

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2021/03/07

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 米国金融業界で最も影響力がある女性100人 - Meet Our 100 Most Influential Women in U.S. Finance for 2021 [カバーストーリー]
P.2
昨年に続く第2回のリスト
2. 投資運用業界のディスラプション（破壊的創造）を起こすキャシー・ウッド氏 - ARK's Cathie Wood Disrupted Investment Management. She's Not Done Yet. [フィーチャー]
P.4
並外れたリターンを上げるアークの設立者の仕事はまだこれから
3. 新薬開発の失敗で株価が下落した今がバーテックスの買い時か - Vertex Stock Fell After a Setback on a New Drug. It's an Opportunity. [注目銘柄]
P.7
有望な開発パイプラインに加え買収の可能性も
4. 経済再開後もロウズは買い推奨 - Lowe's Can Win the Reopening, Too. [注目銘柄]
P.9
ホームセンター銘柄の中でも強気
5. ウォール街を締め出したバイデン政権、投資家にはサプライズの可能性 - Biden Is Shutting Out Wall Street. Investors May Be in for a Surprise. [フィーチャー]
P.11
新政権に金融業界出身者が目立って少ないことは何を意味するのか
6. 景気回復相場は成長株にとっては苦境 - The Reflation Trade Is Stirring Growing Pains in Growth Stocks. Here's Why. [米国株式市場]
P.13
景気回復に伴う金利の上昇で成長株の買い手が不在の状況に
7. 景気回復への楽観論が割高なハイテク株の重しに - There's Reason for Optimism. That's Bad News for Tech [ハイテク]
P.15
投資家は強気姿勢を維持しつつ選別志向を強めている
8. FRBは債券利回りに上限を設定する予定なのか？ - Will the Fed Cap Bond Yields? Not With Stocks Still Near Peaks. [コラム]
P.17
株価が過去最高値圏にある状況では可能性は低い
9. 台湾と韓国が米国のサプライチェーンのカギを握る理由 - Taiwan, Korea Hold Keys to U.S. Tech Supply Security [フィーチャー]
P.19
サプライチェーンのボトルネックは最大の政治的リスク
10. 今週の予定 - Walmart Has Over 200 Million Visits Weekly. Why Not Become a Fintech? [経済関連スケジュール]
P.21
スケールを強みとするウォルマート、フィンテック事業へ進出

※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 © 2021 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. 米国金融業界で最も影響力がある女性100人 - Meet Our 100 Most Influential Women in U.S. Finance for 2021 [カバーストーリー] 昨年に続く第2回のリスト

■ 昨年は政界でも金融業界でも女性が躍進



Illustration by Eva Bee

米国政治の世界では過去1年間で女性が大きな躍進を遂げた。11月にはカマラ・ハリス氏が女性初の副大統領に選出された。ジャネット・イエレン氏は米国初の女性の財務長官を務めている。現行の第117回米国連邦議会の女性議員の人数は、過去最高の143人（全体の27%）である。

女性は民間セクターでも優れた実績を挙げ、影響力を強めており、特に金融界ではその傾向が顕著だ。シティグループ<C>のジェーン・フレイザー最高経営責任者（CEO）は、米国の超大手銀行では女性初のCEOに就任した。JPモルガン・チェース<JPM>幹部のサスンダ・ブラウン・ダケット

氏は最近、運用資産額1兆3000億ドルの全米教職員年金保険組合（TIAA）のCEOに指名された。ニューヨーク証券取引所とナスダック<NDAQ>のCEOはいずれも女性である。

本誌は昨年に続き、2回目となる米国金融業界で最も影響力がある女性100人のリストを作成した。100人の内訳は、銀行や証券会社の経営幹部、ファンドマネジャー、リサーチアナリスト、金融機関のCEO、官僚、政策立案者など、さまざまである。ただし、彼女たちは、金融業界と米国金融システムの発展に貢献している無数の女性のごく一部にすぎない。

リストの作成に当たっては、本誌の読者、金融業界の関係者、本誌の記者と編集者から推薦を募った。これらの推薦者は、ウォール街を大きく動かしている人々だけではなく、比較的無名ではあるが並外れた影響力とリーダーシップを発揮する可能性がある経営幹部にも注目している。

例えば、今回の推薦者の一人で、投資家、社会活動家としても知られるミュージシャンのボノ氏は、バンク・オブ・アメリカ<BAC>のアン・フィヌケーン副会長を推薦しており、同氏を「コンシャス・キャピタリズム（思慮深い資本主義）」と、現代で最も困難な課題への対応において、企業が果たし得る役割を長年追求してきた」と称賛している。

今年新たにリストに加わったのは28人だ。ダケット氏、フィヌケーン氏や、イノベーションに焦点を当てた複数の人気ファンドを運用するアーク・インベストメント・マネジメントのキャシー・ウッドCEO兼最高投資責任者（CIO）、ペンシルベニア大学ウォートン・ビジネススクールで女性初・有色人種初の学部長となったエリカ・ジェームズ氏などである。

新たにリストに選ばれた米連邦準備制度理事会（FRB）のラエル・ブレイナード理事は、来年任期が終了するパウエル議長の後任になる可能性があるとも言われている。金融サービスにおける消費者の保護を声高に主張しているエリザベス・ウォーレン上院議員も選出された。アルファベット<GOOGL>のルース・ポラット氏や、マイクロソフト<MSFT>のエイミー・フッド氏など、金融機関以外の著名な最高財務責任者（CFO）もリストに入っている。ただし、CEOは金融機関のみから選出することとした。

■ 経営幹部の女性割合の低さが課題



Illustration by Eva Bee

女性が労働力の50%以上を占める金融業界では、ジェンダーパリティ（男女比）は大きな問題ではない。しかし、リーダーの地位にある女性となると話は別だ。デロイトと業界団体100ウィメン・イン・ファイナンスが共同執筆したレポートによれば、2019年時点で金融機関のリーダーに占める女性の割合は21.9%だった。この割合は2030年までに31%へ上昇すると予想される。

企業の経営陣におけるジェンダー・ダイバーシティのメリットは、非常に多くの調査からも明らかだ。リーダーシップ開発コンサルタントのジャック・ゼンガー氏とジョセフ・フォークマン

氏がハーバード・ビジネス・レビューで発表した研究によれば、優れたリーダーとそうでないリーダーを分ける19項目の能力のうち17項目で女性は男性を上回った。女性のスコアが特に高い分野は「イニシアチブを取る」「立ち直りが早い」「自己開発の実践」などだった。

さらに、非営利組織のカタリストが発表した研究によれば、ジェンダー・ダイバーシティの水準が高い企業や、これに重点を置いた企業方針や業務慣行を定めている企業は、従業員の欠勤や離職の割合が低く、仕事への満足度、エンゲージメント、定着率が高い傾向にある。さらに、企業の評判が向上し、創造性が高まり、イノベーションも増加するという。

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）は、特に女性にとって打撃となっており、中でも自宅学習を行っている学童期の子供を持つ女性は厳しい状況に置かれている。マッキンゼーの調査によれば、働く女性の約25%は、パンデミックに伴う困難を理由にキャリアの「ペースを落とす」ことを検討している。

しかし、パンデミックは金融業界の女性が輝くきっかけともなっている。JPモルガンのグローバルリサーチ部門の責任者を務めるジョイス・チャン氏は、長年にわたり勤務時間の50%を奪っていた出張から解放され、昨年1年間で78本の投資レポートを執筆したという（2019年は33本）。さらに同氏は、社外から専門家を招き、顧客がウイルスや気候変動といった問題を理解するための支援を実施している。昨年同氏が主催したバーチャル会議は67件で、前年の47件を上回った。

皮肉なことに、パンデミックによって組織がオンラインのプログラムやイベントを増やしたことで、人脈作りは以前よりも容易になっている。さらに、今や在宅勤務は一般的となり、自宅でも生産性の高い働き方が可能であることが証明された。「（在宅勤務の普及は）女性にとって重大な変化になるだろう」とブラックロックのリタイアメント・グループ責任者であるアン・アッカー氏は語る。

黒人男性ジョージ・フロイド氏の死をきっかけとした昨年夏の抗議デモを受けて、企業にダイバーシティを求める機運が高まったことも、女性にとっての追い風となっている。今や、カリフォルニア州からナスダックやゴールドマン・サックス・グループ<GS>に至るまで、さまざまな組織が、取締役会における女性やマイノリティーの割合を高めるように取引先に要求し、あるいはそのような要求を計画している。

運用・投資助言資産額4500億ドルの投資会社ケンブリッジ・アソシエイツでは、経営幹部の50%が女性である。同社の基金・財団部門のグローバル責任者で、今回新たにリストに加わったマーガレット・チェン氏はこう語る。「当社に何か特別な点や女性採用の秘訣（ひけつ）があるわけではない。われわれは常に、従業員と顧客のための改善に尽力している。その姿勢が経営陣に表れている」。

今年のリストが明らかにした通り、ガラスの天井にはひびが入っており、一部では完全に打破されている。しかし、天井自体はまだ消えていない。ブラックロックのアッカリー氏は「経営陣のダイバーシティが高まれば、皆にとってプラスになる」と語る。幸運なことに、金融業界は目標の達成に年々近づいているようだ。

By Leslie P. Norton
(Source: Dow Jones)

2. 投資運用業界のディスラプション（破壊的創造）を起こすキャシー・ウッド氏 - ARK's Cathie Wood Disrupted Investment Management. She's Not Done Yet. [フィーチャー]

並外れたリターンを上げるアークの設立者の仕事はまだこれから

■ アーク・インベストメント・マネジメント設立者のキャシー・ウッド氏



Photograph by Will Crooks

キャシー・ウッド氏は7年前にアーク・インベストメント・マネジメントを設立し、今年の本誌の「米国金融業界で最も影響力がある女性100人」にランクインした。同社のアクティブ運用ファンドのパフォーマンスは抜群だ。7本の上場投資信託（ETF）のうち5本の昨年の平均リターンは141%、3本は米国ファンドの上位にランクインしている。ウッド氏が現代のスター・マネジャーに上り詰めたことは時代精神の反映でもある。電気自動車大手テスラ<TSLA>、投資アプリのロビンフッド、掲示板型ウェブサイト「レディット」、ゲームソフト小売大手ゲームストップ<GME>、ビットコインなどの最近の投資の世界

での大きな話題は、体制を揺るがすアウトサイダー的要素がある。ウッド氏は経験こそ長い、アークもアウトサイダー的な新しい会社であり、古いウォール街を出し抜いたといった感覚がある。ウッド氏はソーシャルメディアでのフォロワー数も多く、バンガード・グループ創立者のジョン・ボーグル氏のファン（ボーグルヘッド）やウォーレン・バフェット氏の熱狂的なファンと似たコミュニティを作り出し、さらにアークグッズの販売も行っている（売り上げは新型コロナウイルス感染症関連の寄付になる）。

2020年初めからのアークへの新規資金流入額は370億ドルに達し、何百ものファンドを持つバンガードとブラックロックのiシェアーズに次ぐ第3位だ。旗艦ETFであるアーク・イノベーション<ARKK>は1年間で10倍以上に成長し、運用資産は220億ドルとなった。アークのETF全体での運用資産額は470億ドルだ。ウッド氏はわれわれの生活様式を大きく変革するテクノロジーを持つ革新的企業に集中的に投資しているため、ポートフォリオには急騰した銘柄が多い。例えば、テスラは3本のファンドで保有している。その他、モバイル決済サービスのスクエア<SQ>、遠隔医療サービスのテラドック・ヘルス<TDOC>、動画配信プラットフォームのロク<ROKU>、オンライン

ショップ構築プラットフォームを提供するショップファイ<SHOP>などを保有している。そのためウッド氏を、ハイテクバブルと共に興隆し、バブル崩壊と共に消えた1990年代のスター・マネジャーに例える人は多い。

株価には、ギリシャ神話のイカロスの例えのように、高く飛んで太陽に近づき過ぎて焼け落ちるリスクが常にあり、アーク・イノベーションも過去2週間で23%下落した。しかし、ウッド氏は短期的な変動を意に介さず、長期的で大胆な見方をする。「今花開いている大きなアイデアは30年前に種がまかれた。今がちょうど良い時期になってきた」という。

ウッド氏は大学卒業後にキャピタル・グループに就職し、3年後の1980年にグロース投資のジェニソン・アソシエーツのチーフエコノミストに25歳で就任した。1980年代初頭は金利もインフレ率も2桁だったが、ウッド氏は金利はピークに達したと考えていた。当時の著名エコノミストといえ、ヘンリー・カウフマン氏やミルトン・フリードマン氏の名が挙がるが、彼らはインフレは経済システムに必然だと信じていた。ジェニソンの共同創始者スピロス・セガラス氏は、これらのエコノミストを招待してウッド氏と議論させた。金利は1980年代に低下し始め、ハイテク企業の成長の余地が高まり、技術革新の時代が幕開けするお膳立てとなった。

■ 高成長、ハイリスクの小型株に集中投資

Volatile Rides

ARK ETFs had phenomenal returns last year, but 2021 is presenting a tough start.

ETF / Ticker	Type	AUM (mil)	One-Year Return	One-Month Return	Expense Ratio	Description
ARK Innovation / ARKK	Active	\$23,040	139.9%	-14.4%	0.75%	Flagship fund; 10% weight in Tesla
ARK Genomic Revolution / ARKG	Active	10,194	159.8	-15.8	0.75	Healthcare-focused; best-performing ETF in 2020
ARK Next Generation Internet / ARKW	Active	7,849	149.6	-8.6	0.79	Tech-focused; 5% weight in Bitcoin
ARK Fintech Innovation / ARKF	Active	4,391	124.1	-2.1	0.75	Launched in 2019, with shortest track record
ARK Autonomous Technology & Robotics / ARKQ	Active	3,537	124.1	-10.5	0.75	A third of the holdings are non-U.S. companies
The 3D Printing / PRNT	Index	584	92.5	-10.2	0.66	Best-performing ARK fund year-to-date
ARK Israel Innovative Technology / IZRL	Index	355	52.9	-3.0	0.49	The only foreign-focused fund

Note: Data as of March 3

Sources: Morningstar; Ark Investment Management

ウッド氏は、他のアナリストがカバーしないところを探す。複数の業界が交差する場所に位置する会社は、どの業界アナリストにもカバーされていないことがある。そういう場所でイノベーションが起きると氏は実感している。ジェニソンを1998年に去った後、ヘッジファンドのテューペロ・キャピタルを共同設立し、2001年にはアライアンス・バーンスタインに入社し、50億ドル以上を運用した。高成長、ハイリスクの小型株に強い確信を持って投資を続けた。同氏のリサーチは徹底的で、ウォール街で生み出されるリサーチレポートを手当たり次第に読みあさった。同氏のファンドは2000年代前半の強気市場でのパフォーマンスは良かったが、2008～2009年の金融危機では市場よりも大幅に下落した。上司は、インデックスファンドなどを保有することによるポートフォリオの調整を勧めた。しかし、ウッド氏は、「インデックス投資は今や行き過ぎで、イノベーションと関連する分野に投資の隙間があると感じた」と述べている。また、プライベートエクイティの分野では、上場株式の投資家が敬遠するような企

業に高いバリュエーションが付けられているのを目撃した。似たような企業にもかかわらず、上場企業は非上場企業の10%程度の価値しかない場合もあるので、そこに巨大な投資機会があると見た。2006年に、住宅市場バブルがまだピークに達していない頃、既にバブルがはじけそうだと考えてポートフォリオから関連するリスクを減らしたため、ベンチマークを大幅にアンダーパフォームしたこともある。その翌年、カトリック信者である同氏は、「ベンチマークは過去の成功を表している。神様は過去に縛られることなく、新しい創造を望んでいる」とのインスピレーションを受け、自分で会社を設立すべきだと思い立ち、2014年にアークを設立した。

■ 経験にとらわれないオープンな経営手法

アークには無駄がない。ウッド氏は金融の経験が浅い社員も採用し、アークの投資部門に在籍する社員の大部分は、証券会社勤務の経験も経営学修士（MBA）も持っていない。代わりにさまざまな業界における専門家であり、「近視眼的、直線的思考に陥りやすい世界では、異なる視点から、長期的な視野で、飛躍的に考える」ことが奨励された。

透明性という考えも、ウッド氏が起業を決めたもう一つの理由である。多くの金融機関は、ポートフォリオマネジャーやアナリストに対し、リサーチ情報の共有や情報の収集を目的としたソーシャルメディアの利用を認めていない。ウッド氏は社員がリサーチを共有でき、科学者、エンジニア、医師といったさまざまな専門家と共同作業が可能なオープンソースエコシステムを設けた。

2007年からウッド氏と一緒に働くブレット・ウィントン氏は現在、アークのリサーチ責任者である。「情報が情報を呼ぶ。当社はリサーチを世に送り出し、反対意見や誤解などの反応を手に入れることによって、起きていることの理解を深めることができる」と語る。アークが毎週開くブレインストーミングのセッションには、業界の専門家やライバルの運用会社など、誰もが参加できる。アークの外部アドバイザーで証券会社シグナム・グロース・キャピタルの最高経営責任者（CEO）であるアンジェラ・ダルトン氏は、過去4年間、毎週金曜日にオフィスからオンラインで参加している。

