

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2022/07/10

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

- | | |
|--|--------------|
| 1. <u>今年の優れたCEO24人 - The Top CEOs: Kudos to 24 Game-Changing Corporate Leaders</u> | [フィーチャー] |
| 市場混乱も輝くリーダー | P.1 |
| 2. <u>ETF、一部に光明 - It's Been a Rough Stretch for ETFs. These Funds Bucked the Trend.</u> | [ファンド] |
| 金利、市場のボラティリティ、通貨でリスクヘッジ | P.6 |
| 3. <u>アクティブ運用ファンドが復活 - Active Funds Are on Top Again. Can It Last?</u> | [ファンド] |
| アウトパフォーマンスは続くか | P.8 |
| 4. <u>弱気相場への対処法 - How to Handle a Bear Market in Retirement</u> | [フィーチャー] |
| 退職時、三つの策 | P.14 |
| 5. <u>新たな投資環境での戦い - How to Win the New Investment Ballgame</u> | [インタビュー] |
| KKRの最高投資責任者に聞く | P.16 |
| 6. <u>株式市場、次週は暗転も - Welcome to the 'Yes, But' Stock Market</u> | [米国株式市場] |
| 「確かにそうなのだが」相場 | P.19 |
| 7. <u>株価、見通し明るい - Stocks' Outlook Brightens on Good Jobs News and Lower Commodity Prices</u> | [コラム] |
| 雇用は堅調、コモディティ値下がり | P.21 |
| 8. <u>ハイテク企業決算、波乱含み - 6 Reasons Why Tech Stocks Will See a Bumpy Earnings Season</u> | [ハイテク] |
| 注目すべき六つのトレンド | P.23 |
| 9. <u>バフェット氏、オキシデンタル株買い増し - Energy Stocks Are Cheap. Just Ask Warren Buffet.</u> | [コラム] |
| 割安なエネルギー銘柄に強気 | P.25 |
| 10. <u>今週の予定 - Learn About Where Stocks and the Economy Are Going</u> | [経済関連スケジュール] |
| 第2四半期決算に注目 | P.27 |

※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。

Copyright © 2022 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. 今年の優れたCEO24人

[フィーチャー]

The Top CEOs: Kudos to 24 Game-Changing Corporate Leaders

市場混乱も輝くリーダー

企業強化と競争力向上



Photo illustration by Barron's Staff; Bloomberg (3); Getty Images (2); Courtesy of Lowe's; Photo

今年で第17回となる優れた最高経営責任者（CEO）の年次リストを作成するに当たり、最近の株式市場のリターンはあまりあてにならなかった。S&P500指数はキューバ危機以来最悪の上期を終えたばかりで、混乱はさまざまな方面に及んでいる。

燃料需要の増加、掘削や精製能力の遅れ、ロシアに起因する燃料供給の混乱を受け、エネルギー銘柄が急騰した。2022年のリストには好調なエネルギー企業3社のCEOが含まれている。一方、FAANG銘柄、すなわちメタ<META>（旧フェイスブック）、アップル<AAPL>、アマ

ゾン・ドット・コム<AMZN>、動画配信大手のNetflix<NFLX>、グーグルの親会社アルファベット<GOOGL>は、グロース株の人気の落ちる中で下落したものの、本誌はその中から1人のCEOを選出した。

最もパフォーマンスが悪かった業種は一般消費財・サービスだった。その中には消費者が欲するもの

を売る企業も含まれている。今回のリストにはそのうちの数社、さらには医薬品、半導体、トラクター、住宅、ローンサービスといった企業のCEOも選ばれた。

リストは白紙の状態から作成作業を始め、財務力と業績の改善についてざっとスクリーニングした上で編集者と記者のパネルに判断を委ねた。パネルでは候補者の選択や議論、追加調査などを経て結論に達した。注力したのは、投資家が今買うべき銘柄を選択することでも、最も称賛されている企業を選択することでもなく、最近の行動を通して企業の強化と競争力向上を実現しているCEOを特定することだった。

大手が巻き返し

メディア・エンターテインメント大手のパラマウント・グローバル<PARA>を率いるボブ・バキシユCEOは、全米興行収入ナンバーワンの映画5本で年初来の映画公開回帰を主導し、ストーリーミング収益もNetflixやウォルト・ディズニー<DIS>を上回るペースで成長させた。Netflixとディズニーはパラマウントに追従し、今後広告を流す安価な会員プランを立ち上げる意向を示している。

配送大手UPS<UPS>のキャロル・トメCEOは、同社初の社外から起用されたCEOだ。配送時間を短縮し、顧客とのやりとりを簡素・迅速にすることで、何年も続いた市場シェアの縮小を反転させた。快進撃は50万人を超える従業員の支持獲得から始まった。

Top CEOs for 2022

Click on CEOs' names to read their profiles.

CEO	Company
David Auld	D.R. Horton
Bob Bakish	Paramount Global
Albert Bourla	Pfizer
Warren Buffett	Berkshire Hathaway
Brian Chesky	Airbnb
Tim Cook	Apple
Marvin Ellison	Lowe's
Jim Farley	Ford Motor
W. Craig Jelinek	Costco Wholesale
Enrique Lores	HP Inc.
John C. May	Deere
Brian Moynihan	Bank of America
Rick Muncrief	Devon Energy
Satya Nadella	Microsoft
Erik Nordstrom	Nordstrom
Miguel Patricio	Kraft Heinz
Kristin Peck	Zoetis
Toby Rice	EQT
David A. Ricks	Eli Lilly
Mike Sievert	T-Mobile US
Lisa Su	Advanced Micro Devices
Carol Tomé	UPS
Bruce Van Saun	Citizens Financial Group
Darren Woods	Exxon Mobil

AFP時事

自動車大手フォード・モーター<F>のジム・ファーリーCEOは、同業他社に先んじて電気ドライブト

レインをF-150ピックアップなどの主力モデルに搭載し、評論家や顧客から高い評価を得た。ファーリー氏は本誌に対し、単に炭素排出量を削減するだけでなく、無線でソフトウェアのアップグレードを行い継続的に収益を生み出すことのできるデジタル製品を販売することが重要だと語った。ファーリー氏は自分の時間の4分の1を自動車業界以外のテクノロジー先進企業から学ぶことに使い、別の4分の1をそうした企業から優秀な人材を獲得することに費やしているとも述べている。

データとAI活用

2030年までにトウモロコシや大豆の栽培が人手に代わって機械で行われるようになる可能性があることをご存じか。農業機械大手ディア<DE>のジョン・メイCEOは、未来が垣間見える技術として、畑全体に農薬を散布する代わりに人工知能（AI）で雑草を見つけ、特定の箇所に農薬を噴霧する自社機械を紹介する。自動運転でバッテリー駆動の種まき機やコンバインハーベスターの投入も計画。多額のサブスクリプション収益が期待されている。

データとAIはハイテク企業に限らず、われわれのリストの大きなテーマだ。創業家の名を冠した100年の歴史を持つデパートチェーンのノードストローム<JWN>を率いるエリック・ノードストロームCEOは、AIを使い、季節や立地、収益性、在庫水準、顧客の価格弾力性などに基づいて販促の時期や方法を判断している。ノードストローム氏は電子商取引戦略を洗練させる一方、流行のオンラインブランドに働きかけて自社店舗への商品展開を推進している。

医薬品

動物用医薬品メーカー、ゾエティス<ZTS>のクリスティン・ベックCEOは、人間を対象とするバイオテクノロジー上のブレイクスルーを、犬や猫を対象としたベストセラー薬に変えた。ベック氏は、ペットのゲノム解析とAIによる血液分析で他社をリードし、牛肉にブロックチェーン技術を導入し、牛の詳細な記録を作成することにより牧場主が高値で取引できるようにしようとしている。

大手製薬会社イーライリリー<LLY>のデービッド・リックスCEOは、近年の科学上のブレイクスルーにより、大きな変化をもたらす薬への道が開かれた病気に研究資金を投じている。リリーの糖尿病治療薬チルゼパチドは肥満者を対象とする臨床試験で、被験者の体重を20キロ以上減少させた。この薬は豊かな国々で際限なく続くように見えた体重の増加や関連疾患を食い止め、場合によっては逆転させる可能性がある。

大手製薬会社ファイザー<PFE>のアルバート・ブーラCEOは、提携先であるビオンテック<BNTX>の新型コロナワクチン開発を臨床試験から製造まで巧みに指導し、数百万人の命を救うことに貢献したことで、昨年リストに選出された。ブーラ氏の貢献は続いており、コロナ患者向けの抗ウイルス薬を出したほか、コロナでファイザーが学習したことをライム病やRSVという小児呼吸器疾患などを対象とする新たなワクチンの開発に生かしている。

消費者向け

幸運を最大限に生かしたCEOもいる。コロナ禍で人々の働き方や勤務場所が変わり、辺りな場所に長期滞在する需要が急増した。民泊仲介大手エアビーアンドビー<ABNB>のホストは、最も必要とされる場所に新たな宿泊施設を提供した。ブライアン・チェスキー共同設立者兼CEOは旅行者がユニークな住居のタイプや周辺環境、近隣で体験できることなどを最初に検索し、場所を決められる柔軟な予約オプションを追加することでニーズに応えた。その結果、予約件数とフリーキャッシュフローは急増した。

サプライチェーンの混乱が収まりつつある一方、過去40年間で最速のインフレに直面することとなったが、これを好機に変えたCEOもいる。小売り大手コストコ・ホールセール<COST>のW・クレイグ・ジェリネックCEOは、ガソリンを中心に値上げを抑制。粗利益率は低下したが、売上高が急速に伸びた。市場シェアは上昇し、会員権の更新率は過去最高を記録した。

食品大手クラフト・ハイツ<KHC>は3年前、合併後の長い下降スパイラルから抜け出すため、ビール会社の販売責任者であったミゲル・パトリシオ氏をCEOに迎えた。パトリシオ氏は事業構造の簡素化、債務削減、バルクチーズやナッツといったコモディティー事業の売却などを行い、コスト上昇に耐えられる中核的なベストセラー商品だけが残った。

昨年100周年を迎えたホームセンターのロウズ<LOW>はマービン・エリソンCEOの下、プロの建設業者向けとDIY顧客向けの両方の市場でシェアを拡大した。プロ向けにはレジの高速化、特典の充実、新たなツールブランドやレンタルオプションに加え、店内での携帯電話の充電や駐車場でタイヤ空気入れなどの無料サービスを提供し、DIY顧客向けには電子商取引、配送、購入商品の受け取りを改善した。一部の市場では、かさばる家電製品は小売店を経由せず卸業者から家庭に直送されるようになり、配送が迅速化され、収益性が強化された。

住宅建設業者DRホートン<DHI>は、デービッド・オールド氏が2014年にCEOに就任以降、市場シェアの拡大が加速し、今では米国の戸建て住宅市場の約10%に達している。賃貸住宅を購入する企業と取り決めを行うことを含め、ターゲットを絞った取引と周到に計画された成長が背景だ。レバレッジは控えめで、投資利益率（ROI）が急上昇している。

エネルギー

突如勝ち組入りした石油会社は多いが、CEOとして突出しているのは数人だ。昨年度の利益はエクソンモービル<XOM>が他社をリードしている。ダレン・ウッズCEOがコロナ禍による厳しい景気後退期にコスト削減だけでなく投資を行ったことが一因だ。

シェール採掘企業デボン・エナジー<DVN>のリック・マンクリーフCEOは政治手腕で頭角を現している。マンクリーフ氏の生産量の増加を抑制する方針はあらゆる方面から支持されているわけではないが、業界は潤沢なフリーキャッシュフローを生んでいる。デボン・エナジーが業界で初めて変動配当を導入したことで、株主が受け取る勝利の分け前は増加した。

天然ガスも忘れてはいけない。生産量トップのEQT<EQT>でCEOを務めるトビー・ライス氏は信用等级付けの引き上げを勝ち取り、メタン排出量を削減するとともに気候変動に関する独自の取り組みを

行っている。ライス氏は世界の石炭火力発電離れを促進するため、ガス業界が費用を負担して液化天然ガス（LNG）の輸出能力を4倍に拡大することを提唱している。ライス氏は、その方が全米の自動車を電動化し、全家庭に太陽光発電設備を設置し、風力発電を倍増させるより多くの温室効果ガスを削減できると主張する。

金融・通信

コロナ禍以前は、ブライアン・モイニハンCEOによるバンク・オブ・アメリカ<BAC>の経営は他の大手金融機関よりリスク回避的で、リターンで見劣りすると主張する投資家もいたが、そうした声はなくなった。現在、バンク・オブ・アメリカの自己資本利益率（ROE）はトップクラスであり、自社株買いを通じた株主還元についても最大の競合相手より有利な態勢にある。

シチズンズ・ファイナンシャル・グループ<CFG>のブルース・ヴァン・ソーンCEOは東海岸の店舗網を買収を通じて拡充し、ウェルスマネジメント分野の顧客接点を強化した。また、ソフトウェア・エンジニアを大勢雇い、アプリベースの銀行サービスを提供することにより、金利が上昇する中、融資の原資となる低コストの預金を大量に獲得することに成功した。

約2年前にジョン・レジェール氏の後を受けてTモバイルUS<TMUS>CEOに就任したマイク・シーベルト氏は、スプリントとの合併後初めて1年を通じて経営をつかさどるCEOとなった。契約者純増数は過去最高の550万人となり、ウォール街の予測を上回った。さらにTモバイルは家庭向け無線ブロードバンドサービスを追加した。潜在的な顧客は数千万人に上り、ケーブルテレビ会社には脅威となるだろう。アナリストは、フリーキャッシュフローが今後急成長するとみている。

ハイテク

米国の2大企業は、現在の地位を確立することを可能にしたのと同じような行動を継続している。サティア・ナデラCEOが率いるマイクロソフト<MSFT>は、クラウド市場のシェアが第2位に成長し、昨年は首位のアマゾンからシェアを奪った。ビデオゲームメーカーのアクティビジョン・ブリザード<ATVI>の現金690億ドルでの買収は決して承認が保証されているわけではない。しかし、買収に挑戦したということは、巨大ハイテク企業が直面する厄介な規制問題を回避する能力がマイクロソフトにあることを示唆する。

アップルでは、かつてスティーブ・ジョブズ氏がMac（マック）にインテル<INTC>製のCPU（中央演算処理装置）を搭載し、競争力を高めたことがあった。ジョブズ氏の後継者であるティム・クックCEOは、同じ理由でCPUを自社製に戻した。Macは販売が記録的に伸び、アップルのフリーキャッシュフローは今年1000億ドルの舞台に乗る勢いとなっている。

リサ・スーCEO率いるアドバンスト・マイクロ・デバイシズ<AMD>は、インテルのつまずきに乗じ、少ない予算で市場をリードするCPUを提供し、シェアを急速に伸ばしている。

プリンターにはCPUのような華やかさはないが、HP<HPQ>のエンリケ・ロレスCEOはソフトウェアと定額サービスプランを使い、互換製品ではなく純正品のインクを使うよう顧客を誘導している。在宅勤務者やゲーマー向けに周辺機器も充実させた。今年度のフリーキャッシュフローは50億ドルに迫る勢いだ。ウォーレン・バフェット氏率いるバークシャー・ハサウェイ<BRK.B>も最近、HP株を

購入している。

バークシャーを57年間にわたり率いてきたバフェット氏は、最近二つのことを楽しんでいる。キャッシュフローが多い企業を買うことと、市場に勝つことだ。最近の投資先は保険会社のアレゲニー<Y>と、エネルギー大手シェブロン<CVX>、オクシデンタル・ペトロリアム<OXY>など。バークシャーの株価は年初来で6%下落しているが、S&P500指数が18%も下落している。祝杯を挙げてもいいだろう。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

2. ETF、一部に光明

[ファンド]

It's Been a Rough Stretch for ETFs. These Funds Bucked the Trend.

金利、市場のボラティリティ、通貨でリスクヘッジ

厳しい状況



Matthew Busch/Bloomberg

2022年4～6月期（第2四半期）は、大多数のファンド投資家にとって厳しいものだった。しかし、最悪期の到来はこれからだと懸念する者は多い。

株式ファンドは至る所で下落し、逃避先はほぼないに等しかった。上場投資信託（ETF）のiシェアーズ・ラッセル1000 ETF<IWB>とiシェアーズ・ラッセル2000ETF<IWM>は、大型株と小型株のパフォーマンスに連動するETFで、今四半期はいずれも17%安。割安銘柄の方が総じて健闘したが、それでも両ETFのバリュース株重視タイプは13%安と16%安だった。

インフレに収束の気配はなく、米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げ継続方針を貫けば、景気は来年にも後退する可能性があるかと懸念されている。こうした状況から、株価は全ての業種で大幅に下落。一般消費財や通信など、節約が必要になった時にまず財布のひもが固くなる分野の銘柄が下げを主導した。

原油相場の上昇を受けて今年前半に大幅高となったエネルギー株も、第2四半期には勢いを失った。エネルギー・セレクト・セクターSPDR ETF<XLE>は第2四半期に6%超安となり、第1四半期の38%高と対照的な成績に終わった。エネルギー大手企業は過去最高益の更新を続けているが、投資家は景気後退が必要を細らせ、原油価格を圧迫し、大手各社の利益を押し下げると予想している。

日本、欧州、オーストラリアなどの先進国市場を対象とするiシェアーズMSCI EAFE ETF<EFA>が15%安となっただけでなく、iシェアーズMSCIエマージング・マーケットETF<EEM>も11%下落した。新興国ファンドは総じて持ちこたえた。ポートフォリオの3分の1を占める最大の構成銘柄である

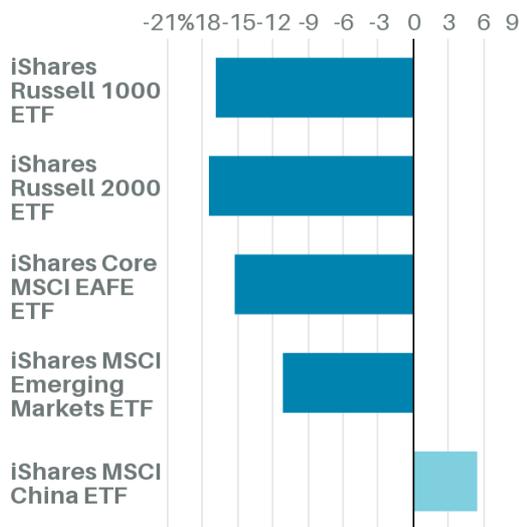
中国株が2021年から2022年初めにかけて下落した後、安定しているからだ。iシェアーズMSCIチャイナETF<MCHI>は第2四半期に5%超上昇した。

現在のように不安定な市場で、投資家はインデックス連動のパッシブファンドだけに目を向けるべきではない。アクティブマネジャーは第2四半期に表舞台への復活を果たした。バンク・オブ・アメリカによると、大型株のアクティブファンドの56%が第2四半期にベンチマークであるラッセル1000指数を平均0.25%上回った。2003年以降の平均は36%だ。

資金流出続く

Global Pain

Stocks fell all over the world in the second quarter, but the Chinese market found a bottom and bounced back.



Source: FactSet

債券ファンドも株式ファンドと同様、最悪の四半期となった。FRBは目標金利を3月の連邦公開市場委員会（FOMC）で0.25%、5月の会合で0.5%、6月の会合で0.75%引き上げた。追加利上げが広く予想される中、債券利回りは上昇した。特に短期金利が急速に上昇し、2年物国債の利回りは10年物の利回りをもう少しで上回る勢いとなっている。債券投資家の景気見通しが暗い証拠だ。

利回りと逆の動きをする債券価格は下落を続けているが、今は償還期限の短い債券の方が魅力的に見える。投資家は金利が上昇すると予想すると、金利上昇後に投資すればより高い利回りが得られると考え、たいてい短期債を好む。このような買い需要が債券価格を下支えするだろう。iシェアーズ米国債1-3年ETF<SHY>は第2四半期にわずか1%の下落だったが、iシェアーズ米国債20年超ETF<TLT>は13%安となった。地方債も持ちこたえており、iシェアーズ米国内地方債ETF<MUB>は第2四半期にわずか3%の下落だった。

投資家は苦戦している資産クラスから引き続き手を引いており、第2四半期に債券ファンドから1570億ドルが流出した。第1四半期の流出額の690億ドルを上回る規模だ。投資会社協会（ICI）によると、既に2020年第1四半期以降で最大の資金流出となっている。

4月に約500億ドルの資金流出となった株式ファンドは、急激な売りが一服後、一部の投資家が再び市場に参入したため、5月下旬から資金流入が見られるようになった。しかし、6月に入り、市場が再び大きく下落し始めると、資金の流れはすぐに逆転した。第2四半期の最後の2週間で、株式ファンドから100億ドル超の資金が流出した。

短期投資に最善

一方、オプションや先物などのデリバティブを通じて金利、株式市場のボラティリティー、通貨に投資する高リスクのファンドには明るい結果が出た。

例えば、シンプリファイ・インタレスト・レート・ヘッジETF<PFIX>は20年物国債の金利が上昇し

No Place to Hide

Recession fears pushed all sectors into the red, led by consumer-discretionary and communication-services stocks.



Source: FactSet

た場合に利益を得るプットオプションを保有している。プロシエアーズVIX短期先物ETF<VIXY>はS&P500指数の予想変動率の上昇から利益を得る先物契約に投資する。インベスコDB米ドル・インデックス・ブリッシュETF<UUP>は世界の主要6通貨のバスケットに対する米ドルの価値に連動する。この三つのファンドは、第2四半期に13%、10%、6%の上昇をそれぞれ記録した。

こうした戦略は、長期的投資でなく短期投資に用いるのが最適だ。市場の流れが突然変わると、かなり危険で不、安定になり得る。事実、シンプリファイとプロシエアーズのファンドは6月後半に10%急落した。仮に金利が上がり続ける、あるいは株式市場がボラタイルであり続けるという確信があるなら、これらのファンドでポートフォリオの景気後退リスクをヘッジするのも悪くないかもしれない。

By Evie Liu
(Source: Dow Jones)

3. アクティブ運用ファンドが復活 Active Funds Are on Top Again. Can It Last? アウトパフォーマンスは続くか

[ファンド]

パッシブより低損失

ストックピッカー（銘柄選別者）が再び手数料を手にする時がついに来た。10年以上の慢性的なアンダーパフォーマンス期を経て、アクティブ運用の株式ミューチュアルファンドと上場投資信託（ETF）が同じカテゴリーのパッシブ運用のファンドをアウトパフォーマンスする割合が徐々に上昇している。

年初から5月末まで、米国株のアクティブ運用ファンドが平均的なパッシブ運用ファンドをアウトパフォーマンスした割合は半分強で、2021年の45%を上回った。この数字は誇るほどではないと思われるかも



Illustration by Andrea Ucini

しれないが、現在も苦しんでいるグロース株のアクティブ運用ファンドによって平均値が押し下げられていることを考慮する必要がある。リフィニティブ・リッパーのデータでは、グロース株カテゴリーのパッシブ運用ファンドの平均リターンを上回ったグロース株のアクティブ運用ファンドは30%未満だ。

明るい材料はバリュー株とコア銘柄のセグメントにある。これらのカテゴリーでは、投資対象の時価総額を問わず、アクティブ運用ファンドの大部分がアウトパフォーマンスしている。リフィニティブ・リッパーによれば、大型バリュー株アクティブ運用ファンドでは80%、中型コア銘柄のアクティブ運用ファンドでは62%が5月までの平均リターンに関して同じカテゴリーのパッシブ運用ファンドをアウトパフォーマンスした。

これらの割合は過去3年の平均値の2倍を上回る。

市況が非常に悪く、ほとんどの株式ファンドのリターンは年初来でマイナスとなっているが、アクティブ運用ファンドは多くの株式カテゴリーで損失を大幅に抑えている。例えば、リフィニティブ・リッパーのデータでは、大型バリュー株パッシブ運用ファンドの5月までの平均年率リターンがマイナス7.3%であるのに対し、同じカテゴリーのアクティブ運用ファンドはマイナス4%だ。小型株コアファンドの場合、パッシブ運用がマイナス13.1%であるのに対し、アクティブ運用はマイナス10.9%となっている。

アライアンス・バーンスタインのグローバル事業開発部門のスコット・クラウトハマー最高執行責任者（COO）は「モーニングスターの九つのスタイルカテゴリーのうち、六つで株式のアクティブ運用ファンドが長期平均リターンをアウトパフォーマンスするのはまれだ」と語る。

アクティブ運用マネジャーが価値を発揮するとすれば、それは今年だ。2022年初めに強気相場が激しい終わりを迎える中、セクターや個別銘柄の間で値動きが大きく混乱し、抜け目ないストックピッカーにとっては敗者と勝者を選別するのに最適な環境を生み出した。バンガード米国モメンタム・ファクターETF<VFMO>のマネジャー、アントニオ・ピッカ氏は「アクティブ運用は市場の先導役が変わるときに輝く」と語る。

もっとも、アクティブ運用マネジャーが長年のアンダーパフォーマンスをさもなかったことかのようにして祝杯を挙げるのは時期尚早だと語るアナリストもいる。

1990年代以降、低コストのパッシブ運用ファンドは爆発的に増加し、従来型のアクティブ運用マネジャーに対して高い手数料に見合う価値はあるのかという疑問を投げ掛けてきた。数多くの研究も同じ結論に達した。つまり、長期的に見ると、アクティブ運用ファンドはアウトパフォーマンスを続けるのに苦戦していたのだ。アクティブ運用ファンドは生き残ることができなかつたか、市場サイクルを通じてアウトパフォーマンスを維持することができなかつた。

モーニングスターのグローバルETFリサーチ担当ディレクター、ベン・ジョンソン氏によれば、2021年までの10年間で、償還されることなく、同じカテゴリーのパッシブ運用ファンドをアウトパフォームしたアクティブ運用ファンドは、大型グロース株カテゴリーで8.2%、大型バリュー株カテゴリーで14.2%にとどまった。すべての米国株アクティブ運用ファンドの中で、パッシブ運用ファンドを長期的にアウトパフォームしたファンドの割合が最も高かったカテゴリーは小型グロース株で、その比率は44%だった。

それでも、今年、トップクラスのパフォーマンスを上げているファンドのリターンは素晴らしい。小型株ブレンド型ファンドのボストン・トラスト・ウォーデン小型株ファンド<BOSOX>は年初から6月までの手数料控除後のリターンがマイナス14.98%となった（ベンチマークのモーニングスター米国小型株エクステンデッド指数はマイナス22.09%）。同じ期間に中型バリュー株ファンドで上位5位以内に入ったニュアンス中型株バリューファンド<NMAVX>のリターンはマイナス7.02%だった。ベンチマークのモーニングスター米国中型株ブロード・バリュー指数はマイナス12.08%だ。大型株ブレンド型カテゴリーでトップのバートゥスKARエクイティ・インカム<PDIAX>のリターンはマイナス4.31%を記録した。ベンチマークのモーニングスター米国大中型株指数はマイナス21.25%だった。

指標にはならず



Illustration by Andrea Ucini

アクティブ運用支持者は、新たな時代が訪れ、アクティブ運用ファンドのパフォーマンスが向上する可能性があるとして主張する。過去12年間は株価指数が着実に上昇し、少数のハイテク銘柄が強気相場をけん引していたため、ストックピッカーにとって非常に困難な環境だった。差別化やアウトパフォームのためにアマゾン・ドット・コム<AMZN>、メタ<META>（旧フェイスブック）、アップル<AAPL>、グーグル親会社のアルファベット<GOOGL>を回避したマネジャーは、ほぼ間違いなく市場をアンダーパフォームした。

ルーソルド・グループのリサーチおよび株式担当ディレクターであるスコット・オプサル氏によれば、アクティブ運用ファンドのポートフォリオはバリュー株とクオリティー株に偏る傾向があり、「今年のような年はアクティブ運用マネジャーに追い風だ。赤字企業の株価は60%下落し、黒字企業の株価の下落は18%だ。赤字企業を好まないアクティブ運用マネジャーにとっては大きなプラスだ」と語る。

投資顧問会社カツ・グループの主任投資ストラテジスト、ブライアン・カツ氏は、金利が上昇を続けて資本コストが増加し、脆弱（ぜいじゃく）な企業が一段と明らかになれば、アクティブ運用マネジャーにとって環境は良くなる可能性があるとして指摘。「資本コストが低いと、存在すべきではない企業が存在し続けることが可能になる。資本コストが上昇すると、こうした企業は破綻する」と話す。

一方、株価の乱高下で近年は想像上の産物でしかなかった市場のミスプライシングを発見する機会が生じている。クラウドハマー氏は「一般消費財とエネルギーのパフォーマンスがこれほど乖離（かいり）しているのは見たことがない」と述べる。通常、両業種の差は数パーセントポイントだが、今年は年初から5月までに88%ポイントの差が開いたという。クラウドハマー氏は「これだけ差が大きいと、全く不合理な市場の混乱が生じている可能性がある」と語る。

アクティブ運用マネジャーが状況を最大限に生かし切れるかは不明だ。大型株アクティブ運用ファンドは、これまでのところ、状況の変化に対する反応が遅い。ビーオブエー・セキュリティーズの米国株およびクオンツ戦略責任者サビタ・スブラマニアン氏は、6月のレポートで「米連邦準備制度理事会（FRB）の政策転換、インフレ、政権交代、平時から有事への移行などの大きな変化にもかかわらず、アクティブ運用ファンドのバイアスの方向性は2019年からおおむね変わっていない」と指摘した。スブラマニアン氏によれば、大型株アクティブ運用ファンドの過去12カ月の売買回転率は、環境がはるかに安定していた2019年よりも低く、ポートフォリオは依然としてグロース株とハイテク株に偏っている。

今年成功を収めているマネジャーの多くは、従来のグロース株から生活必需品、ヘルスケア、エネルギー、金融などのディフェンシブ銘柄や景気敏感銘柄への乗り換えに積極的だった。こうしたファンドは通常、ポートフォリオの保有銘柄とベンチマークの差を表す「アクティブシェア」が大きい。

GQGパートナーズ米国セレクト・クオリティ・エクイティ・ファンド<GQEIX>のマネジャーであるラジブ・ジェイン氏は「われわれは投資機会の変遷に現実的に適応しており、どのような価格でもグロース株を買うという金科玉条に従っているわけではない」と語る。GQGパートナーズは年初から6月17日までの期間のパフォーマンスがマイナス5.29%となっており、大型グロース株ファンドカテゴリーの中で最上位に位置する。大型グロース株カテゴリー全体のパフォーマンスはマイナス30.86%だ。

GQGパートナーズは現在、ハイテク、通信サービス、景気循環型消費財を大幅なアンダーウエートとしており、エネルギーと公益への資産配分の割合が大きいため、ジェイン氏はバリュー投資家とみなされるかもしれない。しかし、ジェイン氏は、ファンドはグロース戦略を維持していると主張し、「当社はグロースを今後成長する分野と定義している。エネルギーは新たな成長分野の一つと考えられる」と語る。

ただ、アクティブシェアはアウトパフォームの指標としては信頼できない。運用成績上位の大型グロース株ミューチュアルファンドのほとんどはアクティブシェアのスコアが70%を超えているが、カテゴリー内の運用成績が下位のファンドも同様である。GQGパートナーズ米国セレクト・クオリティ・エクイティ・ファンドのアクティブシェアが87.3%である一方、ベイリー・ギフォード米国ディスカバリー・ファンド<BGUIX>はアクティブシェアが98.9%だが、パフォーマンスはカテゴリー内で最低クラスのマイナス39.9%となっている。

ファンドが長期的にアウトパフォームする可能性の指標として、群を抜いて重要なのは経費率だ。経費率が高いほど、マネジャーはそれを相殺する付加価値を生まなければならない。これはほとんどのマネジャーにとって手に負えない難題である。モーニングスターによれば、2021年までの10年間で平均的なパッシブ運用ファンドをアウトパフォームしたアクティブ運用の大型株ブレンッドファンドはわずか9.5%だ。これは悲惨な数値だが、コストが特に高いファンドに限定すると1.3%に低下する。一

方、コストが特に低いグループでは19.2%に改善する。

モーニングスター・ダイレクトによれば、アクティブ運用の株式ミューチュアルファンドの資産加重ベース経費率は、強気相場が始まった2009年の約0.93%から0.64%へ徐々に低下している。インデックス型ミューチュアルファンド、パッシブ運用ETF、アクティブ運用ETFの現在の平均経費率はそれぞれ0.09%、0.16%、0.46%だ。投資家は割安でパフォーマンスも高い選択肢を求めているため、アクティブ運用のミューチュアルファンドは長年の資金流出の傾向を止めることができていない。

長期リターンに注目

Funds for the Long Term

These active funds have average or lower-than average fees and have beaten both their benchmarks and peers year to date and in three-, 10-, and 15-year periods.

Fund / Ticker	AUM (bil)	Expense Ratio	YTD Return	3-Yr Return	10-Yr Return	15-Yr Return	Comments
Growth							
T. Rowe Price All-Cap Opportunities / PRVAX	\$7.2	0.76%	-22.0%	14.0%	15.9%	11.8%	Formerly called T. Rowe Price New America Growth, its new name better matches its seasoned manager's broad multi-cap focus.
AB Large Cap Growth / APGAX	15.5	0.84	-26.7	11.4	15.7	11.6	Avoids highly leveraged businesses and emphasizes stable, reasonably valued, competitive companies.
American Century Small Cap Growth / ANOIX	1.8	1.17	-26.8	7.6	12.3	8.0	Big stakes in healthcare and consumer cyclical makes it a bumpy ride, but it outdistances peers and its benchmark over all time frames.
Blend							
Boston Trust Walden Small Cap / BOSOX	\$0.9	1.00%	-14.1%	8.5%	10.3%	8.2%	Quality names at the right price and a sound ESG record populate this low-volatility portfolio.
Fidelity Small Cap Discovery / FSCRX	2.9	0.98	-18.6	8.5	10.1	8.9	Portfolio has strong tilts to value and durable businesses, with flexible sector exposure currently favoring financial services, industrials, and technology.
Hartford Dividend and Growth / IHGIX	14.9	0.97	-12.0	10.7	12.0	7.8	This outperformer favors dividend payers, growth stocks bought on dips, and companies benefiting from supply-and-demand shifts.
T. Rowe Price Small-Cap Value / PRSVX	10.9	0.78	-18.6	6.7	9.8	7.3	Emphasis on fast-growing healthy companies with steady revenues. Current overweights: financials, real estate, energy and utilities.
Value							
BNY Mellon Dynamic Value / DAGVX	\$1.7	0.93%	-8.5%	11.3%	12.5%	7.2%	Seasoned team follows conviction regardless of benchmark sector weightings. A reliable performer with low volatility.
JPMorgan Equity Income / OIEIX	46.0	0.96	-8.9	8.1	11.2	7.7	Minimized losses this year with a quality focus, heavy on financial-services companies and light on technology.
Putnam Large Cap Value / PEYAX	18.2	0.88	-10.0	10.0	12.0	7.9	Long-term manager with keen quantitative analytical skills, continually updates his models to find strong picks.

Note: Data through July 5. Three-, 10-, and 15-year returns are annualized.
Source: Morningstar

米国株のパッシブ運用ミューチュアルファンドの運用資産額は2019年8月に初めてアクティブ運用ミューチュアルファンドの運用資産額を超え、その後はアクティブ運用との差が開き続けている。リッパーによれば、今年第1四半期、マネーマーケットファンドを除くアクティブ運用ファンドからの純資金流出は1281億ドルで、パッシブ運用ファンドへの純資金流入額は1994億ドルだった。流出が最も大きかったのは大型グロース株アクティブ運用ファンドの289億ドルで、大型グロース株パッシブ運用ファンドは74億ドルの純資金流入だった。

投資家は、拡大を続けるアクティブ運用ETFに頼る傾向を強めている。これらのETFは、10兆ドル規模のETF市場の15%未満にすぎないが、コストの低さとシンプルさが魅力で、今年に入って資産が増え続けている。リッパーによれば、大型グロース株のカテゴリーでも、5月までのアクティブETFへの純資金流入額は1314億ドルのプラスだった。

多くのアドバイザーは、ポートフォリオの構築に関して、パッシブ運用対アクティブ運用という議論は単純過ぎると語る。カツ氏は、「賛成か反対か」という議論はパッシブ、アクティブそれぞれがポートフォリオにとって不可欠な役割を持つ可能性があるという重要なポイントを見落としていると

指摘する。カッツ氏は、米国大型株セグメントではパッシブ戦略を採用し、アクティブ運用ファンドが手数料に見合う優れた実績を上げている分野ではアクティブ戦略を採用している。

小型株や新興国株式のマネジャーは、米国の大型株や中型株のマネジャーに比べアウトパフォームする確率が高い。小型株や新興国は抜け目ないストックピッカーが投資できる未発掘の銘柄が比較的多いためだ。モーニングスターによれば、2021年までの3年間で米国小型グロス株アクティブ運用ファンドの約65.8%は、同じカテゴリーのパッシブ運用ファンドをアウトパフォームした。アクティブ運用がパッシブ運用を上回った割合は欧州株式ファンドが73.7%、新興国分散投資ファンドが61.3%だった。

アクティブ運用ファンドを選ぶ時はよく観察しなければならない。多くのアクティブ運用ファンドは同じカテゴリーのパッシブ運用ファンドに比べリターンのばらつきがはるかに大きい。バンク・オブ・アメリカのデータでは、米国の大型株アクティブ運用マネジャーの56%は今年第2四半期にラッセル1000指数をアウトパフォームした。しかし、年初から7月6日までのリターンはプラス4%からマイナス62%まで幅がある。

少数の銘柄に集中投資するアクティブ運用ファンドに伴うリスクの典型例がアーク・イノベーションETF<ARKK>だ。2020年には少数のハイテク銘柄に多額を投資することでベンチマーク指数の34.9%に対して152.8%のリターンを上げてカテゴリーのトップに君臨し、投資家の人気と10億ドルの運用資産を集めた。1年後、アークETFはどん底に転落し、パフォーマンスはベンチマークのプラス18.8%に対してマイナス23.4%となった。

今のところ、アクティブ運用ファンドが望むものを獲得できる可能性は高まっている。しかし、アナリストは投資家に対し、短期的な運用成績に注目し過ぎると、単に運よく波に乗っているだけの劣ったファンドを選んでしまい、成績が一時的に落ち込んでいるが長期的には堅実なパフォーマンスを生むファンドを見落とすことにつながると警告している。

BNYメロン・インカム・ストック・ファンド<MPISX>を見てみよう。このファンドはディープバリュー銘柄を選好しており、2017~2020年にかけてカテゴリーの下位に沈んでいた。しかし、ファンドを長期にわたって忍耐強く保有し続けた眼識のある投資家は、十分に報われることとなった。ファンドのリターンは、6月30日までの1年間、3年間、5年間、10年間、15年間で、ベンチマークとなるモーニングスター米国大中型ブロード・バリュー指数とカテゴリー平均を上回った。

ルーソルドのオプサル氏は「短期の運用成績はランダムだが、長期の運用成績はそうではない。短期的に同じカテゴリーの中で最上位となるには、マネジャーは大きなリスクを取る必要がある。その場合、いずれ下位10%に落ち込むのはほぼ確実だ」と語る。オプサル氏の調査によれば、一貫してアウトパフォームしているマネジャーは、市場の動向が追い風の時は上位20~30%、向かい風の時は上位60~70%に位置することが多いという。オプサル氏は「長い目で見れば、こうしたファンドのリターンは複利的に増加し、上位25%に近づくだらう」と語る。

By Karen Hube
(Source: Dow Jones)

4. 弱気相場への対処法 How to Handle a Bear Market in Retirement 退職時、三つの策

[フィーチャー]

シークエンス・オブ・リターン・リスク

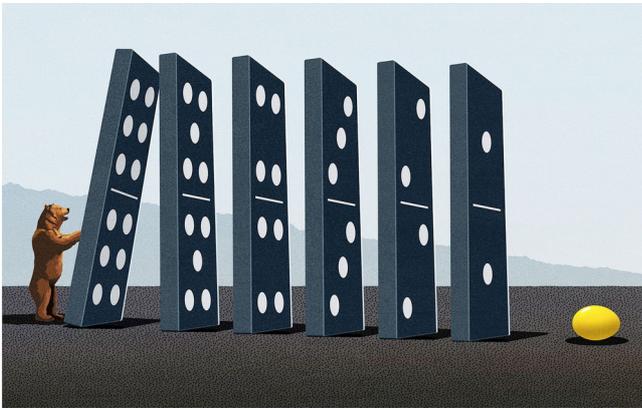


Illustration by Michael Glenwood

退職を迎えた人にとって、最も危険なものの一つは、シークエンス・オブ・リターン・リスク（リターンの順番で資産残高が変化するリスク）だ。総リターンより、リターンが実現する順序の方が重要だという考え方であり、運用資産が減少する弱気相場の中で取り崩しを強いられるような状況に遭遇する不運のことである。

今年の市場はインフレが高進し、株価が20%超下落して債券価格が約10%低下するなど、壊滅的な状況にある。モーニングスターの個人ファイナンスおよびリタイアメント・プランニング

の担当ディレクターのクリスティーン・ベンツ氏は「シークエンス・オブ・リターン・リスクとは、現在目の当たりにしているような事態のことだ」と話す。

次のような例を考えてみよう。100万ドルの株式ポートフォリオを持って2000年に退職した人が毎年4万ドルずつ（インフレ調整後）取り崩していったとすると、S&P500指数は2000年に9.1%、2001年に11.9%、2002年に22.1%、それぞれ下落したため、2020年には47万ドルが残っているはずである。ところが、仮に21年間のリターンの順番が逆で、2020年の18.4%高が2000年に、2019年の31.5%高が2001年に起きていた場合、取り崩し額が同じ年4万ドルでも、2020年の残高は230万ドルに上ることになるのだ。

もっとも、シークエンス・オブ・リターン・リスクの本当の危険は、急落後の大幅反発ではない。むしろ問題は「失われた10年」、またはそれ以上の期間だ。例えば、ダウ工業株30種平均（NYダウ）が1000ドルの大台を超えられなかった1966～1982年にかけての時期などだ。モーニングスター・インベストメント・マネジメントは今後10年間のリターンを3.7%と予想しているが、これは過去の平均リターンを下回っている。

退職した人も、これから退職する人も、シークエンス・オブ・リターン・リスクを軽減するための策が実はある。

配分調整

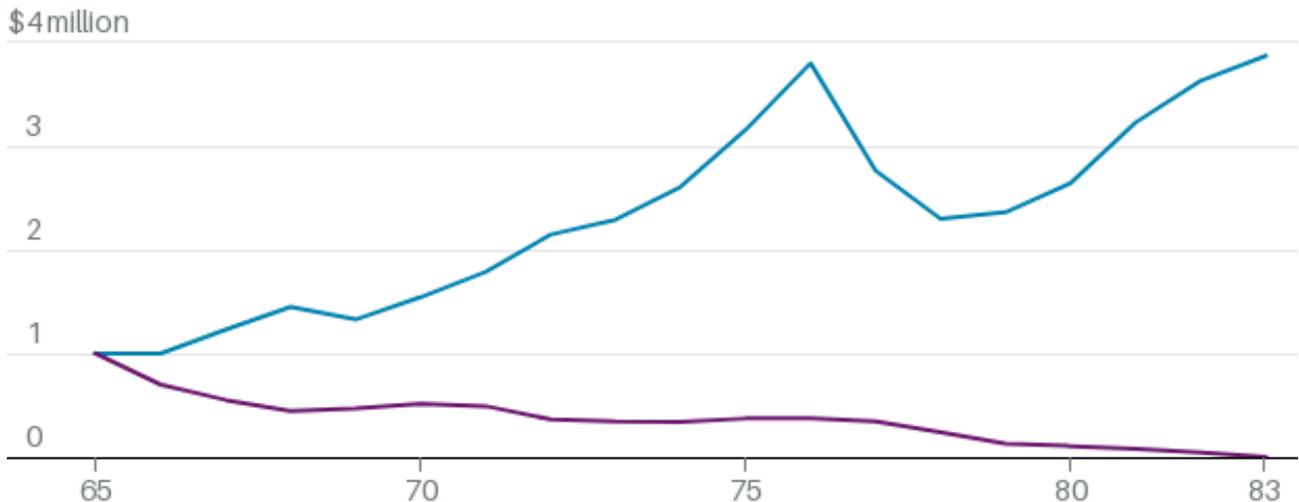
ファイナンシャルアドバイザーは投資家に対し、ボラティリティとシークエンス・オブ・リターン・リスクを軽減するため、退職が近づくにつれて現金と債券の配分を高めるよう勧める。ターゲット・デートのミューチュアルファンドを保有している場合、ファンドが自動的に配分を調整し、退職が近づくにつれて一段と保守的な配分とする。

Divergent Outcomes

Two retirees start with a portfolio of \$1 million. The one who retires into positive stock returns doesn't run out of money.

Assuming 5% annual withdrawals

■ Down Market ■ Up Market



Source: Baird

モーニングスター・ダイレクトによると、投資家が退職する年のターゲット・デート・ファンドの株式配分は平均43.1%だ。

ストリート・スマート・ファイナンシャルのランド・スペロ社長によれば、退職を迎える顧客のための株式と債券の配分は、おおむね45対55を目標とし、その上で個々の事情に応じて比率を調整するという。潤沢な年金を得られる人は株式市場で比較的高いリスクを取れる一方、たとえ裕福でもリスク許容度が低い人なら、株式配分を35%にでも下げなければ安心できないだろう。

「債券のテント」

今年の債券は、株式市場に対するヘッジの役割を果たしていない。しかし、バッキンガム・ウェルス・パートナーズのストラテジー・プランニングの責任者であるマイケル・キッチェス氏は、それでも債券を捨ててはいけないと話す。キッチェス氏は「債券のテント」の構築を提案する。例えば、債券の割合を55～65歳にかけて約40%から70%強に高め、65～80歳にかけて再び40%に下げるというものだ。

キッチェス氏は、今年の債券のパフォーマンスが悪くなくても、債券はヘッジ対象の株式をアウトパフォーマンスしていると語る。債券のテントでは、退職から時間が経過すると株式の配分が高まり、投資家の資金を可能な限り長続きさせることになる。

現金も確保を

ファイナンシャルアドバイザーは、債券に対する配分を高めると同時に、現金による緩衝材を構築するよう推奨する。目的は、退職後の数年間の必要資金を賄い、弱気相場で運用資産を取り崩さなくて済むようにすることだ。毎年の支出を計算し、社会保障や年金などの他の収益源から得られる所得を差し引いて適切な額を求めよう。

ベント氏は、現金は1～3年分の支出相当額のどの水準でも良いと言う。現金は安心を買えるが、潜在的なリターンの機会損失にもなる。安心できる現金の水準を決定するため、リスク許容度と運用資産の規模を見定めよう。蓄えが潤沢であれば機会損失にも耐えられる。

運用資産を見直しておらず、株式比率が例えば70%を超えたまま退職を迎えるような場合はどうすべきだろう。スペロ氏は、まだ遅くないと指摘する。それでも、配分の目標は必要で、配分を緩やかに変更すべきだ。リソルツ・ウェルス・マネジメントのベン・カールソン氏は、ドルコスト平均法は買う際のリスクを平準化する手段としては知られているが、売る際のリスクも平準化できると述べる。運用資産がすべてでもない。アルバイトや支出削減など、ライフスタイルを変化させることで資金を長持ちさせることは可能だ。

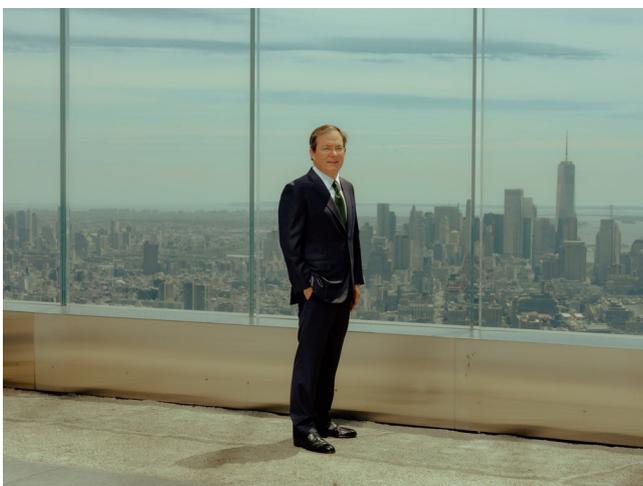
ファイナンシャルアドバイザーは、最も重要なのは衝動的に行動しないことだと強調する。人生の大きな転機と市場の混乱の中、例えば株式への投資を全額引き上げるような衝動に駆られるかもしれない。しかし大事なのは微調整だ。カールソン氏は「人は極端に走ると間違いを犯す」と忠告する。

By Elizabeth O'Brien
(Source: Dow Jones)

5. 新たな投資環境での戦い How to Win the New Investment Ballgame KKRの最高投資責任者に聞く

[インタビュー]

インフレ率と成長率



Photograph by Cole Wilson

KKR<KKR>のヘンリー・マクベイ氏は、パートナーであり、274億ドルのバランスシートの最高投資責任者（CIO）として、さらにグローバル・マクロおよび資産配分戦略の責任者として、資産価格に影響を及ぼす世界のマクロ経済動向に関する見解の形成に責任を負っている。1991年に金融業界に入り、2011年にモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントからKKRに移った。

本誌：パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長は、インフレに対抗するためには景気後退のリスクを受け入れる必要があると述べてい

る。同じ意見か。

マクベイ氏：パウエル議長は、企業が大幅な利益成長を維持することよりインフレ対策が重要だと言っている。その点は同意する。われわれは、インフレ率は今年の第4四半期にようやく8%を下回る程度と予想しているが、FRBが掲げる2%のインフレ目標に比べ高いからだ。ただ、インフレ率と経済全体のモメンタムの変化についての見解は大きく異なる。FRBはわれわれの見通しより速いペースで2023年にインフレ率が低下し、約2%になると予想している。2023年の国内総生産（GDP）成長率予想は約2%だ。われわれの最新の予測では、GDP成長率は1%未満で、クレジットスプレッドがさらに拡大した場合、明らかに下振れリスクの方が大きくなる。

成長減速期の投資

Q：リセッションの可能性は。

A：私はS&P500指数について、基本的に企業利益の減少を予想しており、2023年の利益成長率はマイナス5%と予想する。一方、ウォール街はプラス9%としており、その予想には85%の企業の利益率上昇も含まれている。私はそうならないと思う。特にモノに関連する経済の勢いは、かなり劇的に鈍化するだろう。2四半期連続で実質GDP成長率がマイナスになる（テクニカルリセッション）公算が大きい。何とかプラス成長を維持する可能性はあるが、景気後退を含め、GDPの著しい減速を予想する。問題は、投資の立場からどうするかということだ。投資家にとって進むべき道はあるが、過去と大きく異なる。

Q：新しい道とは。

A：株式では、バリューとグロースをうまく組み合わせることだ。増配可能な企業、価格決定力のある企業、キャッシュフローコンバージョン率の高い企業に注目する。われわれは、短期のハイイールド債、住宅ローン、地方債など、短期債券に強気だ。KKR不動産セレクト・トラスト・ファンド<KRSTX>は、不動産関連のクレジットとエクイティの切り替えが可能で、非常に良いと思う。KKRクレジット・オポチュニティー・ポートフォリオ・ファンド<KCOPX>は、リキッドクレジットとプライベートクレジットに関するKKRの戦略全体へのエクスポージャーを提供している。これらを通じて個人投資家は、高いキャッシュフローコンバージョン率やインフレ対策、そして異なる資産クラスの中から戦術的に投資を切り替える能力が得られる。

Q：住宅市場の見通しは。

A：住宅価格の上昇は大幅に鈍化すると思われるが、今は2007年とは異なり、レバレッジは高くない。銀行のレバレッジは低く、住宅ローンに対する純資産の割合は高く、住宅供給は少ない。

Q：メガテーマは。

A：価格決定力、担保に基づくキャッシュフロー、あらゆるものの安全、エネルギー転換、サービスのリベンジ、自動化とデジタル化を含む効率性。

Q：「あらゆるものの安全」「サービスのリベンジ」とは。

A：多くの投資家は、エネルギー安全保障に注目し、それが前面に押し出されているが、世界的に根本的な変化が起きているため、データ、ヘルスケア、通信、そして防衛に関わるあらゆるものの安全を考える必要がある。サービスのリベンジは急速に展開されており、小売り大手ターゲット<TGT>の過剰在庫にも表れており、モノの買い控えが起これば市場に示唆している。来年はモノに関してはデフレが起き、0.5%近く価格が下落すると予想する。サービスのインフレも起きている。プロフェッショ

ナル・ビジネス・サービス、金融、ヘルスケア、旅行・レジャー、ホスピタリティーなどは好調に推移するだろう。景気循環におけるこの時期には、こうした分野での消費意欲が高まっており、投資家はその恩恵を受けるだろう。雇用の伸びは鈍化すると思われる。しかし、サービス分野はまだ人手不足で、人材派遣会社は今後もうまくいくだろう。

分散投資を推奨

Q：資産配分は。

A：投資家は、ポートフォリオを株式と国債で考えることが多く、株式60%・債券40%の60/40方式と呼ばれることが多い。われわれは、もっと広く分散させることを提唱し、各種ファンドや上場投資信託（ETF）を通じて、実物資産やインフラストラクチャーを保有することを提案している。転換権付優先株式や普通の優先株式を保有することも重視している。これらの株式は資本構造の上位に位置し、高い利回りが期待でき、最近の急落を考慮すれば、ある程度の上昇余地もある。クレジットでは、住宅ローンと地方債を組み合わせて保有するのが合理的だ。結論として、今は過度な集中投資をする時期ではない。

FRBが利上げを開始した時点で、グロース株と投資適格社債を保有することでデュレーションをオーバーウェイトする投資の魅力は消滅した。投資家、特に個人投資家にとって、ポジショニング調整の決断は非常に大きな機会でもある。投資家は、確定拠出年金（401k）やファイナンシャルアドバイザー、あるいはフィデリティやチャールズ・シュワブなどの口座で分散投資を行うことができる。現在の水準では、連続増配の歴史が長い企業を対象としたETFであるプロシエアーズS&P500配当貴族ETF<NOBL>のようなシンプルなものに理にかなっているかもしれない。

Q：原油相場の上昇を予想している。

A：ロシアのウクライナ侵攻がなかったとしても、在庫を見ればウエスト・テキサス・インターミディエート（WTI）は1バレル110ドルで取引されるべきだと思われる。地政学的リスクも加わり、長期的には価格は上向きになる可能性の方が高い。市場は、先物カーブから2023年と2024年に原油価格が劇的に下落すると予想している。われわれは、経済成長が鈍化しても、在庫はタイトに推移すると考えている。製油所は平均すると40年前のもので、ESG（環境、社会、企業統治）の観点から新しい製油所は建設されていないし、欧州への石油と天然ガスの主要な供給源として、ロシアは締め出された。最後に、エネルギー部門は米国をはじめ世界的に設備投資を控えているため、高い価格での需要シグナルに供給側が反応していないことが挙げられる。

中国投資

Q：中国についての見方は。

A：私が中国をフォローし始めた1990年代の中国の名目GDP成長率は20%程度だった。KKRに入社した2011年当時は19%だった。現在は6~7%と、3分の1に落ち、投資環境が根本的に変化した。依然として魅力的な投資機会はあるが、KKRが投資を始めた時と比べて大きく変化した。

現在、最も注目しているのは、アジアのミレニアル世代の台頭だ。中国には3億人以上のミレニアル世代がおり、彼らの購買嗜好を含む世帯形成は他の世代とは異なっている。ヘルスケア、金融サービス、食の安全、水の安全など、考え方も異なる。洗練され、ブランドに敏感で、テクノロジーを使って嗜好に合うものを探すだけでなく、迅速にモノを売買することができる。地元の起業家とつなが

り、サービスを重視したライフスタイルに向けた投資アイデアを支援する魅力的な機会がある。このようなアイデアは、国内に焦点を当てたものだ。かつて、中国といえば輸出が中心で、店舗販売を含む従来型の国内消費も重要視されていたが、今は違う。

Q：最大のリスクは。

A：目先のリスクは、政策の誤り、つまりFRBが過度の引き締めを実施することだ。FRBは0.75%刻みで動いている。欧州中央銀行（ECB）は金利を0.5%引き上げると示唆したばかりだ。これらは中央銀行の戦略における基本的な変化である。あまり理解されていないが、より影響力のあるリスクとしては、日本銀行が長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）を脱却することが挙げられる。この変化が起きれば、世界中の金利が上昇し、世界的に割引率が上昇することでポートフォリオに悪影響を与えることになる。ECBが政策スタンスを劇的に変化させた時、身をもってリスクを知ったばかりだ。

By Lauren Foster
(Source: Dow Jones)

6. 株式市場、次週は暗転も

Welcome to the 'Yes, But' Stock Market
「確かにそうなのだが」相場

[米国株式市場]

雇用統計の解釈



Joe Raedle/Getty Images

先週の株式市場は「確かにそうなのだが」と言ってしまうようなものだった。

先週の株価上昇を見て、最悪期を脱したと言うのは簡単だ。ダウ工業株30種平均は0.8%上昇して3万1338ドル15セントとなり、S&P500指数は1.9%高の3899.38で引けた。ナスダック総合指数は4.6%高の1万1635.31と、2021年11月以降で最長の5営業日続伸した。小型株のラッセル2000指数は2.4%高の1769.36で週末を迎えた。

確かにそうなのだが、株式市場に先週流れたニュースになぜここまで大きく反応したのかを理解するのは難しい。先週の週明け時点で投資家は、

景気後退と言わなくとも、米連邦準備制度理事会（FRB）がさらに積極的に金利を引き上げない程度に景気が減速していることを示す何らかの兆候を予想していた。しかし、米サプライ管理協会（ISM）の非製造業購買担当者景況指数（PMI）は期待を上回り、耐久財受注や求人離職統計の求人件数も市場予想を上回る結果となった。先週最も注目された経済指標である6月の雇用統計は特に好調で、6月の非農業部門就業者数は市場予想を10万人近く上回る37万2000人の増加となった。

確かにそうなのだが、特に雇用統計は、見た目ほど良くなかったのかもしれない。事業所ベースの数値は非常に好調だったものの、家計調査ベースで雇用は30万人減少していた。失業率は前月から変わ

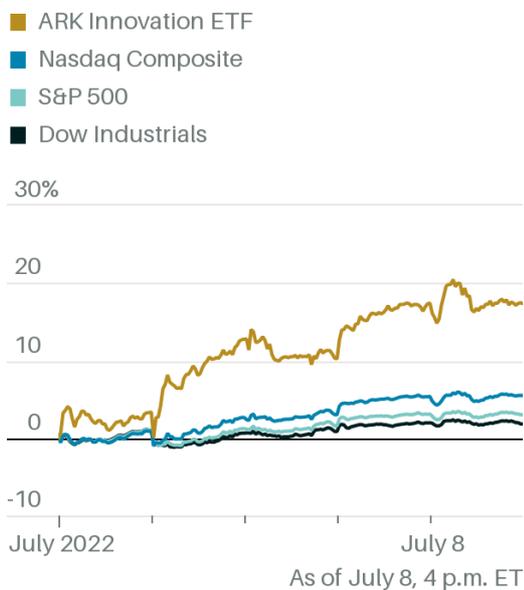
らず3.6%のままだったが、労働人口が減少しただけだ。6月の平均時給は5月の水準からわずか0.3%上昇しただけで、上昇率はインフレ率よりも低い。

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、インフレ面から考えると、賃金の上昇が物価に追随するとインフレが長引く要因の一つとなるため、これは好材料であり、労働者に十分な貯蓄があって支出の過度な抑制が防げれば、経済の軟着陸（ソフトランディング）が示唆されると指摘する。

ラスキン氏は「労働時間は減少しているものの、雇用は堅調で、賃金上昇率も十分に高いが伸びは鈍いということを示した今回のデータは、狭い地点に着陸する経済のソフトランディングにきちんと当てはまると言ってよい。ただ、これが毎月繰り返されるには、中央銀行の政策手腕だけではなく、運も必要となる」と書いている。

利上げと企業業績

Market Performance



確かにその可能性は低いようだ。実際、唯一確実と思われるのはFRBによる利上げの継続である。シカゴ・マーカンタイル取引所（CME）のフェドウォッチによると、FRBが7月27日に0.75%、9月に少なくとも0.5%の利上げを行う確率は100%となっている。ほぼ確実なもう一つの点として、企業業績の減速が挙げられる。リチャード・バーンスタイン・アドバイザーズのリチャード・バーンスタイン氏は、このように二つの状況が重なることはこれまであまりなかったと指摘する。

これらの二つが重なることは市場にとってあまり良いことではない。S&P500指数は過去の四半期ごとの平均リターンは1.7%だが、これらの二つが重なると43%の確率で下落していた。

楽観派の見方

確かにそうなのだが、楽観できる理由もまだある。そのひとつは、インフレ指数連動国債（TIPS）がインフレ率の低下を織り込み始めていることだ。現時点で10年物TIPSが織り込んでいるインフレ率は4月の3%近くからわずか2.33%に低下している。同様にコモディティ価格は下落し、米ドルは上昇した。MKMパートナーズのチーフエコノミストであるマイケル・ダーダ氏は、FRBが一部の投資家が考えるほど後手に回っているわけではないことを示唆していると記している。

もしそうなら、株式市場は十分に売られたのかもしれない。ダーダ氏は「景気後退に陥ろうと、そうでなかりょうと、投資家は市場が底打ちするタイミングを計れない可能性が高い。それゆえ、逆張り派はここでいくらかの資金を投入することになる」と説明する。

確かにそうなのだが…。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

7. 株価、見通し明るい [コラム]

Stocks' Outlook Brightens on Good Jobs News and Lower Commodity Prices
雇用は堅調、コモディティ値下がり

FRB、利上げ見合わせも



Joe Raedle/Getty Images

景気は底堅いように見え、インフレは減速している。この組み合わせはS&P500指数が20%下落した厳しい上期の後、下期は堅調になることを意味している可能性がある。

8日に公表された6月の雇用統計は、株価上昇シナリオをある程度支える内容だった。非農業部門就業者数はコンセンサス予想の前月比25万人増に対して37万2000人の増加となる一方、平均時給は5月の前年同月比5.3%の上昇に対し、5.1%の上昇だった。失業率は3.6%と横ばいで推移した。

米連邦準備制度理事会（FRB）は今月、フェデラルファンド（FF）金利誘導目標を0.75%引き上げ、2.25～2.5%にすると予想されている。

FRBが8%を超えるインフレを抑制しようとしているため、CMEフェドウォッチによれば、市場は依然として年末までにさらに1%の利上げを予想している。しかし、広範なコモディティ価格の下落や他のインフレ減速の兆候を見れば、FRBは利上げを幾分、自制するかもしれない。

そうした期待は株式市場や債券市場を後押ししており、10年物米国債の利回りは3.1%と、6月の最高水準から0.25%超低下した。S&P500指数は6月安値から6%上昇しており、先週は2%の上昇だった。主要株価指数は8日の雇用統計公表後、ほとんど動かなかった。

小型株、低バリュエーション

ルーソルド・グループのチーフ投資ストラテジストであるジム・ポールセン氏は、FRBは26、27日の次回の連邦公開市場委員会（FOMC）後に金融引き締めを一時的に停止する可能性さえあるとしている。ポールセン氏は本誌に対し「FRBが一時的に引き締めを停止し、景気が後退しないのであれば、かなりの株価上昇につながる可能性がある。S&P500指数のバリュエーションは過去の平均を下回り、小型株のバリュエーションは非常に低い」と述べた。

S&P500指数の2022年予想PER（株価収益率）は17倍台であり、2023年予想PERは16倍を下回る。S&P500指数の2022年予想株式益回り（予想利益を現在の株価指数で割ったもの、PERの逆数）は6%近い水準にあり、10年物国債利回りの約2倍である。S&P小型株600指数の2022年予想PERは、わずか12倍である。

投資家の多くはS&P500指数のインデックスファンドに固執し、小型株を気に掛けていないが、大幅なバリュエーション格差を見れば、小型株には一見の価値がある。S&P小型株600指数に連動する上場投資信託（ETF）であるiシェアーズ・コアS&P小型株ETF<IJR>は年初来18%下落し、2018年初めからの上昇率は20%にすぎないのに対し、S&P500指数はこの間に45%上昇している。このETFの配当利回りは約2%である。

金融株、悪材料織り込み

金融株は景気後退懸念から下落しており、業界リーダーのJPモルガン・チェース<JPM>とバンク・オブ・アメリカ（バンカメ）<BAC>は年初来25%を超える下落率となっている。6大企業のうちシティグループ<C>、モルガン・スタンレー<MS>、JPモルガン、ウェルズ・ファーゴ<WFC>の4社は今週、ゴールドマン・サックス・グループ<GS>とバンカメは来週18日に決算を発表する。

決算はさほど良くないと予想される。投資銀行業務が不振で、住宅ローン手数料収入も減少している上、業績が好調だった2021年と比較することになるため、分が悪い。自社株買いは減少しているが、これは保有する債券ポートフォリオに打撃を与え資本を減少させる金利上昇によるものだ。しかし、こうした問題の全ては恐らく、下落した株価に織り込まれている。

6大企業の株価の2022年予想PERは7~11倍にすぎない。バンカメ、ウェルズ・ファーゴ、ゴールドマン・サックスの株価純資産倍率（PBR）は1倍前後だが、この水準は株価の底値になってきた。株価上昇候補であるシティグループのPBRは、0.5倍にすぎない。6社の多くは直近の一部銘柄の増配後で配当利回りが3%以上あり、シティグループは4%を上回る。経済が崩壊しないとすれば、こうした配当利回りには安心感があるように見える。

ウェルズ・ファーゴのアナリストであるマイケル・メイヨー氏は最近、6社ほとんどの予想利益と目標株価を下方修正したが、強気の見方を再確認した。メイヨー氏は純金利収入の増加、経費管理、バランスシートの強固さに言及し、バンカメを選好している。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

8. ハイテク企業決算、波乱含み

[ハイテク]

6 Reasons Why Tech Stocks Will See a Bumpy Earnings Season

注目すべき六つのトレンド

マクロ環境、厳しさを増す



Courtesy of HP

数日後に始まるハイテク企業の決算発表シーズンは、ここ数年で最も重要なものになる可能性がある。不測の事態に備えることが必要だ。

米国株式市場を取り巻く環境は非常に厳しい。金利の上昇、インフレ高進、個人消費の減速、景気後退懸念の高まり、サプライチェーンの混乱、ドル高、ロシアのウクライナ侵攻といった要因が相まって、米国株式市場の今年上期のパフォーマンスは過去半世紀以上で最悪となった。

先週の本コラムで指摘したように、アナリストはあらゆる分野のハイテク株の業績予想を慌てて下方修正しようとしている。第2四半期決算と軟調なガイダンスが「清算イベント」となり、株価上昇のお膳立てする可能性があるとの見方が今後数週間で浮上するだろう。しかし、多くの懸念材料が残っており、吸収すべき損失がさらに増大することに留意していただきたい。

以下、今後数週間で注目すべき六つの重要なトレンドを説明する。

業績予想が高過ぎる

ベアードのストラテジスト、テッド・モートンソン氏は、7~9月期のガイダンスが全体的に軟調なものとなり、ウォール街の大半の予想が現在の経済環境を反映していない「陳腐な予想」であると考えている。具体的には、アップル<AAPL>、インテル<INTC>、メタ<META>（旧フェイスブック）、マイクロソフト<MSFT>などにガイダンス引き下げのリスクがあるとみている。

サトリ・ファンドのダン・ナイルズ氏は、決算とガイダンスが「市場関係者が考えるよりはるかに悪く」とみており、「投資家が懸念すべきは業績悪化のペースだ」と指摘する。

PC市場、さらに軟化

パソコン大手デル・テクノロジーズ<DELL>とHP<HPQ>は、ここ数四半期で消費者向けPCの需要が後退しているものの、企業向けPC需要は好調を維持するとの見方を示していた。だが、そうした見方は今や非現実的に思える。調査会社ガートナーは2022年の消費者向けPC出荷台数を前年比13%減、企業向けを7%減と予想している。

台湾積体回路製造（TSMC）<TSM>の14日の決算発表で、PC需要に関する新しいデータが示される可能性がある。その後、今月下旬に発表されるインテル、半導体大手のアドバンスト・マイクロ・デ

バイズ<AMD>、マイクロソフトの決算に注目が集まるだろう。筆者は長期的にはマイクロソフトを強気にみているが、マイクロソフトは為替の逆風を反映するため、四半期ガイダンスを既に引き下げている。軟調なPC市場が決算の予想未達を引き起こす可能性がある。

半導体株は試練

ベアードのモートンソン氏は「半導体株は本当の試練に直面している」と考えている。マイクロソフトの6～8月期のガイダンスの下振れ幅が「ウォール街が考えていたよりもはるかに大きかった」からだ。モートンソン氏は、こうした大幅な予想未達が半導体株の第2四半期決算および第3四半期ガイダンスの共通テーマとなり、株価がさらに15～20%下落する可能性があると考えている。

クラウド失速に注意

アマゾン・ウェブ・サービス、マイクロソフトのAzure（アジュール）、グーグル・クラウド・プラットフォームといった大手パブリッククラウドは依然エンタープライズコンピューティングにおける最高の選択肢だ。だが、顧客の大部分が景気減速を恐れて支出を削減している。動画配信大手のネットフリックス<NFLX>は人員整理に踏み切り、メタは従業員の採用を先送りしている。

クラウドベースのデータプラットフォームを運営するスノーflake<SNOW>の直近の四半期決算は、顧客の数社が支出を削減したため、ウォール街の予想を下回った。特別買収目的会社（SPAC）と新規株式公開（IPO）の市場が活気を失い、私募市場での企業価値評価額が下落する中、ベンチャーキャピタルが支援するスタートアップは資本調達が困難になっている。

消費減速の影響

パイパー・サンドラーのアナリスト、ジェームズ・フィッシュ氏によると、ストリーミングサイトや電子商取引サイトでの活動の減少を反映し、インターネットトラフィックの伸びが鈍化している。消費者向けインターネット企業は総じて問題に直面しており、第2四半期決算はウォール街の予想を下回る可能性がある。

19日に発表されるネットフリックスの四半期決算は、そうした問題を垣間見る最初の機会となるだろう。競争の激化と消費者による支出削減が足かせとなり、加入者の純減がネットフリックスの予想である200万人を上回るとの懸念が浮上している。アマゾン・ドット・コム<AMZN>のオンラインストア事業の売上高は1～3月期に3%減少した後、4～6月期は2%減と予想されているが、減少幅が拡大するリスクもある。

メタの第2四半期の成長率は初めてゼロとなる可能性がある。エバーコアISIのインターネットアナリスト、マーク・マハニー氏はすべてのインターネット銘柄の業績予想を下方修正し、理由として「消費者需要の軟化と景気後退リスクの兆候」を挙げた。マハニー氏が最も注目しているのは、民泊仲介サイト運営エアビーアンドビー<ABNB>、料理宅配ドアダッシュ<DASH>など、消費者の裁量的支出とブランド広告に依存している企業だ。

景気後退

インディペンデント・ソリューションズ・ウェルス・マネジメントのポートフォリオマネジャー、ポール・ミークス氏は、決算発表の場で景気後退に関する質問が出ると考えており、「重要なのは、景気後退に陥っているとすれば、利益とキャッシュフローおよび1株当たり利益（EPS）に関するリスクは何か、最悪の事態とはどのようなものかを尋ねることだ。すべての企業が景気後退について話さなければならない。ガイダンスを大幅に引き下げなければ、会社予想を信用する者はいなくなる」と指摘する。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

9. バフェット氏、オキシデンタル株買い増し Energy Stocks Are Cheap. Just Ask Warren Buffet. 割安なエネルギー銘柄に強気

[コラム]

エネルギーは買い時か



Luke MacGregor/Bloomberg

エネルギー株は原油・天然ガスの価格が6月上旬にピークを付けて以降急落し、大安売りの状態にある。原油価格は高値から18%安の1バレル当たり102ドル、天然ガス価格は高値から3分の1下落し、百万BTU（英国熱量単位）当たり6ドルとなっている。エネルギー大手エクソンモービル<XOM>とシェブロン<CVX>を上位の構成銘柄とする上場投資信託（ETF）のエネルギー・セレクト・セクターSPDR ETF <XLE>は23%安（71ドル）、変動幅の大きいSPDR S&P500石油ガス探査生産ETF<XOP>は30%安（119ドル）となった。

天然資源セクターに投資するクローズドエンド型ファンドのアダムス・ナチュラル・リソース・ファンド<PEO>のファンドマネジャーであるマーク・ストックル氏は「深刻なリセッション（景気後退）時のエネルギー需要が不安視されている。しかし過去5年間、このセクターは過小投資だったのを忘れてはいけない」と述べる。ストックル氏はエネルギー供給が制限されていることから、原油価格は最悪でも80ドル以上を維持すると見ている。

オキシデンタル

著名投資家ウォーレン・バフェット氏率いるバークシャー・ハサウェイ<BRK.A>は、エネルギー大手オキシデンタル・ペトロリアム<OXY>の株を積極的に購入している。保有比率は現在19%近く（約110億ドル相当）に高まっており、オキシデンタルの株価は業界平均に比べて持ちこたえている。7月5日の週は3%高の62ドルで取引を終えた。

オクシデンタルはバフェット氏が近年探し求めていた「象（大型案件）」であり、残りの81%の株式も購入するのではないかという臆測も飛び交う。1株75～80ドルなら買収価格は約600億ドルとなるが、1株75ドルとしても2022年予想株価収益率（PER）はわずか7.5倍だ。バークシャーの足元の保有現金は1000億ドルを超える。

バフェット氏とオクシデンタルの関係は長く、2019年、シェブロンに対抗してオクシデンタルがアナダルコ・ペトロリアムを買収するために急に資金が必要となった際、バフェット氏は配当利回り8%でオクシデンタルの優先株を100億ドル分取得した。バフェット氏は米国企業を好み、オクシデンタルは1日当たり100万バレル超のエネルギー生産量の約8割を国内で生産している。

バフェット氏は、米国の電力事業と天然ガスパイプラインを保有するバークシャー・ハサウェイのエネルギー部門（BHE）とオクシデンタルの全体または一部を統合させることもできる。米国最大の再生可能エネルギー発電を担うことになれば、BHEだけで750億ドルの評価額となる可能性も出てくる。バークシャーの時価総額は現在6150億ドルだ。

天然ガスのEQT

最近特に大きな打撃を受けているのが天然ガス関連銘柄だ。業界1位のEQT<EQT>の株価は6月の高値から30%安の34ドルとなった。ただ、ガスは電力と暖房に利用されるため、石油に比べ不況に強いと言われる。液化天然ガス（LNG）の世界的な需要拡大から、長期的な強気シナリオも根強い。

誰より強気なのが、2030年までに米国のLNG生産能力を4倍にすると豪語するEQTのトビー・ライス最高経営責任者（CEO）だ。そうなれば、欧州が現在ロシアから輸入している分を米国の天然ガスで簡単に代替できる。ライス氏は海外発電の石炭からガスへの転換を「地球で最大のグリーンイニシアチブ」と呼ぶ。ガスの二酸化炭素（CO2）排出量は石炭の約半分だ。

EQT株は魅力的だ。ライス氏は「EQTの2023年予想フリーキャッシュフロー利回りは25%を超える。絶好の投資機会だ」と話す。バークシャーの株価も3月下旬の史上最高値から20%下落後、株価純資産倍率（PBR）は約1.3倍と、過去5年平均の1.4倍を下回る割安な水準となっている。

今年バフェット氏が行った投資に加え、バークシャーの巨額のキャッシュに対する短期金利上昇の恩恵により、2022年の予想利益は約290億ドル（税引き後）から約50億ドル増加する可能性もある。さらにオクシデンタル完全買収となれば、原油・ガス価格が急落しない限り、利益は100億ドル押し上げられる可能性がある。

フリーポート、リオ・ティント

銅鉱山大手フリーポート・マクモラン<FCX>と資源大手リオ・ティント<RIO>は銅と鉄鉱石を採掘する企業だが、株価は金に化ける可能性がある。2016年のコモディティー不況以来、業界のバランスシートは大幅に改善しているが、株価に反映されていない。

銅価格が25%下落して1ポンド当たり約3.60ドルとなり、フリーポート・マクモランの株価は3月のピークから44%安の29ドルとなった。2022年予想PERは7倍、2023年予想PERは9倍、基本配当・変動配当を含む配当利回りは2%となっている。

フリーポートとリオ・ティントは、ジェフリーズのアナリスト、クリス・ラフェミナ氏の一押し銘柄だ。主要消費国の中国の景気が直近1カ月で改善されたことから、コモディティー需要に明るい見方を持っているという。フリーポートは2016年以降、純負債を200億ドルから10億ドルまで削減した。ラフェミナ氏は「フリーポートは世界経済の長期的な回復が業績の弾みとなる」と見ている。

リオ・ティントの株価は3月の85ドルから59ドルまで下落した。2022年予想PERは5倍、2023年予想PERは7倍だ。バランスシートはネットキャッシュの状態にある。ラフェミナ氏は「2008年の金融危機時のバリュエーションで取引されている」と指摘し、鉄鉱石価格が一段と下落しても、リオ・ティントの配当利回りは1桁台後半を維持すると予想する。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

Learn About Where Stocks and the Economy Are Going
第2四半期決算に注目

[経済関連スケジュール]

下期ガイダンス

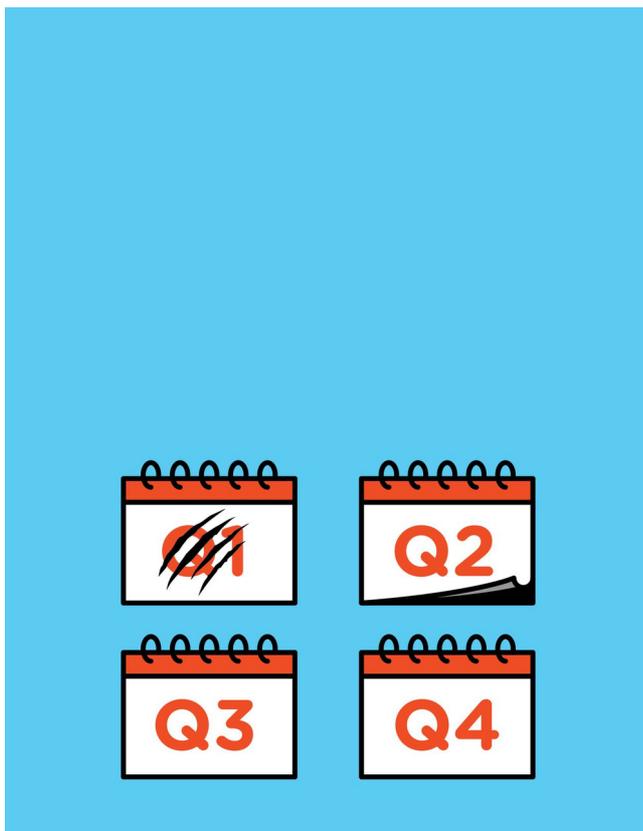


Illustration by Elias Stein

第2四半期の決算発表シーズンが始まる。一連の発表でインフレや個人消費、不安定な供給環境に対する各社の対応が明らかになる。重要なのが2022年下期のガイダンスだ。下期の株式市場と脆弱（ぜいじゃく）な投資家心理にとって、最初の大きな試練となる。

11日の週にはJPモルガン・チェース<JPM>、航空大手デルタ航空<DAL>、飲料・スナック菓子大手のペプシコ<PEP>、医療保険会社ユナイテッドヘルス・グループ<UNH>、モルガン・スタンレー<MS>などの決算発表が控える。リフィニティブのI/B/E/Sデータによれば、S&P500指数に対するアナリストのコンセンサス予想は売上高が前年同期比10.4%増、利益が5.6%増となっている。石油・ガス価格の上昇で活況なエネルギーセクターを除くと、売上高は2.4%減、利益は6.7%増と見込まれている。

全体としては、S&P500指数の第2四半期売上高と1株当たり利益（EPS）は過去最高となる公算が大きい。ただ売上高、利益ともに伸びの減速、利益率も低下が予想されている。詳細は決算コンファレンスコールを待つ必要があるが、リチャード・バーンスタイン・アドバイザーズのリチャード・バーンスタイン最高経営責任者（CEO）は「企業の慎重姿勢が一段と強まると思う。利益サイクルは

減速局面にある。利益がマイナスになるのは今年末か来年だろうが、明らかに利益成長のピークは過ぎた」と語る。

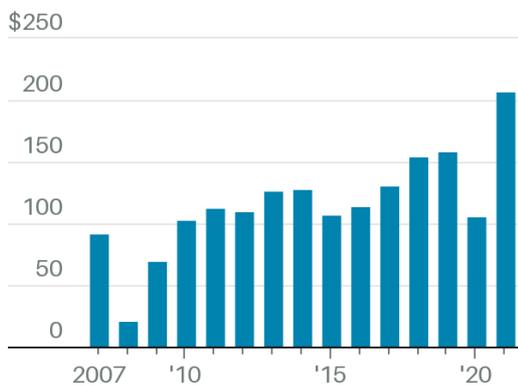
決算やガイダンスはアナリストの第3・第4四半期の業績予想に織り込まれる。現在のコンセンサス予想では、第3・第4四半期の利益成長率は再加速し、いずれも2桁台前半となっている。株式市場は年初来すでに20%下落しており、厳しい第2四半期の業績や悲観的な予想は回避したいところだ。

今週の予定

The Economic Tide

The S&P 500 index has fluctuated significantly over the past 15 years, from the lows of the financial crisis to the pandemic boom.

S&P 500 Earnings Per Share by Year, 2007 to 2021



Source: multpl.com

7月12日（火）

- ・ ペプシコが2022年度第2四半期決算を発表。
- ・ 全米独立企業連盟（NFIB）が6月の中小企業楽観度指数を発表。コンセンサス予想は92.8と、5月からほぼ横ばい。統計開始以来48年間平均の98を5カ月連続で下回っている。5月には「今後6カ月間に状況は改善するか」という問いに、「イエス」と答えた中小企業経営者は4ポイント低下し、統計開始以来最低の水準となった。

7月13日（水）

- ・ デルタ航空と工業用金具メーカーのファステナル<FAST>が四半期決算を発表。
- ・ 米労働統計局（BLS）が6月の消費者物価指数（CPI）を発表。コンセンサス予想は前年同月比8.8%上昇（5月は8.6%上昇で40年ぶりの高水準）。変動が大きい食品とエネルギーを除くコア指数は5.7%上昇の予想（5月は6%上昇）。コアCPIは3月に直近のピークである6.5%を記録以降、やや落ち着きつつある。

- ・ 米連邦準備制度理事会（FRB）がベージュブック（地区連銀景況報告）を発表。ベージュブックは12地区連銀が各地区の経済状況をまとめて年8回出す報告書で、今回は5回目。

7月14日（木）

- ・ 注目の第2四半期決算シーズンが大手銀行の決算発表から本格的にスタートする。JPモルガン・チェース、モルガン・スタンレーが14日に決算発表。15日にシティグループ<C>とウェルズ・ファーゴ<WFC>が続く。
- ・ 制服メーカーのシintas<CTAS>、加工食品メーカーのコナグラ・ブランズ<CAG>、金融サービス会社ファースト・リパブリック・バンク<FRC>、半導体受託製造の台湾積体回路製造（TSMC）<TSM>が決算コンファレンスコールを開催。
- ・ BLSが6月の卸売物価指数（PPI）を発表。コンセンサス予想は前年同月比10.7%上昇（5月は10.8%上昇）。食品とエネルギーを除くコア指数は8.2%上昇の予想（5月は8.3%上昇）。PPI、コアPPIともに3月に記録した過去最高値をやや下回る。

7月15日（金）

- ・ 大手金融サービス会社バンク・オブ・ニューヨーク・メロン<BK>、資産運用大手ブラックロック<BLK>、大手地方銀行のPNCファイナンシャル・サービスズ・グループ<PNC>、資産運用大手ス

テート・ストリート<STT>、金融サービスのU.S.バンコープ<USB>、ユナイテッドヘルス・グループが四半期決算発表。

- ・ ミシガン大学が7月の消費者景況感指数を発表。コンセンサス予想は50と、1978年以来最低だった6月比ほぼ横ばい。

- ・ 米国勢調査局が6月の小売売上高を発表。コンセンサス予想は前月比0.8%増（5月は0.3%減）。自動車を除く数値は0.6%増（5月は0.5%増）。高インフレと消費者心理の悪化にもかかわらず、消費支出は比較的堅調にとどまる。

- ・ ニューヨーク連銀が7月の製造業景気指数を発表。6月は他の3地区連銀の製造業景気指数とともにマイナスを記録し、製造活動の縮小を示している。

By Nicholas Jasinski
(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』 2022/07/10

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