

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2021/04/11

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 急騰するビットコインへの投資は安全か? - Bitcoin Is Making a Splash. Is It Safe to Test the Waters? [カバーストーリー]
P.2
主流の資産となったがバブルの懸念も
2. 客船クルーズ銘柄に慎重になるべき理由 - Reasons to Be Cautious About Cruise Line Stocks [フィーチャー]
P.6
波に乗っている客船クルーズ銘柄だが、沈没の危険も
3. 女性の雇用回復が経済復活のカギである理由 - The Economic Recovery Depends on Getting Women Back to Work. Here's Why. [フィーチャー]
P.9
機関投資家もジェンダー・ダイバーシティを重視
4. 大企業による暗号資産の利用が拡大 - More Companies See Business Opportunities in Bitcoin [フィーチャー]
P.12
当初の設計では排除するはずの「仲介者」受け入れ
5. 賢明なビットコイン投資法 - The Smart Way to Invest in Bitcoin [フィーチャー]
P.16
大手金融機関による暗号資産の取り扱いも増えてきた
6. アドバイザーは暗号資産に関してどのように助言するか - How Advisors Are Advising On, and Coping With, Cryptocurrencies [フィーチャー]
P.19
環境が整っていないが、一部には積極的な関与も
7. 簡単な血液検査でがんの早期発見が可能になる日も近い - How a Simple Blood Test Could Reduce Cancer Deaths [ヘルスケア]
P.21
がん治療のゲーム・チェンジャーとなるか
8. FRBが予定通りに行動すれば再びバリュー株が注目される - Value Stocks Are Ready to Win Again, if the Fed Behaves [米国株式市場]
P.24
今週発表の経済指標や決算が今後の動向には重要
9. ETF待望論が映し出す暗号資産投資熱の高まり - A Bitcoin ETF Is Still in the Works. Here Are Your Options in the Meantime. [フィーチャー]
P.27
ETF承認までの安全な投資法とは
10. 今週の予定 - A Reopening Looms, and Expectations Rise for New Bank Deals [経済関連スケジュール]
P.31
銀行の合併・買収の動きが緩やかに再開される

※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. 急騰するビットコインへの投資は安全か？ - Bitcoin Is Making a Splash. Is It Safe to Test the Waters? [カバーストーリー]

主流の資産となったがバブルの懸念も

■ 過去1年で価格は1000%上昇



Illustration by Kyle Bean

ビットコインは経済的な転換点にあるのかもしれない。ビットコインの時価総額は過去1年だけで1000%増加し、1兆ドルを超えた。モルガン・スタンレー<MS>などの証券会社は、ポートフォリオにビットコインを追加することを推奨している。電気自動車大手テスラ<TSLA>や保険大手マスマチュアルは多額のビットコインを買い入れた。スマートフォンを数回タップするだけで、決済大手ペイパル<PYPL>のデジタルウォレットにビットコインを入金し、現金に転換して買い物をする事ができる。決済大手スクエア<SQ>や証券取引アプリのロビンフッドのプラットフォームで売買も可能だ。クレジットカード大手

ビザ<V>と暗号資産（仮想通貨）交換所大手コインベース・グローバルはビットコインのデビットカードを発行している。

しかし、ビットコインとは何なのか、ビットコインを買うべきかを悩んでいる人は少なくない。ビットコインなどの暗号資産を感覚的に理解することは難しい。これらはデジタルな貯蔵所から「採掘」され、ブロックチェーン（分散型台帳）と呼ばれる分散型コンピューターネットワークを通じて流通する。ビットコインの供給は比較的乏しいため、投資家がわれ先にと飛び付くことで価格が上昇している可能性がある。インフレと通貨の価値低下が懸念される風潮の中、支持者はビットコインがドル、円、ユーロなどの法定通貨よりも価値を維持しやすく、いずれは世界経済において現物の通貨とうまく共存するようになると主張している。

ビットコインの勢いは誰にも止められないかもしれないが、あらゆる場面で使われるには程遠い。課題として、技術的なハードル、価格の不安定性、課税政策に加え、規制に縛られないデジタル通貨が金融政策や金融規制を妨げることを政府が望まない点などが挙げられる。マネーロンダリング（資金洗浄）や脱税など、ビットコインの違法使用は枚挙にいとまがない。

ビットコインの別の課題として、二酸化炭素を大量に排出しない採掘方法を発見する必要がある。ビーオブエー・セキュリティーズの推定によれば、ビットコインネットワークは世界全体で年間6000万トンの二酸化炭素を排出しており、これはギリシャなどの国の排出量にほぼ匹敵する。ビットコインの価格が上昇し、取引量が増加するにつれて、環境への負荷も増大している。ビーオブエーは、ビットコインへの10億ドルの資金流入がガソリン自動車120万台分に相当すると推定する。

最も厄介なのは、ビットコインは1兆ドル規模のバブルなのかという疑問かもしれない。ビットコインの時価総額は、クレジットカード大手マスターカード<MA>、ホームセンター大手ホーム・デポ<HD>、石油大手エクソンモービル<XOM>の合計額を超えた。モルガン・スタンレーによれば、暗号資産全体の価値はハイイールド債市場の時価総額に並ぶ。しかし、ビットコイン価格の推移は、流動性が高い大型株ではなく、まるで商いが薄い株式のようである。これまでに採掘されたビットコインのほとんどは長期保有者によって保有されており、実際にはあまり流通しないため、

価格は多額の買い入れによって高騰している可能性がある。ビーオブエーによれば、ビットコイン全体の実に95%が2.4%の長期保有者（ホドラー）によって所有されている。

世界銀行のチーフエコノミストであるカーメン・ラインハート氏は、「ビットコイン市場は巨大なバブルになっていると考えられる。流動性の乏しい市場では、大きなきっかけがなくても、これまでのほぼ全ての価格上昇が反転し得る。われわれはビットコイン価格の非常に大幅な変動に備えなければならない」と語る。他のエコノミストも、ビットコインは魅力的な用途を持つ革新的なテクノロジーではあるが、価格を下支えする本源的価値が欠けていると指摘する。欧州復興開発銀行の元チーフエコノミストであるウィレム・ブイター氏は、「ビットコインは机上の存在にすぎず、消費者として実際に触ったり、生産者として何かを製造するのに利用したりすることはできない」と述べる。

■ 分散型システムと希少性が魅力



Gilles Sabrie/The New York Times/Redux

そもそもビットコインとは何なのか。始まりはサトシ・ナカモトという謎の人物（あるいはグループ）が、分散型のコンピューターネットワークを通じて誰でも授受できるデジタル通貨を開発したことだ。ビットコインの取引は、「採掘者（マイナー）」が個別に稼働するコンピューター群によって検証、記録される。マイナーは「プルーフ・オブ・ワーク」と呼ばれる暗号パズルの解読を競い合う。

最初にパズルを解読したマイナーはその結果をネットワーク全体に共有し、他のマイナーは解答が正しいかどうかを検証する。コンセンサスが得られ

ると、取引はデジタルの「ブロック」にまとめられ、ブロックチェーンと呼ばれる電子台帳に追加される。ブロックチェーンは誰もコントロールすることができず、誰でも閲覧可能である。マイナーはネットワークを運営する見返りに、新たに採掘されたビットコインと取引手数料の一部を得る。ビットコインの価格が上昇するほど、（電力コストと演算能力に応じて）採掘の収益性を高めることができる。

このシステムの長所の一つは分散型であることだ。誰もブロックチェーンをコントロールする権限を持っていない。取引が記録されるのは、ネットワークを構成する独立稼働のコンピューターの全てが自らの正当性を証明した後に限られる。これにより、人間が監視する台帳よりもセキュリティを高めている。

ビットコインの希少性も大きな魅力だ。システムの設計上、世界全体のビットコインの供給量は2100万枚を決して超えないようになっている。これまでに約1860万枚が発行されているが、新規発行されるビットコインの量は4年ごとに半減するように設計されている。新たなコインは10分につき6.25枚のペースで発行されており、2140年には枯渇する計算である。

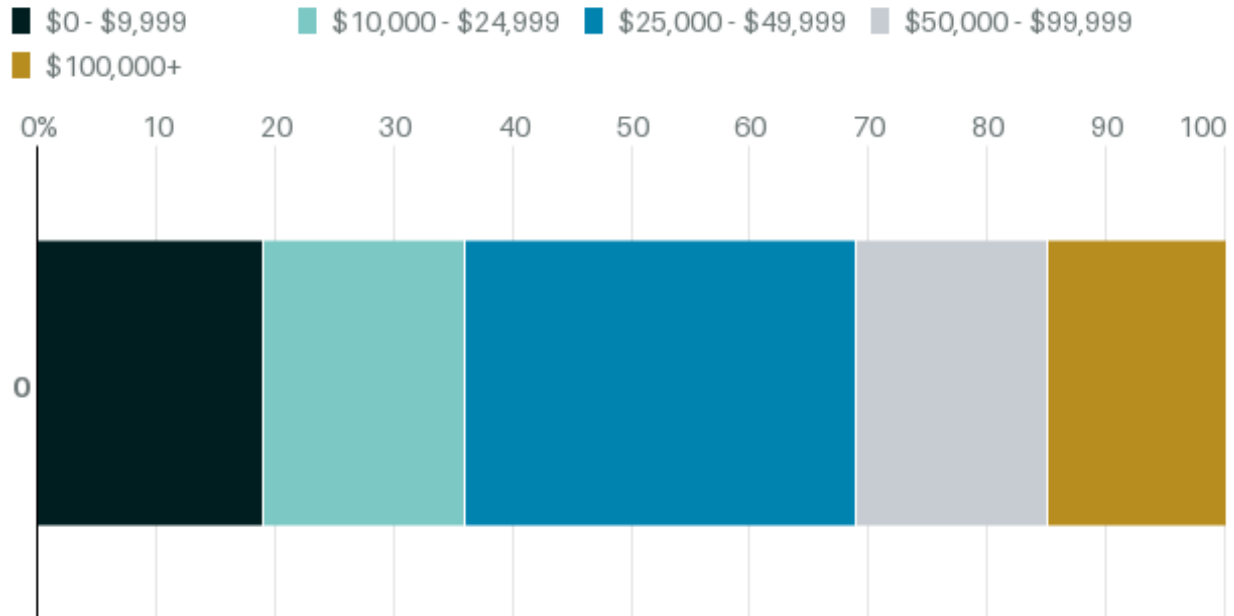
ビットコインは10年以上前から存在するが、最近になって急に表舞台に進出してきた。ウォール街と金融テクノロジー企業が、投資家がビットコインへのエクスポージャーを得るための新たな方法を発明したことで、ビットコイン先物と関連株式の売買は活発化している。銀行、証券会社、証券取引所、アドバイザー会社は、ビットコインを株式や債券などの資産と同じように取り扱えるよ

うにするインフラを構築しており、今後はビットコインが確定拠出年金（401k）などの退職口座でも利用されるようになると予想している。

■ 他の暗号資産との競争、環境への負荷が問題に

To The Moon

Bitwise Asset Management asked financial advisors to predict where Bitcoin is headed in five years.



