

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2022/01/16

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 株式市場に試練、割安銘柄には投資機会も - Expect a Tough Year for Stocks but Opportunities for Bargain Hunters [ラウンドテーブル]
投資プロによる2022年市場見通しと推奨銘柄 P.1
2. 変動配当が流行 - Variable Dividends Are Catching On. What to Know. [インカム投資]
エネルギー・資源業界で流行 P.20
3. コロナ入院急増で米医療体制が逼迫 - Many Hospitals Are Getting Overwhelmed. [ヘルスケア]
危機的状況、今後数年継続も P.23
4. パンデミックによる配当停止が続く13銘柄 - Here Are 13 Stocks Whose Pandemic Dividend Suspensions Remain [フィーチャー]
復配は株価上昇のきっかけとなるか P.25
5. 目先の株式相場、決算発表がカギに - Why This Earnings Season Will Be More Important Than Ever [米国株式市場]
金利上昇は織り込み、業績予想未達がリスク P.28
6. 押し目買いよりバリュートを狙え - Buy the Dip? Consider These Value Stocks and ETFs Instead. [バリュート投資]
打撃を受けた企業の持ち直しに期待 P.30
7. ディレクTVとディッシュの合併は可能か - DirecTV and Dish? It's the Story That Just Won't Go Away [テクノロジー]
TSMC株価は業績改善受け復調 P.32
8. インフレはまだ続く - Don't Trust the Conventional Wisdom: Inflation Isn't Peaking [米国経済]
需要が促進の一面も P.34
9. 上昇する「悲惨指数」は金利をどう見ているか - The Misery Index Is Rising. What That Says About Rates. [米国株式市場]
マネーサプライの鈍化が招くもの P.36
10. 今週の予定 - Crypto and Stocks Look Increasingly Correlated. That Has Raised Risk Fears. [経済関連スケジュール]
暗号資産と株価に相関関係、リスク懸念高まる P.39

※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。

1. 株式市場に試練、割安銘柄には投資機会も

[ラウンドテーブル]

Expect a Tough Year for Stocks but Opportunities for Bargain Hunters

投資プロによる2022年市場見通しと推奨銘柄

紆余曲折



Illustration by Alvino

米連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策はインフレ上昇をあおる一因となったが、FRBは今やインフレを沈静化するために、金融システムから流動性を吸い上げる準備を整えている。パンデミック（世界的大流行）時代のパーティーは終わったようだ。株式、債券および暗号資産といったほぼ全ての資産クラスが2022年の年明けから困難に直面し、状況はさらに悪化するかもしれない。

それが、本誌ラウンドテーブルの10人の投資家の一致した見解だ。今年のラウンドテーブル

は、1月10日に、ビデオ会議ツールのズームを使って開催された。参加者は、2022年上半期にFRBが利上げを開始する中、インフレ率が大幅に上昇し、株価が下落すると見ている。とはいえ、下半期には安定感が高まり、リターンがプラスになるとも見込んでいる。参加者によるS&P500指数の予想は2桁台の下落から8%程度の上昇となっている。

3回に分けてお届けする今年のラウンドテーブルの第1回として、参加者の経済見通しと市場に対する見方に加えて、トッド・アールステン氏とソナル・デサイ氏の推奨銘柄も紹介する。

	参加者と所属	
	氏名	所属
1	スコット・ブラック	デルファイ・マネジメントの創設者および社長
2	ソナル・デサイ	フランクリン・テンブルトンの債券グループ最高投資責任者（CIO）
3	トッド・アールステン	パルナッソス・インベストメントのCIO
4	アビー・コーエン	コロンビア大学教授
5	デービッド・ジルー	T.ロウ・プライス・インベストメント・マネジメントのCIO
6	ウィリアム・プリースト	エポック・インベストメント・パートナーズのエグゼクティブ・チェアマン兼共同CIO

7	ルパール・バンサリ	アリエル・インベストメンツのCIO
8	ヘンリー・エレンボーゲン	デュラブル・キャピタル・パートナーズのCIO
9	マリオ・ガベリ	ガムコ・インベスターズの会長兼最高経営責任者（CEO）
10	メリル・ウィトマー	イーグル・キャピタル・パートナーズのゼネラル・パートナー

インフレと利上げが悪材料



Scott Black/ Photograph by Angela Owens

本誌：昨年人類にとっては厳しい年だったが、市場にとっては素晴らしい年だった。今年の幸先はそれほど良くなかった。今年、米国経済と投資家を待ち構えているものについて、ブラック氏から聞きたい。

ブラック氏：実質国内総生産（GDP）成長率を3.8～4%程度とみている。S&P500指数構成企業の利益は9%増加するだろう。FRBがインフレにおける対処の面で、大幅に立ち遅れていることが大きな問題であると私はみている。FRBのバーナンキ元議長は、2008～2009年の金融危機の間の経済浮揚において良い仕事をした。パウエル議長は2年前に、新型コロナウイルスのパンデミックとそれに伴う都市封鎖への対応で良い仕事をした。しかし、インフレ率は7%近くに達しており、1980年代の初め以来の高水準になっている。FRBがインフレを制御できないため、市場に悪影響が及ぼうとしている。

FRBのバランスシートは金融危機の際には約8500億ドルだったが、現在では8兆8000億ドル

だ。米国の負債は29兆ドルへ急増し、負債／GDP比率は約1.3倍へ上昇して、共に過去最高となっている。FRBは経済成長の勢いを削ぐことを懸念して、早期の利上げに後ろ向きだった。また、金利が上昇すれば、国の負債の利払いを増加させることになる。金利が1%ポイント上昇すると、利払いは約2900億ドル増加する。現在のインフレ率を踏まえると、米国10年国債利回りは1.8%ではなく、理論的には3.5～4%になるはずだ。そうなれば、歳出が5800億ドル増加することになり、裁量的支出に対する予算が残らなくなる。つまり、経済の基盤は非常に良好だが、高いインフレ率は市場にとって良い兆候ではない。

バリュエーションについては後で議論するが、営業利益率が昨年の第2四半期から第3四半期の間に13%強でピークを打ったことを指摘したい。

問題山積



Sonal Desai/ Photograph by Mary Beth Koeth

デサイ氏：ブラック氏のコメントを受けて6点述べたい。2021年の初めに、私はワクチンによる活況な景気を予想していた。ワクチン接種は予想通りのペースで進展したが、期待していたほどには状況を一変させなかった。2021年初めの1兆9000億ドルの財政支出に含まれる給付金も相まって、予想以上に労働力が不足した。

2点目として、サプライチェーン（供給網）の問題について私は楽観的過ぎた。私はそれが解消されると考えていたが、今や、その問題が長引く期間について悲観的になっている。

3点目として、現在のインフレの動向も異なっている。金融政策は非常に緩和的で、それはしばらく続く。需要サイドを見ると、家計セクターには3兆ドル近い貯蓄がある。同時に、供給サイドは制約されている。インフレは下半期に低下するとみているが、全体的には上振れ方向のサプライズになるだろう。

4点目として、ブラック氏が示唆したように、FRBの体制が変化した。FRBは10年以上にわたって、経済よりも市場を優遇してきた。経済成長率が低位で安定しており、インフレ率も非常に低かったために、それは可能だった。現時点では、状況は反対になりつつあり、市場は用意ができていない。債券市場は、今後2年間で150ベースポイント（bp）の利上げを織り込んでいる。それは、インフレの見通しや、FRBのドットチャートと整合的ではない。

5点目として、中国が不安定化を招く要因になりそうだ。バイデン政権が中国との間の緊張を大幅に緩和するという考え方は非現実的だ。さらに、中国のゼロコロナ政策は、サプライチェーンに予想外の停止と再開が起きる可能性を意味している。

最後に、金融システムの非常に潤沢な流動性を主因として、市場の低ボラティリティーが10年以上も続いたことがある。10年間に及ぶ超緩和的な金融政策が価格をゆがめて、リスクの価格設定が不適切になったために、市場がリスク価格を再算定するための期間が、10年とまではいかずとも、今後数年間続くだろう。高いバリュエーションと各国中央銀行の金融緩和の巻き戻しによる、数年間に及ぶ調整期間を私は予想する。

比較的楽観的

Q：良い指摘だった。この中に楽観的な人はいるか。

アールステン氏：私は、比較的楽観的な立場を取る。これまでFRBのバランスシートの規模とマイナスの実質金利が引き起こしたゆがみに関する強迫観念が存在していた。この1年ほどは、FRBの約9兆ドルのバランスシートと5～6兆ドルに達する最近の財政刺激が、GDP成長率を押し上げてきた。FRBのバランスシートから企業の本源的価値に焦点が移動することによって、投資シナリオが今後大きく変化するとみている。FRBがバランスシートを縮小させる可能性があるため、2022年のリターンのけ



Todd Ahlsten/ Photograph by Karen Santos

ん引要因としては、キャッシュフロー、事業のファンダメンタルズおよびバリュエーションが比較的重要になるだろう。投資家にとっては、2018年のような状況になるかもしれない。

株価は急速に20%下落する可能性がある。市場では恐怖が高まっている。しかし、そのような下落を経験した後では、インフレ率は恐らく低下し始め、事業環境は非常に好調な状況が続くだろう。株価は年末までに回復するかもしれない。米国では驚くべき数の技術革新に投資することができるが、人々は過去2週間でそれを忘

れてしまったようだ。例えば、自動運転、人工知能（AI）、モノのインターネット（IoT）、エッジ・コンピューティング、精密農業、ゲノミクスなどがある。われわれは、それらに確実に焦点を当てなければならない。ウォール街はFRBに目を奪われているが、起業家は物事を違うように見ている。

フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標は、今回のサイクルで約2%まで上昇するとみており、その水準でも本源的価値を重視する投資と資本利益率を求める企業にとっては非常にプラスだ。今年のGDP成長率を2.5~3%と予想する。FRBの量的緩和縮小（テーパリング）は経済成長率を減速させるだろう。インフレは高止まりし、年末にはトレンドをやや上回る約3%になる可能性があり、2023年にはトレンド並みに戻るだろう。S&P500指数構成企業の増益率は8%から14%の間で、市場の株価収益率（P/E）は若干低下するだろうが、指数自体は上昇する可能性がある。

S&P500指数でウエートが高い数銘柄—アップル<AAPL>、メタ<FB>（旧フェイスブック）、アルファベット<GOOGL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、マイクロソフト<MSFT>—の事業は素晴らしい。今、技術革新を見逃すとタイミングを逃すことになって将来買うには遅過ぎるため、見逃すべきではない。

統計の吟味が必要



Abby Joseph Cohen/ Photograph by Philip Vukelich

コーエン氏：私はアールステン氏と多くの点で同意するが、経済についてももう少し述べたい。私はデータにこだわっている。報道の多くは本誌を除いて間違っている。例えばインフレ率は、現状を過大に表わしている。コアインフレ率と賃金は上昇している。しかし、消費者物価指数（CPI）の上昇分の大半が、一度限りの出来事が原因であることを理解しなければならない。例えば、中古車価格は大幅に上昇しているが、家庭では自動車を毎年買わない。また、住宅価格も上昇しているが、住宅は何度も買うものではない。インフレ率は鈍化するだろう。また、2021年のCPI上昇率がエネルギー価格の

大幅上昇によって押し上げられたことも留意する必要がある。原油価格は1バレル当たり約80ドルへ既

に上昇しており、今年の上昇率は昨年と同じではないだろう。

労働市場にも注意すべきだ。経済指標が現状ほど大幅に修正され続けた唯一の前例は1990年代だ。政府からわれわれが得るデータはサンプリングに基づいており、サンプリングの対象となっている企業は調査が構築された時点では重要だったが、現在では必ずしも最も重要ではなく、急成長してもいいない。

1990年代のように経済の構造変化が進み、サンプリングがそれに追いつかない場合、測定ミスが発生することになる。1990年代には、それがGDPの大幅な推計不足につながった。そして現在は、事業所調査に採用されている企業が、雇用の最も大きな伸びを生み出しているわけではない可能性がある。このことは、事業所調査と家計雇用調査の間の大きな溝を説明できるだろう。事業所調査では、家計調査が示唆するほど急速には人々が労働力になっていないように見える。事業所調査は過去1年間でほとんど毎月、上方修正されている。また、家計調査で報告されている職業の一部は、フリーランスのような非伝統的な労働者かもしれない。

労働参加率も吟味すべきだ。全体の労働参加率を見るだけでは正しい様相が見えてこない。多くのベビーブーマーは、定年退職後のポートフォリオの評価額が増加した後に労働市場から離脱しており、新型コロナウイルスも人々に対して人生の大切さを再評価させ、引退に導いた。25～54歳という労働者の中核グループの労働参加率を見ることがより重要だ。労働省労働統計局によると、このグループの労働参加率は全体ほどには悪化していない。

予想について話そう。2022年のGDP成長率の減速を予想しているが、2021年のベースが大幅に上昇しているためにサプライズではない。3%程度、恐らくそれより若干高い成長率が達成可能とみられる。財政政策は以前ほど緩和的ではないだろうし、他の参加者も金融政策の転換に言及している。FRBは今年、3回または4回利上げするだろう。FRBが短期金利を引き上げるとしても、イールドカーブ全体の上昇は予想していない。米国債の中期から長期にかけての利回り上昇は政策金利と比較して小幅になるだろう。政策金利は非常に低くてゼロ近辺となっており、中期と長期の利回りは既に上昇している。

インフレ、23年にかけて劇的鈍化も



David Giroux/ Photograph by Stephen Voss

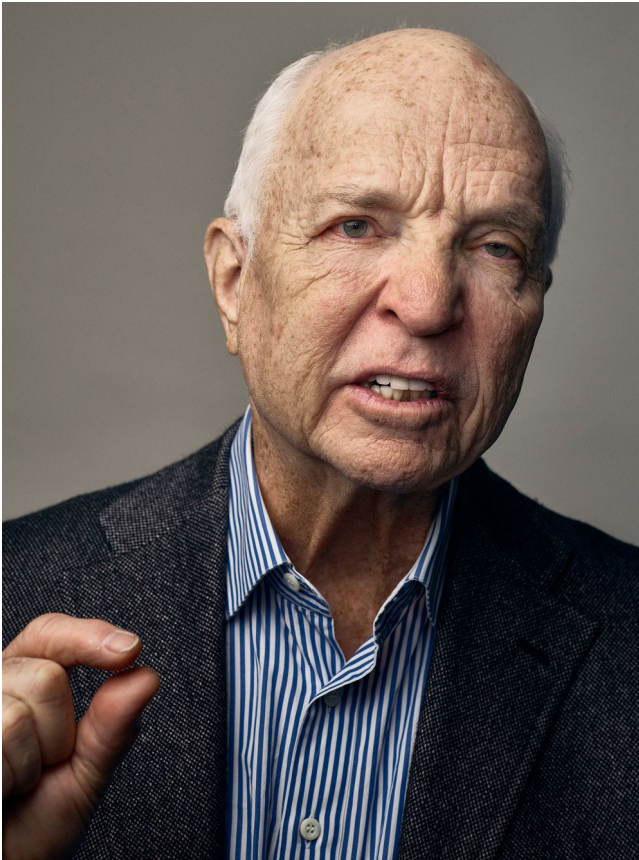
ジルー氏：コーエン氏とアールステン氏の発言内容の多くに同意する。インフレ率は2022年から2023年にかけて劇的に鈍化すると予想する。中古車、レンタカーおよび家電のように需給関係が大幅に不均衡となっている一部の分野では、2022年下半年～2023年に不均衡が恐らく改善するだろう。2021年の増益率は前年比45～50%で、2019年比でも25～30%になるとみられる。

GDP成長率は、トレンドを若干上回るだろう。

しかし2023年に入ると、経済に投入された財政刺激の大部分が消費済みか投資済みとなり、GDP成長率がトレンド並みに回帰するかトレンド以下に

さえ低下すると予想する。生産年齢人口が基本的に横ばいで、今後10年間も横ばいと予想される環境では、GDPを2%以上のペースで成長させるのは実に困難だ。

民主主義の維持が重要



William Priest/ Photograph by Rick Wenner

プリースト氏：私は、強み、弱み、機会および脅威を調査するSWOT分析を好んでいる。脅威に関しては、われわれが考えている以上に政治が重要か否か、私は悩んでいる。米国の資本市場は、効果的に機能するために民主主義が必要なのだろうか。民主主義は、米国だけではなく世界中で深刻な脅威にさらされているように、私には思える。個人の投票権がその基本的な要素だ。経済成長の進化においては企業が常に重要となってきたが、全てを変えたのは自由な民主主義と科学の進歩だ。米国の民主主義の根底が脅威にさらされ始めれば、資本市場が好調になるかどうか私には確信が持てない。投票という基本的な権利を支えるために、企業の最高経営責任者や取締役が立ち上がらなければならないと私は主張したい。

Q：どのような機会があると見ているか。

プリースト氏：供給サイドの混乱は、おおむね一過性だ。インフレに関しては、高価格が高価格の治療薬だ。つまり、価格が高ければ人々が買う量が減少して、価格はいずれ低下する。新

型コロナウイルスに関してはオミクロン株の急速なまん延が集団免疫の獲得に寄与するかもしれないが、まだ分からない。FRBによる2021年の3回の利上げについて話したが、ゴールドマン・サックスは4回の利上げを予想している。将来の利益の現在価値に対する影響はマイナスだ。

アールステン氏：資本は最も歓迎される場所に向かい、プリースト氏が見ているリスクにもかかわらず、米国には依然として優れた民主主義がある。また、議決権行使における投資家の参加とESG（環境・社会・ガバナンス）問題の認識も爆発的に向上している。これは、資本流入と技術革新に対する投資にとってのプラス要因だ。

デフレの脅威

バンサリ氏：政治は長期的には市場に影響を及ぼすが、現在の関心対象であるインフレに話を戻したい。インフレ率は高水準となっており、今後も高止まりするという印象がある。しかし、デフインフレ状態に戻ったらどうなるのだろうか。新型コロナウイルスが持続しているから、インフレも根強く残っている可能性はないだろうか。サンフランシスコ連銀は、新型コロナウイルスに敏感な分野のインフレ率が5%で推移している一方、新型コロナウイルスに敏感でない分野のインフレ率が約2%と、パンデミック前の水準で推移していることを示した図表を公表した。



Rupal J. Bhansali/ Photograph by Rick Wenner

今後については、負債、人口動態およびデジタル化などの持続的な力がデフレ要因となる可能性があり、それは現在のインフレよりも市場に対しては悪影響を及ぼすだろう。高水準の負債は、現在消費するために将来から借りていることを意味する。負債水準が引き続き上昇しない限り、需要水準は低下することになり、それはデフレを示唆する。これは単なる理論ではなく、日本で実際に発生している。いかなる規模の金融・財政刺激も、デフレを阻止できなかった。

ベビーブーマーの定年退職と労働力からの撤退も需要を抑制して、デフレにつながる。そして、「場所に縛られない働き方」を実践する労働力も、賃金低下につながり得るためにデフレ要因になる可能性がある。賃金のインフレは最も根強い種類のインフレであるため、賃金が低下するとそれは大きな影響を及ぼす。

気候変動は不確定要因で、インフレに寄与し得る。炭素税や他の手段による気候変動対策は、多くのモノの製造コストを押し上げる可能性がある。インフレとデフレのどちらが優勢になるのかは、時間が経たないと分からない。

コーエン氏：今後、経済に影響を及ぼす三つの重要な要因を指摘したい。第一に、過去40年間における気候変動関連の損害額上位20件の事象のうち半分は、過去4年間に発生している。これは、経済的な観点では、事象が加速しており、コストも上昇しているという意味で問題だ。

第二に、労働力の成長は、過去20年間の米国の経済成長率が欧州や日本を上回った要因の一つで、米国の労働力増加分の半分は移民による。現在の政策は、賃金の低い職種における移民だけでなく、留学生や、特殊ビザや米国が必要としている技能を持って米国を訪れる人々の入国も妨げている。第三に、新型コロナウイルスのワクチンに関しては、その配分と接種率が均一ではないため、そのプラス効果楽観視すべきではない。国内の政治問題について語る気はないが、世界の多くの部分では、ワクチンが入手できないか、ワクチンを分配する経路が存在していない。世界中の人々にワクチンを接種できなければ、その時々の変異株がわれわれに影響することになるだろう。

働き方や働く場所が重要

Q：エレンボーゲン氏の見方は。

エレンボーゲン氏：前年のラウンドテーブルを読み返すと、将来の予想が難しいことをいつも思い出させられる。2年前に新型コロナウイルス感染症を予想した者はいなかったし、1年前、インフレリスクを語る者はいたが、これほどのインフレ率になると予想した者はいなかった。



Henry Ellenbogen/ Photograph by Mary Beth Koeth

インフレ率が今年後半には鈍化するというジルー氏の見方には同感だ。政府による景気刺激策の規模縮小と賃料延滞に対する猶予措置終了により、労働者の貯蓄残高が減少するにつれ、労働市場の需給逼迫（ひっばく）は緩和に向かうだろう。

また、昨年のラウンドテーブルでも指摘したが、パンデミックによって働き方や働く場所に関する米国人の考え方は大幅に変化し、南部やロッキー山脈周辺の州、さらにフロリダやテキサスへの移住が増えた。

Q：その意味するところは。

エレンボーゲン氏：米国の広大な国土の収益化だ。高コスト地域から低コスト地域へ人が移動すれば生産性が向上する。また、より広く分散した人々にサービスを届けるためには、企業は変革する必要がある。これは企業活動そのもののデジタル化を意味し、デフレ要因となるが、革新も生む。遠隔医療がその例だが、遠隔教育やトレーニングも改善が必要だ。昨年、事業・財務管理ソリューションを提供するイントゥイット<INTU>を推奨する際に、米国における遠隔会計・税務サービス普及の話をした。これは米国に特有の事象だ。他の国々とは違い米国は大陸だからだ。

■ 名目GDPを重視



Mario Gabelli/ Photograph by Guerin Blask

Q：新年に当たり、ガベリ氏の見方は。

ガベリ氏：私は実質GDPよりも企業の名目売上高と名目利益に影響する名目GDPを重視している。今後数週間で発表される企業の2021年第4四半期決算は素晴らしいものになるだろう。FRBが金融政策の引き締めを加速する中、好決算が市場を支えるはずだ。

投資機会としては、自動車業界でディーラー在庫台数が平均の300万台から100万台に減少しており、いずれ在庫水準の回復が必要になるはずだ。また、在宅勤務、新型コロナウイルス、高い犯罪率、SALT問題（連邦税に対する州税・地

方税の税額控除に上限が設定された）を理由に移住する人が増えていることから、住宅の供給も増加させる必要がある。航空宇宙関連や農業エコシステムも好調が見込まれる。

重要なのは、われわれがこれから経験するのは、現在と同様に極めて大きな繰り延べ需要が存在した第二次世界大戦後に起きたことか、それとも1970年代の構造的なインフレかだ。消費者と鉱工業部門は経済を支えるだろう。連邦政府の支出は減少するだろうが、州政府と地方政府の歳入と支出が加速している。

インフレ鈍化を予想



Meryl Witmer/ Photograph by Mary Beth Koeth

ウィトマー氏：投資先の多くが2021年第4四半期に今年第1四半期以降の値上げを発表しており、物価上昇率が鈍化するのとは今年後半になると思う。それ以外ではマクロ的な見方について特にコメントはない。

債券市場の見通し

Q：それでは、市場に話題を移したい。株式投資家と債券投資家は今年どのような姿勢で臨むべきか。
 デサイ氏：私は本パネルでは債券投資家を代表しているが、債券は今年最も魅力のない分野だと思う。また、私はこの中で唯一インフレを懸念している参加者だ。2008年にほぼ100年に一度の最悪の金融危機を経験し、その後デフレの話しか聞かなかったが、デフレは起きなかったし、今後起きると思わない。

債券投資でインカムを得るのは困難になりつつあり、インカムを得るためにはより多くのリスクを取らなければならない。私はデュレーションのロングは考えていない。投資家をインフレから保護することが投資対象選択の焦点となる。コモディティーやエネルギー関連など、間接的な方法は多い。私は株式投資が専門ではないので、グロース株に対する金利上昇の影響について他のメンバーの見方に興味がある。金利上昇で将来利益の現在価値は低下するのではないか。それが、私がバリューストックへの乗り換えを考えている理由の一つだ。

Q：年末のFF金利と10年国債利回りの予想は。

デサイ氏：FF金利に関しては、75bpの利上げを織り込んでいる。インフレ次第では100bpとなる可能性もある。利上げは政治的な問題だ。11月の選挙前に、FRBは仕事をしているように見せる必要がある。10年国債の利回りは2.5%をかなり上回る可能性がある。利回りが上昇するたびにFRBが介入するとは考えられず、ボラティリティは上昇するだろう。FRBにとって理想のシナリオは2.5%、あるいは

はそれ以上の水準に徐々に上昇することだ。短期市場は150bpの利上げを織り込んでおり、それで終わる予想となっているが、私はそれで今回の利上げ局面が終わるとは考えていない。

■ グロース株の見通し

Q：指摘の通りグロース株に影響が及ぶと思われるが、専門家であるアールステン氏とエレンボーゲン氏の見方は。

アールステン氏：当社は株式市場について引き続き前向きに見ている。FRBは利上げを3～4回行うと予想するが、10年国債の利回りが2%に達すれば、債券市場の長期セクターがほぼFRBの仕事を引き受けてくれる。それにより、今年後半には景気は減速し、インフレ率も下がるだろう。

バリュー株は年初から好調だが、イールドカーブがフラット化するにつれ、グロース株も今年後半には力強く回復する可能性がある。投資家は、保有したいのは低成長、ナローモート（競争優位性が小さい）、オールドエコノミーの銘柄ではなく、革新的な企業の株式だと改めて認識するはずだ。半導体関連の好調が予想されるほか、景気が減速すれば、ハイパースケールソフトウェア・プロバイダーや、ヘルスケア、ライフサイエンス、ライフサイエンス機器分野の革新的な企業の好調が予想される。下半期は上半期とほぼ逆の動きになる可能性がある。S&P500指数の年間上昇率は1桁台半ばから後半となり得る。

エレンボーゲン氏：方向性としては同感だが、程度については見方が違うかもしれない。今年前半はさらに軟調になるだろう。物価の上昇を抑制できるという前提で、後半はプラスになると見る。通年では横ばいか、わずかながらプラスで終わるのではないか。

年初来グロース株が低迷している理由の一つは、昨年末にかけてグロース市場で多くの投機的な動きがあったことだ。2021年は約300件の新規株式公開（IPO）が行われ、その3分の2は年末の株価が公開価格を下回った。また、特別買収目的会社（SPAC）が500社上場した。膨大な数のグロース株の供給を前に、投資家は真のグロース株の見極めに苦労しているが、決算が発表されるにつれ、選別が進むだろう。

また、ホワイトカラーの労働者が住む家を変えずに転職をすることが容易になったことから、企業は従業員を引き止めるために強力な企業文化が必要となるだろう。さらに消費者も企業も投資先企業の社会的責任を重視しており、企業は全てのステークホルダーについて中身のある対応を行わなければ、市場シェアが大きく低下する可能性がある。こうした新たな要素に関する人々の理解が進むにつれ、銘柄選択はますます重要になる。

コーエン氏：転職といえば、私も2週間前に転職したばかりだ。現在はコロンビア大学ビジネススクールの教授を務めている。教授、そしてCFAインスティテュートの元会長としての立場から言えば、今年は投資の専門家による逆襲の年だと思う。近年とは異なり、リスク分散、銘柄選択、リスク管理が重要になる。昨年、本パネル参加者の多くが債券価格は割高だと指摘したが、インフレ率の上昇により、債券価格は本来あるべき水準に近付いた。これは、株式のバリュエーションにも影響を及ぼすだろう。私は今年、PERが若干低下するとみている。S&P500指数の利益は今年約8%増加するが、PERが若干低下し、同指数の水準はわずかな上昇にとどまるだろう。現在の高いボラティリティーは1年を通じて続くともみている。

