

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2023/04/16

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 注目の預金アプリ「テラス」に大きなリスク - A Fintech Offers 5% Savings Rates. Never Mind the Risks [カバーストーリー]
規制を逃れ、顧客預金を原資に高リスク融資 P.1
2. 最適なファイナンシャルアドバイザーを選ぶ方法 - Financial Advisor Teams Come in Many Flavors. How to Pick the Right One for You [フィーチャー]
2023年ランキングは百花繚乱 P.6
3. コモディティと株式、どっちが安全? - Commodities vs. Blue Chips: The Safer Bet Is a No-Brainer [投資戦略]
筆者の軍配は株式 P.10
4. クラウドの成長が急減速 - Tech Companies Have Cut Costs, but So Have Their Customers [ハイテク]
顧客の支出最適化が継続、今後の起爆剤は生成AIか P.12
5. FRBに耳を貸さない債券市場 - The Markets Don't Heed the Fed's Warnings. [コラム]
どちらが正しいのか P.14
6. 基軸通貨としての地位を脅かされるドル - Threats Mount to Dollar's Role as World's Reserve Currency [コラム]
下落懸念はあるもライバルは不在 P.15
7. 日銀の新総裁就任は円と債券には吉報 - Japan Has a New Central Bank Chief. Good News for the Yen and for Bonds. [フィーチャー]
金融政策転換のタイミングとその先の銘柄を探る P.18
8. 逆イールドとインフレを悲観し過ぎるな - The Yield Curve and Inflation Might Be Sending a Positive Message [経済政策]
重要指標を異なる視点で読み解く P.19
9. 銀行決算スタート、出足はまざます - As Bank Earnings Go, So Goes the Market. So Far, So Good. [米国株式市場]
大手3行は好調、まだ警戒必要 P.22
10. 今週の予定 - Buffett Raises His Japanese Bets. [経済関連スケジュール]
日本株に光明、バフェット氏が追加投資 P.24

※当誌は、株式会社時事通信社がライセンスに基づき Dow Jones & Company, Inc. の発行する BARRON'S 誌の内容を利用して作成したものです。
※当誌は、情報提供を目的としてのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。また、当誌は当社が信頼できると判断した資料およびデータ等により作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。
※記事中の株式やファンドの価格は、米バロンズ編集部による記事執筆時点の値である場合があります。

1. 注目の預金アプリ「テラス」に大きなリスク

A Fintech Offers 5% Savings Rates. Never Mind the Risks
規制を逃れ、顧客預金を原資に高リスク融資

[カバーストーリー]

大手銀行との提携は実際には存在せず



Photographs by Jacob Adelman/Barron's

預金アプリを運営する金融スタートアップ企業のテラス・アップ (Tellus App) は、シリコンバレー銀行 (SVB) の破綻後、SVBとの関係を否定した。テラスは、預金を引き出そうとする顧客向けのメールで、テラスが米国最大クラスの銀行であるJPモルガン・チェース<JPM>やウェルズ・ファーゴ<WFC>と提携しており、両社ともに預金保険の対象だと主張した。問題は、両社との提携関係が実際には存在しなかったことだ。

テラスは、金利がほぼゼロだった1年前、ウェブサイト上で約4%の利回りをうたい、大手銀行との

関係を強調していた。現在は基本サービスの「ブースト」口座で5%の利回りを提供しており、ウェブサイト上で「現金を市場に投資しなくても、平均的な預金口座の13倍以上の金利を得られる」と宣伝している。しかし、テラスは銀行ではなく、規制当局の監督対象でもない。従来の金融業界とのつながりを強調することは誤解を招く。

本誌がJPモルガンとウェルズ・ファーゴにテラスとの関係取材したところ、両社は驚いていた。ウェルズ・ファーゴは本誌に対し「テラスのウェブサイトに記載されている関係は存在しない」とし、テラスの「バンキングパートナー」であることも否定した。JPモルガンは「テラスとの間に銀行業務や預託業務に関する取引関係はない」と表明した。本誌がJPモルガンとウェルズ・ファーゴに取材した数日後、テラスのウェブサイトから両社の名前は消えていた。

規制の網を逃れるフィンテック

2016年設立のテラスは、ソーシャルメディアを活用して、「不動産を活用したスマートな預金プラットフォーム」を宣伝している。不動産データ会社アトムによると、テラスは約1億ドルの融資を実行している。テラスは顧客の預金を活用して住宅ローンを融資しているという。しかし、本誌の調査によれば、テラスはこうした預金を原資とする融資のリスクを過小評価している。テラスがハイテク投資で有名なアンドリーセン・ホロウィッツなどのベンチャーキャピタル会社から多額の投資を集めているにもかかわらず、である。



Photograph by Jacob Adelman/Barron's

銀行業界では、連邦や州の規制当局が、顧客の資金のリスクや用途について厳しい規制を定めてい

る。しかし、スタートアップ企業は、金融とテクノロジーを組み合わせた「フィンテック」の名の下に、規制の枠を強引に乗り越えようとしてきた。規制当局は、アナログ時代の規則をデジタルディストラクター（破壊的デジタル企業）に適用することに苦勞しており、フィンテックはおおむね規制を逃れている。

企業が顧客の預金を利用するには、州や連邦の銀行業免許を取得する必要がある。この免許は、預金保険を利用できるというメリットがある一方、規制当局の監視対象になることも意味する。テラスは銀行業免許を取得していないため、明確な規制要件を課されていない。顧客は預金保険の対象にはならず、テラスはホームページの複数の箇所でその旨を開示している。

テラスの広報担当者は、本記事に関する質問リストへの回答を拒否し、報道機関の取材を受けないというポリシーを定めていると述べた。

テラスは、顧客がスマートフォンのアプリを通じて預金した現金を利用し、低リスクかつ高金利の住宅ローン融資を行うために、借り手の財務状況に関する独自の知見を活用しており、ローン収入の一部を金利として預金者に提供しているという。しかし、本誌がテラスの文書や公的記録を分析したところ、テラスは高リスクな借り手に融資を実行している。融資は不動産投機家に提供されるケースもあれば、返済が困難な借り手に提供されるケースもある。

非営利団体の公益調査グループ（PIRG）で連邦消費者プログラムの責任者を務めるエド・ミエズウィンスキー氏は、「シリコンバレーの企業が、自社が規制の対象ではないと主張するケースはよくある。テラスはその一例にすぎない」と指摘する。

例えば、証券取引アプリのロビンフッド・マーケット<HOOD>は2018年に利回り3%の当座預金口座を提供すると発表したが、規制当局の承認を得られず、計画はすぐにお蔵入りとなった。暗号資産（仮想通貨）取引所のコインベース・グローバル<COIN>も、2021年にコインベース・レンドという預金口座風のサービスを発表したが、米証券取引委員会（SEC）から提訴を検討しているという警告を受け、サービスを中止した。

しかし、テラスは、シリコンバレーの大物投資家から注目を集めているにもかかわらず、規制当局の監視の目から逃れている。

■ 著名ベンチャーキャピタルの後押しとSNSでの宣伝活動

テラスのホームページ上部のバナーには、アンドリーセン・ホロウィッツのロゴが目立つ形で表示されている。アンドリーセンは、昨年テラスが1600万ドルを集めた資金調達ラウンドで主導的な役割を果たした。創業者のマーク・アンドリーセン氏は、「ソフトウェアが世界を飲み込む」という言葉で有名で、かつてスタートアップ企業だったフェイスブック（現メタ<META>）、民泊仲介サイトのエアビーアンドビー<ABNB>、ライドシェア大手リフト<LYFT>、コインベース、ロビンフッドなどに投資している。

アンドリーセンのテラスに対する投資額は、シリコンバレーのベンチャーキャピタルの基準から見れば巨額ではない。しかし、カーネギーメロン大学スウォーツ起業家センターのデーブ・マウィニー氏は、アンドリーセンは優れた企業の選別に定評があり、テラスがその恩恵を受けていると指摘する。



Photograph by Jacob Adelman/Barron's

カリフォルニア州サンタクララ郡の記録によると、アンドリーセンのゼネラルパートナーであるコニー・チャン氏は、テラスの共同創業者であるロッキー・リー氏と結婚している。アンドリーセンの広報担当者は、テラスへの投資に関する質問への回答と、チャン氏への取材を拒否した。チャン氏とリー氏は、本誌が直接送信したメッセージに回答しなかった。

テラスはTikTok（ティックトック）、Instagram（インスタグラム）、フェイスブックなどで、インフルエンサー風の広報担当者が出演する動画を投稿して若い顧客を引きつけている。ある動画では、若い女性が「住宅、結婚、自動車のために貯金をしているなら、テラスをチェック」と呼び掛けている。アトムデータのデータや公開文書によると、テラスはこのようにして集めた預金を原資として、約70件の不動産融資を実行している。

顧客の一人だったデービッド・サメット氏は、去年の暗号資産の暴落で数千ドルを失い、残った現金の預金先を探していた。テラスの口座を開設したのは「金利が高いから」だったと言う。SVBの破綻を受けて、サメット氏は銀行業界の混乱を恐れ、テラスの口座から預金を全額引き出した。テラスは、サメット氏が預金の引き出しをキャンセルするなら、1週間にわたってブースト口座の金利を2倍にすると提案してきたが、サメット氏は無視した。この提案は、テラスがJPモルガンやウェルズ・ファーゴとの提携関係を主張したメールと同じメールに記載されていた。

テラスはこれらの銀行とは異なり、実店舗を持たない。シリコンバレーの本社は、個別指導塾やマッサージ店が入居する小さな商業ビルの一区画にあり、車1台分のガレージほどの広さしかない。最近、本誌記者は平日の朝に本社を訪れたが、2階の窓から傾いたブラインド越しに見えるオフィスは暗かった。ドアをノックしても返答はなかった。

大家向けアプリから方針転換



Photograph by Jacob Adelman/Barron's

テラスの創業者は、北京とカリフォルニア州にオフィスを有する企業弁護士のリー氏と、シリコンバレーのシリアルアントレプレナー（事業の設立と売却を繰り返す起業家）であるティエンチェン・ジュ氏だ。

テラスの旧ウェブサイトによると、創業当初、テラスは大家がテナントとの連絡、賃料の回収、経費の管理などに利用するためのアプリだった。融資機能が登場したのは2019年だ。ソフトウェア開発者が新アプリや大規模アップデートの宣伝に利用するウェブサイト「プロダクト・ハント」で「テラス2.0」が公表された。新たなテラスは、融資を提供する投資家と大家を結び付けることを目指していた。

リー氏とジャー氏が後に申請した特許には、住宅ローンの資金提供者が「適格な投資家」であることをテラスが確認するための方法が記載されている。適格な投資家とは、一般投資家が参加できないプライベート投資に参加するための貯蓄、所得、金融関係の素養がある投資家を意味する。テラスはジャー氏への取材を拒否し、ジャー氏はソーシャルメディア経由の本誌メッセージに返答しなかった。

テラスは2020年8月にアプリを再びリニューアルしており、プロダクト・ハントで「テラス・ブースト」を紹介している。大家向け融資の資金を提供するのは、もはや適格な投資家ではない。商品デザイナーのブレイク・マンゾ氏は、資金は預金者の口座から提供され、預金には最大で3%の金利が付与されるとプロダクト・ハントへの投稿に書いている。金融サービス会社バンクレートによると、当時の従来型銀行の平均預金金利は0.1%だ。

既にテラスを退社したマンゾ氏は、最近の本誌取材に対し、「アプリは短期間で何度も更新されており、初期とは大きく変わっている」と語った。テラスは、現在の融資の多くは住宅購入者向けのつなぎ融資だと説明している。3月のインスタグラムの投稿によれば、これらの融資は「現在の住宅が売れるのを待つ間に、新たな住宅を買うための短期融資」だという。

テラスが預金口座付きのアプリを再リリースした2020年、融資先の大部分を占めるサンフランシスコのベイエリアは、不動産価格の歴史的な上昇のさなかにあった。カリフォルニア州不動産協会のデータから計算すると、価格は前年比で19%上昇した。しかし、この動向は反転している。同協会のデータによると、2023年2月、ベイエリアの住宅価格は前年同月比で19%下落した。そのため、テラスの借り手がデフォルト（債務不履行）に陥った場合、預金者が損失を被るリスクが高まっている。

■ 実際の融資先は高リスク

テラスの主張では、住宅購入者向けのつなぎ融資は短期間なので、デフォルト前に返済される可能性が高く、安全だ。しかし、本誌が不動産売却リストや市の許認可記録を調査したところ、テラスの融資物件のうち12件は、再開発物件や大規模改修が必要な物件だった。このような投機的なプロジェクトは通常、リスクが高い。

こうした物件の一つが、カリフォルニア州サンノゼの繁華街付近にある老朽化した複合ビルだ。オーナーのステファニー・イー氏によると、賃料を支払っている入居者はいない。イー氏はこの物件を120戸のアパートに再開発するための許可を市に申請している。

イー氏はテラスの融資で他の物件も購入している。その一つは、サンノゼ中心部にある建築途中の2階建て住宅だ。以前のオーナーが適切な許可を得ずに開発を開始し、工事が強制中止されたものだという。建物は中途半端な骨組みのままで、下張りのベニヤ板がむき出しになっており、庭は廃棄物で埋まっている。イー氏は市に工事再開の許可を申請している。

テラスによる過去2年間の融資の約3分の1は、イー氏の事業と、イー氏が経営するサンノゼの不動産会社アルファエックス・リ・キャピタルの別の役員が管理する事業に提供されている。役員の一人名であるサニー・リー氏は、ビジネス向け交流サイト（SNS）リンクトインのプロフィールに、テラスのビジネスコンサルタントと記載している。

本誌はテラスとの関係についてリー氏にメールで質問したが、回答はなかった。イー氏は、テラスの不動産融資のうち数件はリー氏が仲介したものであることを認めたが、この件に関する潜在的な利益相反はテラスの問題であり、イー氏には関係ないと述べた。

テラスの他の融資は、金銭的に厳しい状況にある借り手に提供されている。例えば、カリフォルニア州ウエストオークランド在住の姉妹がテラスなどを訴えた訴訟の訴状によると、姉妹は既存の住宅ローンの借り換えのために、2021年初夏にテラスから融資を受けた。しかし、その後、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）によって財政難に陥った。姉妹は融資の支払い猶予を申請したが無視され、その約6カ月後に住宅は抵当権の行使によって売却された。

裁判記録によると、テラスは支払い猶予申請から抵当権行使までの間に債権を複数の投資家に売却している。テラスは裁判の提出書類において、既に債権を所有していないため、訴訟から除外されるべきだと主張した。テラスのウェブサイトには、融資活動によって損失が生じたことはないと記載されている。

証券当局や州当局の規制対象となる可能性も

専門家は、テラスが証券規制の対象になり得ると指摘する。テラスは銀行ではないが、顧客に金銭的リターンを提供しているため、SECへの登録を要求される可能性があるという。チュレーン大学のアン・リプトン教授は、SECは未登録証券の発行企業を追及するかどうか決定するために、過去の裁判所の判決に基づくさまざまな指針を定めていると語る。リプトン氏は、「テラスは過去に証券と見なされたケースと同様と思われる」と指摘する。

サンタクララ大学のソヨン・キム教授によると、SECがコインベースを調査したケースでは、市場を上回る金利によって顧客を預金口座に引きつけ、その預金を暗号資産に投資する点が問題視された。キム氏は、テラスのビジネスモデルはコインベースとあまり変わらないように見えると話す。

テラスは2021年5月、未登録証券を違法に販売したなどとして、SECに通報された。本誌は通報者のバリー・ミンコフ氏から情報提供を受けた。ミンコフ氏は金融詐欺によって過去に3度の有罪判決を受けたが、現在は不正の告発者として活動しているという。ミンコフ氏は、預金を検討している顧客のように装い、通報のための資料を収集したと語る。SECは本誌に対してコメントを拒否した。

法律事務所スワード・アンド・キーゼルの金融規制専門家であるポール・クラーク氏は、テラスは法律上、銀行しか提供できないサービスを提供しているため、州の銀行規制当局による規制にも直面する可能性があるとして指摘する。クラーク氏は「顧客から資金を受け取り、それに金利を支払うことは預金に該当する。米国のあらゆる州で、預金には銀行業免許が必要だ」と語る。

カリフォルニア州で銀行業免許の可否を判断するのは金融保護イノベーション局だ。広報担当のマーク・リーズ氏は、テラスに関する具体的なコメントを拒否した。リーズ氏は、テラスのように現金を自由に引き出すことができる預金口座を提供する企業は「州または連邦に認可された銀行としての免許が必要である可能性が高いが、各案件は個別に評価および検討される」と述べた。

By Jacob Adelman
(Source: Dow Jones)

2. 最適なファイナンシャルアドバイザーを選ぶ方法

[フィーチャー]

Financial Advisor Teams Come in Many Flavors. How to Pick the Right One for You

2023年ランキングは百花繚乱

チームが異なればアドバイスも異なる



Photograph by Scott Semler; Styled by Emma Ringness

投資家が大手証券会社を選ぶのは、大企業の安定性を好むからだ。しかし、モルガン・スタンレー<MS>、メリルリンチ、ウェルズ・ファーゴ<WFC>、UBS<UBS>といった大手証券会社傘下のトップアドバイザーが、通常、さまざまなタイプの異なるチーム内で仕事をしていることを知らない投資家も多いのではないか。

富裕層向けにアドバイザー選を支援するスプリングリーフの創設者であるダグ・ブラック氏は、「大手証券会社のオフィスに入っていくシナリオを想定してみよう。入って右に曲がった

ところにあるチームに会うか、左に曲がって別のチームに会うかによって、実質的に異なるアドバイスが得られる可能性がある。証券会社による違いより、チームによる違いの方がはるかに異なっているものだ」と言う。

本誌が毎年発表しているプライベート・ウェルス・マネジメント・チームのトップリストには、市場に打ち勝つことを目標とするチームと、インデックスファンドを使って市場と同等のリターンを確保することを目標とするチームが並ぶ。このリストに掲載されたチームは、大手証券会社に所属し、超富裕層向けのサービスを専門とするグループや、中流以上の世帯を対象とするグループが含まれている。新規顧客の獲得や投資アプローチの決定を行うリードアドバイザーが運営するチームもあれば、複数のアドバイザーが真のパートナーとして共同運営を行う「水平型」のチームもある。

他にも違いはいくらでもある。実際、ウォール街で成功している大手チームは、会社の中に存在する別の会社であることが多い。アドバイザーの人材紹介会社であるダイヤモンド・コンサルタンツの最高経営責任者（CEO）であるミンディ・ダイヤモンド氏は、「名刺にモルガン・スタンレーやメリルリンチと書かれていても、アドバイザーはそれぞれ明らかに独立した経営を行っている」と言う。

大手証券会社は、アドバイザーが顧客に勧める証券を精査し、アドバイザーが業界の規制に従うよう指導する一方で、アドバイザーは、その業務運営や顧客への対応に大きな自由を与えられている。ブラック氏は、「そうしたことは、アドバイザーが顧客と一緒にライバル会社に移ることができるからであり、実際、そうすることで大きなボーナスが提供されるのが慣例だからだ。大手証券会社の世界では、アドバイザーが王様だ」と言う。

このように、チームによって違いがあるのは、突き詰めれば個々の投資家のニーズに最も適したチームが存在するからだといえる。自分に合ったチームを見つけるには、アドバイザー業界の状況を理解し、チームの構成、投資アプローチ、顧客のタイプ、そしてカルチャーについて洞察することが必要だ。そのためには、次のようなトピックについての的確な質問をすることが求められる。

投資アプローチの違い

同じ証券会社でも、チームによって投資運用のアプローチは大きく異なる。HLMキャピタル・マネジメント・グループのパートナーでリード投資ストラテジストのスティーブ・ヘフター氏によれば、同社の保守的な投資哲学は、「元本を失わないこと」で、顧客になろうとする投資家に理解してもらうことが重要な戦略の一つだ。ヘフター氏は、「われわれは、分散されたポートフォリオの中で、元本を維持しようとしている。そのため、もしハイテク株が高騰しても、われわれはハイテク分野だけに投資しているわけではないから、市場をアウトパフォームできるとは限らない」と言う。

つまり、HLMの投資哲学は、できるだけリスクを抑えながら、目標達成に必要なリターンを得ることだ。他のチームは、市場を上回るリターンを提供できることを売りにしており、どちらのアプローチにも支持する投資家が存在する。投資家は、採用を検討しているアドバイザーのアプローチを具体的に確認する必要がある。

また、所属している証券会社によっては、提供する投資戦略が制限されている場合もある。例えば、ほとんどの大手証券会社は、顧客が口座で暗号資産（仮想通貨）を所有することを認めていない。

カルチャーのフィット感と顧客層の見極め

このようなソフトなテーマは難しいかもしれないが、チームと理解を共有することは極めて重要だ。カルチャーに関して言えば、UBSのアドバイザーチームは一般的に顧客によく似ている。UBSの米国ウェルス・マネジメントの責任者であるジェイソン・チャンドラー氏は、「ハイテク分野の起業家を主たる顧客とするチームは、同じような服装で、同じタイムラインで交流し、よりリラックスしたカルチャーを持っているかもしれない。プライベートエクイティのエグゼクティブを主たる顧客とするチームは、それとは異なるカルチャーを持つ可能性がある」と述べている。

ブラック氏は、自分がそのチームの顧客として突出した存在でないことを確認することが重要だと指摘した上で、「そのチームの最大の顧客にはならない方がよい。なぜなら、そのチームはあなたのお金で勉強することになるからだ。また、最小規模レベルの顧客になることも避けたい。なぜならサービス面で問題が生じる可能性があるからだ」と言う。

またチームは、自分と同じような背景を持つ顧客と仕事をした十分な経験を持っている必要がある。ストックオプションを大量に保有する企業経営者であれば、チームには同じような背景を持つ投資家との十分な取引実績が必要だ。ブラック氏は、「私と同じような顧客を何人担当したことがありますか」という質問は、的を射たものだという。

顧客にとって重要なカルチャー要素の一つは、謙虚さだ。業界で最も成功しているアドバイザーは、自信喪失に苦しむことで現在の地位を築いたわけではないが、自信はかたくななプライドにつながることもある。顧客に最適なソリューションを提供するために、外部の助けが必要だと認められないチームは問題だ。

モルガン・スタンレーでウェルス・マネジメントのフィールド・マネジメントの責任者を務めるビンセント・ルミア氏は、社内のチーム間で「戦略的パートナーシップ」が増えてきていると言う。顧客がチームにとって不慣れな課題に直面したとき、適切な専門知識を持つ他のチームに気軽に相談する

ようになっているのだ。ルミア氏は、「アドバイザーが、自分たちのできることでできないことを認め、謙虚になる姿が見られるようになった。それが、顧客からの信頼につながる」と言う。

■ チームの構成

チーム差別化のもう一つの要素は、遺産相続弁護士、プランニングのプロ、税務専門家などの専門家を擁していることだ、とルミア氏は指摘する。こうした専門家はファイナンシャル・プランニングと投資の中核機能を補完し、特に超富裕層を顧客とする大規模なチームにおいて一般的になりつつある、とルミア氏は述べている。「最も成功しているチームでは、そうしたリソースをチーム内に備えるケースが増えている」とルミア氏は言う。

チーム編成の新しい傾向として、地理的な特徴が挙げられる。大規模なチームは複数の拠点で活動することもあり、これは複数の住居を持つ家族にとって便利なことだ。UBSのチャンドラー氏は、「当社の顧客は、より裕福で多様性に富むものとなり、コロナ禍を経てここ数年、フロリダ、テキサス、コロラド、ユタといった地域に移動しつつある」と語り、「そのため、当社の最優秀チームは、主要な地域にメンバーを置く体制を取っている」と述べている。

多様性も鍵を握る。ファイナンシャルアドバイザー業界では、白人の中高年男性が大多数を占めているのは周知の通りだ。こうした中、性別、民族性、年齢、職業的背景などの多様性を備えたチームは際立ったものとなる。メリルリンチのミヤ・ムーア・イリック氏が率いる6人のチームがそのケースだ。黒人の父と韓国人の血を引く母の下、ハワイで育ったイリック氏は、多様化したチームを作り上げるため、過去3年間を費やしてきた。イリック氏は、「世界の様相はどんどん変わるのに、私たちの業界は思うように進化していないと痛感する」と語る。イリック氏のチームはスポーツ選手や芸能人など、短期間に富を築いた顧客へのサービスに特化しており、若年者が多く、最年長はイリック氏本人だ（41歳）。チームは女性4人、有色人種3人を擁している。顧客は、文化的な観点から見て、多様化されたチームが適していると考えられるかもしれない。また、背景や視点を多様化させることは、顧客の課題や機会をより深く理解するために役立つ可能性がある。

■ 報酬

チーム内のダイナミクスを理解する良い方法の一つは、アドバイザーがどのように報酬を得るかを尋ねることだ。多くのチームでは、顧客からの手数料収入は、顧客との関係を「所有」しているアドバイザーに支払われる。HLMでは、収入は会社に入り、現在9人いるグループで共有される。各顧客には担当リレーションシップ・マネジャーがいるが、各アドバイザーはすべての顧客を把握しており、頻繁に協力し合っている。

HLMは、4年前に4人のベテランアドバイザーが、親会社であるウェルズ・ファーゴ・アドバイザーズを離れ、独立した会社になったことでも分かるように、独自の「企業内ビジネス」として運営されてきた。HLMは現在、ウェルズ・ファーゴの独立系アドバイザーチャンネルに所属しており、同社のブローカープラットフォームやその他のサービスを利用しているが、スタッフやアドバイザーはもはやウェルズ・ファーゴの社員ではない。HLMが独立したのは、投資面における独立性と客観性を重視したことが一因だったとヘフター氏は言う。「私たちは自分たち自身の会社だということを明確にしたかった」とヘフター氏は述べている。

ダイヤモンド氏によると、多くのチームが企業内ビジネスであることを考えれば、チームが親会社を離れる意向があるかどうかを尋ねるのは良い質問とのことだ。同氏は「チームがビジネスとして独立すればするほど、そのチームはある時点で所属企業を離れたり、他の証券会社に合流したりする可能性が高くなる。この点は、すべての顧客がアドバイザーに尋ねるべきことだが、ほとんどの人が尋ねているか、怪しいものだ」と述べている。

■ サービスモデル

期待できる顧客サービスのレベルを見極めるのは、易しいことではない。そこで、採用を検討しているアドバイザーに、「私はあなたと直接ビジネスをするのか、それともあなたより経験の浅いスタッフが担当するのか」と尋ねてみてはどうだろう。

どのアドバイザーも「顧客中心」という言葉で自らを表現するが、「各チームがそれをどの程度実践しているかは、確実に異なる。運用資産を取り込むことに熱心なアドバイザーもいれば、顧客サービスや人間関係の形成に重きを置くアドバイザーもいる」とダイヤモンド氏は語る。

チームの顧客サービス哲学や、新規顧客の開拓と既存顧客に対するサービスのバランスをどのように取っているかを尋ねるのが賢明だと、ダイヤモンド氏は述べている。その際、詳細や具体例を求めることは必須だ。HLMのように、顧客サービス担当者がシニアアドバイザーと同様に証券取引免許を取得している場合は、顧客サービスに真剣に取り組んでいることを示す良い手掛かりになる。このような手はずが整っていることは、電話対応した社員が顧客注文を速やかに処理し、取引の役目を果たし、さらに投資アドバイスを提供できることを示している。

最後に、60歳以上のアドバイザーに相談する場合は、後継者計画について尋ねてみてはどうだろうか。チーム制の大きな利点は、創業者が引退したときに後を継げる、出世頭の若いアドバイザーが往々にして存在する点だ。これは失礼な質問ではなく、年配のアドバイザーなら予想していることである。ブラック氏は「質問、ことに難しい質問をためらわないことだ。自分のお金のことなのだから」と言う。

By Steve Garmhausen
(Source: Dow Jones)

3. コモディティーと株式、どっちが安全？

[投資戦略]

Commodities vs. Blue Chips: The Safer Bet Is a No-Brainer

筆者の軍配は株式

見かけは単純、実は複雑なコモディティー



Dreamstime

亜鉛鉱石は数段階の処理を経て亜鉛地金に製錬される。2022年には、製錬のボトルネックによって亜鉛鉱石が余った一方で、亜鉛地金の価格は高水準だった。先週、亜鉛業界大手が製錬手数料を19%値上げした。それは、亜鉛地金の増産を促すはずで、アナリストは亜鉛価格にとっての弱気材料と見なしている。しかし、防さび性能を持つ亜鉛めっき鋼に多くの亜鉛が使われる中国の建設活動は注視すべきだ。また、ウクライナ戦争の動向も追いかけるべきだ。なぜなら、製錬はエネルギー集約型で、欧州のエネルギー供給が回復すれば、欧州の製錬活動を活発

化させる可能性があるためだ。

筆者がコモディティーファンドを保有しない理由はここにある。筆者には、亜鉛に関するわずかな意見を形成するだけでも、金属工学に関する夜間授業と、北大西洋条約機構（NATO）に関する毎日の状況説明が必要だろう。その授業や説明を受けても、アルゼンチンの減産見通しの大豆価格に対する影響や、フランスの石油精製業界を含むストライキの終了が原油精製マージンに及ぼす影響を理解するのに役立たないだろう。

株式は複雑に見えるかもしれないが実際の仕組みは単純だ。株価は、欲張りな天才のチームによって経営されている事業の価値を表しており、そのチームの利害は筆者の利害とほぼ一致している。筆者は貯蓄を相当数の株式に投資しており、手数料をゼロ近辺に維持し、許される限りにおいて納税を回避し、決して売らないように努めている。

一方でコモディティーは見かけが単純なだけだ。トウモロコシ、金および原油は、誰が仕切る訳でもなく、あちこちを移動している。しかしそれこそが、コモディティーが複雑になっている理由だ。コモディティーには、競争優位性といった概念がなく、単に価格が変動するだけだ。短期的には、需給に影響する際限のない要因を判断するのは筆者に委ねられている。長期的には、なぜ思い煩う必要があるだろうか。株価はコモディティーをアウトパフォームしており、いずれにせよ企業には、鉱山会社、油田掘削会社および穀物加工会社が含まれているのだ。

コモディティーはスーパーサイクルの真ただ中

ウェルズ・ファーゴ・インベストメント・インスティテュートの実物資産戦略を率いるジョン・ラフォージュ氏は、この件に関して異なった見方をしており、それは、ありがたいことに単純だ。ラフォージュ氏は、コモディティーは長期間のスーパーサイクルの真ただ中にあり、価格は連動して変化する傾向にあると言う。スズ、バタールまたはパラジウムなどの中から何かを選ぶ必要はなく、全てを

一括して売買すれば良い。

ラフォージュ氏によると、1791年までさかのぼると6回の強気スーパーサイクルがあり、それぞれ9年から24年続いている。現在は2020年3月に始まった7回目のスーパーサイクルの最中だ。ラフォージュ氏は、「いずれ、価格が十分に高い水準に到達するとともに、供給も十分であると判明し、その後に価格が10年間低迷することになる。人々は10年後には目覚めて、コモディティーが不足していることに気づき、サイクルを繰り返す」と言う。

前回の強気スーパーサイクルは、1999年ごろから2008年ごろまで続き、一部のコモディティーの価格はその数年後にピークに達した。強烈に上昇したコモディティーもあり、原油価格は1バレル当たり10ドルから150ドルへ、銅は1ポンド当たり60セントから4.60ドルへ、金は1オンス当たり250ドルから1900ドルへ、トウモロコシは1ブッシェル当たり2ドルから8ドルへ上昇した。ラフォージュ氏は、スーパーサイクルはブラックホールのようなものであり、あらゆるコモディティーを引き寄せると語る。

振り返ってみると、建設機器大手のキャタピラー<CAT>が2011年半ばに鉱山機器メーカーのピサイルを買収したのは、いかなるコストでも生産するというセンチメントの明確な表れであり、それが強気サイクルを終わらせることとなった。前回の弱気スーパーサイクルは2008年から2020年まで続き、コモディティー価格は73%暴落した。

ウエスト・テキサス・インターミディエート (WTI) の価格が1バレル当たり80ドルを上回っていてさえ、米国の石油会社は生産量拡大を急いでおらず、その理由として投資家が規律を求めていることを挙げている。ラフォージュ氏は、それが強気スーパーサイクルの初期の兆候であるとし、「これまでの10年間の経験から、石油会社は価格上昇を信じていない」と語る。従来のパターンが繰り返されるとすれば、石油会社は数年以内にまさに同じ投資家から、業績の上振れ余地を逃さないように圧力を受けるだろう。

では、価格にどの程度の上昇余地があるのだろうか。強気スーパーサイクルでは、価格は平均して247%上昇した。今回は、これまでに80%上昇している。ラフォージュ氏は、株価が低迷したとしても株式並みのリターンが期待できると言う。

言うまでもなく、歴史が今後繰り返される保証はない。ラフォージュ氏によると、現在の経済状況には前例がない。流動性が急上昇し、インフレ率が40年ぶりの高水準となり、その後、積極的な利上げが見られた。今や、インフレは低下し、投資家は企業業績の悪化や景気低迷の兆しを注視している。しかしラフォージュ氏は、コモディティーのスーパーサイクルは、好調な経済や株式市場に依存せず、「強気スーパーサイクルの期間は供給が圧倒的な問題となり、需要が若干減少したとしても、コモディティー価格は上昇を続けられる」と語る。

■ 手数料なら株式

コモディティーのエクスポージャーを獲得するためには、上場投資信託 (ETF) のiシェアーズGSCIコモディティー・ダイナミック・ロール・ストラテジーETF<COMT>がある。このETFはルールベースの先物戦略を利用し、年間経費は0.48%だ。アクティブ運用では、モーニングスターはブラックロック・コモディティー・ストラテジーズ・ポートフォリオ<BICSX>に高い評価を与えている。A株は購入時に最大5.25%の手数料がかかる。機関投資家向け株式の経費は0.72%で、最低投資額は200万ド

ルだ。

興味をそそられるが、筆者は傍観している。筆者は、費用の安いインデックスファンドによる米国株投資に満足しており、債券に律儀に投資し、小型株と外国株式で補っている。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

4. クラウドの成長が急減速

[ハイテク]

Tech Companies Have Cut Costs, but So Have Their Customers

顧客の支出最適化が継続、今後の起爆剤は生成AIか

企業はクラウド支出に急ブレーキをかけている



David Ryder/Bloomberg

ハイテク株は年初来で急上昇しており、市場全体を大幅にアウトパフォームしている。その要因の一つがコスト削減だ。ハイテク企業は増収率の鈍化とマクロ経済環境の低迷を受けて人員を削減し、支出を引き締めている。人員削減がニュースの見出しを飾っており、例えばアマゾン・ドット・コム<AMZN>は2万7000人、メタ<META> (旧フェイスブック) は2万1000人、マイクロソフト<MSFT>は1万人を削減する。

だが、コスト削減の方法は一時解雇だけではない。クラウドへの支出を削減するという方法もある。

クラウド支出をすぐに増減できることは欠陥ではなく特長であり、ユーザーが事業環境の変化に応じてクラウドリソースへの支出額を調整できるというクラウドコンピューティングの存在意義の中核である。企業が自前のデータセンターに自社のスタッフを配置する必要があった時代にはこうした柔軟性は望めなかった。

しかし、大手クラウドプロバイダーの成長の急減速はウォール街の予想を上回るものとなっている。アマゾン・ウェブ・サービス (AWS)、マイクロソフトのAzure (アジュール)、およびアルファベット<GOOGL>のGoogle Cloud (グーグル・クラウド) の話題の中心は「最適化」だ。その基本的な考え方は、クラウド支出の削減だけでなく、クラウド支出をより効率的に使う方法を模索する、というものだ。このプロセスは少なくともあと数四半期は続くと予想され、投資家とアナリストはクラウド銘柄全般、特に市場のリーダーであるAWSとAzureの短期的な業績見通しに神経をとがらせている。

アマゾンの最高経営責任者 (CEO) であるアンディ・ジャシー氏は、4月13日付の株主への年次書簡でAWSの成長鈍化に触れ、「企業は現在の厳しいマクロ経済環境を踏まえて支出に慎重になっているため、AWSは短期的な逆風にさらされている。AWSの営業チームとサポートチームは、顧客がAWSへの

支出を最適化してこの不確実な経済をよりうまく乗り切れるようにするため、多くの時間を費やしている」と説明した。

クラウド支出最適化の取り組みは今後も続く

UBSのアナリストであるカール・ケアステッド氏は、ジャシー氏の書簡よりも前に発行したレポートで、企業顧客との調査結果に基づき、2023年のクラウド支出に関するウォール街の予想が依然として高過ぎると確信したと警告した。ケアステッド氏は「最適化に向けた取り組みは、大方の見方より深くて長いものになる」と考えており、AWSの成長率は2022年10～12月期の20%（2021年10～12月期は40%）から10%以下に低下し、Azureの成長率は2022年第4四半期の38%から今年末までに18%に低下するとみている。

ケアステッド氏はインタビューの中で、IT部門はコンサルティング専門チームを送り込んで無駄なクラウド支出を見つけるなどさまざまな角度から問題解決に取り組んでいると述べた。一部の企業では「サービス水準が高過ぎる」としており、必要以上に高性能で高価なクラウドサービスに料金を支払っているとも言う。

その一方でケアステッド氏は、「景気後退が深刻なため、最大市場規模とクラウドの普及に関する想定を見直し始める必要があるかもしれない」と懸念している。というのも、IT部門への最近の取材を通じて、顧客企業によるクラウド採用がウォール街の全般的な理解を超えて進捗していることが明らかになったからだ。より具体的には、「クラウド支出の伸びが鈍化している理由として、クラウドの活用がかなり進んでいることを挙げる組織が増えている。例えばIT支出における最終的なクラウドへの配分が70%で、現時点での配分が35%だとすると、既に半分まで進捗していることになり、かつて爆発的だった配分の伸びは今後より漸進的なものになる。多くの組織は現在のクラウドへの配分が35%、50%、あるいは80%にさえ達したと述べている」と指摘する。

生成AIがAzureのシェアを拡大させる可能性がある

ケアステッド氏によると、支出削減リスクはAzureよりもAWSの方が高い可能性がある。AWSの場合、コスト削減を迫られているハイテク企業、ストリーミングメディア企業、ハイテク新興企業からの売上高の割合が大きいからだ。

もう一つの問題は、マイクロソフトが人工知能（AI）ソフトウェアのリーダーであると広く認識されているため、AWSがAzureに市場シェアを奪われる可能性があることだ。

対話型AIのChat（チャット）GPTを開発しているオープンAIの最大の投資家であるマイクロソフトは、オフィス業務向け統合ソフトウェアOfficeなど事業全体に生成AI機能を積極的に追加している。AWSのジャシー氏は株主への書簡の中で、アマゾンも生成AIに投資しており、この機能をAWS経由で提供する計画だと述べている。それでもAIに関しては、アマゾンがマイクロソフトとアルファベットの後手に回っていると受け止められている。

ケアステッド氏は、マイクロソフトの株式は長期保有投資家にとって理にかなう選択肢かもしれないと言う。だが今年、Azureの成長鈍化への懸念を理由にマイクロソフトの投資判断を「中立的」に引き下げた。ケアステッド氏は、「マイクロソフトはクラウド市場でシェアを獲得し、生成AIのリーダー

として台頭している。これらは確かな強みだが、買い増しに適した時期は今後到来する。それは、ウォール街がクラウド支出の底についてより正確に状況を把握するときだ」と考えている。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

5. FRBに耳を貸さない債券市場 The Markets Don't Heed the Fed's Warnings. どちらが正しいのか

[コラム]

自分を信じる債券トレーダー



Hulton Archive/Getty Images

「あなたは誰を信じますか。他人ですか、それとも自分ですか」。債券トレーダーたちは自分を信じ、2024年までインフレとの闘いを続けるという米連邦準備制度理事会（FRB）の決意を疑い続けている。

5月2、3日の連邦公開市場委員会（FOMC）で、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標がさらに0.25%引き上げられることはほぼ確実となった。しかし、パウエル議長や他のFRB高官がFF金利誘導目標は年末時点で5.1%となると推測し、5月の利上げ後、年末まで利下げは

ないと示唆されているにもかかわらず、債券市場は2023年下半期の利下げを引き続き織り込んでいく。

先週発表された直近のFOMC（3月21、22日）の議事要旨によると、FRB高官が今年後半に緩やかな景気後退を予想していたにもかかわらず、FF金利引き上げの決定が下されたことが分かった。債券トレーダーたちはこの事実を考慮しても、FRBが年後半には利下げをすとの見方を変えていない。

下がらないインフレ率

インフレ率は40年ぶりのピークを記録した昨年より低下したが、下げ止まりを見せている。2023年にインフレ率が前年比で低下して見えるのは、昨年的大幅な上昇が理由で、消費者は物価動向が改善していないことを理解している。

これは、労働統計局（BLS）が先週発表した3月の消費者物価指数（CPI）を見ても分かる。前年同月比5%の上昇を示したCPIは、2022年に記録したピーク時の同9%の上昇からは低下したが、食品とエネルギーコストを除いた3月のコアCPIは前年同月比で5.6%上昇、直近の3カ月間（1～3月）でも年率5.1%上昇している。また、アトランタ連銀のコア粘着価格CPI（価格改定頻度が低い品目に絞った物価指標）によると、1～3月は年率5.9%のペースで上昇しており、過去12カ月の6.5%上昇と比較してそれほど下がっていないことが分かる。

消費者は最近のエネルギー価格の高騰で、今後12カ月のインフレ率は低下するどころか上昇するとみている。14日に発表された4月のミシガン大学の消費者調査では、1年先の期待インフレ率は4.6%で3月の3.6%から急上昇したことが示された。ニューヨーク連銀の消費者調査における1年後の期待インフレ率も、2月の4.2%から3月には4.7%へと上昇し、同様の結果を示した。

「S&P500が3500を割れば利下げ」

ラザード・アセット・マネジメントのチーフ・マーケット・ストラテジストであるロナルド・テンブル氏は「物価動向に関する重要なさらなる手がかりは、始まったばかりの企業決算シーズンに表れてくるはずだ。シリコンバレー銀行の破綻に端を発した銀行の経営不安による影響を測るには時期尚早かもしれないが、FRBの1年にわたる利上げの影響は、業績発表の場で明らかになるだろう」と本誌に語っている。企業は、今後も続くコスト増を、これまでのように値上げに転嫁できなくなっており利益率は低下していくことになる。

BCAリサーチは、「誰を信じるべきか」という問いに対して、戦略レポートの中で次のように答えている。「S&P500指数が4000以上を維持しインフレが持続する限り、FRBの利下げはない。利下げのタイミングはS&P500が3500を割った時になるだろう」。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

6. 基軸通貨としての地位を脅かされるドル Threats Mount to Dollar's Role as World's Reserve Currency 下落懸念はあるもライバルは不在

[コラム]

マクロン仏大統領の付度発言



Nathan Laine/Bloomberg

国内で大きな危機に直面した時に、抜け目のない政治家は国際的な舞台に登場し、海外の有力な指導者と友好的な関係を築き、国内の混乱から注意をそらそうとするものだが、フランスのマクロン大統領の場合もうまくいかなかった。マクロン氏の最近の発言に対して同盟国が不快感を示す一方で、フランス国内では年金支給開始年齢を62歳から64歳に引き上げる計画に対する激しい抗議活動が続いている。

こうした出来事の背後には、フランス、さらには欧州で最大の時価総額を誇るLVMH（モエ・

ヘネシー・ルイ・ヴィトン）＜MC.フランス＞が存在する。その時価総額を支えているのは主として高価な財布（ルイ・ヴィトンが多い）を開いてフランスの高級品や高価な酒を購入してくれる中国の消費者だ。そうしたつながりを考えれば、マクロン大統領が米政治専門サイト「ポリティコ」とのインタビューで、台湾の地位をめぐる中国との緊張が高まる中、欧州各国は米国の政策に追随すべきではないと語ったのも驚きではない。最近マクロン大統領を国賓として迎えた習近平国家主席の耳に

は心地良く響いただろう。マクロン氏はさらに、旧世界はドルの基軸通貨としての役割に対する依存度を引き下げるべきだと声明した。言い換えれば「ドルの世界的な地位を低下させるべきだ」ということだ。

ウィリアム・アンド・メアリー大学とデラウェア大学で非常勤教授を務めるピーター・アトウオーター氏は先週、自身の情報誌「ファイナンシャル・インサイト」で、LVMHがCAC40指数の時価総額の13%を占めるため、マクロン氏は「中国側に気に入られようと必死だった」と辛辣（しんらつ）な指摘をし、さらに「一般的には知られていないかもしれないが、マクロン氏はエルメスのスカーフでベルナール・アルノー氏とつながっている」と語った。ブルームバーグによると、LVMHのライバルであるエルメス・インターナショナル<RMS,フランス>は時価総額で医薬品大手のノバルティス<NVS>を上回っている。そして、アルノー氏のLVMH（時価総額5000億ドル）は、国営石油会社サウジアラムコ<ARAMCO,サウジアラビア>を除けば、世界で時価総額上位10位以内に入る唯一の非米国企業だ。アトウオーター氏は「自覚しているか分からないが、マクロン氏には『かつら』のないルイ14世のような雰囲気がある」と付け加えた。この記事の日付の翌日4月13日に、マクロン氏の国内問題の核心である年金改革法案をめぐる、現代のサンキュロット（フランス革命期にもっとも急進的な行動を示した下層市民層の呼名）たちがLVMHの本社に押し入った。

ドルに代わる基軸通貨

それほど注目を集めなかったのが、米ドルの地位を1段階引き下げるべきだというマクロン氏の主張だ。これはロシア政府と中国政府の重要政策の一つでもあり、後者については、サウジアラビアが中国向け原油輸出の代金を人民元で受け取ることを検討しているとされる。ブルームバーグによると、人民元は、西側諸国がウクライナ侵攻に対する制裁を課してから1年が経過したロシアで最も取引量が多い通貨となっている。

こうした動きや、マクロン氏が口にしたような感情から、ドルの支配は終わったと宣言されるようになった。しかし、ドイツ銀行のマクロストラテジスト、アラン・ラスキン氏によると、そう宣言するのは時期尚早なようだ。今後数十年にわたり、ドルは基軸通貨の地位を維持する可能性が高い。お馴染みのTINA（= There is no alternative、他に選択肢がない）がその理由だ。

だからといって、他の通貨や、数世紀にわたり通貨の役割を担ってきた金に対して、ドルの価値が下がらないというわけではない。実際、ラスキン氏の調査レポートによると、ドルはある意味では既に王者の地位を失っている。ブレトンウッズ体制の下で金の価格が1オンス35ドルに固定されていた1970年代初めに比べ、金1オンスを購入するには60倍近いドルを必要とするようになった。ただし、ラスキン氏は、S&P500指数など、ドル資産に対する投資はこの35年間で金の8倍のリターンを上げているとも指摘する。

国際通貨システムの価値基準として、金は理想からほど遠い。ラスキン氏は「1880～1914年の古典的な金本位制の時代、米国のインフレは抑制されていたが、破壊的なボラティリティーが実物経済に移転され、経済が不安定化した」と指摘する。インフレに対する防波堤としての金の最大の強みである供給量の制約は、世界経済の成長に合わせた拡大ができないという意味で最大の弱点でもある。

ドルはその役割を容易に果たすことができる。世界の貿易と金融に適切な流動性を供給するためには、ドルのライバルとなる通貨を発行する国は経常収支の赤字を覚悟する必要があるだろう。しか

し、60年以上前に経済学者のロバート・トリフィンが明らかにしたように、そうした赤字によって最終的には当該通貨の魅力が低下するというジレンマが存在する。

米国の場合は、自国の生産を上回る消費に前向きであり、恒常的な経常赤字を生み、赤字を財務省証券などの借用書によって補填（ほてん）してきた。そして、他の国々はそうした借用書を安全で流動性の高い資産として喜んで受け入れてきた。外国人はまた、ナスダック上場の株式からフロリダ州のマンションまで米国の他の魅力的な投資にも群がった。共生がうまく機能していたと言える。

しかし、その結果、米国は資本の流入に依存するようになったとラスキン氏は指摘する。米国の投資先に資金が押し寄せた1990年代のITバブル期には問題にならなかったが、2008～2009年の金融危機とコロナ禍の後の巨額の政府借り入れによって、米国の信用力の限界に関する懸念が強まった。

米国の双子の赤字（連邦政府の財政赤字と貿易赤字を主因とする経常赤字）にもかかわらず、ラスキン氏は、他の主要通貨に対してドルの価値が下がり続ける可能性があるとしても、ドルに代わる選択肢は登場しないとみる。ドルと競合するには、ライバル国は資本の自由な移動、国債などの流動性の高い債券市場、為替・金利管理の緩和受け入れ、厳格な法治主義、および必要に応じてドルを供給するスワップ枠を通じて米連邦準備制度理事会（FRB）が行ってきたように、他の国の中央銀行のための銀行となることに意欲的な中央銀行が必要となる。

■ 資本流出の懸念

こうした長期的な観点はさておき、調査会社マクロ・インテリジェンス2パートナーズ（MI2）は、循環的な観点では20年に及ぶドルに対する広範なサポートの終了が予想されるとし、米国のリセッション（景気後退）、あるいは株式などの米国資産の大幅なアウトパフォーマンスが逆転する可能性から、ドルは海外資本が流出するリスクにさらされていると主張する。

ドル相場は2022年の高値から約9%下落しているが、現状はFRBの利上げと量的引き締めがドルを支えている。しかし、MI2は、短期投機資金の流れが逆転すれば、ドル相場はさらに急落する可能性があるとして主張する。昨年、対ドルでパリティ割れしたユーロは1.10ドル前後まで回復している。米国市場が弱気相場入りすれば、ユーロは1.30ドルまで上昇する可能性があるが、それでもMI2が公正価値とみる1.40ドルを下回る。

ドルとその世界的な地位に対する最も差し迫った危機は、連邦政府が債務上限引き上げに失敗し、米国政府がデフォルトすることだ。米国にとって、金融の独立性を維持することは国家安全保障の問題だ。維持できなければ、フランス大統領のように、中国に対して卑屈に振る舞わざるを得ないだろう。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. 日銀の新総裁就任は円と債券には吉報

[フィーチャー]

Japan Has a New Central Bank Chief. Good News for the Yen and for Bonds.

金融政策転換のタイミングとその先の銘柄を探る

植田新体制に高まる期待感



Kimimasa Mayama/POOL/Getty Images

4月9日、10年間日銀総裁を務めた黒田東彦氏の後任に植田和男氏が就任し、日本は新時代を迎えた。世界第3位の経済大国日本に良い時代が来るかもしれない。

インフレは世界の多くの国で不安を招き、中央銀行が利上げによって沈静化しようと闘っている相手だ。しかし、数十年にわたるデフレを経験してきた日本にとって、インフレは政策当局が求めていた天からの恵みに近い。独立系資産運用会社ティー・ロウ・プライスの日本株ポートフォリオマネジャー、アーシバルド・シガネ

ール氏は、「23年日本にいて初めてのインフレだ。リフレッシュとは昼と夜ほどの違いがある」と語る。

マサチューセッツ工科大学の博士号を持つ植田氏は、黒田前総裁時代の極端なハト派路線を急激には変えないだろうと市場は期待する。UBS証券の日本担当チーフエコノミストである足立正道氏は、「日銀は政策の正常化開始を急がない」と語る。

しかし、日本の8兆ドルの債券市場の半分を日銀が握っているため、ちょっとした政策行動が大きな影響をもたらしかねない。わずかな金融引き締めでも円高を促進し、世界市場の流動性を低下させる。パインブリッジ・インベストメンツのマルチアセット戦略責任者、マイケル・ケリー氏は「日本から流出する低利の資金は、他の国の市場が重力に逆らえた理由の一つだった」と言う。

金融政策転換で円高へ？

他国中央銀行のようなプライムレートの調整に留まらず、日本銀行はプライムレートと債券の利回りとのスプレッドを制限するイールドカーブ・コントロールを実施している。

まずは植田新総裁がこのシステムに手を入れ、10年債利回りの許容変動幅を0.5%から0.75%または1%に引き上げるのを投資家は期待している。ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズのシニア通貨ポートフォリオマネジャーであるアロン・ハード氏は、6月の金融政策決定会合でこの変更が行われるのではないかと予想する。一方、米国の景気後退が鮮明になるまで新総裁は待つとみるのは、UBSの足立氏だ。

日銀が方向転換すれば、日本の債券の魅力が増し、円高になるという点で両氏の見解は一致している。足立氏は現在の1ドル=132円から120円まで上がるとみる。また、ハード氏も「円は私たちの好きな通貨の一つだ」と言う。

日本株は先行き不透明

日本株の先行きは不透明だ。株価指数は、トヨタ自動車<7203>やソニーグループ<6758>などの巨大輸出企業の割合が大きく、円高になると株安になる傾向がある。

前出のシガネール氏は、グループ構造の合理化を進める日立製作所<6501>や、ガバナンスを強化しているセブン&アイ・ホールディングス<3382>などのコングロマリットの保有で逆風を跳ね返すと言う。日本市場はバリュー株で有名だが、シガネール氏によれば、空調機器大手ダイキン工業<6367>やファクトリーオートメーション機器大手のキーエンス<6861>といったグロース株にも見るべきものがある。

米国の投資持ち株会社バークシャー・ハサウェイ<BRK.A><BRK.B>のウォーレン・バフェット氏は、先週、三菱商事<8058>と三井物産<8031>を筆頭に日本の5大商社への数十億ドル規模の投資拡大を明らかにしたが、シガネール氏もケリー氏もこれには冷ややかだ。

シガネール氏によれば、これらの会社は資産の大部分が日本国外にあり、コモディティーに偏っていて、世界経済が冷え込む中での投資は危険な賭けだ。日本の商社の大きな強みは、日本国内での借入れコストの安さにあるが、近いうちにそうでもなくなる可能性もある。ケリー氏は、「ゼロ金利の時代が終わりつつあることを察知したバフェット氏は、ゼロ金利が依然として有効な最後の場所での恩恵を確保した」とみている。

By Craig Mellow
(Source: Dow Jones)

8. 逆イールドとインフレを悲観し過ぎるな

[経済政策]

The Yield Curve and Inflation Might Be Sending a Positive Message
重要指標を異なる視点で読み解く

リセッションは回避されるのか



Kevin Dietsch/Getty Images

今回は、二つの重要な経済指標を新鮮な視点で読み解くことで驚きの発見があることを説明したい。一つ目の指標はイールドカーブ（利回り曲線）で、昨年11月以来、米債券市場では10年物国債の利回りが3カ月物の財務省短期証券（TB）を下回る逆イールドの状態にあり、これは従来のセオリーでは景気後退（リセッション）の前触れとされてきた。二つ目の指標は、消費者物価指数（CPI）、連邦準備制度理事会（FRB）がより重視する個人消費支出（PCE）価格指数と言ったインフレ率で、減速傾向にあるものの依然としてFRBの目標値である2%を上回

っている。

しかしこの二つの指標を従来とは異なる賢明な方法で捉えれば、広く考えられているより状況は良いという説明が成り立つ。まず、景気後退の予測因子とされる逆イールドについては、金融市場の将来への悲観を反映しており、逆イールドの状態が少なくとも1四半期続いた後、6~18カ月後にリセッション入りすると考えられている。現在デューク大学経営大学院で財政学を教えるキャンベル・ハーベイ教授が、シカゴ大学在学中の1986年に書いた学位論文（1988年発表）において逆イールドと景気後退を関連付け、その道のパイオニアとなった。

■ 正常ではない逆イールド

過去に起きた8回の逆イールドではその後にリセッションが続いた。しかしハーベイ教授は今回はそうならないかもしれないと言う。なぜなら「今回の逆イールドはFRBによる意図的なもの」であり、投資家が引き起こしたものではないからだ。金融市場が正常に機能した結果として起こった過去の逆イールドと異なり、現在の短期国債利回りはFRBにより意図的に引き上げられたものだ。

FRBはマネーマーケットファンド（MMF）や銀行から数兆ドル（最新のFRB統計ではMMFから2兆6000億ドル、銀行から3兆3800億ドル）を借り入れ、MMFに4.8%、銀行に4.9%の金利（いずれも直近値）を支払うことで、意図的に短期金利を高く保っている。この何兆ドルもの資金がもし利回りを求めて金融市場にあふれ、金利が低下すれば、利上げによりインフレを抑制するというFRBの取り組みが台無しになってしまう。FRBにとって短期金利は長期金利よりはるかにコントロールしやすい。

筆者はFRBによるこの高金利での巨額の借り入れについて、先月、ピスタカクア・リサーチのステーブン・チャーチ氏から聞いて初めて知った。FRBによる利上げが全米に12地区ある連邦準備銀行の収益をいかに悪化させ、その結果、連銀から財務省に送られる利益を大幅に減らしているかという本誌記事について調べる中でのことだ。

通常であれば財務省が手にするはずだった数十億ドルは、FRBの証券ポートフォリオから得られるリターンと借り入れ費用の差により泡となって消えた。影響は他にもある。FRBが支払う高い短期金利に加えて、シリコンバレー銀行とシグネチャー銀行の破綻に起因する不安は預金者を中小銀行から遠ざけ、高利回りのMMFや大き過ぎて破綻させられない大手銀行への資金移動を助長している。

■ 昨年夏以降ならインフレ率は低めに

中小銀行からの預金流出も逆イールドに起因する連銀の損失もFRBが意図したものでないことは明らかだが、実際に起きてしまった。今年1月の時点で、ハーベイ教授は今回の逆イールドは必ずしもリセッションの前触れではないと述べていた。ハーベイ教授は1月以来、FRBによる利上げの継続に反対してきたが、今現在、利上げ継続の影響は既にリセッションの可能性を大きく高めるのに十分なダメージを経済、特に金融セクターに与えていると言う。

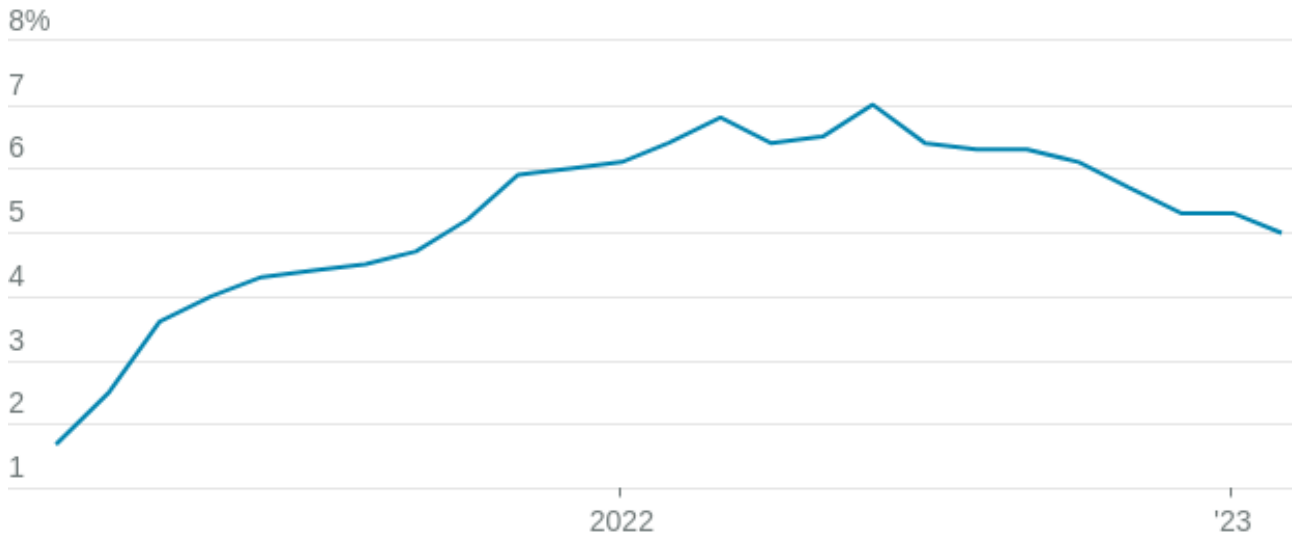
次はインフレ率を見てみよう。今年3月のCPIと2月のPCEはともに前年同月比5%上昇し、FRBの年間インフレ目標である2%を大きく上回っている。しかしハーベイ教授は、12カ月単位のインフレ率よりむしろ利上げの効果が始まった昨年夏以降の数字を年率換算した数字を見ることを提案している。

この計算ではインフレ率はずっと低くなる。PCEの場合、昨年7月から今年2月の8カ月の上昇率は2.2%、これを年率換算すると3.3%になる。CPIの場合、3月までの9カ月の上昇率は2.4%で、年率換算

Trending Lower

Measuring changes in the personal-consumption expenditures price index from last summer, when higher interest rates began to bite, shows an annualized gain of 3.3%, below the 12-month gain of 5%.

Year-Over-Year Change in PCE



Source: Bloomberg

では3.2%。どちらも目標の2%により近づくことが分かる。

筆者はFRBがインフレをコントロールできているから利上げを止めるべきだとも、自身を経済の達人だと言っているわけでもないことは理解いただきたい。筆者が言わんとするのは、イールドカーブやインフレ率の数字を従来と異なる方法で見るとは有益であり興味深いということだが、ご賛同いただけるだろうか。

(注) 筆者は独立系ジャーナリストで、ビジネス・ジャーナリズムにおいて最高の榮譽とされるジェラルド・ローブ賞を7回受賞している。

By Allan Sloan
(Source: Dow Jones)

9. 銀行決算スタート、出足はまます

[米国株式市場]

As Bank Earnings Go, So Goes the Market. So Far, So Good.

大手3行は好調、まだ警戒必要

嵐の前の静けさ？



Michael M. Santiago/Getty Images

第1四半期決算発表の嵐の前の静けさとも言えるのだろうか。

先週の主要株価指数は1日当たり出来高が平均を下回り、ボラティリティーも低下する中、前週末と同じ水準で引けて元気のない週を終えた。S&P500指数は0.8%上昇して4137.64となり、ナスダック総合指数は0.3%高の1万2123.46で引けた。ダウ工業株30種平均は1.2%高の3万3886ドル47セントとなった。小型株のラッセル2000指数は1.5%高で週末を迎えた。

14日にJPモルガン・チェース<JPM>、ウェルズ・ファーゴ<WFC>、シティグループ<C>が第1四半期の決算を発表し、中小も含めた銀行の決算シーズンが始まったが、これが市場の雰囲気を変え始めたようだ。これらの銀行決算は好調で、14日にJPモルガンは7.6%、シティグループは4.8%上昇した。

今後数週間は、大手から中小まで銀行の決算発表が目白押しだ。シリコンバレー銀行 (SVB)やシグネチャー銀行の破綻を受け、中小の金融機関にとっては特に大きな試練が待ち受けている。ハーバー・キャピタル・アドバイザーズのマルチアセット・ソリューション部門の責任者であるスペンサー・ラーナー氏は、多くの銀行が、長期的な存続に対する投資家の懸念を反映したバリュエーションを織り込んだ株価になっていると説明する。

ラーナー氏は「中堅銀行が、貴重な支店網を維持しながら預金の引き出しに対応できるだけの流動性を確保できないのではないかという懸念は、地域銀行の株価が1株当たり有形資産 (TBVPS)の価値を下回っている状況を見れば明らかだ」と書いている。

経営陣のコメントに注目

経営陣のコメントは、いつも以上に重要だ。投資家は、3月の混乱が顧客の行動、貸出基準、将来の収益性に与える影響について、経営陣から話を聞きたいと考えている。銀行のバランスシートは、投資家が預金流出の可能性を警戒している状況では、より厳しくチェックされることになりそうだ。

ウェルズ・ファーゴのアナリストであるジャレッド・ショウ氏は、「3月の混乱を受けて、預金が引き出されない可能性に焦点が移っており、預金保険で担保されている預金の水準が高い銀行は投資家から最も安全だとみられている」と書いている。

預金は、多ければ良いというものではないものの一つだ。小口のリテール預金は、預金保険で担保さ

Market Snapshot



れていない大口預金や商工用の口座に比べて流出する可能性は低いと考えられているが、銀行は全ての預金者に対してより高い金利でインセンティブを与える必要があり、収益性を低下させる可能性がある。バックウエスト・バンコプ<PACW>のように、平均口座残高が19万1000ドルで、リテール預金が預金全体の18%しか占めない銀行が負け組になる可能性はある。また、「預金ベータ」（フェデラルファンド＝FF金利に準じて支払い金利がどの程度変化するかを示す指標）は、ショウ氏の調査対象企業の中で最も高く、問題となっているファースト・リパブリック・バンク<FRC>に次ぐ高さとなっている。

4月18日に決算発表予定のウエスタン・アライアンス・バンコプ<WAL>、4月25日のバンクユニテッド<BKU>も、1口座当たりの預金規模が大きく、商工業者による預金に対する依存度が高いことが分かる。同じ中堅銀行でも、コマース・バンクシェアーズ<CBSH>、ウェブスター・ファイナンシャル<WBS>、ファースト・インターステート・バンクシステム<FIBK>、コロンビア・バンキング・システム<COLB>は、預金ベータが低く、おそらくより流出する可能性が低く、有利なグループに入るはずだとショウ氏は言う。

大手銀行でも安心はできない

大手銀行といえども預金流出の圧力から無縁ではない。JPモルガンのジェレミー・バーナム最高財務責任者（CFO）は、第1四半期末までに新規の口座開設と預金が急増したと述べた一方で、こうした流れの一部が反転し、他の顧客がより金利の高い預金に移る可能性があるため、2023年通年では預金が減少する可能性があると警告した。

バーナム氏は「こうした預金は預けられたばかりで、定義から考えると、やや逃げ足の速い部分もあるだろう。したがって、これらの預金が特に安定的ではないと考えるのが賢明で適切だ」と述べる。

今回の決算シーズンで銀行の勝ち組と負け組が分かれるかもしれないが、銀行セクターへの圧力は銀行そのものにとどまらないだろう。預金が流出すれば、銀行はより慎重になり、貸し出す企業数や金額はより少なくなる。その慎重さによって、市場が低迷期を乗り切れるのか、それとも自らの重さで沈んでしまうのかに分かれる可能性がある。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

Buffett Raises His Japanese Bets.

日本株に光明、バフェット氏が追加投資

銀行銘柄を選好するアナリストも

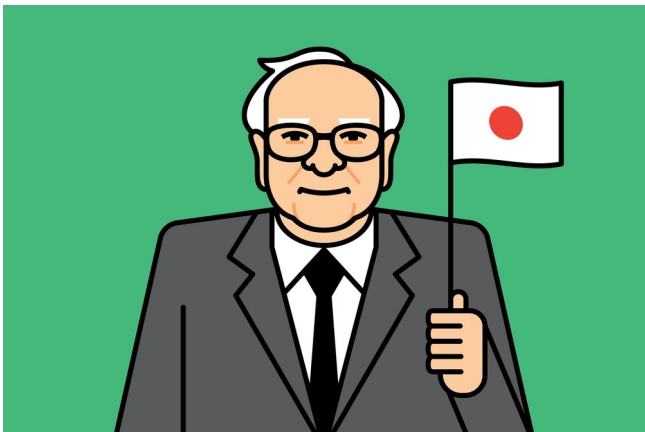


Illustration by Elias Stein

ウォーレン・バフェット氏が、日本に対して強気だ。伝説的投資家であるバフェット氏は先週、日本のメディアに対して、バークシャー・ハサウェイ<BRK.A><BRK.B>が最近、複数の日本の商社株を買い増したと語った。日経平均株価は1週間で3.5%上昇した。

バフェット氏のような投資家にとって日本株は魅力的だ。まず、日本株は人気がない。足元でこそ堅調が続くが、日経平均株価は2022年夏に記録した52週高値には届かず、1989年に記録した史上最高値を30%近く下回る。また、S&P50

0指数の向こう12カ月の予想利益に基づく株価収益率（PER）が18倍超であるのに対し、日経平均株価の予想PERは16倍だ。

2020年8月、バフェット氏は5大商社（三井物産<8031>、伊藤忠商事<8001>、丸紅<8002>、住友商事<8053>、三菱商事<8058>）の株式をそれぞれ5%取得した。それ以来、各社の株価は堅調に推移している。バフェット氏は次の投資先について、「常に複数の銘柄を検討している」と述べた。

日本のマクロ的な最大の課題は、軟調な経済成長と人口動態の逆風だ。2022年の国内総生産（GDP）は2017年、2018年、2019年とほぼ変わらず、1990年代をわずかに上回る水準だ。人口は約10年以上減少を続け、労働人口も減少している。

一方でプラスの側面もある。ドルに対して円が上昇すれば追い風となるだろう。また、植田和男新総裁が率いる日銀はいずれ、長い間見られなかった水準への金融引き締めを行う可能性がある。需要は今まで輸出が主導していたが、より旺盛な国内消費にシフトしている。

ジェフリーズの株式アナリスト、ショーン・ダービー氏は、金利上昇の恩恵を受ける日本の銀行株

と、国内需要の高まりにエクスポージャーが大きい銘柄を選好する。もちろん、5大商社も含まれている。

■ 今週の予定

4月17日（月）

・ ネット証券大手のチャールズ・シュワブ<SCHW>、物流大手JBハント・トランスポート・サービシズ<JBHT>、銀行持ち株会社M&Tバンク<MTB>、資産運用大手ステート・ストリート<STT>が決算発表。

・ 全米住宅建設業協会（NAHB）が4月の住宅市場指数を発表。エコノミスト予想は44で3月から横ばい。住宅建設業者の見通しは依然として不透明だが、2022年末から改善の兆しが見られる。連邦住宅貸付抵当公社（フレディマック）のデータによれば、30年物固定金利住宅ローンの金利は、20年ぶりの高水準となった7.08%（2022年10月に記録）から0.8%以上低下している。

4月18日（火）

・ 銀行大手バンク・オブ・アメリカ<BAC>、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>、金融大手ゴールドマン・サックス<GS>、医薬品・ヘルスケア製品大手のジョンソン・エンド・ジョンソン（J&J）<JNJ>、航空機・宇宙関連機器大手のロッキード・マーチン<LMT>、動画配信大手のネットフリックス<NFLX>、不動産投資信託（REIT）大手プロロジス<PLD>、大手航空会社ユナイテッド・エアラインズ・ホールディングス<UAL>が決算発表。

・ 国勢調査局が3月の新設住宅着工件数を発表。予想は季節調整済み年率換算141万戸と2月から4万戸減少。

4月19日（水）

・ 電気自動車（EV）大手テスラ<TSLA>が第1四半期決算を発表。テスラの株価は年初来50%上昇しており、S&P500指数構成銘柄のうち5番目のパフォーマンスとなっている。一方で、3月1日の投資家向け説明会で新たな低価格モデルの発表を行わなかったことで、それ以来売り圧力がかかっている。

・ 製薬大手アボット・ラボラトリーズ<ABT>、オランダの半導体製造装置メーカーASMLホールディング<ASML>、油田サービス大手ベーカー・ヒューズ<BKR>、携帯電話基地局REITのクラウン・キャッスル<CCI>、大手金融持ち株会社ディスカバー・ファイナンシャル・サービシズ<DFS>、大手医療保険会社エレバンス・ヘルス<ELV>、IT大手のIBM<IBM>、天然ガスパイプライン企業キンダー・モルガン<KMI>、半導体製造装置メーカーのラム・リサーチ<LRCX>、カジノ運営会社のラスベガス・サンズ<LVS>、金融大手モルガン・スタンレー<MS>、証券取引所運営会社ナスダック<NDAQ>、損害保険大手トラベラーズ<TRV>、金融サービスのUSバンコープ<USB>が決算発表。

4月20日（木）

・ 金融総合サービス大手アメリカン・エクスプレス<AXP>、通信大手AT&T<T>、投資会社ブラックストーン・グループ<BX>、大手鉄道貨物輸送会社のCSX<CSX>、住宅建設会社DRホートン<DHI>、自動車補修部品販売のジェニユイン・パーツ<GPC>、保険会社マーシュ・アンド・マクレンアン<MMC>、電炉大手ニューコア<NUE>、たばこ製造・販売のフィリップ・モリス・インターナショナル<PM>、台湾の半導体受託生産大手である台湾積体回路製造（TSMC）<TSM>、銀行持ち株会社トゥルーイスト・ファイナンシャル<TFC>、鉄道貨物大手ユニオン・パシフィック<UNP>が四半期決算のコンファレンスコール開催。

- ・ コンファレンス・ボードが3月の景気先行指数を発表。予想は前月比0.4%の低下で、12カ月連続の低下となる。コンファレンス・ボードは現時点で、「利上げと個人消費の縮小により、米国は近いうちに景気後退入りする公算が大きい」とする。
- ・ 全米不動産業者協会（NAR）が3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450万戸と、2月からやや減少。2月の中古住宅販売件数は前月比14.5%増となったが、これは12カ月連続で減少した後、2020年7月以来最大の増加率となった。

4月21日（金）

- ・ 銅鉱山大手のフリーポート・マクモラン<FCX>、病院運営持ち株会社HCAヘルスケア<HCA>、日用品大手プロクター・アンド・ギャンブル（P&G）<PG>、ドイツの基幹業務用ソフトウェア大手SAP<SAP>、油田開発サービス会社シュルンベルジェ<SLB>が決算発表。
- ・ S&Pグローバルが4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49.4（3月は49.2）、サービス業PMIは53.2（3月は52.6）。

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』 2023/04/16

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 © 2023 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます