

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2022/04/03

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

- | | |
|--|--------------|
| 1. <u>マイホーム、断念組が増加 - Why First-Time Home Buyers Are Walking Away</u> | [カバーストーリー] |
| 供給不足に金利上昇が追い打ち | P.1 |
| 2. <u>米、利上げで景気後退に現実味 - Rate Hikes Raise the Odds of a Downturn. And the Fed's Record Isn't All That Great.</u> | [フィーチャー] |
| F R Bはソフトランディングが苦手? | P.4 |
| 3. <u>アクティブ型ETFを阻む理由 - What's Holding Back Actively Managed ETFs</u> | [ファンド] |
| 規制など障害に | P.6 |
| 4. <u>バリュー投資家は今が買い時 - Volatility Means It's Time for Value Investors to Pounce</u> | [インタビュー] |
| コースウェイ共同設立者インタビュー | P.9 |
| 5. <u>株式市場、インフレの惨事回避 - How the Stock Market Dodged Inflation-Induced Disaster</u> | [米国株式市場] |
| マイナスの実質金利が下支え | P.12 |
| 6. <u>マイクロンは過小評価 - Micron Stock Trades Like a Commodity—It Deserves Far Better</u> | [ハイテク] |
| 自動車向けメモリー需要に期待 | P.14 |
| 7. <u>3～6%の利回りを探せ - Missed the Dip in Stocks? Here's Where to Find Yields of 3% to 6%</u> | [投資戦略] |
| 安値拾い逃してもチャンス | P.15 |
| 8. <u>日本株にはご用心 - U.S. Investors Should Be Wary of Betting on Japan's Booming Stock Market</u> | [コラム] |
| 円安は停滞の兆候 | P.17 |
| 9. <u>堅実配当の10銘柄 - These 10 S&P 500 Stocks Have Solid Dividends, Not Just Big Buybacks</u> | [インカム投資] |
| 株主利回りスクリーニング | P.19 |
| 10. <u>今週の予定 - Defense Stocks Rose. Then a Proposed Budget Set Them Back</u> | [経済関連スケジュール] |
| 防衛銘柄、予算教書発表後に下落 | P.21 |

※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. マイホーム、断念組が増加 Why First-Time Home Buyers Are Walking Away 供給不足に金利上昇が追い打ち

[カバーストーリー]

住宅競争が激化



Illustration by Justin Metz

ケリー・ストフコ氏（25）と婚約者のリアム・マクレー氏（26）が昨年8月にマイホームを探し始めた時、2人は当時暮らしていた800平方フィートのアパートより広い家を購入する予定だった。半年後、何十件もの内覧に出かけ、8件の入札に敗れた2人は家探しをあきらめた。ストフコ氏は「人生で最もストレスがたまる6カ月だった」と吐露。家探しに集中するために結婚を延期したのに、失敗に終わったと話した。

住宅価格の歴史的な上昇や住宅ローン金利の最近の急騰、根強い販売用住宅在庫の不足が相まって、「家を買う」という夢に届かない米国人が増えている。こうした人々は今後数カ月でさらに増える公算が大きい。全米不動産協会（NAR）のシニアエコノミスト、ナディア・エバンゲルー氏は、初めて家を買う人の中で190万人が今年、市場から締め出されると予想している。

手元現金がない買い手が直面している課題は特に厳しい。こうした買い手候補は、過熱と高騰が続く住宅市場で他の買い手と競争するか、毎年2桁台のペースで賃料が上昇する賃貸住宅を選ぶかという難しい選択を迫られている。この選択は住む場所を決めるだけでなく、経済的な影響を及ぼす。

若年層の住宅購入者の急増は、長年にわたって住宅市場強気論の原動力となってきた。実際、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）以前、若年層の買い手は増えつつあった。住宅市場では、パンデミックによって一時的に動きが停止した後、住宅購入が急増した。コロナ下に毎日の通勤から解放されたことや、政府の補助金や株式の含み益に後押しされたことなどで、多くの買い手が押し寄せたためだった。若年層の買い手も市場に参入した。NARによれば、ミレニアル世代は2020年7月～2021年6月の購入者の43%を占め、前年同期の37%から上昇した。

競争激化に伴い、S&Pケース・シラー住宅価格指数は2020年に10.4%上昇した。2021年の上昇率は18.8%と、34年ぶりの大きさだった。一部の市場ではさらに高い上昇率を記録した。アリゾナ州フェニックスは33%、フロリダ州タンパは29%だった。

パンデミックの大部分の期間は、住宅価格が2桁台のペースで上昇しても、住宅ローン金利の低さと、家計所得の増加によって相殺された。NARの住宅取得能力指数によれば、2020年の住宅価格は2013年以来で最も手頃な水準だった。その後、住宅ローン金利が上昇し始めた。住宅価格の上昇とともに住宅購入の環境は悪化し、第4四半期の住宅取得能力指数は2018年以来で最低の水準に落ち込んだ。今年3月、30年住宅ローン金利は4%超に上昇した。

30年固定住宅ローン金利は3月、米連邦準備制度理事会（FRB）のインフレ抑制策などにより、2018年終盤以降で最高の水準に達した。不動産ウェブサイトのリアルター・ドット・コム（Zillow）の住宅ローン計算ツールによれば、この金利上昇により、35万ドルの住宅に対する毎月のローン支払額は2021年末から約250ドル増加している。NARのチーフエコノミスト、ローレンス・ユン氏によれば、30年固定住宅ローンの平均金利は年内に5%まで上昇する可能性がある。この金利では、2021年末に比べて買い手の負担が毎月300ドル増える。

賃金上昇、住宅価格に追い付かず

The rate on a 30-year mortgage has jumped more than a percentage point in a matter of months.



あいにく、賃金の上昇はコストの増加に追い付いていない。NARの調査では、2021年第4四半期の家計所得に占める住宅ローンへの平均的な支出割合は16.9%で、前年同期の14.7%から上昇した。リアルター・ドット・コムが米国の都市圏300カ所の所得と物件リストのデータを分析したところ、2019年2月から2022年2月にかけて、住宅の平均的な提示価格は平均所得の2倍のペースで上昇していた。全体として、住宅価格の伸びは82%の市場で所得の伸びを上回った。

一方、住宅販売件数は急激に落ち込んでいる。物件の掲載件数はすべての価格帯で見ると平均で70%減少しており、最も極端に不足しているのは低価格帯の住宅だ。リアルター・ドット・コムの分析によると、全米では2022年2月時点で50万ドル未満の住宅の掲載件数が2019年2月に比べて74%減少している。

こうした要因によって住宅の購入しやすさは低下している。調査対象の都市圏の3分の2で、中所得層の買い手が購入できる住宅の割合はパンデミック前の水準を下回った。一部の市場では、賃金の伸びが平均を上回っているにもかかわらず、中所得層向け住宅の割合が急激に低下している。テキサス州オースティンでは平均所得が推定で16.7%増加したにもかかわらず、平均的な世帯が購入できる住宅の割合は2019年の26%から9%に低下した。

購入しやすさの変化は提示価格に基づいており、入札競争の影響を考慮していない。不動産ブローカーのレッドフィンの報告では、2月の入札競争の件数は過去最高を記録した。NARの調査によれば、2月に販売された住宅は平均で5件の購入オファーを受けており、約半数の買い手が提示価格を上回る価格で応札している。特に過熱した市場では、住宅やマンションを購入するには、他の買い手に入札で勝ち、物件を実際に訪問する前に購入の意思を示し、現金で購入代金を支払ったり、建物状況調査やローン条項（住宅ローンが契約できなかった場合にキャンセル可能となる条項）を放棄したりと、複数の条件を満たさなければならない可能性がある。

ストフコ氏と婚約者は、複数の住宅の入札で提示価格を上回る買値を提示し、「考え得るすべての権利を放棄した」と語る。資金力がある買い手との競争は厳しく、最大で提示価格を4万5000ドル上回る買値をオファーしたと言う。それでも2人は競り負けた。

全米の各地域の住民向けのフェイスブックグループや、インターネット掲示板のレディットでは、住民が家賃や住宅費が高過ぎると不満を述べている。グーグルの検索ワードのトレンドによれば、「家賃 値上げ」や「手頃な住宅」といったキーワードの検索件数は3月に過去最高を記録した。一方、連邦住宅抵当公庫（ファニーメイ）の調査に対して、今が住宅の買い時だと思うと答えた回答者の割合は過去最低付近にとどまっている。

ファイナンシャルプランニングやウェルスマネジメントを行うブリークリー・アドバイザー・グループのピーター・ブックバー最高投資責任者（CIO）は「既に住宅を所有している人は住宅の値上がりによる恩恵を受けられる。初めて住宅を買う人は、既存の住宅所有者のように資産価格の上昇効果を享受することができない」と語る。

格差拡大へ

住宅価格の持続的な上昇に加え、住宅ローン金利も上昇することで、住宅は一段と購入しにくくなる可能性が高い。これは住宅市場に参入しようとする買い手にとって、さらなる障害を意味する。マイホームは富の重要な要素であり、平均的な住宅所有者の純資産の約30%を占める。黒人、ラテン系、中・低所得層の家庭では、純資産に占める住宅資産の割合は平均よりも高い。

若年層の買い手の中には住宅を確保できる者もいるが、賃貸住宅を選ばざるを得ない者もいる。ペンシルベニア大学ウォートン校で不動産を研究するベンジャミン・キース教授は、ミレニアル世代と若年層の買い手が、住宅の購入しやすさの低下によって最も大きな圧力を受けており、住宅ローンや頭金を支払うための資金を工面することが一段と困難になっていると語る。

一部の住宅購入者にとっては、住宅の購入しやすさが低下したことで、以前から厳しかった住宅市場はさらに厳しいものになった。NARによれば、2020年に住宅ローンを申請した黒人とラテン系の借り手は、貸し手に申請を却下される割合が白人やアジア系の借り手の2倍だった。その理由は、広範囲に及ぶ経済格差に関係している。2020年の国勢調査の推定では、黒人とヒスパニック系の家計所得は、白人とアジア系の家計所得を大幅に下回る。このことは買い手の住宅ローンの承認されやすさに悪影響を与えている。

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、この資産格差は拡大する恐れがあると指摘する。ザンディ氏は「住宅を所有できなければ、貯蓄と資産形成は非常に難しい。これは米国社会の所得と富の格差を固定化するものだ」と語る。住宅の所有は世帯形成にも影響を及ぼす可能性がある。ペンシルベニア大学ウォートン校のキース教授は「住宅がもっと安価で物件が豊富なら、より多くの世帯が形成されていただろう。実際には、2世帯や3世帯で一緒に住み、親と同居する期間が長期化している。これは、手頃な住宅を購入するという選択肢がないためだ」と指摘する。

供給不足は永遠には続かないだろうが、現在の住宅価格に手が届かない人々が再び市場に戻って来るのがいつになるかは別の話だ。買い手が撤退すれば、一部の人は市場に参入できるかもしれない。しかし、不動産情報サイト運営会社ジロー・グループが109人の住宅専門家を対象に実施した調査によれば、初めて住宅を手にする買い手の割合がパンデミック前の水準まで回復するには、2年以上かかる可能性がある。

買い手の視点からは、供給不足と激しい競争によって住宅価格の上昇が続くとともに、FRBがインフレ抑制のために利上げを続けることで、住宅ローン金利がパンデミック時の底を大幅に上回る水準で推移すると予想される。これにより、ストフコ氏のような購入希望者は厳しい立場に置かれている。ストフコ氏と婚約者は、アトランタ郊外のマリエッタで1年間にわたって家を借りている。家賃は住宅ローンと同じくらい高いという。ストフコ氏は「財産を築けないのは少し苦しいが、どうしようもない」と話す。

By Shaina Mishkin
(Source: Dow Jones)

2. 米、利上げで景気後退に現実味

[フィーチャー]

Rate Hikes Raise the Odds of a Downturn. And the Fed's Record Isn't All That Great.

FRBはソフトランディングが苦手?

リセッション、確率上昇



ROBYN BECK / AFP / Getty Images

インフレが加速し、米連邦準備制度理事会（FRB）は積極的な金融引き締めに向かっている。米国経済は活況だが、リセッション（景気後退）に陥る可能性が出てきた。東欧での戦争により、そのリスクは一段と高まっている。

著名なエコノミストらは、米国が今後12～18か月以内に景気後退に陥る確率を3分の1程度と予想している。2月下旬のロシアによるウクライナ侵攻以来、確率はほぼ倍となり、相当な水準に達した。その一因は、FRBが歴史的に景気後退を回避しつつ利上げを行ったという輝かしい

実績がない点にもある。

石油価格の急激な上昇や深刻な地政学的リスク、米国債のイールドカーブのフラット化といった波乱要因が強まる中で経済を軟着陸（ソフトランディング）に導くことは、近年のFRBにとって最も重要な政策運営と言える。米経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）が好調なのはFRBに好都合な面だ。消費は旺盛で、民間雇用も拡大しており、米経済が今後数回の利上げに耐えるには十分な環境だと考えるエコノミストやFRB高官もいる。

しかし、ウクライナでの戦争の結果、新たな問題が生じている。

金融サービス会社RSMのチーフエコノミスト、ジョー・ブラスエラス氏は「ロシアのウクライナ侵攻前にFRBの金融政策の正常化を議論していた際は米経済がFRBの政策転換の影響を吸収できると確信していた」と話す。ブラスエラス氏はその可能性は残っているとする一方で「懸念されるのは、経済・金融のファンダメンタルズとほとんど関係ない外的ショックであり、地政学上の外的ショックだ」とも語った。

利上げのリスク

景気後退に備えるべきか否かという議論が沸き起こっているのは、FRBがインフレ抑制に向けて年内に少なくとも残り6回の利上げを行う構えだからだ。最近、FRB高官はさらに迅速に動く可能性にも言及している。急激な利上げサイクルは、歴史的に景気後退のきっかけになってきた。景気を減速させるための積極的な行動には、やり過ぎて成長を鈍化させ、失業率の上昇を招くリスクがある。

元FRBエコノミストでプリンストン大学教授のアラン・ブラインダー氏は「FRBは過去11回の金融引き締めサイクルのうち、1990年代初めに一度だけ完全なソフトランディングに成功した」と説明する。もっとも、FRBは1960年代半ばと1980年代初めにも景気後退を引き起こすことなく利上げを行ったことがあり、そうした「ややソフトなランディング」は、さほどまれではないという。

それでも、11回の金融引き締めサイクルのうち8回で景気後退が起きたというのは心配の種だ。景気後退のリスクが高まったのは、FRBの動きが遅すぎて、急激な引き締めを余儀なくされたからだと言いつけるエコノミストもいる。消費者物価は前年比7.9%上昇し、一段の高騰が予想されている。結果的に、過剰対応の可能性も大きくなっているというわけだ。

元モルガン・スタンレーのチーフエコノミストで、現在はエール大学シニアフェロー兼講師を務めるステファン・ローチ氏は「歴史的に見て、現在のFRBの金融政策と物価安定目標のずれは非常に大きい。現在のFRBが検討しなくてはならないような金融引き締めに向き合って不況を回避できた例を思い出せない」と語る。

不確実性強まる

さらに、ロシアとウクライナの戦争により、原油をはじめとするコモディティ価格は今後数カ月間高止まりし、世界の需要を低下させるリスクがある。原油価格の高騰が長引くと、米国の家計は支出を一般消費財・サービスからガソリンや食料品といった生活必需品に振り向けざるを得ず、景気はそれだけでも減速する。

ウクライナでの戦争と新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）に伴う中国の工場閉鎖でサプライチェーンの混乱が続くと、価格の高止まりが長期化する可能性もある。これらすべての要因を踏まえると、FRBがすぐにインフレを抑制できる見込みは薄そうだ。

対ロシア制裁が米国に及ぼす影響は欧州に比べて小さい。しかし、モルガン・スタンレーのシニアエコノミスト、ロバート・ローズナー氏は「世界の金融市場に今よりも大きなストレスがかかり、世界の経済状況が著しく悪化した場合、米経済がそうした事態を完全に回避できるとは考えにくい」と予想する。

慎重な見方を

米経済は国内外で直面するリスクが増大しているものの、着実に前進する可能性もあると考えられる理由は幾つかある。まず、労働市場が極めて好調だ。求人件数は過去最高水準に達し、労働参加率も上昇。失業率は2月に3.8%に低下し、パンデミック前の最低値をわずかに0.3%上回る水準にまで改善した。

消費も引き続き健全だ。生活費が上昇し、約60%の世帯はパンデミックの間に積み上がった余剰貯蓄を維持している半面、住宅や株式資産の価値が急上昇しているからだ。FRBのデータによれば、世帯全体の純資産は2020年第1四半期から2021年第4四半期の間に37%超の上昇を記録した。資産の増加が大きいだけに、大幅な減速が今年起きても、経済は好調を維持する可能性がある。

モルガン・スタンレーはこのほど、コモディティ価格の上昇や金融引き締めを踏まえ、2022年の米国内総生産（GDP）成長率予想を年初の4.6%から4%に引き下げた。ローズナー氏は「状況の変化を反映させるため、成長をかなり引き下げたが、この数字を見る限り、変化を吸収するバッファが経済にあることは認めざるを得ない」と言う。

景気後退を完全に防ぐことはできないにしても、米経済の底力によって景気後退が小規模で短期間なものにとどまることを期待するエコノミストもいる。ブルスエラス氏は、景気後退の可能性は20%程度とみており、起きたとしても、コモディティ価格の高騰による消費者の購買力低下に端を発する家計主導のありふれた景気後退が9カ月から12カ月続くと予想している。

エコノミストらによると、景気後退が軽度のものなら、労働者の解雇が広がる見込みは薄い。雇用主はこれまで1年超にわたって雇用維持に努めてきたからだ。政府のデータでは、新型コロナのオミクロン株の影響による経済閉鎖にもかかわらず、一時解雇率は昨年12月に0.8%と過去最低を記録し、1月にはわずか0.1%上昇しただけだった。大規模な人員削減が遅れれば雇用への打撃は最小限に抑えられ、消費者需要や経済全体への悪影響は限定的となる。

ムーディーズ・アナリティックスのチーフエコノミスト、マーク・ザンディ氏は「企業にはいずれ労働力、特に有能な労働者の確保が問題になることが分かっている。従業員を減らしたいとは思わないだろう」と話す。

ローチ氏は、米経済は安定しているように見えるが、世界の不確実性を踏まえれば、現状は一変する可能性もあると指摘。「過度の油断を控え、慎重であるべきだ」と語る。

By Megan Cassella
(Source: Dow Jones)

3. アクティブ型ETFを阻む理由 What's Holding Back Actively Managed ETFs 規制など障害に

[ファンド]

「カニバリゼーション」懸念

フィデリティとT.ロウ・プライス<TROW>には、優れたアクティブ運用型ミューチュアルファンドが幾つかある。しかし、上場投資信託（ETF）バージョンが登場することはないだろう。

米証券取引委員会（SEC）が2019年9月に重要な規則変更を行って以来、多くのアクティブ運用型ETFが新たに上場し、総数は294本から846本へほぼ3倍に増加した。しかし、「規則6c-11」と呼ばれる新規則が課す制限や、資産運用ビジネスの性質によって、優れた資産運用会社の一部はミューチュアル



Dreamstime

ファンドのETFバージョンを手掛けることができないでいる。

ETFの世界は低コストのインデックスファンドが主流であり、ミューチュアルファンドよりも手数料面での競争が激しい。最大のETFのSPDR S&P 500<SPY>は運用資産額4150億ドル、経費率0.10%だが、最大のアクティブ運用型株式ETF（運用資産額150億ドル）でインデックス商品と同様のクオンツスタイルで運用されるディメンショナルUSコア・エクイティ2

<DFAC>の経費率は0.19%と、一般的なアク

ティブ運用型ミューチュアルファンドを大幅に下回っている。

ETFに参入するためには、成功を収めているアクティブマネジャーの多くは恐らく手数料を引き下げるとともに、利益率が高い自らのミューチュアルファンド事業から資金が流出するリスクを冒す必要が出てくるだろう。ETFトレンドの調査責任者トッド・ローゼンブルース氏は「ETF市場はミューチュアルファンド市場より競争が激しい。資産運用会社はETF版のアクティブ運用ファンドを競争力のある価格設定にする必要がある。自社の他のファンドから資金が流出する『カニバリゼーション』への懸念もある」と語る。最も人気があり、収益性の高いミューチュアルファンドのETFバージョンが登場しないかもしれないゆえんである。

フィデリティは2021年2月、フィデリティ・マゼラン・ファンド<FMAGX>のETFバージョンのフィデリティ・マゼランETF<FMAG>を上場した。かつて最も有名なアクティブ運用型ミューチュアルファンドの一つだったが、過去15年間のパフォーマンスはモーニングスターの「大型ブレンド」ファンドカテゴリーの下位14%に甘んじている。ミューチュアルファンドの経費率が0.79%であるのに対し、ETFバージョンの経費率は0.59%。これまでに集めた資金は5000万ドルに過ぎない。

フィデリティ・スモール・キャップ・グロース<FCPGX>、フィデリティ・スモール・キャップ・バリュー<FCPVX>、フィデリティ・ロー・プライズド・ストック<FLPSX>など、同一カテゴリー内の他のファンドを圧倒し、大きな成功を収めている中小型株ファンドのETFバージョンを上場すれば、恐らくこうした状況にはならず、投資家が群がるだろうが、フィデリティはどのような代償を払うことになるのだろうか。経費率は2本の小型株ファンドが1%、中型株のロー・プライズド・ストックが0.65%だ。

フィデリティでETF運用・戦略責任者を務めるグレッグ・フリードマン氏は、資産間のカニバリゼーションはこれまで「極めて少なかった」と述べ、投資家はミューチュアルファンドを見捨てたわけではなく、ETFの方が節税効果が高いため、課税口座用にETFを選択しているのだと説明する。

透明性の制約

The 5 Largest Actively Managed Stock Exchange-Traded Funds

The number of active ETFs has almost tripled since September 2019.

ETF / Ticker	Fund Size (bil)	Morningstar Category	YTD Return	Category Rank YTD	3-Yr Return	Category Rank 3-Yr	Expense Ratio
Dimensional US Core Equity 2 / DFAC	\$15.7	Large Blend	-2.2%	27	16.3%	52	0.19%
ARK Innovation / ARKK	12.9	Mid-Cap Growth	-24.5	100	17.0	39	0.75
Dimensional US Targeted Value / DFAT	7.2	Small Value	1.5	32	13.5	31	0.29
Dimensional World ex US Core Equity 2 / DFAX	4.9	Foreign Large Blend	-2.7	19	7.0	34	0.31
Dimensional US Small Cap / DFAS	4.6	Small Blend	-3.4	51	13.2	36	0.28

Note: Returns through March 28. Three-year returns are annualized.
Source: Morningstar

しかし、それ以外にもこれらのファンドのETF化を阻む規制上および投資上の理由がある。2019年の規則変更により、アクティブマネジャーは一部の保有銘柄を投資家に開示しない透明性の低いETFポートフォリオの運用が可能になった。フィデリティは、模倣者による運用マネジャー取引の先回りを回避できるため、この仕組みを好んでいる。

しかし、透明性の低いETFに関する規則は制限が多い。保有証券はファンドポートフォリオ内の価格の不整合を回避するため、ETFと同じ時間帯に公開市場で取引されている必要がある。外国株のほとんどは保有対象外となる。米上場のETFにとって、時間帯が異なる海外取引所の取引時間外の正確な価格決定が困難になる可能性があるためだ。同じ理由で、主として店頭で取引されている債券も保有対象外となる。取引頻度が低く、極めて流動性が低い米国小型株の一部も問題となりうる。現在、フィデリティ・ロー・プライス・ストックの投資先のうち37%が外国株だが、これは透明性の低いETFでは実現不可能だろう。フィデリティ・スモールキャップ・グロースとフィデリティ・スモールキャップ・バリューの外国株比率はそれぞれ8%と7%だ。

フィデリティは2021年、透明性の低いETFのフィデリティ・スモール・ミッドキャップ・オポチュニティETF<FSMO>を上場した。しかし、人気の高い小型株ミューチュアルファンドとは運用マネジャーが異なり、中堅企業投資がポートフォリオの57%を占めている。経費率は0.64%、運用資産額はわずか3000万ドルだ。フリードマン氏は「当社は新たな戦略と機能に重点を置いている。透明性の低いETFの投資可能先は依然としてSECの制約を受けている」と語る。

一部のミューチュアルファンドは、現在の規制枠組みの下で、透明性の低いETFとして機能することはないだろう。運用資産額520億ドルのT.ロウ・プライス・キャピタル・アプリケーション・ファンド<PRWCX>は最も人気の高いファンドの一つであり、過去15年間のパフォーマンスはモーニングスターの「株式組入50~70%」カテゴリーの上位1%に位置するが、債券や優先株を保有している。また、新規投資家の受け入れを行っていないが、これをETFで実行することは困難だ。

T.ロウ・プライスのETF戦略責任者、スコット・リビングストン氏は、透明性の低い仕組みは小型株では機能するが、「当社のような大規模な運用会社にとっては、キャパシティに関連した他の考慮事項がある」と指摘する。例えば、T.ロウ・プライス・スモールキャップ・バリュー<PRSVX>のような確立されたファンド（運用資産額130億ドル）は、既にキャパシティが制約されている。リビングストン氏は、新規資金の受け入れを停止したETFは新規発行株の供給が絶たれ、取引バランスが崩れるため、ウォール街のマーケットメーカーが効率的に扱うことができないと指摘する。

アメリカン・ファンズとハーバー・ファンズは、アクティブ運用型の透明が高いETFを運用しているが、人気の高い小型株ファンドのETFバージョンは提供していない。ハーバー・キャピタル・アドバイザーズのクリストフ・グライク最高投資責任者（CIO）は、ハーバー・スモールキャップ・グロース＜HISGX＞やハーバー・スモールキャップ・バリュー＜HISVX＞を「独立した、完全に透明な、アクティブ運用型ETFとして」提供する可能性は低いと述べる。グライク氏が想定するのは、複数のマネジャーが運用することにより、個別ポートフォリオの模倣を困難にした小型株のETFだ。しかし、そうしたETFの実現には課題が残っている。

By Lewis Braham
(Source: Dow Jones)

4. バリュー投資家は今が買い時 Volatility Means It's Time for Value Investors to Pounce コースウェイ共同設立者インタビュー

[インタビュー]

本誌「女性100人」選出



Photograph by Jonathan Zizzo

バリュー志向の投資運用会社コースウェイ・キャピタル・マネージメントの共同設立者サラ・ケテラー氏に話を聞いた。主力商品のコースウェイ・インターナショナル・バリュー・ファンド＜CIVVX＞は2001年の設定以来、パフォーマンスがベンチマークを上回る。ケテラー氏は父親が設立したバリュー投資会社ホチキス・アンド・ワイリーで資産運用を開始。2022年の本誌「米国金融界で最も影響力のある女性100人」に選ばれている。

本誌：パンデミック（世界的大流行）に続いて

ウクライナ紛争と、異常な時代だが、市場をどうみているか。

ケテラー氏：2つの危機が連続して発生するのは珍しい。通常は、ある程度の間が空くものだ。投資家は不快に思い、神経質になっているが、市場を動かすのは企業利益と流動性だ。ロシアがウクライナに侵攻する前から、中国を除くほぼすべての国で金融緩和から金融引き締めサイクルに移行したことは分かっていた。市場の酔いを覚ます出来事だ。今や、投資先を求める資金が減り、資産価格インフレが一転して資産価格デフレになる公算が大きい。問題はどの程度のスピードで、どの程度の規模になるかだ。

Q：市場の大きな混乱は大幅なアウトパフォームの時期につながることも多いが、今の状況はどうか。

A：1997年のアジア通貨危機のときに初めて経験したのだが、当時アジアを担当していた私は、バランスシートの現金残高の水準にまで株価が下落するのを見て困惑した。私がこれまで見た中で最大の買いの機会だろう。その後のさまざまな危機も同じような機会をもたらした。今日も同じだ。悲観論が高まり、他の投資家が損失を出しているとき、バリュー投資家は好成績を上げられる。定量的リスク管理を行うバリュー投資家は、さらに良い結果を出せる。

欧州銀を選好

Q：他の投資家が売っているときに、何を買っているのか。

A：行動が早過ぎるのは良くないため、最適な買い場を見極めるようにしている。適切なタイミングで特定のエクスポージャーを追加することが、優れたポートフォリオマネジャーの特徴だ。特に欧州の銀行株は、戦場に近かったことと、ロシア、ウクライナ、ベラルーシへのエクスポージャーがバランスシート上にあるのではないかとという疑惑から下落した。多くの銘柄が急落し、バリュエーションは2020年3月の低い水準で推移しているが、これは2012年の欧州金融危機時とさほど変わらない。しかし、銀行のバランスシートは、当時よりも明らかに良くなっている。また、規制当局の厳しい監視の時期を経て、自社株買いや配当による余剰資本と将来の利益の投資家への還元が増えようとしている。それなのに、ロシアが2月24日にウクライナに侵攻した後、数日のうちに投資家は銀行株を投げ捨てた。これは、信じられないような好機の一つだった。危機の際、市場ではしばしば、現在の環境が永久に続くかのような株価になる。われわれはサイクルを想定している。そこが大きな違いだ。

Q：欧州の銀行株のうち、どの銘柄を買っているのか。

A：侵攻後に最も大きな打撃を受けたオランダの金融サービス大手INGグループ<ING>と、イタリアの銀行大手ユニクレディト<UCG.イタリア>を買った。どちらも有形純資産価値を大幅に割り込んだ価格水準で取引されている。

輸送銘柄も買い

Q：他に好機と思える銘柄は。

A：パンデミックによって大きな悪影響を受けた銘柄を買った。経営陣が事業を大幅に改善し、パンデミックが収まれば、株価は大きく上昇し、パンデミック前よりも利益が改善すると期待したからだ。英航空機エンジン製造大手ロールス・ロイス<RYCEY>をパンデミックの最中に買い、最近もまた買った。また、アイルランドの格安航空会社ライアンエア<RYAAY>も選好する。旅行に対する繰り延べ需要は巨大だ。ライアンエアは欧州で最も低価格の航空会社で、高効率の新型航空機で運航しているため、燃料効率は最高だ。

また、鉄道車両メーカーのアルストム<ALO.フランス>は昨年から買い始めたが、ウクライナ侵攻でより妙味のある状況になった。市場はロシア向けエクスポージャーを危険とみなしている。しかし、輸送部門の中でもこの分野、特にこの種の機器とサービスを提供する会社は、最終的には非常に良い事業だと考えている。アルストムは昨年、困難な買収を行い、その統合に苦労している。ロシアとのつながりで株価が一段安くなった。アルストムは、ロシア最大の鉄道車両・鉄道サービス会社の株式20%を保有しており、直近の評価額は4億8000万ユーロ（5億3200万ドル）だった。仮にロシア企業の株式の価値がゼロになっても、アルストムの利益に影響はないとわれわれは考えている。このロシアリスクは市場で十分に織り込み済みというか、数倍以上に織り込んでいると思う。われわれが探しているのは、コスト増を転嫁できる企業で、アルストムとライアンエアはそれができると考えている。

ロシアは売却

Q：輸送以外には。

A：危機的な状況で素晴らしい業績を上げているのはヘルスケア関連株、特に医薬品だ。新型コロナウイルス感染症で素晴らしかった銘柄もあれば、そうでないものもあったが、危機に直面した時こそ、

ポートフォリオを安定させる役割を果たせる。ヘルスケア企業は膨大なキャッシュフローを生み出している。また、一般的にこれらの企業は、他の業界を悩ませるようなサプライチェーンの問題やインフレ圧力を抱えていない。われわれは、英国のアストラゼネカ<AZN>、スイスのノバルティス<NVS>、スイスのロシュ・ホールディング<RHHBY>の株式を買い入れた。

Q：ロシア株は持っていないのか。

A：保有していない。当社の新興国株式ポートフォリオは、ファンダメンタルズのリスクを管理しながら、主にクオンツ運用している。ロシア株は2%未満だったが、売却した。

アジアに注目

Q：新興国市場の見通しはどうか。

A：新興国市場で最も大きいのは中国だ。中国は成長率が鈍化し、やや逆風が吹いているが、株価が大きく下落したため、素晴らしい投資機会がある。もしゼロから始めるなら、中国は新興市場バスケットのリターンを先進国との比較で魅力的なものにする可能性がある。利益と流動性が市場を動かす最も重要な要素だが、中国は現在、流動性を高めている最中だ。

Q：中国について、最も注視していることは何か。

A：地政学だ。中国とその貿易相手国との関係を見誤ると、株式取引がすべて台無しになりかねない。ある市場に過剰なエクスポージャーを持ち、重大な貿易摩擦が発生するようなことは避けたい。当社の中国ファンドで最も大きなウェイトを占めているのは、明白な規制の逆風がないインターネット大手だ。中国の大手電子取引企業JDドットコム<JD>は、中国で急成長中のサプライチェーンと物流サービス企業のJDロジスティクス<2618.香港>の支配権を握る株主でもある。JDロジスティクスのバリュエーションは過去最低水準だが、長期的な成長ポテンシャルは非常に有望だ。

Q：その他に注目している新興国市場は。

A：アジアは引き続き、韓国や台湾を含めて顧客のためにリターンを得る重要な場所だ。

Q：米市場についてはどうか。

A：海外の方が割安な銘柄が非常に多く、当社のグローバルバリューファンドは、依然としてベンチマークに対して米国をアンダーウェイトしている。今、最も割安なのは欧州の株式だ。

Q：市場の混乱で不安に感じている投資家へのアドバイスを。

A：サイクルの底に向かうことは、常に恐ろしいことだが、この時期は、ドルコスト平均法（長期間にわたって少額に分けて投資し続ける方法）を使って、欲しかった銘柄を購入することもできるし、他の人のパニックに乗じることができる時でもある。市場は国内総生産（GDP）を反映する傾向があり、今は減速期かもしれないが、過去が将来の指針となるなら、経済は回復し、再び成長するだろう。

By Lauren Foster
(Source: Dow Jones)

5. 株式市場、インフレの惨事回避 How the Stock Market Dodged Inflation-Induced Disaster マイナスの実質金利が下支え

[米国株式市場]

大幅利上げ織り込み



Spencer Platt/Getty Images

株式市場にとって最大の恐怖が現実のものとなる一方、主要株価指数の変動は小さかった。だが、この静けさが続くと思っははいけない。

先週、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は週間で0.1%安の3万4818ドル27セントとなったが、S&P500指数は0.1%高の4545.86で引けた。ナスダック総合指数は0.7%高の1万4261.50となり、小型株のラッセル2000指数は0.6%高の2091.11で週末を迎えた。

米国がインフレという大問題を抱えていることを示す統計の発表が続く中、この結果は印象的だ。3月の平均時給は前年同月比で5.6%の増加となり、2月の5.2%増から加速した。米連邦準備制度理事会（FRB）がインフレ指標として重視するコア個人消費支出（PCE）物価指数は2月に前年同月比5.4%の上昇となり、FRBが目標とする2%を大きく上回った。3月のサプライ管理協会（ISM）製造業景況指数は、新規受注の減速と物価上昇がセンチメントを圧迫したことから、2020年9月以来の低水準に落ち込んだ。

金利市場は、かつてないほどの大幅な利上げを織り込んで反応した。現在、5月の米連邦公開市場委員会（FOMC）での利上げの折り込み率は100%で、0.5%の利上げの織り込み率は71%だ。さらに、政策金利が年末に2.5～2.7%に達する可能性も70%余りとなっている。

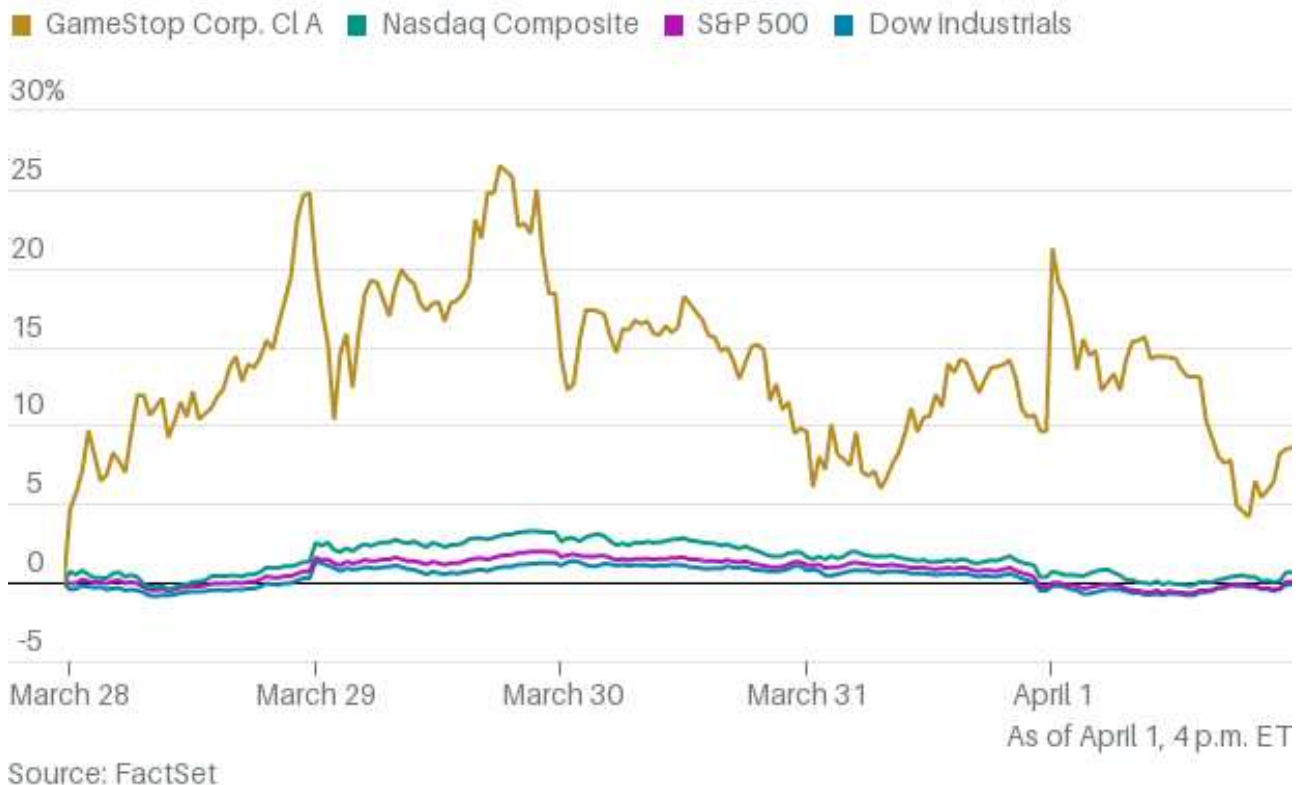
実質利回り、ウクライナ侵攻で反転

問題なのは、FRBがそれだけ迅速に動いても、インフレ抑制に十分かどうか、株価にどう影響するか、誰にも分からないという点だ。ノルデアのストラテジスト、セバスチャン・ギャリー氏は「賃金物価スパイラルを止めるためにどの程度の引き締めが必要か、FRBと同様、市場にも皆目見当がついていない。問題は、それが株式市場をどのように左右するかだ」と指摘している。

影響はまだ出ていない。S&P500指数は3月に月間で3.6%高。今後12カ月の予想利益に基づく株価収益率（PER）は19.6倍となっており、新型コロナウイルスの感染拡大前に付けた2020年2月の水準をやや上回っている。シティグループのストラテジスト、ロバート・バックランド氏は今回の株式市場の反発要因として、大幅なマイナスとなっている実質利回りを挙げている。実質利回りは年初に急上昇したものの、ロシアがウクライナに侵攻したことで反転した。

バックランド氏は、現時点ではMSCI米国指数のバリュエーションの83%分は実質利回りで説明が可能だと考えている。しかし、過去を振り返ってみると、実質利回りがマイナスであれば市場は好調を維持している。つまり、少なくともしばらくの間は、説明しがたい上昇が続く可能性があることにな

Market Snapshot



る。バックランド氏は「マイナスの実質金利は『ほかに投資手段がない』という理由による株式投資を促進する可能性もある。実質金利がプラスになると、こうした押し目買い心理に終止符が打たれるかもしれない」と述べている。

小型株に割安感

今年は株式市場が上昇基調を保つ可能性がある。しかし、FRBの利上げやロシアとウクライナの戦争が続いていることを勘案すると、不安定な展開が続くそう。こうした状況下では、大型株より小型株への投資が妥当かもしれない。小型株のS&P600指数は年初来5%安で、S&P500指数やNYダウに対してはアンダーパフォームとなっているが、今後12カ月の予想利益に対するPERはわずか13.5倍だ。また、S&P600指数採用企業の2022年の1株当たり利益（EPS）の予想成長率は11.7%で、S&P500指数の9.4%を上回る。

CIBCプライベート・ウェルスUSのデブ・ドナベディアン最高投資責任者（CIO）は「株式を買うということは、ボラティリティーを受け入れるということだ。小型株セクターはボラティリティーに見合った対価となっている」と述べる。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

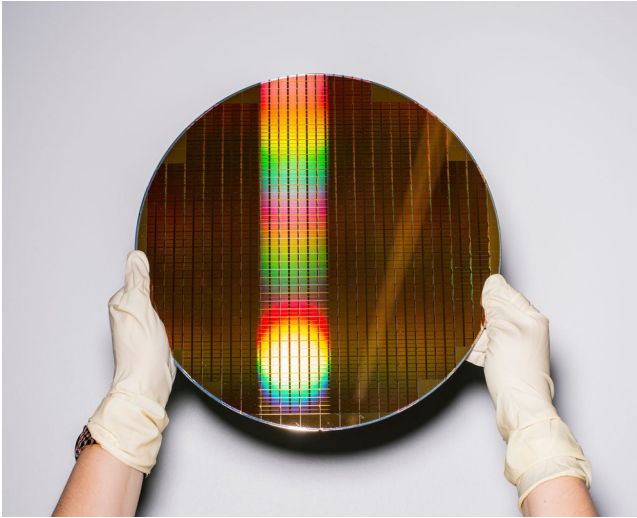
6. マイクロンは過小評価

[ハイテク]

Micron Stock Trades Like a Commodity—It Deserves Far Better

自動車向けメモリー需要に期待

メモリー市場、足元は波乱含み



JIM MCAULEY/The New York Times/Redux

ニューヨークのウォール街で米半導体大手マイクロン・テクノロジー<MU>に敬意を払う者はいない。投資家はマイクロンを含む半導体メモリーメーカーを代替可能な汎用部品企業と考える傾向がある。マイクロンのバリュエーションは他の半導体メーカーや市場全体より低い。だが、こうした評価は近視眼的に思われる。

マイクロンは2種類の半導体メモリーを製造している。一つは電源を切るとデータが消える揮発性メモリーのDRAMで、PC、サーバー、スマートフォンなど、さまざまなデバイスに使用されている。もう一つは不揮発性メモリーのNANDで、半導体ディスクドライブ、メモリーカー

ド、USBメモリースティックなどに使用される。

DRAMやNANDを製造するには大規模で高価な半導体工場が必要だ。主要DRAMメーカーはサムスン電子<005930.韓国>、SKハイニックス<000660.韓国>、マイクロンの3社のみだ。NAND市場はこれらのほか、ウェスタン・デジタル<WDC>と日本のキオクシアの合併会社によって独占されている。

メモリー市場は供給の逼迫（ひっばく）や需要の高まり、地政学的な混乱に対処する企業が少数しか存在しないため、短期的なセンチメントの変化にもろい。NANDの価格はここ数週間、ウェスタン・デジタルとキオクシアの合併会社が操業する2工場が停止したことを受けて急騰している。半導体メモリーの生産に使用される幾つかの原材料、特にネオンガスの価格はロシアによるウクライナ侵攻後に急騰している。一部の投資家は、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）が収束した後、PCの成長の減速がNANDとDRAMの需要を軟化させ、価格を押し下げる可能性があるかと懸念している。

マイクロン、業績好調

以上のことはすべて真実だが、肝心な話は別にある。マイクロンが先週発表した第2四半期の売上高、利益、利益率はマイクロンの予想を優に上回り、第3四半期売上高ガイダンスは前年同期比17%増の87億ドルと、コンセンサス予想の81億ドルを上回った。

マイクロンのスミット・サダナ最高事業責任者兼最高財務責任者（CFO）代理は先週の本誌とのインタビューで、PC業界からのメモリー需要は引き続き旺盛であり、消費者向けPC需要は軟化しているものの、多くのメモリーを搭載する傾向がある法人向けPCの成長で相殺されていると指摘した。

サダナ氏によると、マイクロンの最大のビジネスチャンスは自動車セクターからもたらされる。電気自動車（EV）への移行、将来的にはある程度の自律性を備えた自動車への移行により、将来の自動車の半導体メモリ搭載量が今よりはるかに増えるからだ。

さらにサダナ氏は、一部のEVは従来のガソリン車で使用される量の約15倍に相当する1台当たり750ドルもの半導体メモリを既に必要としていると述べた。サダナ氏が言うように、EVへの移行は「今後数年続く信じられないほど強力な追い風」になるはずだ。

自動車の半導体、大幅増か

そう考えているのはサダナ氏だけではない。マッキンゼーは4月1日に公表したレポートで、半導体業界全体の売上高が2021年の6000億ドルから2030年に1兆ドルに達し、半導体売上高全体に占める自動車セクターの割合が2021年の8%から2030年に13～15%に高まると予測している。

マッキンゼーのグローバル半導体事業を率いるオンドレイ・バーカッキー氏はEVへの移行が急速に進むとみており、2030年までに自動車生産台数全体の30～40%をEVが占めるようになる一方、駐車支援や車線逸脱通知などメモリ集約型の運転支援技術の採用が拡大すると予測する。バーカッキー氏は車1台に搭載される半導体の金額が2020年代末までに倍増すると考えている。

しかも、その増加分のかなりの部分がメモリによるものになるだろう。サダナ氏によると、メモリ容量が1テラバイトとiPhone（アイフォーン）の最上位機種並みのマイクロン製NANDを搭載した自動車が既に幾つか開発されている。

マイクロンの2023年度予想株価売上高倍率（PSR）は約2倍、2023年度予想株価収益率（PER）は約6.5倍だ。これに対し、クアルコム＜QCOM＞、インテル＜INTC＞、アドバンスト・マイクロ・デバイシズ＜AMD＞、エヌビディア＜NVDA＞の予想PERはそれぞれ12倍、13倍、23倍、40倍である。

マイクロンの株価は年初来で16%下落している。これは投資家にとって、記憶にとどめるべき買いの好機である。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

7. 3～6%の利回りを探せ

Missed the Dip in Stocks? Here's Where to Find Yields of 3% to 6%

安値拾い逃してもチャンス

[投資戦略]

S&P50は4.6%安

ちょっと目を離した隙に買い時を逃してしまった。S&P500指数は年初来高値から一時13%も下げたが、結局、配当を含め4.6%安で2022年第1四半期を終えた。一方で戦争やインフレ、利上げは続いており、悪材料が出尽くしたわけではない。最近では、短期債の利回りが長期債の利回りを超える長短金利の逆イールド現象が起きている。



NYSE

世界は正常でなくなり、ゆえに投資チャンスに果てはない。だが、多くの銘柄が高値を更新する半面、一部の銘柄は底値が見えない。アップル<AAPL>は引き続き絶好調だ。時価総額は3兆ドルに向かい、株価収益率（PER）は28倍だが、この先は年率1桁台の成長に落ち着くと見られている。スポーツ関連のギャンブルやゲームをオンラインで提供するドラフトキングス<DKNG>の株価は1年で68%下落し、今後何年もフリーキャッシュフローは期待できない。

もっとも、フリーキャッシュフローは当面、重要でないかもしれない。ゲームソフト小売大手ゲームストップ<GME>の株価は3月半ばから100ドル以上上昇して180ドルを超えた後、現在は165ドルとなっている。ゲームストップは株式分割を実施する計画を発表したばかりだ。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>も同じような値動きだ。次はどのミーム株が人気になるだろう。

現時点では、米連邦準備制度理事会（FRB）が成長を維持しつつインフレ抑制に成功する方に投資家が賭けているのか、失敗する方に賭けているのか、判断がつかない。それは筆者一人だけではなさそう。

高配当、高利回り銘柄

「今ほど不確実な時期を経験したことがない」。ブラックロックで上場投資信託（ETF）のブラックロック・マルチアセット・インカム・ポートフォリオETF<BIICX>など、資産クラスを超えてインカムを追求するチームを率いるマイケル・フレデリックス氏はこう話す。

フレデリックス氏は、ウォール街の2024年半ばまでの10年物米国の債利回り予想は1.7~4.5%まで幅があると指摘する。強気派は、2024年に米国経済はインフレ調整後で3%成長すると予想し、弱気派はマイナス1%成長になると予想。フレデリックス氏は「今、大きく賭けるのは難しい」としながらも、今年に入って株式の下落幅が債券に比べて小さいことに驚いている。高格付社債は第1四半期中に7.5%下落した。それらを踏まえ、フレデリックス氏は株価がこの先横ばいで推移すると考えており、投資家にとってインカムが魅力的に映るだろうと語る。

まずは配当だが、5年前、S&P500指数の予想PERは18倍で、指数に採用される高配当利回り銘柄もほぼ同じだった。現在、S&P500指数のPERは20倍で、高配当銘柄のPERは13倍だ。高配当銘柄に連動するファンドの一つが、SPDRポートフォリオS&P500高配当株式ETF<SPYD>で、配当利回りは3.8%だ。

従来、金利上昇時の高配当銘柄は債券同様に買いづらいと敬遠されてきた。だが、状況は変わった。株式市場は割高のグロース株に支配され、金利の影響を受けやすい。フレデリックス氏は、直近1年間のナスダック100指数と10年物米国債利回りの相関関係の強さは過去20年平均をかなり上回っていると指摘する。一方、高配当銘柄にはエネルギー関連やディフェンシブ銘柄が多く、現在の成績も良いようだ。S&P500高配当指数と金利の相関性は近年弱まっており、高配当銘柄が金利上昇時に予想以上の

結果を生む可能性を示唆している。

優良銀行が発行する優先株の利回りは約4.5～5%となっている。銀行のバランスシートは強固だが、株価の変動が激しいため、優先株への過度のエクスポージャーや、利回りを求め過ぎないことが大切だ。選択肢の一つは、2021年6月に設定されたフィデリティ優先株&インカムETF<FPFD>だ。1口25ドルで発行されたが現在は1口23ドルを下回っており、利回りは4.5%だ。アリー・フィナンシャル<ALY>、ウェルズ・ファーゴ<WFC>、モルガン・スタンレー<MS>など銀行が発行する優先株が組み入れ銘柄の上位を占める。

米国債は熱中無用

債券に対する嫌悪感は和らいでいる。今は長期債を保有し続けるより、信用格付が多少低くても利回りを追求する方が良さそうだ。米国債2年物と10年物の利回りは、ともに直近わずか2.3%程度だ。2月までの12カ月間でインフレ率は7.9%を記録した。向こう1年間のインフレ率は、比較対象となる前年の物価急騰の影響で低下する公算が大きい。米国債はあまり熱狂せずに義理程度で買う方が賢明だろう。それに比べ、高格付社債の方が魅力的だ。バンガード米国中期社債ETF<VCIT>の利回りは3.4%、債券の平均残存期間は6.4年だ。

投資適格のすぐ下にあるBB格付のジャンク債の利回りは5%程度、その下のB格付の場合は約6.25%となっている。利回りが8%のジャンク債もあるが、フレデリックス氏は、米経済は健全な状態にあるため、上位のジャンク債が良好なパフォーマンスを示すと予想している。

最後にオプションも忘れてはいけない。オプションはミーム株取引以外でも大切な戦略だ。配当目的で個別銘柄を保有する投資家は、カバードコール戦略を取ることで追加的なインカムを得ることができる。株価が年内に大きく上昇すれば利益を取り逃すリスクもあるが、この先株価上昇が失速する場合、追加的なインカムはありがたいだろう。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

8. 日本株にはご用心

U.S. Investors Should Be Wary of Betting on Japan's Booming Stock Market
円安は停滞の兆候

[コラム]

日銀総裁「円安はプラス」

ウクライナからのニュースや米連邦公開市場委員会（FOMC）の声明を気にかけている間に、最近の円安を見逃していたとしても責められることはない。ただ円安は、日本の経済や市場をはるかに越えた影響を及ぼす。

ドル円は3月、1ドル＝115円から一時125円まで円安・ドル高水準に動き、その後122円近辺に下げた。米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げを始める一方、日銀が超緩和的金融政策を維持しているというのが分かりやすい背景だ。日銀の政策には10年物日本国債の利回りを0.25%で抑えるために無制限に買い入れる施策も含まれている。



Khunasipix/Dreamstime.com

通貨発行量の増加は通常、資産価格にドーピング薬のように効く。日経平均株価が3月に4.88%上昇しても驚くことではない。ただ、これは有効な新型コロナワクチンが2020年11月に発表されて世界の市場が上昇して以来の大きな上げ幅となった。

ドルで資産を運用する投資家には、為替調整後のパフォーマンスが大事だ。iシェアーズMSCI ジャパン上場投資信託 (ETF) <EWJ>に投資する米国投資家にとって、日本株は値上がりし

たものの、円安による相殺で3月のパフォーマンスは2.1%のマイナスとなった。為替リスクを避けて日本株に投資したい米国投資家にはウィズダムツリー・ジャパン・ヘッジド・エクイティETF<DXJ>があり、こちらは3月に3.5%上昇している。

黒田東彦日銀総裁は最近、「円安は全般に日本にプラスだ」と表明しており、日経平均株価の上昇もその見方と重なる。しかし、以前はそうだったかもしれないが、マクロ・インテリジェンス2パートナーズは、日本経済は1980年代から大きく変わったと主張する。以前は輸出が主導していたが、今では経常赤字に転じ、石油や食料は輸入に引き続き依存している。

エネルギーや食品価格の急騰は間違いなく日本の消費者にとって痛手であり、消費者は必需品を価値の低下した円で払わなくてはならない。企業も海外からの調達品に依存している。鈴木俊一財務相は、円安が悪影響を及ぼすか注視すべきだと述べた。

円安リスク

ソシエテ・ジェネラルのグローバル・ストラテジスト、アルバート・エドワーズ氏は、円安の影響は日本国外に及ぶ可能性があるとして述べている。日本国債の利回りを抑えようとする日銀の政策は、米国やユーロ圏の債券利回りの上昇を穏やかにする可能性がある。円ベースの投資家は米国のインフレ率が8%であっても18%であっても、もし米国債が利回り2.5%で買えるのなら日本国債よりはるかに高い利回りなので気にしない。その利回りが為替の影響で相殺されるなら気にするが、為替は最近プラスに効いている。

過去の円安は波及効果があった。2013年から2015年にかけての円安は、競合するアジア通貨を押し下げ、2015年8月の中国の人民元切り下げをもたらした。現在中国は、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う上海での厳格なロックダウン（都市封鎖）措置で経済が悪影響を受けており、中国人民銀行（中銀）は国内の金融政策を緩和しているが、政策の有効性は元高で損なわれている。

エドワーズ氏は「現在の地政学的状況では、円安の為に中国が元切り下げを再び『強いられる』か、注目が要する」とリサーチノートで述べている。2015年の元切り下げ時は米国を含む世界の市場にショックをもたらした。

しかし、以前本誌の優れた同僚であり、今は日本で精力的に報道活動を行うウィリアム・ペセク氏

は、長年の円安政策に最も苦しめられているのは日本自身だと主張する。黒田氏の下、日銀は2013年以降積極的にバランスシートを拡大し、国内総生産（GDP）と企業収益を押し上げた。しかし、生産性やイノベーション、賃金の改善には至っていない。

ペセク氏は最新の記事で「円安を評価し、過去20年間、世界で最も手厚い企業支援策だったということもできるが、実際は逆効果だった。中央銀行が助けてくれるのに、わざわざリストラはしない」と批判している。

日本はハイテク産業の新興企業創出という面で、インドやインドネシアのような一部の新興国にすら遅れを取っている。ペセク氏は「孫正義氏のソフトバンク・ビジョン・ファンドは世界中のスタートアップ企業に巨額を投資するが、日本での投資はかなり限られている」と述べる。

ペセク氏は、もし通貨を切り下げて繁栄に至るのであれば、アルゼンチンやベネズエラは好況に沸いているはずだと指摘する。円安は日本の何十年にもわたる停滞の兆候であり、その解決策ではない。したがって、日本株に強気になる理由にならないのは明らかだ。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

9. 堅実配当の10銘柄

[インカム投資]

These 10 S&P 500 Stocks Have Solid Dividends, Not Just Big Buybacks
株主利回りスクリーニング

自社株買いがけん引



Robyn Beck/AFP/Getty Images

先週の本誌は、配当利回りと自社株買いを総合したセクター別の株主利回りに焦点を当てたが、今週はS&P500指数採用銘柄の中の10銘柄の株主利回りに注目する。

ウルフ・リサーチのクリス・センエック最高投資ストラテジストは「市場平均を上回る配当利回りに加えての自社株買いは、経営陣の資本配分が今後も引き続き良好であるという力強い兆候だ」と指摘する。センエック氏は、それは往々にして、企業が今後も配当を支えて定期的に増配する兆しでもあった上、「配当と自社株買いの組み合わせは、資本還元を重視す

る経営陣と企業を示す優れたシグナルだ」と語る。

とはいえ、投資家が配当利回りから得られるリターンはまちまちかもしれない。アップル<AAPL>の配当利回りは0.5%とわずかだが、自社株買いのおかげで株主利回りは4.5%。アップルは2021年9月期、145億ドルの配当を支払うとともに約860億ドルの自社株買いを実施した。

ウェドブッシュ・セキュリティーズのテクノロジー・アナリストのダン・アイブズ氏は「市場はアップルの成長見通しを考慮し、配当より自社株買いに焦点を当てている。ハイテク・セクターの厳しい環境の中、アップルを非常に堅実なハイテク銘柄と評価している市場にとって、健全な株主利回りは追加的な魅力になっている」と言う。

本誌はウルフ・リサーチの助けを借りて、S&P500指数構成銘柄の中から株主利回り上位10銘柄をスクリーニングした。配当利回りについては、S&P500指数の平均である1.4%を上回る2%で足切りとした。10銘柄にとっては自社株買い利回りが株主利回りの最大のけん引役で、配当利回りを優に超えている。ただ、自社株買い利回りは企業の意向によって年度ごとに大きく変動する可能性もある。

1位HPは22%

Shareholder Yield, Part II

These companies have the highest shareholder yields, which combine dividends and stock buybacks, in the S&P 500, along with a dividend yield of at least 2%.

Company / Ticker	Recent Price	Dividend Yield	Buyback Yield	Shareholder Yield	1-Yr. Total Return
HP Inc. / HPQ	\$38.75	2.6%	19.3%	21.9%	25.7%
Marathon Petroleum / MPC	81.97	2.8	12.1	15.0	54.4
Seagate Technology Holdings / STX	92.39	3.0	10.8	13.8	25.2
Synchrony Financial / SYF	35.85	2.5	10.8	13.2	-11.6
Bank of New York Mellon / BK	52.51	2.6	10.6	13.2	13.3
Whirlpool / WHR	182.50	3.8	8.0	11.9	-16.0
Lincoln National / LNC	67.29	2.7	9.0	11.7	11.1
MetLife / MET	71.28	2.7	8.6	11.3	20.7
Zions Bancorp / ZION	69.73	2.2	8.8	11.0	27.8
Morgan Stanley / MS	91.27	3.1	7.9	10.9	17.0

"Note: Yields and recent prices as of March 28; buyback yields are based on the trailing 12 months."

Sources: Wolfe Research; Bloomberg; FactSet; Standard & Poor's

1位のパソコン・プリンター大手HP<HPQ>の株主利回りは22%近い。自社株買いは2020年10月期の31億ドルに対して2021年10月期は約62億ドルに上り、株主利回りを大きく押し上げた。

センエック氏は「私は配当を企業と株主の『準契約』のようなものとみなしており、企業は株価への悪影響を考慮して減配に後ろ向きだ。自社株買いの方が変動させ易く、準契約としての性質が弱い」と語る。

多額の資産売却のような一時的イベントも株主利回りに大きな影響を及ぼし得る。2位のエネルギー大手マラソン・ペトロリウム<MPC>の株主利回りは15%で、自社株買いが寄与している。マラソンは直近の年次報告書で、ガソリン・スタンド（スピードウェイ）とコンビニエンス・ストアをセブン・イレブンに売却して約172億ドルの収入（税引き後）を得たと説明している。マラソンは2022年末までに100億ドルの自社株買いを確約しており、1月までにそのうちの約55%を完了させている。

3位のハードディスク（HDD）大手シーゲート・テクノロジー<STX>の株主利回りは13.8%で、配当利回りは3%。約20億ドルの自社株買いが株主利回りを押し上げている。

10銘柄中6銘柄が金融セクターで、モルガン・スタンレー<MS>が含まれている。米連邦準備制度理事会（FRB）はモルガン・スタンレーに対し、パンデミック（世界的大流行）の初期に自社株買いを制限したが、その後解禁した。株主利回りは約11%で、配当利回りは3.1%。自社株買いは2020年の13億ドルから2021年に約115億ドルへ増加した。

保険大手メットライフ<MET>の株主利回りは11.3%、リンカーン・ナショナル<LNC>は11.7%。金融持ち株会社シンクロニー・ファイナンシャル<SYF>の株主利回りは13.2%、銀行持ち株会社ザイオンズ・バンコプ<ZION>は11%、同業バンク・オブ・ニューヨーク・メロン<BK>は13.2%。

家電メーカーのワールプール<WHR>の配当利回りは3.8%で10社中最高だが、自社株買い利回りは8%で最低の部類に属している。

By Lawrence C. Strauss
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

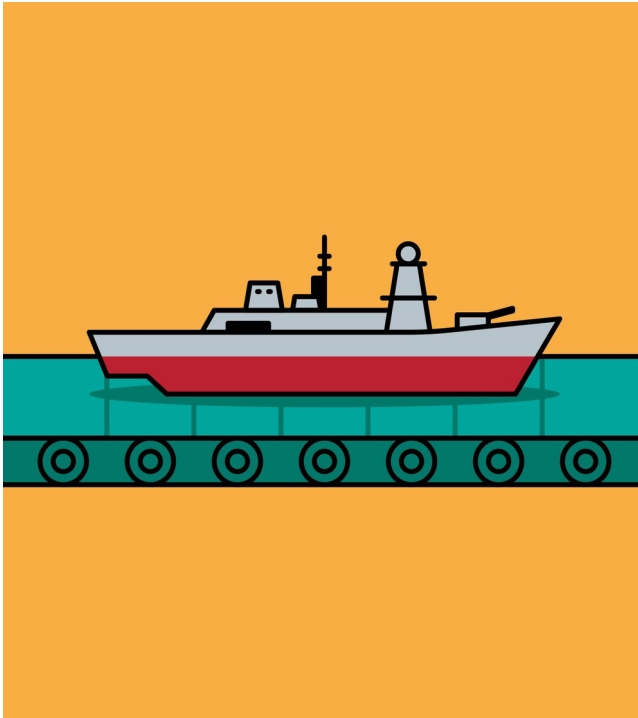
[経済関連スケジュール]

Defense Stocks Rose. Then a Proposed Budget Set Them Back
防衛銘柄、予算教書発表後に下落

レイセオン、アナリストに人気

2023年度の米国防予算案が3月28日に発表された。防衛銘柄は予想以上の打撃を受けた。バイデン政権は議会に対し、国防費を前年度比4%増の7730億ドルとする2023年度予算教書を提出した。しかし、バーティカル・リサーチのアナリスト、ロバート・スタラード氏によると、装備調達費はほぼ横ばいで、2027年までの支出予想の伸び率は鈍化。これを受け、ロッキード・マーチン<LMT>やノースロップ・グラマン<NOC>を含む防衛銘柄のバスケットは約1.3%下落した。

それでも防衛銘柄は年初来15%高と、市場平均を優に上回っている。防衛銘柄が上昇したのは、ロシアによるウクライナ侵攻や、当初低かったバリュエーションが主因だ。大手防衛銘柄の2022年当初の予想株価収益率（PER）は約15倍だったが、現在では約18倍となっている（S&P500指数の予想PERは約20倍）。



Elias Stein

予算教書は最終的な予算ではない。UBSのアナリスト、マイルズ・ウォルトン氏は、共和党は予算の拡大を推しているが、教書の内容は予想していた通りだと指摘する。ウォルトン氏は、核兵器と艦船建造が「トップに来た」と述べる。艦船については、2022年度の266億ドルから280億ドルへと増額。大陸間弾道ミサイル、潜水艦発射ミサイル、空中発射巡航ミサイルから成る核の3本柱への予算は、2022年の110億ドルから159億ドルに拡大した。

この予算は造船会社ハンティントン・インгалス・インダストリーズ<HII>やノースロップ・グラマンに有利に働くはずだ。だが、最も人気のある防衛銘柄は、航空機関連機器メーカーのレイセオン・テクノロジー<RTX>であり、先週2.2%下落したにも関わらず、レイセオンを担当するアナリストの80%以上が投資判断

を「買い」としている。

「買い」を推奨するアナリストの割合は、ロッキード・マーチンが36%、ノースロップ・グラマンが47%、ハンティントン・インгалスが31%、ゼネラル・ダイナミクス<GD>が68%。とはいえ、次のような危機が起きるかは誰にも予想できない。

今週の予定

4月4日（月）

- ・米商務省国勢調査局が2月の製造業新規受注を発表。コンセンサス予想は前月比0.5%増で、季節調整済み年率換算で5480億ドル。1月は前月比1.4%増（耐久財は同1.6%増の2780億ドル、非耐久財は同1.2%増の2670億ドル）。
- ・通信半導体大手ブロードコム<AVGO>が年次株主総会を開催。

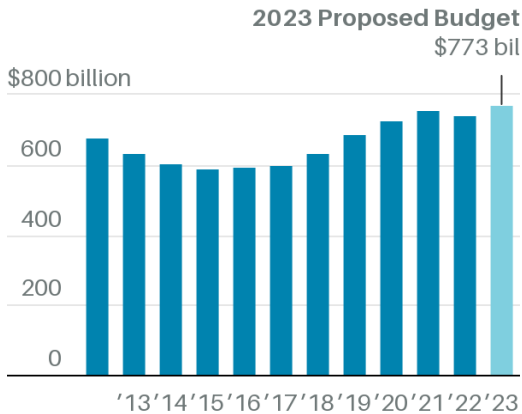
4月5日（火）

- ・米サプライ管理協会（ISM）が3月の非製造業購買担当者景況指数（PMI）を発表。コンセンサス予想は58と、2月から約1.5ポイント上昇。
- ・アナログ半導体メーカーのアナログ・デバイセズ<ADI>、金融データ・ソフトウェアサービスのファクトセット・リサーチ・システムズ<FDS>、エンジニアリング・建設会社クアンタ・サービズ<PWR>が年次投資家向け説明会を開催。
- ・医薬品大手メルク<MRK>はワシントンD.C.で4月2日～4日まで開催される第71回米国心臓学会議（ACC）で投資家向けのイベントを開催する。心臓血管疾患治療薬のポートフォリオとパイプラインについて説明を行う予定。
- ・オーストラリア準備銀行（中央銀行）が金融政策を発表。政策金利のキャッシュレート（銀行間翌日物金利）誘導目標は、2020年11月以来の0.1%に据え置かれる見込み。

Paying for the Pentagon

Spending for the military has broadly risen over the decade, but has generally declined as a percentage of GDP.

U.S. Defense Budget, Fiscal 2012 to 2022



Sources: usgovernmentsspending.com, Department of Defense

・ 商務省経済分析局が3月の自動車販売台数を発表。予想は季節調整済み年率換算で1390万台と、前年同月比21%減。2021年後半と比較すると、供給制約の改善で大きく上向く見込みだ。

4月6日（水）

・ 会員制量販店チェーンのコストコ・ホールセール<COST>が3月の売上高を発表。

・ 連邦公開市場委員会（FOMC）が3月中旬に行われた金融政策会合の議事要旨を公表。FOMCは政策金利の誘導目標を0.25%引き上げて0.25%~0.5%とした。2018年12月以来初めての利上げだった。

4月7日（木）

・ 食品メーカーのコナグラ・ブランズ<CAG>、酒類大手コンステレーション・ブランズ<STZ>、冷凍食品メーカー持ち株会社ラム・ウェストン・ホールディングス<LW>が四半期決算を発表。

・ コンサルティング企業アクセンチュア<ACN>が2022

年の投資家およびアナリスト向けミーティングをバーチャルで開催。

・ 米労働省が4月2日までの1週間の新規失業保険申請件数を発表。3月の週平均申請件数は20万8500件となった。求人数が求職者数を上回る状況が続き、申請件数は最近、ここ50年で最低を記録した。

・ 米連邦準備制度理事会（FRB）が2月の消費者信用残高を発表。コンセンサス予想は季節調整済み年率換算で前月比2.7%増の4兆4600億ドルと過去最高となる。

4月8日（金）

・ クルーズ客船の運航会社カーニバル<CCL>とメディア大手ディスカバリー<DISCA>が年次株主総会を開催。

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』 2022/04/03

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