2021年に起きた奇妙な現象が2021年で終わったことも認識しておくべきだ。IPOとSPACに対する驚くほどの熱狂は沈静化した。均等加重指数が時価総額加重指数をアウトパフォームし始めた。昨年のほとんどは、一握りの銘柄が株価指数のパフォーマンスの大部分を占めていたが、今年は、相対的、絶対的なバリュエーションに注意を払い、企業のファンダメンタルズを詳しく調査する必要がある一方で、モメンタムの重要性は低下するだろう。

ブラック氏：私は債券を徹底して回避する方針だ。株式については、1月7日のS&P500指数の終値は4677だった。2022年の同指数の予想利益220ドルに基づくPERは21.2倍だ。過去平均の16~17倍と比較すると割高だが、過去は今のように金利が低くなかった。S&P500指数とナスダック総合指数は時価総額加重平均で、1月7日終値ベースでS&P500指数上位5社のウェイトは22.4%、上位10社では28.8%、ナスダック総合指数は上位5社で40.2%だった。S&P500指数上位25社のうち8社の2022年予想PERが30倍を超えていた。同指数の利益予想成長率はわずか9%だ。これらの企業は既に割高であり、PERがこれ以上上昇するとは思えない。

私は小型株と中型株もフォローしている。小型株のラッセル2000指数の予想PERは17倍だが、同指数構成銘柄のうち39%は赤字だ。従って、ラッセル2000指数の真のPERは約28倍である。ナスダック総合指数のPERも同様だ。

今年の市場は変動が激しいだろう。PERの水準が横ばい、あるいはやや低下すると想定した場合、株価は5~8%上昇する可能性がある。さらに、S&P500指数の配当利回りは1.2%だ。投資家は利益が増加を続けており、株価がバリュエーションの状態にある銘柄を探すべきだ。望ましいのは、名目の売上高と利益の成長率が名目GDP成長率をはるかに上回り、フリーキャッシュフローがプラスの企業だ。

住宅業界の話が出ていた。確かに住宅着工件数は素晴らしいが、住宅ローン金利が上昇する懸念から、株価は下落している。住宅ローン金利が4%に上昇すれば、住宅価格の値ごろ感は低下する。住宅建設業者の多くはPERが5~7倍となっているが、金利感応度の高い業種は避けた方がよい。一方、銀行はイールドカーブのスティープ化に伴い1株当たり利益（EPS）が急増する可能性がある。

私は、ソフトウェア企業のスノーフレーク<SNOW>、民泊サイトを運営するエアビーアンドビー<ABNB>、サイバーセキュリティテクノロジー持ち株会社のクラウドストライク・ホールディングス<CRWD>などの投機的な銘柄には手を出さない。当面の事業資金は確保しているが、競争優位性はない。金利が上昇すると、こうした銘柄の株価は急落する可能性がある。

ジルー氏：パンデミック前の3年間、10年国債の平均利回りは約2.45%だった。現在はまだこの水準を70bp下回っている。私は今後1年間、10年物の利回りが2.5%を超えない方に賭ける。グロース株の中にはバリュエーションが過剰である兆候を示すものもあるが、S&P500指数の最大の銘柄を見てみれば、例えばメタの2023年予想PERは同指数のPERを下回っており、グーグルの親会社アルファベットの予想PERは複合企業銘柄と同水準にある。こうしたグロース株の中には利益面で魅力的な企業がある。私はS&P500指数の1桁台前半から半ばの上昇を予想する。

全体としては、利益成長率が低下し、FRBが利上げを実施すれば、株式市場にとって大きなプラスではない。利回りが上昇したことから、債券は2、3カ月前よりも魅力的になったが、マルチアセットの投資家としては、ポートフォリオの株式部分でデュレーションリスクを取る方が理にかなっている。現在の市場でリスク・リワードが最も魅力的なのはレバレッジド・ローンだ。これは、債券の中で、

金利が上昇する局面で価値が上昇する資産クラスの一つだ。利上げがない場合でも4~4.5%の利回りがあり、利上げが実施されれば、5~5.5%あるいはそれ以上になる。返済の優先順位は資本構成上最も上位にあり、変動金利であり、融資先は最も質の高い企業だ。私はレバレッジド・ローンに対する資産配分を2018年の1%から12%まで引き上げている。

PER低下リスク

バンサリ氏：今年最大のリスクはPERの低下だ。株価が大幅に上昇している場合、グロース株もバリュース株も影響を受ける。ジャンク債やジャンク企業の株式といったリスク資産の場合は影響がさらに大きくなる。これは投資機会にもなる。急激な成長よりも安定的に成長をしている企業、および人気のない優良企業の株式を選択することで利益を上げることが可能だ。私はS&P500指数とナスダック総合指数は2桁台の下落になると予想している。企業利益は増加が予想されるが、EV/EBIT倍率（企業価値と利払い・税引き前利益の比率）が過去最高水準にあるからだ。

Q：今年S&P500指数が2桁台の上昇をするとみる人はいないようだ。次はプリースト氏の見方を聞きたい。

プリースト氏：バンサリ氏が的確に説明してくれたが、金利の上昇を原因としたPERの低下は大きな問題だ。今年後半にはグロース銘柄が回復するというアールステン氏の意見には賛成だ。S&P500指数の今年のパフォーマンスはマイナス7%とプラス7%の間と予想する。誤差のリスクがあるとすれば、今年の場合は下振れするリスクだ。

ガベリ氏：世界の株式市場の時価総額の合計は121兆ドルだ。このうち53兆ドルが米国株で、上位6銘柄の時価総額が約12兆ドルだ。FRBのパウエル議長は、米国のGDPの35%に相当する約9兆ドルのバランスシートを縮小する必要があると言うだろうか。それが、われわれが考えていることだ。

米連邦取引委員会（FTC）の企業合併に対する新たなアプローチはどのようなものになり、投資家の心理にどのように影響するかも問題だ。米連邦通信委員会（FCC）のメディア企業をめぐる合併に対するスタンスについても同様のことが言える。

そして、市場力学の問題もある。フィンテック・証券取引アプリ運営企業のロビンフッド・マーケット<HOOD>などの企業は、オプション取引や信用取引に関する顧客教育を改善する必要がある。モメンタム投資家、アルゴリズム投資家、クオンツ投資家、S&P500指数や上場投資信託（ETF）の投資家に関連したボラティリティーにどう対処するかという問題もある。

われわれは、市場はFRBの政策に適応を続け、金利の上昇と金融政策の引き締めを企業利益の増加が相殺すると予想している。FRBの最初の行動によるショックを経て、2022年の中間選挙が終われば、市場は年初と同じ水準で年末を迎える可能性がある。2023年前半の中国と欧州の景気見通しは改善しているだろう。

Q：市場の予想を好まないウィトマー氏にも何らかの見解があると思うが。

ウィトマー氏：昨年注意を引いたのは、個別株の極端なボラティリティーだ。バリュース株は存在するものの、数は多くない。従って、今年のトータルリターンは横ばいになるはずだと考えている。新たな投資家層が登場しなければ暗号資産市場は急落し、株式市場に波及する可能性があるが、それが買い場となり得る。

暗号資産について

Q：パネリストに暗号資産やその他の新種資産の支持者は？

ブラック氏：私は暗号資産の信奉者ではない。米ドルの方が準備通貨として優れている。だが美術品は収集している。非代替性トークン（NFT）はクリスティーズやサザビーズのオークションで5000万ドル以上の値が付く。モネやセザンヌの作品であれば、より安く手に入れ、壁に飾ることが可能な場合もある。美術品市場のNFTブームは狂乱の頂点にある。

コーエン氏：暗号資産取引の90%は経済的な取引とは関係がない。保有者間の売買だ。残る10%のほとんどは、規制当局や法執行当局の目が届かないと考えている連中によるいかがわしい取引だ。

デサイ氏：どのようなものであれ、1人の人物の発言によって価値が大幅に変わるような資産は、ファンダメンタルズを重視する投資家にとって判断が難しい。

ブリスト氏：お金には価値の尺度、交換手段、価値の保存という三つの機能があるが、暗号資産には価値を保存する機能がない。しかし、近い将来、中央銀行が価値保存機能を持つデジタル通貨（CBDC：中央銀行デジタル通貨）を導入するだろう。来年には中国が導入し、欧州がCBDC発行で米国に先行する可能性がある。デジタル通貨には使用における透明性や金融政策効果の目標設定における効率性の向上といった多くのメリットがある。

エレンボーゲン氏：CBDCは銀行にとって脅威となるだろう。

ブリスト氏：このテーマに関する素晴らしい本がある。コーネル大学エスワール・プラサド教授の『The Future of Money: How the Digital Revolution Is Transforming Currencies and Finance』だ。また、キャンベル・R・ハーベイ氏らによる『DeFi and the Future of Finance』は本分野の必読書だ。

コーエン氏：プラサド氏はブルッキングス研究所のフェローでもあり、本テーマについては私にとって教祖的な存在だ。同氏の主張で興味深かったのは、いったん中央銀行がデジタル通貨を発行すると、裏付けのないデジタル通貨を保有する意味がなくなるという点だ。

アールステン氏の推奨6銘柄：ディア、マスターカード、ファイサーブ

Q：推奨銘柄に移ろう。まず、アールステン氏から。

アールステン氏：われわれは、この不透明な経済状況の中で、米国の偉大な技術革新に投資したいと考えている。今日は6銘柄を紹介したい。まず農機メーカー大手のディア<DE>。株価は約380ドルだが、2年前に最初に推奨した際は170ドル台、去年も推奨したが290ドルだった。同銘柄は素晴らしい複利効果を発揮している。投資テーマは、農機のアップグレードサイクルに基づくもので、農家が所有する古い農機をアップグレードするにつれて利益率が上昇すると考えた。現在は、精密農業のイノベーションを中心とした10年単位のストーリーが展開中だ。最終顧客に届けるための同社のディーラーネットワークは最高だ。

今後3年間に、15%の年平均リターンが期待でき、2024年の目標株価は550ドル、配当利回りは1%と予想する。現在の2025年予想PERは18倍だ。農機のアップグレードサイクルは堅調で、技術力を活かし

Todd Ahlsten's Picks

Company / Ticker	Price 1/7/22
Deere / DE	\$378.65
Fiserv / FISV	108.83
Mastercard / MA	369.65
Adobe / ADBE	510.70
Applied Materials / AMAT	150.81
Danaher / DHR	295.67

Source: Bloomberg

て利益率を押し上げるため、今後4年間は年率12%の増益もあり得ると思う。同社は2019年以降、営業利益を倍増させた。コンバイン自体がデータセンターになり、ディアのオペレーションセンターに接続されることで、精密農業の普及率が高まり、S字カーブ採用曲線を描いている。データを最適化した結果、農家は農薬や肥料の使用量を減らし、少ない水で作物を作ることができるようになった。ディアはESGの面でも素晴らしい。

ディア全体の中で精密農業事業が占める割合は、数字が完全に開示されていないため分かりにくい。昨年は約20億ドル規模で、2023年には30億ドル程度とわれわれは考えている。長期的には、作物の収穫量の向上を考えれば、実現可能な最大市場規模（TAM）は500億ドルを超える可能性がある。

同社は、過去5年間で累積80億ドル（売り上げの約4%）を研究開発に費やした。年内には、自律走行トラクターを出荷する予定だ。昨年、2億5000万ドルを投じて、トラクターにLiDAR（レーザー光による距離測定）技術を後付けするベア・フラッグ・ロボティクスを買収した。2017年には3億0500万ドルでコンピュータービジョン技術を専門とするブルー・リバー・テクノロジーを買収した。このような革新的な技術で競争優位性を持つ企業はまれだ。さらに、投資家はコモディティー農業サイクルの上昇局面から恩恵を受ける。

Q：昨年途中から株価が頭打ちになった理由は何か。また、投資家が検討すべき他の精密農機メーカーはあるか。

アールステン氏：昨年のディアのリターンは約20%だったので、かなり良い年だった。ただし、後半にトウモロコシなどのコモディティーが急落したときには、横ばいで推移した。また、精密農業用のソフトウェアを開発しているトリンブル<TRMB>も保有している。

次に、今年の経済成長の恩恵を受けそうな旧来型決済サービス企業、ファイサーブ<FISV>とマスターカード<MA>を推奨する。ファイサーブは昨年、決済処理会社ブロック（旧スクエア）<SQ>や、同業のストライプ、あるいは「バイ・ナウ・ペイ・レイター（BNPL）」という後払い決済サービスを提供する企業に注目が集まったため、加盟店の獲得に苦戦した。旧来型決済サービス企業にとって昨年は良い年だったが、新しい決済サービスの波によって影が薄くなった。その結果、ファイサー

ブの今年の予想PERは17~18倍と割安だ。長期的には増収率が年率7~9%、EPS成長率は10%も可能だ。今後3年間で年率15%のリターンが期待できることから、株価は直近の108ドルから2024年には165ドルに上昇すると示唆される。2025年のEPSは10ドル弱もあり得る。

ファイサーブの事業の約42%は、加盟店の受け入れ、つまり加盟店がクレジットカード取引を処理できるようにすることだが、1桁台後半の成長が見込まれる。例えば、米国のトップ10の食料品チェーンのうち7社を顧客とするなど、顧客層が優れている。また、店頭で目にする事の多い「クローバー」という名のプラットフォームも急成長しているが、スクエアに比べて過小評価されている。事業の38%は銀行のクレジットカード発行を支援する製品で、1桁台半ばで成長中だ。残り20%はフィンテックで、成長率は1桁台半ばだ。大規模な自社株買いの予定もある。長期間の増益が期待される。

Q：マスターカードの推奨理由は。

アールステン氏：マスターカードは素晴らしい投資機会だ。今後3年間で年率12%のリターンを期待しており、目標株価を525ドルに引き上げた。今年の予想PERは26倍。2025年のEPSは20ドルの可能性があり、年平均成長率は25%だ。長期にわたって10%台後半の増収率が期待される。8000万の加盟店を持ち、29億枚のカードが利用されている。これらのカードの使用回数は過去5年間で倍増している。

世界の事業の構成も良好で、海外向けが69%、国内向けが31%となっている。過去2年間、海外旅行は減少していた。今年は好調になる可能性がある。ビザ<V>も素晴らしい投資機会だが、マスターカードはビザよりも海外旅行へのエクスポージャーが高いので、より速い成長が見込まれる。マスターカードは経済再開に賭ける銘柄とみる。われわれは2010年から保有しているが、2020年は経済が減速し、人々が海外旅行を控えるようになったため、難しい年だった。しかし、競争優位性は長年そうであったように非常に高い。

ブラック氏：ビザの予想PERは27倍未満だ。マスターカードの方がかなり高いが、どう正当化できるのか。

アールステン氏：バリュエーション投資家からの素晴らしい質問だ。われわれは、増益率と高い競争優位性、そして海外旅行の回復と経済再開の見通しを選好している。質の高さには喜んでお金を払う。バリュエーションにも満足している。投資スタイルの差なのかもしれない。

Q：BNPLは、マスターカードやビザにとっても重要な事業になる可能性があるか。

アールステン氏：このビジネスモデルは、実証される必要があるし、革新性にも疑問がある。低金利の副産物と言える部分もある。マスターカードの分割払いは、BNPLに投資する手段だ。

■ アールステン氏の推奨6銘柄：アドビ、アプライド・マテリアルズ、ダナハー

次に、文書・画像処理ソフト大手のアドビ<ADBE>は、この不透明な時代を乗り切ることができる企業だ。数カ月前には700ドルだった株価は、現在520ドル前後だ。グロースからバリュエーションへの乗り換えに伴って売られた。アドビはパンデミックの際に素晴らしい仕事をしたが、ニューノーマルへ移行していく中で、少しブレーキがかかっている。しかし、長期的に見れば、アドビはS&P500指数構成企業の中でも最も優れた企業の一つだ。

アドビの時価総額は約2500億ドル、実績PERは37倍で、株価／予想フリーキャッシュフロー倍率は32倍だ。なぜこのようなバリュエーションで、われわれが同社を選好しているのか。フォトショップや

インデザインなど、世界で最も優れたデジタルメディア・ソフトウェアの資産を持っているためだ。クラウド化やデジタル化が進む中、今後も長く成長し続ける余地がある。クラウドへの投資は、パンデミックの恩恵を受けた。デジタルメディアやデジタル文書作成は単なる一時的流行ではなく、多くの企業にとって、マーケティングやテクノロジーに費やす費用の中で、必要不可欠で代替不能になっている。

われわれは、今後数年間で年率12%のリターンを期待している。株価は3年間で725ドルまで上昇し、予想PER30倍となる可能性がある。アドビの2025年のEPSは24ドルとなり得る。利益とフリーキャッシュフローは年率20%で複利的に増加している。増収率は10%台半ばで、TAMも拡大している。同社は、多くのデジタルメディア制作において独占的なシェアを持っている。去年は、小規模なデザインツール会社が製品を発売したため、多少押し戻された。ニッチな製品が発売されるのはいつものことだが、アドビの事業の範囲は他の追随を許さない。年間25億ドルの研究開発費を投じながら、44%のフリーキャッシュフロー・マージンを実現している。われわれは、非常に期待している。

エレンボーゲン氏：デジタルグラフィックデザイン・ツールのフィグマ (Figma) やキャンバ (Canva) についてどう思うか。これらはアドビの成長率に影響を与えるか、それとも最終市場の成長の方が速いか。

アールステン氏：確かに新興の競合他社は存在するが、TAMは非常に大きい。アドビは技術革新と投資を続け、競争力がある。同じところにとどまっているわけではない。

半導体製造装置メーカーのアプライド・マテリアルズ<AMAT>も、去年も同様に推奨した。当時の株価は90ドル台半ばだったが、現在の株価は約150ドルだ。EPSが10ドルを超えれば、今後3年以内に株価は200ドル以上になると考えている。高速大容量規格「5G」、自動運転、精密農業、ハイパースケール・データセンター、IoT、メタバース、ウェブスリー (Web 3.0) など、コンピューターの新たな時代の波についての話が出る時に思い浮かぶ銘柄だ。経済やコンピューティングの世界で半導体の重要度が増していることに全面的に賭ける方法の一つだ。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>も同様と言える。

アプライド・マテリアルズは、現在製造されているほぼ全ての半導体に関わっている。半導体産業は、100兆ドル近い世界経済の中で、昨年26%成長し、約5000億ドル超となった。今年は6000億ドルを超える可能性がある。同社は絶好の立ち位置にいる。昨年の半導体前工程製造装置関連の売上高は約40%増加した。われわれは、今年はさらに10%増の900億ドル、来年は1000億ドルになると考えている。半導体同社は、イノベーションの分野を考える際に、PPAC (パワー、パフォーマンス、エリア、コスト) という頭文字を使っている。イノベーションを起こす場所は非常にたくさんある。中国事業が約34%を占めており、今年はそれが横ばいに近付くと予想している。しかし、台湾、韓国、米国、日本にとって、ほとんど国家安全保障上の資産になりつつある。

Q：6番目の推奨銘柄は。

アールステン氏：アラバマ大学のアメリカンフットボールのヘッドコーチであるニック・セイバン氏は、歴代の偉大なコーチの一人で、私は同氏の偉業を非常に尊敬している。計測装置および医療機器メーカーのダナハー<DHR>は、パルナッソス・コア・エクイティ・ファンドの花形銘柄で、セイバン氏のような存在だ。ダナハーの時価総額は2150億ドルで、世界で最も品質の優れたバイオサイエンス機器メーカーの1社だ。全ての活動において継続的な改善を実践し、優れた人材を採用している。ゼ

ネラル・エレクトリック<GE>のバイオ製薬事業を買収したことで、バイオ事業を爆発的に拡大させた。まさに、ライフサイエンスとバイオ製薬におけるバークシャー・ハサウェイ<BRKB>的存在だ。

株価は最近の約300ドルから、3年後には425ドルになると予想している。2025年にはEPSが15.25ドルに増加するとみている。ダナハーは優れた最終市場へのエクスポージャーを持ち、競争優位性が非常に高い。売り上げの52%がライフサイエンス、32%が診断薬からのものであることが選好理由だ。この売上高の75%は繰り返してもたらされる経常的なものだ。中核的事業が年率7~8%で成長し、加速している。また、同社は小規模のタックイン買収を続けている。

私が注目したいのは、売り上げの30%弱を占めるバイオリジクス事業とバイオプロセッシング事業だ。医療分野では大きな変化として、バイオリジクス（生物由来の医薬品）の使用が進んでいる。モノクローナル抗体の開発は、過去5年間で50%増加した。このような医薬品の製造を支援することが、ダナハーの得意とするところだ。また、遺伝子治療や細胞治療の開発は、2015年から10倍に増加した。第三に、これらの新しい高成長分野のイノベーションは、バイオ医薬品生産能力が重要で、これが大きな成長ドライバーとなっている。第四に、セファイドは最高クラスの診断薬ブランドであり、素晴らしい資産だ。

ダナハーは昨年、利益が50%も増加した。次の数年は、新型コロナウイルス感染症のワクチン生産と検査が減速し、成長率はやや低くなる見込みだ。今年のワクチン関連の収入はほぼ横ばいで、検査関連収入は14%減だった。来年は、ワクチン関連の収入が30%減、検査関連収入が53%減となる可能性がある。2023年にはこれが成長に対して6%の逆風となるが、われわれはこのパンデミックが収束することを望んでいる。ダナハーのEPSは、今年は10.41ドル、来年は10.65ドルと予想しており、2025年には15.25ドルとなる可能性がある。

FRBの行動や経済、インフレがどうなるとも、今年好調が期待される偉大な米国企業6社を紹介した。3年後を考えれば、これらの銘柄を持っていれば、安眠できると予想している。

■ デサイ氏の推奨銘柄

Q：では、デサイ氏の推奨銘柄を。

デサイ氏：私はマクロ経済的な視点から見ているだけなので、インフレや金利に対する懸念が他の大半の方より強いかもしれない。

私は過去1年半の間、金を選好していたが、価格は約4%下落し、結果は芳しくなかった。これはインドを中心とした宝飾品の需要が崩壊したためで、新型コロナウイルス感染症もその原因になっている。もう一つの問題は、インフレになったものの、FRBが利上げで対応するとみられることで、金価格がインフレに反応していないのは、FRBが利上げをすると金の魅力がなくなるからだ。

ポートフォリオの観点から見ると、インフレに対するヘッジにはさまざまな方法がある。そのため、私は昨年の中頃から不動産に目を向け始めた。私が選んだのは全てファンドだ。まず、クラリオン・パートナーズ・リアル・エステート・インカム・ファンド<CPREX>という不動産ファンドを紹介したい。これはフランクリン・テンプレトンのファンドで、毎日価格を更新しており、機関投資家向けの質の高い不動産に直接アクセスできる。機関投資家が求める規模とバランスシートの質を備えた商業用不動産で、このような資産を個人投資家が入手することは困難だ。

Sonal Desai's Picks

Fund / Ticker	Price 1/7/22
Clarion Partners Real Estate Income / CPREX	\$12.10
Franklin High Yield Tax-Free Income / FHYVX	10.45
Global X US Infrastructure Development / PAVE	28.35
Lazard Global Listed Infrastructure Portfolio / GLFOX	16.30
Parametric Commodity Strategy / EAPCX	6.34
SPDR Blackstone Senior Loan / SRLN	45.65
Franklin Income / FRIAX	2.52
Franklin Equity Income / FEIFX	31.95

Source: Bloomberg

同ファンドは、商業用不動産および不動産証券に直接投資している。不動産の長期契約に裏付けられており、不動産投資信託（REIT）として課税されるため、投資上の恩恵もある。個人向けのファンドは2019年に登場したばかりだが、クラリオンは機関投資家向けに30年の実績がある。ポートフォリオの目標配分は、プライベート不動産が60～90%、上場不動産証券が10～40%。投資対象は、倉庫、アパート、オフィス、商業施設などだ。

Q：なぜ不動産がインフレに対するヘッジになるのか。

デサイ氏：不動産のオーナーは一般的に、経済状況が良くなれば賃料を上げることができ、それを実行してきた。その結果、不動産の価値が上昇する。また、多くの不動産賃貸契約では、契約上、家賃の値上げが認められており、インフレ率の上昇に直接連動する。第三に、インフレ率の上昇は、建設資材、労働力、土地代など、新しい不動産の開発に必要な要素がより高価になることを意味する。

ブラック氏：ボストン、サンフランシスコ、ニューヨークの高層オフィスタワーへのエクスポージャーは大きい。それらの市場は今、弱い。

デサイ氏：このファンドでは、これらの市場へのエクスポージャーはない。現在移住する人が多いサンベルト地帯に多くのエクスポージャーを持っている。これがファンドのテーマの一部だ。

次に、私は以前から地方債に注目していたが、今回も同様だ。これまでの財政拡大の規模を考えると、非課税の資産にも目を向ける必要がある。私は、フランクリン・ハイ・イールド・タックス・フリー・インカム・ファンド<FHYVX>を推奨する。このファンドの12カ月間の利回りは3.69%（昨年12月31日現在）。私はインカムゲインを目的として銘柄を選択するが、債券ではインカムがほとんど得られない。私が地方債を好む理由は、州政府や地方自治体の財政状態が非常に良好であることにあり。国内では増税が予想されるため、地方債の需要が高まっているが、意外にも海外需要も高まっている。非課税の地方債は供給が限られていることも魅力的だ。

三つ目のテーマはインフラだ。グローバルX・USインフラストラクチャー・ディベロップメントETF＜PAVE＞を推奨する。このファンドは、国内の交通インフラの建設や修理に必要な資材や設備、専門知識を提供する企業を通じて、米国のインフラ支出へのエクスポージャーを提供する。特に、インフラ法案が可決された後は、狙い目だ。2017年に設定され、現在は約55億ドルの資産を保有している。パフォーマンスは優れているが、インカムをほとんど生まない。もしインカムに関心があるなら、ラザード・グローバル・リステッド・インフラストラクチャー・ポートフォリオ＜GLFOX＞も良い。欧州へのエクスポージャーが60%で、利回りは4%。

Q：他の選好銘柄は。

デサイ氏：コモディティーに対しては引き続き強気だ。パラメトリック・コモディティー・ストラテジー・ファンド＜EAPCX＞に注目している。クオンツファンドで、ルールに基づくトップダウン戦略を採用し、規律あるプロセスと長年の経験を持つチームを擁している。ファンドの構成は、農産物25%、エネルギー27%、工業用金属23%。残りは、貴金属や家畜などに連動している。インフレは私が最も懸念していることのひとつだが、このファンドはインフレに対するヘッジとなるもう一つの方法だ。従来型のインカムを重視したファンドとしては、SPDRブラックストーン・シニアローンETF＜SRLN＞を推奨する。このETFは4.45%のインカムが得られる。今後金利が上昇することが予想され、バンクローンは恩恵を受けるはずだ。

次に、過去にも推奨したことのあるフランクリン・インカム・ファンド＜FRIAX＞は、12カ月間の利回りが4.52%だ。このファンドは柔軟な投資アプローチを取っており、主に優良バリュー株とハイイールド債に投資するが、株価連動社債（ELN）や転換社債にも分散している。現在は、株式が約66%（普通株が約44%、ELNが約20%、優先株と転換社債で約3%）、債券（ハイイールド債への集中度が高い）が約31%となっている。基本的にはバランスの取れたポートフォリオで、債券のパフォーマンスに加えて、株式のパフォーマンスも期待できる。

従来、株式ファンドも1銘柄推奨してきたが、今回は、大型バリューに特化したフランクリン・エクイティ・インカム・ファンド＜FEIFX＞を紹介する。今年の前半は、大型バリューが好調に推移すると予想している。このファンドは主に、優れた成長力と持続的な競争力を持つインカム志向の優良企業に投資する。また、株式連動証券（ELS）を利用して、アマゾンなどの成長株へのエクスポージャーも提供している。

Q：中国のソブリン債についてはどう思うか。

デサイ氏：マルチセクターのポートフォリオでは、中国のソブリン債へのエクスポージャーを増やしているが、中国のゼロコロナ政策はGDP成長率の不安定化につながるだろう。私は、中国というバスケットに全ての卵を入れたりはいしない。例年、アジアに特化したファンドを推奨しており、昨年は、歴史的に高いパフォーマンスを誇っていたマシューズ・アジア・グロース＜MPACX＞を推奨したが、中国をオーバーウエートとしていたことが大きな要因となり、パフォーマンスは良くなかった。新興市場には多くの機会があるが、私が今年注目している主要テーマは、米国に焦点を当てたファンドだ。

Q：インフレヘッジとしてのインフレ指数連動国債（TIPS）についてはどう思うか。

デサイ氏：TIPSの場合、結局はデュレーション・リスクを負うことになる。国債が暴落した場合、TI

PSにはデュレーションが組み込まれているので、パフォーマンスが悪くなる。また、FRBはTIPS市場の約4分の1を保有しており、政策次第でリターンをゆがめることも可能だ。

By Lauren R. Rublin
(Source: Dow Jones)

2. 変動配当が流行

Variable Dividends Are Catching On. What to Know.

エネルギー・資源業界で流行

[インカム投資]

投資家からも好評

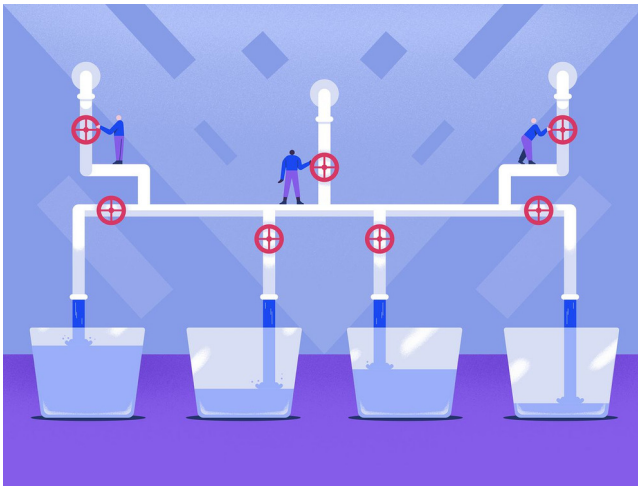


Illustration by Michal Bednarski

キャッシュを創出する企業にとって、配当はそのキャッシュの一部を株主と共有するための一般的な方法だ。しかし、キャッシュの創出力は変動する場合がある。そのため、エネルギー・資源セクターの多くの企業は変動配当を利用している。変動配当の仕組みはこうだ。企業は、景気サイクルを通して維持できる比較的少額の基本配当に加え、業績に基づく変動配当を支払う。これは1回限りの特別配当とは異なる。

変動配当は投資家に好評だ。変動配当を早くから導入したエネルギー会社デボン・エナジー<DVN>と石油・ガス開発会社パイオニア・ナ

チュラル・リソーシズ<PXD>のバリュエーションは高い水準にある。両社の基本配当と変動配当を合わせた配当利回りは7%前後だ。

総合石油エネルギー会社コノコフィリップス<COP>も変動配当を導入している。ただし、基本配当との合計配当利回りは3%と上記2社より低い。独立系石油・天然ガス会社ダイヤモンドバック・エナジー<FANG>は2022年に変動配当を採用する予定だ。2022年のエネルギー会社の変動配当は、石油価格の上昇によって増加が見込まれる。石油に対する強気派が言う通り、今後10年間でエネルギーのスーパーサイクルが到来するなら、その間の配当は良好だろう。

エネルギー業界以外では、金鉱最大手のニューモント<NEM>が同様の配当アプローチを導入しており、基本配当と変動配当の合計配当利回りは4%に近い。銅鉱大手のフリーポート・マクモラン<FCX>も変動配当を導入しているが、現在の合計配当利回りは1.3%と控えめだ。農機メーカーのアグコ<AGCO>は、基本配当利回りがわずか0.6%だが、業績に連動した年間特別配当によってそれを補い、合計配当利回りを4%に押し上げている。

資源セクターは、バランスシートが過去数十年間で最高の状態となっており、利益も潤沢なため、増配しやすい状況にある。ジェフリーズのアナリストであるクリス・ラフェミナ氏は、「鉱山業界は資本還元を非常に重視している。バランスシートはおおむね修復されたため、多額の資本還元が見込まれる。議論となるのはその構成だけだ」と語る。

消費者金融会社ワンメイン・ホールディングス<OMF>は、金融機関としては珍しく、一種の基本・変動配当戦略を導入している。同社は過去2年間に多額の変動中間配当を支払っている。年間の基本配当は1株当たり2.80ドルで、過去12カ月間の変動配当は6.75ドルだった。合計は9.55ドルで、直近の株価55ドルに対する配当利回りは17%だ。

変動配当はどの企業にも適しているわけではないが、多くの投資家がインカムゲインを渴望する中、企業が財務の規律を維持しつつキャッシュを還元する良い手段となり得る。

導入の可能性がある企業は？

The New Thing in Dividends

Here are some of the more prominent companies that are paying their shareholders both a base and variable dividend according to a specific formula.

Company / Ticker	Recent Price	52-Week Chg	2022E EPS	2022E P/E	Base Div*	Variable Div*	Total Div Yield
OneMain Holdings / OMF	\$54.49	5.8%	\$8.81	6.2	\$2.80	\$6.75	17.5%
Pioneer Natural Resources / PXD	204.91	51.7	20.10	10.2	2.24	12.08	7.0
Devon Energy / DVN	49.90	153.2	5.39	9.3	0.44	2.92	6.7
Newmont / NEM	61.52	-1.6	3.10	19.9	1.00	1.20	3.6
ConocoPhillips / COP	84.40	78.0	7.93	10.6	1.84	0.80	3.1
Freeport-McMoRan / FCX	45.15	45.7	3.54	12.7	0.30	0.30	1.3

*Annualized. E=estimate.

Sources: Bloomberg; company reports

デボン1年前、大手エネルギー企業の中で初めて変動配当に移行した。同社の基本配当は年間44セントと控えめで、直近の50ドルの株価に対する配当利回りは1%未満だ。また同社は、余剰フリーキャッシュフローの最大50%という計算式に基づき、第4四半期に73セントの変動配当を支払った。2022年の配当総額は1株当たり4ドルに達し、第4四半期の年率換算3.36ドルを上回る可能性がある。

デボンのリック・マンクリーフ最高経営責任者（CEO）は、「当社は投資家が求めるものに対応している。投資家は『生産量を増やす必要はない。自社株買いではなく主に配当を通じて資本を還元して欲しい』と言っている」と語る。同氏は、投資家が計算式の明確さを評価しているとも付け加えた。

資源会社は業績が変動しやすいため、変動配当を導入する主な候補となる。製鉄会社、特に業界リーダーのニューコア<NUE>は、自社株買いを補完するために変動配当の導入を検討すべきだ。ニューコアは、株価が約110ドルで、年間2ドルの配当を支払っている。同社は潤沢な利益による自社株買いを好んでおり、2021年に30億ドル以上の自社株買いを実施したのに対し、配当支払額は6億ドルにとどまった。

金鉱業界第2位のバリック・ゴールド<GOLD>は、ニューモントに匹敵する変動配当を発表するよう投資家から圧力を受けている。バリックは来月の四半期決算発表時に、変動配当に関する決定を明らかにすると予想される。ニューモントは1ドルの基本配当と、金価格に連動する変動配当を支払っている。現在の変動配当は年間1.2ドルだ。

ジェフリーズのラフェミナ氏は、世界の二大鉄鉱石生産会社であるBHPグループ<BHP>とリオ・ティント<RIO>が、現在のような変動配当ではなく、基本配当と変動配当から成る構造を導入すべきだと考えている。同氏は「両社にとって4%の基本配当は十分に支払い可能だ」と述べ、この構造は鉄鉱石価格が低い場合に株価の支えになると付け加えた。

エネルギー業界や資源業界以外では、米国最大の銀行であるJPモルガン・チェース<JPM>が変動配当を導入する候補となる。同社のジェイミー・ダイモンCEOは3年前、株価有形純資産倍率が3倍の価格で自社株買いを行うのは「クレイジーだ」と述べ、割高な株価での自社株買いに疑問を呈した。

JPモルガンの株価は過去1年間で上昇し、直近では約160ドルとなっている。株価有形純資産倍率は約2.3倍だ。同社の1株当たり基本配当は年間4ドルで、2022年予想1株当たり利益（EPS）の3分の1である。配当利回りは2.5%だ。

一般的に、企業の幹部は自社株買いを縮小することを嫌う場合がある。なぜなら、株価が割高だというシグナルを発する可能性があるためだ。それでも、変動配当は流行する可能性が高く、投資家が収入を得る機会をもたらすだろう。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

3. コロナ入院急増で米医療体制が逼迫 Many Hospitals Are Getting Overwhelmed. 危機的状況、今後数年継続も

[ヘルスケア]

医療スタッフの不足が深刻化



AP Photo/Elaine Thompson

新型コロナウイルス感染症の波が押し寄せるたびにワシントン州の病院が受けた打撃は大きくなった。パンデミック（世界的大流行）が勃発してから2年がたった今、シアトルにあるハーバービュー・メディカル・センターの救急部門で働いていた看護師の大半が職場を去り、救急部門は患者治療のための十分な数の看護師をなかなか見つけられずにいる。

同部門の医療ディレクターであるスティーブ・ミッチェル博士は、「昨年の夏に勤めていた看護スタッフで現在も勤めている者はほとんどい

ない。看護師が足りず、一部の病床の閉鎖を余儀なくされた」と明かす。

ワシントン州の病院に入院する新型コロナ患者の数は過去最高を記録している。州内の一部の病院では認可病床の稼働率が150%となっており、患者は廊下や屋根付き通路、さらには通常は手術後に患者の回復室として使用されるスペースで治療を受けているという。

米国の新型コロナ入院患者数も過去最高を記録しており、2年にわたる圧力によって揺らいでいる病院システムに打撃を与えている。

マサチューセッツ総合病院集中治療室の医療ディレクター、ジャロン・リー博士は、「私たちは疲れ果てている。パンデミックが勃発してからペースをほとんど落とさずに勤務している」と打ち明ける。

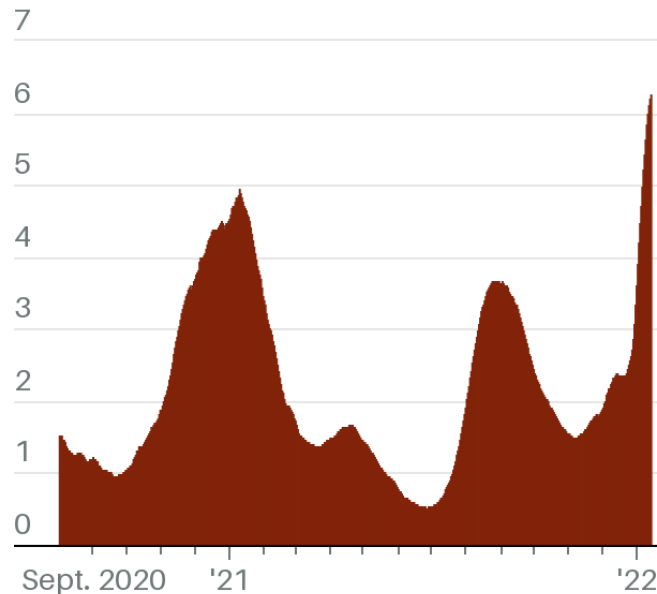
危機的状況に備える緊急措置の施行が相次ぐ

オミクロン株の波は、米国の医療労働力が2年に及ぶパンデミックによって弱体化していることを浮き彫りにしている。一部の地域では、病院は比較的通常の業務を何とか維持しようとしているが、他の地域では州や地方の病院システムが既に緊急措置を導入している。

バージニア州では、病院が治療可能な患者数の上限が撤廃されている。デラウェア州は、長期介護施設の看護師配置比率要件を一時的に解除した。ネブラスカ州およびデラウェア州の病院システムとコロラド州の救急医療サービスはここ数日間で、極限的な緊急事態の下での治療資源の制限を可能にする「危機的状況での医療基準」（crisis standards of care）を施行している。

Hospitalized

New admissions of Covid-19 patients per 100,000 people



Source: Centers for Disease Control and Prevention

オミクロン株収束でも人員不足の可能性

目下の重大な危機は、短期間で収束する可能性があるとはいえ、パンデミックによって傷付いた医療システムに禍根を残すだろう。オミクロン株の波が収束した後でさえ人員不足は続き、それが患者治療およびヘルスケア業界全般に影響を与え、数年にわたり継続する可能性がある。

ヘルスケア企業は、患者が医薬品、医療機器、その他の製品を使用する上で、適切な看護体制に依存している。病院運営会社は、病床を担当する看護師の数が十分でなければ経営できない。昨年11月、医療機器メーカーのメドトロニック<MDT>は売上高ガイダンスを引き下げた際、その原因として看護師不足を挙げ、手術に動員可能な集中治療室（ICU）看護師が不足していたため病院が同社の機器を使用できなかったと述べた。

疲労とフラストレーションで離職する医療従事者が増加

病院運営会社テネット・ヘルスケア<THC>のソーム・サタリア最高経営責任者（CEO）は先週の投資家説明会で、「労働市場で構造的な変化が起こっている」と認めた。

コネチカット州全域で病院を運営する保健制度、エール・ニューヘブン・ヘルスが募集しているスタッフの数は3000人にのぼる。同制度の最高臨床責任者であるトム・バルセザック博士は、「多くの早期退職者は様々な職種に就いている。医療機関で働くことによる疲労とフラストレーションの組み合わせによって多くの人材が職場を去っている」と指摘する。

同制度の病院に入院している新型コロナ患者の数は依然として2020年春よりも少ない。だが現在は、2

020年3月であれば在宅で療養していた可能性のある患者が、新型コロナ以外の理由で治療を必要としている患者の治療で忙しい病院に運ばれている。しかも、今年1月上旬には同制度に勤務する3万人の従業員のうち700人が病気で休んでいた。バルセザック博士は、「私たちのリソースはひっ迫しており、スタッフをいらいらさせている。士気は低下している」と危機感をあらわにする。

ICU使用率と死亡者数の減少は朗報

オミクロン株の影響は地域によって差があるものの後退しつつあり、一部の病院関係者は、今回の波は今のところ過去の波ほど強烈ではないと述べている。現在、ICU以外で治療を受けている入院患者が増え、死亡者数は減っている。コロラド州の病院システムであるUCヘルスの感染予防・制御担当シニアメディカルディレクターであるミシェル・バロン博士は、死亡者の減少が心理的負担を軽減していると指摘する。

サプライチェーンの問題は、病院が防護具を奪い合っていた2020年3月ほどには厳しくないが、なくなってもいない。米国赤十字社は先週、急激な血液不足を理由に、珍しくも全国的な警報を発した。

米国の一部の病院で施行されている「危機的状況での医療基準」は、治療の制限を意味している。オレゴン州は先週、ガイドラインを更新し、予後に基づいて患者を優先付けするトリアージ（重症度判定検査）チームを設立することなどを病院に求めている。ミッチェル博士は、ワシントン州の病院が今後数週間以内に危機的状況での医療基準を施行せざるを得なくなる可能性があると言う。

ミッチェル博士は、「パンデミックのせいで医療の仕事から離れる人が増えている中、ベビーブーマー世代の高齢化の波が押し寄せている。社会的な観点から言うと、それが医療システムをはるかに弱い弱なものにしている」と指摘する。目下の危機は、今後数年にわたり医療に影響を与える可能性がある。

By Josh Nathan-Kazis
(Source: Dow Jones)

4. パンデミックによる配当停止が続く13銘柄

[フィーチャー]

Here Are 13 Stocks Whose Pandemic Dividend Suspensions Remain
復配は株価上昇のきっかけとなるか

配当停止が続く米大企業

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の初期に配当を停止した米国の大企業の多くは、その力強い回復の証として配当を復活させた。

しかし、配当が停止されたままの企業もある。業績がパンデミック前の水準に戻っていないことが主な理由だ。ウォルト・ディズニー<DIS>、デルタ航空<DAL>やサウスウエスト航空<LUV>などの大手航空会社、ホテルチェーン大手のマリオット・インターナショナル<MAR>などが含まれる。

これらの企業の復配を阻んでいる理由はさまざま、業態もその一つだ。例えば、カジノリゾートを運営するラスベガス・サンズ<LVS>は、同社の主要市場であるマカオのパンデミックによる景気減速



Kevin Dietsch/Getty Images

で大きな打撃を受けている。サウスウエスト航空、デルタ航空、アメリカン航空グループ<AAL>などの大手航空会社は、新型コロナウイルス支援・救済・経済安全保障（CARES）法により、一定期間、配当が禁止されている。また、クルーズ船運営のロイヤル・カリビアン・グループ<RCL>は、6月に事業を再開するまでの15カ月間、毎月数億ドルの現金を費消しつつ米国での営業を停止していたが、2021年は2年連続で10億ドル超の赤字となる見込みだ。こうした状況から、同社が配当を復活させるための基盤が整ったとはまだ言えない。

S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスの協力のもと、本誌は配当を復活させていない米国の大企業13社をリストアップした。S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスのシニア・インデックス・アナリストであるハワード・シルバークラット氏は、「こうした企業に共通しているのはパンデミックで、消費者や企業の行動が急速に変化したため、売り上げとキャッシュフローに大きな影響を受けたことだ」と言う。

復配していない他の米国の大企業には、宿泊大手のヒルトン・ワールドワイド・ホールディングス<HLT>、百貨店大手のノードストローム<JWN>、航空機大手のボーイング<BA>、オンライン旅行サイトを運営するエクスペディア・グループ<EXPE>、航空会社大手のアラスカ航空グループ<ALK>、自動車大手のゼネラル・モーターズ（GM）<GM>などが含まれている。

ここに挙げた企業は自動車メーカーや小売業などさまざまなセクターに含まれるが、旅行やレジャーの事業比率が高い。米国内のレジャー事業はパンデミック中にかなり改善されたが、ビジネスや団体の旅行需要の低迷は一部の企業にとって完全な回復への妨げになっている。本誌が挙げたこれらの企業は、ノードストロームを除いてS&P500指数の構成銘柄であり、同社を含めるとより幅広い銘柄から選別したことになる。またこれらの企業は、配当制約のある企業の代表例とも言える。

復配は投資機会か

各社の状況にもよるが、復配は株価上昇のきっかけになる可能性があるというストラテジストもいる。ウルフ・リサーチのチーフ・インベストメント・ストラテジストであるクリス・セニェック氏は、企業が配当を復活させると、配当戦略に関連するインデックスファンドなど、より多くの投資家に門戸を開くことになる」と指摘する。「今後数四半期に復配する可能性のある優良企業の数を見ると、配当を再開するには非常にユニークな環境だ。配当重視のファンドにとって、復配はその銘柄を買う機会をもたらす」とセニェック氏は言う。

アメリカン航空や他の大手航空会社は、株主還元に関して制約がある。同社の広報担当者によると、CARES法により、例えばアメリカン航空は少なくとも今年の9月30日まで普通株の自社株買いや普通株の配当が禁止されているという。アラスカ航空グループも同じように株主還元に対する制約の下で、事業を続けている。パンデミック以前、同社は四半期配当を定期的に引き上げており、直近では2020年1月に1株当たり35セントから37.5セントに増配している。同社の財務責任者であるシェーン・タケ

Zero Yielders

These are among the large U.S. companies whose dividends remain suspended nearly two years into the pandemic.

Company / Ticker	1-Yr Price Change	Month/Year of Dividend Suspension
Alaska Air Group / ALK	11.7%	March/2020
American Airlines Group / AAL	26.8	April/2020
Boeing / BA	4.5	March/2020
Delta Air Lines / DAL	4.6	March 2020
Expedia Group / EXPE	27.6	April/2020
General Motors / GM	36.6	April/2020
Hilton Worldwide Holdings / HLT	34.7	March/2020
Las Vegas Sands / LVS	-31.1	April/2020
Marriott International / MAR	28.4	March/2020
Nordstrom / JWN	-32.0	March/2020
Royal Caribbean Group / RCL	13.3	May/2020
Southwest Airlines / LUV	-3.4	April/2020
Walt Disney / DIS	-11.8	May/2020

One-year stock performance as of Jan. 11.

Sources: FactSet; Bloomberg

ット氏は、10月の第3四半期決算説明会でアナリストに対し、「業績の浮き沈みに対応するとともに、会社を成長させるために十分な手元流動性を確保し、安定した事業を継続することが第一だが、株主還元もわれわれにとって大変重要である」と述べた。

ディズニーは、パンデミックにより2020年5月に配当を停止するまで、年2回、直近では2020年初めに1株当たり88セントの配当金を支払っていた。本誌が同社に配当政策について確認したところ、同社の広報担当者は、昨年同社幹部のコメントの幾つかに言及した。昨年8月に行われた同社の第3四半期決算説明会で、クリスティン・マッカーシー最高財務責任者（CFO）は、「長期的には、配当と自社株買いの両方が当社の資本配分戦略の一部であり続けるだろう」と述べている。ムーディーズとS&Pグローバルによる同社の格付けは、投資適格レベルで安定した見通しを維持しており、復配への基盤が整っている可能性がある。

一方、マリオットは、パンデミックの影響を受けて、2年近く前から四半期配当を支払っていない。昨

年10月に行われた第3四半期決算の電話会議で、リーニー・オバーグCFOは、このまま同社の業績回復が続けば、2022年後半には株主還元を再開できる自信を深めていると述べた。

小売業もパンデミックの初期に大きな打撃を受けたが、特にノードストロームのような大型の実店舗を保有する企業にはその影響が大きかった。配当の停止は、パンデミックの初期に同社が行ったコスト削減の動きの一つだ。昨年12月提出された当局への届出で、同社は適切な時期に配当金支払いと自社株買いを再開する予定であると述べている。同社は、昨年10月30日の時点では、レバレッジ比率が高いことを理由に配当金支払いや自社株買いを行うことができないと述べた。

配当を再開していないもう一つがGMだ。10月の投資家向けイベントで、CFOであるポール・ジェイコブソン氏は、状況が安定すれば同社の配当について、より多くの情報を提供できると述べた。一方、GMの競合相手であるフォード・モーター<F>は10月、2020年3月に停止するまで実施していた1株当たり15セントを下回る10セントの四半期配当を開始すると発表した。

GMがこれに追随するか、またそれがいつになるかはまだ分からないが、フォードのように低水準ではあるものの配当を復活させた企業、あるいは配当がパンデミック前の水準を超えた企業については、次回のコラムで取り上げたい。

By Lawrence C. Strauss
(Source: Dow Jones)

5. 目先の株式相場、決算発表がカギに

[米国株式市場]

Why This Earnings Season Will Be More Important Than Ever
金利上昇は織り込み、業績予想未達がリスク

成長株が大幅下落



Spencer Platt/Getty Images

株式市場で葬儀の最終リハーサルと呼べるような状況が見られた。

これは、ハイテク株が先週大きく売られたことを指している。主要指数を表面的に見るだけだと、先週はそれほど悪い結果ではなかった。ナスダック総合指数は0.3%安の1万4893.75で取引を終了し、ダウ工業株30種平均は0.9%安の3万5911ドル81セントで引けた。S&P500指数は0.3%下落して4662.85となった。小型株のラッセル2000指数は0.8%安の2162.46で週末を迎えた。

それでも最も割高で投機的な銘柄の痛みは続いた。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>と法人向けデータベース大手のオラクル<ORCL>が最大の保有銘柄になっている上場投資信託（ETF）のiシェアーズ・エクспанディッド・テックソフトウェア・セクターETF<IGV>は、先週1.6%下落した。そして、かつて新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流

行) から恩恵を受けると考えられた銘柄の筆頭だったフィットネス機器のペロトン・インタラクティブ<PTON>は12%下落し、ナスダック100指数から除外されることも決まった。

決算シーズン、低調なスタート

Market Performance



さて、これらのハイテク銘柄の下落の要因はご存知だろう。昨年12月の消費者物価指数が前年比で7%上昇するなどインフレが高進する中、米連邦準備制度理事会（FRB）は金融政策の大転換を画策している。シカゴ・マーカント取引所（CME）のフェドウォッチ・ツールによると、フェデラルファンド（FF）金利の先物市場は3月の会合での利上げの可能性を86%としており、年内に3回とは言わなくともさらに少なくとも2回の利上げが織り込まれている。金利上昇で最も打撃を受ける投機的な成長株にとっては悪いニュースだ。

しかし、もし金利上昇に対する見通しが現時点でピークに達しているとすれば、投資家が金融引き締めに対して再度の調整を余儀なくされるまでは、ハイテク株が再び魅力的に見えることになるかもしれない。北欧最大の資産運用会社ノルデア・アセット・マネジメントのストラテジストであるセバスチャン・ガリー氏は、「今後数週間のうちに金利がこれ以上上昇する可能性は低いいため、今後数日間はハイテク株の底値買いが増えるだろう。（最近の売りは）これからの1年でハイテク株に起こることの前触れに過ぎない」と書いている。

それはまだ先のことで、今は少なくとも1月26日の連邦公開市場委員会（FOMC）終了までは、決算シーズンが待ち構えており、投資家の注目はそちらに移りそうだ。しかしスタートは芳しくなかった。14日に発表された大手銀行のJPモルガン・チェース<JPM>の決算は予想を上回ったものの、経費の増加が指摘されたことで株価は6.1%下落した。これは、かなりの好材料が既に株価に織り込まれていたことを示唆している。

企業業績が予想を下回る可能性

その可能性はある。14日に発表された12月の小売売上高は前月比1.9%減となり、予想の同0.1%減を下回る結果となった。もっとも、オミクロン変異株とホリデーショッピングの前倒しという一時的な要因によるもので大きな問題ではないかもしれない。しかしウェルズ・ファーゴ・インベストメント・インスティテュートでグローバル・アセット・アロケーションの責任者を務めるトレイシー・マクミロン氏は、第4四半期が空振りに終わったことを示唆しており、企業業績に影響を与える可能性がある」と指摘し、「2021年の後半は成長が少し鈍化していたかもしれないため、企業業績は考えていたよりも少し弱いものになるのではないかと述べる。

投資家は企業業績が持ちこたえたと願うべきだろう。FRBの利上げの脅威とそれに伴う債券利回りの上昇は気になるが、業績発表が期待外れになることは世界の株式市場にとってより大きな問題となり得ると、ネッド・デービス・リサーチのチーフ・グローバル投資ストラテジストであるティム・ヘイズ氏は書いている。同氏は「発表された企業業績が広く失望的なものになれば、債券利回りの上昇では起きることのない、幅広い多くの銘柄の下落と、継続的な売り圧力につながる可能性がある」と説明する。

そうならないように願いたいところだ。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

6. 押し目買いよりバリューを狙え Buy the Dip? Consider These Value Stocks and ETFs Instead. 打撃を受けた企業の持ち直しに期待

[バリュー投資]



SEBASTIEN SALOM-GOMIS/AFP/Getty Images

利上げは株価の障害か

JPモルガンの複数のストラテジストが先週、押し目買いのタイミングだと言っているが、果たしてそうだろうか。今回の下落幅はS&P500指数が年初来で2%で、同指数の過去10年間のリターン（配当含まず）は261%となった。また、個別銘柄でも年初来で下落幅が大きいのは、クラウドソフトウェア企業のスノーフレイク<SNOW>など収益性は低い株価が高騰している企業、暗号資産（仮想通貨）に代表される、根拠のない信頼感を裏付けに成立している資産だ。

筆者がむしろ注目したいのは、JPモルガンの「今後の金利上昇は必ずしも株価のマイナス材料ではない」という、より広い視点だ。米国の物価上昇率は今や7%と1982年以来の高水準にあり、この高インフレは一部で継続するだろうから何か手を打つ必要があるというコンセンサスが広がっている。

投資会社ハーディング・ローブナーのポートフォリオマネジャーであるエドモンド・ベロード氏は「問題なのは、インフレマインドが物価や賃金に浸透すると、米連邦準備制度理事会（FRB）は経済に打撃を与えるような策に出ざるを得ないという点だ」と語る。

しかし同氏によれば、スタート地点の金利（インフレ調整後）がかなりのマイナス圏にあることから、利上げは株式市場に大きな打撃とならない可能性がある。JPモルガンが現在と比較しているのは2018年後半で、当時は利上げが株価の大幅下落を呼び、FRBはその後方針転換に動いた。当時のスタート地点の金利はプラス圏で、景気後退が進んでいた。

JPモルガンは、今年の見玉はパンデミック（世界的大流行）の終焉（しゅうえん）と世界全体での景気回復だと予想するが、これは、オミクロン株の重症化リスクの低さと感染力の高さにより、より重症化リスクの高い変異株が排除され、幅広い自然免疫がもたらされるという前提に基づくものだ。

■ 年初来ではバリューがアウトパフォーム

今注目すべきは、下落幅が十分でない銘柄よりも、上昇基調にある銘柄、つまり、バリュー株だ。インベスコ・S&P500ピュア・バリューETF<RPV>は、利益、売上高と簿価ベースの資産額に対し株価が割安な米国企業を対象とする上場投資信託(ETF)で、年初来7%上昇している。収益率や株価の成長期待が高い銘柄を対象とするインベスコS&P500ピュア・グロースETF<RPG>は7%の下落だ。

低金利はグロース株のバリュエーションに有利に働く。債券利回りが極端に低い場合、投資家はキャッシュフローが何年も増えないが将来有望な企業に資金をとどめる可能性がある。前出のETFでは、過去10年でグロースがバリューを100%ポイントアウトパフォームしている。パンデミック下では、FRBの米国債買い入れが債券利回りを更に押し下げたのに加え、消費がグロース企業のオンラインサービスに集中したため、グロースとバリューのリターンの差は拡大した。

UBSグローバル・ウェルス・マネジメント米州最高投資責任者（CIO）のソリタ・マルセリ氏によれば、グロース株の株価収益率（PER）はパンデミック当初と比べて22倍から31倍に上昇している。バリュー株は13倍から16倍に上昇と、ペースは緩やかだ。グロース株とバリュー株の足元の差は15と、過去平均の6より大きい。クレディ・スイスによれば、今年はバリュー株の方がグロース株よりも速い利益成長を示す可能性が高いという。これは、コロナ禍で大きな打撃を受けた企業が、パンデミックの収束とともに持ち直す可能性があるためだ。

■ デジタル化の波は継続

過去10年間、バリュー株へのシフトはフライング・スタートに終わったことが何度もあった。経済が低迷し、インフレが冷え込み、超低金利が維持されるなら、今回もそうなる可能性がある。いずれにせよ、完全なバリュー株へのシフトは軽率と思われる。米国企業では今も大規模なデジタル化が進行中だ。「今後5年間、バリュー株がグロース株をアウトパフォームするかといえば、そうとは限らない」とマルセリ氏は言う。

過去10年間のS&P500指数のリターンは、インベスコS&P500ピュア・バリューETFよりインベスコS&P500ピュア・グロースETFのリターンに近い。これは、同指数においても同グロースETFにおいても、同一の世界的ハイテク企業の貢献が大きかったため、結果的にパッシブ投資家はグロース株一

辺倒となる傾向が進んだ。

この状態を簡単に調整したいなら、バリュー株のETFを一つ購入すればいい。もう少し手の込んだ方法であれば、個別のバリュー銘柄から今年、市場を上回るリターンを示すものを選ぶのも一案だ。S&P500指数の構成銘柄では、工業機械のカミンズ<CMI>、クルーズ船大手のロイヤル・カリビアン・グループ<RCL>、農業機械のディア<DE>、石油大手シェブロン<CVX>、金融会社シチズンズ・フィナンシャル・グループ<CFG>、自動車大手フォードモーター<F>、メディア大手のバイアコムCBS<VIAB>などだ。

英国では気になる現象が起きている。世界最大のビールメーカー、アンハイザー・ブッシュ・インベブ<BUD>のミシェル・ドゥケリス新CEOは、ビールを家で楽しむホームタップがパブへの出荷数を上回るほど英国で良く売れていると筆者に話した。

同社はビール業界をけん引してきたが、株価はこの10年低迷している。アルコール飲料では需要のシフトが起きており、特にコロナ禍では缶カクテルなどフルーティーなものが人気を博している。同社もこうした商品を扱うが、主流はやはりビールだ。ドゥケリス氏は今こそ「成長とデレバレッジ（レバレッジ解消）の時だ」と言う。成長には世界規模の新商品や、30分以内に冷えたビールをデリバリーするなど、新たなサービスが欠かせない。ドゥケリス氏によれば、米国でもマイアミでホームタップの試行が進んでいるらしい。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

7. ディレクTVとディッシュの合併は可能か

[テクノロジー]

DirecTV and Dish? It's the Story That Just Won't Go Away
TSMC株価は業績改善受け復調

衛星放送大手2社、合併の思惑が再浮上



Daniel Acker/Bloomberg

米衛星放送サービスのディッシュ・ネットワーク<DISH>と同業のディレクTVはライバル同士だが、ここ20年間、一種の馴れ合いを演じてきた。両社の衛星テレビ事業を統合するのが合理的なのは以前から明らかだったが、近年は契約者数が減少しているのでなおさらだ。

両社は、少なくともケーブルテレビが映らない地方の地域以外では窮地に陥っており、合併により生き残るチャンスが生まれるかもしれない。両社の合併に対する思惑は、先週ニューヨーク・ポストが新たな合併交渉について報じた

ことで、再浮上してきた。

筆者は合併の実現について懐疑的だ。というのも米連邦通信委員会（FCC）が2002年に、特に過疎地

域における競争を著しく減少させるとの理由で、両社の統合を却下した経緯があるからだ。

当時のマイケル・パウエルFCC委員長は、「最悪の場合、この合併によりケーブルテレビの未整備地域における独占が生じる」とした上で、それは「公共の利益が求めるものとは真逆な事態だ」と述べた。

以来20年、多くの事が起きて取引の価値も変わった。米通信大手AT&T<T>は2015年、ディレクTVを670億ドルで買収したが、2021年にはその株式の3割を米投資ファンドのTPG<TPG>に売却した。この取引によると、ディレクTVの価値は約75%低下したことになる。

衛星放送事業は先細り

変わらないのは、ブロードバンドによるサービスが受けられない地域が米国にはまだあるということだ。ディッシュとディレクTVだけが、そのような地域で有料放送を提供できる。これだけで規制当局が合併を認可しない十分な理由となる。

モフェットネイサンソンの電気通信業界アナリストのクレイグ・モフェット氏によると、両社のシステムには互換性がなく、両社がそれぞれの衛星システムを維持しなければならない。両社ともに過去5年、新たな衛星を打ち上げておらず、3〜4年後にはディッシュが保有する衛星で耐用年数内のものは1基だけとなる。モフェット氏の見立てでは、衛星が使用不能になることで、両社の事業はやがては消滅する。

衛星事業は投資家にとって、論じても意味がない話題になってしまったかもしれない。モフェット氏によると、ディッシュは「何年も前から衛星テレビ株ではない」。市場の関心は、同社のワイアレス事業とその帯域の価値に移っている。

ディッシュは2025年までにワイヤレス・サービスを開始することに合意しているが、当初はAT&Tの再販業者として活動する見込みだ。ディッシュ株の投資評価を中立とするモフェット氏は、同社株は、ワイヤレス・サービスが稼働するまでは、ファンダメンタルズではなくセンチメントに基づいて取引されるだろうという。いずれにせよ、ディッシュとディレクTVの合併は、希望的観測にとどまるとみられる。

TSMC、株価は復調

半導体不足が続く中、半導体受託生産で世界最大手の台湾積体回路製造（TSMC）<TSM>の2021年の株価が大きくアンダーパフォームしたことは驚きだ。S&P500指数が昨年27%上昇したのに対し、同社株の値上がり率は12%にとどまった。中国による台湾侵攻が懸念される中、TSMCは地政学的リスクにもさらされている。

ただ、センチメントは変化しつつある可能性がある。TSMCの株価昨年12月末以来17%上伸した。同社の昨年第4四半期の業績が予想を上回ったことから、13日には5%と急伸した。スマートフォン、パソコン、サーバー、乗用車向けの旺盛な需要に下支えられて、第4四半期の売上高は前年同期比24.1%増の157億ドルとなった。同社は売上高および売上総利益率の長期目標を引き上げた。

TSMCが将来を楽観している一つの兆候として、2022年の設備投資計画を、2021年の300億ドルを上回る400億～440億ドルとしていることがある。これはウォール街の予想をも上回る額である。TSMCが製造する半導体に依存するアップル<AAPL>や、モバイル通信機器向け半導体大手のクアルコム<QCOM>などにとっては喜ばしいニュースだ。

ニュー・ストリート・リサーチのアナリスト、ピエール・フェラグ氏はTSMCを2022年の最有望株の一つと位置づけている。同氏はTSMCの売上高が2021年の548億ドルから最終的に1000億ドルを上回るとみている。シティのアナリスト、ロナルド・シュー氏も強気の見方をしており、TSMCの株価の上値余地を50%とみている。

TSMCの時価総額は約7000億ドルに達し、同社は画像処理半導体大手のエヌビディア<NVDA>を抜いて世界最大の半導体製造企業となった。筆者が次の1兆ドル企業を選ぶとしたら、世界の半導体製造市場の60%を握るTSMCになるだろう。同社はまた世界で最も重要なハイテク企業と言っているかもしれない。

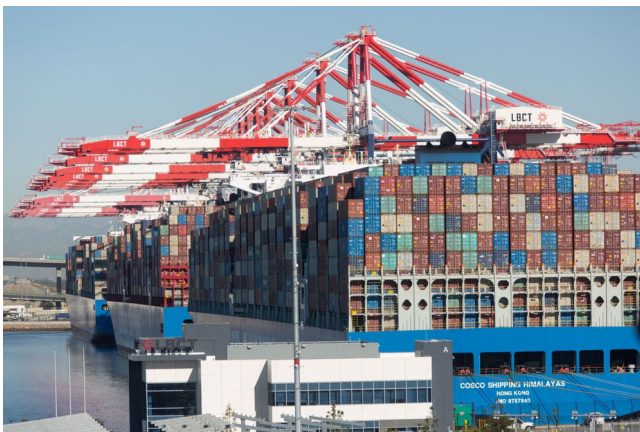
By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

8. インフレはまだ続く

Don't Trust the Conventional Wisdom: Inflation Isn't Peaking
需要が促進の一面も

[米国経済]

インフレはピークに達したか



Allison Zaucha/Bloomberg

最近ウォール街で繰り返されている言葉がある。インフレはすでにピークに近づいており、過去40年で最速の物価上昇を気にすることはないというものだが、これは正しいのだろうか。

インフレがピークに達したとの見方の根拠は購買担当者景気指数（PMI）だ。コーナーストーン・マクロのチーフ・エコノミスト、ナンシー・ラザー氏は、米サプライ管理協会（ISM）の製造業調査で新規受注と生産の乖離（かいり）が縮小しており、需給の不均衡の緩和が示唆されると言う。ジェフリーズのチーフ・エコ

ノミスト、アネタ・マルコウスカ氏は、サービス部門の価格上昇の鈍化と住居費上昇率の安定化から、昨年12月の消費者物価指数（CPI）自体がピークの証拠だと言う。生産者物価が記録的な水準から落ち着いたことで、企業は一息ついており、消費者もまもなくそれに続くだろう。

インフレが後退しつつあるという証拠は有力で、かつ歓迎すべきことだが、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）時代にデータは急速に陳腐化する。ほぼリアルタイムで宇宙から世界中の経済を監視しているスペースノートの日次データを見ると、サプライチェーン（供給網）の問題の原因となっている港湾の混雑が、実際にはあまり改善されていないことが分かる。同社のアナリスト

は、米国の港湾の混雑に明らかな改善の兆しはなく、1月のコンテナのデータからは正常化の動きが止まった兆しも読み取れるという。中国の港湾の混雑が悪化しているとのデータも国内の供給に影響を落としている。同社の商業ソリューション・バイス・プレジデントのアヌ・マーゲイ氏は、サプライチェーン問題が解消しない限りインフレ緩和の期待は時期尚早と結論づけている。

供給網だけが要因ではない

Persistent Port Congestion

Ports, central to the supply chain, remain congested with no sign of improvement.

U.S. Port Container Level Index

26million



Note: in square meters

Source: SpaceKnow

インフレが始まって以来、経済学者や行政当局、政治家は、物価の急速かつ持続的な上昇の原因はパンデミックによるサプライチェーンのボトルネックにあるとしてきた。だが需要がインフレを引き起こしているという証拠もある。過去2年間の財政・金融支援を考えれば明白な話だが、誤った予想や希望的観測、政策のせいで、消費者需要の増加が物価を押し上げているという指摘は少なかった。

MKM パートナーズのチーフ・エコノミスト兼マーケット・ストラテジストのマイケル・ダーダ氏は、名目国内総生産（GDP）の伸びに注目する。実質経済活動や物価の変動により、名目GDPは2020年第3四半期から6四半期にわたって年率平均14.9%の複利成長を遂げた。2021年だけを見ても11%の成長率である。名目GDPの持続的な二桁成長は、同じように激しいインフレに見舞われた1970年代以来だとダーダ氏は述べる。その上でダーダ氏は、「名目GDPの急速な成長の理由は金融緩和と需要型インフレだ。それ以外にはない。名目GDPはマネーサプライに貨幣流通速度を乗じたものであり、中央銀行の金融スタンスの代理変数だ。それを踏まえれば、中央銀行の金融スタンスに言及することなく供給ショックや価格統制、価格上昇に乗じた不当利益などからインフレを語るのとは愚かだろう」と指摘する。

ダーダ氏は、米連邦準備制度理事会（FRB）がより中立的なスタンスを実現するまでインフレリスクは高止まりすると語り、名目GDPを持続可能な年率4～5%の水準に導くという明確な目的を持った金

融引き締めにより、平均2~3%のインフレ率との整合性がとれる、と付け加えた。つまりサプライチェーンが急速に正常化したとしても問題は残るというわけだ。

FRBの金融引き締めがカギ

もう少し細かく見ても、需要型インフレであるのは明白だ。米労働省労働統計局（BLS）が分析会社J Dパワーから購入したデータを使った実験的な新車価格指数を見てみよう。以前BLSで物価指数リサーチを率いたロブ・マクリーランド氏によれば、この指数でユーザーの動向をより迅速に把握できるという。CPIの公表データでは新車価格の上昇率は年率約12%だが、この指数では上昇率は約20%となる。同氏によれば、手法の違いにより、需要の増加が物価に与える圧力が公表値より早く現れると言う。なぜそれが重要なのか。平常時であれば価格の上昇に伴って需要が減少・変化するものだが、現在は供給不足の見本のような分野で需要が高くなっているという。

さらに、消費者の価格変動に対する行動を考慮したいいわゆる連鎖加重型CPIも従来の固定加重型CPIに比べて高くなっている。この珍しい動きの原因は、新車価格指数から推測しても、供給不足だけでなく需要が経済全体の価格を引き上げていると見るのが妥当だろう、と同氏は言う。

もし、サプライチェーンをめぐる楽観論が的外れで、一般に認識されている以上に需要がインフレを促進しているとしたらどうだろうか。投資家にとって事態はさらに悪化し、FRBが積極的な引き締めを開始してようやく状況は好転する。解決すべき問題の一端を中央銀行が担っているのだ。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

9. 上昇する「悲惨指数」は金利をどう見ているか The Misery Index Is Rising. What That Says About Rates. マネーサプライの鈍化が招くもの

[米国株式市場]

悲惨指数は9年ぶり高水準



Brendan Smialowski/AFP/Bloomberg

今は「われらが不満の冬」であり、「悲惨指数」が復活したのは驚くことではない。これは、1960年代に当時のジョンソン大統領の顧問だった経済学者アーサー・オークンが考案した、失業率とインフレ率の合計値で表される指数であり、多くの国民が直面する経済的な困窮度合いを示す。

第2次世界大戦後、悲惨指数は変動した。インフレ率がきわめて低く米国が完全雇用だった1953年7月の3を下回る水準から、カーター政権下でスタグフレーションがピークに達した1980年

6月には約22まで上昇した。昨年、悲惨指数は着実に上昇して4月に2桁に達し、12月には10.9と高止まりしている。当然、経済的苦痛が増したことで、ミシガン大学消費者景況感指数は低下し始めた。

前回悲惨指数が10.4と2桁に上昇したのは、2012年5月だった。2007～2009年の金融危機に続く不況からの回復が遅れた時期に当たり、失業率は8.1%だったがインフレ率は2.3%と、ほぼ四半世紀続く低水準にとどまっていた。

それは昨年までだった。悲惨指数は上昇し、昨年12月に失業率が3.9%まで着実に低下したものの、消費者の景況感は悪化した。インフレは、米連邦準備制度理事会（FRB）幹部が楽観的に使っていた「一時的」というより根強いものだとは判明し、そのことは高くなる値段を払わざるを得ない人々の苦痛を意味する。

昨年12月の消費者物価指数（CPI）上昇率は過去40年間で最大の前年同月比7%となり、先週はインフレがイブニングニュースで取り上げられ、新聞の1面を飾った。インフレの原因は、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）が続き、サプライチェーンの混乱が広がったことである。

■ インフレは見かけ以上に深刻

しかし、運用会社アライアンス・バーンスタインの元チーフエコノミストで、インフレの警鐘を鳴らし続けたジョセフ・カーソン氏は、金融緩和が供給不足やボトルネックと同程度、インフレ率を押し上げたとしている。

同氏は、供給制約が新車・中古車、レンタカー、家具・家電、アパレル、スポーツ用品、外食の価格上昇要因と見なし、こうした品目はCPI上昇率7%のうち3.5%ポイントを占めると推計している。

CPI上昇率が過去40年近くで最大というニュースの一方で、カーソン氏は、1982年以前に用いられていた計算式を使えば、CPI上昇率はずっと大きいものになっただろうと指摘する。その計算式では住宅所有者の住居費を推計するために、住宅価格を計算に入れていた。最新のS&Pコアロジック・ケース・シラー全米住宅価格指数によれば、住宅価格は前年同月比19%上昇した。CPIに含まれる帰属家賃は住宅所有者がその家を借りるのに払いたい家賃を推計する指標だが、帰属家賃の上昇率はわずか3.8%だ。実際の住宅価格で帰属家賃を計算すると、7%のCPI上昇率はさらに3.5%ポイント高かっただろう。

同氏は金融緩和がインフレ率上昇の要因となる一方、パンデミックが諸物価を押し上げたとは主張する。西海岸に停泊するコンテナ船に住宅や集合住宅が積まれ、逼迫（ひっぱく）する住宅市場を緩和するとは思えない。

政策金利であるフェデラルファンド（FF）金利も、前回のインフレ期と大きく異なる。ドイツ銀行のテマリサーチの責任者であるジム・リード氏は、「1982年のFF金利は13%だった」と述べ、「FRBはFF金利の誘導目標を0～0.25%に維持し、インフレ調整後の実質金利は1970年代の大インフレ期を下回る。比較できるのは第2次世界大戦の時代だけだ」と顧客向けノートに記した。大幅なマイナス金利は、大規模金融緩和を意味する。

上院銀行委員会の再任指名公聴会で、FRBのパウエル議長は現在の高インフレを定着させないというFRBの意思を繰り返した。しかし、マイナスの実質金利を維持しつつインフレをFRBの目標水準に押し戻すのはどれだけ現実的かというパット・トゥーミー上院議員の質問に対し、当初パウエル議長は供

給不足をもたらした混乱を非難するだけだった。同議長はインフレが続くのであれば、FRBは政策手段を用いて利上げを実行すると付け加えた。

一方で、国民に苦痛を与えるインフレに直面しながらFRBの政策は拡張的なままである。インフレの多くはモノの価格の高騰によるものだが、遅効性のある家賃がCPIに反映され始めると、サービスコストの上昇の方がより大きな問題になるかもしれない。

金融引き締めで投資資金が縮小

FRBの最高幹部や市場関係者の現在のコンセンサスは、3月15、16両日の連邦公開市場委員会（FOMC）で25ベーシスポイント（bp）のFF金利引き上げが決まるというものであり、13日時点のCMEフェドウォッチでは確率が83%となっている。6月と9月にも25bpずつの引き上げがあると示唆されており、12月に4回目の利上げを予想する見方も有力だ。4回の利上げで誘導目標は1～1.25%に上昇するが、それでも実質金利はマイナスになる。

利上げが視野に入る一方、FRBは毎月米国債400億ドルと住宅ローン担保証券（MBS）200億ドルの買い入れを続けている。12月のFOMCは量的緩和縮小（テーパリング）の加速を発表したが、FRBはバランスシートを拡大させ流動性の供給を続けている。FRBのバランスシートは、パンデミック前の4兆ドルから9兆ドル台に拡大している。

ルネサンス・マクロ・リサーチのエコノミストを率いるニール・ダタ氏は、「最新のインフレ統計に刺激され、FRBは1月25、26両日のFOMCで資産買い入れの終了を発表するはずだ」と記している。資産買い入れは3月末までに終了すると見られ、待望の利上げに道を開くが、同氏は「終了時期を早めても、FRBの段階的なバランスシート縮小を予想する市場には、ほとんどタカ派的なサプライズにはならないだろう」と語る。

ダタ氏は、FOMCが直近の経済予測で示したような、年末までにインフレ率が2%前後に低下する確率は低いと見る。同氏は「相当なインフレが控えている」と語り、「総所得はざっと10%増加しているようだが、そうであれば、実質成長率が8%でない限り、インフレ率2%は想定できない」と付け加える。

インフレを抑制するために、FRBは拡張的な金融政策を縮小し、さらには引き締めに反転させなければならない。FRBが債券買い入れを停止して満期償還が始まるため、JPモルガンは今年、市場は3500億ドルの債券消化を追加せざるを得ないと推計する。同行のレポートによれば、マネーサプライの縮小で株式に投資可能な余剰資金は減少するだろう。

こうした流動性が縮小するとの見方から、2022年は苦痛に満ちたスタートとなった。始まったばかりかもしれない。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

Crypto and Stocks Look Increasingly Correlated. That Has Raised Risk Fears.

暗号資産と株価に相関関係、リスク懸念高まる

リスクヘッジ手段としての魅力は低下



Illustration by Elias Stein

1月10日の週、ビットコインは反発し、同時に株式などのリスク資産も上昇した。ビットコインと株価が同方向に動くことは、最近よく見られるようになったトレンドだ。たとえば12日には、ビットコインは過去24時間で4.6%上昇の4万3500ドル付近で取引されていた。さらにビットコインに次ぐ流通量のイーサリアムも、暗号資産（仮想通貨）市場全般とともに上昇した。S&P500指数は、前日の上昇に続いて12日も0.28%上昇した。

国際通貨基金（IMF）はブログへの投稿で警告を発している。株式と仮想通貨に対するセンチメントは繋がりが深まっており、それが「金融市場へ波及するリスク」を高めているというのだ。IMFによると、ビットコインとS&P500の相関係数は、2017年～2019年ではわずか0.01だった、つまり株式と仮想通貨の値動きはそれぞれが独立したものだ。相関係数は、2つの資産の値動きの足並みが完全に揃う場合は1、まったく揃わない場合は0となる。それが2020年～2021年に変化したのだ。中央銀行が市場に過剰な流動性をもたらしたことで、相関係数は0.36に急上昇した。つまり、これらの値動きが以前よりも連動しているということだ。

ビットコインは新興市場とも関連性があるようだ。2020年～2021年のMSCIエマージング・マーケット・インデックスとの相関係数は0.34と、以前の17倍になった。仮想通貨は現在、金や投資適格債、主要通貨よりも、株式に対して高い相関関係を持つようになった。つまり、分散化の利点がほぼなくなったということだ。

ビットコインと仮想通貨全般は、株式市場下落時の防御にはなりそうにないというのが、IMFのメッセージだ。仮想通貨のボラティリティも株式市場に波及しており、その逆も然りである。つまり、「ある市場でのセンチメントが他の市場に伝わり、影響を与えている」ということだ。IMFは、特に仮想通貨が上昇している市場は、金融の安定にとってリスクになると見ている。

今週の予定

1月17日（月）

- ・ 米国株式・債券市場はキング牧師記念日の祝日で休場。

1月18日（火）

- ・ 大手金融サービス会社バンク・オブ・ニューヨーク・メロン<BK>、ディスカウント証券大手のチャールズ・シュワブ<SCHW>、金融大手ゴールドマン・サックス・グループ<GS>、物流大手JBハント・トランスポート・サービスズ<JBHT>、金融持ち株会社のPNCファイナンシャル・サービス

Let's Dance

Before the pandemic, Bitcoin prices moved independently from the S&P 500. That changed in 2020.

Bitcoin and the S&P 500 Performance, 2018 to 2021



Sources: CoinDesk (crypto currencies); FactSet (Indexes)

ズ・グループ<PNC>、銀行持ち株会社トゥルイスト・ファイナンシャル<TFC>が四半期決算発表。

- ・日銀が政策金利を発表。短期政策金利は現行のマイナス0.1%が維持される見込み。米連邦準備制度理事会（FRB）は2022年中に政策金利を1%程度引き上げると予想されており、世界的に利上げのトレンドが見られるが、日銀と欧州中央銀行（ECB）はこれに反して、2022年に利上げする予定はないと明言している。

- ・全米住宅建設業協会（NAHB）が1月の住宅市場指数を発表。コンセンサス予想は83と、昨年12月からやや低下。2020年11月に記録したピークの90からは低下しているが、住宅建設業者は住宅市場に強気の見方を崩しておらず、歴史的に高い水準が続いている。

- ・ニューヨーク連銀が1月の製造業景気指数を発表。エコノミスト予想は19.5と、昨年12月の数値を12ポイント下回る。2021年夏のピークからは低下しているが、同地域の製造業の活動は堅調を維持している。

1月19日（水）

- ・昨年12月の住宅着工件数発表。エコノミスト予想は、季節調整済み年率換算165万戸で、建設許可件数は171万戸。

- ・半導体製造装置メーカーのASMLホールディングス<ASML>、金融大手バンク・オブ・アメリカ<BAC>、金融グループのシチズンズ・ファイナンシャル・グループ<CFG>、テキサス州に本拠を置く商業銀行大手コメ리카<CMA>、大手金融持ち株会社ディスカバー・ファイナンシャル・サービス<DFS>、建設用資材販売のファスナル<FAST>、金融大手モルガン・スタンレー<MS>、日用品大手プロクター・アンド・ギャンブル（P&G）<PG>、不動産投資信託（REIT）大手プロロジス<PLD>、金融サービス会社ステート・ストリート<STT>、大手航空会社ユナイテッド・エアラ

インズ・ホールディングス<UAL>、医療保険会社ユナイテッドヘルス・グループ<UNH>、銀行持ち株会社U.S.バンコープ<USB>が決算発表。

1月20日（木）

・ 航空大手アメリカン航空グループ<AAL>、油田サービス大手ベーカー・ヒューズ<BKR>、大手鉄道貨物輸送会社のCSX<CSX>、総合金融サービス会社のフィフス・サード・バンコープ<FITB>、医療ロボットメーカーのインテュイティブ・サージカル<ISRG>、銀行持ち株会社のキーコープ<KEY>、動画配信大手のネットフリックス<NFLX>、金融持ち株会社ノーザン・トラスト<NTRS>、化学メーカーのPPGインダストリーズ<PPG>、地方銀行大手のリージョンズ・ファイナシナル<RF>、シリコンバレーを拠点とする金融持ち株会社SVBファイナシナル・グループ<SIVB>、損害保険持ち株会社トラベラーズ<TRV>、鉄道貨物大手ユニオン・パシフィック<UNP>が決算発表。

・ 全米不動産業者協会（NAR）が昨年12月の中古住宅販売件数を発表。エコノミストは、季節調整済み年率換算で昨年11月をやや下回る639万戸を予想。中古住宅価格の中央値は35万3900ドルで、前年同月比13.9%上昇。

1月21日（金）

・ 地方銀行大手のハンティントン・バンクシェアーズ<HBAN>、油田サービス開発会社シュルンベルジェ<SLB>が決算コンファレンスコールを開催。

・ コンファレンス・ボードが昨年12月の景気先行指数を発表。コンセンサス予想は前月比0.8%上昇（11月は1.1%上昇）。コンファレンス・ボードは、2021年第4四半期の国内総生産（GDP）成長率を6%、2022年の成長率については、3.5%を予想している。

By Daren Fonda
(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』 2022/01/16

THIS WEEK'S MAGAZINE

発行 : Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信 : 時事通信社

編集

THIS WEEK'S MAGAZINE : エグゼトラスト

TODAY'S MAGAZINE : 時事通信社

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

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

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

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

※図・表・データの無断使用を禁止します。

Copyright © 2022 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます