

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2022/03/27

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

- | | |
|--|--------------|
| 1. <u>難題に直面する動画配信業界 - Streaming Goes Hollywood</u> | [カバーストーリー] |
| コンテンツ獲得やマーケティングの費用が重しに | P.1 |
| 2. <u>バフェット氏の活動再開はバークシャー・ハサウェイにとって朗報 - Warren Buffett Gets His Deal</u> | [注目銘柄] |
| Mojo Back. That's Good for the Stock. | P.6 |
| 保険会社を取得し、石油会社を買い増し | |
| 3. <u>「大退職時代」反転へ - The Great Resignation Is Reversing Course</u> | [フィーチャー] |
| 子供を持つ女性の復職も進む | P.9 |
| 4. <u>本誌が選ぶ2022年ネット証券会社ランキング - The Best Online Brokers for 2022</u> | [フィーチャー] |
| 厳しい市場環境に対応できるのはどこか | P.12 |
| 5. <u>投資家は元来、非合理的 - Investors Are Irrational by Nature. They Can Be Trained to Be</u> | [インタビュー] |
| More Rational | P.15 |
| 行動経済学者から見た投資行動 | |
| 6. <u>株式市場は戦争もインフレも金融政策も気にせず - Stocks Shrug Off War, Inflation, and the Fed, but for How Long?</u> | [米国株式市場] |
| 債券市場の動きに逆行して株式市場は上昇 | P.18 |
| 7. <u>FRBは経済をソフトランディングさせられるか - If the Fed Pulls This Off, It's Party Time</u> | [コラム] |
| 1994年の再現を期待 | P.20 |
| 8. <u>米国石油精製業界が「黄金時代」を迎えている理由 - Why This Is a 'Golden Age' for U.S. Refiners</u> | [投資戦略] |
| 天然ガスの価格差拡大で精製コストが優位に | P.21 |
| 9. <u>米国で高まるロシアからのサイバー脅威 - Here Are the Real Cyber Threats</u> | [ハイテク] |
| 専門家に聞いたセキュリティー対策の現状とは | P.23 |
| 10. <u>今週の予定 - How Putin's War Made These 3 Fertilizer Producers Hot Stocks</u> | [経済関連スケジュール] |
| プーチン氏の戦争により、高騰する肥料関連3銘柄 | P.25 |

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

※当誌は、情報提供を目的とし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. 難題に直面する動画配信業界

[カバーストーリー]

Streaming Goes Hollywood

コンテンツ獲得やマーケティングの費用が重しに

アカデミー賞に多数の作品がノミネート



Ibrahim Rayintakath

27日夜に第94回アカデミー賞授賞式が放映される。視聴者は映画館で上映されたことがない映画を数多く目にするだろう。動画配信最大手のネットフリックス<NFLX>の作品は、どの映画制作会社よりも多い27部門にノミネートされている。アップルTVプラスの作品は6部門、アマゾン・スタジオの作品は4部門だ。ハリウッドは動画配信を受け入れるのが遅かったが、今では全面的に歓迎している。しかし、動画配信企業を元々応援していたウォール街では、こうした企業への信頼が失われつつある。

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）による一時的な急騰にもかかわらず、ネットフリックスの株価は過去3年間で横ばいとなっている。過去12カ月では、市場全体だけでなく、大手映画館チェーンのAMCエンターテインメント・ホールディングス<AMC>やシネマーク・ホールディングス<CNK>のパフォーマンスさえ下回った。業界2番手のディズニープラスを運営するウォルト・ディズニープラス<DIS>は過去1年間で27%下落している。

動画配信事業は難題に直面している。現在、ネットフリックスを除き、黒字の動画配信事業は存在しない。各社は契約者数を増やすために、独自の番組・映画制作、マーケティング、プロモーションに多額の資金を費やしている。ゴールドマン・サックスのアナリストは、2022年に動画配信上位10社がコンテンツに支出する金額を前年比10%増の約1300億ドルと推定する。

かつては契約者数の伸びだけでネットフリックスとディズニープラスの株価が急騰していたが、今ではそれだけでは不十分だ。動画配信は、いつでも解約できるという消費者に最も優しい特徴のせいで、膨大なチャンネル付きの長期契約で顧客を囲い込むケーブルテレビに対して業績面で不利となっている。

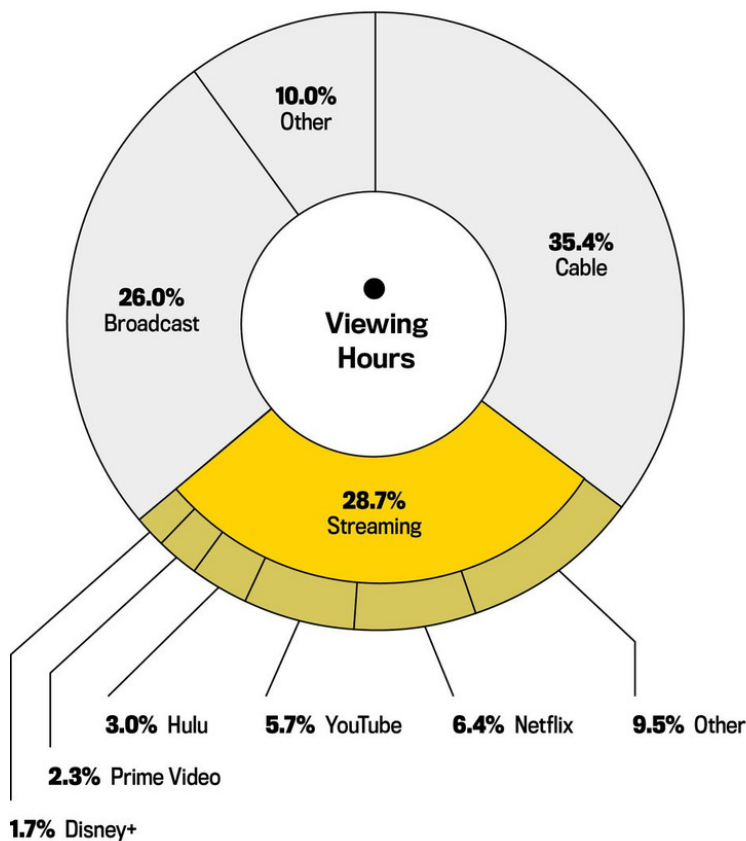
解約率の低下は、定期料金収入に依存する動画配信事業にとって切実な目標だ。しかし、それには多額の資金を投入して新しいコンテンツを定期的に提供し、視聴者を飽きさせないことが必要である。動画配信に参入する企業が増えるほど、消費者にとっての選択肢は増え、企業は支出の増加を強いられる。

ネットフリックスとディズニープラスは割安

現在の動画配信業界には、米国最古の映画制作スタジオの一つを擁するパラマウント・グローバル<PARA>から、シリコンバレーの巨大企業であるアマゾン・ドット・コム<AMZN>やアップル<AAPL>まで、多様な企業が存在する。

Now Streaming Near You

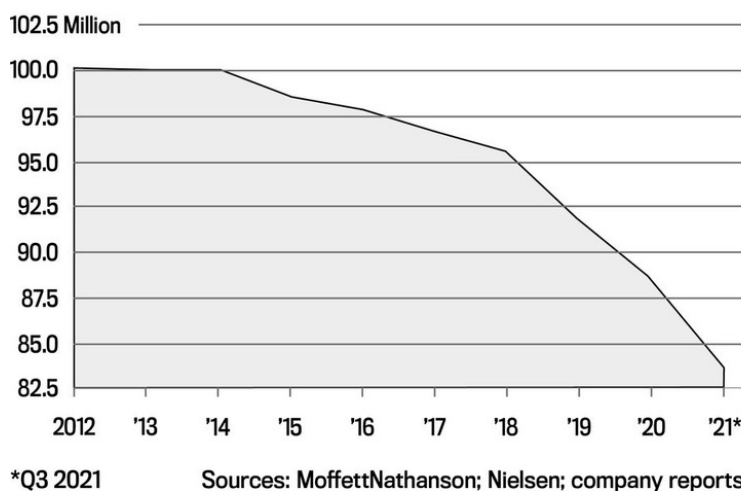
Cable and broadcast TV still dominate viewing habits, but streaming is catching up quickly.



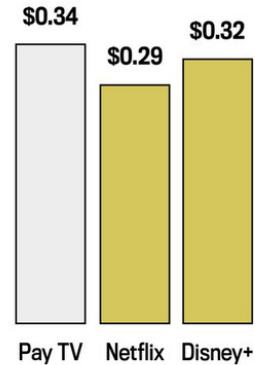
Note: Feb. 2022, for U.S. persons 2+

Source: Nielsen

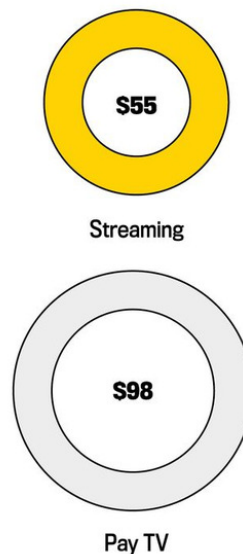
● U.S. Pay TV Subscribers



● Consumer Spend per Hour Viewed



● Monthly Spending



Note: Streaming as of June 2021 and Pay TV as of 3Q 2021
Sources: J.D. Power; MoffettNathanson

競争の激化につれて「動画配信戦争」という概念も生まれたが、近年ではこの戦いが勝者総取りではないことが分かってきた。調査会社JDパワーによれば、米国の家庭は昨年、平均4.5件の動画配信サービスを契約し、月55ドルを支払っていた。調査会社モフェットネイサンソンによれば、一般的なケーブルテレビサービスの価格は98ドルだ。これは、顧客がケーブルテレビを解約し、オンデマンドの動画配信に乗り換えることによる成長の余地があることを示唆する。

Netflixは、先行者利益、世界的な規模、巨額のコンテンツ予算によってサービスを差別化し、契約者数は直近の2億2200万人から増加し続けている。さらに、世界中で値上げを計画しており、利益率には上昇余地がある。

2022年のNetflixのフリーキャッシュフローは、ウォール街のアナリスト予想の平均では約9億ドルとなっており、今後数年間で数十億ドルに増加するとみられる。Netflixは昨年、自社株買いを開始しており、今後も続ける見込みだ。

25日終値は374ドルで、今後12カ月の予想利益に対する株価収益率（PER）は32倍となっている。過去5年間の平均予想PERは71倍だった。現在はそこまでの価値はないが、成長と収益性の向上から見てもっと割高なバリュエーションに値するだろう。

過去5年間、NetflixのPEGレシオ（PERを1株当たりの利益成長率で割った値）は1.6倍だった。ウォール街のアナリストは2023年にNetflixの利益が30%増加すると予想しており、これはPER40～50倍に値する。予想PERを40倍とすると、株価は438ドルで、直近の水準を約20%上回る。ウォール街のアナリストはさらに強気で、目標株価の平均は現在の水準を約40%上回る509ドルだ。

ディズニーは他社がうらやむコンテンツと巨額のコンテンツ予算を有する。ケーブルテレビネットワークからハリウッドの映画制作スタジオ、世界各地のテーマパークまで、メディア業界最大の従来型事業を所有している。株価は過去1年間で市場を大幅にアンダーパフォームした。動画配信サービスの契約者数の伸びが高水準の予想を下回り、新型コロナが引き続きテーマパークの来園者数の重しとなったためだ。

経営陣は動画配信事業が損益分岐点に到達する時期を2024年度（2024年9月期）と予想している。ディズニー傘下の動画配信サービスであるディズニープラス、フールー、ESPNプラスの2021年末の契約者数は合計で約2億人だった。現会計年度の下半期はディズニープラスにとって重要となる。新たなコンテンツが数多く投入され、10以上の国・地域でサービス開始が予定されているためだ。

ディズニーの動画配信部門の損失は縮小している。テーマパークの業績の回復と合わせると、今後3年間で利益は急激に増加する見込みだ。アナリストは利益の年平均成長率を42%と予想しており、これはS&P500指数構成企業の平均の約4倍に相当する。にもかかわらず、ディズニーのPEGレシオはわずか1倍である（S&P500指数は約1.5倍）。ウォール街でディズニーの投資判断を「売り」としているアナリストは存在せず、平均目標株価は現在の水準を35%上回る。

アマゾンとアップルの動画配信事業は成長しているが、株価にはあまり影響を与えていない。両社の動画配信サービスは、巨大なハイテク事業の中の比較的小さな一部にすぎない。アマゾンは、映画制作会社MGMと、MGMが所有する4000本以上の映画と1万7000本以上のテレビ番組を85億ドルで買収したが、買収額はアマゾンの時価総額の1%未満だ。

WBDには苦難が待ち受ける

それ以外の企業にとっては、動画配信の収益性と解約との絶え間ない戦いをめぐる困難は続くだろう。モフェット・ネイサンソンのマイケル・ネイサンソン氏は、Netflixが早期に成功したことで、投資家が動画配信に甘い期待をするようになったと示唆した。ネイサンソン氏は「Netflixはこれまで世界中で『簡単に』拡大してきたが、そのために動画配信の事業機会を追求する他社にとって誤った比較対象となっている可能性がある」と指摘する。



Photographs by Roger Kisby

動画配信業界の困難は再編を促している。4月にはメディア大手ディスカバリー<DISCA>と通信大手AT&T<T>傘下のワーナーメディアによる合併が完了する予定だ。合併後の新会社であるワーナー・ブラザーズ・ディスカバリー（WBD）は、2021年末時点で7400万人と2200万人の契約者を有する動画配信サービスのHBOマックスとディスカバリープラスや、多数のケーブルテレビチャンネルを統合する。

WBDの株価には苦難が待ち受けているだろう。AT&Tの株主は、AT&T株1株につきWBD株を0.24株受け取る。これはWBD株の71%に相当する。AT&Tの株主は総じて通信セクターや配当に重点を置いており、動画配信事業に賭けるメディア企業の株式を保有し続ける気はあまりないとみられる。来月に予定される買収の完了後、株式は大きな売り圧力に直面する可能性がある。

動画配信事業第5位のパラマウント・グローバル（旧バイアコムCBS）は、2月の投資家説明会で動画配信戦略に倍賭けすることを発表し、投資家を驚かせた。パラマウントは2024年末までの契約者数の目標を最大7500万人から1億人へ引き上げた。2021年末時点で、傘下のパラマウントプラスとショータイムの契約者数は合計5600万人である。

しかし、この目標の達成には資金が必要だ。経営陣は今後3年で年間コンテンツ投資額が3倍に増加すると予想する。動画配信事業の損失は、再来年以降は縮小するものの、今年と来年は拡大するとしている。パラマウントは、全社的には依然として従来型のメディア企業であり、動画配信へのリスクで野心的な移行の最中にある。

投資家にとっては、リスクの高さはリターンの高さを意味するかもしれない。ガムコ・インベスターズのバリュー担当共同最高投資責任者（CIO）、クリス・マランギ氏は、パラマウントの予想PERはわずか13倍で、バリュー投資家が動画配信に投資する手段になると語る。規模拡大を目指す同業のメディア企業や、コンテンツを充実させたい大手ハイテク企業による買収の可能性が、株価の下支えとなる公算が大きい。

アマゾンMGMの買収に当たり、MGMの制作部門とコンテンツを2020年調整後利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）の約28倍に相当する3億700万ドルと評価した（2020年はアマゾンによる買収提案前の時点で業績が分かる直近の年度）。対照的に、パラマウントの現在の企業価値（EV）は2021年

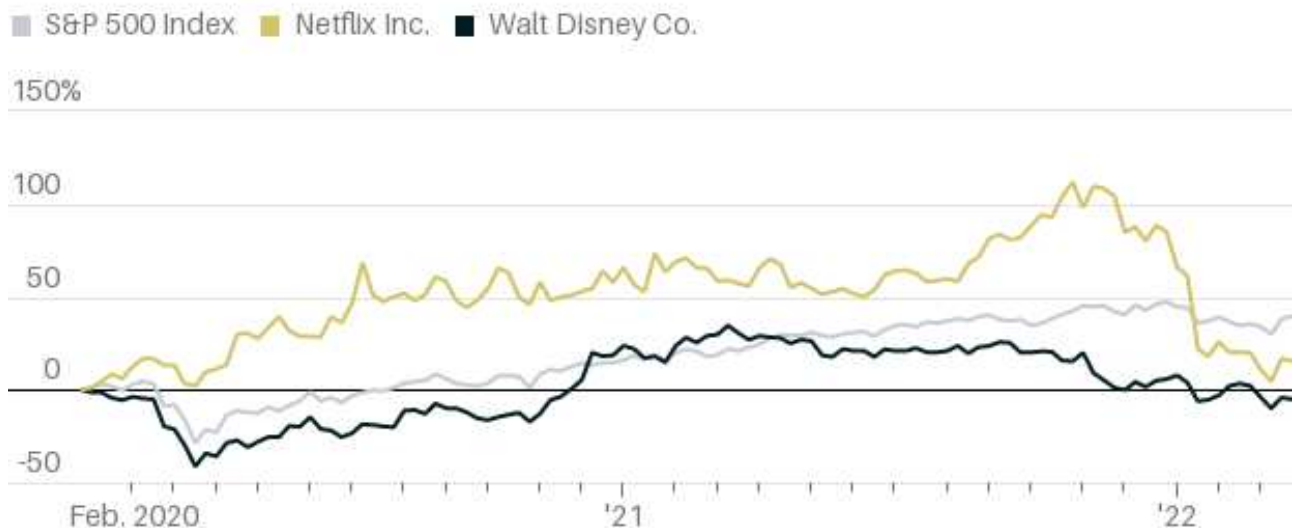
のEBITDAのわずか8倍だ。EV/EBITDA倍率をMGMの半分の14倍としても、パラマウントのEVは620億ドルで、現在の価値を65%上回る。

コムキャストのNBCユニバーサル部門は、立ち上げたばかりの動画配信サービス「ピーコック」を強く押し出している。NBCユニバーサル部門のEVは、上記と同じ2021年EV/EBITDA倍率14倍を適用すると約800億ドルである。パラマウントとコムキャストは共に同族支配が行われており、買収の妨げとなる可能性がある。しかし、動画配信の真の成功にはさらなるメディア再編が必要かもしれない。

■ フォックスとAMCの異なるアプローチ

Streaming's Wall Street Challenge

Shares of Netflix and Disney have given up nearly all of their pandemic gains. When it comes to streaming platforms, investors are increasingly emphasizing profits over subscriber growth.



Source: FactSet

ケーブルテレビ会社AMCネットワークス<AMCX>とメディア大手フォックス<FOXA>は動画配信に対して異なるアプローチを取る。フォックスは動画配信事業に参入したばかりだ。フォックスニュースの大ファン向けのフォックス・ネーションと、広告付き無料サービスで、4万1000の既存コンテンツと最小限の独自コンテンツを提供するチュービを運営する。

これはフォックスにとって、非常に低いコストで既存コンテンツを収益化する手段となっており、他の従来型メディア企業のように全てを賭ける戦略とは程遠い。フォックスは2019年にエンターテインメント関連資産の大部分をディズニーに売却し、ニュースの生放送とスポーツ番組に注力している（フォックス、および本誌の出版社ダウ・ジョーンズの親会社であるニュース・コーポレーションの所有者は共通している）。

モフェットネイサンソンはメディア企業の中で唯一フォックスの投資判断を「買い」としている。目標株価は50ドルである（現在の株価は約41ドル）。モフェットネイサンソンは、フォックスのニュースの生放送とスポーツ番組における確固たる地位に価値を見いだしている。

ネットフリックスが誰にでも適したサービスを目指しているとすれば、AMCのサービスのポートフォリオはその逆にある。AMCのブランドには、ホラー映画中心のシャダー、英国テレビ番組ファン向けのエイコーンTV、アニメ専門のハイダイブなどがある。こうした小規模なサービスは特定の視聴者層のみに訴求する。経営陣は、ニッチに焦点を当てることで、コンテンツやマーケティングへの支出が抑えられ、損益分岐点に達するための契約者数が少なくなると主張している。

2021年末のAMCの動画配信サービス全体の契約者数は900万人超だった。AMCは2025年末までに2500万人の契約者数を目指している。動画配信サービスのスターズを所有するライオンズ・ゲート・エンターテインメント<LGF.A>も同様に的を絞ったアプローチを採用する。ウェルズ・ファーゴのアナリストであるスティーブン・キャハル氏は、「ニッチな動画配信サービスは、価値提案がより具体的で、契約者が今後の展開を予想しやすいため、顧客維持率が高くなるだろう」と指摘する。

ウォール街のアナリストは、AMCの今後3年間の各年の利益が横ばいになるか減少すると予想しているが、制作されるコンテンツは価値あるものとなるだろう。最終的にはMGMのように高額で買収される可能性がある。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

2. バフェット氏の活動再開はバークシャー・ハサウェイにとって朗報

[注目銘柄]

Warren Buffett Gets His Deal Mojo Back. That's Good for the Stock.
保険会社を取得し、石油会社を買い増し

株価は依然割安



Eric Frances/Getty Images

バークシャー・ハサウェイ<BRK.A>のウォレン・バフェット最高経営責任者（CEO）は、数年間の沈黙を経て活動を再開した。数週間の間に、保険会社のアレゲニー<Y>を116億ドルで買収することに合意し、石油会社のオキシデンタル・ペトロリアム<OXY>の15%近い株式を80億ドルで取得した。

オキシデンタル株式の急速な買付は、バフェット氏の言うところの「巨額の買収」に相当する、オキシデンタル全体の買収を狙っているのではないかと憶測に拍車をかけた。完全買収

には700億ドルを要する可能性があり、それはバークシャーの1500億ドル近い現金の半分を活用することになり、ほとんどゼロ%の利回りしか得られない財務省短期証券（TB）への多額の投資よりもはるかに高いリターンを得られるため、バークシャーの信者を興奮させるだろう。

バークシャーのクラスA株式の株価は53万8949ドルで年初から19.6%上昇しており、同4.7%下落のS&P500指数をアウトパフォームしている。また、株価は25日に過去最高値を付けており、過去10年間で

みてもS&P500指数をアウトパフォームしている。

本誌は2021年終盤にバークシャーを2022年のトップピックの1社に挙げたが、株価は当時ほどには割安ではない。とはいえ、バークシャーの多様な収益源と非常に強固なバランスシートに鑑みると、特に忍耐強い個人投資家にとってバークシャーの株式は依然として魅力的だ。世界が混乱している中で、バークシャーは売上高の85%を米国内で得ており、依然として米国内志向だ。

■ 今までの資金使途は自社株買い

Warren's World

Key Data

Recent Price	\$528,817
52-Week Change	39.9%
Market Value (bil)	\$779
2022E EPS	\$19,681
2022E P/E	26.9
Book Value per Share	\$342,621
Price/Book Ratio	1.5
% of Revenue from the U.S.	84.1%
Top Shareholder: Warren Buffett	16.2%

E=estimate.

Sources: Bloomberg; FactSet; company reports

エドワード・ジョーンズのアナリストのジェームス・シャナハン氏は、バークシャーの投資判断を「買い」としており、「ここ数週間の現金活用のペースと規模を嬉しく思っている。自社株買いが投資のシナリオとなってきたが、バリュエーションが改善しているため、自社株買いは減速しつつある」と言う。

バフェット氏は自社株買いを2020年終盤に加速させており、その積極的なペースは2021年も維持されて、四半期平均の自社株買いの額は70億ドルとなっている。しかし、今年1、2月には本誌推定で20億ドルへ減速した。バフェット氏は株価に敏感で、3月末の予想株価純資産倍率（PBR）が過去10年間のレンジの最高水準の1.5倍という状況では、あまり多くを買い戻さない可能性がある。

バークシャー株を保有しているセンパー・オーガスタス・インベストメンツの最高投資責任者（CIO）であるクリス・ブルームストラン氏は、「今でもバークシャーが過小評価されていると見ているが、株価が2020年末以来で50%超上昇しているため、過去数年ほどではない。バークシャーは、今後10年間に市場をアウトパフォームする公算が大きい」と語る。

純資産価値は増加する見通し

Berkshire Hathaway Class A BRK.A / NYSE

\$550 Thousand



Source: FactSet

ブルームストラン氏はバークシャーの2021年末の本源的価値を、クラスA株式1株当たり60万ドルとしており、現在の株価は本源的価値を大幅には下回っていない。しかし、本源的価値は固定的ではなく、バークシャーの利益増加と、3500億ドルの株式ポートフォリオにおけるアップル<AAPL>主導の価値上昇によって着実に上昇すると見込まれる。

バフェット氏は本源的価値に焦点を当てているが、自身による推定値を公表していない。投資家は比較的単純な本源的価値として、純資産価値を長らく好んできた。純資産価値は過去10年で3倍へ増加しており、2030年まで年当たり1桁台後半の成長率で増加する可能性がある。

計算式は次の通りだ。今年の年間利益は300億ドル、または自己資本利益率で6%と予想されている。株式ポートフォリオの価値が年率6%上昇するとすれば、純資産価値を約3%増加させる。自社株買いを考慮すると、株価は10%近いペースで上昇する可能性がある。

魅力的な買収と、事業拡大の可能性

バークシャーに対する最大のリスクは、株式市場の持続的な下落、深刻なリセッション（景気後退）、そして、CEOの交代だ。現在91才のバフェット氏は2030年までのどこかの時点で経営から退くだろうし、現在副会長のグレッグ・アベル氏（59才）は未知数だ。

とはいえ、最近の取引はバークシャーを正しい軌道に保とうとしている。アレゲニー買収額のPBRは約1.25倍で過去6年間の平均を下回っており、アレゲニーの保険以外の魅力的な事業の価値を考慮すると、買収額の実質的なPBRは約1.1倍とさらに魅力的となる。アレゲニーの取締役会は、他の買収提案を受けずに企業売却を決めており、それは、コーポレート・ガバナンスの観点でいえば疑問の余地があるが、バフェット氏にとっては素晴らしいことだ。

オキシデンタルは2019年に同業のアナダルコ・ペトロリウムに対するシェブロン<CVX>との買収合戦を繰り広げているときに資金が必要となり、バフェット氏は8%の配当利回りで優先株式に投資した。パークシャーはその際に、オキシデンタルの株式の10%近くに相当するワラントも取得したが、現在の株価は行使価格をわずかに下回った水準にある。オキシデンタルの株価は59ドルで、年初来で2倍に上昇している。それでも、2022年予想ベースのフリーキャッシュフロー利回りは20%に近い。

パークシャーはオキシデンタルを傘下のパークシャー・ハサウェイ・エナジーと合併させて、米国有数のエネルギーおよび公益企業を作り出せる。

オキシデンタル株を保有しているスミード・キャピタル・マネジメントの投資マネジャーであるビル・スミード氏は、バフェット氏がオキシデンタル全体を欲していると考えており、「それはバフェット氏にとっての至福となるだろう」と語る。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

3. 「大退職時代」 反転へ The Great Resignation Is Reversing Course 子供を持つ女性の復職も進む

[フィーチャー]

労働参加率が上昇に転ずる



Illustration by Michael Waraksa

新型コロナウイルス感染症のパンデミック（世界的大流行）が発生した当初、セレステ・ライオンズ氏（63歳）はコネティカット州の法律事務所を辞め、自宅に引きこもって老後資金と両親の遺産で生活し、病気にかからないように努めた。いずれまた働きたいと考えていたが、ライオンズ氏が不動産アナリストの仕事始めるまでに2年近くが経過した。この仕事は在宅勤務が可能だった。ライオンズ氏は「老後資金を使うのが嫌になり、口座残高を増やさなければ、と思った。それに家にばかりいると本当にうんざりする」と言う。

ライオンズ氏をはじめとする数百万人の米国人は、パンデミックのさなかに退職した後、ウイルスに対する恐怖がまん延し、育児システムが崩壊し、場当たり的な在宅勤務方針が原因で人々が受け入れ可能な仕事や給与について全米で見直しが行われる中、仕事に戻るべきか、どうやって戻るかを悩みながら数カ月を過ごした。また当時は、連邦政府の景気刺激策や失業手当が多くの人々にとって追加的な収入源となっていた。

しかし、コロナウイルスに対する恐怖が薄れ、学校が対面授業に戻り、余剰貯蓄が減ったことから、「大退職時代」と呼ばれたトレンドの最も大きな要因の幾つかが解消に向かい始めた。その結果、過

去6カ月間で労働参加率がわずかながら上昇し、米国人の離職率は低下した。エコノミストは、米国社会の大部分と同じように労働市場がパンデミック後の正常化に向かうにつれ、この二つの動きが加速するとみている。

何カ月もの間ほとんど改善が見られなかった労働参加率は昨年の秋以降上昇を続け、この数カ月は上昇が加速しており、2月末までの3カ月間で0.4%ポイント上昇し、187万人が新たに就業した。これは、その前の3カ月間の新規就業者数62万1000人の3倍に相当する。

おそらく、潮目が変わりつつあることを最も顕著に示しているのが最近発表された雇用統計であり、1月の離職率は2.8%となり、11月および12月の3%から減少した。

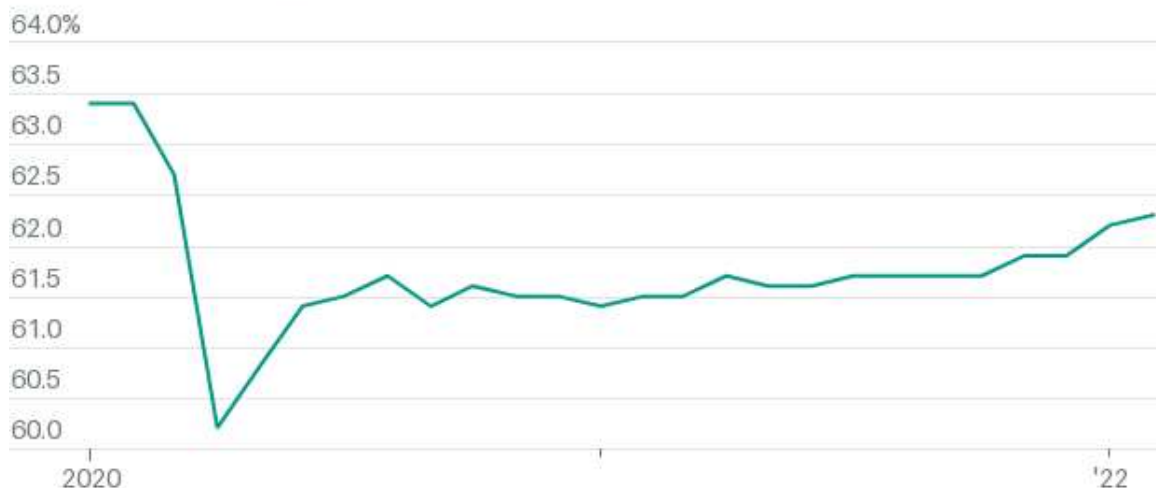
20万社以上の給与支払事務を処理し、政府より早く月次退職者数データを公表するガストのデータによると、この傾向は2月も続いているもようだ。ガストのクラウドベース・プラットフォーム上の労働者の離職率は1月から2月にかけて0.6%ポイント減少し3.1%となり、パンデミック発生直前の2020年2月と同じ離職率となった。ガストのエコノミスト、ルーク・パーデュー氏は本誌に対し、「離職は経済における恒常的な存在となっはいるものの、当面増加する様子はない」と語った。

オミクロン変異株が転換点に

Back to Work (Finally)

After months of stagnancy, the labor force participation rate has been steadily climbing since the fall.

Labor-force participation rate



Note: Percent, seasonally adjusted

Source: U.S. Bureau of Labor Statistics, accessed via the St. Louis Federal Reserve

労働参加率と離職率の改善は、少なくとも今のところはパンデミックそのものが終息に向かいつつあり、米国人のコロナ感染への懸念が低下していることが、少なからず影響していると思われる。調査会社イプソスが3月中旬に実施した世論調査によると、米国人の4人に3人が全米でコロナ関連の制限を解除することに前向きであると回答し、半数以上が既に通常の生活に戻っているか、今後6カ月以内に戻る予定であると回答している。さらに、世論調査会社モーニング・コンサルトの調査によると、コロナウイルスを地域の「深刻な」リスクとみる米国人の比率は過去最低の17%にまで低下している。これは、ライオンズ氏のようなコロナウイルスを警戒する米国人が、通勤やオフィスでの生活をより

安全に感じるようになり、仕事に戻る道が開かれることを意味する。

求人情報サイト「インディード」の北米経済調査担当ディレクター、ニック・バンカー氏は、「少なくとも心理的には、オミクロン変異株が多くの人々にとってウイルスは避けられないと考えるようになる転換点だったと思われる」と述べ、「今が再就職の時期だ」と指摘する。

離職者をめぐる環境が変化

新型コロナウイルスの新規感染者数が減少し、制限が解除されるにつれ、学校は対面授業を再開しつつあり、より多くの働く親、特に母親がフルタイムの仕事に復帰できるようになった。9月時点で幼い子供を持つ母親の就業率はパンデミック以前の水準を3.4%ポイント、それ以外の女性の就業率は2.3%下回っていた。しかし、バンカー氏の労働省マイクロデータの分析によると、その後の母親たちの職場復帰は他の人々よりも急速に進んでおり、現在の復帰率は男性や幼い子供のいない女性とほぼ同水準にある。こうした改善傾向が続けば、多くの米国人の職場復帰を妨げていた障害が解消されつつあることを示すと同時に、全体としての労働参加率を上昇させるだろう。

パンデミック時に大幅に増加した余剰貯蓄が減少し、下位40%の所得層に属する世帯については、生活コストの高騰もあり、既に消えてしまっている可能性が高いことも、仕事への復帰を加速させている。ムーディーズのアナリストは、今年1月、家計の余剰貯蓄額を3500億ドル弱と推計したが、3月末までに消滅すると予想した。ムーディーズ・アナリティクスのチーフエコノミスト、マーク・ザンディ氏は、「仕事への復帰をうながす経済的なプレッシャーが強くなるだろう」と述べている。

最近の株式市場のボラティリティーは、ロビンフッドなどのアプリで収入を補っていた新世代デイトレーダーの抵抗力を試す一方で、より裕福な層の投資や確定拠出年金（401k）に対して、さらに大きな打撃を与えている可能性がある。退職者が仕事に復帰する割合は過去2カ月間で急増しており、米国人が老後資金の増加を図っていることを示唆している可能性がある。

昨年2月、フロリダ州ジャクソンビルの政府航空関係の仕事を早期退職したスコット・ウィリアムズ氏（50歳）は、5万ドル相当の株式を換金し、子供たちと遊んだりゴルフをしたりするつもりだった。しかし、半年もしないうちに、静かな生活に嫌気がさし、その上、かつての同僚に復帰を促されるようになった。一方で、株式ポートフォリオの価値が「下がる一方」となったため、退職からほぼちょうど1年後に復職した。ウィリアムズ氏は、引退生活は言われているほど素晴らしいものではないし、「仕事に行く必要がないのはいいが、することがない」と言う。

昨年、過去最高となる4800万人の米国人が仕事を辞めたが、最も退職したがっていた人々が既に去っているため、「大退職時代」と呼ばれた動きは減速し始めた可能性がある。4月に発表されるグラント・ソントンの労働力調査によると、29%の労働者が新たな職を積極的に探しているが、これは昨年10月の33%を下回っている。ムーディーズのザンディ氏は、「転職者はより良い仕事、収入を手に入れ、人の入れ替わりはある程度終了した。彼らが半年ごと、1年ごとに転職を繰り返すとは思わない。落ち着きが戻るだろう」と言う。

Leveling Off

The share of Americans quitting their jobs slowed in January, a signal that labor market churn is starting to abate.

Total nonfarm quits rate



Note: Rate, seasonally adjusted

Source: U.S. Bureau of Labor Statistics, accessed via the St. Louis Federal Reserve

By Megan Cassella
(Source: Dow Jones)

4. 本誌が選ぶ2022年ネット証券会社ランキング The Best Online Brokers for 2022 厳しい市場環境に対応できるのはどこか

[フィーチャー]

多くの新規参入者には初めての環境



Illustration by Jason Raish

ロシアのウクライナ侵攻は、世界経済に数週間前まで想像もできなかった打撃を与えている。世界中でエネルギー、サプライチェーン（供給網）、貿易、銀行システムが混乱に陥っている。一方で、金利は上昇し、物価は高騰している。過去2年間の新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）で株式市場には新規投資家の大流入が起きた。チャートどころか何が起きているのか見極めることすらままならない逆流の中で株価が乱高下するのも無理はない。

自ら方針を決める投資家はどのように対処しているのだろうか。最も経験豊富で冷静な投資家

にも難しい局面であり、新しく株式市場に参入した投資家にとっては初めて経験する環境だ。金融危機は13年以上も前の出来事であり、それ以降、2020年3月の短期間の急落を除いて株価はほぼ安定して上昇軌道を描いてきた。

現在のような市場で必要なのは、感情的な言葉ではなく冷静な分析と考察だ。高度な戦略と正確な分析が求められ、同業者によるその場しのぎの解説は不要だ。市場データと個人資産を統合し、期待値を精査し、複数のタスクを迅速かつ効率的に実行するウェブサイトが求められるが、優れたネット証券会社はこれに対応しようとしている。

12社をランキング

今回で27回目となる本誌のネット証券会社ランキングでは、正式にフィンテックの取引アプリを含めた。著名な3社はロビンフッド・マーケットズ<HOOD>、ウィーブル・フィナンシャル、ソーファイ・テクノロジー<SOFI>だ。逆に、登録者数でフィンテックに水を開けられ、過去にも目覚ましい成果を上げられなかったソーゴートレード、トレードステーション、トレーディングブロックはランキングから除外した。また今年は大手銀行JPモルガン・チェース<JPM>も初めてランキングに入った。

ランキング上位のネット証券会社は、幅広いユーザーから支持され続けている。中でも5年連続首位のインタラクティブ・ブローカーズ・グループ<IBKR>は、今回2位のフィデリティ・インベストメントに13ポイントの差をつけた（2年前には同率1位、昨年は僅差で2位だった）。Eトレードとチャールズ・シュワブ<SCHW>は同率3位、TDアメリトレードは5位だ。昨年と比較すると、シュワブが順位を二つ上げ、Eトレードが一つ上げ、TDアメリトレードは順位を二つ下げた。TDアメリトレードはシュワブの傘下にあり、Eトレードは金融大手モルガン・スタンレー<MS>の一部門だ。6位にメリル・エッジが続き、僅差で7位にテイスティワークスが入った。ウィーブルは8位と健闘した。それ以降は大幅に点数が下がり、9位にアリー・インベスト、同率10位にロビンフッド、JPモルガンと続く。ソーファイは後塵（こうじん）を拝した。

ほとんどのネット証券会社が顧客数の大幅増加を記録したが、中でも注目を集めたのは2021年7月に上場したロビンフッドだ。ロビンフッドのユーザー数は2021年上半期にほぼ倍増の2130万人に達し、しかも昨年の利用者の50%が投資初心者だという。このような急成長には犠牲が付きものだ。ミーム株騒動が最高潮に達した時期に、ロビンフッドは取引量、ボラティリティー、清算機関からの預託金要件などの対応に苦労した。2021年1月末には、ゲームソフト小売大手ゲームストップ<GME>や映画館チェーン大手AMCエンターテインメント・ホールディングス<AMC>を含むミーム株の取引制限を余儀なくされ、結果として規制当局による調査、訴訟、多くの悪評にさらされた。そして同年下半期には400万人のユーザーを失った。

フィンテックアプリの台頭

ここ数年、フィンテックアプリの急速な成長が話題となり、従来の証券会社との比較も盛んになされてきた。これらのアプリは見た目や感覚重視で、実質的な内容が不足している傾向がある。株の売買を合法的スポーツ賭博のようなゲームにし、映画のダウンロード並みに簡単にしているアプリに対する批判もある。

金融サービス調査・コンサルティング企業のコーポレート・インサイトで調査担当シニアディレクターを務めるジェン・テイラー氏は、「フィンテックの一貫した得意分野はデザインだ。物事をわかりやすくし、伝わりやすい言葉を使用し、直感的な体験を提供している。足りていないのは情報量だ」と述べる。

ただし、フィンテックとオンライン証券会社を常に単純比較できるわけではない。ウィーブルは、フィンテックが見ただけでなく中身においてもオンライン証券会社と互角に戦える可能性があることを示している。ウィーブルの最高経営責任者（CEO）であるアンソニー・デニール氏は、その違いがサイトの機能から顧客層にまで及ぶと指摘し、「われわれに適したトレーダーは、人々が電子掲示板のレディットで話していることではなく、高度なツールやチャートを活用した実際の分析に基づくよりスマートな投資行動を志向している」と述べる。

フィンテックの台頭は若い投資家の力を表しており、証券会社は若年世代を引き付け、教育し、受け入れる方法を模索している。モバイル中心のサイトづくりやSNSの活用は二つの例だ。フィデリティは、ここ1年でレディットと動画投稿アプリのティックトック（TikTok）上で独自のチャンネルを立ち上げており、インスタグラムも盛んに活用している。フィデリティで個人投資家向け証券部門の責任者を務めるスコット・イグナル氏は、「目指しているのは、貯蓄と投資を、潜在的な顧客にとってより親しみやすい方法で、身近で重要なものと感じてもらいたい」と述べる。

親しみやすさと包括性のバランスを取るのとは簡単ではない。証券会社によれば、比較的経験の浅い個人投資家でさえオプション取引に飛び込んでいる。マイクロ先物取引商品へのアクセスの増加が需要を押し上げている。チャールズ・シュワブで先物・外国為替部門のディレクターを務めるアダム・ヒッカーソン氏は、「先物や外国為替の取引口座の新規開設がこれまでになく増えている」と述べる。

このことは、証券会社がオプションをはじめとする商品について適切な入門者向けの情報を提供する必要のあることを意味する。それは十分な説明を提供しつつ、専門用語の使い過ぎを避け、対象者に使ってもらえるスマートさを備えたものでなければならない。

一部の証券会社は、大規模な金融機関の一部として設立された。本誌はそのような会社として、アリー・インベスト、JPモルガン・セルフダイレクテッド、ソーファイ・インベストの3社を調査した。各社とも、より広範な金融サービスの一部として投資を位置づけており、ウェブサイトやモバイルアプリもその前提で設計されているが、そこに問題がある。投資は複数の均等に重み付けされた商品の一つにすぎず、普通預金口座や住宅ローンが証券口座と同じくらい目立つようになってきているのだ。

これらの金融サービス企業が総合的なサイトを推進している一方、逆に分野特化型のアプリを提供している証券会社もある。インタラクティブ・ブローカーズは最近、社会的責任投資に特化したアプリと、グローバル市場に特化したアプリの二つを発表した。テイラー氏によれば、この動きはある意味で、総合アプリに取って代わられる以前の10年前の戦略への逆戻りとなっている。

■ 買収機会をうかがう各社

証券会社の合併の動きは鈍化しているが、一部の大手企業はまだ合併後の統合を推し進めている。チャールズ・シュワブは2020年にTDアメリトレードを買収し、モルガン・スタンレーはイー・トレードを買収した。昨年初め、英国を拠点とするIGグループ・ホールディングス<IGG.英国>は、テイスティワークスの親会社であるテイスティトレードを買収した。これらの買収の成功度合いによって、自己決定型投資の未来も変わってくるだろう。

証券会社は、特定分野の製品や専門知識をもたらす買収案件を探し続けている。一つの例がダイレク

トインデクシングだ。これはミューチュアルファンドや上場投資信託（ETF）に頼る代わりに個別銘柄を購入することで、インデックスへの追随を可能とする投資手法である。インタラクティブ・ブローカーズは、個人投資家向けにダイレクトインデクシングのツールの提供を既に始めており、フィデリティは今後数カ月以内に最小投資額5000ドルのダイレクトインデクシング商品を発売すると発表した。

この分野を専門とする優れた企業は複数ある。シュワブは2020年にモティーフを買収した。モルガン・スタンレーは昨年、パラメトリックの親会社である資産運用会社のイトン・バンスを買収することで、この分野の有力事業であるパラメトリック・ポートフォリオ・アソシエイツを獲得した。バンガードはジャスト・インベストを、JPモルガン・チェースは55ipを買収している。

シュワブは9月にダイレクト投資口座のパイロットプロジェクトを開始するための書類を提出しており、今年の展開が予想されている。シュワブの設定する最小投資額は10万ドルで、ファイナンシャルアドバイザーを通じた販売となるが、多くの人は、シュワブがこの技術をいずれ個人投資家向けに展開すると予想している。

3月中旬には、シュワブは45のテーマ別銘柄リストも立ち上げている。テーマ別投資の台頭は、個人投資家が自らのポートフォリオをより強力にコントロールすることを求めていることを示す兆候の一つだ。

そしてもちろん、取引高はさておいても着実に関心を集めている暗号資産（仮想通貨）がある。オンライン証券会社の対応は現在のところ分かれている。独立系はビットコインやイーサリアムといった暗号資産を熱心に売り出しており、インタラクティブ・ブローカーズは最も新しい参入者だ。一方、金融持株会社の傘下企業は、少なくとも三つの米国政府機関によって参入を禁止されている。だがその多くは、政府がゴーサインを出せばすぐに参入する計画を策定していると述べている。

By Matt Miller
(Source: Dow Jones)

5. 投資家は元来、非合理的

[インタビュー]

Investors Are Irrational by Nature. They Can Be Trained to Be More Rational
行動経済学者から見た投資行動

人間は必ずしも合理的な行動をするわけではない

行動経済学者で、デューク大学教授のダン・アリエリー氏に話を聞いた。アリエリー教授は、古典的な経済学はしばしば社会の強力な力を誤って診断していると考えている。従業員のモチベーションと株式市場のパフォーマンスとの相関関係を研究した結果に基づき、今年2月にハーバー・キャピタル・アドバイザーと共同で、従業員が「感謝されている」と感じている企業に投資する上場投資信託（ETF）を設定した。研究結果は、そのような企業が株価の上昇によって報われることを示しているという。アリエリー氏はニューヨークで生まれ、イスラエルで育った。17歳のとき、青年団の活動に参加していたところ、そばで軍の照明弾が爆発した。全身の7割にやけどを負い、3年近く病院で療養生活を送った経験がある。



Courtesy Dan Ariely

本誌：行動経済学と標準的な経済学とはどう違うのか。

アリエリー氏：標準的な経済学では、人々は完全に合理的であると仮定している。つまり、人々は常に正しい決断を下すということになる。一方、行動経済学は、何も仮定していない。その代わり、人々をさまざまな状況に置き、どのような行動をとるかを見ていく。

Q：人々が合理的に行動すると仮定すると、社会的に大きなコストがかかるか。

A：非常に大きい。もし人々が合理的であると考えるなら、望ましくない行動をするのを見るたびに、罰金で脅せば、すぐに良い行動をすると考えられるかもしれない。例えば、運転中の電子メールを例にとると、人々が合理的であれば、罰金を導入することで、運転中のメール送信を劇的に減らすことができるはずだ。しかし、罰金は運転中のメールに何の影響も与えていない。合理的な思考の結果の行動ではない。

人は糖尿病になりたくないとは仮定すれば、好きなものを食べさせても正しい行動をするはずだが、結局、食べ過ぎで運動不足の社会を作り上げ、非常に不健康になった。個人としても社会としても、医療費などの面で大きな代償を払っている。

Q：どうすれば、経済的に不合理な行動をしなくなるか。

A：不合理な行動に駆り立てる力がたくさんあるため、解決策は一つではない。例えば、ある日目を覚ますと、株式市場は下落しており、ストレスを感じたのですべてを売ろうとする。金融市場で迅速な執行ができないようになっていたらどうなるか。コントロールと柔軟性をあきらめると、ある程度は感情を抑えられる。金融市場ではない別の例を挙げると、多くの人が運転中にメールを送信するが、それが愚かな行為であることは誰もが知っている。しかし、携帯電話が鳴ったり振動したりすると、誘惑に負けて別の人間になってしまい、自分や他人の命を危険にさらすようなことをしてしまう。しかし、もし車の中に携帯電話を持ち込むことができなかったらどうか。携帯電話の電源を切らなければならないとか、トランクに入れて鍵をかけなければならないとしたらどうか。長期的な最善の利益のために行動させるには、短期的な利益が入り込まないようにすることが最善の方法であることもある。

Q：自分の不合理な行動を止めるのが上手か。

A：「イエス」でもあり「ノー」でもある。意思決定についてより深く知ることは、大きな決断に役立つ。小さな意思決定については、答えは「ノー」だと思う。ランチにフライドポテトを追加するか、スーパーマーケットで通路の端にある目に付く品物をつい買ってしまうとか、メールをしながら運転するとか、このような小さな決断は、良くなっているとは思えない。大きな決断について私の経験を一つ話そう。2008年、金融市場が不安定だった頃、妻と山に出かけたのだが、その日は株式にとって危険な金曜日になりそうだった。そこで私は、証券会社の口座に間違ったパスワードでログインして口座がロックされ、口座の中をのぞくことすらできないようにした。

従業員への会社に対する感情に基づいた投資信託を設定

Q：なぜ、従業員を大切にしている企業に投資するETFを始めたのか。

A：過去6年間、私は従業員が会社に対してどのような感情を抱いているかというデータを集め、それが株式市場のパフォーマンスにどのような意味を持つのかを見てきた。そして、株式市場の高いパフォーマンスと相関関係のある企業の行動とは何かを理解するようにしてきた。給与の絶対額の水準とは相関性がなく、給与の公正さに対する従業員の認識と相関性があることが分かった。

Q：10代の頃にやけどをしたことが、現在の研究に影響しているか。

A：やけどはすべてを変えた。長い間、とてつもない痛みを経験した。長い間、普通の人ができるようなことは何もできなかった。そして、3年後に退院した後も、人間社会の一員であることを感じられなかった。私は、自分が変わりもので、孤立しているように感じ、部外者として物事を見るようになった。

Q：自分が変わっていることに感謝することはあるか。

A：けがをしたことには、幾つかの利点があると思う。人生観が変わった。感謝の気持ちもある。ただ、このようなけがは誰にも勧められない。

大きな間違いをしないようなシステムを作る

Q：多くの米国人は、退職後にお金が不足するとか、介護費用について心配し、支出を抑えている。なぜか。

A：確定拠出年金という米国の退職金制度には資金が尽きるのではないかという心配が組み込まれている。かなり前、比較的裕福な退職者たちを対象に研究し、人々の心配の強さを実感した。薬を半分に減らす人もいた。そこで、確定給付金をもらっているカナダの教員と比較した。客観的に見て、カナダの教師の貯蓄は、研究対象だった裕福な米国人よりも少なかったが、カナダの給付金は毎月入金されるため、先生たちは心配していなかった。米国人の場合は、何が起るか分からないため、貯蓄が十分だとは思えない。

Q：どうすればよいか。

A：お金は十分あるのに不安な人たちをどうしたらいいかというと、ここに一つのアプローチがある。ある夫婦が私のところに相談に来た。比較的良い収入を得ていたが、退職した途端、お金を使うことに大きなストレスを感じるようになったという。そこで私は、1年間に使いたいと思う金額を決めて、毎年1月1日にその金額を別の口座に移すようにと助言した。そしてもし使い切れなかったら、チャリティーに寄付するように言った。この方法では、預金残高が減る金額は決まっている。お金を使わず貯蓄にまわそうと考える必要はなく、個人的に使うか、チャリティーに回すかを決めるだけだ。1年の総額を決定することで、より長期的な支出計画に沿った意思決定ができるようになる。

Q：逆の問題について、つまり人々がより貯蓄するにはどのような仕組みがあればよいか。

A：2人の人がいて、どちらも月初めに給料をもらっているとする。1人は毎月2日に家賃と長期積立貯蓄が差し引かれ、もう一方の人は19日に引き落とされる。この2人の違いは何か。2人目の人は毎月18日間、自分は金持ちだと思っている。月初めにお金が消えてしまう人は、お金がないことが分かっている。暮らし向きがよくなるはずだ。「合理的になれ」と言ってもなれない。必要なのは、人間の限界を考慮した上で、クレジットカードや積立貯蓄制度など、大きな間違いをしないようなシステ

ムを作ることだ。

Q：クレジットカードの場合、使い過ぎて使用額が増えたほうがカード会社にとっては利益になる。

A：それが一般的な課題の一つだ。例えば、配偶者とか、自分自身の長期的な幸福に本当に関心を持ってくれる人が周りにいるだろうか。相手の長期的な幸福には関心がなく、今すぐ他人のお金や時間、注意を引きつけたい人たちが周りにたくさんいる。

Q：このような状況を見て、未来について楽観的になるか、それとも悲観的になるか。

A：私は楽観的だ。もしこの世界と現在の状態があり得る最善のもので、80億人の理性的な人々の判断の結果だと考えているとしたら、非常に悲しい。しかし、80億人の不合理な行動の結果であると考えらるなら、改善の余地は大いにあるはずだ。行動経済学の視点は、ある意味悲しいが、楽観的でもある。人間は欠陥があり、感情的で、近視眼的で、執念深いという点では悲しいことだが、人間はもっと良くなるはずだから楽観的でいられる。

By Neal Templin
(Source: Dow Jones)

6. 株式市場は戦争もインフレも金融政策も気にせず Stocks Shrug Off War, Inflation, and the Fed, but for How Long? 債券市場の動きに逆行して株式市場は上昇

[米国株式市場]

2週連続の上昇



NYSE

米連邦準備制度理事会（FRB）はインフレとの戦いに関して厳しい発言をしており、株式市場はそれを好意的に受け止めている。しかし、パウエル議長が率いるFRBが言葉通りに実行したとしても、株式市場がそれほど落ち着くことは期待しない方がよい。

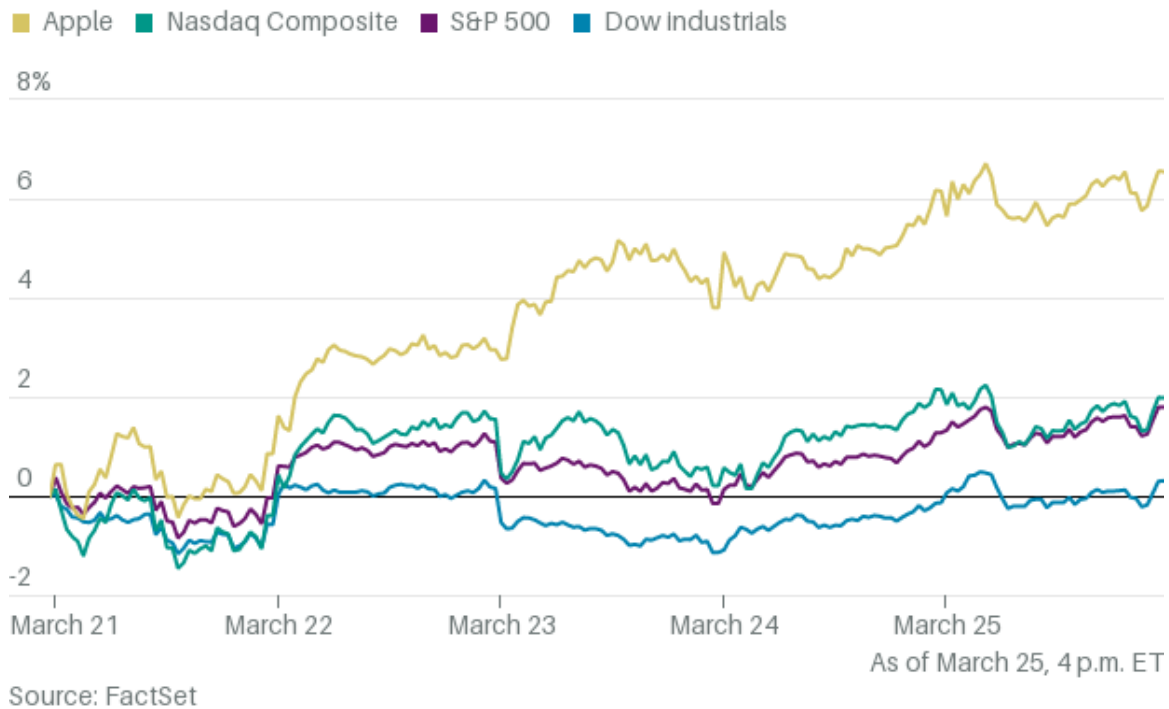
主要株価指数を見ると、S&P500指数は週間ベースで2週連続の上昇となり、1.8%高の4543.06で引けた。ナスダック総合株価指数は2.0%高の1万4169.30で取引を終えた。ダウ工業株30種平均は0.3%高とほぼ横ばいで週を終え、終値は

3万4861ドル24セントだった。S&P500指数の過去2週間の上昇率は8.1%で、2020年4月以降で最大だった。小型株のラッセル2000指数は0.4%下落して2077.98で週末を迎えた。

株式が債券の代わりの受け皿に

先週の上昇につながった「好材料」を探すのは無駄で、少なくとも従来のような意味での好材料はなかった。ロシアのウクライナ侵攻は終わる気配が見えず、FRBのパウエル議長や他の地区連銀総裁は、今後の会合における0.5%の利上げ幅の可能性を口にしていった。そして債券市場の下落が続き、米10年国債の利回りは2.491%と2019年5月以来の高水準で週を終えた。

Market Performance



国債市場が1949年以降で最悪の年となる状況にあるため、投資家は資金の投入先を他に探しており、結果として株式に落ち着いたのかもしれない。株式と債券の価格は、2022年初めのように同じ方向に動くことが、ここ数週間なくなった。キャピタル・エコノミクスのトーマス・マッシューズ氏は、その代わり、ロシアのウクライナ侵攻後のように債券価格が上昇すると株価は下落したと指摘する。

投資家は紛争の長期化を受け入れたように見えるものの、懸念されたほどの経済的影響がないため、債券価格は下落し、株価は上昇している。マッシューズ氏は、「今月は、ロシア・ウクライナ戦争の影響に対する投資家の心理が改善し、安全な資産（国債など）を犠牲にしてリスクのある資産（株式など）の需要が高まったことが、両者の動きが乖離（かいり）した少なくとも一つの要因だと考えられる」と説明する。

先には売り場が待っている

投資家心理がこれ以上悪くなることはないようだ。先週、BofA証券のブルベア指数は、2020年3月以降で初めて「極端な弱気」の水準に落ち込み、市場が反発するタイミングであることを示すシグナルとなった。BofA証券のチーフ投資ストラテジストであるマイケル・ハートネット氏は、2013年以降、こうした数値が出た場合、MSCIオール・カントリー・ワールド・インデックスはその後の3カ月で平均7.9%上昇していると指摘する。それでもハートネット氏は、強いインフレ、金利上昇、成長率への潜在的なショックを考えると、この上昇はそれほど長くは続かないだろうと考えており、「第2四半期には強力な売り場が待っている」と記している。

その可能性は高いが、市場の急落が確実なわけでもない。JPモルガンのテクニカルストラテジスト、ジェイソン・ハンター氏によれば、歴史的に見ると、S&P500指数は今後6カ月間、レンジ相場になる可能性があるという。ハンター氏は、FRBが1983年、1994年、2004年、2015年に利上げを開始した際、S&P500指数は半年の間、10～15%のレンジで取引されており、今回も同じようになる可能性があるとして指摘する。ハンター氏は「市場が金融緩和政策の転換と折り合いをつける中で、S&P500指数は20

22年初頭のレンジ内での動きが続くと考える」と記している。

結局、こうした市場環境で売買するのはそれほど簡単ではないようだ。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

7. FRBは経済をソフトランディングさせられるか If the Fed Pulls This Off, It's Party Time 1994年の再現を期待

[コラム]

FRBが偉業を達成した1994年

それは1994年のようなパーティーとなるだろうか？1994年は米連邦準備制度理事会（FRB）が経済的に最もまれな偉業、すなわちリセッション（景気後退）に陥ることなくインフレを抑制するソフトランディングを実際に達成した年として記憶されている。

FRBは、予想外の25ベーシスポイント（bp）のフェデラルファンド（FF）金利の引き上げを皮切りに、断固として金融政策を引き締めることでそれを実現した。その後、予想を上回る50bpの急激な利上げを繰り返し、最後に75bpの利上げを行い、1年余りでFF金利は3%から6%へと2倍となった（1bpは0.01%）。これにより、FRBはリセッションを伴わずにインフレ率を3%未満に抑え、世紀末のドットコム主導による好景気の舞台を整えたのだ。



Brandon Bell/Getty Images

しかし、住宅ローン担保証券（MBS）市場の混乱、カリフォルニア州オレンジ郡の金利デリバティブ取引の失敗による破綻、メキシコのパeso危機（米国が救済）など、経済のソフトランディングに波風が立たなかったわけではない。今世紀に入り、FRBは、2004年から2006年にかけて極めて慎重に17回の利上げを行い、2008年から2009年の金融危機の終了後、2015年後半までの長い間、ゼロ金利を維持した。現在、経済が2020年の新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の危機から回復し、インフレ率が40年ぶりの高水準となったことから、FRBはゼロ金利から利上げを行い、大量の債券購入を終了して、緩やかに金融引き締めを行っている。

3月15、16日の連邦公開市場委員会（FOMC）での対応と予測によれば、FRBはこのパターンを継続するように思われた。FRBが公表した経済見通し（SEP）の中央値では、2022年末のFF金利は1.9%で、2023年と2024年末にはそれぞれ2.8%となり、FRBの中立金利の予想値2.4%をわずかに上回った。この緩やかな調整により、2023年末にはインフレ率が2%台まで急低下し、その間失業率は上昇せず、経済成長率は2%近辺で推移すると想定されていた。

今、起きているのは2007年の再現か

このような穏当な結果があり得ないことは、本誌で先週3月18日に指摘した通りである。その後、FRB高官は、データの裏付けがあれば、より急激な50bpの利上げもあり得るとの見解を表明した。シティグループのチーフエコノミストであるアンドリュー・ホレンホースト氏が3月25日に5月、6月、7月にそれぞれ50bpの利上げが行われるとの予測を発表するなど、ウォール街のFRBウォッチャーの間で利上げ予想の引き上げが相次いだ。

市場はこれに反応し、3月25日のFF金利先物は年末までの目標レンジを2.50%～2.75%に、2023年半ばのピークを3.00%～3.25%に設定するとの予測を示した。2年物国債と10年物国債の利回りがそれぞれ34bp上昇し、10年物国債は一時2.50%を上回った。一方、主要株価指数はナスダック総合指数を筆頭に2週連続の上昇を記録した。S&P500指数は1.79%上昇し、1月3日に記録した史上最高値をわずかに5.29%下回る水準だ。

エバーコアISIは3月25日に書面で、「株式市場は、ウクライナ戦争と原油価格の高騰に金利の上昇が重なり、この1カ月間、ありとあらゆるものを投げつけられてきた」と指摘した。シティグループの元最高経営責任者（CEO）が「音楽が鳴っている間は、踊り続けなければならない」と述べたことで有名な2007年のようなパーティーの中にわれわれはいるのかもしれない。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

8. 米国石油精製業界が「黄金時代」を迎えている理由

[投資戦略]

Why This Is a 'Golden Age' for U.S. Refiners
天然ガスの価格差拡大で精製コストが優位に

石油精製向け天然ガス需要が拡大



Gabby Jones/Bloomberg

米国の石油精製業者は再び活況に沸いているが、これらの企業の株式への投資はかなり活況という状況ではない。エネルギー担当のトップアナリストの1人は、投資家は参加すべきだと語る。エネルギー価格の高騰は容易に収束せず、利益の急拡大は今後10年間続く可能性がある。欧州は天然ガスを得るために、巨額のプレミアムを払わねばならない。

天然ガスを知る上で、二つの重要なことがある。天然ガスはガソリンやその他の燃料を生産する上で、多くの投資家の認識よりも大きな役割

を担い、輸送には巨額の費用がかかる。

アルコール飲料の蒸留所では、発酵麦芽汁（要するに水っぽいビール）からアルコール分が多い蒸気を得るために、大量の熱が必要である。その後、蒸気は冷却されて液体に戻る。精油所では水っぽい

ビールは原油であり、蒸留器は巨大な塔である。石油精製品は燃料油から重質のアスファルトまで多岐にわたり、最も売れる中間留分にはガソリン、ジェット燃料、軽油など幾つかの精製品が含まれる。必要な熱の一部は蒸留工程で産出されるガスを燃焼させることで得られるが、天然ガスを外部から購入して補っている。

天然ガスは、残留油分の精製にも有用だ。例えば、重油は船舶の燃料として使われるが、2020年には国際海事機関（IMO）が船舶燃料油の硫黄含有量を3.5%から0.5%以下にする規制を導入した。燃料油と水素を合わせれば硫黄を除去することが可能であり、リンデ<LIN>やエア・プロダクツ・アンド・ケミカルズ<APD>といった産業ガスメーカーは、水素を販売して潤っている。しかし、水素を大量に消費するユーザーは、天然ガスに含まれるメタンを水素と二酸化炭素に化学分解し、水素の自社生産も行っている。

石油精製業者による天然ガス消費量は拡大しているが、これは軽質燃料油の増産と規制適合重油生産のための脱硫処理が増加したためだ。

パンデミック期の精製能力削減も

一方、過去1年に米国産天然ガスの価格は、直近の百万Btu（英国熱量単位）当たり5ドル50セントまで2倍に上昇した。しかし、オランダの指標価格は約36ドルまで、5倍超に急騰した。

ロシアは、供給停止以前には欧州の原油消費量の4分の1超を供給していた。原油は輸送が容易であるため、ロシアの穴を埋めることは可能である。そのため、原油価格は至る所で上昇しているものの、米国産WTI価格は1バレル当たり112ドルと、英国産ブレント原油の118ドルと比べて大差はない。天然ガスは違う。ロシアは欧州の天然ガス需要の40%を供給しており、代替するのは容易ではない。

バンク・オブ・アメリカ・グローバル・リサーチで石油・ガス部門を率いるダグ・レゲート氏によれば、現在の天然ガスの米国と欧州の百万Btu当たりの価格差が30ドルであれば、米国の精製業者には1バレル当たり9ドルのコスト優位性がある。通常条件下の長期的なキャッシュマージンは、1バレル当たり5ドルにすぎない。

もちろん、現在の極端な価格が永遠に続くことはないだろう。米国と欧州が輸送ターミナルの建設を急ぐ公算は大きいですが、そうだとした場合にも建設には数年を要する可能性がある。レゲート氏は、10年後には天然ガスの価格差が百万Btu当たり約5ドルに縮小すると推測している。それでも、米国の精製業者のキャッシュ利益は1バレル当たり1ドル50セントが加えられ、通常よりも30%増加する。

欧州の一部の精製業者は赤字の精油所を閉鎖し、欧州から米国への石油製品輸出の縮小につながる可能性がある。それは米国市場をさらに逼迫（ひっぱく）させるだろう。すでに、石油製品の需要は供給を上回っている。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の間、道路はがら空きで石油精製業者は赤字でガソリンを販売し、財務状況の悪化を防ぐために精製能力の削減を余儀なくされた業者もあったためだ。

■ 株価は前回ピークを下回る

石油精製業者の利益は、拡大する一方だ。石油精製大手バレロ・エナジー<VLO>の場合、今年の1株当たり利益（EPS）のコンセンサス予想は7ドル67セントであるのに対し、2年前は赤字であり、直近でEPSが最高だった2018年は7ドル37セントだった。直近株価は97ドルでパンデミック期の安値から上昇しているが、2018年の最高値である120ドルを下回る。レゲート氏が予想する利益はコンセンサス予想を大幅に上回り、米国の石油精製業者は株価上昇が加速する「黄金時代」を迎えていると語る。レゲート氏はセクターでバレロに最も注目し、目標株価は135ドルと40%近い上値余地を見込んでいる。レゲート氏は大規模な精油所を保有するマラソン・ペトロリアム<MPC>、フィリップス66<PSX>、パイプラインや探鉱サービスを展開するHFシンクレア<DINO>にも、同様に注目している。

利益の拡大は、必ずしも株価を後押しするとは限らない。本誌のグループ企業オイル・プライス・インフォメーション・サービス（OPIS）の石油担当チーフアナリストであるデントン・チンクグラーナ氏は、「直近で1ガロン当たり4ドル30セント弱のガソリン価格（全国平均）は、夏のドライブシーズンのピークには軽く5ドルに上昇するが、その後はガソリンの供給が増加するため、年末には4ドルを下回るだろう」と語る。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

9. 米国で高まるロシアからのサイバー脅威

[ハイテク]

Here Are the Real Cyber Threats

専門家に聞いたセキュリティ対策の現状とは

■ ロシアによるサイバー攻撃の可能性が高まっていると米国政府が警告



Samuel Corum/Bloomberg

地政学的リスクがここ数十年の最高レベルに上昇する中、バイデン大統領は先週、米国企業の経営幹部に対し、ロシアからサイバー攻撃の脅威が迫っていると警告し、セキュリティを強化するよう呼びかけた。

大統領官邸がロシアのサイバー脅威を懸念している理由を理解するため、2017年に起こったハッキング事案についておさらいしておこう。

この事案では、ロシア軍のハッカーがウクライナを攻撃するためにNotPetya（ノットペトヤ）

と呼ばれるマルウェアを使用した。その影響はウクライナだけでなく他の多くの国に及んだ。ノットペトヤは広く使用されていたウクライナの税務会計ソフトウェアの更新機能としてアップロードされ、急速に拡散した。米国政府の推定では、多国籍企業における損害は約100億ドルに達した。同様のことが再び起こる可能性がある。

米国サイバーセキュリティ・インフラセキュリティ庁（CISA）は、国家が支援するロシア活動家

がさまざまな産業や政府および選挙組織を標的にしていると警告しており、海底ケーブル、衛星通信システム、産業用制御装置がリスクにさらされているとみている。こうした分野への攻撃の先例には、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、2020年のIT管理ソフトウェア会社ソーラーウィングズのソフトウェアサプライチェーンにおける事案などがある。

ウクライナで戦争が始まって以降、サイバー攻撃は表面化していない。だが米国の当局者は、ロシアの活動家が米国のネットワークを精査し脆弱性を探し求めていることを示す証拠があるとしている。米国のインフラの大部分（電力網、通信サービス、パイプライン、水道システム、病院）は民間部門によって管理されているため、防御は米国経済をけん引する数千社の企業に依存している。

筆者は先週、主要なサイバーセキュリティ企業の幹部に連絡を取り、目下の脅威を評価するよう依頼した。以下、これらの幹部が語った内容を報告する。

サイバー攻撃は今後本格化する可能性がある

これまでのところ顕著なサイバー攻撃は発生していないが、それ自体にはあまり意味はない。ウクライナの驚くべき防衛能力と西側諸国による一致団結した経済制裁がロシアをより積極的なサイバー攻撃に駆り立てる可能性があるからだ。

サイバーセキュリティ企業ブルーヴォヤントの会長、トム・グローサー氏は、ロシアのサイバー専門知識が過大評価されていると結論付けるのは誤りだと言う。同氏は「サイバー活動家に何ができるかは未確認だ。つまり当社の顧客は警戒する必要がある」と話した。

一部のセクターでは他のセクターよりも準備が整っている。サイバーセキュリティサービス企業マンドリANT＜MNDT＞（アルファベット＜GOOGL＞による買収手続き中）のインテリジェンス分析担当バイスプレジデント、ジョン・ハルトキスト氏によると、金融サービスおよび石油ガス・セクターは「最も成熟したセキュリティ対策」を講じており、高度なセキュリティ慣行をいち早く採用してきたという。さらにハルトキスト氏は、これらのセクターの企業はロシアの脅威について常に考えており、これまでに受けた攻撃は結果的にセキュリティシステムの複数年にわたるテストにつながったと指摘する。

対策の基本は従業員教育とソフトウェアパッチ

サイバー脅威の検知を専門とする企業、センチネルワン＜S＞の最高執行責任者（COO）であるニコラス・ワーナー氏によると、ロシアの活動家はかなり平凡なテクニックと戦術に頼っており、それがネットワークの異常な動きを検知するための従業員トレーニングやソフトウェアへのパッチの適用といった「基本衛生」に取り組む理由だという。「商用ソフトウェアには既知の脆弱性があり、マルウェアを使用する活動家はそのことを知っている。基本衛生を実行することで脅威は大幅に軽減される」。

サイバーセキュリティ製品・サービス会社のクラウドストライク・ホールディングス＜CRWD＞の最高技術責任者（CTO）、マイケル・セントナス氏は、脆弱なソフトウェアにパッチを適用するという一般的なアドバイスは口で言うほど簡単ではないことが多いと指摘する。「パッチの適用は大きな問題だ。数カ月も前からパッチが適用可能になっているのに脆弱性が修正されていないケースがよく

見られる。パッチがコンピューターを破壊することが懸念されるケースもある。しかも、パッチが一つだけということはない」。セントナス氏によると、攻撃の60%以上にはマルウェアが使用されており、ハッカーは保護が不十分なネットワークに侵入するために盗まれた認証情報やその他の簡単な方法を使用する可能性があるという。

古いシステムが残る社会基盤への攻撃が懸念される

影響が現実世界に及ぶリスクもある。ブルーヴォヤントのグローサー氏は、浄水場や発電所などの社会基盤の中にはもともとネットワーク接続を念頭に置いて設計されていない古い技術が使用されているものがあると指摘する。グローサー氏は、ロシアが産業機器に組み込まれたシステムを攻撃するリスクがあるとみており、「電力網の機能を停止できれば特定の地域の人々に最大限の影響を与えられる」と語る。

とはいえ、マンディアントのハルトキスト氏は「誰もパニックに陥るべきでない」と付け加える。潜在的な攻撃の大半は「非暴力的で可逆的」であるからだ。ハルトキスト氏は、ロシアは現実世界の兵器による報復を引き起こさずに制裁に対処する方法を模索していると考えている。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

How Putin's War Made These 3 Fertilizer Producers Hot Stocks
プーチン氏の戦争により、高騰する肥料関連3銘柄

さらに上昇余地のある銘柄も



Illustration by Elias Stein

ロシアのウクライナ侵攻以来、カナダのサスカトゥーン市にある西半球最大の肥料メーカー、ニュートリエン<NTR>の株価は37%上昇している。一方で石油大手に投資する上場投資信託（ETF）であるエネルギー・セレクト・セクターSPDRファンド<XLE>の同期間の上昇率は、わずか13%だ。

肥料の原料は、カリ、リン酸塩、天然ガスなどだ。ロシアとベラルーシは、世界のカリの3分の1以上を生産しており、天然ガス市場での影響力も大きい。そのような中、ベラルーシによるカリの輸出は、侵攻前には西側諸国の制裁措置によって制限されていた。一方のロシアは3月4日に自ら輸出を停止している。カリ肥料の価格は、年初来75%上昇している。さらに、天然ガスから作られる2大窒素肥料の一つである尿素は、1カ月で60%上昇している。

だが市場はダイナミックだ。ファースト・アベニュー・インベストメント・カウンスルのブライアン・マデン最高投

資責任者（CIO）によると、ニュートリエンには、ロシアとベラルーシで停止したカリ生産能力の3分の1以上を代替する予備生産能力があるという。一方でサウジアラビアと湾岸諸国は、窒素肥料の生産量を年間7～9%ずつ拡大している。大きな打撃を受けるのは、毎シーズン窒素肥料を散布している農家だ。だが残された肥料で作物を育てることでカリやリン酸肥料の散布を、1～2年見送ることも可能だ。例えばとうもろこしに必要なのは窒素、小麦や大豆にはリン酸やカリが必要といった具合であり、作物の変更が有効となる。

北米の生産者は、安価な天然ガスが入手できるという点で、欧州のライバルよりも有利な立場にある。そのような状況で、あらゆる肥料を生産するニュートリエンの北米大陸における主要なライバルは、米国最大の肥料メーカーであるモザイク＜MOS＞とCFインダストリーズ・ホールディングス＜CF＞の2社である。パイパー・サンドラーで化学・農業セクターを担当するアナリストのチャールズ・ニーバート氏は「CFは、米国の安価な天然ガスが入手可能なことで、競争相手を一掃できるかもしれない」と述べる。とはいえ、「3社はともに優れたキャッシュフローを創出している。多額の新たな設備投資は必要ない」として、3銘柄を選好する。ニュートリエンは、ニーバート氏が目標株価とする110ドルに迫る勢いで上昇している。モザイクとCFはさらに20%の上昇余地があるとする。

■ 今週の予定

3月28日（月）

- ・ 投資銀行ジェフリーズ・ファイナンシャル・グループ＜JEF＞が2022年度第1四半期決算を発表。
- ・ 米ダラス連銀が3月のテキサス州製造業景況指数を発表。コンセンサス予想は12.5と、2月から1.5ポイント低下。数値は2020年7月以来プラスが続いており、同地域の製造業セクターの成長を示している。

3月29日（火）

- ・ ペット関連の電子商取引（eコマース）を手掛けるチューイ＜CHWY＞、スポーツウエアメーカーのルルレモン・アスレティカ＜LULU＞、調味料大手のマコーミック＜MKC＞、半導体大手マイクロン・テクノロジー＜MU＞、大手アパレルメーカーのPVH＜PVH＞が決算発表。
- ・ 設計用ソフトウェア開発会社オートデスク＜ADSK＞と太陽光発電用インバーターメーカーのソーラーエッジ・テクノロジーズ＜SEDG＞が投資家向け説明会を開催。
- ・ 米労働統計局（BLS）が求人離職統計（JOLTS）発表。エコノミスト予想では、2月末時点の求人件数は1130万件と、1月からほぼ横ばい。求人件数は過去最高の水準を維持し、労働市場の逼迫（ひっばく）は続く。
- ・ S&Pコアロジックが、1月のケース・シラー住宅価格指数を発表。エコノミスト予想は前年同月比18.8%の上昇で、12月の上昇率とほぼ同じ。2021年はアリゾナ州フェニックス、フロリダ州タンパ、同マイアミなどで前年同月比27%以上の上昇率を記録し、統計開始以来34年間で最高となった。

3月30日（水）

- ・ 給与計算代行のオートマティック・データ・プロセッシング＜ADP＞が3月の非農業部門の米民間就業者数を発表。コンセンサス予想は前月比40万人増。一方で非農業部門の民間就業者数は、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）以前の水準に比べ依然として300万人少ない。
- ・ ドイツのバイオ医薬品メーカー、ビオンテック＜BNTX＞、中小企業向けアウトソーシング・サービスのペイチェックス＜PAYX＞が四半期決算発表。
- ・ 米商務省経済分析局（BEA）が第4四半期のGDP確定値を発表。予想成長率は季節調整済み年率換算

7%と、改定値と変わらず。

3月31日（木）

- ・ ドラッグストア・チェーン大手のウォルグリーン・ブーツ・アライアンス<WBA>が決算コンファレンスコールを開催。
- ・ 米サプライ管理協会（ISM）が3月のシカゴ購買部協会景況指数（シカゴPMI）を発表。予想値は56.5と2月からほぼ横ばい。
- ・ BEAが2月の個人所得・支出統計を発表。個人所得のコンセンサス予想は前月比0.6%増（1月はプラスマイナスゼロ）、個人消費支出（PCE）は同0.3%増（1月は2.1%増）。

4月 1日（金）

- ・ BLSが3月の雇用統計を発表。非農業部門就業者数のコンセンサス予想は前月比45万人増（2月は同67万8000人増）。失業率の予想は3.7%と、2月の3.8%から若干低下。過去2カ月を合計した実績は、コンセンサス予想を63万3000人上回るサプライズとなった。失業率は、50年ぶりの低水準となった2020年2月の3.5%に近づきつつある。

By Craig Mellow
(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』 2022/03/27

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