「(アリババ)は、当局が懸念を示すあらゆる分野で規制の問題にさらされている」と述べる。ウール氏は現在、成長軌道の初期にある中国国内企業を選好している。新型コロナウイルスのパンデミック(世界的大流行)や当局による締め付け以前から、中国のインターネット大手は急成長の維持に苦戦していた。現在、それはさらに大きな問題となっている。

今週の予定

A Heavy Hand

Alibaba's shares took a hit when the pandemic struck in 2020. But the 2021 regulatory crackdowns were more damaging.

Alibaba Group Holding (BABA / NYSE)



Source: FactSet

12月27日 (月)

- ・カナダや英国をはじめ、多くの国の市場がクリスマス休暇のため休場。
- ・米ダラス連銀が12月のテキサス州製造業景況指数を発表。コンセンサス予想は13.8と、11月から2ポイント上昇。数値は同地域の製造業セクターの成長を示しているが、今年4月に記録したパンデミック後のピーク37.3を大きく下回る。

12月28日 (火)

- ・米連邦住宅金融庁（FHFA）が10月の住宅価格指数を発表。2021年第3四半期までの9カ月間で、住宅価格は前年同期比18.5%と記録的な上昇となっている。30%以上の上昇を記録したアイダホ州やユタ州をはじめ、全ての州で上昇が記録されている。
- ・S&Pコアロジックが10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18.5%の上昇で、9月の19.5%上昇をわずかに下回る。9月は統計が始まって以来3番目に大きな上昇率を記録した。同統計が追跡する20都市では、アリゾナ州フェニックス、フロリダ州タンパ、同マイアミなど5都市で前年同月比25%以上の上昇となった。一方、イリノイ州シカゴ、ミネソタ州ミネアポリス、ワシントンDCの3都市は上昇率で20都市中最低となったが、それでも同12%~14%上昇している。
- ・12月の米リッチモンド連銀製造業景況指数発表。予想は12と、10月、11月とほぼ同じ。ダラス連銀によるテキサス州製造業景況指数と同様、今年初夏に記録した水準を大きく下回る。

12月29日（水）

- ・全米不動産業者協会（NAR）が11月の中古住宅販売保留指数を発表。コンセンサス予想は123で、10月の125.2を下回る。住宅の売買契約の締結状況から今後の住宅販売をみる指標で、10月の数値は今年最高となった。NARのチーフエコノミスト、ローレンス・ユン氏によると、賃料が早いペースで値上がりしていることや、住宅ローンの金利上昇が予想されることから、住宅売買の契約件数が増加している。
- ・11月の米卸売在庫発表。10月の季節調整済み卸売在庫は、年末商戦に向けた在庫積み増しで、過去最高の7590億ドルとなった。同時期の小売在庫は6040億ドルだった。

12月30日（木）

- ・米労働省が12月25日までの週の新規失業保険申請件数を発表。12月第1週~第3週までの週平均申請件数は19万9333件となっている。12月第1週の件数は18万8000件と、1969年9月以来最低となった。
- ・米サプライ管理協会（ISM）が12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62と11月時点のデータとほぼ同水準で、今年2月以来の低水準。同指数は17カ月連続で50を上回っており、製造業セクターの拡大を示している。

12月31日（金）

- ・大みそかのため米債券市場は午後2時に取引終了。ナスダックとニューヨーク証券取引所は通常通り。

By Reshma Kapadia
(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』 2021/12/26

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