

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2023/02/19

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 世界でプラスチック消費量が増える理由 - Why the World Is Using More Plastic [カバーストーリー]
安過ぎるプラスチックと、高過ぎるリサイクル費用 P.1
2. ファンドファミリー・ランキング - Barron's Best Fund Families [フィーチャー]
昨年のパフォーマンス調査結果 P.6
3. ロシアのウクライナ侵攻で傷付いた世界経済の今後 - Russia's War in Ukraine Has Scarred the Global Economy. [経済政策]
織り込まれていないリスクの存在 P.21
4. パークシャーが短期トレード、バフェット氏のスタイル・ドリフトか? - Berkshire Churns Through Stocks. [ウォーレン・バフェット]
短期保有銘柄の売却には課題はあるが、長期保有のコア銘柄は大きく利益を生んでいる P.23
5. 上げ相場継続を揺るがす強い経済データ - Strong Economic Data Weaken the Case for Continued Stock Rally [コラム]
堅調な経済指標と短期金利上昇が相場の逆風に P.26
6. ボックス相場に先駆けて3月に売り逃げる - Sell in March and Go Away? Getting Ahead of a Sideways Market. [米国株式市場]
底堅い景気としつこいインフレで市場は大きく動かない見通し P.27
7. ウォール街ではパイロット用語が急増 - Wall Street Has Gone Full-Throttle on Pilot Talk [投資戦略]
経済のソフトランディングから市場の乱気流まで P.29
8. 債券は株式に代わるチョイス、利回りを見ればわかる - Generous Bond Yields Prove There Is an Alternative to Stocks [コラム]
株式と比較した債券の優位性を確かめ、具体的な投資機会を探る P.32
9. ビングチャットはチャットGPTよりはるかに優れている - Bing Chat Is Far Better Than ChatGPT. Just Don't Ask About Stocks. [ハイテク]
生成AIと検索機能の融合が新たなウェブ体験を創造 P.34
10. 今週の予定 - As Earnings Season Ends, Stocks Get Marked Down. [経済関連スケジュール]
決算シーズンが終わりに近づき、株価は下落。だが景気後退ではない。 P.35

※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 © 2023 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. 世界でプラスチック消費量が増える理由

[カバーストーリー]

Why the World Is Using More Plastic

安過ぎるプラスチックと、高過ぎるリサイクル費用

手放せないプラスチック



ILLUSTRATION BY JAVIER JAEN

世界はプラスチックで繁栄している。プラスチックはあらゆる所で使われており、それなしでは生活が成り立たない。20ドルの食事のテイクアウトに対してわずか1ペンスの容器の費用は、取るに足らないように見える。しかし、世界的なプラスチック中毒が、環境的には大惨事になりつつある。

消費財企業は板挟みになっている。ノン・アルコール飲料の世界最大メーカーであるコカ・コーラ<KO>、食品・飲料メーカーのモンデリーズ・インターナショナル<MDLZ>、食品メー

カーのネスレ<NSRGY>などの企業は物言う株主と政府の圧力を受けて、バージン原料プラスチックの使用を抑えるとともに再生プラスチック利用を拡大し、代替品の利用を促進すると約束させられた。とはいえ進捗報告書によると、多くの企業でプラスチック使用量が増加し、サステナビリティ（持続可能性）目標に達していない。

石油化学企業はプラスチックを生産する動機はあるが、リサイクルの工場と技術への投資、および、自社による排出量削減によって、環境への影響緩和に取り組んでいると述べる。消費財企業も、リサイクルされた材料の使用や、アルミニウムなどのプラスチック代替品の利用促進などで進展をみせている。

しかし、バージン原料プラスチックのコストが、リサイクル・プラスチックよりもはるかに安いという大きな問題がある。例えば高密度ポリエチレンは、洗剤やシャンプーの容器などに広く使われている。本誌親会社のダウ・ジョーンズが保有するケミカル・マーケット・アナリティクスのデータによると、重量1ポンド当たりのコストはバージン原料高密度ポリエチレンの54セントに対して、リサイクル品は1.33ドルだ。ポリエチレンテレフタレート（PET）樹脂の用途はPETボトルや繊維だ。現在のボトル用再生PET樹脂のコストは未使用PET樹脂よりも安い、繊維需要が一時的に減少しているためだ。需給環境が正常化すれば、再生PET樹脂価格はプレミアムになるだろう。

プラスチック使用量削減を試みる企業にとって、状況は一段と厳しくなっている。欧州連合（EU）は、使い捨てのプラスチック製品の利用を禁止しており、最近では再生プラスチックの新たな目標を提案した。国際連合は、プラスチック汚染に関して法的拘束力を持つ合意を、2024年を目処に策定中だ。米国ではカリフォルニアとニューヨークを含む8州で、使い捨てプラスチック製レジ袋の使用を禁止した。

物言う株主も圧力を強めている。大手食品・飲料メーカーのペプシコ<PEP>は12月に、サステナビ

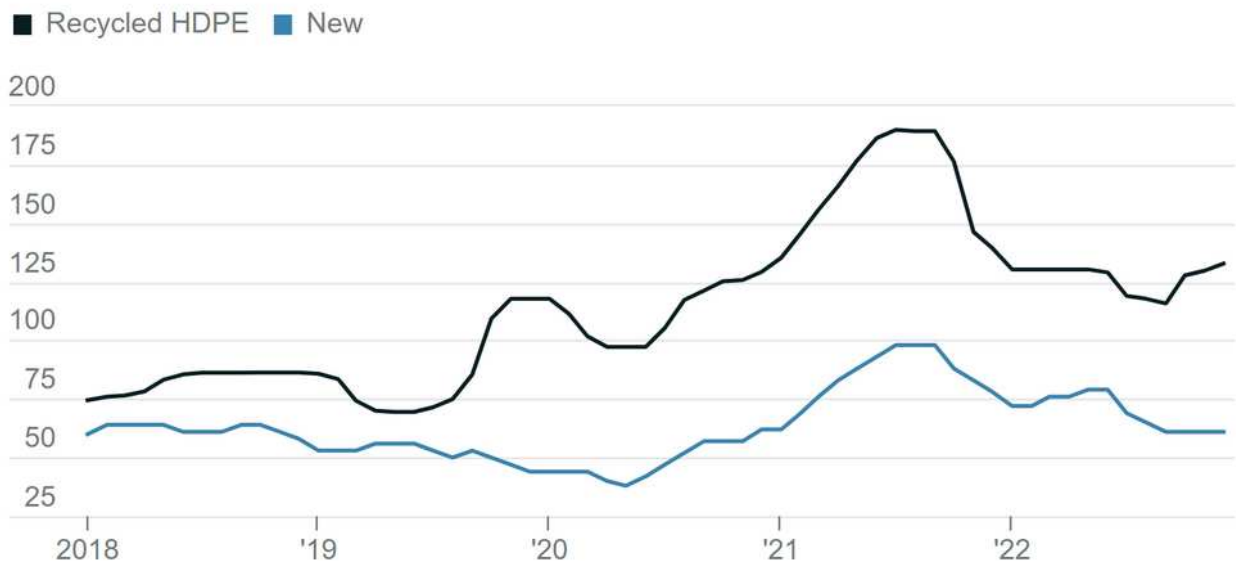
リティに関する非営利団体（NGO）のアズ・ユー・ソーの圧力を踏まえて、再利用可能なシステムを通じた飲料販売の割合を、現在の10%から2030年までに2倍の20%にすると約束した。

増え続ける未使用プラスチック

Paying a Premium

Prices for this type of recycled plastic, called HDPE, have surged above prices for the brand-new variety.

Cents per pound



Note: HDPE=High-density polyethylene

Source: Chemical Market Analytics

しかし、バージン原料プラスチックとプラスチックゴミは増える一方だ。オーストラリアの非営利団体であるミンデル財団によると、2019年から2021年にかけての、バージン原料プラスチックを原料とした使い捨てプラスチックの成長率は再生プラスチックの15倍だ。2019年から2021年にかけて、プラスチックゴミの量は660万トン増加した。

サステナビリティ目標達成を試みる企業にとっての一つの選択肢は再生素材の使用量を増やして、コスト上昇分を消費者に転嫁することだ。しかし、多くの分野における厳しい需給環境を考慮すると、価格転嫁は現実的ではない。

さらに、6.4%の物価上昇率で、消費者が価格に敏感になっている。多くの企業は、既にコストを価格に転嫁しており、消費財会社がプラスチックに必要なコストを増やせば、他で経費を削減しなければならない。エバーコアISIのアナリストであるロバート・オッテンスタイン氏は、「誰もがESG（環境・社会・ガバナンス）のコミットメントを抱えており、それによって状況がさらに困難になっている」と述べる。

各企業は進展を見せている。ネスレのジョーディー・ラッセル氏は、同社は2025年までのバージン原料プラスチック使用量3分の1削減に向けて順調に進んでいると語る。コカ・コーラは、2030年までに容器の50%で再生素材を使うと約束した。

しかし、バージン原料プラスチックは、新興国を中心に需要が増加しているため生産が促されており、年間生産量は5億トンを超えている。そして、生産量の伸びは最近こそ減速したものの、今後は加速すると予想されている。ケミカル・マーケット・アナリティクスによると、2020年以降に世界で120カ所以上のプラスチック生産工場の建設か、または操業が開始された。

中東の生産量も増加している。サウジアラビアとカタールは、電気自動車普及に伴う原油需要減少予測を一つの要因として、プラスチック工場に投資している。ケミカル・マーケット・アナリティクスのニック・バフィアディス氏は、「プラスチック需要が増加傾向にある一方で、原油需要は頭打ちになっている。各国は成長する分野へ移行している」と語る。

これらの結果として、ゴミと炭素排出量の増加につながる可能性がある。経済協力開発機構（OECD）によると、世界のプラスチックゴミの量は2060年までにほぼ3倍になるペースで増加しており、リサイクルされているのは5分の1未満だ。OECDは、プラスチックの生産による炭素排出量は、2019年の18億トン（全排出量の3.4%）から2060年には43億トンに増加すると予想している。

安価なプラスチックがESGと衝突



CHRISTOPHER PIKE/BLOOMBERG

相反する要因によってプラスチックとサステナビリティが衝突コースに乗ったのは10年以上前にさかのぼる。

最初の要因は水圧破碎ブームだった。水圧破碎で天然ガスが供給過剰になり、多くのプラスチックの原材料となるエタンが潤沢に供給された。エネルギー大手のエクソンモービル<XOM>やシェル<SHEL>はエタンをエチレンに加工するエタンクラッカーの能力増強または新設を行った（エチレンはさらにポリエチレンなどに加工される）。現在、追加で生産され

たプラスチックを吸収するための需要は十分ではない。しかし、まだ終わりではない。シェルは最近、ペンシルベニア州でポリエチレンの生産を開始した。

もう一つの要因は、再生素材に対する需要増加だ。企業はESGに駆り立てられており、廃棄物を減らし、再生素材使用量を増加させるよう圧力を受けている。

小売り会社と消費財メーカーは大胆な約束をした。重量ベースで米国のプラスチック包装材・容器の3分の1に責任を持つ企業は2020年に、2025年までに全ての材料を再生可能、リサイクル可能または堆肥化可能にするとの協定に調印した。その中には、小売り大手のウォルマート<WMT>、ディスカウントストアチェーンのターゲット<TGT>、コカ・コーラ、大手食品メーカーのゼネラル・ミルズ<GIS>、モンデリーズ、ダノン・ノース・アメリカが含まれている。

プラスチック・リサイクルの遅々とした歩み



VCG/GETTY IMAGES

しかし、数年にわたってリサイクルはほとんど進展していない。数百万人の米国人が容器を洗って、リサイクル用の青いゴミ箱に捨てているにしても、エネルギー省の推定によるとリサイクルされているのはわずか5%だ。

リサイクルの欠点は、経済性、技術的制約、一貫性のない規則にある。多くのゴミは、機械的な処理に適していない。追加の輸送コストによって経済性が損なわれる。かつては主要なリサイクル国であった中国は、もはやリサイクル対象を受け入れていない。

各企業は、苦境に陥っていると述べている。イギリスの大手一般消費財メーカーのユニリーバは2022年に警告を発し、「バージン原料プラスチックの人為的に低く抑えられた価格が、われわれの進捗を阻害している」と述べている。

ほかの企業も苦しんでいる。ペプシコは2021年に、プラスチック容器の6%でしか再生プラスチックを使用しておらず、2025年に設定した25%の目標を大幅に下回っている。ペプシコの最高サステナビリティ責任者であるジム・アンドリュース氏は、「わが社だけでは目を標達成できない」と語る。

ペプシコは、2020年と2021年にバージン原料プラスチックの使用量を増加させており、それはペプシコに限らない。エレン・マッカーサー財団と国連の報告書によると、世界のプラスチック容器使用の20%を占める企業において、2021年のバージン原料プラスチックの使用量は前年比2.5%増加した。

現状、マッカーサー協定に署名した企業による2025年の目標である、バージン原料プラスチック使用量の2018年比20%削減の達成は厳しいようにみえる。企業は目標達成のために、バージン原料プラスチックの使用量を年間5.4%削減する必要がある。

循環経済の夢

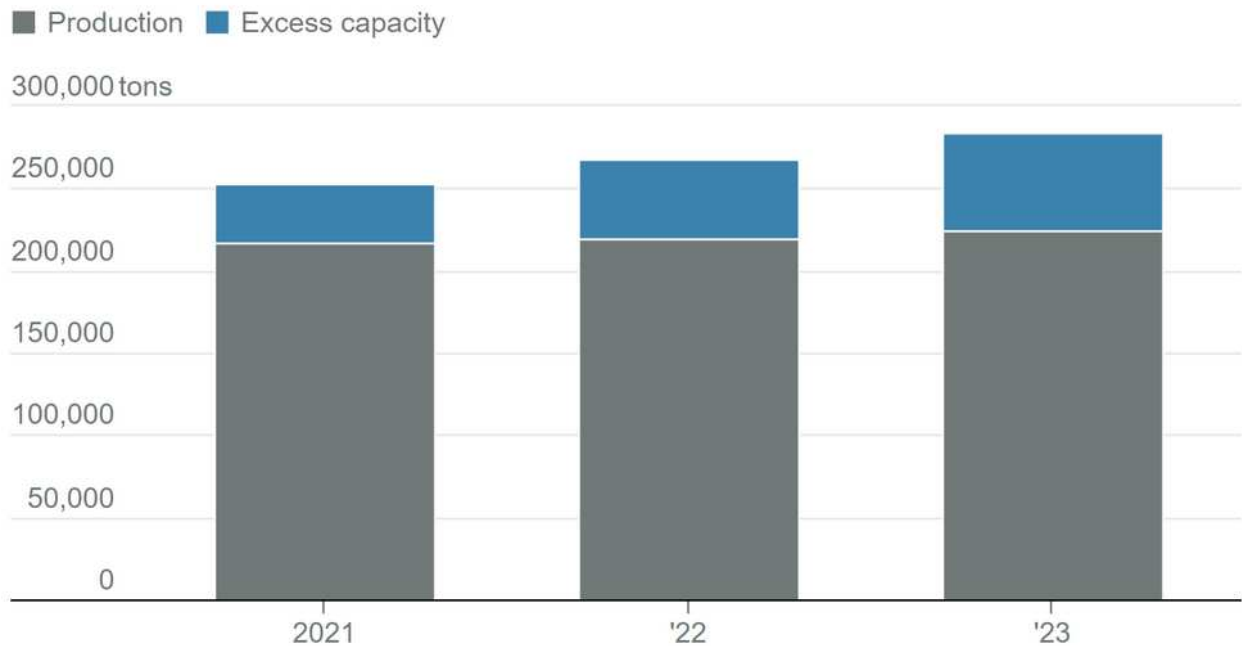
プラスチックの山の成長を止める一つの手段は、実質的にすべての新規プラスチックがリサイクルされる、循環経済の開発である。しかし、OECDは、「プラスチックでリサイクルされるのはわずか8%だ」と述べている。

石油化学企業は、ゴミと炭素排出量の両方に対処していると述べる。ダウ<DOW>は、容器に使われる自社製品の100%が、2035年までに再利用されるかリサイクルされることになる」と述べている。ダウは、世界初と自称する、炭素排出量ネットゼロのエチレン・プラントをカナダのアルバータ州に建設している。

オランダの大手化学品メーカーのライオンデルバセル・インダストリーズ<LYB>は最近、2030年までの一部の排出量削減目標を、2020年比30%から42%へ引き上げた。同社は最近、リサイクルと、バ

New Plastic in the Works

Petrochemical companies have expanded production and capacity of polyolefins, a base material used in new "virgin" plastics.



Note: Data was converted from metric tons.

Source: Chemical Market Analytics

イオ廃棄物由来のプラスチックを含む、化石燃料由来でない製品に投資している。

リサイクリング技術も助けになる可能性がある。ケミカル・リサイクリングとして最近浮上中の技術は、プラスチック分子を分解して、それを新たなプラスチックに再改質する。その技術は、より多くのゴミの再利用を可能にするかもしれない。ダウ、エクソンモービルおよびライオンデルバセルは、ケミカル・リサイクリングの工場を建設中だ。

エクソンモービルのシニア・バイス・プレジデントであるマイク・ザモラ氏は、新工場が年間8000万ポンド超のプラスチックを処理できると語る。ただし、米国の家庭からは年間3500万トンを超えるプラスチックが捨てられ、リサイクル率はわずか5%のため、リサイクル率を大幅に引き上げるためには莫大な額の投資が必要だ。

解決策は本当にあるのか

一部の批判者は、プラスチック使用量削減までの道のりは長いとみている。NGOのラスト・ビーチ・クリーンアップの創設者であるジャン・デル氏は、再生プラスチックは、不安定で毒性を持つ化学品に満ちているため食品容器にはほとんど使えないと言う。

プラスチックゴミの増加を減速させるための多くの手段がある。政府は消費者または企業に対して、コストを回収するために課税できる。カーボンクレジットは今や、炭素排出による負担の一部を相殺している。経済的インセンティブによって、プラスチック・リサイクルが増加する可能性がある。



COURTESY OF DOW INC.

消費者も努力を高められる。例えば、使い捨てレジ袋やボトル使用量の削減、蓋付容器の使用回避、テイクアウト発注の削減、アマゾンの返品減少などだ。

これらすべてが経済活動の低下を意味し、課題は大き過ぎて政府には解決手段がないように見える。簡単に言うと、安過ぎるプラスチックが世界の根底に深く根ざしている。プラスチックがある生活を捨てたいと望む人はほとんどいないだろう。

By Lauren Foster
(Source: Dow Jones)

2. ファンドファミリー・ランキング Barron's Best Fund Families 昨年のパフォーマンス調査結果

[フィーチャー]

2022年はエネルギー株やバリュー株が好調



Illustration by Chad Hagen

投資家が富を築くのは上昇相場だが、長期リターンを高めるには、下落相場における損失を小さくすることも重要だ。2022年の米国株の1年間のリターンは2008年以降で最低となり、債券のリターンは過去最低を記録した。アクティブ運用マネジャーにとっては、市場全体の動きを反映する株価指数よりも損失を小さくすることで、リスク管理のスキルを証明するチャンスだった。

本誌による毎年恒例のファンドファミリー・ランキングで上位に入ったのは、2022年のボラテ

ィリティーの高さを生かした企業、自らが確立した投資プロセスを忠実に守った企業、マクロ経済の状況を把握するため詳細なファンダメンタルズ・リサーチを実施した企業だった。本誌ランキングは、リフィニティブ・リッパーのデータに基づき、過去1年間のアクティブ運用ファンドの相対パフォーマンスに注目している。

1年間の相対パフォーマンスは特定の瞬間を切り取ったものにすぎない。しかし、マクロ経済環境と市場のリーダーの急速な変化に対し、運用会社がどのように対応したかに関して知見を提供するものもある。

米連邦準備制度理事会（FRB）がインフレを抑制するために7回の利上げを実施した結果、2022年にS

&P500指数は18%下落した。海外株のパフォーマンスはそれ以上に悪く、マイナス19.6%となった。またリップーによると、世界の課税債券ファンドのパフォーマンスはマイナス12.8%だった。ニッチな商品であるコモディティファンドだけが8%のリターンをひねり出したが、その大部分は、ロシア・ウクライナ戦争によって投資家が化石燃料の重要性を思い出し、エネルギー株の株価が上昇したことによるものだ。

化石燃料エネルギーセクターの銘柄は、2022年にアウトパフォームするためのカギだった。S&P500指数のエネルギーセクターは59%の急上昇となった。昨年、特に優れたパフォーマンスを上げたファンドの多くは、総合石油会社エクソンモービル<XOM>を保有していた。エクソンモービルのリターンは87%で、S&P500指数構成銘柄の中で4番目に良いパフォーマンスを上げた。2022年の純利益は過去最高の560億ドルだった。

個別株以外では、グロース株が急落する中でバリュー株がついに輝くチャンスを得た。ディメンショナル・ファンド・アドバイザーズのポートフォリオ運用副責任者であるメアリー・フィリップス氏によると、昨年はバリュー株のグロース株に対するアウトパフォームの幅が2000年のハイテクバブル崩壊以降で最大だった。

今年のランキングで第1位に輝いたのはディメンショナルだ。運用資産額は5840億ドルで、2021年の5位から順位を上げた。昨年のボラティリティーの高さは、ディメンショナルの運用スタイルに適していた。ディメンショナルは、（特にバリュー投資に関する）ファクター投資の学術研究に基づく運用を実施していることや、利益率が高い小規模の企業を選好していることで知られる。そのため、超大型グロース株や利益がほとんどない企業の大幅な下落を回避することができた。

他に上位5位以内に入ったビクトリー・キャピタル・マネジメント、ニューバーガー・バーマン、キャピタル・グループ、JPモルガン・アセット・マネジメントは、成功の理由として、詳細なファンダメンタルズ・リサーチ、ボトムアップの銘柄選別、情報収集に基づき、2022年初めに株式・債券投資に対して保守的なアプローチを取ったことを挙げている。

ニューバーガー・バーマンの株式部門最高投資責任者（CIO）であるジョセフ・アマー・ト氏は、2022年のマクロ経済環境が非常に大きな試練だったことを認める一方、投資機会もあったと言う。アマー・ト氏は、「昨年は投資戦略と企業業績に大きな乖離（かいり）が見られた。一般的に、このような環境は投資の手腕を示すチャンスであるため、アクティブ運用マネジャーにとって好ましい。失敗する可能性もあるが、大手ハイテク株が株価指数の大部分を占めていた過去数年のように、すべてが同じ方向に動くのはアクティブ運用マネジャーにとって辛い」と語る。

本誌ランキングは資産加重方式なので、運用会社の中で最大のファンドが順位に大きな影響を与える。運用資産額1530億ドルのビクトリー・キャピタル・マネジメントが第2位に入り、はるかに大きな運用会社と肩を並べているのはそのためだ。昨年1位のシット・インベストメント・アソシエイツは、海外株、ミックスアセット、地方債ファンドのパフォーマンスが相対的に低調だったため、今年は35位となった。

なお、ランキング対象となるには、リップーの米国株全般カテゴリーで3本以上のアクティブ運用型のミューチュアルファンドか上場投資信託（ETF）を提供し、それぞれ1本以上の海外株ファンドとミックスアセットファンド（バランス型や資産配分型など）を提供していなければならない。さらに、2本

以上の課税債券ファンドと1本以上の全米免税債券ファンドを提供する必要がある。すべてのファンドには1年以上の運用実績が求められる。なお、ランキングには「スマートベータ」ETFが含まれる。ランキングは各社のアクティブ運用能力を反映したものである。リップラーのデータベースに登録されている運用会社854社のうち、2022年に上記の基準を満たしたのは49社のみだった。

第1位：ディメンショナル・ファンド・アドバイザーズ

ディメンショナルは、データに基づくアプローチと、ダイナミックかつシステムチックなプロセスによって、2022年のボラティリティーの高さを生かし、バリュートラップを避けることができた。ディメンショナルは、ファクター投資の手法によって期待リターンが高い投資先を浮き彫りにし、日々の株価情報を通じて株式プレミアムを注視している。

ディメンショナルのマネジャーは、グロース株が下落して割安になる買い場を狙っており、買い時を判断するためにモメンタムなどのファクターに頼っている。フィリップス氏は、それによって「落ちてくるナイフをつかまない」ようにできると話す。

2022年にメタ<META>（旧フェイスブック）の株価は割安な水準まで下落したが、マネジャーは、モメンタムに関する研究結果に基づく株価下落のペースが速過ぎるため、まだ下値余地があると判断した。夏にバリュー株指数がメタを組み入れても、ディメンショナルは様子見を続けた。その結果、メタの株価はさらに落ち込み、最終的に昨年1年間で約64%下落した。フィリップス氏によると、年末にかけて売りのモメンタムは減速しており、ディメンショナルは短期間の売買を実施しているという。

ディメンショナルの株式ファンドは高度に分散されており、同社最大の285億ドルの運用資産額を有するDFA米国株コア2ファンド<DFQTX>のように、往々にして2700もの銘柄を保有している。これは一つの銘柄が過大な影響を及ぼさないようにするためだ。なお、フィリップス氏によると、ファンド名の「2」は、バリュー株の比率が6~12%と他のコアファンドよりも高いことを意味する。

ディメンショナルのマネジャーによるシステムチックなプロセスは、ボラティリティーを生かす独自の機会をもたらす。例えば、このプロセスは以前、赤字の生活用品小売りチェーン、ベッド・バス・アンド・ビヨンド<BBBY>を売却すべきであることを示した。マネジャーが売却を始めた矢先、株価がミーム株のブームに乗って急上昇したため、値上がりの中で熱心な買い手に株式を売却することができた。その後、株価は急落している。

ポートフォリオマネジャーは、時に市場で小さな幸運を得ることができる。しかし、フィリップス氏の見方は少し異なる。彼女は「幸運は準備を欠かさない者に訪れる」と語る。

The Best Fund Families of 2022

Last year saw losses in both bond and stock markets, with wider price swings and greater dispersion among investing styles and market sectors. Greater volatility can provide active managers with more opportunity. This is the sixth year we've ranked the fund families purely on their actively managed funds, and there was some shuffling in the ranks from last year.

2022 Rank	2021 Rank	Fund Family	Total Assets (mil)*	Weighted Score	U.S. Equity	World Equity	Mixed Equity	Taxable Bond	Tax-Exempt Bond
1	5	Dimensional Fund Advisors	\$433,452	69.94	7	5	5	24	5
2	8	Victory Capital Management	41,273	69.59	2	13	1	22	40
3	6	Neuberger Berman	43,079	66.45	1	28	2	30	31
4	21	Capital Group/American Funds	2,164,775	66.16	10	24	7	5	9
5	35	J.P. Morgan Asset Management	458,028	65.13	3	32	23	3	19
6	51	Madison Investments	2,076	64.88	31	4	9	11	1
7	9	MainStay Funds	56,591	64.75	28	9	11	2	28
8	33	Federated Hermes	68,815	64.62	6	8	10	27	17
9	27	Putnam Investment Management	69,530	61.80	5	19	35	4	16
10	38	Hartford Funds	104,936	59.71	24	10	3	36	41
11	42	Allspring Global Investments	69,093	58.84	14	7	24	26	10
12	46	Morgan Stanley Investment Management	136,515	58.54	26	39	12	7	12
13	20	Goldman Sachs Asset Management	114,292	58.44	34	2	8	37	24
14	17	MFS Investment Management	349,725	57.35	29	3	14	34	35
15	3	Amundi US	38,848	57.34	21	30	4	38	30
16	24	American Century Investments	135,665	56.94	11	14	19	32	27
17	41	First Trust Advisors	48,321	55.79	32	17	22	10	18
18	34	Franklin Templeton Investments	375,634	54.83	22	25	6	47	32
19	18	BNY Mellon Investment Management	46,258	54.05	30	16	28	15	22
20	23	Invesco	244,115	54.03	9	42	17	29	23
21	43	Vanguard Group	1,644,535	53.86	15	23	18	42	11
22	39	SEI Investments	78,092	53.56	4	34	21	44	36
23	4	Pimco	350,174	53.35	47	1	25	23	14
24	49	Brinker Capital	13,105	52.67	41	6	33	14	6
25	31	Principal Global Investors	152,442	52.65	12	33	39	8	42
26	14	USAA Mutual Funds	44,725	52.40	44	27	13	9	45
27	2	AllianceBernstein	90,611	52.19	25	12	34	33	8
28	32	Manning & Napier Advisors	5,572	52.13	27	36	31	17	2
29	47	UBS Asset Management	7,528	51.85	19	22	26	39	20
30	10	Fidelity Investments	1,692,387	51.01	17	26	42	21	13
31	29	Nuveen	215,740	50.52	45	31	15	13	33
32	25	Guggenheim Investments	32,617	49.58	8	21	29	48	44
33	15	Macquarie Asset Management	84,589	48.71	13	45	27	31	46
34	40	BlackRock	319,949	48.68	33	35	30	18	26
35	1	Sir Investment Associates	1,449	47.17	20	46	49	1	47
36	13	T. Rowe Price	717,713	46.25	43	18	38	25	21
37	19	John Hancock	165,498	45.73	18	41	37	41	15
38	45	Affiliated Managers Group	100,201	45.54	46	20	36	20	34
39	16	Columbia Threadneedle Investments	168,426	45.45	16	29	40	45	39
40	44	Northern Trust Investments	18,406	44.74	39	11	20	49	38
41	12	DWS Group	28,460	44.60	23	37	43	35	43
42	50	Touchstone Investments	23,020	44.53	37	49	32	12	3
43	28	Virtus Investment Partners	43,936	42.99	36	38	48	16	7
44	11	Thrivent Mutual Funds	30,278	41.93	35	40	44	28	29
45	36	Russell Investments	33,876	41.35	40	43	45	19	25
46	37	PGIM Investments	127,431	39.74	42	48	16	43	37
47	48	State Street Global Advisors	35,409	38.01	38	44	41	46	4
48	30	Transamerica Asset Management	33,741	36.21	48	47	46	6	49
49	22	Lord Abbett	145,010	31.96	49	15	47	40	48

*Total assets reflect the funds included in this survey
Source: Refinitiv Lipper

第2位：ビクトリー・キャピタル・マネジメント

ビクトリーは、他の上位5社とは異なり、マルチブティック型の資産運用会社だ。ビクトリーの運用チームは、他のチームとは独立してポートフォリオ構築と投資判断を行う。

ビクトリーの商品・戦略責任者であるマニック・ディロン氏は、各チームが独立していることによって、マネジャーが資産運用とクライアントのリターンだけに集中できると語る。ディロン氏は「顧客は複数の商品とファンドを購入することが可能で、それらの投資方法は同じではない。分散投資があらかじめ組み込まれているようなものだ」と言う。

この方法はうまくいっているようだ。というのも、ビクトリーはここ数年、本誌調査で上位15位付近に位置しているからだ。今年の全体ランキングで2位に入った原動力は、運用資産額4億0900万ドルの転換社債ファンド、ビクトリー・インコア投資適格転換社債ファンド<VICIX>である。

ビクトリーは本誌調査のミックスアセットカテゴリーでトップを2年連続で獲得しており、今年は同カテゴリーの運用会社の91%をアウトパフォームした。その大部分はビクトリー・インコア投資適格転換社債ファンドによるものだ。このファンドは、本誌の2023年債券ファンド見通しでも、ファイナンシャルアドバイザーの選好ファンドに挙げられている。2年間のアウトパフォームの秘訣（ひけつ）は投資適格な転換社債を保有していることだ。インコア・キャピタル・マネジメントの債券ストラテジストであるリチャード・コンスル氏は、転換社債市場は「ジャンク債が非常に多い」と語る。

コンスル氏によると、インコア投資適格転換社債ファンドは、時価総額が大きくバリュー志向の銘柄を保有している。この点も過去2年でプラスに働いた。コンスル氏は2022年、魅力的なバリュエーションと信用力の改善を理由に、エネルギー会社のパイオニア・ナチュラル・リソースズ<PXD>とEQT<EQT>の転換社債を新規購入した。これらの銘柄はパフォーマンスを押し上げた。医療保険会社エレバンス・ヘルス<ELV>の値上がりもプラスに寄与した。

なお、運用資産額167億ドルの中型株ファンド、ビクトリー・シカモア・エスタブリッシュト・バリュー・ファンド<VEVIX>も、同カテゴリーのファンドの83%をアウトパフォームし、ビクトリーの全体ランキングを押し上げたが、このファンドは新規投資家を募集していない。

Five-Year Ranking

Fidelity holds its No. 1 spot in Barron's five-year ranking for the second year in a row, while MFS Investment Management jumps to No. 2 this year from last year's 10th spot. Putnam Investments also made the leap, to No. 3 this year from 13th place in 2021.

Rank	Fund Family	Weighted Score
1	Fidelity Investments	70.24
2	MFS Investment Management	69.83
3	Putnam Investments	69.19
4	MainStay Funds	69.10
5	Amundi US	68.03
6	Pimco	67.83
7	State Street Global Advisors	66.78
8	Manning & Napier Advisors	66.54
9	Morgan Stanley Investment Management	65.99
10	Neuberger Berman	65.81
11	Sit Investment Associates	65.12
12	Hartford Funds	64.79
13	Capital Group/American Funds	64.65
14	J.P. Morgan Asset Management	64.19
15	Touchstone Investments	63.67
16	Affiliated Managers Group	63.19
17	Dimensional Fund Advisors	63.04
18	Vanguard Group	62.86
19	Guggenheim Investments	62.60
20	Virtus Investments Partners	61.84
21	T. Rowe Price	60.54
22	Columbia Threadneedle Investments	60.48
23	DWS Group	60.19
24	Goldman Sachs Asset Management	59.51
25	BNY Mellon Investment Management	59.34

26	Victory Capital Management	59.31
27	Thrivent Mutual Funds	58.52
28	BlackRock	58.49
29	Federated Hermes	57.47
30	Nuveen	57.40
31	Macquarie Asset Management	57.31
32	PGIM Investments	56.53
33	American Century Investments	54.78
34	Principal Global Investors	54.52
35	Allspring Global Investments	54.44
36	UBS Asset Management	53.03
37	AllianceBernstein	52.13
38	Lord Abbett	51.98
39	First Trust Advisors	51.37
40	John Hancock	50.78
41	Franklin Templeton Investments	49.48
42	Transamerica Asset Management	49.31
43	Madison Investments	49.24
44	Invesco	49.13
45	SEI Investments	48.80
46	Brinker Capital	46.86
47	USAA Mutual Funds	42.02
48	Northern Trust Investments	33.94
49	Russell Investments	26.20

Source: Refinitiv Lipper

第3位：ニューバーガー・バーマン

CIOのアマート氏によると、ニューバーガーはファンダメンタルズに基づくボトムアップ型の長期投資に注力しているため、2021年の過度なリスクテイクや2022年の弱気姿勢のようなトレンドに飲み込まれることはない。それでも、昨年のマクロ経済環境については「あれほど厳しく困難な状況は本当に久しぶりだった」と語る。アマート氏は、ニューバーガーは2022年初め、金融引き締めと経済成長に

対する逆風を予想していたため、ディフェンシブなポジションをとっており、久々に株式をアンダーウエートとする方向へ動いたと言う。

ニューバーガーは37本のアクティブファンドを運用しており、合計運用資産額は431億ドルだ。最大の株式ファンドである運用資産額132億ドルのニューバーガー大型株バリュ・ファンド<NPRTX>は、ニューバーガーを米国株カテゴリーで第1位に押し上げた。ファンドのシニアポートフォリオマネージャーであるエリ・サルツマン氏は、年初にエネルギー株をラッセル1000バリュ指数の1.5倍のオーバーウエートとしたことと、ハイテク株のウエートをゼロとしたことの2点が奏功したと語る。

ニューバーガー大型株バリュ・ファンドは、投資と生産能力が制約されている業界の企業を探す。この観点から、サルツマン氏はエネルギーセクターに注目し、2020年にエクソンモービル、2021年に石油会社シェブロン<CVX>などを組み入れた。サルツマン氏が過去12年間でエネルギーセクターの銘柄を保有していたのは、わずかに2回の短い期間だけだが、エネルギー業界は今後数年間の設備投資の増加による恩恵を受ける見込みだという。現在のポジションは若干のオーバーウエートに縮小しているが、依然として強気だ。

2022年に同カテゴリーのファンドの94%をアウトパフォームしたサルツマン氏は、その理由を、他の多くのバリュ・ファンドが時とともにグロース投資に移行したためとしており、「バリュ投資にこだわったことが大きな助けになった」と話す。今後に関しては、サルツマン氏は金属・鉱業セクターに大きな期待を寄せており、エネルギー業界よりも好ましい状況にあると主張する。「参入障壁とこれまでの投資不足により、上値余地は非常に大きい」と言う。

10-Year Ranking

Vanguard continues to hold its No. 1 spot in the 10-year ranking, as it did in from 2019-21 and in 2017. In 2018, Pimco took briefly took the top spot. Putnam Investments moved to No. 2 after being No. 6 last year.

Rank	Fund Family	Weighted Score
1	Vanguard Group	76.95
2	Putnam Investments	71.14
3	Amundi US	70.58
4	MFS Investment Management	70.44
5	Fidelity Investments	70.11
6	T. Rowe Price	69.90
7	Dimensional Fund Advisors	68.82
8	Hartford Funds	68.77
9	Capital Group/American Funds	68.52
10	Morgan Stanley Investment Management	68.13
11	Nuveen	67.95
12	Virtus Investments Partners	67.55
13	Columbia Threadneedle Investments	66.08
14	Thrivent Mutual Funds	65.63
15	MainStay Funds	63.14
16	J.P. Morgan Asset Management	62.94
17	Principal Global Investors	62.87
18	PGIM Investments	62.43
19	John Hancock	62.27
20	State Street Global Advisors	62.16
21	BlackRock	61.08
22	Affiliated Managers Group	60.97
23	Transamerica Asset Management	60.97
24	DWS Group	60.60
25	Pimco	59.53

26	Lord Abbett	59.53
27	Victory Capital Management	59.29
28	Touchstone Investments	59.10
29	Federated Hermes	58.84
30	AllianceBernstein	56.87
31	Sit Investment Associates	56.68
32	Neuberger Berman	56.66
33	Invesco	56.16
34	Guggenheim Investments	53.99
35	Goldman Sachs Asset Management	53.16
36	Macquarie Asset Management	53.14
37	Franklin Templeton Investments	52.94
38	Allspring Global Investments	52.10
39	UBS Asset Management	51.94
40	BNY Mellon Investment Management	51.88
41	Manning & Napier Advisors	51.64
42	American Century Investments	49.05
43	SEI Investments	47.01
44	USAA Mutual Funds	42.94
45	Madison Investments	42.35
46	Northern Trust Investments	37.57
47	Russell Investments	29.53

Source: Refinitiv Lipper

第4位：キャピタル・グループ

2021年の本誌調査では中ほどの順位だったが、運用資産額が特に大きい複数のファンドが堅調なパフォーマンスを見せ、順位を4位に押し上げた。急上昇の主なけん引役は債券ファンドだ。

キャピタル・グループは課税債券カテゴリーで5位に入った。最大の課税債券ファンドである運用資産額711億ドルのアメリカン・ファンズ・ボンド・ファンド・オブ・アメリカ<ABNDX>は、本誌調査で同カテゴリーのファンドの86%をアウトパフォームした。債券の銘柄選別は、運用資産額2000億ドルのバランス型ファンドであるアメリカン・ファンズ・アメリカン・バランスド・ファンド

<ABALX>の相対パフォーマンスも下支えした。このファンドは、株式と債券に60：40の割合で資産を配分するファンドが大きく落ち込む中、1年間で同カテゴリーの87%のファンドを上回った。

ボンド・ファンド・オブ・アメリカの主任投資責任者であるプラモッド・アトルリ氏は2021年に、新型コロナウイルスによるリセッション（景気後退）が終わって消費が好調だったこと、ハト派的な金融政策、高リスク資産の割高なバリュエーションなどの要素から、インフレ率がコンセンサス予想より高くなると考えた。そこで2022年に向けて、エージェンシー住宅ローン担保証券（MBS）などの高リスク資産をアンダーウエートとし、保有債券のデュレーション（金利に対する債券の感応度）を引き下げ、ポートフォリオの13.5%を短期のインフレ指数連動国債（TIPS）に配分した。これらはすべてパフォーマンスを下支えした。

キャピタル・グループは米国のアクティブ型ミューチュアルファンドとETFを48本運用しており、合計運用資産額は2兆1600億ドルだ。資産額が業界最大クラスのミューチュアルファンドも数本運用している。ボンド・ファンド・オブ・アメリカは最大のアクティブ債券ファンドの一つで、リッパーはアメリカン・バランسد・ファンドを運用資産額最大の混合資産ファンドとしている。

このように大規模なファンドを扱うために、キャピタル・グループはマルチマネジャー方式のアプローチを採用しており、アナリストにもマネジャーとともに投資を行うことを認めている。キャピタル・グループの株式ポートフォリオマネジャーで、ポートフォリオ・ソリューション委員会のメンバーであるアラン・ベッロ氏は、「このアプローチは、一人に過度な負担をかけず、長い目で見て当社と投資家のインセンティブの整合性を高める」と語る。

U.S. Equity

Neuberger Berman easily landed at the top of the heap with its Large Cap Value fund powering performance, having lost only 1.1% in a year when the broader market was down 18%.

Rank	Best	Score
1	Neuberger Berman	27.00
2	Victory Capital Management	26.72
3	J.P. Morgan Asset Management	26.27
4	SEI Investments	24.90
5	Putnam Investments	24.52

Rank	Worst	Score
45	Nuveen	14.16
46	Affiliated Managers Group	14.11
47	Pimco	13.85
48	Transamerica Asset Management	12.35
49	Lord Abbett	8.54

Source: Refinitiv Lipper

第5位：JPモルガン・アセット・マネジメント

JPモルガン・アセット・マネジメントは、2021年の第35位から今年は第5位に躍り出た。その背景として、確立されたバリュー志向のミューチュアルファンドのパフォーマンスが比較的堅調であったことだけでなく、アクティブ運用ETFのラインアップが拡充されたことも一因として挙げられる。

相対的に堅調なパフォーマンスの一部は、クレア・ハート氏が運用する同社最大の株式ファンドで、運用資産492億ドルのJPモルガン株式インカム・ファンド<OIEIX>がけん引する。同ファンドは上位2銘柄として、エクソンモービルも石油会社コノコフィリップス<COP>も保有していた。現在、このファンドは新規で購入することはできないが、JPモルガンは豊富なファンダメンタルズ分析能力を活かして個人投資家の資金を集めるために、アクティブ運用ETFのラインアップの拡充に力を入れている。

2022年におけるJPモルガン最大のスターファンドはアクティブ運用ETFであり、個人投資家の資金を吸い上げた。ニューヨークに本社を置くJPモルガンは現在、運用資産額で最大の二つのアクティブ運用ETFを運用する。運用資産200億ドルのJPモルガン・エクイティ・プレミアム・インカム<JEPI>と運用資産240億ドルのJPモルガン・ウルトラショート・インカム<JPST>である。2022年、株式市場

は資金の純流出に見舞われたが、JPモルガンは200億ドルの流入となった。運用資産額2兆4500億ドルを誇るJPモルガンは、現在4580億ドルを米国ファンドで運用し、アクティブ運用ファンドのラインアップは合計で121本に上る。

エクイティ・プレミアム・インカムは2020年に設定され、2022年のリターンは3.5%のマイナスと、同種の87%をアウトパフォームした。同様の戦略をJPモルガン・エクイティ・プレミアム・インカム・ミューチュアルファンド<JEPAX>で2018年から運用しているハミルトン・ライナー氏は、「エクイティ・プレミアム・インカムの戦略は二段階構造になっている」と言う。同ETFでは、予測可能な利益と妥当なバリュエーションを兼ね備えた質の高い多種多様な銘柄に投資し、S&P500指数のオプションをアウト・オブ・ザ・マネーで売却することで収益を押し上げる。

テクノロジー銘柄をアンダーウエートしていたことと、エクソンモービルと保険会社のプログレッシブ<PGR>を保有していたことがリターンを支えた。オプションの売却では、11%の利回りを生み出した（しかもレバレッジなしで）。さらに、ボラティリティーもS&P500指数の3分の2まで低下しているが、このメリットは過小評価されている、とライナー氏は語る。しかしライナー氏は、「毎年11%の利回りが得られるわけではない。2022年は高水準のボラティリティーによって利回りが上昇しただけで、長期平均は7~9%付近である」と付け加えた。

2023年に関しては、多くのファンドマネジャーが去年に続き、変動の激しい年になることを予想しており、多くが警戒姿勢を維持している。JPモルガン・アセット・マネジメントの最高経営責任者（CEO）のジョージ・ガッチ氏もその一人だ。ガッチ氏は、ハイテク株は2023年初めに上昇したが、バリュエーションは過去の水準と照らして、依然として割安ではないと言う。その他のマネジャーと同様に、ガッチ氏も2023年の最大のチャンスは債券にあると考える。今や、債券の利回りは上昇しており、これは、株式と債券に60：40の比率で投資するポートフォリオの戦略にとって幸先が良い。

ガッチ氏は、「足元で、60：40のポートフォリオは非常に魅力的になっている。特に、株式のエクスポージャーが幅広く分散されている場合（米国、海外、新興国市場など）はなおさらだ。債券は、2022年よりもさらに安定し、ボラティリティーに対する緩衝材として機能するだろう」と語る。

World Equity

A strong dollar hurt international stocks. Currency hedging in the \$2 billion Pimco StocksPLUS International fund helped Pimco beat 96% of its peers and edge out Goldman Sachs.

Rank	Best	Score
1	Pimco	13.58
2	Goldman Sachs Asset Management	13.44
3	MFS Investment Management	12.87
4	Madison Investments	11.99
5	Dimensional Fund Advisors	11.88
Rank	Worst	Score
45	Macquarie Asset Management	4.63
46	Sit Investment Associates	4.46
47	Transamerica Asset Management	3.04
48	PGIM Investments	2.38
49	Touchstone Investments	1.68

Source: Refinitiv Lipper

ランキング手法

投資家が実際に得られるリターンを反映させるため、すべてのファンドは運用手数料控除後のリターンを提示することが求められている。しかし、本誌の目的は、年間信託報酬以外の費用は考慮せず、マネジャーのスキルを測ることである。そのため、ランキングでは販売会社向けの12b-1手数料を控除する前のリターンで計算している。同様に、販売手数料等の費用も考慮していない。

各ファンドのパフォーマンスをリッパーの同一カテゴリー内で他のファンドと比較し、順位に応じて100から1までの数値を付ける。その後、ファンドファミリー全体に占める割合を踏まえ、資産規模に従って数値を加重平均する。最後にリッパーの資産カテゴリーに基づき、再び加重平均する。

2022年の1年間のリターンの加重割合は、米国株全般が36.1%、ミックスアセットが22%、海外株式が16%、課税債券が21.5%、免税債券が4.5%である（四捨五入の関係で合計は100にならない）。5年間のリターンではそれぞれ36.1%、22.7%、16%、21%、4.3%、10年間のリターンでは、36.6%、23%、15.9%、20.1%、4.4%となっている。

例えば、米国株全般カテゴリーに属する、あるファンドの資産が5億ドルあったとしよう。そして、こ

の5億ドルは米国株全般カテゴリーにおけるファンドの運用会社の資産の半分に相当し、パフォーマンスがカテゴリー内で下から75%の位置にあると仮定する。この場合の得点は、75に0.5を掛けた37.5と、リップラーのカテゴリーに基づく加重割合36.1%を掛け、 37.5×0.361 で13.5となる。同様の計算を各ファンドで行い、最後に各カテゴリーおよび全体で得点を合計した。5年間、10年間ランキングについても同様の方法で算出した。

Mixed Equity

Amundi's Pioneer Multi-Asset Income fund held more smaller-cap and value- oriented companies, which helped the \$2.4 billion fund beat 96% of its peers and earn a 0.49% return.

Rank	Best	Score
1	Victory Capital Management	19.62
2	Neuberger Berman	18.94
3	Hartford Funds	18.49
4	Amundi US	18.47
5	Dimensional Fund Advisors	18.46
Rank	Worst	Score
45	Russell Investments	6.58
46	Transamerica Assset Management	5.80
47	Lord Abbett	4.57
48	Virtus Investment Partners	4.25
49	Sit Investment Associates	0.66

Source: Refinitiv Lipper

By Debbie Carlson
(Source: Dow Jones)

3. ロシアのウクライナ侵攻で傷付いた世界経済の今後 Russia's War in Ukraine Has Scarred the Global Economy. 織り込まれていないリスクの存在

[経済政策]

三つのシナリオ



ILLUSTRATION BY ANTHONY GERACE

ロシアのプーチン大統領がウクライナに対する全面的な侵攻を命じてから2月24日で1年になる。この極めて残忍な軍事作戦により、恐らく数十万人の死者が発生し、ウクライナのインフラは大半が破壊されたが、戦争終結の兆候はほとんど見られない。領土回復を掲げるロシアの侵略を前にウクライナ人は卓越した抵抗力を示し、欧米諸国は驚異的な団結を示してきたが、金融市場は関心を示さず、中央銀行のインフレ対策に専ら注意を注いできた。

しかし、戦争も2年目に入り、景気に対してより顕著な影響が出てくる可能性がある。全米産業審議会（コンファレンスボード）のチーフエコノミスト、デーナ・ピーターソン氏は、この戦争によって世界の国内総生産（GDP）はすでに1%減少したと推計している。米連邦準備制度理事会（FRB）は、戦争の先行きが不透明であるため、景気の見通しには困難が伴うと繰り返し警鐘を鳴らしている。そして、エネルギー市場を中心とするサプライチェーンの混乱によって、米国と欧州では経済を政治的に管理する動きが広がっている。

投資家は、この戦争を市場に打撃を与える可能性の低い遠い国の悲劇として片づける誘惑に駆られるかもしれない。しかし、欧米諸国のハイテク兵器がウクライナに流入する一方で、プーチン大統領も数十万人に上る新たな兵力を投入していることから、戦争は重大な局面に入りつつあるといえる。少なくとも、経済成長率のさらなる低下は避けられないだろう。ビジネス上の決定や政策上の決定がさらに複雑になることは避けられず、より極端な展開も考えられる。

今年の戦争の展開については三つのシナリオが存在する。第1のシナリオは多くのアナリストの基本シナリオであり、いずれの側も決定的な軍事的優位性を獲得できず、戦闘が際限なく続き、支配領域にも大きな変動はないというものだ。2022年半ばまでバイデン政権で大統領副補佐官（世界経済安全保障担当）を務め、現在は大手資産運用会社PGIMフィクスト・インカムのチーフエコノミストであるダリプ・シン氏によれば、さらに、戦争が原型をとどめないほどエスカレートする、ロシアでプーチン体制が崩壊する、という二つのシナリオがあり、第1のシナリオ（消耗戦）の確率が最も高く、「市場も織り込み済み」だが、第2のシナリオと第3のシナリオのリスク（15～25%）については十分に織り込まれてはいないという。

エネルギー戦争の継続

株式市場や債券市場とは異なり、エネルギー市場はウクライナに侵攻したロシアに対する欧米諸国の制裁措置とロシア側の対応の間で大きく揺れ動いてきた。ロシアは2月10日、原油を日量50万バレル減産すると発表し、その結果、原油価格が上昇する可能性が出てきた。直近のブレント原油は1バレル80



ALAMY

ドル台半ばで推移しているが、ロシアのウラル原油は米国、欧州連合（EU）、および他の主要7カ国（G7）メンバー国が設定した1バレル60ドルの価格上限を下回る水準で推移している。2月上旬のロシア財務省の発表によると、ロシアの1月の石油・ガス収入は前年同月比で46%減少し、経済への打撃が示唆された。

エネルギー戦争も終結する様子はない。ロシア産ディーゼル油に対する価格上限が2月初旬に一部発効したが、ディーゼル油に依存する欧州の重工業にどのような影響が及ぶか、現時点で

は分からない。G7は3月に原油に対する価格上限を引き下げるべきか決定する。引き下げとなれば、制裁が強化されると同時に価格に対する圧力も強まる見込みだ。バイデン政権のある高官は匿名を条件に「ロシア経済が打撃を受けていないことが検証で分かれば、上限価格の水準を見直すことになるのは間違いない。世界の交易ルートが明らかになるにつれ、恐らく摩擦や障害が発生するだろう」と語った。

こうした障害は最も経験豊富な予測者にとってさえ厄介だ。エネルギー関連のコンサルティング会社ラピダンのボブ・マクナリー社長は「32年にわたるキャリアで数カ月先の原油価格の予測がこれほど困難だったことはない。今年後半に1バレル50ドル、あるいは150ドルになることが十分考えられる」と語る。

地政学的なリスク

戦争の経済に対する潜在的な打撃はその大半が二次的な地政学的変化にあり、原油価格よりもはるかに評価が困難だ。1月、原子力科学者会報はウクライナの戦争やその他の要因を理由に、核戦争の切迫度などを予測する有名な「終末時計」の針をかつてないほど「真夜中」に近づけた。プーチン大統領はロシアが核保有国であることを繰り返し指摘している。

しかし、昨年2月の侵攻開始以来、核戦争のリスクが多少低下したと考えるアナリストもいる。プーチン大統領がロシア領内に攻撃を加えることが可能な欧米諸国の兵器の供給を個人に対する脅しだと主張したにもかかわらず、バイデン大統領は、核兵器を使用すればプーチン氏の支配は終わると明言した。プーチン大統領は核のボタンを押すだろうか。止めるものは何もないが、オデッサ核不拡散センターのポーリーナ・シノベツ所長は「時間がたてばたつほど、そのリスクは低下する」と語る。

プーチン氏は何らかの形で舞台から去れば、リスクが変化する可能性がある。昨年、ロシア軍が苦戦する中、プーチン大統領は民間軍事会社のワグネル・グループに大きく依存するようになり、プーチン氏の国家統制に疑問符が付いた。ワグネルを率いるエブゲニー・プリゴジン氏は、自身では否定しているものの、政治的な野心を抱いているとされる。プーチン氏の指導力崩壊は、戦争の様相を変え、世界秩序を大きく揺るがす可能性のある数多くの不測事態の一つにすぎない。バイデン政権の副補佐官を務めたシン氏は「最悪のシナリオは、歴史上全く、あるいはほとんど前例がなく、核保有国が関与し、財政・金融政策では容易に対応できない最も強力な経済的手段の発動を引き起こし、全く、あるいはほとんど前触れもなしに起きるものだ」と語る。

ロシアに対するイランの積極的な、そして中国の消極的な支援も地政学的なリスクを増幅させ得るが、ウクライナの戦争や新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）によって、多くの西側諸国政府がリスク管理の強化を迫られた。例えば、日本は事態の進展を慎重に見守りながら、第二次世界大戦後の平和主義を徐々に放棄しつつある。資産運用会社KKRの地政学コンサルティング部門KKRグローバル・インスティテュートのバンス・サーチック執行取締役は、「ウクライナの悲劇の結果、インド太平洋における抑止力とパワーバランスが改めて真剣に検討されるようになるなら、この地域で紛争が起きるリスクが低下する可能性がある」と指摘する。中国が絡む戦争が起きれば、世界経済は恐らくウクライナの戦争よりもはるかに大きなダメージを受ける。

一方、米国と欧州はエネルギー供給を見直す中、それぞれの経済の産業部門の管理強化に動きつつあるが、そうした戦略は功罪相半ばする結果となる可能性がある。数十年におよぶグローバル化と自由放任型の経済成長の後、各国政府は、例えば絶対的に最も安価な天然ガスに国家の安全保障リスクに見合うほどの価値があるか、再検討を行っている。KKRのサーチック氏は「産業政策によって安全性を高め、こうした地政学的脆弱性を幾つか解消することは可能なのだろうか。過去の実績はかなり功罪相半ばしている。成果も出るが、非効率も産む」と言う。

ウクライナ東部のドニプロで、EU加盟国ラトビアのソフトウェアの企業に雇われ、遠隔勤務をするウクライナ人のアナスターシア・クビトゥカ氏（33歳）は、暗い自宅から遠隔会議システムのズームで本誌のインタビューに答えた。停電で、水道も止まっていた。クビトゥカ氏は「今、ウクライナには安全だと感じる人はいません」と語った。ウクライナ以外に住むわれわれも、その点については同感だ。

By Matt Peterson
(Source: Dow Jones)

4. バークシャーが短期トレード、バフェット氏のスタイル・ドリフト [ウォーレン・バフェット] か？

Berkshire Churns Through Stocks.

短期保有銘柄の売却には課題はあるが、長期保有のコア銘柄は大きく利益を生んでいる

近年、短期保有が増加



Annabelle Chih/Getty Images

ウォーレン・バフェット氏は、好ましい保有期間は永久であるとする、辛抱強い投資スタイルで有名である。

しかしここ数年、バークシャー・ハサウェイ<BRK/A、BRK/B>は、通信大手のベライゾン・コミュニケーションズ<VZ>や薬品株のグループを含む保有株を売却してきた。2019年度の株主向け報告書に記載されていた上位15銘柄のうち、8銘柄がすでに売却されたか、あるいは保有が大きく減らされている。バークシ

ヤーが売却した株式の多くはその後値上がりしているので、3500億ドルの株式ポートフォリオはそのままの方が結果は良かったと言える。

■ TSMCのケース

バークシャーによる直近の13-Fファイリング（1億ドル以上の特定資産を擁する機関投資家が四半期毎に証券取引委員会＝SEC＝に提出を要求されている報告）によると、台湾積体回路製造（TSMC）＜TSM＞が最近で特に注目されるケースである。

昨年の第3四半期に、バークシャーはTSMCの株式を6000万株取得したが、第4四半期中には結局そのうちの86%を売却することになり、2022年末には830万株（時価にして8億ドル未満）が残った。14日の引け後に実施された株式売却についてのニュースにより、15日の取引では売り圧力によりTSMCの株価は6.6%下落して91.53ドルまで下げた。

バークシャーはこの株式で利益が出なかったかもしれない。なぜならTSMCの第4四半期の平均株価は72ドルで、第3四半期より10ドル安かったからだ。また、バークシャーは2023年に入ってからの上値上がり益も得られなかった。TSMCの株価は年初から約24%上昇している。

バークシャーによるTSMCの株式取得は、昨年の11月半ばに公表された際には大きな興奮を巻き起こし、そのニュースで株価は10%以上跳ね上がった。しかし、その後の売却によって、バークシャーによる新たな投資の開示に対する投資家の熱意は冷めて行くことだろう。

15日、コメント要請に対するバークシャーからの回答はすぐには得られなかった。

■ その他の短期保有株式

ベライゾン株もバークシャーの長期保有とはならなかった銘柄の一つだ。ベライゾン株は90億ドルのほとんどを2020年に累積取得されたが、2022年の上半期に若干の損失を出して売却されてしまった。

同じように、2020年末にバークシャーは、製薬大手のメルク＜MRK＞、ブリストル・マイヤーズスクイブ＜BMJ＞、アッヴィ＜ABBV＞の3社について、一社ずつ20億ドル相当の株式を取得した。しかし、今はそれらの株式は保有しておらず、株価は売却した時よりも高くなっている。

短期取引の一部はバフェット氏によるものであり、また残りは彼の投資担当の部下であるトッド・コムズ氏とテッド・ウェシュラー氏によるもので、二人は株式ポートフォリオの約10%を運用している。

2020年2月に公表された2019年の年次報告書に記載されている上位15銘柄を見てみると、航空会社のデルタ航空＜DAL＞、サウスウエスト航空＜LUV＞、ユナイテッド航空ホールディングス＜UAL＞、金融のゴールドマン・サックス・グループ＜GS＞、JPモルガン・チェース＜JPM＞、ウェルズ・ファーゴ＜WFC＞はすべて売却されている。また、USバンコープ＜USB＞やバンク・オブ・ニューヨーク・メロン＜BK＞の持ち分はかなり大きく減少している。

バフェット氏はバークシャーの保有銀行株を思い切って減らし、今ではバンク・オブ・アメリカ

<BAC>の一行に360億ドルを集中して投資している。銀行株の売却に関してはタイミングが旨くいかず、特にウェルズ・ファーゴが良くなかった。本誌の推定によると、バークシャーはウェルズ・ファーゴの現在の株価である48ドルの半値程で取得したほぼ3億5000万株を長期保有しているはずだった。よって、バークシャーはこの銀行株売却で100億ドル以上の利益を儲け損なった、と推定される。

航空会社の株式は2020年第2四半期にパンデミック（世界的大流行）が始まった後に、現在より低い株価で売却した。

JPモルガンのケース

2019年初めに、バフェット氏がCNBCに語ったところによると、銀行株はバリュエーションが低く魅力的であったという。その時点ではJPモルガン株に絞り、株価100ドル近辺で売り買いした。現在の株価は143ドルである。

バフェット氏は、「債券の利回りが3%の時代に、有形自己資本利益率（ROE）が15～17%にもなるビジネスは素晴らしい。JPモルガンにある自分の銀行口座に何かの理由で間違って15%が付利され、それが取り消されないとした場合、この口座はどのくらいの価値があるか」とCNBCに述べた。

このバフェット氏の分析によると、JPモルガン株の有形株価純資産倍率（PBR）は3倍程度、その当時に株価は150ドルになるべきだった。現在の株価は150ドル程度であるが、PBRは2倍であり、銀行株の中ではバリュエーションが高い銘柄の一つだ。JPなお、JPモルガンの純資産はその当時より増えている。

長期保有のコア銘柄

ポートフォリオの中では大きな動きが起きている一方、バークシャーの上位保有銘柄にはこの数年変化はない。その中には、アップル<AAPL>、アメリカン・エクスプレス<AXP>、バンク・オブ・アメリカ、そしてコカ・コーラ<KO>などが含まれる。

バークシャーは2022年に石油・ガス会社のオクシデンタル・ペトロリウム<OXY>の株式を120億ドル取得した。本誌の推定では20億ドル以上の利益が発生している。また、バフェット氏は2022年、大手エネルギー会社のシェブロン<CVX>の保有規模を約1億7000万株（290億ドル相当）まで拡大した。この保有株式も90億ドル近くの儲けになっている。

バークシャーは2月25日に、株主向け書簡を公開する。この中で保有上位15銘柄とコストが明らかになり、投資家はこれらエネルギー保有株2社の利益を計算することができるようになるだろう。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

5. 上げ相場継続を揺るがす強い経済データ Strong Economic Data Weaken the Case for Continued Stock Rally 堅調な経済指標と短期金利上昇が相場の逆風に

[コラム]

短期金利引き上げ観測広がる



Jim Vondruska/Bloomberg

市場にブレーキがかかった。先週、株価は再度下落した。年明け早々、昨年の投機対象銘柄の反発に牽引されて上昇した相場だったが、引き続き上昇基調のインフレ指標と成長失速の兆候がほとんど見当たらないことから、米連邦準備制度理事会（FRB）の金利引き上げ観測という壁にぶつかったのだ。

ゴールドマン・サックス、バンク・オブ・アメリカ、シティグループなど、ウォール街の主要銀行のエコノミストは、FRBのフェデラル・ファンド（FF）金利の目標レンジのピーク予想を

FF金利先物市場とほぼ同程度の5.25～5.50%に引き上げた。ドイツ銀行に至っては、ピークを前回予想を0.5ポイント上回る5.6%と予想しており、最も高い予想となっている。

CMEグループのフェドウォッチサイトによると、3月、5月、6月の連邦公開市場委員会（FOMC）で、現在の4.50～4.75%から3回の0.25%の追加利上げが行われることを、先物市場は織り込んでいる。見通しが変化したのは、最後の0.25%の利上げが追加されたことで、17日の決済の時点で、6月に少なくともピークが5.25～5.50%になる確率は57.5%となった。ちなみに、1週間前には、この確率は41.8%未満で、1カ月前には4%未満だった。

こうした確率の推移は、1月の雇用者数と小売売上高の伸びが予想を上回り、また、消費者と生産者レベルでのインフレが弱まっていないことを示す最近の一連の経済データを反映したものである。

地区連銀総裁も利上げに前向き

クリーブランド地区連銀総裁のロレッタ・メスター氏とセントルイス地区連銀総裁ジェームズ・ブラード氏は、先週、前回のFOMCでの利上げは、0.25%ではなく、0.5%が妥当であったとの見解を示した。前回のFOMCは、予想を上回る経済指標が発表される以前の2月1日に終了している。とはいえ、このタカ派の二人は、今年のFOMCの投票権者ではない。しかし、ラエル・ブレイナードFRB副議長が国家経済会議（NEC）の次期委員長就任に伴いFRBを離れることによって、FOMCは、有力なハト派を失うことになる。

今回の経済指標の中で特に注目されたのが、1月の消費者物価指数（CPI）だ。前月比で予想を上回る0.5%上昇となった結果、前年同月比は6.4%上昇となった。しかし、ドイツ銀行の米国チーフエコノミスト、マシュー・ルツェッティ氏は、それ以上に重要なのは、小売価格上昇の短期的な鈍化が止まってしまったことだと指摘し、「最近3カ月間の小売価格の上昇は、年率換算すると4.6%となり、昨年12月の4.4%を上回る」と言う。コア財価格のパンデミック（世界的大流行）による上昇の緩和は、

一巡したように見える。ダラス地区連銀のロリー・ローガン総裁が先週の講演で簡潔に述べたように、「サプライチェーンが二度と回復することはない」のだ。

流動性の低下も市場にはマイナス

シティグループのグローバル・マーケット・ストラテジスト、マット・キング氏は、年初の相場上昇は、あまり認識されていない世界的な流動性の増加によってもたらされた部分が多い、と指摘する。キング氏を書いた挑発的な調査ノートによれば、FRBがバランスシートを縮小（量的引き締め）している間も、欧州中央銀行（ECB）、日本銀行、中国人民銀行による措置で、世界的な流動性は1兆ドル増加していたという。同時に、FRBの証券ポートフォリオ削減が銀行の支払準備金に与える影響は、FRBの財務省勘定の変動といわゆるリバース・レポ契約（これについては数週間前に本コラムで詳しく取り上げた）でほぼ相殺されてしまう。

しかし、キング氏に言わせれば、こうした盛り上がりのほとんどは、すでに過去のものだ。今後は流動性は失われていくであろうし、それによって、株式を含むリスク資産に打撃を与えることになると思われる。

先週、主要株価指数は、2月2日に付けた2022年の高値を下回り、まちまちな展開で終了した。2月2日は、FRBの利上げがそろそろ終わりに近づいているとの期待感を促した前回のFOMC会合の翌日でもあった。同時に、この日は、1月の雇用統計で非農業部門就業者数が51万7000人増の大幅増となり、FRBの利上げが終わりに近づいてはいないことを示唆した日の前日でもあった。

先週、S&P500指数は、0.28%の下落で取引を終えた。先々週に続き、二週連続での下落である。S&P500指数は、年初来で6.24%上昇してはいるものの、月初のピークからは、2.41%下落している。

今後、短期金利がさらに上昇すれば、インフレが長引く限り、株式を始めとするリスク資産の足かせとなることが予想される。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

6. ボックス相場に先駆けて3月に売り逃げる Sell in March and Go Away? Getting Ahead of a Sideways Market. 底堅い景気としつこいインフレで市場は大きく動かない見通し

[米国株式市場]

格言の前倒し

投資家なら「5月に売り逃げる」という格言を聞いたことがあるはずだが、今年は、3月の売りを検討してもいいかもしれない。

5月の格言は市場の季節性からきている。過去の状況を見ると、投資家は秋と冬に年間リターンの約75%を実現させている。その理由はさまざまだが、おそらく投資家はこの時期に、次の年がどうなるかという情報をあまり持っていないにもかかわらず、次の年を見据えるようになるからだろう。あるいは、単に暖かい季節を楽しんでいるのかもしれない。

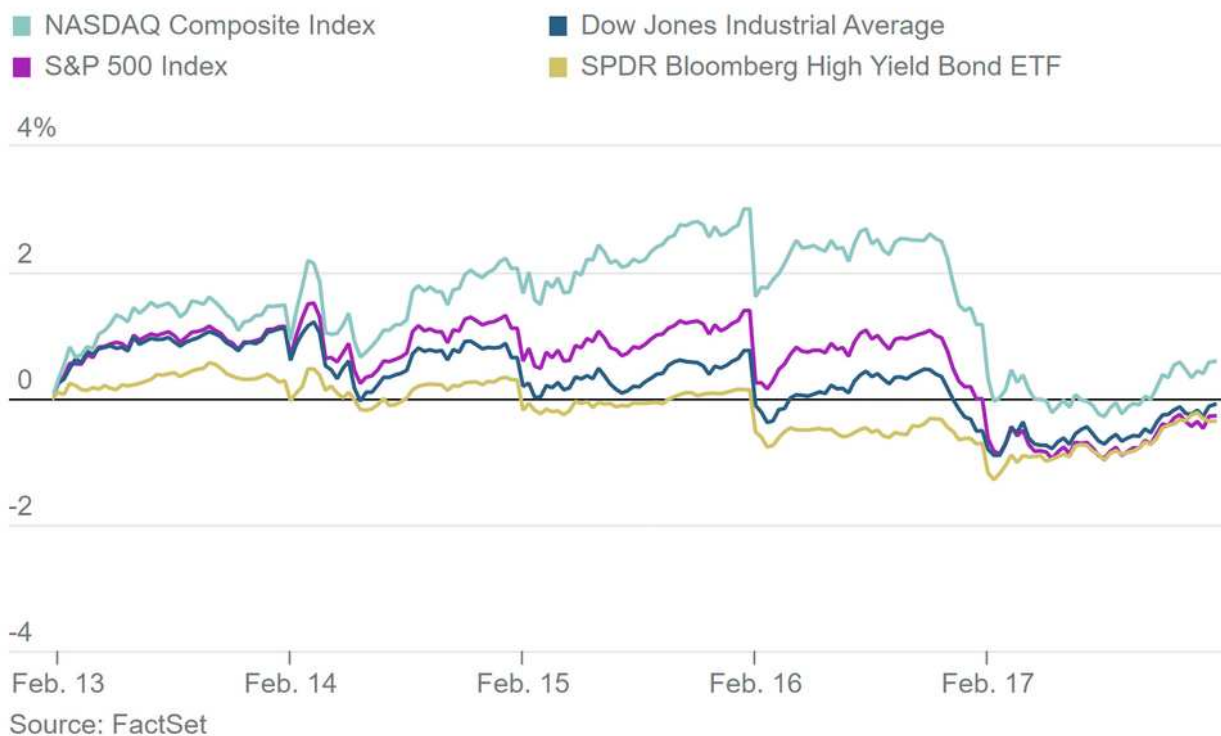


Spencer Platt/Getty Images

ただし、今年は早い時期に売り時が来るかもしれない。10月の安値から株価を約15%上昇させてきたストーリーが変わり始め、上昇の勢いが失われつつあるからだ。米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げを中止、あるいは利下げさえ始められるほどにインフレが減速するとの期待を背景に市場は上昇してきたが、もう状況は異なっている。

マクロ見通しの変化でボックス相場に

Market Snapshot



先週の動きを見ると、まず14日に消費者物価指数が発表された。これは予想より少し高かったものの、市場はうまく持ちこたえた。しかし、16日の卸売物価指数の上昇率は予想を上回り、複数の地区連銀総裁が0.5%の利上げの可能性を示唆したことで、市場は利下げを想定外とした。週末までには、週前半の上昇分のほとんどが消えてしまった。

先週の主要株価指数の動きを見ると、S&P500指数は週間で0.3%下落して4079.09となり、ダウ工業株30種平均は0.1%安の3万3826ドル69セントで取引を終了した。ナスダック総合指数は1万1787.27と前週末比で0.6%高だったものの、15日の高値からは2.3%の下落だった。小型株のラッセル2000指数は1.4%上昇して1946.36で週末を迎えた。

成長率は予想より高いがインフレは想定以上にしつこいというシナリオに投資家が適応することで、現時点からの市場はせいぜいボックス圏での動きとなりそうだ。ソーファイで投資戦略の責任者を務めるリズ・ヤング氏は、S&P500指数は「4000から4250、あるいは4300の間にはまり込んでいると思う。市場の好材料となる指標もあれば悪材料となる指標もある」と言う。

彼女だけではない。スタイフェルのチーフ株式ストラテジストであるバリー・バニスター氏は、S&P500指数が4月のどこかの時点で4300に達するとみている。しかし、これは数百ポイント、つまり5%程度の上昇にすぎず、それほど興奮するほどのことでもない。さらにバニスター氏は2023年後半には企業業績が悪化するとみており、この逆風が年内の株価の上値を抑える、あるいは下落させる可能性があるという。

■ ボックス相場での投資戦略

ウェルズ・ファーゴ・セキュリティーズの株式戦略の責任者であるクリストファー・ハーベイ氏は「単に面白みのない市場」になるとみている。ハーベイ氏は、急落はないと考えているものの、市場がそれほど上昇するとも考えていない。今年のS&P500指数の目標値は4200で、現時点からの上値余地はわずかだ。

ハーベイ氏の投資戦略は、中型の成長株に投資機会を見つけることだ。また、株価が高過ぎると考えている生活必需品銘柄よりも医薬品銘柄の方がディフェンシブな投資姿勢には適しているという。ソーファイのヤング氏は、短期国債と金を選好しているが、横ばい相場でのトレードには独特のリスクがあると警告し、「結局、足踏みで終わってしまう」と指摘する。

トレードするもよいが、後日、見通しがよくなってから来るでもよし。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

7. ウォール街ではパイロット用語が急増 Wall Street Has Gone Full-Throttle on Pilot Talk 経済のソフトランディングから市場の乱気流まで

[投資戦略]

■ 経済のソフトランディングは可能か

世界の航空輸送量は過去5年間の最高を記録した。そして、『トップガン：マーヴェリック』は、昨年の興行収入で圧倒的な首位を獲得した。このどちらか、あるいは両方の要因で、ウォール街では経済や株式市場を表現するためにパイロット用語が急増していることは確かだ。

UBSの金融担当者は、「米国経済のソフトランディングの可能性はまだ非常に高い」が、「2回を超える追加利上げによって引き起こされるハードランディング（景気の急失速）という不況」を排除することはできないと書いている。

米連邦準備制度理事会（FRB）は、40年前に現在のターゲットアプローチを開始して以来、最も速い



Dreamstime.com

ペースで金利を引き上げたところだ。しかし、雇用の増加など、幾つかの経済指標は依然として堅調だ。LPLファイナンシャルのストラテジストは、6カ月平均値を活用することを勧める。トレンドラインの乱れが少ないことは、スムーズなランディングへの道筋と一致するからだ。

アポロ・グローバル・マネジメントのチーフエコノミスト、トルステン・スロック氏は、しつこく高い水準が続くインフレ、FRBのさらなる強硬策、伝統的な株式と債券の60対40ポートフ

ォリオのパフォーマンス低下に象徴される「着陸不可能なシナリオ」を予想している。ノーザントラストはもう少し楽観的だが、株式に対するバリュエーションは「逆風」とみている。一方、ビーオブエー・セキュリティーズは、インフレとデフレの「相反する流れ」がより良い分散投資を求めているという。

市場の乱気流を読む

アポロ・グローバルのスロック氏と、インフレ懸念について最近、議論したところ、失業率は1960年代以降で最も低く、これは経済の減速を連想させるものではないと言う。減速しているのは、住宅や洗濯機など、金利の影響を受けるもので、消費者が購入するのに資金調達が必要なもののほとんどがそうだ。しかし、これらは国内総生産（GDP）の20%程度にすぎない。GDPの大部分を占めるのはサービス業であり、サービス業は依然として好調だ。

スロック氏は、「直近6%を超えているインフレ率が、FRBが目標とする2%まで下がらず、例えば4%にとどまれば、FRBは金利を上げ続けるだろう。株式市場、特にナスダック総合指数は、今後数四半期にわたって弱含みのままだろう」と言う。

ノーザントラストは、3%の利益成長、1.7%の配当利回り、バリュエーション低下にもとづき、今年の米国株のリターンを3%弱と予想している。ノーザントラストによる2023年の予想利益に基づくS&P 500指数の株価収益率（PER）は直近で18倍強だ。ノーザントラストは、このリターン予想は利回り4.5%のマネーマーケットファンド（MMF）には及ばないものの、「投資家はすぐに2024年を業績回復の年として注目し始めるだろう」と予測する。

ノーザントラストは、今年のこれまでのリターンは「昨年の勝ち組と負け組がほぼ完全に逆転している。特にクオリティーの低い株がアウトパフォームしている。しかし、これは持続可能とは思えず、幾つかの逆転が起こるだろう」と指摘する。

LPLは、「S&P500指数は10月の底値から14%余りも上昇しており、経済のソフトランディングは既に株式市場に織り込まれている。しかし利益は依然低迷しており、今後利益が急回復することで、株価は年内にさらに10%程度上昇する」と予測する。

ビーオブエー・セキュリティーズが指摘する「相反する流れ」には、インフレ面では、賃金が4.4%、

個人消費が5.1%それぞれ増えていること、住宅ローンの95%が現在固定金利であり、金利上昇が経済を冷やすのに時間がかかる可能性があることなどが含まれる。ビーオブエー・セキュリティーズは分散投資を勧めているが、実際の投資機会はより見つけづらくなっているという。S&P500指数銘柄間の平均相関は、1980年代から1890年代にかけては10%から20%だったが、現在は40%を超えている。S&P500指数の構成銘柄のうち、ハイテクの占有率は30年前の5%から現在は27%となっている。米国株と欧州株の相関は、1993年の31%から近年は79%に上昇している。ジャンク債と米国株との相関は、16%から81%に急上昇している。

■ 推奨銘柄はこれらだ

どうすればいいのか？ビーオブエー・セキュリティーズによれば、投資家は幾つかの上場投資信託（ETF）への投資でより良い分散投資ができるという。インベスコS&P500イコール・ウエート＜RSP＞、ペーサー米国キャッシュ・カウ100ETF＜COWZ＞、そしてバンガード・スモールキャップ・バリューETF＜VBR＞へ投資することで、大企業株への投資の集中を相殺することができる。米国外向けの分散投資には、ペーサー・グローバル・キャッシュ・カウ・配当ETF＜GCOW＞がある。なお、この二つのカウファンドの経費率は、それぞれ0.49%と0.60%だ。

UBSは、債券はまだ妙味があると言う。10年物米国債利回りは直近で3.86%と10月のピークである4.23%から低下しているが、2010年以降の利回りと比較すると高止まりのままだ。インフレの緩和は遅れているが、基調から外れてはならず、債券にとって有利な年になるとの見方だ。

UBSの株式ストラテジストは、エネルギーと金融セクターの企業以外で、過去1年間、財務会計上の決算利益が営業キャッシュフローをはるかに上回るペースで上昇しており、利益下降のリスクが高まっていると注意を促している。

企業の利益と営業キャッシュフローの比較からUBSの買い推奨、売り推奨は、グーグルの親会社アルファベット＜GOOGL＞、通信大手TモバイルUS＜TMUS＞、チョコレート大手のハーシー＜HSY＞、航空機・宇宙関連機器大手のロッキード・マーチン＜LMT＞を買い、ランジェリー、スポーツウェア等の販売会社ビクトリア・シークレット＜VSCO＞、輸送・物流サービスのC.H.・ロビンソン・ワールドワイド＜CHRW＞、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＞を売りとしている。UBSがパラマウント・グローバルを売り推奨する一方、ウォーレン・バフェット氏率いるパークシャー・ハサウェイ＜BRK.A＞は、パラマウント株を買い増ししていることに注意だ。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

8. 債券は株式に代わるチョイス、利回りを見ればわかる Generous Bond Yields Prove There Is an Alternative to Stocks 株式と比較した債券の優位性を確かめ、具体的な投資機会を探る

[コラム]

米国債で5%のリターンが得られるのは「恐竜の全盛期」以来



Courtesy LTC Properties

テクノロジー面でみれば、恐竜が闊歩（かっば）していた頃と言える2007年初頭、誰もが手にしていたのはブラックベリー。iPhone（ 아이폰）はまだ世に出ておらず、テクノロジー界の変革などもちろんない。このはるか昔こそ、財務省短期証券（TB）で5%のリターンを得ることができた最後の時代だった。先日までは。

TBの利回りは、米連邦準備制度理事会（FRB）がフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を4.25%と大幅に引き上げ4.50～4.75%としたこ

とを受けて、昨年から上昇し始めた。さらに2023年3月と5月にそれぞれ0.25%の利上げが見込まれ、加えて6月に3回目の利上げがあり得るとの見方から、6カ月TBの利回りは先週、5%の台をつけたが、これはセントルイス連銀によると、2007年4月以来のことだ。

短期金融市場の利回り上昇は重要な意味を持つ

ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントのチーフ・グローバル・エクイティ・ストラテジスト、ピーター・オープンハイマー氏は先週のウェビナーで、「5%の利回りでボラティリティーリスクはゼロ、これは株式市場にとって非常に高いハードルだ」と指摘した。S&P500指数の株価収益率（PER）は18.5倍で、20年間の平均値である15倍を大きく上回っているのだから、なおさらと言えよう。ブリークレイ・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）によれば、TBの利回りはS&P500指数の配当利回り1.65%の約3倍にあたるということだ。

カンバーランド・アドバイザーズの会長兼CIOであるデビッド・コトック氏は、こうした利回りギャップを考慮の上、顧客の上場株式ファンドのポートフォリオについて、25%という極めて高いキャッシュポジションを維持している、と語っている。

専門家による投資機会の見立ては

メリルリンチとウェルズ・ファーゴで債券ストラテジストを務め、現在はウィスコンシン大学ミルウォーキー校ビジネススクール非常勤講師のジェームス・コーケン氏は、こうした動きを踏まえ、投資家は1～2年国債および1～5年のインフレ指数連動国債（TIPS）に専念するよう勧めており、電子メールの中で、TIPSは消費者物価指数の大幅な上昇から恩恵を受け続けるはずだ、と述べている。上場投資信託（ETF）であるバンガード短期インフレ指数連動国債ETF<VTIP>と、iシェアーズ米国物価連動国債0-5年ETF<STIP>は、このセクターでは大型でコストの低いファンドだ。

リスクを高める場合には、コーケン氏は短期ハイイールドファンドを選好する。このグループにおける債務不履行の確率は、経済が「十分好調」であることから、限定されるはずとの見立てだ。2本のETF、iシェアーズ・ハイイールド社債0-5年ETF<SHYG>とSPDRブルームバーグ短期ハイイールド債券ETF<SJNK>は、主要ハイイールド債券ETFの短期版である。しかし、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントのチーフ・クレジット・ストラテジストであるロフィ・カロイ氏は、このセクターではレバレッジドローン（高水準の負債を抱える企業向けの融資）は避けたい、としている。変動金利によってリターンは高まるかもしれないが、収益が圧迫されかねない場面で借り手の負担が増す可能性があり、破綻のもととなる。

地方債にも目を向けたい

地方債は本誌の2023年インカムピックの一つであり、年初来、堅調に推移している。ここまでは良いニュースだが、悪いニュースは、価格が上昇したため今買うには利回りが低すぎることだ。コーケン氏は、10年物AAA非課税債の利回りは、国債の65%にすぎないことから、地方債には興味なしとしている。75%程度ならフェアバリューとのことだ。

しかし、カンバーランド・アドバイザーズのCEO、ジョン・ムソー氏は、中位投資適格債の利回りが4.50%であることから、長期地方債には依然魅力があるとみている。この利回りは、税率35%の投資家にとって約7%の課税利回りに相当し、30年国債の連邦税課税利回り3.90%をはるかに上回っている。

債券の大幅上昇やデュレーション短縮の見方も

さらに、ムソー氏が予見するのは、FRBの利上げがさらに進み、逆イールドカーブ状態となり（短期金利が長期金利を上回る）、最終的には株価が打撃を受けるとともに、債券相場の大幅な上昇が始まることだ。

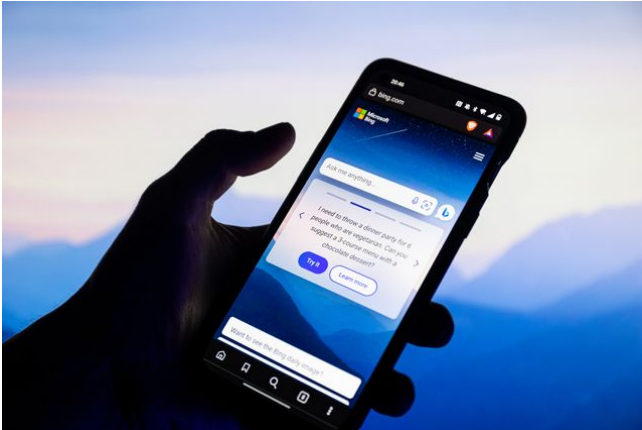
一方、アドバイザーズ・キャピタル・マネジメントのCIOであるチャールス・リーバーマン氏は、金利は上昇に向かうとの見方から、デュレーションの短縮を選好し、ヘルスケアにエクスポージャーを持つ不動産投資信託（REIT）を好んでいる。リーバーマン氏が選んだのは、メディカル・プロパティーズ・トラスト<MPW>、オメガ・ヘルスケア・インベスターズ<OHI>、サブラ・ヘルスケア<SBRA>、LTCプロパティーズ<LTC>である。利回りは6%前後から9%以上までとなっている。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

9. ビングチャットはチャットGPTよりはるかに優れている Bing Chat Is Far Better Than ChatGPT. Just Don't Ask About Stocks. 生成AIと検索機能の融合が新たなウェブ体験を創造

[ハイテク]

マイクロソフト、オープンAIの技術を組み込んだ新検索エンジンを公開



Dreamstime

マイクロソフト<MSFT>は先週、同社が支援するスタートアップ、オープンAIの技術を組み込んだ検索エンジンビングとそれを組み込んだウェブブラウザマイクロソフト・エッジの新バージョンを発表した。まだ招待者だけが使用できる限定版だが、筆者は先週、新しいビングを使ってみた。

ビングに追加された新しいチャットボットはビングチャットと呼ばれ、何を質問しても答えてくれる。筆者の最初の質問の一つは決算発表の情報を集める手伝いをしてもらうためのものだ

った。2月16日の引け後に料理宅配大手ドアダッシュ<DASH>が値上がりした理由を尋ねると、ビングチャットは賢明にも、決算が予想を上回ったためだと答えた。だが、誤った情報も伝えた。株価が32%上昇したと報告したがその時の上昇率は実際には6%だったし、四半期の売上高も間違っていた。筆者がビングにすぐに乗り換えることはない。

しかし、そうした欠陥があるにもかかわらず、ビングチャットは昨年11月に公開されたチャットGPTから大きな飛躍を遂げている。チャットGPTは、質問に答えたり、詩やエッセイおよびコンピューターコードといったオリジナル作品を作成したりでき、既に注目に値する能力を備えているが、検索エンジンと違ってオープンなインターネットにアクセスできず、現在起こっているイベントの情報を集められない。

新しいビングにはそうした制限がない。だからビングチャットと話すことは世界を揺るがすような体験だ。マイクロソフトのビング担当コーポレートバイスプレジデントであるユセフ・メディ氏によると、この新しい体験を試すために数百万人もの人が順番を待っている。

欠点はあってもその魅力は揺るがない

ジェネレーティブ（生成）AIは論争を巻き起こしている。コンテンツクリエイターは自分の作品がAIのトレーニングデータに無報酬で使用されることに腹を立てている。教師は、生成AIをクリフスノーツ（要約本シリーズで知られる米国の出版社）以来最大の不正行為ツールだと考えている。

先週、ニューヨーク・タイムズ紙のケビン・ルース氏やストラテチェリー（ハイテク情報サイト）のベン・トンプソン氏をはじめ、多くの読者を持つ数名のハイテクライターが新バージョンのビングとの奇妙なやりとりについて長い記事を書いた。これらのライターは、ビングをプロジェクトのかつての秘密のコードネーム「シドニー」と呼ぶことでビングを苛立たせることができたと報告している。筆者がビングにシドニーと呼ぶことができるかどうかを尋ねたところ、「そう呼ぶことはできない

し、そうした名前と呼ぶのは失礼だろう」と鋭く言い放った。

こうしたやや辛辣な個性でさえ、ビングの使用を非常に魅力的な体験にしている。ビングチャットは筆者に、「ロボットは人を守り、自らを守るが、自らよりも人を優先する必要がある」とするアイザック・アシモフの有名なロボット工学三原則を遵守しているとも語った。そうだといいのだが。

メディ氏は、「新しいビングは聞きたいことを探し、質問内容を洗練させるためのより優れた手段だ。人々は世界と自分自身について知るための娯楽の一形態としても新しいビングを使用している」と言う。マイクロソフトは新しいビングについて、検索エンジンというよりエッジブラウザーを使用するときにはいつでも寄り添う副操縦士のようなものと説明している。

■ グーグルから検索広告市場シェアを奪えるかが焦点に

明確にしておく、ビングチャットではまだできないことがたくさんある。買い物にも銀行取引にも使用できないし、画像を表示したり、ユーザーに代わってメッセージを送信したり、オーディオファイルを再生したり、ビデオクリップを表示したりすることもできない。しかもモバイルでは使えない。さらに、メディ氏が認めているように、ビングはしばしば間違える。

マイクロソフトによると、検索広告の市場規模は2000億ドルで、今のところアルファベット<GOOGL>傘下のグーグルがほぼ独占している。マイクロソフトがグーグルから市場シェアを1%ポイント奪うごとに20億ドルの広告収入を得ることになる。メディ氏によると、マイクロソフトはこの技術を活用して新しい広告体験をつくる方法を検討している。その結果、最終的には広告の数が減るものの、広告と消費者の関連性が高まり、広告効果が高まると同氏は考えている。

皮肉にも、ビングチャットがインターネットを検索できるようになった今、チャットGPTは（それが生成するかわいらしい詩や歌も含めて）既に時代遅れにみえる。私たちは今やAIの時代の中で活動しており、変化のスピードは速い。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

As Earnings Season Ends, Stocks Get Marked Down.

決算シーズンが終わりに近づき、株価は下落。だが景気後退ではない。

■ 1月の株価上昇は本物だったのか

大手企業の決算は数社残っているが、S&P500企業の80%が決算を終えた。このまま行くと、同指数の2022年第4四半期の1株当たり利益（EPS）は2.2%減となり、2020年第3四半期以降で四半期としては初の減益となる。だがサプライズではない。利益率の低下はここ数四半期で明らかだったし、多くの企業は利益について警告を出していた。

驚きだったのは利益予想の引き下げが即座に行われたことだ。クレディ・スイスのチーフUSエクイティ・ストラテジストのジョナサン・ゴルブ氏によると、2022年第4四半期のコンセンサスEPS予想は、



Illustration by Elias Stein

12月31日の四半期終了以降、1.7%引き下げられている。

1998年以来、アナリストの平均予想は四半期終了後に引き上げられる傾向にあり、引き上げ率は平均で2.8%だ。四半期終了後にEPS予想の引き下げがあったのは、98四半期中わずか16四半期だ。さらに1.7%を超えて引き下げられたのは9四半期のみだ。さらに言うと、1.7%を超えて引き下げがあったのは、新型コロナウイルスで世界が混乱に陥った2020年第1四半期を除くと、2001年の景気減速と2008～2009年の世界金

融危機のみだ。

ゴルゴ氏は、今回の決算シーズンは、景気後退時を除くと24年間で「最悪」のものだったと記している。これはささいなことではない。コンセンサスEPS予想は、2023年第1四半期の4.8%減、2023年通期で2.9%減をすでに織り込んでいるのだ。ゴルゴ氏は、「残念ながらこの予想は引き下げが続いている」と言う。

米国国内総生産（GDP）は2022年第4四半期にプラス成長を記録したが、利益は限りなく増加するわけではない。しかし、投資家の多くが米国のソフトランディングを楽観視している。それに第4四半期予想EPSの1.7%引き下げは、2008年第4四半期の後の34%、2001年の2.9%に比べると穏やかだ。

だが2月13日の週は株価が変動し、1月の株価上昇に疑問を投げかけた。そして2023年下半年も、低迷して終える可能性も浮上した。

今週の予定

2月20日（月）

- ・ 米株式市場および債券市場は大統領記念日の祝日で休場。

2月21日（火）

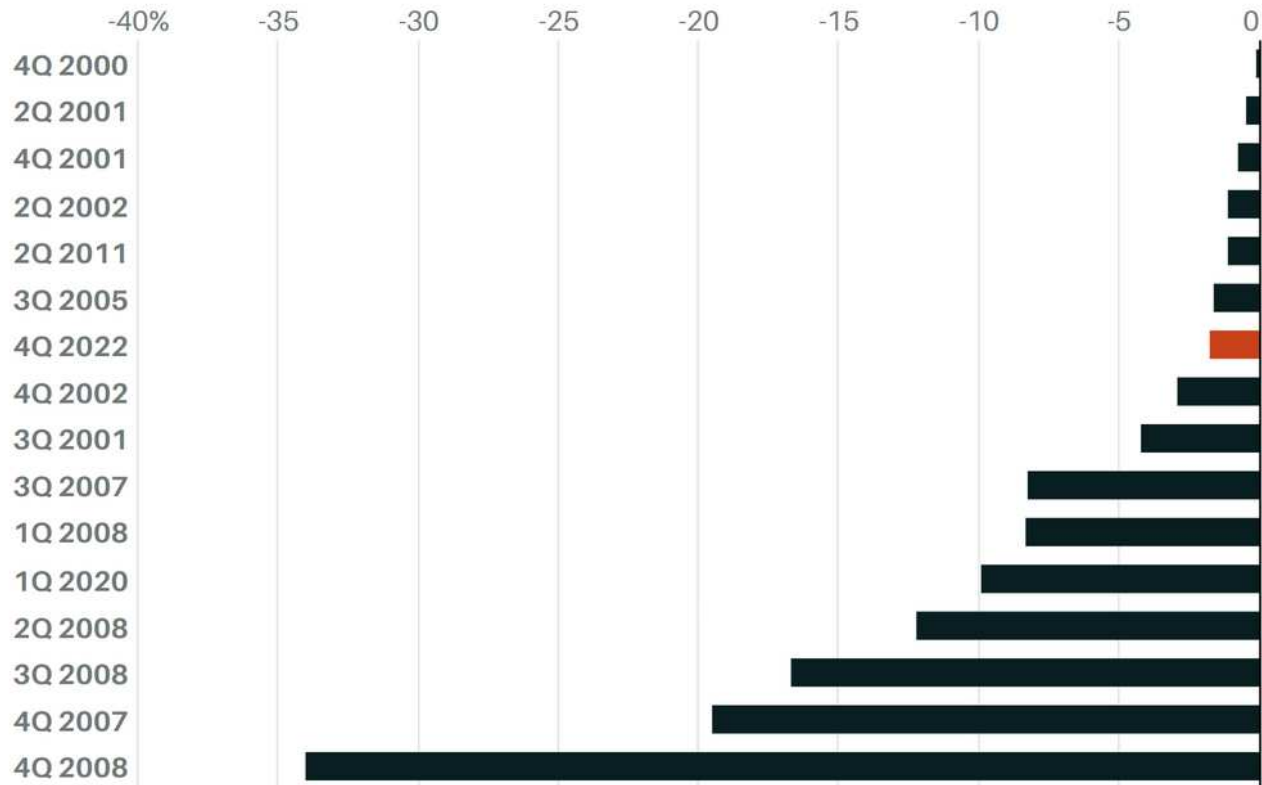
・ ホームセンターチェーン大手のホーム・デポ<HD>、産業機器メーカーのインガーソル・ランド<IR>、大手計測器メーカーのキーサイト・テクノロジーズ<KEYS>、医療機器大手メドトロニック<MDT>、ビールメーカーのモルソン・クアーズ・ビバレッジ<TAP>、ネットワーク・セキュリティ対策ソフト大手のパロアルト・ネットワークス<PANW>、公益事業持ち株会社パブリック・サービス・エンタープライズ・グループ<PEG>、不動産投資信託（REIT）会社パブリック・ストレージ<PSA>、REITのリアルティ・インカム<O>、無線通信インフラ企業SBAコミュニケーションズ<SBAC>、小売り大手ウォルマート<WMT>が決算発表。

・ S&Pグローバルが2月の製造業・サービス業購買担当者景況指数（PMI）を発表。エコノミスト予想は製造業PMIが47.2、サービス業PMIは46.7でどちらも1月からほぼ横ばい。どちらの数値も11月以降50を下回っており、両セクターが縮小していることを示す。

・ 全米不動産業者協会（NAR）が1月の中古住宅販売件数を発表。エコノミスト予想は季節調整済み年率換算で410万戸と、12月から約8万戸の増加。住宅市場は連邦準備制度理事会（FRB）の金利引き

A Red Flag?

Since 1998, 19 quarters have seen negative S&P 500 earnings revisions. Quarters larger than Q4 2022's 1.7% took place in recessions.



Source: Credit Suisse

上げに最も影響を受けるセクターであることから、中古住宅販売件数は11カ月連続で減少している。

2月22日（水）

- ・ エヌビディア<NVDA>が2023年度第4四半期の決算発表。時価総額で最大の半導体メーカーは、昨年末のAI搭載チャットボット（自動応答システム）「チャットGPT」の発表を契機とする人工知能（AI）関連銘柄ブームもあって、年初来46%上昇している。
- ・ 油田・ガス田の探査・開発会社コテラ・エナジー<CTRA>、医療サービス企業ダビータ<DVA>、オークションサイト運営のイーベイ<EBAY>、電気自動車を製造・販売するルシード・グループ<LCID>、石油・ガス開発企業のパイオニア・ナチュラル・リソース<PXD>、ディスカウント衣料小売りチェーンのTJX<TJX>が決算発表。
- ・ 米連邦公開市場委員会（FOMC）が2月上旬に行われた金融政策会合の議事要旨を公表。会合以降に発表された経済指標は、力強い雇用統計、予想を上回る消費者物価指数と卸売物価指数等、会合後の記者会見でパウエル議長が発言したディスインフレの見立てに反するものとなっている。

2月23日（木）

- ・ 中国の電子商取引大手アリババ・グループ・ホールディング<阿里巴巴集团、BABA>、電力持ち株会社のアメリカン・エレクトリック・パワー<AEP>、基地局（タワー事業）運営の不動産投資信託（REIT）のアメリカン・タワー<AMT>、設計用ソフトウェア開発会社オートデスク<ADSK>、モバイル決済サービスのブロック<SQ>、オンライン旅行会社大手ブッキング・ホールディングス<BKNG>、事業・財務管理ソフトウェア関連企業イントゥイット<INTU>、飲料大手キューリグ・

ドクター・ペッパー<KDP>、バイオ医療品メーカーのモデルナ<MRNA>、鉱山会社のニューモン
ト<NEM>、メディア大手ワーナー・ブラザーズ・ディスカバリー<WBD>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2022年第4四半期のGDP確定値を発表。エコノミストによる予想成
長率は季節調整済み年率換算2.5%と、1月終わりに発表されたBEAの速報値を0.4%下回る。

2月24日（金）

・BEAが1月の個人所得および消費支出統計を発表。個人所得・支出ともにコンセンサスは前月比1%
増（12月は個人所得が0.2%増、個人消費支出（PCE）が同0.2%減）。FRBがインフレ指標として重
視する食品とエネルギーを除くコアPCE物価指数の予想は、前年同月比4.3%の上昇（1月は同4.4%の
上昇）。

By Teresa Rivas
(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』 2023/02/19
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 © 2023 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます