

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2021/11/07

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 暗号資産・NFT・ミーム株と付き合うには - Weird Finance: How to Navigate Cryptos, NFTs, and Other Bubbly Stuff [カバーストーリー]
バブルを安全に楽しむ方法 P.1
2. 遺伝子治療に大きな可能性 - Gene Therapy Is a Huge Opportunity. It Pays to be Patient. [フィーチャー]
開発には時間、忍耐が必要 P.5
3. ファンド業界が多様性で真の進歩を遂げる方法 - How the Fund Industry Can Make Real Progress on Diversity [インタビュー]
アリエル・インベストメンツのメロディー・ホブソン氏に聞く P.9
4. 電動ヘリのブレード株、離陸へ態勢整う - Why Blade Stock Is Ready to Take Off [注目銘柄]
ヘリコプター版ウーバーではない P.13
5. ジロー、住宅買い取り事業で失策 - How Zillow Blundered in the Home-Buying Business [不動産]
競合他社の決算に注目 P.15
6. 「富裕層だけが繁栄」論の三つの虚構 - Only the Wealthy Have Prospered in America? That Isn't True [米国経済]
賃金ギャップ、所得の伸び悩み、労働者の搾取 P.17
7. コロナ後の主役、ステイホームからクラウドへ - The Stay-at-Home Trade Is Over—With 1 Key Exception [ハイテク]
オンライン教育、家庭内フィットネスに逆風 P.19
8. 好材料目白押し、年末までラリー継続も - Stocks Rally on a Wave of Good News. Next Stop: New Year's. [米国株式市場]
S&P500など4指数が史上最高値更新 P.21
9. 好調な雇用統計は株高持続を示唆 - A Good Jobs Report Points to Continued Good Times for Stocks [コラム]
FRBは利上げに動かず P.23
10. 今週の予定 - Why Crypto Will Benefit From Facebook's Turn to the Metaverse [経済関連スケジュール]
メタバース盛況で恩恵受ける仮想通貨 P.25

※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. 暗号資産・NFT・ミーム株と付き合うには

[カバーストーリー]

Weird Finance: How to Navigate Cryptos, NFTs, and Other Bubbly Stuff
バブルを安全に楽しむ方法

前例ない奇妙な金融界

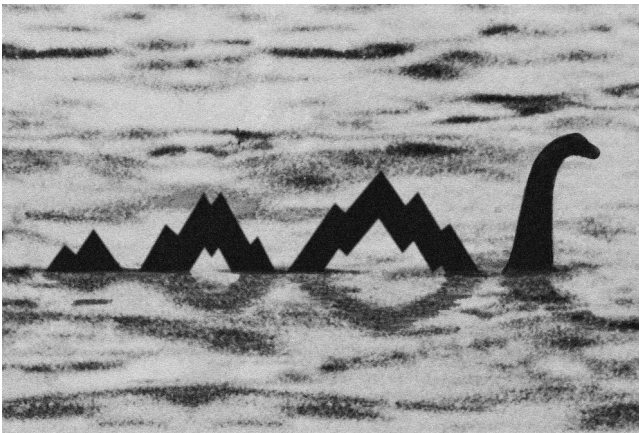


Illustration by Pete Ryan

金融界はかつてないほど奇妙な状況だ。金利が10年間にわたってほぼゼロに維持された結果、現実や仮想世界のさまざまな資産のバブルに拍車がかかっている。しかし、あらゆる資産が過大評価されているわけではない。節約家は絶望する必要もなければ、投機に乗り出す必要もない。

デジタル資産の所有権を表し、営利目的で転売可能な「非代替性トークン（NFT）」のオークションでは、今年だけで「クリプトパンク」と呼ばれるデジタルアートに1180万ドル、猿のイ

ラストのコレクションに2440万ドル、デジタルアーティストのビープル（Beeple）が制作した大量の絵画を詰め合わせた作品に6900万ドルが支払われた。こうしたNFTは、額縁にはめられた唯一無二の作品ではなく、インターネット上で自由にコピーされているデジタル画像の所有権を示すトークンだ。

NFTの規模は暗号資産（仮想通貨）に比べれば大したことはない。暗号資産の時価総額は約3兆ドルで、世界中の採掘済みの金の約4分の1、あるいは英国のマネーサプライと同等だ。犬を題材とし、ジョークとして作成された暗号資産のドージコインの時価総額は350億ドル。ドージコインのパロディーであるシバイヌ（柴犬）コインの時価総額は、一時ドージコインを上回る400億ドルに達したが、4日に20%急落した。

ミーム株では、ゲームショップ大手ゲームストップ＜GME＞と映画館チェーン大手AMCエンターテインメント・ホールディングス＜AMC＞の株価が今年、それぞれ一時的に20倍超に上昇した。特別買収目的会社（SPAC）のデジタル・ワールド・アクイジション＜DWAC＞は、トランプ前大統領が設立したトランプ・メディア・アンド・テクノロジーを買収すると発表したことで株価が15倍に上昇したが、トランプ・メディアの最も有名な仕事はといえば、フェイスブックやアマゾン・ドット・コムなどのIT企業と競争するという漠然とした意図を表明したスライドを作成しただけである。

こうした熱狂は過去の歴史上の出来事に似ていると言えるのだろうか。17世紀に起きたオランダのチューリップバブルとは違う。歴史学者のアン・ゴルガー氏が明らかにした通り、当時、破滅的な投機熱は生じていなかった。18世紀の英国の南海バブルはやや近いが、この事件はある企業の株価が10倍に上昇し、怪しい新規公開銘柄が続出したというもので、これ自体は現在のオンライン掲示板「レディット」ではやりの銘柄を追い掛けるユーザーにとっては何でもないことだ。

1990年代後半のハイテクバブルはどうだろうか。確かに熱狂的だったが、優れたハイテク企業が花開くまでに数十年早かったというだけで、方向性としては間違っていなかった。1980年代の日本のバブ

ルや、1920年代の米国の「狂騒の20年代」は大規模で、その後の経済的な影響も深刻だった。しかし、奇妙さという点では、今日のバーチャルなスマイリー（笑顔マーク）のイラスト、ミーム株、怪しい暗号資産の価格上昇に匹敵するかは不明だ。

伝統的な資産配分の専門家は、ビットコインはキャッシュフローを生まないという主張を続けている。これは、もはや何が起こっているのか分からなくなっている普通の貯蓄家や投資家にとっては喜ばしいことだ。彼らは抽象的な物が驚異的な価格で取引されているのを見て、株式、債券などの従来型の資産にとって危険なのではないかと懸念する一方で、今から価格が急上昇する可能性がある資産に投資するには遅過ぎるだろうかと考えている。

暗号資産には今のところ、過去の相場急落時に銀行を倒産の危機に陥れたようなシステミックリスクはなさそうだ。金融規制当局で勤務経験があり、資産運用業界向けアドバイザリー会社フロントライン・コンプライアンスの創業者であるエイミー・リンチ氏は「主要な金融機関が自社の暗号資産取引所や取引プラットフォームを提供しない限り、システミックリスクからは守られている」と語る。確かに、ネットフリックスの番組「イカゲーム」を題材とした暗号資産の価格は先週急落してゼロとなったが、被害を受けたのは不運な所有者だけだった。

先月、クレジットカード大手マスターカード<MA>は、加盟店や銀行が暗号資産関連サービスを提供しやすいようにすると発表したが、暗号資産そのものとは一定の距離を置くとみられる。実務を担うのは新規上場したバクト・ホールディングス<BKKT>だ。

暗号資産の関連テクノロジーは合理的

暗号資産に対するストラテジストの見方は全くバラバラだが、株式投資は依然として合理的だという点では見解が一致している。JPモルガン・アセット・マネジメントのチーフ・グローバル・ストラテジストであるデービッド・ケリー氏は、暗号資産を「カルトが通貨のふりをしている」と評し、暗号資産など資産インフレの原因は世界の中央銀行が長年にわたって長期金利を低水準に据え置いたためだと言う。

ケリー氏は、S&P500指数の上位10銘柄の予想株価収益率（PER）は約30倍で「高過ぎる」が、それ以外の構成銘柄のPERが20倍であることは「金利の水準を踏まえれば問題ない」と語る。同氏は米国以外の国・地域の株式は米国株より30%割安だと考えている。



Illustration by Pete Ryan

暗号資産取引などのスマートフォン向け金融サービスを提供するソーファイ・テクノロジーズ<SOFI>の投資戦略責任者であるリズ・ヤング氏は、株式は長期的な成長ポートフォリオに常に組み入れるべきだと語る。債券はもはや株式のリスクを相殺するための十分なダウンスайдプロテクションを提供していないため、投資家は代替資産の追加を検討すべきであり、その中に暗号資産も含まれるとの見立てだ。

暗号資産の進化し続けるテクノロジーは、その価格よりも理にかなっている。ビットコインは中央銀行の権力が及ばず、供給が限定された価値の貯蔵手段と決済システムとして考案された。時価総額2位の暗号資産であるイーサリアムは、これらの機能に加えて、NFTなどの新たな商品のプラットフォームとしての役割を担う。両者は共に制約が多く、毎日の取引に利用するには速度が遅いという批判を受けている。また新たなコインを生み出すために衝撃的なほど大量の電力を必要とする。

時価総額上位10位に入る暗号資産のポルカドットとカルダノは、上記の欠点を克服するように設計されている。ポルカドットの設立者であるギャビン・ウッド氏は、世界の金融システムの基礎となるテクノロジーを生み出すという野望について語った。カルダノの開発会社IOHKのジェフ・ポラック最高財務責任者（CFO）は、堅固な銀行インフラが存在しない貧困国が他国との競争条件を公平にするために分散型金融を導入すると想定している。

2人はいずれも、ポルカドットの時価総額が今年500%上昇して600億ドルとなったことや、カルダノが同1000%上昇して680億ドルとなった理由を十分に説明できていない。しかし、これは買い手にとっての問題であり、開発者にとっての問題ではない。両者はいずれも、パロディーコインの価格上昇によって仕事が妨げられているのを快く思っていないようだ。ウッド氏は「少し憤慨している」と述べ、ポラック氏は「真っ当なプロジェクトの正当性を損なうプロジェクトは好きではない」と語った。

NFTは暗号資産と同様に、潜在的な有用性がどのように価格に反映されているかが不透明だ。しかし、この技術は、アーティストが自らの作品を収益化する新たな方法や、ビデオゲームなどのオンラインの世界におけるバーチャルな物の取引手段となる可能性がある。高級ブランドのドルチェ&ガッバーナは最近、9点の衣服と王冠、およびそれに対応するNFTのオークションを実施した。同社はNFTについて「メタバースとユニバース（現実世界）が共存するための手段」と述べている。投資銀行のジェフリーズは、NFTの時価総額が「非常に近いうちに」250億ドルに達すると予想している。

一部のデジタル資産投資家の間では新たな考え方が生まれている。ソーファイのヤング氏は「暗号資産業界で、資産の100%をビットコインに投資していると言ったら、極めてリスク回避的な人物だと思われるだろう。ビットコインはいわば『ベビーブーマー世代（高齢者）』のコインだ」と語る。これは筆者が最近会った個人投資家のラナ・アーネット氏の話とも大きく変わらない。33歳の同氏はポートフォリオにビットコインを少ししか組み入れておらず、「価格が非常に安い柴犬コインに投資した場合に比べて、同等のリターンを得られない」と話す。

■ 配当がリターンの成否を分ける可能性

Out of This World

The S&P 500 is up nearly 25% this year, but it's a slowpoke compared with some meme stocks and cryptocurrencies over the same period.

Asset	YTD growth
Lucid Motors	256%
Avis	699%
Gamestop	1,059%
AMC	1,824%
Dogecoin	5,433%
Solana	15,410%
Shiba Inu Coin	447,200%

Sources: FactSet; CoinMarketCap

経験豊かな投資家には、ミーム資産に投資してリスクを取ることに對して説教をしたいという気持ちや、そうした資産を取引する投資家がいつか痛い目に遭ってほしいという気持ちがある。しかし、見方を変えれば、デジタルネイティブはチャットルームのトレンドを誰よりも早く見つける能力を収益化する方法を開発しただけだとも考えられる。これは金融の不条理かもしれない。しかし、終わりのない財政赤字や、長年のマイナス金利や、多くの大卒者が低賃金の職にしか就けないことも同様に不条理ではないだろうか。

そして今のところ、投資家が痛い目に遭うまでには時間がかかるかもしれない。JPモルガンのケリー氏は、金利は来年終盤から徐々に上昇するにとどまり、あと数年は異常な資産価格が続く可能性があるとして予想している。フロントラインのリンチ氏は、新たな規制が暗号資産をめぐる熱狂の勢いをそぎ、価格を押し下げる恐れはあるが、規制当局は「それほど速くは動かないだろう」と語る。

では、どうすべきか。筆者は何か非常識な資産を購入することをお勧めする。こんなバブルを逃すべきではない。ただし、投資資金ではなく、楽しむための資金を充てることだ。資産の購入を正当化するために「相関性」などという言葉に頼ってはならない。ウォール街は常に物理学や数学を活用したがるが、4世紀前から存在する株式についてさえ、株価の動きについて大まかなことしか分かっていない。5年前に生まれたばかりの暗号資産の価格に回帰分析を適用するのはやめよう。

簡単にもうかっても、戦略がうまくいったと勘違いしてはならない。モメンタム取引に関しては、物理的なモメンタムの法則（力学）を打ち立てたニュートンすら南海バブルで損失を被っている。そして、誰もがミーム資産で稼いでいると考えるべきではない。勝者は冗舌に語り、敗者は沈黙するため、印象は偏ったものになる。

暗号資産に手を出すなら、ツイッターや、レディットの「ウォールストリートベッツ」フォーラムの情報を追うべきだ。こうした資産はバズが全てである。懐疑派が自らの見解を表明する時は、暗号資産を支持する大衆の怒りに備えなければならない。これもバブル期にはよくあることだ。足を踏み入れるべきか迷っている人は、リスクは大きい暗号資産と関連する株式を検討すれば良い。例えば取引所のコインベース・グローバル<COIN>、暗号資産採掘業者のマラソン・デジタル・ホールディングス<MARA>、ライオット・ブロックチェーン<RIOT>、ハット8マイニング<HUT>などが挙げられる。

何よりも大事なのは、暗号資産にしろ、ありふれた資産にしろ、投資のリターンに期待し過ぎないこ

とだ。ビーオブエー・セキュリティーズは、今後10年間のS&P500指数の年率リターン（配当を除く）をマイナス0.5%と推定している。10年物米国債利回りは直近のインフレ率を1%ポイント下回る。

投資先を探すのに良い場所の一つは景気敏感セクターだ。こうしたセクターは、波はあるものの、長期的には市場並みのパフォーマンスを上げる傾向にある。さらに、ルーソルド・グループの最高投資ストラテジストであるジェームズ・ポールセン氏によれば、現在の景気敏感セクターの株価は1945年以降の91%の期間よりも市場と比べて割安だ。素材、資本財、金融、一般消費財、およびそれらの上場投資信託（ETF）を検討すると良いだろう。

ビーオブエーは、配当の再投資が今後10年間でプラスとマイナスのリターンを分ける可能性があるとして述べている。ゴールドマン・サックスは、同期間にS&P500指数の配当が年間5%増加すると予想している。つまらないと思われるかもしれないが、現金を定期的に分配するという仕組みのおかげで、何世紀も前に合併会社が長期的に存続できるようになった。配当が株式を生んだのであって、その逆ではない。少なくとも猿のNFTと同程度にはイノベティブだ。iシェアーズ・コア配当グロースETF <DGRO>（配当利回りは2%強）に投資していれば、フィンテック投資家を名乗れる。

正しい投資など存在しないという「金融のニヒリズム」に屈してはならない。本誌は株式や、債券さえも長期的には柴犬コインと同等のリターンを上げるとみている。今四半期にイカゲームコインをアウトパフォームすることは間違いない。しかし、ほぼあらゆる資産への投資によって簡単に利益を上げられる時代は、恐らく終わりに近づきつつある。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

2. 遺伝子治療に大きな可能性 Gene Therapy Is a Huge Opportunity. It Pays to be Patient. 開発には時間、忍耐が必要

[フィーチャー]

糖尿病、心臓病、皮膚のしわに光明



Illustration by Ari liloan

スイスの製薬大手ロシュ・ホールディング <RHHBY>のラクスターナは、米国で初めて承認された遺伝子治療薬であり、遺伝により目の病気を患っている数千人の患者がその治療を受けた。次に承認されたノバルティス <NVS>のゾルゲンスマは、重篤な先天性筋肉疾患を持つ2万人を救った。今、遺伝子治療の開発者は、特異な疾病だけでなく、より一般的な疾病や症状に対処できる治療を目指している。例えば糖尿病、心臓病、皮膚のしわなどだ。

遺伝子治療は細胞内の遺伝子を変化させることにより、1回の投与で心臓発作のダメージを修

復したり、インスリン注射から解放したり、生涯にわたってコレステロール値を下げたりすることが

できる。何百万人もの患者が治療の対象になると考えられるため、製薬業界や医療システムに与える影響は広範囲にわたる。これらの治療法が市場に出るまでには10年以上かかるかもしれないが、その価格は、患者1人当たり210万ドルかかるゾルゲンスマをはるかに下回るものでなければならないだろう。臨床試験は早ければ来年にも始まる可能性がある。

遺伝子治療の対象として一般的な疾病を視野に入れるバイオ企業には、アッヴィ<ABBV>と提携したリジェネックスバイオ<RGNX>や、新興企業のバーブ・セラピューティクス<VERV>、テナヤ・セラピューティクス<TNYA>、クリスタル・バイオテック<KRYS>などがある。ARKゲノミック・レボリューション・マルチセクターETF<ARKG>のような上場投資信託（ETF）は2月以降、S&P500指数が17%上昇したのに対して31%下落した。どうやら投資家は、遺伝子に働きかける1回限りの治療が一般的になる時代は10年先、あるいはもっと先になると思っているようだ。

心血管治療の開発を行うバーブとテナヤの大株主であるキャスディン・キャピタルのイーライ・キャスディン氏は「これらの企業は実際に技術力がある。この業界は通常、臨床上のニーズが最も高く、対象範囲の狭い分野から開発を始め、その後に緊急性はないものの、より広く影響を及ぼしている分野に手を広げていく」と指摘する。

リジェネックスバイオは、2009年に同社がペンシルベニア大学からAAV（アデノ随伴ウイルス）と呼ばれる空洞化したウイルスを遺伝子の指示を細胞に運ぶシャトルに変換する技術のライセンスを取得して以降、遺伝子治療の中心的存在だ。AAVの技術は今や業界のプラットフォームであり、リジェネックスバイオはノバルティスやウルトラジェニックス・ファーマシューティカル<RARE>などの遺伝子治療企業にAAVを提供している。

網膜症治療で大きな進歩

Genetic Medicine for the Masses

Gene therapies started by treating rare diseases. Now, companies want to bring the once-and-done treatments to widespread ills.

Company / Ticker	Recent Price	Market Value (mil)	Prevalent Disease Targeted
Verve Therapeutics / VERV	\$54.82	\$2,600	Cardiovascular disease
Regenxbio / RGNX	37.74	1,600	Eye disorders
Krystal Biotech / KRYS	52.76	1,200	Skin disorders
Tenaya Therapeutics / TNYA	25.38	1,000	Heart failure

Sentio.com

約5年前、リジェネックスバイオは独自の治療法の臨床試験を開始した。最も進んでいるのは、重度の黄斑（おうはん）変性症に対する遺伝子治療である。黄斑変性症は網膜の加齢に伴う疾病で、先進国では200万人以上が罹患（りかん）し、米国では毎年約20万人が新たに黄斑変性症と診断されている。現在は、ロシュやノバルティスのルセンティス、リジェネロン・ファーマシューティカルズ<REGN>のアイリーアなどの抗体医薬品を繰り返し注射して治療している。リジェネックスバイオの治療法は、抗体を生成する遺伝子を眼球に1回だけ注入するものだ。初期の臨床試験では視力が改善し、さらなる抗体医薬品の必要性が減少した。研究者は11月中旬に中間データを発表する予定だ。現在、重要な第3相臨床試験が行われており、これもあと1年ほどで終了する見込みだ。

リジェネックスバイオが臨床試験を実施しているもう一つの遺伝子治療は糖尿病性網膜症に対するもので、これはより大きな市場となる可能性がある。糖尿病性網膜症は、現役世代の失明の主たる原因

となっており、米国では約800万人が苦しんでいる。初期の臨床試験では視力の改善が見られ、現在第2相臨床試験が行われている。

リジェネックスバイオの網膜治療は、検証が必要だ。ライバルのアドバラム・バイオテクノロジーズ<ADVM>は今夏、糖尿病性網膜症の遺伝子治療薬の臨床試験を安全性の問題から中止した。しかし、9月にアッヴィは、網膜遺伝子治療において、契約一時金3億7000万ドル、マイルストーンに応じた期中支払額を14億ドルに設定したリジェネックスバイオとの提携を発表した。

現在、リジェネックスバイオの株価は38ドルで時価総額は16億ドル。ノバルティスが87億ドルでアベクシスを買収して過熱した2018年当時の水準の半分だ。リジェネックスバイオのバランスシート上にある9億ドルと今後のマイルストーンの支払いは、まだ利益の出していないバイオテック企業を10年先まで支えるだろう。レイモンド・ジェームズのデーン・レオーネ氏のような強気のアナリストは、売り上げによってリジェネックスバイオが黒字になる可能性があると予測している。

■ インスリン注射から解放

糖尿病患者は世界中で増加している。約160万人の米国人が1型糖尿病を患っている。血糖値のモニタリングと毎日のインスリン注射によって症状を抑えることは可能だが、複数のスタートアップ企業が1回の治療で修復をすることが可能な、そして恐らくはより患者数の多い2型糖尿病の治療も視野に入れた遺伝子治療に取り組んでいる。

ウィスコンシン大学の移植外科医ハンス・ソリンジャー医師は、自身の会社であるエンドスリンで遺伝子治療の開発に参画させるべく、アベクシスで経験を積んだ人材を採用した。

ジャガー・ジーン・セラピーは、アベクシスの創設者、大手製薬会社のイーライリリー<LLY>、およびヘルスケア分野専門の投資会社ディアフィールド・マネジメントの支援を受け、動物実験で成功した遺伝子導入技術を用いて、糖尿病やその他の代謝性疾患の治療法の開発を行っている。

遺伝子治療のプラットフォーム企業クリヤ・セラピューティックスのシャンカー・ラマスワミー最高経営責任者（CEO）は、糖尿病のような一般的な疾患のための遺伝子治療はこれまで遺伝子治療業界が経験したことがない規模の製造力が必要になるとした上で、スペインのバルセロナ自治大学が他に先駆けて開発した糖尿病の遺伝子治療を商業化するに当たり、同社のノースカロライナ州にある設備は高効率のプロセスによって桁違いのコスト削減を実現できると期待する。

バルセロナ自治大学のアプローチでは、糖尿病の犬が最大で8年間インスリン注射の必要性から解放された。ヒトによる臨床試験の申請は来年提出される可能性があるという。ラマスワミーCEOは「遺伝子治療は、数十年前のモノクローナル抗体と同じ状況にある。膨大な数の人々を助けるためには、コストを十分に下げるソリューションが必要だ」と語る。

投資銀行チャーダン・キャピタル・マーケットズのゴラ・アムーサ最高科学責任者（CSO）は、これらの糖尿病遺伝子治療プログラムは、それぞれが異なったアプローチを試みているため、いずれかが成功する確率は高くなると指摘する。

心疾患の治療も

心疾患を患う米国人の数は糖尿病よりも多く、3000万人に上る。死因としては世界で最も多く、心不全による死者数は全てのがんを合わせた数よりも多い。

テナヤ・セラピューティクスは、このことを念頭に5年前に設立された。ファラヤ・アリCEOは、まずは心不全につながる遺伝子疾患の治療から始め、段階的に拡大する方針を採用したと語る。動物実験の結果が良好であったため、同社は20万人以上の米国人に影響を及ぼしている遺伝子疾患を対象とする治療法の臨床試験を来年申請する方針だ。投資銀行カウエンのアナリスト、リトゥ・バラル氏は、三つの治療法のそれぞれが今後10年間で数十億ドル規模の市場に成長する可能性があると予測する。

また、毎年80万人の米国人が心不全に襲われるが、その際に損傷した心筋を再生する遺伝子治療の臨床試験を行う準備が2023年までに整う可能性がある。テナヤの技術の一つは、心臓の結合組織細胞を再プログラムして筋細胞に変える。もう一つの技術は、生まれた後は通常分裂しない心筋細胞の分裂を促す。昨年、テナヤの研究者は、ブタの心臓発作による心臓細胞の損傷を修復し、大型動物で初めて心臓細胞の再プログラミングを実証した。

同社の心臓治療の生産は大量生産を想定している。規制当局は、他の遺伝子治療開発企業の臨床試験を、途中で製造工程に変更があった場合に中止させている。アリCEOは「製造工程のわずかな変化が、遺伝子治療製品に劇的な変化をもたらす可能性がある。第3相臨床試験に入るまで待って、素晴らしいデータが出たから製造について考え直すというわけにはいかない」と言う。患者数の多い疾患のための遺伝子治療では、微生物からバイオ医薬品を作るための反応槽を1000リットルから1万リットル以上に拡大する必要がある。製造原価の削減なしでは、業界は大きな市場に商業的および社会的に実現可能な価格で供給することはできないという。

7月に公募価格15ドルで新規株式公開（IPO）を行った結果、テナヤには約3億ドルの手元資金があり、2023年までの必要資金を手当て済みだという。現在の株価は25ドルで、時価総額は10億ドル。

バーブ・セラピューティクスは、1回限りの治療で心血管疾患のリスクを低下させる治療法により、より大きな市場を狙っている。もちろん、スタチン錠剤でも何十年にもわたり毎日服用すれば、リスクを下げることは可能だ。アムジェン<AMGN>のレパーサやリジェネロンのプラルエント（一般名アリロクマブ）のような新しい高価な注射薬も、PCSK9と呼ばれる酵素を阻害することにより、コレステロールを劇的に低下させることができる。

バーブは、ビーム・セラピューティクス<BEAM>からライセンスを受けたベース・エディティングと呼ばれる遺伝子編集技術を利用して、PCSK9の生成を促進する遺伝子をノックアウトする。1回の注入で、サルのコレステロール値が15カ月以上にわたり60%減少した。同社は、同遺伝子の過剰な活動に苦しむ家族を対象とする臨床試験を来年開始したい意向だ。

バーブはまた、高水準のコレステロールおよび中性脂肪の原因となる別の遺伝子にも注目している。当初はこれらの遺伝子の特に悪い型を遺伝により受け継いだ数百万人の人々を対象にし、最終的には一般の人々に治療を拡大したいと考えている。同社のセカール・カティレサンCEOは「これらの遺伝子は単なる悪役であり、除去することで健康になれる」と語る。

バーブは6月に公募価格19ドルでIPOを行い、3億ドルを調達した結果、2024年までの必要資金を確保したと考えている。現在の株価は55ドルだが、グッゲンハイム・セキュリティーズのアナリストは、さらに50%以上の上昇余地があるとみる。

しわ伸ばし、株価倍増の可能性

大規模市場を対象とする遺伝子治療の可能性があるもう一つの企業がクリスタル・バイオテックだ。同社はコラーゲンを生成する遺伝子の欠陥によって引き起こされる重度の皮膚疾患の治療に関する第3相臨床試験を行っており、年末までにデータが入手可能となる見込みだ。初期の研究では、改編されたHSV-1（単純ヘルペスウイルス1型）ウイルスで遺伝子を導入することにより、この疾患を治療することが可能であることが示された。AAVなどとは違い、HSV-1は免疫反応を引き起こさないため、新たな皮膚が再度治療を必要とする場合に再投与することが可能だ。

こうした特性に基づき、クリスタルはコラーゲン治療を美容に応用するジュースという名の新たな事業を発表した。例えば、加齢によるしわは、コラーゲンの産出量の減少が原因だ。この市場はボトックス療法と同程度の規模が期待されることから、同社の株価は今年80ドルまで上昇した（現在の株価は53ドル）。同社はコラーゲン療法に関するコメントの求めには応じていない。しかし、HCウェインライトのジョセフ・パンタジニス氏のようなクリスタルの支持者は、同社の株価が倍増する可能性があると考えている。

一方、多くの人を対象とする1回限りの遺伝子治療がいったん承認されれば、その価格を設定する必要が出てくる。しかし、これについては、臓器移植や心臓バイパスでこれまでも行われた実績がある。テナヤのアリCEOは「開発に成功し、生産体制を構築するのはほんの入り口にすぎない。われわれは医療システムを通じて提供可能で、持続可能なものを作り上げていく必要がある」と語る。

By Bill Alpert
(Source: Dow Jones)

3. ファンド業界が多様性で真の進歩を遂げる方法

[インタビュー]

How the Fund Industry Can Make Real Progress on Diversity

アリエル・インベストメンツのメロディー・ホブソン氏に聞く

早くからESG問題に着手

プリンストン大学は2020年秋、人種差別主義者として知られたウィルソン第28代米国大統領にちなんで命名された最古のレジデンシャルカレッジ（学生寮）の名称を廃止する計画を発表した。2026年に完成予定のホブソン・カレッジは、資産運用会社アリエル・インベストメンツのメロディー・ホブソン共同最高経営責任者（CEO）という黒人女性の名前を冠することになり、プリンストン大学の歴史上においても重要な位置を占めることになるだろう。

ホブソン氏は、夫であるスターウォーズの制作者、ジョージ・ルーカス氏とともに建設資金も寄付した。ホブソン氏は1991年にアリエルに入社して以来、さまざまな見えない壁を取り除いてきた。プリンストン大学在学中にアリエルの創業者であるジョン・ロジャーズ氏に誘われての入社だった。米国初のアフリカ系米国人が所有する投資運用会社であるアリエルは、ESG（環境・社会・企業統治）問



Photograph by Carlos Chavarria

題に早くから取り組んでおり、特に性別や人種のダイバーシティー（多様性）への対応に力を入れている。

ホブソン氏は「多様性のある取締役会を持つ企業が、多様性のない取締役会を持つ企業よりも長期的に優れた業績を上げていることは非常に明確だ」と述べる。実践にも力を入れ、アリエルでは従業員の73%を女性とマイノリティーが占める。その一方で、35年の歴史を持つ旗艦の中型バリュー株ファンドであるアリエル・ファンド<ARGFX>の過去10年間の平均リターン

は年14%に達している。

アリエル・ファンドの投資例

本誌：グロース株が優勢だった過去10年間を経てバリュー株は死んだとの主張があるが、どう反論するか。

ホブソン氏：1926年以降のバリュー投資のパフォーマンスを見ると、グロース投資を圧倒している。グロース投資が成功する絶好の機会に恵まれたこともあり、振り子が大きく振れていたが、いつかは平均回帰が起こる。特に、現在はインフレも起きている。

Q：モーニングスターのカテゴリーの中で今年最も高いパフォーマンスを上げているのは、小型バリュー株だ。アリエル・ファンドの過去12カ月間の約70%の上昇に、何が貢献しているのか。

A：われわれは塹壕（ざんごう）戦が得意だ。2020年3月はアリエルにとっての決定的瞬間だった。多くの人が逃げ出す中、われわれは株を買った。売上高がゼロになってもバランスシートが保たれるのかなど、幾つかの重要な質問への答えがイエスで、特にユニークな競争優位性を持つ会社の株式を大量に購入した。



Photograph by Carlos Chavarria

Q：具体例は。

A：山岳リゾート施設運営のベイル・リゾーツ<MTN>を1株約142ドルで購入した。われわれの評価は254ドルだった。同社は北米最大のスキー事業者であり、強い競争優位性を持っている（5日の終値は372.51ドル）。

Q：現在でもまだ魅力的な企業は。

A：われわれが非常に期待しているのは、マジソン・スクエア・ガーデンだ。三つの会社に分かれていたが、マジソン・スクエア・ガーデン・エンターテインメント<MSGE>がMSGネットワークスを買収したことで、そのうちの二つが再度合体した。われわれはMSGエンターテインメントとマジソン・

スクエア・ガーデン・スポーツ<MSGS>を保有している。市場では、新型コロナウイルス感染症がどのような影響を与えるのか、また、ラスベガスで進めている「スフィア」プロジェクトがどうなるのかが懸念されている。われわれは、これらは時間軸の問題だと考えている。

Q：別の例は。

A：2017年に調査会社ニールセン・ホールディングス<NLSN>を買った（1株約40ドルで購入、5日の終値は21.34ドル）。より多くの人がストリーミングサービスに移行したとしても、ニールセンは広告主に多大な価値を提供できる。一方で同社は、異なるプラットフォーム間を横断的に測定できる「ニールセン・ワン」に向かうなど事業を変革している。

Q：ESGは投資判断にどの程度影響するのか。

A：ESGはアリエルの創業時からのいわばDNAだ。1983年の創業時、最初の顧客はハーワード大学で、南アフリカを含まないポートフォリオの運用を依頼された。その後、サステナブル投資のパイオニア、カルバート・リサーチ・アンド・マネジメントと関係を持つようになり、ESGには社会的立場表明だけではない価値があると考えられるようになった。

Q：アリエルのエンゲージメントに関する哲学とは。

A：とにかく投資する会社に関わって（エンゲージして）いく。われわれは企業のオーナーであり、非常に長い間その企業を所有することになると考える。どの企業に対しても同じアプローチというわけではなく、多様性の問題であったり、別のESGの問題であったりする。エンゲージメント後にマイノリティーの取締役が追加された企業が50社以上ある。21世紀の企業が世界に通用するには、取締役会に多様性がなければならない。取締役会に多様性が欠如していても、その株を買わないわけではない。しかし女性やマイノリティーの取締役がいない場合は、投資後にその取締役会に反対票を投じる。

多様性の重要性

Q：多様性の重要性に関する論理的根拠は。

A：多様な従業員、多様な視点、さらには多様な知性が、幹部や取締役会など全てのレベルや役割を通じて存在していれば、さまざまな顧客ニーズに対応して予測できる可能性が高くなり、優れた人材を確保し、維持できるようになる。実際、2018年のマッキンゼーの調査によると、民族的・文化的に最も多様性のある取締役会を持つ企業は、より高い利益を得られる可能性が43%も高い。

Q：ファンド業界の資産の98.7%はいまだに白人男性によって運用されているが。

A：私も、何もない森の中で叫んでいるような気分になったことがある。しかし、今ではこの問題に取り組んでいる人が増えたと思う。というのも、私は米国投資会社協会の理事会のメンバーであり、この組織ではこの問題が非常に高い地位の人たちに委ねられている。また、この問題に真剣に取り組む、説明責任を果たしているJPモルガンの取締役会の一員という立場からも、そう言える。第一に、多様性の数値には真の透明性があり、多様性の目標に関連した業績連動報酬も実施されている。この問題が、組織の下層部に委ねられているのではなく、最高レベルに託されていることが分かる。

Q：同業他社が考えるべきことは。

A：全ての業界が多様性の問題に注目している。多様性を高めるために若い人たちを呼び込むことが、非常に大きなテーマになっている。それは重要なことだが、心配なのは組織のトップに多様性が欠如

していたら、若い人たちが最初から幻滅してしまうことだ。

Q：早急に解決するための提案は。

A：組織に多様性が確保されていることを幹部レベルで示すためには、法務、マーケティング、財務など他の分野に目を向けることが重要だ。30年前に入社したアフリカ系やアジア系の人たちの数を調べてみると、投資よりもロースクールなどの分野に行く人が多かった。

金融リテラシー教育の重要性

Q：1996年、ロジャーズ氏とともにアリエル・コミュニティー・アカデミーの設立に携わった。アリエル・コミュニティー・アカデミーはシカゴの公立学校で、金融リテラシーをカリキュラムに組み込んでいる。投資業界の多様性と、個人向け金融教育への幅広いアクセスに関連性があるか。

A：直接的な相関関係があることは間違いない。株式市場の話をする家庭で育っていなければ、学び方が分からない。私がお金のことを必死に理解しようとしたのは、まさにそのためだった。ほとんどの学校では教えてくれない。金融リテラシーは、読み書きと同じくらい、ある意味それ以上に重要だ。なぜなら、自分が下した決断を理解できなければ、経済的に不安定な状況に追い込まれる可能性があるからだ。

Q：この状況を変えられるとすれば、その方法は。

A：金融教育をカリキュラムに組み込むことで、金融リテラシーに関する全国的な基準ができる。子供たちがこのようなことを学び始めれば、親も学ぶきっかけになる。

By Sarah Max
(Source: Dow Jones)

4. 電動ヘリのブレード株、離陸へ態勢整う

Why Blade Stock Is Ready to Take Off
ヘリコプター版ウーバーではない

[注目銘柄]

eVTOLに注目



Courtesy of Blade Urban Air Mobility

航空輸送サービスのブレード・エア・モビリティ<BLDE>は、ヘリコプターにライドシェアを持ち込んでいる。ただ、空のウーバー・テクノロジーズ<UBER>とは呼ばないように。

電動垂直離着陸機（eVTOL＝イーブイトール）という新たな航空機が、投資家に『宇宙家族ジェットソン』を思い起こさせて話題になっている。このゼロエミッション（炭素排出量ゼロ）航空機は破壊的技術になる可能性があるが、それに関わる企業の株価は、先進的な考えを持つが非常に投機的な企業に典型的なリスクに満ち

ている。具体的には、高いバリュエーション、赤字、まだ売上高がないこと、高い現金燃焼率だ。

ブレード・エア・モビリティはeVTOLの将来に投資するにはリスクが低い手段ではあるが、ノーリスクとはいかない。ブレードをウーバーになぞらえる理由は簡単に分かる。ブレードはウーバー同様に航空機を持たず、世界中の都市で人々や高額の高額貨物を運ぶさまざまな航空機を保有する29の事業者と協力している。顧客に年会費と乗車ごとのチケット料金を組み合わせて請求する方式もウーバーと同じだ。

しかし、両社の類似性はここまでだ。人々を飛行場から飛行場へと運び、空港使用料を支払い、米国の航空管制を相手にするパイロットのネットワークを構築することは、自動車の運転手のネットワークとはやや異なる。ブレードのロブ・ウィーゼンタール最高経営責任者（CEO）は、ウーバーとの類似性の議論に関して、「それに対抗するのはやめた」と語る。ブレードはインターネットで単発の仕事を請け負うギグエコノミーの労働者ではなくパイロットを相手にしており、その内容ははるかに複雑だ。

ブレードは特別買収目的会社（SPAC）と合併して5月に上場会社となり、都市部の空の移動サービスを提供する企業の中では上場が早かった企業の1社だ。他にはeVTOLを製造するジョビー・アビエーション<JOBY>、アーチャー・アビエーション<ACHR>、リリウム<LILM>がそれぞれ8、9、10月にSPACと合併した。

eVTOLを製造するこれらの企業は低コストの航空機を提供して、空の移動手段を変えようと望んでいる。それは容易ではなく、米連邦航空局（FAA）の承認を取り付けなければならない。eVTOLの開発に数十億ドルを費やさなければならない。各社の株価は、SPACとの合併後の高値から平均で30%下落しているが、今後かかる費用とeVTOL間の競争を考慮するとやや投機的にみえる。

黒字化に近づく

Blade Air Mobility

(BLDE / Nasdaq)



Source: FactSet

一方でブレードの場合、eVTOLに対する全ての投資を歓迎しており、それは単にコスト低下が見込まれるためだけではない。ブレードが提供する航空運賃は、2014年の695ドルから安いものでは95ドルまで低下した。新たなeVTOLは従来のヘリコプターと比較してはるかに静かだ。ウィーゼンタール氏は「航空機が静かであれば、より多くの場所で使用できる」と説明する。

ブレードは、現在10程度の路線を運営しており、2024年までには内部成長と買収の組み合わせによって28路線へ拡大する予定だ。例えば、9月には臓器輸送会社のトリニティー・エア・メディカルを2300万ドルで買収した。トリニティーは2020年に16の州で運航し、売上高は約1600万ドルだった。ブレードのより大きいネットワークで臓器輸送ができることは、トリニティーにとってコスト削減を意味する一方、ブレードには新たな市場への足掛かりを提供する。

JPモルガンのアナリストであるビル・ピーターソン氏は、他の買収も近く発表される可能性があるとして述べている。同氏はブレードの評価を「オーバーウエート」とし、目標株価を16ドルに設定している。これは5日の終値10.10ドルを58%上回っている。

ブレード株が安全な投資対象であるという意味ではない。ブレードは赤字で、第2四半期の現金燃焼は約1000万ドルだった。とはいえ、eVTOLの商業化に備えてインフラを拡大し、既存のヘリコプターと航空機によるネットワークを拡大するための手元資金は十分だ。また、株価は割安でもない。約3億ドルの現金を差し引いた企業価値は約5億ドルで、2022年予想売上高の6800万ドルの約7～8倍となっている。

ブレードは黒字化に近づいている。2021年度の9カ月間の累計売上高は約3000万ドルで、前年同期比2倍となった。粗利益は600万ドルで、前年同期の約100万ドルから6倍増となった。同社は、固定費負担を希薄化するために規模拡大を必要としている。1～9月の固定費は約2000万～2500万ドルだった。

クレディ・スイスのアナリストであるスティーブン・ジュー氏は、ブレードの売上高が2021年の4300万ドルから2025年には1億9300万ドルに増加し、同期間に粗利益が約900万ドル（粗利益率に換算すると21%）から8000万ドル（同41%）に増加すると予想する。ジュー氏は、2025年にフリーキャッシュフローが黒字になると予想し、投資評価を「アウトパフォーム」、目標株価を14ドルとしている。同氏の目標株価はウォール街で最低だが、5日の終値に対して39%の上値余地を示している。

2025年までの予想は、従来のヘリコプターの利用状況に基づいている。eVTOLの運行が始まれば、ブレードの株価が上昇するもう一つの理由になる。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

5. ジロー、住宅買い取り事業で失策 How Zillow Blundered in the Home-Buying Business 競合他社の決算に注目

[不動産]

アイバイヤー事業から撤退



CAITLIN O'HARA/The New York Times/Redux

住宅売買のタイミングは難しい。不動産情報サイト運営会社ジロー・グループ<Z>は2日、「ジロー・オファーズ」プラットフォームを閉鎖し、住宅物件の査定・買い取りを行う、いわゆるアイバイヤー（iBuyer）事業から撤退すると発表した。

ジローのビジネスモデルは競合のアイバイヤーと変わらない。住宅の売り手はサイトに物件情報を掲載し、買い手を募る。物件は独自のアルゴリズムで評価され、暫定価格が提示される。ジローは物件を実際に査定して、現金での買い

取り価格を提示する。売り手が価格に同意すれば契約が成立する。ジローは物件を修理・修繕し、不動産業者を通じて売却する。売り手が価格に同意しなければ、物件は一般的な不動産取引業者に照会される。売り手は時間が節約でき、売却に柔軟に対応できる。ジローは少額の売却益と売り手から手数料を得る。また物件の購入者に対しては住宅ローンや売買契約作成などのサービスを仲介する。

ただ、ジローは市場のタイミングを見誤った。7月～9月末にかけて、同社は前四半期の2倍を超える9680件の物件を購入し、3032件を売却した。さらに8172件の購入契約を結んでいる。これがちょうど米国の住宅市場に減速の兆しが見えてきた時期と重なってしまった。全米不動産協会（NAR）の発表によると、9月の中古住宅販売価格（中央値）の上昇率は引き続き高い水準にあるものの、年初の記録的なペースに比べると減速している。不動産仲介のレッドフィン<RDFN>は、9月に複数の購入オファーを受けた住宅物件の割合は過去9カ月で最低の水準まで低下しており、買い手間の競争も弱まっているという。

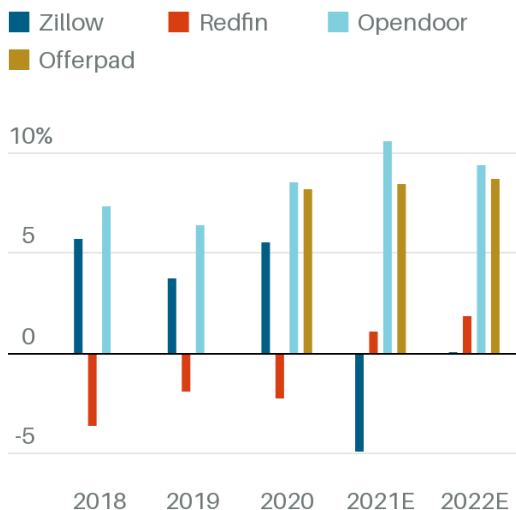
ジローのリッチ・バートン最高経営責任者（CEO）は決算発表で、住宅価格の変化を予想する難しさが失敗の一因だと説明した。同社は過去のデータやシミュレーションを使っていたが、3～6カ月先の住宅価格を正確に予想できなかった。さらにサプライチェーンの混乱が在庫物件のリフォームにも影響を及ぼした。

住宅購入部門は第3四半期に利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）で3億8100万ドルの損失を計上した。物件の評価損は3億0400万ドルを計上し、第4四半期にはさらに2億4000万～2億6500万ドルの評価損の計上を見込むという。同社のクラスC株は決算発表後、5日の取引終了まで約24%下落した。

レッドフィン、オープンドア、オファーパッドは成長

Margins Game

Opendoor and Offerpad's gross margins have been consistently higher than Zillow and Redfin's.



Note: Gross profit margins for Zillow Homes, Redfin Properties; Opendoor, Offerpad
Sources: Bloomberg; FactSet; company reports

他のアイバイヤーは今後も事業を継続する方針だ。成功の鍵は物件価格の管理にかかっている。キーバンク・キャピタル・マーケットのマネジングディレクター、エド・イルマ氏は「住宅購入（物件の仕入れ）はレバレッジの効いた大きな買い物だ。買い取りを誤ればジローのような結末が待っている」と話す。

時価総額54億ドルの不動産仲介業者レッドフィン、レッドフィン・ナウを通じて購入した住宅物件を第3四半期に予想を上回る価格で販売できたと発表した。グレン・ケルマンCEOは4日に行われた決算説明の電話会議で、住宅価格上昇の鈍化を見越して3月より買い取り価格を下げ始めていたと話した。

ウェドブッシュのアナリスト、イガル・アルーニアン氏は4日の顧客向けノートで、サプライチェーン問題の影響はあるが、レッドフィンの業績を見ればジローの失敗が住宅市場全体の問題の兆候ではないと分かる、と書いている。

もっとも、レッドフィンのアイバイヤーとしての事業規模は小さい。レッドフィン・ナウを含む住宅販売部門の売上高は、第3四半期の同社全体の売上高の44%にすぎない。ジローの場合、ジロー・オファーズを含む住宅販売部門の売上高は全体の68%を占めていた。

アイバイヤーの最大手は2014年設立のオープンドア・テクノロジーズ<OPEN>だ。同社はSPACとの合併を通じて昨年末に上場した。時価総額は145億ドルだ。同社の第2四半期の売上高12億ドルの大半は住宅販売によるものだ。アルーニアン氏はオープンドアとジローの調整後粗利益率を比較して、オープンドアは住宅市場の変化の中でも巧みに価格調整を行っていると述べる。

アイバイヤー事業に特化した時価総額18億ドルのオファーパッド・ソリューションズ<OPAD>も成長中だ。オープンドアとオファーパッドは10日に決算発表を控えており、アナリストは両社のガイダンスの中でも第4四半期の住宅1件当たり粗利益率に注目している。

ジローは、買い手と売り手をつなぐ新サービスの開発と、インターネット・メディア・テクノロジー部門の成長に重点を移す方針だ。

By Shaina Mishkin
(Source: Dow Jones)

6. 「富裕層だけが繁栄」論の三つの虚構

Only the Wealthy Have Prospered in America? That Isn't True
賃金ギャップ、所得の伸び悩み、労働者の搾取

[米国経済]

評価すべきことは評価しよう

多くの米国人の暮らし向きはかつてないほど良くなっている。これは簡単に確認できる事実だが、近ごろはそれを言う（気に入らないものを切り捨てる）キャンセルカルチャーの人たちに捕まるリスクがある。この事実は左派の政策の背景にある、米国では富裕層だけが成功しているという中核的な信念に反する。しかし、この単純な信念は間違いだ。



Illustration by Ben Mounsey-Wood

左派の言い分では、米国でごく一部の人を除く生活水準は何十年も停滞してきた。それはなぜかという、国民所得の増大の大部分は労働者報酬を犠牲にして企業を潤したことになっている。1970年代初期以降の生産性の向上は、通説ではほとんど利益に向けられ、雇用主が雇用者を搾取したことになっている。

その解決策と言えば、企業や高所得世帯に課税して富を再分配しなければならないし、政府は低所得世帯により多くのサポートを提供しなければならない。これは新しい話ではない。実際、多くの米国人が苦しんでいるという主張が、失業保険、ソーシャルセキュリティ（社会保障）、メディケア（高齢者向け医療保険制度）、メディケイド（低所得者向け公的医療保険）、フードスタンプ、医療保険制度改革法（オバマケア）等の社会保障上の安全策につながってきた。

評価すべきことは評価しよう。左派はかなりの進歩を成し遂げた。しかし左派にとって決して十分ではない。停滞という信念は虚構に基づいているのだ。

虚構1：生産性と賃金のギャップ

ワシントンの経済政策研究所を含む左派は、生産性とインフレ調整後の時間給のギャップは1970年代半ばから拡大していると主張する。しかし、この計算は実際よりも高くなる傾向があると長く認識されている消費者物価指数（CPI）を使うことで時間給を押し下げており、実質時間給について誤解することになる。消費者物価を測るより正確な指標である個人消費支出（PCE）デフレーターを使えばこのギャップは縮小する。

虚構2：所得の伸び悩み

PCEデフレーターを使ってインフレ調整すれば、時間給は1995年第1四半期から2021年第2四半期まで年平均2.1%増加している。これは着実な生活水準の向上であり、国内総生産（GDP）成長率とも整合する。

左派は、通常米国人の購買力のより良い指標はCPIでインフレ調整した世帯収入の中央値だと主張しており、この数値は国勢調査局が集計している。しかしこの数値は実態に即していない。この数値は納税前の所得を対象者に尋ねる調査に基づいており、メディケア、メディケイド、フードスタンプや他の現金によらない政府給付を除外する。

しかし、経済分析局（BEA）が集計する個人所得データにはこれらの収入源が含まれており、より正確な指標となる。更に、BEAのデータは国勢調査局のデータのように調査への回答に基づいておらず、「信頼性」がある月次雇用統計や納税申告に基づく。またBEAは勤労所得税額控除のような政府の税制面の恩恵を反映した税引き後の個人所得データも集計している。BEAの個人所得、可処分個人所得、個人消費支出データは、家計単位でデータでCPIでなくPCEデフレーターを使いインフレ調整するが、これらデータは停滞との言い分が違うことを示す。

BEAの世帯単位のデータに対する通常の批判は、このデータが中央値ではなく平均値であることだ。そのため、所得水準の上限、いわゆる1%の層が理論的に全体でも世帯単位でも数値をゆがめてしまう可能性がある。個人所得ではそうかもしれないが、世帯単位の平均個人支出ではその可能性は低い。富裕層が他より余計に食べられるわけではないし、数字通り納税者の1%しか占めないで全体や世帯単位の消費を大幅にゆがめるほどの数ではない。

虚構3：労働者の搾取

1990年代初期以降、国民所得の労働報酬の比率は低下傾向にある一方で、企業利益の比率は上昇しているとして、多くの左派の怒りを買っている。

しかしこの比率は誤解を招く。この比率は、S法人、個人事業主やパートナーシップを含むパススルー企業（法人税を納めない代わりに出資者が所得税を納める企業）が近年急速に増えている事実を反映していない。合わせてこれら企業のオーナーと雇用者は労働人口の半分以上を超えている。企業の多くは起業家が経営する中小企業だ。S法人は企業利益全体の約3分の1を占めており、個人事業主の所得は企業利益の約80%に相当する。

不平等についての真実

左派の所得や富に関する不平等の主張は正しく、それは認める。実際不平等は悪化している。しかし彼らは大局的な見地に立っていない。経済的な不平等は繁栄の時期には常に「悪化」する。それは皆が恩恵を受ける広範な繁栄の対価としては小さなものだ。ほとんどの労働者は絶対的な尺度では得るものがあり、繁栄の時期にはより高い所得を得る機会があるのでなおさらだ。

そして何が繁栄をけん引するのか。それはおおむね利益だ。利益を上げた会社が業容と雇用を拡大し、経済の動力となって繁栄を創り出す。所得階層に関わらず社会の全ての人々にとって、利益は非

常に重要であり、善意だが思慮が足りない左派の政策で意図しない結果を招いて、利益を得ようとする動機を削いではいけない。

筆者のエドワード・ヤルデニ氏は、ヤルデニ・リサーチの社長で、『In Praise of Profits! (利益礼賛)』の著者。

By Edward Yardeni
(Source: Dow Jones)

7. コロナ後の主役、ステイホームからクラウドへ The Stay-at-Home Trade Is Over—With 1 Key Exception オンライン教育、家庭内フィットネスに逆風

[ハイテク]

チェグは50%急落



Paul Hennessy/SOPA Images/LightRocket/Getty Images

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）関連株が低調になってきた。その流れが本格化するのこれからだろう。

ハイテク企業の先週の決算発表が株式市場に与えた影響を評価し、今後の行方を予測してみよう。

先週の最大のサプライズの一つは高校・大学生向けオンライン家庭教師サービスを提供するチェグ<CHGG>の決算発表だった。学習者数が

減少しているとの同社の警告を受けて株価は50%も下落し、パンデミック下での上昇分を全て吐き出した。特に注目されるのは、一部の大学生が勉学を放棄して就職していると同社がコメントしたことだ。

この警告は教育関連銘柄の広範な売りに拍車を掛けた。例えば同業のコーセラ<COUR>は先週、予想を上回る決算を発表したにもかかわらず3日間で約14%下落した。同社は職業スキルの訓練に焦点を当てており、市場価値向上を目指す労働者を教育することによって収益を得ていた。

ライドシェアリングは急回復

リフト<LYFT>とウーバー・テクノロジーズ<UBER>のライドシェアリング事業の業績は、最近まで不足していたドライバーが増加していることも一因となり、着実に改善している。

ウーバーによると、稼働可能なドライバーの数は今年1月から65%、6月以降に20%以上増加している。需要も戻りつつある。ウーバーによると、ハロウィーンの週末の利用は2019年の水準を超えた。第3四半期の前年同期比増収率はリフトが73%、ウーバーは72%だった。リフトによると、空港往復利用件数が同約3倍に増えたという。

旅行好転、売上高が大幅増加

旅行セクターはパンデミックによる打撃が最も大きかったが、今や好転しつつあることを示す明らかな兆候がある。オンライン旅行会社の第3四半期売上高はいずれも大幅に伸び、大半がコンセンサス予想を上回った。ホテル、航空会社、レンタカーの予約はパンデミック前の水準に向けて急増している。

民泊仲介サイト運営のエアビーアンドビー<ABNB>の第3四半期売上高は前年同期比67%増の22億ドルに達した。特筆すべきは、パンデミック前だった2年前の同じ期間と比べて36%増加したことだ。

オンライン旅行サイトを運営するブッキング・ホールディングス<BKNG>とエクスペディア<EXPE>の第3四半期売上高はそれぞれ前年同期比77%増、97%増だった。エクスペディアの株価は11月5日に前日比16%高と急騰し、過去最高値に近づいた。企業の出張が完全に回復するとは思えないが、レジャー旅行に繰り延べ需要があることは明らかだ。新型コロナウイルスの新たな変異株がまたたく間に傾向を反転させる可能性はあるものの、2022年は旅行ブームが起こるはずだ。

ズーム、ロク売られる

投資家はパンデミック下で成功した銘柄の一部を売っている。ビデオ会議サービス会社ズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>の株価は年初来21%下落している。動画ストーリーング端末事業を手掛けるロク<ROKU>は11月4日に8%下落し、7月以降の下落率は40%弱となった。同社の業績は、消費者がソファから離れてオフィスやエンターテインメント会場に戻る中で低迷しており、しかも目下の部品不足が端末供給の重しとなっている。

一方、自宅でのフィットネスバイクやルームランナーによるフィットネスサービスを提供するペロトン・インタラクティブ<PTON>の株価は11月5日、同社が失望的な業績見通しを発表したことを受けて35%安となった。株価は2020年に434%上昇したものの、2021年に入ってから63%下落している。

対照的に、フランチャイズ形態のフィットネスセンター事業を展開するプラネット・フィットネス<PLNT>の第3四半期売上高は前年同期比46%増加し、株価は最高値に近づいている。音楽イベントのプロモーションやチケット販売などを手掛けるライブ・ネーション・エンターテインメント<LYV>の株価も最高値に近い。同四半期のコンサート収入は22億ドルで、前四半期の1億5500万ドルから大幅に増加した。

クラウドは好調維持

クラウドベースのソフトウェア企業の決算発表は数週間以内に始まる。これらの決算には、デジタル技術の採用の加速という今後も継続する可能性の高いパンデミック下での傾向が反映されるだろう。この見方が顧客情報管理ソフトウェア大手のセールスフォース・ドットコム<CRM>、データウェアハウスを手掛けるスノーflake<SNOW>、企業向けID管理サービスを提供するオクタ<OKTA>などのクラウド銘柄にとって朗報となる可能性は高い。

まとめると、消費者の習慣は新型コロナウイルス以前に戻りつつあるが、企業は引き続きクラウドへと向かっている。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

8. 好材料目白押し、年末までラリー継続も

[米国株式市場]

Stocks Rally on a Wave of Good News. Next Stop: New Year's.
S&P500など4指数が史上最高値更新

理想的な展開

株式市場にとってこれ以上の良い状況はないように思われ、年末に向けて一気に上昇相場に乗る時が来たようだ。

先週は、うまくいってほしいことが全てうまくいった1週間だった。米連邦準備制度理事会（FRB）は誰もが考えていた通りのことを行った。テーパリング（量的緩和の縮小）開始計画を発表したが、政策金利の据え置きを強調したのだ。イングランド銀行（英中央銀行）は意外にも政策金利を据え置いた。10月の米雇用統計では民間部門の雇用回復が示され、失業率が大幅に低下するなど素晴らしい結果となった。

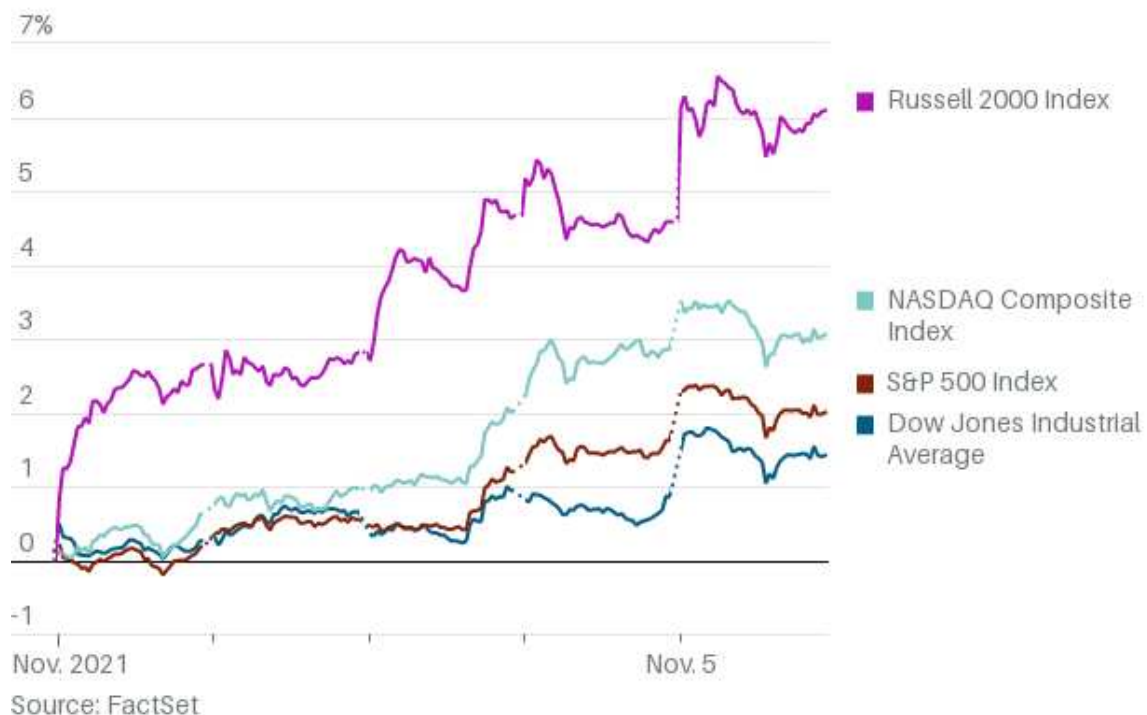


Corey Sipkin/AFP/Getty Images

それだけではなかった。米疾病対策センター（CDC）が5歳から11歳までの子どもに対するワクチン接種を推奨し、医薬品大手のファイザー＜PFE＞が予備データに基づいて、同社の抗ウイルス剤が医薬品大手のメルク＜MRK＞製より効果があると発表した後、新型コロナウイルスは少なくとも市場における取引材料としては影を潜め続けた。当コラムを書いている頃には下院で超党派のインフラ投資法案について採決が行われる。これは1週間前には考えられなかったことだ。

「さらに上値余地」

Market Performance



株式市場はこうした動きを歓迎した。主要株価指数を見ると、ダウ工業株30種平均は1.4%高の3万6327ドル95セントで引け、S&P500指数は2%高の4697.53となった。ナスダック総合指数は3.1%上昇して終値は1万5971.59だった。小型株のラッセル2000指数はこれらをはるかにしのぐ6.1%の上昇となり、2437.08で週末を迎えた。4指数とも史上最高値を更新した。

9月にあった調整懸念から市場は大きく前進した。当時は、まずいことになる可能性のあることが全て現実にならずに済んでしまう状況だった。原材料など投入コスト上昇と賃金上昇が企業の利益率を圧迫し、経済成長が停滞する一方でインフレ率が上昇し、市場が大きく下落したのは「当然」だった。

しかし、9月にS&P500指数が227営業日ぶりに高値から5%下落した後、同指数は9.9%上昇した。9月2日の高値からでも3.5%の上昇となっている。しかし、これだけでは売りの理由になりそうもない。ウォルフ・リサーチのチーフ・インベストメント・ストラテジストであるクリス・セニエク氏は「株価上昇を追いかける動きも多く見られ、今から年末にかけてもっと上値余地があるとみている」と書いている。

大型株がけん引

一方、ウェルズ・ファーゴ・セキュリティーズの米国株ストラテジストであるクリストファー・ハーベイ氏は「奇妙な上昇だった」と分析している。同氏はS&P500指数の上昇は電気自動車のテスラ<TSLA>や半導体のエヌビディア<NVDA>などの大型株がけん引していると指摘する。

時価総額の大きな銘柄が上昇した結果、上場投資信託（ETF）のSPDR S&P500ETF<SPY>が過去3週間で5.1%上昇したのに対し、S&P500指数の銘柄を等比率で保有するETFのインベスコS&P500イコー

ル・ウェート＜RSP＞の上昇率は3.6%だった。ただし指数全般を見ると異なる展開となっており、小型株のラッセル2000指数に連動するETFであるiシェアーズ・ラッセル2000＜IWM＞の上昇率は過去3週間で7.4%であり、S&P500指数を上回っている。

FRBの緩和的な金融政策、力強い企業収益、強気の投資家の増加などを背景に株式市場の上昇を予想するハーベイ氏は、上昇する可能性は大型株にも小型株にもあると述べる。同氏は「ここ数日、投資家から下落に対するプロテクションについての相談を受けているが、（ポートフォリオマネジャーは）株価上昇に焦点を当てた方が良く考えている」と書いている。

少なくとも、年末までは。

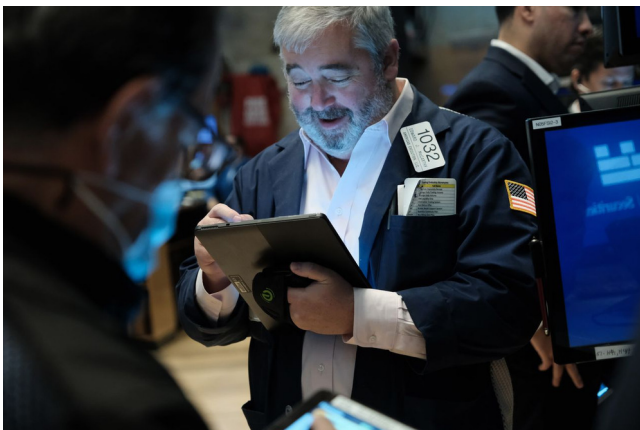
By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

9. 好調な雇用統計は株高持続を示唆

[コラム]

A Good Jobs Report Points to Continued Good Times for Stocks
FRBは利上げに動かず

良いことづくめ



Spencer Platt/Getty Images

株式市場に関する限り、今は良いことづくめだ。先週、経済や新型コロナウイルスについての明るいニュースのさなかで主要株価指数は再び史上最高値で引けた。米連邦準備制度理事会（FRB）からのサプライズはなく、11月2日の二つの州知事選挙も悪影響を及ぼさなかった。それらの全てが強気相場の定義に合致している。

先週、好調な経済に関する明るいニュースの総仕上げは、5日朝に伝えられた予想を上回る10月の就業者数の増加と8、9月分の大幅な上方修

正、そして失業率がさらに低下したことだった。唯一の不協和音は労働者が思ったほど迅速に労働市場に戻っておらず、依然として雇用がパンデミック（世界的大流行）前の水準に達していないことだ。これが意味するのは賃金がさらに上昇することで、労働者にとっては良いが、インフレには望ましくない。

FRBは政策目標を最大雇用に置いたままだ。大方の予想通り、先週FRBは毎月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）を開始すると発表した。債券買い入れはFRBがパンデミックで深刻化した危機的状況に対処するため緊急対策として開始してから1年半以上に及ぶ。この間に株価は2020年3月に付けた安値から2倍超に上昇し、住宅価格の年間上昇率も史上最大となっている。

連邦公開市場委員会（FOMC）が毎月150億ドルの債券買い入れ縮小を可決した一方で、パウエル議長

は現在0~0.25%にあるフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標の引き上げに関する議論はしていないと説明した。そして元最高裁判所判事が猥褻（わいせつ）性は定義できないが、見れば分かるとした先例をなぞって、パウエル氏は「最大雇用は一つの数字で定義できないが、（見れば分かるように）米国はその状況にはない」と語った。

■ 緩和と引き締め、FRBに二つの道

10月の雇用統計はほぼ全てが良好だったが、中でも非農業部門就業者数は事前予想の前月比45万人増を大きく上回る53万1000人の増加となる一方、8、9月の増加分も合計で23万5000人上方修正された。唯一減少したのは州および地方の教育従事者で、10月は6万5000人、9月は10万2000人の減少だった。合計値から差し引かれる季節調整要因が正常に機能していないのかもしれない。しかし、公立学校の就業者数の減少は、パンデミック期に疲労困憊（こんぱい）した経験談が広まる中で今も続く傾向だ。

別の世帯調査によれば、失業率は0.2%ポイント低下の4.6%となったが、これは就業者数の増加が35万9000人と労働力人口の増加10万4000人を上回ったことによる。しかし、労働参加率は61.6%と過去1年横ばいのままだ。失業給付の上乗せ終了、学校再開、そして新型コロナウイルス感染リスクの低下で職場に復帰する労働者が増加すると考えられてきたが、いまだ実現せず少なくとも当面はなさそうだ。

その理由として退職者の急増、家族介護の必要性、労働意欲の減退が挙げられている。バンク・オブ・アメリカのエコノミストであるアディチャ・ブハーベ氏、スティーブン・ジュノー氏によれば、この要因のどれもがそれぞれ120万人の労働力を減少させた。

両氏は「これがFRBに二つの道を開いている」とリサーチノートに記し、「恩恵が少なかったグループへの打撃を考えれば金融緩和策の維持につながるが、労働参加率の停滞は労働市場の逼迫（ひっばく）と持続的な賃金上昇を意味し、金融引き締めの理由になる」と結論づけている。

しかしながら、今のところFRBや主要中央銀行がすぐに短期金利を引き上げることはなさそうだ。イングランド銀行（英中央銀行）は4日、利上げ見送りを決め、世界の国債市場で利回りが低下した。ベンチマークである10年米国債の先週の利回りは、FRBのテーパリング発表後の1.60%から1.45%に低下した。

■ 「ウォール街はワシントンの停滞を望む」

2日に大きな注目を集めたバージニア州知事選挙では共和党候補が民主党候補に勝利したが、ウォール街への影響はワシントンよりも小さかった。AGFインベストメンツの米国担当チーフストラテジストであるグレッグ・バリエール氏は「民主党にとって選挙結果は明らかに死刑台のように思えただろう」と記している。5日夜まで民主党執行部は上院を通過したインフラ投資法案と子育て支援などに10年間で1兆7500億ドルを投じる大型歳出法案の採決を急いだ。ただし、紛糾している大型歳出法案の採決は先送りされた。

「ウォール街はワシントンの停滞を望む」という決まり文句があるが、これは半分正しいということになるかもしれない。バリエール氏は「インフラ投資法案の可決と大型歳出法案の先送りは株式市場

にとって、どちらもプラスになると考え得る。一連のインフラ投資が幅広い企業を強力に後押しする一方、増税と手厚い社会支援が特徴の大型歳出法案は冬の間放置される可能性がある」と顧客向けノートに記している。

こうした財政、金融面の好材料に加え、医薬品大手ファイザー＜PFE＞は5日、新たに開発した経口コロナ治療薬の重症化や死亡を防ぐ効果がメルク＜MRK＞製品を上回ると発表した。株式市場だけでなく誰にとっても、明るいニュースは疑う余地なく明るいニュースである。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

Why Crypto Will Benefit From Facebook's Turn to the Metaverse
メタバース盛況で恩恵を受ける仮想通貨

独自トークンが上昇

フェイスブック＜FB＞が社名をメタ＜MVRB＞に変更し、仮想現実（VR）と拡張現実（AR）を連結させた「メタバース」に乗り出すサインを出したことで、暗号資産（仮想通貨）に対する信頼度が急激に高まった。メタバースとは、ユーザーが働き、ゲームや電子商取引を行い、社交ができる体験型の仮想世界だ。

暗号資産関連企業やオンラインゲーム、デジタル資産が幅広く恩恵を受けるはずだ。中でも、ゲーム内のトークンやアイテムとして非代替性トークン（NFT）が利用されるオンラインゲームのプラットフォームやマーケットプレイスが勝者となる可能性がある。BTIGのアナリスト、マーク・パーマー氏は、このような企業の多くは、メタの方針転換を「自社の取り組みの妥当性を確証するもの」と捉えている。プレー・トゥ・アーン（ゲームに取り組むことで報酬を得る）モデルやNFTをめぐる仮想経済でモメンタムが強まる可能性がある。

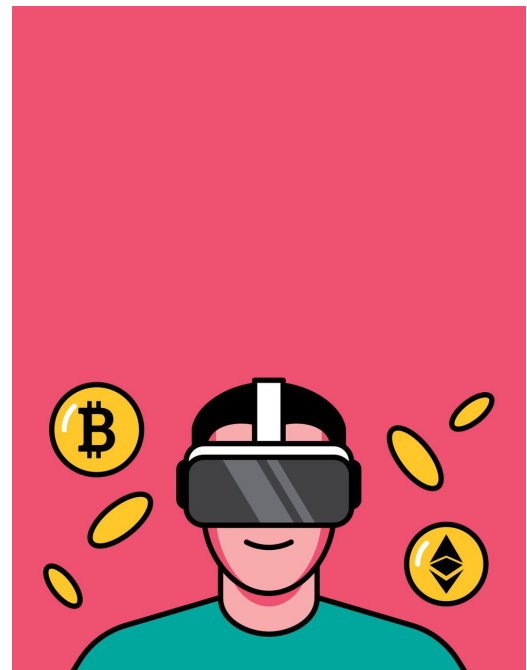


Illustration by Elias Stein

パーマー氏は、ユーザーがアバターを作って交流を行うオンラインコミュニティの「ディセントラランド」に注目する。このプラットフォームは「ユーザーによって所有される、世界初の仮想空間」とうたう。独自のトークン「マナ」は、メタの発表後に300%以上上昇している。マナを使ってディセントラランドの仮想不動産を購入し、オンライン世界の管理を行うことが可能だ。6月には、同プラットフォームの仮想区画が90万ドル以上買われた。オークションハウスのサザビーズは、NFTのオークションを行うため、ディセントラランドのアート地区にギャラリーをオープンさせた。

パーマー氏によると、他にもVRプラットフォームであるザ・サンドボックスの独自トークンSAND、ワイルダー・ワールドのWILD、エイリアン・ワールドのTLMが急騰した。その多くはイーサリア

ム、あるいはそのサイドチェーンの規格で、イーサリアムのトークンであるETHも恩恵を受けるはずだ。

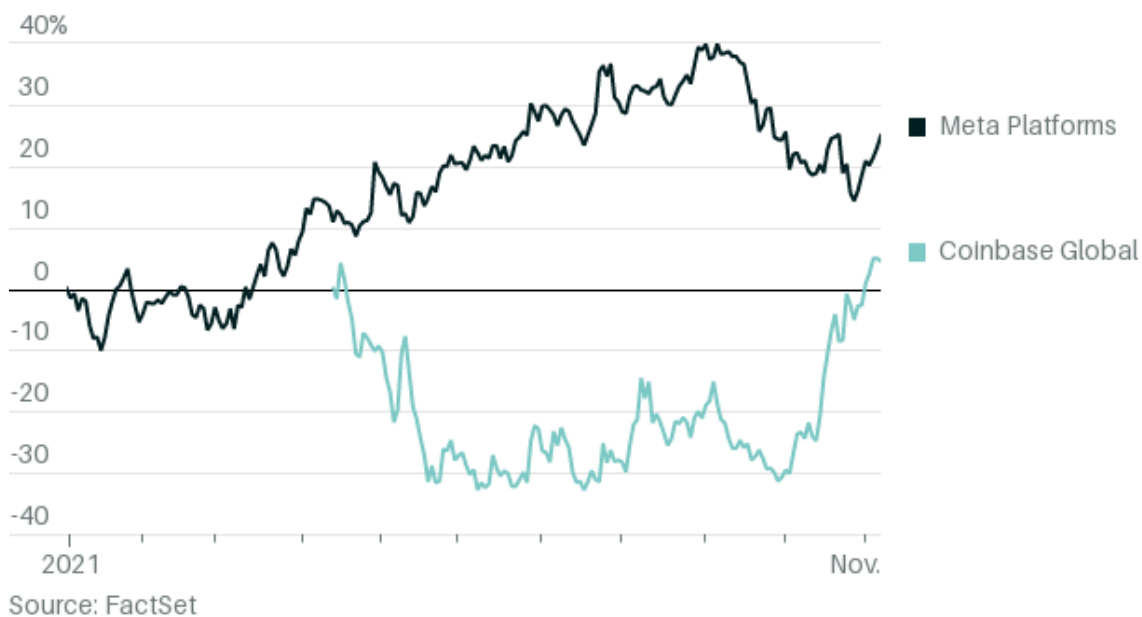
長期にわたって恩恵を受けると考えられるのが、米国最大で世界第2位の暗号資産取引所であるコインベース・グローバル<COIN>だ。6800万人のユーザーベースを有するコインベースは、取引可能な暗号資産の拡大や法人向けサービスの開発、NFTマーケットプレースの構築を行っている。

今週の予定

Worlds Collide

Meta Platforms, formerly Facebook, rallied on its name change. But Coinbase rallied even more.

Meta Platforms and Coinbase Stock Performance, 2021 Year to Date



11月8日（月）

・映画館運営会社のAMCエンターテインメント・ホールディングス<AMC>、オンライン決済サービス会社ペイパル・ホールディングス<PYPL>、オンラインゲームプラットフォームのロブロックス<RBLX>が四半期決算を発表。

11月9日（火）

・ドイツのバイオ医薬品メーカー、ビオンテック<BNTX>、医薬品流通会社カーディナル・ヘルス<CAH>、コインベース・グローバル、料理宅配会社ドアダッシュ<DASH>、住宅建設会社DRホートン<DHI>、ソフトウェア開発会社パランティア・テクノロジーズ<PLTR>、食品流通大手シスコ<SYN>が決算発表。

・半導体大手ブロードコム<AVGO>がニューヨークで投資家向け説明会を開催。

・10月の卸売物価指数（PPI）発表。コンセンサス予想は前月比0.6%上昇（9月は0.5%上昇）。変動の大きい食品とエネルギーを除くコア指数は同0.4%上昇（9月は0.2%上昇）。

・全米独立事業者協会（NFIB）が10月の中小企業楽観度指数を発表。コンセンサス予想は98.5と、9月をわずかに下回る。

11月10日（水）

- ・ 娯楽・メディア大手のウォルト・ディズニー<DIS>が2021年度第4四半期の決算発表。9月21日にボブ・チャペック最高経営責任者（CEO）がストーリーミングサービスの成長に懸念を示して以来、S&P500指数が7%上昇する一方で、株価は1%下落している。
- ・ 決済処理会社のアフーム・ホールディングス<AFRM>、フィンテック企業のソーファイ・テクノロジー<SOFI>が四半期決算発表。
- ・ EVトラックメーカーのリビアン・オートモーティブがナスダックで取引開始。ティッカーは<RIVN>。アマゾン・ドット・コム<AMZN>が出資する同社は、1株当たり57～62ドルで1億3500万株を公開する予定。時価総額は約530億ドルとなるとみられる。
- ・ 信用調査会社大手エクイファックス<EFX>、クレジットカード大手マスターカード<MA>、スマートファクトリー機器を製造するロックウェル・オートメーション<ROK>が投資家向け説明会を開催。
- ・ 10月の消費者物価指数（CPI）発表。エコノミスト予想は前年同月比6%上昇（9月は同5.4%）、食品とエネルギーを除くコアCPIは同4.4%上昇（9月は同4%）。

11月11日（木）

- ・ ベテランズデー（復員軍人の日）で米債券市場は休場。
- ・ 資産運用会社ブルックフィールド・アセット・マネジメント<BAM>、医薬品のオルガノン<OGN>、皮革製品メーカーのタペストリー<TPR>が決算コンファレンスコールを開催。
- ・ 半導体メーカーのNXPセミコンダクターズ<NXPI>がニューヨークで投資家向け説明会を開催。

11月12日（金）

- ・ 製薬大手アストラゼネカ<AZN>が四半期決算発表。
- ・ 医療機器大手ベクトン・ディッキンソン<BDX>がバーチャルで投資家向け説明会を開催。
- ・ 11月のミシガン大学消費者景況感指数発表。コンセンサス予想は72.5で10月を若干上回る。
- ・ 求人離職統計（JOLTS）発表。エコノミスト予想では、9月末時点の求人件数は1000万件と、8月末よりも40万件減少するも、過去最高水準を維持。

By Daren Fonda
(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』 2021/11/07
THIS WEEK'S MAGAZINE

発行 : Dow Jones & Company, Inc.
制作・監修・配信 : 時事通信社
編集
THIS WEEK'S MAGAZINE : エグゼトラスト
TODAY'S MAGAZINE : 時事通信社

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

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

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

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

※図・表・データの無断使用を禁止します。

Copyright © 2021 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます