

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2022/05/29

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 暗号資産には想像を超える未来が待っている - Crypto's Future Is Nothing Like You Imagined. Here's What Lies Ahead. [カバーストーリー]
本誌初の暗号資産ラウンドテーブル P.1
2. 今買うべき6銘柄 - Alphabet, Facebook, and 4 More Bargain Stocks to Buy Now [フィーチャー]
アルファベット、メタ他 P.8
3. 市場が乱高下する中で老後資金をためる方法 - How to Save for Retirement in This Topsy-Turvy Market [フィーチャー]
基本原則に戻りチャンスを生かす P.12
4. 「現金バケツ」方式は相場下落時に役立つ - Cash Buckets Are Earning Their Keep as Markets Slide. Just Don't Hold Too Much. [インタビュー]
現金の保有し過ぎはリターンの低下を招く P.16
5. 久しぶりの上昇を味わっても油断しないように - So This Is What a Winning Week Feels Like. Don't Get Used to It. [米国株式市場]
依然として慎重な投資姿勢が必要 P.19
6. 熱狂的なIPOから2年がたった今、スノーフレイクの株価は非常に割安に見える - Snowflake Stock Looks Attractive-2 Years After Its Crazy IPO. [ハイテク]
高い成長率は健在、バリュエーションは妥当、長期見通しは上方修正 P.21
7. どこも苦戦、小型株は回復するのか - A Who's Who of What's Worse. Will Small-Caps Rebound? [投資戦略]
グロース株はバリュー株より割安 P.23
8. 景気後退を回避する唯一の方法 - Avoiding Recession May Require Moving the Inflation Goal Post. [経済政策]
FRBのインフレ目標の引き上げが必要 P.25
9. 株価反騰がFRBを利上げ加速に追い込む可能性がある - This Market Rally Could Force the Fed to Raise Rates Higher. [コラム]
資産デフレ不可避 P.28
10. 今週の予定 - Netflix Has a Big Problem. Here's the Math That Might Fix It [経済関連スケジュール]
ネットフリックスが抱える深刻な問題の解決法 P.30

※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。

Copyright © 2022 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. 暗号資産には想像を超える未来が待っている

[カバーストーリー]

Crypto's Future Is Nothing Like You Imagined. Here's What Lies Ahead.

本誌初の暗号資産ラウンドテーブル

存続の危機か、一時的な下落か



Illustration by Jason Lyon

現在、ハイテク業界の中で暗号資産（仮想通貨）ほど揺れている分野はほとんどない。ビットコインなどの暗号資産の時価総額は昨年11月のピークから1兆6000億ドル下落した。金融引き締めやリセッション（景気後退）の懸念は、株式だけでなく、実際の普及度を超える熱狂が長く続いてきた暗号資産にとっても重しとなっている。

それでも、最も有名な暗号資産であるビットコインの価値は新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）前と比べて5倍に上昇した。また暗号資産業界はその他のブロックチェーン、トークン、アプリなどの分野に拡大している。今や暗号資産市場の規模は1兆2000億ドルに上り、その市場は、取引や融資のための分散型金融（DeFi）プラットフォーム、非代替性

トークン（NFT。所有者に芸術作品や動画などに関する財産権を与える）、ステーブルコイン（暗号資産と同様に機能するとされている資産で、米ドルの価値に連動しており、準備資産が価値の裏付けとなる）を包含する。

しかし、技術・金融面の膨大なポテンシャルにもかかわらず、暗号資産業界はメインストリームに食い込むことができずにいる。投資家は暗号資産の保有額を削減して安全な資産へ乗り換え、規制当局は新たな規則で業界を押さえ付けている。

暗号資産は存続の危機に直面しているのか、あるいは強気派が主張する通り、現在はサイクルの中の一時的な下降局面にすぎないのか。この技術は市場に革命を起こし、世界の商取引を一変させ、新たなインターネットである「Web3」（分散型ブロックチェーンやトークンによる新しいネットワークやアプリが誕生するという考え）の基礎を築くのか。本誌は初の暗号資産ラウンドテーブルを開催し、業界の専門家に話を聞いた。

パネリストは、暗号資産ヘッジファンド企業パンテラ・キャピタルの創業者で最高経営責任者（CEO）のダン・モアヘッド氏、コーネル大学の経済学者で『The Future of Money』の著者でもあるエスワー・プラサド氏、バンク・オブ・アメリカのデジタル資産戦略責任者を務めるアルケシュ・シャール氏、モルガン・スタンレー・ウェルス・マネジメント最高投資責任者（CIO）のリサ・シャレット氏である。ラウンドテーブルは5月中旬に開催された。

■ 現在は「暗号資産の冬」なのか

Fasten Your Seatbelts

Even with its plunge this year, Bitcoin is up fivefold from its prepandemic days.

Bitcoin USD



Source: CoinDesk

本誌：ビットコインの価格はピークから60%下落しており、再び「暗号資産の冬」が来ているようだ。前回の冬はビットコインの価格が82%下落し、以前の高値を回復するまで3年かかった。今回も同様のことが起きるか？

シャー氏：暗号資産はハイテク株などのリスク資産と相関性があり、ハイテクセクターは金利上昇やインフレなどの要因によって調整している。人々が暗号資産のエコシステムから離れ、組織・企業や開発者の活動が減らなければ、暗号資産の冬が来たとは言えない。実際はその逆で、組織・企業や開発者の活動は増えている。現在は暗号資産の冬ではなく、リスク資産の調整期間だと考えている。

ブラサド氏：資産クラスとしての暗号資産の動向に独自性はない。インフレの道筋、金利、流動性の状況など、他のリスク資産に影響しているとみられる要因のすべてが暗号資産にも影響を与えているようだ。そして暗号資産、特にビットコインのような本源的価値がない通貨の裏付けとなる基礎的なバリュエーションモデルは存在しない。ナスダック総合指数は高値から約30%、暗号資産は60%下落している。この事実は、暗号資産の価値が今後ますます変動し、上振れリスクと下振れリスクが増大することを示している。

シャレット氏：私は暗号資産が冬の時代にあるとは思わない。しかし、暗号資産は深刻な弱気相場に入っており、過去の高値を取り戻すには数々の疑問に答えなければならない。暗号資産の用途に関する脆弱（ぜいじゃく）性の危険は一段と高まっている。当社は基本的な用途の一つであるステーブルコインに極めて大きな問題があるとみる。規制や真の担保が存在せず、規制当局だけでなく市場参加者にもリスクがあることが明らかになった。

モアヘッド氏：暗号資産には過去10年で6回の大きなサイクルがあった。弱気相場における価格の下落率の加重平均は61%で、現在は62%下落している。今回の弱気相場は110日間続いているが、これは過去の弱気相場の平均的な持続期間とほぼ同じだ。さらに、ビットコインの歴史上初めて、前回の強気相場における価値の上昇分の100%以上を失った。弱気相場を経て新安値を付けたのも初めてだ。これらすべてを考えると、始まりというより終わりに近づいているように思われる。

急落したステーブルコインの見通しは



Photograph by Guerin Blask

Q：大手ステーブルコインの一つであるテラUSDが最近急落し、関連する暗号資産のルナと合わせて推定400億ドルの価値が失われた。最大のステーブルコインであるテザーUSDの取引価格は1ドルをわずかに下回っている。こうした出来事は、完全な価値を維持するというステーブルコインの用途の信頼性に疑問を投げ掛けるものだろうか？

シャー氏：ステーブルコインには強力な用途がある。「メタバース」経済を動かすのはステーブルコインになるはずだ。小売業者はメタ<FB>（旧フェイスブック）やマイクロソフト<MSFT>が運営するプラットフォームでデジタル商品を販売し、支払いにはステーブルコインが使用され、国境を越える決済がリアルタイムで行われるだろう。

ブラサド氏：法定通貨が裏付けとなるステーブルコインは大きな皮肉を内包している。ビットコインの本質は、中央銀行、商業銀行、クレジットカード会社などの仲介者を信

頼する必要がない点にあった。しかし、ステーブルコインが信頼性のある交換手段として機能するためには一元的な認証メカニズムが必要だ。究極的には、ステーブルコインは決済システムの重要な需要の一部を満たすものだ。しかし、私は価値の貯蔵手段としてのステーブルコインの信頼性に懸念を抱いている。確かにステーブルコインには裏付けとなる担保があるが、担保の質は誰も知らない。

モアヘッド氏：ステーブルコインには規制を適用する方が望ましく、それが未来のモデルになると思う。しかし、テラの急落はステーブルコインやブロックチェーンの見通し全体にとって何の意味もない。ハイテクバブルの崩壊でペット用品販売会社ペッツ・ドット・コムが破綻したことは、インターネットに何の価値もないという意味ではなく、一つのビジネスモデルが失敗したという意味でしかなかった。

本国に資金を海外送金したい移民は、ビットコイン価格をめぐる投機を望まない。彼らはスマートフォンで即座に送金をしたいだけだ。銀行や送金会社は海外送金に高額な手数料を課し、為替レートの差額から利益を得ている。ステーブルコインは、時代遅れで低速かつ高額な国際銀行間通信（SWIFT）などの資金移動システムよりもはるかに優れている。従って、USDコインなどの変動が小さいステーブルコインには使い道がある。ビットコインなどの変動が大きい暗号資産は、ステーブルコインとは用途が異なる。

■ マイニングは再生可能エネルギー投資を活発化する？

Q：ビットコイン取引の処理（マイニング）は、計算によって取引を承認する「プルーフ・オブ・ワーク」方式で行われており、ノルウェーなどの国の年間消費量に匹敵する膨大な電力を消費する。マイニングは再生可能エネルギーによって行われることが増えてはいるが、大部分は依然として化石燃料に依存しており、そのためビットコインは環境面で物議を醸している。今後の見通しは？

ブラサド氏：プルーフ・オブ・ワーク方式が再生可能エネルギー関連の雇用を生み出すという主張は、エネルギーの機会費用を考えれば幻想にすぎないと分かる。エネルギーには他にもっと良い用途があるはずだ。保有量が多いほど取引を承認する役割が割り当てられやすくなる「プルーフ・オブ・ステーク」方式などのブロックチェーン技術は、取引を処理し、ネットワークを保全する上ではるかに効率的だ。しかし、ビットコインのネットワークには方式を変えるインセンティブがない。



Photograph by Guerin Blask

シャー氏：ビットコイン以外では、ほとんどのブロックチェーンはアプリケーションに対する基本ソフト（OS）のような役割を果たしており、プルーフ・オブ・ワーク方式から離れつつある。マイニングは再生可能エネルギーへの投資を促進することができる。再生可能エネルギー発電には、大量の余剰エネルギーが生まれる時間がある。その余剰エネルギーを収益化し、さらなる投資に向ければ、再生可能エネルギープロジェクトを増やすことができる。

ブラサド氏：ビットコインのマイニングが再生可能エネルギー生産の増加につながるという証拠はない。表面的には大部分を再生可能エネルギーに頼っているように見えるマイニング業者でも、消費エネルギーに占める再生可能エネルギーの割合は半分を大幅に下回る。マイニング機器は休まず稼働しており、安定的な電力供給が求められるためだ。

モアヘッド氏：ビットコインは世界のエネルギー消費の0.5%を占めると推定される。それが多過ぎるかどうかは議論の余地があるだろう。しかし、何にでもコストはつきものだ。環境・社会・ガバナンス（ESG）にはE以外にもSとGがある。ビットコインなどのブロックチェーンは、社会とガバナンスの面で文字通り何十億人もの人に価値をもたらしている。この点を環境面のコストと比べて考える必要がある。

ビットコインがESGの面で大きな悪影響をもたらすと言うのは簡単だ。しかし、アルミニウムの生産も世界全体の電力消費の3%を占める。昔ながらの金にはESGに関して最低の要素が三つもそろっている。金は世界最悪レベルの利権政治がはびこる国で露天掘りされており、生産過程でシアン化合物を利用するからだ。金をポートフォリオから排除しない限り、ビットコインを否定するのは極めて困難だ。

Q：本源的価値が存在しないビットコインのために膨大なリソースが投じられているのでは？

モアヘッド氏：金にも本源的価値はあまりない。金は歯の詰め物や衛星部品の溶接などに使用されるが、主な用途は単なる保有だ。それが5000年も続いている。人々は金を信頼し、価値はあまり変動しない。デジタルの金であるビットコインも同様になると考えている。

ブラサド氏：モアヘッド氏が言う通り、ブロックチェーン技術はESGのSとGの改善という意味で膨大な恩恵をもたらす可能性がある。しかし、プルーフ・オブ・ワーク方式のマイニングが必要な理由はない。この方式は最も効率的な方法ではない。金が環境に大きな悪影響をもたらすからと言って、デジタルの金を支持する根拠にはならない。

シャレット氏：ビットコインは純粋に金融商品として需要が伸びると考えられているが、私はそう思わない。フィデリティは確定拠出年金（401k）口座でビットコインに投資できるようにするという方針を表明したが、このアイデアは規制当局から極めて強い反対を受けるだろう。労働省がこのような方針を許すはずがない。401kの監督法である従業員退職所得保証法（ERISA）では、オルタナティブ資産の中では安定性が非常に高い資産クラスであっても、顧客によるアクセスが制限されている。従って、本源的価値がなく、現実の用途もなく、ボラティリティーが株式の4～5倍である暗号資産が許可される理由はない。

Q：世界で2番目に大きいブロックチェーンであるイーサリアムは8月にネットワーク更新を予定している。イーサリアムはプルーフ・オブ・ステーク方式への移行によって、より速く、より安価で拡張しやすいネットワークを目指している。これは暗号資産エコシステムに大きな変革をもたらすか？

シャー氏：イーサリアムの魅力は実際のキャッシュフローだ。昨年、ネットワーク運営者にはイーサリアムのブロックチェーン上の取引を処理した見返りとして100億ドルの手数料が支払われた。本源的価値を計算するためのモデルがなくても、キャッシュフローは実在する。

イーサリアムをアプリケーション、プロジェクト、ステーブルコイン、NFTのOSだと考えてみてほしい。かつて、ウィンドウズなどのOSを所有する企業はパソコンメーカーから使用料を徴収していた。イーサリアムでは、取引手数料の70%が自社株買いに相当するトークンの燃焼に使用され、30%がネットワーク保守のためにトークンを所有・使用する「ステーカー」に支払われる。

ブラサド氏：プルーフ・オブ・ステーク方式はブロックチェーンベースの金融エコシステムに重要な変革をもたらすだろう。取引の生産性が向上し、取引手数料が大幅に削減されるだけでなく、エコシステムがはるかに拡張しやすくなる。処理時間の面で格段に効率化され、ブロックチェーン構造の大きな変化を下支えするはずだ。しかし、分散的な構造のガバナンス問題の重要性は変わらない。イーサリアムなどのガバナンスでは、実際は分散化するよりも一元化すべきかという点が重要なテーマになる。

暗号資産への優れた投資法とは

Q：暗号資産に投資する場合、最善の方法は何か？ 暗号資産はハイテク株との相関性が非常に高いようだが、オルタナティブ資産としてポートフォリオに組み入れる余地はあるか？

モアヘッド氏：ビットコインを暗号資産業界の代替指標だとすれば、この業界は過去11年間に年率2.5倍のペースで成長している。現在は短期的な弱気相場だが、3年前からビットコインを保有していれば



Photograph by Stephen Voss

利益が出ている。インターネットは生まれてから50年たっており、暗号資産には何十年も先がある。さらに、歴史的に見てS&P500指数との相関性は低い。投資家はコモディティー、金、原油、農産物、ブロックチェーン資産など、金利に影響されない資産に投資するようになるだろう。これは過去3〜4カ月のデジタル資産には当てはまらなかったようだが、いずれはそうなると考えている。

シャレット氏：当社は暗号資産のエコシステムを強く支持している。ブロックチェーンは革新的な技術であり、最終的にポートフォリオの価値を高めるだろう。しかし、そのためには複数の資産クラスにわたり、マイニング業者、取引所、保管サービス会社などに投資先を細かく分散させるべきだ。当社はヘッジファンドや、適格投資家向けの非上場の投資媒体を通じて分散投資を実現している。顧客が自分の投資対象について正確に理解しているならば、暗号資産はポートフォリオの最大5%まで組み込むことができる

だろう。

プラサド氏：ポートフォリオに2〜3%の暗号資産を組み込むことについて、反対する根拠を挙げるのは難しい。これらの資産の価値がゼロになっても大した損失はない一方で、価格の上昇余地は非常に大きい可能性があるからだ。私が心配なのは、多くの投資家が、勝ち馬に乗ろうとする心理や取り残される恐怖のために暗号資産に飛びつくことだ。多くの人がリスクを十分に理解せずに老後の貯蓄の大部分を暗号資産につぎ込んでいっているように見えることを懸念している。

シャー氏：セクターが成熟すると選択肢も多くなり、セクターを買うだけではなく。上場企業は一握りだが、このテクノロジーサイクルは始まったばかりだからだ。ベンチャーキャピタルの資金流入額を見れば分かる。2020年には30億ドルだったが、去年は250億ドル、今年は300億〜400億ドルに達する勢いだ。評価額1億ドル超の未公開企業は278社、5億ドル超は118社で、これらが上場すれば、3年以内には1兆ドル規模のセクターになる可能性もある。

モアヘッド氏：われわれが期待している4大ブロックチェーンは、イーサリアム、ポルカドット、ソラナ、NEARだ。重要なのは、世の中の興味深いトークンの大半は暗号通貨ではなく、従来の企業に取って代わる暗号企業のようなものだということだ。米国には4000社を超える上場企業がある。4000を超えるトークンがあってもおかしくない。

Q：米証券取引委員会（SEC）はビットコイン先物上場投資信託（ETF）を承認したが、ビットコイン現物ETF承認の見通しは？

プラサド氏：ゲンスラー議長のもとでSECがビットコイン現物ETFの承認が進むとは思えない。規制当局から承認を受ければ、たとえ明確なリスクがあっても一定の正当性が与えられる。個人投資家は規制された市場ならばリスクが抑えられると信じてしまう。承認以前に当局が取り組むべき問題は山積している。

モアヘッド氏：冗談のようなETFと比べて、SECのビットコインETFに対する承認基準は非常に厳しい

と思う。ビットコインは既に数十カ国の数百の取引所で1日に700億ドルも取引されており、相場操縦を行うには大き過ぎる。ビットコイン現物ETFがないのは公共の利益にかなうとは思えない。

シャレット氏：ETFができれば知識や経験のない投資家の投機手段が増えるだけではないか。そうなればこの資産クラスはさらに不安定になる。楽観材料は、今はビットコインの需給の底にいる点だ。ビットコイン開発者はビットコインの供給割合を固定しており、新たな供給量は4年ごとに半減する。今後1年半から2年間は希少価値というファンダメンタルズが有利に働くだろう。一方で、投資家や規制当局もこのエコシステムのリスクについて知識を付けており、バリュエーションに影響してくるかもしれない。

Q：Web3についての考えを聞かせてほしい。

シャー氏：Web3はソフトウェアなどと同じく、今後もなくならない概念だ。ブロックチェーンは新しいアプリやサービスのOSとして機能するようになる。ステーブルコインは国境を越え、Web3を利用したメタバースではNFTを利用して実際の商品の所有権が与えられる可能性がある。

モアヘッド氏：Web3は音楽ストリーミング会社のスポティファイ・テクノロジー<SPOT>や民泊サイトを運営するエアビーアンドビー<ABNB>などの企業を分散型に置き換える概念だ。データ独占企業に対抗できる数々のプロジェクトに期待している。われわれはメタやエアビーアンドビーなど、巨大データ独占企業がその事業分野の膨大な価値を吸い上げるのを見慣れているが、これらは分散化できる。ソーシャルメディアの場合10年はかかるだろうが、最終的にはデータの共同所有・共同統治型になるだろう。今よりもずっと素晴らしい世界になると思う。分散型統治による意思決定で民主主義は強固になる。時間はかかるが社会はそこに向かっている。35年のキャリアの中で最も明白なトレンドの一つだ。

ブラサド氏：分散化や断片化が必ずしも経済や社会の結束を強めることにはならないのではないか。表向きは善良だが実際は権威主義的な政府や大企業が、テクノロジーを利用して今以上に経済的な影響力を持つかもしれない。金融民主化など望ましい方向に進むものもあるが、規制がなければ、明るい未来どころかさらに暗い方向へ向かう可能性もある。

Q：暗号資産の規制について、各国政府が技術や取引を取り締まることはあるか？

シャー氏：グローバルな規制は難しいだろう。一定の枠組みを作り各国が採用できれば良いのだが。長期的には製品、ソフトウェア、サービスなどのエコシステムの包括規制ができれば非常に有益なものになる。

ブラサド氏：規制対象の金融機関に分散型ファイナンスが関わってくると規制当局は特に懸念を示すだろう。ステーブルコインの規制はかなり厳しくなるはずだ。加えて、中央銀行デジタル通貨（CBDC）によりステーブルコインの有用性は低くなる。規制の厳しいステーブルコインとCBDCが共存する可能性もあるが、国内外の取引がCBDCで行われるようになれば、ステーブルコインの利用価値は大きく損なわれる。

Q：投資家は何を買っているかよく分かっていないのか？

シャレット氏：投資家の多くはビットコインの取引の基本を理解していない。取引所でビットコインを購入する場合、どのタイプの取引所か、どこで保管されるのか、誰がアクセスできるのか、取引相手は誰なのか、取引所で取引する人の大多数はこれらの質問に答えることができない。「最良執行」の定義もなく、ほとんどの場合、資産がどこに保管されているのかも分からない。暗号資産の購入と保管については、疑問の方が多いのが現状だ。

By Daren Fonda
(Source: Dow Jones)

2. 今買うべき6銘柄

[フィーチャー]

Alphabet, Facebook, and 4 More Bargain Stocks to Buy Now

アルファベット、メタ他

株価下落で、優良銘柄が買い時



David Paul Morris/Bloomberg

市場の暴落によって、お買い得な割安銘柄が登場したように見える。しかし弱気相場では、投資成功のカギは、割高なボロ株と特に何の理由もなく下落した銘柄とを区別することにある。

S&P500指数自体が高値から15%下落し、構成銘柄の約3分の2がそれぞれの高値から20%超下落して、多くの銘柄が投げ売り状態で、投資家はほぼ全てのセクターで好みの銘柄を選べるようになっている。しかし、株価の下落局面において多くの投資家は、既に下落しているポートフォリオをさらに悪化させるかもしれない銘柄

の追加を恐れて、買いに踏み切れない。ただ、悲惨な状況の中にも投資機会はある。

ウェルスマネジメント会社であるリージェントアトランティックの共同最高投資責任者（CIO）のアンディー・カピリン氏は、「この大混乱が、一握りの買いの機会を生み出した。大混乱の中で一步踏み出す価値はある」と語る。

弱気相場は常に、高いバリュエーション、不適切会計処理および低収益などの特徴を持つ銘柄をあらわにするように見える。そして、バリュエーションが過去のレンジの底にあるという条件で銘柄をスクリーニングするだけでは不十分だ。株価収益率（PER）は、その銘柄が本当に割安か否かの指標にはならない。

ウルフ・リサーチの最高投資ストラテジストのクリス・セニェック氏は、「最初の一步は、銘柄が、みかけ同様に割安か否かをたずねることだ。次は、利益の耐久力を調べることだ」と言う。

それは容易ではない。カイラッシュ・コンセプツ・リサーチ（KCR）の共同創業者であるジム・ロッキオ氏は、自身が率いるチームが自己資本利益率（ROE）などの要素や、報告利益、実績および現金

ベースの利益の相違などを調査したという。要点は、バリュエーションが適度で、質の高い銘柄を見つけることである。その条件を満たした6銘柄を以下に紹介する。

アルファベット

グーグルの親会社であるアルファベット<GOOGL>の株価は、年初来約26%下落しており、下落率はS&P500指数の15%を11%ポイント上回っている。株価下落によって、12カ月予想PERは年初の25倍超から18.6倍へ低下した。とはいえ、アルファベット自体には何の変化もなく、将来は明るく見える。2023年は15%増収、19%増益が予想されている。グーグルは依然として、インターネットにおける検索と広告販売で非常に高いシェアを持ち、キャッシュフローを生み出している。フリーキャッシュフローは、2021年は670億ドルで、2023年から2025年にかけて3390億ドルを生み出すと予想されている。

Alphabet

GOOGL / Nasdaq



ラム・リサーチ

半導体製造装置メーカーのラム・リサーチ<LRCX>にとって、現在の半導体不足はプラスになると考える人もいるだろう。しかし、自社の供給の制約が理由で、株価は年初来29%の大幅な下落となっている。12カ月予想PERはわずか14倍で、自社の5年平均の14.8倍とS&P500指数の17.4倍を下回っている。2023年は7%増収と10%増益が予想され、フリーキャッシュフローは51億ドルと見込まれている。セニエック氏とKCRの分析によると、会計方針は健全だ。

Lam Research

LRCX / Nasdaq



メタ

メタ<FB>（旧フェイスブック）を嫌う理由は多く、株価の下落率は年初来で43%と大幅安となっている。アップル<AAPL>が実施したデジタル広告に大きな影響を及ぼす変更と、ティックトック（TikTok）との競争によって、メタの売上高は市場予想に達しなかった。メタは、メタバース構築のために、莫大（ばいくだい）な資金を費やしている。2023年は約16%増収と、約310億ドルのフリーキャッシュフローが予想されている。12カ月予想PERは15.7倍で、S&P500指数を下回っている。カピリン氏は、「メタは市場に対してディスカウントされている。それは大半の人々の定義によれば、バリューストックだ」と語る。

Meta Platforms

FB / Nasdaq



マイクロン・テクノロジー

半導体会社のマイクロン・テクノロジー<MU>はほとんどいつも割安だったが、年初来で24%下落したあとでは本当に割安になっている。PERはわずか6.2倍で、過去5年平均の8.9倍を下回っている。低PERはマイクロンの業績の景気敏感的な特性を反映しているが、事業は上昇局面入りしつつあるように見え、2023年は16%増収と24%増益が予想されている。フリーキャッシュフローは一貫して黒字で、2021年は34億ドルで、2023年は88億ドル、2024年は106億ドルと予想されている。

Micron Technology

MU / Nasdaq



Netflix

動画配信大手のNetflix<NFLX>の新型コロナウイルスで膨らんだバブルは弾けた。株価は年初来で68%暴落して、パンデミック（世界的大流行）が始まった2020年3月の半値の水準にある。ストリーミングの競争が激化してNetflixの加入者数は伸び悩んでおり、2011年以来で初めて減少することになった。ただ、今やバリュウ投資の対象のように見える可能性がある。12カ月先予想PERは17.9倍で、過去5年平均の67.7倍を下回っており、S&P500指数を若干上回る程度だ。カピリン氏は、「利益率が高く、将来の見通しが明るく、負債の少ない企業にとって」その水準は割安だと言う。

Netflix

NFLX / Nasdaq



Teradyne

半導体検査装置メーカーのテラダイン<TER>の株価は年初来で約36%下落しており、その内の半分以上は、期待外れの売上高ガイダンスが発表された翌日の1日で下落した。しかし失望的なガイダンスの理由は需要不足ではなく、技術開発の遅れによるものだ。テラダインは依然として、2024年の1株当たり利益（EPS）を約8ドルと予想しており、12カ月予想PERは20倍となっている。さらに、調整後の利益予想と一般に公正妥当と認められた会計原則（GAAP）に基づく利益予想の差は小さい。

Teradyne

TER / Nasdaq



By Al Root
(Source: Dow Jones)

3. 市場が乱高下する中で老後資金をためる方法 How to Save for Retirement in This Topsy-Turvy Market 基本原則に戻りチャンスを生かす

[フィーチャー]

悲観論は不要

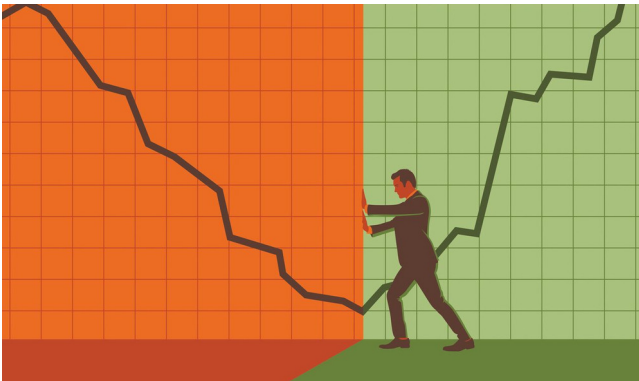


Illustration by Federico Gastaldi

既に退職していようと、退職間近であろうと、あるいは遠い将来の老後のために貯蓄をしている段階であろうと、急速なインフレの進行と市場の変動が併存する現在の状況は、たとえ貯蓄に慣れた人であったとしても不安にならざるを得ない。年配の投資家にとって、相場が下落すれば貯蓄不足になる恐れがあり、インフレの進行は購買力の確実な低下を意味する。若い投資家の場合は、経験したことがない市場の動きが原因となり、最悪のタイミングで投資に背を向けることになりかねない。

個人投資家が不安を覚えるのも当然だ。インフレ抑制のための米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げ、ロシアとウクライナの戦争、サプライチェーンの混乱、中間選挙など、リスクが目白押しだ。相場は急落を繰り返している。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は年初来で約10%、S&P500指数は15%、ナスダック総合指数は25%下落している。ビットコインは2021年11月に6万7802ドル30セント前後の高値を付けたが、現在は3万ドル前後と半分以下になっている。

伝統的な資金の避難場所も十分に機能してはいない。バージニア州リッチモンドのサロモン・アンド・ラドウィンの社長兼創業パートナーであるダン・ラドウィン氏は、「金や債券が安全資産の役割を果たさないというのは、長い投資人生で一度あるかないかというまれな経験だ」と語る。ラドウィン氏は、債券市場の一般的なベンチマークである上場投資信託（ETF）のiシェアーズ・コア米国総合債券市場ETF<AGG>が年初来で約9%下落していると指摘し、「通常、投資家はポートフォリオの価値が多少ジグザグすると予想してはいるが、今はザグだけだ」と言う。

しかし、悲観的になるべきではないとファイナンシャルアドバイザーは言う。相場急落時は経験豊富な年配の投資家や退職者にとってはポートフォリオを微修正する良い機会かもしれない。一方、若い投資家には時間という決定的な強みがある。例えば40歳であれば、恐らく定年まで25年前後残っており、市場が長期的な成長軌道に戻るのには十分だ。その間、ドルコスト法で投資コストを抑えつつ、複利でリターンを増やすことができる。

今は、全ての年齢層にとって、投資をし、ポートフォリオに戦術的な修正を加える良い機会だ。そこで重要となるのが慎重さだ。ミーム株、暗号資産（仮想通貨）、オプション取引といった一時的な流行は無視し、基本を磨き直すべきだ。それは、市場が不確実な経済環境に直面する中、反発する前にさらに下落する可能性があるという理解しておくことでもある。

ファンダメンタルズの重視

今のような状況こそファイナンシャルプランニングの基本原則が重要となる。若い投資家は、老後の貯蓄を始める、あるいは増やす前に、生活費の3〜6カ月分に相当する緊急時用の資金を確保しておくべきだ。インターネット銀行の口座を使用すれば、より高い金利が期待でき、いざという時のアクセスも容易になる。退職者や年配の投資家は1年分の生活費に相当する資金を現金または流動資産で保有することが望ましい。ラドウィン氏の会社はさらに進めて、2〜3年分の「ライフスタイル・キャッシュ」を手元に残し、市場下落局面で株式を売却せずに必要資金をまかなえるようにするよう推奨している。ラドウィン氏は、「最悪の過ちは、相場の下落局面で株式売却に追い込まれることだと常々顧客に言っている。売却で出た損失は取り戻せないのだから」と言う。

ポートフォリオの債券部分や緊急時用の資金の利回りを改善したい場合、シリーズI貯蓄債券（Iボンド）が選択肢となる。連邦政府のウェブサイト（TreasuryDirect.gov）で直接購入することができる。固定金利とインフレ率の組み合わせた利息が付くが、1年間保有する必要がある、購入額は年1万ドルが上限だ。現在（2022年10月まで）の利率は9.62%だ。

アリゾナ州ギルバートのリディーム・ウェルスの創設者ジェレミー・シャープ氏は、ポートフォリオのリバランス、すなわち価格が上昇した銘柄を売却し、下落した銘柄に追加投資することを勧める。シャープ氏はロボアドバイザーのベターメントは日次でリバランスを行っており、「使用しているカスタディアンの一つだ」と言う。

押し目買い

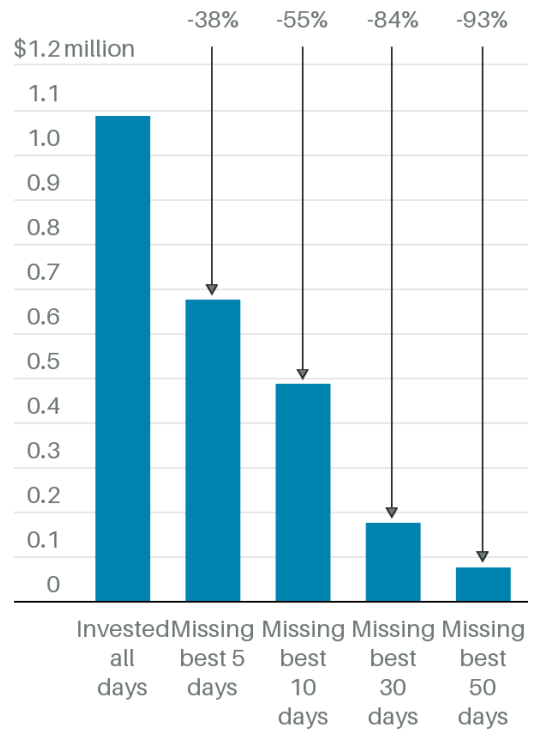
今は、押し目買いのタイミングかもしれない。ただし、投資資金に余裕を持たせておくことが前提だ。若い投資家には時間という味方がいるが、計画も必要だ。そしてその計画を忠実に実行する必要がある。間違ったタイミングで手じまいしたり、投資のタイミングを図ろうとしたりすると、深刻な間違いを犯すリスクがある。LPLファイナンシャルのリサーチ担当バイスプレジデント、バリー・ギルバート氏は、「1年のうちで最高の日を逃すと、長期にわたってポートフォリオに大きな影響を及ぼす可能性がある。最悪の日の直後に最高の日が来ることもある」と言う。

しかし、投資家は、相場の下落局面で押し目買いをすると損失が拡大し、取り戻すのに時間がかかる可能性があることを知っておくべきだ。カリフォルニア州オークランドのPFウェルス・マネジメント・グループの創業者フランク・パレ氏は、「資金を投入しさえすれば、6カ月程度で利益が出ると考えてはならない」と述べ、生活費に使う必要がない余剰資金があるのであれば投資に回しても良い

Money Is Time

Missing out on the market's best days can be costly

Hypothetical growth of \$10,000 invested in the S&P 500 Index from January 1, 1980, to March 31, 2021



Source: Fidelity Investments

が、その場合も「分散、分散、分散だ」と言う。

サロモン・アンド・ラドウィンは、市場の上昇局面で定期的に一部を利益確定し、下降局面で投入するための手元キャッシュを確保している。例えば、最近S&P500指数が史上最高値から15%下落した時がラドウィンにとって買いシグナルとなり、米国の大型株、中型株、小型株、そして海外先進国と新興国の株式ETFを購入した。

今年の相場下落は、ポートフォリオを修正する戦術的な機会にもなり得る。ロサンゼルスを拠点とするアドバイズ・ウェルス・マネジメントの創業者オーバーウェグ氏は、勤務先の株式など投資が特定の銘柄に集中している投資家は、一部を売却してポートフォリオの分散を図れば、相場下落前よりも税負担を下げるができるとする。また、この機会に従来型の個人退職口座（IRA）をロスIRAに変更することもできる。ロスIRAの拠出金は税務上控除対象とならないが、退職後の引き出しは非課税となる。つまり、税務上、従来型のIRAと逆の扱いとなる。オーバーウェグ氏は、転換すれば税負担が発生するが、相場が下落しているため、負担は軽くなる可能性があるとし、「市場のタイミングを計る意味はなく、節税の機会の話だ」と言う。

投資先の選別

では、どこに投資をすれば良いのだろうか。アドバイザーは、初めての投資で、放置型の投資スタイルを好む投資家にはターゲット・デート・ファンドが向いていると言う。投資家は、自分が退職を予定する年に対応したファンドを選択することができる。時間の経過とともに、ファンドは投資の配分を自動的に株式中心の配分から株式と債券を組み合わせた配分に移行させていく。ワシントンDCのジャーニー・モンゴメリー・スコットのファイナンシャルアドバイザー、シーラ・シェイファー氏は、「これは若い投資家にとって年齢に見合った、とりわけ微妙な設定をすることに抵抗がある場合に有効な戦略となり得る」と言う。さらに、手数料が下がりつつあることもターゲット・デート・ファンドをより魅力的にしている。調査会社モーニングスターが最近発表したレポートによると、ターゲット・デート・ファンドの資産加重平均手数料は、2020年の0.37%、5年前の0.51%から、2021年には0.34%に低下した。しかし、年齢を重ね、洗練された投資家は、さまざまな戦略や資産クラスを検討した方が良いだろう。

バリュー対グロス：投資家は過去10年間グロス株の後塵（こうじん）を拝してきたバリュー株に配分を移すことを検討しても良いだろう。カリフォルニア州ハンティントンビーチのインスパイアード・ファイナンシャルのイブリン・ゾーレン社長は、「バリュー株をポートフォリオに組み入れていなかった投資家は、今組み入れるべき理由を痛感しているはずだ。グロス株を全て排除すべきだとは言わないが、バリュー投資が長期的に高いパフォーマンスを上げることは研究で示されている」と言う。UBSのニューヨークを拠点とするファイナンシャルアドバイザー、マイケル・ジン氏は、自身のチームはバリュー株に傾いているが、経済の不確実性を考えれば、バランスの取れたアプローチが必要であるとし、「景気後退のリスクを踏まえれば、高クオリティーのハイテク銘柄と長期的な成長を続ける銘柄の組み合わせが理にかなっている。ただし、インフレ対策として、コモディティーを主体とした優れたバリュー企業も欲しい」と語る。

エクスポージャーの拡大：マイアミを拠点とするジェントラストのアドバイザー、ジャビ・サンチェス氏は、これまで実物資産に投資したことがない顧客向けに、コモディティーへのエクスポージャーを拡大しているところだと語る。サンチェス氏によると、5月1日現在、株式と債券を60対40の割合で

組み合わせた標準的なポートフォリオの価値は年初来で約12%下落しているが、同じポートフォリオでコモディティに5%配分した場合は約9%の下落にとどまっているという。ロシアがウクライナに侵攻した後、ジェントラストはエネルギー源が化石燃料からシフトすると予想し、クリーンエネルギーや原子力発電で使用するウランへ投資をシフトさせているという。

債券：金利環境の変化を踏まえ、投資家は債券投資を慎重に見直すべきだ。ゾーレン氏は、顧客のポートフォリオで米財務省のインフレ連動債やIボンドを利用しているが、投資限度額などが難点だという。投資家はまた、デュレーションが短い債券に目を向けることも可能だ。レイモンド・ジェームズ・ファイナンシャルのファイナンシャルアドバイザー、グレッグ・ゴードシ氏のチームは数年前から「退職者向けに1年以下の短期債券を大きくオーバーウェイト」しており、長期債は回避してきたという。フロリダ州タンパを拠点とするゴードシ氏は、「これらの債券は、満期の借り換えで60日前の2、3倍の利回りになる可能性がある」と言う。

ジン氏は、顧客のポートフォリオで公益企業の株式と債券を組み合わせて利用しているとし、通常、公益企業は毎年増配するため、インフレ対策にもなると付け加える。ジン氏のチームは個別の電力会社株式に投資しているが、このアプローチを取るにはデューデリジェンスとリサーチを行い、規制当局と良好な関係にある企業を探す必要があることに注意すべきだとし、「安定した配当金実績があり、配当成長率3〜5%の規制された公益企業に関心を持っている」と語る。

ビットコイン：パレ氏は投資家に暗号資産について聞かれることが多いが、自身が投機的な投資対象と見なすものに対する投資を勧めてはいない。ここ数カ月の急落で、パレ氏はビットコインに対する懐疑的な見方をさらに強めている。1996年からアドバイザーを務めているパレ氏は、「リスクとリターンのバランスをそこまで崩さずに、適切なリターンを得ることは可能だ。私なら、押し目で買えとは絶対に言わない」と語る。

今年は投資家にとって波乱の年だったが、歴史に目を向ければもっとひどい年もあったことが分かる。そして、全ての弱気相場には終わりがある。困難を乗り越えるには、自分でコントロールできることに注力するのが一番だと、アドバイザーは言う。リディーム・ウェルスのシャープ氏は、「自分の限界と投資可能な金額を知っているかどうかで、目標を達成できるかどうかが大きく変わってくる」と言う。パレ氏は、投資家は市場の日々の動きに過剰な注意を払うのは止め、「できればテレビを消した方がいい」と言う。

By Andrew Welsch
(Source: Dow Jones)

4. 「現金バケツ」方式は相場下落時に役立つ

[インタビュー]

Cash Buckets Are Earning Their Keep as Markets Slide. Just Don't Hold Too Much.

現金の保有し過ぎはリターンの低下を招く

生活に必要な資金の確保は心理的安心感を与える



Photograph by Mary Beth Koeth

1985年から「現金バケツ」戦略を始めたファイナンシャルアドバイザー、ハロルド・エベンスキー氏（79歳）の話を聞いた。

バロンズ・リタイアメント誌：なぜ「現金バケツ」方式を思いついたのか。

エベンスキー氏：第一に、タイミングの悪い時に資金を引き出すのは問題がある。投資家はポートフォリオが悪化するとパニックに陥り、売却してしまう傾向がある。生活をまかなう現金の準備金を持つことで、他の人が崖から飛び降りる時に持ちこたえることができる。

Q：資金を引き出すタイミングが悪いとなぜ問題があるのか。

A：弱気相場時は株式を売却するタイミングとしては不適切だ。「安く買って高く売る」べきだが、多くの人は正反対のことをする。

Q：現金を入れたバケツがあると回避できるのか。

A：現金があると、売るタイミングをコントロールでき、長期投資を売却する必要がない。

Q：バケツに資金を入れるタイミングは。

A：投資ポートフォリオのリバランス時に現金を補充する。あるいは、相場が大きく上昇し、株式を一部売却して債券を購入する場合、売却益の一部を現金バケツに入れる。

Q：市場の低迷が長引くとどうなるか。

A：債券を売って株式を買うべきだから、リバランス時に債券の売却分を現金のバケツに戻す。

Q：そのようなことはよくあるか。

A：1980年代にこの方法を使い始めて以来、一度も起こったことがない。しかし、もしそうなったら、損失がゼロか、ほとんどない、債券ポートフォリオの中の短期のものを売却する。

Q：市場の専門家の中には、現金バケツを好まない人もいる。

A：確かに、現金バケツの非効率性については多くの論文がある。現金バケツを設置すると、その現金が長期投資に回されないで、機会費用が発生する。それでも、潜在的なデメリットをはるかに上回る行動学的な側面があると信じている。

Q：1985年に、投資家を落ち着かせる効果があることを理解していたか。

A：こんなに強力な効果があるとは思っていなかった。1987年の暴落を思い出してほしい。あれはま

るで世界の終わりのようで、本当に恐ろしかった。そこで私は、顧客に電話をかけ始めたが、誰も楽しくはないものの、パニックにはなっていなかった。

Q：どういうメカニズムで機能するのか。

A：私が目指したのは、シンプルで、顧客が納得し、簡単に管理できるものだった。もともと補足的キャッシュフロー2年分をバケツに入れていたが、数年後、学術的な分析を行ったところ、1年分が最適であるという結論に達した。そうすることで、多額の現金保有に伴う機会費用を削減することができた。

Q：補足的キャッシュフローとは、どういう意味か。

A：年間の支出額の100%を確保する必要はなく、年金や社会保障などでまかなえない部分のことだ。

■ 現金の保有し過ぎは、機会費用が多くなる

Q：10年分の現金や債券をバケツに入れておく人もいるが、それは間違いか。

A：間違いだと私は思う。短期的には、「超保障されている」と感じて、良い気分かもしれないが、よほど裕福な人でない限り、そのような大きな機会費用を払う余裕はない。われわれのシンプルなアプローチは非常にうまく機能している。1987年の大暴落やハイテクバブル崩壊、グレート・リセッションのときもうまくいった。

Q：ご自身は、バケツ方式で資金運用しているか。

A：もちろん。自分で料理したものは自分も食べるという考え方で、顧客に教えることを実践している。

Q：どのように資金を投資しているか。

A：妻と私は、70%が債券、30%が株式というところだ。私が退職し、長年にわたって幸運にもかなりの資産を蓄積することができたので、配分が変化した。資産配分は、私の目標達成に必要なものと連動する。

Q：株式相場は下落に向かうと思うか。

A：イエスだが、それが投資哲学に影響を与えることはない。相場のタイミングをあまり信じていない。

Q：エンジニアの教育を受けたのに、どうしてファイナンシャルアドバイザーになったのか。

A：軍隊に入った後、フロリダで家業の建築業に加わり、数年後に自分で住宅建設の仕事を始めた。仕事は好きだったが、インフレが激しく、住宅ローン金利が高騰していたため、将来性がないとみて、証券会社に転職した。証券会社で不満はなかったが、私のやりたいことを全く理解してもらえなかった。

Q：何をやりたかったのか。

A：投資商品を売るだけでなく、ファイナンシャルプランニングをやりたかった。

■ 年を取ったから自然に支出が減るというわけではない

Q：定年退職者は年をとるにつれて支出が減るという研究結果が出ているが。

A：問題は、その研究が、支出を減らしたくて減らしているのか、減らす必要があるから減らしているのかについて示していないことだ。これは大きな違いだ。明らかに、リソースが限られている人たちは、支出を抑えなければならない。しかし、資金のある投資家にとって、退職後の主な変化は、時間がたくさんあることだ。時間があるとお金がかかる。カントリークラブに入ったり、子供と一緒に世界一周のクルーズに出かけたりするのも良い。年を取れば支出が減るという一般的な結論はナンセンスだと思う。

Q：退職後も顧客が現役時と同じようにお金を使うとの想定だったのか。

A：その通り。プランニングは、1年ごとの目標に基づいて行う。ある年は憧れの世界一周クルーズに行くから支出が多く、翌年は旅行せず、支出は少ないかもしれない。ただ単に老後に支出が減ると決めつけるのは間違っていると思う。

■ 相場下落時のリバランス

Q：他に何か言うべきことは。

A：リスク許容度に関する論文は何百と出ている。私は最終的にリスク許容度の唯一の合理的な定義は痛みの閾値であると結論付けた。顧客が私に「もうこれ以上耐えられない」と訴える電話をかける直前の痛みがそれだ。株式と債券のバランスについて意思決定する場合考えるべきは、大混乱に陥ったときにも耐え得る確信があった方が良くということだ。さらに、大混乱に陥ったとき、誰もがやりたがることの逆をやる覚悟が必要だ。好調なものを売り、不調なものを買う必要がある。

Q：そのようなことがあったか。

A：私が経験した最も辛い時期は、グレート・リセッションの時だった。われわれはリバランスを重要視している。株式相場が下落した時、「債券を売って株を買う必要がある」と言うと、誰もが「分かった」と言った。その後、また下落した。それで、「もう一度やる必要がある」と言った時には、「本当にそうなのか。相場は暴落している」と言われた。その後、また下落したので、3回ほどリバランスをした。大変だった。

Q：みんなその通りにしたか。

A：しぶしぶだがその通りにした。今にして思えば、確かにうまくいった。相場が永遠に下落し続けるなら、何をしても仕方ない。みんな一緒に地獄に落ちるだけで、賭けそのものも無効だ。プランニングはハルマゲドンのためではない。われわれは、米国と世界の経済は時とともに上向き、投資市場も一緒に上昇するという基本的な信念を持っている。

By Neal Templin
(Source: Dow Jones)

5. 久しぶりの上昇を味わっても油断しないように So This Is What a Winning Week Feels Like. Don't Get Used to It. 依然として慎重な投資姿勢が必要

[米国株式市場]

やっと反発



Christopher Goodney/Bloomberg

株式相場は何週間も続いた週間ベースの下落を止め、ようやく勝利を収めたスポーツチームのように喜ばしい状況にある。ただし、チームの状態、つまり株式市場の状態が好転したわけではないようだ。

それでも主要株価指数を見ると、値上がりの日が続いてやっと一息ついた状況だ。ダウ工業株30種平均は週間で6.2%上昇して3万3212ドル96セントで引け、8週連続の下落に終止符を打った。S&P500指数は7週続いた下落の後に6.6%高の4158.24で引け、ナスダック総合指数は6.

8%高の1万2131.13となった。小型株のラッセル2000指数は6.5%上昇して1887.90で週末を迎えた。こうした指数の動きを見れば、楽観的になるのもうなずける。

カナコード・ジェニユイティのアナリストであるマーティン・ロバージュ氏は、「株価はようやく強い反発を見せた。簡単に言えば、悲観的な見方が減ったので、伸びすぎた輪ゴムのように自律反発局面を迎えた」と書いている。

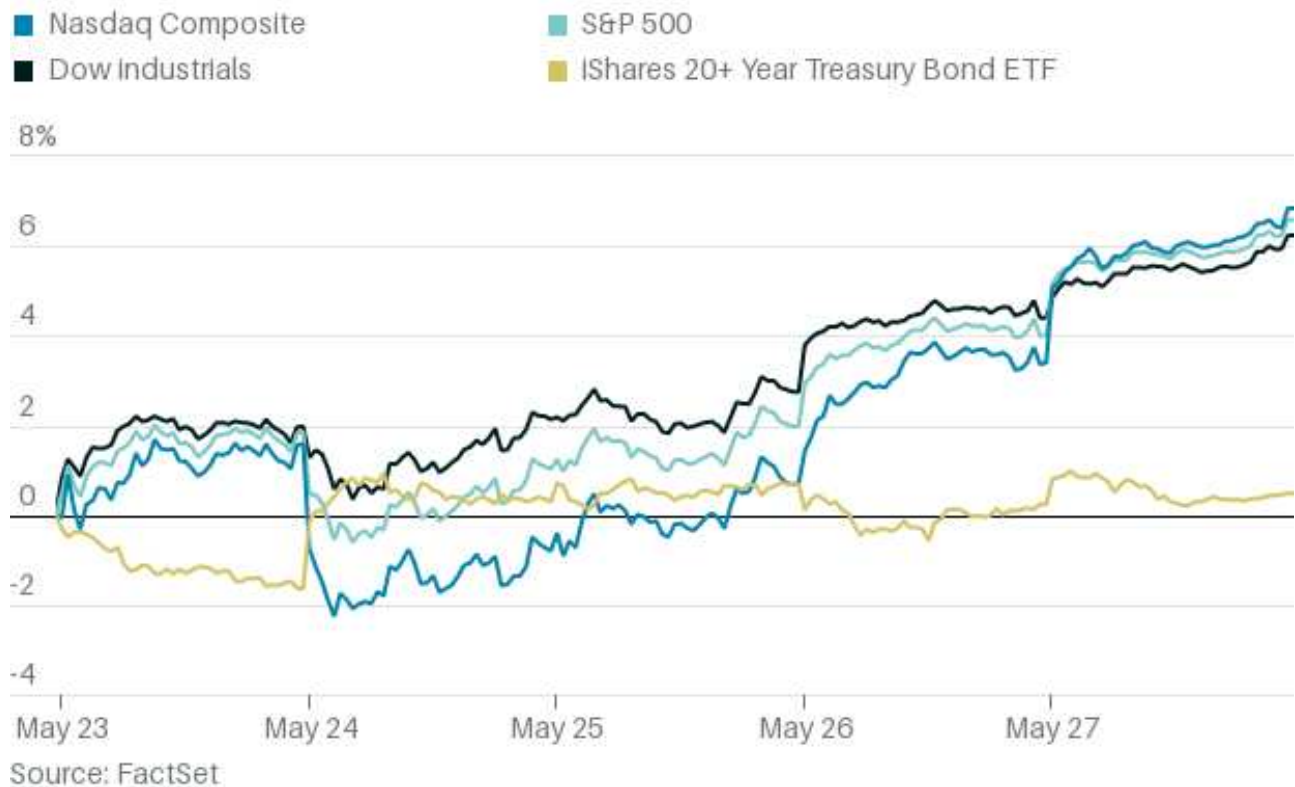
単に売り飽きたのかもしれない。下げの理由があったとしても株価は永遠に下落することはないからだ。また、株式市場では投資家が少なくとも落ち着くのに十分な理由が示されていた。そうした理由には、最近の景気後退懸念から考えると予想以上に明るい内容だったJPモルガン・チェース<JPM>の投資家説明会や、個人消費支出のコア指数が緩やかな上昇にとどまってインフレがピークに達した可能性が示唆されたことが含まれる。

それでも上記は脇役であり、本当の意味でのシナリオ変更の可能性は25日に発表された5月の米連邦公開市場委員会（FOMC）の議事要旨で示唆された。それによると、米連邦準備制度理事会（FRB）は6月と7月にそれぞれ0.5%の利上げを行うことを確実視していたものの、それ以降に関しては、利上げ幅を小さくする、あるいは全く行わない可能性も残していた。市場が織り込んでいる、フェデラルファンド（FF）金利が年末までに3%に達する可能性は、先週末には35%と、その1週間前の60%から低下した。利上げにあまり積極的でないFRBは、まさに株式市場が求めているものだ。

強気派にも慎重な見方

しかし、上昇に転じるにはそれで十分なのだろうか。ドイツ銀行のストラテジストであるアラン・ラスキン氏は、米10年国債の利回りが2.75%で、S&P500指数が現在の水準に近い状況でインフレ率が2%に戻る条件が整っているかどうかを投資家は判断しなければならないと疑問を投げかける。ラスキン氏は、「もし答えがイエスなら（おそらく供給状況の改善がインフレ率低下を後押しする）、リス

Index performance



ク資産は安全だ。もし答えがノーなら、FRBは（短期）金利を市場が織り込んでいる以上に引き上げ、金融環境をさらに引き締めなければならない。念のために個人的な見解を披露すると、ノーだ」と書いている。

そして、強気派の中にも株式相場が上昇してもリスクの高まりを感じている市場関係者がいる。ヤルデニ・リサーチのエド・ヤルデニ氏は、FRBがインフレに焦点を当てたことで市場では直近のパニック的な状況が起きたと指摘し、「それでもインフレ率が自然体で、もしくはFRBの意図に沿ったあるいは偶然に生じた景気後退によって大幅に低下するまで、こうした株価の状況は終わらないだろう。景気後退がなくてもインフレ率の低下はあると考えているが、それでも景気後退の確率は現時点で30%から40%に引き上げている」と書いている。

安全志向の運用

景気と株式市場がどちらに向かうか分からない場合、どのような銘柄への投資が最善なのか。おそらく、以前に高騰して、今年大きく売られた投機的な成長株ではないだろう。こうした銘柄は、先週、50%以上下落した後でもまださらに下落する可能性があることを示した。例えばクラウド向けのデータプラットフォーム開発企業のスノーフレック<SNOW>は、決算発表で一部の顧客の需要鈍化の兆しを示した後の26日に4.4%下落し、ロックダウン（都市封鎖）が行われていた時期に人気が高まった人事管理アプリケーションのワークデイ<WDAY>は、アナリスト予想を下回る決算発表を受けて27日に5.6%下落した。ソーシャルメディア企業のスナップ<SNAP>は発表した業績があまりにも悪く、発表当日の24日に株価が43%急落しただけでなく、ナスダック総合指数の大幅安の要因ともなった。

投資家にとって、赤字企業、中でも多額の負債を抱える企業は避け、代わりに安定した収益とプラスのフリーキャッシュフローを生み、過去の景気循環での経営実績のある企業に注目することが最善の

方法になりそうだ。ボントベル・アセット・マネジメントのデービッド・ソッカー氏は「ハードランディングかソフトランディングかを考えるより、下落に備えて資産を守ることが最善かもしれない。今こそ、資産の保全について考えるべき時だ」と言う。

特に、市場にようやく勝利のスピリットが戻ってきた現時点ではそうなのかもしれない。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

6. 熱狂的なIPOから2年がたった今、スノーフレークの株価は非常に割安にみえる [ハイテク]

Snowflake Stock Looks Attractive-2 Years After Its Crazy IPO.

高い成長率は健在、バリュエーションは妥当、長期見通しは上方修正

ソフトウェア業界における目覚ましい成長ストーリー



Erik Pendzich/Shutterstock

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）下で最もホットな新規株式公開（IPO）の一つとされたスノーフレーク

<SNOW>の株価が、上場から600日あまりを経て公開価格の水準に下落している。投資家にとって、ソフトウェア会社の中で最も目覚ましい成長ストーリーの一つであるスノーフレークの株式を大幅なディスカウントで手に入れる好機が訪れている。

スノーフレークは一般にはクラウドベースのデータウェアハウス会社と説明されているが、よ

り正確にはアマゾン・ウェブ・サービス（AWS）やマイクロソフトのAzure（アジュール）といったパブリッククラウド上に保存された膨大なデータを処理するソフトウェアを提供し、顧客によるビジネス関連情報の管理と分析および処理を支援する会社である。顧客企業の業界は金融サービス、ヘルスケア、小売り、メディア、ハイテクなど多岐にわたる。

IPO後の株価急騰でバリュエーションは維持できない水準に達した

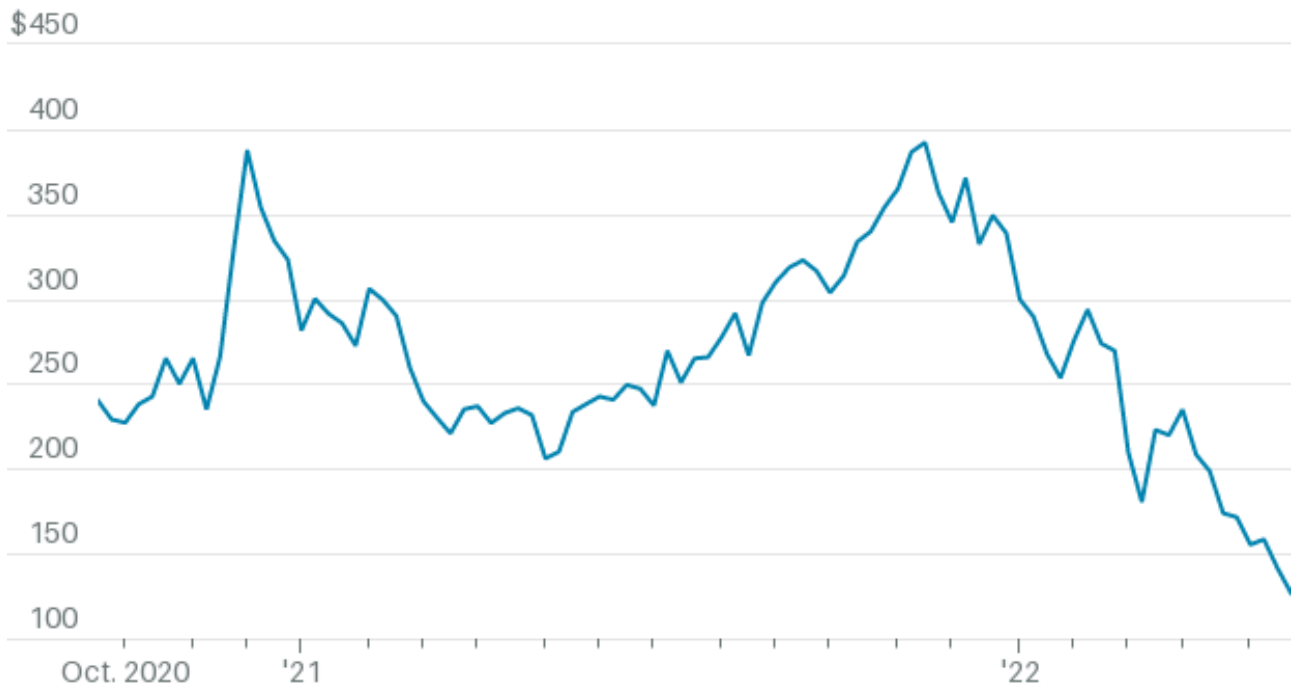
スノーフレークの2020年9月の上場は、IPOが非常に活発な時期に行われたにもかかわらず驚くべきものだった。当初の予想公開価格は75～85ドルだったが、100～110ドルに引き上げられ、最終的に120ドルで上場した。初値は245ドルを付けた。

このIPOが投資家を引きつけた要因は幾つかある。その一つは、スノーフレークほどの規模を持つ企業で同様の急成長を遂げている企業は他にほとんど見当たらなかったことだ。IPOに先立つ2四半期の増収率は133%で、スノーフレークは大手パブリッククラウドの成功に乗じて強力なビジネス基盤を構築する態勢にあった。

スノーフレークの株価は2021年11月に400ドル強のピークを付けた。だが、その後は下落に転じ、この

Snowflake

(SNOW / NSYE)



Source: FactSet

6カ月間で70%安と急落した。先週は一時的ながら上場後初めて120ドルの公開価格を下回った。

最高値を記録したときの株価は2022年予想売上高の約60倍で、増収率がどれほど高くても維持できない水準であった。高成長ながら利益水準の低い同社に対する投資家の関心が消滅し、株価は急落した。

株価の下落には他にも幾つかの要因が影響を及ぼしている。2022年度第4四半期（11～1月期）の業績は、課金の最小単位を従来の1時間から1秒に変更して実質的な値下げに踏み切ったせいで、予想をやや下回った。

最高経営責任者（CEO）のフランク・スルートマン氏は今年、本誌が先に行った取材に対し、課金方式の変更が使用量を押し上げると述べた。それにもかかわらず予想未達となったことで株価は低迷した。

保守的なガイダンスに市場は失望したが、成長率は長期的にさらに加速する見通し

5月25日、スノーフレークは再び決算を発表し、ウォール街を改めて失望させた。2023年度第1四半期（2～4月期）の製品売上高は前年同期比84%増の3億9440万ドルとなり、ガイダンスの3億8300万～3億8800万ドルを上回った。それにもかかわらず、65～67%とされていた製品増収率ガイダンスは据え置かれた。しかも、一部の顧客による使用量の伸びが同四半期中に鈍化したことも明らかにされた。

投資家は、景気の減速がスノーフレークのビジネスに影響を与え始める可能性があることに神経をたがらせているようだ。

だが、スノーフレークのビジネスは順調だ。契約済みだがまだ完了していない業務の指標である残存履行義務（RPO）は前年同期比82%増とアナリスト予想を上回った。年間売上高が100万ドルを超える顧客の数は現在206社で、これらの顧客による12カ月移動平均ベースの売上高は前年同期から98%増えている。既存顧客の売上高を前年比でどの程度維持できているかを示す純売上継続率（NRR）は174%上昇した。

最高財務責任者（CFO）のマイク・スカルペリ氏は先週の決算説明会で、製品売上高が今後年率30%のペースで成長し、2029年度に100億ドルに達するとの長期見通しを正式に発表した。

スノーフレークはその他の指標についても長期見通しを引き上げ、一般に公正妥当と認められていない企業会計基準（非GAAP）に基づく2029年度までの製品粗利益率を78%（従来の目標は75%）、営業利益率を20%（同10%）、調整後フリーキャッシュフロー利益率を25%（同15%）としている。

モルガン・スタンレーのアナリスト、キース・ワイズ氏はこの予測は保守的過ぎると考えており、2029年度の売上高を140億ドルと予想する。投資判断はオーバーウエート、目標株価を295ドル（上値余地は100%超）としている。

スノーフレークの現在の株価は2024年度予想売上高の13倍で、以前よりはるかに妥当な水準にある。ソフトウェア業界の中では比類のない成長率を誇り、業績見通しは依然として力強いうえに、リスクは低下している。これ以上に魅力的な銘柄はなかなか思い当たらない。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

7. どこも苦戦、小型株は回復するのか A Who's Who of What's Worse. Will Small-Caps Rebound? グロース株はバリュー株より割安

[投資戦略]

小型グロースには勝てる



Angel Garcia/Bloomberg

S&P500指数は1月初めの高値から15%下落している。あなたが保有している銘柄がS&P500指数に対してアンダーパフォームとなっているなら、比較するベンチマークを変えてみるのも、よくある戦略の一つだろう。

グロース株に対してなら多分勝っているはずだ。S&P500グロース指数は12月終わりの高値から24%の下落、小型株のラッセル2000指数は11月初めにピークアウトを迎え、そこから25%下落している。両者の不運を合わせたラッセル2000グロース指数に至っては34%の下落だ。そ

れにも負けているなら、キャシー・ウッド氏が運用する上場投資信託（ETF）のアーク・イノベーションETF<ARKK>はどうだろう。高値から既に3分の2の価値が失われた。

このように悪い状況を探す中では、ファイナンスの自然秩序に乱れが生じている場合があることも読み取れる。小型株では、グロース株がバリュース株より割安になる現象が起きている。

グロース運用に特化し、運用資産が350億ドルを超えるアルジェの市場戦略責任者であるブラッド・ニューマン氏は、この状況を「非常に悩ましい」と語る。ニューマン氏は、ラッセル2000指数ほど小型でなく、ゆえに財務状況がよりしっかりしている企業で構成されるS&P小型株600指数の構成銘柄のうち、グロース株の予想株価フリーキャッシュフロー倍率は12倍で、バリュース株の15倍より低くなっていると指摘する。

株式を厳密にグロースとバリュースに分類することはできない。企業とは一般に成長するものであり、割安感には主観的要素が含まれるからだ。ただ経験則から言うと、企業名を口にするにはちゅうちょするが、購入株価には満足しているという銘柄があれば、その株は「バリュース」だと言えるのかもしれない。そして逆のケースなら「グロース」と言えるだろう。

ニューマン氏によれば、グロース株のプレミアムには根拠がある。例えばグロース企業は売り上げの急伸、投下資本効率の高さ、魅力的な売上総利益率、控えめな負債などの要素を備えている。

利上げで投資家心理がクールダウン

それなら問題は何か。米連邦準備制度理事会（FRB）による利上げの開始は、割高なグロース株に対する過熱した投資家心理に冷や水を浴びせた。過熱の大半は解消されているのかもしれない。JPモルガンの試算によると、パーセンタイル順位によるグロース株のバリュエーションの分布は、昨年11月の97パーセンタイルから足元で53パーセンタイルまで低下している。つまり、「非常に割高」から「バリュース株と同等のレベル」に低下した。

一方の小型株のバリュエーションは、世界金融危機の最中の2009年に付けた最低水準まで低下している。JPモルガンの説明では、今年、大企業は自社株買いに多額を費やしており、合計額は上半期で600億ドルに達する勢いだ。しかし中小企業はそこまで自社株買いに資金を費やさない傾向にあり、株価の下支えに欠いている。

ニューマン氏は、夏にはグロースは持ち直すと見ている。これは、利上げサイクルは経済が活況にある時に始まり、冷めてくると終わるものだからだ。バリュース株は往々にしてグロース株より景気サイクルとの関連が高く、利上げ開始の直前および直後の数カ月はアウトパフォームすることが多い。そしてFRBによる利上げ開始は3月だった。

この見立てが正しいか否かは時がたてばわかる。小型グロース株への投資を増やしたい場合は、バンガード小型株グロース<VBK>などのインデックスファンドや、アクティブ型のアルジェ小型株フォークス<AOFAX>が選択肢となり得る。

ニューマン氏に自身が注目する銘柄を聞いてみたところ、サブスクリプションの売り上げが大きいクラウドソフトウェア企業3社を挙げた。税務ソフトウェアを提供するアバララ<AVLR>は、フリーキャッシュフローは最低限だが、売上総利益率が高く、売り上げも急成長しており、市場の成長性の高さからフリーキャッシュフローは短期間に増大する可能性があるそうだ。ベントレー・システムズ

<BSY>は、液化天然ガス（LNG）などインフラ資産の設計、建設、管理に使われるソフトウェアを手掛ける企業、最後のガイドワイア・ソフトウェア<GWRE>は世界中の損害保険会社に業務用ソフトウェアを提供している。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

8. 景気後退を回避する唯一の方法

[経済政策]

Avoiding Recession May Require Moving the Inflation Goal Post.

FRBのインフレ目標の引き上げが必要

相次ぐ景気の痛みを示唆するデータ



Al Drago/Bloomberg

景気低迷の兆しが幾つも見える中、多くのエコノミストやストラテジストはソフトランディングの予測に固執している。そうした予測を正しいとする唯一の方法は、新しいインフレ目標を設定することかもしれない。しかしそれは、十分認識されていないものの、高くつく可能性もある。

先週は、中古住宅販売成約指数が予想以上に落ち込み、2014年以来の低水準となり、中古住宅販売件数の今後の悪化が見込まれるなど、景気のさらなる痛みを示唆するデータが発表された。家計の貯蓄率は2008年以降最も低く、購買

担当者景気指数（PMI）は製造業とサービス業の両方で予想以上の減速を示し、新規失業保険申請件数の4週間移動平均は8週連続で増加し、アトランタ連邦準備銀行の「GDPナウ」が予想する2022年4～6月期の国内総生産（GDP）成長率は前回予想の2.4%から1.9%に低下した。

これらは全て、企業の在庫が増加し、レイオフが増え、1～3月期のGDP改定値で企業利益が2020年後半以降初めて減少したことが示されたこととつながる。パイパー・サンドラーのチーフ・グローバル・エコノミストであるナンシー・ラザー氏は、企業の今後の見通しに関する発言によれば、4～6月期も引き続き企業利益は減少するだろうと言う。パイパー・サンドラーの日次消費者信頼感指数は、この1週間で今サイクルの新たな最低値に落ち込んだ。

しかしウォール街の多くの人々は、米連邦準備制度理事会（FRB）が40年ぶりの高水準にある消費者物価指数（CPI）上昇率に対抗するために金融引き締めを行う中、米国経済は成長を続けると確信している。たとえソフトランディングとなることがまれで、FRBのパウエル議長が最近、経済の着陸方法について「ソフト」から「ソフティッシュ（機体の揺れを伴うソフトランディング）」、さらに「大きく揺れ」で「多少の痛み」を伴うものにシフトしたにもかかわらずだ。

金融引き締めと景気後退回避を両立する策

Closer to (a New) Target?

The Fed's favored inflation gauge, which runs below CPI, is cooling.

Core PCE Deflator, year over year



Source: FactSet

FRBの金融引き締め政策（既に経済成長が鈍化している中で金利を0.5%引き上げ、バランスシートの縮小を6月に始める）と景気後退回避を両立させる方法が一つある。FRBがインフレとの戦いを止め、インフレを高止まりさせることかもしれない。

ソシエテ・ジェネラルで北米のクオンツ株式戦略を統括するソロモン・タデッセ氏は、FRBが目標を達成するために何が必要かを分析している。タデッセ氏は、インフレを阻止するためには、政策金利の4.5%への引き上げを含み、金融緩和が最も進んだ状態から最大9.25%相当の金融引き締めが必要だと述べている。そのためには、過去2年間にFRBが実施した緊急債券購入プログラムで購入した資産の3分の2を減らし、FRBのバランスシートをほぼ半分に減らす、約3兆9000億ドルの量的引き締めが必要となる。

しかし、それは恐らく実現しないだろう。ヤルデニ・リサーチの社長であるエドワード・ヤルデニ氏は、FRBが長く堅持しているインフレ目標について、「FRBは2%と言い続けているが、現在の物価水準はその目標に対して高過ぎるかもしれない」と言う。ヤルデニ氏は、物価上昇率が4%程度まで下がれば、FRBはインフレ目標を引き上げるシグナルを発信し、多くの投資家が考えているより早く金融引き締めをやめると予測している。

ヤルデニ氏の見解の主たる理由が家賃だ。住宅ローン金利の急上昇で住宅需要が減少している一方で、住宅価格はまだ上昇している。住居費は、FRBが重視するインフレ指標である個人消費支出（PCE）物価指数の約4分の1、CPIの4割を占めている。ジョン・バーンズ・リアル・エステート・コンサルティングのリサーチディレクターであるリック・パラシオス氏によると、今年も中古住宅価格は8%、新築住宅価格は6%それぞれ上昇すると見込まれる。家賃の動向は住宅価格に12カ月から18カ月

遅れるため、これらの予測は、住宅市場が冷え込んでも家賃が高いままであることを示唆している。ヤルデニ氏は、深刻な景気後退を引き起こす以外に、FRBが家賃のインフレに対してできることは今のところほとんどないと言う。

昔も今もFRB高官は2%のインフレ目標は神聖なものだと述べている。財務長官で前FRB議長のジャネット・イエレン氏は最近、インフレ目標を引き上げるという考えを否定した。パウエル議長はインフレ率を2%に戻すというコミットメントを表明しており、正式な政策声明でもその目標を繰り返し述べている。

FRBのインフレ目標の引き上げを支持する声

しかし、こうした見解はヤルデニ氏だけではない。ニューヨーク大学教授のポール・ローマー氏は今月初め、ブルームバーグTVのインタビューで、FRBは3~4%の安定したインフレ目標を掲げる方が良く述べた。アリアンツのチーフエコノミックアドバイザーであるモハメド・エラリアン氏は4月にCNBCで、FRBが実際のインフレ動向からどれだけ出遅れているかを考えると、インフレ目標を引き上げざるを得ないかもしれないと語った。

インフレ目標の引き上げが検討されているのは、持続的な住居費のインフレだけが理由ではない。ペナント・インベスターズのパートナーであるティム・マクドナルド氏は、グリーンエネルギーへの移行と、米国の製造業によるサプライチェーンの国内回帰の潜在的な動きを指摘している。前者については、グリーンシステムが現在のシステムに取って代わるまでには、需給の断絶が数年あるという。後者については、マクドナルド氏は、グローバル化が部分的にでも逆行すれば、企業は生産の移転に伴う人件費やその他の費用の上昇に直面し、数十年にわたるインフレのふたが外れるだろうと指摘している。マクドナルド氏は、米国経済は構造的な高インフレ局面にあり、2%というインフレ目標は時代遅れになっているという。

5月27日に発表されたデータによると、4月のPCE（食品とエネルギーを除く）は前年比4.9%上昇となり、前月の同5.2%上昇から落ち着き、今年最も遅い上昇ペースとなった。これは4月のコアCPIの6.2%上昇を大きく下回っており、ヤルデニ氏らが新たな目標とする4%とそれほど離れていない。批評家はPCEには問題があると言う。運用会社ブリークリー・アドバイザリー・グループのピーター・ブックバー最高投資責任者（CIO）は、PCEはヘルスケアの比重が高く、高齢者・障害者向け公的医療保険制度（メディケア）とメ低所得者向け公的医療保険（メディケイド）の医療費は政府によって政府の負担割合が設定されているため人為的に低くなっており、それが要因だと言う。批判はさておき、現実にはFRBはコアPCEを政策決定に利用しており、見込みよりも早く4%に落ち着く可能性がある。

インフレ目標を高くすると、経済や市場にどのような影響があるかは、さまざまな要素が絡んでくることからはっきりとはしない。タデッセ氏は、インフレ目標の引き上げは株式にも債券にもマイナスに働くと指摘する。なぜなら、そうすることでインフレ期待が不安定化し、物価が上昇し、後にさらなる痛みをもたらす可能性があるからだ。マクドナルド氏は、インフレ率の上昇は債権者を犠牲にして借り手に利益をもたらすと言う。インフレ目標が引き上げられれば金利が下がり、企業の将来のフリーキャッシュフローの現在価値が高まるため、特に成長株を押し上げるという考え方もある。

米国経済が景気後退を回避するためには、何かが必要である。それは、FRBのインフレ目標かもしれない。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

9. 株価反騰がFRBを利上げ加速に追い込む可能性がある This Market Rally Could Force the Fed to Raise Rates Higher. 資産デフレ不可避か

[コラム]

高官発言によって金融環境指数がタイト化



Rebecca Noble/Bloomberg

市場がニュースを作り出すのであって、その逆ではない。政策担当者の立場を考えよう。政策担当者は、金利や財政問題についての自分たちの決定が、株式、債券、為替市場の運命を決めると考えるのは、ある程度正しい。しかし現在は、市場を政策決定の上で頼りにしている。

米連邦準備制度理事会（FRB）には、二つの主要な政策手段がある。短期金利の設定、および有価証券の購入・売却である。これらは金融市場と米国債市場を通じて機能し、広範な金利や証券の価格には間接的にしか影響しない。

金融環境は、FRBの行動によって必要以上に引き締められているのではなく、主に、FRB高官の発言によって影響を受けている。8%を超える消費者物価上昇率を考慮してFRBがとった行動は、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標をゼロ近辺から0.75～1%まで2回引き上げたただけであり、FF金利の絶対水準は低く、実質金利は市場最低水準にある。

発言を見ると、FRB幹部は政策スタンスを速やかに正常化させる必要性を語っている。先週公表された5月の連邦公開市場委員会（FOMC）議事要旨と幹部による一連の発言は、6月14、15日および7月26、27日のFOMCでFF金利が0.5%ずつ引き上げられることがほぼ確実であることを示している。9月、11月、12月の年内の残るFOMCでは、0.25%ずつの追加利上げが予想されている。

こうした利上げ予想に加え、6月開始のFRBのバランスシート縮小で流動性の削減が始まることから、シカゴ連銀の全米金融環境指数（NFCI）といった指標はタイト化した。これは、中・長期債利回りの急激な上昇に伴う住宅ローン金利の急上昇、ドル高、そして株価急落によるものだ。S&P500指数は一時、弱気相場の定義である高値からの下落率20%を超えた。

パウエル議長の発言に異議あり

こうした動きは投資家にとって痛みを伴うかもしれないが、投資家は景気を減速させインフレを低下させるFRBの作業の一端を担っている。FRBのパウエル議長は最近、「FRBが語る景気の方向性に基づいて、金融市場が先行して反応しているのは、良いことである。結果的に、金融環境全体で見れば大幅に引き締まっている」と述べ、「これが必要なのだ」と明らかな満足感とともに付け加えた。

確かに、金融引き締めは、ゼロ金利政策やピーク時に年間1兆4000億ドルに達した流動性の強制的な注入という前回の超緩和的金融政策からの転換には必要だろう。しかし、FRBは40年ぶりの高水準にあるインフレを沈静化できるだろうか。

先週の金利低下と株価の反発を見れば、答えはイエスのように思われる。実際、5月上旬以降、FF金利先物は、金融引き締めのピークと予想される2023年前半までに、0.25%刻みで以前よりも2回程度少ない利上げを織り込んでいる。CMEグループのフェドワッチサイトによれば、2023年2月まで最も高いFF金利は、2.75~3%と予想されている。

これは、5月上旬以降の米国債利回りの急激な低下に反映されている。予想されるFRBの動きに最も敏感な2年物国債の利回りは27日に、取引時間中のピークである2.80%から2.47%に低下して引けた。一方、ベンチマークである10年物国債の利回りは、前回引き締めサイクルのピークである2018年11月の水準をわずかに下回る3.20%から、2.72%に低下した。

影響が読めない利上げとバランスシート縮小

株式市場は先週、反発した。国債利回りの低下は、地方債市場や社債市場で投資適格債とハイイールド債の両方に波及した。同時に、S&P500指数のボラティリティーの指標となるシカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティー指数（VIX指数）や債券市場の類似指標も下落した。こうした動きは結局、前回引き締め後の金融緩和につながっている。

投資会社ハーディング・ローブナーのアセット・アロケーション・ストラテジストであるエドモンド・ベロード氏は、「それでも慎重であるべき理由がある」と語る。FRBはインフレ抑制のために資産価格を引き下げざるを得なくなる公算が大きく、ベロード氏は2007~2009年の金融危機以降、FRBが資産価格を押し上げることで支出を刺激してきたことの必然的な結末だと主張する。

ベロード氏は、これまでのところ株式市場への主な影響は、将来利益に適用される割引率の上昇に見られていると付言する。次の段階はキャッシュフローの減少であり、ベロード氏は末端の小さな変化が増幅して市場に伝わっていく「ブルウィップ効果」をもたらす可能性があるとする。

その流れから観測筋の多くは、株式相場の予想株価収益率（PER）は年初の21倍から16.5倍前後に、大幅に低下したと強調する。しかし、ルネサンス・マクロ・リサーチを率いるジェフ・デグラーフ氏が見るように、アナリストの利益予想は株価の動きに対し遅行性があるため、注意が必要である。デグラーフ氏は、過去を見ると、S&P500指数の業績予想修正が底を打つのは、株価の底入れに6週間遅れると顧客向けメモで述べている。その通りで、S&P500指数の調整にもかかわらず、業績予想の大幅な下方修正はなされていない。

ベロード氏は、インフレを低下させるための需要破壊を発生させるには、不動産と株式の「双子のバブル」破裂が必要だと主張している。

資産価格の下落は、株式や不動産所有者の支出を圧迫する傾向がある。心理学者によれば、株価上昇による喜びよりも、損失による痛みは敏感に感じられる。ベロード氏は、何年も資産インフレによって支出を拡大した後だけに、そうした資産を保有する富裕層からの不満が高まっていると語る。

FRBのインフレ対策が金融市場全般に狙いを定め、中でも株価を標的にするなら、株価と債券価格の上昇はFRBのさらなる行動につながる可能性がある。投資家はパウエル議長とFRB幹部が実際の行動ではなく、言葉によって金融引き締めを行っていることを思い出すことで、乗り切れるだろう。今後は、深刻な影響が避けられない大幅な利上げとFRBのバランスシート縮小が控えている。市場は、多くの悪いニュースを作り出す公算が大きい。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

Netflix Has a Big Problem. Here's the Math That Might Fix It

ネットフリックスが抱える深刻な問題の解決法

広告付き低価格プランに注目

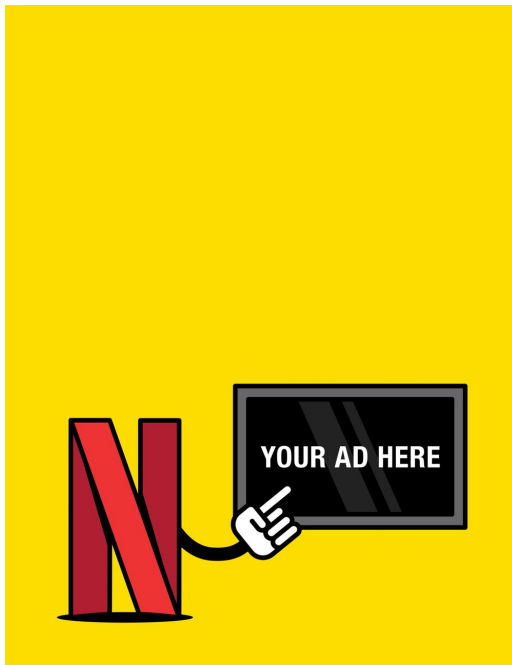


Illustration by Elias Stein

動画配信最大手のネットフリックス<NFLX>の株価は、2022年1～3月期の惨たんたる業績が悪材料となり、年初来70%下落している。何より痛手だったのは、同期の会員数が20万人純減したことだ。さらに4～6月期の会員数は200万人の減少が予想されている。リード・ヘイスティングス最高経営責任者（CEO）は、これに対して対応策を二つ発表した。同一世帯以外へのパスワードの共有を防ぐこと、そして広告付き低価格プランを検討することだ。

シティグループのアナリストであるジェイソン・バジネット氏は5月24日に、広告付きモデルがネットフリックスのフリーキャッシュフローをけん引し、再び投資家の興味を引く可能性がある、と記している（一方で、パスワード共有防止については懐疑的な姿勢を示している）。バジネット氏は、「ネットフリックスの会員数が減少し始めた途端に、投資家は同社をグロース銘柄だとは見なさなくなった。一方バリュー投資家にとっては、（フリーキャッシュフローが）十分でないため評価できない」として、ネット

フリックスには明確な投資家層がないとする。

バジネット氏の試算はこうだ。米国内では、新低価格プランでユーザー当たり、一月10ドルの広告収入があれば、料金を月額6ドルに設定したとしても、現在9ドル99セントのベーシックプランのユーザーからの売り上げに対し、増加が見込め、米国内のフリーキャッシュフローは9億ドル追加されて36億ドルになると試算される。米国外については、ユーザー当たり一月3ドルの広告収入があれば、基本サービス料金を月額6ドルに設定することが可能と考えられる。フリーキャッシュフローは年間8億ドル増加して31億ドルが見込まれる。従って全世界でのキャッシュフローは年間17億ドル増加して67億ドルに拡大する可能性がある。

だが皮肉にも、バジネット氏のノートが発表された同じ日に、広告収入で運営されるモバイル向け交

流サイト（SNS）のスナップ＜SNAP＞の株価は、利益に対する警告を発表したことで急落した。だが、ネットフリックスは、2022年度終了前にも広告付き低価格プランを開始できると伝えられている。これはヘイスティングス氏のコメントからの前倒しとなる。7月下旬に行われる次回の決算カンファレンスコールに注目しよう。

■ 今週の予定

5月30日（月）

- ・ 米国株式・債券市場は、メモリアルデーの祝日で休場。

5月31日（火）

- ・ コンピューター機器大手HP＜HPQ＞、顧客管理クラウドサービスを提供するセールスフォース・ドット・コム＜CRM＞が決算発表。
- ・ 米サプライ管理協会（ISM）が5月のシカゴ購買部協会景況指数（シカゴPMI）を発表。コンセンサス予想は56.8と4月の56.4からやや上昇。
- ・ コンファレンス・ボードが5月の消費者信頼感指数を発表。エコノミスト予想は前月から4.7%低下の102。この数値は2021年2月以来最低となる。景況感が悪化しても、消費は引き続き堅調である。

6月1日（水）

- ・ ペット用品オンライン販売のチュイー＜CHWY＞、ゲームソフト小売り大手ゲームストップ＜GME＞、コンピューター・IT大手のヒューレット・パッカード・エンタープライズ＜HPE＞、ITソリューション会社ネットアップ＜NTAP＞、大手アパレルメーカーのPVH＜PVH＞が四半期決算発表。
- ・ 医薬品卸売会社アメリソースバーゲン＜ABC＞、自動車部品を供給するLKQ＜LKQ＞、トラックメーカーのパッカー＜PCAR＞が投資家向け説明会を開催。
- ・ グーグルの親会社のアルファベット＜GOOGL＞、ケーブルテレビ大手コムキャスト＜CMCSA＞、半導体メーカーのNXPセミコンダクターズ＜NXPI＞、大手小売りチェーンのウォルマート＜WMT＞が年次株主総会を開催。
- ・ 米労働統計局（BLS）が求人離職統計（JOLTS）を発表。予想では4月末時点の求人件数は1140万件で、過去最高を記録した3月末時点の1155万件を若干下回る。労働市場は引き続き逼迫（ひっばく）しているが、一方で最近では人員削減や採用凍結を行う企業も増加している。アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞やウォルマート＜WMT＞は、人員過剰であることを公表している。
- ・ ISMが5月の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54.8で、4月からほぼ横ばい。4月の数値は2020年9月以来の低水準。

6月2日（木）

- ・ 医療器具メーカーのクーパー・カンパニーズ＜COO＞、セキュリティ対策ソリューションを提供するクラウドストライク・ホールディングス＜CRWD＞、パッケージ食品メーカーのホーム・フリーズ＜HRL＞、スポーツウエアメーカーのルルレモン・アスレティカ＜LULU＞、ID管理サービスのオクタ＜OKTA＞が決算カンファレンスコールを開催。
- ・ ネットフリックス、画像処理半導体（GPU）大手エヌビディア＜NVDA＞、オンライン決済サービス会社ペイパル・ホールディングス＜PYPL＞が年次株主総会を開催。
- ・ 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5月の非農業部門米民間就業者数を発表。エコノミスト予想は、前月比35万人増（4月は24万7000人増）。就業者総数は、新型コ

コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）前と比べて110万件純増している。

6月3日（金）

- ・ BLSが5月の雇用統計を発表。非農業部門就業者数のエコノミスト予想は、前月比31万7500人増（4月は同42万8000人増）。失業率は4月の3.6%から3.5%へ低下する予想で、50年ぶりの低水準となる。
- ・ 医療保険会社シグナ<CI>がニューヨークで2022年度投資家向け説明会を開催。業績見通しのアップデートを行う予定。

米サプライ管理協会（ISM）が5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56と、4月から約1ポイント低下。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

『バロonz・ダイジェスト』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信

時事通信社

編集人

川田 重信（かわた しげのぶ）

大和証券入社後1986年から米国株式を中心に外国株式の営業活動に従事。ペインウェバー（現UBS）証券を経て2000年にエグゼトラストを設立。神戸大学経営学部卒業 米国ロチェスター大学MBA。

『バロonz・ダイジェスト』 2022/05/29

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onz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