■ 批判的な意見も

金利が上昇に転じてインフレ懸念が高まったことで、投資家は株価急騰銘柄の将来価値を厳しく見始め、株価下落がさらなる売りを誘う可能性がある。ウッド氏は、アーク・イノベーション・ファンドの急速な資金流出を懸念していない。投資家は2月24日～3月1日の間に同ファンドから7億ドル近い資金を引き揚げた。それから2日間で資金はほぼ戻ったが、その後株価は再び下落している。アークの他のETFでも資金が流出している。ウィントン氏は流出した資金の大部分は、このファンドに関わるオプション戦略によるものではないかと見る。同氏は「株は長期的には予測可能性が高くなる。当社のストラテジーが2週間でどんなことをするかを予測するのは賢明と思えないが、投資家の多くは暗黙のうちにまさにその短期的な予想で資金を動かしている」と語る。

批判的な意見は、アークが多額の「ホットな」資金を集めて運用資産が大きくなり過ぎたため、ウッド氏は関心がそれほど高くない銘柄にも投資せざるを得なくなり、同社の成功が自身の首を絞めることになりかねないと警告する。ウッド氏は運用資産の大きさは問題ではないと語る。アークは、同氏が少なくとも年率15%のリターンを予想する銘柄を保有するが、これは5年で株価が2倍になることを意味する。ウッド氏は、「当社の見方が正しく、保有するハイテク株が大幅に上昇するなら、当社の運用資産も大幅に増加するはずだ」と語る。同氏は、過去1年の新規上場銘柄、特に特別買収目的会社（SPAC）を通じた上場は、イノベーション株に投資する十分な機会をもたらしたとも述べている。

かつてのウッド氏の同僚は、同氏が今でも意見を曲げない論者であり、手ごわい思想家だと語る。「ウッド氏は、今まで会った誰よりも多くの事実や数字を覚えることができる。思考力が高いため、どんな議論においても有利に話を進められる。信念が強くなり過ぎることは、誰にでもある」と言う。

By Evie Liu
(Source: Dow Jones)

3. 新薬開発の失敗で株価が下落した今がバーテックスの買い時か - Vertex Stock Fell After a Setback on a New Drug. It's an Opportunity. 有望な開発パイプラインに加え買収の可能性も

[注目銘柄]

■ AATD治療薬の臨床試験失敗と再チャレンジ



Illustration by Jasper Rietman

10年近くの間、大手バイオ医薬品企業バーテックス・ファーマシューティカルズ<VRTX>が間違いを犯すことなどあり得なかった。株価は2012年から2020年半ばにかけて800%超上昇し、S&P500指数の上昇率を4倍近く上回った。ところが、昨年10月中旬に同社は臨床試験結果が芳しくなかったことを受け、有望とみられていた新薬候補の開発を中止し、それ以降株価は25%下落し、直近では208ドル前後を付けている。株価は下げ過ぎており、投資家にとっては今が買い直すチャンスだ。

株価は下落したものの、同社の事業にほとんど変わりはない。同社は嚢胞(のうほう)性線維症の治療薬では最大手であり、2020年の同治療薬売上高は合計で62億ドルに達した。嚢胞性線維症患者のうち約90%が同社の治療薬で治療が可能であり、その半数が同社の薬を使用している。

一方、現在注目されつつあるのが、同社の開発パイプラインにある嚢胞性線維症治療薬以外の開発薬だ。新しく同社の最高経営責任者（CEO）に就任したレシュマ・ケバルラマニ博士は、「われわれは嚢胞性線維症について素晴らしいことを実現した。同じように素晴らしいことを繰り返し実現するつもりだ」と語る。

投資家を怖がらせ同社から遠ざけたのは、 $\alpha 1$ -アンチトリプシン欠乏症（AATD）として知られる肺および肝臓の疾患の治療を目的とした化合物が失敗に終わったことだ。投資銀行カウエンのアナリスト、フィル・ナドー氏は、「バイオ医薬品企業で重要なのは、成長の次の段階を担うのは何かということであり、AATDがバーテックスのそうした成長の原動力として注目されていた。これが初期段階の臨床試験とはいえ失敗したことで、実際の数値上の影響以上の影響を株価に与えた」と語る。

バーテックスはAATD治療薬の開発に再度取り組んでおり、別の候補薬による第2相臨床試験のデータが今年の4～6月期に入手可能になると予想されている。調査会社エバーコアISIのアナリスト、リーサ・ベイヨ氏は、臨床試験結果が極めて良好であれば、株価は少なくとも300ドルまで戻すはずだと語る。同氏は先月、バーテックスのAATD治療薬の年間売上高は2030年までに55億ドルに達する可能性があるとして書き、目標株価を260ドルとしている。ケバルラマニCEOも「潜在的な市場規模は大きい」と語る。

バーテックスはAATDの2回目の臨床試験への被験者登録を2月末に完了し、1回目の臨床試験が失敗する原因となった安全性の問題がこの二つ目の候補薬では問題とならない可能性を示唆した。

■ 他の開発プロジェクト

The Biotech Breed

How Vertex Pharmaceuticals stacks up against some of its peers.

Company / Ticker	Recent Price	52-Week Change	Market Value (bil)	2020 Sales (bil)	2021E Sales (bil)	Forward P/E*
Vertex Pharmaceuticals / VRTX	\$208.44	-15%	\$55.2	\$6.2	\$6.9	18.2
Alnylam Pharmaceuticals / ALNY	144.32	23	17.7	0.5	0.8	NM
Moderna / MRNA	131.22	377	56.6	0.8	16.4	6.5
Regeneron Pharmaceuticals / REGN	446.73	-9	49.9	8.5	12.0	10.0
Incyte / INCY	76.02	-5	17.0	2.7	2.9	28.6

*Next 12 months; NM=not meaningful; E=estimate

Source: FactSet

同社には成功の実績がある。2012年まで同社は時価総額約70億ドルの中規模のバイオ医薬品企業の一つにすぎなかった。そして嚢胞性線維症の治療に革命を起こした。2012年から2019年にかけて、同社は四つの嚢胞性線維症治療薬について米食品医薬品局（FDA）から承認を受け、この病気の治療を様変わりさせた。同社の時価総額は755億ドルに上昇した。

同社の嚢胞性線維症治療薬にはさらに成長する余地がある。同社は最も新しい承認薬であるトリカフタの適用対象を若年の患者に拡大するよう求めている。

3月2日の投資家向けプレゼンテーションで、ケバルラマニCEOは、同社が現在の治療薬よりも有効性の高い「次世代」嚢胞性線維症治療薬の第3相臨床試験を今年中に開始する予定であると語った。また、同社がこの新薬で支払う特許使用料は現行の治療薬よりも減少するという。その直後に、ベイヨ氏は全て大文字で「これは巨大になる」と書いた。

とはいえ、嚢胞性線維症治療薬における同社の地位は株価に織り込み済みだ。株価が上昇するためには、新たな成長の柱が必要だ。他の有望な開発プログラムとしては、CRISPRセラピューティクス<CRSP>との共同研究による鎌状赤血球症とβサラセミアの遺伝子編集治療があり、臨床試験が行われている。また、腎臓疾患、1型糖尿病、試験的な鎮痛剤などに関する開発プログラムもある。

■ 買収の可能性

社外から成長の原動力を獲得する方法もある。2月初旬にケバルラマニCEOはバーテックスが開発中期および後期にある資産の買収を検討する可能性があると言った。これに対し、懸念を抱く投資家もいる。ナドー氏は、「投資家が恐れるのは、バーテックスは興味深い資産を取得するだろうが、多額の対価を支払う必要があるため希薄化が起きると予想されることだ」と説明する。ケバルラマニCEOは同社の買収に関する考え方が「誤解」されており、同社の「開発パイプラインはこれまでになく強力だ」と強調した。

一方、バーテックス自身が買収のターゲットになり得るとするアナリストもいる。投資銀行ジェフリーズのヘルスケア・トレーディング部門のアナリスト、ジャレッド・ホルツ氏は、バーテックスの嚢胞性線維症治療薬事業が「年商70億ドル前後の独占的な事業であり、成長を続けている」と指摘する。

仮にバーテックスが買収される場合、投資家は巨額のプレミアムを期待できる。アストラゼネカ<AZN>はアレクシオン・ファーマシューティカルズ<ALXN>の株価に44%のプレミアムを上乗せしており、ブリストル・マイヤーズスクイブ<BMJ>はセルジーンズの株価に67%のプレミアムを上乗せした。

しかし、ケバルラマニCEOはそうした考え方には否定的であり、「他社と合併するよりも、自分た

ちが作った道を単独で進む方が患者と株主にはるかに大きな価値を創造することができる、とわれわれは考えている」と語っている。

By Josh Nathan-Kazis
(Source: Dow Jones)

