

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2021/11/21

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 中国ラウンドテーブル - China's Transition Is Risky. Here's How to Navigate the Changes. [カバーストーリー]
変容を乗り切るための銘柄 P.1
2. オプションのデイトレードが過熱 - Stock Options Are the New Day-Trading Craze. What It Means for the Market [フィーチャー]
市場に心理的な影響 P.7
3. 所有せずにビットコインに投資する方法 - Want to Bet on Bitcoin Without Owning Any? Try These Stocks. [暗号資産]
採掘業者が狙い目 P.9
4. 伝統的なファンドに入り込むビットコイン - Bitcoin Is Now Showing Up in Bond, Stock, and Commodity Funds [ファンド]
暗号資産を資産クラスとしてどう定義するか P.12
5. 株式市場、今回の業績発表シーズン中に8%上昇 - Stocks Are Up 8% Since Earnings Season Started. [米国株式市場]
まだ上昇余地はありそう P.14
6. リビアン株のオプション取引を成功させる方法 - It Takes Guts to Play Rivian Options. Here's How to Do It. [注目銘柄]
少額投資で大きなリターンの可能性 P.16
7. FRB、内部で量的緩和縮小の加速求める声 - Some at the Fed Want Bigger Reduction in Bond-Buying, New Boss or Not [コラム]
次期議長選任、利上げ開始時期にも市場は高い関心 P.17
8. 債券投資にメリットがない理由 - Why Bonds Look Like a Bad Bet [コラム]
低金利環境ではリスク要因に P.19
9. 消費増、成長鈍化の前兆か - Consumers Have Sped Spending as Inflation Surges. [米国経済]
インフレ懸念で防衛行動の可能性 P.21
10. 今週の予定 - In an Energy Crisis, Coal Remains Unloved but Unmovable [経済関連スケジュール]
嫌われ者だがしぶとい石炭、エネルギー危機で生き残り P.24

※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. 中国ラウンドテーブル

[カバーストーリー]

China's Transition Is Risky. Here's How to Navigate the Changes.
変容を乗り切るための銘柄

世界に波及する政策転換



Illustration by Stephan Schmitz

中国では、習近平国家主席が統制を一段と強化し、焦点を成長から強靱（きょうじん）性に移行させているため、全面的な変容が進行中である。その変化は世界に波及することになるため、投資家には新たな手引書が必要になる。

アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集团）＜BABA＞や配車サービス企業のディディ・グローバル＜DIDI＞、さらには、教育サービス事業を展開するニュー・オリエンタル・エデュケーション・アンド・テクノロジー・グループ＜EDU＞などに対する規制の締め付けに投資家が反応し、MSCI中国指数の13%の低下につながった。中国政府は格差拡大に対処するために「共同富裕」に新たな重点を置いており、負債まみれの不動産セクターを統制し、二

酸化炭素排出目標を達成するための努力は経済と株式市場を大きく揺さぶっている。チャイナ・エバークランデ・グループ（中国恒大集团）＜3333.香港＞を倒産の瀬戸際へ追いやられているのも、その一環だ。

本誌は今年、中国の変化と、それが他の市場や投資家に及ぼす影響をテーマとした中国ラウンドテーブルを初めて開催した。参加者は、マシューズ・チャイナ・ファンド＜MCHFX＞の共同マネジャー兼マシューズ・チャイナ・スモール・カンパニー・ファンド＜MCSMX＞のリード・マネジャーであるウイニー・チャン氏、GQGパートナーズの共同創業者で、ゴールドマン・サックスGQGパートナーズ・インターナショナル・オポチュニティーズ・ファンド＜GSIMX＞とGQGパートナーズ・エマージング・マーケット・エクイティ・ファンド＜GQGPX＞のマネジャーであるラジブ・ジェイン氏、PGIMジェニソン・エマージング・マーケット・エクイティ・オポチュニティーズ・ファンド＜PDEAX＞の共同マネジャーであるサラ・モレノ氏、TSロンバードの中国担当チーフ・エコノミストのロリー・グリーン氏である。

本誌：中国は劇的な変化を経験している最中だが、どの変化が最も重要か。

グリーン氏：今回の変化は、より緩やかで持続可能で、より平等な成長に焦点を当てることを意味している。それは、規制強化と、市場における政府の介入増加を必然的に伴う。

Q：投資家にとっての意味合いは。

モレノ氏：現在は、インターネット関連企業を中心に利益を上げる仕組みと成長軌道の変更が目標とされているため、中国株に対して以前のようなバリュエーションを適用できない。

ジェイン氏：投資家として見ると、多くのことが不確実性を生み出した。規制の介入が金融システム崩壊のリスクを低下させた一方で、少数派である株主を優遇する方針から国民を優遇する方針へ転換しており、収益性が低下する可能性を意味している。

Q：中国経済の向かう先は。

グリーン氏：景気サイクルの底に近づいている。景気減速を底打ちさせるカギは財政刺激だ。国有メディアでは、中国の高官（恐らくは習近平主席の右腕の劉鶴氏）が、中国はさらなる需要刺激が必要だと示唆した。2022年第1四半期に成長率は安定し始めるだろう。長期的には、経済成長は持続的に減速するとみている。構造的にみると、中国では「他国に追い付く」成長期がほぼ終わり、人口動態、債務および一層緩やかな都市化などの障害に直面している。

不動産の状況

Downward Dragon

Shares of Chinese companies listed on the mainland, in Hong Kong, and in the U.S. all have slumped since President Xi Jinping's regulatory crackdown on runaway growth.



Source: FactSet

Q：不動産セクターを浄化する努力がチャイナ・エバークランデのようなデベロッパーに痛みをもたらしているが、他の不動産デベロッパーに対する影響は。

チャン氏：不動産はそれほど悪い状況にない。在庫は極めて低水準で、レバレッジに対する制約が結果的に市場をさらに強化するだろう。エバークランデは大手だが、市場シェアは5%未満だ。処理は必要だが、既存デベロッパーにとっては市場シェア獲得の追い風になり得る。

ジェイン氏：大手銀行の6、7行は、問題を抱えるデベロッパーに対するエクスポージャーがほとんどない。そのため、金融システムは崩壊しないが、痛みは伴う。不動産市場の低成長は長期化する可能性がある。

モレノ氏：不動産セクターは経済の約30%を占めるため、レバレッジ解消は国内総生産（GDP）成長

率を1%ポイント引き下げたろう。

Q：中国の政策決定者が不動産の状況に苦慮していることを示す材料があるか。

チャン氏：センチメントの変化だ。消費者が住宅価格の下落を見込んで買い控えすれば、悪い波及効果を伴うだろう。

グリーン氏：バイドゥ（百度）＜BIDU＞とウィーチャットのトレンドから不動産市場に対する消費者の関心が分かるが、それは依然として比較的高水準だ。

Q：習近平主席の権力掌握は、中国の安定性、繁栄および外交関係にとってどの程度の脅威か。

グリーン氏：現状維持に対する脅威だ。習近平主席は共同富裕に取り組んでおり、不動産税、出生率上昇、福祉に対する支出増加、所得増加などの大半の目標は前向きだが、それを達成するために必要な構造改革は混乱につながるだろう。

台湾吸収の可能性



Rory Green/ Photograph by David Vintiner

Q：台湾吸収を試みる可能性は。

グリーン氏：台湾侵攻の可能性は非常に低い。中国は、台湾に対して経済的圧力をかける手段がないため、領海と領空の侵犯で圧力をかけている。5年または10年待てば、保有する空母の数が2倍になる一方、同地域における米国の影響力は低下するだろう。パワーバランスが中国寄りに傾いている限り、中国には急ぐ理由がない。

ジェイン氏：今後10年間の直接侵攻の可能性は非常に低い。中国が徐々に締め付ける公算の方が大きい。中国か台湾かという単純な問題ではなく、米国の役割や他の地域で起こる事も影響

する。

Q：中国の変化は、他の地域にとって何を意味するのか。

モレノ氏：1990年代には、米国が風邪を引くとメキシコが肺炎になった。今は、中国が風邪を引くと、東南アジア諸国連合（ASEAN）やブラジルが肺炎になる。中国と直接結び付いていない新興国などほとんどなく、波及効果は世界的に感じられるだろう。それは、低成長が長く続く環境を意味し、恐らく、高級品などの一部の消費財企業とその株価にとって問題だ。

ジェイン氏：新興国市場全体を見ると、減速の兆候は見られない。インドでは、融資の伸びが回復し、経済は急激に回復しているようだ。ブラジルでは、昨年夏以降、融資は2桁台で増加している。鉄鋼需要は、2019年の水準から十数%増加した。欧州では業績予想の上方修正が非常に多い。悪影響は中国に販売している企業に限定されるだろう。われわれのグローバル・ポートフォリオでは、中国の影響を強く受けるものには慎重だ。高級品がその例で、「共同富裕」政策の推進で、目立つ消費は標的になる可能性がある。

モレノ氏：インドは、中国の成長鈍化の影響を受けない国として注目されている。インドの大手フードデリバリー会社のゾマト<543320.インド>を選好する。インドのフードデリバリー市場は2社に集約されており、魅力的な構造だ。その結果、合理的な価格設定ができ、顧客単位の収益性は確実に改善している。

Q：経済成長の長期的な鈍化と中国企業の収益性の低下などを考慮すると、中国に資産配分すべきか。
 チャン氏：混乱や不確実性のある時期に中国を買うことは、常に最も理にかなっている。しかも、消費やサービスを主体とする産業が企業収益をけん引することで、収益が循環的ではなくなり、質が高くなる。中国の株式市場では、情報技術やヘルスケアなどの知識ベースのセクターがより多く含まれるようになる。また、政府が規制する産業もある半面、再生可能エネルギーや半導体、医療機器、特殊化学品など、政府が支援しようとしている部分もある。

モレノ氏：部分的な成長は見られるが、規制の問題や、不動産セクターのレバレッジ解消の影響など、目先の圧力があり、生き残って繁栄する企業の種類が変わるだろう。

ジェイン氏：1、2年前と比較すると、多くのことが流動的なため、中国へのエクスポージャーは恐らく低下した。相対的に他の地域の成長率が向上しているが、中国への配分は行うべきだ。

セクター別の変化



Sara Moreno/ Photograph by Sasha Israel

Q：中国投資でセクターの変化はあるか。

チャン氏：今年のMSCI中国指数は米ドルベースで約13%下落しているが、MSCI中国A指数（上海と深センの取引所に上場している株式で構成）は米ドルベースで2%上昇している。香港上場中国株の指数であるハンセンH株指数は7%下落し、米国に上場している中国株はそれ以上に下落している。現在、A株はH株に対して約45%のプレミアムとなっているが、これは海外投資家と中国国内の認識の違いを反映したものだ。長期的には、香港上場株式には上昇余地がある。中国は国内の投資家にも香港への投資

を認めているが、富裕層でなければならぬため、依然としてハードルは高い。もし、中国がハードルを下げて個人投資家の参加を促進すれば、バリュエーションの観点からもメリットが出てくる可能性がある。

モレノ氏：例えば、グリーンエネルギーなど、政府が必要とし、注力していることに合致した企業が成長するだろう。インターネットセクターは避けたほうが良い。

Q：アリババをはじめとするインターネット株の下落が激しい。リスクを織り込んでいるからか。

モレノ氏：規制が現実になったのは先月のため、企業が受ける影響を見極める必要がある。利益予想の修正率は低下してきたが、新たな現実を反映するには十分ではない。株価収益率（PER）はまだ楽観的過ぎると思う。

グリーン氏：政府は大手インターネット企業を重要情報インフラ事業者として分類している。中国の日常生活において重要な役割を果たしており、規制もそれに応じたものになるだろう。監視の目は厳しくなる。成長の余地はあるが、バリュエーションを調整する必要があるだろう。

ジェイン氏：中国の公益事業のPERは18～20倍だ。アリババは6～7%の成長が可能で、PER15倍ならば公益事業と比べて悪いとは言えないかもしれない。アリババは必要な企業だ。もはや25～30%の成長率ではないため、グロースとしては成長が遅過ぎ、バリューと言うほど割安ではなく、悩ましいところだ。また、3、4カ月前に投資したフードデリバリーの美团点評<3690.香港>を選好する。多くの悪材料は織り込み済みで、政府と和解して規制面で視界良好になった。

新政策の波及先

Sara Moreno's Picks

Co-manager, PGIM Jennison Emerging Markets Equity Opportunities Fund

Company / Ticker	Recent Price	Market Value (bil)	Forward P/E
Silergy / 6415.Taiwan	NT\$5,350	17.9	65
Contemporary Amperex Technology / 300750.China	CNY625.88	226.7	79
Zomato / 543320.India	INR165.65	16.7	NM

Forward P/E for next 12 months. NM=not meaningful
Source: FactSet

Q：格差是正を目指す「共同富裕」で利益を得るのはどの企業か。

チャン氏：これは、貧困緩和バージョン2.0だ。政府は貧困ではなく、中産階級、特に中国の農村部に焦点を当てている。このことは、PERが10倍台前半の高級自動車販売の中升控股（チョンサン・グループ・ホールディングス）<881.香港>にとって良い結果をもたらすだろう。

Q：政府が焦点を転換する中で、他にどのような機会があるか。

チャン氏：太陽光発電や電気自動車のバリューチェーンの分野では、普及率が高まるにつれて機会が生まれている。無錫先端智能裝備（ウーシー・リード・インテリジェント・エキップメント）<300450.深セン>は、中国最大級の車載電池メーカーである寧徳時代新能源科技（コンテンポラリー・アンペレックス・テクノロジー＝CATL＝）<300750. 深セン>にバッテリー機器を提供している。成長の初期段階にあり、予想PERは50倍と、CATLの80倍よりも割安で、電気自動車の発展に投資するのに魅力的な方法だ。

モレノ氏：中国は、2030年までに国内のエネルギー構成における非化石燃料の割合を25%に引き上げることを約束しており、政策面での不透明感は低い。われわれはCATLを保有している。株価は割高だが、成長率は3桁台だ。脱炭素目標の最大の構成要素は輸送であり、CATLはその中心的な存在で、テスラ<TSLA>も含め、中国の大手自動車メーカーにサービスを提供している。業界で最高水準の利益率を誇り、低コスト体質だ。CATLが獲得できる市場シェアの拡大は、短期的に下支えになるだろう。

ジェイン氏：中国の天然ガスへの転換政策については賛否両論あるが、長期的にはペトロチャイナ<PTR>が最大のプレーヤーとなるだろう。また、ガスへと移行するにつれて、安定性が増し、1桁台半ばの成長を遂げるはずだ。バリュエーションは、成長率の低下を想定している。配当利回りは約8%だ。

Q：中国政府の国内自給推進で恩恵を受ける企業は。

チャン氏：半導体をはじめ、医療機器や特殊化学など、さまざまな分野で国内生産が盛んになっている。多くの市場では外資系企業が優位に立っているが、中国企業が市場シェアを高めることができれば、収益面で大きな前進となる。国内生産のメリットに加えて、小型株は今年、大企業が経験した規制面での逆風からも恩恵を受けている。蘇州緑的諧波伝動科技（リーダー・ハーモニアス・ドライブ・システムズ）＜688017.上海＞は、国内生産の恩恵を受けた産業自動化企業であると同時に、中国の人口動態の変化にも対応している。地方都市では、出稼ぎ労働者の確保が難しくなっており、工場経営者はロボットや産業自動化の導入に積極的だ。

Q：米国が重要な技術に対する中国のアクセスを制限し、半導体は国内生産推進の中心となったが。

チャン氏：2018年に貿易戦争が始まり、対外依存度が考慮されるようになった。半導体やソフトウェアについて国内のコンテンツの利用を増やすようになった。世芯電子（アルチップ・テクノロジー）＜3661.台湾＞では、中国の設計会社が半導体の国内生産を試みていることが大きな成長につながっている。

モレノ氏：われわれは、電源管理の集積回路を扱う矽力傑（シラジー）＜6415.台湾＞を保有している。

ジェイン氏：半導体製造装置メーカーを依然として選好する。ASMLホールディング＜ASML＞、ラム・リサーチ＜LRCX＞、東京エレクトロン＜8035＞などを代替できる企業はない。

グリーン氏：高速大容量規格「5G」インフラを提供する企業も不可欠であり、特に成長鈍化や財政緩和措置への移行のためにはなおさらだ。中国の5Gは大規模な拡張が見込まれる。5G基地局数は米国の5万に対し、四川省だけで現時点で3万5000で、今後25万に増加する見込みだ。中国全体で同程度の規模拡大が見込まれる。米国以外の国で先に次世代通信規格が普及するのは、歴史上初めてだ。米国は電子メール、パソコン、2G、3Gを最初に導入し、その結果、米国市場はアマゾン・ドット・コム＜AMZN＞やライドシェアサービスのウーバー・テクノロジー＜UBER＞など、携帯機器を基盤とした電子商取引で世界をリードすることになった。今、5Gでは中国が先手を打ち、世界のインターネットの未来の先行指標となるだろう。

看過されているリスク



Rajiv Jain/ Photograph by Alfonso Duran

Q：投資家などから十分に注目されていない中国関連のリスクとは。

グリーン氏：構造改革のペースだ。これまでのところ、経済顧問の劉鶴氏は、中国が直面している問題を診断し、それを回避するための政策手段について、極めて優れた意見を述べている。政策の失敗、同氏の党内でのパワー低下、よりイデオロギー的な人物の登用などが大きなリスクだ。

チャン氏：中国は長期的に排出量削減目標を達成する意向だが、環境基準の強化により、鉄鋼、繊維、工業化学品などの素材複合産業の多くの部分で、新たな生産能力の確保が難しくな

っている。第3四半期決算を見ると、原材料のインフレ圧力が現れ始めている。

ジェイン氏：中国のエネルギー転換は、サプライチェーンやインフレに影響を与えるため、リスクだ。2001年以降、アジア、特に中国へのアウトソーシングが容易になったことで、インフレ率ははるかに良い方向に向かってきたが、それが終わろうとしているなら、世界的なインフレに影響する。ハイテクセクターは、インフレ率上昇と関連が強く、最終的には、中国が、超大型ハイテク企業のPER拡大という宴（うたげ）を終わらせる可能性がある。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

2. オプションのデイトレードが過熱

[フィーチャー]

Stock Options Are the New Day-Trading Craze. What It Means for the Market
市場に心理的な影響

出来高、過去2番目の水準に

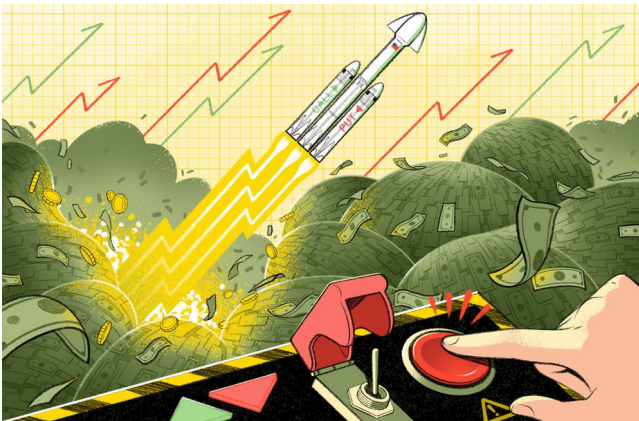


Illustration by Ben Mounsey-Wood

テスラ<TSLA>やアップル<AAPL>などの人気の株式は、株式オプションに投資する投機家が市場に戻ってきたことで一段と人気が高まっている。このような投機家の多くは個人投資家で、ポジションの保有期間は1日に満たない。オプションのデイトレードの過熱によって、個別銘柄の株価や、ロビンフッド<HOOD>などのオンライン証券会社の収益が押し上げられている。

今月、株式オプションの1日の合計出来高は過去2番目の5650万枚に達した。これは、ゲーム

小売り大手ゲームストップ<GME>や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>などのミーム株をめぐる熱狂がピークにあった1月27日の5920万枚に次ぐ数値である。

個人トレーダーは、より安く、より投機的で満期が短いオプションを好む。サスケハナ・ファイナンシャル・グループによれば、個別株のオプション出来高の約40%は1週間以内、54%は2週間以内に満期を迎えるものだ。テスラやアップルなどの場合、出来高の65%は1週間内に満期が到来するオプションだ。

コールオプションは保有者に対し、株式を特定の価格で一定期間にわたり購入できる権利を与えるもので、強気の投資に相当する。プットオプションは保有者に対し、株式を特定の価格で売却できる権利を与えるもので、弱気の投資だ。オプション1枚につき原資産の株式100株に権利が及ぶ。

11月5日の株式コールオプションの出来高は3700万枚超で、1月27日の過去最高の3900万枚をわずかに下回った。これに対し、3～9月の1日当たり平均出来高は2000万～2500万枚だった。強気相場を反映して、個別銘柄のコールオプションの出来高は一様に、プットオプションの2倍の水準で推移してい

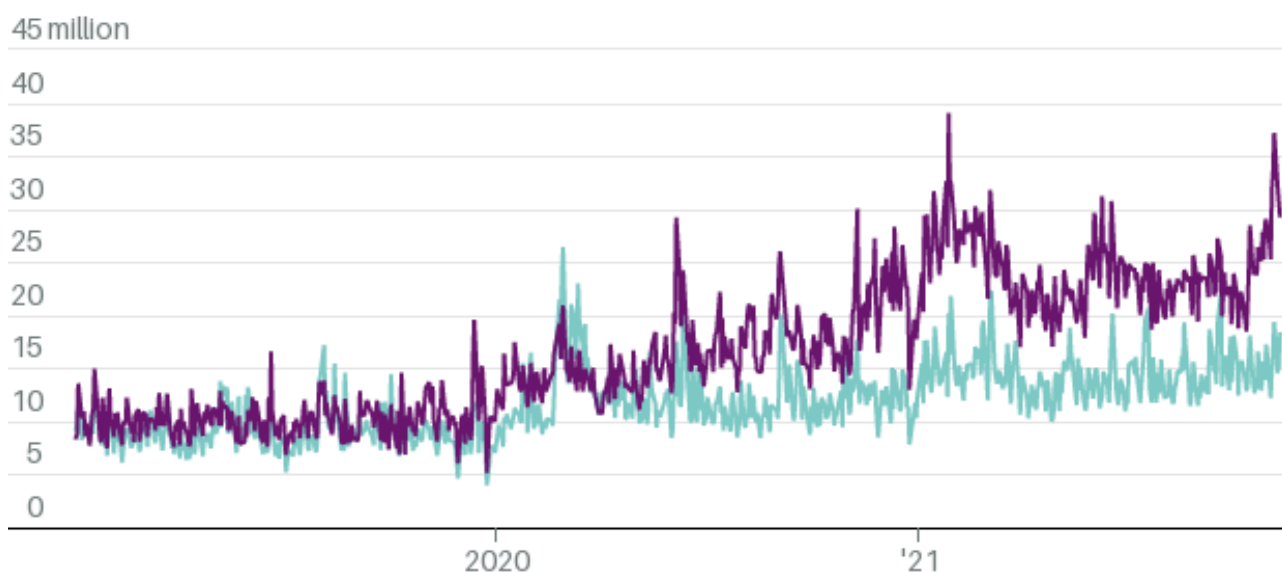
る。最近コールオプションが特に人気の個別銘柄は、テスラ、アップル、自動車大手フォード・モーター<F>、半導体大手アドバンスト・マイクロ・デバイシズ<AMD>、同業のエヌビディア<NVDA>だ。

価格変動は夜間に起きる

The Options Frenzy

Trading in equity options is nearing volumes last seen when meme stocks took off early this year.

■ Daily Call Option Volume ■ Daily Put Option Volume



Source: Cboe Global Markets

変動が大きい銘柄のオプションのデイトレードは魅力的だが、こうしたオプションの価格は高い。また、特に短期のオプションの価値は、株価の大幅な変動がなくても急落し消滅する可能性がある。さらに、デイトレーダーにとって難しいのは、取引時間中に個別株や市場全体の大きな変動を捉えることだ。

多くの銘柄の株価は取引開始時に大きく変動する。決算発表などの前取引日以降のニュースが織り込まれるためだ。サスケハナのデータによれば、テスラの株価の年初来の上昇率は45%だが、そのうち42%ポイントは夜間分（時間外を含め、取引所終了時の株価から次の日の取引開始の株価）で、日中の上昇分は3%ポイントとなっている。

これまでのS&P500指数の純変動はほぼ全て取引開始時に生じている。1993年以降、同指数は（始値に基づく）夜間に745%上昇し、日中に約9%下落している。ただし、サスケハナによれば、年初来のリターンは比較的バランスが取れており、夜間に13.7%の上昇、日中に9.9%の上昇となっている。

オプション取引は市場全体に影響を与えるが、それはより心理的で微妙なものかもしれない。サスケハナのデリバティブ戦略共同責任者を務めるクリス・マーフィー氏は、「日次のオプション出来高とそれが株式に与える影響は過大評価されているのではないかと考えている。半面、心理的効果やシグナリング効果は過小評価されている可能性がある。コールオプション出来高が急増し、報道やソーシ

ャルメディアで話題になると、それをモメンタムトレーダーが見て株式を購入する可能性が高まると話す。

ゲームストップ、テスラ、最近ではレンタカー会社エイビス・バジェット・グループ<CAR>などの株価の大幅な変動によって、オプションの価格決定メカニズムは従来とは変わってきている。暗号資産マイニング会社マラソン・デジタル・ホールディングス<MARA>などの一部銘柄のアウト・オブ・ザ・マネーのコールオプションは、満期まで保有した場合に利益を得るには株価の大幅な変動が必要だが、アウト・オブ・ザ・マネーのプットオプションよりも割高で（プレミアムが高く）、過去のパターンの逆となっている。

シカゴ・オプション取引所を運営するCBOEグローバル・マーケットのシニアディレクター兼プロダクトインテリジェンス責任者のヘンリー・シュワルツ氏は、「以前は相場の急落が恐れられていたが、株価が半分に下落する銘柄よりも2倍や3倍に上昇する銘柄の方が多いため、オプションの価格決定メカニズムもそれに沿って変化した」と話す。

証券会社オッペンハイマーのチーフ・オプション・ストラテジストで、上場オプションが存在する前から56年間にわたってオプションに関わってきた79歳のマイケル・シュワルツ氏は、「オプションはリスクを削減するツールであって、増大させるものではないが、現在起きていることはそうではない」と語る。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

3. 所有せずにビットコインに投資する方法

[暗号資産]

Want to Bet on Bitcoin Without Owning Any? Try These Stocks.

採掘業者が狙い目

世界一の採掘拠点目指す



Illustration by Daniel Hertzberg

2008年に米アルミ大手のアルコア<AA>がアルミ製錬所を閉鎖して以来、人口5600人のテキサス州ロックデールにはビジネスがほとんどなかった。ところがアルコアが残したインフラは、今ビットコイン採掘のために使われている。

アルコアの旧製錬所では、1万1000台を超えるコンピューターが24時間稼働し、1秒間に何兆回も計算を行っている。採掘業者のライオット・ブロックチェーン<RIOT>は第3四半期に1292ビットコインの「マイニング」に成功し、

5400万ドルを売り上げた。ロックデールは北米で最大級のビットコイン採掘拠点となった。同社はコンピューターを6万3000台追加し、2022年末までに採掘能力を2倍超にするという。ジェイソン・レス最高経営責任者（CEO）は「ここを世界最大級のビットコイン採掘拠点にするつもりだ」と話す。700

メガワット（65万世帯分の電力量）を必要とする採掘業者にとって、大規模な電力供給設備を持つアルコアの跡地は理想的だった。

採掘にかかる電力使用量は二酸化炭素（CO2）排出の批判も引き起こす。だがビットコインの将来性を信じるなら、直接コインを所有する代わりに採掘業者とそのハイテク採掘技術に賭け、実際に利益を手にする可能性を得られる。

注目銘柄はライオット、コア、マラソン

Digging for Digital Gold

Here are three Bitcoin mining stocks to consider.

Company / Ticker	Recent Price	Market Value (bil)	YTD Change	2022E Revenue (mil)	2022E EPS	2022E P/E
Power & Digital Infrastructure Acquisition / XPD(1)	\$13.83	\$6.8	38%(2)	\$958	\$0.96	14.4
Marathon Digital Holdings / MARA	51.46	5.3	393	750	4.36	11.8
Riot Blockchain / RIOT	33.63	3.4	98	464	1.58	21.3

(1) XPD is expected to merge with Core Scientific next year. Data for Core Scientific postmerger (2) Price change from IPO earlier this year. E=estimate
Sources: FactSet; company reports

ライオットは市場シェア拡大と効率化が魅力だ。また、SPAC（特別買収目的会社）のパワー・アンド・デジタル・インフラストラクチャー・アクイジション<XPD(1)>との合併で上場を予定しているコア・サイエンティフィックも狙い目だ。マラソン・デジタル・ホールディングス<MARA>も勝ち組になる可能性が高い。マラソンのフレッド・ティールCEOは「今後1年間でビットコイン採掘力は3倍以上になる」と話す。

今年はビットコイン価格が倍になり採掘業者の株価も平均291%上昇した。これはナスダック総合指数の25%を大きく上回る。だが採掘業者の株価はビットコイン価格や投資家心理に大きく左右される。例えばマラソンの株価は今年628%上昇したものの、米証券取引委員会（SEC）による調査や転換社債増発の報道を受けてそこから3分の1超も下落した。

このようなボラティリティーにもかかわらず、大規模採掘業者の利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）に基づく営業利益は黒字だ。ウォール街はライオットの売上高が今年の2億2000万ドルから来年4億6400万ドルに急増すると予想する。EBITDAも1億2500万ドルから3億2400万ドルに増加する見込みだ。

コア・サイエンティフィックも業界リーダーになりつつある。同社はケンタッキー、ジョージア、ノースカロライナで事業を展開しているほか、ノースダコタとテキサスにも設備を建設中だ。2022年末までに能力を合計1000メガワットまで拡大する予定で、他の採掘業者を圧倒している。コアは、他の採掘業者にインフラを提供したり、独自のブロックチェーンサービスにより安定したキャッシュフローを生み出すとしている。また、再生エネルギーやカーボン・クレジットを利用してネット・カーボンニュートラルを目指すという。DAデビッドソンのアナリスト、クリストファー・ブレンダー氏は、コアを「業界の中では最高」と評価する。事業拡大に伴い同社の売上高は今後1年間で2倍超の10億ドルに達し、調整後EBITDAは5億6500万ドルになると見込む。

一方、マラソンは資産を持たないビジネスモデルを採用する。電力についてはホスティング施設と契約し、自己資本のほぼ全てを採掘機器に投入する。同社の従業員はわずか10名で、業務の多くを外部

に委託している。ティール氏によれば、同社は業界平均の30%の価格で採掘用機材を一括購入しており、ビットコインの生産コストは約6200ドルと、業界平均の1万ドルを大きく下回ると言う。ウォール街は2021年から2022年にかけて同社の売上高が3倍超の7億5000万ドルに達し、EBITDAは5億8100万ドルになると予想する。

課題はコスト上昇とCO2排出

ビットコイン採掘は、地中から金を掘り出すようなものではない。ビットコインはブロックチェーンネットワーク上に記録されるデータ（トランザクションデータ）を検証する際の副産物、あるいは報酬だ。報酬はビットコインで支払われ、1ブロック当たり6.25ビットコインが割り当てられる。ビットコイン価格と並んで大きな変動要因となるのが採掘の難易度だ。ネットワークが次のブロックを1秒間に何回検証（ハッシュ化）できるかをハッシュレート（採掘速度）というが、ティール氏は現在のハッシュレートは今後1年間で2倍以上になる可能性があると言う。

問題は、ハッシュレートが上昇すると採掘業者の報酬が減ることだ。アナリストはハッシュレートが上昇すると採掘業者が報酬としてのビットコインを得ることが難しくなり、コイン1枚当たりの必要電力も上昇すると言う。

ビットコイン価格が上がれば採掘業者が増え、ハッシュレートも上がる。採掘業者は生産目標を達成するため設備拡張やアップグレードを次々と行い、永久に競争を繰り広げることになる。また採掘業者はインフラや機器を増やすため、繰り返し資金調達を行う傾向があるが、これが株式の希薄化を招き、バランスシートを悪化させる可能性もある。例えばライオットはロックデールの施設取得に6億5100万ドルを投じ、インフラ整備にさらに1億6000万ドルを投じる予定だ。マラソンも最近6億5000万ドルを調達した。

ハッシュレートの上昇はCO2排出量の増加にもつながる。ケンブリッジ・ビットコイン電力エネルギー消費インデックスによれば、採掘業者は世界の電力の0.5%を消費しているという。採掘が困難になればなるほどより多くの電力を消費することになり、多くの国がCO2排出削減に努める中、排出量を増加させる可能性がある。業界団体は、世界のビットコイン生産量の58%は再生可能エネルギーをベースとし、カーボンニュートラルとなっていると話す。

北米は世界のハッシュレートの40%超を占め、マイニングの拠点になりつつある。米国ではビットコイン生産量の3分の1が再生可能エネルギーで賄われ、CO2排出量を削減できる可能性もある。例えばストロングホール・デジタル・マイニング<SDIG>は、有害な石炭廃棄物をビットコインに変えるなど独創的な取り組みを行なっている。

ビットコイン採掘はハッシュレートの上昇とともに厳しくなる。報酬としてのビットコインは2024年には1ブロック当たり3.125ドルと、現在の水準から半減すると言われており、採掘業者は容量を増やして収益を補う必要が出てくる。現在はコストが低いため、大規模採掘業者は高い収益を上げることができている。だが利益率が低下すれば、これまで以上に規模が重要となってくるだろう。

By Daren Fonda
(Source: Dow Jones)

4. 伝統的なファンドに入り込むビットコイン

[ファンド]

Bitcoin Is Now Showing Up in Bond, Stock, and Commodity Funds

暗号資産を資産クラスとしてどう定義するか

広がる組み込み商品



Dusan Zidar/Dreamstime.com

ほとんどの投資家は、FOMO ETF<FOMO>のような上場投資信託（ETF）にビットコインが組み入れられていても驚かないだろう。FOMOは、その名称とティッカーが示すように、「fear of missing out（取り残される恐怖）」の略である。FOMOのマネジャーであるマシュー・タトル氏は、ツイッターのインフルエンサーの発言を分析して何が人気なのかを調べており、過去12カ月で226%上昇したビットコインは間違いなくその条件に当てはまる。

10月に設定され、既に運用資産13億ドルとなっているプロシエアーズ・ビットコイン・ストラテジーETF<BITO>のように、ビットコイン先物を購入する新しいETFについては多くの報道がある。また、運用資産387億ドルのグレースケール・ビットコイン・トラスト<GBTC>のように、ビットコインを直接購入する上場商品もある。このような商品を購入する投資家は、一般的にビットコインが資産クラスの一つであると誰もが同意しているわけではないこと、変動の激しい新しい資産クラスに投機を行っていることを理解している。

しかし、世界の暗号資産（仮想通貨）市場が3兆ドルを超えた今、ビットコインは、コモディティーフンド、株式ファンド、そして、伝統的にポートフォリオを安定させる役割を担ってきた債券ファンドなど、思いがけないところに組み込まれている。運用資産450億ドルのブラックロック・ストラテジック・インカム・オポチュニティーズ・ポートフォリオ<BASIX>は、1月に届出を行なった上で、暗号資産のパフォーマンスに連動するデリバティブであるビットコイン先物へ運用資産を配分した。

差別化・リターン追求が後押し

こうした事実から、次のような疑問が生じる。株式のように企業の所有権を与えるものではなく、債券のように一定の収入をもたらすものでもなく、コモディティーのように車を走らせたり、食糧を提供したりすることもできない暗号資産を、より伝統的な資産クラスに注力しているファンドマネジャーはどのように定義しているのだろうか。そして、ビットコインがこうしたものに該当しないのなら、ファンドマネジャーはビットコインになぜ投資するのだろうか。

差別化が、理由の一つとして挙げられる。変動の激しい資産クラスでリターンを上げることも、理由の一つだ。グレースケール・ビットコイン・トラストに保有資産全体の1.9%を投資しているFOMOのタトル氏は「3年後に100ドル返ってくると分かっている債券を買うのと、ゼロにはならないと確信できないものを買うのは全く違う。適切な表現ではないかもしれないが、債券マネジャーは単にFOMO（取り残される恐怖）を感じているのだと思う。この環境で債券マネジャーはどうすればいいのか」と述べる。タトル氏はもちろん、債券には現在ほとんど金利収入がないことを指摘している。「債券

Funds Bet on Grayscale Bitcoin Trust

Bitcoin is a growing presence in stock and other kinds of funds.

Fund / Ticker	Morningstar Category	Portfolio Date	Portfolio Weighting
Kinetics Internet / WWWFX	Miscellaneous Sector	9/30/2021	33.6%
Kinetics Global / WWWEX	World Small/Mid Stock	9/30/2021	20.2
Kinetics Market Opportunities / KMKNX	Mid-Cap Growth	9/30/2021	16.3
RG Aurum+ / GLDPX	Commodities Focused	7/31/2021	15.1
Kinetics Paradigm / WWPX	Mid-Cap Growth	9/30/2021	7.9
ARK Next Generation Internet / ARKW	Technology	11/17/2021	6.8
Kinetics Small Cap Opportunities / KSCOX	Small Growth	9/30/2021	4.0
FOMO / FOMO	World Large-Stock Blend	11/16/2021	1.9
Emerald Finance & Banking Innovation / HSSAX	Financial	9/30/2021	1.2
Applesseed / APPLX	World Allocation	9/30/2021	1.0

Sources: Morningstar; FOMO; ARK; Kinetics Funds

マネジャーは、できる限りリターンを上げようとしている」と同氏は付言する。

本誌が取材を依頼したところ、ブラックロックの広報担当は、ストラテジック・インカム・オポチュニティーズのマネジャーであるリック・リーダー氏がビットコインに関して言及したモーニングスターの記事を送付してきた。同記事によるとリーダー氏は、ビットコインが金と似ているということを疑問視し、資産クラスとしては「むしろリーダー氏は、ビットコイン先物を、市場インフラの整備、大手機関投資家の市場参入、その結果としての流動性の増加などの強力な特徴を持つコールオプションとみている」（モーニングスター）という。

もちろん、ビットコインをコールオプションとみなしたからといって、暗号資産への投資がインカム投資とみなされるわけではない。確かに、ブラックロック・ファンドのビットコイン先物のポジションはわずかで、最新の半期報告書によると6月30日時点の想定元本は2100万ドルだ。

リーダー氏は否定的だが、ビットコインが金に似ているとの主張は、暗号資産の供給が限られているという考えに基づいている。そのため、ビットコインは、近年爆発的に供給が増加している米ドルなどの不換紙幣のように価値が下がることがなく、インフレに強い通貨のように機能するのだ。

ウィズダムツリー・インベストメンツが、ウィズダムツリー・エンハンスド・コモディティ・ストラテジーETF<GCC>で、ビットコイン先物に運用資産の最大5%を投資すると10月に発表したのも、こうした理由によるものだ。ウィズダムツリーはブログで、「過去3年間で、ビットコインの変動率は年率換算で76.84%であるのに対し、金の変動率は同14.8%だ。しかし、金とビットコインは、そのベースとなる経済的な構造が似ている」と述べている。現在、同ETFは、運用資産の3%に相当するビットコインを保有している。

ウィズダムツリーのデジタルアセット部門責任者であるウィル・ペック氏は、そのハイテク的な特徴から、「ビットコインはベンチャーキャピタルのようなものだ」と主張する人もいる」としつつ、「ビットコインがコモディティ、あるいはハードアセットに近いという議論は、ビットコインが持つ需要と供給の関係が金と似ていることに関連している」と述べている。

しかし、バーチャルなビットコインは、ハードアセットのような物理的存在ではない。さらに、金は産業用や商業用にはほとんど使用されていないため、投資家の多くは、金をコモディティとしてではなく、通貨の一種と考えている。「もし、コモディティの定義から金を除くなら、ビットコインも同様に除外した方がいい」とペック氏は指摘する。

株式ファンドも採用

さらに混乱を招いているのが、ビットコインは株式ファンド、特にハイテク系やフィンテック系のファンドにも組み込まれていることだ。キネティクス・ミューチュアル・ファンドの五つの株式ファンドは、ビットコインにかなりのエクスポージャーを持っており、そのうち三つは保有ポートフォリオの10%以上を占めている。最大は運用資産3億0600万ドルのキネティクス・インターネット・ファンド<WWWFX>で、9月30日時点で保有ポートフォリオの33.6%をグレースケール・ビットコイン・トラストに投資している。キネティクスの社長であるピーター・ドイル氏は、「これは明らかに株式ではない。ビットコインはインターネット上の貨幣とみなされるようになるだろう。当初、これらのファンドのビットコインのポジションはすべて2%以下だったが、明らかに増えている」という。

伝統的なファンドに暗号資産が組み込まれることの問題点は、投資家が自分の保有するポートフォリオを正確に理解することがますます困難になり、暗号資産を保有することによって増える固有のリスクを理解することができなくなることだ。

By Lewis Braham
(Source: Dow Jones)

5. 株式市場、今回の業績発表シーズン中に8%上昇

[米国株式市場]

Stocks Are Up 8% Since Earnings Season Started.

まだ上昇余地はありそう

NYダウ、値がさ株の影響で下落



Michael Nagle/Bloomberg

先週の株式市場は、小売業の堅調な業績とハイテク株のさらなる上昇に支えられて辛うじて上昇した。インフレは忍び寄っているものの、現時点で業績を悪化させる兆候はほとんど見られず、投資家は恩恵を受け続けている。

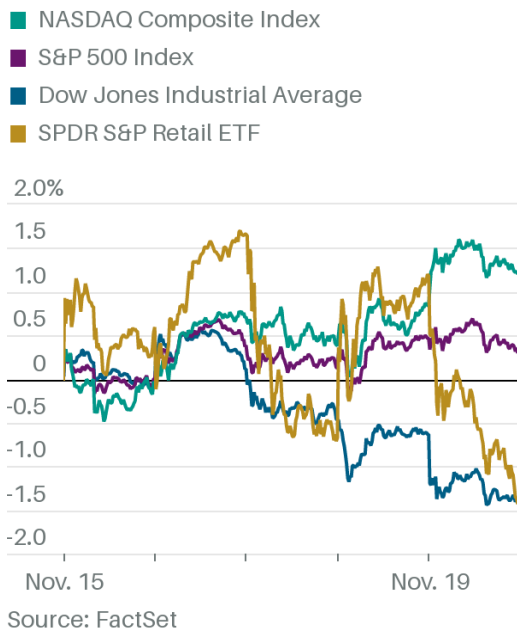
それでも主要株価指数はまちまちの動きとなった。S&P500指数は0.3%上昇して4697.96となったが、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は1.4%安の3万5601ドル98セントで引けた。NYダウは株価を単純平均するため値がさ株の影響を受けやすく、航空機大手ボーイング<BA>と金

融大手ゴールドマン・サックス・グループ<GS>の下落が、半導体大手インテル<INTC>のような株価の低い銘柄よりもNYダウに大きく影響した。ボーイングは787型機の納入が遅れたことで株価は一週間で3.1%下落した。

一方、ナスダック総合指数は、高性能半導体のエヌビディア<NVDA>が週間で8.5%上昇して上昇率トップになるなどハイテク株上昇の恩恵が続き、1万6057.44の史上最高値で引けた。小型株のラッセル2000指数は2.8%安の2343.16で週末を迎えた。

熱狂なき上昇

Market Snapshot



投資家が上下どちらかの方向にも熱狂していないにもかかわらず株価は上昇した。あるいは、熱狂がないことが上昇の要因だったのかもしれない。アリー・インベストのシニア・インベストメント・ストラテジストであるカーリー・コックス氏は「S&P500指数は25営業日連続で1%以上の変動がなく、これは2年ぶりの長さだ。25日間で同指数は6%上昇しており、ジリ高の典型的な例となっている」と書いている。

ここ数日間に発表された経済指標や企業業績は、物価が上昇し始めた中での米国の消費者の状況を投資家に示した。示された結果を見ると、10月の小売売上高は市場予想を上回る前月比1.7%増となり、大手小売りチェーンの決算発表では消費が手控えられてはいないことが示された。ホームセンター大手のホーム・デポ<HD>とロウズ<LOW>の決算では、消費者が依然として持ち家の設備を増やしていることが示唆された。百貨店大手のメーシーズ<M>は

デジタル事業を実店舗事業から分離する計画を発表して、ウォール街を驚かせた。百貨店のコルズ<KSS>とスーパーマーケット大手ウォルマート<WMT>の決算も印象的だった。

実際投資家が、企業がサプライチェーンの停滞に対応できないのではないかと心配している中で、企業業績は驚くほど素晴らしいものとなっている。コックス氏によると、S&P500指数は今回の決算発表シーズンに8%上昇し、これは過去7年間で最高のパフォーマンスだという。同氏は「S&P500指数採用銘柄の利益率に変化はほとんどなく、企業がインフレの逆風をうまく乗り切っていることを示している」と書いている。

パウエル議長の再任に注目

直近でパフォーマンスがさえない数少ない資産の一つが原油で、先週は5.8%下落し、10月下旬の高値からは10%の下落となっている。米国の一部の生産者が生産量を増やしていることで供給が回復しているほか、新型コロナウイルス感染の急増を受けて欧州でロックダウンが行われ、需要が低迷していることも要因だ。

今週はバイデン大統領が新しい米連邦準備制度理事会（FRB）の議長を指名するのか、それとも現職のパウエル議長が再任されるのかに投資家の注目が集まりそうだ。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

6. リビアン株のオプション取引を成功させる方法

It Takes Guts to Play Rivian Options. Here's How to Do It.
少額投資で大きなリターンの可能性

[注目銘柄]

リビアン、株式オプションが上場



Courtesy Rivian

本誌は先週、株価上昇に賭けるためにコールオプションを使用する「食欲な投資家」が強気派の投資家や弱気派の投資家よりも多くのリターンを稼いでいると述べた。

こうした本誌の新たな主張を試すかのように、オプション取引所はリビアン・オートモーティブ<RIVN>のオプションを上場させた。つまり投資家は、世界で最も話題を集めている銘柄の一つである電気トラックメーカーに少額の資金で投資することが可能になった。

リビアンのR1Sスポーツ用多目的車（SUV）とR1Tピックアップトラックには目を見張るものがある。配達および物流向けに最適化された同社の商用バンはアマゾン・ドット・コム<AMZN>から早期注文を受けている。リビアンに早い時期から投資している企業は、フォード・モーター<F>、T.ロウ・プライス・グループ<TROW>、アマゾンなどである。

高いインプライド・ボラティリティー

リビアンの将来に対する投資家の関心は非常に高いようで、リビアンのプットオプションとコールオプションに織り込まれた恐怖心と食欲のプレミアムはかなりの高水準に達している。

リビアンのインプライド・ボラティリティー（予想変動率）は約130%だ。これに対してS&P500指数のインプライド・ボラティリティーは17%だ。ボラティリティーの高さは、株価が大きく変動する可能性が高く、ひいては上場されたばかりのリビアンのオプションが株式よりも注目され、より活発に取引される可能性があることを示唆している。

オプション取引の売買単位1枚は100株に相当するが、取引に必要な資金はプットでもコールでも株価のほんの一部で済む。オプションのリターンは驚くべきものだ。

十分な大きさのリスクバジェット（予算・許容度）を持つ、つまり資金を失っても人生に影響が出ない投資家にとって、リビアン株のオプション取引は、市場の神様からの贈り物になるかもしれない。

リスクリバーサル戦略に基づく取引を推奨

積極的な投資家は、本誌が電気自動車メーカーのテスラ<TSLA>に対してしばしば推奨してきた戦略、すなわちリスクリバーサルを検討できる。

投資家は、オプション市場でプットを売却し、権利行使価格はより高いが満期は同じコールを購入することにより、株式の潜在的な上昇の全てまたは一部を受け取ることができる。その代わり、株式が下落した場合は、投資家は株式を購入しなければならない。

例えばリバンの株価が146ドルで、満期が12月（12月限）で権利行使価格が125ドルのプットオプションを約11.70ドルで売却でき、権利行使価格が160ドルのコールを約16ドルで購入できるとする。株価が満期までに200ドルに上昇すれば（そうなる可能性は十分にある）、このコールオプションは40ドルの価値である。

株価が下落する局面では株式の購入に備えなければならない。株価が100ドルに下落した場合（そうなる可能性は十分にある）、投資家は125ドルでの株式購入を迫られるか、権利行使の割り当てを避けるようにプットをロールする必要がある。

IPOの優等生

リバンの上場されてからの期間は短いですが、株価は95.20～179.47ドルの範囲で推移している。11月10日に78ドルで上場して以降、株価は2倍になっており、11月17日は最高値を19%下回る水準で引けた。リバンの株式が今後、一部の投資家にもてはやされるミーム株のように取引されるのか、地に足の着いた取引がされるのかを知るのは不可能だ。

同社はトラックをまだ1台も売ったことがない。同社のトラックを予約した人は誰でも新規株式公開（IPO）に向けて同社の株式を購入できた（トラックの注文はキャンセル可能だった）。しかし、同社のIPOは優等生の部類に入る。過去5年間では、IPO直後に5日連続で株価が上昇した銘柄は、時価総額10億ドル以上の規模だと同社以外に7社しかない。

リバンの示しているのは、株式市場が過去最高値を更新し続ける中でオプション市場の特徴となった異常とも言える投資家の貪欲さの表れであり、米国株式市場の素晴らしい一面でもある。

By Steven M. Sears
(Source: Dow Jones)

7. FRB、内部で量的緩和縮小の加速求める声

[コラム]

Some at the Fed Want Bigger Reduction in Bond-Buying, New Boss or Not
次期議長選任、利上げ開始時期にも市場は高い関心

欧米の感染再拡大、経済に暗雲

本格的な冬の訪れを目前に、西ヨーロッパや米国でも寒さの厳しい地域で新型コロナウイルスの感染者数が再び増加に転じている。経済への影響が懸念されるが、金融市場の関心は引き続き米連邦準備制度理事会（FRB）の動向にあるようだ。来年2月に任期満了となるパウエル議長の後任選びや、一部の理事が支持を表明する量的緩和縮小（テーパリング）の加速などの話題は、来年見込まれる利上げ開始の時期にも影響しかねない。

オーストリアは19日、再度ロックダウン（都市封鎖）を開始することを発表した。ドイツでも、高い



Joe Klammar/AFP/Getty Images

ワクチン接種率にもかかわらず新規感染者数が過去最多となるなど、状況は予断を許さない。オランダ、デンマーク、ノルウェー、フィンランドなど欧州北部でも感染者は急増している。これまでのパターン通りなら、米国も数週遅れで同じ状況に陥る可能性が高い。ビアンコ・リサーチによれば、バーモント州、ニューハンプシャー州、ミシガン州、ミネソタ州、ウィスコンシン州で既に増加が確認されている。

経済活動へのマイナス影響の可能性への懸念から、市場は原油価格の下落および長期金利の低下で反応した。株式市場では、欧州で軒並み株価が下落、米国ではハイテク銘柄で構成されるナスダック総合指数は過去最高値で週を終えたものの、他の株価指数は下落し、特により小型で景気の影響を受けやすい銘柄は下落した。

12月のFOMCで議論も

クラリダFRB副議長は19日、インフレの上振れリスクを理由に、12月の連邦公開市場委員会（FOMC）会合でテーパリングの加速について議論される可能性が高い、と言及した。FOMCは11月の定例会合で、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額を月150億ドル削減することを発表している。それでも、8兆ドルを超えるFRBのバランスシートに4200億ドルが今後追加される予定だ。

さらに、FRBは利上げ開始時期をテーパリング完了後としていることから、利上げは早くて来年半ばとなる。「データがどう推移するか12月会合まで注視するつもりだ。その上で、テーパリングのペースを加速することを議論する必要に迫られる可能性は十分ある」とクラリダ副議長は述べた。

クラリダ副議長の任期は来年1月末までだが、テーパリング加速の意見には、前セントルイス連銀調査局長のクリストファー・ウォラーFRB理事や、来年FOMCの議決権メンバーを務める同連銀のブラード総裁も支持を示している。セントルイス連銀は歴史的に「健全な貨幣（サウンドマネー）」を支持する独立した姿勢を保っている。

定着するインフレ

次のFRB議長が誰になるかには他の要因も関連しているようだ。現議長のパウエル氏も、次期議長候補の一人とされるラエル・ブレイナードFRB理事も、一時的なインフレの上振れを許容しつつ雇用の最大化を目指すというFRBの目標を支持している点で一致している。大きな違いがあるのは、これまで中央銀行の機能には直接関わりがないと考えられてきた種類の規制や領域だ。

民主党上院議員のシェルドン・ホワイトハウス氏（ロードアイランド州選出）とジェフ・マークリー氏（オレゴン州選出）は、気候変動への対応が十分ではないとして、パウエル議長の続投には反対する意向を示している。米金融調査局（OFR）は最近公表した年次報告書の中で、気候変動は金融システムに脆弱（ぜいじゃく）性をもたらしたが、金融システムに与え得るリスクを特定、評価、予測す

ることは困難だとした。

来年の新議長選任の行方が引き続き注目を集める一方で、先物市場はフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標が現在の0～0.25%から来年半ばに引き上げられることを織り込んでいる。CMEグループのフェドウォッチでは、来年6月15日のFOMC会合で1回目の利上げが決定される確率が20日時点で67%となっている。

ブレイナード理事は、金融政策の正常化の着手により慎重だとみられている。しかし、インフレが一時的でなく持続的であると分かった今、インフレ問題は人柄よりも重要かもしれない。

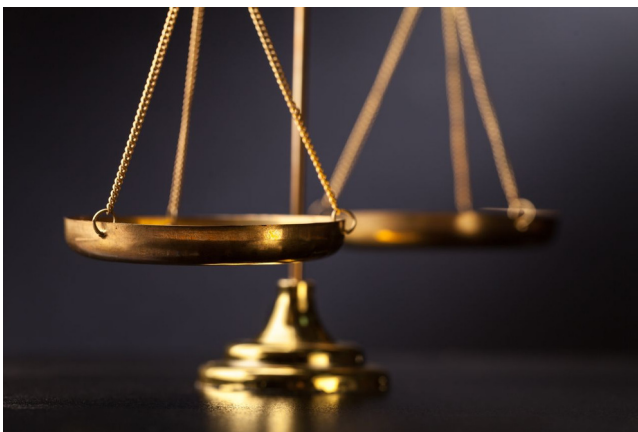
By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

8. 債券投資にメリットがない理由

Why Bonds Look Like a Bad Bet
低金利環境ではリスク要因に

[コラム]

10年債利回り3%が運命の分かれ目



Dreamstime

利回りが歴史的な低水準にあり、インフレ率が上昇しつつある中、分散ポートフォリオで債券が果たす役割については、いたるところで議論が続いている。この点について、長年にわたり市場を観測し、現在はルーソルド・グループで最高投資ストラテジストを務めるジェームズ・ポールセン氏は、「債券はダメだ」と題する顧客向けのレポートを執筆した。同氏によると、かつてはインカムを提供し、株式ポートフォリオの緩衝役として機能した債券だが、もはやどちらの目的にも適していないという。

過去40年間のほとんどにおいて、株式と債券を60対40で組み合わせた伝統的なバランス運用のポートフォリオは見事に機能してきた。1980年代初頭の過去最高の水準から一貫して低下を続けた金利が両資産クラスにとって追い風となった。そして、株式が不調な時は金融・経済対策として金利が引き下げられたため、必ず債券価格が上昇した。

ポールセン氏は、歴史をより広範な視野でとらえるため、現代の金融関係の記録管理が始まった1926年までさかのぼった。そこで発見したのは、10年国債の利回りが3%以上かそれ以下かで、株式と債券の関係は大きく異なるということだった。

1世紀近くのデータを見渡したところ、10年債の利回りが3%を下回っていたのは全期間の約3分の1だった。3%を上回っている時は、債券はポートフォリオに素晴らしい分散効果をもたらし、リターンはほとんど下がらず、ボラティリティーは大幅に低下した。逆に、利回りが3%を下回っている時にボラティリティーを下げるために株式を減らし債券を増やすと、リターンが大幅に低下した。

10年債の利回りが3%を下回ると（現在は1.53%）、株式は平均で年率換算で16.9%の月次リターンを生んだが、債券の同リターンはわずか2.8%（今からすればかなりの水準）だった。株式と債券の比率が60対40の伝統的なバランス運用のポートフォリオにすると、リターンは約5分の2減少して11.1%となる一方、ボラティリティーは約3分の1の低下にとどまった。

10年債の利回りが3%を上回る時は、債券を増やすことによるトレードオフは比較的小さかった。このシナリオでは100%株式のポートフォリオのリターンは9.9%、債券のリターンは7.6%だった。配分を60対40に変えるとポートフォリオのリターンは9%に低下したが、ボラティリティーを35%低下するためのコストとしては比較的小さかった。

インフレ調整後の実質リターンでみると、違いはさらに大きくなる。10年債利回りが3%を下回っていた時の株式の実質リターンは平均で13.7%だったが、債券の実質リターンはゼロだった。利回りが3%を上回っていた時は、株式の実質リターンは平均で6.8%、債券は同4.8%だった。そして、利回りが3%を下回っていた時は、債券は損失を回避するどころか、月次リターンがマイナスとなる頻度はその期間のうちの49.1%となり、一方、株式の月次リターンがマイナスとなる頻度は35.4%だった。利回りが3%を上回っていた時は、債券と株式はほぼ同じ頻度（債券が43.2%、株式が42.0%）で月次リターンがマイナスとなった。

■ インフレ連動債にも弱み

従って、株式市場の調整が不可避となった時に債券に避難するのは安全ではない可能性がある。米連邦準備制度理事会（FRB）が現在6%前後で推移しているインフレの抑制をより本格的に行う場合、株式市場は調整に入る可能性が高い。

インフレ期待が上昇する一方で、インフレ指数連動国債（TIPS）の実質利回りは10年物が過去最低に近いマイナス1.17%に沈んだ。その結果、モーニングスターによれば、上場投資信託（ETF）であるiシェアーズTIPS ETF<TIPS>の年初来のトータルリターンは5.94%となった。これとは対照的に、インフレによって債券市場が打撃を受けたことから、iシェアーズ米国債7-10年ETF<IEF>の年初来のリターンはマイナス3.93%となった。

しかし、TIPSは将来の問題を解決しないかもしれない。独立系調査会社TSロンバードのアナリストによると、インフレ圧力は天井を打ちつつある可能性があり、一方でFRBが利上げを行えば実質利回りは構造的な低水準から上昇する。FRBの過去10回の利上げ局面では、利上げ後の実質利回りは平均で年0.90%上昇した。そして、TSロンバードの調査レポートによれば、前回の利上げ局面では、TIPS ETFは6カ月間で91億ドルに上る記録的な資金の流入があった後に資金が流出し、「特に脆弱（ぜいじゃく）」なETF分野となったという。

■ 債券以外の選択肢

では、安全性とインカムを守るにはどうすればよいのだろうか。ポールセン氏は、現金は何も収益を生まないが、損失を被る可能性のある債券よりも優れていると考えている。利回りが極めて低いことから、金利がわずかでも上昇すれば（その結果債券価格は下落し）、インカムは簡単に吹き飛んでしまう。そして、インカムを今必要とする人々にとって、より合理的な選択肢は依然として株式である

と同氏は言う。配当収入とキャピタルゲインは通常の所得税率が適用される利息収入よりも税率が低い、と同氏は付け加える。

大手金融機関UBSの新たな「2022年見通し」は、インカム源として同行が「非伝統的利回り」と呼ぶものを推奨する。同行がリストの最上位にあげたのは、年初来、本誌で注目してきた分野である米国のシニアローンだ。

オプション市場ももう一つのインカム源となる可能性がある。自分が保有する株式を原資産とするコールオプションを売ればその時点でインカムを得ることができる。ただし、株価が権利行使価格以上に上昇すれば、オプションを行使され、持ち株で大きなキャピタルゲインを手にする機会を失う。この戦略により2桁台の利回りを提供するETFがグローバルXナスダック100カバードコール<QYLD>とグローバルXラッセル2000カバードコール<RYLD>だ。確かに、この利回りにはリスクが伴うが、リスクなしのリターンなどない。

皮肉なことに、真のリスクは一見安全に見える債券によるものかもしれない。結局のところ、利回りが歴史的な低水準にあり、トータルリターンが株式を83%下回り、5割の確率で利回りがインフレ率を下回り、長期保有時のリターンがゼロである債券に投資する理由はあるのか、というのがポールセン氏の疑問だ。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

9. 消費増、成長鈍化の前兆か Consumers Have Sped Spending as Inflation Surges. インフレ懸念で防衛行動の可能性

[米国経済]

伸びる小売売上高、悪化する消費者心理



Spencer Platt/Getty Images

インフレが消費者心理を悪化させている。小売売上高から判断する限り、それは今のところは問題でないかもしれない。しかし、高いインフレ予想は今後の経済成長の鈍化を示している可能性があり、注意すべき兆候だ。

米商務省が発表した小売・外食産業の10月の売上高実績は予想をはるかに上回り、3月以来最も速いペースで増加した。第3四半期の国内総生産（GDP）は予想外に低迷し、景気回復が始まって以降最も低い成長率を示したが、それに続いて発表された堅調な小売売上高は、米国の

消費者が潤沢な資金を有し、物を買ひ、引き続き経済の原動力となっていることを投資家に思い起こさせた。

一方、このことは消費者信頼感の調査結果を見ても伝わってこない。ミシガン大学で調査のディレク

ターを務めるリチャード・カーティン氏は、消費者心理が11月初旬に過去10年間の最低水準まで落ち込んだと述べる。

その中身はさらに深刻だ。米国の世帯の4分の1が今後家計の状況が悪化すると予想しており、割合として2008年以来最大となっている。回答者の半数は、最近米国経済が減速しており、今後1年もその傾向が続くと考えている。そして消費者の6割近くが、今後5年間家計が苦しい状況が続くと考えている。ゴールドマン・サックスのエコノミストによると、最近のミシガン大学消費者信頼感指数の低下は、第4四半期の個人消費（米国GDPの約3分の2を占める）の年率換算伸び率が0.4%ポイント引き下げられることを示唆している。

インフレ調整で見えてくる実態

Unhappy Customers

Inflation is weighing on sentiment but not spending—yet.

1-Year Inflation Expectations



Sources: Federal Reserve Bank of St. Louis; University of Michigan

消費者の言動は必ずしも一致しない。支出統計が毎月確実に公表されている中で、消費者心理の調査の有用性を否定する専門家もいる。エコノミストのダン・ゲラー氏は、「結局のところ、人々が何を言うかではなく、何にお金を支払っているかを観察することが行動経済学の鉄則だ」と指摘する。

しかし、話はそこまで単純ではない。小売売上高は名目値で報告されており、インフレ調整されていないため、同時に消費者物価指数（CPI）の上昇を考慮する価値がある。シティでエコノミストを務めるベロニカ・クラーク氏によると、これによって概算で売上高をインフレ調整できる。CPIを適用すると、10月の売上高増加のおよそ半分が物価上昇によるもので、残りが実際の販売量からきていることが示される。

価格上昇自体は悪いことではない。企業は、賃金の上昇、原材料価格の上昇、輸送費の高騰を転嫁することで利益率を維持し、さらに改善させている。ソフトウェア企業アドビ<ADBE>のレポートによ

ると、小売企業はサプライチェーンの問題を懸念して、10月にホリデーシーズン向けのセールを打ち出し始めた。しかし、その効果はわずかだ。物価は先月、18のカテゴリーのうち12で上昇した。2015年から2019年までの同じ期間には、物価は平均してほぼ必ず下落している。

ヤルデニ・リサーチのエド・ヤルデニ社長は、「企業利益率は今年13.1%、来年13.2%、2023年は13.8%と過去最高を更新すると予想されており、このことはコスト上昇圧力が利益率を悪化させていない証拠だ」と語る。小売り関連銘柄は上昇している。上場投資信託（ETF）であるSPDR S&Pリテール＜XRT＞の上昇率は今月が10%、年初来では61%となり、S&P500指数の今月の上昇率2%、年初来上昇率の25%を大幅に上回っている。消費者はうれしくないかもしれないが、支出を続けているのが現実だ。

消費者に高まる物価上昇予想

少なくとも今はそうだが、クラーク氏は上記のレポートで「懸念が払拭されたとは言えない。その一つはホリデーシーズンのショッピングを前倒ししていることだ」と付け加える。

10月の小売売上高は第4四半期のGDP成長率にとって良い兆候である一方、同氏は消費者が早めに買い物を済ませたため、11、12月に反動が起きる可能性を警告している。

この点に、現実あるいは少なくともインフレ調整前の現実と明らかに食い違う調査データを無視できない、一つの理由がある。カーティン氏は、「消費者信頼感の低下は、ほぼ100%物価上昇によるものだ。回答者は広範囲にわたって名目所得の増加を報告したが、全家計の半数は来年の実質所得の減少を予想し、4分の1は既にインフレによる生活水準の低下を感じている」と語る。

物価上昇を見越した消費者の買い急ぎは、中央銀行の当局者にとっては重大な脅威である。もし、実社会における物価が、実際のインフレを左右するインフレ予想につながるとすれば、認識が現実のものとなる。実際、同調査によれば来年の予想インフレ率は2008年以来最も高い4.9%に上昇しており、調査対象の全消費者の71%は来年の物価上昇を予想している。

直近のミシガン大学の調査で長期予想インフレ率は2.9%を維持しており、高水準だが警戒するほどではなかった。これについて、消費者がインフレは一時的であり物価上昇率は来年をすぎれば減速すると考えている、と受け止めることもできる。しかし、誰もが納得しているわけではない。

支出前倒しの懸念

RBCキャピタル・マーケットの米国チーフエコノミストであるトム・ポージェリ氏は、「来年のインフレ率が米連邦準備制度理事会（FRB）の政策目標である2%前後と予想する割合は急減し、過去数十年間で最低に近い水準にある」と指摘している。来年のインフレ率を3%以上と予想する割合は急上昇したが、これは15%以上のインフレ率を予想する割合が拡大したことによるものだ。

それほどの高インフレを予見する材料はほとんどない。同氏は「しかし、人々がそのように認識しているという事実だけで、FRBを脅かすには十分なはずだ」と語り、インフレに対する恐怖は全所得層に拡散していると付け加えた。

問題は、消費者がインフレを感じ取り、来年のインフレ上昇を予想しているかどうかではない。今消費者が支出しているのは、そうした物価上昇を予想して将来の支出を前倒ししているのか、あるいは物価上昇を気にせず支出しているのかが問題である。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

In an Energy Crisis, Coal Remains Unloved but Unmovable
嫌われ者だがしぶとい石炭、エネルギー危機で生き残り

■ ネットゼロ達成へ多くの課題

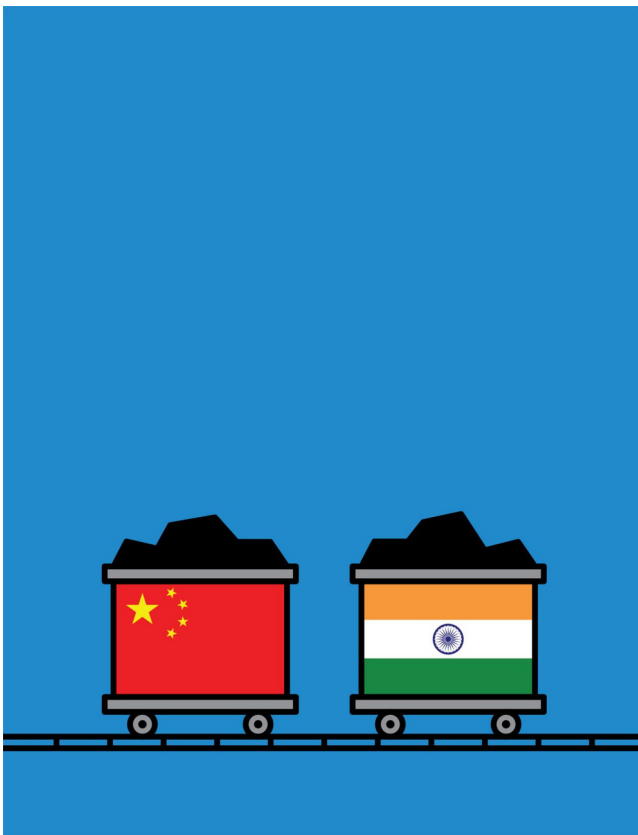


Illustration by Elias Stein

気候変動に関する合意では、わずかな言葉の違いが大きな意味を持つ。13日に閉幕した国連気候変動枠組条約第26回締約国会議（COP26）では、ほとんどの参加国が合意文書に石炭の「段階的廃止」の文言を織り込むことを望んだ。ところが中国とインドの介入により、最終的には石炭の「段階的削減」という表現で決着した。

一方で、石炭の未来に対する市場の見方にはそれほどばらつきがない。15日、石炭鉱業会社ピーボディ・エナジー<BTU>の株価は8%下落、同業のアーチ・リソース<ARCH>は6.6%下落した。ピーク時には運用資産が9億ドル以上あった上場投資信託（ETF）のヴァンエック・ベクトル石炭ETFは、2020年12月に上場廃止され、3億5000万ドルが株主に償還された。

とはいえ、今回の石炭をめぐる合意は大きな前進だ。石炭施設の建設を中断するか、建設許可を行わないことに同意した国は20カ国を超える。しかし、インドと中国が石炭の使用を減ら

さなければ、今世紀末の世界の平均気温上昇を産業革命前から1.5度未満に抑えることは難しいだろう。欧州の研究機関で構成される気候変動アクショントラッカー（CAT）は、COP26に提出された各国の公約が実行されたとしても、2030年の温室効果ガス排出量は、気温上昇を1.5度未満とする目標を達成するための排出量の約2倍になるとする。「各国政府の現在の政策と、2050年までに温室効果ガスをネットゼロとする目標では、まだ平均気温上昇で1度近い隔たりがある」と、CAT構成機関の一つであるクライメート・アナリティクスのビル・ヘア最高経営責任者（CEO）は述べる。

問題は、欧州およびアジア諸国が冬を越すために石炭やガスに頼る状況にあり、天然ガスの争奪戦が繰り広げられていることだ。各国は「少なくとも短期・中期的には、環境目標よりも供給の確保を優先しようとしている」と、ウッド・マッケンジーのアジア太平洋担当でマーケット・アンド・トラン

ジションズのヘッドを務めるプラカシ・シャルマ氏は記す。同氏は、目標達成には発電における石炭の割合を、2020年の35%から2050年までに5%未満に減らす必要がある、と試算する。

目標達成がかなうかどうかは、各国が太陽光や風力発電の普及、および電池の性能向上を実現させるタイミングや、炭素回収などの技術が石炭の影響を軽減できるか次第だろう。

今週の予定

Low Energy

Despite rising global demand for coal, investors have not been kind to coal producers.

Stock Performance of Peabody Energy and Arch Resources, 2019 to 2021 YTD



Source: FactSet

11月22日（月）

・化学分析機器メーカーのアジレント・テクノロジー<A>、大手測定器企業キーサイト・テクノロジー<KEYS>、オンライン会議サービスのズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>が四半期決算発表。

・全米不動産業者協会（NAR）が10月の中古住宅販売件数を発表。エコノミストは、季節調整済み年率換算で9月より10万戸減の619万戸を予想。中古住宅販売戸数は、2020年10月に世界金融危機後最高となる673万戸を記録したが、今年は概ね減少している。供給の制約が特に住宅市場の低価格帯で見られることが、要因の一部である。

11月23日（火）

・半導体メーカーのアナログ・デバイセズ<ADI>、設計用ソフトウェア開発会社オートデスク<ADSK>、家電量販大手ベスト・バイ<BBY>、衣料小売会社バーリントン・ストアーズ<BURL>、ITサービス持ち株会社デル・テクノロジーズ<DELL>、スポーツ・フィットネス用品のディックス・スポーツ・グッズ<DKS>、ディスカウント・ストアのダラー・ツリー<DLTR>、衣料小売大手ギャップ<GPS>、コンピューター機器大手HP<HPQ>、食品会社JMスマッカー<SJM>、エンジニアリング・建設サービスのジェイコブズ・エンジニアリング・グループ<JEC>、医療機器

大手メトロニック<MDT>、仮想化ソフトウェアを開発・販売するVMウェア<VMW>が決算発表。

・ IHSマークイットが11月の購買担当者景況指数（PMI）を発表。コンセンサス予想は、製造業PMIで59.5、サービス業PMIは59と、どちらも10月から若干上昇。両指標ともに今年前半のピークから低下しているが、1年前の水準からは上昇している。

11月24日（水）

・ 米商務省経済分析局が、2021年7～9月期の国内総生産（GDP）改定値を発表。エコノミスト予想は季節調整済み年率換算で前期比2.2%増と、10月後半に発表された速報値をやや上回る。

・ 農機大手のディア<DE>が2021年度第4四半期決算発表。

・ 米連邦公開市場委員会（FOMC）が11月上旬に行われた金融政策会合の議事要旨を公表。

・ 10月の耐久財受注発表。耐久財受注額のコンセンサス予想は、前月比0.2%増の2620億ドル。輸送用機器を除く予想は同0.5%増と9月とほぼ同じ。

・ 米商務省経済分析局が10月の個人所得・消費支出を公表。個人所得のコンセンサス予想は、前月比0.4%増（9月は1%減）、個人消費支出（PCE）は同1%増（9月は同0.6%増）。

11月25日（木）

・ 米国株式・債券市場は感謝祭の祝日で休場。

11月26日（金）

・ ブラックフライデー。一年でも非常に客足が多い日であり、この日から年末商戦が本格的にスタートする。全米小売協会によると、今年の11月、12月の小売売上高は、昨年比9.5%増で過去最高の8510億ドルとなる見通し。

感謝祭の翌日で米国内の取引所は取引時間が短縮される。ナスダックとニューヨーク証券取引所は午後1時、債券市場は午後2時で取引終了。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

『バロonz・ダイジェスト』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信

時事通信社

編集人

川田 重信（かわた しげのぶ）

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

『バロonz・ダイジェスト』 2021/11/21

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