Source: Bitwise Asset Management

もっとも、ビットコインをめぐる思惑は全て破綻するかもしれない。ビットコインについて公然と議論するのが何となくはばかれるのはそのせいだろう。実際、さまざまな要因が逆風となる可能性がある。

第一に競争だ。ビットコインは無数の暗号資産のうちの一つにすぎない。例えば、イーサリアムというネットワーク上で取引されるイーサには幾つかの優位性がある。イーサは「スマートコントラクト」のプログラムに対応しており、当事者間で条件付きの取引が可能だ。例を挙げると、中国から米国に商品を輸入する際に、海上の所定の座標を通過した時点で、イーサと引き換えに商品の所有権を引き渡すといった取引ができる。

中央銀行もブロックチェーン技術に基づくデジタル通貨を注視している。中国のデジタル人民元は、中央銀行がデジタル通貨を発行する初の試みになるかもしれない。中央銀行デジタル通貨（CBDC）はその国の通貨にペッグされており、標準的な為替レートに応じて価値が変動する。つまり、中央当局とは独立に機能するビットコインなどの暗号資産の代わりにはならない。しかしCBDCは、例えば国際送金などをより安いコストで実施できる可能性があり、価値交換の媒体として暗号資産と競合し得る。

ビットコイン自体もネットワークの処理が遅いという欠点を抱える。ビーオブエーによれば、ビザのネットワークは1時間当たり2億3600万件の取引を処理できるのに対して、ビットコインのネットワークは1万4000件しか処理できない。ビットコインの処理を加速する取り組みも進行中だが、

クレジットカードのネットワークや米国の小口決済システム（ACH）には依然として遠く及ばない。

ビットコインは価値の変動が激しいため、高額な購入や契約には向いておらず、取引手数料の上昇によって経済的な無駄が大きくなっている。さらに、米内国歳入庁（IRS）はビットコインを通貨ではなく資産と分類しており、何かを買うためにビットコインを売却する行為は課税対象となる可能性がある。

『現金の呪い——紙幣をいつ廃止するか？』の著者であるハーバード大教授のケネス・ロゴフ氏は、ビットコインの法律的にグレーな部分が問題になる可能性があるとは指摘する。同氏は、各国政府は歴史上、自国の通貨や金融政策を妨げる存在を圧迫してきたと言う。ビットコインは犯罪活動に利用される恐れがある上、法執行機関によるモニタリングが困難な可能性があるため、政府にとって脅威となっている。

別の障害として、あまり話題になってはいないが、ビットコインによる環境への負荷の増大が挙げられる。ケンブリッジ・ビットコイン電力消費指数によれば、ビットコインの年間エネルギー消費量は135テラワット時に上り、過去1年間で2倍に急増している。これはスウェーデンやウクライナなどの国が1年間に消費する電力量より大きい。

とはいえ、ビットコインの採掘に利用される電力の一部（あるいは大半）は風力、太陽光、水力、地熱などの再生可能エネルギー源によって発電されている可能性がある。世界のビットコイン採掘の大部分は、中国（65%）、アイスランド、カナダなどのエネルギーが比較的割安な国で行われている。ビットコイン運用会社コインシェアーズによれば、採掘ネットワークの消費エネルギー構成の73%を再生可能エネルギーが占める。

しかし、この数値には曖昧な所がある。中国の採掘業者は季節ごとに移動しており、夏には安価な水力発電が可能な地域に拠点を構えるが、発電量が小さくなると、石炭火力発電が大半を占める内モンゴル地域などへ移転する。コインシェアーズのリサーチ責任者であるクリストファー・ベンディクセン氏は、「中国のビットコイン採掘のほとんどは再生可能エネルギーによるものだが、正確な数値を算出するのは非常に難しい」と語る。たとえ中国のビットコイン採掘が環境に比較的優しいとしても、カザフスタンやイランなどの他の主な採掘国は中国に比べて全くクリーンではない。ビットコイン価格の上昇に伴い、消費電力も増加している。ビーオブエーによれば、仮にビットコイン価格が現在の5万8000ドルから100万ドルに上昇した場合、ビットコインは日本を抜いて世界で5番目に大きな二酸化炭素の排出源になる。

■ ビットコインを支えるのは投機的な思惑のみ

ビットコインの支持者は、こうした問題が取引の妨げになるとは考えていない。その理由の一つとして、暗号資産が自己増殖的に増え続けていることが挙げられる。ビットコイン価格が上昇すると、大規模な取引を処理するためにエコシステムにより多くの資本が投入され、それが機関投資家にとっての魅力を高める。

ビットコインが取引通貨として軌道に乗らなくても、代替資産としての魅力はあるかもしれない。デジタルな金であるビットコインは、既に実物の金の価格を圧迫している可能性がある。ビットコインの価値を測る一つの方法は、民間セクターが保有する金の合計価値約2兆5000億ドルと比較することだ。この方法に基づくと、JPモルガンの1月のレポートによれば、ビットコインの価値は1月当時の価格の約3倍の14万6000ドルとなる。

支持者はビットコインがインフレに対するヘッジとして金よりうまく機能すると主張している。モルガン・スタンレーは最近、暗号資産をポートフォリオに2.5%組み入れることでリターンが改善される可能性があるとして述べている。しかし、暗号資産の恩恵は株式や債券といった資産との相関性に左右される。そして、景気に敏感な資産と暗号資産の相関性は暗号資産が主流となるにつれて高まっているように見えると、JPモルガンは指摘している。

ビットコインをバブルとみる向きも当面は好調が続くと考えている。世界銀行のラインハート氏は、利回りの追求、政府の景気刺激策による現金給付、人口動態の変化、テクノロジーといった複数のトレンドがビットコイン価格を後押ししていると指摘する。これらの一部は長期的なトレンドだ。さらに、米国人はビットコインをドルの代わりに利用しようとは考えないかもしれないが、レバノン、ナイジェリア、ベネズエラなど、通貨が不安定で、ハイパーインフレが生じており、あるいは貯金を没収される恐れがある国ではビットコインははるかに魅力的である。

ロゴフ氏は「ビットコインを活用できる地域は常に世界のどこかに存在する」としつつも、「現在のバリュエーションはそうした用途に基づく価値をはるかに超えている」とも述べる。

では、インフレやドルの価値低下が心配な場合はどうすべきだろうか。それでも、ビットコインは避けた方がよいと一部のアドバイザーは語る。投資銀行ベアードで富裕層向けのアドバイザーを務めるマイク・クライン氏は、コモディティーや不動産など、インフレ環境で価値が上昇する資産を推奨する。同氏は「ビットコイン価格と相関性があるのは投機だけだ」と語る。

確かに、株式が企業の業績に追随し、債券が金利に連動するのに対して、ビットコインはいつの日かドルと肩を並べる存在になるという信念だけに支えられているのかもしれない。言い換えれば、価格が上昇すると考えない限り、ビットコインを買うもっともな理由はないということだ。

By Daren Fonda
(Source: Dow Jones)

2. 客船クルーズ銘柄に慎重になるべき理由 - Reasons to Be Cautious About Cruise Line Stocks

[フィーチャー]

波に乗っている客船クルーズ銘柄だが、沈没の危険も

■ コロナ下で多額の資金調達



Lucy Nicholson/Reuters/Alamy

新型コロナウイルス感染症のパンデミック（世界的大流行）のさなかに、客船クルーズ企業ほど多額の資金を調達した業界はほとんどない。

事実上の業務停止によって莫大な損失を被ったカーニバル<CCL>、ノルウェー・クルーズ・ライン・ホールディングス<NCLH>、ロイヤル・カリビアン・グループ<RCL>の客船クルーズ大手3社は、債務と増資を通じて総額約400億ドルを調達した。

米国の航空業界と異なり、クルーズ船会社には連

邦政府の刺激策からの財政的支援がほとんどなかった。なぜなら、各社はフロリダ州を中心に事業を運営しているが、国外のタックスヘイブン（租税回避地）に本社を置き、米国では実質的に所得税を支払っていないからである。

3社は債務と株式発行により不況を乗り切るのに十分な資金を確保したが、それなりのコストも伴っている。支払利息の負担と発行済み株式の急増により、投資家への還元は削られることになる。

たとえばカーニバルの負債総額は、2019年末の110億ドルから、2021年11月期末には約230億ドルに膨れ上がると予想されている。同社の支払利息は、2019年の2億ドルから増加して今年は17億ドルと予想されている。発行済み株式数は、約7億株から11億株にまで増加している。

各社が債務削減に注力するため、配当と自社株買いはおそらく数年間は検討されないだろう。そのため、2020年3月以降に236億ドルを調達した業界最大手のカーニバルの株式は慎重に考えるべきだ。

■ 需要回復に期待する投資家

Cruise Control

The cruise-line operators' enterprise values are projected to rise significantly as a result of debt and equity sales during the pandemic.

Carnival / CCL*	Net Debt (bil)	Shares Outstanding (mil)	Enterprise Value (bil)
2019	\$11.00	690	\$46.10
2020	\$17.40	922	\$43.80
2021E	\$22.90	1,132	\$55.30

ワクチン接種を受ける人が増え、経済活動が活発になるにつれて、クルーズ企業は繰り延べ需要の恩恵を受けるだろうというのが強気派の論拠だ。そして投資家は赤字に目をつぶり（カーニバルは先週、第1四半期決算で20億ドルの赤字を発表した）、航海が完全に再開することを期待している。

カーニバル、ノルウェージャン、ロイヤル・カリビアンは最近、他の旅行関連銘柄と共に反発している。

トゥルーリスト・セキュリティーズでアナリストを務めるパトリック・ショールズ氏は、「間違いなく事業再開とモメンタムに基づく売買が行われている。市場は運航が来年初めまでに完全に戻ることを想定しているが、それは疑わしい。また、2023年が通常の年にとどまらず、2019年よりも良い年になるだろうと考えられているが、これも疑わしい想定だ」と述べる。

同氏はカーニバルを売り推奨、ノルウェージャンとロイヤル・カリビアンをホールドと評価している。

カーニバルの株価は約29ドル、2023年の予想1株当たり利益（EPS）は1.67ドルで、予想株価収益率

(PER)は17倍となっている。ノルウェージャンの株価は31ドル、2023年予想EPSは2.30ドルで予想PERは13倍、ロイヤル・カリビアンは90ドル、2023年予想EPSは5.99ドルで予想PERは15倍だ。

これらは、2023年の営業利益が2019年を上回ると想定した楽観的な利益予想である。モルガン・スタンレーでアナリストを務めるジェイミー・ロロ氏は9日、「われわれは業界の規模や収益性がコロナ以前を上回ることには懐疑的である」と述べた。同氏の2023年の業界の利益予想はコンセンサスを下回っている。

■ 回復の兆候もあるが、再開時期は不透明

Norwegian Cruise Line Holdings / NCLH	Net Debt (bil)	Shares Outstanding (mil)	Enterprise Value (bil)
2019	\$6.60	215	\$19.20
2020	\$8.50	294	\$17.60
2021E	\$9.30	355	\$20.30

客船の平均使用年数が10年を超え、フリートの若返りを図る客船業界にとって、支払利息と依然として多額の設備投資がかさむため、2023年か2024年まではまとまったフリーキャッシュフローが発生しない可能性がある。

確かに、行楽客が旅行を再開し海に戻ることを熱望しているという兆候はある。カーニバルは先週の第1四半期決算発表で、その傾向を強調した。同社によると「大幅な繰り延べ需要」を反映して、予約数が第1四半期に加速し、第4四半期から9割増加した。さらに、2022年に向けた事前予約は、「非常に好調だった」2019年を上回るペースだという。

カーニバルのアーノルド・ドナルド最高経営責任者（CEO）は電話会見で、同社には売り上げがなくても来年途中まで十分持つだけの流動性があると述べた。運航が始まってからの同社の財務的な優先事項には、社債における投資適格の格付け回復と支払利息の削減が含まれる。

ロイヤル・カリビアンのジェイソン・リバティ最高財務責任者（CFO）は今年に入ってから、同社は運航再開が「魅力的なリターンと強力なバランスシート」につながることを見込んでいると述べた。

ノルウェージャン・クルーズ・ラインのマーク・ケンパCFOは、同社の第4四半期決算発表で、「長期的な戦略的優先事項に集中し、業績回復への明確な道筋を築く」と述べた。

トゥルーイストのショールズ氏は、投資家が客船クルーズ銘柄に関心を寄せているのは、それが旅行業界の中でパンデミック前の水準を大幅に下回っている数少ない株式グループの一つだからだと指摘する。

たとえば、カーニバルの株価は依然として2019年末時点の50ドルを40%下回っている。

それでも、クルーズ大手3社は、負債と発行済み株式の増加の結果として、年末の企業価値（株式価値と純負債の合計）が2019年末の水準を上回ると予測している。

米疾病対策センター（CDC）は米国の港からの運航再開の日付を確定しておらず、そのことが客船業界の大きな不満の種となっている。一方、当局は先週本誌へのメールで「多くのクルーズ船事業者や旅行者が求めているように、できれば真夏までには米国における客船運航を再開させたい」と述べた。

ノルウェー・クルーズ・ラインは先日、7月に米国での操業を再開させるべく、ワクチン接種を受けた乗客と乗組員のみを乗せた客船の運航を提案した。

ノルウェー・クルーズ・ラインのフランク・デル・リオCEOはCNBCに対し、「クルーズを再開させる時が来た」と語り、ワクチン接種済みの人だけを載せた船はどこと比較しても最も安全な場所の一つになるだろうと述べた。

ショールズ氏は、米国人のかなりの割合がワクチン接種を受けないことを表明していることから、ワクチン接種済みの人だけを乗船させることは業界にとって長期的な解決策ではないかもしれないと言う。

カーニバルのドンナルドCEOはこの点について先週、「進展の様子を見る必要がある。重要なのはリスク軽減だ。リスクをゼロにすることはできないし、そう要求されないことを望んでいる。率直に言って、社会のどこでもそれは考慮されていないからだ。われわれは、旅行・エンターテインメント・観光セクターの他の業態と同様に扱われることを望んでいる。そうすればわれわれは大丈夫だ」と述べた。

予約は好調だが、旅行者、特に重要なグループである年配の旅行者が、パンデミック前と同じようにクルーズに夢中になるかどうかはまだ分からない。

投資家は、これらのリスクや資金調達の洪水による収益の希薄化を、クルーズ船株への熱意に反映しているようには見えない。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

3. 女性の雇用回復が経済復活のカギである理由 - The Economic Recovery

[フィーチャー]

Depends on Getting Women Back to Work. Here's Why.

