

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2022/02/20

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

- | | |
|---|--------------|
| 1. <u>米金融政策、正常化に筋書きなし</u> - The Fed's Dilemma: Tame Inflation or Avoid a Recession | [カバーストーリー] |
| インフレとリセッションのはざままで | P.1 |
| 2. <u>バークシャーは世代交代の準備を</u> - What Buffet Can Do to Ensure a Brighter Future for Berkshire Hathaway | [フィーチャー] |
| バフェット氏に頼らない企業づくり必要 | P.5 |
| 3. <u>ファンドファミリー・ランキング</u> - The Best Fund Families | [フィーチャー] |
| 昨年のパフォーマンス調査結果 | P.8 |
| 4. <u>ロボアドバイザーに買収の波</u> - Robo-Advisors Changed Investing. But Can They Survive on Their Own? | [フィーチャー] |
| ベターメント、生き残り模索 | P.13 |
| 5. <u>利上げと株安への対処法</u> - What to Do With Your Money as Rates Rise and Markets Stumble | [インタビュー] |
| バンガードCIOに聞く | P.16 |
| 6. <u>ウクライナ情勢、株価への影響は</u> - What Will Stocks Do if War—or Peace—Erupts in Ukraine? | [コラム] |
| 武力衝突なら金利低下か | P.20 |
| 7. <u>下落局面は続く</u> - The Stock Market's Next Move Is Lower. It's Not Just Russia and the Fed. | [米国株式市場] |
| 底値打つまでに時間 | P.21 |
| 8. <u>ドアDashが最大のサプライズ</u> - How DoorDash Became the Biggest Surprise of Earnings Season | [ハイテク] |
| 宅配サービス、パンデミック後も勢い | P.23 |
| 9. <u>ジャンク債、株価暴落予見せず</u> - Junk Bonds Aren't Predicting a Stocks Apocalypse | [米国株式市場] |
| FRBは低格付企業の資金調達重視 | P.25 |
| 10. <u>今週の予定</u> - Virgin Galactic Invites the Public to a \$450K Space Jaunt | [経済関連スケジュール] |
| ヴァージン、45万ドルの宇宙旅行発売 | P.27 |

※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 © 2022 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. 米金融政策、正常化に筋書きなし The Fed's Dilemma: Tame Inflation or Avoid a Recession インフレとリセッションのはざままで

[カバーストーリー]

異例がインフレ助長



Illustration by Lincoln Agnew

米連邦準備制度理事会（FRB）は来月の連邦公開市場委員会（FOMC）で、新型コロナウイルス禍での異例の金融緩和策からの正常化を開始する。その結果がどうなるのかは、FRBの幹部も含め、誰にも分からない。

正常化はFRBにとっても、経済、金融市場にとっても、空前の大きな賭けだ。リセッション（景気後退）は必至だと考える経済予測の専門家がいれば、FRBは成長を逆転させずにインフレと闘うことが可能だと考える者もいる。リセッションが不可避かどうかをめぐって意見が割れているのは、今後の利上げの頻度や規模、FRBによるバランスシート縮小計画とその波及効果、コロナ感染が収束しない中で財政・金融政策に支えられた米経済の本当の調子について、見解が異なっているためだ。

金融引き締めの展開に関するシナリオは、さまざまな条件が絡み合い、迷宮の様相を呈している。ただ、物価が高騰する一方、高成長は減速しているだけに、どの選択肢も魅力に乏しくなるばかりだ。政府による巨額の財政支援を伴

ったFRBの金融刺激策は、振り返れば行き過ぎたものであり、終了するのが遅かった。

2020年にコロナが初めて米国で流行し、経済が実質的に停止した際、FRBの緩和策は、現実起きたよりも大きなリセッションや市場調整を未然に防ぐ役割を果たしたと言えるのかもしれない。しかし、緩和はインフレによる混乱の一因となり、対応は難しさを増している。政策ミスのリスクは増大し、インフレと闘うなら雇用喪失や市場の惨事、リセッション回避なら物価高止まりの脅威に直面している。そして、最悪のケースではこれらが同時に起こる可能性もある。

インフレは一時的な現象ではなかった。マネーサプライが急増し、住宅市場への大規模介入で住宅価格の高騰は不可避となり、好ましくない人口動態はコロナ禍以前から労働力供給の重しとなっていた。今やインフレは「過熱」を超え、「沸騰」状態だ。肉や卵、パンから、電気、ガス、銀行の当座勘定の手数料まで、あらゆるモノやサービスの価格が10%以上のペースで上昇し、格付け会社ムーディーズによれば、米国の平均的な世帯では1カ月の出費が250ドル増加している。

インフレは購買力を低下させ、消費者と企業の景気信頼感を損なうため、経済や企業利益の成長にとって脅威だ。インフレの影響でバイデン大統領は世論調査や党内の支持率が低下し、FRBは信頼を失いつつある。

問題を分析し、金融政策の正常化に備えるには、2007～2009年の金融危機とリセッションにさかのぼ

る必要がある。コロナ禍への対応に当たり、FRBは前回の経済危機における戦略を再利用する一方、長年にわたりFRBの指針となってきた金融政策のルールから一段と乖離（かいり）することとなった。

エコノミストでスタンフォード大学教授のジョン・テイラー氏は、FRBは金融危機が起きるまで、システマチックに行動していたと語る。テイラー氏が1990年代に考案した「テイラールール」は、経済状況に応じて適切な金利を提示するものだ。このルールに基づくと、現在のフェデラルファンド（FF）金利は0～0.25%ではなく、5%超となるべきである。これはFRBが利上げの最終的な到達点とする水準の約2倍だ。テイラー氏は、FRBがテイラールールに基づく金利よりも大幅に低い水準に金利を維持したことで、金融危機の背景となった住宅バブルなどの「カネ余り」が生じ、過度に緩和的な金融政策がより良い景気回復を妨げたと主張する。

一方、金融危機時にFRBを率い、現在の非伝統的金融政策の多くの導入に寄与したバーナンキ元FRB議長は、テイラー氏の主張に反対している。バーナンキ氏は2015年にブルッキングス研究所から発表した論説で、テイラールールのような規則は、複雑でダイナミックな経済の中で政策を形成する際に考慮すべき重要な要素の全てを反映させていないと述べている。

FRB、信頼低下

景気回復が期待外れに終わり、物価上昇率がFRBの目標である2%を長年にわたり下回ってきたという過去の記憶は、今回の過度なインフレを持続させる動機となった。FRBは2020年夏、1年半の内部レビューとロックダウンからの経済再開を経て、政策の枠組みを全面的に見直した。これは、過去の物価上昇率が目標を下回ってきた埋め合わせに、インフレ率の継続的な上昇を目指すものだった。

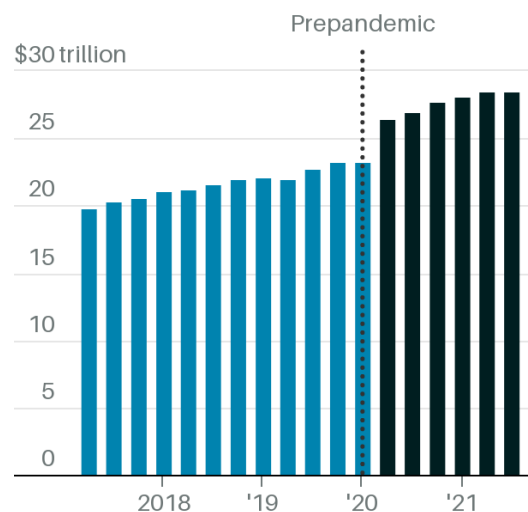
FRBは2020年9月、これまでの基準からの逸脱を反映した明確な指針を投資家に示した。労働市場が完全雇用に近づくだけでなく到達し、インフレ率が「しばらくの間、緩やかに一定期間の平均で2%を上回る」状態が続くまで、利上げを行わないと表明したのだ。

FRBは取り組むべき課題を最初から見誤っていたという批判もある。危機時の戦略は、経済がリセッションに向かっていた時に考えられたものだ。今回は経済が好調で、失業率が50年ぶりの低さだったにもかかわらず、緩和マネーが投入された。需要はかつて問題ではなかったが、今では問題だ。金融政策が供給のボトルネックを解消できないにもかかわらず、超緩和的な政策が需要に影響を与え、経済全体のモノ不足に拍車を掛けたことは無視できない。

ジョージタウン大学マクドノー経営大学院のジェームス・エンジェル教授は、FRBにとっての制約は家計や企業ではなく、過去数十年間で積み上がり、コロナ禍によって急増した政府債務だと語る。政府債務は過去最大の30兆ドルに上り、2020年初めから約30%増加した。エンジェル氏によれば、金利

Opposing Forces

Federal debt, propelled by pandemic spending, is a constraint for raising interest rates.



Sources: Federal Reserve Bank of St. Louis; U.S. Dept. of the Treasury

が2%に達しただけで利息負担は年間6000億ドル増加し、将来の歳出に影響を及ぼす。

一部のエコノミストと投資家は、FRBの信頼が危うくなっていると指摘する。セントルイス連銀のブラード総裁もこの懸念を認めており、最近のCNBCのインタビューで「われわれの信頼が懸かっており、データに対応する必要がある」と語った。ブラード氏が言及した問題は複数の要素をはらむ。まず、FRBが実質的に財政ファイナンス、すなわち財政赤字を引き受けるために紙幣を乱発しているという印象が強まっている。インフレの過熱を放置しているのは、低所得層や固定所得層を犠牲にして政府債務を軽減するためではないかと疑われている。

もっと根本的な問題もある。FRBは雇用を優先し、インフレから目を背けてきたのだ。一部の投資家は今や、FRBがインフレ率を2%に引き下げるために必要な措置を講じることができるか、疑わしいと思っている。資産運用会社ナベリア・アンド・アソシエイツのルイス・ナベリア最高投資責任者（CIO）は「われわれはもう引き返せないところまで来てしまった。金利をあるべき水準に戻すことはできないだろう」と語る。

FRBウォッチャーが注目すべき不確定要素の中で最も重要なのは、金利の動向ではない。今回は、FRBのバランスシートが有意義な政策ツールになるだろう。バランスシートは金利に比べ、はるかに複雑で、不透明で、予測不可能だ。FRBは米国債と住宅ローン担保証券（MBS）の約3分の1を保有している。バランスシートの規模はコロナ禍の初期から倍増し、国内総生産（GDP）の40%に達した。もしかすると、FRBは自らが生み出した状況をよく分かっていないのかもしれない。

パウエル議長は1月の記者会見で「バランスシートに関しては不確実な要素がある。率直に言って、利上げが金融情勢、ひいては経済情勢にどのような影響を与えるかについては、われわれはかなりよくわきまえていると思う。バランスシート（政策）は依然として市場やわれわれにとって比較的新しいものであるため、それほど確信が持てない。われわれはバランスシート政策が舞台裏で進むことを期待している」と語った。

希望的観測

パウエル議長の期待は、イエレン前議長とあまり変わらない。イエレン氏は2017年、量的引き締め（QT）はペンキが乾くのをしているようなものになると語ったが、実際はそうではなかった。ストラテジストは、バランスシートの規模とインフレ率の高さを考えると、今回のQTが混乱を生まないことを期待するのは、イエレン氏以上に甘いとは指摘する。

投資ファンドのアポロ・グローバル・マネジメントのチーフエコノミスト、トルステン・スロック氏は、FRBが債券の満期償還に任せ、償還金の再投資額を調整することによってポートフォリオを縮小しようとするれば、MBSをバランスシートから一掃するまでに約5年かかると語る。住宅ローンの繰り上げ返済は往々にして借り換えを通じて行われるため、金利の上昇に伴って減速するとみられるからだ。

投資銀行ジェフリーズのチーフマーケットストラテジスト、デービッド・ザーボス氏は、QEを「ゆっくりと自然に終わらせる」ことに重大な政策ミスリスクがあると指摘する。ザーボス氏は「FRBは今後数四半期で資産売却へと急激に方向転換するだろう。その結果、利上げが行き過ぎる余地は大幅に小さくなり、バランスシートの縮小が非常に積極的に行われるリスクは大幅に増大する」と語る。

Partial Recovery

The labor market has reclaimed most of the jobs lost after nearly 20 million people were out of work early in the pandemic.

Total nonfarm employment, monthly



Note: seasonally adjusted.

Sources: Federal Reserve Bank of St. Louis; Bureau of Labor Statistics

バランスシートの正常化が積極的に行われることを歓迎する声もある。地方銀行ピナクル・バンコープのシド・ディンズデル会長は「当行のバランスシートは今まで想像しなかったほど膨張した。人々が資金を活用すると思っていたが、そうはなっていない。流動性が吸収されても気にしない」と述べた。顧客のバランスシートを見る限り、貸出金利が上昇しても需要は減少しないだろうとも語った。

現在の超緩和的な金融政策が経済成長を妨げているという見方もある。アイアンサイズ・マクロエコノミクスのリサーチ担当ディレクター、バリー・ナップ氏は、金融引き締めは市場にとっては厳しいが、経済にとっては正味でプラスだと語る。引き締めによって、銀行が余剰資金を貸し出す金利が上昇し、住宅市場にあふれた投資家の熱を冷ます効果をもたらすだろう。こうした投資家は、借り手よりも大きな乗数効果を経済にもたらす買い手を押しのけてきた。

多くのストラテジストは、インフレ率が高過ぎるため、FRBには市場の下落に応じて簡単に引き締めを緩める余裕がないと述べている。三菱UFJフィナンシャルグループの米国マクロ戦略責任者ジョージ・ゴンカルベス氏は、経済が低金利と株価の高さにかつてないほど依存しているため、いわゆるFRBプットは依然として存在するものの、投資家が期待している水準を大幅に下回るだろうと語る。

ローゼンバーグ・リサーチのチーフエコノミスト兼ストラテジスト、デービッド・ローゼンバーグ氏は、GDP成長率が潜在成長率を下回り、インフレ率の大幅な鈍化につながると予想している。ローゼンバーグ氏は2023年のリセッションの確率を75%とみている。

強気な見方もある。ヤルデニ・リサーチのエド・ヤルデニ氏は、経済は多くの人が考えるよりも良好な状態で、リセッションの懸念は行き過ぎだと語る。ヤルデニ氏は年末の金利を1%と予想しており、利上げの前倒しは先送りよりも最終的に痛みが小さいとみている。ヤルデニ氏は最近、今年のS&P500

指数の目標値を引き下げたが、依然として現在の水準から10%上昇するとみており、来年の上昇率も2桁台になると予想している。

差し迫った金融引き締めサイクルがどのような展開になるか、それが経済や金融市場とどのように影響を与え合うかは、通常よりも予測するのが難しい。ヒントを探すべき場所があるとしたら、それは住宅市場だ。住宅はコア消費者物価指数の40%、GDPの5分の1、家計資産の大部分を占める。FRBが住宅市場という難所をどうやって切り抜けるかによって、米経済のリセッションや調整相場を避けつつ、現実的かつ十分にインフレを沈静化できるかどうかが決まるだろう。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

2. バークシャーは世代交代の準備を

[フィーチャー]

What Buffet Can Do to Ensure a Brighter Future for Berkshire Hathaway
バフェット氏に頼らない企業づくり必要

恒例の「株主への手紙」



Nati Harnik/AP/Shutterstock

米バークシャー・ハサウェイ<BRK.A、BRK.B>は、ウォーレン・バフェット最高経営責任者（CEO）が年末に92歳の誕生日を迎える。同社には変化の時期が訪れているのかもしれない。

バークシャーの投資家は、同社の経営や金融市場の動向、米国のビジネス事情に関するバフェット氏の見識を得ようと、2月26日に公表予定の「株主への手紙」を待っている。

バフェット氏は過去57年間で、バークシャーを時価総額7000億ドル（米国第6位）、年間営業利益270億ドルの企業に育て上げた。だが本誌は、バフェット氏が世代交代に向けて準備を始めるべきだと主張してきた。同氏がCEOを退いて会長にとどまれば、後継者とされるグレッグ・アベル氏が巨大コングロマリットの経営という難しいかじ取りを担えるか、証明できるのだ。

投資家は経営資源の集中を望んでいる。バフェット氏の引退後は、バークシャーに会社分割の圧力がほぼ即座に加わるだろう。バフェット氏はバークシャーを分割しない方が税制などの面で有利だと主張している。

この10年間は機会損失の時期だった。唯一の大型買収は2016年の航空機部品メーカーのプレジジョン・キャストパーツの取得（320億ドル）だが、この件では損失が出た。

バフェット氏は2度の投資革命を起こしている。アップル<AAPL>への310億ドルの投資は5倍のリターンを生んだ。金融大手バンク・オブ・アメリカ<BAC>への投資は現在約500億ドルの価値があり、リターンは3倍だ。だが近年、バフェット氏は投資に非常に慎重になっている。新型コロナウイルスの

パンデミック（世界的大流行）をきっかけとした株価下落の際に波に乗れず、「他人が貪欲なときに恐れ、他人が恐れているときにだけ貪欲になれ」という自身の格言を無視することになってしまった。

■ 自社株買いで人気

2020年3月以降、バークシャーは株式の購入より売却が上回っている。同社は金融大手ウェルズ・ファースト・トラスト・バンク（WFC）の保有株8%をほぼ手じまいした。しかし、これはタイミングが悪く、現在の株価56ドルの半値で売却し、100億ドルを取り損なったと思われる。大型投資は通信大手ベライゾン・コミュニケーションズ（VZ）（80億ドル）のみで、株価は投資以来10%下落している。

バフェット氏にはトッド・クームズ氏、テッド・ウェスクラー氏という有能な副官がいる。それぞれバークシャーの3250億ドルの株式ポートフォリオの約5%を運用しているが、もっと多額を運用させてはどうだろう。

スミード・バリュー・ファンドの運用責任者ビル・スミード氏は「ウェスクラー氏の運用能力は高く、10万ドル未満のロスIRA（個人退職勘定）ポートフォリオを2億6400万ドルに育て上げた実績を持っている」と太鼓判を押す。

バフェット氏は配当を行わず、代わりに2020年半ばから自社株買いを強化した。バークシャーの時価総額の6%に相当する約400億ドルの株式を買い戻している。

バークシャー株は投資家からの人気を取り戻しつつあり、過去1年間にS&P500指数の2倍近い29%のリターンを記録した。投資家の間でバリュー株やバークシャーの積極的な自社株買い、米経済への幅広いエクスポージャーに再び関心が高まったのかもしれない。

バークシャーは2022年の本誌推奨銘柄の一つでもある。同社B株の株価は315ドル近辺を推移し、2021年末の株価純資産倍率（PBR）は約1.4倍と、依然として魅力的だ。

バークシャーのリターンは過去12カ月でS&P500指数をアウトパフォームするが、過去5年では下回り、過去10年で互角、過去20年ではわずかにアウトパフォームする。

■ 年次総会、2年ぶり対面形式に

バークシャーは今年の年次株主総会を4月30日、ネブラスカ州オマハで2年ぶりの対面形式で開催する。保険以外の事業を幅広く統括するアベル氏や、保険事業を統括するアジット・ジェイン氏ら経営陣から直接話を聞けるのは歓迎すべき変化だ。

バークシャーのような多角経営の大企業は、ほぼ全て配当を支払っている。バークシャーが配当を行

Berkshire Total Return



Note: 5-, 10-, and 20-year returns are annualized
Source: Bloomberg

Berkshire Hathaway (B)

(BRK / NYSE)

Headquarters	Omaha, Neb.
Recent Price	\$315.65
52-Week Change	29%
2022E EPS	\$12.17
2022E P/E	25.9
Market Value (bil)	\$706
Cash (bil)	\$149
Price/Book	1.39
Top Holder/Stake	Warren Buffett/16%

E=estimate

Sources: Bloomberg; Edward Jones

えば、インカム志向の投資家から莫大（ばくだい）な需要があるはずだ。エドワード・ジョーンズのアナリストで、バークシャーを「買い」推奨としているジム・シャナハン氏は「1.5～2%程度の配当であれば、会社に負担なく多くの投資家を呼び込める」という。だが、バフェット氏は2014年に配当実施の提案が大差で否決されたことを理由に、バークシャーの株主は配当を望んでいないと述べている。

投資家がバークシャーを分析し、把握するのは難しい。同社の保険事業は複雑で、手掛ける事業は数十種に及び、財務情報開示が限定的なこともあるからだ。多くの投資家は、バフェット氏に投資するつもりでバークシャー株を保有している。バフェット後のバークシャーには新たな投資根拠が必要となる。年次株主総会はガイコ保険やバーリントン・ノーザン・サンタフェ鉄道など、バークシャーの主要な事業について話を聞く貴重な機会となるだろう。

バフェット氏は尊敬に値する人物だ。バフェット氏の引退後もうまく事が運ぶよう願うよりも、今から準備を始めておくのが賢明だろう。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

3. ファンドファミリー・ランキング The Best Fund Families 昨年のパフォーマンス調査結果

[フィーチャー]

2021年は乱高下



Illustration by Luke Lucas

市場が1年間で29%のリターンを記録したとき、投資家は全てが順風満帆だと思うのは当然だろう。しかし、昨年1年間のS&P500指数の大幅な上昇の陰で、実際の市場は乱高下しており、アクティブファンドのマネジャーにとっては異例の挑戦とまれな機会となった。

リフィニティブ・リッパーのデータを基に各運用会社のアクティブ運用ファンドの過去1年間の運用実績を調べた本誌のファンドファミリー・ランキングで、幅広い戦略や機動的な運用を提供する会社が見事な成績を収めたことが分かった。

昨年は、財政・金融刺激策による大量の流動性供給と、新型コロナウイルスのワクチンに対する安堵（あんど）、通常生活の復帰への期待で

幕を開けた。グロース株や経済活動再開の恩恵を受けると期待される企業は年初に反発した。

しかし、パンデミック（世界的大流行）前の時代に戻るという興奮もつかの間、コロナ変異株が台頭したことで経済の先行きは再び不透明となり、投資家の心理も変化した。多くの企業が労働力確保に奔走し、インフレ率が30年ぶりの高水準となったことも、こうした不安に拍車をかけた。投資家は、インフレと金利上昇の可能性を勘案した上で、将来の利益が魅力的でないグロース株を回避した。その結果、優良株とバリュー株が上昇した。また、大型株の優位性が弱まったことから、分散投資も再び重要となった。

上位は分散投資とバリュエーション重視

今回の調査で1位を獲得した運用資産173億ドルのシット・インベストメント・アソシエーツのロジャー・シット最高経営責任者（CEO）は、昨年は市場の乱高下が運用を難しくしたと語る。ボラティリティーが高かったにもかかわらず、同社はバリュエーションを重視し、質の高いグロース株を保有することで最終的に総合1位となり、株式と債券の五つのカテゴリーでそれぞれトップ10に入った。

2021年のもう一つの変化は、米国株式市場の集中度がやや低下したことだ。この傾向は今後も続くと思われる。10年前、米国株式市場の時価総額上位5銘柄はS&P500指数の10%強を占めていた。2020年末には上位5銘柄がS&P500指数の25%近くを占め、過去20年間で最も高い割合になった。2021年にこの割合が低下傾向となり、リターンのばらつきが大きくなったことで、より幅広い戦略を取る運用会社がその恩恵を受けた。代表的なものが、今回調査で上位5位を占めた運用会社、すなわち、シット、

アライアンス・バーンスタイン<AB>、アムンディUS、ピムコ、ディメンショナル・ファンド・アドバイザーズだ。いずれもここ数年人気がなかった分散投資とバリュエーションに重点を置いた株式戦略を取っている。

前年上位にランクされた運用会社の多くは、その座から転落した。過去1年間のリターンで2020年1位のマニング・アンド・ネピアは32位、2位のグッゲンハイム・インベストメンツは25位、3位のバンガード・グループは43位と、それぞれ順位を落としている。

バンガードの順位が下がったのは同社三大ファンドのうち、運用資産720億ドルのバンガード・プライム・キャップ<VPMAX>と、590億ドルのバンガード・インターナショナル・グロース<VWILX>のパフォーマンスが相対的に低下したことが一因だ。本誌ランキングは運用資産加重平均で評価するため、それぞれの運用会社の最大のファンドのパフォーマンスがランキングの結果により大きな影響を与える。

プライム・キャップの場合、一般消費財、航空、バイオ医薬品のバイオジェン<BIIB>のような銘柄へのエクスポージャーがパフォーマンスを押し下げた。2020年に60%の上昇を記録したインターナショナル・グロースは、電子商取引・ITサービス持ち株会社アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）<BABA><9988.香港>や、ソーシャル・ネットワーキング・サービスを提供する Tencent・ホールディングス（騰訊控股）<TCEHY>など中国株へのエクスポージャーが要因となり、2021年はマイナスのパフォーマンスとなった。

一方、古典的な投資戦略で高成長企業が席巻した時期に苦戦した運用資産1220億ドルのバンガード・ウェリントン<VWENX>のパフォーマンスは、2021年に同種ファンドの中で上位4%に入った。バンガードのダン・ニューホール氏は「大規模ファンドのパフォーマンスは相対的に低かったものの、ファンドマネジャーは著しい成長を見せる高成長企業だけでなく、ファンダメンタルズ、優良株、割安株に焦点を当てた。その結果、全体として2021年は2020年より健全な年となった。われわれのファンドの多くにとっても同様に、2021年は競争力のあるリターンを生み出す健全な環境だった」と述べる。

2022年に入り、米連邦準備制度理事会（FRB）がタカ派姿勢を強める中、今回のランキングは今年アウトパフォームする戦略を示唆している可能性がある。

アライアンス・バーンスタインの債券部門の共同責任者スコット・ディマジオ氏は「もし3、4カ月前に議論していたら、前提となるマクロ環境もFRBの動向も全く違ったものになっていただろう。3カ月前は、6月に量的緩和（QE）が終了し、2022年中に2、3回の利上げがあると考えられていたが、現在は年内に7回の利上げを予測する投資銀行もある」と指摘する。

ランキング対象となるには、リッパーの各カテゴリーで一定本数以上のアクティブ運用型のミューチュアルファンドか上場投資信託（ETF）を提供していなければならない。いずれのファンドも1年以上の運用実績が必要である。対象ファンドにはインデックスファンドは含まれず（アクティブ運用ETFやスマートベータETFは含む）、ランキングは各社のアクティブ運用の能力を反映している。2021年に上記の基準に達したのは、リッパーのデータベースに登録されている資産運用会社849社のうち51社のみだった。多くの著名運用会社が対象外である一方、企業の合併・買収（M&A）やファンドの増減によって対象会社のリストは毎年変わる。

第1位：シット・インベストメント・アソシエイツ

ロジャー・シットCEOはシット・インベストメント・アソシエイツのトップ2代目だ。父ジーン・シット氏は1947年に中国から移住し、40年前にミネアポリスに同社を設立した。合計14本、運用資産総額173億ドルのファンドを提供し、本誌のランキングを上下していたが、2015年に首位に立った。シットCEOは「銘柄選択が2021年のパフォーマンスをけん引した。例えば87%のリターンを記録したマーベル・テクノロジー・グループ<MRVL>などの半導体企業や、63%上昇したクラウドベースのソフトウェア企業であるアトラシアン<TEAM>が貢献した」と語る。2009年にマーベル、2018年にアトラシアンに初めて投資し、同社最大の株式ファンドで運用資産2億800万ドルのシット・ミッド・キャップ・グロース<NBNGX>に組み入れた。アトラシアンは運用資産1億6900万ドルのシット・ラージ・キャップ・グロース<SNIGX>にも組み入れられている。

シット氏は、ファンドの好調なパフォーマンスの要因について、機敏な運用と分散投資を挙げる。この夏の経済の再開に伴って利上げがあると予想。カーライル・グループ<CG>などの金融会社をポートフォリオに加えている。

市場センチメントの変化から、ファンド全体で「バーベル」戦略を取る。画像処理半導体（GPU）大手のエヌビディア<NVDA>などの伝統的なグロース株や、化粧品大手エスティ・ローダー<EL>などの経済再開で利益を得られるシクリカルなグロース株を保有。市場の状況に応じてウェイトを調整している。

運用資産4億3500万ドルのシット米国政府機関債ファンド<SNVGX>にとって、2021年は厳しい年で、わずかではあるものの損失で終えた。同ファンドは発行後1年以上経過しているが、借り換えが行われていない米国政府機関債を主に保有している。昨年、このような高品質な投資適格の債券は低迷した。シットの副社長でリサーチ兼投資担当のデビッド・ブラウン氏は、インフレ水準が高い中、投資適格債は実質金利がプラスにならないと指摘する。このファンドは1987年の設定以来、2021年が二回目のマイナスリターンとなった。ブラウン氏は「結果に失望しているが、この事実は、債券市場がいかに厳しいものであったかを物語っている」と語る。

第2位：アライアンス・バーンスタイン

株式部門を率いるクリス・ホグビン氏は、特に大型株のグロースとバリューの間で揺れ動く市場では、分散投資が重要になったと指摘する。超成長企業を保有することよりも、安定して収益を伸ばしている企業を見つけることが重要になったとして、「過去3年間うまく機能していたことが、今後も機能すると考えてはいけない」と語る。

ABラージ・キャップ・グロース<APGYX>は運用資産180億ドルと同社最大の株式ファンド。昨年のリターンは28.9%だった。ファンドの保有比率第2位でグーグル親会社のアルファベット<GOOGL>からの恩恵が大きい。医療保険会社ユナイテッドヘルス・グループ<UNH>や、動物用医薬品メーカーのゾエティス<ZTS>など、保有比率上位10社に入るヘルスケア銘柄の貢献もある。同種ファンドに比べ、ヘルスケア・セクターを大幅にオーバーウェイトしている。ホグビン氏は「医薬品開発に関する報道に惑わされず、ビジネスのファンダメンタルズを理解しようとするアプローチだ」と説明する。

アライアンスの運用は、定量的なツールで領域やセクターを特定し、ボトムアップのファンダメンタルズ・リサーチで割安な株式や債券を見つけるスタイルだ。運用総資産は7790億ドルで、戦略ごとにチームを組成する。ポートフォリオマネジャーは専任のアナリストのサポートを受け、必要に応じてデータ・サイエンティスト、クオンツ・チーム、サステナブル投資専門チームなどの本部機能にアクセスできる。運用する全てのポートフォリオに環境、社会、ガバナンス（ESG）の指標を組み込んでいる。

第3位：アムンディUS

欧州最大の資産運用会社アムンディ・グループ＜AMUN＞傘下のアムンディUSの米国株式担当、マルコ・ピロンディーニ氏は、ESGはアムンディUS全体の運用哲学で重要な地位を占めていると語る。1928年に設定された運用資産83億ドルのパイオニア・ファンド＜PIODX＞はアルコール、たばこ、ギャンブル産業に投資しないという社会的責任の観点によるスクリーニングを採用した最初のミューチュアルファンドの一つだと考えられている。

ESG投資は進化してきたが、ピロンディーニ氏によれば、アムンディは現在も社会にとって有用な企業への投資に重きを置く一方、バリュエーションにも注視する。パイオニア・ファンドのパフォーマンスをけん引するのは保有比率1位のアルファベットとエヌビディアだが、電気自動車のテスラ＜TSLA＞は運用マネジャーが割高と判断、保有していない。テスラを保有しないことでファンドのパフォーマンスは低下したが、ピロンディーニ氏は、バリュエーションに対する規律の順守が長期的に優位に働くと説明する。

パイオニア・グローバル・サステナブル・エクイティ＜GLOSX＞（運用資産3億300万ドル）のリターンは23.7%で、今回の世界株式部門1位。保有比率第1位のファイザー＜PFE＞と、エネルギーおよび素材セクターへのアロケーションが寄与した。株価が61%上昇したエネルギー企業マラソン・ペトロリアム＜MPC＞も顕著なけん引役で、保有比率第2位は石油大手シェル＜SHEL＞だ。

ピロンディーニ氏は、ESGを重視する運用会社が伝統的な化石燃料企業に投資する理由について、シェルは天然ガス生産のグローバルリーダーであり、天然ガスは今後、再生可能な資源への移行過程におけるブリッジ燃料の役を担うと考えている。また、アムンディはほぼ全ての主要セクターに投資しており、シェルのような企業への投資はエネルギー転換に参加し、クリーンなエネルギーの未来に向けてリーダーシップを発揮することにつながると指摘する。

第4位：ピムコ

運用総資産2兆2000億ドルの債券ファンド大手ピムコのダン・アイバシン最高投資責任者（CIO）は「健全な水準の謙虚さで」2021年を迎えたと述べる。パンデミックに加え、莫大（ばくだい）な規模の財政・金融刺激策が市場と経済にもたらす極度の不確実性に対し、運用マネジャーは警戒していた。アイバシン氏は「ピムコでは、これがインフレ、あるいはより広く金利リスクに対する非常に防衛的な考え方となった」と語る。

アクティブ運用の米国債券ファンドで最大規模の運用資産1430億ドルのピムコ・インカム・ファンド＜PIMIX＞は、多くの課税債券ファンドが損失を出す中、2.6%のリターンを上げた。ファンドのデュレーションを過去の実績と許容範囲の下限に近い約1.5年まで短縮することが防衛策だった。社債を減

らし、短期物のインフレ指数連動国債（TIPS）を積み増し、住宅ローン商品をオーバーウェイトとした。

短期TIPSは一部の株式戦略にも採用された。ピムコの株式ファンドは主にインデックス連動型だが、ポートフォリオマネジャーはアクティブ運用でリターンの上乗せを狙う。同社最大の米国株式ファンドのピムコ・コモディティ・リアル・リターン戦略ファンド＜PCRIX＞（運用資産80億ドル）では、ブルームバーグ商品指数に連動することで絶対リターンを獲得し、短期TIPSの保有と炭素市場および原油のオーバーウェイトにより6%ポイントのプラスリターンを達成した。

ピムコも全てのファンドにESG基準を組み込んでいる。アイバシン氏は、気候に関するテーマや化石燃料から再生可能エネルギーへの移行は将来市場を動かす可能性が高く、投資機会の拡大につながると語る。また、「良質で強固なESG分析をポートフォリオ運用機能全体に組み込むことが極めて重要だ」とも指摘する。

第5位：ディメンショナル・ファンド・アドバイザーズ

2021年の注目すべき出来事の一つに「ミーム株」ブームがある。個人投資家が空売りの対象となっている銘柄を買うことで株価を急騰させる現象で、代表的なミーム株として知られるゲームソフト小売り大手のゲームストップ＜GME＞は昨年、株価が687%上昇した。ゲームストップ株の急騰で大きな恩恵を受けたのがディメンショナル・ファンド・アドバイザーズだ。北米運用副責任者メアリー・フィリップス氏は「数年前からゲームストップ株を保有していた」と述べる。

フィリップス氏率いるチームが最初にゲームストップ株を購入した際、小型株、バリュー、同業他社より高い収益性など、ディメンショナルが求める複数の要素を満たしていた。ディメンショナルはこの銘柄を幅広いファンドで保有し、特に小型株ポートフォリオに集中して組み入れた。ゲームストップが大型株になると、今度は売り始め、株価が1カ月弱で1744%上昇して昨年1月27日にピークに達すると、ディメンショナルは2月3日までにゲームストップの全ポジションを売却した。

ディメンショナルのファンドは数百、時には数千の銘柄を保有しており、個々の銘柄がリターンに影響を及ぼすことはまれだとフィリップス氏は言う。運用資産151億ドルのDFA米国小型株バリュー・ポートフォリオ＜DFSVX＞では、ゲームストップの保有比率は2020年12月31日時点で0.17%だったが、翌年1月31日にはゼロとなった。

ゲームストップは実際にリターンに寄与したが、フィリップス氏は、リターンの最大のけん引役は、小型株、バリュー、高収益株を重視するポートフォリオ設計にあると説明する。これはディメンショナル最大のファンドのDFA米国コア株式2ポートフォリオ＜DFQTX＞（運用資産336億ドル）にも当てはまる。

フィリップス氏は、運用マネジャーはポートフォリオ設計の一貫性を保ち、軌道変更の誘惑に負けないよう努めていると指摘する。ディメンショナルはファンドにより、これら三つの主要ファクターを5～7%オーバーウェイトしている。主要ファクターの一つでも有利な方向に動けば、アウトパフォームするのにさほど時間はかからないという。「2021年には、小型株、バリュー株、高収益株の三つのファクター全てが上昇した」とフィリップス氏は言う。

2022年の見通しでは、昨年の不透明感の余韻が残る。アムンディUSの米国債券部門責任者ジョン・ダンシング氏は、他のトップクラスのマネジャーと同様、自身の運用チームでの主な話題は物価上昇だと話す。ダンシング氏は「2022年の注目はまさにインフレ、インフレがFRBに与える影響、最終的には資産価格や金融情勢にどう反映されるかだ」と述べる。

■ ランキング手法

投資家が実際に得られるリターンを反映するため、全てのファンドで運用手数料控除後のリターンを使用している。しかし、本誌の目的は運用手数料と無関係にマネジャーのスキルを測定することであるため、販売会社向け手数料は控除していない。

各ファンドのパフォーマンスをリッパーの同一カテゴリ内で他のファンドと比較し、順位に応じて100から1までの数値を付ける。その後、ファンドファミリー全体に占める割合を踏まえ、資産規模に従って数値を加重平均する。最後にリッパーの資産カテゴリに基づき、再び加重平均を行う。

2021年の1年リターン部門の加重割合は、米国株全般が37.1%、ミックスアセットが20.6%、海外株式が16.8%、課税債券が20.9%、免税債券が4.5%である。5年リターンではそれぞれ37.3%、21.0%、16.5%、20.8%、4.4%、10年リターンでは38.6%、19.2%、16.9%、20.5%、4.8%となっている。

例えば、あるファンドが米国株全般のカテゴリに含まれているとしよう。そのファンドは、ファンドファミリーの同カテゴリにおける運用資産額の半分を占め、パフォーマンスがカテゴリ内で下から75%の位置にあると仮定する。この場合の得点は、75に0.5を掛けた37.5と、リッパーのカテゴリに基づく加重割合37.1%を掛け、 37.5×0.371 で13.9となる。同様の計算を各ファンドについて行い、最後に各カテゴリおよび全体で得点を合計している。

By Debbie Carlson
(Source: Dow Jones)

4. ロボアドバイザーに買収の波

[フィーチャー]

Robo-Advisors Changed Investing. But Can They Survive on Their Own?
ベターメント、生き残り模索

■ UBSがウェルスフロント買収

少し前まで、ロボアドバイザーは、高水準の最低口座残高と高額の手数料が特徴のウォール街のウェルスマネジメント業界に創造的破壊をもたらそうともくろむシリコンバレーのベンチャー企業のことだった。しかし、2008～2009年の金融危機から10年以上が経過し、ほとんどのロボアドバイザーは、かつて打倒しようとした銀行や証券会社を買収されてしまった。

こうしたいきさつは、金融業界への参入障壁の高さと、従来型ウェルスマネジメント企業の抵抗力を物語っている。フィンテック企業アドバイザー・エンジンでアドバイザー・インテリジェンスの責任者を務めるスレマン・ディン氏は「金融危機の中から生まれた主要なロボアドバイザーは、ウェルスマネジメント業界や銀行業界をテクノロジーに精通した顧客へと向かわせ、ウェルスマネジメントに革新をもたらすきっかけとなった。多くの人々が投資アドバイスやファイナンシャルアドバイスにア



Illustration by Fabio Buonocore

クセスできるようにするというロボアドバイザーの理想は実現した。しかし、ビジネスモデルは成功しなかった」と総括する。

実際、勢いがあったロボアドバイザー2社のうち、残っているのはベターメントだけだ。もう1社のウェルスフロントは先日、スイスの大手金融機関UBS<UBS>に14億ドルで買収された。買収は衝撃的だったが、サプライズではない。ウェルスフロントによる新規顧客の獲得は困難で、UBSは巨大だからだ。ウェルスフロントの共同創業者アンディ・ラクレフ氏は声高に既存金融業界の批判をしてきた。しかし、ラク

レフ氏の会社は、もうじき19世紀半ばに設立されたUBSの内部で仕事をすることになる。これは伝統的なウェルスマネジャーと新興のロボアドバイザーを結び付ける最新の取引だ。UBSはウェルスフロントを新たなデジタル・アドバイス・サービスの基盤とし、若い顧客層や、富裕層以外の顧客層への訴求力を高める方針だ。

大手の反撃

金融危機の後、ロボアドバイスには幅広い魅力があった。投資家は資産配分を見直す必要があり、アドバイスを必要としたが、伝統的なアドバイザーはさまざまなファイナンス・プランニング目標を含む手数料を要求した。投資家は余分なアドバイスを必要とせず、多くのアドバイザーも小口の投資家を相手にしなかった。また、スマートフォンが普及するにつれ、インデックス投資が増加しつつあった。少額の手数料で全ての投資プランを提供し、ウェブやアプリで簡単に管理できる商品は、投資運用の真の民主化を可能にすると思われた。ほとんどのロボアドバイザーは超低コストのインデックスファンドに投資し、平均運用手数料は0.35%だ。本誌の最新のロボアドバイザー・ランキングによると、初回投資額や最低口座残高は極めて低額だ。

独立系ロボアドバイザーも健闘したが、規模がモノを言う業界において、大手とは比べものにならなかった。設立から約10年を経たウェルスフロントの規模は、ほとんどの独立系ロボアドバイザーを上回っており、買収発表時点の顧客数は47万人、運用資産額は270億ドルに達している。ベターメントは330億ドルだ。シグフィグは14億ドルにすぎず、より歴史の浅い企業はさらに小規模で、2011年に設立されたソーファイ・テクノロジーズ<SOFI>の運用資産額はわずか5億2300万ドルだ。対するUBSは3兆3000億ド

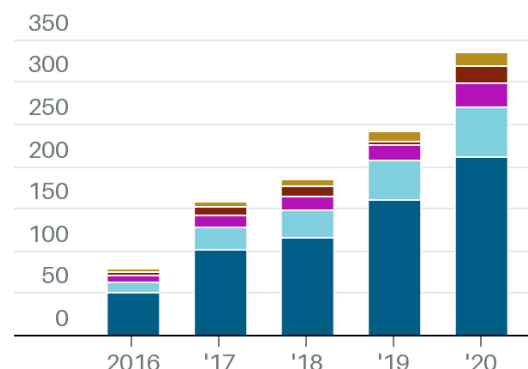
From Silicon Valley To Wall Street

Robo-advisors were borne of the tech world, and aimed to disrupt old-guard financial companies by providing cheap portfolio advice and user-friendly platforms. But more than a decade later, the big asset managers are clearly in the lead.

Robo-advisor assets under management



\$400 billion



Source: Backend Benchmarking

ルである。チャールズ・シュワブやバンガードなどの既存企業は規模が圧倒的なだけではない。遅れて参入したにもかかわらず、ロボ運用資産額でも先駆者企業を上回っている。

ロボアドバイザー業界に詳しいバックエンド・ベンチマーキングの調査分析マネジャー、デービッド・ゴールドストーン氏は、「結局は顧客獲得コストの問題だ。既に従来型金融サービス企業の顧客となっている可能性のある投資家の認知を得るには、大きな労力とコストが必要となる」と指摘する。2015年に業務を開始したバンガード・パーソナル・アドバイザー・サービスは、人とデジタル・アドバイスのハイブリッド型サービスを提供し、運用資産額は2750億ドルだ。登録するには最低5万ドルが必要となり、年間手数料は残高の最大0.3%だ。公認ファイナンシャルプランナーでテクノロジーコンサルタントのビル・ウィンターバーグ氏は「投資家はシュワブやバンガードといった自分が知っている名の通った、場合によっては既に利用している企業を信頼する。ウェルスフロンティアやシグフィグのような企業が伍（ご）していくのは難しいだろう」と語る。

バンク・オブ・アメリカ<BAC>には、フルサービスの従来型ファイナンシャル・アドバイザーであるメルル（旧メルルリンチ・ウェルス・マネジメント）、自己管理型プラットフォームのメルル・エッジ、ロボアドバイザー、デジタル・アドバイスと人のアドバイザーを組み合わせたハイブリッドサービスがある。2017年に開始されたスタンドアローン型ロボアドバイザーであるメルル・ガイドド・インベスティングの口座最低残高は1000ドル、年間手数料は0.45%で、現在の運用資産額は260億ドル、口座数は36万1000件だ。プリファード・バンキング部門の責任者アロン・リーバイン氏は、顧客が自分のニーズに最も適したサービスを選択できるようにするのが戦略だと語る。

プロの運用するポートフォリオにリーズナブルなコストでアクセスできるデジタル・アドバイスは、特に若い投資家にとって大きな恩恵となった。UBSのラルフ・ハマーズ最高経営責任者（CEO）は、直近の決算説明会でウェルスフロント買収のメリットを説明する際、同様の指摘をした上で、「いずれか一方を押し付けるべきではない」と語る。ハマーズ氏がデジタル・アドバイス市場におけるシェア拡大を図るのは理由がある。市場規模が大きく、急成長しているからだ。バックエンド・ベンチマーキングによると、2021年第2四半期末時点で約7850億ドルがロボアドバイザーによる運用だった。そのうち約770億ドルが独立系ロボアドバイザーによる運用、残りは既存金融機関のロボアドバイザーによるものだった。

独立系の行方

独立系ロボアドバイザーも事業を拡大し、多くの顧客にアピールするため、自動投資以外のサービス拡大に努めた。ウェルスフロントは近年、ローンや当座預金などの銀行サービスを追加している。事業の方向性を変え、従来競合していたウェルスマネジメント企業や銀行にソフトウエア・エンジニアリング・サービスを提供しているロボアドバイザーもある。ベターメントは投資顧問会社向けの401(k)プランの運営管理サービスとカストディ・サービスを追加した。さらに、資産運用会社ディメンショナル・ファンド・アドバイザーズ（DFA）との提携により、DFAの審査を受けたアドバイザーがベターメント・フォー・アドバイザーズのプラットフォームを通じてDFAのミューチュアル・ファンドやモデル・ポートフォリオに投資することも可能にした。ベターメントのサラ・レビーCEOは、ウェルスフロントの買収はベターメントのコアビジネスの正しさを立証するものだと言う。レビー氏は本誌宛ての声明で、この買収の結果、「当社が唯一の大規模独立系ロボアドバイザーとして残り、さらに当社にはウェルスフロントにない二つの急成長事業がある。今回の買収および当業界に対する関心によって、当社が創造している永続的な価値について自信を深めた」と述べている。

大手金融機関には規模の拡大に必要となる多大なリソースがあるのは確かだ。「ロボアドバイザーには大きな参入障壁がなかった」とウインターバーグ氏は言う。ベターメントの創業者ジョン・スタイン氏は、同社の成功と耐久力は、同社のロボが最初に発表されたものの一つであったというタイミングの良さと忍耐力によるものだとし、「運用資産が1000万ドルに達するのに1年かかった。かなりの大金だと思った」と語る。そのようなペースの成長は、現在のように競争が激しくなったデジタル・アドバイス市場では、プライベートエクイティやベンチャーキャピタルの投資家の期待には応えられないかもしれない。しかし、10年前はベターメントのような企業が存在し、成長する余地があった。スタイン氏は「資産が資産を生む。こうしたビジネスには雪だるま式に成長する傾向があり、成長するにつれ、より容易に成長できるようになる」と述べる。

最終的には、デジタル・アドバイス市場でスタートアップのロボアドバイザー企業と従来型金融サービスのどちらが勝利を収めたかよりも、投資家が何を得たかの方が重要かもしれない。ファイナンシャル・プランニング・サービスは幅広くリーズナブルな価格で提供されるようになった。

コンサルティング会社アクセンチュアでキャピタルマーケット・ウェルスマネジメント・チームのマネージングディレクターを務めるスコット・レデル氏は、ロボアドバイザーは「自らの成功の犠牲となった。10年前にこれら企業が行ったのは、投資家市場にアクセス、エンゲージメント、自動化されたアドバイスをもたらすことだった」と語った。

By Andrew Welsch
(Source: Dow Jones)

5. 利上げと株安への対処法

[インタビュー]

What to Do With Your Money as Rates Rise and Markets Stumble
バンガードCIOに聞く

金利上昇、債券投資に恩恵



Photograph by Aaron Richter

主要国の経済規模を上回る資産を運用している人はそう多くない。しかし、バンガードのグレゴリー・デビス最高投資責任者（CIO）は日本の国内総生産（GDP）を上回る7兆7000億ドルの資産を統括している。本誌はこのほど、デビス氏にインタビューを行った。

本誌：インフレ率が1月に40年ぶりの高水準となった。

デビス氏：インフレ面では短期的な圧力がかかっているのは明白だ。米連邦準備制度理事会（FRB）は、長期的には市場で織り込み済みの

水準より積極的になる必要がある。当社は長期的な中立金利を2.5～3%程度と予想している。市場予想は2～2.5%だ。市場が織り込む5年後のインフレ率は2.1%で、インフレに対抗するFRBの能力を信頼している。

Q：信頼が損なわれる恐れは。

A：FRBの行動が緩やかで、インフレが高進しても積極性を欠いた場合、信頼を若干失う可能性がある。しかし、そのような兆候はまだ見られない。3月の連邦公開市場委員会（FOMC）での（声明や記者会見の）言い回しや初動が重要になるだろう。

Q：インフレと金利上昇が債券に対して持つ意味は。

A：FRBが今後数年間にわたって積極的に利上げを行い、10年物米国債の利回りが2%前後で推移すれば、債券市場の一部は魅力的な状況となるかもしれない。株式市場にはリスクが付き物だ。利回りは引き続き低水準ながら上昇傾向にある。FRBの金融政策による下支え効果は減少し、株式のバリュエーションは既に拡大している。こうした点を踏まえると、今後数年間は株式のリスクプレミアムにとって厳しい状況が予想される。

Q：金利上昇は債券にとって悪ではないのか。

A：投資の期間とやり方次第だ。投資期間がファンドのデュレーションより長い限り、金利が上昇した方が高い利回りでクーポンを再投資できるので、短期的な価格上昇より有利だ。投資期間が10年で、デュレーション3年の債券ファンドを保有していれば、金利上昇局面でクーポンを再投資できる。だが、短期的な思惑で長期債ファンドを保有している場合はリスクが高い。金利上昇で債券価格が下落する一方、クーポンや現金の再投資の恩恵を受ける時間が十分でないからだ。

Q：債券ポートフォリオを安定させるコツは。

A：幅広い債券市場について考えるよう勧めたい。米国の総合型債券商品はデュレーションが長くなるが、株式市場が調整した場合、デュレーションも必要だ。株式市場が10~20%下落した場合、質への逃避が始まり、10年以上の債券が上昇するので、デュレーションを持つことでバランスを取ることができる。しかし、インカム志向のみで、投資期間が短期の場合（例えば、1年から1年半以内に頭金が必要な場合）、デュレーションリスクは取れない。金利上昇からの恩恵はなく、元本割れが起きる。

Q：1年~1年半後に資金が必要な際の投資先は？

A：その場合は現金がいい。マネーマーケットの金利が上昇し始める見込みだし、短期債券ファンドも検討の余地がある。デュレーションは1年あるいはそれ以下とやや長めになるが、クレジットへのエクスポージャーが大きくなり、利回りが若干高くなる可能性がある。

Q：信用リスクへの懸念は。

A：景気が減速し始め、業績が大幅に悪化し、消費者が経済活動に参加できなくなり始めると心配になる。しかし（企業に）現金があり、個人のレバレッジ解消が進んでいることを考慮すると、そうした状況には程遠い。消費者の状態は良好だ。1000万人分の求人があり、非常に堅調な労働市場で雇用側が苦しんでいる。これは経済活動にとって良い兆候だ。

■ 米株、バリュエーションが肥大化

Q：投資家のインフレ対策は。

A：インフレ指数連動国債（TIPS）が話題になっている。これは予期せぬインフレ高進時に役立つ。しかし、TIPSの恩恵を受けるには、インフレ率が予想以上にならないといけない。長期投資家なら、インフレ率が妥当な範囲内であれば、株式の方が非常に大きなヘッジとなる。1桁後半から2桁台

の高インフレは予想していないが、そのような場合は株式にとっては厳しい状況となる。

Q：見るべき指標は。

A：賃金上昇だ。企業が労働力の確保に苦しんで賃上げを迫られれば、賃金上昇分は最終的に転嫁の必注がある。サプライチェーンが正常な状態に戻ったら、賃金の伸びを見ることが大切だ。労働力市場から離脱した人がどの程度復帰するかも重要になる。

Q：米国株の見通しは。

A：米株式市場はインターネットバブル時代以来の高いバリュエーションになっている。S&P500指数の上昇率は過去10年間で年率15.5%だった。長期的な記録では約9%だ。つまり、市場が先走ってしまったわけだ。過去10年間のリターンが非常に高く、バリュエーションが肥大化しているように見えるため、今後10年間の米国株式市場の上昇率は、長期平均を大幅に下回る2~4%と予想している。FRBの政策が緩和的でなくなればボラティリティーは高くなるだろうが、必ずしも一層の調整が伴うというわけではない。



Photograph by Aaron Richter

Q：海外株に目を向ける時か。

A：海外の株式はバリュエーションの観点から、6~6.5%程度のやや良好なリターンを予想している。われわれは投資家に、株式市場と債券市場の両方でグローバルな配分を検討することを常に推奨している。米国株のアウトパフォームを踏まえたリバランスが必要だ。さらに、株式60%、債券40%のポートフォリオのバランスがこの5年間で崩れてしまった場合も同様だ。

Q：60対40のポートフォリオの意味は。

A：60対40のポートフォリオの終焉（しゅうえん）を語る記事が多く見られるが、ポートフォリオの分散は、市場が大きく低迷したときにリバランスするための余裕資金を得るという点で、依然として重要だ。ボラティリティーが高くとも余裕のある態度が取れ、株式市場が30~40%下落した時に株を売ることもない。

Q：グロース株はどうなるか。

A：割引キャッシュフロー（DCF）、つまり将来の収入を割り引く場合、金利がゼロの場合ならその収入が20年後でも5年後でも問題ない。しかし、FRBが今後2、3年は積極的に利上げを行う環境下では、長期的なキャッシュフローを割り引かなければならず、すぐにキャッシュを生む企業と同じ価値ではなくなる。

Q：負債やバランスシートに目を向けるべきか。

A：企業は借金を借り換え、信じ難い低金利で借り入れた。バランスシートは非常に強い状態にあり、業績も好調に推移している。2022年の利益は昨年よりも減少すると予想しているが、資金調達コストや負債返済の状況は比較的良い。バランスシートに起因するリスクはあまりないと考えている。リスクはむしろバリュエーションにある。今後バリュエーションは上昇せず、低下するだろう。S&P500指

数の利益成長率は9%と、依然として長期平均を上回っているが、いずれ経済が減速し始めると、成長は緩やかになる。

Q：大型ハイテク株にとっての意味は。

A：当社の運用資産の大半は各種インデックスに入っている。基本的には幅広い分散投資が良い。株価純資産倍率（PBR）、株価収益率（PER）、株価キャッシュフロー倍率などの指標を見ると、グロース株よりもバリュー株の方が魅力的に見える。過去5年間、ラッセル1000グロース指数は、ラッセル1000バリュー指数を年間11%ポイント上回っている。しかし、バリュエーションの観点から長期的にはバリューがグロースをアウトパフォームする可能性が高い。

Q：多様性の欠如に変化は訪れるか。

A：改善のためには、過小評価されているコミュニティーに業界が積極的に働きかける必要がある。バンガードは歴史的に、黒人の多い大学や、BLKキャピタル・マネジメント（投資に関心のある大学生を対象とした学生運営の非営利団体）のような組織などと連携して採用活動を行い、新規採用における多様性を確保している。業界としては、従来とは異なるタイプの人材にも目を向けなければならない。エンジニアリングの素養があり、定量的なスキルが優れた人などがいれば採用を検討したい。

Q：採用後の育成は。

A：環境が整っていなければならない。自分の成長に本当に投資してくれる人がいるのかどうかだ。それはメンターシップとは違い、むしろスポンサーシップと言える。（会社の）全員がビジネス上の優先事項として捉え、パイを大きくすることが全員のためになることを認識しなければならない。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

6. ウクライナ情勢、株価への影響は What Will Stocks Do if War—or Peace—Erupts in Ukraine? 武力衝突なら金利低下か

[コラム]

ロシアとFRBが波乱要因



Vyacheslav Madiyevskyy/Ukrinform/Future Publishing
via Getty Images

ロシアのプーチン大統領と米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長ほどかけ離れた二人を想像するのは困難だ。しかし、米国が3連休入りする前、両氏は米国市場に即座の影響力を及ぼす共通の資質を示した。プーチン氏はウクライナにおける戦争の可能性により、パウエル氏は利上げ観測により。

バイデン政権による戦争回避の外交努力にもかかわらず、ロシアのウクライナ侵攻を防ぐ見通しが低下したとみられる状況で、アカデミー・セキュリティーズのマクロ・ストラテジーを率いるピーター・チール氏は18日の顧客向けノー

トにおいて、数百万人ものトレーダー、投資家、さらには金融ジャーナリストが考えていたことを明確に伝えた。

侵攻が起きた場合、市場はどれほど下落するだろうか。市場は下振れリスクを織り込み過ぎているだろうか。この週末に何も起こらない場合、市場は22日にどの水準で寄り付くだろうか。チール氏は、週末の市場参加者とオブザーバーの念頭にあった疑問はこのようなものと指摘した。

市場ウォッチャーらは、ナポレオン戦争時の銀行家ネイサン・マイヤー・ロスチャイルドの有名な発言「砲声が聞こえたら買え」を想起した。それは押し目買いのための博識ぶった言い訳のように聞こえる者もいた。

株式市場が軍事活動の可能性とFRBの潜在的な金融引き締めという双子の逆風に直面する中、主要株価指数は2週連続の下落となった。ダウ工業株30種平均（NYダウ）とS&P500指数は過去7週間で5度目、ナスダック総合指数は過去8週間で6度目の下落だった。

利上げ予想幅が縮小

歌手のエドウィン・スターは「戦争に良いことなんて何もない」と主張したが、戦争（またはその可能性）による一つの利点は金利の低下かもしれない。投資家がリスク資産のヘッジを模索したため、安全への逃避によって債券利回りは最近の急上昇から反転した。欧州で武力衝突が起きる恐れが強まりを受け、先物市場もFRBによる利上げの可能性を評価し直した。

米国債市場では、指標となる10年物米国債の利回りが18日に1.92%となり、週前半の2.06%（2019年7月下旬以来の最高水準）から大幅に低下した。予想されるFRBの政策金利変更に対して最も敏感な2年債利回りは18日に1.48%近辺で、週初めの1.59%（2020年1月以来の最高水準）から低下した。

FRBの利上げ確率も低下した。CMEのフェドワオッチによると、FRBがフェデラルファンド（FF）金利誘導目標を3月15・16日の連邦公開市場委員会（FOMC）で、現在の0～0.25%から0.25%引き上げる確率は、18日のFF金利先物市場で78.9%となっている。1週間前は、0.25%利上げと0.5%の利上げの確率がいずれも50%だった。

先物市場は、FF金利誘導目標の年末までの引き上げ幅に関する予想も0.25%引き下げている。現時点では0.25%ずつ6回の利上げによる1.50～1.75%への引き上げが予想されている。1週間前には、7回の利上げによる1.75～2%への引き上げも同等の確率と予想されていた。

戦争か平和かにかかわらず、市場の動きに影響する主な要因はFRBだ。18日にはシカゴ連銀のエバンス総裁が「われわれの現在の金融政策は、インフレ率の現状の大幅な上昇に対して誤った状態にある」と述べ、FRB関係者としては異例なほど素直に状況を認めた。

金融政策に関しては、FRBは金利をゼロ近辺に維持し、債券買い入れにより流動性を注入するという危機レベルの金融政策を維持してきた。同時に、インフレ率が7.5%となっている一方、失業率は完全雇用の条件を満たす4%となっている。エバンス氏はこのことに突然気付いたのかもしれないが、遅れても気付かないよりましだ。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. 下落局面は続く

[米国株式市場]

The Stock Market's Next Move Is Lower. It's Not Just Russia and the Fed.
底値打つまでに時間

連休前に下落

米市場は2月21日の月曜日がプレジデントデーで休場となるが、株式市場が本格的な調整に入るのに待ったをかけたのは、この長い週末だけなのかもしれない。

先週の株式相場は下落した。主要株価指数はS&P500指数が1.6%下落して4348.87となり、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は1.9%安の3万4079ドル18セントで引けた。ナスダック総合指数は1.8%下落して1万3548.07となり、小型株のラッセル2000指数は1.0%安の2009.33で週末を迎えた。



Spencer Platt / Getty Images

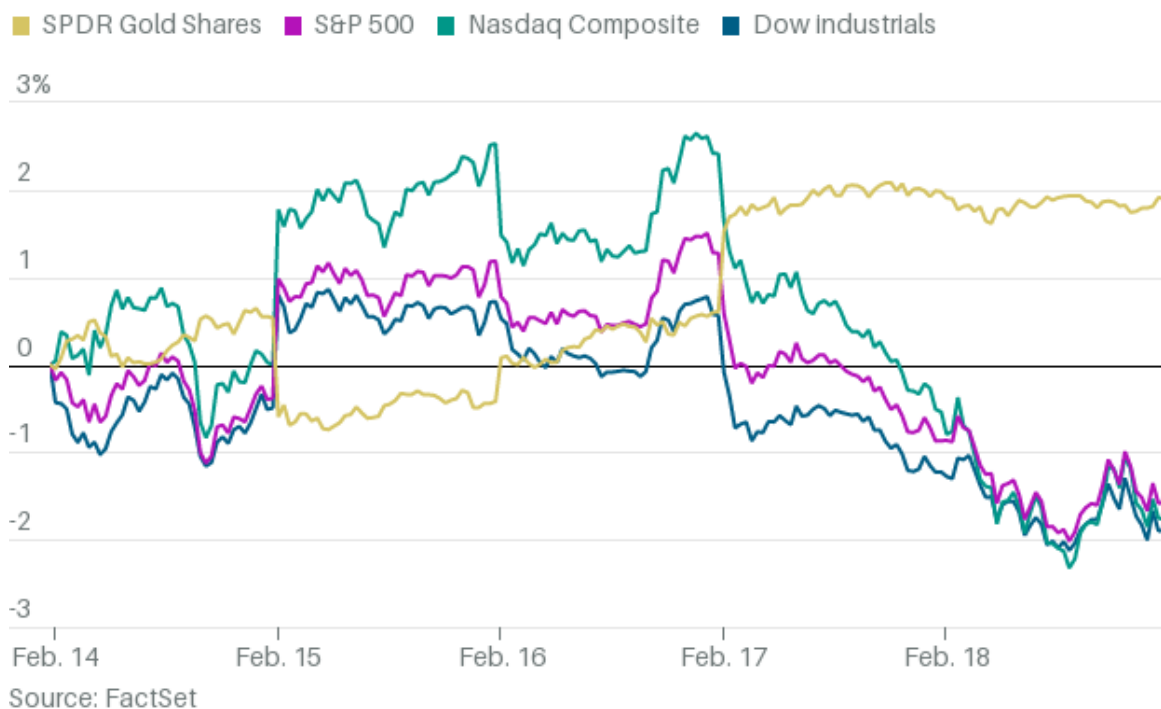
こうした状況でも、市場を見て、下落がそれほど大きくはないと考えることは簡単だ。確かに下落は心地よいものではなかったが、S&P500指数は1月の終値ベースの安値からまだ0.5%高い水準にある。この3週間、ウクライナとロシア間の紛争、および米連邦準備制度理事会（FRB）の動きと金利上昇に

対する懸念から株式市場は影響を受けたものの、直近の安値は更新していない。18日は下落したが、調整局面入りの水準から立ち直っての引けだった。

それでも、底堅い市場が軟調になるのは時間の問題かもしれない。理由の一つは、上昇しそうな日に株式市場が上昇できなかったことだ。17日には原油価格が下落し、国債の利回りやFRBによる0.5%の利上げの確率も低下した。これは好材料のはずだが、上昇する代わりにNYダウは1.8%下落し、1日の下落率としては今年最悪となった。

一部銘柄に売り浴びせ

Market Snapshot



大幅な下落後に見られた18日の損切りの動きが、プレジデントデーの長い週末を前にしたことだけが理由なら、思ったよりも小さなものだったかもしれない。短期売買を旨とするトレーダーであれば、休み明けの火曜日の動きを気にすることなく長い週末を楽しみたいからだ。データトレック・リサーチの共同創設者ニコラス・コラス氏は「引き続き警戒を呼びかけており、この市場環境に買いで入る前に、売り浴びせが本物かどうかを確認したい」と述べる。

売り浴びせは市場の一部で既に起こっている。時価総額の大きな銘柄を採用しているラッセル1000指数に含まれる約20銘柄が先週15%超の下落となった。動画配信機器のロク<ROKU>、コンテンツ配信ネットワークを提供するファストリー<FSLY>、デジタルスポーツエンターテインメント運営企業のドラフトキングス<DKNG>、特殊化学品のアルベマール<ALB>、マスメディアのパラマウントグローバル<PARA>（旧バイアコムCBS）などが含まれる。市場で最も投機的なハイテク銘柄を組み入れ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<IGV>は先週5.4%下落した。年初来の上落率は18%だ。

さらなる売りがあるかもしれない。シティグループのストラテジスト、デービッド・グロマン氏によると、米株安は米国から欧州へ、成長株からバリュー株へのローテーションによってもたらされてい

るという。ただ、現時点でこのローテーションに関わった金額は比較的小さく、今後さらに売りが増える可能性もあるという。

グロマン氏は「ごく一時的にこうした傾向が反転する兆しは見えるものの、さらなるローテーションを促す資金の動きはまだ十分にある」と予想している。

ロシアがカギ

RBCキャピタル・マーケットの米国株式戦略責任者ロリ・カルバシーナ氏は、ロシアの動向が今後も引き続き問題になると予測する。景気後退の可能性がある欧州にとって、この問題はさらに大きなものとなる可能性がある。カルバシーナ氏は「ロシア・ウクライナ情勢に起因する地政学的リスクに関して、状況の悪化は米国株式市場に織り込まれておらず、今後数週間から数カ月の間に注視すべき重要な問題になると引き続き考えている」と述べている。

市場はFRBとも闘わなければならない。3月の利上げ幅が0.5%となる可能性は低下した。しかし、利上げ幅が0.25%だけだった場合、インフレが収まらなければ年内にもっと速い利上げを余儀なくされるかもしれない。

今のところ、市場の底値はまだ下の方にありそうだ。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

8. ドアダッシュが最大のサプライズ How DoorDash Became the Biggest Surprise of Earnings Season 宅配サービス、パンデミック後も勢い

[ハイテク]

コロナ禍前に戻らず



DoorDash

世界が新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）からの脱却を進める中、ハイテク投資家は、過去2年間で進展した消費者行動のうち、今後も持続するものはどれかという疑問に対する答えを見つけだせずにいる。

誰も2019年の行動パターンに戻ろうとせず、「ニューノーマル（新しい常態）」を作ろうとしている。在宅勤務は一時的措置ではなく、労働力を変革しようとしている。社用旅行は恒常的に減り、会議やイベントも一部は引き続きオンラインで行われる公算が大きい。

ここ数週間の決算発表シーズンは、総じて答えよりも疑問の方が多い内容だったが、この1週間で明確

になったことが一つある。それは、ドアダッシュ＜DASH＞の決算が示すように、パンデミックで習慣となった料理宅配サービスは、今後も勢いを維持する公算が大きいということだ。

■ 懐疑的な見方を払拭

もっとも、株式市場では経済再開の犠牲となった銘柄がたくさんあり、ドアダッシュも例外ではない。

金利が上昇する中、投資家はバリュエーションが高いのに利益が低調な企業を敬遠している。特にパンデミック後に業績が急減速している企業はウォール街での風当たりが厳しい。

ビデオ会議プラットフォーム運営のズーム・ビデオ・コミュニケーションズ＜ZM＞は先週、52週安値を付け、コロナ下の上昇分が全て帳消しとなった。電子商取引ソフトウェア会社ショッピファイ＜SHOP＞の株価は先週続落し、昨年11月の高値からの下落率は60%に拡大した。

ドキュサイン＜DOCU＞の株価も高値から63%下落している。電子署名事業の成長が鈍化したことが理由だ。パンデミック以前から勝者だった動画ストリーミングサービス大手ネットフリックス＜NFLX＞すら、加入者数の成長が鈍化したことが嫌気され、高値から44%下落している。

そうしてみれば、料理宅配サービスがパンデミック後も勝者であり続けるという見方はやや驚きだ。ドアダッシュの株価の振れ幅の大きさは、決算発表を前に懐疑的な見方が強かった証拠と言える。同社が2020年12月に新規株式公開（IPO）を果たしたときの公開価格は102ドルで、取引初日は189.51ドルで引けた。だが、最近はハイテク株低迷の波に巻き込まれ、現在の株価は2021年11月に付けた最高値の245ドルより60%超低い約96ドルとなっている。

ドアダッシュが先週発表した決算には幾つかの明るいシグナルがあった。昨年10～12月期の売上高と今年1～3月期の売上高ガイダンスはいずれもウォール街の予想をやや上回り、特に利用者データは心強い内容だった。10～12月期の月間平均利用者数は前年同期比22%増の2500万人となり、過去最高を記録した。総注文数は35%増の3億6900万件、総注文額は36%増の112億ドルだった。

■ 成長余地「大きい」

ウェルズ・ファーゴのアナリスト、ブライアン・フィッツジェラルド氏はリサーチ・ノートの中で、米国のレストラン業界の売上高に占めるドアダッシュの取扱高の割合は5%にすぎず、米国の人口に占めるドアダッシュ利用者の割合は10%に満たないと指摘した。フィッツジェラルド氏は、ドアダッシュには広告、国際市場、料理以外の物品の宅配で新たな成長機会があり、今後の「成長余地は大きい」とみている。

ドアダッシュは料理の宅配を消費者の習慣に変えるための仕掛けとして、ダッシュパスという会員組織づくりにも取り組んでいる。会員数は直近四半期に100万人増加し、1000万人を突破した。同社はダッシュパスを従業員特典にするため、企業との提携を模索している。

ゴードン・ハスケットのアナリスト、ロバート・モリインズ氏によると、投資家は四半期決算発表を前に前年のハードルの高さを懸念していたという。だが、ドアダッシュは好調な決算、目覚ましいガ

イダンス、市場シェアの拡大によってそうした懸念を払拭（ふっしょく）した。エバーコアISIのアナリスト、マーク・マハニー氏は、市場がウーバー<UBER>傘下のウーバー・イーツとドアダッシュという2社の市場リーダーに統合されようとしている可能性があると考えている。

では、ドアダッシュは掘り出し物なのか。ウォール街がそう考えているのは確かだ。アナリストの目標株価の平均は現在の株価の約2倍だ。損益はまだ赤字だが、同社は2023年に黒字化を予想している。

一方、ドアダッシュの2023年予想株価売上高倍率（PSR）は5倍と控えめな水準にある。これはメキシコ料理チェーンのチポトレ・メキシカン・グリル<CMG>と同等、マクドナルド<MCD>の7倍よりも割安だ。リスクは残っており、2023年予想PSRが2倍強のウーバーよりも依然として割高だが、料理宅配ビジネスはまだ動き始めたばかりである。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

9. ジャンク債、株価暴落予見せず Junk Bonds Aren't Predicting a Stocks Apocalypse FRBは低格付企業の資金調達重視

[米国株式市場]

イールドカーブ、景気後退示唆せず



Graeme Jennings/Washington Examiner/Bloomberg

株式市場がどこに向かっているかを探るには、イールドカーブ（利回り曲線）ではなく、信用格付けが投機的等級にあるジャンク債に注目する必要がある。

米連邦準備制度理事会（FRB）が3月に利上げを始める方針が明確になって以来、投資家の視線は米国債の2年物と10年物の利回り差を示すイールドカーブにくぎ付けになっている。これには理由がある。2年物の利回りが10年物を上回る長短金利の逆転（逆イールド）は通常、景気後退のシグナルであり、株式の上昇相場は景

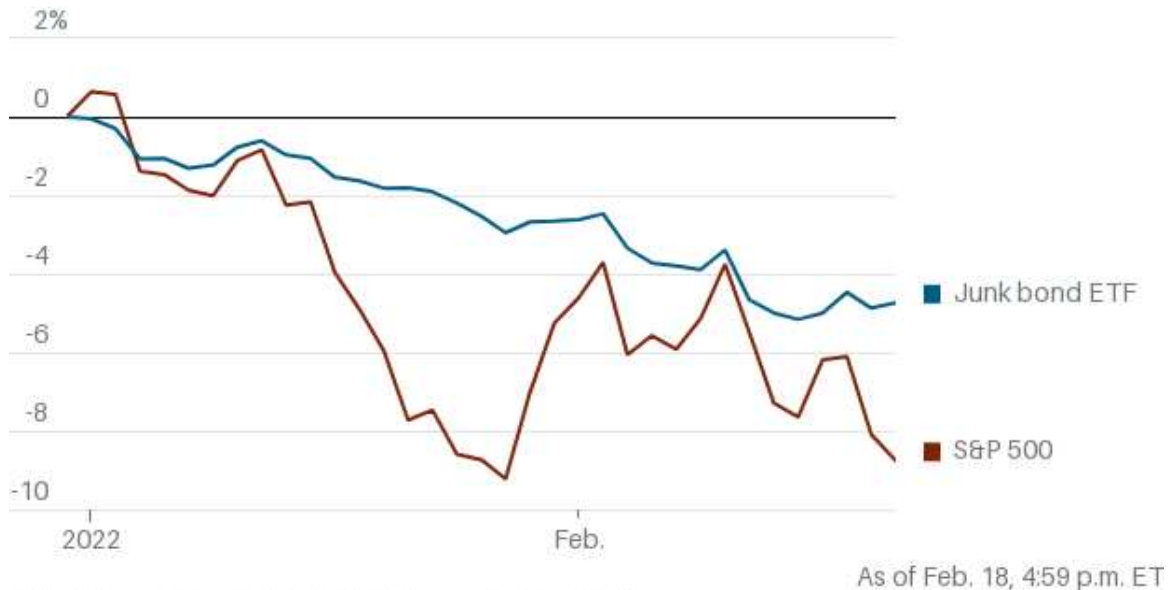
気後退で終わる。

しかし、重要な点として、イールドカーブが景気後退の警告を発するのは、短期金利が長期金利を上回る逆イールドの場合だけであり、フラット化では警告を発しない。MKM パートナーズのチーフ・エコノミスト、マイケル・ダーダ氏は「イールドカーブは白か黒かという二元論の指標だ」と述べている。

ジャンク債のシグナル

High Stakes

Junk bonds have fallen, but they aren't signaling a recession.



Note: iShares iBoxx \$ High Yield Corporate Bond ETF.

Source: FactSet

ジャンク債も景気後退のシグナルとなり得るが、必ずしも多くの投資家が考えるようなやり方ではない。よく、「ハイイールド（ジャンク）債が持ちこたえている限り、株価急落は一時的な下げ」と言われる。S&P500指数が7%下落し、上場投資信託（ETF）のiシェアーズiBoxx米ドル建てハイイールド社債<HYG>の下落がわずか2.7%にとどまった1月の4週間は、これが投資家を助けた。しかし、それ以降、S&P500指数は上昇に転じたが、ジャンク債は下落が続いている。15日の引け値ではS&P500指数が年初来6.1%の下落となる一方、同ETFは年初来4.5%下落した。これは景気後退懸念の高まりを示唆しているように見える。

実際は、景気後退を示唆していないかもしれない。ハイイールド債価格は下落しているが、信用リスクが最も高い債券は、格付けが高い債券ほど下落していない。信用格付けが「BB（ダブルB）」格の債券価格は1月に5.1%、2月は11日までに1.6%下落したが、「CCC（トリプルC）」格以下の債券価格は1月に4.9%、2月は同1.2%の下落にとどまっている。

リーマン・リビアン・フリドソン・アドバイザーズのマーティン・フリドソン最高投資責任者（CIO）によれば、これは想定外の現象である。フリドソン氏は「ハイイールド債価格が下落し、投資家が高リスクの企業に資金を貸し出す際に求める金利の上昇は、債務不履行（デフォルト）懸念の高まりを示す」とリポートで説明している。しかし、投資家が本当に景気後退を懸念しているのであれば、格付けが低いCCC格債券が、高格付けのBB格債券より下落したはずだ。

フリドソン氏は「投資家がハイイールド債の中でもデフォルトの危険が迫った高利回り債よりデフォルトの可能性が低い低利回り債を選好し始めるとすれば、投資家は景気後退リスクを真剣に懸念しているということだ」としている。

CCC企業の債券発行

リチャード・バーンスタイン・アドバイザーズのマイケル・コントープロス氏は「パウエル議長は株価の下落がどれほど大きかったかを気にしていないようであり、FRBは明らかに注意を払っていない」と記している。代わりに、FRBは債券市場が機能しており、低格付け企業でも必要があれば債券発行が可能だということを知りたがっている。コントープロス氏は過去12カ月間の、CCC格企業による新規発行の割合に注目した。

CCC格企業による債券発行額がジャンク債総発行額の30%以上であれば、FRBは借り入れが必要な企業は資金調達が可能であると安心感を抱くことができるが、30%を下回れば懸念し始めることになる。2018年末にはこの割合が30%を下回り、コントープロス氏はFRBが利上げ方針を転換したのはこのためであり、同年末の20%近い株価急落によるものではないと主張している。現在、割合は低下しているが、30%に近づいてはいない。

コントープロス氏は「FRBは、信用の円滑な配分に最も注意を払っている。もし、信用力に応じて上乗せされるクレジット・スプレッドが安定的で資本市場が開いていれば、FRBはモメンタム投資家や投機家の苦痛に対し、見ないふりをする公算が大きい」と述べる。

つまり、どうするかは投資家自身で判断すべきだということである。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

Virgin Galactic Invites the Public to a \$450K Space Jaunt
ヴァージン、45万ドルの宇宙旅行発売

商業化には時間

ヴァージングループ創業者リチャード・ブランソン氏の宇宙旅行企業ヴァージン・ギャラクティック・ホールディングス<SPCE>は長い間、宇宙旅行は実現可能なビジネスだと語ってきた。そしてそれが今、実現しようとしている。2月15日、同社は宇宙旅行のチケットを一般向けに発売すると発表した。もちろん、ヴァージン・ギャラクティックのロケットに搭乗するための列に加わるだけでも、かなりの現金が必要だ。

90分間の宇宙小旅行を申し込むには、ヴァージン・ギャラクティックのサイト(virgingalactic.com)で申し込みを行えば良い。ただ、45万ドルの旅行代金のうち15万ドルの申込金が必要になる。1000人の旅行者がいれば、4億5000万ドルの売り上げになる。ウォール街は2022年の同社の売り上げをわずか800万ドルと予想している。1000人もの客を宇宙に送る規模に至るには、しばらく時間がかかるというわけだ。

投資家らはしばらくの間、この発表には関心がなさそうだった。ヴァージン・ギャラクティックの株価は宇宙旅行の一般発売の発表時には32%上昇し、1株あたり10ドル75セントとなったが、1週間後には8ドル40セントに下落、週間では4セント安だった。同じ週のS&P500指数の騰落率はマイナス1.6%。

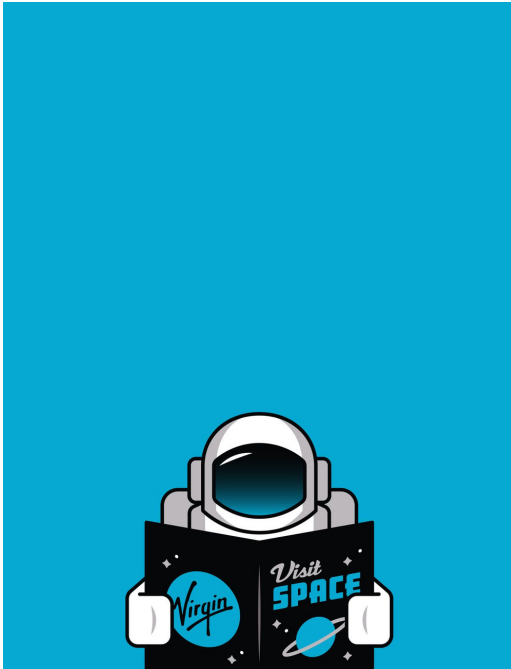


Illustration by Elias Stein

バージン・ギャラクティックは宇宙旅行商業化のスタートのため、長年準備を続けてきた。ブランソン氏は2021年7月に弾道飛行の小旅行を経験済みだ。2021年6月に株価は52週高値を記録したが、現在は80%以上下落している。昨年10月、複数のテストを行った末にテスト飛行を延期し、「機体強化」プログラムを実施するためとしたことも悪材料となった。

2月14日の週、マイケル・コルゴラジア最高経営責任者（CEO）はプレスリリースで、バージン・ギャラクティックは商業化までに1000人の予約を募ることを想定していると述べている。したがって、1億5000万ドルの運転資金を得ることになる。1000人の予約を確保することはさほど難しくはないし、高望みというわけでもない。同社は10年近く予約を受け付けており、2021年11月までに、1000人のうち既に700人ほどにチケットを販売している。

今週の予定

2月21日（月）

- ・米株式市場および債券市場は大統領記念日の祝日で休場。

2月22日（火）

- ・化学分析機器メーカーのアジレント・テクノロジー<A>、半導体開発用ソフトウェアのケイデンス・デザイン・システムズ<CDNS>、電力・ガス会社センターポイント・エナジー<CNP>、ホームセンターチェーン大手のホーム・デポ<HD>、医療機器大手メドトロニック<MDT>、ネットワーク・セキュリティ対策ソフト大手のパロアルト・ネットワークス<PANW>、不動産投資信託（REIT）会社パブリック・ストレージ<PSA>、REITのリアルティ・インカム<O>が決算発表。
- ・IHSマークイットが2月の購買担当者景況指数（PMI）を発表。コンセンサス予想は、製造業PMIが56（1月は55.5）、サービス業PMIが52.2（1月は51.2）。1月のサービス業PMIは、2020年7月以来の最低となった。
- ・コンファレンス・ボードが2月の消費者信頼感指数を発表。エコノミスト予想は110.8と、1月から約3ポイント低下。

2月23日（水）

- ・オンライン旅行会社大手ブッキング・ホールディングス<BKNG>、油田・ガス田の探査・開発会社コテラ・エナジー<CTRA>、オークションサイト運営のイーベイ<EBAY>、大手ホームセンターチェーンのロウズ<LOW>、ビールメーカーのモルソン・クアーズ・ビバレッジ<TAP>、米国、イタリア、フランスの合弁自動車メーカーであるステランティス<STLA>、ディスカウント衣料小売りチェーンのTJX<TJX>が四半期決算発表。
- ・国連総会で、ウクライナ情勢について協議が行われる。
- ・ディーゼルエンジンメーカーのカミンズ<CMI>が2022年アナリスト向け説明会を開催。

2月24日（木）

- ・米商務省経済分析局が、2021年10月～12月期の国内総生産（GDP）改定値を発表。エコノミスト予想成長率は季節調整済み年率換算で5.9%と、速報値の同6.9%を1%ポイント下回る。
- ・中国電子商取引大手アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集团）＜BABA＞、ビール大手アンハイザー・ブッシュ・インベブ＜BUD＞、電力持ち株会社のアメリカン・エレクトリック・パワー＜AEP＞、設計用ソフトウェア開発会社オートデスク＜ADSK＞、モバイル決済サービスのブロック＜SQ＞、商業用不動産サービス持ち株会社のCBREグループ＜CBRE＞、暗号資産取引所を運営するコインベース・グローバル＜COIN＞、ITサービス持ち株会社デル・テクノロジーズ＜DELL＞、電子商取引のエッティ・＜ETSY＞、ソフトウェア開発企業インテュイト＜INTU＞、バイオ医療品メーカーのモデルナ＜MRNA＞、金鉱山最大手のニューモント＜NEM＞、クルーズ船運航会社ノルウェー・クルーズライン・ホールディングス＜NCLH＞、電力大手のNRGエナジー＜NRG＞、エネルギー資源会社オキシデンタル・ペトロリアム＜OXY＞、公益事業持ち株会社パブリック・サービス・エンタープライズ・グループ＜PEG＞、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＞、仮想化ソフトウェアを開発・販売するVMウェア＜VMW＞が決算発表。
- ・米勢調査局が1月の新築住宅販売件数を発表。戸建て住宅のコンセンサス予想は季節調整済み年率換算で79万2000戸と、2021年12月から1万9000戸減。

2月25日（金）

- ・カナダの銀行大手カナディアン・インペリアル・バンク・オブ・コマーシヤル＜CM＞、石油および天然ガスの開発・探査を行うEOGリソーシズ＜EOG＞、メディア関連企業リバティ・メディア＜FWONA＞、電力・ガス会社センプラ・エナジー＜SRE＞が決算コンファレンスコールを開催。
- ・1月の耐久財受注発表。耐久財受注額のコンセンサス予想は、前月比1%増の2703億ドル。
- ・全米不動産業者協会（NAR）が1月の住宅販売契約指数を発表。12月の指数は前月から3.8%低下し、2カ月連続の低下となった。住宅金利上昇と記録的な住宅価格上昇が住宅市場の勢いを若干和らげている。
- ・米商務省経済分析局が1月の個人所得・消費支出を公表。個人所得のコンセンサス予想は前月比0.3%減、個人消費支出（PCE）は同1.4%増。

By Al Root
(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』 2022/02/20
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