4. 経済再開後もロウズは買い推奨 - Lowe's Can Win the Reopening, Too. ホームセンター銘柄の中でも強気

[注目銘柄]

■ ロックダウンで大幅な増収、コロナ後も強気予想



David Paul Morris/Bloomberg

ホームセンターチェーンのロウズ<LOW>はロックダウン（都市封鎖）の中で勝ち組であった。投資家の中には経済再開後を懸念する向きも多いが、同社は単なる巣ごもり銘柄ではない。

同社の株価は昨年40%近く上昇したが、直近では年初来4.2%安の153.77ドルとなっている。懸念材料は幾つかある。住宅ローン金利が上昇すれば住宅建設・購入が鈍化する可能性があり、バイデン大統領のワクチン普及計画（5月末までに成人全員分を確保）が実現すれば、消費者は家の修繕よりも外食や旅行、映画へ資金を使うだろう。

だが心配には及ばない。コロナ収束後、ロウズの売上高は減速しても利益が増える可能性がある。住宅市場は予想以上に底堅いだろう。さらに重要なのは同社が経営を刷新して収益性を高めたことであり、経済正常化後にその成果が明らかになるだろう。

ゴードン・ハスケットのアナリストであるチャック・グロム氏は、先月、同社の投資判断を「アキュミュレート」から「買い」に引き上げた。「消費者の住宅修繕関連への支出意欲は依然として高い。さらに同社の経営陣は全力で事業に注力している」。

ロウズは昨年、ロックダウンの恩恵を受けた。2020年第4四半期の純利益は前年同期の5億900万ドルから9億7800万ドルへとほぼ倍増した。2月24日の決算発表（1月決算）によれば、既存店売上高は前年同期比28.6%増加し、アナリスト予想の22%を上回った。会社全体の売上高も同26.7%増の203億1000万ドルだった。同社はまた、90億ドルの自社株買いを行うと発表した。

ところが同社の株価は決算発表後5.3%下落した。今後の減収はほぼ確実だ。既存店売上高が減少するのも避けられない。今年は、2020年第2および第3四半期に前年同期比30%超増加した売上高を上回することは、まずないだろう。既存店売上高は、今年第2四半期は前年同期比10.1%減、第3四半期は同8.9%減になると予想されている。

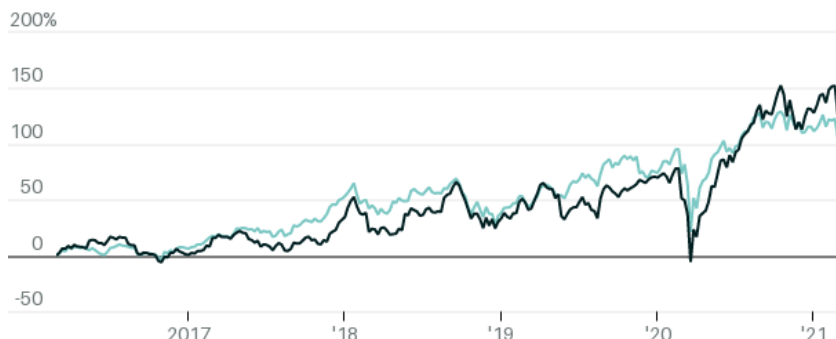
■ コスト減による利益率上昇

Stock Improvement

Lowe's has trailed Home Depot until recently.

Big-Box Showdown

■ Lowe's ■ Home Depot



Source: FactSet

RBCキャピタル・マーケットのアナリスト、スコット・チッカレリ氏はもう少し楽観的で、2021年の売上高の減少を2%と予想し、つまり2020、2021年の2年間では25%の増収となると予想する。「増収傾向はコロナ後も続き、強気のサプライズとなるだろう。株価収益率（PER）が縮む可能性や縮む幅は減少し、さらに予想以上の増益となる可能性が高い」

利益率も好転する。コロナ禍で店舗の営業を続けるために、

同社は10億ドル以上の追加支出を余儀なくされた。だがコロナが収束すればコストは削減でき、同社の2021年の利益率は1.5%ポイント上昇する可能性がある、とグロム氏は指摘する。

金利上昇による住宅支出の失速が懸念される中でも見方は楽観的だ。先週、30年住宅ローン金利は昨年7月以来、初めて3%を上回った。だが住宅関連データは好調だ。建設支出は1月に1.7%増加した。中古住宅を購入すれば修繕も必要となる。ウェルスマネジメント会社コビッツのポートフォリオマネジャーであるジョン・バッキンガム氏は「消費者の住宅へのこだわりは、今後しばらく続くだろう」と言う。

■ 経営刷新、競合ホーム・デポを上回る成長

同社は長い間、同業のホーム・デポ<HD>に出遅れてきたが、コロナ以前からその傾向は変わりつつあった。ロウズのマービン・エリソン最高経営責任者（CEO）は、2018年に就任後、経営陣の入れ替えと不振店舗の閉鎖を迅速に行い、この取り組みの勢いはコロナ禍で加速した。昨年11～1月期の各月の来店者数は両社共に前年比で増加したが、ロウズの方が増加率が高く、30.4%も増加した。他にも同社はネット販売を強化し、商品数を増やし、セルフレジを追加し、既存店の95%を改修するなどして、その後、新しい顧客を呼び込んだ。特に従来ホーム・デポを利用して業者を取り込むことに成功した。

にもかかわらず、同社の予想EPS（1株当たり利益）は9.7ドルでPERは16倍だ。これは同社の過去5年の平均予想PERである17.1倍よりも低い。予想増収率はロウズが11%、ホーム・デポが6.6%であるにもかかわらず、PERはホーム・デポの20倍を下回っている。長期的には、ロウズの増収率はホーム・デポの11%を上回る19.9%になると予想されている。

バッキンガム氏はロウズの目標株価を190ドルとしているが、来年度の予想PERが18倍になるだけでも（予想EPSは10.95ドル）、株価は197ドルを超えと言う。

By Teresa Rivas
(Source: Dow Jones)

5. ウォール街を締め出したバイデン政権、投資家にはサプライズの可能性 -

[フィーチャー]

Biden Is Shutting Out Wall Street. Investors May Be in for a Surprise.

新政権に金融業界出身者が目立って少ないことは何を意味するのか

■ ウォール街の重鎮を欠く新政権



Leigh Vogel/Getty Images

バイデン大統領の内閣と政権の主要な経済担当者を一目見ると、何十年もの間、多くの大統領の下で見られなかった点に気づく。ウォール街出身者が明らかに欠けているのだ。簡単に言えば、新政権には著名な銀行や金融界の出身者がいない。

これは二つのことを意味する。バイデン大統領と同氏を支持する民主党議員は、米国の社会・経済的格差の是正に向けて本気で取り組む姿勢だということ、そして彼らの優先順位や方針は、株式投資家に不利益をもたらす公算が大きいということだ。

過去30年間、全ての政権がウォール街の上級幹部の専門的知見に頼ってきた。クリントン政権のロバート・ルービン財務長官（ゴールドマン・サックスの元共同会長）、ジョージ・W・ブッシュ政権のヘンリー・ポールソン財務長官（ゴールドマンの元会長兼最高経営責任者=CEO=）、オバマ政権のジェイコブ・ルー財務長官（元シティグループ幹部）、そしてトランプ政権のステイブ・ムニューシン財務長官（ゴールドマンとヘッジファンド業界を経験）などである。

財務長官に加え、ウォール街は長年にわたって多くの著名な大統領顧問を輩出してきた。ジョージ・W・ブッシュ政権のステイブ・フリードマン氏、トランプ大統領の最高経済顧問を務めたゲイリー・コーン氏は、共にゴールドマン出身である。

確かに、バイデン新政権で国家経済会議（NEC）の委員長を務めるブライアン・ディーズ氏と、財務副長官に指名されたアデワレ・アデモ氏の2人は元ブラックロック幹部だ。しかし、どちらもブラックロックで最上位の意思決定には携わっておらず、金融業界における在職期間も比較的短かった。

■ 政権が実体経済重視に移行する転換点

政権にウォール街の友人がほとんどいない一方、その敵は議会で強力な立場を占めている。バーニー・サンダース上院議員（無所属、バーモント州選出）が予算委員会の議長を務め、エリザベス・ウォーレン上院議員（民主党、マサチューセッツ州選出）が上院の財務委員会と銀行・住宅・都市問題委員会の委員を務めている。ウォーレン議員の大統領選挙運動スタッフのうち4人がバイデン政権の役職に就いており、20年以上前にゴールドマン・サックスを去ったウォーレン議員の同志であるゲイリー・ゲンスラー氏が、証券取引委員会（SEC）の委員長に指名されている。ウォーレン議員は3月1日、いわゆる富裕税を実施するための法案を提出した。これは、ウォール街の最上位層に大きな打撃を与えるものだ。

新型コロナウイルスの世界的流行が米国の社会経済的格差を劇的に拡大させたことに異議を唱える人はほとんどいない。この1年で多くのサービス部門の仕事がなくなり、特にブルーカラー労働者の失業率が急上昇した。米連邦準備制度理事会（FRB）と連邦政府による劇的でおおむねポジティブ

ブな行動は経済を下支えしたが、ゼロに近い金利から大規模な景気刺激策に及ぶ一連の政策は、経済格差を広げ、中間層をさらに弱体化させるという意図しない結果をもたらした。

これらの政策の恩恵のほとんどはウォール街に流れ、株式をはじめとする金融資産の価格を引き上げた。一方、実体経済は苦境にあえぎ続けている。筆者は、政権の政治的・経済的重点がウォール街から離れ、実体経済に移行するという避けられない転換点に到達したと考えている。

ジャネット・イエレン氏が財務長官を務めるという事実は、この見解を補強している。同氏はキャリアを通じたFRBのベテランとして初めてこの要職に就いた。イエレン氏が近年、複数のウォール街の企業から高額講演料を稼いでいるのは確かだが、同氏の学者と官僚としての経歴の方が際立っている。元財務長官のティモシー・ガイトナー氏は、ニューヨーク連銀総裁を務めた後に（オバマ政権で）就任したが、メンターに当たるルービン氏とローレンス・サマーズ氏の下で財務省に勤務した後、FRBにいたのはわずか6年だった。

イエレン氏の経済学者としての専門分野は労使関係である。FRB議長としての同氏の主眼はインフレと失業との戦いにあった。ただし、トランプ前大統領が任命したパウエルFRB議長でさえ、最近のFRBによるジャクソンホール会議において、実質所得の増加と経済的に不利な立場にある人々の状況の改善を支援するという明確な立場をとっている。

これらの目標を達成するために、バイデン政権は継続的な巨額の支出と規制を支持する一方、FRBは最終的に量的緩和を終了し、財政ファイナンスを停止するだろう。これは全て、金融市場が劇的なサプライズに直面する可能性があることを意味する。

政府が長期金利の上昇を許容することが、株式市場の上昇を阻止し、株価の下落につながることはほぼ確実だ。長期金利は既に上昇し始めている。また、財政赤字の拡大とドル安に起因するインフレ傾向を阻止するために、短期金利も上昇する可能性が高い。

これは投資家にとって何を意味するのか？1987年と2001年のグリーンSPAN・プットと2008年のバーナンキ・プットのように、株価を下支えするFRBの政策はもう存在しない。パウエル議長は、任期満了となる来年には、進歩的な民主党員に取って代わられる可能性が高い。しかし、同氏がFRB議長を続投するとしても、FRBのプットはもう終わりなのだ。

筆者のAvi Tiomkin氏はヘッジファンドのアドバイザーを務めている。複数の大規模ヘッジファンドの運用に携わった経験を有し、グローバルなマクロ経済分析を専門としている。

By Avi Tiomkin
(Source: Dow Jones)

6. 景気回復相場は成長株にとっては苦境 - The Reflation Trade Is Stirring

[米国株式市場]

Growing Pains in Growth Stocks. Here's Why.

景気回復に伴う金利の上昇で成長株の買い手が不在の状況に

■ 明らかな物色対象の変化

Dow Jones Industrial Average



Source: FactSet

トレードで不利な側に立つのは嫌なものだ。株式市場は先週の金曜日に反発したものの、「リフレ・トレード」の状況下で多くの投資家がこのように感じている。

トレードを取り巻く市場の環境は非常に単純だ。米国経済は過熱しつつある。最新の事例は37万9000人の就業者数の増加を示した2月の雇用統計だ。インフレ期待は上昇しており、米国の10年インフレ連動債（TIPS）は2.24%のインフレ率を織り込んでいる。10年物国債の利回りは上昇が続き、1.551%で週を終えた。そして、全ての株価指数がそれに備えていたわけではなかった。

先週の各主要株価指数の騰落を見れば、それは明らかだ。ダウ工業株30種平均は、大手石油会社のシェブロン＜CVX＞や金融サービスのアメリカン・エクスプレス＜AXP＞のような景気敏感の大型株のウェイトが高いため、1.8%の上昇となったが、よりバランスの取れたS&P500指数の上昇は0.8%だった。一方、電気自動車大手のテスラ＜TSLA＞や電子決済サービスのペイパル＜PYPL＞のような割高な成長株が集まるナスダック総合指数は2.1%の急落となった。小型株のラッセル2000指数は0.4%の下落で週末を迎えた。

■ FRBは動かさず

S&P 500 Index



Source: FactSet

米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長はウォール・ストリート・ジャーナルのイベントで3月4日に講演したが、こうした成長株の苦境を拭い去るチャンスだったにもかかわらず、そのような動きを見せなかった。米国債利回りはもっと低くあるべきだなどの市場をなだめるような言葉は何もなく、イーロードカーブ・コントロールやオペレーション・ツイスト、あるいは銀行のレバレッジ比率（銀行が保有すべき資本の量を規定するテクニカルなルールで、一部では拡大が望まれている）の緩和についての話もなかった。さらに悪いことには、同議長は現状をあまり気にしていないようだった。

データトレック・リサーチの共同創設者であるニコラス・コラス氏は、パウエル議長は自分の発言がどう受け止められるか正確に認識しており、おそらく意図的なものだったと主張する。特に、景気回復を維持するための1兆9000億ドルの追加景気刺激策が議会を通過する中で、利回りが上昇しても懸念するには当たらないと考えていることをパウエル議長は市場に示しているものであり、この状況が10年国債の利回りをこれまで以上に不安定にすることも知っていることになる。

既に10年国債の利回りは昨年8月の0.52%から3倍に上昇している。前年比で見た場合のこれまでの最大の上昇率は2013年8月の77%だった。ボラティリティが低下しない場合は、割高な成長株から景気敏感銘柄へのローテーションが続くと思われる。「FRBの政策の劇的な変化は、いつも株式市

場における物色対象の変化を促し、その結果として有望な銘柄が決まってくる」とコラス氏は説明する。

もちろん、ボラティリティが高まり過ぎればパウエル議長は反応せざるを得なくなるだろう。金融市場のストレスの兆候であるジャンク債のスプレッド（同等の国債の利回りとの差）の拡大が見られれば、同議長はほぼ間違いなく市場を落ち着かせる方法を探すだろう。株価が20%下落しても議長の手を煩わせることになるかもしれない。しかし、国債利回りの最近の上昇にもかかわらず、ジャンク債のスプレッドはほとんど拡大しておらず、S&P500指数は最高値からわずかに2.4%低い水準にとどまっている。市場の急落が金融情勢に影響を与えている兆候はまだ見られない。

■ 割高銘柄の苦境は続きそう

NASDAQ Composite Index



Source: FactSet

ウェルズ・ファーゴ・セキュリティーズの米国株式ストラテジストであるクリストファー・ハーベイ氏は、クレジット市場が平静を保つことができるのであれば、痛みを感じ始めるのは、市場で最も割高で（かつては）最高のパフォーマンスを発揮していた銘柄のみかもしれないと言う。同氏は、2020年末時点で12カ月間のリターンが非常に大きく、相対成長率が高く、株価収益率（PER）がラッセル1000指数の2倍以上、時価総額が100億ドル以上の銘柄をスクリーニングした。その結果として挙げられたのは、テスラ、フィットネスサービスのペロトン<PTON>、電子商取引のマーケットプレイスを運営するエッツイー<ETSY>、動画配信機器メーカーのロク<ROKU>、オンライン会議用ソフトウェア企業のズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>で、いずれも先週は9%以上の下落となった。

これらの銘柄にとっての最大のリスクは、長い間保有していた投資家が売却を余儀なくされた場合に買い手がない点だ。数少なくなったバリュー投資家や、適正な価格での成長を求める投資家にとっては、これらの銘柄はあまりに割高だ。そして、成長株の入手が難しくなってきた現時点では、これらの銘柄は今後も下落を続ける可能性が高いようだ。ハーベイ氏は「成長株が豊富にあり、今後も豊富な状態が続くとすれば、その希少価値は低下するはずだ」と述べ、「物色対象が変わり始めている理由はそれだ」と指摘する。

しかし、この状況は、市場が当面は大きく変動しない可能性があることも示している。フェアリード・ストラテジーズの創設者であるケイティ・ストックトン氏は、2月中旬に史上最高値を更新した後に市場の短期的なモメンタムは既に薄れ始めていたと述べる。中期的なモメンタムは先週の火曜日にS&P500指数が0.8%下落した時点で売りシグナルを出したという。このシグナルは、大きな下落の始まりとなるケースもあるものの、そうでなければ単に株価がしばらくさえない動きを示すことを意味する。同氏は、現時点では後者を予想しており、「急な上昇トレンドの中の健全な調整だ」と指摘する。

そして、株式市場に参入する次の機会を与えてくれることになりそうだ。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

7. 景気回復への楽観論が割高なハイテク株の重しに - There's Reason for Optimism. That's Bad News for Tech [ハイテク] 投資家は強気姿勢を維持しつつ選別志向を強めている

■ 景気先行きに関する楽観論が急浮上



(left) Maryswift/Dreamstime

ハイテク株の下落ペースが加速している。2020年の上昇相場を主導した銘柄は金利上昇の圧力を受けており、ナスダック総合指数は2月12日に最高値を更新して以降、わずか3週間で8.3%下落している。それでも過去12カ月間に48%上昇しているが、さらなる底値更新を覚悟すべきだ。

問題は、経済にとっての良いニュースがハイテク株にとっては悪いニュースとなっていることだ。

例えば、バイデン大統領は新型コロナウイルスワクチンの接種を望む米国の成人全員が5月末までに接種を受けられるとの見通しを示している。感

染率と入院率は低下しており、議会は新たな1兆9000億ドル規模の刺激策を可決する準備を進めている。先週相次いだハイテク企業の決算発表は企業のIT支出が今年下半期に持ち直す可能性があることを示唆している。議会在巨大なインフラ投資パッケージを可決する可能性もある。

こうしたことを背景に市場は好景気の到来を織り込みつつある。だがそれは、ハイテク企業が成長投資を独占する状況ではもはやなくなっていることを意味する。

■ インフレ率と金利の上昇が割高なハイテク株に打撃を与えている

ハイテク株に特化したヘッジファンド、サトリ・ファンドの創業者兼ポートフォリオマネジャーであるダン・ナイルズ氏は、住宅、中古車、ベースボールカード、特別買収目的会社（SPAC）、ビットコイン、木材、銅、石油など、商業用オフィスを除くあらゆる資産の価格が高騰していると指摘する。要するに、インフレが進行し、金利が上昇している。2020年末は1%を割り込んでいた10年物米国債利回りは数週間前に1.2%に上昇した後、先週は1.55%に急上昇した。

金利の上昇は、バリュエーションの高い急成長中の銘柄にとって大きな問題だ。利益を生んでいない割高なスタートアップを多く保有する上場投資信託（ETF）、アーク・イノベーション＜ARKK＞は2月12日以降に25%下落している。同じ期間に、最近の新規上場銘柄を保有するETF、ルネッサンスIPO＜IPO＞は22%下落し、クラウドコンピューティング関連企業に投資するETF、グローバルXクラウドコンピューティング＜CLOU＞は15%下落している。

下落した銘柄のリストは長く、おなじみの企業が名前を連ねている。オンラインショッピングサイト構築向けにクラウドベースのツールを提供するショッピファイ＜SHOP＞は1カ月足らずで23%下落し、オンラインビデオ会議プラットフォーム運営のズーム・ビデオ・コミュニケーションズ＜ZM＞は先週月曜日（3月1日）に好調な決算を発表したにもかかわらずその後の4日間で23%下落した。家庭向けのフィットネス事業を展開するペロトン・インタラクティブ＜PTON＞は3日間で15%下落し、ペットフードのオンライン販売事業を手掛けるチュイー＜CHWY＞は2月に付けた高値から28%下落している。巣ごもり関連銘柄の取引は冷え込んでいる。

■ 投資家は強気姿勢を維持したまま銘柄選択の基準を変えている

サトリ・ファンドのナイルズ氏は、同社のファンドの今年の出足は過去17年間で最高だったと言う。2020年に相場を上昇させたハイテク銘柄を空売りしたことなどが奏功した。同氏はバリュエーションの大まかな代替指標として米国の国内総生産（GDP）に対する株式市場全体の時価総額の比率に着目しており、2021年のGDP成長率は景気刺激策のおかげもあって1984年以来の最高水準となると予想している。これは一部の銘柄にとっては良いことだが、割高なハイテク銘柄にとっては大きな打撃である。

投資調査会社クロックタワー・グループのチーフストラテジスト、マルコ・パピック氏も市場で資金がだぶついていると見ており、「財政の蛇口は前例のない大きさを開かれたままだ」と言う。同氏は総じて強気な見方を維持しており、「現在の環境で弱気になるのは軽率だ」と主張する。一方で、ハイテクから他のセクターへの乗り換えが継続するとも考えている。

とはいえ、ハイテク企業のビジネスそのものに問題があるわけではない。パピック氏は、問題はバリュエーションとますます多様化する魅力的な選択肢との競争だと指摘する。「ハイテク銘柄の株価には素晴らしい企業としての価値が既に織り込まれている。しかし、他にも多くの投資機会がある中では、機関投資家が大型ハイテク銘柄に回帰するとは考えにくい」。

コロンビア・セリグマンで長年にわたりハイテクファンドマネジャーを務めるポール・ウィック氏は昨年末の本誌とのインタビューで、金利の上昇がハイテク株を圧迫する可能性があるとは指摘していた。ところが同氏はこの数カ月でハイテクポートフォリオの新たな運用方法を見いだしており、コロンビア・セリグマン・コミュニケーションズ・アンド・インフォメーション・ファンド＜SLMCX＞は年初来で約5%上昇している。同氏は、バリュー投資を志向しているにもかかわらず、購入すべき銘柄を数多く見つけていると言う。

ウィック氏は例えばコンピューター機器大手HP＜HPQ＞に対する強気な見方を維持している。HPの株価は同氏が昨年5月の本誌とのインタビューで推奨銘柄に挙げて以降95%上昇している。

半導体製造装置メーカーのアプライド・マテリアルズ＜AMAT＞とラム・リサーチ＜LRCX＞にも同氏は依然として前向きだ。半導体供給量が不足しており、半導体メーカーは生産能力の増強とより多くの半導体製造装置の導入を迫られているからだ。

同氏が言うように、バリュエーションに注意さえすれば、ハイテクの世界には優良銘柄がたくさんあるようだ。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

8. FRBは債券利回りに上限を設定する予定なのか？ - Will the Fed Cap Bond

[コラム]

Yields? Not With Stocks Still Near Peaks.

株価が過去最高値圏にある状況では可能性は低い

■ 債券利回り上限設定に対する期待



Samuel Corum/Getty Images

金利に関する市場の考え方は、最近少し素直でなくなっており、米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長がそれをまっすぐにしようと試みた先週、市場は若干の怒りを表明した。しかし、市場が正しい可能性はあるのだろうか。

素直ではないというのはイールドカーブを指しており、特に、長期金利の顕著な上昇がけん引した大幅なスティープ化を意味している。米10年物国債の利回りは、年初の0.92%から1.50%を上回る水準へ上昇した。さらに言えば、債券利回りはパンデミック（世界的流行）が始まる前の2020年初めの水準へ戻っている。

債券利回りの上昇によって、パウエル議長がウォール・ストリート・ジャーナル主催の4日のイベントで、利回り上昇を抑制するためにFRBが何らの行動を起こすと示唆するだろうという期待感が高まった。なぜそのように予想されたのかは明らかではないが、パウエル議長はFRBの金融政策に対するスタンスを繰り返したただけだった。とはいえ、最近の利回り上昇を気に留めていることは明かした。

非農業部門就業者数がパンデミック前の水準よりもまだ1000万人少なく、労働市場がFRBの目標から程遠いとパウエル議長は強調した。そして、今後数カ月でインフレ率が、少なくとも低迷していた昨年3月および4月の水準から上昇する可能性があるものの、上昇したとしても一時的なものと予想されると議長は強調した。そしてパウエル議長は、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を0%近辺に維持し、米国債および政府系機関の住宅ローン担保証券（MBS）の月間買い入れ額を1200億ドルに据え置くというFRBの意図を繰り返した。議長は、最大雇用が達成され、インフレ率が一貫して2%を上回る状態になるまで、超緩和的な金融政策は終わらないと付け加えた。

パウエル議長は債券利回りの急上昇に関しては、FRBが広範囲の金融指標を注視していると強調した。懸念を引き起こすとすれば、金融情勢の持続的な逼迫（ひっばく）か、または無秩序な変動だけだろう。パウエル議長は、債券利回りの反騰とナスダック総合指数の反落は懸念するには及ばないと示唆した。実際、社債市場は依然として堅調で新規発行額は高水準の一方、株式市場はバブル気味で、特に特別買収目的会社（SPAC）は爆発的に増加している。

投資家は、パウエル議長が債券利回りの上昇を抑える計画を示唆すると期待していた。利回り上昇が最も割高なグロース銘柄の株価を下落させていたからだ。この期待が外れた時に、最も投機的で過熱気味にあった上場投資信託（ETF）に遅れて参加した投資家が最も失望した。

■ 債券利回り上限設定の前例

そのような投資家は恐らく、FRBがオーストラリア準備銀行（RBA）の事例に倣うと期待していた。RBAは、利回り上昇に対して、積極的な買い入れによって3年物国債利回りを0.10%の上限に抑えるために精力的に防衛した。RBAは、インフレ率と労働市場が目標に達するまで（2024年まで目標に達しないと予想している）緩和的な金融情勢を維持するという意図をさらに強めた。その戦略は、FRBの戦略を完全にコピーしたように見受けられる。

過去を振り返ると、FRBが債券利回りを固定した前例がある。FRBは第二次世界大戦中に、戦費捻出を支援するために、長期国債利回りを2.5%に維持した。現在は、財政赤字が過去最大で、バイデン政権が推進する1兆9000億ドルの財政刺激によってさらに拡大する見込みとなっており、FRBが現代貨幣理論（MMT）をそのままの形で応用し、連邦政府の将来の借り入れコストが過度に上昇するのを回避しようとする可能性があるのではないかと考える市場参加者は少なくない。

マイケル・ハートネット氏が率いるバンクオブアメリカ・セキュリティーズのストラテジー・チームがレポートに書いているように、米国債利回りが1%ポイント上昇すると、米国連邦政府の年間利払い額は米航空宇宙局（NASA）の予算の2倍分増加する。金利が米議会予算局（CBO）の基本シナリオから1%ポイント上昇すると、2021年から2030年の財政赤字は9兆7000億ドル増加することになり、それは、米国の年間国防予算の10倍以上に相当する。そのような懸念すべき可能性によってイールドカーブ・コントロールが不可避であると、同ストラテジスト・チームは結論付けている。

FRBはこれまでにオペレーション・ツイストを数回実施している。最初は1961年で、債券利回りに対する影響は小幅だった。最近では、2011年9月から2012年12月で、データトレックのリサーチによると、10年債利回りはそれ以前のピークだった3.75%から2012年7月に1.44%へ低下した。

■ まだその時期でない

現在の疑問は、FRBが翌日物FF金利と同様に中長期債の利回りを固定する意図があるのか、というものだ。ドイツ銀行のマクロ・ストラテジストであるアラン・ラスキン氏は、パウエル議長がそれを実行しない多くの理由を挙げている。現在の為替介入同様に、金利固定は始めるよりも終わらせる方が難しい。ハートネット氏は、FRBのイールドカーブ・コントロールを、1980年代から1990年代初めにかけて実施されて結局失敗した欧州為替相場メカニズム（ERM）同様のものとみなしている。

しかしながら、イールドカーブ・コントロールは、3月16、17日に予定されている次回の連邦公開市場委員会（FOMC）で議題となる可能性が高い。FRBが毎月買い入れる債券の年限長期化を止めるものは何もないが、FRBが即座に行動する公算も小さい。ラスキン氏は、10年国債利回りの、恐らく2%への急上昇が、何らかの反応を引き出す可能性があるとし唆している。しかし、S&P500指数が過去最高値から5%以内にあり、まだその状況ではない。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

9.

台湾と韓国が米国のサプライチェーンのカギを握る理由 - Taiwan, Korea

[フィーチャー]

Hold Keys to U.S. Tech Supply Security

サプライチェーンのボトルネックは最大の政治的リスク

■ バイデン大統領が大統領令に署名



STR/AFP/Getty Images

ハイテク部品の補給線は今、ホットな政治問題となっている。バイデン大統領は2月24日、半導体、電気自動車用電池、医薬品、レアアースなどの重要物資の供給確保を目指す大統領令に署名した。

本大統領令が目指す補給線の確保は簡単なことではないが、それは中国が絡むという理由だけではない。半導体と最先端電池を製造する有力企業は台湾と韓国にある。これは米政府にとって困難な課題だが、新興国市場に対する投資家にとってはチャンスだ。

マイクロチップとも呼ばれる半導体の不足が昨年秋以降、世界中の自動車メーカーにとって深刻な問題となっており、半導体の確保はサプライチェーン上の最優先事項だ。半導体のサプライチェーンは、最も変更が難しいサプライチェーンでもある。

■ 半導体の現状

米国企業はマイクロチップの設計では世界をリードしている。しかし、製造に関しては、台湾積体回路製造（TSMC）＜TSM＞とサムスン電子＜005930.韓国＞のアジアの2社が支配している。ダルトン・インベストメンツの韓国アナリストであるジェームズ・リム氏によれば、世界で生産される複雑な「ロジック」チップの4分の3をこの2社が占めており、回路線幅7ナノメートル以下の最先端チップは全てこの2社が生産している。

米国の大手半導体メーカーであるインテル＜INTC＞は、アジア勢に後れをとっており、追いつけそうにない。ポントベル・クオリティ・グロースの新興国市場ポートフォリオマネージャーであるブライアン・バンズ氏は、「半導体は人間が作るものの中で最も複雑なものだ。資金を投じればできるというものではない」と言う。

■ 電気自動車用電池の現状

クリーンカー革命の鍵を握る電気自動車用電池は、中国、韓国、日本の三つどもえの戦いになっている。リム氏は、LG化学＜051910.韓国＞などの韓国メーカーが先行している、と言う。

LG化学のニッケルマンガンコバルト酸リチウムイオン（NMC）電池は、中国で圧倒的シェアを有する寧徳時代新能源科技（コンテンポラリー・アンペレックス・テクノロジー＝CATL）＜300750.中国＞のリン酸鉄リチウムイオン電池より軽量で、航続距離も長い。日本のパナソニック＜6752＞は、テスラとの関係が初期の関係以上に拡大していない、とリム氏は言う。LG化学は、今年中に新規株式公開（IPO）でバッテリー事業部門をLGエネルギー・ソリューションとしてスピノフさせる計画だ。

長期にわたり戦略的に優位にあるからといって、今の株価がお買い得というわけではない。TSMC

とサムスン電子の株価は、過去6カ月間で既に約50%も急騰している。LG化学製の電池を搭載した現代自動車<005380.韓国>の電気自動車が出火事故を起こし、大規模なリコールを余儀なくされたことで、LG化学の株価は過去1カ月で15%下落した。ライバル企業のSKイノベーション<096770.韓国>も、米国でLG化学から訴えられていた営業秘密侵害訴訟で敗訴した後、株価が同程度下落した。好況産業の株価は不安定な動きになる。

■ 医薬品の現状

独立系資産運用会社ニューバーガー・バーマンの新興国市場ストラテジストであるコンラッド・サルダンハ氏は、米国によるサプライチェーン見直しの取り組みは中国の医薬品業界への圧力となり、インドに有利に働く可能性がある、と言う。ドクター・レディーズ・ラボラトリーズ<RDY>やサンファーマ<SUNP.インド>のようなインド企業は、グローバルに展開する医薬品メーカーだ。しかし、これらの企業は、医薬品有効成分（API）として知られる薬剤成分の調達で中国に大きく依存している。これらの企業は、バリューチェーンのより上位に移動するかもしれないし、ディビス・ラボラトリーズ<DIVI.インド>のような国内のAPIメーカーからの調達を増やすことも考えられる。「当社はインドに投資している」とサルダンハ氏は言う。

■ サプライチェーンのボトルネックは最大の政治的リスク

アジアの有力ハイテク企業は生産の一部を米国に移す可能性が高いが、米国のサプライチェーンの安全性確保については引き続き遠く離れた同盟国が重要な役割を果たすことになるだろう。これは、米国政府がアジアの同盟国に何らかの安全保障を提供する、特に中国が公式には非正統的な政府とみなす台湾に安全保障を提供することを意味している。バンク・クレジット・アナリスト（BCA）リサーチの地政学ストラテジストであるマット・ガートケン氏は、「台湾の広い範囲に及ぶハイテク部品のボトルネックは、今日の世界で最大の政治的リスクである」と言う。

これもお金だけでは解決できないことの一つだ。

By Craig Mellow
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - Walmart Has Over 200 Million Visits Weekly. Why Not Become a Fintech? [経済関連スケジュール]

スケールを強みとするウォルマート、フィンテック事業へ進出

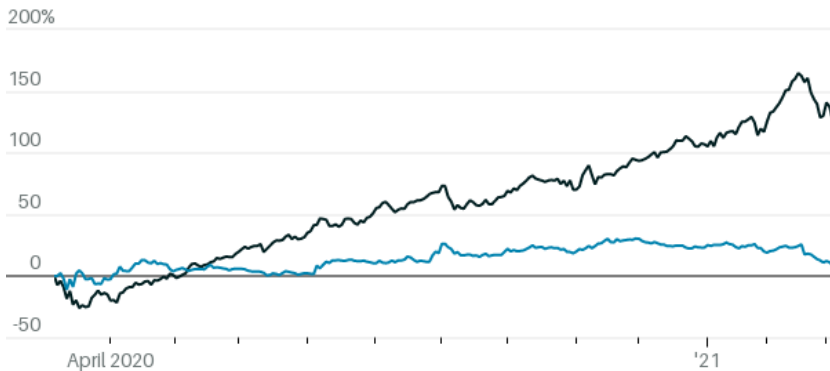
■ フィンテック事業参入への障壁は取り払われている

Where the Customers Are

Both Walmart and fintech stocks have had good pandemics.

Walmart and ARK Fintech Innovation exchange-traded fund, past year

■ Ark Fintech Innovation ETF ■ Walmart



Source: FactSet

株式取引アプリを手がけるロビンフッド・マーケットから決済処理会社のアフーム・ホールディングス<AFRM>まで、多数のスタートアップ企業がフィンテック業界を揺さぶっている。これら新興企業は銀行からシェアを奪いつつあるが、彼らが利用するソフトウェアを使って、小売り大手ウォルマート<WMT>といった大企業も、事業を行うチャンスを手に入れている。

2021年1月、ウォルマートはリビット・キャピタル

<LEAP>とパートナーを組み、新規フィンテック企業を設立すると発表した。リビット・キャピタルはロビンフッドやアフーム、さらに消費者向けに与信スコアを提供するクレジット・カルマなどのフィンテック事業に出資するベンチャーキャピタルだ。新規フィンテックに関する詳細は分かっていない。ウォルマートはすでにクレジットカードやプリペイドのデビットカード、小切手の現金化、送金、割賦融資といった金融サービスを提供しており、新規事業に関しては顧客の需要に応えたものと述べている。一方同社は現在、購入に対するキャッシュバックなどに使える銀行口座は提供していない。

ウォルマートは先日、フィンテック事業を率いる人材として、ゴールドマン・サックスの消費者バンキング事業「マーカス」を統括するオマール・イスマイル氏と、同じくゴールドマンのデービッド・スターク氏を引き入れている。「マーカス」は、預金に対して他行よりも高い金利を付与することで個人顧客を引きつけており、2020年の売り上げは12億ドル、預金額は970億ドルに上っている。

一方で、規制やテクノロジーといった障壁は崩壊している。4月から適用される連邦預金保険公社(FDIC)による規制は、預金保険をかける企業に対する要件を緩和するものとなる。さらにネット決済サービスを行うアペックス・クリアリングといった企業によるバックオフィス系の基幹ソフトウェアは、至る所で見られるようになっている。また、新たな戦略も生まれている。モバイル決済サービスのスクエア<SQ>は、決済アプリ「CashApp」で暗号資産(仮想通貨)の売買を行っている。これはもともと資金転送サービスの一環として行っていたものだが、今では約3000万いるユーザーからの手数料が収益につながり始めている。「CashApp」は2020年第4四半期、ビットコインのサービスから業務粗利益4100万ドルを計上している。

何よりも、ウォルマートにはスケールという強みがある。2億という週間訪問者数に匹敵する金融機関はあるだろうか？

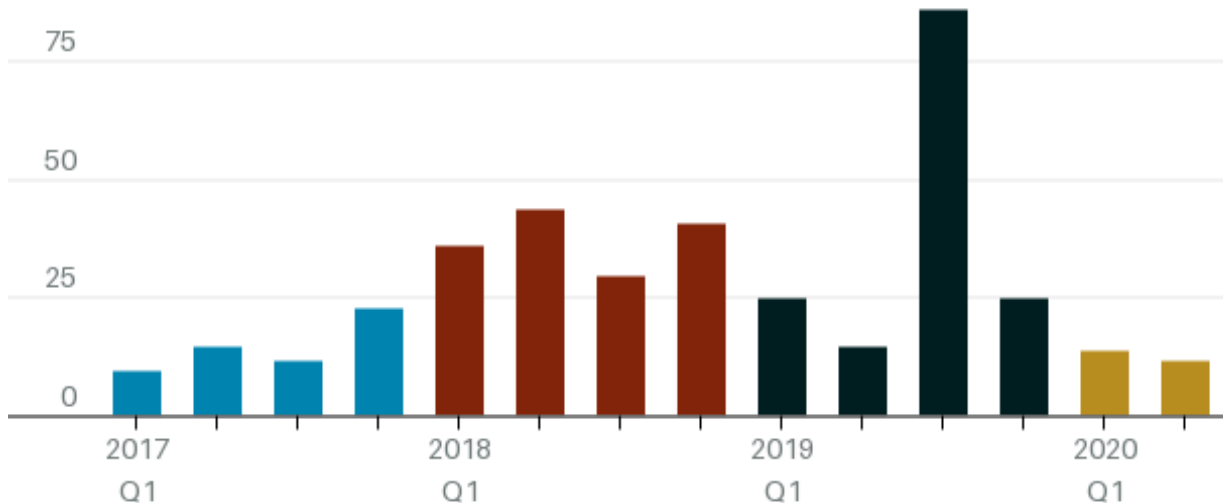
■ 今週の予定

Down, Not Out

The value of fintech deals globally had been steadily growing, until Covid-19 hit.

Global Fintech Investments from M&A, PE, and VC, 2017 to Q2 2020

\$100 billion



Source: KPMG

3月8日（月）

- ・コンビニエンスストアのケーシーズ・ゼネラル・ストアーズ<CASY>、パーソナルスタイリングサービスのスティッチ・フィックス<SFIX>が四半期決算発表。
- ・保険会社シグナ<CI>がバーチャルで投資家向け説明会を開催。ヘルスケア業界の新たなトレンドや獲得可能な市場規模を拡大する方策について、経営陣が説明を行う。

3月9日（火）

- ・石油大手シェブロン<CVX>が、2021年の投資家向け説明会をバーチャルで開催。マイク・ワース最高経営責任者（CEO）をはじめとする経営幹部が、同社のクリーンエネルギーへの移行などについて説明を行う。
- ・娯楽・メディア大手のウォルト・ディズニー<DIS>が年次株主総会を開催。
- ・全米独立企業連盟（NFIB）が、2月の中小企業楽観度指数を発表。コンセンサス予想は96.3と、1月の95を若干上回る。1月の指数は、2020年5月以来で最低となった。

3月10日（水）

- ・食品大手キャンベル・スープ<CPB>、カナダの資源採掘投資会社フランコ・ネバダ<FNV>、企業向けソフトウェア大手オラクル<ORCL>が四半期決算発表。
- ・通信大手ベライゾン・コミュニケーションズ<VZ>が2021年投資家向け説明会を開催。5G展開の進展状況や、先日行われた米連邦通信委員会（FCC）による5G向けの電波利用権オークション（ベライゾンは総額450億ドルと、他の米ワイヤレス事業者の合計を超える金額を投じた）について、ハンス・ベストベリCEOら役員が説明を行う。
- ・米労働統計局が2月の消費者物価指数（CPI）発表。エコノミスト予想は前月比0.6%上昇（1月は同0.3%上昇）、食品とエネルギーを除くコアCPIは同0.2%上昇（1月は同横ばい）。

3月11日（木）

- ・欧州中央銀行（ECB）が金融政策を発表。今年に入り、強い経済成長を見込んで国債利回りが大きく上昇しているが、短期政策金利は過去最低のマイナス0.5%に据え置かれる予想。
- ・電子署名ソフトウェアのドキュサイン<DOCU>、中国最大の小売企業JDドットコム<JD>、化粧品小売りチェーンのアルタ・ビューティー<ULTA>が決算コンファレンスコールを開催。
- ・通信大手TモバイルUS<TMUS>がアナリスト向け説明会を開催。戦略的優先事項や、スプリントとの合併完了から約1年が経った現在のシナジー効果について、経営陣が説明を行う。
- ・英調査会社IHSマークイット<INFO>と米国の金融サービス会社S&Pグローバル<SPGI>が臨時株主総会を開催。2020年11月末に発表された、S&PグローバルによるIHSマークイット買収への承認を求める。440億ドルでの買収は株式交換で行われ、S&Pグローバルの株主が新会社の68%、IHSマークイットの株主は32%を保有することとなる。

3月12日（金）

- ・通信大手AT&T<T>がアナリスト向け説明会を開催。事業戦略についてアップデートを行い、資本配分計画について説明を行う。
- ・2月の卸売物価指数（PPI）発表。コンセンサス予想は季節調整済みで前月比0.5%上昇（1月は同1.3%上昇）、食品とエネルギーを除くコア指数は同0.2%上昇（1月は同1.2%上昇）。

By Avi Salzman
(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』 2021/03/07

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 © 2021 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます