

# バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2020/11/29

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. フォードは「修理可能」 - Ford Can Be Fixed. Why Its Stock Could Double [カバーストーリー]  
株価が2倍に上昇し得る理由とは P.2
2. バイデン次期政権下で実現する税政策は - Joe Biden Wants to Change Tax Policy. Here's What He Might Accomplish [フィーチャー]  
高所得者は増税、低所得者には税控除拡大 P.6
3. インパクト認識しない企業は取り残される - Companies That Fail to Measure Impact Will Be Left Behind, This Investor Warns [インタビュー]  
ロナルド・コーエン氏「バイデン氏は透明性導入を」 P.8
4. S&P500のテスラ採用で考えるべき投資行動 - Tesla Is About to Upend This Sector. What Investors Should Do Now. [一般消費財]  
一般消費財指数のボラ拡大 P.10
5. 投資家は新型MacBookを過小評価 - Apple's New MacBooks Have Delighted Critics. [ハイテク]  
アップル、自社開発半導体を外販も P.12
6. S&P500採用後もテスラ株は強気 - Tesla Storms the S&P500. Here's the Bull Case. [自動車]  
EV黄金時代に突入 P.14
7. なぜ株式市場は上がり続けるのか - The 'Don't Worry, Be Happy' Stock Market [米国株式市場]  
次のテストは今週発表の経済指標 P.16
8. イエレン氏はどんな財務長官に？ - Will Past Be Prologue for Yellen at Treasury? [フィーチャー]  
過去の発言から読む P.19
9. 急騰のビットコインに続伸余地 - Bitcoin Has Surged. Why Its Rally May Still Have Legs [投資手法]  
貨幣価値劣化に対するヘッジで P.22
10. 今週の予定 - Big Names Line Up for IPOs as 2020 Draws to a Close [経済関連スケジュール]  
2020年終盤にかけて、注目IPOが目白押し 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。

Copyright © 2020 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

# 1. フォードは「修理可能」 - Ford Can Be Fixed. Why Its Stock Could Double 株価が2倍に上昇し得る理由とは

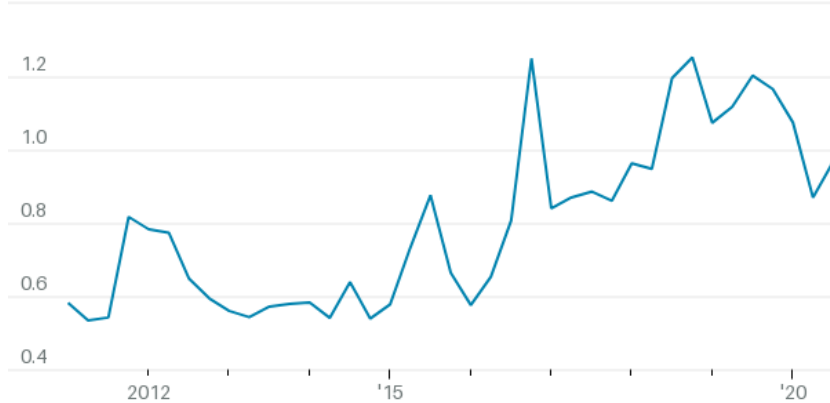
[カバーストーリー]

## ■ 米国での売上高は好調

### Needs Repair

Ford's warranty outlays, shown here by quarter, have ballooned, putting it at a disadvantage to some of its rivals.

\$1.4 billion



Source: Senteio

自動車メーカーのフォード・モーター<F>は、昨年の自動車販売台数は世界第5位だが、株式時価総額では辛うじて自動車の中で上位15位以内に入っているにすぎない。このギャップが、フォードが現在どのように見られているか、そして投資家にとっての潜在的な機会を物語っている。

かつては評判、売上高、利益の面で世界の自動車メーカーの頂点近くに位置したフォードだが、最近では多くの投資家やウォール街のアナリスト

からは敗者とみなされている。電気自動車（EV）や自動運転車の開発競争では、ライバル企業に大きく後れを取っている。ガソリン車でさえ、ゼネラル・モーターズ<GM>やフォルクスワーゲン<VOW3.ドイツ>などの競合他社に品質と収益性の面に対抗するのに苦労している。

フォードの株価は出遅れており、株価収益率（PER）は1桁台である。過去5年間で株式市場の年平均上昇率が2桁台となる中、フォードはマイナス3.9%だった。同社の時価総額は最近では360億ドルだったが、GMは650億ドル、フォルクスワーゲンは950億ドルで、EV大手のテスラ<TSLA>は5500億ドルを超えている。

過去6年間で3人の最高経営責任者（CEO）が就任していることも、投資家からの評価に悪影響を及ぼしている。現在のリーダーであるジェームズ・D・ファーリー氏は、手ごわい課題に直面している。同氏はフォードの設計と調達プロセスを合理化し、「品質が第一」という評判を再確立し、フルEVの未来に向けて会社をけん引し、戦略を明確に伝えなければならない。

良いニュースは、新CEOがフォードやトヨタ自動車<7203>における国内外での経験から、フォードの品質や効率性の問題に対処し、EVの未来へと同社を導くために必要な能力を備えていることだろう。同氏が成功すれば、フォードの株価は急上昇するかもしれない。投資銀行ベンチマークのアナリストであるマイク・ウォード氏は「課題はあるが、株価は2倍になる可能性がある」と述べる。

最近の苦境にもかかわらず、フォードは現在も毎年約1500億ドル相当の自動車やトラックを販売している。同社を象徴するF-150ピックアップトラックは、約40年間にわたり米国の自動車売上高1位を記録している。このモデルと、より大型のF-250、F-350、F-450の販売により、第3四半期の調整後1株当たり利益（EPS）は65セントとなった。これはコンセンサス予想の19セントを大幅に上回り、同社による通期業績予想の上方修正につながった。同社は当初、2020年通期の業績を赤字と予想していたが、現在は黒字になるとみている。

フォードの自動車部門の売上高の約5分の1は欧州事業、残りのほとんどは米国事業によるものである。アジアと南米でもごくわずかな売り上げがある。同社は長年にわたって収益性の低迷に悩まされており、米国では黒字だが、欧州やその他の市場では赤字となっている。昨年の調整後EPSは1.19ドルで、2018年の1.30ドルを下回っており、6年前からは約27%減少している。

過去3年間の売上高が累計4730億ドルだったのに対し、調整後営業利益の累計額は約230億ドルだった。すなわち、営業利益率は約4.9%である。これはGMやフィアット・クライスラー<FCAU>の7.6%を下回る。さらにBMW<BMW.ドイツ>とトヨタは、それぞれ8.8%、7.9%という業界最高クラスの営業利益率を誇り、フォードは差をつけられている。

## ■ VWとの提携でEV開発を促進

### Left Behind

Ford stock has struggled relative to other auto makers.

| Company / Ticker                 | Recent Price | 5-Year Annualized Return | 2021E EPS | 2022E EPS | 2021E P/E | 3-Yr Estimated Growth Rate |
|----------------------------------|--------------|--------------------------|-----------|-----------|-----------|----------------------------|
| Ford Motor / F                   | \$9.08       | -3.9%                    | \$1.04    | \$1.40    | 8.8       | 26.3%                      |
| BMW / BMW.Germany                | €75.13       | -1.0                     | €7.83     | €9.21     | 9.4       | 21.5                       |
| Fiat Chrysler Automobiles / FCAU | \$13.24      | 15                       | \$2.16    | \$2.79    | 6.2       | 21.5                       |
| General Motors / GM              | 45.46        | 8.7                      | 5.65      | 6.13      | 8.0       | 8.9                        |
| Tesla / TSLA                     | 574.00       | 65.6                     | 3.85      | 5.34      | 153.8     | 20.7                       |
| Toyota Motor / TM                | 141.31       | 5.7                      | 12.00     | 14.26     | 11.8      | 11.9                       |
| Volkswagen / VOW3.Germany        | €152.34      | 7.1                      | €21.70    | €26.90    | 7.0       | 12.8                       |

E=Estimate

Sources: Bloomberg; FactSet

問題の大部分は品質にある。このことは保証期間中の修理に対するフォードの支払いに表れている。同社は過去3年間に販売した1800万台の車について、総額で130億ドル近くに上り、1台当たり約700ドルの修理代を支払っている。同期間のGMの支払額は2600万台に対して約90億ドル（1台当たり約350ドル）、トヨタは約2700万台に対して約150億ドル（同555ドル）だった。保証コストをGMの水準まで削減すれば、フォードにとって年間20億ドル近くのコスト削減になる。

しかし、オペレーション上の問題以上にフォードの存続を脅かしているのは、EVへの移行である。率直に言って、同社は内燃エンジンから電気モーターへの切り替え競争において、他の自動車メー

カー、特にGMやフォルクスワーゲンに大きく水をあけられている。2年前、フォードは車両の電動化に110億ドルを費やし、2022年までに40車種のEVを発売すると発表した。しかし、完全なEV以外にハイブリッドやプラグインハイブリッドの乗用車とトラックを含む「電動化」と、電池で完全に駆動する車のみを指す「EV」では大きな違いがある。

フォードの苦境はフォルクスワーゲンとの提携によって緩和されるはずだ。この提携に基づき、両社は800万台の自動車とトラックを共同開発する。フォードは一部の商用車を担当し、フォルクスワーゲンは電動化技術と小型車の専門知識を提供する。これにより、両社はキャッシュを節約できるだろう。フォードの担当者は本誌に対し、「今回の提携は、資本効率を高め、専門知識へのアクセスを確保するための計画の一環だ。フォルクスワーゲンのプラットフォームで欧州向けのEVを設計する」とコメントしている（両社がより緊密に提携し、最終的には合併するのではないかとの憶測もあるが、両社はそのような可能性を否定している）。

資本配分の改善とプラットフォームの共有化は、フォードの利益増加に役立つ可能性がある。同社は、北米で10%、欧州で6%、全体としては8%の営業利益率を目標としている。過去3年間に世界全体で8%の営業利益率を達成していれば、営業利益は150億ドル増加していたことになる。改善の機会は膨大である。

大きなプラス要因は、フォードがバンなどの商用車で海外をリードしていることだ。欧州では、同社は商用車市場で約14%のシェアを握っている。2021年には人気の高いデリバリーバンのトランジットのEV版、2022年にはF-150のEV版を発売する。また、昨年フォードが5億ドルを出資した新興企業が製造する完全電動ピックアップトラックのリビアンは、F-150のEV版よりも先に発売される可能性がある。

自動車の電動化は、GMがほぼ完全に放棄した市場である欧州において、フォードの問題への対処に役立つはずだ。欧州では、気候変動と汚染削減が大きな課題となっている。一部の欧州政府は、EVの販売を奨励するために税金やその他のインセンティブを提供している。これはトランジットのEV版の販売を後押しするだろう。

フォードは最終的に、排ガス規制基準を満たす商用車の規制クレジットの販売収入を得られるとさえ考えている。テスラは長年にわたり、排出量がゼロのEVで得たクレジットを約35億ドル販売してきた。これがなければ、同社が利益を計上することは困難だっただろう。

## ■ 堅固なバランスシートも魅力

フォードの壮大な計画にもかかわらず、ウォール街は、同社の電動化キャンペーンが将来の見通しを大きく後押しするほど広範で迅速なものになるとは考えていない。

モルガン・スタンレーのアナリストであるアダム・ジョナス氏は先週、フォードの投資判断を「オーバーウエート」から「イコールウエート」に引き下げた。その理由の一つは、同社のEV戦略が明確に把握できないことだという。

現時点で、EV版のF-150が黒

字となるかどうか、黒字になるとすればどの程度の売り上げと利益なのかは誰にも分からない。

### In a Hole

Ford stock has underperformed GM and the entire stock market over the past five years.



とはいえ、フォードが電動化ですぐに大きな成果を挙げなくても、同社の株式は勝者となり得る。バリュー投資家は、2021年予想PER約9倍という極めて低いバリュエーションを、同社に投資する理由として挙げている。しかも、同社は業務改善に改めて焦点を当てている上、米国の自動車販売の回復が続いているため、利益は大幅に増加する可能性がある。

ベンチマークのウォード氏によれば、フォードが8%の利益率目標を達成すれば、純利益は100億～110億ドル、つまり1株当たり2.50～3ドルになるという。仮にPERが過去5年間の平均と同じわずか7倍でも、株価は20ドルを超える可能性がある。これほど大きな利益を上げるのは無理があるかもしれないが、EPSが2ドルまで上昇すればPER7倍に基づく株価は14ドルとなり、直近終値の9.09ドルを50%以上上回る。

誰もが同社の見通しに納得しているわけではない。クレディ・スイスのアナリストであるダン・レヴィ氏は、「目先の修正では不十分かもしれない。ファーリーCEOは、フォードが電動化の準備ができていることを証明しなければならない」と警告する。だが、フォルクスワーゲンとの提携はその助けとなるはずだ。マスタングのEV版であるマッハEがヒットし、リビアンが成功すれば、投資家はフォードのEVを信用し始めるかもしれない。

フォードには堅固なバランスシートというもう一つの大きな魅力がある。例年、同社は数十億ドルの年間フリーキャッシュフローを生み出している。今年第2四半期には、新型コロナウイルスの影響で調整後キャッシュフローが53億ドルのマイナスとなったが、第3四半期には63億ドルのプラスに回復した。

フォードのキャッシュの多くは、負債の削減や年金基金の強化に使われてきた。年金の積み立て割合は、10年前には80%未満だったが、現在は90%以上となった。つまり、フォードが今後年金に費やす必要がある金額は、手に負えないほど多額ではない。さらに、2008～2009年の金融危機以降、フォードの純負債残高は約240億ドル減少した。同社の中核である自動車部門の負債残高は240億ドル、現金は295億ドルである。

これにより、投資のための資金が確保され、コロナのパンデミック（世界的流行）が緩和されれば自社株買いと配当の再開が可能となった。多くの投資家はこのことに気付いていないだろう。これまた、ファーマーCEO率いる経営陣が投資家に強調すべき重要なポイントの一つだ。

復活は簡単ではない。しかし、フォードの財務力があれば、EVへの移行と収益性の向上のための時間がある程度稼ぐことができる。ファーマーCEOのチームが成功すれば、同社は長年にわたるPER1桁台の株価から脱却できるだろう。フォードの株主にとっては、それはまさに「しびれるような」興奮をもたらすはずだ。

By Al Root  
(Source: Dow Jones)

## 2. バイデン次期政権下で実現する税政策は - Joe Biden Wants to Change Tax Policy. Here's What He Might Accomplish [フィーチャー]

高所得者は増税、低所得者には税控除拡大

### ■ 民主大勝できず、全面改革は見込み薄



Drew Angerer/Getty Images

米下院および上院で民主党の圧倒的勝利が望めない中、バイデン次期大統領が掲げる抜本的な富裕層増税政策が実現する見通しは大きく後退した。しかし、全ての税制案が可決されないと思うのは早計だ。バイデン氏の税制政策には、政治色が薄く、保守的な議員に受け入れられやすいものもあり、財政赤字が膨らむ中で歳入を増やさなければならぬという重圧がさらに強まると、歩み寄りが見られるだろう。例えば、上位1%の高額所得者のみを対象とした所得税増税政策は、ポピュリスト的な政策に賛同する一部の共和党員の支持を得て、法案が通過する可能性がある。一方、相続財産の大規模な非課税枠の廃止など、もっと広範

囲に影響が及ぶ政策は、すぐさま断念されられると考えられる。

投資銀行ブラウン・ブラザーズ・ハリマンのマネジングディレクター、アリ・ハッチンソン氏は「ブルーウェーブではないため全面的な改革が起きる可能性は低いものの、何かを成し遂げたいという熱意が漂っている。さらに、バイデン氏は交渉にたけ、党の垣根を越えて議会で良好な関係を築くことで有名だ」と指摘する。制定される可能性が最も高い増税案は、2017年に成立した税制改革法（TCJA）の条項の段階的な廃止を加速し、トランプ大統領以前の税制に戻すものだ。他にも、低所得者層や中間層向けの税額軽減や退職貯蓄推進のための税控除も、景気後退の打撃を最も大きく受けた家庭の支援策として、党を超えた支持を集める可能性が高い。

### ■ ジョージア州の決選投票がカギ

今後の行方は、1月にジョージア州で行われる上院2議席の決選投票にかかっている。2議席とも民主党が獲得すると、両党ともに上院の過半数に達しないことになる。そのため、採決が賛否同数の場合、副大統領が決定票を投じることになる。カマラ・ハリス次期副大統領の票に民主党、そして一部の主要税制改正案の行方が委ねられることとなるだろう。

タックス・ファンデーションのシニア政策アナリスト、ギャレット・ワトソン氏は、両党がともに50議席獲得した場合に実現する可能性が最も高い二つの増税案として、法人税の21%から28%への増税と、40万ドル超の所得者向け最高限界税率の37%から39.6%への増税を挙げる。これらが実現すると、以前は35%だった法人税と39.6%だった所得税最高税率を引き下げたTCJAを、部分的に巻き戻すことになる。僅差で3位につけたのが、TCJAによって1158万ドル（夫婦の場合は2316万ドル）と以前のほぼ倍になっていた遺産税の非課税枠の縮小だ。バイデン氏は、この非課税枠をインフレ調整後で2009年の水準の350万ドルに戻し、遺産税を40%から45%に引き上げることを提案している。

ワトソン氏によると、100万ドルを超えるキャピタルゲインに対する税率の20%から39.6%への引き上げと、40万ドルを超える所得に対する12.4%の給与税の導入は、政治的な摩擦や法案作成と施行の複雑さから、実現の見込みが薄い。他にも、死亡時の取得原価基準のステップアップ廃止は否決されるだろう、と複数のアナリストの意見が一致している。現行の法律では、所有者の死亡時に相続資産の原価基準をゼロに再設定できることになっている。

### ■ 共和過半数維持でも、一部改革は実現

共和党が上院で過半数を維持した場合、税制改正の可能性は低くなる。「しかし、共和党と民主党がお互いに歩み寄る形で通過する法案もあるかもしれない」と、アメリカン・エンタープライズ公共政策研究所のレジデントフェローであるカイル・ポメロー氏は述べる。

バイデン氏の提案の中でも、低所得者層と中間層の家庭の税負担を軽減する刺激策は、議会でも最も過半数を獲得しやすいと考えられる。具体的な内容としては、児童の税控除を従来の16歳までの児童1人につき2000ドルから、6歳までの児童1人につき3600ドルと17歳までの児童1人につき3000ドルへ一時的に引き上げ、児童・扶養家族の税控除を従来の最大2100ドルから8000ドルへ引き上げる。また、家族の介護を支援するため5000ドルの税控除を新設し、低所得者の確定拠出年金制度（401k）の税控除を拡大する。

### ■ 来年中の改正施行の可能性低い

これらの改正の施行は全て2022年か2023年になる、とアナリストは予想する。アーンスト・アンド・ヤングのグローバル・バイス・チェア（税務担当）のケイト・バートン氏は、新しい税制は、既存の税制への調整であり完全に新しいものでない限り、さかのぼって適用されるものの、来年の納税に影響を与える可能性は低く、「2021年は10%ほどの確率だ」と指摘する。

シンクタンクのアーバン・ブルッキングス・タックス・ポリシー・センターのシニアフェロー、ハワード・グレックマン氏は、民主党には来年、改正法案を可決する明確な機会が訪れると言う。景気刺激法案の作成が予想されている年初か、期限切れを迎える法人関連の税規定の新たな延長法案を採択する年末だ。しかし、議会が多く時間と労力を広範な税制法案に割くとは考えにくい。

「通常、大統領が就任1年目に対処できる大がかりな仕事は一つだけであり、バイデン氏は新型コロナウイルス対策にほとんどの時間とエネルギーを費やすことになるだろう」と同氏は指摘する。

By Karen Hube  
(Source: Dow Jones)

### 3. インパクト認識しない企業は取り残される - Companies That Fail to Measure Impact Will Be Left Behind, This Investor Warns ロナルド・コーエン氏「バイデン氏は透明性導入を」

[インタビュー]

#### ■ 投資資金を生活・地球の改善に利用

ロナルド・コーエン氏は1970年代初旬にプライベート・エクイティ会社のアパックス・パートナーズを26歳で設立した。ミルトン・フリードマンが「企業の社会的責任は利益を増大すること」との有名な考えを述べていた頃だ。コーエン氏は、巨万の富を築きつつもその考えに反対し、資本が差し迫る課題への解決策を提供できる可能性があると考えた。国連が支援する国際組織PRI（「責任投資原則」の略語）のフィオナ・レイノルズ最高経営責任者（CEO）は、「コーエン氏なくしてインパクト投資は存在し得なかっただろう」と述べている。サステナブル投資への資金流入が急増する中、著書を出版したばかりのコーエン氏に話を聞いた。



Photograph by David Vaaknin

本誌：ベンチャーキャピタルの創始者がインパクト投資の父となっただけでいい？

コーエン氏：テクノロジーの進歩や高成長の時代が続き、社会の貧富の差が縮小するとの期待に反し、貧富の差は過去最大に開いてしまった。グローバル化の進展とともに、企業による環境破壊も容認できない水準に達した。フリードマン流の資本主義は技術革新と経済成長をもたらしたが、そのために起きる破壊に配慮せずに利益ばかりを追求することで、資本主義は自滅的なシステムになってしまった。社会・経済的不平等の増大に伴い、われわれは投資資金を生活や地球の改善に利用する方法について考えるようになった。初のソーシャルインパクト債であるピーターバラ債は、ピーターバラ刑務所出所者の再犯防止プログラムに関わるもので、実際に再犯率を下げる成果が得られた。インパクト投資は高いリターンも実現できる。というのも、勤務先、投資先、消費する商品に関する価値観が変化するためだ。

Q：ジョー・バイデン氏が大統領に就任することで、米国でのサステナブル投資の様相は変化するか？

A：バイデン氏の選挙運動は、社会・経済的平等や環境破壊の軽減を中心に据えていた。インパクト投資を採用し、奨励し、フランクリン・ルーズベルト大統領のように、透明性を導入することがより良い結果を生むだろう。われわれは今、歴史的な岐路に立っている。1929年の株価暴落の後、企業の利益には透明性がなかった。1933年にルーズベルト政権は、一般に公正妥当と認められる会計原則（GAAP）と監査人の活用をもたらした。インパクトに関しても同じ地点にいる。インパクトに関する透明性こそ、社会や資本主義を次の段階へと押し上げる。

#### ■ インパクト最大化のテスラが選好される

Q：提唱するインパクト加重会計についての説明を。

A：インパクト加重会計は、企業が製品や事業活動、雇用を通じて生み出すプラス・マイナス両面のインパクトを金額に換算して反映させる。人と地球の両面に関するインパクトを数値化するもので、損益計算書から企業が生み出したインパクトを可算したり減額したりできる。

私は、1800社が環境に与えた悪影響を金額ベースで公表した、ハーバード・ビジネス・スクールの取り組みの会長を務めた。これら1800社のうち252社の年間の環境コストは利益よりも多かった。インパクト加重会計に基づくと、これらの企業は赤字転落ということになる。利益の25%以上の環境コストが生じた企業は543社だった。環境コストは1800社合計で年間3兆ドルに上った。インパクト加重会計によって企業と投資家は利益とインパクトの両面で業績を見ることができるようになる。投資家は、電気自動車のテスラ<TSLA>のようにリスクやリターンだけでなくインパクトを最大化する企業をより選好するようになる。収益性と同程度に透明性がバリュエーションに影響を与えるかもしれない。

## ■ 信頼できる情報提供が重要

Q：この取り組み後、企業は利益に与えるインパクトの影響を報告し始めたか？

A：現在約56社がインパクトを数値化している。7月に食品大手ダノン<BN.フランス>は、環境インパクトを加味した1株当たり利益（EPS）を公表した。これこそ将来のやり方だ。大手消費財メーカーのプロクター・アンド・ギャンブル（P&G）<PG>の10月の株主総会では、3分の2の株主が森林破壊を理由に経営陣に反対票を投じた。これこそ先駆け的な動きだ。規制当局はこのような情報は慎重に扱うべきだと理解し始めた。ハーバードのデータは、株式市場でのバリュエーションの低さと環境へのマイナス影響の大きさは相関性があることを示している。規制当局は、信頼のおける情報の提供が重要であると考えている。証券監督者国際機構（IOSCO）はインパクトの透明性の問題について検討していると表明している。

Q：研究に対して何らかの抵抗を受けたか？

A：これまでのところはない。大半の企業でステークホルダー資本主義が理解され始めている。インパクトの透明性がインパクトの改善にどのように役立つのか、あるいは株価にどのような影響を及ぼすかについて、企業の関心は高まっている。

Q：企業は、開示すべき情報が増えたことや、報告のフレームワークが複数存在する状況について不満を抱いているが。

A：環境や社会へのインパクトの計測方法は既におおむね出来上がっており、コンピューティングの力やビッグデータによってこれらのデータを総合して金額に換算することもできる。ハーバード大学の取り組みがそれを示している。欠陥としては、一般に公開されたこのような情報が同一の方針に基づいて作成されていないことだ。そのため比較が非常に困難になり、表面的に環境に配慮しているよう見せかけるだけの「グリーンウォッシュ」との非難の声にもつながる。従って、1933年にやったことをもう一度実行する必要がある。IOSCOだけでなく、国際財務報告基準（IFRS）、国際会計士連盟（IFAC）、世界経済フォーラムなどが全てインパクトの透明性に焦点を当てているのも偶然ではない。消費者、従業員、投資家らによって後押しされている。投資家が、プロが運用する3分の1以上の資金をインパクトの達成のために振り向けると、投資資金の流れのルールが変わった。仮に政府が、企業が2年以内にインパクト加重会計を開示するよう義務付けた場合、企業は実行できると私は考えている。

## ■ インパクトは新たな標準

Q：それはかなり無理な要求のようだが。

A：コロナ禍によって、世界中の政府はあり得ないような状況に陥っている。危機収束後も、現在直面する環境問題の上に、債務や社会的な課題も増える。かなり長期にわたり失業率は高止まりし、貧困やそれに伴うありとあらゆる問題につながるだろう。迅速で公正で持続可能な経済回復を確実にするには、企業や投資家に問題解決の方法を提供してもらうことだ。先進7カ国（G7）や主要20カ国・地域（G20）といった国際的枠組みによって、コンセンサスに達するのか、個々の政府が必

要に迫られてやるのかについては疑問が残る。時間がかかり過ぎれば、監査されない情報にさらされ、信頼のおけない情報の犠牲になる投資家も出てくる。社会や地球の持続可能性を脅かす問題への対応がさらに遅れることになる。

Q：過去にはESG（環境、社会、ガバナンス）はリスクの測定や投資機会のようなものと思われていた。インパクトは社会的・環境的な成果の達成に焦点が向けられている。この二つは一つになるか？

A：ESGはインパクトの先駆けだが計測のためのツールがなかった。インパクト加重会計はそれを提供することを意図している。ツールがあれば、全てはインパクト投資でありESGであり、新たな標準になる。

Q：新型コロナウイルス感染症によってインパクト投資を取り巻く状況や企業の情報開示はどう変わったか？

A：テクノロジーを重視しなかった企業は、より敏しょうで新しいビジネスモデルを取り入れた競合に敗れて取り残された。インパクトを適切に扱わない企業は同じ運命をたどることになる。原油生産企業の時価総額は急激に縮小した。インパクトの到来を無視することはテクノロジーの到来を無視するのと同じリスクを抱えていることを、企業は認識し始めている。

By Leslie P. Norton  
(Source: Dow Jones)

#### 4. S&P500のテスラ採用で考えるべき投資行動 - Tesla Is About to Upend This Sector. What Investors Should Do Now. 一般消費財指数のボラ拡大

[一般消費財]

##### ■ セクター指数の構成比率変化に伴うリスク



Courtesy Polaris

電気自動車（EV）大手テスラ＜TSLA＞はS&P500指数だけでなく、S&P500一般消費財セクター指数の構成銘柄にも採用される。これにより、同セクターのリスクはこれまで以上に増大する。投資家は、同指数に代わるインデックス投資、あるいは個別銘柄選択によって一般消費財への投資の仕方を検討すべきだろう。

一般消費財セクター指数は年初来29%上昇し、これを上回るのはハイテクセクターだけである。アマゾン・ドット・コム＜AMZN＞は、11月24日

時点で年初来72%も上昇しているが、テスラはこれさえも上回る。株価は年初来564%のとてつもない上昇となり、投資調査会社ネッド・デービス・リサーチによれば、2020年初にテスラがS&P500指数に採用されていたとすれば、一般消費財セクターの上昇率は44%に高まっていただろうと言う。

投資家は過去のことに気を揉む必要はなく、今後どうなるかを考えるべきである。テスラは12月21日にS&P500に採用され、11月24日の株価に基づけば、一般消費財セクターで構成比12%を占める第2位の大型株となる。ネッド・デービスの推計では、現在の構成比が8.6%であるホームセンター

大手のホーム・デポ<HD>を超える。一方で現在42.3%のアマゾンのウエートは、37.3%に低下する。一般消費財は既にS&P500全体の11.9%を占めるが、13.3%に上昇する見通しだ。

一般消費財のウエートが拡大するだけでなく、リスクも増加する。同セクター指数のボラティリティがS&P500に比べどれだけ高いかを表すベータ値は1.2から1.3に上昇し、ボラティリティに引き直せば26週ベースで4.8%から5.6%となる。同セクターのボラティリティは今でもS&P500を上回るが、テスラが加わることで一段と大きくなるだろう。

既に上げている一般消費財セクターで大幅に株価が上昇し、続いてインデックス投資家がテスラ株を買うだろう。ネッド・デービスは、一般消費財セクター指数がテスラを以前から採用していたならば、過去252日間に50%上昇し、S&P500に対して34ポイントのアウトパフォームとなっていただろうと指摘する。これは平均値を3.6標準偏差分上回っており、テスラを採用しなかった場合の2.9より大きい。テスラの株価や一般消費財セクター指数が上値を追い続けるのは不可能とは言えないが、どこかで一巡するのではないかという見方もある。

### ■ ETFによるリスク分散

投資家が行うべきことは何か。選択肢の一つは、上場投資信託（ETF）のインベスコS&P500イコール・ウエート一般消費財ETF<RCD>を購入することである。同ETFの現在の最大保有銘柄は高級ブランド品を扱うタペストリー<TPR>で、保有比率は2.6%である。また同ETFは、毎四半期末にバランスを見直すため、特定銘柄の過大かつ長過ぎる保有はない。

しかしこれが完全な解決策ではない。このイコール・ウエートETFの経費率が0.4%なのに対して、一般消費財セレクト・セクターSPDRファンド<XLY>は経費率が0.13%と安い。同ファンドの運用資産額はわずか3億500万ドルであり、世界でも特に流動性が高いファンドではない。それでも一般消費財セクターの投資では、最良の選択かもしれない。

### ■ 個別銘柄ではポラリスに注目

もちろん投資家は、個別銘柄を通じて同セクターに投資することも可能だ。有望と考えられる銘柄の一つはポラリス<PII>である。同社はオフロード車、スノーモービル以外にボートなども製造する。今のところ、新型コロナウイルスの感染拡大で大きな利益を受けた銘柄の一つのように見える。株価は3月23日から8月13日までに159%上昇し、106ドル98セントの高値を付けた。以後、株価は11%安の95ドル54セントまで下落した。

投資家は、コロナによる恩恵がいつまで続くか不明である。また11月17日の引け後、スコット・ワイン最高経営責任者（CEO）が同社を去り、建機・商用車などを手がけるCNHインダストリアル<CNHI>に加わると発表したことで、翌日に株価は6.3%安となった。

しかし株価は大きく下げたもののレンジに踏みとどまり、90ドル近くで下値を固めて再び高値を目指しているようだ。11月25日にシティグループのストラテジストであるスコット・クロナート氏は、社内のバリュー・クリエイター銘柄リストだけでなく、中小型株フォーカス銘柄リストにポラリスを加えた。

同氏は、ポラリスが伝統的な景気敏感株であるという事実と共に、コロナのパンデミック（世界的流行）で、人々が屋外で過ごす時間を増やすことを望んでいるという事実に言及した。同氏は、ファクトセットのデータによれば今後12カ月の予想株価収益率（PER）が12.6倍であり、バリュエーションが魅力的とも語る。割安株や高成長株を求める投資家に魅力的な同社の特長だけでなく、 balan

スシートが強固である点にも言及した。

ワインCEOが去ったことは、確かに損失と言える。2008年に同氏がCEOに就任して以降、在職期間の株価リターンは配当再投資分を含め476%となり、同じ期間のS&P500のリターンを容易に上回る。それでも運用会社ベアードのアナリストであるクレイグ・ケニソン氏は、ポラリスが優秀な後任を見付けるのに問題はないだろうと指摘する。「12年にわたりワイン氏は全力でポラリスを経営し、同社は有利な立場を獲得した。ワイン氏が去った後には有能な指導者チームが残り、社内あるいは外部から世界クラスのエグゼクティブを呼び寄せるCEOの椅子が用意されている」と記した。

ケニソン氏はポラリス株をアウトパフォームに格付けし、目標株価を122ドルとしている。これは先週金曜日の引け値を28%上回る。

By Ben Levisohn  
(Source: Dow Jones)

## 5. 投資家は新型MacBookを過小評価 - Apple's New MacBooks Have Delighted Critics.

[ハイテク]

アップル、自社開発半導体を外販も

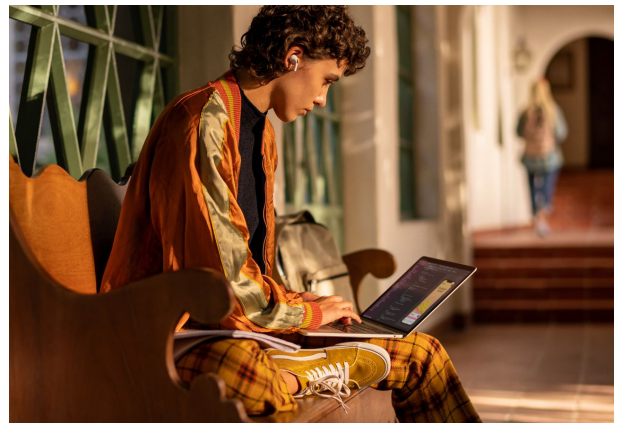
### ■ 久々の自信作

素晴らしい製品を世界に送り出してきたアップル<AAPL>が、特にハードウェアに関して私たちに驚かせることはめったになくなった。数年前から同社の成長分野はサービス部門、すなわちサブスクリプションベースのApple Music、iCloud、Apple TVとなっている。

だから同社が今年11月初めにイベントの招待状を送ってきたとき、そのタイトルが「One More Thing」（お知らせしたいことがもう一つある）となっていることが目を引いた。これは、前最高経営責任者（CEO）の故スティーブ・ジョブズ氏が基調講演の最後にアップルのファンを喜ばせるために使用したフレーズだったからだ。このフレーズを皮切りに、MacBook Pro、Apple TV、iPod、iMacなど、アップルの最も画期的な製品が発表されてきた。

現CEOのティム・クック氏はショーマンというより経営者であり、このフレーズをほぼお蔵入りさせてきた。ステージの上でジョブズ氏のレガシーと競うのは難しい。

ところがクック氏とその取り巻きは、アップルが自社で設計・開発したM1と呼ばれる半導体を初めて搭載した新しいMacシリーズの発表が、ジョブズ氏に敬意を表明する機会だと考えた。同社の最近のイベントはオンラインで開催され、基調講演はジョブズ氏が行っていたものとは別物だった。だがアップルは、ジョブズ氏のレガシーを取り戻すのに適したタイミングを選んだ。新しいMacシリーズが素晴らしい製品であるからだ。



Courtesy of Apple

## ■ 評論家の評価は上々

筆者は基本モデルのMacBook Airを2週間前に購入して使用してきた。筆者がこれまでに使用したラップトップの中でこの製品が最高であることはすぐに分かった。スマートフォンと同様、ソフトウェアがすぐに起動する。熱や騒音は発生せず、ラップトップのカバーを開けた途端にディスプレイ画面の電源がオンになる。こうしたアップグレードはささいなことに思えるかもしれないが、デバイスを使用したいと思わせる特質である。

こうした見方をしているのは筆者だけではない。評論家は、M1を搭載したMacBook Air、MacBook Pro、Mac miniを絶賛している。複数の使用レポートが掲載したベンチマークテストの結果は、基本モデルのMacBookの性能が、インテル<INTC>製半導体を使用した最も高価なMacを上回っていることを示している。

アップルは、共通の集積回路にコンピューター処理機能、グラフィックス処理機能、メモリー機能を搭載し、電力消費量が少ないにもかかわらず処理速度を高めるシステム・オン・チップ（SoC）を構築する方法を見いだした。消費者はスマートフォンやタブレットの素早いアプリの立ち上がり、丸1日使用可能なバッテリーに慣れている。だが、ラップトップPCのソフトウェアの立ち上げは時間を要し、バッテリーは半日ももたなかった。

それでもMacBook Airはまだ完璧ではない。ウェブカメラは、iPhoneのものと比べて解像度が低いままだ。最高の性能を得るには、インテルのx86アーキテクチャから離れ、アーム・ホールディングスのプラットフォームに合わせてソフトウェアを書き換える必要がある。

## ■ 新半導体は低消費電力志向のサーバー市場で需要か

では、新型Macシリーズは投資家にとって何を意味するのだろうか。11月17日にM1ラップトップの使用レポートが公開されて以降、アップルの株価は3%下落している。直近会計年度のMacの売上高が286億ドルと同社の総売上高の10%にすぎず、急成長しているサービス部門の約半分であることを考えると、投資家の無関心ぶりは驚くべきことではない。

だが投資家は、Macの動向を無視してはならない。

ハイテク企業や投資家に助言サービスを提供するセミコンダクター・アドバイザーズのロバート・マイア氏は先週のレポートで、「潜在的なプラス効果を現時点で見積もるのは難しいが、より重要なのは、M1がアップルの価値と、恐らくこれまで隠されていた価値をさらに際立たせるものだと考えられることだ」と書いている。遠回しな言い方に思えるかもしれないが、同氏はアップルが新型半導体を収益性の高いサーバー市場に売り込むことさえ可能だと指摘している。「サーバーの世界での最大の関心事はおそらく電力と冷却であり、M1の最大のセールスポイントの一つは今のところ、消費電力が低く、冷却ファンが作動しないことだ。消費電力の低さだけでも切り替えの理由となるかもしれない」。

アップルの株価収益率（PER）は過去18カ月間で2倍になっている。この割高なバリュエーションを正当化するには、いくつかのサプライズが必要だ。M1は、その第1弾として上出来である。

By Alex Eule  
(Source: Dow Jones)

## 6. S&P500採用後もテスラ株は強気 - Tesla Storms the S&P500. Here's the Bull Case. EV黄金時代に突入

[自動車]

### ■ 時価総額は6位



David Paul Morris/Bloomberg

自慢するわけではないが、筆者の退職口座の中で保有比率が大きい5銘柄は全て、今年に入って株価が上昇しており、平均上昇率は46%に上る。さらに、今ウォール街で話題の銘柄を新たに追加しようとしている。S&P500指数のインデックスファンドへの投資で市場のヒーローになれるなどと誰が予想しただろう。

立役者はもちろんアップル<AAPL>、マイクロソフト<MSFT>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、アルファベット<GOOGL>、フェイスブック<FB>のハイテクの巨人5社

だ。S&P500は時価総額で加重平均されるため、筆者も知らず知らずのうちにトレンドの波に大きく乗っていたようだ。今月、5銘柄合計の時価総額は一時インデックスファンドの25%を占めた。20年前のドットコムバブル期に上位5社が占めた18%をはるかに上回る。

ここに電気自動車（EV）のテスラ<TSLA>が加わる。同社がクリスマス前にS&P500の構成銘柄に採用されるとの発表があった。

ちょうど1年と少し前、テスラがゼネラル・モーターズ<GM>を抜いて米国で最も時価総額の大きい自動車メーカーとなったとき、同社がS&P500に含まれていないことが話題になった。当時、同社は継続した利益を上げていなかったため、一時的な市場の流行だとの懸念から、指数への組み入れは見送られた。だが、それ以降もテスラ車に対する消費者の需要は大きく、利益は説得力を持ち始めた。そして株価は775%上昇した。

テスラの時価総額は、今や他の主要自動車メーカーを合わせた時価総額を上回る。1年前、ウォーレン・バフェット氏のバークシャー・ハサウェイ<BRK.B>はテスラ社を2社分、現金で買うことができたはずだ。ところが今週テスラの時価総額はバークシャー・ハサウェイを抜き、米国で第6位の企業となった。

### ■ サービスで利益、中国・欧州で販売急増へ

ではテスラ株の強気シナリオは今後どうなるのだろうか。同社の株価は既に非常に高く、10年後、自動車市場における同社のシェアが大幅に拡大したと想定しても、自動車販売からの利益だけでは説明がつかない。それ以外の利益はどこから生まれるのか。

まず、強気シナリオはまだ続きそうだ。アナリストの35%が足元で600ドル付近にある同社株の投資判断を「買い」としている。これは3月に同社の株価が100ドル以下（株式分割調整済み）に下落した際の買い推奨の割合である19%よりも多い。

モルガン・スタンレーのアダム・ジョナス氏は、11月18日に同社を「ホールド」から「オーバーウ

エート」に引き上げ、目標株価を22%高い540ドルとしたが、同社の株価はそれからわずか4日で目標株価を超えてしまった。実は同氏はこの基本シナリオ以外にも、「強気シナリオ」で目標株価を1068ドルに設定しており、なお大きな上値余地があることがうかがえる。

面白いのはその背景にある考え方だ。ジョナス氏の基本シナリオは、テスラの2030年の年間販売台数を380万台、営業利益率を12%強としている。強気シナリオでは年間販売台数を800万台、営業利益率を20%としている。同氏がGMのEVの2030年の年間販売台数を100万台としているの考えれば、最近GMがEV部門への投資拡大を発表した理由が分かるだろう。

さらに興味深いのは、テスラの主要事業であるEV販売が、強気シナリオにおける利益の43%しか占めていないことだ。ジョナス氏は、テスラは最終的に1台当たりで、自動車の販売自体よりもネットワークサービスや保険の販売から多くの利益を稼ぐことになると予想する。テスラ車の所有者は、完全自動運転機能や、加速リミッター解除や、インフォテインメント機能のアップグレードに数千ドルを支払うだろう。新たなバッテリー充電器のサブスクリプションの予定などもあるらしい。

そうすると、むしろアップルのビジネスモデルに近い。アップルの株価収益率（PER）が2年前の15倍から約30倍近くまで上昇したのは、同社がクラウド・ストレージやストリーミングなど、利益率の高いサービスの売り上げを拡大し、アップストアを通じたソフトウェアの売り上げの一部を手数料として得ているからだ。

ウェドブッシュのアナリスト、ダン・アイブズ氏は、テスラの利益の急成長の裏には中国における爆発的な需要拡大もあると言う。中国にはモデル3（セダン）とモデルY（中型SUV）の新しい大規模工場がある。アイブズ氏は、わずか2年のうちに需要の40%を中国が占める可能性も指摘する。当然ながら米中貿易摩擦のリスクも加わるだろう。だが、同氏は、二酸化炭素排出量の削減規制を強化中の欧州でも販売台数は急増すると予想しており、「EVへの需要は黄金時代に突入した」と言う。

By Jack Hough  
(Source: Dow Jones)

## 7. なぜ株式市場は上がり続けるのか - The 'Don't Worry, Be Happy' Stock Market

次のテストは今週発表の経済指標

[米国株式市場]

### ■ 最高値を更新

株式市場は先週、過去最高値更新までのスローガンとして、ボビー・マクファーリンの「くよくよせずに楽しくやろうぜ」を採用したようだ。

先週初めの時点では、間違いなくひどい週になりそうだった。新型コロナウイルス感染による入院患者数は初めて9万人を超え、感謝祭のお祝いは例年よりずっと静かなものになった。新規失業保険申請件数は2週連続の急増となり、労働市場の一層の悪化を示した。週初に市場を押し上げた英製薬大手のアストラゼネカ<AZN>のコロナワクチンの治験結果を疑問視する声が上がったが、これも投資家を包み込んだ自信のバブルをはじけさせることはできなかった。

実際、先週の主要株価指数の動きを見ると、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は火曜日に終値が3万ドルを超え、646ドル89セント（2.2%）上昇して、2万9910ドル37セントで週を終えた。S&P500指数は2.3%上昇して3638.35、ナスダック総合指数は3%上昇して1万2205.85となり、いずれも過去最高値を更新して引けた。

シティグループの主席米国株式ストラテジストであるトビアス・レブコビッチ氏はレポートで、「投資家は下方リスクを心配することに興味をなくしたようだ」と書いている。

これは先週だけのことではない。今月、NYダウは13%、S&P500は11%上昇しており、いずれもこのままのペースを維持すると11月としては1928年以来最高のパフォーマンスとなる。ナスダックは12%の上昇で、このまま行けば11月としては2001年以来最高のパフォーマンスとなる。小型株のラッセル2000指数は20%急騰しており、このままのペースなら11月としては1987年以降で最高のパフォーマンスとなる。

大論争を巻き起こした大統領選挙が決着したことが追い風となったのは間違いないが、バイオ医療品メーカーのモデルナ<MRNA>や大手製薬企業のファイザー<PFE>とドイツのバイオ医療品メーカーであるバイオンテック<BNTX>がワクチン実用化の目途をつけたというニュースで、投資家は最近のコロナ感染再拡大と一部の悪い経済指標を無視する自信を得たようだ。

Dow Jones Industrial Average



Source: FactSet

## ■「恐怖・強欲指数」が示すもの

### S&P 500 Index



実際、投資家の自信はどこを見ても明らかだ。米国株式市場に対する投資家の恐怖心を反映すると言われ、「恐怖心指数」とも呼ばれるシカゴ・オプション取引所（CBOE）のVIX指数（この数値が高いほど投資家が相場の先行きに不透明感を持っているとされる）も先週低下した。投資家の自信は、上場投資信託（ETF）のSPDRゴールド・シェアーズ＜GLD＞が4.5%下落したのにも表れている。同様に、CNNが提供する、投資家の恐怖と欲望のバロメーターである「恐怖・強欲指数」（0～100の数字で表しており、50を下回れば恐怖、50を上回れば強欲な状態としている）が金曜日、「強欲の極み」を示すとされる92を付けたのにも表れている。

「恐怖・強欲指数」は次の七つの指標に基づいて算出される。このうち、⑥と⑦は「強欲の極み」を反映しない。

①CBOEのプット／コール・レシオの5日移動平均で、オプション市場での上昇への備えと下落への備えを比較することで相場

観の強弱を測る。

②直近20日間の株式と債券のリターンの差。

③ニューヨーク証券取引所で52週間高値を更新した銘柄数と同安値を更新した銘柄数の差。

④マクレラン・ボリューム・サメーション指数による値上がり株と値下がり株の出来高。

⑤S&P500の現在の株価が125日間の移動平均からどれくらい乖離しているかで、市場の勢い（モメンタム）を測る。

⑥投資適格債とジャンク債の利回りの差。

⑦VIX指数。

「恐怖・強欲指数」というと、恐ろしく聞こえるが、それほど不安になることはない。「恐怖・強欲指数」を構成している指標が示すものと実際の利益や損失の間に相関関係はない。エバーコアISIストラテジストのデニス・デブシェア氏によれば、例えば、値上がり株の出来高が値下がり株より多い場合は、移動平均を大きく上回って取引されているS&P500がそうであったように、その後の3～6カ月のリターンが市場より良くなった。また、CBOEのプット／コール・レシオが強欲を示す場合は、その後の3～6カ月間のパフォーマンスが市場を下回った。

デブシェア氏によれば、「各指標に対する将来のリターンは、強欲レベルが強いときの1、3、6カ月の通常のリターンより良いレベルから、通常の世界リターンを若干下回るレベルまであり得る。重要なことは、市場リターンの中央値はどの期間においてもマイナスにならないことだ」と言う。

## ■ PMIや雇用統計に注目

しかし、全ての業種が今のペースで上昇し続けることはできない。S&P500のエネルギー・セクター・インデックスは11月に、過去最高の34%上昇を記録した。同インデックスに含まれる株式の約90%の相対力指数は70以上となっており、その大半が買われ過ぎの状態にあることを示している。サンディアル・キャピタル・リサーチのトロイ・ボンバルディア氏によれば、エネルギー・セクターは通常極端に偏った数値が出たあとに下落しており、その後3カ月間の平均下落幅は6.9%だ。

市場の本当のテストは今週にもやって来る。火曜日にはサプライ管理協会（ISM）の製造業購買担当者景況指数（PMI）が発表され、木曜日にはサービス業PMIが発表される。この二つはいずれも下落することが予想されている。金曜日には11月の雇用統計が発表される。非農業部門就業者数は10月の90万6000人増から鈍化し、59万人増となる見込みだ。市場では、11月は予想よりかなり低くなる可能性がささやかれており、12月は減少に転じると懸念されている。

NASDAQ Composite Index



Source: FactSet

By Ben Levisohn  
(Source: Dow Jones)

## 8. イエレン氏はどんな財務長官に？ - Will Past Be Prologue for Yellen at Treasury? 過去の発言から読む

[フィーチャー]

### ■ 経済政策トップ3全て歴任も初



Alex Wong/Getty Images

米連邦準備制度理事会（FRB）のイエレン前議長は歴史を作ろうとしている。米国初の女性財務長官となるだけでなく、米国のマクロ経済政策を決定する上位3ポジション全てを初めて歴任しようとしているだ。

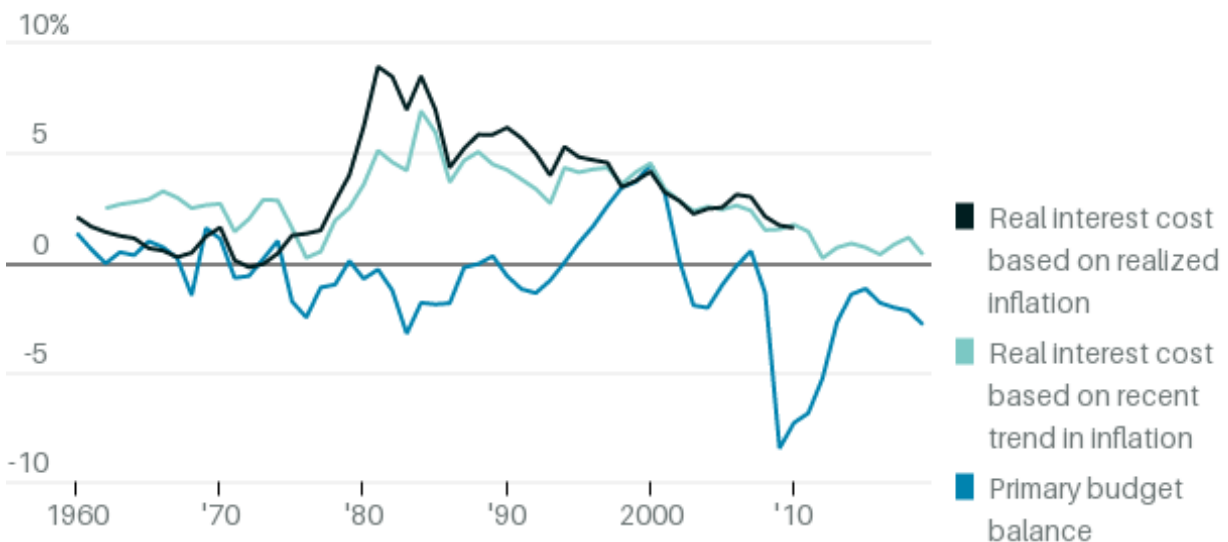
同氏の経歴から、政策に関する多くの見解を検討することが可能だ。本誌は、イエレン前議長の、とりわけ同氏にとって今後重要となる問題についての考え方を理解するために、25年以上にわたる講演、論文、FRBの議事録を読み込んだ。

### ■ 連邦政府予算

## Yellen About Nothing?

There seems to be no relationship between how much the federal government borrows and how much it has to pay in financing costs.

### Borrowing costs vs. borrowing



Source: Office of Management and Budget; Bureau of Economic Analysis; Federal Reserve Board; Barron's calculations

低金利、低成長および低インフレというしつこい問題は、個人、企業および政府による借り入れが、経済の安定を維持するためには不十分であるということを市場がシグナルを出しているのだ。しかしイエレン氏は数十年にわたって、長期的な安定のためには、増税—そして恐らく社会保障とメディケア（高齢者向け医療保険制度）の縮小—が必要と主張してきた。さもなければ、政府債務の伸びが経済成長率を上回り、いずれは金利上昇につながり、企業の投資が減少し、生活水準の伸びの低

下につながるというのが同氏の見方だ。

イエレン氏は2009年に、金融危機への対処法に関する議論において、「政策対応は、長期的な財政規律と整合的な必要があり」、さもなければ、「長期金利は政策対応に反応して上昇し、短期的な景気刺激策による効果をなくす公算が大きい」と警告している。2011年には、「米国の長期的な財政赤字に対応する信頼できる計画を実行できなければ、米国は深刻な経済的コストとリスクにさらされるだろう」と指摘した。

世界的な超低金利下でも、同氏がこのような考え方を捨て去ったとは思えない。最近では、「もし私が魔法の杖を持っていたならば、増税し、退職給付を削減するだろう」「われわれは、財力に見合った生活を送っていない」と述べている。

イエレン氏は、財政赤字に関して一貫して警告しているにもかかわらず、経済が困難な状況にある時には政府が歳出を増やすべきだと考えている。同氏は、2009年の景気刺激法案に含まれていた「州および地方政府のプロジェクトの資金調達に対する相当額の支援」を評価しており、背景には不要な緊縮財政の回避に役立つとの考えがあった。その後、当初の支援策の規模が小さ過ぎることが分かると、「裁量的な財政政策は、今回の景気回復期の大きな追い風にならなかった」と嘆いた。

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）時には、個人、企業、州・地方政府の収入を支援するための支出拡大を一貫して主張した。しかし投資家は、同氏がバイデン次期大統領と議会に対して、緊縮財政の時期尚早な復活を促すと懸念するかもしれない。結局のところ、イエレン氏は、インフレのリスクを冒さずに失業率がどこまで低下できるかについて一貫して控えめな見方をしてきており、この問題に関する同氏の見解は、経済が最高の状況で推移するために必要な課税と歳出の水準に関する判断に影響する可能性がある。

## ■ 金融規制

財務長官の最も重要な職務の一つは金融安定監視委員会の委員長を務めることだ。同委は、連邦政府の全ての主要規制機関と州保険長官で構成する。2004年から2010年にかけてイエレン氏がサンフランシスコ連銀総裁を務めていた際の主な責務の一つは管轄地域の銀行の監督で、住宅バブルのホットスポットだったカリフォルニア、アリゾナおよびネバダの各州が同地域にあった。

当時の状況を理解できなかったのはイエレン氏だけではないものの、危機以前の期間における同氏の失敗は特筆に値する。例えば、2005年の高水準の住宅価格は正当化可能であり、住宅担保貸付の増加や（住宅ローンの借り換え時にローン残高を上回る額の融資を受けて差額の現金を得る）キャッシュアウト・リファイナンスの台頭などにより「住宅のエクイティに対するアクセス性が高まっている」ためだと主張した。同氏は、「創造性がある金融」が住宅市場に大きな影響を及ぼしているとは考えておらず、2007年終盤にはサブプライムローン問題は経済全般にとって重要ではないとし、2008年初めには「銀行システムは、健全な状況で今回の困難な危機に突入した」と述べている。しかし、その楽観的な見方は、銀行の脆弱（ぜいじゃく）な資本構造と、消費者の支出を維持する上で住宅価格の上昇と貸出基準の低下が大きな役割を果たしていたことを過小評価していた。

イエレン氏が経験から学んだとみられることは好材料で、2010年には、同氏と同僚が「現状を容認してしまった」と認めた。同氏の見解では、借り入れ限度の導入、さらには「景気循環を促進する過剰なリスクテイクのインセンティブを支配する報酬制度」の変更によって、「われわれには、パーティが盛り上がり過ぎている時に、パンチボールを下げる用意のあるマクロプルーデンスな政策立案者が必要」だという。

## ■ 国際経済

財務長官は、国際的な経済および金融の問題に関して米国政府を率いる高官である。イエレン氏は一貫して、自由貿易および「自由な資本移動」を熱心に擁護してきた。しかし、自由貿易が、誰もが同じルールに基づいている時に最も有効に機能することを理解し始めている。ある国が米国に対して市場を閉ざしている場合、または、自国の外国為替を操作している場合は、経済開放を好む主張の魅力は低下する。

例えば2011年に、イエレン氏は中国、韓国およびその他諸国に対して、世界の「需要不足」に対処するとともに、「多額の財政赤字および長期的な持続可能性に関する懸念によって財政刺激の余地が限定されている」富裕国の緊縮財政を補うために、支出を増加するよう強く要請した。同氏は「アジア諸国は、世界の需要を超える供給能力を引き続き追加しており」、それは個人消費が少な過ぎるためだと述べた。

これは、とりわけ中国において長期的な問題となっており、パンデミックからの回復期においてはさらに大きな問題になりつつある。イエレン氏は財務長官として、他国との通商交渉においてこのマクロ経済的視点を持ち出す可能性がある。

イエレン氏はまた、自国の為替相場を操作して、米国経済の開放性を利用していると考えられる政府を暗に批判しており、「経常収支が黒字で資本移動を制限している国は、長期にわたって通貨高圧力に抵抗し続けてきており」、それは「世界の不均衡是正プロセスを阻害し」、「世界経済に対する悪影響」を生み出している、と述べている。

最近では、自国企業に対する補助金と知的財産盗用の支援に関して中国政府を批判している。その一方で、米国と中国のハイテク業界の「分断」については、世界の技術革新に対する潜在的影響を理由に警告している。財務長官が委員長を務めることになる対米外国投資委員会は、トランプ政権下では米国の先端技術に対する中国のアクセス制限を図っていたが、上記の発言がイエレン氏の委員長としての責任管理に影響する可能性がある。

## ■ 不平等、政府の役割、学生ローン

イエレン氏は、所得不平等や所得の不安定性を長らく気にかけてきた。

「ウォール街を占拠せよ」運動が「われわれは99%」というスローガンを掲げる以前から、イエレン氏は、「素晴らしい経済的成果の大半の恩恵は、人口のごく一部にしか行き渡らなかった」と述べている。同氏は、さらに悪いことに、失業率が低く見えても、大学卒業業者の中でも「レイオフや規模縮小による不本意な退職」が大幅に増加している、と語った。それはひいては、給与の大幅減と医療保険へのアクセスの脅威によって、家計の予算に多大な影響を及ぼした。同氏は、このような動向が、「グローバリゼーションに対する抵抗」を生み出し、「社会的結束を阻害し、最終的には米国の民主主義を弱体化させる可能性がある」と懸念した。

イエレン氏は教育に関する支出の増加を望んでいるが、米国では失業給付制度、介護休暇およびその他の福祉制度は特に不十分となっており、また、最低賃金が低水準だとも述べている。「社会のセーフティネットの改善には、コストがかかる」ものの、米国が「より多くの人々に対して経済が報いるようにするためのリスクを取ることを真剣に検討すべきだ」と考えている。

イエレン氏は、教育機会の可能性と公立学校に対する資金配分を懸念しているが、「学生ローンの負担が、資産の少ない家庭において相対的に高い状態が長く続いており、格差が過去数十年拡大し

ている」と述べている。言い換えると、同氏はバイデン次期大統領が検討している学生ローンの一部無効化に賛同する可能性がある。

By Matthew C. Klein  
(Source: Dow Jones)

## 9. 急騰のビットコインに続伸余地 - Bitcoin Has Surged. Why Its Rally May Still Have Legs 貨幣価値劣化に対するヘッジで

[投資手法]

### ■ 1カ月で50%上げる

ビットコインは、感謝祭に突入した先週に向けて猛烈な上昇を見せ、1カ月で50%上昇し、11月24日には52週高値となる1万9345ドルを付けた。これは、2017年12月に到達した史上最高値1万9783ドルにあと2%の水準だ。最高値を付けたのは感謝祭の席上でこの暗号資産（仮想通貨）がホットな話題となった直後だった。

しかし、今回の上昇は当時とは違うようだ。まず、今年の感謝祭で暗号資産について熱い議論をしていたのはミレニアル世代だけではない。今や、昔からの億万長者や上場企業でさえもがビットコインを保有しており、それを公然と議論している。これは初期のビットコイン支持者であるビル・ミラー氏のいう「社会的な地位確立に向けた行程」（2017年12月の本誌カバーストーリー）における大きな一歩だ。



Photo illustration by Sarina Finkelstein

これらの投資家にはビットコインのボラティリティを受け入れる用意がある（実際、先週は高値をつけたあと、2日間で15%下落している）。ビットコインが、米連邦準備制度理事会（FRB）の金融緩和策がもたらす長期にわたる貨幣価値の劣化、すなわちインフレに対するヘッジになると信じているからだ。

歴史的には金がインフレに対する好ましいヘッジ方法だった。地上に貯蔵されている金の価値は10兆ドルを超えており、ビットコインの時価総額3200億ドルを凌駕している。ビットコインに投資をしている裕福な投資家の多くは金投資も続けていると語る。しかし、ビットコインが次の世代の注目を集めるようなら、金需要に影響が及ぶかもしれない。

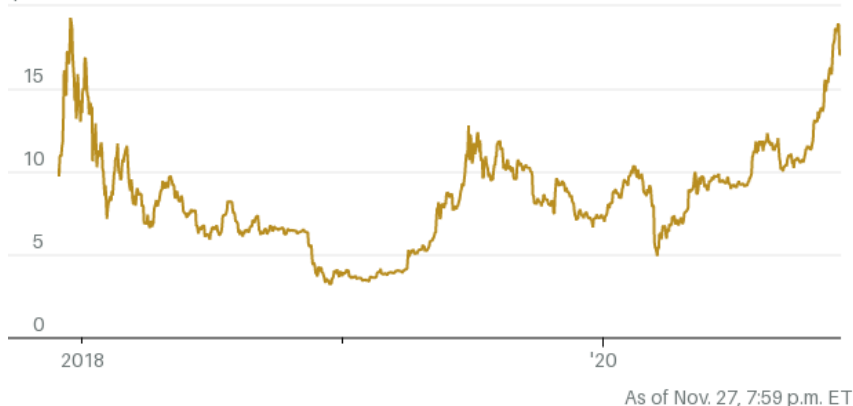
そうした証拠も幾つかある。ロビンフッド、スクエア<SQ>、ペイパル・ホールディングス<PYPL>などの若い世代が投資に使用するアプリケーションでは株式と同じように暗号資産もワンクリックで購入することが可能だ。今月、サービス開始1週間で10万人が暗号資産トレーディング・プラットフォームの利用者登録をしたオンライン・トレーディング・プラットフォーム「ウィーブル」のアンソニー・デニア最高経営責任者（CEO）は、「顧客がそれ（暗号資産）を求めている」と語った。

## ■ 社会的な受容が拡大

### Bitcoin

#### Bitcoin / BTC

\$20 thousand



Source: CoinDesk

こうした要因に加えて、規制当局も徐々に受け入れつつあることから、ビットコインの価格は着実に、次いで急激に上昇した。シカゴ大学基金の元ポートフォリオマネジャーで、暗号資産専門の投資会社ブロックタワー・キャピタルの最高投資責任者（CIO）アリ・ポール氏は、「何か一つのことがきっかけになったわけではなく、ペイパルで取り扱いが可能となり、上場会社が投資をするようになり、アナリストレポートでカバーされるといったデータの積み重

ねによるものだ」と語る。

規制されていない取引所での取引も依然行われているが、なじみのあるプラットフォームでの取引がシェアを拡大している。CMEグループ＜CME＞のビットコイン先物は人気は急上昇しており、今年の建玉は2019年の水準から102%の増加、第4四半期はこれまでのところ221%の増加となっている。多額の資金が動き始めている。125ビットコイン（現在の価格で200万ドル超）以上の取引をするトレーダーの数は、年初来で2倍以上となり、今月はこれまでで最多の102人となっている。ポール氏は、「今や十分に確立され、実績があることから、ビットコインを知らないヘッジファンドのマネジャーも、知り合いの億万長者2人に言われて、私の説明を30分も聞けば、1週間後には投資をしていることがよくある」と話す。

まだ懐疑的な億万長者もいる。著名なヘッジファンドマネジャーのレイ・ダリオ氏は、「富の貯蔵庫には向いていない」とツイートしたが、後で考えを変える用意はあると付け加えた。しかし、ビットコインの信奉者は多く、億万長者間の囁き（ささやき）ネットワークは強い勢力となっている。5月に著名なヘッジファンドマネジャーのポール・チューダー・ジョーンズ氏が、11月にはスタンレー・ドラッケンミラー氏がビットコインを購入したと語った。2人とも、不確実な状況下で方向性を探る人々が頼りにする類の投資家だ。

## ■ ビットコイン購入のため自社株を公開買い付け

しかし、最も重要な改宗者はそれほどの著名人ではないかもしれない。ビジネス・インテリジェンス企業マイクロストラテジー＜MSTR＞のマイケル・セイラーCEOは、これまでで最も果敢な賭けを行なった。

同氏はかつては懐疑論者だったが、3月に政府が新型コロナウイルス景気刺激策を成立させ、FRBが利下げしたことで、ビットコインに興味を持った。マイクロストラテジーは現金5億5000万ドルを保有していたにもかかわらず株価が急落し、時価総額は12億ドルまで減少した。株主に「現金の評価はゼロだ」と言われて、現金は重荷であることに気付いた。セイラー氏は、ドルの価値は今後5年間で毎年10～15%下落すると考えている。

米国のインフレはこれまで長年にわたって抑制されてきているが、セイラー氏は従来のインフレ測定方法は不適切だと考えている。同氏によれば、より正確な測定には、ハンプトンズの不動産やピカソの絵のような「極めて望ましい」ものを含む資産が必要なのだという。同氏がビットコインを好むのは、これを制御するソフトウェアが供給を2100万ビットコインに制限しているため、法定通貨のような価値の劣化が起きないからだ。

同氏は個人資金で1億7500万ドル相当のビットコインを購入し、自分の会社にも手元資金をビットコインに移行するように提案した。懐疑的な株主が保有株を換金できるように、同社はビットコインを購入する前に、自社株の公開買い付けを発表した。これが終了して初めてビットコインを購入し、平均価格1万1111ドルで4億2500万ドル相当を購入した。この投資の価値はその後約50%上昇していることになる。

セイラー氏は他のビジネスリーダーや裕福な投資家にもこの話を広めている。同氏は本誌に対し、「誰にでも意見はあると思うが、私はこのゲームに10億ドルを合法的に賭けている。10億ドル投資をするか、それとも1億ドルあるいは2億ドルを投資するか検討しているのなら、失う資金が10億ドルある者の話を聞きたいだろう」と語っている。

By Avi Salzman  
(Source: Dow Jones)

## 10. 今週の予定 - Big Names Line Up for IPOs as 2020 Draws to a Close 2020年終盤にかけて、注目IPOが目白押し

[経済関連スケジュール]

### ■ 件数、額ともに2019年超えへ

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）は、クリスマスプレゼントには悪影響を与えているかもしれないが、新規株式公開（IPO）には影響していないようだ。それどころか、12月は民泊仲介サービスのエアビーアンドビーや料理宅配サービスのドアダッシュ、ゲーミング・プラットフォームのロブックスといった企業のIPOが目白押しだ。最近では、モバイルショッピングを手掛けるウィッシュや決済処理会社のアフームなども上場書類を提出している。

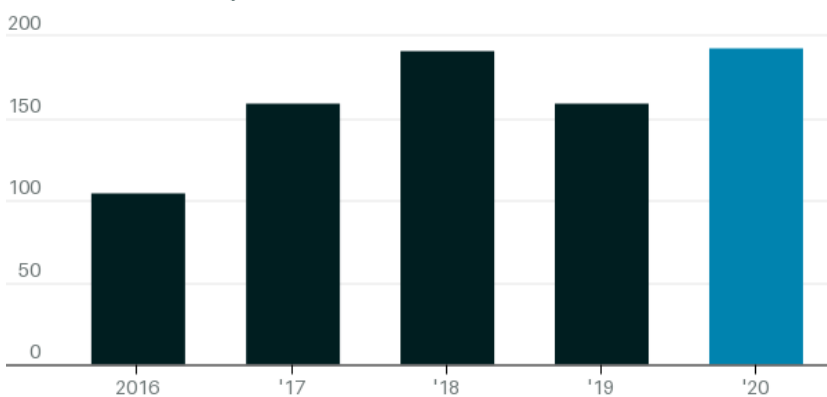
さらに香港市場では、中国最大の小売企業JDドットコム<JD>の1部門が、35億ドル規模となる可能性のあるIPOを検討しているとして期待されている。

中でも注目を集めているのが、ドアダッシュだ。届出書類からは、同社がパンデミックに伴う巣ごもり消費の追い風を受けて急成長していることが明らかになっている。2020年1～9月期で、同社

### Going Public Comes Back

Despite pandemic and recession, U.S. IPOs may clear 200 by the end of the year.

Number of U.S. IPOs, 2016 to 2020



Note: 2020 YTD

Source: Renaissance Capital

の注文件数は5億4300万と前年同期の3倍となっている。加盟レストラン数は39万店、ユーザー数は1800万人となり、「ダッシャー」と呼ばれる配達員は100万人以上だ。さらに、同期間の利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）は9500万ドルで、黒字を計上している。

コンテクストロジックは、モバイル通販アプリの「ウィッシュ」を手掛けている。2010年に設立された同社は、月間利用者数が世界100カ国以上で1億人を超え、出店事業者数は50万社となっている。一方で2020年1～9月期の最終損益は1億7600万ドルの赤字であり、前年同期の500万ドルの赤字から悪化している。

2012年設立のフィンテック企業アファームは、延滞利息や分かりにくい手数料、ペナルティを利用者に課さずに、分割払いでの商品購入を可能にしている。目論見書によると、利用者数は620万人、取引件数は1730万件、加盟事業者数は6500社に上る。売り上げの約30%は、最大の加盟事業者であるフィットネス機器販売や動画配信のペロトン・インタラクティブ<PTON>からのものである。直近の四半期は1500万ドルの赤字だった。

さらに、JDドットコムオンラインヘルスケア部門であるJDヘルス・インターナショナルのIPOが控えており、実現すればアジアで過去最大のヘルスケアIPOとなる。時価総額は280億ドル程度とされる。悪くはないプレゼントだ。

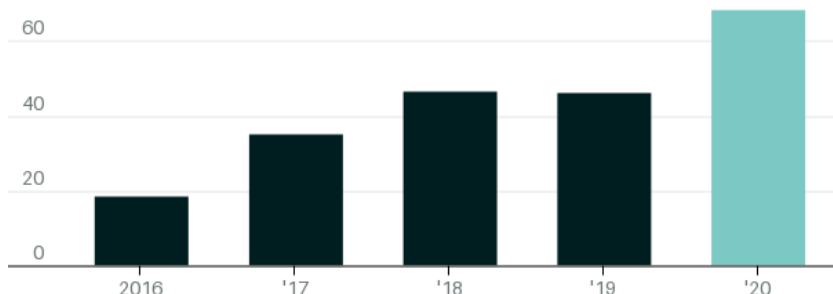
## ■ 今週の予定

### A Money Machine

This year has seen the most money raised in U.S. IPOs since 2014, which are up 57% over 2019.

#### Proceeds Raised in IPOs, 2016 to 2020

\$80 billion



Note: 2020 YTD

Source: Renaissance Capital

11月30日（月）

・オンライン会議サービスのズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>が2021年度第3四半期決算を発表。同社の株価は年初来500%を上回る上昇を遂げている。

・半導体大手マイクロン・テクノロジー<MU>がウェブキャストを実施。テクノロジー・ロードマップや戦略について説明を行う。

・11月のシカゴ購買部協会景況指数（シカゴPMI）発表。コンセンサス予想は58.9と10月をやや下回る。

・全米不動産協会（NAR）が10月の中古住宅販売保留指数を発表。エコノミスト予想は前月比マイナス1%（9月はマイナス2.2%）。コロナのパンデミックにもかかわらず、2020年の住宅販売戸数は2019年を上回ると予想される。

12月1日（火）

・カナダの大手銀行のモントリオール銀行<BMO>、ノバスコシア銀行<BNS>、コンピューター・IT大手のヒューレット・パッカード・エンタープライズ<HPE>、ITソリューション会社ネットアップ<NTAP>、顧客管理ソフトウェア大手のセールスフォース・ドット・コム<CRM>が四半期決算発表。

・米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長が、上院銀行委員会でコロナウイルス支援・救済・

経済安全保障法（CARES法）に関する四半期報告を行う。2兆ドル規模の同法は、今年3月終わりに成立している。

- ・10月の建設支出発表。予想は季節調整済み年率換算1兆4200億ドルで、前月から0.7%増。
- ・ISMが11月の製造業購買担当者景況指数（PMI）発表。コンセンサス予想は57.3。10月の59.3は、ここ2年以上で最高水準となった。

12月2日（水）

- ・給与計算代行のオートマティック・データ・プロセッシング<ADP>が11月の民間雇用者数を発表。コンセンサス予想は前月比50万人増（10月は36万5000人増）。
- ・セキュリティ対策ソリューションを提供するクラウドストライク・ホールディングス<CRWD>、ID管理サービスのオクタ<OKTA>、大手アパレルメーカーのPVH<PVH>、カナダの金融サービス大手ロイヤル・バンク・オブ・カナダ<RY>、ビッグデータの保管・分析を手掛けるスノーflake<SNOW>、半導体設計用ソフトウェア開発会社シノプシス<SNPS>、クラウド型セキュリティ・サービスを提供するゼットスケラー<ZS>が決算発表。
- ・IT大手マイクロソフト<MSFT>が年次株主総会を開催。
- ・FRBがベージュブック（地区連銀景況報告）を発表。12の地区連銀が、管轄する地区の経済状況をまとめて年8回出す報告書で、今年はこれで最後となる。

12月3日（木）

- ・カナダの銀行大手カナディアン・インペリアル・バンク・オブ・コマーシ<CM>、医療器具メーカーのクーパー・カンパニー<COO>、電子署名ソフトウェアのドキュサイン<DOCU>、ディスカウントチェーン大手のダラー・ジェネラル<DG>、スーパーマーケット・チェーン大手のクローガー<KR>、半導体メーカーのマーベル・テクノロジー・グループ<MRVL>、カナダの銀行大手のトロント・ドミニオン銀行<TD>、化粧品小売りチェーンのアルタ・ビューティー<ULTA>が四半期決算を発表。
- ・ゴールドマン・サックス<GS>が、債券投資家向けコンファレンスコールを開催。
- ・ISMが11月の非製造業PMI発表。コンセンサス予想は56.2と、10月とほぼ同水準。

12月4日（金）

- ・11月の雇用統計発表。非農業部門就業者数のコンセンサス予想は、前月比70万人増と、10月の63万8000人増からやや加速。

By Luisa Beltran、Eric J. Savitz  
(Source: Dow Jones)

『バロonz・ダイジェスト』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信

時事通信社

編集人

川田 重信（かわた しげのぶ）

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

『バロonz・ダイジェスト』 2020/11/29

THIS WEEK'S MAGAZINE

発行 : Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信 : 時事通信社

編集

THIS WEEK'S MAGAZINE : エグゼトラスト

TODAY'S MAGAZINE : 時事通信社

お問い合わせ先（法人・個人の購読契約者様） : barrons@grp.jiji.co.jp

（ネット証券様の会員サイトで閲覧されているお客様は、ご契約先のネット証券様へお問い合わせください）

※当誌は、株式会社 時事通信社がライセンスに基づき Dow Jones & Company, Inc. の発行する BARRON'S 誌の内容を利用して作成したものです。

※当誌は、情報提供を目的としてのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。また、当誌は当社が信頼できると判断した資料およびデータ等により作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

※図・表・データの無断使用を禁止します。

Copyright © 2020 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます