

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2022/05/22

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 株の売り、終わらず - The Stock Market Has Avoided a Bear. But the Selloff Isn't Over. [カバーストーリー]
弱気相場は回避 P.1
2. 暴落したIPO株に注目 - These 5 Broken IPOs Are Worth a Look. [フィーチャー]
検討対象の5銘柄 P.3
3. 激変期の12の投資対象 - Global Trade Is Getting a Reboot. Here's How to Profit. [フィーチャー]
グローバリゼーション2.0に備えよ P.6
4. 安値拾いはほどほどに - Warning to Bargain Hunters: 6 Stocks That Aren't as Cheap as They Look. [フィーチャー]
見た目ほどでない6銘柄 P.12
5. 最大のリスク、インフレと紛争 - Inflation and Global Conflict Are Top Risks for Bonds. [インタビュー]
ピムコCEOインタビュー P.16
6. S&P500、底値は3000か - The Bear Nears, and Might Not Exit the Stock Market Until the S&P Sinks to 3000. [コラム]
株価下落、数カ月続く公算 P.19
7. ターゲット決算、失望誘う - Investors Accepted a Walmart Miss. But Target Triggered a Retail Rethink. [投資戦略]
小売り銘柄軒並み下落 P.20
8. IPO、ハイテク株安で急減速 - The Tech Selloff Is Causing Big Problems for Start-Ups, Too. [ハイテク]
ベンチャーキャピタルに影響波及 P.22
9. 景気後退が始まる - A Profit Recession Is Brewing, Expert Says. Hunker Down in Cash. [コラム]
ポムボイ氏の洞察 P.24
10. 今週の予定 - Bearish Markets and Recession Fears: What Advisors Are Saying. [経済関連スケジュール]
企業決算やFOMC議事要旨 P.26

※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。
※記事中の株式やファンドの価格は、米バロンズ編集部による記事執筆時点の値である場合があります。

1. 株の売り、終わらず

[カバーストーリー]

The Stock Market Has Avoided a Bear. But the Selloff Isn't Over.

弱気相場は回避

痛々しい1週間



Zakharova Alexandra/Dreamstime.com

S&P500指数は弱気相場への転落に抵抗しているが、まだ底を打ったわけではない。

確かに痛々しい1週間だった。主要株価指数のS&P500指数は週間で3%下落。3901.36で取引を終え、1月3日に付けた史上最高値からの下落率は18.7%となった。20日には弱気相場入りを示す20%安に一時達したが、その後やや反発した。ダウ工業株30種平均は2.9%安の3万1261ドル90セント。8週連続で売られ、1932年以来の長期続落となった。弱気相場入りしたナスダック総合株価指数は3.8%安の11354.62。1月3日

の年初来高値からの下落率は28.2%に達した。小型株のラッセル2000指数は1.1%安の1773.27。

これほどの下落になると、世界の終わりを告げるようなニュースの見出しがありそうなものだが、たたき売りの引き金らしきものは先週、何一つ見当たらなかった。むしろ、市場の重荷となったのは懸念材料の蓄積だ。米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は利上げ継続の必要性を説き、小売企業のターゲット<TGT>やウォルマート<WMT>は失望を誘う決算を発表した上、米国の買い物客がついに物価上昇の悪影響を感じ始めたという見解を示した。

株式市場に逃げ場はなく、好調だった銘柄も売りに屈したようだ。ダウ輸送株平均は海運不況への懸念から6.7%下落し、上場投資信託（ETF）の生活必需品セレクト・セクターSPDR<XLP>は8.1%安となった。

ウォルマートやターゲットは超割高なハイテク企業でもジリ貧の企業でもなく、米国の最優良企業だ。しかし、そうした企業であっても、高いインフレ率やサプライチェーンの混乱、逼迫（ひっばく）する労働市場といった現在の環境下では、好業績を続けるのはほぼ不可能となっている。

底値への吉報？

もっとも、勝ち組銘柄の大幅安は吉報の可能性はある。市場が底値に近づいているかもしれないからだ。

ネッド・デービス・リサーチの米国チーフストラテジスト、エド・クリソルド氏は「悲観論が真のパニックの水準に達するには、投資家が逃げ場はないと感じる必要がある」と述べる。

底打ちが近いという兆候は他にもある。ソシエテ・ジェネラルで米国株式戦略の責任者を務めるマニッシュ・カブラ氏は、S&P500指数の今後12カ月の予想利益に基づく株価収益率（PER）が年初の21.5

Market Performance



Source: FactSet

倍から16.6倍に低下したと指摘。「今回の調整でS&P500指数のバリュエーションのミニバブルは蒸発した」と述べている。

また、バンク・オブ・アメリカ（バンカメ）セキュリティーズのチーフ投資ストラテジスト、マイケル・ハートネット氏は、バンカメ・ブルベア指数が最近2.0から1.5に急低下し、「明確に逆張りの買い領域」に入ったと分析する。

ただ、ハートネット氏によると、株価は一段安の公算が大きい。過去140年間、米国株式市場の弱気相場は平均289日続き、37.3%下落したというデータがあるからだ。この統計に基づけば、S&P500指数の底値は20日の終値の3901.36から23%ほど下げた3000前後ということになる。

爆発的な買いも

一方で、現在の株式市場が弱気相場ではなく、「滝のような下落」だとすれば、底値は近いのかもしれない。ネッド・デービスのクリソルド氏は「滝のような下落」を、売りが続き、大きな反発はあるものの長続きせず、さらに売られる状況と定義している。歴史的に、「滝のような下落」は約40日続き、平均下落率は24.6%。今回は下落が長期に及んでいるが、押しはまだ深くない。このためクリソルド氏はまだ買いを推奨しない。「落下中のナイフを（床に着く前に）手でつかもうとしてはいけない」そうだ。

クリソルド氏は「売り圧力が持続的な買い圧力に変わることが必要だ」と語る。

エバーコアISIのストラテジスト、ジュリアン・エマニュエル氏は、シカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティ指数（VIX指数）が40を超え、プットコールレシオが1.35を超え、1月の高値の

時を超えるような大量の出来高の日があれば、売りが終わりに近づいていることになる」と指摘する。小売売上高が好調に推移するなど、FRBが積極的な金融引き締めを続けるのはマイナスだ。エマニュエル氏は「FRBは（物価抑制と景気の両立をめぐる）信じられないほど困難な綱渡りをしている」と述べる。

反発局面になれば、爆発的な買いが入っても不思議ではない。例えば、S&P500指数は7週連続の下落を記録しており、インスティテットのチーフ・マーケット・テクニシャン、フランク・カッペレリ氏は、過去3回の7週間以上の下落後はS&P500指数の上昇率の平均が39%だったと指摘する。カッペレリ氏の説明によると、「過去のサンプル数は少ないが、これまでの長い下落期間が終了した場合は、その時の市場全体のトレンドに関係なく、例外的に強い反発局面が続いた」という。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

2. 暴落したIPO株に注目 These 5 Broken IPOs Are Worth a Look. 検討対象の5銘柄

[フィーチャー]

関心が失われたIPO市場



Richard Drew/AP/Shutterstock

新規株式公開（IPO）は2021年にバブル気味だったが、2022年は破綻している。昨年公開した企業の多くの株価はピーク比で80%超の大幅な下落に見舞われた。ルネサンス・キャピタルのシニア・ストラテジスト、マット・ケネディ氏は「IPO市場における過去10年で最悪の下落だ」と語る。高成長銘柄の株価が急落。IPO市場は開店休業状態で、年初来では39件による39億ドルの資金調達にとどまっている。2021年の同期間に比べ、90%の減少だ。

株価急落で、高成長見通しと堅実なバランスシートを備える銘柄にお買い得な銘柄が登場している。2021年のIPO銘柄の中では、衣料品メーカーのオールバーズ<BIRD>、マーケットプレイス運営ポシュマーク<POSH>、証券取引アプリ運営ロビンフッド・マーケットツ<HOOD>、眼鏡メーカーのワービー・パーカー<WRBY>などだ。

投資家は上場投資信託（ETF）のルネサンスIPO ETF<IPO>を通じ、最近の多くのIPO銘柄に投資できる。ルネサンスIPOの株価は30ドルで、年初来で50%近く下落している。ルネサンスIPOは過去3年間のIPOの規模上位100社を保有。現在の上位5社は配車サービスのウーバー・テクノロジーズ<UBER>、ソフトウエア会社スノーフレック<SNOW>、サイバーセキュリティのクラウドストライク・ホールディングス<CRWD>、ソフトウエア会社データドッグ<DDOG>、オンライン会議サービスのズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>だ。これら5社で全体の約25%を占めている。

ロビンフッド

2021年のIPO銘柄の中でも、ロビンフッドは象徴的な存在となっている。株価がピーク（日中高値）の85ドルから10ドルに約90%暴落したからだ。ただ、ロビンフッドは62億ドル（1株当たり約7ドル）の現金を保有している。

ロビンフッドには批判者も賛同者もいる。バークシャー・ハサウェイ<BRK.A>のチャーリー・マンガー副会長は、ロビンフッドが素人による短期的な取引を促し、投資をゲームに変えたと批判する。一方、JPモルガン・セキュリティーズのアナリスト、デビン・ライアン氏は「ロビンフッドは金融サービスへのアクセスを民主化した企業だ」と評価。投資判断をアウトパフォーマンスとし、目標株価を36ドルに設定している。ライアン氏は、現金管理口座や拡張暗号化サービスなどの新規サービスがロビンフッドの今年の収益を押し上げると予想している。

ロビンフッドの第1四半期決算は43%の減収で赤字となったが、現金の消費はわずか6200万ドルだった。経営陣は利払い・税引き・償却前利益（EBITD A）ベースで年内の黒字化を目指している。ライアン氏は、ロビンフッドのプラットフォームと顧客基盤が潜在的な買収者を引き寄せる可能性があると述べるが、現在のバリュエーションを「企業が買収を検討するとわれわれが考える水準をはるかに下回っている」とみている。

リビアン・オートモーティブ

Down, Not Out

Many IPOs from the class of 2021 have plummeted in value from peak levels. Here are five potential turnarounds, all with ample cash.

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	% Change from IPO Price*	Market Value (bil)	2022E EPS	Net Cash per Share
Allbirds / BIRD	\$4.68	-69.0%	-68.8%	\$0.7	-\$0.42	\$1.61
Poshmark / POSH	11.02	-35.3	-73.8	0.9	-0.89	7.64
Rivian Automotive / RIVN	29.61	-71.4	-62.0	26.7	-6.46	16.86
Robinhood Markets / HOOD	10.21	-42.5	-73.1	8.9	-1.25	7.17
Warby Parker / WRBY	16.44	-64.7	-58.9	1.9	0.09	2.00

ETF / Ticker	Largest Holdings
Renaissance IPO / IPO	Uber Technologies Snowflake CrowdStrike Holdings Datadog Zoom Video Communications

*Reference priced use for WRBY which went public via a direct listing. E=estimate
Source: Bloomberg, Renaissance Capital, company reports

電気自動車（EV）メーカーのリビアン・オートモーティブ<RIVN>の株価は2021年11月に付けた日中高値の179ドルから、今月の日中ベースで一時19ドル台に暴落しており、興味をそそられる。株価が底を打った時の時価総額は3月31日時点の150億ドルのネットキャッシュをわずかに上回る水準だった。株価はその後、29ドル弱まで回復している。

Renaissance IPO ETF

(IPO / NYSE Arca)



Source: FactSet

リビアンはEVのスタートアップ企業で、高級ピックアップトラックやスポーツ用多目的車（SUV）の増産を目指しているが、年間約50億ドルの赤字を生じている。第1四半期の生産台数はわずか2553台で、黒字化は何年も先だろう。会社側は、2025年には35万台以上を生産する可能性があり、それまで十分な現金を維持できると述べている。

ワービー・パーカー

ワービー・パーカーは、おしゃれな度付き眼鏡をオンライン・実店舗で95ドルから販売し、米国の眼鏡市場に創造的破壊をもたらしつつある。株価は約16ドル前後と、2021年の日中高値の60ドルから7割以上下落している。

本誌の年頭のラウンドテーブルで、デュラブル・キャピタル・パートナーズのヘンリー・エレンボーゲン氏がワービーを推奨した。エレンボーゲン氏はワービーに多大な成長機会があると予想する。現在の市場シェアはわずか約2%だ。

ワービーはまだ赤字で、第1四半期決算は投資家の予想に届かなかった。会社は今年の売上高を20~22%増の約6億5500万ドルと見込んでいる。エレンボーゲン氏は本誌宛て電子メールで、増収率が第1四半期の10%から、今年後半には20%台半ばに加速し、利益率が20%を超えると予想した。

オールバーズ

オールバーズは環境に配慮したフットウェアでニッチ市場を生み出した。代表的な商品のウール製スニーカーの価格は100ドル前後で、シリコンバレーで人気が高い。オールバーズは天然素材に注目し、ユーカリの繊維を使うスニーカー・シリーズは社会的責任投資家の共感を得た。

オールバーズは昨年11月に15ドルで新規公開し、株価は初日の日中で32ドルまで上昇した。その後、今月10日の期待外れの第1四半期決算や通期売上高ガイダンスの下方修正を受け、4.5ドルに下落。オールバーズは2022年の売上高を21~24%増の約3億4000万ドルと見込んでいる。一部のアナリストは2024年まで黒字化しないとみている。

オールバーズは2億4000万ドルのネットキャッシュを持ち、1株当たり有形固定資産は2.58ドルで、株価は底を打った可能性がある。モルガン・スタンレーのアナリスト、アレックス・ストラトン氏は「オールバーズの黒字化への道はマクロ要因の中で一段と不透明になっているが、不振に陥っている小売会社並みのバリュエーションだ」と指摘。投資判断をオーバーウエートとし、目標株価は12ドルに設定している。

ポシュマーク

ポシュマークやザ・リアルリアル<REAL>のような古着・アクセサリーのオンライン・マーケットプレイス・プロバイダーは大きな打撃を被った。投資家が高いマーケティング費用や将来の収益性を懸念したため、ポシュマークの株価は11ドル前後だ。リアルリアルより低価格帯の商品を扱っているが、200ドルを上回る価格帯の商品が売買総額の約20%を占めるとみられている。

3月31日時点のネットキャッシュは約6億ドル、1株当たり7.64ドルだ。株価は現金を除いて計算した株価売上高倍率で約1倍。今年は1株当たり1ドルの赤字が予想されるが、前四半期に現金が増加した。

JPモルガン・セキュリティーズのアンドリュー・ブーン氏はポシュマークの決算発表後、「マーケティングの効率性が戻りつつある初期の兆候」を示しており、「中核的サービスのグレードアップ」を続けていると分析。投資判断はアウトパフォームで、目標株価は20ドルだ。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

3. 激変期の12の投資対象

[フィーチャー]

Global Trade Is Getting a Reboot. Here's How to Profit.

グローバリゼーション2.0に備えよ

荒れ相場が好機に



Illustration by Harry Campbell

グローバル化は過去40年間で世界経済を変えた。ヒト、モノ、カネの自由な流れが各国をつなぎ、成長を促し、（少なくとも理論上は）地政学的な融和を生み出した。しかし、こうした動きが今後も続くかは疑問だ。米中の緊張、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）、ロシアのウクライナ侵攻は、世界が一体化するリスクを明らかにしている。

米国商工会議所の国際情勢担当責任者マイロン・ブリリアント氏は「企業は長年、中国やロシアとの緊張が断続的に高まって、商品、エネルギー、金属、鉱物資源の重要なサプライチェーンに混乱をもたらすことはないと考えて事業を運営してきた。しかし、この前提はもはや当てはまらなくなった」と語る。

グローバリゼーション2.0の実現には何年もかかるが、その初期の輪郭は既に明らかになっている。多くの企業や国はコストと効率性より安全性とレジリエンス（回復力）に重点を置き、サプライチェーンを世界中に分散させたり、予備のサプライチェーンを準備したりしている。

その副産物として、少なくとも短期的には、企業がバッファーとして在庫を積み上げるために貿易が活発化する可能性がある。貿易戦争や、一部の中国企業に対する米技術の輸出禁止、サプライチェーンの混乱をよそに、昨年の国際貿易額は28兆5000億ドルと、パンデミック前の2019年を13%上回る水準に達した。

長期的には、グローバリゼーション2.0が民間セクターにもたらす利益は比較的小さいだろう。政府は投資の大部分を経済より国家安全保障に振り向けるケースが多いと予想されるためだ。ピーターソン

国際経済研究所のアダム・ポーゼン所長は「経済的なコストは非常に大きい」と述べ、その結果として事業機会が失われ、投資収益率が低下し、ボラティリティーが上昇すると予想している。

しかし、このボラティリティーは一部の企業の投資家にとって好機となるかもしれない。その企業とは、半導体などの重要度が高い分野で各国が自給自足を実現するための後押しとなる企業、あるいは本国の近隣国や友好国に生産拠点を設けることによって変化を促進する企業である。これらの企業の多くは、市場がリセッション（景気後退）の懸念やグローバリゼーション2.0を織り込むにつれ、今後数カ月で株価が一段と割安になる可能性がある。

未来の技術に不可欠な半導体やレアアースなど、安全保障分野では大きな変化があるだろう。米議会は今年夏に対中国法案を可決するとみられる。法案には、半導体の国内製造を促す資金援助や、重要度が高い製品の製造拠点を米国に回帰させる（もしくは友好国に移転させる）インセンティブなどが盛り込まれる見込みだ。

中国はロシアに対する欧米の制裁を受け、自国の技術や食料安保を強化するとともに、ドルへの依存度を引き下げている。米紙ウォール・ストリート・ジャーナルの先週の報道によれば、中国政府は中国共産党幹部と家族が外国の不動産や外国企業の株式を保有することを禁止しようとしている。

ただ、米中両国には金融・経済上の深い関係がある。中国が台湾に侵攻しない限り、米中の分断で世界がグローバル化以前の状態へ完全に逆戻りすることはないだろう。2020年の対中輸出は米国で約85万8000人の雇用を生み出した。米中ビジネス評議会によれば、こうした輸出は300以上の選挙区で100人以上の雇用を支えている。

国際戦略アドバイザー会社フューチャーマップの創業者パラグ・カンナ氏は、米国は複数の分野で自給自足を比較的達成できているため、グローバリゼーション2.0の波に乗る準備が整っていると語る。一方、国際貿易の重心は東に移っているとも指摘する。中国は世界全体の輸出のうち米国の約2倍の15%を占め、ほとんどの主要国にとって最大の貿易相手国である。また中国は世界最大の貿易圏である地域的な包括的経済連携（RCEP）の中心に位置している。

米国はインド太平洋諸国との同盟や、インド・東南アジア諸国との関係強化に乗り出しているが、各国は米中どちらか一方を選ぶことに及び腰だ。カンナ氏は「新たなグローバル化の波の勝者は、インドと東南アジアだろう。中産階級が成長しており、中国より開かれた民主的な社会がある。誰もがこれらの国々に投資したがっている。地理、地政学、人口動態の面で最高の位置に付けている」と語る。

グローバリゼーション2.0への移行は緩慢で混乱したものとなるだろう。しかし、投資家は最近の世界的な相場急落を好機として、勝者を見つけ出し、企業利益、経済成長、投資リターンに関する想定を見直すことができるはずだ。

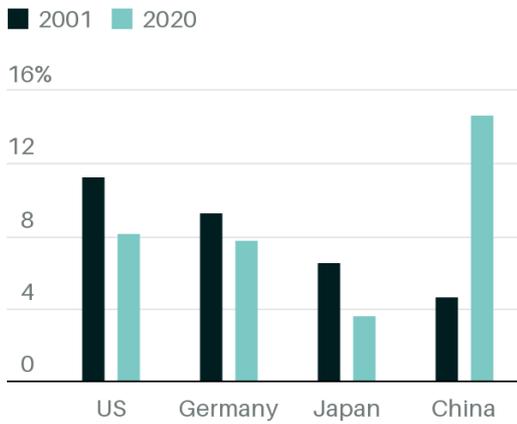
参考資料 1

Trade Tally

(参考資料 1)

China has made big gains against the U.S. and other nations as it ships parts and finished products around the world.

Share of Global Exports of Goods

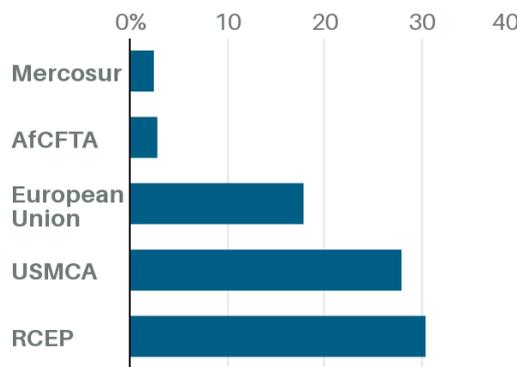


Source: United Nations Conference on Trade & Development

参考資料 2

Selected Regional Trade Agreements (by share of global GDP)

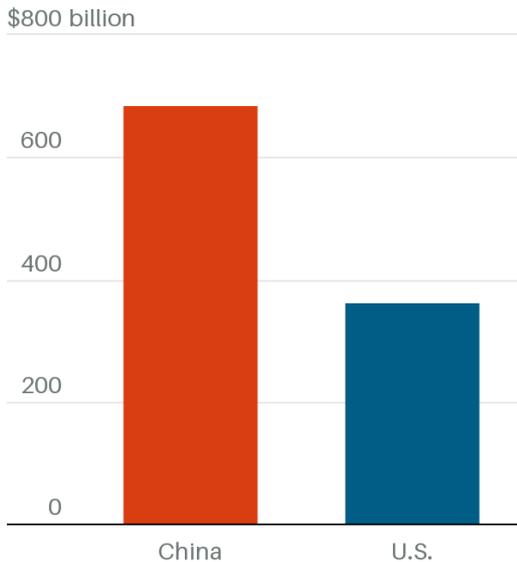
(参考資料 2)



Note: Mercosur is a South American trade bloc. AfCFTA is the African Continental Free Trade Area. USMCA is the the United States-Mexico-Canada Agreement. RCEP is the Regional Comprehensive Economic Partnership, a trade agreement among several Asia-Pacific nations. Source: United Nations Conference on Trade and Development

参考資料 3

Trade with the Association of Southeast Asian Nations (ASEAN), 2020 (参考資料 3)



Sources: China Int'l Import Expo Bureau; Office of the U.S. Trade Representative

インドが中国の代わり

今後の激変期における最適な投資対象例として、3本のファンドと9銘柄の株式を紹介しよう。

インドは人口が多く、若い労働力が豊富で、民主制が根付いている。中国の代わりを求める企業にとって魅力的な選択肢だ。ワサッチ・エマージング・マーケット・セレクト・ファンドのアソシエイト・ポートフォリオマネジャー、マシュー・ドレイス氏は、インドが製造業者への訴求力を高めるための取り組みを強化しており、「メイド・イン・インド」推進に向けて減税やインセンティブを提供していると語る。

こうした動きに幅広く投資するための銘柄の一つとして、上場投資信託 (ETF) のiシェアーズMSCI インディアETF<INDA>が挙げられる。空気圧縮機メーカーのエルジー・エクイップメンツ<52207 4.インド>など、インドの資本財メーカーも選択肢の一つだ。エルジーは企業が代替的なサプライヤーを模索する中でシェアを拡大。世界中で予備のサプライチェーンが構築され、製品の需要が増加するとみられる。空気圧縮機は製造プラントで幅広く利用されている。予想株価収益率 (PER) は50倍と割高に見えるが、ドレイス氏は、長期にわたり低迷していた企業投資が上向きつつあると語る。エルジーの利益率は上昇し、欧米への多額の投資が実を結び始めるはずだ。

メキシコは人件費が安く、製造業の基盤が確立している。本国の近くにサプライチェーンを構築したい米国企業から投資を呼び込むだろう。米国の景気減速はメキシコにとって重しとなる可能性があるが、長い目で見れば、iシェアーズMSCIメキシコETF<EWW>はメキシコへの投資の増加に乗じることができる銘柄である。

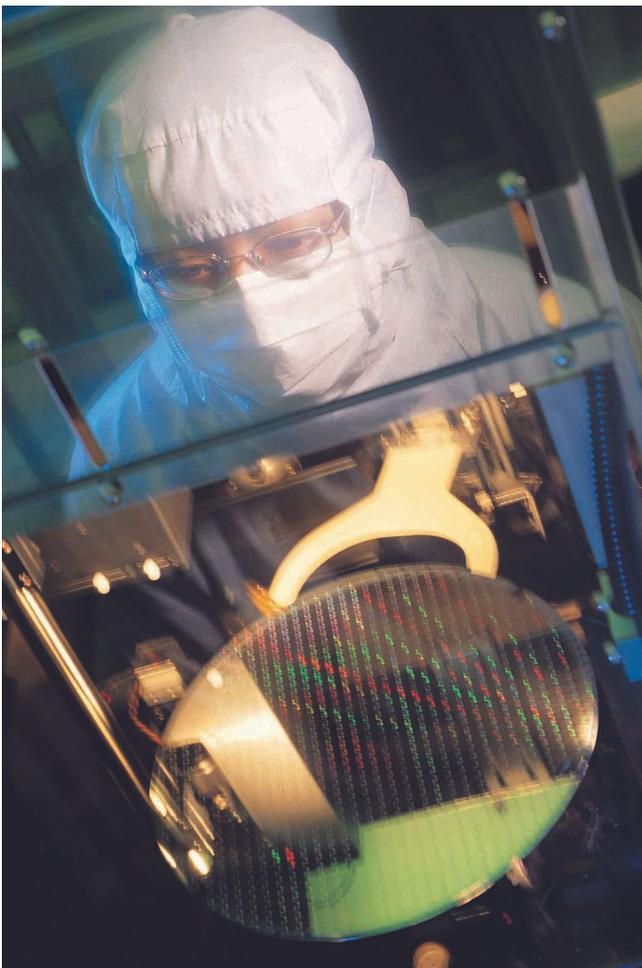
運用資産額22億ドルの不動産投資信託 (REIT) 、プロロジス・プロパティ・メキシコ<FIBRAPL14.

メキシコもメキシコへの投資増による恩恵を受ける。プロロジスは物流施設や倉庫を保有しており、昨年の自社施設に対する製造業者からの需要の30%はニアショアリング（本国に近い国に業務を移転すること）によるものだと推定している。マッシュ・エマーシング・マーケッツ・エクイティのマネジャー、ジョン・ポール・レフ氏は、ニアショアリングの増加や電子商取引（eコマース）の成長、サプライチェーンの混乱により、プロロジスの増益率はいずれ2桁台に達すると予想している。

このほか、政府が自給自足を目指す中で有望な分野が生まれつつある。中国は2025年までに国内総生産（GDP）の10%をデジタル経済から生み出そうとしており、そのために半導体とソフトウェアが不可欠となっている。ゴールドマン・サックスのファンダメンタル株式部門シニアマネジャー、ス・チョー氏は、ソフトウェア会社キンディー・インターナショナル・ソフトウェア・グループ<268.香港>などの中国企業や、台湾のシラジー<6415.台湾>などの半導体メーカーを選好する。

チョー氏によれば、中国景気をめぐる懸念や、政府による新型コロナウイルス対策のロックダウン（都市封鎖）を受けて中国株は急落しており、上記の銘柄は他国の同業他社と成長率が同等だが、30%のディスカウントとなっている。

半導体と資本財に注目



半導体は世界経済の血液であり、中国と米国は自国の半導体製造能力を強化しようとしている。半導体の需要も伸びており、電気自動車は従来の自動車の2倍の半導体を必要とする。台湾積体回路製造（TSMC）<TSM>は半導体業界の頂点に位置し、世界の半導体市場シェアの50%超のみならず、人工知能（AI）や高速大容量規格「5G」など、未来の技術分野のイノベーションに不可欠な5ナノメートル半導体で95%のシェアを有する。

TSMCは世界各国の顧客との関係を維持してきた結果、レジリエンスが高い。米アリゾナ州と日本で製造プラントを建設中で、シンガポールとインドでもプラント建設を検討している。半導体セクターは世界的な景気減速懸念とサプライチェーンの混乱で打撃を受けたため、予想PERは15倍となり、過去5年間の平均を下回っている。

チョー氏はS&P500指数に対して約25%のディスカウントとなっている半導体製造装置セクターを選好する。KLA<KLAC>は最先端の半導

体製造能力の増強で最も大きな恩恵を受ける企業の一つだ。KLAの株価はリセッションの懸念を織り込んでいるが、長期的なポテンシャルは織り込まれていない。

国際貿易の性質の変化は産業革命のきっかけとなる可能性もある。企業が新たな製造拠点を建設したり、物価が高い地域への移転によるコスト増を抑えるために自動化を導入したりするためだ。資本財セクターは世界的なリセッションに対して脆弱（ぜいじゃく）だが、ニューバーガー・バーマンの海外株式チーム責任者エリアス・コーエン氏によれば、現在の荒れ相場は電子機器やロボティクス、機械に重点を置きつつ、次の10年に向けた態勢が整っている企業を発見するための好機だという。

iシェアーズ・グローバル資本財ETF<EXI>は資本財セクター全体の動きに投資するための銘柄の一つ。恩恵を受ける他の銘柄は、日本の空気圧制御機器メーカーのSMC<6273>が挙げられる。SMCは産業用の空気圧制御機器で約45%の世界市場シェアと強い価格決定力を有する。予想PERは22倍で、過去5年間の平均を下回っている。

工具メーカーのケナメタル<KMT>は米国でグローバリゼーション2.0の恩恵を受ける企業だ。エネルギーや重要鉱物資源などのサプライチェーンのレジリエンスを高める取り組みにより、インフラプロジェクトや石油・ガス探査に使用されるケナメタルの工具、染料、ビット（先端工具）は需要が増加するだろう。予想PERは13倍。

貨物運送会社DSV<DSV.デンマーク>は貿易のパターンが変化した時に最も好調な業績を上げる。第1四半期の純利益は2019年通期の純利益を上回った。ベイリー・ギフォードのインターナショナル・アルファ戦略で共同マネジャーを務めるジェニー・デイビス氏によれば、DSVは多額の資本を必要としないビジネスモデルによってキャッシュフローを生み出しており、経営陣には巧みな資本配分と業界統合を実施してきた十分な実績がある。アナリストは今年の通期利益を22億ドル、1株当たり利益（EPS）を9.70ドルと予想。前年比81%増だった昨年の通期利益を25%上回る。

新たなタイプのグローバル化への移行はそれなりの混乱を伴う。その結果、企業がサプライチェーンを分散させるだけでなく、投資家がポートフォリオを分散させる必要性も強まる。最近の荒れ相場はスタートの好機だ。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

4. 安値拾いはほどほどに

[フィーチャー]

Warning to Bargain Hunters: 6 Stocks That Aren't as Cheap as They Look.

見た目ほどでない6銘柄

重視するのはファンダメンタルズ



David Paul Morris/Bloomberg

株式が下落し、掘り出し物が出回っている。しかし、弱気相場で押し目買いを狙っても、損失を増やす可能性がある。株価上昇局面で使える戦術が下落局面で有効とは限らない。

米連邦準備制度理事会（FRB）が経済に資金を投入することで活性化している強気市場では、企業がどのような数字を決算で発表するかは重要でない。決算が予想を上回れば、普通、その会社の株価は上がる。

ただ、株価が下落している時は、一般に公正妥当と認められた会計原則（GAAP）に基づく決算しか通用しない。ウルフ・リサーチのチーフ・インベストメント・ストラテジスト、クリス・セニエク氏は「過去数年間、会計や財務諸表は問題でなかった。しかし、今はFRBの流動性が枯渇し、金利が上昇しているため、バランスシートやキャッシュフロー、年次報告書を読むというファンダメンタルズに戻ることになる」と述べる。

割安感なき銘柄

営業利益とGAAPベースの利益の間に大きなギャップがある場合、その企業の業績が公表されているほど良くはないことを示すサインとなる可能性がある。このようなギャップは、買収やリストラ費用に加え、現金の代わりに使われる譲渡制限付株式や従業員・役員に付与されるオプションなどの株式ベースの報酬の使用といった要因で引き起こされる可能性がある。特に後者の場合はGAAPベースの数値と調整後の数値に大きな開きが生じる可能性がある。

株式報酬は市場の上昇局面で非常に有効である。株主の持ち分を希薄化させる半面、従業員の定着につながり、株価も上昇しているため、誰もが恩恵を受ける。しかし、株価が下落しているとき、企業はオプション価格を再設定したり、多くの株式を付与したり、多くの現金を支払うというプレッシャーを感じるようになる。セニエク氏は「コストは構造的に増加するだろう」と指摘する。

今年大きく下落した銘柄のうち、株式報酬のレベルが高いため、見た目ほどには割安感のない6銘柄を紹介する。

クラウドストライク・ホールディングス

サイバーセキュリティーテクノロジー企業のクラウドストライク・ホールディングス<CRWD>は急成長し、2023年度に利益は66%増が見込まれている。2023年度予想利益に対して90倍となっている株価収益率（PER）を気にしない投資家にとって、おそらく十分な成長率だろう。しかし、クラウドス

(CRWD / Nasdaq)



Source: FactSet

トライクは2022年度に3億1000万ドルの株式報酬を支給した。これを現金支給に換算すると、2022年度のフリーキャッシュフロー4億4200万ドルの約70%に相当し、利益は赤字に転じる。クラウドストライクはサイバー攻撃から守ってくれるかもしれないが、ポートフォリオを救ってくれるかは当てにしない方がいい。

スノーフレーク

(SNOW / NYSE)



Source: FactSet

クラウドベースでデータや分析を提供する急成長企業スノーフレーク<SNOW>は今期の予想1株当たり利益（EPS）が16セントで、2020年の華々しい上場以来、最大の利益となる見込みだ。年初来の急落で絶好の買い場に見えるかもしれない。しかし、GAAP利益はさほど魅力的ではなく、1株当たり2.22ドルの赤字でPERは計算不能。ここでも、二つの数字の差は、過去2年間の売上高の約半分に対応する多額の株式報酬の結果である。

ショッピファイ

ショッピファイ<SHOP>は2020年、2021年のEコマースの人気株で、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）によるロックダウン（都市封鎖）のさなかに株価は250%近く上昇したが、今では2020年初めの水準で取引されている。安値を拾うチャンスだろうか。いや、そうでもない。2023年予想EPS2.11ドルに対してPERは185倍となっているが、株式報酬は第1四半期売上高の約10%に相当する。あまり大きな数字に見えないかもしれないが、これを業績に加えると利益は赤字に転じる。シ

(SHOP / NYSE)



Source: FactSet

ヨッピーファイは従業員が株式報酬と現金報酬を選べるようにしてあり、従業員が現金を選べば、どんな利益数値を使おうと、現金報酬が費用として現れる。

ジースケイラー

(ZA / Nasdaq)



Source: FactSet

クラウドベースのセキュリティーソフトウェアを開発するジースケイラー<ZS>は第2四半期の株式報酬1億400万ドルが売上高の41%に相当し、セニエク氏のリストの中で最もオプションや株式報酬を多用する企業だ。これが現金報酬なら四半期フリーキャッシュフローはプラス2900万ドルからマイナス7500万ドルに転じる。GAAPベースのEPSは2.57ドルの赤字となり、PERは計算不能だ。ジースケイラーは、セニエク氏のリストの中で株式報酬の水準が最も高い企業のうちの1社。2022年に株価は59%下落したが、お買い得にはほど遠い。

リフト

配車サービス企業リフト<LYFT>は2022年に55%下落し、少し前よりかなり割安に見える。株価は2023年予想利払い・税引き・償却前利益 (EBITDA) の約9倍で取引されており、2022年始めの26倍から低下した。S&P500指数の株価EBITDA倍率は約12倍であり、リフト株はほとんどバリューストックと言える。しかし、第1四半期の株式報酬は売上高の18%を占め、それを調整すると2023年の予想EBITDAは約6億ドルの黒字ではなく、3億6000万ドル近い赤字になる。バリューストックとは考えない方がいい。

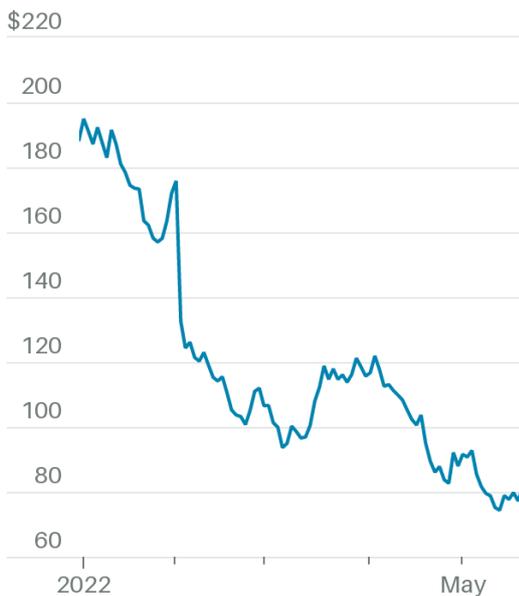
(LYFT / Nasdaq)



Source: FactSet

ペイパル

(PYPL / Nasdaq)



Source: FactSet

電子決済サービス企業ペイパル・ホールディングス <PYPL>の株価は年初来57%下落し、2023年予想PERは約17倍となっている。定評あるフィンテック企業で、利益成長率が約25%と予想されているにもかかわらず、PERは市場全体を下回る。第1四半期の株式報酬は売上高の約7%を占める。この数字は低く見えるかもしれないが、この報酬を調整するとEPSは4.86ドルから3.21ドル近くなる。この場合PERは25倍となり、価値があると考えられるほど魅力的ではない。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

5. 最大のリスク、インフレと紛争 Inflation and Global Conflict Are Top Risks for Bonds. ピムコCEOインタビュー

[インタビュー]

高インフレ続く



Photograph by Jessica Pons

米債券運用大手ピムコのグループ最高投資責任者（CIO）、ダニエル・アイバシン氏は1998年に入社し、2014年に共同創業者のビル・グロース氏に代わって現職に昇格した。幼い頃は資金計画の話ラジオで聴くのが好きだったという。2007年設定のピムコ・インカム・ファンド<PIMIX>は、モーニングスターによると、過去10年と15年の期間でマルチセクター債券ファンドの上位1%にランクされている。

本誌：消費者物価指数（CPI）が40年ぶりの大幅な伸びを記録した。先月は若干低下したが、依然高水準だ。投資家はインフレがピークに達する兆候を期待していた。そういう兆しはあるか。

アイバシン氏：総合指数、コアCPIともに市場の予想を上回った。CPIのピークは過ぎたか、それに近い状況かもしれない。しかし、今後もいら立たしいほど高い水準が続くだろう。米連邦準備制度理事会（FRB）は当面、懸命にインフレを目標水準に戻そうと努力していく。

Q：1970年代との比較は妥当か。

A：現状は1970年代からは程遠いと考えている。しかし、このまま放置すれば、インフレが人々の心理に深く刻み込まれる危険性があるのは確かで、FRBだけでなく市場にとっても長期的な課題だ。

Q：FRBが景気後退を招く水準まで金利を引き上げることを懸念する見方もある。

A：それがリスクの一つだ。ウクライナでの戦争でその可能性は高まった。今後1年から1年半の間に米国でリセッション（景気後退）が起こる確率は約30%だ。どの程度の金利の引き上げが必要か、正確に把握するのは難しい。FRBはバランスシートの縮小も検討しており、状況は複雑だ。ハードランディングのリスクはかなり高まってきた。

Q：今年のピムコのマクロテーマは。

A：極端な不確実性、成長率の低下、インフレの長期化だ。

政府系MBSを選好

Q：ミスプライスの機会はどこに。

A：長期的な観点では、バリュエーションは適正か、少し割高だ。景気後退のリスクが高まっており、企業信用市場で高リスク分野には慎重になるべきだ。住宅ローン担保証券（MBS）は新規に組成されたものや、最近借り入れたローンを裏付けとする証券ではなく、長期間安定した住宅価格上昇の恩恵を受けている証券を引き続き選好している。

われわれは証券化されたリスクを選好する。証券化されたリスクは、無担保の企業信用市場より優れたファンダメンタルズと担保を伴っているためだ。特に政府系MBS（米国政府または政府系企業によって発行または保証された証券）がいい。金融危機後の世界的な規制の結果、自己資本水準が非常に高く、ほとんどの大手銀行でリスクテイクが比較的low水準であることから、金融セクターのクレジットも選好する。

当社は引き続き、金利へのエクスポージャーを以前に比べ大幅に減らしている。質の低い投資先より、投資適格で質の高い投資先を強く選好する。消費者とのつながりがある投資優先する。米国の消費者は住宅ローン市場で大きなリスクを取っておらず、消費者のバランスシートは健全だからだ。

投資哲学は不変

Q：魅力的でないセクターは。

A：投資適格未満の社債。割安だが、エクスポージャーの追加には時期尚早だ。このセクターは近年最も成長している市場で、仕組み債や消費者金融に比べ引き受けの質が悪化している。最も懸念しているのは金利上昇にさらされるセグメント、つまり担保付優先債市場やバンクローン市場だ。元利返済の水準が上昇している上に利益減少の可能性が重なり、今後数年間でデフォルト（債務不履行）が大幅に増加する可能性がある。

Q：ピムコ・インカム・ファンドの過去10年間の変化は。

A：当ファンド史上、最も広く分散投資している。市場環境が混乱しているわけではなく、債券の各セクターの相対的な価格はかなり適正だと思う。投資哲学などに大きな変化はない。引き続き、魅力的で安定したインカムを得ることに傾注し、厳しい市場環境下では資本の保全に重点を置いている。ピムコのマクロ的な見通しと統合的な方法で目標達成を目指す。

われわれのポートフォリオは、ブルームバーグ・バークレイズ米国総合債券指数などの指数ほど金利上昇の影響を受けないポジションを取っている。金利変動に対するポートフォリオの感度を示すデュレーションは、ゼロから8年のレンジの下限を維持している。われわれのファンドのデュレーションは現在3年で、約6年半となっている指数が反映する市場全体よりディフェンシブだ。

Q：中国投資は。

A：短期的には中国の成長に慎重で、中国のほとんどのクレジットを避けている。人民元をアンダーワエートとし、中国市場の質の悪い、投資適格未満のセグメントを回避している。当社は引き続きアジア地域に重点を置く。長期的には、中国には非常に大きな成長の可能性がある、資本市場が拡大する可能性もある。

Q：コンセンサスと異なる見解があれば。

A：今日の当社の戦略において、恐らく他と最も異なる点は、米国のクレジットへのエクスポージャーへの重視を減らし、他のセクターやセグメントを優先させようと考えてきた点だ。過去10年間、世界的に米国の資産（株式やクレジット資産）が強く選好された期間が長い。米国は経済的には相対的に多くの強みがあるが、投資がやや集中している。経済が減速すれば、久しぶりに他の分野の投資機会をアンダーパフォームする可能性がある。これが、われわれの逆張りの視点だ。米国のクレジット市場全般ではなく、ストラクチャード・リスクや証券化されたリスクに焦点を絞っている。

■ 忍耐強くあれ

Q：債券投資で助言があれば。

A：忍耐強くあるべきだ。市場のタイミングを計るのは非常に難しい。過去数カ月間で債券価格が大きく下落し、債券市場のバリュエーションはより妥当な水準になり始めているようだ。今は不安定だが、投資家は忍耐すべきで、債券のエクスポージャーを増やすことも考えるべきだ。

Q：投資対象は。

A：われわれが選好するセクターの一つは、信用度が非常に高い政府系MBSだ。これは、投資適格社債の優れた代替品となる。また、10年以上前に発行され、しっかりした文書、健全な家計のバランスシート、強固な担保パッケージなどの恩恵を受ける資産担保証券（ABS）やMBSなどの証券化商品も選好する。

Q：住宅価格が高騰している。住宅バブルか。

A：バブルではない。世界金融危機以前の住宅ローン市場のようなローンの引き受け方や行き過ぎはない。しかし、金利上昇と経済の減速は特定地域で住宅価格の下落を招く可能性がある。

Q：世界の債券市場の主なリスクは。

A：インフレが引き続き大きなリスクだ。向こう2、3年の基本シナリオとして、インフレ率は低下傾向に転じると予測しているが、短期的には上昇、低下の双方向に大きな不確実性が存在する。欧州での戦争が理由の一つだ。最新兵器がある以上、事故が起きたり、紛争が拡大したりするリスクがある。実際にそうなれば、金融市場に大きな影響を与える可能性がある。つまり、インフレと世界的な紛争が懸念材料だ。

By Lauren Foster
(Source: Dow Jones)

6. S&P500、底値は3000か

[コラム]

The Bear Nears, and Might Not Exit the Stock Market Until the S&P Sinks to 3000.
 株価下落、数カ月続く公算

市場は弱気



Justin Lane/epa-efe/Shutterstock

「株式市場は下落率が20%とされる弱気相場（ベアマーケット）をほぼ経験した」というのは、株式市場について最も強気の見方かもしれない。S&P500指数は5月20日の取引時間中、1月の高値を20%下回る安値を付けた。そのまま取引が終了していれば、いわゆるベアマーケットの定義に該当しただろう。しかし、ナスダック総合指数を構成する大型ハイテク株を大量に保有するポートフォリオを抱える投資家にとって、それは衝撃でない。ナスダックは最高値を30%近く下回っているからだ。

マイケル・ハートネット氏率いるバンク・オブ・アメリカ（バンカメ）のストラテジストチームは、そうした数値は苦痛に満ちているが、新たな強気シナリオではS&P500指数が先週終値を7.7%下回る3600が目標になる可能性があるという指摘する。市場心理は弱気だ。先進国の株式や信用格付けが投機的等級の社債、新興国債券から資金の流出が続き、悪化するテクニカル指標は「明らかな逆張りの買い場」であることを示している。

歴史に照らすと、強気の投資家にとっては苦痛の数カ月間はまだ続きそうだ。バンカメのチームは過去140年にわたる19回の米国の弱気相場を振り返り、株価下落率が平均37.3%、持続期間が平均289日であることを発見した。現在までが序章とすれば、今回の弱気相場が底値をつけるのは10月19日で、S&P500指数は3000となるはずだ。これは偶然にも、本誌ラウンドテーブルの元メンバー、フェリックス・ズラウフ氏による昨年12月の下値予想と一致する。

株安、家計資産を直撃

悲観的になる理由は幾つもある。エバーコアISIは、コンファレンス・ボードが発表する景気先行指数の低下や、中古住宅販売件数の減少、住宅建設業者の景況感の後退、トラック受注や購買担当者景況指数（PMI）の悪化、さらに失業保険申請件数の増加、企業のクレジットスプレッドの拡大、インフレ調整後の実質小売売上高の減少などを挙げている。

小売業者にのしかかる圧力は、ターゲット<TGT>に代表される一連の株価急落で劇的に明らかとなった。急速に増加する費用の全額を消費者に転嫁できず、利益率が低下したことが背景だ。

食品・エネルギー価格や家賃の急騰が低所得家計に大きな打撃を与える一方、資産価格の下落は株式を保有する裕福な家計を直撃している。JPモルガンのエコノミストチームの調査によれば、住宅価格の上昇が続いても、株価と債券価格の下落で年初来8兆ドルの家計の富が失われた。エコノミストチームは、金融資産の価格が1ドル下落すれば、消費支出は通常2セント削減されると推計しており、総額

は無視できない。

弱気相場に回帰した理由は簡単だ。米政府が財政・金融面から刺激策として2020年に23兆ドル、2021年に9兆ドルを注入したが、バンカメのチームによれば、財政・金融政策は今年、劇的に転換しており2兆ドル縮小する。一方、インフレは40年ぶりの高水準。成長は減速している。

金融引き締め、本番はこれから

強気になる好機には思えないが、ピーター・ベレジン氏率いるBCAリサーチのグローバル・ストラテジスト・チームは20日、強気に転じた。

ストラテジスト・チームは経済が今後進む方向に注目している。BCAリサーチが拠点を置くカナダではその通りだろう。BCAのチームは顧客向けのメモで、投資家は今後6カ月で世界がどうなるかに焦点を合わせる必要があると指摘している。また、インフレは減速し、成長が再加速していくと予想。現在、バリュエーションの割高感は大幅に低下し、世界の株式の予想株価収益率（PER）は15.3倍に調整された。指標米10年物国債利回りは20日に2.79%から2.5%に低下。直近の取引時間中の最高は3.20%だった。

もっとも、米連邦準備制度理事会（FRB）の金融引き締めは始まったばかりだ。6、7両月の会合での各0.5%の利上げは固い。9兆ドル近いFRBのバランスシート縮小はまだ始まっていない。いずれにせよ、S&P500指数の底値は強気シナリオなら3600、そうでなければ3000かもしれない。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. ターゲット決算、失望誘う

[投資戦略]

Investors Accepted a Walmart Miss. But Target Triggered a Retail Rethink.
小売り銘柄軒並み下落

インフレ、小売り直撃



Joe Raedle/Getty Images

店長はいるか。小売り大手ターゲット<TGT>の株価について話がしたい。クレームを言いに来たわけではない。ただ、18日に発表された決算には失望した。

ターゲットには二つの目標がある。市場シェアの獲得とS&P500指数をアウトパフォームすることだ。ターゲットの株価はS&P500指数に対して2021年には4ポイント、2020年には21ポイント、2019年には65ポイントもアウトパフォームしていた。先週まで、株価は下落基調ではあったが、市場全体に比べて悪くなかった。18

日、それが一気に25%急落した。1987年以来の下げ幅だ。小売り優良株では、前日17日にウォルマー

ト<WMT>も急落した。ウォルマートも1987年以来となる11%の大幅安だった。

きっかけは決算発表だった。ウォルマートの顧客は食品と燃料の価格高騰で買い物を控え、牛肉などの品物は安価なものを選ぶようになった。企業の利益率は打撃を受けた。軽油価格が1年前の1ガロン当たり3ドル17セントから5ドル57セントに上昇し、輸送関連コストも増加。人件費は上がり、アマゾン・ドット・コム<AMZN>同様、今や人員過剰という。

市場全体に波及

低所得層の顧客が最も打撃を受けている。今年初め、ムーディーズ・アナリティクスはインフレの影響で平均的な家計の出費が月約300ドル増加しているとの推計を明らかにした。一方、米連邦準備制度理事会（FRB）の調査では、成人の約3分の1が以前から緊急の場合に備えた予備資金400ドルを確保できないと回答していた。1年前、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）に対する救済策として各家庭に小切手が配られたが、それはもう届かない。ムーディーズのレポートによると、信用力が低いサブプライム層での支払い遅延が増えている。

ターゲットの顧客層はウォルマートの顧客層より平均収入が高く、こうした問題は少ないと思われたが、実際の業績は市場予想を大きく下回った。在庫の評価損や、サプライヤーに対する発注のキャンセル料などの問題を抱えていたからだ。ターゲットが取り扱う商品は、余裕があれば欲しいが、生活必需品ではない品物の割合が大きい。利益率は高いが、家計が苦しくなると真っ先に買い控えされる。低調だったのがテレビと家具だ。抑えた支出がサービスに回っているかもしれないが、本当のところは分からない。

一企業の問題と片付けられたウォルマートの決算発表と、業界全体の問題と認識されたターゲットの決算発表で、投資家心理は一気に冷え込んだ。17日に2%上昇したS&P500指数は18日に4%下落した。会員制量販店チェーンのコストコ・ホールセール<COST>の株価は18日に13%下落、ディスカウントチェーン大手ダラー・ジェネラル<DG>は11%下落した。さらに、加工食品メーカー大手クラフト・ハイツ<KHC>は10%下落し、飲料大手コカ・コーラ<KO>も7%下落するなど、影響を免れなかった。

4月の時点で14ドルを大きく上回っていたターゲットの1株当たり利益（EPS）予想は、現在11ドル前後に下方修正されている。もっとも、パンデミック前に6ドル強だったことを考えれば悪くはない。この2年間大もうけしていた企業の利益成長が多少鈍化し、今後年率10%台半ばとなっても量販店としては堅調だ。4月に株価収益率（PER）が17倍と積極的に買われたターゲットのPERは現在、現実的な14倍に落ち着いている。

景気後退、可能性35%

S&P500指数構成企業の第1四半期決算がほぼ出そろい、EPSは前年同期比11.6%増加した。第2四半期の成長率のコンセンサスは3月以降、6.2%から5.3%へと緩やかに下降しているものの、予想を上回るサプライズなどから数ポイント上昇する可能性もあり、今四半期も堅調な成長となる可能性は高い。直近のS&P500指数の水準は3900前後で、2022年予想PERは17倍強だ。

それでも、不況がすべてを台無しにする可能性も否定できない。ゴールドマン・サックスは今後2年以

内にリセッション（景気後退）が起きる確率を35%と予想している。第2次世界大戦以降、リセッション時に株価はピークから平均24%下落し、企業利益は平均13%減少した。S&P500指数は今年初めのピークから18%下落している。

筆者は、米国株は10年以上保有するには最適だと思っているが、来年のリターンは誰にも分からない。ゴールドマンは今後さらに暗い状況が続くと予想する投資家に対し、「すでに弱気相場を織り込んだ株価となっている銘柄」を探すようアドバイスする。実際、ゴールドマンは財務基盤が盤石な企業を選び出し、2023年の予想利益を20%下方修正。修正後の利益をもとに、PERが過去の弱気相場局面（2009年、2020年またはその両方）の底値を下回っている銘柄を調べた。その結果、石油大手シェブロン<CVX>、ゲームソフト大手エレクトロニック・アーツ<EA>、通信用半導体大手クアルコム<QCOM>、投資会社ティー・ロウ・プライス・グループ<TROW>、食肉加工タイソン・フーズ<TSN>、医薬品パーテックス・ファーマシューティカルズ<VRTX>などが投資対象候補に浮上したという。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

8. IPO、ハイテク株安で急減速

[ハイテク]

The Tech Selloff Is Causing Big Problems for Start-Ups, Too.
ベンチャーキャピタルに影響波及

新規株式公開は休止状態



Smith Collection/Gado/Getty

ハイテク銘柄の急激な株価下落がベンチャーキャピタル市場に大きな波紋を広げつつある。スタートアップ企業のバリュエーションは引き下げられ、ベンチャーキャピタル会社は新規取引を控えている。

ハイテク株中心のナスダック総合指数は年初来で27%下落している。一方、新規株式公開（IPO）市場は休止状態となり、特別買収目的会社（SPAC）の発行体は取引の合併パートナー探しに難航。また、規制当局の監視が厳しく、資本力のある企業が買収を通じてスタートアップを

救済するのもほぼ不可能だ。

ベンチャーキャピタル会社は決算を発表したり、ポートフォリオ企業の動向を開示したりする必要がない。世間の目にさらされない傾向があるため、どのような痛みがあるかはあまり明らかでない。だが、多くのアーリーステージ案件が消えたり、ささやかなリターンのために買収されたり、会社を畳んだりしている。過去2年以内に完了したIPO銘柄で構成される上場投資信託（ETF）のルネサンスIPO ETF<IPO>は、年初来で約50%下落している。

今年3月下旬にIPOを申請した食料品配達スタートアップのインスタカートは、企業評価額を資金調達

ラウンドでの評価額から約40%引き下げ、240億ドルとした。ドアダッシュ<DASH>やウーバー・テクノロジー<UBER>など、上場済みの同業他社の株価が急落したためだ。

ベンチャー、活動急減

Renaissance IPO ETF

(IPO / NYSE Arca)



Source: FactSet

ソフトバンクグループ<9984>は今年5月初め、ビジョン・ファンド、ビジョン・ファンド2、ラテンアメリカ・ファンドという三つの大型ベンチャーファンドで計約270億ドルの損失を被ったと明らかにした。損失の一部は韓国の電子商取引企業クーパン<CPNG>や、中国の配車サービス企業ディディ・グローバル<DIDI>など、過去に上場した企業の株価が低下したことを反映しているが、非上場企業の持ち分も打撃を受けている。

ベンチャーファンドが総じて評価額の下落に苦しんでいることは間違いない。ソフトバンクGは、悪いニュースでも開示しなければならない幾つかの上場ベンチャーキャピタル企業の一つにすぎない。

調査会社CBインサイトの新しいレポートによると、ベンチャーキャピタル活動はあらゆる面で急減速している。特に資金調達額が減少し、エグジット（投資回収）が鈍化。CBインサイトの

予測によると、ベンチャーキャピタルによる2022年第2四半期の取引件数は前年同期比12%減、前四半期比22%減の合計6904件となる見通しだ。

しかもベンチャーキャピタルの伝統的なエグジット策のIPOはほぼ枯渇している。ルネサンス・キャピタルによると、米国市場における年初来のIPO件数は前年同期比78%減の34件にとどまっている。

非上場株、一段安も

非上場企業の株式を取引する流通市場にも問題の兆候が表れている。IPO前の株式の買い手と売り手をマッチングさせる市場の運営会社であるフォージ・グローバル・ホールディングス<FRGE>によると、今年第1四半期の平均取引価格は前四半期から8.9%下落した。同じ期間に31%下落したルネサンスIPO ETFと比べ、下落幅は依然として非常に小さい。このことは、私募市場での価格付けがやや硬直的であることを示唆している。こうしたギャップが近いうちに縮小し始めるのは避けられない。

フォージ・グローバルのケリー・ロドリゲス最高経営責任者(CEO)によると、IPO前の株式は大半が以前の資金調達ラウンドを上回る価格で取引されているが、プレミアムは縮小したという。

IPO市場がほぼ休止状態にあるのは良いことかもしれない。IPO前の株式の流通市場に注力する投資銀

行マンハッタン・ベンチャー・パートナーズによると、2010～2021年に上場した企業がアーリーステージ投資家にもたらした年率換算リターン（IPOから6カ月後の終値を使用して算出、以下同じ）は平均約60%。レイトステージの非公開企業の持ち分を保有する投資家の年率換算リターンは平均約80%とさらに高い。一方、上場市場の買い手（IPO後の取引初日終了時点で株式を購入した投資家）の年率換算リターンは平均でマイナス1%だ。

マンハッタン・ベンチャーのアナリスト、サントシュ・ラオ氏は、上場市場でIPO株を購入するのは「勝つ確率の低い賭けだ」と結論付けている。IPOがいつか復調したときのために心に留めておくべき言葉だ。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

9. 景気後退が始まる

[コラム]

A Profit Recession Is Brewing, Expert Says. Hunker Down in Cash.
ポムボイ氏の洞察

刺激策の終わり



Joe Raedle/Getty Images

本誌の長年の友人であり、調査会社マクロメイズを率いるステファニー・ポムボイ氏は先週、大手小売業者の決算が予想を大きく下回ったことにショックを受けなかった。ポムボイ氏は新型コロナウイルスに感染している（幸い症状は軽い）ものの、相変わらずの切れ味で、鋭く現状の見極めを行っている。以下、ポムボイ氏の鋭い洞察を幾つか紹介したい。

財政・金融の両面による過去2年間の大規模な景気刺激策で資産価値が増加した結果、われわれは今、景気刺激策の終了に伴う苦痛を経験し

ている。ワシントンから降り注ぐ恩恵が途絶え、消費者は食費、エネルギー費、家賃など、急騰するさまざまな費用を支払うためにクレジットカードに頼るようになった。企業収益も圧迫されている。米国の卸売物価は消費者物価を上回って上昇し、その差は過去最大となっている。

明るいニュースもある。あらゆるものが不足する中、労働力の供給だけは改善する可能性がある。株式や住宅、暗号資産（仮想通貨）などの価格上昇で裕福となり、有閑階級の仲間入りをした者もいたが、資産価格の下落につれ、にわか成り金の一部は仕事に戻らなければならない状況に直面している。

ポムボイ氏は、ウォール街も米連邦準備制度理事会（FRB）も、景気刺激策が足元の景気回復に果たしている役割を過小評価していると指摘する。米国政府が約10兆ドルの財政・金融刺激策を実施した後の名目GDP（国内総生産）の増加は約2兆3000億ドルと、極めてわずかだった。これに対し、家計

の純資産は34兆ドル膨れ上がった。事実上、米国の消費者は住宅や確定拠出年金（401k）口座、その他の保有証券の価値の増加を通じて約2年分の所得を手に入れた。

物語の巻き戻し

今、こうした物語は巻き戻されつつある。ポムボイ氏は、個人貯蓄は2019年12月の水準に戻り、消費者が潤沢な貯蓄という緩衝材の上に座っているという見方は間違っていると指摘する。政府の景気刺激策で減少していたクレジットカード残高は、年率16%という記録的なペースで増加している。ポムボイ氏は、消費者がスーパーのレジ、ガソリンスタンド、レンタルオフィスで支払いに窮しているのであれば、2桁の金利が発生するクレジットカードを使用することは考えにくいと語る。

先週、小売りチェーン大手ターゲット<TGT>が第1四半期決算を発表した。大多数の米国人が日常生活で受けている重圧にウォール街は衝撃を受け、ターゲットの株価は18、19両日で計28.7%下落した。ポムボイ氏は食費やエネルギー費、住宅費の急騰で裁量的支出が圧迫されていると分析する。一般消費者向けの小売業者はコストの上昇を価格に転嫁できず、利益率が大幅に圧縮され、株価が下落している。

資産バブル崩壊の影響が出てくるのはこれからだ。ポムボイ氏が渡してくれた求人離職統計（JOLTS）と米国の株式市場を広くカバーするウィルシャー5000指数を重ね合わせたグラフによれば、直近の3月のデータまでは、JOLTSが示す労働市場の逼迫（ひっばく）とウィルシャー5000指数はほぼ足並みをそろえて動いていた。

しかし、近い将来、その逆のことが起きる可能性がある。指数を算出するウィルシャー・アソシエイツによれば、19日時点の米株式市場の時価総額は年初比で10兆1000億ドル（19.9%）減少した。このうち7兆1000億ドルは4月以降に、また2兆6000億ドルは5月に入って、さらに1兆7000億ドルが5月18日の1日で失われた。

米金融大手ゴールドマン・サックスのヤン・ハッチウス氏率いる経済チームによると、この数字には今年世界で失われた暗号資産の価値約1兆ドルが含まれていない。家計の富の減少は支出の大きな足かせとなるが、暗号資産の影響は通常の資産ほどではない。2021年末時点で、家計が保有する資産の約33%を株式が占め、暗号資産はわずか0.3%だった。ゴールドマンのエコノミストによると、暗号資産の主な支持層である若い男性の労働参加率は、ほぼ完全に回復している。過去の研究から、資産効果が労働参加に影響するのは主として退職年齢に近い人々だと分かっている。資産が増えれば、早めに退職に踏み切る傾向があるためだ。

企業は減益へ

雇用統計をみると、表面的には労働需要が引き続き供給を上回っているように思われる。しかし、ポムボイ氏は、掘り下げるとデータに混乱があると指摘する。非農業部門就業者数は4月の事業所調査で42万8000人の増加と堅調だった。一方、別の家計調査では35万3000人の減少という結果が出ている。失業率計算の基礎となる家計調査データは月ごとの変動が大きい傾向があるが、ポムボイ氏は、これほどの乖離（かいり）をこれまで見たことがなく、数値に何らかの誤りがあることが示唆されると述べる。

最近ではメタ<FB>（旧フェイスブック）やアマゾン・ドット・コム<AMZN>、配車サービス大手ウーバー・テクノロジーズ<UBER>など、ハイテク大手の一部が抑制的な採用方針を発表している。失業保険の新規申請件数は14日までの1週間で21万8000件となり、徐々に増加している。歴史的に見れば高い水準ではないが、3月に記録した53年ぶりの低水準の16万6000件からは上昇している。利益率が圧迫される中、人件費に注目が集まるのは間違いない。

ポムボイ氏は、40年前に20%の金利と景気後退でインフレを克服したボルカー元FRB議長にちなみ、パウエル現議長が「ボルカー2.0」とみなされることを願っていると指摘する。また、株式アナリストの業績予想についても、一般消費財企業の2022年の成長率が30%のまま、大きな修正が行われていないと述べる。

ポムボイ氏は結論として、われわれがプロフィット・リセッション（利益が2四半期連続で前年同期比割れとなること）の初期段階にあるとみる。FRBは、賃金が上昇すれば労働市場が軟化しても歓迎する公算が大きい。ポムボイ氏によると、「押し目買いの誘惑に負けず、キャッシュ比率を上げて備えよ。株価が底を打つのはまだ先だ」とのことである。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

Bearish Markets and Recession Fears: What Advisors Are Saying.
企業決算やFOMC議事要旨

[経済関連スケジュール]

下落をチャンスに



Illustration by Elias Stein

リセッション（景気後退）に突入するのだろうか。S&P500指数は高値からの下落率が20%とされる弱気相場の領域に近づきつつあり、株式市場は景気後退期に入るような動きとなっている。第1四半期の米国内総生産（GDP）成長率は年率換算でマイナス1.4%となり、第2四半期もマイナス成長が続けば、正式にリセッション入りとなる。本誌はファイナンシャルアドバイザーにリセッションの可能性を顧客にどう伝えるべきか、アドバイザー自身がリセッションにどう備えているかを尋ねた。3人のアドバイスを紹介する。

ニューバーガー・バーマンのウェルスアドバイザー、ホリー・ニューマン・クロフト氏：ニューバーガーのポートフォリオは、景気減速に合わせたポジションを取っている。債券ではデュレーション（平均残存期間）を短くしている。デュレーションが1年の地方債の利回りは2%を超えており、これを好ましい投資先と考えている。株式では優良銘柄や増配能力が確認できる銘柄に注目している。

NGPファイナンシャル・プランニング創業者、マイケル・ポリカー氏：株価下落につれ、キャッシュ

で株式を購入し始めている。一段安に備え、より低い価格で株式を購入するためにキャッシュを維持している。下落を不安に感じるのではなく、チャンスと捉え、うまく活用することを目指している。

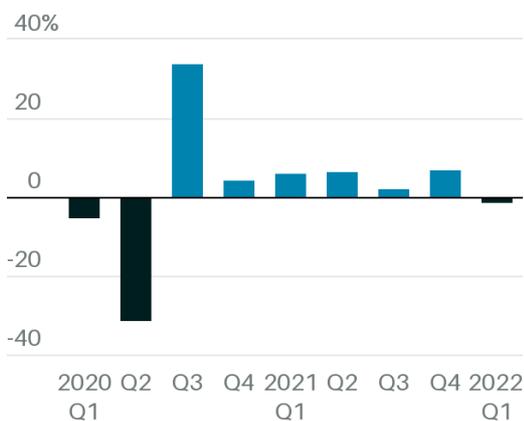
アメリカプライズ・ファイナンシャルのアドバイザー、スーザン・キム氏：顧客が売り切らないように注意している。感情に任せて決断しないことが収入につながる。退職している顧客については、3年分の生活費相当額は別にしてはいるが、60人以上の顧客から追加のキャッシュを預かっている。株価が40～60%値下がりしている銘柄が多くあり、投資モードに入っている。

今週の予定

Recession Watch

Two quarters of negative GDP growth is necessary to call a recession. We've had one.

Annualized Quarterly Growth in U.S. GDP, 2020 to 2022, Year to Date



Source: Statista

5月23日（月）

- ・自動車部品小売り大手アドバンス・オート・パーツ<AAP>、オンライン会議サービスのズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>が四半期決算発表。
- ・JPモルガン・チェース<JPM>が2022年度投資家向け説明会を開催。資産規模が米国最大のJPモルガンの株価は年初来26%下落し、KBW銀行株指数を6%ポイントアンダーパフォーマンスしている。明確な効果が不明のまま費用を拡大させたことへの懸念などが影響している。

5月24日（火）

- ・化学分析機器メーカーのアジレント・テクノロジー<A>、自動車部品小売りチェーンのオートゾーン<AZO>、家電量販大手ベスト・バイ<BBY>、ソフトウェア関連企業イントゥイット<INTU>、衣料品メーカーのラルフ・ローレン<RL>、高級住宅建設ツール・ブラザーズ<TOL>が決算発表。

- ・米国勢調査局が4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75万戸と、3月の76万3000戸からやや減少。

- ・S&Pグローバルが4月の製造業・サービス業購買担当者指数（PMI）を発表。コンセンサス予想は製造業PMIが57.8（4月は59.2）、サービス業PMIが57（4月は55.6）。

5月25日（水）

- ・画像処理半導体（GPU）大手エヌビディア<NVDA>が2023年度第1四半期決算発表。投資家が高バリュエーションのグロス株を嫌気し、エヌビディアの株価は年初来43%下落している。
- ・カナダの大手銀行モントリオール銀行<BMO>、同業ノバスコシア銀行<BNS>、スポーツ・フィットネス用品販売ディックス・スポーティング・グッズ<DKS>、ITサービス企業DXCテクノロジー<DXC>、クラウドベースのデータプラットフォーム開発企業スノーフレック<SNOW>が四半期決算発表。
- ・資産運用大手ブラックロック<BLK>、石油大手シェブロン<CVX>、石油大手エクソンモービル<XOM>、メタ（旧フェイスブック）<FB>、ツイッター<TWTR>、大手航空会社ユナイテッド・エアラインズ・ホールディングス<UAL>が年次株主総会を開催。
- ・米連邦公開市場委員会（FOMC）が5月上旬に行われた金融政策会合の議事要旨を公表。
- ・国勢調査局が4月の耐久財受注発表。耐久財受注額のコンセンサス予想は、前月比0.7%増の2770億

ドル。

5月26日（木）

・ 中国電子商取引大手アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）＜BABA＞＜9988.香港＞、設計用ソフトウェア開発会社オートデスク＜ADSK＞、衣料小売会社バーリントン・ストアーズ＜BURL＞、カナダ銀行大手カナディアン・インペリアル・バンク・オブ・コマース＜CM＞、会員制量販店チェーンのコストコ・ホールセール＜COST＞、ITサービス持ち株会社デル・テクノロジーズ＜DELL＞、ディスカウントチェーン大手ダラー・ジェネラル＜DG＞、ディスカウントストア・チェーンのダラー・ツリー＜DLTR＞、衣料小売り大手ギャップ＜GPS＞、百貨店大手メーシーズ＜M＞、半導体メーカーのマーベル・テクノロジー・グループ＜MRVL＞、医療機器大手メドトロニック＜MDT＞、カナダ銀行大手トロント・ドミニオン銀行＜TD＞、化粧品小売りチェーンのアルタ・ビューティー＜ULTA＞、企業向け人事・財務ソフトウェア会社ワークデイ＜WDAY＞が決算コンファレンスコールを開催。

・ 米商務省経済分析局（BEA）が第1四半期の国内総生産（GDP）改定値を発表。エコノミスト予想の成長率は季節調整済み年率換算でマイナス1.4%と、4月に発表された速報値と変わらず。

5月27日（金）

・ BEAが4月の個人所得・消費支出統計を公表。個人所得のコンセンサス予想は前月比0.55%増（3月は同0.5%増）、個人消費支出（PCE）は同0.6%増（4月は同1.1%増）。

By Steve Garmhausen
(Source: Dow Jones)

『バロンズ・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。

『バロンズ・ダイジェスト』 2022/05/22

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。

※記事中の株式やファンドの価格は、米バロンズ編集部による記事執筆時点の値である場合があります。

Copyright © 2022 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます