

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2021/04/25

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. ビッグマネー調査：強気相場はまだまだ終わらない - This Bull Market Is Far From Over, Pros Say [カバーストーリー]
P.2
資産運用マネジャーによる経済・投資の見通し
2. モデルナ株は買いだ、断じて一発屋ではない - Buy Moderna Stock. It's More Than a One-Hit Wonder [フィーチャー]
P.6
新型コロナウイルスワクチンだけでは終わらない
3. ビル・ミラー氏の力強い復活 - Bill Miller Is Roaring Back With Amazon, Bitcoin, and GM [インタビュー]
P.9
アマゾンとビットコインへの投資の大成功とGMへの期待
4. ハイテク株は下落するのか - The FAANG Stocks Could Fall, if History Is Any Guide [フィーチャー]
P.12
「ニフティ・フィフティ」の運命が繰り返される可能性
5. キャピタルゲイン税率引き上げの影響は限定的 - A Capital-Gains Tax Hike Wouldn't Be as Scary as It Sounds [コラム]
P.14
市場は引き続きニュースに警戒
6. 市場で知られた材料でも市場に影響する可能性がある - When Stocks Get Spooked by What They Already Know [米国株式市場]
P.16
業績はほぼ織り込まれているが、金融政策でサプライズの可能性
7. Netflixの株価が上向くと考えられる五つの理由 - How Netflix Could Become a Surprise Reopening Play [ハイテク]
P.19
加入者基盤の成長余地は極めて大きく、動画配信サービスの競争激化は逆風ではない
8. 米連邦準備制度理事会（FRB）が注目しているインフレ率に盲点 - The Fed's Inflation Blind Spot: Already-Surging Grocery and Housing Prices [米国経済]
P.21
食料品と住宅の価格は既に急上昇
9. 年金基金積立率の大幅な改善も終わりに近づきつつある - Pension Funds Are Looking Healthier. That Probably Won't Last. [コラム]
P.24
積立率維持のためリスク資産圧縮へ
10. 今週の予定 - How Soon Before the Chip Shortage Ends? Taiwan Semi Looks to 2022 [経済関連スケジュール]
P.25
半導体不足はいつまで続くのか？ TSMCは2022年を見据える

※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。

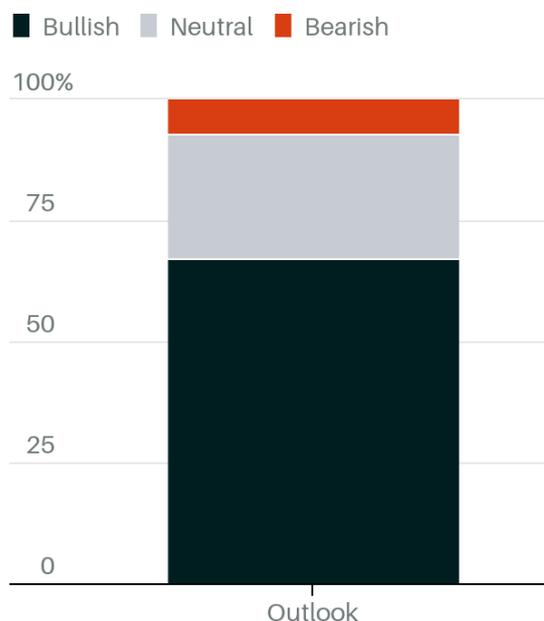
1. ビッグマネー調査：強気相場はまだまだ終わらない - This Bull Market Is Far From Over, Pros Say [カバーストーリー]
 資産運用マネジャーによる経済・投資の見通し

■ 強気派は67%で昨年春から増加

1年前、米国株式市場は近年で最も急速かつ深刻な下落から回復し始めたばかりだった。現在は目が回るような急上昇を経て、過去最高値付近で推移している。しかし、全米での新型コロナウイルスワクチンの普及、超低金利の持続、急激な経済成長の見込みを背景に、米国の資産運用マネジャーは株価に依然として上値余地があると確信している。

以上が、資産運用マネジャー152社を対象とした今年春の本誌ビッグマネー調査の最も重要な結論である。今後12カ月の株価見通しについて、回答者の67%は強気、約25%は中立、7%は弱気と回答した。前回の2020年秋の強気が54%、弱気が13%という結果からは顕著に変化している。

Describe your investment outlook for U.S. equities in the next 12 months.

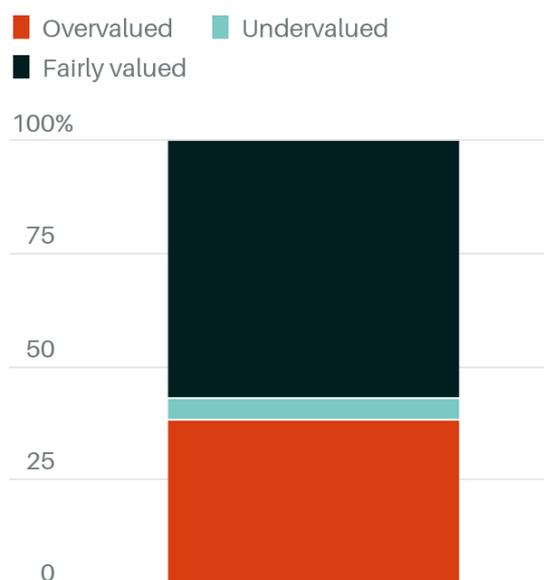


■ S&P500指数の予想上昇率の平均は4.4%

最近の株式市場では、割高なバリュエーション、インフレ再燃や来るべき金利上昇への懸念にもかかわらず、楽観的なムードが唐突に高まっている。しかし、これは資産運用マネジャーによる主要株価指数の予想には反映されていない。調査時点から2022年6月30日までの主要株価指数の上昇率について、強気派による予想値の平均は、ダウ工業株30種平均（NYダウ）がわずかに1.4%、S&P500指数が4.4%、ナスダック総合指数が5.3%だった。なお、資産運用マネジャーに調査用のメールを送信した3月下旬時点では、株価は現在の水準を5~6%下回っていた。

S&P500指数は昨年秋の調査時点から約20%上昇しており、今年の予想1株当たり利益（EPS）に対する株価収益率（PER）は現時点で23倍である。回答者の約40%は株価が割高と考えており、57%は適正と考えている。前者の割高と考えるグループでは、36%が株価は適正な水準を15%超上回っているとみる。

Is the U.S. stock market overvalued, undervalued, or fairly valued at current levels?



投資顧問会社パー・スターリング・キャピタル・マネジメントの取締役であるロバート・フィップ

ス氏は、「現在の市場は多くの点で極めて奇妙だ。センチメントとバリュエーションは非常に成熟した強気相場のものだが、金融・財政政策は強気相場の初期に見られる内容で、経済はリセッション（景気後退）からちょうど脱しようとしている」と語る。

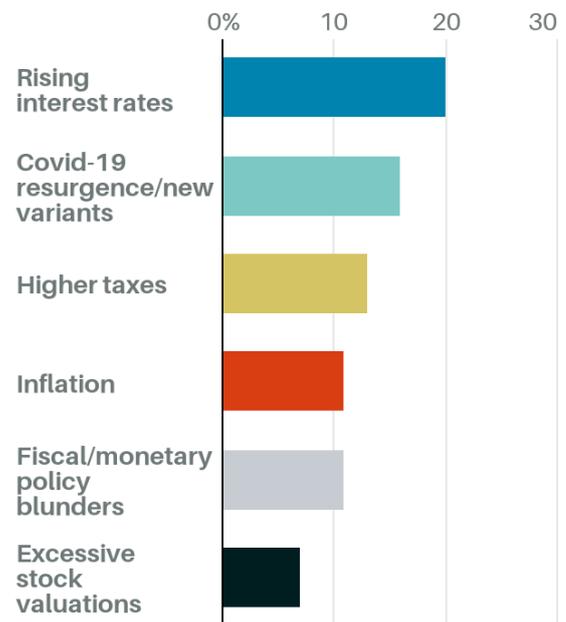
資産運用マネジャーの予想では、今後1～3年間にわたって緩和的な金融政策が続く見込みだ。米連邦準備制度理事会（FRB）がフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を現在の0.00～0.25%から引き上げる時期について、2022年下半年より前と予想している回答者はほとんどおらず、40%は2023年以降とみている。これは流動性が引き続き潤沢であることを意味しており、FRBが株式市場を支えるという認識を強めている。

■ 最も大きなリスクは金利上昇

本誌はビッグマネー調査を春と秋の年2回実施している。6カ月前の調査では、市場にとって最大のリスクとみなされていたのは新型コロナウイルスで、次が2020年の米大統領選だった。現在の中心的な懸念は金利上昇（20%）で、次いで新型コロナウイルスの再燃と新たな変異株の拡大となっている。また財政・金融政策の失敗、インフレ、増税についても懸念している回答者の割合が高い。

回答者のほぼ全員が、今年と来年にインフレ率が上向くと予想する。米国の経済成長の加速、繰延需要の恩恵に加え、サプライチェーンの対応が依然として遅れていることが背景にある。しかし、こうした物価上昇は一時的で、その後は過去10年間と同様の低成長・低インフレの時代が戻ってくるとみなされている。過半数の回答者は、2021年と2022年の両年で米国の平均インフレ率を2～3%と予想する。

What is the biggest risk to the U.S. stock market in the next 12 months?



資産運用会社オリオン・ポートフォリオ・ソリューションズ

のチーフ投資ストラテジストであるラスティ・ヴァネマン氏は、インフレ率の持続的な上昇を懸念する投資家に対してコモディティ、不動産、天然資源などの実物資産へのエクスポージャーを推奨しており、例として上場投資信託（ETF）のインベスコ・オプティマム・イールド・ディバースィファイド・コモディティ・ストラテジー＜PDBC＞、フレックスシェアーズ・モーニングスター・グローバル・アップストリーム・ナチュラル・リソース・インデックス・ファンド＜GUNR＞を挙げている。フレックスシェアーズ・グローバル・クオリティ・リアル・エステート・インデックス・ファンド＜GQRE＞も世界の不動産へのエクスポージャーを提供する。

■ 3分の2はGDP成長率を6%以上とみる

Predict the growth rate of real U.S. GDP in 2021 and 2022.

	Zero Percent	One Percent	Two Percent	Three Percent	Four Percent	Five Percent	Six Percent	Seven Percent	Eight Percent	Nine Percent or Greater
2021	0%	1	5	6	6	16	25	23	13	5
2022	1%	4	17	34	28	11	3	0	0	2

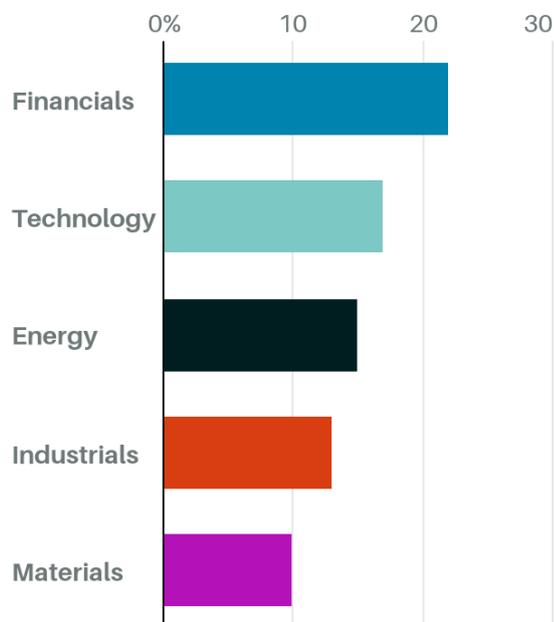
強気派の見解の支えとなっているのは、急激な経済成長が予想されることだ。回答者の3分の2は今年の実質GDP（国内総生産）成長率を6%以上、約半数は6~7%と予想している。2022年は減速が見込まれるものの、依然として堅調で、半数以上はGDP成長率が3~4%になると回答した。この強気なシナリオは、米国の新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）からの回復と、財政・金融当局の双方による継続的な景気刺激策に支えられている。

「コロナ経済」は、大型ハイテク株や、オンラインフィットネスを手掛けるペロトン・インタラクティブ<PTON>、ビデオ会議大手ズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZOOM>などの「ステイホーム銘柄」にとってプラスとなってきたが、景気が回復すればより幅広い企業に恩恵が及ぶと見込まれる。約75%のマネジャーは、今後1年間でバリュー株がグロース株をアウトパフォームすると考えている。

ヴァネマン氏は特に金融株に注目する。金融株は市場全体に比べてバリュエーションが魅力的で、長期金利の上昇による追い風を受ける。銀行は短期で借り入れた資金を長期で貸し出しているため、長期金利の上昇で米国債のイールドカーブがスティープ化すれば純利ぎや（NIM）が拡大する。

■ パフォーマンス上位は金融、ハイテクか

Which industry sector will perform best in the next 12 months?



実際、S&P500指数の業種の中で、今後1年間のセクターのパフォーマンスが最も優れているのはどれかという質問に対して、最も多い22%のマネジャーが金融と回答している。金融セレクト・セクターSPDR ETF <XLF>では、S&P500指数を構成する金融銘柄に賭けることができる。インベスコKBW銀行ETF<KBWB>は、米国の銀行株に的を絞ったエクスポージャーを提供している。2番目に多くの票を集めたセクターはハイテク（17%）だった。

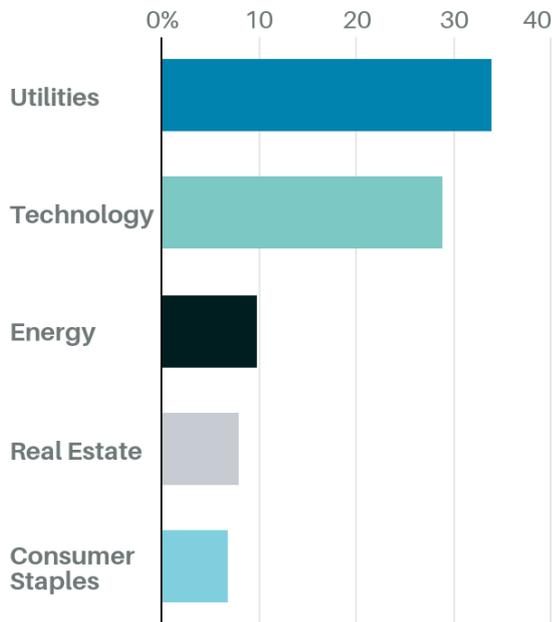
パフォーマンスが出遅れる可能性が高いセクターは、公益の34%が最も多かった。公益セクターは、投資家が悲観的でディフェンシブな姿勢を取る時に最も好調なパフォーマンスを上げるが、これは現在の環境とは正反対である。一方で29%の回答者は、今後12カ月のパフォーマンスが最も悪いのはハイテクセクターであると考えており、昨年の株価上昇をけん引した同セクターに対してウォール街の見方が割れていることを示している。

高パフォーマンスが予想されるセクターの上位5位には、金融とハイテクの他にエネルギー、資本財、素材が入った。これらの景気循環セクターに属する企業の多くは、景気の回復に伴って売上高と利益が増加する可能性がある。バイデン政権が提案する数兆ドル規模のインフラ投資法案も需要

を増やすだろう。

■ 長期的にはグロース優勢との見方も

Which industry sector will perform worst in the next 12 months?



景気循環株やバリュー株、およびこうした銘柄が属するセクターは、あと1年ほどは好調かもしれない。しかし、一部の資産運用マネジャーは、長期的にはグロース株が支配する市場に戻ると考えている。

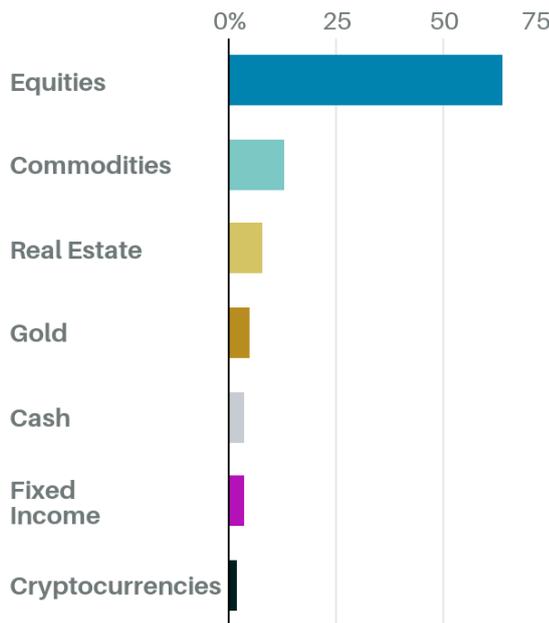
資産運用会社スピアーズ・アバカス・アドバイザーズのボブ・モーゲンソー社長は、伝統的な景気循環セクター以外で、注目されていない銘柄を選好している。例えばビールメーカーのモルソン・クアーズ・ビバレッジ<TAP>は、従来は売上高の大部分をバーやレストランで稼いでいたが、現在はその多くが閉店しているか、あるいはパンデミックの関係で入店客数を制限している。同社の株価は割安で、12カ月先予想PERは約13.5倍である。

同様に、医療機器と医療用消耗品のメーカーであるベクトン・ディッキンソン<BDX>は、病院や診療所がパンデミック後に正常な状態に戻り、先送りにされてきた緊急ではない診療や手術の再開によって恩恵を受けるとモーゲンソー氏は主張している。同社の予想PERは約20倍である。

最後にモーゲンソー氏は、フィデリティ・ナショナル・インフォメーション・サービスズ<FIS>やファイサーブ<FISV>など、バリュエーションが市場を下回っている旧来の金融テクノロジー銘柄を幾つか挙げている。同氏は「これらの事業の大部分は実店舗におけるクレジットカード決済であるため、経済再開による明確な受益者である」と語る。

■ 最も人気のある資産クラスは株式

Which asset class do you consider most attractive today?



全体として、回答者は株式に投資すべきだと考えている。現在最も魅力的な資産クラスは何かという質問に対して、最も多かった回答は株式の64%で、次がコモディティの13%だった。一方で暗号資産（仮想通貨）と米国債は人気がなく、それぞれ30%と26%で、最も魅力がないとみなされている。回答者は総じて、債券への資産配分については短期債と優良債券に重点を置いており、高いリターンは期待していない。

資産運用マネジャーによる債券への資産配分割合の平均値は約17%で、株式と現金はそれぞれ69%と7%である。オルタナティブ資産、コモディティ、金を含むその他の資産は、平均でポートフォリオの約5%の割合を占めている。

しかし、現在のわずかな利回りであっても、債券は依然として分散投資とリスク低減の役割を担っている。過去1年間で投資家が学んだことがあるとすれば、最悪の事態に備えるのは間違った投資方法ではないとい

うことだ。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

2. モデルナ株は買いだ、断じて一発屋ではない - Buy Moderna Stock. It's More Than a One-Hit Wonder
新型コロナウイルスワクチンだけでは終わらない

[フィーチャー]

■ モデルナ製ワクチンの先行きに明るい見通し



Christof Stache/AFP via Getty Images

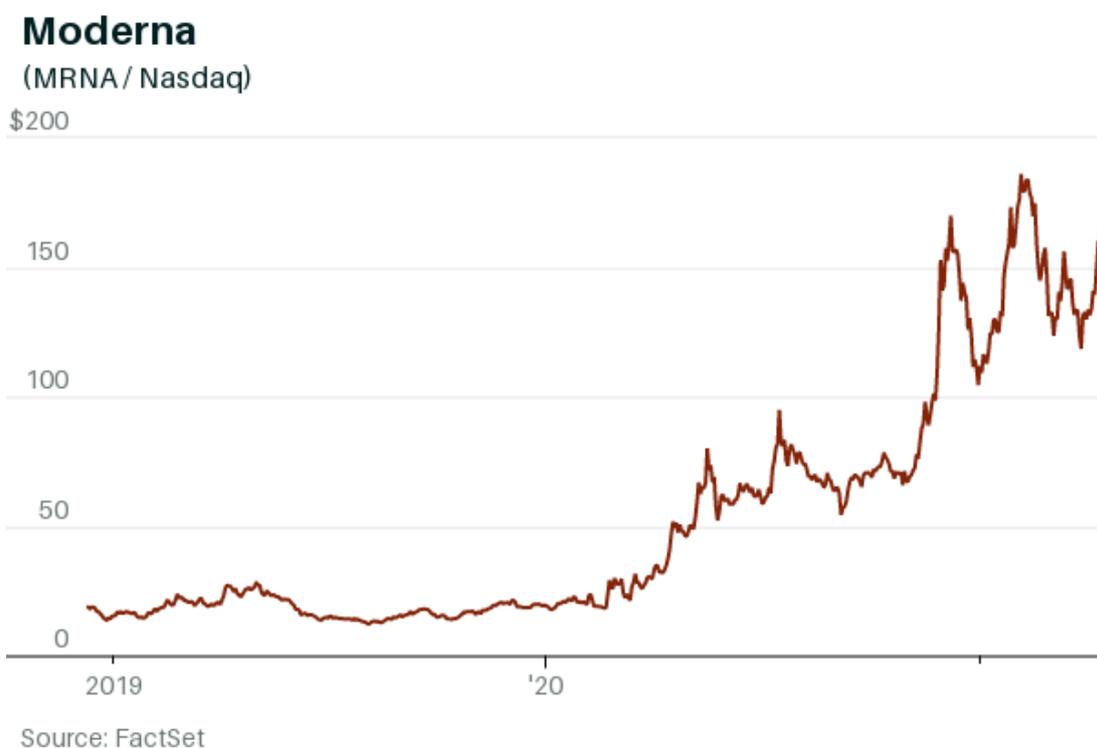
医薬品メーカーのモデルナ<MRNA>は、新型コロナウイルスワクチンにより過去4カ月間で知名度が世界中で急上昇し、同社製ワクチンは米国だけで1億回近く投与されている。しかし、株価は空回りしている。2020年の最初の11カ月間で、モデルナの株価はワクチンの開発で700%近く上昇したものの、12月に入ってからS&P500指数に出遅れている。

モデルナの時価総額は670億ドルで、リジェネロン・ファーマシューティカルズ<REGN>やバイオジェン<BIIB>といった有力バイオ企業を上回るが、ファクトセットによると、同社をカバーしている17人のアナリストのうち、「買い」と評価しているのは半数にも満たないという。

モデルナを保有するT.ロウ・プライスのヘルスサイエンス・ファンドを運用するジアッド・バクリ氏は、モデルナに対する強気の見方には二つの前提が必要だと言う。新型コロナウイルスワクチンの販売がある程度継続すると信じること、そしてモデルナが今回の成功を次も再現できると信じることだ。

前者については、この数週間で形勢がはっきりしてきた。新型コロナウイルス感染症に立ち向かう世界の国々の計画は、モデルナとその競争相手であるファイザー<PFE>が販売するメッセンジャーRNAベースのワクチンを支持する方向へと明らかに変化している。アストラゼネカ<AZN>やジョンソン・エンド・ジョンソン (J&J) <JNJ>のウイルスベクターベースのワクチンは安全性の問題や製造上の課題を抱えており、ノババックス<NVAX>のタンパク質ベースのワクチンはまだ認可されていない。そのため、モデルナ製ワクチンの売り上げ見通しはかつてないほど良好である。

■ 2023年以降の売り上げ減少は予想よりも小幅になる見通し



本誌は2019年9月2日号のカバーストーリーでモデルナの技術の可能性を探り、もしメッセンジャーRNAベースの治療薬を実用化できれば、遺伝子コードの一部を入れ替えるだけで異なるウイルスに対処できることから、次々と新しい薬を作ることができると伝えた。モデルナのワクチン開発が成功したということは、同じ成分を多く使用する次のワクチンも成功する可能性が極めて高いということだ。「成功の確率はそれぞれ独立しているというよりも、むしろ関連性が高い」とバクリ氏は言う。

モデルナの最高経営責任者（CEO）であるステファン・バンセル氏は、本誌に「2021年と2022年には、変異株の影響で新型コロナウイルスワクチンの堅調な売り上げが見込める。そして2023年、2024年には、うまくいけばインフルエンザと新型コロナウイルスを組み合わせた混合ワクチンの売り上げ、さらには、先天性異常を引き起こす、いわゆるサイトメガロウイルスを予防するワクチンの売り上げが期待できると思う」と述べている。同氏の予想が的中すれば、投資家が懸念する2023年の売り上げ減少は、現在のアナリストの予測よりもはるかに小幅になる可能性がある。

■ ポスト新型コロナワクチンの懸念を払拭

ファクトセットによれば、モデルナの12カ月先予想株価収益率（PER）は現在8.1倍であり、バリュエーションはバイオ医薬品銘柄の中でも低い。ノババックスの予想PERは8.6倍だが、同社の新型コロナワクチンは未承認であり他に製品はない。バイオジェンはほとんどの主力品で売り上げが落ち込んでいるにもかかわらず予想PERが14.3倍であり、リジェネロン・ファーマシューティカルズは最主力品の競争が激化しても予想PERは11.1倍となっている。ファクトセットのアナリストコンセンサス予想に基づいて12カ月先予想PERを11倍とすると、株価は直近の168ドルを37%近く上回ることになる。

投資家が慎重になる理由はモデルナの現状、すなわち売上高が巨額の新型コロナワクチンの後が見えないことにある。これは5年前にC型肝炎治療薬の売り上げ急増で株価が2倍に上昇し、その後の売り上げ減少で株価が急落したギリアド・サイエンシズ<GILD>を連想させる。ジェフリーズのアナリストであるマイケル・イー氏は、「最初に大成功を収めたものの先行きが不透明な製品を評価するのは困難である」として、モデルナのレーティングを「ホールド」、目標株価を170ドルとしている。

しかし最近の動きはそうした懸念を払拭（ふっしょく）し始めるはずだ。モデルナは今年の新規新型コロナワクチンの売上高を180億ドル超と予想する。アナリスト予想では2022年が136億ドル、2023年は79億ドルであり、2024年までは他の製品の売り上げを見込まないが、このような予想は慎重過ぎる見方になりつつある。

当初、同社の新型コロナワクチンが世界で接種されるという予想はなく、感染拡大の初期は、サノフィ<SNY>やグラクソ・スミスクライン<GSK>が開発する伝統的なタンパク質ベースのワクチンが供給されるまでの一時しのぎとされた。その開発がつかずくと、次に最も使用されるとみられたのはアストラゼネカとJ&Jが開発するウイルスベクターベースのワクチンだった。しかし、変異株の脅威でより有効なワクチンの必要性が高まり、また接種後に血栓が生じる問題により米国でJ&Jのワクチン使用が中断されたことで、状況は変化している。

オープンハイマーのアナリストであるハータジ・シン氏は、「政府はワクチン接種を最大限にするために、最もリスクが低く有効性が高いワクチンを必要とするだろう」と語る。同氏はモデルナのレーティングを「アウトパフォーム」、目標株価を206ドルとしている。また同社の2023年売上高を107億ドルと予想するが、インフルエンザワクチンは織り込んでいない。

■ 潤沢な資金と高い技術を基に競争力は高い

ファイザーとの競争は続くだろう。しかしファイザーが2022年に30億回分を生産できるとしても、ファイザーのパートナーであるビオンテック<BNTX>のCEOが述べたように、80億人近い世界の人口から見ればモデルナが活躍できる余地は十分にある。変異株に対応し続ける鍵は、できる限り早く、最も有効な追加免疫効果（ブースター）の戦略を見つけ出すことだろう。

バンセル氏は、「当社はファイザーにスピードで競争できる。今までのところ他社は、スピードを上げる能力を示していない」と語る。同氏は、多様な変異株に有効な同社の混合ワクチンが競合他社のブースターよりも有効であることが証明されれば、来年のワクチン価格を引き上げる可能性がある」と述べる。

さらにモデルナは、他のパイプラインの研究・開発のための資金が一段と潤沢になっている。同社は昨年末時点で52億ドルの現金を保有していたが、アナリスト予想では今年末が102億ドル、来年

末には166億ドルとなる見通しだ。バンセル氏は、長期的にはインフルエンザ、新型コロナ、RSウイルスや他の呼吸器疾患ウイルス、サイトメガロウイルスなどのワクチンを、毎年混合して供給するようになるだろうと語る。

同氏は残るモデルナのパイプラインに言及し、「次の5年、10年に当社の売上高は大幅に増加するだろう。そうなれば他の研究・開発が容易になる。投資家が見落としていようが、私は気にしない。ワクチン研究のリスクは、完全に取り除かれた」と語る。

モデルナには、CEOの見通しを実現するための資金と技術のプラットフォームがある。投資家にとっては、CEOの見通しが浸透する前の今こそが投資の機会になるだろう。

By Josh Nathan-Kazis
(Source: Dow Jones)

3. ビル・ミラー氏の力強い復活 - Bill Miller Is Roaring Back With Amazon, Bitcoin, and GM アマゾンとビットコインへの投資の大成功とGMへの期待

[インタビュー]

■ 著名投資家ビル・ミラー氏に聞く

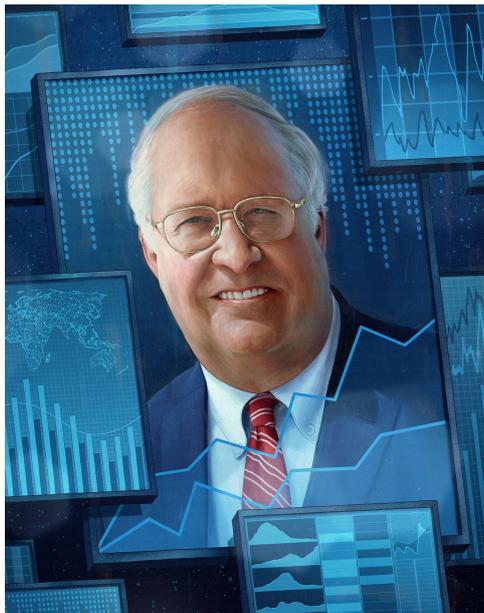


Illustration by Kevin McGivern

ビル・ミラー氏は、運用していたレグ・メイソン・バリュー・トラスト・ファンドが15年連続でS&P500指数のリターンをアウトパフォーマンスし、一時はスター的存在にのし上がったが、2008～2009年の金融危機時には、破綻した投資銀行ベア・スターズや保険大手アメリカン・インターナショナル・グループ<AIG>への投資によって大きな痛手を負った。しかし、その後も自らの会社ミラー・バリュー・パートナーズで素晴らしいリターンを上げ続けている。ミラー・オポチュニティー・トラスト<LMNOX>はモーニングスターの中型株ブレンドのカテゴリーの1、3、5、10年で上位1%にランクされており、2020年3月23日から2021年3月31日のリターンは201.7%だ（S&P500指数は78.5%）。金融危機時から個人としてアマゾン・ドット・コム<AMZN>の保有を積み上げたが、今やビットコインへの投資がアマゾンの持ち分以上の価値があるという。

本誌：現在の投資環境をどう見ているか？

ミラー氏：不透明感が高いなどと人は言うが、市場や経済、将来が確実なことなどかつてなかった。私は現在を理解しようとしている。英国の作家、V・S・ナイポール氏は、「現在を確実にとらえれば、未来を予言できる」と述べている。現在、経済は加速しており、インフレの問題はなく、米連邦準備制度理事会（FRB）は今後も長期間低金利を据え置くと述べている。企業利益は今年も来年も大幅に増える見込みだ。債券は40年来の強気相場が昨年3月23日に終わり、弱気相場だ。株式市場には非常に割安な銘柄も多い。

A：リスクはどこにあるか？

Q：うまく行く確率も50%以上はありそうだが、インフレリスクはかつてないほど大きくなってい

る。マネーサプライが25%のペースで増加すれば、何らかの結果がもたらされるし、一部は採算価格に反映されるだろう。最低賃金の引き上げが見込まれているのは良いことだが、今後1~2年の利益率への圧力となる可能性がある。一度下げた法人税を28%に引き上げることはあまり問題ではなく、企業活動を抑制することもないだろう。従って、株式市場の先行きは一層の上昇だと私は考えている。むしろ最大の懸念は上昇し過ぎることだ。何らかの外的要因で5~10%かそれ以上の調整があれば株価がもっと魅力的になる。

■ アマゾンの将来性

Q：個人的に所有しているアマゾンの株式を売却したか？

A：していない。アマゾンの株価は3年後にはさらに2倍になると考えている。売る理由がない。第一、割高ですらない。2020年にデジタル化が加速し、アマゾンの増収率はほぼ2倍になったが、EV/EBITDA倍率（企業価値と利払い・税引き・償却前利益の比率）も、過去の水準のちょうど中間あたりだ。クラウドサービス事業であるアマゾン・ウェブ・サービス（AWS）がもし単体で上場すれば、5000億ドルの価値があるだろう。アマゾンの現在の時価総額は約1兆6000億ドルだ。2~3年後には、広告事業が少なくとも5000億ドル、AWSは1兆ドルの価値になる可能性がある。これだけでアマゾンの時価総額に匹敵するため、小売り事業は無価値に評価されていることになる。さらに、5年前はほとんど価値がなかったが今や250億ドルの価値がある企業間（B2B）事業もある。プライベートブランド事業もある。さらに追加的な事業機会として、配送事業もある。貨物輸送用航空機の保有を増やしており、配送用の電気自動車を10万台発注済みだ。宅配・航空貨物大手フェデックス<FDX>や宅配サービスのUPS<UPS>と少なくとも同程度の大規模なネットワークを有することになるだろう。能力の拡大は自らの事業のためのみならず、過剰な能力の外部販売も可能になる。コストを分担する範囲が広まり、自社向けの経済性は一層高まる。

Q：もし、今初めてアマゾンに投資するなら、いくら投資する？

A：財産の20~30%を投入する。リスクはほとんどない。独占禁止法の変更で、アマゾン分割しようとするなら、それも良い。もっと価値が高まる。

■ ビットコイン

Q：ビットコインで大儲けしたそうだが、保有する論理的根拠は？

A：ビットコインは、許認可が不要なピア・ツー・ピア（P2P）分散型ネットワークで、恒久的でハッキングされない。世界には2100万のビットコインしかなく、1850万が既にマイニング済みで、残りは250万だ。供給は昨年2.5%増加し、今年は2%の見込みだ。需要の伸びは2%前後だろうか？経済学入門のようだ。モルガン・スタンレーは顧客にビットコインを提供する予定だ。ゴールドマン・サックスもその予定で、大手銀行は全てそうするだろう。カナダやブラジルにはビットコインの上場投資信託（ETF）があり、米国でも5本が申請済みだ。世界に4700万人の億万長者がいるとして、全員が一つ欲しがっても数が足りない。さらに、企業のバランスシートには何千億ドルものキャッシュが眠っている。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>がキャッシュの全てをビットコインにつぎ込んだ話は有名だ。電気自動車大手テスラ<TSLA>もビットコインを買った。需給の非対称性が現状につながっている。

Q：世界はビットコインを必要としているか？

A：マネーサプライと銀行システムを政府が独占している今の経済体制の問題への解決策だと私は考えている。ビットコインを保有することで、デフォルト（債務不履行）の連鎖や、国有化による財産没収、インフレ、マネーサプライの膨張などの問題が解決する。

Q：ビットコインの価値をどう見積もるか？

A：ビットコインの大量保有者の多くは、デジタルゴールドとして見るのが最も良いと言っている。現物の金はアナログだが、ビットコインはデジタルで、価値の保存としては金よりはるかに優れている。10年間年率200%上昇してきたからではなく、現物の金を持って国を出ることが難しいからだ。ビットコインなら移動させるのに1秒もかからないし、分割も可能だ。宝飾用や中央銀行による保有、ETFなども含め、世界に10兆ドル相当の金があるという推定が一番当たっていると私は思っているが、ビットコインの時価総額は約1兆1000億ドルだ。金と同程度の価値になると想定すれば、まだ10倍になる。何千年も存在してきたのだから今後も決して変わらないとは言えない。ビットコインに関する考えを変えさせるものは何だろうか。アマゾン为例に挙げると、株価が上昇している最中は嫌われているが、体制の一部になり、賢明な人たちが保有し、著名投資家ウォーレン・バフェット氏が共同創業者ジェフ・ベゾス氏はビジネスの天才だと言い始めると、急に好かれるようになった。

■ GMは割安

Q：選好する割安銘柄はあるか？

A：ゼネラル・モーターズ（GM）〈GM〉を選好している。以前は、環境汚染で問題を引き起こす側だったが、今や解決策をもたらす会社だ。先陣を切って新車の全てを内燃式エンジンから電気自動車に切り替えようとしている。しかし、GMのバリュエーションは変化していない。サム・オブザ・パーツ分析に基づくと、現在の株価より50%高くても良いし、100%上昇も可能だ。予想株価収益率（PER）は8倍と、市場平均の約20倍と対照的だ。追加的な事業機会を鑑みれば、GMは割高ではない。今や誰もが気候変動への対処には何にでも熱心だ。自動車業界は全面的に改革されつつあるため、巨大な投資機会がある。市場の動きを見ると、テスラだけが全ての利益を吸い上げているかのように見えるが、自動車会社はどこも電気自動車を生産しており、研究開発を加速させているし、世界的な流通網を持っている。テスラが差別化されたプラットフォームを維持するのは今後困難になるだろう。私は最近、GMのキャデラックの最新モデルを見たが、電光石火のスピードが出そうで素晴らしい。GMのイメージを変えてくれるだろう。

By William Green
(Source: Dow Jones)

4.

ハイテク株は下落するのか - The FAANG Stocks Could Fall, if History Is Any Guide

[フィーチャー]

「ニフティ・フィフティ」の運命が繰り返される可能性

■ 1965年のミューチュアルファンドの活況



Bettmann Archive/Getty Images

本誌は1965年の11月1日に、「グロース株と科学関連企業の株に特化したファンドが9月の最終週に大当たりした」と書いている。これらのファンドに常連のように組み入れられていたのは、IBM<IBM>、事務機器大手ゼロックス<XRX>、製薬大手イーライリリー<LLY>、ゼネラル・エレクトリック<GE>、かみそりメーカーのジレットなどの銘柄だった。

その数カ月後、本誌は「魅力的な銘柄」を「詰め込んだポートフォリオ」を持つファンドは「素晴らしい市場パフォーマンス」を示したと書いた。製薬・日用品大手ジョンソン・エンド・ジョンソン (J&J) <JNJ>、写真用フィルムメーカーのイーストマン・コダック<KODK>、化学・電気素材メーカーの3M<MMM>、インスタントカメラを開発したポラロイド、化粧品メーカー持株会社レブロン<REV>、小売り大手のシアーズなどを組み込んだファンドは、これらの銘柄にけん引されて「ダウ工業株30種平均 (NYダウ) をここ数年で最も大きく上回った」。

「ニフティ・フィフティ」は現代のFAANG (フェイスブック<FB>、アップル<AAPL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、ネットフリックス<NFLX>、グーグルの親会社アルファベット<GOOGL>) の1960~70年代版だ。バリュエーションが非常に高く、それが市場のファンダメンタルズにほとんど基づいていないにもかかわらず、誰もが愛した有名な銘柄のグループである。

本誌のコラムニスト、アラン・エーベルソンなどの一部の観察者は、そのような不合理な投資は失敗につながると考えていた。そして、実際にそうだった。弱気相場を伴った1973~74年のリセッション (景気後退) は、後に住宅市場のバブル崩壊によって引き起こされたグレート・リセッション (大不況。当時も少数の巨大企業の株価急騰が先行した) が起きるまで、1930年以降で最長のリセッションとなった。

■ 今回の結末はこれまでとは違うのか



Paul Walters Worldwide Photography Ltd./Heritage Images/Getty Images

ニフティ・フィフティは、非常に堅調そうに見えたブルーチップ銘柄からなるグループの非公式な呼び名で、バイ・アンド・ホールド投資というアイデアが良く知られるきっかけとなった。ニフティ・フィフティの高い株価収益率（PER、50倍を超えることが多かった）はセールスポイントとなり、市場が認めた証であった。

だが、エーベルソンは疑いを抱いていた。1968年、彼はゼロックスの好調な四半期利益を理由として、同社を「あらゆる点で一流」と評価したが、同時に「15%の成長率は50倍強のPERを正当化するだろうか」という疑問も示した。

1972年5月、ニフティ・フィフティの株価は依然として高かった。当時、エーベルソンはNYダウ全体のPERを15倍と推定していたが、これは、イーストマン・コダックの42倍、コンピューター企業のパロースの42倍、化粧品メーカーのエイボン<AVP>の60倍、ゼロックスの53倍、小売企業クレスギ（後にKマートに改名）の40倍、コカ・コーラ<KO>の42倍、ポラロイドの90倍といった「グロース銘柄」のPERに比べると小さく見える。

事態は急速に変化した。1972年11月までに、本誌は、ミューチュアルファンドの償還額が年間で10億ドルを超えると報じた。1973年1月に弱気相場が正式に始まり、ニフティ・フィフティもその影響を免れることはできなかった。金融サービス持株会社T.ロウ・プライス<TROW>のグロース株ファンドは、2年間で50%下落した。

1974年7月、特にひどい相場が1週間続いた後で、トレーダーのコラムを担当していたローレンス・A・アーマーは「かつてのニフティ・フィフティはさらに大きな打撃を被った」と書いた。打撃を受けた銘柄にはコダック、総合テクノロジー大手ハネウェル<HON>、IBM、半導体大手テキサス・インスツルメンツ<TXN>などが含まれていた。1975年の終わりに、本誌は「『ニフティ・フィフティ』はウォール街の愚行を思い起こさせる嘲笑の代名詞だった」と書いている。「弱気相場と10年間のインフレによって高PER銘柄は沈んだ」。

■ FAANGは現代版ニフティ・フィフティ



CBS/Getty Images

1999年3月、本誌のアンドリュー・バリーは、マイクロソフト<MSFT>、ネットワーク機器大手シスコシステムズ<CSCO>、デル・コンピューター（現ITサービス会社デル・テクノロジーズ<DELL>）、製薬大手ファイザー<PFE>、小売り大手ウォルマート<WMT>などの銘柄の「著しい上昇」について考察した。「1970年代初頭の伝説的なニフティ・フィフティ市場以降、どんな銘柄のグループも、現在市場をけん引している銘柄の株価に近づいたことはない」と書いている。ITバブルが崩壊したのは、そのすぐ後だ。

現在、そのような高水準の株価を示しているのはFAANGである。今回は本当にこれまでとは違うのだろうか。アル・ルートは2018年10月に、ハイテク株は2000年には市場に対して200%のプレミアムで取引されていたが、FAANGのプレミアムはわずか30%であるとした。今年、グロース株が「下押し圧力を受けて」いるが、4月7日の本誌の記事の通り、アップル、フェイスブック、アルファベットなどの「より成熟したグロース企業」は好調を保っている。

ニフティ・フィフティ企業の全てが悪い結果となったわけではない。その多くは引き続き存続し、堅調である。また、本誌が1999年に掲載したジェレミー・シーゲルの調査によると、「1972年後半にニフティ・フィフティ銘柄を最高値で購入した投資家は、その後25年間、S&P500銘柄を保有しているのと同様リターンを獲得することができた」。

ただ、これらの「グロース銘柄」のリターンがそれほど高くなかったことは確かである。FAANGを購入して保持している投資家は注意が必要だ。

By Kenneth G. Pringle
(Source: Dow Jones)

5. キャピタルゲイン税率引き上げの影響は限定的 - A Capital-Gains Tax Hike

[コラム]

Wouldn't Be as Scary as It Sounds

市場は引き続きニュースに警戒

■ バイデン政権の増税案

22日、バイデン政権が富裕層に対するキャピタルゲインの大幅増税を提案するとの報道が出ると、ニュースの見出しを読み取るようにプログラムされた機械が主因となって株式市場は下落した。だが、人間の投資家はその内容をよく調べたためか、市場は翌日には回復した。

増税案は、年間所得が100万ドルを超える個人に対し、キャピタルゲインを通常の所得と同率で課税するというものだ。同時に個人所得税の最高税率を2017年の税制改革法（TCJA）の37%から39.6%に引き上げる。医療保険制度改革法（通称オバマケア）の投資所得に対する付加税の税率3.8%を含めると、富裕層のキャピタルゲイン税率は現在の23.8%から43.4%へほぼ2倍に上昇する計算になる。歴史的に税制面で優遇されてきたキャピタルゲインだが、初めて給与所得よりも高い税率で課税される可能性が出てきたということだ。ただし現時点では非公式な案にすぎず、投資家を対象とする税制変更についてはまだ疑問が多い。



Amr Alfiky/The New York Times/Bloomberg

■ 増税の対象

キャピタルゲインを給与所得と同等に課税する動きの一環として、配当が給与所得と同じ税率で課税される可能性がある。2003年以降、配当は低いキャピタルゲイン税率で課税され、企業と株主の二重課税が回避されてきた。

また遺産税の非課税枠も現在の1170万ドルから550万ドルに縮小されると言われている。ただし夫婦の場合は非課税枠が2倍になるため、実際の影響は少ないだろう。

最も影響を受けるのは相続財産のステップアップの廃止だろう。何年も前の投資が打撃を受けることになる。例えば1993年1月29日に登場した上場投資信託（ETF）のSPDR S&P500 ETF<SPY>に1万ドルを投資していれば現在15万9472.86ドルとなる（モーニングスター調べ）。現行法では、投資家の死亡時点での評価額を超える相続人の利益にのみ課税されるが、ステップアップが廃止されると当初の投資額1万ドルを超える売却益に課税されることになる。

バンク・オブ・アメリカのクレジット・ストラテジストであるハンス・ミケルセン氏は、増税案が企業のレバレッジ上昇など予想外の影響をもたらす可能性を指摘する。キャピタルゲイン増税は資本コストを上昇させ、法人税増税は税引き後負債コストを低下させる。つまり企業の信用力が低下し、デフォルトリスクが高まる。

■ 株価への影響は限定的

増税がさかのぼって適用されるとは考えにくいいため、投資家は現行のキャピタルゲイン税率を利用して今のうちに資産を売却することもできる。だが、UBSは顧客向けノートで、仮に増税案が承認されたとしても株価への影響は限定的だと言う。米国株のうち、課税対象となる投資家が保有するのはわずか25%であり、残りの75%は年金基金などの退職金口座、大学基金、外国人投資家など、キャピタルゲイン税の課税対象とならない人や団体が保有している。UBSはこれらの投資家が株式市場の下落局面で買い、株価を下支えすると予想する。

また投資家にはキャピタルゲインを回避する方法もある。資産売却を先送りすれば税率は高くなるかもしれないが、資産の継続的な成長による恩恵を受けられる。年によって収入が異なる投資家の場合、年間収入が100万ドル未満の年に資産を売却することもできる。また、寄付控除の利用や、非課税の地方債を購入することで課税所得を減らすことも可能だ。

バイデン政権の増税案がそのまま議会を通過することはないだろうが、引き続きニュースで相場が動く可能性はある、とAGFインベストメンツのチーフ米国ストラテジストであるグレッグ・バリエール氏は言う。「政権内の進歩派は企業や富裕層を非難し、市場は神経質な動きが続くだろう」

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

6. 市場で知られた材料でも市場に影響する可能性がある - When Stocks Get Spooked by What They Already Know
業績はほぼ織り込まれているが、金融政策でサプライズの可能性

[米国株式市場]

■ 増税検討のニュースで一時急落

全てが順調に進んでいる時には、ちょっとした悪いニュースでも大きく影響するもので、先週の株式市場は誰もが知っている情報に振り回された。

バイデン大統領の超富裕層に対するキャピタルゲイン税の引き上げは秘密にしていたというわけではなく、選挙公約であり、ゴールドマン・サックスは過去の増税が株式市場に与えた影響を調べたレポートを発表し（結論は大きな影響なし）、十分に注目を浴びたものだった。それ以降、増税の可能性は、ウォール街をはじめとするさまざまな場所で議論され、書かれてきた。

それでも、超富裕層に対するキャピタルゲイン税の上限を39.6%に引き上げることがバイデン政権が検討しているというニュースが「速報」されると、株式市場は急落し、S&P500指数は1時間足らずでその日の高値から安値まで1.3%下落した。

ただし、そのダメージは一時的なものだった。結局1週間で見るとS&P500種指数は0.1%安

の4180.17、ダウ工業株30種平均は0.5%安の3万4043ドル49セントとなり、ナスダック総合指数は0.3%下落して1万4016.81で引けた。もっとも、小さな変化に対して市場が少し敏感であるかもしれないことは示された。なお、小型株のラッセル2000指数は0.4%上昇して2271.86で週末を迎えた。

Dow Jones Industrial Average



Source: FactSet

■ 好業績は織り込み済み

CIBCプライベート・ウェルス・マネジメントの最高投資責任者（CIO）であるデーブ・ドナベディアン氏は、「サプライズではなかったが、市場は反応した。それでも、これまでのように市場が好調であれば、一時的な動きに動揺することはない」と述べる。

株価の下落につながったのは既知の悪いニュースだけではなく、既知の良いニュースもそうだった。これまで発表された第1四半期の決算は堅調で、85%がアナリスト予想を上回った。リフィニティブの過去の決算データによると、この比率は長期平均の65%、過去4四半期平均の76%でさえも大きく上回る。

しかし、最近見られるように、予想を上回るだけでは十分ではない。ウェルズ・ファーゴ・セキュリティーズのデータによると、先週の水曜日までに予想を超過する業績を発表した企業のうち、その後に株価が上昇した銘柄は約半数にとどまっている。そして、動画配信大手のネットフリックス<NFLX>が火曜日の決算発表後に7.4%の下落、半導体大手のインテル<INTC>が金曜日に5.3%下落するなど、有名な大企業で予想を上回る決算を発表した後に大きく下落した銘柄もある。

株式市場にとって企業業績、あるいは少なくとも業績に対する期待がより大きな問題となっても驚くことではない。ネッド・デービス・リサーチのシニア投資ストラテジストであるネッド・デービス氏によると、企業業績は第2四半期に43%、第3四半期に55%、第4四半期に75%の伸びが予想されている。一方、増益率の予想が20%以上であった場合、これまでの株式市場の年間上昇率はわずか2.4%だった。同氏は「本当に良い、あるいは悪い業績が発表される頃には、どちらの決算も市場に織り込まれているものだ」と記している。

S&P 500 Index



Source: FactSet

■ 金融政策に関連したサプライズの可能性

こうした状況でも株価が下がるのであれば、本当のサプライズがあった場合はどうだろうか。米連邦準備制度理事会（FRB）が今週水曜日に発表する金融政策に関する声明には誰も期待しておらず、パウエル議長は「インフレは一過性のものであり、当分の間金融政策を変更する必要はない」というシナリオにこだわると思われる。

しかし、そうすることはますます難しくなりそうだ。経済指標は改善を続けており、直近の新規失業保険申請件数は、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）後の最低水準を更新した。FRBは経済のこうした成長を認める一方で、物事をゆっくりと進める理由を示す必要がある。カナダ銀行（中央銀行）が国債購入額を減らすと発表し、ロシアが金利を引き上げたことで、状況はさらに難しくなった。INGのチーフ・インターナショナル・エコノミストであるジェームズ・ナイトリー氏は、「FRBは来週の会合で金融政策を変更することはないだろうが、経済が再開し、雇用が回復し、経済活動が活発になり、インフレ率が上昇していることから、期待感が高まっている」と書いている。

それが不安に変わらないことを祈りたいものだ。

NASDAQ Composite Index



Source: FactSet

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

7.

ネットフリックスの株価が上向くと考えられる五つの理由 - How Netflix

[ハイテク]

Could Become a Surprise Reopening Play

加入者基盤の成長余地は極めて大きく、動画配信サービスの競争激化は逆風ではない

■ 新規加入者数の伸び悩みを背景に株価は横ばいが続いている

この9カ月近く、ネットフリックス<NFLX>の株価は横ばいを続けている。昨年新型コロナウイルス感染症勃発後の数カ月で加入者数が急増した後、それがあだとなっている。2020年上半期の純新規加入者数はそれ以前の5四半期分にほぼ相当する約2600万人となったが、直後の第3四半期は220万人にとどまった。それ以降、株価はレンジ内で推移している。直近の株価は過去最高値を14%下回る506ドルだ。



Saeed Adyani/Netflix

先週発表された2021年第1四半期の純新規加入者は400万人にとどまり、会社予想の600万人を大きく下回った。第2四半期の会社予想はわずか100万人で、過去最低を更新することになりそうだ。

だが、同社が発表する業績の中で加入者数だけに注目すると、短期的なノイズに惑わされる可能性が高い。以下、最近の軟調な株価が買いの機会をもたらしていると考えられる五つの理由を述べる。

■ 成長余地は非常に大きい

サブスクリプション型のストリーミング動画配信サービスはメディア・エンターテインメント業界に革命を起こしているが、市場が飽和するのはずっと先のことだ。エバーコアISIのアナリスト、マーク・マハニー氏は、ネットフリックスの加入者数が現在の2億人強から最終的には5億~10億人に増加すると考えている。

マハニー氏は、ブロードバンドを使用する米国の世帯のネットフリックス加入率は約60%に達しており、世界の他の地域（中国を除く）で米国と同じ加入率に達しないと考える理由はないと指摘する。しかも、複数の調査によると、米国以外の国と地域ではネットフリックスに対する顧客満足度が米国よりも高く、その一方で競争は少ないという。

バーンスタインのアナリスト、トッド・ユンガー氏はリサーチノートの中で、サブスクリプション型動画配信サービス（特にネットフリックス）が成熟に近づいているという考えを「断固として否定する」と書いている。さらに同氏は、世界の有料テレビ加入世帯の数は最近のピーク時に8億世帯だったと指摘したうえで、サブスクリプション型動画配信サービスが家庭における主要な動画視聴手段となり、ネットフリックスが「最強の」サービスであり続けるとすると、「そうした8億世帯が将来的に同社のサービスに加入する可能性が高いと考えるのが妥当と思われる」と述べている。これは、ネットフリックスの加入者数が現在の4倍に達する可能性があることを意味する。

■ ネットフリックスは経済再開銘柄である

ネットフリックスは、加入者数の伸びが短期的に減速している理由として、昨年の「需要の前倒し」効果だけでなく、新型コロナウイルスの世界的流行を背景に映画およびテレビ番組制作ペースが鈍

化したことによる2021年上半期の新作コンテンツ不足を挙げた。だが今年後半には、特に人気の高いシリーズの多くの配信が再開され、公開が先送りされていた幾つかの大ヒット映画の配信も始まる。

キーバンクのアナリスト、ジャスティン・パターソン氏は、Netflixが巣ごもり銘柄から経済再開銘柄に変化しつつあると考えている。従来の見方は、屋外での娯楽の選択肢が復活するにつれて一部の消費者がストリーミング動画に背を向けるというものだった。だが、同氏は今年後半の強力な新作コンテンツが加入者基盤の成長を再加速させると考えている。

■ 既存加入者はNetflixのサービスを気に入っている

今年第1四半期の純新規加入者数は予想を下回ったものの、解約率は低下している。これは、既存の加入者がNetflixのサービスにこだわる傾向が増していることを示唆する。実際、一部の市場で料金が引き上げられたにもかかわらず、1世帯当たりの平均視聴時間は増えている。

しかも、Hulu（フルー）、ディズニー+、アップルなどとの競争激化が予想される中、Netflixから他のサービスへの乗り換えが起きているという証拠はない。マハニー氏が実施した前回の消費者調査では、回答者の74%が二つ以上、47%が三つ以上のストリーミングサービスに加入したいと考えていることが明らかになった。

■ キャッシュフローは2021年に損益分岐点に達する

第1四半期の新規加入者数が未達となったことが注目される中でほとんど忘れ去られていた事実が、Netflixが同四半期に5億ドルの債務を返済したにもかかわらず6億9200万ドルのフリーキャッシュフローを創出したことだ。同社は、コンテンツ制作が再び本格化する中で2021年通期のキャッシュフローが損益分岐点に達すると予想している。しかも同社は50億ドルの自社株買いプログラムを発表した。同四半期の営業利益率は前年同期の16.6%から過去最高の27.4%に跳ね上がった。

■ 好循環が生まれている

Netflixは好循環の恩恵を受けている。すなわち、加入者が増えてコンテンツに費やす収益が増え、それによって質の高いコンテンツが生まれ、より多くの視聴者を魅了している。同社は2021年のコンテンツ制作費を170億ドルとする計画だ。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

8. 米連邦準備制度理事会（FRB）が注目しているインフレ率に盲点 - The Fed's Inflation Blind Spot: Already-Surging Grocery and Housing Prices 食料品と住宅の価格は既に急上昇

[米国経済]

■ コモディティー価格急上昇



Michael Loccisano/Getty Images

先週1週間だけでトウモロコシの価格は8%上昇して2013年以来の高値に達し、大豆と小麦の価格も2014年以来の最高値を付けた。コモディティー・リサーチ・ビューロー（CRB）の食品指数は、穀物の他にも豚、バターおよび砂糖などを含んでおり、年初来で15%上昇して2012年夏以来の最高水準になっている。同時に3月の中古住宅価格は前年同月比17%上昇しており、上昇率は過去最高になった。

政策決定者、ひいてはトレーダーおよび投資家が注目する公式のインフレ率は、上記品目の価格の急上昇を正確には反映していない。米連邦準備制

度理事会（FRB）および多くのエコノミストはコアインフレ率、つまり、価格変動の激しい食品とエネルギーを除く指数を重視する。住宅に関しては、エコノミストは家屋を消費される財またはサービスではなく資産と見なしているため、注視されているインフレの指標に住宅価格は直接的には反映されない。

継続的かつ大幅に変動しているそれらの価格を無視することは大きな盲点を残し、公式な統計値の示すことと人々や企業の感覚との間に溝を生み出すことになる。労働省のデータによると、食品と住宅の支出の合計は家計の所得の27%、支出の33%を占める。現実世界の価格がインフレ期待を形成し、それが実際のインフレ率を決定することになる。つまり、認識が現実になるのである。

ボストン大学のフランセスコ・ダクント教授は、消費者が食料品を買う時に目の当たりにしている物価によって、インフレ期待が形成されることを見いだした。同教授は、食品価格の上昇率が約3%で推移しているために、発表されるコア消費者物価指数（CPI）上昇率の約2倍でインフレが進行していると消費者が考えていると語る。平均的な人々は、ポークチョップの値段を9%押し上げているサプライチェーンの問題を気にしておらず、ダクント教授の研究は、インフレ期待が大幅に変化するまでに6~12カ月かかることを示している。同教授は、これまでの食品価格の上昇を考慮すると、そのタイミングは2~3カ月先だと言う。

ダクント教授は、「消費者が考えていることが重要」であり、政策決定者は消費者が最も身近に接している品目を除外することで、「現状を全く反映していない想定に基づいて政策を決定している」可能性があると言う。

■ 厄介なシェルターの要素

Up...

A broad index of agricultural commodities is up 15% this year, near the highest level since 2012.

CRB FOOD Index, April 2011 to present



Sources: Bleakley Advisory Group; Bloomberg

食品価格はコアインフレ率の指標から単に除外されているが、住宅の扱いはもっと複雑だ。毎月のCPIにおける住宅の要素を計算するために、政府のエコノミストはいわゆる持ち家の帰属家賃を用いている。住宅価格が毎月のように大幅に上昇している中で、消費者物価指数における「シェルター」（賃料などの住居・宿泊関連）の項目の上昇率が2%未満で推移しているのはおかしいと思うかもしれない。だが、それ以上に住宅の扱いに関して議論を引き起こしているのは、インフレ率算定の基準となる財・サービスのバスケットにおけるシェルターの大きなウエートである。シェルターはコアCPIの40%を占めている。そのため、現在の住宅ブームにおいては、社会保障給付から税金区分、さらには金利までの全てを調節する根拠となっているコアCPIを押し下げるバイアスが かかっているのではないかという批判も招いている。

完全な手法はなく、どの手法にも欠点はある。ただ、手法に対する不満以外にも、シェルターの数字には注意が必要だ。シティグループのエコノミストであるベロニカ・クラーク氏は、帰属家賃の着実な上昇が3月のCPIの最も重要な要素だったと言う。それは、同氏の予想よりも約5カ月早く到来した。クラーク氏によれば、住宅価格の2桁台の上昇はCPIや個人消費支出（PCE）のデフレーターに直接は反映されないものの、住宅価格は賃料に先行する傾向があり、1年遅行してシェルターの要素を押し上げる。住宅価格が上昇を開始したのはパンデミック（世界的流行）が始まった頃だったため、「賃料に反映される時期に差し掛かりつつある」と同氏は述べる。

シェルターを注視する価値がある理由は、それが基調的なインフレ率のペースを表すと考えられるからだ。シェルターの価格は大きくは変動せず、数カ月の緩い上昇基調が一般的にその後の長期的な上昇の予兆となるため、「シェルターの変動は一時的なもののみなされるべきではない」とクラーク氏は語る。

帰属家賃の上昇とその波及効果としての将来の賃料上昇は、インフレ率の上昇が一時的であり、前年の低いハードルとパンデミックの打撃が大きかった地域の短期的な反発の結果であるという見解とは相いれない。クラーク氏は、インフレ率上昇に対するFRB高官の態度として、「今後数カ月は軽視するだろう」と言う。しかし、今年後半にシェルターの価格が強含めば、インフレ率の一層根強い上昇要因が明らかとなり、現在の政策スタンスにとっての課題になるだろう、と同氏は語る。

不動産情報サイトのリアルター・ドット・コムによる先週のレポートは、賃料が3月に、昨年夏以降で初めて上昇したことを示しており、住宅価格上昇が賃料に既に影響を及ぼしていることを示唆している。

■ インフレヘッジ

... and Up

The price of existing homes surged 17% in March from a year ago, the fastest pace on record.

Housing Prices, Year Over Year Change



Source: National Association of Realtors

JPモルガン・ファンズのチーフ・グローバル・ストラテジストであるデービッド・ケリー氏によると、現在の警戒信号の先を見ると、莫大（ばくだい）な額の財政刺激、繰延需要、労働力の限定的な供給など、今後数年間にインフレ率が上昇すると考えられる多くの理由がある。そのような環境は、債券と株式に対する脅威になるとともにインフレ調整後の現金の価値も損なうことになるため、コモディティー全般に投資するファンドを通じてコモディティーに対する追加的なエクスポージャーを投資家は検討すべきだと同氏は語る。ケリー氏は、コモディティー価格の上昇は長期的に見るとインフレ率に匹敵するが、インフレ率が高い時にはコモディティーがアウトパフォーマンスする傾向にあると言う。不動産も同様だ。

価格決定力のある企業も恩恵を受けることになる。第1四半期決算の説明会もそれを示唆しており、清涼飲料大手のコカ・コーラ<KO>、一般消費財メーカーのプロクター・アンド・ギャンブル（P&G）<PG>、ファストフード・チェーンのチポトレ・メキシカン・グリル<CMG>の経営陣は、投入コスト上昇に対応した値上げについて言及した。ケリー氏は銘柄選択に関して、金利上昇

は株価収益率（PER）が高い銘柄にとってより大きな脅威になるため、PERが低い銘柄に焦点を当てるべきだと述べている。

投資家にとって、食品と住宅の価格の上昇は両刃の剣だ。それらはインフレと金利の方向性とペースを予測するのに貢献するだけでなく、投資家がインフレヘッジを模索すべき理由であり、またそれ自体がインフレヘッジの手段を提供する存在でもある。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

9.

年金基金積立率の大幅な改善も終わりに近づきつつある - Pension Funds Are

[コラム]

Looking Healthier. That Probably Won't Last.

積立率維持のためリスク資産圧縮へ

■ 債券利回り上昇はポジティブ要因



NYSE

年金投資の世界では、悪いニュースはしばしば良いニュースになり得る。今年の第1四半期は債券にとって過去40年以上で最悪だった。米国10年国債は利回りが0.83%ポイント上昇した結果、トータルリターンはマイナス7%近くになった。一方、米国の課税対象債券市場をカバーするブルームバーグ・バークレイズ米国総合債券指数は3.37%下落した。

直感に反するかもしれないが、福利厚生コンサルティング大手のミリマンによれば、利回りの上昇は企業年金上位100基金の資産と負債のギャップの縮小に貢献している。これは、高格付社債を使用

した計算式に基づいて将来の年金給付をより高い金利で割り引いた結果、年金債務の現在価値が1790億ドル減少したことが主な要因だ。また、運用資産の過去12カ月間の平均リターンが18.6%であったため、年金基金の積立水準は2040億ドル改善している。しかし、ミリマンの報告によれば、第1四半期は資産残高が190億ドル減少している。

大手金融機関ウェルズ・ファーゴのマクロストラテジスト、ザッカリー・グリフィス氏は調査レポートで、重要なのは最も規模が大きいこれらの企業年金基金の3月末時点の積立水準が98.4%に達し、2020年7月に記録した低水準から17%ポイントも回復したことだと指摘している。7月中、当時、ベンチマークである10年国債の利回りは8月4日に付けた史上最低の水準である0.50%近辺に向けて低下しているところだった。

■ 積立水準維持のための債券ヘシフト

積立水準が回復したことで、大手企業基金はポートフォリオ配分を株式から債券投資にシフトさせることにより、「リスク資産圧縮」に動いている。債券が不調で株価が高値を更新していることからすれば、これも直感に反するかもしれないが、バランス運用のポートフォリオ運営では、価値が上がった株式投資を減らし、価格の下がった債券を増やすことになる。

しかし、年金基金の場合は、そうしたリバランスを超えた調整が行われる。大手金融機関JPモルガンのグローバル・マーケット・ストラテジー・チームのレポートによれば、年金基金は債券に資金を移動させることにより、改善した積立水準にロックインできるのだという。株価の急騰によるものであれ、債券利回りの急上昇によるものであれ、積立率の改善が大きければ大きいほど、債券にシフトするインセンティブは大きい。

JPモルガンのレポートによれば、今年はこのリスク資産の圧縮が株式にとって逆風となり、債券にとっては追い風になっているという。しかし、ウェルズ・ファーゴのグリフィス氏は、4月は株価の上昇が落ち着き、債券も価格が上昇して利回りが低下したことから、これ以上のリバランスは限定的だろうと予想している。同氏の推定によれば、さらに100億ドルのリバランスを起こすには、S&P500指数が月末までにこれまでの最高値からさらに10%上昇し、10年国債の利回りが0.30%ポイント上昇する必要があるという。この短期間にそれだけの上昇が起きる見込みはほとんどない。

公的年金基金も第1四半期に恩恵を受け、上位100基金の平均積立率は79%まで上昇した。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）が始まり、市場が動揺した2020年第1四半期の66%という恐ろしい水準と比べれば、これは大幅な改善だ。しかし、ミリマンは、「パンデミックの長期化で公的年金に掛金を拠出する年金スポンサーの能力がどれくらいの影響を受けるかまだ分からない」と指摘する。

大規模な公的年金基金の第1四半期末時点の年金債務は5兆5550億ドル（2020年末は5兆5130億ドル）に上るといふ。しかし、全ての基金が同じ財政状態にあるわけではない。積立率90%以上の基金が31ある一方で、47基金は60~90%、22基金は60%未満となっている。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - How Soon Before the Chip Shortage Ends? Taiwan Semi Looks [経済関連スケジュール] to 2022

半導体不足はいつまで続くのか？ TSMCは2022年を見据える

■ TSMCは生産能力を拡張



新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）から半導体チップが世界的な不足になろうとは、誰が予想しただろうか？ 実際、半導体不足は、車やビデオゲームから電化製品に至るまで、多くの業界に波紋を広げている。事態を招いた原因は、サプライチェーンの混乱、高コストで柔軟性に欠けるファウンドリー（半導体受託製造企業）、大量生産のチップから利益率の高い最先端チップへの移行、さらには在庫の積み増しなどが絡み合い複雑だ。だがその影響は、工場の停滞と消費者への供給不足と明確だ。

この状態は、いつ解消されるのだろうか？ 半導体大手インテル<INTC>のパトリック・ゲルシンガー最高経営責任者（CEO）は、本誌に対して世界的な不足の解消には2年かかるだろうと述べている。インテルは、売り上げでは引き

Illustration by Elias Stein

続き世界最大の半導体企業だ。

台湾の半導体製造会社である台湾積体電路製造（TSMC）＜TSM＞のC.C.ウェイCEOは、決算コンファレンスコールで自身の見解を語った。同氏は、他社の半導体部品の受託製造を行うトップ企業として、生産能力を拡大し、自動車関連顧客を最優先すると発表した。同氏は、半導体不足は第2四半期までには軽減されると予想する。一方で需要は引き続き旺盛だとし、「半導体不足は今年いっぱい続き、2022年も続く可能性がある」と述べる。

TSMCは生産能力拡大などの目的で、今年約300億ドルを設備投資に回す予定だ。同社は、設備投資に250億ドルから280億ドルを投資し、今後3年間で約1000億ドルを投じる予定だと語った。

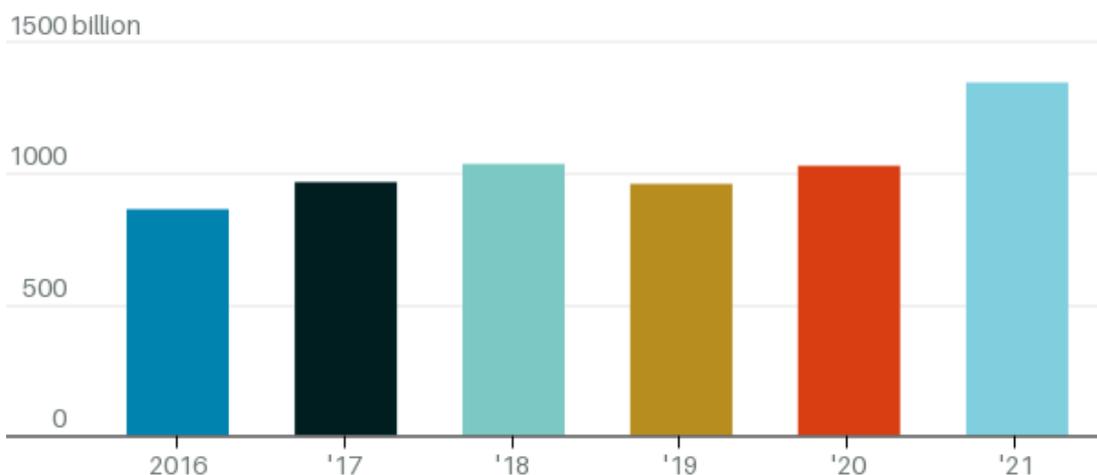
バーンスタインのマーク・リー氏は、投資家は、第2四半期の期待外れの利益率（マージン）予想や高バリュエーションを株価の悪材料と見るかもしれないと記す。しかし、利益率が低いことは、同社がより高度な製造テクノロジーへ投資を行っているサインであり、投資の効果は今後表れるだろうとつけ加えている。

■ 今週の予定

Where's the Supply?

Chip demand has rebounded after a soft 2019, with estimated shipments in 2021 at record levels.

Worldwide Semiconductor Unit Shipments, 2016 to 2021



Note: 2021 is estimated

Source: Statista/IC Insight

4月26日（月）

- ・ 金融サービスのアメリプライズ・ファイナンシャル＜AMP＞、半導体開発用ソフトウェアのケイデンス・デザイン・システムズ＜CDNS＞、半導体メーカーのNXPセミコンダクターズ＜NXPI＞、エレベーター・メーカーのオーチス・ワールドワイド＜OTIS-W＞、無線通信インフラ企業SBAコミュニケーションズ＜SBAC＞、電気自動車メーカーのテスラ＜TSLA＞が四半期決算発表。
- ・ 3月の耐久財受注発表。耐久財受注額のエコノミスト予想は、前月比2.2%増の2600億ドル。

4月27日（火）

- ・ 化学・電気素材メーカー大手3M＜MMM＞、半導体大手アドバンスト・マイクロ・デバイシズ

<AMD>、グーグルの親会社であるアルファベット<GOOGL>、バイオ医薬品大手アムジェン<AMGN>、金融サービス持ち株会社キャピタル・ワン・ファイナンシャル<COF>、製薬大手イーライリリー<LLY>、大手複合企業ゼネラル・エレクトリック<GE>、独立系資産運用会社のインベスコ<IVZ>、IT大手マイクロソフト<MSFT>、金融サービス企業MSCI<MSCI>、飲食品メーカーのモンデリーズ・インターナショナル<MDLZ>、航空機関連機器メーカーのレイセオン・テクノロジーズ<RTX>、コーヒーチェーン大手スターバックス<SBUX>、半導体大手テキサス・インスツルメンツ<TXN>、貨物運送大手ユナイテッド・パーセル・サービス<UPS>、クレジットカード大手ビザ<V>が決算発表。

・4月のコンファレンス・ボード消費者信頼感指数発表。エコノミスト予想は111.1で、ここ1年で最高を記録した3月をわずかに上回る。

4月28日（水）

・アップル<AAPL>、給与計算代行大手オートマティック・データ・プロセッシング<ADP>、航空機大手ボーイング<BA>、先物取引所グループの持ち株会社CMEグループ<CME>、オークションサイト運営のイーベイ<EBAY>、世界各国でデータセンターを展開するエクイニクス<EQIX>、フェイスブック<FB>、自動車大手フォード・モーター<F>、防衛大手ゼネラル・ダイナミクス<GD>、医療保険大手ヒューマナ<HUM>、格付け会社ムーディーズ<MCO>、大手鉄道持ち株会社ノーフォーク・サザン<NSC>、半導体大手のクアルコム<QCOM>、カナダのEコマース・プラットフォーム企業ショッピファイ<SHOP>、ファストフードチェーン運営ヤマ・ブランズ<YUM>が四半期決算発表。

・米連邦準備制度理事会（FRB）が連邦公開市場委員会（FOMC）後に金融政策を発表。ここ3か月で国債利回りが急上昇し、さらに2021年の国内総生産（GDP）は6.5%増と予想されている中、FRBは政策金利を2023年いっぱいまでゼロ付近に据え置くとしている。

4月29日（木）

・米商務省経済分析局が、2021年第1半期の国内総生産（GDP）速報値を発表。コンセンサス予想は季節調整済み年率換算で5.6%増。2020年第4四半期の4.3%を上回る。

・たばこ・ワイン製造持ち株会社アルトリア・グループ<MO>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、基地局（タワー事業）運営の不動産投資信託（REIT）のアメリカン・タワー<AMT>、製薬大手ブリistol・マイヤーズ・スクイブ<BMY>、建設機械メーカー大手キャタピラー<CAT>、ケーブルテレビ大手コムキャスト<CMCSA>、チョコレートメーカー大手のハーシー<HSY>、証券取引所運営会社インターコンチネンタル・エクスチェンジ<ICE>、加工食品メーカー大手クラフト・ハインツ<KHC>、クレジットカード大手マスターカード<MA>、ファストフードチェーン大手マクドナルド<MCD>、医薬品大手メルク<MRK>、鉱山会社のニューモンント<NEM>、防衛大手のノースロップ・グラマン<NOC>、金融サービス会社のS&Pグローバル<SPGI>、科学関連サービス企業サーモ・フィッシャー・サイエンティフィック<TMO>、ツイッター<TWTR>が決算コンファレンスコールを開催。

・全米不動産協会（NAR）が3月の中古住宅販売保留指数を発表。コンセンサス予想は前月比マイナス6.5%（2月は同マイナス10.6%）。

4月30日（金）

・バイオ医薬品企業アッヴィ<ABBV>、シカゴ・オプション取引所を運営するCBOEグローバル・マーケット<CBOE>、ケーブルテレビ・携帯電話サービスのチャーター・コミュニケーションズ<CHTR>、石油大手シェブロン<CVX>、消費財メーカーのコレゲート・パルモリブ<CL>、石油大手エクソンモービル<XOM>、総合林産企業ウェアハウザー<WY>が四半期決算を発表。

・米商務省経済分析局が3月の個人所得・消費支出を公表。個人所得は前月比20.5%増の予想（2月は同7.1%減）。個人消費支出（PCE）は同4%増の予想（2月は同1%減）。個人所得の大幅上昇

の予想は、3月に成立した新型コロナウイルス対策のための「米国救済計画法」による個人給付金を反映したものとなる。

・ 4月のシカゴ購買部協会景況指数（シカゴPMI）発表。エコノミスト予想は63と、3月の66.3から低下。

By Max A. Cherney
(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』 2021/04/25

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