

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2021/10/31

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 電気自動車の未来のカギを握るのはバッテリー - Better Batteries Are the Key to an EV Future. Here's How to Play It. [カバーストーリー]
注目の投資先を紹介 P.1
2. ディーファイ、暗号資産の新たなフロンティア - The New Frontier of Digital Assets Is Called DeFi. It's Wilder Than Ever. [暗号資産]
当局の規制は困難、個人投資家にはリスク大 P.5
3. ビジネスモデルに問題抱えるロビンフッド - Robinhood Wants to Be Taken Seriously. Its Business Model Says Otherwise. [フィーチャー]
暗号資産や高リスク取引に依存 P.8
4. MSCIが世界産業分類基準の変更案提示 - Another Sector Shake-Up Could Have a Huge Impact on Some Index Funds [ファンド]
インデックスファンドに大きな影響も P.10
5. 巨大ハイテク企業規制で気に掛けておくべきこと - When It Comes to Regulation, Here's What Tech Investors Should Worry About [インタビュー]
投資銀行カウエンのギャラント氏に聞く P.12
6. 株の売り材料は多いが、売るなかれ - There Are Many Reasons to Sell Stocks. Don't. [米国株式市場]
株価上昇を示唆する指標も P.15
7. インフレが長引く可能性 - Inflation Could Persist Because Productivity Growth Is a Problem [米国経済]
問題は生産性の伸び P.17
8. 「リベンジ旅行」でクルーズ船株は上昇するか - 'Revenge Travel' Could Boost the Cruise Lines. What It Means for the Stocks. [フィーチャー]
コロナ禍の痛手から抜け出しつつある業界の展望 P.19
9. FRBの金融引き締めでも資金は去らず - Easy Money Will Stay Even if the Fed Tightens. That's Good for Stocks. [コラム]
中立金利の水準はもっと高い P.21
10. 今週の予定 - 9 Potential Winners of Facebook's Big Spend [経済関連スケジュール]
メタの巨額投資で恩恵を受けるかもしれない9社 P.23

※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. 電気自動車の未来のカギを握るのはバッテリー

[カバーストーリー]

Better Batteries Are the Key to an EV Future. Here's How to Play It.

注目の投資先を紹介

覇権を狙う大手自動車メーカー



Illustration by Senor Salme

世界の自動車メーカーと電気自動車（EV）の未来に立ちふさがる障害は、無数の自動車を動かすためのバッテリーのみである。自動車業界はこの問題を資金力で解決できていると考えている。

例えば、自動車大手フォード・モーター<F>は単一の案件としては同社史上最高額の投資計画を発表した。同社とそのパートナーは、今後数年間でバッテリー製造施設の建設に114億ドルを支出する予定だ。114億ドルのうち70億ドルはフォードが支出し、残りは韓国のバッテリーメーカーのSKイノベーション<096770.韓国>が負担する。製造施設では約7500人の労働者が雇用される予定だ。フォードは2025年までに年間でEV100万台以上分のバッテリー製造を見込む。同社の北米EV拠点担当ディレクターのグレッグ・クリステンセン氏は、「これがなければ勝てない」と語る。

バッテリー業界の覇権を握るため、大規模な計画を立てている企業はフォードだけではない。ゼネラル・モーターズ（GM）<GM>は2025年までの自動車の電化への投資予定額を270億ドルから350億ドルへ引き上げた。フォルクスワーゲン<VOW3.ドイツ>は2030年までに欧州で6件のバッテリー製造施設を建設予定である。

テスラ<TSLA>は従来型の自動車メーカーを大きくリードしているが、バッテリーの容量と技術への投資を続けている。全体として、世界の自動車市場の約50%を占める自動車メーカーが、2020年代末までにバッテリーの開発と製造に合計約750億ドルを投資すると見込まれる。

自動車メーカーは、EVに関する目標を達成するには、2020年代半ばまでに業界全体のバッテリー生産能力を4倍に拡大しなければならないと認識している。製造工程を大幅に効率化し、コストを引き下げる必要もある。全世界に広がったサプライチェーンと競争上の圧力を踏まえると、これは非常に大きな課題である。

しかし、失敗は許されない。そして、賢明なメーカー、抜け目ないサプライヤー、その投資家にとっての機会は膨大だ。上場投資信託（ETF）のフューチャー・ファンド・アクティブ<FFND>のマネージャーであるゲーリー・ブラック氏は、「EVの普及は当社の想定より速く急激に進んでいる」と語る。

原材料はコバルトからニッケルへ

What A Ride!

The LIT ETF, which tracks global companies involved in the lithium industry and battery technology, has rallied 119% in the past year, against a gain of 39% in the S&P 500.

Global X Lithium & Battery Tech ETF (LIT) vs. S&P 500



Source: FactSet

EVでは充電式のリチウムイオンバッテリーが使用される。リチウムイオンバッテリーのエネルギー密度は1キログラム当たり約200ワット時で、他の種類のバッテリーの約4倍である。

最近注目されているのは、バッテリーの原材料とそれが採掘される場所だ。例えばカソード（正極。バッテリーに電子が流入する極）に使用されるコバルトは、年間生産量の約70%がコンゴ民主共和国で採掘されているが、同国では重大な人権侵害が起きており、採掘慣行は業界のベストプラクティスに遠く及ばない。

テスラなどのEVメーカーはコバルトからニッケルへ移行しつつある。ニッケルはコバルトに比べて埋蔵量が豊富だけでなく、パフォーマンスも改善する。テスラのイーロン・マスク最高経営責任者（CEO）は「当社の（航続距離が長い）ロングレンジモデルではニッケルベースのカソードを使用しているが、コバルトベースのカソードだと思われる」と述べた。

アノード（負極）に利用される黒鉛も、多くは中国で採掘されるため注目されている。GMなどの自動車メーカーは、リチウム金属とシリコンから成るアノードに着目しているが、その理由は地政学的な懸念ではなく、黒鉛よりもパフォーマンスが高く、割安な可能性があるためだ。

リチウムイオンバッテリーの中心となるリチウムは埋蔵量が非常に多い。世界のリチウム生産量の約半分が自動車向けで、2020年代半ばまでに生産量は3倍以上に増加すると見込まれる。さらに、2025～2030年の間にも生産量は倍増すると予想されている。リチウム生産が拡大するスピードには限界があるが、その理由は資源量ではなく技術者の不足である。世界最大のリチウム採掘業者の1社であるアルベマール<ALB>のケント・マスターズCEOは、「原材料や資金ではなく、人材が制約となっている」と語る。

EVや電気トラックなどの増産の妨げとなっているのは、バッテリーサプライチェーンの残りの部分である。EVバッテリーの原材料は世界各地から中国に集められ、ほとんどのカソードは同国で製造される。さらに、日本、韓国、中国のメーカーがカソードとアノードをバッテリーセル（バッテリーを構成する個々の電池）に変える。

バッテリーセルが充電され、利用できる状態になると、米国やメキシコのテスラやフォードなどの工場に出荷され、そこで自動車を組み立てられる。この時点までにバッテリーとその原材料は何万マイルも移動しており、移動距離が長過ぎる上にコストも非常に大きい。これは従来型の自動車メーカーが十分な量のEVを生産できない理由の一つだ。

バッテリー製造コストがEV量産のネックに

Best Bets on Batteries

Legacy automakers, lithium producer Albemarle, and Korean chemicals giant LG Chem could be among the big winners in the race toward vehicle electrification.

Company	Recent Price	Market Value (bil)	2022E P/E
General Motors / GM	\$54.60	\$79.50	8.1
Ford Motor / F	16.95	67.6	9.0
Volkswagen / VOW3.Germany	€194.78	144.6	8.9
Albemarle / ALB	\$245.83	28.7	45.2
LG Chem / 051910.Korea	850,000 KRW	51.4	19.5

E=estimate.
Source: Bloomberg

現在、EVに使用されるバッテリーのコストは1キロワット時（kWh）当たり約140～150ドルである。1kWhのバッテリーで走れる距離は、自動車のサイズなどにもよるが、3～5マイル（約4.8～8.0キロメートル）だ。1回の充電で不安なく十分な距離を走れる電気セダンに80kWhのバッテリーが搭載されているとしよう。このバッテリーのコストは約1万2000ドルで、ロングレンジのテスラ「モデル3」の価格の25%近くを占める。

業界は2020年代末までに1kWh当たりのバッテリーコストを60ドルに引き下げたいと考えている。それにはバッテリーとその製造プロセスのあらゆる部分の改善が必要だ。現地でバッテリー生産体制を構築し、組み立て作業と統合することで、1kWh当たり何十ドルものコストを削減できる可能性がある。GMはコバルトの使用を減らすことで既にEV販売価格の約400ドルの値下げを実現している。

コスト削減は生産の現地化から始まる。現在、中国はリチウムイオンバッテリーの生産能力の約75%を占めるが、それは同国が最初にEVを広く導入した国の一つだからだ。2020年代半ばには、中国のシェアは40%に低下し、米国と欧州は合計で世界のバッテリー生産の60%を占めるようになるだろう。

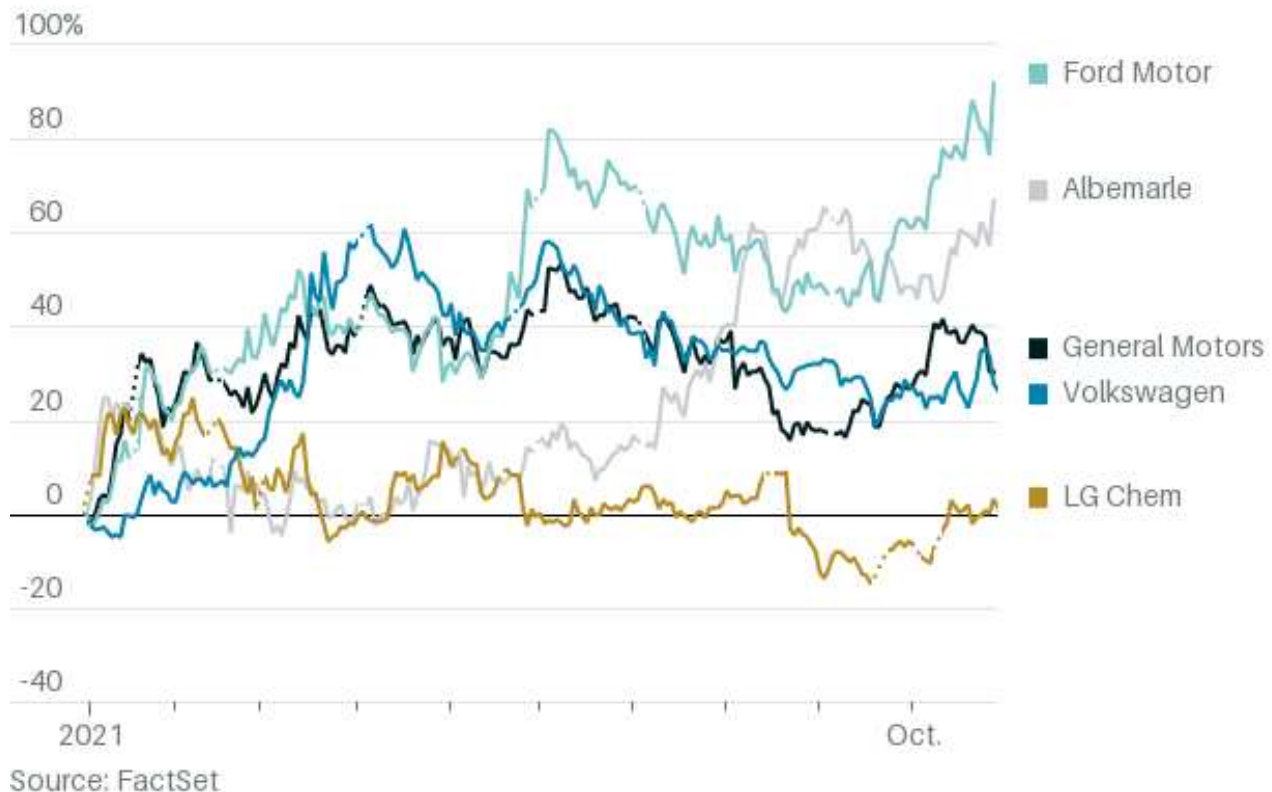
2025年においても、依然としてサプライチェーンは広範囲に広がっているだろうが、自動車メーカーが世界各地にバッテリーを出荷する必要はなくなるはずだ。これにより、物流コストの一部が削減される。さらに、GMの電化戦略兼セルエンジニアリング担当ディレクターのティム・グリュー氏によれば、こうした変化によって、自動車メーカーはバッテリーのイノベーションのペースや、採用するバッテリーの種類をコントロールできるようになる。

バッテリーサプライチェーンの急速な再構築には日本の大手自動車メーカーも関わっている。トヨタ自動車<7203>は2030年までに約140億ドルをバッテリーに投資する計画を発表した。同社は同年までに年間800万台のハイブリッド車と完全電気自動車を販売することを目標としており、バッテリーはこれらの自動車の動力源となる。ホンダ<7267>と日産自動車<7201>の目標はやや具体性に欠ける。日産は2030年までに米国の自動車販売台数の40%をEVとし、2050年までにカーボンニュートラルの達成を目指す。ホンダは2030年までに年間販売台数の3分の2を「電化」としている。これにはプラグインハイブリッド車と燃料電池車が含まれる。

業界の変革によって、比較的小規模なEVメーカーにとってのリスクは増大している。フォードやフォルクスワーゲンなどの従来型の自動車メーカーは、EVのイノベーションに関してはテスラに後れを取っているかもしれないが、今や事業規模は十分に拡大しつつある。小規模なEVメーカーは高コストのバッテリーを搭載しなければならないリスクを負っている。

アルバマールとLG化学に注目

How Their Stocks Stack Up



GMとフォードの株価収益率（PER）は通常、どちらも1桁となっている。一方、S&P500指数の2022年予想PERは約20倍である。両社のPERが市場全体に及ばない理由は、成長していないからだ。フォードの2018年売上高は1600億ドルで、2022年予想売上高も全く同じ金額となっている。

EVは従来型の自動車より収益性が高いため、この状況を変える可能性がある。第3四半期のテスラの自動車の粗利益率は30%を超え、GM、トヨタ、BMW<BMWYY>、フォルクスワーゲンを上回った。バッテリーのコスト低下に伴い、EVの魅力はさらに増すだろう。フォードの製造施設の投資利益率は従来の事業を上回る見込みだ。同社のEVが成功すれば、PERは20倍以上に上昇するという見方もある。この場合、株価は2022年までに37ドルとなり、直近の17ドルから100%以上上昇することとなる。

しかし、投資家にとって最善の投資先は、どの自動車メーカーがEV市場を支配するかにかかわらず、サプライチェーンの再編による恩恵を受ける企業かもしれない。資源採掘大手のグレンコア<GLEN. 英国>はニッケルとコバルトを販売しているが、株価を上昇させるほどの量ではない。

一方、アルバマールは世界のリチウムの約3分の1を供給している。10月29日終値は250ドル、2022年予想PERは約45倍で過去5年平均の21倍を大幅に上回っており、株価は割安ではない。しかし、アルバマールは2022年ではなく2025年に向けた銘柄である。現在のリチウム価格が続けば、2025年の同社の1株当たり利益（EPS）は11～12ドルとなる可能性があり、その場合の2025年予想PERは約21倍だ。

アルバマールにはさらなる成長も予想される。RBCキャピタル・マーケットのアナリスト、アルン・ビスワナサン氏は、最近のレポートで「アルバマールはコストの低さと世界的な規模によって独自の

地位を築いており、EV生産の伸びの加速による恩恵を享受し続けると考えられる」と述べている。同氏は投資判断をアウトパフォームとし、目標株価は直近の水準を約14%上回る280ドルとしている。

米国のバッテリーセルメーカーも、今のところは良い投資先には見えない。このグループにはクアンタムスケープ<QS>、特別買収目的会社（SPAC）のアイバンホー・キャピタル・アクイジション<IVAN>との合併を予定しているSESホールディングス、同じくSPACのデカーボナイゼーション・プラス・アクイジション・コーポレーションIII<DCRC>との合併を予定しているソリッド・パワーが含まれる。3社はいずれも従来型の自動車メーカーと提携しているが、売上高は小さい。この中から適切な銘柄を選ぶのは宝くじを買うようなものかもしれない。

これらの企業よりも、韓国の手化学会社LG化学<051910.韓国>の方が優れた選択肢である。同社の利益は2022～2025年に年間約15%の成長が予想されている。2022年予想PERは約19倍で、同業他社と比べてあまり割高ではない。LGの売上高の約40%はバッテリー関連である。

LGの株主はバッテリー部門のLGエナジー・ソリューションのスピノフを承認しており、実現すれば価値を解放することとなる。しかし、LG製のバッテリーの欠陥によってGMのシボレー・ボルトEVがリコールされて以来、投資家はスピノフにあまり期待していないようだ。LGはGMに約20億ドルの費用を支払うことで合意し、LGの株価は過去3カ月にわたり横ばいで推移している。しかし、スピノフが最終的に完了すれば株価を押し上げるかもしれない、投資家には有望なバッテリー専門メーカーへの投資機会が提供されることになりそうだ。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

2. ディーファイ、暗号資産の新たなフロンティア

The New Frontier of Digital Assets Is Called DeFi. It's Wilder Than Ever.
当局の規制は困難、個人投資家にはリスク大

[暗号資産]

分散型金融を応用した暗号資産取引市場が急成長

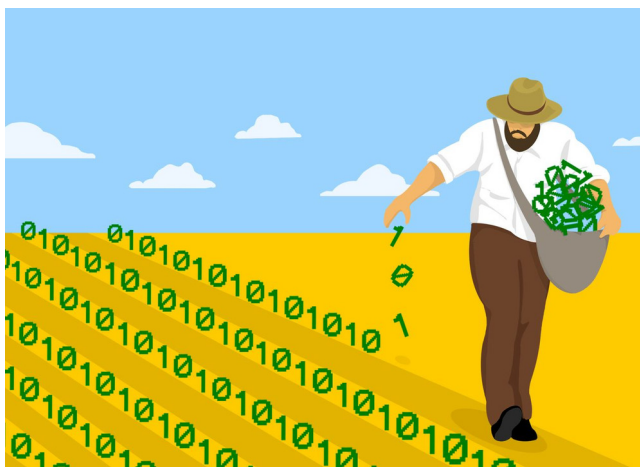


Illustration by Kiersten Essenpreis

分散型金融（ディーファイ）は暗号資産（仮想通貨）の新たなフロンティアであり、最も急成長している金融市場の一つだ。ディーファイはブロックチェーンを用いて金融機関を介さずに金融取引を行う仕組みで、これを応用したネットワークでは、数千種類ものトークンが中央権力に監督されずに上場および取引される自由な暗号資産市場が成立している。

ディーファイの応用には、クラウドファンディングをベースとした金融市場のような貸付プラットフォームもある。ユーザーは、潜在的な借り手が支払う手数料と引き換えに、自分の暗号

資産を流動性プールに追加する。金利は暗号資産とプールの規模によって異なるが、10%を上回るこ

ともある。

ディファイネットワークは急成長しており、保有される暗号資産の総額は1年前の130億ドルから2400億ドルに増えている。一晩で1000%も値上がりする可能性のあるトークンを交換したり、高利回りの見返りとしてコインを流動性プールに担保として差し出すことで、一財産が築かれたり失われたりしている。

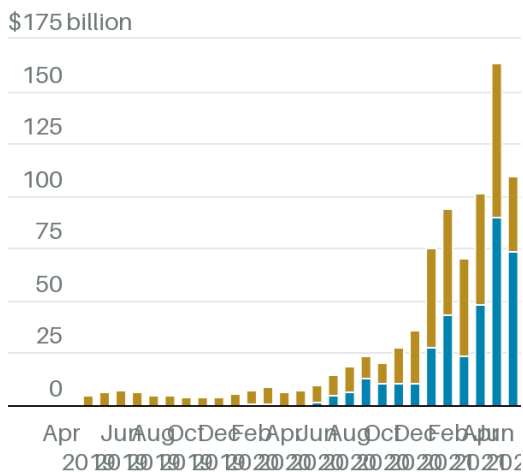
ディファイは従来の中央集権的な取引所にも影響を及ぼしつつある。規制当局は警戒を強めており、ディファイを、抑制する必要がある無政府状態の暗号と見なしているが、その方法を知る者はいない。

あらゆる種類の暗号資産を取引

DeFi Is Flying

Traders, lenders, and borrowers are pouring into DeFi networks, fueling growth in crypto markets.

■ DeFi ■ Centralized Services



プールには、価格が特定のレベルに達した場合に借り手の担保を自動的に清算するメカニズムが含まれている。

さらに興味深い機能として「フラッシュ・ローン」がある。資金を借りて一瞬で返済する手法だ。トレーダーは自己資本なしに暗号資産価格の裁定取引を瞬時に行うことができる。「無担保で1000万ドルを借りたいと銀行に言うようなものだ」と、暗号資産ディベロッパーのチェーンリンク・ラボの最高研究者（CS）、アリ・ジュールズ氏は言う。「返済できなければ取引自体が無効となる」。

これらは暗号資産の試みとしては素晴らしいが、規制当局にとっては悪夢のような事態だ。米証券取引委員会（SEC）のゲリー・ゲンスラー委員長は、ディープファイを規制する意向を示している。業界の弁護士によると、SECはディープファイプラットフォームが未登録の取引所として運営されているか、またトークンが1933年証券法上の有価証券に該当するか調査中だという（SECはコメントを控えた）。

■ 当局による規制は困難

また、マネーロンダリングや顧客確認のルールが適用されないディープファイプラットフォームが、匿名取引の温床となる懸念もある。トレーダーは、デジタルウォレットを取引所にリンクしてアクセスするが、1100万人のユーザーを抱えるメタマスクなどのウォレットは、ユーザーの身元確認を行わない。当局による資金の流れの追跡は複雑で困難だ。「全てが匿名で暗号化されているため、ウォレットが誰のものであるかを知る方法はない」とメタマスクを開発したコンセンシスのエコノミスト、デービッド・シャトルワース氏は言う。

当局がディープファイ市場を規制できるかどうかは疑問だ。いったんプロトコルのコードが公開されれば、スマートコントラクトや他のプロジェクトの基盤として誰でも使用できる。疑わしい活動は追跡可能だが、主な監督機能はコードとコミュニティに依存している。アンダーソン・キル法律事務所の暗号資産部門責任者であるスティーブン・パリー氏は「当局がウェブサイトを閉鎖してもプロトコルは生き続ける」と話す。

規制当局にとっての問題は、1930～40年代に作られた金融法が21世紀の暗号資産に合わないことだ。ブローカー/ディーラーや取引所に代わってオープンソースのコードやプロトコルが登場し、デジタルウォレットが流動性を供給してマーケットメーカーとなる。ゲンスラー委員長は最近、トークンの多くが有価証券に該当する可能性があるとして議会で述べたが、反対意見もある。米商品先物取引委員会（CFTC）はトークンをコモディティーと見なしている。

仮に規制当局全体が業界を取り締まると合意したとしても、最終的にどうなるかは不明だ。ネットワークを管理する企業や団体を規制しても、米国で閉鎖されたテクノロジーは国境を超え、海外に飛ぶ可能性もある。コーネル大学のコンピューター科学者であるエミン・ギン・サイラー氏は「テクノロジーは止められない。規制当局が管理しようとしても、分散型取引が止まることはない」と言う。

明確な解決策は、暗号資産についての新しいルールを作ることだ。SECは枠組みを公開しているが、ルールは定めていない。また、議会は意見が分かれている。SECは今のところ、事業やトークンの登録要請や捜査など、権限行使による規制を行っている。だが登録には明確なルールが必要だと企業側は主張する。証券取引所も、暗号化された有価証券を上場するにはルールが必要だ。

個人投資家にはリスク

暗号資産の新規参入者は、リスクを知らずに安易にディーファイに手を出すべきではない。洗練されたアプリが高利回り取引を探し回り、小口投資家には不利になっている。取引所では「ミーム」と呼ばれる小規模コインが現れては消え、市場操作が行われている可能性もある。また、流動性や取引されるトークンによっては手数料が高額になる場合もある。個人投資家は暗号資産マイナー（採掘者）への合法的な賄賂による「フロントランニング」にも気を付けなければならない。「甘い考えで取引をすれば、確実に損をすることになる」とジュールズ氏は言う。「フロントランニング規制は厳しくなったが、取引所では今もまん延している」

とはいえディーファイと既存の取引所の境界が曖昧になっているのは間違いない。コインベースなどは、投資家がディーファイプラットフォームを利用できるようにデジタルウォレットを提供している。バイナンスは、独自のブロックチェーン、トークン、ディーファイサービスを提供するなど、さらに先を行く。また、アーベなどのプラットフォームは、顧客確認の規則にのっとり商品の開発を目指し、機関投資家に向けたレンディングを始めている。

By Daren Fonda
(Source: Dow Jones)

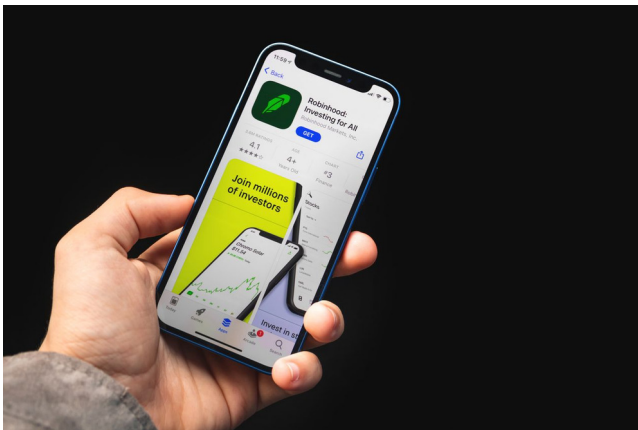
3. ビジネスモデルに問題抱えるロビンフッド

[フィーチャー]

Robinhood Wants to Be Taken Seriously. Its Business Model Says Otherwise.

暗号資産や高リスク取引に依存

規制当局は懸念



Dreamstime

ロビンフッド・マーケット<HOOD>の第3四半期決算説明の電話会議の場で同社の幹部が安全性に言及した回数はかなりの回数に上った。同社の利益の重要な原動力となっている暗号資産（仮想通貨）ドージコインへの言及回数はわずか2回だった。

こうした言葉の選択が、同社が現在抱えているジレンマを表している。ロビンフッドは規制当局と長期投資家が同社を真剣に捉えることを期待するが、同社のビジネスモデルはYOLO (you only live once、人生は一度きり) 的な「ミームコイン」取引や（しばしばレバレッジをかけた）デリバティブ取引を行う投資初心者に依存している。

同社が規制当局と長期投資家のいずれかを納得させることが可能か、現時点では不明だ。直近の決算内容に投資家が失望した結果、10月27日に株価は9%下落した。

取引量の低さから第3四半期の決算が弱い内容となることは予想されていたが、決算数値は大方の予想を大幅に下回った。ロビンフッドは第3四半期中に約10万人の加入者を失い、赤字幅は予想を上回り、売上高は前四半期比で35%の減少となった。第4四半期もおおむね同様の業績予想となっている。

同社の今後の見通しは不透明である。ロビンフッドは規制当局を納得させようとしているが、規制当局は同社の主要な収益源を疑問視しており、同社の成長の大部分をけん引してきた暗号資産に新たな制約を課す可能性がある。

同社のブラッド・テネフ最高経営責任者（CEO）は電話会議で、ロビンフッドはより安全なプラットフォームとなり、顧客が責任ある投資をすることを目指していると繰り返した。同社は、同社のプラットフォームの利用者は買い持ちの投資家であるとしている。しかし、同社のビジネスモデルはリスクを取る人々を対象としている。

ロビンフッドは取引手数料を徴収しておらず、売上高の約4分の3はペイメント・フォー・オーダー・フロー（証券会社が取引執行のために他社に取引を発注することで徴収する手数料）によるものである。取引量が増加するほど、ロビンフッドの収入も増加する。

幾つかの種類の顧客取引は特に収益性が高い。ロビンフッドの第3四半期売上高の半分近くがオプション取引のペイメント・フォー・オーダー・フローによるものだった。投資初心者が、しばしばアウト・オブ・ザ・マネーのコールオプションを利用して、株にいちかばちかの賭けをするようになり、この2年間でオプション取引が複数のプラットフォーム上で急増した。これらの賭けのほとんどは無価値で終わる。ロビンフッドはユーザーがどのような種類のオプションを購入しているか、その詳細を明らかにしておらず、その件に関する本誌の補足質問にもコメントしなかった。

成長の道筋描けず

今後ロビンフッドが利益を増やすためには、ビジネスモデルを刷新し、シンプルな投資または顧客預金からの利益を増やすか、新たな投資の波に乗る必要がある。

電話会議中、投資家から個人退職勘定に関する質問を受けたテネフCEOは、同社が将来個人退職勘定を追加することに「コミット」していると述べた。しかし、それ以外には、金利収入の増加に貢献する可能性のあるキャッシュマネジメント商品の成長を除き、ロビンフッドが事業の方向性を修正している兆候はほとんどない。そうすると、同社は投資における新たな一時的流行が起きるまで待つ以外にはなくなる。

しかし、次の希望の星をつかまえるためには、ロビンフッドは規制当局と衝突する可能性がある。例えば、テネフCEOとジェイソン・ウォーニック最高財務責任者（CFO）は、米証券取引委員会（SEC）が多くの暗号資産は実際には未登録の証券であり、投資家にさらなる開示をせずに取引を行うことは違法であると警告したことを理由に、新たな暗号資産を扱うことには慎重であると述べた。

投資家は現在、ロビンフッドに、もう一つの楽しい暗号資産であるシバイヌ（柴犬）コインを追加するように強く求めている。これはドージコインの一種のライバルであり、ドージコイン自体も冗談として始まった。33万人を超える人々がロビンフッドにシバイヌの追加を要請する請願書に署名した。シバイヌは最近になりコインベース・グローバル<COIN>に追加されている。電話会議中に、新たなコインの追加があるか質問を受けたテネフCEOは、「当社は、顧客にとって安全であり、規制上の要請に沿った方法で新たなコインを追加することが可能か、慎重に検討しているところだ」と強調した。

ロビンフッドは本誌読者の祖父が好んで使うようなブローカーではないだろうが、恐らくそれは良いことだ。同社には新たなニッチと新しい顧客がある。しかし、同社が退屈な上場投資信託（ETF）とY OLO向けのシバイヌの中間地点を目指しているのであれば、それはまだ見つかっていない。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

4. MSCIが世界産業分類基準の変更案提示

[ファンド]

Another Sector Shake-Up Could Have a Huge Impact on Some Index Funds
インデックスファンドに大きな影響も

提示された変更案



Daniel Acker/Bloomberg

一つ確認したい。クレジットカード大手のビザ<V>やマスターカード<MA>、決済大手ペイパル・ホールディングス<PYPL>は、金融セクターと情報技術セクターのどちらに分類されるのだろうか。確信を持って答えられないのはあなただけではないだろう。こうしたセクター分類が今大きく変わろうとしており、インデックスファンドの投資家の一部に大きな影響を与える可能性がある。

10月18日、業種分類で広く利用されている世界産業分類基準（GICS）を開発・管理するMSCI

は、企業のセクター別分類の枠組みについて一連の変更案を提示した。一つの変更だけでも、S&P500指数の12銘柄が情報技術セクターから外れることになる。これにより、GICSのルールに基づくセクターに特化するインデックスファンドで約2000億ドルの運用資産が影響を受ける可能性があり、またベンチマークの設定や資産配分においてGICSを利用しているアクティブ運用ファンドなどの数十億ドルの運用資産も同様に影響を受ける。

情報技術セクターの最大の構成銘柄の幾つかが再分類されるかもしれない。ビザ、マスターカード、ペイパルは金融セクターに分類され、給与計算代行大手のオートマティック・データ・プロセッシング<ADP>と決済企業のフィデリティ・ナショナル・インフォメーション・サービス<FIS>は資本財・サービスセクターに分類されるだろう。GICSの開発者は、これらの企業が提供するデータ処理サービスはテクノロジーというよりも、金融セクターや資本財・サービスセクターへの「事業サポート活動」にあたるという。

産業分類変更による影響

この変更が予定通りに行われた場合、S&P500指数の情報技術セクターの時価総額は13%近く縮小することになる。アップル<AAPL>とマイクロソフト<MSFT>は、すでに情報技術セクターの43%を占めているが、そのシェアはさらに大きくなる。同セクターは、2018年にグーグルの親会社であるアルファベット<GOOGL>とメタ（旧フェイスブック）<FB>が除外され、当時新設されたコミュニケーション・サービスセクターに追加されたことで、アップルとマイクロソフトへの集中度が高まっていた。

一方、金融セクターでは、銀行株のシェアが縮小する。現在の時価総額を基準とすると、ビザ、マスターカード、ペイパルは、金融セクターの上位6銘柄に入ることになり、金融大手のウェルズ・ファーゴ<WFC>、モルガン・スタンレー<MS>、シティグループ<C>の相対的な地位はさらに低下する。なお、資本財・サービスセクターへの影響は限定的だ。

変更案が実施されると、GICSの枠組みの下で幾つかのセクターに特化する上場投資信託（ETF）の銘柄構成が大きく変わる可能性がある。これらのファンドには、運用資産530億ドルのバンガード情報技術<VGT>、同470億ドルのテクノロジー・セレクト・セクターSPDR<XLK>、同70億ドルのフィデリティMSCI情報技術インデックス<FTEC>、およびそれらの姉妹ファンドである金融セクターと資本財・サービスセクターのファンドが含まれる。

投資家が注意すべきこと

実務的には、運用会社は対象指標の変更を投資家に通知する必要はない。たとえそれが電気自動車大手テスラ<TSLA>のS&P500指数への組み入れのような大きな出来事であったとしても通知は不要だ。CFRAのETFおよびミューチュアル・ファンド・リサーチ部門の責任者であるトッド・ローゼンブルース氏は、「保有するETFを定期的にチェックして、ポートフォリオが自分が望む構成になっているかを確認することが重要だ」と指摘する。

ファンドの名称だけでは、どのインデックスを連動対象としているかは必ずしも明確ではない。例えば、運用資産90億ドルのiシェアーズ米国テクノロジーETF<IYW>は、GICSの産業分類に基づくインデックスを連動対象としていないため、今回の産業分類変更の影響を受けない。このファンドは、アルファベットとメタを保有しているが、ビザ、マスターカード、ペイパルは保有していない。

今回の変更案は、アクティブ運用ファンドにも影響を与えるだろう。アクティブ運用ファンドの多くは、ベンチマークのセクターウエートからどれだけ乖離（かいり）できるかを定めた運用ガイドラインを持つ。ベンチマークの情報技術セクターのウエートが小さければ、マネジャーはハイテク株に大胆に賭けることは難しい。一方、金融セクターのウエートが大きければ、銀行株に追加投資するか、あるいは新たに追加されたフィンテック関連の銘柄に投資するのかを検討する必要があるが出てくる。

産業分類の変更は、ファンドマネジャーの銘柄選択に影響を与えるかもしれない。ローゼンブルース氏は、「ファンドマネジャーは変更を余儀なくされるわけではないが、時間の経過とともに影響が出てくるだろう」と述べている。

By Evie Liu
(Source: Dow Jones)

5. 巨大ハイテク企業規制で気に掛けておくべきこと

[インタビュー]

When It Comes to Regulation, Here's What Tech Investors Should Worry About
投資銀行カウエンのギャラント氏に聞く

反トラスト法に関する動き



Photograph by Guerin Blask

「ビッグテック」と呼ばれる巨大ハイテク企業は、米議会、司法省、連邦取引委員会（FTC）、州議会、外国政府、原告団などからの監視が強化され、複雑な問題を抱えている。投資銀行カウエンのワシントン・リサーチ・グループのポール・ギャラント氏に話を聞いた。

本誌：米議会では、巨大ハイテク企業の力を抑制しようとする動きがあるが。

ギャラント氏：ハイテク関連の立法上の議論には、反トラスト法（独占禁止法）、データプライバシー法案、そして通信品位法第230条という三つの柱がある。

Q：反トラスト法の面では、アルファベット<GOOGL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、アップル<AAPL>がデジタルプラットフォーム上で自社製品・サービスを優遇することを防ぐ「自社製品優遇禁止」法案が議会で可決される可能性が高いと考えられているが。

A：グーグル検索やアマゾンのオンラインストアだけでなく、アマゾン・ウェブ・サービス（AWS）やグーグル・マップ、アップルやアンドロイド端末のアプリストアなど、さまざまな製品が対象となる包括的で重要な法案だ。これら企業のビジネスモデルに影響を与えると同時に、政治的にも実現可能な法案であるため、投資家はこの法案に注目する必要がある。

Q：消費者の視点から見ると、自社製品優遇禁止法案は魅力的に見える。私自身もアップル・アップストアやグーグル、アマゾンで店舗の検索を行う場合は、偏りのない結果を望んでいる。

A：各社は、消費者の検索に最適な答えを提供する動機は既に十分につかんでいると述べている。政府の規制上での課題は、「答えは見る人の目の中にある」ということだ。検索に対する真の最適な答えとは一体何なのか？ アマゾンには一つの答えがあり、政府には別の答えがあるかもしれない。政府がこれらのプラットフォームでの検索結果をどのように管理できるかについて、FTCや法廷での長い戦いが予想される。その罰則は、売上高の15%の罰金や事業部門の切り離しなど深刻だ。

Q：反トラスト法について考えるとき、欧州では競合企業の保護に力を入れているが、米国は消費者保護が目的だ。米国のアプローチは変化するか？

A：民主党の議員らが、これらのデジタルプラットフォームで販売を行う中小企業を保護したいと考えていることは明らかだ。民主党は、反トラスト法を改正して、最大手のプラットフォームから小規模な競合企業へと力点を移すことを望んでいる。欧州では、欧州委員会が、支配的な企業が小規模な競

争相手に損害を与えたと認定すれば、そこで議論は終わり、支配的な企業は有罪となる。米国の法律では、支配的な企業が消費者に与える利益を明示することができれば、小規模な競争相手に対する多少の損害は許容されてきた。

Q：この議論では、ある企業が巨大過ぎるか否かという疑問が出てくる。

A：米国では、経済力の集中に対する懐疑的な見方が常にあった。1890年代から1900年代初頭にかけて、初の反トラスト法が制定された。これらの法律を制定した議員は、力の集中による経済的な弊害だけでなく、政治的、社会的な影響についても懸念を示していた。新ブランダイス運動は、価格だけでなく、規模の大きさが労働者や、巨大ハイテク企業に仲介機能を依存する中小企業に与える影響に注目している。

Q：新ブランダイス運動とは？

A：これは、故ルイス・ブランダイス判事にちなんだもので、同判事は、1916年に最高裁判事に就任する前、1914年にクレイトン法と連邦取引委員会法が議会で可決された際に、ウィルソン第28代大統領の顧問を務めており、経済だけでなく幅広い視野で反トラスト法を見ていた。現在のリナ・カーンFTC委員長やその仲間らは類似の考え方を持っている。バイデン大統領が彼女を任命したことは非常に重要な意味を持つ。同委員長は、反トラスト法に革命を起こし、あらゆるセクターの最大手企業に集中している力をそいで、米国内の力のバランスを再調整しようとしている。

個人情報保護や通信品位法に関する動き

Q：個人情報保護に関する連邦レベルでの立法の見通しは？

A：私は懐疑的だ。少なくとも4年前から議論されている。例えば、各州が米議会よりも厳しいプライバシー法を制定できるかどうかなど、幾つかの重要な問題について、両党は根本的に意見が異なる。また、個人が新しいプライバシー保護法を利用して集団訴訟を起こすための私的権利を持つべきかどうか、障害となっている。共和党はどちらも反対で、民主党は賛成だ。メタ（旧フェイスブック）<FB>の件が妥協点を探るきっかけになる可能性があるものの、議会でのプライバシーに関する関心はピークを過ぎたようで、反トラスト法や通信品位法第230条の改定の可能性が高くなっている。

Q：第230条は、オンラインプラットフォームに対し、ユーザーが投稿したコンテンツに対する責任から保護すると同時に、必要に応じてコンテンツを取り締まる権利を与えているが。

A：ある意味では、オンラインプラットフォームは通信会社のように扱われている。例えばテロリストが無線を使って爆弾テロを計画しても通信会社は責任を問われない。また、第230条では、プラットフォーム企業はコンテンツの管理に関与しているにもかかわらず、出版社とは異なり、名誉毀損（きそん）や公序良俗に反するコンテンツを公開しても責任を問われない。

Q：第230条は両党から攻撃されている。果たしてコンセンサスに達することができるだろうか？

A：メタを内部告発したフランシス・ホーゲン氏は、第230条に対する新たな関心を引き起こしたが、私はまだその可能性は低いと考えている。また、どのような解決策も、憲法修正第1条を理由に裁判で失敗する可能性が少なくとも50%はある。第230条は、放送局やケーブル会社など、公衆にメッセージを伝えようとする人々にとって、長年にわたって貴重な盾となってきた。また、例えばオンラインで人々が見るものを決定するアルゴリズムなども対象となる。フェイスブック上の表示に影響を与えるアルゴリズムは、大統領に反対する新聞の論説と法的には違いがない。

Q：しかし、人々は第230条の制限を求めているが。

A：議会では、人々がワクチンに関する誤った情報を読んてしまうといった最悪の結果を防ぐための政策を求める声が非常に大きい。しかし、法的に保護された企業の権利を踏みにじることなく、どうやってそれを実現するかが問題だ。憲法修正第1条の保護を乗り越える必要が生じる。

Q：FTCとカーン委員長についてどう思うか？ 同委員長は、巨大ハイテク企業全般、特にアマゾンについて批判的だ。シリコンバレーの懸念材料か？

A：FTCとカーン委員長は、ハイテク業界にとって大きなリスクだ。最大の焦点は、議会が新しい法律を作るかどうかという点にある。しかし、もし議会が動かなかったとしても、それで終わりではない。同委員長は、バイデン政権の「プランB」だ。つまり法律ではなく規制で統治する。同委員長は、競争の促進と、プライバシーや消費者データ保護の規制の両方に手を打つことができる。早ければ18カ月で新しい規則を導入することも可能で、4年がかりの独占禁止法違反訴訟とは全く異なる。

Q：そのような規則作りは、ほぼ間違いなく裁判所の挑戦を受けるだろう。

A：反トラスト法や規制に関する連邦裁判所の動向は、FTCにとって問題となる可能性がある。最高裁は、規制機関の力を全面的にそぐために、格好の事例を探そうと考えていると私はみている。

Q：巨大ハイテク企業が強制的に解体される可能性についてはどうか？

A：リスクは低いと思う。メタ、グーグル、アマゾンに対する訴訟で、数年の裁判の末に解散に至ることは考えられないことはないが、反トラスト法に関する裁判所の動きは、企業に有利な方向に進み、政府に敵対する方向に進んでいるため、可能性は低いと思う。

Q：しかし、議会が関与する可能性はあるが。

A：確かに。4カ月前に下院司法委員会で採決され、現在審議中の法案がある。この法案は、支配的なデジタルプラットフォーム（アマゾン、グーグル、アップルなど）に対して、そのプラットフォーム上にある企業と競合する事業を分離することを要求するものだが、この法案が成立する可能性はほとんどない。しかし、少なくとも議員の一部が、事業分離に賛成であることは興味深い。また、上院の共和党ナンバー2であるジョン・スーン上院院内幹事は、数週間前のメタの報道を受けて、ハイテク企業を解体するという考えを打ち出した。同院内幹事は共和党の中で技術政策に関する重要な発言者であり、上院のリーダーシップを担っている。このような状況を見ると、第230条やプライバシー問題が解決しないことに対する不満があることが分かる。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

6. 株の売り材料は多いが、売るなかれ There Are Many Reasons to Sell Stocks. Don't. 株価上昇を示唆する指標も

[米国株式市場]

懸念材料はあるが史上最高値を更新



Spencer Platt/Getty Images

株式が売り時だとする理由はどんどん積み上がっている。一方で買うべき理由は、株式相場が上昇しているということしかない。

今年は何度もそうだったように、先週も株式を軽視したくなる理由が数多くあった。IT機器大手のアップル<AAPL>、ネット通販大手のアマゾン・ドット・コム<AMZN>、航空・防衛産業大手のボーイング<BA>などの業績が期待外れだったこと、発表された米国の国内総生産（GDP）が低調だったこと、さらにはイーロドカーブが急激にフラット化したこと（長短金利

差の縮小）などだ。しかし、株式市場はこれらを全て材料視しなかった。

主要株価指数を見ると、ダウ工業株30種平均は0.4%高の3万5819ドル56セント、S&P500指数は1.3%高の4605.38となった。ナスダック総合指数は2.7%上昇して1万5498.39となり、3指数とも史上最高値を更新して引けた。小型株のラッセル2000指数は0.3%高の2297.19で週末を迎えた。

長短金利差の縮小と業績発表

懸念材料の中には材料として取り上げるほどでないものもあった。長短金利差は1日で0.15ポイントも縮小したが、米連邦準備制度理事会（FRB）が急激な利上げを行うのではないかの懸念が背景にあった。しかし、金利差縮小の背景には、債券需給に伴うテクニカルな要因があったと考えられる。

多くの人にとってイーロドカーブを見る必要があるのは、それが「逆イーロド」になった時だけだ。これは短期金利が長期金利よりも高くなる状態のことで、通常、景気後退の兆候だとされている。現在の長短金利差は1.0678ポイントで、逆転には程遠い状況だ。

アップルとアマゾンの決算発表が失望的な内容でも株式市場には影響がなく、アップルやアマゾンの株価にも大きな影響はなかった。売上高が市場予想に達せず、利益も予想に達しただけにとどまったことで29日のアップルの株価は下落したが、週間で見ると0.8%上昇して引けた。アマゾンは市場が注目する指標全般で予想に達しなかったため、29日の株価は下落したが、週間では1.1%の上昇となった。「投資家は、アップルとアマゾンの業績不振やサプライチェーンの制約は短期的な問題であり、両社の優位性を損なうものではないとみている」と、オランダで米州担当のシニア・マーケット・アナリストを務めるエドワード・モヤ氏は書いている。

Market Dashboard



テクニカル指標は上昇を示唆

株価の上昇に対して不満な投資家、特に9月に5%下落した段階で売ってしまった投資家は、特に多くの悪材料を前にして、市場の回復力は祝うべきものではなく、恐れるべきものだと考えているかもしれない。いずれにせよ、少なくとも年末までに市場のパフォーマンスに追い付く必要がある投資専門家であれば、資金全額を株式市場に振り向けるしかないのではないかと米証券会社ウェリントン・シールズのフランク・グレッツ氏は指摘する。同氏は「市場は多くの悪材料を無視し、生き延びてきた。程度は別として上昇する可能性は高いようだ」と書いている。

過去の経験則では、少なくとも上昇銘柄数と下落銘柄数から算出するブレドス指標の一つに基づく、市場は上に向かっている可能性が高いと言えそうだ。この指標はニューヨーク市場の過去の上昇銘柄数と下落銘柄数を累積した「NYSE累積騰落ライン」で、これが先週ついに6月以来となる過去最高を記録した。サンディアル・キャピタル・リサーチのジェーソン・ゲッパート氏によると、累積騰落ラインが前回の最高値を付けた日から90日経過後に最高値を記録した場合、S&P500指数は1935年以降の25回中22回で3カ月後に上昇しており、上昇率の中央値は4.1%になるという。同氏は「非常に長い歴史の中で、確率的には最高値を記録した後は株価の上昇か、少なくとも下落幅が限定される可能性が高い」と説明する。

今週は、医薬品のファイザー<PFE>、ゲームソフト制作のエレクトロニック・アーツ<EA>、ストリーミング配信のロク<ROKU>の業績発表や米連邦公開市場委員会（FOMC）、10月の雇用統計の発表などがあり、いずれも株式を売る口実になる可能性がある。

それでも売ってはいけないはずだ。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

7. インフレが長引く可能性

[米国経済]

Inflation Could Persist Because Productivity Growth Is a Problem
問題は生産性の伸び

根強い物価上昇圧力



BRENDAN SMIALOWSKI/AFP via Getty Images

インフレが根強い問題ではないという期待は、生産性の伸びが企業、消費者および投資家を物価上昇による悪影響から救うことになるという考え方が一つの根拠となっている。もう一度考えてみよう。生産性の想定は、それほど信頼できるようには見えない。

物価上昇は米連邦準備制度理事会（FRB）関係者やウォール街のエコノミストの予想よりも急速かつ長引いているが、インフレは一過性だと主張する人は経済全般で物価が上昇し始めて以来、生産性（投入した労働または資本当たりの

産出）の伸びが相殺要因になると主張してきた。その背景には、企業が新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の間も生き残って繁栄するために、新規技術やその他の効率性を導入して、賃金上昇の影響、ひいてはインフレを抑制するだろうという考え方がある。

ヤルデニ・リサーチのエド・ヤルデニ社長は、この10年間が狂騒の20年代のように見えるか、あるいは高インフレの70年代のように見えるかは、「生産性の伸びが重要な変動要因となる。生産性が、われわれが予想するように改善しなければ、賃金上昇圧力が70年代に起こったような賃金物価スパイラルを引き起こすだろう」と語る。

生産性はパンデミック到来とともに上昇を始めた。米国で新型コロナウイルスが広まり始めてから最初の四半期である2020年第2四半期から2021年第1四半期にかけて、非農業部門の生産性は平均で、四半期当たり前年同期比3.2%上昇した。4四半期の期間としてのこの上昇率は、2010年末以来で最高となった。生産性の伸びがインフレの緩衝材となる一方で、企業の利益も押し上げてきた。ヤルデニ氏は、今年第2四半期のS&P500指数の利益率が、過去最高の13.5%に達したことを指摘している。

しかし、生産性の想定に疑問を投げ掛けるべき理由がある。生産性の伸びは、第1四半期の4.1%から第2四半期には1.8%へ低下しており、エコノミストは今後数四半期のさらなる低下を予想している。さらに、労働参加率が低水準にとどまり、退職率と求人数が歴史的な高水準にある中で、賃金が引き続き急増している一方、生産性の伸びは減速している。第3四半期に雇用コスト指数は3.8%上昇しており、過去14年間で最高の上昇率となった。

ブリークリー・アドバイザリー・グループの最高投資責任者（CIO）であるピーター・ブックバー氏は、「それは、企業の歯車に挟まった泥だ。労働力と原材料の広範囲な不足に鑑みると、企業の生産

性が改善するとは考え難い」と語る。

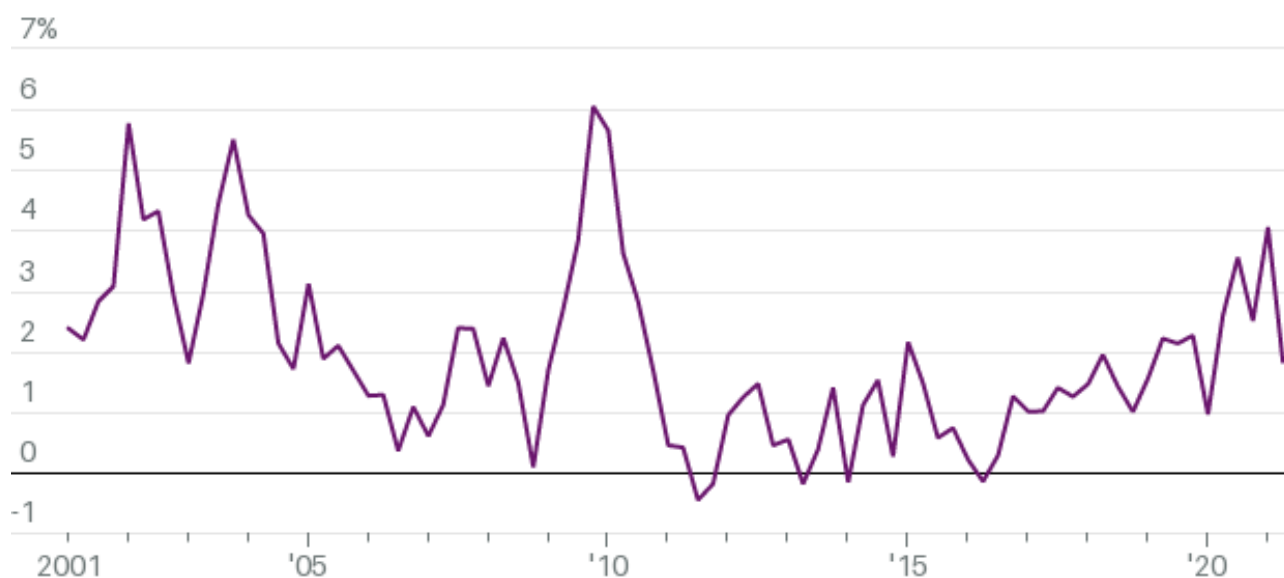
例えば、航空会社のサウスウエスト航空<LUV>の場合を考えてみよう。タミー・ロメオ最高財務責任者（CFO）は10月の早い段階で、「一般的なインフレより高く広範囲にわたるコスト圧力」を警告した。その一つに、過去の基準よりも低い生産性があった。同氏は、「生産性低下によるコスト圧力が短期的に続くと、われわれは予想している」と述べ、同社がパンデミック前の生産性の水準を取り戻すことに取り組んでいると付け加えた。

労働市場に問題

Productivity Party

Efficiency gains are waning, suggesting productivity growth won't be enough to offset inflation.

Labor Productivity



Source: Federal Reserve Bank of St. Louis

エコノミストは、生産性とインフレが負の相関性を示すと長らく主張してきたが、その因果関係は議論されてきた。イエレン財務長官も、サンフランシスコ連銀総裁だった2005年に議論に加わった。

イエレン財務長官は当時、生産性の伸びの減速は二つの相殺し合う影響を生むと主張した。第1は、単位労働コストの急速な上昇に直面して、企業のコストが上昇する。企業は、その後値上げして、インフレに上昇圧力を及ぼすことになる。一方で、生産性の伸びの減速は、企業利益の減少を通じて株価上昇による資産効果を抑制するために、個人消費を冷やすことになる。また、予想される資本利益率（ROC）を低下させて、企業の設備投資を抑制することになる。

現時点で、生産性の伸びを懸念することは、一般の傾向に反している。大半のエコノミストやストラテジストは、今後数年間にわたる、テクノロジー主導の生産性急上昇を予想しており、それが70年代と現在の差になっている。ヤルデニ氏は、企業が慢性的な労働力不足に対応して技術革新を行うことで、この10年が狂騒の20年代のような確率は65%になると述べている。

つまり、残る35%の確率で、テクノロジー主導の生産性急上昇が実現せず、物価上昇を相殺できないことになる。FRBのパウエル議長が8月のジャクソンホールの講演で述べたように、「賃金上昇率が生産性の伸びや物価上昇率を長期にわたって大幅に上回れば、企業はその分を顧客に転嫁して、そのプロセスはある種の賃金物価スパイラルになる可能性がある」。

現在、賃金上昇率は生産性を上回っており、労働者が労働市場に大量に復帰しなければ、しばらくはこの状況が続く可能性がある。技術革新には時間がかかり、第3四半期に企業が設備投資を削減したことも助けにならなかった。

現在の生産性と賃金の傾向を、パンデミックによる一過性のものとして無視することは簡単だ。しかし、生産性の伸びの減速は、インフレには懸念すべきものはないという見解を危うくし、価格圧力を増幅する可能性がある。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

8. 「リベンジ旅行」でクルーズ船株は上昇するか 'Revenge Travel' Could Boost the Cruise Lines. What It Means for the Stocks. コロナ禍の痛手から抜け出しつつある業界の展望

[フィーチャー]

クルーズ船業界に完全復活の兆し



Dan Lamont

パンデミック（世界的大流行）の収束後、旅行者は業界の楽観派が言うところの「リベンジ旅行」の盛り上がりで、逃した旅行の機会を取り返すと思われていた。感染の急速な再拡大によってその状況は変わってしまったが、最近では感染者数が急減し、ワクチン接種率は上昇し、子どものワクチン接種も間近となっている。また、インデックスファンドからネット上の石のイラストまで、あらゆる資産クラスで強気市場が出現し、貯蓄者はその恩恵を受けている。

旅行会社の一部は壮大な考えを持っている。ロイヤル・カリビアン・グループ<RCL>が発表した「アルティメット・ワールド・クルーズ」は、2023年12月から9か月かけて全ての大陸に寄港し、マチュピチュから万里の長城まで150回以上のツアーを提供する予定となっている。1人当たり料金は、ビジネスクラスのフライトとクルーズ前のパーティーを入れて約6万1000～11万2000ドルである。ドリンクとランドリーサービス込みだから、お酒も飲み放題、こぼし放題だ。

同社をロナルド・レーガンが米大統領だった時代から率いているリチャード・フェイン最高経営責任者（CEO）は、「発表したばかりだが、予約状況は極めて好調だ」と述べる。クルーズに行ったことがないと言うと、同氏は筆者を軽く叱ってからクレジットカード番号を要求し、子ども向けのイベントが盛りだくさんの1週間の家族向けクルーズを勧められた。「誰もが一日中ずっと自分の子どもと一

緒に過ごしたいわけではない。ここで価値観をどうこう言うつもりはない」と同氏は言った。予約はしなかったが、存在を認められたように感じた。

徹底した安全対策をアピール

クルーズ船運航業ほどパンデミックの影響を被った業界はほとんどないだろう。「ビジネススクールでは、売り上げゼロで経営する方法を教えてこなかった」とフェイン氏は言う。どうやらやるべきなのは、最も古い船舶をスクラップ業者に売却し、残りを留め置いて、莫大（ばくだい）な資金を調達してから生き残る方法を探すということのようだ。ロイヤル・カリビアンは120億ドルを調達し、そのうち40億ドルをまだ保有している。

米国のクルーズ船運航会社はこの1年間、米疾病対策センター（CDC）からの条件付き航海命令に従い、多くの安全対策を講じながら運航してきた。これは、CDCに対する裁判所の差し止め命令が勝ち取られたフロリダ州では拘束力がない。しかし、ノルウェー・クルーズライン・ホールディングス（NCLH）は、フロリダ州法の差し止め命令を確保し、クルーズ船運航者の判断でワクチン接種証明を要求することを認められた。マイアミには、米国のクルーズ船最大手でそれぞれ複数のブランドを展開するカーニバル（CCL）、ロイヤル・カリビアン、ノルウェー・クルーズラインが本社を構えている。

フロリダでの係争はありつつも、米国のクルーズ船運航各社とCDCの関係は協力的であり、船は安全に運航されており、パンデミックプロトコルは来年1月15日以降任意になる予定だ。現状では、ロイヤル・カリビアンの乗客は条件を満たせばワクチン接種証明を見せることとなっており、追加的な安全措施としてウイルス検査を受けている。フェイン氏によると、船上の体験は2年前と同じだが、換気機能の向上やビュッフェでのセルフサービスの停止など、裏側では幾つかの変更がなされている。「われわれの船は（ディズニーランドの）メインストリートUSAを歩くよりも安全だ。顧客満足度も当社史上で最高となっている」とCEOは述べる。

運航再開に伴うコスト負担も

体験の楽しさがこれまで通りだとしても、今のところ財務諸表はそうではない。独立系調査グループのCFRAでクルーズ船業界を担当する株式アナリストのトゥナ・アモビ氏は、「運航再開に伴うコストが重く出るはずだ」と指摘する。同氏は、「ホールド」と評価するカーニバルの月間キャッシュバーンを5億ドル以上、「買い」と評価するロイヤル・カリビアンとノルウェー・クルーズラインではそれぞれ3億ドルと見積もっている。しかし、来年には急速な改善への道筋ができており、2023年には正常またはそれに近い状態となる見込みだ。「一時期、率直に言って運航事業者の1、2社にとっては破産が現実的な可能性であると考えていた。しかし今、その懸念は払拭（ふっしょく）されている」と同氏は述べる。

ロイヤル・カリビアンは保有する61隻のうち40隻を運航しており、年末までにこれが最大50隻になると見込んでいる。29日発表の第3四半期決算の売上高はウォール街のコンセンサス予想を下回ったが、今後の予約は堅調で、春までにキャッシュフローがプラスになる見込みだと述べた。直近の株価は84ドルと、パンデミック中の安値から大きく回復しているが、それでもまだ割安と思われる。ウォール街は、2023年までに同社の1株当たり利益（EPS）が7ドル弱、2024年には9ドルと、過去最高となった2019年の水準をわずかに下回るところまで回復すると予測している。2019年末の株価は133ドルを上回っていた。

フェイン氏は、乗客がクルーズの宣伝をしてくれるので、自ら売り込む必要がないと述べる。「クルーズから戻ってきた人々は、どれほど素晴らしい経験であったかをただ話すだけではない。うっとうしいくらい話すのだ」と同氏は述べる。ロイヤル・カリビアンは、クルーズを1度体験した人がリピートする可能性は、未体験の人が初めて行く可能性の5倍に上ることを発見した。米国人は世界で最もクルーズに行っている部類に入るが、行ったことがあるのはわずか4%だ。

ディーゼル式のクルーズ船は大量の二酸化炭素を排出するが、パンデミック中に最も燃料効率の悪い船がスクラップされ、新しい船の多くは液化天然ガスを使用し、排出削減システムを搭載している。ロイヤル・カリビアンは2023年に、燃料電池とバッテリーで部分的に動作するハイブリッド船を就航させる予定だ。同社は2035年までに排出「ネットゼロ」船を就航させ、2050年までに全社的なネットゼロ達成を目指している。

フェイン氏によると、業界におけるここ数十年の最大の変化は船内アクティビティーの数で、ロッククライミング、ウォーターコースター、サーフィン、スカイダイビングのシミュレーションなどが可能になっている。クルーズ客は高齢者ばかりという先入観を覆し、乗客の平均年齢は45歳と、筆者より若いことも分かった。

新しい9カ月のツアーはベテランの乗客に任せておくとして、筆者もそのうちもっと短いクルーズを試してみようかと思っている。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

9. FRBの金融引き締めでも資金は去らず Easy Money Will Stay Even if the Fed Tightens. That's Good for Stocks. 中立金利の水準はもっと高い

[コラム]

短期債利回りが急上昇



Maranie Staab/Bloomberg

先週、世界中の債券市場にハロウィーンが一足早くやって来た。中央銀行による金融引き締めで経済成長が鈍化するという不安が一時的に広まり、株式市場を動揺させた。しかし今回、株式市場が同じ手に乗ることはなく、イージーマネー（楽に儲ける投資資金）が取り上げられることはなさそうだと悟った。S&P500指数とナスダック総合指数は史上最高値を更新した。

今回の不安はまたしても、米国債や債券の残存年限別の利回りをグラフにしたイールドカーブ（利回り曲線）のフラット化がもたらしたものであった。

通常イールドカーブは右肩上がりの（残存期間が長いほど利回りが高い）曲線を描く。しかし10月は短期債利回りが上昇し、曲線の傾きが緩やかになった。一方、残存期間が長い債券の利回り

は月初、短期債に連動して上昇した後、反転して急低下した。

国債市場の2年国債と10年国債のスプレッド（利回り差）は10月8日に付けた129ベースポイント（bp、1bpは1%の100分の1）から29日には105bpに縮小した。このフラット化の主因は、2年国債の利回りが0.52%と2倍近くに上昇したことであり、2年国債は将来の米連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策の予想に対して最も敏感だ。

短期債市場は、現在0～0.25%にあるフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標が2022年末までに25bpずつ少なくとも2回引き上げられることを事実上織り込んでいる。FF金利引き上げはFRBによる毎月1200億ドルの国債および政府系機関の住宅ローン担保証券の買い入れ縮小（テーパリング）後に予想されるが、FRBは今週の連邦公開市場委員会（FOMC）でテーパリングの開始を決定するとの見方が大勢だ。

テーパリングの発表があれば、FRBは既に金融引き締めに向いているか動く見通しにある他の中央銀行に追随することになる。10月27日にカナダ銀行（BOC）は、インフレが想定以上に強力かつ持続性があるとして証券買い入れを緊急に停止すると発表した。

金融当局者は常に、「状況が変われば、意見も変わる」というケインズの格言を遵守することで気分が晴れる。しかし、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）による経済損失を回避するための「超緩和」策からの離脱を示唆しているのはBOCだけではない。イングランド銀行（英中央銀行、BOE）、オーストラリア準備銀行、ニュージーランド準備銀行など英語圏の他の中央銀行も含まれる。ニュージーランド準備銀行はインフレと過熱する住宅市場を鎮静化させるため既に短期政策金利を引き上げた。

■ 状況は変わらず

BOCが債券買い入れをきっぱり停止するとの突然の発表後、株式市場は恐怖に襲われた。それは世界の中央銀行の当局者が、トリシェ元欧州中央銀行（ECB）総裁の顔のような怖い顔のハロウィーンマスクを着けているかのようなようだった。トリシェ氏は欧州の債務危機が深刻化した2011年半ばに利上げを実施した。それは、大恐慌から回復した経済を不況に逆戻りさせた1937年のFRBによる金融引き締めを連想させる大失敗だった。

27日の株式市場はすぐに反応し、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は300ドルを超える上昇から266ドル安で引けた一方、景気に敏感な小型株で構成されるラッセル2000指数はほぼ2%下落した。

マルコ・コラノビッチ氏とブラム・カプラン氏が率いるJPモルガンのグローバル投資戦略チームは、同日に世界が変わったのかという疑問をリサーチノートで表明した。一言で言えば、変わっていないという答えだ。

同チームは「イールドカーブが大きく動いたものの、株式やコモディティ、新たなマクロ経済データなどの説明がつく要因はなく、パンデミックの傾向（感染者数の減少）は変化していない。企業業績にもサプライズはない」と記した。しかし、株価上昇でポートフォリオに占める株式の割合が増大したため、自動的に株式売却と債券購入に動くポートフォリオの大幅な見直しがあることを指摘している。1週間前に筆者が書いたように、格付けが投資適格の債券には、執拗（しつよう）に買いが入っ

ている。

中でも株式は個人年金ポートフォリオに好影響を与えており、企業にとっては高い株価で利益を確定して債券を購入し、あるいは保険会社に退職給付債務を移転するインセンティブになっている。保険会社は社債の購入によって債務を支払う。個人投資家にとっては、債券利回りはごくわずかで魅力がないが、こうした仕組みで株価上昇が債券の需要急増を支えている。

賞味期限を過ぎた緊急策

同時に、金融政策が引き締めめに転じることもなさそうだ。イールドカーブは右肩上がりを維持し、金融政策が緩和的であることを示唆する。インフレが持続しそうなことを考慮すれば、歴史的な低水準にある実質金利も頭を抑えられるだろう。サプライチェーンの混乱も時間とともに解消されるだろうが、サービスセクターのインフレ減速にはつながらないだろう。このインフレの大部分は住宅コストを反映したものであり、広く注目されている物価指標において過小に見積もられている。

投資調査会社BCAリサーチの鋭い分析レポートによれば、最終的に金利は経済を加速も減速もさせない、エコノミストが中立と見なす水準まで上昇する必要がある。

パンデミック対応で巨額の財政刺激策が動員され、株価と住宅価格の上昇によって平均世帯正味資産額が大幅に増加したことで、現在の中立金利の水準は本来の水準よりも上昇している。加えて2008、2009年の金融危機後の負債圧縮の重荷は消滅した。また、投資を積み重ねてきたベビーブーマー世代は、現役引退で投資資金を引き上げるだろう。

FRBはFF金利の中立水準を2.5%とはじいているが、BCAリサーチはもっと高くなる可能性があるという仮説を立てている。そうだとするなら現在ゼロ近辺のFF金利も、2022年後半に向け事実上市場が織り込む0.50～0.75%の誘導目標でさえ、金融引き締めからはかけ離れている。イールドカーブが緩やかにフラット化することもないだろう。

いずれのケースでも、2020年の危機的状況下で経済と資産市場に何兆ドルもの資金を注入した緊急経済対策は、賞味期限を過ぎている。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

9 Potential Winners of Facebook's Big Spend
メタの巨額投資で恩恵を受けるかもしれない9社

ネットワークインフラ、半導体、ストレージに注目

メタ（旧フェイスブック）＜FB＞の第2四半期の決算発表での大きなサプライズは、同社が2022年の設備投資額を大きく引き上げ、メタバースの構築と人口知能（AI）および機械学習へのコミットメントの強化を発表したことだ。2022年の設備投資額は290億ドルから340億ドルの予定だとしている。中間をとると、今年の予想190億ドルから66%の増加となる。これをデータセンターやサーバー、ネット

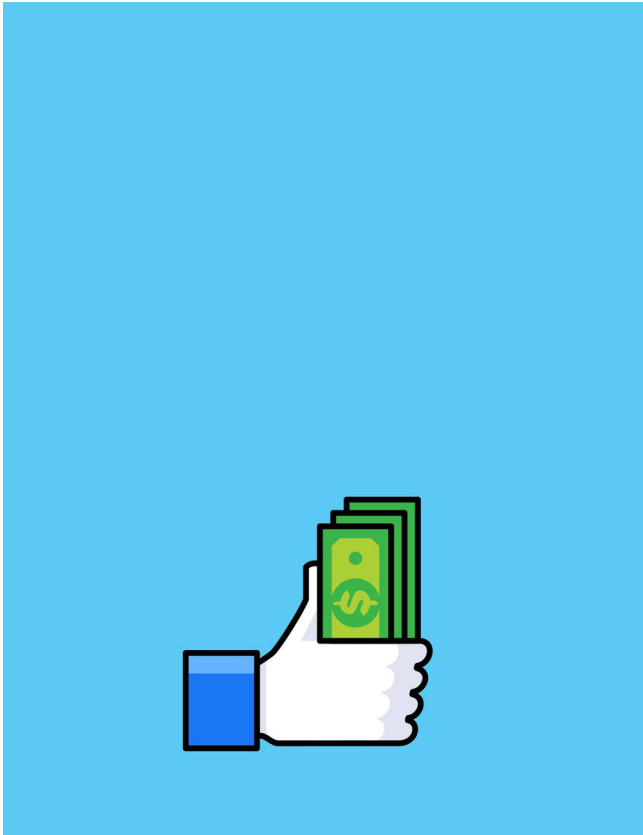


Illustration by Elias Stein

ワーク・インフラストラクチャー、オフィスなどに投じるとみられる。

これにより、さまざまな企業が恩恵を受けるはずだ。アナリストは早速、恩恵を受ける可能性のある銘柄を挙げており、3分野の9社を紹介する。

ネットワーク・インフラストラクチャー
メタのクラウド投資の恩恵を受ける企業として、多数のアナリストがネットワーク機器メーカーのアリスタ・ネットワークス<ANET>を挙げている。同社にとってメタは既に、マイクロソフト<MSFT>に次いで2番目に大きな顧客である。エバーコアISIのアナリストであるアミット・ダリヤナニ氏は、ネットワーク機器大手のシスコシステムズ<CSCO>にも恩恵の可能性があるとみる。レイモンド・ジェームズのサイモン・レオポルド氏は、増分予算のほとんどは設備や機材に充てられるとみて、アリスタや同業のシエナ<CIEN>を挙げる。

半導体

ウェルズ・ファーゴのアaron・レイカーズ氏をはじめとするアナリストは、AIや機械学習アプリ向けに使われる半導体を製造する画像処理半導体（GPU）大手のエヌビディア<NVDA>に追い風となるとみる。同氏はさらに、アドバンスト・マイクロ・デバイシズ<AMD>が「メタを新たな重要顧客として発表する可能性もある」と述べる。ニュー・ストリート・リサーチのピエール・フェラグ氏は、インテル<INTC>とブロードコム<AVGO>を候補に加える。

ストレージ

クラウドは、サーバー、ストレージ、そしてネットワーキング・ハードウェアの大きな集まりだ。ストレージに関してウェルズ・ファーゴのレイカー氏は、ハードディスク・ドライブ大手シーゲート・テクノロジー<STX>とウェスタンデジタル<WDC>が明らかに恩恵を受けると記す。

今週の予定

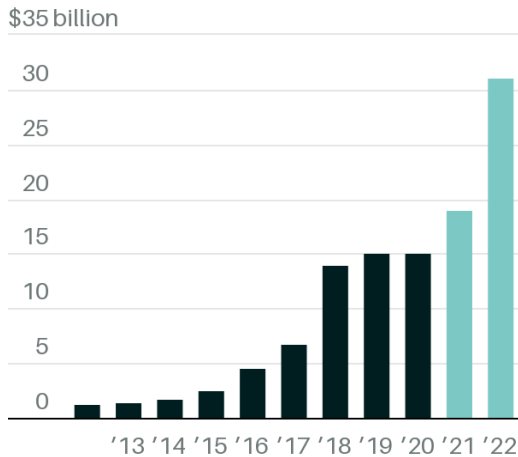
11月1日（月）

- ・アリスタ・ネットワークス、大手家庭用品メーカーのクロックス<CLX>、資産運用持ち株会社フランクリン・リソース<BEN>、医薬品卸売会社のマッケソン<MCK>、半導体メーカーのNXPセミコンダクターズ<NXPI>、不動産投資信託（REIT）会社パブリック・ストレージ<PSA>、無線通信インフラ企業SBAコミュニケーションズ<SBAC>、商業用不動産の自社管理型不動産信託（REIT）サイモン・プロパティ・グループ<SPG>が四半期決算発表。
- ・9月の建設支出発表。コンセンサス予想は前月比0.4%増、季節調整済み年率換算で1兆5900億ドル。
- ・サプライ管理協会（ISM）が10月の製造業購買担当者景況指数（PMI）を発表。コンセンサス予想

Out of This World

Facebook has steadily hiked spending in the past decade, though nothing like its plans for 2022.

Facebook Capital Expenditures, 2012 to 2022



Note: data for 2021-22 are estimated.

Sources: Macroaxis.com; Facebook

は60.1と、9月からやや低下。

11月2日（火）

・ビデオゲーム大手のアクティビジョン・ブリザード<ATVI>、バイオ医薬品大手アムジェン<AMGN>総合石油エネルギー企業コノコフィリップス<COP>、化学品メーカー大手デュポン・ド・ヌムール<DD>、自動車部品メーカーのイトン<ETN>、化粧品大手エスティローダー<EL>、高級スポーツカー・メーカーのフェラーリ<RACE>、出会い系アプリを提供するマッチ・グループ<MTCH>、飲食品メーカーのモンデリーズ・インターナショナル<MDLZ>、製薬大手ファイザー<PFE>、金融持ち株会社プルデンシャル・ファイナンシャル<PRU>、通信大手TモバイルUS<TMUS>が決算発表。

・米国各地で選挙の日。奇数年に当たる今年はニュージャージー州およびバージニア州の州知事選などが実施される。

11月3日（水）

・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。政策金利はゼロ付近に据え置かれることはほぼ確実視されているが、月間1200億ドル規模で実施されている債券購入プログラムの縮小（テーパリング）開始を発表するとみられる。

・飲料大手コカ・コーラ<KO>がコンファレンスコールを開催し、ESG（環境・社会・企業統治）戦略について説明を行う。

・オンライン旅行会社大手ブッキング・ホールディングス<BKNG>、ドラッグストアチェーン大手のCVSヘルス<CVS>、ゲーム大手エレクトロニック・アーツ<EA>、電機メーカーのエマーソン・エレクトリック<EMR>、世界各国でデータセンターを展開するエクイニクス<EQIX>、電子商取引のエッツィ<ETSY>、公益事業持ち株会社のエクセロン<EXC>、医療保険大手ヒューマナ<HUM>、ホテルチェーン大手のマリオット・インターナショナル<MAR>、保険・金融サービスのメットライフ<MET>、統合型リゾート運営会社MGMリゾート・インターナショナル<MGM>、石油・ガス開発企業のパイオニア・ナチュラル・リソース<PXD>、半導体大手のクアルコム<QCOM>、ゲームソフト大手テイクツー・インタラクティブ・ソフトウェア<TTWO>が四半期決算を発表。

・サプライ管理協会（ISM）が10月の非製造業購買担当者景況指数（PMI）を発表。エコノミスト予想は61.5と、9月とほぼ同じ。

・給与計算代行のオートマティック・データ・プロセッシング<ADP>が10月の非農業部門の米民間雇用者数を発表。コンセンサス予想は前月比47万2500人増（8月は同56万8000人増）。

11月4日（木）

・民泊サービスのエアビーアンドビー<ABNB>、医療機器大手ベクトン・ディッキンソン<BDX>、保険会社シグナ<CI>、電力大手デューク・エナジー<DUK>、オンライン旅行サービス会社のエクスペディア・グループ<EXPE>、決済企業のフィデリティ・ナショナル・インフォメーション・サービス<FIS>、ゲノムシーケンス技術のリーダーであるイルミナ<ILMN>、食品会社ケロッグ<K>、バイオ医薬品メーカーのモデルナ<MRNA>、電力大手のNRGエナジー<NRG>、大手バイ

オ医薬品会社のリジェネロン・ファーマシューティカルズ<REGN>、モバイル決済サービスのスクエア<SQ>、メディア大手バイアコムCBS<VIAC>、ライドシェアサービスのウーバー・テクノロジーズ<UBER>、動物用医薬品メーカーのゾエティス<ZTS>が決算コンファレンスコールを開催。

11月5日（金）

- ・ 大手電力会社ドミニオン・エナジー<D>、スポーツ関連のギャンブルやゲームをオンラインで提供するドラフトキングス<DKNG>、自動車部品・セキュリティシステム大手のジョンソン・コントロールズ<JCI>、電力会社センプラ・エナジー<SRE>が四半期決算を発表。

- ・ 10月の雇用統計発表。非農業部門就業者数の予想は43万5000人増。9月は19万4000人増と予想を約30万人下回った。失業率の予想は4.8%と前月から横ばい。8月、9月ともに予想を大幅に下回ったが、これは記録的な求人数にもかかわらず、労働力不足が多数のエコノミスト予想よりも長期化していることによる。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

『バロonz・ダイジェスト』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信

時事通信社

編集人

川田 重信（かわた しげのぶ）

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

『バロonz・ダイジェスト』 2021/10/31
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