

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2022/03/20

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 食品のインフレは続く - Food Inflation Isn't Going Away. That's a Problem. [カバーストーリー]
3月のピークアウトは疑わしい P.1
2. 食品価格上昇下の株式投資 - Food Costs Are Rising. Here Are the Stocks to Buy. [フィーチャー]
業態別有望銘柄 P.5
3. 退職後に備えた配当株の選び方 - How to Choose Dividend Stocks for Retirement. [フィーチャー]
ウォール街のプロが選ぶ12銘柄 P.9
4. 欧州金融、雲行き怪しく。どこに退避すべきか - A Financial Storm Is Brewing in Europe. [インタビュー]
Where to Hide. P.18
買い急ぐべきではない
5. 急反発に対する後付けの理由 - Thunderous Stock Rally Gives Reason to Cheer. Temporarily, [米国株式市場]
That Is. P.21
少なくとも目先は安泰というだけだが
6. 再び復活に挑むツイッター - Twitter Is on the Mend Again-This Time It Might Stick. [ハイテク]
新たな一連の施策は成功を収める可能性がある P.23
7. 注目のサイバーセキュリティー銘柄 - Demand for Cybersecurity is Growing. Here is the Stock to [投資戦略]
Play. P.25
パロアルトネットワークスに強気
8. FRBは経済のソフトランディングを実現できるか - Fed's Benign Inflation, GDP Predictions Ignore [コラム]
Risk of a Recession. P.27
GDPとインフレの予測は景気後退リスクを無視
9. 中国株の米国上場廃止がファンドに与える影響 - The SEC Wants to Delist Chinese Stocks. What [ファンド]
That Means for China Funds. P.30
米中交渉を注視、十分な時間も
10. 今週の予定 - Covid Fueled Online Shopping. 2022 Looks Like Another Banner [経済関連スケジュール]
Year. P.33
新型コロナが後押ししたオンラインショッピング、2022年も堅調

※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. 食品のインフレは続く Food Inflation Isn't Going Away. That's a Problem. 3月のピークアウトは疑わしい

[カバーストーリー]

■ わずか1カ月で2%の上昇



Illustration by Matt Chase

数カ月前、主婦のレイチェル・リー氏が4人家族の2週間分の食料を買うのに掛かる費用は約150ドルだった。最近では同じ食料を買うための費用が100ドル近く増えていると言う。リー家と同じことは全米で起きている。

2月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比で7.9%上昇し、40年ぶりの高水準となった。一方で、インフレ調整後の家計所得は、1959年の調査開始以来で最も速いペースで減少している。しかし、現実はその以上に良くない状況だ。さらに、ロシアのウクライナ侵攻による経済への影響が表面化するにつれて情勢は一段と悪化するだろう。

コアインフレ率の算出において生活必需品を除外するのは逆に、食品とエネルギーのみに絞

って見ると、2月の価格上昇率は平均で前年同月比16%を超える。こうした生活必需品の価格は、1月と2月の間だけで2.2%上昇している。なお、米連邦準備制度理事会（FRB）は物価上昇率の目標を年率2%としているが、これは月換算で0.2%弱である。

生活必需品、特に食品価格の急上昇は、消費者の生活水準や経済全体の成長にとって脅威となるだけではない。ウクライナ紛争によって大量の農産物や原油が市場から消える中で、食品価格は全体的なインフレ期待に対して非常に大きな影響を与え、さらなる物価上昇の前触れとなっている。

同時に、一部のストラテジストは、特定の対ロ制裁がドルに対する信認を犠牲にしており、現在の経済秩序を損なうとみている。インフレ期待の急激な変化とドルの信頼性の低下という脅威が相まって、制御不能のインフレが発生する可能性は、投資家が認識しているよりも大きい。

一般的には、インフレ率は新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）に起因する供給の混乱の解消に伴って3月にピークを迎えると考えられている。ドイツ銀行のエコノミストは、CPI上昇率が3月に8.2%でピークを打ち、年末にかけて5.1%へ低下すると述べる。こうした予測は、ウォール街が、ウクライナ侵攻による地政学的ショックが総じて一時的なものであると予想していることを示す。

しかし、食品のインフレが3月にピークアウトするという予想は甘過ぎるように思える。イリノイ大学で農業経済を研究するスコット・アーウィン氏は、近日中に両国が休戦し、制裁が解除されない限

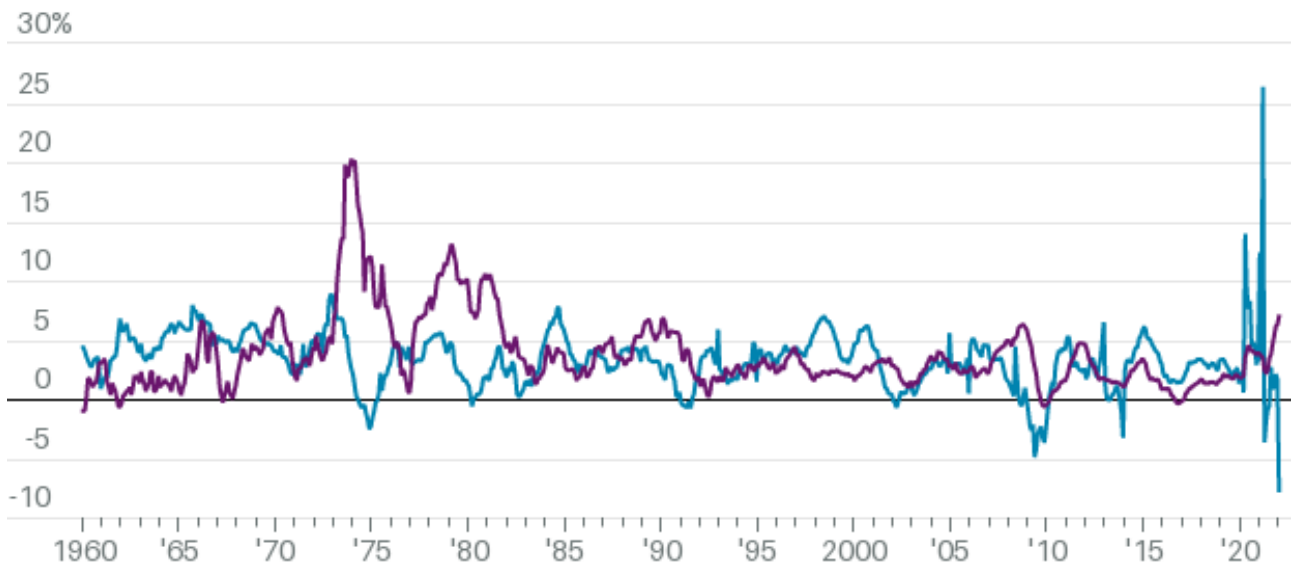
り、ウクライナの農地の30%超で今年春に作付けが行われない可能性が高いと指摘する。これはイリノイ州とアイオワ州の農地を合わせた広さに匹敵する。

食品のインフレは社会不安につながる

Recipe for Trouble

Fast-rising food prices are coming as inflation-adjusted wages are tumbling, a dynamic that is challenging many households' budgets.

■ Food Prices ■ Real Personal Income



Source: Federal Reserve Bank of St. Louis

加工食品メーカーのゼネラル・ミルズ<GIS>のジェフリー・ハーメニング最高経営責任者（CEO）は、最近の投資家向けコンファレンスで、現在の環境はこれまでで最も厳しいと述べた。ハーメニングCEOは、食品需要が高まっている上に、原材料価格のインフレが数十年ぶりの高水準にあるため、今年の年末まで物価の上昇が続くだろうと語った。

しかし、これはウクライナ紛争が起きる前の発言だ。ボストンカレッジのフランセスコ・ダクント教授は、紛争の勃発以降、食品需要が高まっていることを示す証拠があると語る。通常は食品の売り上げは安定しているため、売り上げの増加は、消費者がさらなる値上げや品不足の可能性に備えて食品を買いだめしていることを意味する。

消費者による買いだめと支出の前倒しは、まさにエコノミストと中央銀行が恐れている行動である。インフレ期待には自己実現的な性質があり、それが全体的な物価安定の維持に重要な役割を果たすからだ。消費者は、あすの価格がきょうより高くなると予想する場合、きょうのうちに商品を買ひ、それが実際に将来の価格上昇につながる。

消費者のインフレ期待が高まっているのは偶然ではない。ダクント氏は、全体的なインフレ期待は食品価格から最も大きな影響を受けると指摘する。食品価格がコアインフレ指標から除外されているにもかかわらずだ。2カ月前、10%以上のインフレを予想していた米国の消費者は約5分の1だった。ダクント氏によれば、食品価格の急騰に連れて、この割合は60%超へ急上昇している。

多くのエコノミストは、消費者にはパンデミックの発生以降に蓄積した数兆ドルの貯蓄があると指摘する。確かに物価上昇の影響はある程度軽減されるだろうが、これは多くの家庭の苦しい現実を軽視した意見である。国勢調査局のデータによれば、ウクライナ紛争の勃発以前、米国の子育て世帯の約12%は十分に食べられるだけの収入がなかった。所得層の下位5分の1の家庭では、所得の4分の1以上を食費に費やしている。さらに、家計所得はインフレ調整後で前年同月比7.7%減少した。

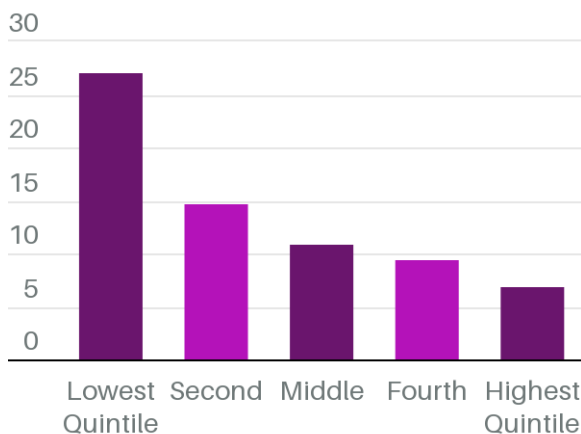
ニューイングランド複雑系研究所のヤニール・バーヤム所長は、食品価格の急上昇は大きな社会不安の主要因となり、社会システムを脅かすと警告する。バーヤム氏は、国連食糧農業機関（FAO）の食料価格指数が過去最高の水準にあり、2011年の「アラブの春」の直前を思い出させると指摘する。バーヤム氏によれば、各国政府は、アラブの春を受けて食品価格のインフレがもたらす結果への意識を高めた。しかし、現在は変化があまりにも速いため、過去10年間に実施されてきた補助金などの措置では不十分な可能性があると言う。

利上げとインフレによる景気後退の懸念も

Uneven Burden

The lowest-income households spend a greater share of their income on food than other groupings.

Percentage of After-Tax Income Spent on Food



Source: USDA; Bureau of Labor Statistics

米国ではバイデン大統領がインフレとの闘いを最優先すると述べた。しかし、一部のエコノミストは、現在の政治家の発言の大部分は現実的でも有益でもなく、現実的な選択肢には政治的なリスクがあると指摘する。物価の上昇とそれに対する行き過ぎた対抗策という二重の経済リスクは危険性を増しており、エコノミストと市場ストラテジストは政策ミスの懸念が高まっていると述べる。

ボストンカレッジのダクント氏は、バイデン大統領が指示した戦略石油備蓄のさらなる放出は、状況が一段と深刻化した場合に備えて残しておくべきカードだったと語る。さらに、米国政府と非友好的な産油国との交渉はうまくいかず、新たな問題を生んでいるようだ。

これにより追加的な財政刺激策が実施される可能性が生じているが、それはまさに政府が抑制しようとしているインフレに拍車を掛ける恐れがある。ダク

ント氏は、財政刺激策を実施するならば、既に食料支援を受けている約4200万人の米国人向けの支援を強化するなど、的を絞った取り組みが必要だと述べる。それでも、ストラテジストによれば、追加的な財政刺激策が上院で60票の賛成を得るための道筋は不透明である。

多くのエコノミストは、物価上昇の速さを考えると、FRBが通常のようにウクライナの状況とその経済的影響が明確化するまで待つ余裕はないだろうと述べている。また、ウォール街では今年の予想政策金利が約2%とされている一方、消費者は物価高によって生活必需品を購入しづらくなっており、両者が相まってスタグフレーション、ひいてはリセッション（景気後退）に陥る可能性があると言う。

グッゲンハイムのスコット・ミナード最高投資責任者（CIO）は、FRBがインフレ対策をほとんど取らないまま金融引き締めによって経済に大混乱をもたらし、その結果として、激しいインフレにもかかわらず、すぐに一段の金融緩和に転じる可能性を懸念している。ミナード氏は、FRBが物価高にもかかわらず成長と市場を支えるために「再び金融緩和を行うならば、ドルと米国債市場の信頼はすっかり失われるだろう」と述べる。これは数十年にわたる物価上昇スパイラルの引き金となり、ドルの価値を一段と損なう可能性があると言う。

ドルの覇権が試練に直面



Alex Wong/Getty Images

ウクライナ紛争が間もなく停戦となり、対ロ制裁の解除が促され、さらに労働参加率とサプライチェーン（供給網）の混乱が速やかに改善してインフレの沈静化に寄与すれば、悲観論者は誤っていたとすぐに証明されるかもしれない。しかし、ウォール街のエコノミストのほとんどがインフレは一時的だと主張していたことを思い出してほしい。さらに、一部のアナリストが、対ロ制裁による経済的な影響が過小評価されていると警告していることは考慮に値する。

クレディ・スイスの短期金利戦略グローバル責任者、ゾルタン・ポザー氏は、ニクソン大統領が金本位制を停止した1971年以来の危機が起きており、新世界の金融秩序が生まれようとしていると述べる。ポザー氏は今月の顧客向けレポートで、「今回の危機によって『内側の通貨』に対する『外側の通貨』の魅力が高まっている」と述べた。ポザー氏は、国際金融の仕組みはドルの優位性に基づいているとし、法定通貨である「内側の通貨」と、金、原油、ビットコインなどのコモディティを指す「外側の通貨」を区別する。

ポザー氏は、「欧米が対ロ制裁の威力を最大化しつつ、自らの金融の安定性に対するリスクを最小限に抑えられるというのはおとぎ話だ」と指摘し、危機が終わればドルの力が大幅に低下するとともに、人民元の力が大幅に強まり、恐らくビットコインも恩恵を受けるだろうと述べる。ウォール・ストリート・ジャーナルは最近、サウジアラビアが中国向けの原油の売り上げの対価としてドルの代わりに人民元の受け入れを検討していると報じており、ポザー氏の警告が現実味を帯び始めている。

FRBの公開市場デスクの元シニアトレーダー、ジョセフ・ワン氏は、欧米諸国が対ロ制裁に銀行システムを利用することで、ドルの覇権が試練に直面するとみている。ワン氏は、ドルや米国債などのリスクフリー資産が実際には「リスクフリー」ではないと見なされるようになれば、金や暗号資産（仮想通貨）など、銀行システムの外部に存在する代替的な価値の貯蔵手段の「激しい奪い合い」は避けられないと述べる。ワン氏は、ドルが一夜にして王座を失うことはないだろうが、相対的に強い立場を維持できたとしても、安全資産としての地位に由来する特権は急速に失われる可能性があると警告する。

ドル安はインフレ高進の原因でもあり、結果でもある。多くの米国人は、自分のお金で買えるものが減ったことで、インフレは既に手が付けられないと感じ始めている。これは所得の大部分を生活必需品に費やす人々にとっては明らかだ。しかし、エコノミストや中央銀行は、こうした生活必需品を政

策決定のためのインフレ指標から除外している。

ドルの未来が従来考えられていたより不確実な可能性がある中で、食品をはじめとする生活必需品の価格が持続的に上昇し、インフレ期待が高まっているのは危険である。この種の悪循環による脅威が意味するのは、制御不能なインフレは、長年にわたりそうであったほど常識外れではないかもしれないということだ。投資家は最低でも、インフレがさらに加速し、いつまでも続く可能性に備える必要がある。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

2. 食品価格上昇下の株式投資

[フィーチャー]

Food Costs Are Rising. Here Are the Stocks to Buy.
業態別有望銘柄

数十年來のインフレ



Courtesy John Deere

過去数十年で最大のインフレが消費者を襲い、農業機器から加工食品、食料品店、飲食店まで、食品業界全体に大きな影響を与えている。2月の家庭消費用の食品コストは前年同月比8.6%の増加、家庭外の食品コストは同6.8%の増加となった。卸売価格はさらに上昇しており、スーパーマーケットや飲食店で価格引き上げが続くことを示唆している。2月の食品卸売物価指数は前年同月比で13.4%上昇し、穀物と牛肉・子牛肉は20%以上上昇した。

食品価格の高騰に対するウォール街の反応はいつも通りだ。飲食店や加工食品企業などの価格上昇を吸収せざるを得ない業界は打撃を受け、農業機器メーカー、スーパーマーケット、食品加工業者などの業界は恩恵を受けると考えられている。

では、今最も魅力的なのはこういった銘柄だろうか。逆風が吹く飲食店業界の銘柄はバリュエーションが低下し、株価収益率（PER）9倍前後の有力企業もあり、興味を持つ投資家もいるだろう。加工食品業界の銘柄には低成長企業ながら配当利回りが3%を超え、債券の代替投資となる銘柄もある。一方、新製品を開発し成長中の企業もある。穀物価格の高騰により農家が潤うことから、農業機器メーカーも好調が予想される。食品価格の上昇は、食料品店の利益率上昇につながる傾向がある。

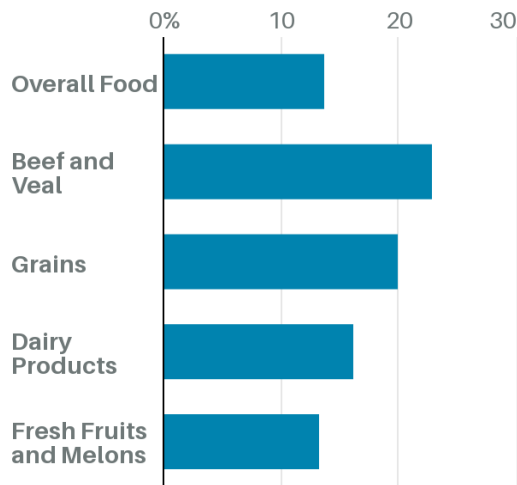
以下、業態別に詳しく見てみたい。

飲食店チェーン

Food Price Pressures

Wholesale prices for foods have risen sharply over the past year.

One-Year Price Change



Note: data through February

Source: Bureau of Labor Statistics

飲食店チェーン銘柄の今年のパフォーマンスは市場を下回っており、株価はマクドナルド＜MCD＞が11%下落して237ドル、スターバックス＜SBUX＞が25%下落して88ドルとなっている。飲食店業界のバリュエーションは低下しており、2023年の予想1株当たり利益（EPS）に対する足元のPERは18倍前後となっている。食費、ガソリン代、家賃の高騰で消費者が外食を控えることが懸念材料とされている。投資銀行ジェフリーズで飲食店業界を担当するアナリスト、アンディ・バリッシュ氏は、これを「過剰反応」とみており、「需要の動向は引き続き堅調であり、かなりの価格改定を行っている」と指摘する。一般的に飲食店のコストの約30%を食品が占めており、食品価格は今年、約10%の上昇が見込まれる。

バリッシュ氏は、「ここ20年で最高の状態にある」カジュアルダイニング業界を気に入っており、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の渦中に独立系の飲食店が淘汰（とうた）されたことや、メニューの簡素化、テイクアウト事業の拡大、注文用の省力化キオスクなど、利

益率向上のための取り組みを理由としてあげる。

バリッシュ氏は、ブルーミン・ブランズ（旧アウトバック・ステーキハウス）＜BLMN＞を選好しており、「経営陣が事業の質と一貫性を向上させた」とするが、投資家はカラバス・イタリアン・グリルを買収したことを評価していないと付け加えた。株価は約22ドル、今年度の予想EPSは2.38ドル、予想PERは9倍。年初に配当を復活させており、足元の配当利回りは2.5%。

ブリンカー・インターナショナル＜EAT＞は、中核事業であるチリズ・グリル・アンド・バーのパンデミックからの「回復期における業績が堅調」で、株価は約35ドル、2022年暦年の予想PERは9倍（6月が会計年度末）。

スターバックスは2月初旬に今年度（～2022年9月）のEPS予想成長率を年10～12%から8～10%に引き下げ、株価が下押し圧力にさらされている。「数十年来のインフレ」による利益率への圧力と市場規模第2位の中国における新型コロナ関連の規制が下方修正の理由である。バリッシュ氏は、スターバックスは予想PERが20倍に近づいた時に投資をすれば、利益を生むことが多いと指摘する。スターバックスは3月16日、ハワード・シュルツ氏が暫定的に最高経営責任者（CEO）に復帰すると発表し、PERは予想EPS3.92ドルの22倍となり、20倍に近づいている。バリッシュ氏は、10月から始まる次会計年度は、スターバックスが店舗数成長率6%、既存店売上高成長率4～5%、EPS成長率10～12%の成長方程式に戻るとみており、投資判断を「買い」、目標株価を130ドルとしている。

加工食品企業



Stephen Osman/Los Angeles Times via Getty Images

加工食品業界は、投入コストの上昇によって利益率が縮小している。クレディ・スイスの業界担当アナリスト、ロバート・モスコウ氏は、「小売業者との値上げ交渉には時間がかかる。昨年後半、ほとんどの担当先で利益率が低下した」と語る。今年についても、モスコウ氏は業界全体で平均16%の投入コスト上昇を予想しており、複数のアナリストが、ケロッグ<K>、ゼネラル・ミルズ<GIS>、コナグラ・ブランズ<CAG>などの企業の2022年の利益がほとんど成長しないとみている。

モスコウ氏はハーシー<HSY>を選好し、「同業で最も強い価格決定力を有し、パンデミック期に競争力を拡大した」とする。株価は206ドル、予想EPSは約8ドル、予想PERは26倍と割高だが、コカ・コーラ<KO>やプロクター・アンド・ギャンブル<PG>といった大手消費者向け企業と同等である。調整後EPSの成長率は2021年が14%、2022年は9~11%を見込んでいる。

モスコウ氏によると、ホステス・ブランズ<TWNK>は巣ごもり生活のトレンドが恩恵となり、スナック菓子の市場シェアを拡大した。株価は約21ドル、予想PERは22倍。EPS成長率は2021年が17%となり、2022年は6~11%が見込まれる。

スーパーマーケットチェーン



Scott Eells/Bloomberg

投資家はこの1年で、スーパーマーケットチェーンのクローガー<KR>とアルバートソンズ・カンパニー<ACI>に対し好意的になり、クローガーの株価は58%上昇し56ドル、アルバートソンズの株価は92%上昇し36ドルを付けている。インフレ期にはコストの上昇を上回る値上げを行い、それにより消費者が価格は低いが高収益性が高いプライベートブランド製品に乗り換えるため、利益率が拡大する傾向にある。予想PERはアルバートソンズが12倍、クローガーが15倍であり、いずれの銘柄も割高ではない。労働組合組織率が極めて高く、比較的高コストの

小売業であり、ウォルマート<WMT>、ターゲット<TGT>、コストコ・ホールセール<COST>にいずれは市場シェアを奪われると予想されることが懸念材料だが、両社は利便性と顧客の嗜好（しこう）に関するデータを駆使し、対抗している。

農業機械

小麦とトウモロコシの主要輸出国であるウクライナの戦争で穀物の強気相場が加速した。トウモロコシの価格は過去1年間で35%超値上がりし、1ブッシェル当たり7.43ドル、小麦の価格は60%超値上がりし、1ブッシェル当たり10.74ドルを付けており、米国の農家も既に恩恵を受けている。

農家が恩恵を受ければ、農業機器大手のディア<DE>も好調となる。農家の収穫量増加支援、肥料使用量の削減、農業車両の電動化に向けたディアの取り組みは、ESG（環境・社会・企業統治）原則をフォローする投資家を含め、投資家から高い評価を受けている。ウェルズ・ファーゴのアナリスト、セス・ウェーバー氏は「ディアはその技術と研究開発費支出によって、競争力を高めている。トラクターの販売台数から農家に対する付加価値へと重点が移っている」と語る。米国ではトラクターが比較的長く、新品のコンバインが75万ドルと高価なことも強気の要因だ。ディアは2030年までに売上高の10%をソフトウェアのような継続的収入で獲得することを目指している。株価は約406ドル、予想PERは17倍。ウェーバー氏の投資判断は「オーバーウエート」、目標株価は455ドルである。

アグコ<AGCO>は時価総額がディアの10分の1であり、純粋な農業機器メーカー向け投資となる。株価は約132ドル、予想PERは11倍と極めて割安である。アグコが売上高の半分超を欧州で稼ぐのに対し、ディアは売上高の50%を米国で上げている。アグコも自社の機器から得られるデータを収益化し、農家に販売することを検討している。ウェーバー氏の投資判断は「オーバーウエート」、目標株価は175ドルである。

穀物へのエクスポージャー

ブンゲ<BG>も好調な穀物市場に対する投資銘柄である。穀物価格が高騰し、グレーンエレベーター内の穀物在庫の価値が上昇すると、大豆やその他の油の圧搾マージンが拡大する傾向がある。また、穀物相場の値動きが激しくなれば、ブンゲのトレーディング事業にとって、より多くの機会が生まれる。ブンゲは、モスコウ氏お気に入りの「インフレ環境を生かす」食品関連投資銘柄だ。株価は約105ドル、予想PERは10倍であり、モスコウ氏の投資判断は「アウトパフォーム」、目標株価は115ドルである。

従来、穀物はポートフォリオの分散化に適していたが、数カ月後に収穫期を迎えるウクライナの冬小麦と、まだ作付けされていない夏トウモロコシの見通しが不透明であり、足元のリスクは高い。先物市場を使用せずに穀物に対するエクスポージャーを取得できる上場投資信託（ETF）トゥークリアム・ウイート・ファンド<WEAT>とトゥークリアム・コーン・ファンド<CORN>を運用するトゥークリアムのサル・ギルバティCEOは、「今後数カ月、穀物市場ではより大きなボラティリティー（価格変動）と混乱が予想される」と語る。

ロシアとウクライナの戦争が停戦になれば穀物価格は下落する可能性があるが、それでも、世界全体の備蓄量が少ないことを考えれば、今年は米国産穀物が極めて重要となる。中西部穀倉地帯では、好天に恵まれたこともあり、この10年間、大きな収穫不足は発生していない。しかし、今年の夏に猛暑が続けば、穀物価格、さらには食品全体の価格が一段と上昇する可能性がある。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

3. 退職後に備えた配当株の選び方 How to Choose Dividend Stocks for Retirement. ウォール街のプロが選ぶ12銘柄

[フィーチャー]

配当株が母の老後を支援



Illustration by Jasper Rietman

コロンビア・スレッドニードル・インベストメンツのシニア・ポートフォリオマネジャー兼インカム・グロース戦略ヘッドであるデーブ・キング氏は2000年に、未亡人となった母親の退職後の収入を確保する手段を講じなければならなかった。社会保障費と退職金口座の投資信託による収入だけでは、退職後の暮らしの支えには不十分だった。キング氏が選んだのは、配当株から成る堅実な分散投資ポートフォリオである。父親はアクティブ投資家だったが、「金融市場に興味がなく、知識も持たない退職者」の母親には、安定した配当株ポートフォリオの方がずっと向いていた。配当収入と他の保有資産の分配金で、母親は何年間も生活費を賄うことができたからだ。

配当株は、バランスの取れた退職後のポートフォリオの一部として多くの投資家に利用されている。食料品やエネルギー価格が高騰している今日、インフレは大きな懸念材料だが、優良企

業の中には何十年も欠かさず増配しているところもあり、配当株はインフレに対するヘッジとしても機能する。だがインカム目的で配当株を求めると、景気や業績の悪化によって投資元本、ひいては配当金の一部を失うリスクがある。若い世代の投資家にとっては、配当戦略を追求することで、長期的なグロース株の成長を見送ってしまう可能性がある。退職後のポートフォリオに配当株を加えるには、何を基準にすればよいのだろうか。本誌の取材に対して専門家は、配当株ポートフォリオの構築は「3つのD」に集約されるとしている。

分散化 (Diversity)

ハイタワー・アドバイザーズのチーフ投資ストラテジスト兼ポートフォリオマネジャーであるステファニー・リンク氏は、セクターを分散したポートフォリオと、自社株買いのための余剰資金が潤沢な企業を推奨する。前掲のキング氏は、「単純な分散投資、例えば八つのセクターに8銘柄を分散投資することが、実は極めて重要だ。少なくとも五つ以上のセクターごとに1銘柄ずつ分散投資することを推奨する」と述べる。リンク氏は、高い配当利回りは企業が苦境にあり、配当が不安定となることを示している可能性があるため、5%を上回るような高い配当利回りの銘柄は敬遠している。一方で、リンク氏は「配当利回りが低い銘柄にこだわる必要もなく、3~4%が最適だ」と語る。リンク氏は具体的な銘柄として、飲料大手コカ・コーラ<KO>、電気・電子機器大手エマソン・エレクトリック

＜EMR＞、製薬大手ジョンソン・エンド・ジョンソン（J&J）＜JNJ＞などの堅実な銘柄も好んでいる。各社ともS&P500配当貴族指数（25年以上連続で増配している企業で構成）の構成銘柄である。

景気下降局面に対する抵抗力（Downturn-Resistance）

65銘柄で構成される配当貴族指数は、退職に向けて信頼が置けて永続的に配当を支払う銘柄の探索に適している。ギルマン・ヒル・アセット・マネジメントの最高経営責任者（CEO）兼ポートフォリオマネジャーのジェニー・ハリントン氏は、「配当支払いの歴史を見る必要がある」と語る。このほか、景気下降局面においても配当支払いの継続が可能であることを確実にするために、配当性向も注視している。

ハリントン氏は、堅実な配当性向が、企業の長期的な見通しが良好である根拠となり、経営陣による「配当の形で株主総利回りを提供するという強力なコミットメントを備えた経営哲学」を示すと語る。さらに、配当性向が75%を超えていると、「配当を維持できる理由と手段を精査する」必要があると付け加える。

ハリントン氏が退職者向けポートフォリオのために選好する銘柄には、通信大手で配当利回りが4.9%のベライゾン・コミュニケーションズ＜VZ＞、同5.2%のIBM＜IBM＞、エネルギー大手で同3.6%のシェブロン＜CVX＞が含まれる。ハリントン氏は化学・電気素材メーカー大手3M＜MMM＞も選好している。

シンプリー・セーフ・ディビデンドというニュースレターとウェブサイトの設立者であるブライアン・ボリンジャー氏は、ハリントン氏と同様に、「景気下降局面でも配当を維持できる」インカム銘柄で退職者向けポートフォリオを構築する必要があると考えている。

米国で新型コロナウイルスの蔓延（まんえん）が始まった2020年3月は、持続可能または必要不可欠な事業を持つ配当銘柄を探す必要性を示す好例だ。パンデミック（世界的大流行）による広範囲の業務停止が多くの減配や無配につながり、それには航空機メーカーのボーイング＜BA＞やウォルト・ディズニー＜DIS＞のように一貫して配当を支払っていた企業も含まれた。

ボリンジャー氏は、「パニックに陥ったり、長期的な影響を及ぼす可能性がある悪い決断をしたりする必要がないように、元本とインカムを確保することが、退職に向けたゴールだ」と言う。

デューデリジェンス（精査）（Due Diligence）

コロンビア・スレッドニードルのキング氏は、退職者向けポートフォリオで保有する銘柄を探すために、ウォール街のリサーチに依存し過ぎないように警告する。キング氏は、「向こう10年から20年のための優れた投資アイデアが欲しいと言っても、それはウォール街が注目している分野ではない」と語る。

キング氏は、企業の信用格付けや経営陣の評判など、「これまでの実績に着目した古典的な要因」を見ることで、配当の信頼性を見極めるのに役立つと強調する。

退職者向けポートフォリオを配当銘柄だけで構成すべきではないと考える人もいる。アース・エクイ

ティ・アドバイザーズのCEO兼投資担当ディレクターのピーター・クルール氏は、「グロース銘柄を排除して配当銘柄だけにすることは、慎重になる必要がある。グロース銘柄がなければ、物足りない結果で終わる可能性があるからだ」と言う。

アース・エクイティ・アドバイザーズは、サステナブル投資に焦点を当てており、必ずしもバリュー志向の配当銘柄と相いれるとは限らない。とはいえクルール氏は、サステナブル投資の世界でもインカムは手に入り、「所有するビルのエネルギーと水の効率向上に取り組んでいる」不動産投資信託（REIT）が好例だと語る。REITであるアレクサンドリア・リアル・エステート・エクイティーズ（ARE）のテナントはライフ・サイエンス、テクノロジーなどの分野にわたり、配当利回りは2.4%だ。

2.4%の配当利回りは適切だが、金融の専門家は配当利回りトラップを警告し、配当利回りが高い理由を調査せずに高インカムを求め過ぎないようにすべきだと言う。本誌ラウンドテーブルのメンバーで、T.ロウ・プライスのデービッド・ジルー氏は、「特に個人投資家は配当利回りを見る傾向があるが、その配当利回りは持続可能なのだろうかという疑問に十分な時間をかけない」と言う。

以下に、退職者向けポートフォリオに適するとみられる12銘柄を紹介する。

アレクサンドリア・リアル・エステート・エクイティーズ

Alexandria Real Estate Equities

(ARE / NYSE)



Source: FactSet

REITは課税対象所得の90%超を受益証券保有者に分配しなければならず、退職者向けポートフォリオへの組み入れを検討する価値がある。アレクサンドリアの配当利回りは2.4%だ。バイオテクノロジー、農業テクノロジーおよび医薬品などの企業向けのオフィスビルを保有しており、いずれも長期的な配当投資家にとって堅実な業種である。最近、四半期配当を1株当たり1.15ドルとする約3%の増配を発表した。昨年6月にも同程度増配している。

シェブロン

Chevron

(CVX / NYSE)



Source: FactSet

シェブロンは、エネルギー市場が低迷していた過去数年間で減配が懸念されたライバルのエクソンモービル<XOM>とは異なり、同期間に着実に増配してきた。エクソンモービルは昨年10月に2年半ぶりに増配した。シェブロンのマイケル・ワースCEOは今月の投資家説明会で、「当社は増配を支えるためのさらなる現金を創出できると予想している」と述べた。原油価格の上昇が、配当を含む資本還元の追い風となってきたことは間違いない。

コカ・コーラ

Coca-Cola

(KO / NYSE)



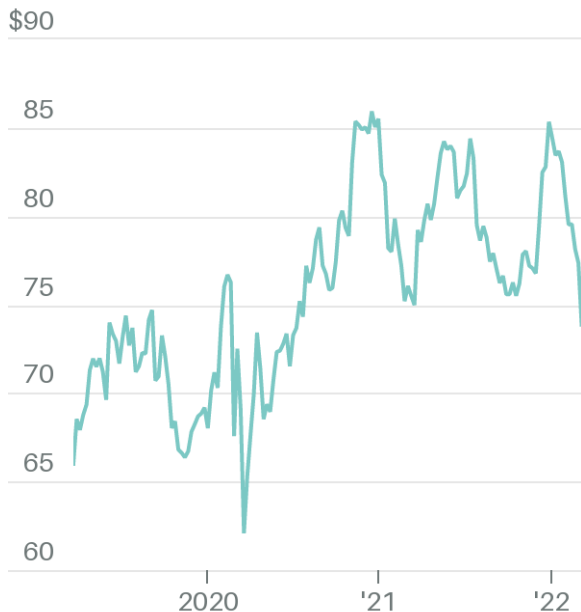
Source: FactSet

最近のコカ・コーラは1桁前半の増配にとどまるが、連続増配記録は60年に上り、一貫した配当を象徴する存在だ。さらに、総額100億ドルの自社株買いも承認されている。ハイタワー・アドバイザーズのリンク氏は、この資本還元の組み合わせを「素晴らしい」と評価する。ファクトセットの調査によると、アナリストはコカ・コーラの2022年の1株当たり利益（EPS）を約6%増の2.46ドルと予想している。フリーキャッシュフローは、2020年の87億ドルから2021年には113億ドルへ増加した。増益とキャッシュフローの増加は、増配にとって幸先が良い。

■ コルゲート・パルモリーブ

Colgate-Palmolive

(CL / NYSE)



Source: FactSet

消費財メーカーのコルゲート・パルモリーブ<CL>は、年間の配当を60年連続で引き上げようとしている。取締役会は今月、四半期配当を1株当たり47セントと発表した。これは2セント（約4%）の増配だが、増配率はインフレ率を下回っている。昨年のフリーキャッシュフローは28億ドルで、17億ドルの配当総額を十分カバーしている。コルゲートの継続的な配当支払いと毎年の増配に投資するのは、長い目で見れば良い賭けであるように思われる。

■ ジョンソン・エンド・ジョンソン

Johnson & Johnson

(JNJ / NYSE)



Source: FactSet

配当支払い期間の長さで一貫性で、J&Jに比肩する企業は少ない。パンデミックによって多くの企業が無配あるいは減配としていた2020年4月に、J&Jは1株当たり四半期配当を1.01ドルへ6%引き上げた。2021年4月には1.06ドルへ引き上げて、四半期配当を59年連続で増配した。ホアキン・デュアトCEOは1月の投資家説明会で、「当社は増配を続けるための柔軟性と力を備えている」と述べた。

JPモルガン・チェース

JPMorgan Chase

(JPM / NYSE)



Source: FactSet

米連邦準備制度理事会（FRB）が新型コロナウイルスに関連して増配を制限していた期間が過ぎ、資産額で米国最大の銀行であるJPモルガン・チェース<JPM>の配当は良好に推移している。昨年秋には、四半期配当を11%増の1ドルとした。コロンビア・スレッドニードルのキング氏は、ジェームズ・ダイモンCEOについて、「いつか退任するだろうが、優れた後任が就任すると確信している」と語る。さらに、配当利回りは堅実で、「増配の素晴らしい実績がある」と付け加える。株価は年初来で約12%下落しており、ファクトセットによるアナリストの今期コンセンサス予想EPSの11.27ドルに対する株価収益率（PER）は約12倍となっている。

ネクステラ・エナジー

NextEra Energy

(NEE / NYSE)



Source: FactSet

公益持ち株会社のネクステラ・エナジー<NEE>は、1社で二つの魅力を提供する。ネクステラは、魅力的な成長市場であるフロリダ州で料金が規制されている電力会社であるFPLを傘下に持つ。またネクステラは、風力と太陽光という代替エネルギーにおいても主要なプレーヤーだ。代替エネルギーは収入構成の多様化に寄与しており、配当の確実性に貢献している。取締役会は2月に、約10%の増配となる42.5セントの四半期配当を発表している。

プロクター・アンド・ギャンブル

Procter & Gamble

(PG / NYSE)



Source: FactSet

プロクター・アンド・ギャンブル (P&G) <PG>はパンデミックの早期にその気概を証明した。2020年4月に四半期配当を79.07セントへ6%増配したのだ。P&Gは今から約1年前にも増配し、その際は約87セントへ10%引き上げた。2021年6月期の調整後キャッシュフローは158億ドルで、前期の149億ドルから増加した。P&Gは1月に、2022年6月期の利益が6~9%増加する見通しであると述べており、増配への道を開く公算が大きい。

プロロジス

Prologis

(PLD / NYSE)



Source: FactSet

REITであるプロロジス<PLD>は、保有する倉庫群によって世界の電子商取引への投資機会を投資家に提供しており、配当利回りは約2%だ。配当利回りはREITの中では高くないが、増配を続けてきた。2月には四半期当たりで79セントの配当を発表し、63セントから25%の増配となった。プロロジスは成長段階にあるため、多額の資本を自社に投資している。信頼できる配当利回りを提供する上に、株価は過去3年間で年率約28%上昇してきた。

ターゲット

Target

(TGT / NYSE)



Source: FactSet

小売りチェーンのターゲット<TGT>は、昨年6月まで50年連続で増配してきた。マイケル・フィデルケCEOは3月1日の第4四半期決算説明の際に、今後も「年間配当の引き上げに焦点を当てていく」と述べた。フィデルケ氏は、配当性向を長期的に40%にするために、今年取締役会に対して20~30%の増配を提案する予定であると付け加えた。2022年1月期の1株当たり配当3.38ドルに対してEPSは13.56ドルで、配当性向は約24%となり、増配の余地がある。

ユニオン・パシフィック

Union Pacific

(UNP / NYSE)



Source: FactSet

鉄道貨物輸送会社のユニオン・パシフィック<UNP>は増配を続けている。昨年末には、四半期配当を1.18ドルへ約10%引き上げており、5月にも同様の増配を行った。1.8%の配当利回りはそれほど魅力的ではないが、ハイタワー・アドバイザーズのリンク氏はユニオン・パシフィックを単なる配当銘柄ではなく増配銘柄と見なしている。2021年の配当総額は28億ドルで自社株買いの70億ドルより少ないが、リンク氏は、「力強いフリーキャッシュフローがあるため、ユニオン・パシフィックは安定的な株主還元を続けている」と語る。

ベライゾン・コミュニケーションズ

Verizon Communications

(VZ / NYSE)



Source: FactSet

ベライゾン・コミュニケーションズの配当利回りは約5%と素晴らしいが、増配のペースが遅いという短所がある。直近の増配は昨年9月で、64セントへ2%増配された。ギルマン・ヒルのハリントン氏は、高速大容量規格「5G」への投資が増益に貢献する可能性があるが、短期的な増益幅は小さいと予想する。ファクトセットによるアナリストの2022年のコンセンサス予想EPSは5.46ドルで、2021年の5.39ドルからの小幅の増加となっている。それでもハリントン氏は、「債券よりもはるかにましだ」と語る。2021年のフリーキャッシュフローは193億ドルで、2020年の236億ドルから減少したが、配当支払いには十分だ。

By Lawrence C. Strauss
(Source: Dow Jones)

4. 欧州金融、雲行き怪しく。どこに退避すべきか A Financial Storm Is Brewing in Europe. Where to Hide. 買い急ぐべきではない

[インタビュー]

ゲイブカル・リサーチのゲイブ氏に聞く



Louis-Vincent Gave, co-founder of Gavekal Research/P
photograph by Gareth Brown

香港を拠点に、2000年に設立された独立系マクロリサーチ会社、ゲイブカル・リサーチの共同設立者であるルイス＝ビンセント・ゲイブ氏は世界秩序のパラダイムシフトについて、投資家に警告を発している。昨年出版された7冊目の著書「Avoiding the Punch: Investing in Uncertain Times（パンチを食らうな：不透明な時代の投資）」では、地政学的競争、株式市場のバリュエーションの高止まり、低金利の時代を乗り切るための枠組みを提供している。

本誌：ロシアのウクライナ侵攻による投資家への影響は。

ゲイブ氏：二つの危機がある。ロシアへの制裁により、既に不安定だったエネルギー事情が本格的な危機へと変化した。それに伴い、食品コストが高騰し、暴動や政情不安、民主主義国におけるポピュリスト政党の台頭を招くことになる。さらに、金融危機も徐々に進行しつつある。金融市場は、信頼に基づき、誰もが同じルールに従うことが基本だ。戦争になれば、信頼は崩れ、ルールは急速に変化する。西側諸国がロシアの外貨準備を凍結し、「ロシアが自分のものと思っていた資金はもはやロシアのものではない」と言うことが、ブレトンウッズ体制後

の世界金融構造の変化を加速させるかどうか大きな問題だ。これまでは、各国が米ドルを稼いで米国債を買って還流させるため、米国は制約なしに莫大（ばくだい）な双子の赤字を継続できる構造だった。

ウクライナ紛争の勝者は中国

Q：投資家にとって、エネルギー価格高騰の意味は。

A：中国が大きな勝者だ。中国指導部は昨年9月、エネルギー危機について発言し、炭鉱を再開させた。石炭発電は最も安く電気を作る方法であり、電気を最も安く調達できる者が普通は（経済的に）勝つ。2000年から2011、2012年あたりまで、勝者は中国だった。2012年からは、大気汚染問題のために中国は石炭の生産を減らした。その後、シェール革命により、最も安価なエネルギー生産国の座は米国に移った。今やまた、潮流が中国の方に戻ってきた。中国には石炭があるだけでなく、ロシア産エネルギーの唯一の供給先になろうとしている。さらに良いのは、ロシアのエネルギーはドルではな

く、人民元や金で決済されるようになることだ。

Q：なぜ、それが重要なのか。

A：中国は長年、エネルギーを買うために、まずドルを稼がなければならなかった。中国はドルを備蓄していた。しかし今や、石炭を国内で生産し、ロシアから人民元でエネルギーを買うことができ、人民元はいくらでも印刷して作れるため、ドル備蓄の必要はなくなった。要するに、エネルギーはほとんど無料だ。中国が米ドルを必要としないのであれば、対米貿易収支をプラスにして余剰ドルを生み出すことに固執しないだろう。そのため、人民元はもっと高くなる可能性がある。

Q：中国は今回の戦争でどのような役割を果たすのか。

A：ロシアと欧米諸国が争っているのは、中国にとって好都合で、中国が争いを止める必要性を感じる理由がない。ロシアへの禁輸措置が永遠に続くなら、中国にとって一層好都合だ。また、人民元の国際化にも役立つ。中国がロシアの石油や天然ガス、石炭をすべて人民元で購入できたら、次はアラブ首長国連邦やサウジアラビアに向かって、「われわれはロシアよりも中東石油の方が良い。人民元建てならもっと多く買う」と言うだろう。中国の思うつぼだ。

欧州に垂れ込める暗雲

Q：金融危機が醸成されつつあると言うが、どこで、なぜそうなると思うのか。

A：金融市場には、確固とした共通のルールと、信頼が必要だ。現在、欧州の銀行のロシアへのエクスポージャー（直接、間接を問わず）について、誰も明確な考えを持っていない。銀行からは信用と資金が流出している。これは（欧州の）クレジット・デフォルト・スプレッドの急拡大や（ドイツ国債に対する）債券スプレッドの拡大を見れば分かる。また、欧州では大規模なエネルギー不足のリスクがあり、政治的な不透明感も高まっている。

Q：この潜在的な危機は今後どう展開するのか。

A：欧州の経済成長が急低下するだろう。今後6カ月間、上昇し続けるインフレが国民の不満を招く。秋には、小麦価格の高騰が地中海沿岸の南部と東部でさらなる政情不安を引き起こすため、欧州では「アラブの春」後のような大規模な移民の急増が見られるかもしれない。インフレ率の上昇に加えて移民の急増はポピュリスト政党の得票数を増やす。2023年のスペインやイタリアの選挙で明らかになることだろう。欧州に暗雲が垂れ込める間は、リスクを増やす気にはならない。欧州の情勢が安定するのを確認する必要がある。

アンチフラジャイルな資産

Q：投資家はどこに退避すべきか。

A：まず、世界が崩壊したときでも繁栄するような、「反脆弱（ぜいじゃく）性」のあるアンチフラジャイルな資産が重要だ。コロナ禍以前は、究極のアンチフラジャイルな資産は米国債だった。米国株が5%以上下落するたびに、米国債利回りが低下して価格が上昇したため、国債保有者は利益を得ることができた。過去2年間でS&P500指数が5%以上下落した時期は5回あったが、国債保有者は損をした。

Q：今日のアンチフラジャイルな資産は何か。

A：三つある。一つは中国国債だが、誰でも買えるわけではない。二つめが金だが、パフォーマンスが

良くないこともある。金価格が今上昇しているのは、大きなリスクとして、ブレトンウッズ体制後の環境が変化する可能性があるからだ。もし世界が米ドルでの取引や米国債の蓄積に満足できなくなれば、金が恩恵を受ける。第三は、エネルギーだ。強気相場を死に追いやるのは大抵、資本コストが高過ぎる、あるいはエネルギーコストが高過ぎることだ。各国中央銀行は資本コストを大きく上昇させないと明言しているので、大きなリスクがあるのはエネルギーだ。

Q：「安全」なものは何か。

A：投資家は、米国の生活必需品関連銘柄、株価が低迷している一部のヘルスケア銘柄、急落した中国のインフラ企業などに避難先を求めることもできる。債券を保有する必要がある場合は、米インフレ指数連動国債（TIPS）を推奨する。しかし、もっと良い選択肢として中国国債は、1年、3年、5年、10年の期間で、他のすべての国債をアウトパフォームしている（個人投資家が中国国債にアクセスする方法は、上場投資信託（ETF）のヴァンエック中国債ETF＜CBON＞とクレーンシェアーズ・ブルームバーグ中国債ETF＜KBND＞の二つ）。

Q：ロシア制裁や米中関係緊張の中で、中国国債は安全か。

A：資産凍結の可能性があるから投資できないという主張は2週間前までは存在しなかったが、今はかなり強くなった。しかし、中国債を保有できなくなるのは、中国が台湾を侵略した場合だけで、それは起きないと思う。水陸両用作戦は、未経験の軍隊が行うには非常に複雑だ。また、制裁に関して、ロシアは中国ほど世界経済に組み込まれていない。台湾侵攻は賭けのようであり、中国の指導者は危機に際して、賭けよりも現状維持を好む。

Q：世界秩序の変化がグローバル化にとって持つ意味は。

A：ほぼすべてのポートフォリオと企業戦略を支えてきたグローバル化は、貿易紛争でほころびが出始めた。それはテクノロジーだけでなく、エネルギー、コモディティー、通貨をも巻き込んでいる。中国にアウトソーシングしている米国や欧州の企業がロシアへの制裁を見たら、「中国が台湾に侵攻するなら、中国にIT部門を置くことはできない」と考えるかもしれない。たとえ制裁が解除されたとしても、信頼は失墜しており、一体誰が急いで戻るのか。英国の石油大手BPはロシアへの投資250億ドルの評価損を計上しなければならない。BPがロシアに戻るのは、少なくとも2、3人の最高経営責任者（CEO）がこれを忘れ去ってからだろう。

Q：ロシアのウクライナ侵攻は、台湾をめぐる中国の思惑にどう影響するか。

A：ロシアがウクライナに侵攻し、西側諸国が事実上何もしなければ、中国は台湾に対して、「ウクライナは主権国家だった。台湾は離反した一地方にすぎない」と言える。

Q：世界的な株安を考えると、今が買い時なのか。

A：金融危機は、各国の中銀が金融システムに大量の流動性を供給することで終わる。まだそれは見届けていない。エネルギー危機が進行中で、危機は通常、景気後退を伴って終わる。買い急ぐべきではない。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

5. 急反発に対する後付けの理由

[米国株式市場]

Thunderous Stock Rally Gives Reason to Cheer. Temporarily, That Is.
少なくとも目先は安泰というだけだが

大幅反発



Michael Nagle/Bloomberg

ベランダからボールを落とせば跳ね返る。同様に、史上最高値から市場が下落すればいずれは反発するが、それが買い場になるわけではない。

それでも、投資家は先週のような1週間をしばらく待っていた。主要株価指数を見ると、S&P 500指数は6.2%高の4463.12となり、ダウ工業株30種平均は5.5%高の3万4754ドル93セントで引けた。ナスダック総合指数は8.2%の急騰を演じて1万3893.84となり、3指数とも2020年11月以降で最大の週間上昇率だった。小型株のラッ

セル2000指数は5.4%高の2086.14で週末を迎えた。

ここに来て、悪い状況が悪化していないことが好材料として織り込まれるようになった。米連邦準備制度理事会（FRB）は金利を0.25%引き上げたが、少なくとも0.5%の引き上げではなかったし、バランスシートの縮小を開始したわけでもなかった。ロシアのウクライナ侵攻は続いているものの、敵対する両国が話し合いを持ったことで、投資家心理は上向いたようだ。中国も、中国株のパニックが手に負えなくなってきたと認識したようだ。

物色対象が真逆になる

その結果、悪材料を抱えていた銘柄が大きく上昇し、大きく売られていた銘柄ほど上昇率が高くなった。中国株の米国預託証券（ADR）であるアリババ集団<BABA>、百度（バイドゥ）<BDU>、京東集団（JDドットコム）<JD>は、年初から3月14日まで25%以上下落した後、先週1週間でそれぞれ25%、25%、36%急騰した。電気自動車のテスラ<TSLA>、遠隔医療のテラドック・ヘルス<TDOC>、デジタルメディアプレーヤーのロク<ROKU>が2桁の上昇となったことを受けて、上場投資信託（ETF）のARKイノベーション<ARKK>は、年初から44%下落した後18%急騰した。逆に、2022年に唯一上昇していたセクターETFであるエネルギー・セレクト・セクターSPDR<XLE>は3.9%下落し、セクターETFの中で下落したただ一つのETFとなった。

短期売買を狙うトレーダーであれば、この状況は満足に違いない。マクロ・リスク・アドバイザーズのチーフ・テクニカル・ストラテジストであるジョン・コロボス氏は、半導体セクターの中で株価が200日移動平均線を上回っている銘柄はわずか6%で、これは「売られ過ぎ」だと書いている。コロボス氏は半導体銘柄の中では、アドバンスト・マイクロ・デバイセズ<AMD>、エヌビディア<NVDA>、ブロードコム<AVGO>などのチャートを気に入っている。

過去を振り返ると、現在の市場は短期的な反発を示唆しているようだ。S&P500指数が0.7%下落した

Market Snapshot



Source: FactSet

直後の14日夜、スタイフェルのストラテジスト、バリー・バニスター氏は、4月30日までに「リリーフラリー」が起こるが、5月からは再び弱基調になるとの予想を投資家に示した。それでもバニスター氏は、11月から4月にかけては、その前の5月から10月よりも強い相場になるのが通常だという事実を引き合いに出し、このため「リリーフラリーの機は熟した」と話す。

弱気相場の中の反発局面か

同様に、ビスポーク・インベストメント・グループは、ナスダック市場が2日連続で2.5%上昇した場合、翌月の上昇率の中央値は3.4%で、1996年以降のすべての期間の中央値である1%の3倍以上だと指摘する。残念ながら、これらの上昇は3カ月で頭打ちとなるため、投資家がトレーダーよりも慎重になる必要があることを示唆している。ビスポークは「こうした上昇は、弱気相場の時に起こることが多い」と指摘する。

現在、市場は弱気相場に入ったのだろうか。定義上はまだだ。S&P500指数の高値からの下落率は10%以上だが、弱気相場とされる20%には至っておらず、調整局面ということになる。先週の上昇の後、年初からの下落率はわずか6.4%にとどまっている。ビーオブエー・セキュリティーズのチーフ・インベストメント・ストラテジスト、マイケル・ハートネット氏は、これを「ベアマーケット停戦ラリー」と呼んでいる。ビーオブエーの金融ストレス指標は過去20年間で4番目に大きな急騰となったが、過去の状況とは異なり、インフレ率は非常に高く、金利水準があまりに低いことから、FRBにはほとんど行動を起こす余地がないと指摘する。

FRBは市場を支えることができるのだろうか。ハートネット氏は「今回は違う」と書いているが、結果はすぐに分かりそうだ。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

6. 再び復活に挑むツイッター

[ハイテク]

Twitter Is on the Mend Again-This Time It Might Stick.
新たな一連の施策は成功を収める可能性がある

不振のメタの代替投資先はツイッターかもしれない



Michael Nagle/Bloomberg

フェイスブックと親会社のメタ<FB>（旧フェイスブック）が深刻な問題に直面していることに疑いの余地はほとんどない。2月に発表された失望的な決算を受けてメタの株価は33%下落している。投資家は悪材料が織り込み済みかどうかを議論し続けているが、本当のことは誰にも分からない。フェイスブックは根本的な問題を抱えているからだ。

投資家は、メタのつまずきに乗じる別の方法を探す方が良い。答えはライバルであるツイッター<TWTR>の株式かもしれない。

メタに対するツイッターの優位性とは？

メタの当面の大きな問題は、iPhone（アイフォーン）やiPad（アイパッド）のアプリの追跡を制限するアップル<AAPL>の新しいプライバシーポリシーに起因している。メタは直近の四半期決算発表で、アップルの新たなポリシーによってメタのダイレクトレスポンス広告事業が打撃を受けているため、2022年の売上高が100億ドル押し下げられるとの見通しを示した。

広告が商品の購入やサービスの契約などの行動を促したかどうかを追跡できるダイレクトレスポンス広告に対する広告主の人気は大きい。だが、アップルによるプライバシーポリシーの変更はダイレクトレスポンス広告に困難をもたらしている。これはフェイスブックにとっては悪いニュースだが、ツイッターにとってはそれほどでもない。ツイッターはこの数年、ダイレクトレスポンス広告の収益化に苦労しており、現在はブランド認知広告に注力しているからだ。

RGAインベストメント・アドバイザーズの最高投資責任者（CIO）で長年のツイッター投資家でもあるエリオット・ターナー氏は、「ツイッターはプライバシー重視の文化を維持してきた。ツイッターは独自のシグナル（広告表示のきっかけ）を利用しているが、その多くはユーザーがフォローしている相手とツイート対象のトピックに基づいている。そうしたシグナルは、アップルが現在制限しているインターネット全体を対象としたターゲティングのようなものを必要としない」と指摘する。

一方でメタは中国発の動画投稿アプリTikTok（ティックトック）の人気の高まりにも悩まされている。メタの第4四半期決算説明会では、アナリストが1回、経営陣が5回、ティックトックについて言及した。1年前の決算発表説明会では誰もティックトックに言及しなかった。

メタは、消費者の時間をめぐる競争によって広告インプレッション（表示回数）と価格設定が損なわれていると認めている。一方、メタがティックトック対抗策として打ち出した短編動画コンテンツReels（リール）の広告料金は、フェイスブックやインスタグラムといった主力サービスの広告料金と同じ水準に達していない。

エバーコアISIのアナリスト、マーク・マハニー氏はティックトックをユーチューブ、インスタグラム、スナップチャットと競合するエンターテインメントプラットフォームと見なしている。マハニー氏によると、ティックトックとツイッターとの間にはユーザー層の重複も少ないという。

■ ツイッターの課題は自らの強みを生かす新たなツールの構築

ところが、投資家の評価はツイッターの方がメタよりも低い。過去12カ月間の下落率はメタの22%に対してツイッターは43%だ。

ファクトセットによると、ツイッターの2023年予想株価売上高倍率（PSR）は4.1倍で、過去の水準を大きく下回っている。ライバルであるスナップ＜SNAP＞の2023年予想PSRは7.3倍だ。

ツイッターに対して懐疑的なアナリストでさえ潜在的な価値を見いだしている。マハニー氏は「投資家のツイッターへの期待感は以前よりもかなり抑制されたものとなっていると思われる」と述べ、投資判断をインライン（中立的）としている。マハニー氏は「ツイッターがユーザー基盤の成長を再加速させ、パフォーマンスマーケティング（特定の結果が得られた場合にのみ広告料金を支払うマーケティング）予算を本格的に獲得できれば、長期的な投資機会を創出する可能性がある」と指摘する。マハニー氏の目標価格は60ドルで、上値余地は約60%だ。

確かに、アナリストとジャーナリストはツイッターの巨大な影響力と売上高の間に存在する乖離（かいり）をなかなか理解できずにいる。ファクトセットによると、ツイッターの直近四半期のユーザー当たり売上高は6.64ドルと推定されている。メタの同じ指標は12ドル近い。

メタとのギャップはツイッターに大幅な改善余地があることを示唆しており、本誌が2020年6月にツイッターに関する強気のカバーストーリーを掲載した理由の一つだった。株価はその後急騰したが、今ではその上昇分のほぼすべてが吐き出されている。

投資家は現在、新たな投資機会を持っている。ツイッターは、昨年末に最高経営責任者（CEO）の職を共同創業者のジャック・ドーシー氏から引き継いだパラグ・アグラワル氏の指揮の下、売上高およびユーザー指標目標の達成に向けて新たな施策に取り組んでいる。例えばCommunities（コミュニティ）の機能を拡張し、ユーザーがゲームや金融など特定のトピックについて同じ関心を持つ人とチャットするための小さなサイロを作成できるようにした。これは、特定のユーザー層にアピールしたい広告主にとって魅力的かもしれない。

昨年正式に立ち上げたSpaces（スペース）と呼ばれる音声チャットサービスは成功を収めつつある。RGAインベストメントのターナー氏によると、スペースの成功はツイッターが強力なユーザー獲得手段になり得ることを証明している。

ターナー氏は「自らの強みを活用するための適切なツールを構築すれば、良いことが起こる」と述べている。

By Connor Smith
(Source: Dow Jones)

7. 注目のサイバーセキュリティ銘柄

[投資戦略]

Demand for Cybersecurity is Growing. Here is the Stock to Play.

パロアルトネットワークスに強気

サイバー攻撃が増加



David Paul Morris/Bloomberg

ロシア経済の崩壊に伴い、国家とつながるハッカー集団の攻撃が、従来の身代金目的から社会的混乱を目的とするものになる可能性が高い、とサイバーセキュリティ企業のトップが筆者に語った。

もちろん、これは新しい話ではない。クラウドの台頭により、企業や政府のネットワークに接続する機器の数が急増し、いわゆる「サイバー攻撃対象領域」は広がった。新型コロナウイルスによるパンデミック（世界的大流行）で家庭が新しい職場となり、デジタル面での脆弱（ぜ

いじゃく）性は増した。調査会社のガートナーによると、サイバーセキュリティ関連支出は、2020年の1370億ドル、2021年の1550億ドルから、2022年は1720億ドルに増加する見込みだ。

サイバーセキュリティのパロアルトネットワークス<PANW>は急成長中で、直近四半期（2021年11月～2022年1月期）の売上高は30%増加した。4年前までデータ通信量を監視・制御する高度なファイアウォールで有名だったパロアルトは、グーグルやソフトバンクグループでビジネスや取引に精通し、サイバーセキュリティの経験が比較的少ないニケシュ・アローラ氏を最高経営責任者（CEO）に迎えた。アローラ氏は、この業界は多くの企業が多くのツールを販売し過ぎており、アナリストはセキュリティ・オペレーション・センター（SOC）のアラート処理に時間を費やし過ぎているという評価を下した。

そこでアローラ氏は小規模・中規模合わせて17社の買収に踏み切り、新しい顧客を獲得するとともに、パロアルトの二つの分野を拡大した。一つがクラウド上のアプリのセキュリティ、もう一つがデータと人工知能（AI）を利用したSOCアラートの自動処理だ。これによりアナリストはより困難な問題に注力できるようになった。パロアルトの買収取引は落ち着き、より大型の顧客を獲得している。アローラCEOの下でマーケットシェアは2.5%から4.5%まで拡大した。株価は年率平均31%のリターンとなり、これはS&P500指数のリターンの約2倍だ。

アローラ氏は、パロアルトには10～20%のマーケットシェアを獲得する余地があると話す。テクノロジー業界は24カ月ごとに変化し、次の10年を象徴するような技術が生まれている。アローラ氏は、

「（セキュリティ関連の）スタートアップは素晴らしい製品を開発するがそこで止まってしまう。イノベーションを続けることで顧客に安心感を与えなければならない。われわれが技術を進化させつつ問題を解決していけば、顧客は次々と別のスタートアップを探す必要はなくなる」と言う。

サイバーセキュリティ企業には恩恵

ロシアからの脅威をめぐり、アローラ氏は、ここ数週間でウクライナ戦争について発言した企業がDDoS攻撃（分散型サービス拒否攻撃＝複数のコンピューターからの過剰なアクセスやデータ量でネットワークを圧倒する攻撃）にさらされるのを目の当たりにしており、「怖いのは、絶望した集団からの攻撃が拡大することだ」と言う。

ウクライナ侵攻前の2021年9月の投資家説明会でも、パロアルトは、国家が関与するサイバー攻撃が1年で倍増し、月平均10件を上回っていると話していた。ロシアの情報機関は2016年に民主党全国委員会のEメールへのハッキングに関与し、2018年に米国の重要インフラを攻撃し、2020年にはIT管理ソフトウェア会社のソーラーウィンズ＜SWI＞に侵入した（ロシアは関与を否定している）。

ソーラーウィンズへの攻撃はいわゆるサプライチェーン（供給網）攻撃と呼ばれるもので、ネットワークが信頼する第三者（この場合はソーラーウィンズ）のソフトウェアツールが狙われた。パロアルトはこの攻撃を早期に発見したと話す。誰もが発見できていたわけではない。ハッカー集団は、米国の国土安全保障省や財務省を含む主要な政府機関にも侵入した。今後の脅威について、アローラ氏は2021年のコロニアル・パイプラインに対するランサムウェア攻撃の例を挙げ、「3日以上にわたって金融機関が取引を決済できなくなる場合の影響を考えてみてほしい」と話す。

サイバーセキュリティ関連推奨銘柄

アナリストはパロアルトに対してどこまでも強気だ。ジェフリーズのブレント・ティル氏はアローラ氏を称賛し、買収取引が一段落したことを好意的に受け止めている。売上高が年に20～30%伸びているハイテク企業は多いが、営業利益率が20%を超える企業は少ない。キャッシュフローも良好な企業はさらに少ない。パロアルトの予想株価収益率（PER）は60倍超と割高に見えるが、ソフトウェア企業の場合、売上高と利益はフリーキャッシュフローに遅れて現れることが多い。パロアルトの株価フリーキャッシュフロー倍率は30倍だ。

ティル氏は、他のサイバー関連企業からもパンデミック後の減速の話は聞こえてこないと言う。ソフトウェア業界全体としては、過去2年はPERが高過ぎたが、今年は通常の水準まで下がっており、ファンダメンタルズは引き続き堅調に推移している。ティル氏のお気に入り、小型株ではアプリ開発のアイアンソース＜IS＞と動画プラットフォームのビメオ＜VMEO＞、中型株では建設管理ソフトのプロコア・テクノロジーズ＜PCOR＞、大型株ではソフトウェア大手のアドビ＜ADBE＞とマイクロソフト＜MSFT＞だ。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

8. FRBは経済のソフトランディングを実現できるか Fed's Benign Inflation, GDP Predictions Ignore Risk of a Recession. GDPとインフレの予測は景気後退リスクを無視

[コラム]

FOMCの結果



Julia Nikhinson/Bloomberg

やり過ぎで早過ぎか、それとも、少な過ぎで遅過ぎか？

米連邦準備制度理事会（FRB）が金融引き締めを行い、昨年末に発表した経済予測を見直したが、FRBの戦略についてこれほどまでにはっきりと意見が分かれることは珍しいことだ。

予想通り、連邦公開市場委員会（FOMC）は先週、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標レンジを0.25%引き上げ、0.25～0.50%とした。同時に公表された経済見通し（SEP）で

は、インフレ率とFF金利の予想が大幅に上昇し、2022年の経済成長率は、ウクライナではなく新型コロナウイルスのオミクロン株を懸念材料としていた前回のSEP（昨年12月）の予測よりも大幅に引き下げられた。しかし、今後2年間の経済成長の推移（グライドパス）に変化はない。

FOMCは、国内総生産（GDP）や失業率に影響を与えることなく、インフレ率が低下していくとみている。FOMCの最新のSEPでは2023年の予想インフレ率は2.7%、2024年は2.3%で、前回（昨年12月）のFRBの長期目標である2%に近い2.3%、2.1%からそれぞれ上昇すると予想している。これらのインフレ率は、2022年の予想インフレ率4.3%から低下するとともに、今年1月までの過去12カ月間の個人消費支出（PCE）デフレーター（FRBが好むインフレ指標）の上昇率5.4%からも大きく改善される。より広く支持されている消費者物価指数（CPI）の上昇率は7.9%という40年ぶりの高水準であったが、これに比べるとPCEの数値はかなり低い。2022年の予想失業率は3.5%に据え置かれたが、2024年の予想失業率は0.1%上昇し、3.6%となった。

2022年の実質GDP成長率の見通し（中央値）は4.0%から2.8%に下方修正されたが、これは基本的に今年既に起こったことを織り込んでいる。2023年と2024年の予想実質GDP成長率は、FF金利がこれまでの予想よりも大幅に引き上げられる可能性があるにもかかわらず、2.2%と2.0%と昨年12月時点の予想から据え置かれた。2022年末時点の予想FF金利の中央値は1.9%で、3カ月前の0.9%の予想から2倍超となる。2023年末と2024年末の中央値は、それぞれ3カ月前の1.6%と2.1%から双方とも2.8%となった。さらに、このFOMC予想の中央値は、長期的なFF金利の予測値2.4%を上回るもので、FRBが金融引き締めに動くことを示している。

評価が分かれるFRBの戦略

金融引き締めを好むタカ派も、規制緩和を望むハト派も、このように痛みが和らぐ経済結果はあり得ないと考えている。スリクマー・グローバル・ストラテジーズのコマル・スリクマー社長は、「このような予測は、橋を売りに出しているようなものだ」と嘲笑する。

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のジョセフ・カーソン氏は、2022年末までにインフレ率を現在のペースから4%引き下げるには、FRBが想定する6回の追加利上げ（12月までに1.75～2%）よりもはるかに厳しい引き締めが必要だ、と指摘する。セントルイス連銀のデータによれば、インフレ指数連動国債（TIPS）市場は、今後5年間のインフレ率がFRBの予想をはるかに上回り、2003年1月以降で最高の約3.5%になるとみている。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズのチーフエコノミストであるシモーナ・モクタ氏は、「FRBが示した引き締め路線は、2023年か2024年にリセッション（景気後退）を引き起こすリスクがある。経済弱体化の兆候が現れた場合、FRBはSEPで予想されたよりも少ない回数で利上げを行う可能性が高い」と言う。

ローゼンバーグ・リサーチのデービッド・ローゼンバーグ氏は、歴史的にFRBの引き締めサイクルは75%の確率でリセッションを引き起こすと指摘し、警告を発している。ローゼンバーグ氏は、水曜日のFOMC発表後に顧客向けレポートで「FRBは、銃撃戦、新型コロナのパンデミック（世界的大流行）、低迷する株式市場、信じられないほどフラットなイールドカーブといった大混乱の中で、これまで引き締めを行ったことはない」と書いている。

当然ながら、FRBのパウエル議長は、この見通しをはるかに楽観的に捉えている。パウエル議長は、米国経済は、失業者1人につき1.7人の求人がある堅固な労働市場に象徴されるように、信じられないほど強いと述べた。FOMCは今後開催される都度、経済データを確認し、データがFOMCにより迅速に動くべきだと示すようであれば、FOMCはそう対応することになる。

パウエル議長は、金融引き締めのもう一つの要素であるFRBのバランスシートの縮小は、FF金利の引き上げと同様の効果があると付言した。バランスシートの縮小は、5月3、4日に開かれるFOMCで発表される可能性がある。

モクタ氏は、景気減速の兆候が表れれば、FRBは機敏かつ柔軟に政策を調整すると考えており、それは第3四半期までならそれは可能だという。モクタ氏は、FRBはインフレ抑制を優先するため、米国経済がテクニカル・リセッションに陥り、来年のGDP成長率が1%程度に低下する可能性は30%程度とみている。

ローゼンバーグ氏は、イールドカーブが逆イールド化し、2年物国債の利回りがベンチマークとなる10年物国債を上回った場合の景気後退確率を100%とした。国債市場が待望の利上げを織り込み始めたことで、2年物国債と10年物国債のスプレッドは0.25%程度に縮小した。これはちょうど、パンデミックが始まった2020年3月上旬の水準だ。ローゼンバーグ氏は、ロシアのウクライナ戦争によって悪化したサプライチェーン（供給網）問題と商品価格の高騰による現在のインフレを抑える唯一の方法は、「需要をつぶすこと」だと顧客向けレポートで述べている。この点に関して、3月18日に発表されたドイツ銀行の顧客調査では、2023年のリセッションの確率は44%で、1カ月前の29%から大きく上昇している。

インフレ対策は難題

スリクマー氏は、インフレ対策が難しくなっているのは、物価上昇圧力が商品からサービス、特に家賃に移行しているためだと指摘する。通常の家賃と帰属家賃（OER）（住宅所有者が実際には支払わないが、自分の家を借りるときに支払うであろう金額を見積もったもの）で、CPI全体の約35%を占める。調査会社エバーコアISIが独自に行った家賃と住宅価格の調査では、インフレ率がFRBの期待ほどには減速しそうにないことを示している。

スリクマー氏は、FRBが想定する規模でインフレ率を下げるには、1970年代後半から1980年代前半にかけて、記録的なインフレを抑えるために金利を20%近くまで引き上げたポール・ボルカーFRB議長が実施した一世代前のような強硬な政策が必要だと主張している。ローゼンバーグ氏は、パウエル議長がボルカー議長を1980年と1981年から1982年の連続不況に見舞われた時代の最も偉大な公僕と呼んでいることを指摘する。

カーソン氏は、実際、FRBが想定する程度のインフレ率の低下は、1980年と1981年、1974、1975年の劇的な金融引き締めによって、そして2008年から2009年にかけてのような金融危機の後にのみ実現したと付言する。労働市場の逼迫（ひっばく）を考えると、予想される、累積で1.75%のFF金利引き上げが、金融当局が予測するような急激なインフレ緩和をもたらすことはないだろう。

カーソン氏は、「そうすると、保有する債券を売る投資家が市場に現れ、金利は3%に上昇し、さらにFRBがバランスシートの縮小を進めるに伴い、金利は4%に近づく可能性がある」と電子メールで述べている。2023年にリセッションが起こるとすれば、2000年のドットコムバブルや2006年から2007年にかけての住宅バブル崩壊後に起こったように、資産市場の下落が实体经济を直撃することになるだろう。しかし、スリクマー氏は、一連のFRBの利上げとバランスシートの縮小で株価が弱気相場に陥りかけた後、2018年後半から2019年前半に行ったように、パウエル議長が中心となって対応するだろうと予想している。しかし、それではFRBのインフレ対策は「任務完了」には程遠くなる。

これらのエコノミストが一致していることが一つあるとすれば、FRBが失業率の上昇やリセッションを招くことなく、現在の40年ぶりの高水準のインフレ率を引き下げるソフトランディングを実現できそうにないということだ。ウォール街の古い格言にあるように、投資家にとって最も危険なのは、「今回だけは違う」という言葉だ。恐らく、そうではないだろう。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

9. 中国株の米国上場廃止がファンドに与える影響

[ファンド]

The SEC Wants to Delist Chinese Stocks. What That Means for China Funds.

米中交渉を注視、十分な時間も

米会計監査基準の期限は2024年



Qilai Shen/Bloomberg

米国は中国企業の米国上場廃止に向け、一步を踏み出した。幾つかのファンドは、他のファンドよりも大きな衝撃を受けている。

3月初めに米証券取引委員会（SEC）は、2024年までに米国監査基準を満たさない場合に上場廃止リスクがある中国企業5社を初めて発表した。5社とは、半導体洗浄機器のACMリサーチ（盛美半導体設備）＜ACMR＞、バイオ医薬品のベイジーン（百濟神州）＜BGNE＞、ハチメッド・チャイナ（和黄医薬（中国））＜HCM＞、ザイ・ラボ（再鼎医薬）＜ZLAB＞

、ファストフード大手のヤム・チャイナ・ホールディングス（百勝中国控股）＜YUMC＞である。

2020年に成立した「外国企業説明責任法（HFCAA）」は、米国に上場する外国企業に対し、米公開会社会計監視委員会（PCAOB）による検査が可能な会計監査の順守を求めている。業務上必要なデータ・個人情報の越境移転を禁止する中国の現行法によってHFCAAの順守はほぼ不可能であるため、今後数週間以内に200社を超える中国企業がSECのリストに掲載されるとみられている。

これによって米国の投資家が中国株へのアクセスを失うことはないだろう。先行きが見えないことから、電子商取引大手のアリババ集団＜BABA＞、オンラインゲームの網易（ネットイース）＜NTES＞、中国最大の小売り企業、京東集団（JDドットコム）＜JD＞など、米国に上場する多くの中国企業は、既に香港市場に重複上場している。直近では電気自動車（EV）メーカーの上海蔚来汽車（NIO）＜NIO＞が加わり、さらに多くの中国企業が後に続く可能性がある。

SECが挙げた5社のうち、4社は既に香港市場に上場している。中国の証券会社、華興資本（チャイナ・ルネサンス）の1月のレポートは、中国企業250社の米国預託証券（ADR）のうち、250社の時価総額の90%を占める約80社は香港市場の上場基準を満たすとしている。

リスク回避に動くファンド

確かに上場廃止は差し迫ったものではなく、米国政府と中国政府の交渉で打開策が見つければ、状況は変わる可能性がある。中国株は16日に急騰したが、これは中国政府が市場に配慮した政策の導入を明言し、SECとの協議で進展があったと報告したためである。それでも、米国のミューチュアルファンドや上場投資信託（ETF）は、リスクに対処しようとしている。

中国に投資する最大手のアクティブ運用ファンドの一つで、運用資産が12億ドルのマッシュューズ・チャイナ・ファンド＜MCHFX＞は、保有銘柄の中でもアリババとJDドットコムのADRを香港上場株に入

Shifting Gears

Fund / Ticker	AUM (mil)	Exposure to Chinese ADRs	Report Date	YTD Return
Matthews China / MCHFX	\$1,222	4%	12/31/2021	-17.7%
Fidelity China Region / FHKCX	1,439	13	01/31/2022	-15.6
iShares MSCI China / MCHI	5,928	9	3/15/2022	-15.0
KraneShares CSI China Internet / KWEB	5,118	34	03/10/2022	-42.3
iShares China Large-Cap / FXI	5,114	0	3/15/2022	-12.3
Invesco Golden Dragon China / PGJ	190	100	3/15/2022	-18.7

Note: Data as of March 16

Sources: Morningstar, KraneShares

れ替えた。昨年末にマッシュューズ・チャイナが組み入れていたADRは4%未満にすぎず、2020年初めの20%超から低下した。ポートフォリオマネジャーのアンドリュー・マトック氏は本誌に、「こうした移行はテクニカル面の管理や継続中の会計監査問題のようなイベントリスクの管理に有益だ」と語った。

どのファンドも同じペースで動いているわけではない。モーニングスターによれば、運用資産が14億ドルのフィデリティ・チャイナ・リージョン・ファンド<FHKCX>は依然として、1月末時点でポートフォリオの13%を中国企業のADRが占め、70万株のアリババ株も含まれる。これは2年前とほぼ同じだ。ポートフォリオマネジャーのアイバン・シー氏とペイファン・サン氏はメールに、「適切と思われる時期」に香港上場株に移行し、流動性の制約がなくなれば、香港上場株を新規に購入したいと記した。

予防策を講じているのは、アクティブファンドに限らない。中国株ETFや指標となる株価指数も対応を加速しており、理由として、多くはSECの動きよりも流動性に言及する。

運用資産が59億ドルのiシェアーズMSCIチャイナETF<MCHI>は、ADRのエクスポージャーを2020年の28%から2022年の9%まで縮小した。このファンドはMSCI指数に連動する。MSCIは採用銘柄の本国での売買高が一定の基準値を超えた場合、採用銘柄を海外上場の預託証券から本国上場株に入れ替える。直近のレビューでそうした要件を満たした銘柄は、アリババ、JDドットコム、ネットイースだけである。次のレビューは5月に行われる。

もう一つの重要な株価指数であるFTSEラッセル指数にも、同様のルールがある。FTSEインターナショナルはメールで「流動性はFTSEラッセル指数の適格性を左右する要因の一つである」と述べている。FTSEは2回のテスト期間に本国上場株の流動性が基準を満たした場合、採用銘柄を中国ADRから本国上場株に入れ替えている。アリババは第1号だった。3月の直近のレビューでは、さらに中国企業4

社が続いた。

ハイテクから一般消費財まで54社の中国企業を保有する、運用資産が51億ドルのクレーンシェアーズCSIチャイナ・インターネットETF<KWEB>も、ADRの組み入れ比率を昨年3月末時点の75%から3分の1まで縮小した。クレーンシェアーズは最近のブログへの投稿で、今年の年末までにポートフォリオは香港上場株だけで構成されるだろうとしている。

影響を受けるファンド

上場株入れ替えの柔軟性がないファンドは、上場廃止によってさらに大きな影響を受けるだろう。香港上場株に絞って投資する、運用資産が51億ドルのiシェアーズ中国大型株ETF<FXI>は、アリババやJDドットコムなどのADRへの投資機会を逃してきた。現在はそうした銘柄の購入も可能であり、ファンドの保有銘柄は大幅に変化した。

一方、運用資産が1億9000万ドルのインベスコ・ゴールデン・ドラゴン中国ETF<PGJ>は、米国市場で売買される中国株だけを保有している。実際に上場廃止となれば、インベスコファンドは他のファンドのような香港上場株への入れ替えは不可能だろう。しかし、上場廃止は少なくとも2年先だ。インベスコはその日が来れば、制裁措置に「全面的に従う」と語る。

マッシュューズ・アジアのマトック氏は、「市場の投資可能な資金の総額や混乱解消の可能性を考えれば、中国の大企業がADRから抜けるとしても、投資家はそうした銘柄の流動性を懸念すべきではない」と語る。マトック氏は「こうした企業は十分な資金と借り入れ能力がある大企業だ。そのため、他の多くの企業でも、米国から中国本土への上場移行に伴う資金調達が大きな問題になるとは思えない」と語る。

フィデリティの2人も同意見であり、「上場廃止までに時間があるため、保有資産の売却についての懸念はない。両国の交渉を注視しており、売却が必要な場合でも十分に時間がある」と述べた。

アリババのADRを見れば、少なくとも今は流動性は問題ではない。16日にアリババの株価は37%急騰し、1日当たりの売買高も2014年の上場以来の最高となった。それでも株価は1年前の半値を下回る。会計監査をめぐる混乱が解決するまでは、波乱の展開が続くだろう。

By Evie Liu
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

Covid Fueled Online Shopping. 2022 Looks Like Another Banner Year.

新型コロナが後押ししたオンラインショッピング、2022年も堅調

価格上昇によるオンラインの売り上げ増加が顕著

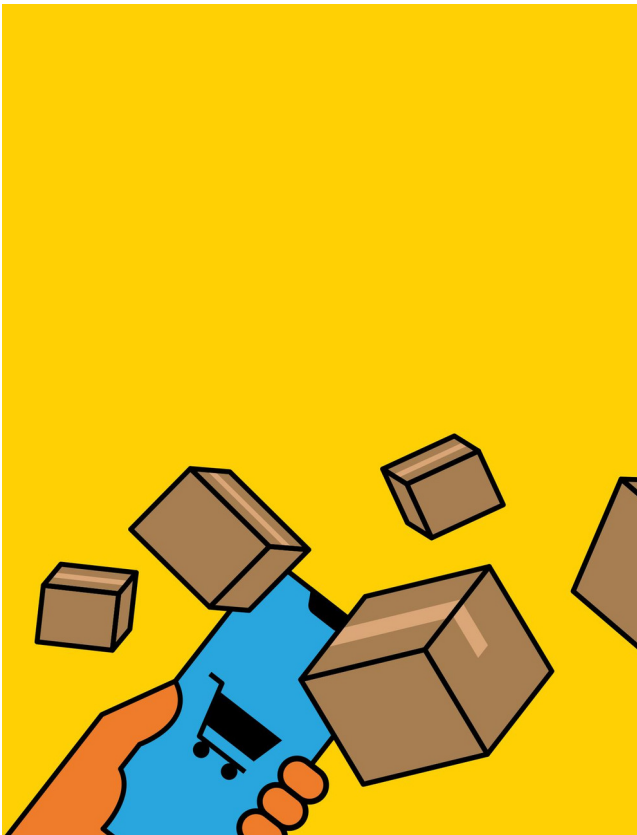


Illustration by Elias Stein

米国人は、オンラインショッピングに病みつきだ。新たな調査では、米国の消費者は2022年に、過去最高の1兆ドルをオンラインショッピングで消費するとしている。大手オンライン小売り業者の分析データを利用するアドビ・デジタル・エコノミー・インデックス（DEI）シリーズの一部であるこの調査によると、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）以降、2020年3月から2022年2月のオンライン売上高は1兆7000億ドルと、2018年と2019年の合計額である6090億ドルの3倍近くとなっている。

文書・画像処理ソフト大手アドビ<ADBE>による同調査は、2021年の米国でのオンライン売上高を8850億ドルと、2020年の8130億ドルから9%増加したと推計している（2020年は、2019年の5750億ドルから41%増加）。一方で価格も21カ月連続で上昇しており、インフレ懸念が高まっている。アドビによると、2019年から2020年のオンライン売上高の増加分2379億ドルのうち、価格上昇分が47億ドルを占めた。衝撃的な

のは、2020年から2021年のオンライン売上高の増加分722億ドルのうち、価格上昇分が222億ドルを占めていたことだ。アドビは、2022年の価格上昇による増加額を270億ドルとみている。

またDEI調査は、パンデミックでオンラインによる食料品売り上げが急増したことも示している。2020年のオンライン食料品売上高は前年比103%増の737億ドルとなった。それ以降、成長は鈍化しているものの、2021年の売上高は797億ドル、2022年は850億ドルを超える可能性がある。

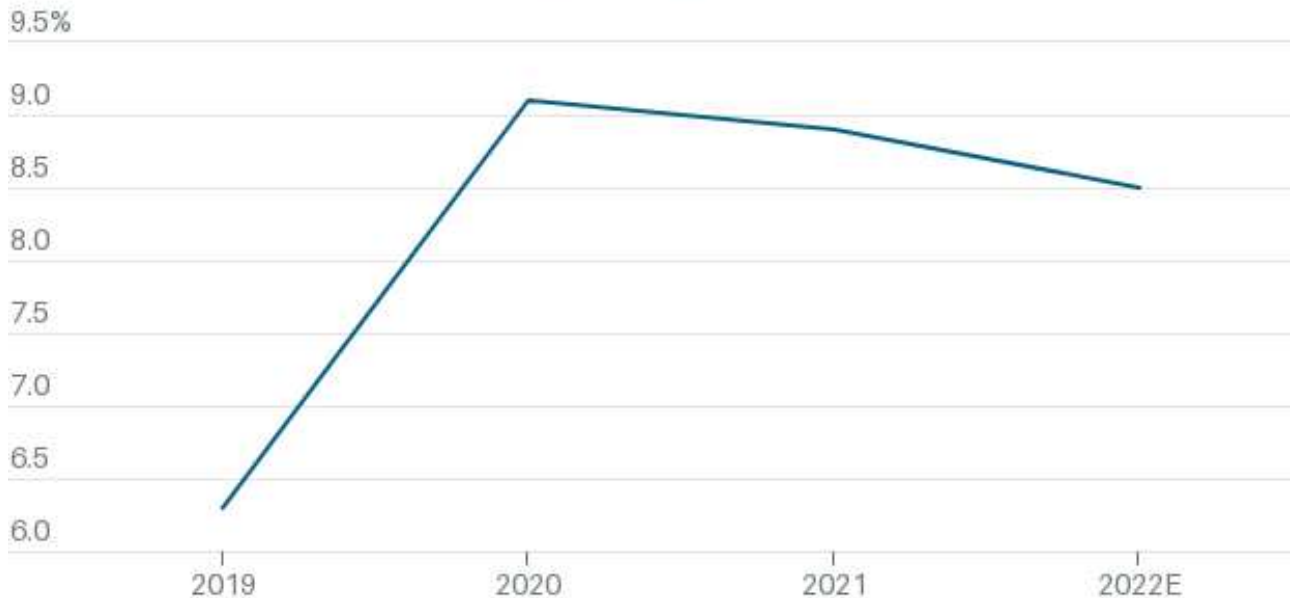
オンライン売上の最大のカテゴリーは引き続き電子機器であり、2021年の売上高は前年比8%増の1650億ドルとなっている。これは2021年の電子商取引（eコマース）売上高の18.6%を占めるが、2020年の18.8%、2019年の21%からは低下している。これは、主に他のカテゴリーのシェア拡大によるものだ。また、利用者のクレームで最も多いのは、品切れである。アドビは、パンデミック期間中の品切れ表示は235%増加したと書き留めている。

今週の予定

Breakout

Online grocery sales saw dramatic pandemic growth, with its share of rising online shopping growing by over 40% in 2020.

Grocery Market Share of Online Spending, 2019 to 2022



E=estimate.

Source: Adobe Digital Economy Index

3月21日（月）

- ・スポーツ用品大手のナイキ<NKE>が2022年度第3四半期決算を発表。
- ・シカゴ連銀が、2月の全米活動指数を発表。コンセンサス予想は0.55と、1月からやや低下。指数は4カ月連続でプラス圏の値となっており、過去のトレンドより速いペースで経済成長が進んでいることを示している。

3月22日（火）

- ・アドビが2022年度第1四半期決算を発表。
- ・ITソリューション会社ネットアップ<NTAP>、画像処理半導体（GPU）大手のエヌビディア<NVDA>が2022年投資家向け説明会を開催。

3月23日（水）

- ・制服メーカーのシintas<CTAS>、食品大手のゼネラル・ミルズ<GIS>が四半期決算発表。
- ・石油・ガスの探鉱・生産を行うオキシデンタル・ペトロリアム<OXY>が投資家向けに低炭素戦略の説明会を開催。株価は年初来94%上昇しており、S&P500指数採用銘柄では最高のパフォーマンスを挙げている。
- ・米国勢調査局が2月の新築住宅販売件数を発表。戸建て住宅販売のコンセンサス予想は季節調整済み年率換算で81万戸と、1月とほぼ変わらず。1月の販売価格の平均値は過去最高の49万6900ドル、中央値は42万2300ドルだった。

3月24日（木）

- ・バイデン大統領が北大西洋条約機構（NATO）および欧州連合（EU）首脳らと会談。ロシアによるウクライナ侵攻について協議を行う。2日間に渡るサミットは、ベルギーのブリュッセルにあるNATO本部で行われる。
- ・外食大手ダーデン・レストランズ＜DRI＞、金融データ・ソフトウェアサービスのファクトセツト・リサーチ・システムズ＜FDS＞、中国の新興電気自動車会社である上海蔚来汽車（NIO）＜NIO＞が四半期決算コンファレンスコールを開催。
- ・バイオ医療品メーカーのモデルナ＜MRNA＞が第3回となる年次ワクチン・デーをバーチャルで開催。メッセンジャーRNA（mRNA）ワクチンのパイオニアである同社が、ワクチンの開発パイプラインについて説明を行う。
- ・国勢調査局が2月の耐久財受注を発表。耐久財受注額のコンセンサス予想は、前月比0.5%減の2770億ドル。輸送用機器を除く予想は同0.5%増（1月は同0.7%増）。
- ・米労働省が3月19日までの1週間の新規失業保険申請件数を発表。過去4週間の平均申請件数は22万3000件と、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）以前の水準にほぼ戻っている。継続受給件数（通常の失業保険制度による受給者数）は、3月5日時点で142万件と、ここ50年余りで最低の水準となっている。求人数が求職者数を上回る状況が続き、労働市場の逼迫（ひっばく）を裏付けている。

3月25日（金）

- ・全米不動産業者協会（NAR）が2月の中古住宅販売成約指数を発表。コンセンサス予想は前月比1%の上昇（1月は同5.7%の低下）。

By Eric J. Savitz
(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』 2022/03/20
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