機関投資家もジェンダー・ダイバーシティを重視

■ 回復が鈍い女性の雇用



新型コロナウイルスによる不況下で、女性が大きな打撃を受けている。2020年2月以降、失業者純増分の55%を女性が占める。離職した女性に加え、数百万人の女性が労働時間を減らしたかキャリア形成の機会を失ったが、これは政府の公式統計で完全には捉えられない雇用の喪失である。

Illustration by Ana Yael 理由を見つけるのは難しいことではない。女性は、感染拡大による閉鎖で最も打撃を受けた教育、レジャー、ホスピタリティー企業の労働力の大多数を占め、また多くの家庭では、学校や高齢者支援サービスの閉鎖が急増したことで、女性は子供や高齢者介護に最大の責任を負っている。

女性の大量離職あるいは雇用縮小は、景気回復に対するマイナス効果から金利予測の見直しまで、幅広く経済に重大な影響を及ぼし、長期的なポートフォリオのリターンにさえも影響する可能性がある。

2020年2月以降、200万人近い女性が仕事を失った。男性も感染拡大で深刻な打撃を受けたものの、これまでのところ雇用は顕著に回復している。例えばNPO法人のナショナル・ウィメンズ・ロー・センターによれば、今年3月の雇用純増分の約3分の2は男性が占めている。

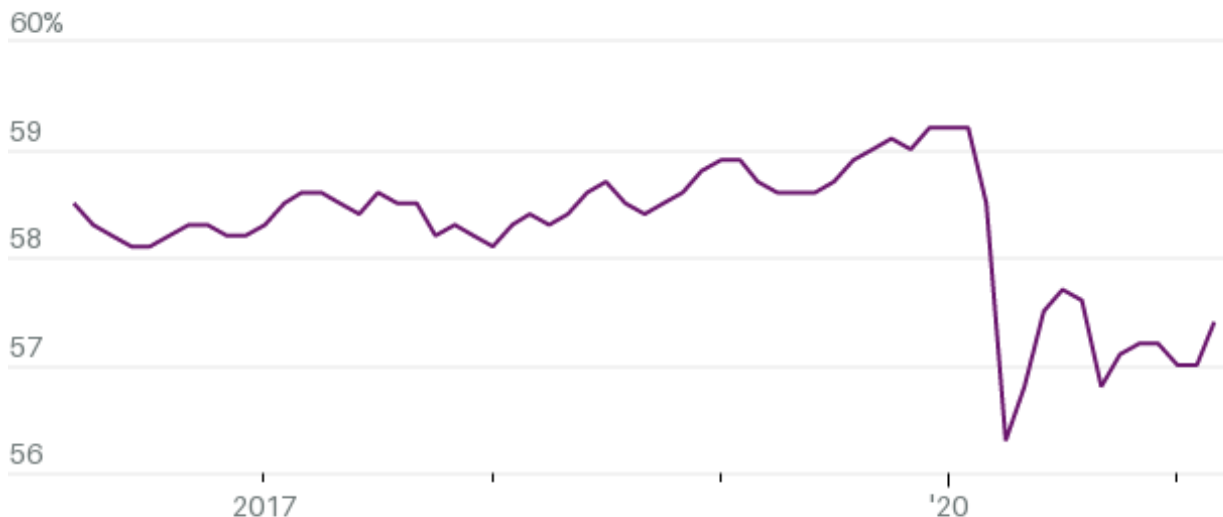
失業や離職した女性の多くは仕事を探すのをやめていないが、現在の自分を退職者と記入する。世論調査・コンサルティング会社ギャラップのエコノミストであるジョナサン・ロスウェル氏によれば、男性は仕事に復帰する意思を持ちながら、求職活動を小休止する傾向が強いという。

■ FRBも雇用回復を重視

Leaving Work

Since the Covid pandemic began, the U.S. labor-force participation rate among women fell to a 33-year low of 56.3%. It recently ticked up to 57.4%. Men have also lost ground, but their participation in the job market remains much higher, at 69.5%.

Civilian Labor Force Participation (women 20 and older)



Source: Bureau of Labor Statistics

米連邦準備制度理事会（FRB）が最近公表した二つの文書は、足元の雇用回復が特に母親にとって不利であることを示している。2月にミネアポリス連銀が公表した文書によれば、幼児を持つ父親と母親の2020年4月の離職率は同水準だったが、11月には父親のほぼ全員が再就職した一方、仕事に復帰した母親はほとんどいなかった。

FRBのエコノミストによれば、サンフランシスコ連銀が公表したばかりのもう一つの文書は、もし

昨年後半に子供のいない女性と同程度に母親の雇用が回復したとすれば、12月までに70万人の生産年齢人口の女性がより多く雇用されたいだろうということを示している。

感染拡大の前に米国経済は、インフレなき安定成長と定義されるゴルディロックス（適温）成長を享受していたが、これは2017～2019年の女性の労働参加率の上昇が一因である。しかし感染拡大以降、20歳以上の女性の季節調整済み労働参加率は、今年3月に57.4%に上昇する前に、2%ポイント超低下し33年ぶりの低水準となった。男性の労働参加率も今年3月までの13カ月間に2%ポイント低下したが、69.5%と女性を上回る。

女性の労働人口からの離脱は、FRBにとって重大な懸念だ。先月の演説でFRBのラエル・ブレイナード理事は、介護の必要性を理由に適齢期女性の労働参加率の低下がすぐに好転しないとすれば、「世帯収入や潜在的成長力に長期的に影響を及ぼしかねない」と警告した。

FRBの当局者らは、FRBが雇用情勢の包括的回復を重視していることを隠さず、投資家は女性の労働参加と女性の雇用増加を注視すべきだとしている。投資調査会社データレック・リサーチのジェシカ・レイブ共同創業者は、雇用主が女性をフルタイムで雇用する状況に戻るまでFRBは金融政策を引締めない可能性が高いと語る。それ故に同氏は、より多くの米国民を可能な限り早く仕事に復帰させるために、FRBのパウエル議長は使える手段は全て使うだろうと予想する。

「女性の就業率をパンデミック（世界的大流行）以前の水準に戻すには、経済をなるべく早く活性化し、雇用を促進することだ」とレイブ氏は言う。リモートワークや裁量労働制は女性の職場復帰の助けにはなるが、経済の活性化は市場が予想するよりも時間がかかりそうだ。

ピムコのエコノミストであるティファニー・ワイルディング氏は、米国経済が新型コロナ危機以前の水準に戻るのには早くても2023年半ばになると予想する。女性の職場復帰が進まないことを理由の一つに挙げ、「特に女性従業員の比率が高いサービス業の傷が癒えるには時間がかかるだろう」と指摘する。

また、パンデミックの影響で、今後何年にもわたって女性の昇進が妨げられる可能性もある。リーニンとマッキンゼーが2020年に行った調査によると、新型コロナにより降格や離職を考える女性管理職は男性に比べ1.5倍も多いという。

これは人事上の問題だけではない。経験的に、取締役会や経営陣のジェンダー・ダイバーシティと収益性向上には相関関係があるといわれる。バンク・オブ・アメリカのストラテジストであるサビタ・スブラマニアン氏は、女性管理職が平均以上いる企業は、平均以下の企業に比べて株主資本利益率（ROE）が30%高く、続く1年間の業績変動率も30%低いことがわかったと言う。

こうした理由から、カルバート・リサーチ・アンド・マネジメントなど大手資産運用会社は、ジェンダー・ダイバーシティの透明性を高めるよう企業に働き掛けている。キャピタル・グループの代表は最近、1500社に宛てて従業員の構成に関するさらなる情報開示を求めた。また米証券取引委員会（SEC）が検討している企業の環境・社会・ガバナンス（ESG）に関する情報開示ルールの上位には職場の多様性が含まれる。

■ ジェンダー・ダイバーシティに取り組む企業

パルナッソス・インベストメントのリサーチディレクターであるロリ・キース氏は、建設設計ソフトウェアを開発・販売するオートデスク<ADSK>や家庭用品メーカーのクロロックス<CLX>など、人材育成を支援し、柔軟な勤務体系や産休・育休など、女性が長く働ける環境を整えている企業を選好する。

カルバートのクオンツアナリストであるイージャ・チェン氏は、取締役会や経営幹部だけでなく、中間管理職のジェンダー・ダイバーシティで企業を評価する。クレジットカード大手のマスターカード<MA>は男女別の給与を開示し、男女ともに十分な育児休暇を取得できる数少ない企業の一つだ。同社の全従業員数に占める女性従業員数の割合と女性管理職の割合の比率は0.85であり、同社の女性には男性とほぼ同等の昇進機会がある。

通信大手ベライゾン・コミュニケーションズ<VZ>ではこの比率は1を超えており、女性も男性と同じように昇進できることが分かる。ソフトウェア企業のアドビ<ADBE>は、16週間の育児・介護有給休暇を提供しているほか、男女別の賃金データを公開し、男女間の格差を縮めるための具体的な戦略を持つ。

バンク・オブ・アメリカは、世界の株式10ドル当たり4ドルがESGファンドに流入しており、多様性などの指標で上位にランキングされる企業は今後も注目を集めるだろうと述べる。カルバートのジョン・ストラウアー最高経営責任者（CEO）は、「情報開示が進めば、投資家はより優秀な経営陣とジェンダー、人種など多様性を持つ企業に投資するだろう」と言う。

昨年の混乱を経て、米国の景気回復は女性の職場復帰に懸かっている。そうなれば経済成長の加速やインフレが現実のものとなり、金利はついに上昇するかもしれない。だがこれは決して悪いことではない。失業率が低下し、米国の労働力が強化され、女性の活躍と企業の財務強化や投資妙味につながるならば、喜ぶべきことだ。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

4. 大企業による暗号資産の利用が拡大 - More Companies See Business

[フィーチャー]

Opportunities in Bitcoin

当初の設計では排除するはずの「仲介者」受け入れ

■ 好奇の対象から一転

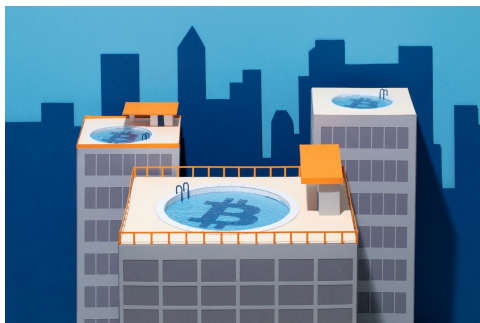


Illustration by Kyle Bean

暗号資産（仮想通貨）は、1年前は好奇の対象だったが、今では数十の上場企業がバランスシート上で保有している。またビットコインに興味を持つ個人や企業に対し、多くの企業がサービスの提供を始めた。電子決済サービス企業ペイパル<PYPL>は先月、ユーザーが決済時にカードと同様に暗号資産を使えるようにして注目を集めた。

米国の金融機関で最も長い歴史を持つバンク・オブ・ニューヨーク・メロン<BK>が暗号資産について他の資産並みのアクセスと保護を顧客に提供すると発表した。この取り組

みを率いるマイク・デミッシー氏は「当行は、デジタル資産が将来有望であり、定着するとみる」と語り、暗号資産のために構築される「道」は将来的に他の資産にも使われると予測する。同氏は「この傾向は引き続き拡大するとみているため、当行は確信を持ってコミットしている」と語る。

ビットコインの直接保有はセキュリティリスクが伴うため、金融機関は他の資産と同様のコスト（資産保管）サービスを提供することで他の資産並みかそれ以上の手数料を得られる。デミッシー氏は暗号資産向けサービスに関して「手数料は確定していないが、暗号資産には新たなテクノロジーなどのリスクが伴うため、高くなっても驚かない」と述べる。

こうした金融機関の潜在的な企業顧客は増えている。モバイル決済サービスのスクエア＜SQ＞、電気自動車メーカーのテスラ＜TSLA＞の両社は資金運用手段としてビットコインを購入した。大手保険会社マスマチュアルは昨年12月に1億ドル相当のビットコイン購入を発表したが、これは一般投資勘定の0.04%を占めるにすぎない。

多額のビットコイン投資を行う企業は経営者が暗号資産に興味を持つことが多く、スクエアのジャック・ドーシー氏、テスラのイーロン・マスク氏やビジネスソフトウェア企業マイクロストラテジー＜MSTR＞のマイケル・セイラー氏が当てはまる。3社とも多額のビットコインを保有し、新しい形で使おうと試している。

テスラでは直接ビットコインで車を買うことができる。スクエアは、「ビットコインなどのインターネットから生まれた通貨の恩恵を業界全体が受けられるようにするための」オープンソースプロジェクトに貢献する社内チームを設置すると語った。

トロソ・インベストメンツのマイケル・ベヌート最高投資責任者（CIO）は「このような会社は創業者か最高経営責任者（CEO）が最大株主であり、今でも経営を担う」と語る。トロソは暗号資産やブロックチェーン技術に関わる企業に投資する上場投資信託（ETF）のアンプリファイ・トランスフォーメーション・データ・シェアリングETF＜BLOK＞を設定した。

金融機関がビットコインへの関与を拡大していることはトロソのETFにも反映されている。保有比率は金融株と上場ビットコイン採掘企業がそれぞれ約4分の1を占め、約10%が暗号資産マイニング（採掘）に使う半導体を製造するエヌビディア＜NVDA＞や台湾積体回路製造（TSMC）＜TSM＞、約10%が暗号資産エコシステム全般に投資するギャラクシーデジタル＜GLXY.カナダ＞のような会社だ。

■ 排除すべき存在だった企業

Bitcoin on the Balance Sheet

Several public companies have been buying Bitcoin for their corporate treasuries

Company / Ticker	Market Value (bil)	YTD Price Change	Bitcoins Purchased	Total Bitcoin Cost Basis (mil)	Current Bitcoin Value (mil)
MicroStrategy / MSTR	\$6.3	69%	91,579	\$2,226	\$5,284
Tesla / TSLA	644.0	-5	48,000	1,500	2,580
Square / SQ	111.4	13	8,027	220	463
Marathon Digital Holdings / MARA	4.6	343	5,263	162	304
Riot Blockchain / RIOT	4.1	185	1,175	7	68

Showing 1 to 5 of 5 entries

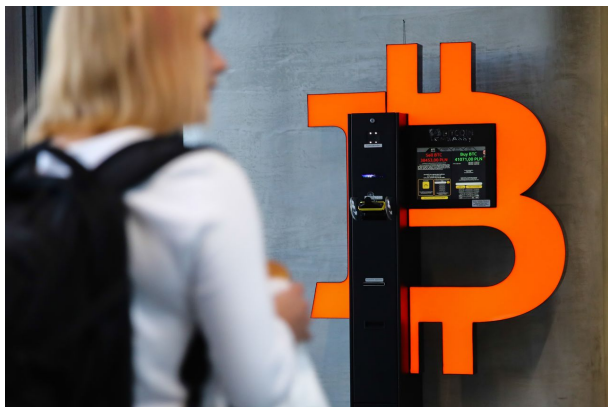
Sources: Bitcoin Treasuries; Bloomberg

米企業の暗号資産受け入れは大きな転換だ。ビットコインの生みの親であるサトシ・ナカモトが当初発表したビットコイン・ホワイトペーパーは、ブロックチェーン（分散型台帳）がどのようにピアツーピアの決済を可能にするか説明しており、特に門番としての企業や政府を迂回（うかい）することを目指していた。現在暗号資産に関わる企業はまさにビットコインが排除すべきだとした仲介者を含んでいるが、ビットコインの考え方はより柔軟になり、規制の仕組みも始まって企業をより受け入れやすい環境となった。

暗号資産を取り入れた企業は規制に関する議会向けロビー活動を行っている。資産運用大手フィデリティ、スクエア、暗号資産取引所のコインベース・グローバルは4月初めに創立されたクリプト・カウンシル・フォー・イノベーション（CCI）のメンバーだ。暗号資産レンディング会社ブロックファイのザック・プリンスCEOは「今後数年間で暗号資産の金融システムと既存の金融システムが統合されるだろう」と語っており、同社はその両者の中間に位置している。

ブロックファイは暗号資産の銀行のようなもので、ビットコイン保有者の預金に金利を払いヘッジファンドなどに貸し出す。プリンス氏は新型コロナウイルスが企業の暗号資産採用を早めたと指摘し、暗号資産は「途絶えなかっただけでなく非常にうまくいった」と語る。

■ 歩みはまだ遅い



Jakub Porzycki/NurPhoto via Getty Images

企業のビットコイン受け入れには限度がある。暗号資産を現在保有する上場企業の大半は同資産中心の事業を運営しており、知名度が低い。ガーナーが2月に企業の財務担当幹部77人を対象に行った調査では、資金運用手段として暗号資産を今年購入する計画があるのは5%だけで、84%はバランスシートでの保有を全く考えていない。

ビジネスモデルに暗号資産を組み込む企業も大半は歩みが遅い。スクエアのユーザーは同社の「キャッシュ・アプリ」でビットコインを売買できるが、加盟店はビットコインを受け入れられず、それがいつ可能になるかも分からない。スクエア

は2014年にビットコインでの買い物を実験したが、利用を希望する加盟店が少ないため取りやめた。同社のビットコインのインフラは多額の購入にまだ対応できていなかった。

ペイパルの暗号資産の直接口座受け入れ決定は記念すべきだが、加盟店の口座に入金される前に現金に変換される。大手クレジットカード会社マスターカード<MA>も暗号資産による店舗での買い物を計画するが、扱いは同じだ。問題は、内国歳入庁（IRS）のルールでは、もしビットコイン価格が上昇すれば、買い物に対して課税対象のキャピタルゲインが発生したと見なされることである。

障害があるにもかかわらず、大手クレジットカード会社ビザ<V>とマスターカードは暗号資産エコシステムで大手の位置を占めようとしている。真のビットコインネットワークはインターネット上での直接取引を可能にし、クレジットカードのネットワークに取って代わるだろう。しかしビザは、暗号資産の他の多くの用途において、自社が何らかの役割を担うことができると考えている。同社は暗号資産に重点を置く企業と決済を行う際に、通常の通貨に転換せずデジタル資産で決済する対応を始めた。また銀行のウェブサイトで顧客が暗号資産を購入できるソフトウェアを開発した。そして暗号資産に重点を置く企業と協力し、特典を暗号資産で提供する顧客向けビザカードの発行を支援している。暗号資産対応クレジットカードの顧客はポイントを店舗で使えるが、加盟店はビットコインの取り扱いや転換などの面倒を気にする必要がない。ビザで暗号資産対応を率いるキュー・シェフィールド氏は「加盟店のメリットは端末の更新やブロックチェーンの統合を考える必要がないことだ」と語る。

企業の受け入れは加速し、それに伴い暗号資産価格も上昇した。そして価格上昇によってより多くの企業が参加するという好循環が生まれている。次にビットコインの価格が下落したときが正念場だ。それまではどの企業が次にビットコインを買うかが注目の的になる。トロソのベヌート氏は「恐らくフェイスブック<FB>や法人向けソフトウェア大手オラクル<ORCL>などのオーナー企業だ」と語る。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

5. 賢明なビットコイン投資法 - The Smart Way to Invest in Bitcoin 大手金融機関による暗号資産の取り扱いも増えてきた

[フィーチャー]

■ 存在感増す暗号資産



Illustration by Kyle Bean

懐疑派でさえ暗号資産（仮想通貨）の存在感を認めざるを得なくなっており、著名投資家のポール・チューダー・ジョーンズ氏やスタンリー・ドラッケンミラー氏も2020年にはビットコインに資産配分していることを公表した。ビットワイズ・アセット・マネジメントによる最近のファイナンシャルアドバイザー調査によると、クライアントのポートフォリオに暗号資産を配分している割合は9%で、アドバイザー自身の個人のポートフォリオに保有している割合は24%だった。2020年中にクライアントから暗号資産について問い合わせを受けた割合は80%、2021年にクライアントのポートフォリオを通じて投資する予定と答えた

割合は17%だった。

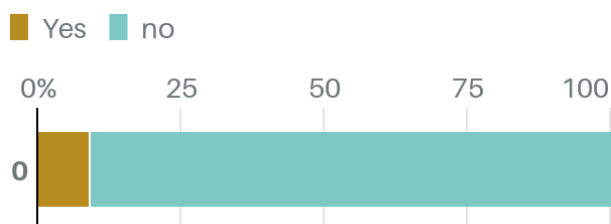
ファイナンシャルアドバイザー経験が長く、現在はブロックチェーン（分散型台帳）技術や暗号資産について教育するRIAデジタル・アセット・カウンスルを運営するリック・エデルマン氏は、「今や転換点に近づいている。これまでビットコインに投資するのはなぜかという質問を受けたものだが、今や投資していないのはなぜかという質問に変わった」と述べる。ビットコインへの投資を、買い物の決済や国際送金を一変させるような新興テクノロジーへの投資のように考えている人もいる。クレジットカードやオンライン決済の黎明（れいめい）期にビザ<V>やペイパル・ホールディングス<PYPL>に投資するのも似ている。また、インフレに対抗するための「デジタル・ゴールド」と見る人もいる。相関性の低い資産でポートフォリオの分散化を進めたい投資家もいる。

■ まずは小規模な投資から

How Advisors Are Approaching Crypto

For all the hype about cryptocurrencies, adoption by professional investors remains in the early stages. That could soon change.

Do you currently allocate to crypto in client accounts?



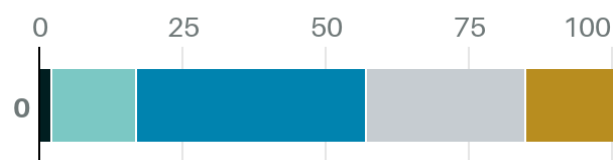
最初は3%以下の配分から始めるとよいだろう。ビットコインは1週間で10~20%、あるいはそれ以上変動することもまれではなく、ポートフォリオ全体に影響する。万一価値がゼロになっても、配分が少なければ投資家やクライアントを破滅させることもない。一方、大幅な価格上振れの可能性もある。株式のリターンが年間1桁から2桁程度のパーセンテージで示されるのに比べると、ビットコインの上昇率は5倍、10倍と表現される。カリフォルニア州を本拠とするIEQキャピタルは最近、リスクを許容でき、暗号資産を受け入れられるクライアント向けに、ポートフォリオの1~3%程度をめどにビットコインを組み入れ始めた。現在同社はポートフォリオ全体の中で8000万ドル相当のビットコインを保有しており、同社のエリック・ハリソン共同最高経営責任者（CEO）は近い将来に2~3倍になると予想している。同CEOは、

今後暗号資産を利用する金融機関や投資家が増えるに従ってビットコインの価格上昇が継続すると強気だ。総供給量に上限があり、しかも1年以上取引されていない割合がかなり大きいと、「実際に取引される浮動ビットコインの数はかなり少ない。金融機関や企業、資産運用会社などがビットコイン購入を増やせば、需給バランスが崩れ、かなり大幅な価格上昇の可能性がある」と同CEOは述べる。ビーオブエー・セキュリティーズの分析によると、ビットコイン市場に9300万ドルの純資金流入があれば価格が1%上昇する可能性がある。これは、金の価格を同様に上昇させるために必要な資金流入の20分の1にも満たない。機関投資家がビットコインを受け入れたからといって、ビットコインの価格急落がなくなるわけではない。依然としてリスクの高い資産で、政府による規制や技術的衰退なども含めて将来の見通しは不透明だ。

■ 相関性の低さ

If not, do you plan to allocate to crypto in client accounts in 2021?

■ Definitely Yes ■ Probably Yes
 ■ Unsure ■ Probably Not
 ■ Definitely Not



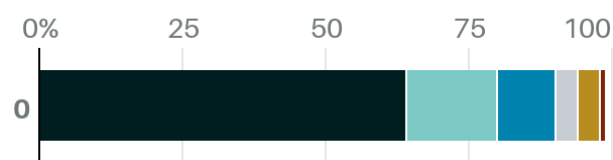
の相関係数は0.11だ。債券と株式の相関係数はマイナス0.24、金と株式は0.31だ。ビットコインと債券の相関係数はマイナス0.01未満だ。

キャッシュフローなどの価値の源泉もないビットコインの将来の価格は依然として議論の的だ。2020年3月のような全面的にストレスがかかった時期を除き、ビットコインの株式、債券、コモディティに対する無相関性は継続する見込みだ。つまり、将来のリターンは過去ほどではないとしても、ビットコインをポートフォリオに加えることで、ポートフォリオのリスク低下とシャープレシオ上昇につながる可能性がある。ルーソルド・グループの最高投資ストラテジスト、ジム・ポールセン氏のデータによると、2018年年初から2020年11月までのビットコインと株式市場と

■ ボラティリティーを受け入れる

What is the preferred vehicle for investing in crypto?

■ Exchange-Traded Fund
 ■ Direct Ownership of Individual Coins
 ■ Traditional Mutual Fund
 ■ Closed-End Fund
 ■ Private Fund
 ■ Hedge Fund

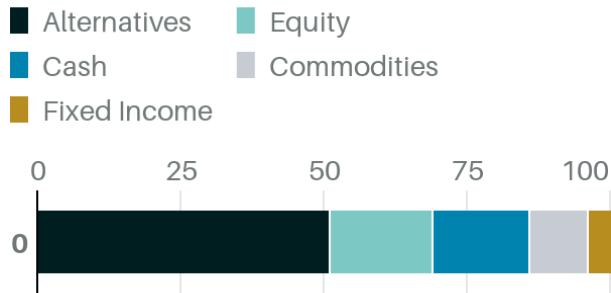


こともできる。2%の配分を1度に投資するのではなく、6~12カ月にわたって増やしていくと、その間の価格変動をならすことができる。エデルマン氏は「機関投資家のビットコイン保有が増え、価格が上昇するにつれ、ボラティリティーが低下すると予想してよいだろう。どの資産クラスでも同じことが言える。新参者特有の要素がならされていく」と述べている。

ビットコインの価格変動幅の大きさのため、多くの投資家は暗号資産全般を避けてきたが、価格変動について別の考え方がある。ポールセン氏は「多くの人はビットコインの価格変動を見て嫌がるが、その価格差を利用して儲けることができる」と述べる。ポールセン氏もエデルマン氏も、ルールに基づいてビットコインの配分を目標値に保つよう助言している。例えば、2%を配分比率の目標とした場合、ビットコインの価格下落でポジションが1.5%に減少したときは買い増して2%に戻す。同様に、価格上昇で配分比率が2.5%に上昇した場合は売却して2%に戻す。全体的傾向は上昇基調のため、長期的に利益を得る妥当な戦略だ。短所は、取引回数が多くなり、手数料がかさむ可能性があることだ。また、ドルコスト平均法を使う

■ 選択可能な商品

From where would you fund an allocation to crypto in client portfolios?



Source: Bitwise Asset Management

クライアントのポートフォリオにビットコインを加えて、手数料を徴収し、記録や税申告手続きに対応するのは株や債券ほど簡単ではない。しかし、現実はその方向に進みつつある。フィデリティは大手として初めてビットコインをアドバイザーや資産運用会社向けに提供し、カストディ（資産保管）、トレードの執行、記録などもサポートしている。さらに、イーサリアムのブロックチェーン技術に基づく暗号資産「イーサ」の導入を計画している。また、ビットコインの上場投資信託（ETF）を上場すべく米証券取引委員会（SEC）に申請した。フィデリティ・デジタル・アセット

のトム・ジェソップ社長は、「金融機関が全ての種類の暗号資産を安全に保管し、取引を行う能力を提供することがわれわれの事業の中心だ。現在の関心はビットコインに向いているが、長期的な視点は資産の種類にとらわれないことだ」と述べている。

モルガン・スタンレー＜MS＞は最近、特定のウェルスマネジメントのクライアントにビットコインのファンドを提供し始めた。JPモルガン・チェース＜JPM＞は暗号資産関連の新たなサービスを計画していると伝えられている。バンク・オブ・ニューヨーク・メロン＜BK＞は2月に、ビットコインやその他の暗号資産のカストディ業務をクライアントに提供する予定だと発表した。それ以前に金融持ち株会社ノーザン・トラスト＜NTRS＞が同様の動きを見せた。上場間近の米大手暗号資産取引所のコインベースも2018年以降、機関投資家向けに暗号資産のカストディ・サービスを提供してきた。

標準的な取引所上場資産以外の資産も許容できる場合、アドバイザーには店頭取引（OTC）という選択肢もある。暗号通貨専門のグレイスケール・インベストメンツが提供する信託の中でも最大規模の2本がグレイスケール・ビットコイン・トラスト＜GBTC＞とグレイスケール・イーサリアム・トラスト＜ETHE＞だ。ビットワイズ10クリプト・インデックス・ファンド＜BITW＞は時価総額上位10暗号資産のバスケットに連動する。これらはETFというよりはミューチュアルファンドに似た仕組みで、グレイスケールの2%の運用手数料が大半のパッシブ商品よりも高いことは注意すべき点だ。一部のアドバイザーは、セパレートリー・マネージド・アカウント（SMA）を通じて暗号資産にエクスポージャーを取ることができる。富裕層あるいは認定投資家のクライアントの場合はさまざまな別の選択肢がある。エデルマン氏は「もはや、ETFの出現を待たなくてはと言う理由はなくなった」と述べている。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

6.

アドバイザーは暗号資産に関してどのように助言するか - How Advisors Are Advising On, and Coping With, Cryptocurrencies 環境が整っていないが、一部には積極的な関与も

[フィーチャー]

■ 比較的無視されている暗号資産



Illustration by Kyle Bean

アドバイザーがビットコインや他の暗号資産（仮想通貨）を無視するのは多くの理由があるが、好むと好まざるとにかかわらず暗号資産は存在する。投資家はアドバイザーに対して、ビットコインに関するアドバイスを求めるか、尋ねることなく勝手に買っている。金融機関もビットコインをますます容認しつつあり、ペイパル<PYPL>は支払い手段として認めている。フィデリティ・インベストメンツはビットコインを貸し出しの担保として受け入れているほか、ビットコインの上場投資信託（ETF）の設定を計画している多くの企業のうちの1社である。

暗号資産のインデックスファンドのプロバイダーであるビットワイズ・アセット・マネジメントと、ETFのニュースソースであるETFトレイズが994社のアドバイザーを対象に2021年に行ったアンケート調査によると、暗号資産に資産を配分していると回答したのはわずか9%だった。そのうち58%は独立系の登録投資顧問業者（RIA）だった。

暗号資産に関するアドバイスを提供するRIAが少ない理由は分かりやすく、ボラティリティーだ。ビットコインのデビューは2009年でほとんど無価値だったが、2017年12月に1万9000ドルを突破した一方、2019年1月までに3400ドルへ暴落した。

■ それなりの影響

米国最大の独立系RIAであるエデルマン・ファイナンシャル・エンジンの創業者であるリック・エデルマン氏は、暗号資産に対する配分は1%が適切で、「その程度であれば、無価値になっても害はない半面、それなりの影響を及ぼせる」と語る。

投資家に暗号資産の教育を提供しているインターアクシスの共同創業者であるアダム・ブルムバーグ氏は、暗号資産に対するコンセンサスの配分比率は、顧客のリスク特性次第で3%から5%の間にある、と言う。さらに、オルタナティブ投資の配分が15%を上回ると、規制当局が懐疑的に見るようになる傾向があると語る。

多くのアドバイザーは、規制の不透明性を理由に慎重となっている。ファイナンシャル・アドバイザーであるボーン・ファイド・ウェルス社長のダグラス・ボーンパース氏は、暗号資産を推奨しておらず、暗号資産への配分も勧めていないが、顧客が質問した場合には、そうした資産への他のアクセス方法、リスクと恩恵などを説明するようにしている。同氏は、暗号資産は長期的な視野を必要とする投機的な資産として顧客に提示されるべきだと考えているアドバイザーの一人である。

多くのアドバイザーが現在行っている土台固めの重要な部分は、暗号資産について学んだり、顧客とどのように会話したり説明したりすればよいかといったシナリオ作成だ。ブルムバーグ氏は、シナリオの一つとしてビットコインの次の暴落を含むべきだと語る。

■ 費用請求方法

ビットコインに関してのアドバイスにおける中心的要素は、そのサービスの対価をどのように請求するかを決定することだ。暗号資産のETFがあれば費用請求は単純になる。ETFの幾つかの申請が米証券取引委員会（SEC）に提出されている。グレイスケール・ビットコイン・トラスト＜GBTC＞がETFへのファンド形態の転換を申請しており、フィデリティやヴァンエックがビットコインの新たなETFの設定を申請している。

取りあえずは、運用資産残高に対する手数料を請求できる、暗号資産に対する投資手段もあるが、ETFとは異なって最低投資額や運用手数料が比較的高い。イーグルブルック・アドバイザーズのラップ口座の一種であるSMAにおいては、預かり運用資産残高に対して運用とカストディの合計手数料が1.3%となっている。そのほか、アドバイザーは暗号資産の取引所であるジェミニとの間で暗号資産の口座とサブ口座を開設でき、運用資産残高に対する手数料を課すことができる。

真の暗号資産の個人向けファンドが待たれる中で、グレイスケール・ビットコイン・トラストの人氣が高まって、運用資産は360億ドルを超えた。同ファンドはビットコインだけに投資しており、店頭（相対）で取引される。経費率は2%だ。最近、取引価格は純資産に対して大幅なプレミアム価格から大幅なディスカウント価格に振れており、リスクが大きくなっている。ビットワイズ・アセット・マネジメントのビットワイズ10クリプト・インデックス・ファンド＜BITW＞はより多角化した選択肢で、上位10種の暗号資産の価格に連動しており、経費率は2.5%だ。取引価格は純資産価格に対して55%プレミアムが付いている。暗号資産に焦点を当てたヘッジファンドもあるが、最低投資額と運用手数料が非常に高い。

一部のケースでは、サービスに対する手数料というアプローチが唯一の選択肢だ。例えば暗号資産を保有している期間だけアドバイスを受けて手数料を払ってもらうというものだ。また、ビンセア・ウェルス・マネジメントのパートナーであるイサイア・ダグラス氏にとって、暗号資産に対するアドバイスは月間手数料という体系にうまくフィットする。預かっている運用資産残高に対する手数料とは別に請求するものだ。

■ インフラの進化

アドバイザーは暗号資産に対するアドバイスと資産配分の手段を備えているが、暗号資産を扱う金融インフラには依然進化の余地がある。テクニカルな問題の一つは統一化された事務報告や分析の手段が欠如していることで、それが理由で暗号資産を資産に取り込むポートフォリオ運用は困難になっていると、ブルムバーグ氏は言う。同氏は「ビットコインに5%を配分していて、その価格が上昇して配分が8%になった場合、配分を5%へ戻すことは困難だ。フィデリティやシュワブなどのカストディアンが暗号資産のカストディを提供できるか、優れたデータハイウエーが存在すれば、これらの問題の一部は解消される」と語る。

バンク・オブ・ニューヨーク・メロン（傘下のパーシングはRIA業界で第3位のカストディアン）は2月、デジタル資産のカストディと管理事務プラットフォームを設立すると発表した。とはいえ、それがファイナンシャル・アドバイザーの顧客の口座を受け入れるか否かは明確にできなかった。

暗号資産に対するアドバイス市場は、どの程度大きくなるのだろうか。SECが暗号資産専用のETFの設定を承認するまでは、規制面の不透明感と、暗号資産の売買とポートフォリオへの組み入れに必要な余計な手段が理由で、潜在的な拡大は限定的になる可能性が高い。

ビットワイズ／ETFトレンドのアンケート調査によると、ビットコインのETFが設定されれば暗号

資産への資産配分がさらに容易になると、50%近くのアドバイザーが回答している。その一方で、一部のアドバイザーは暗号資産のアドバイスにおいて先行者利得があるともみている。

By Steve Garmhausen
(Source: Dow Jones)

7. 簡単な血液検査でがんの早期発見が可能になる日も近い - How a Simple Blood Test Could Reduce Cancer Deaths がん治療のゲーム・チェンジャーとなるか

[ヘルスケア]

■ 製品化が進む血液によるがん検査

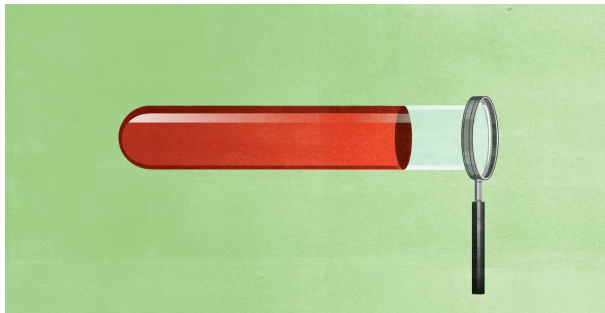


Illustration by Shout

2009年、イグザクト・サイエンシズ<EXAS>のケビン・コンロイ最高経営責任者（CEO）は、メイヨー・クリニックを訪れ、結腸がん検査の発明者デービッド・アールクイスト氏に会った。この検査は、後にコロガードとして販売されることになる。同社を含め、リキッドバイオプシー（液体生検）と呼ばれる簡単な採血でさまざまな種類のがんを検出できる検査の開発を進める企業が増えている。この検査は、毎年の健康診断で恒例の血液検査でがんの診断が可能になることから、がん

の診断にブレイクスルーをもたらす可能性がある。現在、がんの検査には多くの場合、組織の生検や、X線撮影、または侵襲性の内視鏡検査が伴う。全く検査ができないがんも多い。

複数のがんを対象とした血液検査を開発する競争で先行しているのは、遺伝子配列技術大手のイルミナ<ILMN>から2016年にスピノフ（分離・独立）されたベンチャー企業のグレイルだ。同社は50種類のがんをスクリーニングする血液検査を数カ月以内に発表する予定だ。同社はこの検査により、スクリーニングを受けた患者のがんによる死亡は40%近く減少すると予想する。昨年秋、イルミナはグレイルを再び傘下に収めるため、80億ドルで買収することに合意した。

一方、イグザクト・サイエンシズは最近、グレイル同様にまだ売り上げ実績のないがん検査開発会社のスライブを20億ドルで買収した。この2社を含め、リキッドバイオプシー開発企業のほとんどは赤字だが、ウォール街のアナリストはがん早期発見の市場規模が巨大なものになると予想する。投資銀行カウエンのダグ・シェンケル氏は、米国の市場規模は年間300億ドルから、10年後には最大1300億ドルに達する可能性があるとする。後者の数字は米国の医療検査市場全体の規模だ。世界全体ではこの2倍になる可能性がある。

こうした開発が可能になった背景には、イルミナが実現した遺伝子配列決定に要するコストの大幅な低減がある。2003年に30億塩基対のヒト遺伝子の配列が決定されるまでに5億ドル以上を要したが、新世代のシーケンサー導入で遺伝子配列決定のコストは急速に下がり、現在では600ドルを下回っており、100ドルに向かっている。コストの低下により、多くのがんについて特異的な遺伝子変異の特定が可能になった。

■ 他の主要プレーヤー

The New Diagnostic Players

A group of companies has emerged with innovative cancer blood tests. They include sequencing power Illumina, and a number of still-unprofitable start-ups.

Company / Ticker	Recent Price	Market Value (bil)	2022E Revenue (mil)	2022E Ebitda (mil)	2022E Net Income (mil)	2022E EPS
Illumina / ILMN	\$415	\$60.50	\$4,605	\$1,401	\$1,028	\$6.92
Exact Sciences / EXAS	136	23.1	2,156	-190	-434	-2.51
Guardant Health / GH	157	16.3	512	-253	-288	-3
Natera / NTRA	105	9.1	645	-187	-283	-3.5
InVita / NVTA	40	7.9	661	-228	-376	-1.7
Burning Rock Biotech / BNR	29	3	141	-24	-84	-0.78

E=Estimate

Source: Sentieo.com

2012年、ファウンデーション・メディシンは、がんに関連する236個の遺伝子の変異を一度に分析する治療法選択のための検査を発表した。その5年後に同社は肺がん、乳がん、卵巣がん、結腸がん、および皮膚がんに関連する遺伝子変異を検出する検査について、初めての承認を米食品医薬品局（FDA）から受けた。2018年、同社の支配株主であるロシュ・ホールディング<RHHBY>が、残りの株式を23億ドルで取得した。

ガーダント・ヘルス<GH>は、2014年に最初の包括的なリキッドバイオプシーであるガーダント360を発表した。これはがんに関連する73の遺伝子を検査するものだ。メディケア（高齢者向け医療保険制度）は2018年に、FDAの承認前であったにもかかわらず、特定の肺がん患者の遺伝子プロファイルについてガーダント360の費用負担を認めた。がんの多くが治療に対する抵抗性を示すようになるが、肺組織の生検は極めて困難だ。早い段階で抵抗性が確認できれば、生存率は高くなる。続いて、同社は結腸がん手術患者の残存がんを検出する製品と再発がんを検出する製品を発表した。標的となる変異は他の固形腫瘍にも共通するため、同社は他の主要ながんについても有効性試験を実施している。

残存がんをモニタリングするというアイデアは、別の遺伝子配列分析企業ナテラ<NTRA>が開拓したものだ。同社のシグナテラ検査は残存結腸がんモニタリングについてメディケアが費用を負担する初めての検査となった。同社は、十数種類の腫瘍の研究に資金を提供している。

昨年、遺伝子診断サービスのインビティ<NVTA>は、組織生検とリキッドバイオプシーの両方を提供する最初の遺伝子検査会社であるアーチャーDXを23億ドルで買収した。ソフトバンクグループ<9984>が、インビティの転換社債11億5000万ドルを引き受け、これを支援した。ガーダント、ナテラ、インビティともに売り上げは伸びているが、利益は出ていない。

がんは米国だけの病気ではない。例えば、中国のがん患者数は米国の2倍に上り、発見が遅れる傾向にある。中国のジェノタイピング（遺伝子型判定）大手バーニング・ロック・バイオテック（燃石医学公司）<BNR>は、治療法選択のための、がんに関連する101の遺伝子を検査できるリキッドバイオプシーを提供している。

■ 市場の潜在力と今後の見通し

カウエンのシェンケル氏は、早期発見から、治療法の選択、治療後のモニタリングまで、リキッドバイオプシー市場はこれらスタートアップ企業が利益を上げるのに十分な規模に成長するとみる。米国のがん生存者は1500万人を超えているため、がんのモニタリング市場だけでも、最終的には年間数百億ドルの規模になり得ると同氏は言う。例えば、ナテラのシグナテラ検査は、がん手術後の5年間、年に数回使用する必要があり、1回約1800ドルの検査をがん生存者1人当たり計14回受けることになる。

しかし、リキッドバイオプシーの真価は定期的な検査によるがんの早期発見にある。「症状が出てがんが発見された場合、通常は後期の転移性がんだ」と、スライブの創設者でサード・ロック・ベンチャーズのパートナーであるクリストフ・レンガウアー氏は言う。スライブがジョーンズホプキンス大学で開発された技術に基づいて行った複数がんの血液検査では、26人の患者で未発見のがんが検出され、うち3分の1は肺がんだったが、検査方法のない卵巣がんも含まれていた。

大半のリキッドバイオプシー開発企業とは異なり、イグザクトはコロガードなどの既存の検査がキャシュフローベースで黒字だという。しかし、同社全体としては、スライブを買収し、新しいベンチャー企業に投資をした後も、依然として赤字が続いている。

グレイルの買収が成立すれば、イルミナが複数がん血液検査分野のリーダーとなるだろう。昨年、研究者たちは、グレイルの血液検査ガレリが、50種類以上のがんを偽陽性率1%未満で検出できると報告した。このうち45以上のがんについては推奨される検査方法が米国では存在しない。グレイルの推定によれば、同社の血液検査で、12の最も致命的ながんの症例のうち67%が発見可能であるという。検査が陽性の場合、その93%について、がんが発生している組織が正しく特定された。

グレイルは、6月の米国臨床腫瘍学会の会議に先立ち、6200人の50歳以上の参加者を検査した研究の結果を報告し、その後に従来型の診断を行い、ガレリの測定値の検証を行う予定だ。結果に自信を持つ同社は第2四半期の終わりまでにガレリを米国で発売する計画を進めている。イグザクト・サイエンシズ、ガーダント、バーニング・ロック、およびロッシュのファウンデーション・メディシンもDNAメチル化によるがん検査を検討しているが、グレイルほど製品化に近いものはない。

大きな障害となり得るのが米独禁当局の連邦取引委員会（FTC）によるグレイル買収の差し止め訴訟だ。FTCは、遺伝子配列に基づくがん検査を開発する企業がイルミナのシーケンス製品に依存していると指摘し、イルミナがグレイルにもっと良い条件を与える懸念があると主張している。イルミナのフランシス・デスーザCEOは本誌に、買収実現のため争うと語り、同社のシーケンス製品について、グレイルの競合企業にも同等のアクセスを保証することを申し出ていると述べた。

ガレリは、発売時点でFDAの承認やメディケアの支払い対象となる予定はない。費用は患者自身か、がんの早期発見が費用削減につながると確信する医療システムが負担することになる。既に英国の国民保健サービス（NHS）が採用を決めており、今後数年で100万人の喫煙者に対し検査を実施する可能性がある。ガレリの発売時点の定価は949ドルで、50歳以上、5000万人がターゲットだ。2035年までにコストは300ドルに下がり、ターゲット人口は1億5000万人に拡大し、市場規模は年450億ドルに達する。

カウエンのシェンケル氏のようなファンは、グレイル買収の成否にかかわらずイルミナを「買い」とするが、415ドルの株価を前に「ホールド」とする投資判断も幾つかある。さらに、ヘルスケア専門のエクイティ・リサーチ会社ネフロン・リサーチのジャック・ミーハン氏は、昨年11月に投資判断を「売り」とした。ガレリへの期待が高過ぎること、イルミナの2020年度の売上高32億ドルの85%を占めるシーケンス製品の成長が鈍化していることがその理由だ。

ファウンデーション、インビティ、およびイグザクト・サイエンシズに投資しているキャスディン・キャピタルのイーライ・キャスディン氏は、研究結果が発表され、そのたびに各社が優位性を主張するため、今後2年間はリキッドバイオプシー銘柄の株価はボラティリティーが高くなると予想する。

By Bill Alpert
(Source: Dow Jones)

8. FRBが予定通りに行動すれば再びバリュー株が注目される - Value Stocks

[米国株式市場]

Are Ready to Win Again, if the Fed Behaves

今週発表の経済指標や決算が今後の動向には重要

■ グロース株がバリュー株をアウトパフォーム

Dow Jones Industrial Average



Source: FactSet

市場で最も割安だとされるバリュー株は景気が良くなる時に好調になると考えられており、この半年間はその状況にあった。

先週は何も変化が見られなかった。経済指標は、経済の急速な成長やインフレ率の上昇に加え、新規失業保険申請件数が予想よりも増加したにもかかわらず雇用市場の回復も裏付けているようだった。好調な景気に関する報道は続き、通常は最後に情報を得ることになる国際通貨基金（IMF）でさえも、2021年の米国の経済成長率予想を6.4%に上方修正した。これは米連邦準備制度理事会（FRB）の6.5%をわずかに下回る水準だ。

しかし、これらの好材料はバリュー株には追い風とならなかった。主要株価指数の中で最もバリュー株の比率が高いダウ工業株30種平均は2%上昇して3万3800ドル60セントとなったが、ハイテク株の多いナスダック総合指数は3.1%高の1万3900.19で引けた。S&P500指数は2.7%高の4128.80と、二つの指数の中間の上昇率で取引を終了した。小型株のラッセル2000指数は0.5%下落して2243.47で週末を迎えた。

「純粋な」バリュー株とグロース株を上場投資信託（ETF）で比較すると、その差はさらに顕著で、インベスコS&P500ピュア・グロースETF<RPG>は3.2%上昇して、インベスコS&P500ピュア・バリューETF<RPV>の0.6%の上昇を上回った。1週間だけの現象ではなく、過去1カ月を見てもバリュー株の1.6%に対し、グロース株は9.2%の上昇だった。

■ 長期金利の落ち着きと成長率見通しの鈍化懸念

S&P 500 Index



何がバリュー株の問題なのだろうか。欧州の混乱と一致しているという見方がある。英製薬大手のアストラゼネカ<AZN>の新型コロナウイルスワクチンの安全性が疑問視され、欧州の景気回復への期待に対する重しとなっている。同時に、再度のロックダウン（都市封鎖）は経済に打撃を与えることになる。欧州だけが問題なのではなく、IMFも米国経済は極めて好調だと認めた現時点では、そうした成長（米国経済の回復の強さ）は織り込み済みだと考えるべきなのかもしれない。

何よりもグロース株の復活は、昨年8月の0.5%程度から今年3月に約1.75%となった米10年国債利回りの上昇が止まった時点から始まった。利回りの上昇は、経済成長とインフレ進行の可能性を示唆しており、特にエネルギーや金融などのバリュー株にとってはどちらも好材料だ。グロース株が魅力的でなくなるのは、成長に差が見られなくなり、金利の上昇によって将来のキャッシュフローの価値が下がるからだ。

ただし10年国債の利回りはそれほど低下しておらず、今後も上昇する可能性がある。マクロ・リスク・アドバイザーズのテクニカルアナリストであるジョン・コロボス氏は、「10年国債の利回りの上昇スピードは時速100マイルだったが、いまは60マイルだ」と語る。

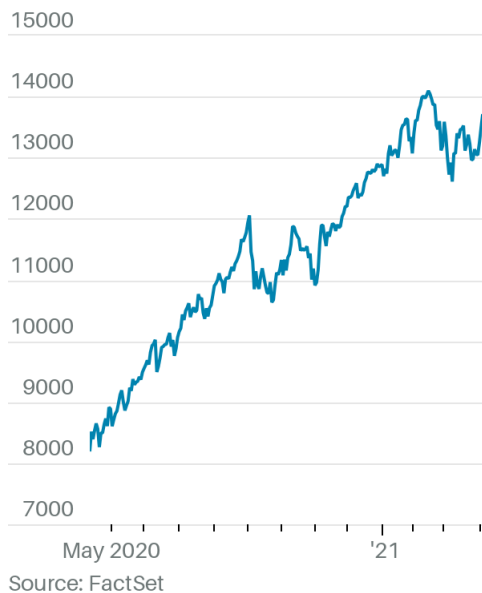
バリュー株を懸念する理由は幾つかある。バリュー株の上昇は経済成長の加速によるところが大きい、それが難しくなっている可能性がある。サプライ管理協会（ISM）の製造業購買担当者景況指数（PMI）は3月に64.7と37年ぶりの高水準を記録したが、これ以上の上昇は望み薄だ。ドイツ銀行の米国株チーフストラテジストであるビンキー・チャダ氏によると、この数値は米国経済の成長率がピークに達しつつあることを示唆しており、株式市場全体にとって悪いニュースになる可能性があるという。

S&P500指数はISM指数と相関する傾向があり、景気後退ではない時期にISM指数が低下すると、S&P500指数の下落は約6週間続き、下落率の中央値は8.4%になるという。チャダ氏はISM指数が高い状態を維持すると予想しているが、それだけでは株価上昇には不十分で、そうした場合にS&P500指数は中央値で5.9%下落していた。

チャダ氏は「ISM指数がどの水準であっても株価が下落するのは、成長率の鈍化が始まると、どの程度まで鈍化が続くのかが確認困難になるという、リアルタイムの問題があるからだ」と指摘する。

■ 銀行の決算発表がバリュー株物色再開のきっかけになるか

NASDAQ Composite Index



一方、今後数カ月間でISM指数が減速せず、新型コロナの予防接種が進み、経済の再開が一段と進む可能性もある。エバーコアISIのストラテジストであるデニス・デブッシュェール氏は、欧州でうまくいけばセンチメントの変化を後押しするだろうと述べる。先週、フランスではワクチン接種回数が1000万回に達し、インフレ期待が引き続き高まった。ただ一つ衝撃的だったのは、米国の卸売物価指数（PPI）が予想を上回る2倍以上の上昇、中国のPPIが4%超の上昇だったにもかかわらず10年債利回りが反応せず、週間で0.057%ポイントの低下となったことだ。

デブッシュェール氏は、先週は米国債の入札が少なかったこと、トレーダーがイースター休暇中だったこと、そして重要な経済指標の発表がなかったことが要因だったと指摘する。今週の火曜日に発表予定の消費者物価指数（CPI）に比べればPPIもあまり重要な指標ではなく、「すべては今週に懸かっている」と述べる。

そして今週は銀行の決算発表もある。ピュア・バリューETFの40%以上を金融セクターが占めており、バリュー株の上昇には銀行株の上昇が必要だ。JPモルガン・チェース<JPM>、シティグループ<C>、バンク・オブ・アメリカ<BAC>の決算が水曜日に発表され、バリュー株物色の新たな始まりとなるかもしれない。SPDR S&PバンクETF<KBE>が過去1カ月で0.7%下落したことにも見られるように、銀行株は全体として横ばいで推移しており、まだ割安感があることも見逃せない。

それ以上に、FRBがすぐには利上げをしないと約束しているため、金融危機以降に銀行を長期投資ではなく短期売買の対象とさせてきた金融引き締め政策の実施はずっと先の話となっている。モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントのポートフォリオマネジャーであるアンドリュー・スリムモン氏は「金融政策を変更しないというFRBの言葉を信じるしかなく、これはかなり長い間続く可能性がある」と語る。

バリュー株の投資家はそう願うべきところだろう。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

9. ETF待望論が映し出す暗号資産投資熱の高まり - A Bitcoin ETF Is Still in the Works. Here Are Your Options in the Meantime. ETF承認までの安全な投資法とは

[フィーチャー]

■ SECによる承認は近い？

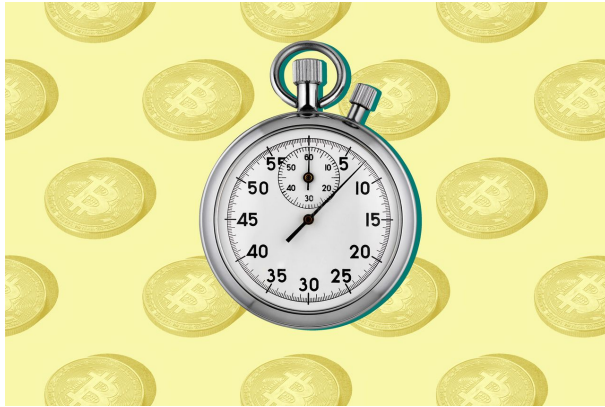


Photo illustration by Sarina Finkelstein

急騰し続ける暗号資産（仮想通貨）への関心が機関投資家の間で広がるにつれ、ビットコイン上場投資信託（ETF）の承認を切望する声が高まっている。

投資家はETFを利用することで、暗号資産をより簡単かつ低コストで売買したり、ポートフォリオによりスムーズに組み入れたりすることが可能になり、暗号資産を確保して保存する大変さがなくなる。米証券取引委員会（SEC）の次期委員長がマサチューセッツ工科大学（MIT）でブロックチェーン（分散型台帳）やデジタル通貨について教えるなど暗号資産に関する深い専門知識を持つ

ゲイリー・ゲンスラー氏であることから、SECによる暗号資産ETFの承認をめぐる楽観論が高まっている。

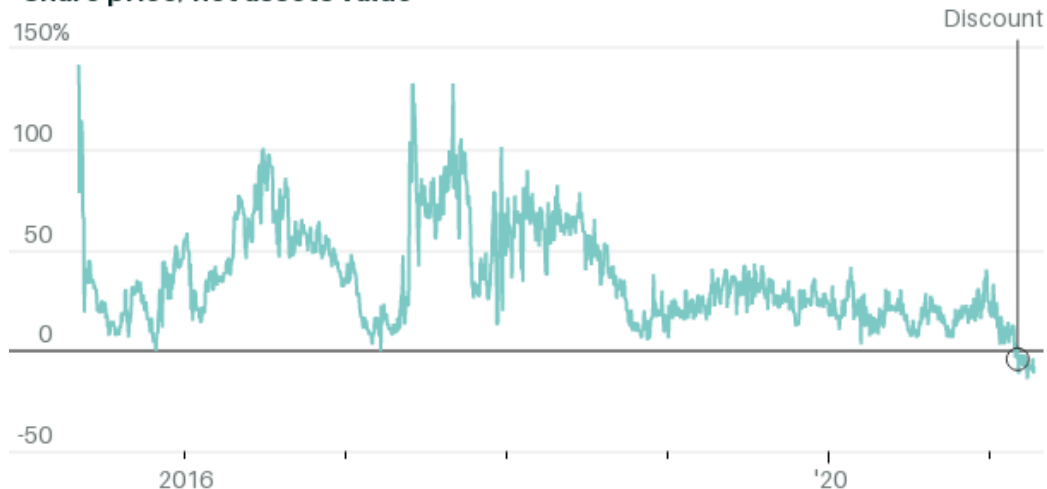
だが暗号資産ETFが承認されていない現状では、投資家にETF以外の方法でビットコインに投資することを可能にするファンドが増加している。こうしたファンドの多くは高額な取引手数料を請求し、中には悪質なものもあるが、詳しく検討する価値のあるファンドも少数存在する。以下、投資家が知っておくべきことを解説する。

■ 直接的所有権

High Premium

The Grayscale Bitcoin Trust has traded at a substantial premium since launch, but the trend has reversed lately as anticipation for lower-cost Bitcoin ETFs rise.

Share price/net assets value



Source: Bloomberg

投資家が実際の資産を所有できる暗号資産ファンドが存在する。資産の直接所有という点では、金に投資するSPDRゴールドシェアーズ<GLD>やiシェアーズ・ゴールド・トラスト<IAU>と似通っている。

最大かつ最も人気のある選択肢は資産規模370億ドルのグレイスケール・ビットコイン・トラスト<GBTC>だ。同ファンドはビットコインを「コールドストレージ」、すなわちオフラインで保管するクローズドエンドファンドで、投資家を暗号資産のデジタルウォレット、鍵、保管の手間から解放することと引き換えに2%の手数料を徴収する。

一方、今年2月に組成された1億6200万ドルのオスプレイ・ビットコイン・トラスト<OBTC>の場合、管理手数料は0.49%で、追加のカストディおよびインデックス手数料は0.3%以下になると予想されている。

クローズドエンドファンドであるグレイスケールの株式数は固定されている（この点はいつでも新しい株式を発行できるETFと異なる）。これは、ファンド株式をビットコイン自体の価格に対してプレミアムまたはディスカウントで取引可能であることを意味する。

グレイスケール・ファンドは組成されて以降、大幅なプレミアムで取引されている。背景には、ビットコインを直接所有せずに預託するメリットに対し、投資家がより多くの手数料を支払ってきたことがある。だが、そうした傾向はここ数週間で反転した。低コストのビットコインETFへの期待感により、グレイスケールの持ち分の魅力が低下したからだ。グレイスケールの持分価格が最安値を付けた時点で時価総額は原資産であるビットコインを14%下回っていた。ところが、グレイスケールがETFに転換する意向を発表すると、ディスカウント幅は先週1週間で9%に縮小した。

オスプレイ・ファンドは手数料がより低いという点でやや魅力的である。そのため、時価総額は原資産のビットコイン保有高を4月8日時点で11%上回っている。ただし、値上がりすると手数料も上昇するため、手数料率の低さという同ファンドの優位性が損なわれる可能性がある。同ファンドもETFへの転換を目指す述べている。

これらのファンドがETFに転換した場合、プレミアムまたはディスカウントはすぐに消滅する。つまり、原資産に対してディスカウントで取引されているグレイスケールの持ち分を今購入すれば、低いエントリーポイントで投資できる可能性がある。依然としてETFへの転換は保証されておらず、転換するまでの間の持ち分価格のボラティリティーがビットコインの値動きを正確に追跡したい投資家にフラストレーションをもたらすかもしれない。

■ マルチクリプトファンド

Crypto Craze

Investors can own Bitcoin through a handful of publicly traded funds—but beware the high fees and high risk in crypto investing.

Fund / Ticker	AUM (mil)	Expense Ratio	YTD Price Return	3-Yr Return	Price to Net Assets Value
Grayscale Bitcoin Trust / GBTC	\$37,300	2.00%	53.3%	66.9%	-8.9%
Osprey Bitcoin Trust / OBTC	162	0.49*	N/A	N/A	10.5
Bitwise 10 Crypto Index Fund / BITW	1,021	2.50	106.0	N/A	57.0
Grayscale Digital Large Cap Fund / GDLC	527	2.50	118.4	N/A	18.9
Amplify Transformational Data Sharing / BLOK	1,300	0.71	62.9	47.7	N/A
ARK Next Generation Internet / ARKW	7,200	0.79	5.7	53.9	N/A

"Note: Data as of Apr. 8; three-year returns are annualized; *not including additional custody and index fees expected to be 30 basis points or less. N/A=not applicable

Source: Morningstar, company websites

ビットコインは、最もよく知られ、最も人気の高い暗号資産であるが、唯一の存在ではない。イーサリアムのように、ボラティリティーがより低く、他の技術的用途を提供する暗号資産もある。資産規模10億ドルのビットワイズ10クリプト・インデックス・ファンド<BITW>は10種類の暗号資産を追跡し、同5億2700万ドルのグレイスケール・デジタル・ラージ・キャップ<GDLC>は5種類の暗号資産に投資している。ただし、いずれもかなりのプレミアムで取引されており、手数料率は2.5%である。

■ 間接的所有権

幾つかのミューチュアルファンドとETFは暗号資産を所有している。例えば、資産規模72億ドルのアーク・ネクスト・ジェネレーション・インターネットETF<ARKW>におけるグレイスケール・ビットコイン・トラストのウエートは5.4%だ。モルガン・スタンレーも最近SECに対し、12種類のミューチュアルファンドにビットコインを追加するための申請を行った。

■ ブロックチェーンへの代替的投資手段

資産規模13億ドルのアンプリファイ・トランスフォーメーション・データ・シェアリングETF<BLOK>は、ブロックチェーンビジネスに関与する様々な企業に投資している。これには、ビットコイン採掘事業者、取引およびトレーディングプラットフォーム、カストディアン、特定の組織内で管理されるプライベートブロックチェーンの開発企業、ブロックチェーンの成長の恩恵を受け

ている企業（半導体メーカー、採掘コンピューター向けの倉庫事業者など）が含まれる。

アンプリファイETFの共同マネジャーであるマイケル・ベヌート氏は、同ETFのビットコインとの潜在的な関係は、金そのものではなく金鉱株を所有するETFと似ていると指摘する。同氏が言うように「当ファンドは現時点でビットコインとの相関が非常に高いかもしれないが、代替的な投資先ではない」ものの、金と異なり（通常は金鉱株が金そのものよりはるかに変動しやすい）、同ファンドの値動きはビットコインの値動きよりもはるかに緩やかなものとなっている。

■ ビットコインを所有する企業

多くの企業は、自社の資産として、顧客との取引手段として、あるいは従業員への支払い手段としてビットコインを購入している。例えばビジネスインテリジェンスプラットフォームを運営するマイクロストラテジー<MSTR>の場合、ビットコイン保有高が時価総額の80%に相当する。テスラ<TSLA>やスクエア<SQ>などの有名企業も多額のビットコインを所有している。

今年3月に上場を申請したもののまだ組成されていないETF、ワルキューレ・イノベティブ・バランスシートは、ビットコインを所有する企業に投資する計画だ。KKMフィナンシャルの最高経営責任者（CEO）で同ファンドの共同マネジャーであるジェフ・キルバーグ氏は、投資先企業の財務力と競争力も考慮するものの、最も重視するのはバランスシートにおけるビットコインへのエクスポージャーだと述べている。アクティブ運用される同ETFは投資先をおそらくは30~40銘柄に絞り込み、セクターの制約は設けない方針だ。保有高上位5銘柄がポートフォリオの半分を占める可能性があるという。

■ 暗号資産ブーム

投資家は、幾つかの上場ファンドを通じてビットコインを所有できる。だが、暗号投資における手数料とリスクの高さには注意が必要だ。

ビットコイン投資家の間で最も渴望されているのはやはりビットコインETFだ。これが承認されると、ビットコインの価格は再び急騰する可能性が高く、それに伴って大半のファンドが値上がりするだろう。投資家は、現在のファンドの欠点に目をつぶって今すぐに投資するのか、あるいはビットコインETFの登場を待ち、それまでの間の潜在的な利益を逃すのか、選択を迫られている。

By Evie Liu
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - A Reopening Looms, and Expectations Rise for New Bank Deals [経済関連スケジュール] 銀行の合併・買収の動きが緩やかに再開される

■ 低金利とデジタル化で、中小銀行はスケールが必要



Illustration by Elias Stein

銀行の合併・買収（M&A）が、緩やかではあるが増加の兆しを見せている。投資銀行レイモンド・ジェームズによると、2021年第1四半期の件数は30と、2020年第4四半期の29件を上回るが、新型コロナウイルス流行直前の2020年第1四半期の46件は下回る。このペースでいくと、銀行の数に占めるM&Aの件数は年間で2.4%となる。2020年の2.3%を上回るが、パンデミック（世界的大流行）前の3%は下回るペースだ。

レイモンド・ジェームズのアナリストは、M&Aについて活発に話し合いをしていると回答した銀行

の担当者は2020年12月には49%だったのに対し、2021年3月には64%となっていることから、下半期の件数はさらに増加すると予想する。新型コロナのパンデミックも再編への圧力となっている。低金利の環境とデジタル化の必要にさらされた中小銀行は、テクノロジーを導入するためにもスケールが必要なのだ。

一方で、バリュエーションは高まっている。株価純資産倍率（PBR）の平均値は、2020年第4四半期の1.26倍から2021年第1四半期には1.5倍に上昇している。レイモンド・ジェームズによると、2020年の利益に基づく株価収益率（PER）の平均値は、2020年が20.1倍だったのに対して22.4倍に上昇している。

レイモンド・ジェームズのアナリスト、マイケル・ローズ氏は、「2021年に銀行銘柄がS&P500指数をアウトパフォームしていることを考えると、バリュエーション指標は今年これから上昇に向かうと考えられる」とレポートに記す。

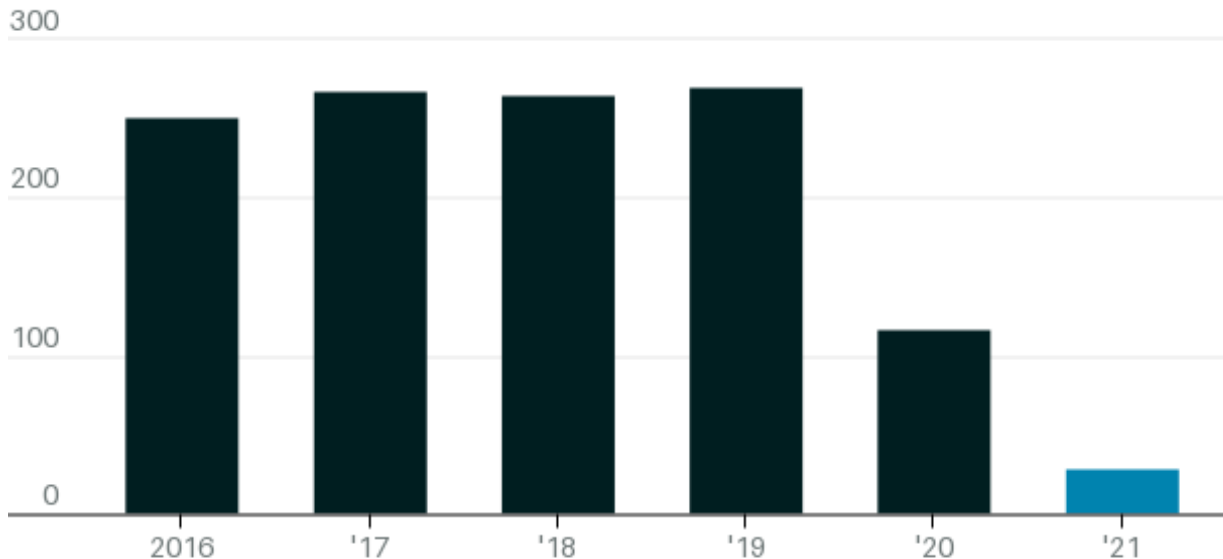
ローズ氏は、M&A関連銘柄への投資でうまく立ち回るには、「意欲、資本、さらに統合のスキルを有する」銀行を探し当てることが最善だと述べる。同氏は、強固な資本水準とM&Aへの強い意欲を有するオハイオ州の金融持ち株会社プレミア・ファイナンシャル<PFC>、アーカンソー州を拠点とするシモンズ・ファースト・ナショナル<SFNC>、さらにユタ州のアルタバンコプ<ALTA>などが買い手になるのではとみている。時価総額約8億ドルのアルタバンコプは、買収対象企業としてもリストに挙がっている。他には、カリフォルニア州のバンク・オブ・コマース<BOCH>、セントラルバレー・コミュニティ・バンコプ<CVCY>、ヘリテージ・コマース<HTBK>、さらにインディアナ州のファースト・ファイナンシャル<THFF>も買収対象企業になり得るとみている。

■ 今週の予定

Bank Shots

The number of bank deals varies, but in 2020 bank M&A plunged after the pandemic hit.

U.S. Bank Acquisitions, 2016 to First Quarter 2021



Source: Raymond James

4月12日（月）

・ 画像処理半導体（GPU）大手エヌビディア＜NVDA＞が2021年度投資家向け説明会を開く。同時にGPUテクノロジー・コンファレンスも開催。

4月13日（火）

- ・ 建設用資材販売のファスナル＜FAST＞が四半期決算を発表。
- ・ 米労働統計局が3月の消費者物価指数（CPI）発表。エコノミスト予想は前月比0.4％上昇と、2月と変わらず。食品とエネルギーを除くコアCPIは同0.2％上昇（2月は同0.1％上昇）。
- ・ 全米独立企業連盟（NFIB）が、3月の中小企業楽観度指数を発表。コンセンサス予想は98と、2月の95.8を上回る。

4月14日（水）

- ・ 2021年第1四半期の決算発表が大手金融機関を皮切りに本格化。JPモルガン・チェース＜JPM＞、ウェルズ・ファーゴ＜WFC＞、ゴールドマン・サックス＜GS＞が、取引開始前に決算発表。
- ・ 金融サービス会社のファースト・リパブリック・バンク＜FRC＞が決算発表。
- ・ 3月の輸出入物価指数発表。輸出物価は前月比1％上昇（2月は同1.6％上昇）が予想される。輸入物価は同0.8％上昇の予想（2月は同1.3％上昇）。
- ・ 米連邦準備制度理事会（FRB）が2021年2度目となるページブック（地区連銀景況報告）を発表。ページブックとは、12の地区連銀が各地区の経済状況をまとめて年8回出す報告書。

4月15日（木）

- ・ 金融大手バンク・オブ・アメリカ＜BAC＞、資産運用大手ブラックロック＜BLK＞、ディスカウント証券大手のチャールズ・シュワブ＜SCHW＞、金融大手シティグループ＜C＞、航空会社大手

デルタ航空<DAL>、飲料・スナック菓子大手のペプシコ<PEP>、化学メーカーのPPGインダストリーズ<PPG>、銀行持ち株会社トゥルイスト・ファイナンシャル<TFC>、銀行持ち株会社U.S.バンコプ<USB>、医療保険会社ユナイテッドヘルス・グループ<UNH>が四半期決算発表。

- ・ 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84.5と、3月から上昇。50を超える数値は、住宅建設業者が今後6カ月の住宅市場に対して強気の見方をしていることを示す。
- ・ 3月の小売売上高発表。予想は前月比1.3%増（2月は3%減）。

4月16日（金）

- ・ 大手金融サービス会社バンク・オブ・ニューヨーク・ Mellon<BK>、金融グループのシチズンズ・ファイナンシャル・グループ<CFG>、大手鉄道持ち株会社カンザスシティ・サザン<KSU>、金融大手モルガン・スタンレー<MS>、金融持ち株会社のPNCファイナンシャル・サービス・グループ<PNC>、金融サービス会社ステート・ストリート<STT>が決算コンファレンスコールを開催。
- ・ 4月のミシガン大学消費者景況感指数を発表。予想は88。3月の84.9は、2020年3月以来最高となった。
- ・ 3月の住宅着工件数発表。エコノミスト予想は季節調整済み年率換算で161万戸と、前月比13%増。

By Carleton English
(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』 2021/04/11

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