

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2021/12/05

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 住宅ブーム、あと10年続く - The Housing Boom Could Last for a Decade. Buy These Stocks. [カバーストーリー]
注目銘柄はこれだ P.1
2. 不明点多いオミクロン株、今後の見通しは - Omicron Is a Big Unknown. What's Ahead, According to a Key FDA Official. [フィーチャー]
FDA生物製剤評価・研究センター長らに聞く P.7
3. 「メタバース」ブームで見逃される任天堂株 - Stock Pick: Mario and Nintendo Take on the Metaverse. [推奨銘柄]
株価低迷もサブスクやモバイル用に勝機 P.9
4. 真珠湾攻撃で強化した米国防衛産業 - How Pearl Harbor Gave Rise to the American Defense Industry. [インダストリー]
軍産複合体、超大国の源泉に P.11
5. どうなる、年末ラリー - High-Flying Shares Tumble Out of the Sky in an Unforgiving Week. [フィーチャー]
今年高騰の銘柄が急落 P.13
6. 人気のAIについて知っておくべきこと - Artificial Intelligence is All the Rage. What You Need to Know. [ハイテク]
シュミット元グーグルCEOに聞く P.0
7. 新型コロナより懸念すべきはFRBの動向 - What Scares the Stock Market More Than Covid? The Fed. [米国株式市場]
しばらく市場を揺らす可能性も P.17
8. メタバースの未来に賭ける銘柄選び - A Metaverse Skeptic Starts to Believe. [ハイテク]
キーワードは「現実世界のデータ化」 P.19
9. 新たな「謎」に直面するFRB - The Fed Faces Another Conundrum. [コラム]
長期金利、債券買い入れ縮小見通しに反応せず P.21
10. 今週の予定 - Exxon CEO Discusses the Oil Giant's Greener Direction. [経済関連スケジュール]
エクソンCEO、環境に配慮した経営方針語る 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. 住宅ブーム、あと10年続く

[カバーストーリー]

The Housing Boom Could Last for a Decade. Buy These Stocks.

注目銘柄はこれだ

構造的な供給不足



Photograph by Matthew Johnson

住宅ブームが続いている。住宅建築会社センチューリー・コミュニティーズ<CCS>が進めているワシントン州タムウォーターの開発プロジェクトでは、今年1戸50万ドルもの値段で140戸を超える物件が販売されている。タムウォーターはシアトルから60マイル（約96km）離れていても、シアトルの郊外と見なされている。こうした光景は過去2年にわたり、米国の至る所で繰り返されてきた。

住宅ブームのピークは近いのだろうか。ウォール街の強気派は違うと言い、上昇はあと10年続

く可能性がある」と主張している。現在、何百万人ものミレニアル世代が大都市近郊や準郊外に一戸建て住宅を求める年代を迎えているが、10年以上前の未曾有の住宅市場崩壊を教訓にして慎重に住宅を購入している。

エバーコアISIの住宅業界担当アナリストであるスティーブン・キム氏は、「住宅市場を主に動かしているのは過剰な需要ではなく、供給不足だ。供給不足は10年間にわたって積み上がり、すぐには解消されない」と語る。

同氏の主張は数字で裏付けられる。完成在庫は史上最低に近い水準にとどまっている。一方で、一戸建て住宅着工件数は過去10年間の年間平均である75万戸弱から、今年は100万戸を超えそうだ。それでも住宅バブルのピークだった2004～2006年の年間160万戸を下回るだろう。

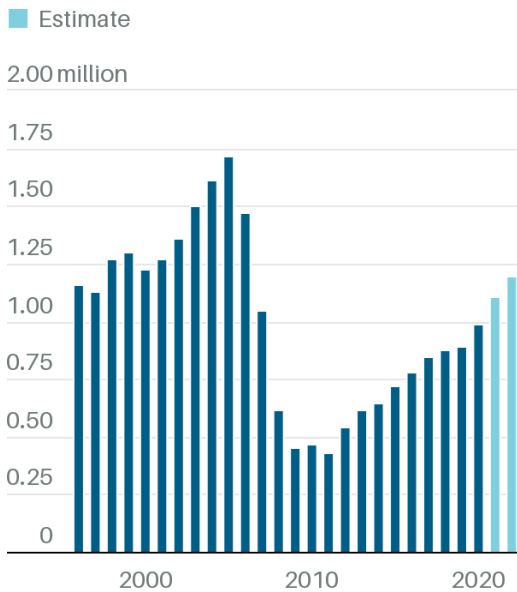
キム氏は、「住宅業界が供給不足を抜け出すには、今後10年間に年間200万戸の着工ペースを維持する必要がある」と主張している。

高まる株主還元期待

DRホートン<DHI>、レナー<LEN>、パルトグループ<PHM>、トール・ブラザーズ<TOL>などの住宅建築大手は、人口動態から恩恵を享受する好位置にある。各社の2022年予想株価収益率（PER）は平均7倍に過ぎず、株式市場で最も低いセクターの一つとなっている。中小型株のセンチューリー・コミュニティーズ、メリテージ・ホームズ<MTH>の予想PERは約5倍とさらに割安だ。S&P500指数の2022年予想利益で見たPERは20倍を超えている。

DRホートンやレナーに投資するミューチュアルファンド、スミード・バリュー・ファンド<SVFAX>を運用するビル・スミード氏は、「住宅業界は過去に比べて完全に変化している。かつて乱立した業者は少数の上場企業に集約され、通常の景気循環を凌駕（りょうが）する人口動態によって長期的な

Single-Family Housing Starts



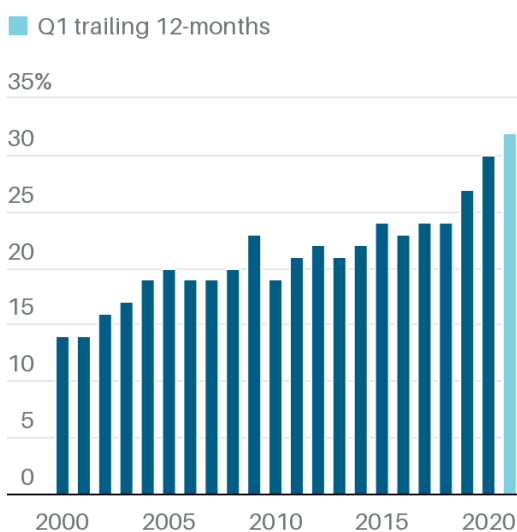
Sources: Census Bureau; Evercore ISI

に占める保有する土地の割合は2018年以降、43%から24%に低下している。

スミード氏は、「住宅建築各社が借入金で購入した膨大な土地を保有した、前回の景気循環の頂点と現在は違う」と語る。同氏によれば、各社は「土地開発業者」から「住宅メーカー」に変身し、リターンが上昇してリスクは低下した。パルトグループには有利子負債から現預金を控除した純有利子負債がほとんどなく、DRホートンはコア事業である住宅建築部門の純有利子負債がわずかに過ぎない。

強気派の見方

Publicly Traded Home Builders' Market Share of Single-Family Housing Starts



Sources: Census Bureau; Evercore ISI; company reports

成長シナリオが生まれている」と語る。

上場する住宅建築会社19社の新規住宅販売市場におけるシェアは、10年前の21%から現在は30%超に上昇している。各社のバランスシートは強固で土地在庫は少なく、今後数年間は株主還元が増加する公算が大きい。業界平均の配当利回りは現在1%に過ぎないが、自社株買いとともに上昇するはずだ。

かつて住宅建築各社は、将来の物件開発に向けて利益を土地取得に充てていた。そのため、投資家は景気後退局面で土地在庫が有利子負債の増加を招くことを懸念し、バリュエーションは抑制されたままだった。

現在は建築会社と土地開発業者との合意によって、建築会社は土地を購入して保有するのではなく、建築戸数に合わせて区画を購入している。DRホートンの場合、販売戸数

JPモルガンのアナリスト、マイケル・リポート氏によれば、住宅建設会社のネットDEレシオは現在の15%から2023年末までにマイナス4%に低下する見込みだという。同氏は、今後2年間で20%の自社株買いが可能とみているが、パルトグループが2021年1～9月累計で4%、DRホートンが前年度1年間（～2021年9月）で2%の自社株買いを実施するなど、既にそうした動きは始まっている。

スミード氏は、今後10年間の住宅建設会社の利益は年平均10～15%で成長するが、年により変動が大きいとみる。

キム氏は、現在の利益水準は数四半期前の住宅価格が低く、主な建材である木材の価格がはるかに高かったころの契約によるものであると指摘する。「サプライチェーンの混乱が原因で増益要因が来年に先送りになって」おり、ウォール街の2022年利益予想は低過ぎると同氏は言う。

住宅建設会社の一般的なバリュエーション指標である株価純資産倍率（PBR）でみた場合の株価は、2

022年末時点の予想PBRが平均1.4倍であることから、それほど割安ではない。強気派は、以前よりも収益力が安定していることからPBRよりもPERで評価すべきだと主張する。

スミード氏は、バリュエーションが一貫して低い理由は、2004～2007年の住宅バブルとその後のバブル崩壊で、トールやDRホートンなどの株価が85%も下落した時の鮮明な記憶が残っているからではないかとみている。

ウェドブッシュ・セキュリティーズで住宅業界を担当するアナリスト、ジェイ・マッキャンレス氏は、「2007～2009年がベビーブーム世代、現在はミレニアル世代と、人口構成上二つの大きなグループが供給不足の市場で家探しをしていることが分かる」と言う。

在宅勤務のトレンドも追い風となっており、集合住宅から戸建てへ、戸建てから仕事部屋やその他の快適な機能を備えたより大きな家へと、住み替えが起きている。

懸念材料はあるか



Photograph by Matthew Johnson

影響力のある住宅業界アナリスト、アイビー・ゼルマン氏が率いるゼルマン・アンド・アソシエイツによると、人口増加率の低下により需要は頭打ちになるというのが弱気派の見方だ。同社の予想では、米国の人口増加率は2010～2020年が史上2番目に低い水準の7.4%であったのに対し、2020～2030年はわずか4%に低下するという。住宅需要の増加を支える最も重要な要因である人口の増加に陰りがみえることから、「現在の住宅新築のペースは人口動態的に支えることが可能な需要の伸びを超えている」と同社は指摘する。

より目先では、書き入れ時である春の住宅販売が、特に30年物の住宅ローン金利がわずか3%超の超低金利から4%に向けて上昇する場合、2021年ほどの活況とはならない懸念がある。住宅価格の急騰も既に終わった可能性がある。S&Pコアロジック・ケース・シラー全米住宅価格NSA指数の年間上昇率は8月の19.8%から9月には19.5%に低下した。

これに対し、業界幹部は懸念なしとする。DRホートンのマイケル・マレー共同最高執行責任者（Co-CEO）は11月の決算発表で、「市場は今年の春ほど加熱してはいないが、依然として需要は極めて多い」と語った。

センチュリー・コミュニティーズの共同最高経営責任者（CEO）を務めるデール・フランチェスコン氏とロバート・フランチェスコン氏は本誌に対し、「金利が引き続き歴史的低水準にあることから、当社の全国40カ所を超える販売拠点全てで、安定した力強い需要が続いている」と語った。

レナー株を保有するグッドハイブン・ファンドのマネジャーであるラリー・ピトコースキー氏は、レナーを含め、住宅建設業界は力強い需要と高騰する原料価格、需給が逼迫（ひっばく）する労働市場

のバランスを取り、利益率を確保しようとしており、加熱する住宅市場を多少冷ますことはそれほど悪いことではないとする。

以下、住宅建設企業6社について、より詳細に見てみたい。

DRホートン



業界最大手。米国の新築戸建住宅の約10分の1を建設しており、昨年度の実績は8万戸超。時価総額は業界最大の370億ドル、自己資本利益率は業界最高水準の31%。事業の約半分を初回購入者向け住宅が占める。

ウェドブッシュのマッケンレス氏は、「借入水準を低下させつつ成長を続け、将来に向けた基盤を構築した」として、同社を高く評価する。同社は2022年予想販売戸数で5年分に相当する50万戸分の建設用地を確保している。

直近の株価は103ドルであり、1株当たり利益（EPS）の2022年9月期コンセンサス予想は14.22ドル、予想PERは約7倍。エバーコアISIのキム氏は、ホートンの粗利益率（現在27%）が31%に達する可能性があるという主張から、EPSを18ドルと予想し、投資判断をアウトパフォーム、目標株価を163ドルとする。

レナー

Mortgage Payment / After-Tax Household Income Ratio



Sources: Census Bureau; National Association of Realtors; Federal Home Loan Mortgage Corp.

時価総額で業界2位。集合住宅、賃貸戸建住宅などの事業を立ち上げ、オンライン住宅買取・再販企業オープンドア・テクノロジーズ<OPEN>などに投資を行うなど、関連事業の開発では業界トップクラス。

同社は非中核事業のスピンオフ（分離独立）を計画しているが、詳細は明らかにしていない。直近株価は113ドル、2022年予想EPSは15ドル弱、予想PERは7.7倍。

同社のスチュアート・ミラー会長は同社の直近の決算発表の際、過去10年間の供給不足で生じた需給ギャップを埋めるには時間がかかることから、住宅建設業者にとって「最高の時代」はまだこれからだと語った。

投資家は、ミラー会長と同様に、多議決権株式のクラスB株（直近株価92ドル）に投資することができる。クラスA株よりも流動性は低い割安だ。グッドヘイブンのピトコ

ースキー氏もB株を選好し、クラス株が統合される可能性があることから、恐らく個人投資家にとって最善の選択肢であるとする。

トール・ブラザーズ

Raise the Roof on These Stocks

Here's how some leading U.S. home builders stack up.

Home builder / Ticker	Recent Price	YTD Change	2021E EPS	2022E EPS	2022E P/E	Dividend Yield	Price/Book	Market Value (bil)
Large-Cap								
D.R. Horton / DHI*	\$102.56	49%	\$11.41A	\$14.22	7.2	0.9%	2.5	\$36.6
Lennar / LEN**	113.11	48	14.53	14.65	7.7	0.9	1.7	34.2
PulteGroup / PHM	52.49	22	7.18	9.15	5.7	1.1	1.9	13.3
Toll Brothers / TOL***	68.51	58	6.16	9.04	7.6	1.0	1.7	8.3
Small-Cap								
Century Communities/CCS	\$77.22	76%	\$14.02	\$15.45	5.0	0.8%	1.6	\$2.6
Meritage Homes/MTM	118.04	43	19.15	23.12	5.1	None	1.6	4.4

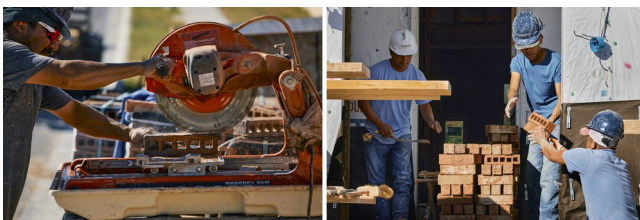
*Sept. fiscal year end. **Nov. fiscal year end. ***Oct. fiscal year end. E=Estimate. A=Actual. Sources: Bloomberg, FactSet

高級住宅を中心とするトール・ブラザーズは、最も差別化された大手業者であり、主な競合企業が非上場の小規模業者であることから、競争上の地位も最強といえる。直近株価は68ドル、2022年10月期予想EPSは9ドル、予想PERは7.6倍。

キム氏は、「市況が最も大きく好転したのは高級住宅市場」とし、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）前に確保した開発用地の比率が高いトールに有利に働いているとみる。同氏のトールに対する投資判断はアウトパフォーム、目標株価は86ドル。

同社の中核的な顧客基盤である高所得のホワイトカラー層は在宅勤務を許されている比率が高く、同社物件に対する需要の高さにつながっている。購入者が仕事部屋や複数世帯住宅などの追加仕様に支払う金額は平均で16万ドルに上る。また、他社よりも施工期間が長いことから、トールの増益は2022年まで続く可能性がある。同社は、サウスカロライナ州などのそれほど高級ではない市場で平均価格約74万ドルの「手の届く高級住宅」を開発し、それが同社事業の約40%を占めている。

パルトグループ



Photographs by Matthew Johnson

業界第3位。初回購入者、住み替え購入者向けが中心。退職者またはその予備軍である「アクティブシニア」を対象に「デル・ウェブ」、「ディ・ボスタ」ブランドを展開。

直近株価は52ドル。予想PERは6倍を下回り、大型同業者株の中では最も割安である。

足元の業績は過去の契約を反映したものであり、DRホートンやレナーよりも注文住宅の比率が高いことから、パルトの方が利益の上昇余地は大きい。第3四半期の新規契約の価格は前年同期比で26%上昇しており、2022年は増益が見込まれる。

借入額は少なく、業界最高のバランスシートを誇る。JPモルガンのリポート氏は財務内容の健全性お

よび25%を超える自己資本利益率から同社について強気の見方をしており、目標株価を71ドルとしている。

センチュリー・コミュニティーズ



Photographs by Matthew Johnson

コロラドの住宅建設会社。7年前に新規株式公開（IPO）を行って以降、17州に進出し、国内第9位の住宅建設会社に成長した。初回購入者向けが同社事業の大半を占める。同社の「センチュリー・コンプリート」ブランドは、フロリダ州ジャクソンビルやケンタッキー州ルイビルといった小規模の都市で、オプションのない平均販売価格20万7000千ドルの住宅を提供している。

マッキンレス氏によれば、「センチュリーはその購買力を生かして小規模市場に参入し、中古住宅市場と競合できる住宅を建設している」という。直近株価は72ドル、2022年予想EPSは15ドル、予想PERは5倍であり、マッキンレス氏は同社の投資判断をアウトパフォーム、目標株価を110ドルとしている。

メリテージ・ホームズ

アリゾナを拠点とする高成長の住宅建設会社。米国南東部および南西部の初回購入者向けが中心。平均販売価格は約40万ドル。同社のフィリップ・ロードCEOは本誌に対し、同社は「価格が手ごろな市場で事業を行って」おり、金利の上昇にも「比較的抵抗力はある」と語り、同社は初回購入者向け市場では他社よりもより高品質で優れたデザインの住宅を販売していると付け加えた。

直近株価は118ドル、EPSは今年度が前年比75%増の19ドル、2022年が同21%増の23ドル、2022年予想PERはわずか5倍である。第3四半期の決算を受け、キム氏は同社が建材不足にもかかわらず「極めて優れた結果を残している」と語った。同氏は投資判断をアウトパフォーム、目標株価を190ドルとしている。

米国の住宅建設業界がこれほど好調だったことはない。2021年の株価は堅調に推移したが、今後何年にもわたり好調を維持する可能性がある。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

2. 不明点多いオミクロン株、今後の見通しは

[フィーチャー]

Omicron Is a Big Unknown. What's Ahead, According to a Key FDA Official.

FDA生物製剤評価・研究センター長らに聞く

今後の見通しはかなり明確



Spencer Platt/Getty Images

2021年も終わろうとしているのに、新型コロナウイルスの新たな変異株の感染拡大で、まるで2020年の初めに逆戻りしたようだ。

投資家は、1週間前には否定されていた新たなロックダウン（都市封鎖）を恐れ、体験談や企業の最高経営責任者（CEO）が漏らした言葉によってパニックトレードに陥ることもある。S&P500指数は先週、ほぼ毎日1%を超える変動を見せ、オミクロン株が世界に与える影響について新たな推測が出るたびに揺れ動いた。

情報が十分でない中で、株取引が続いている。世界保健機関（WHO）がオミクロン株に関して最高度の警戒を呼び掛ける警告を発して1週間が経過したが、既存のワクチンがオミクロン株を防御できるかどうか、あるいはより深刻な病気を引き起こすかどうかは誰にも分からない。しかし、今までと違う点は、長期的な見通しがかなりはっきりしていることだ。

米食品医薬品局（FDA）で新型コロナウイルス・ワクチンの審査を担当しているピーター・マークス博士は、本誌のインタビューで、必要であれば4月までに米国で改良された最新のワクチン接種を開始できるという見通しを発表した。つまり、たとえ現在のワクチンがオミクロン株に効かず、オミクロン株が米国や世界的な回復に大きな影響を与えるという最悪シナリオでも、来春の終わり頃までにはパンデミック（世界的大流行）が再び安定に向かう可能性があることを示唆している。今のところ必ずしも最悪シナリオに進むことはなさそうだ。この変異株の研究が始まって2週間足らずの段階で、分かっていることはほとんどない。

公衆衛生の専門家によれば、初期データでは、オミクロン株はデルタ株よりも感染力が強いかもしれない。さらに、ウイルスのスパイクたんぱく質と呼ばれる部分の変異が非常に多いことから、以前の感染や現在のワクチンによって作られた抗体ではオミクロン株に対して防御力が低いのではないかと懸念もある。

2日時点で確認されたオミクロン株の症例は、いずれも軽度または無症状であったが、オミクロン型株が引き起こす症状の重篤性について全般的な結論を出すには十分な症例数が得られていない。逆説的ではあるが、感染力は高いが重症化リスクが低い変異株が、致死率の高いデルタ株に競り勝つことでパンデミックによる健康被害を緩和するという、やや良いニュースとなる可能性がある。いずれにしても、まだ結論を出すには時期尚早だ。

オミクロン株は、バイオ医薬品メーカーのモデルナ＜MRNA＞や製薬会社のファイザー＜PFE＞が用いる最先端技術であるmRNA（メッセンジャーRNA）ワクチンの適応性の高さを実証する機会となる

可能性がある。両社は、これまでの変異株を標的にした最新のワクチンの設計を終えているが、接種には到っていない。

モデルナのステファン・パンセルCEOは先週初めの英紙フィナンシャル・タイムズで、現在のワクチンではオミクロン株に対する防御力が大幅に低下するだろうと警告した。一方、ファイザーとワクチンを共同開発したバイオテクノロジー会社のビオンテック<BNTX>のウグル・シャヒンCEOは、米紙ウォール・ストリート・ジャーナルに「怖がる必要はない」と語った。しかし、3日にロイターが開催したコンファレンスでシャヒンCEOは、最新のワクチンにはオミクロン株に対する防御力が必要になると予想していると述べた。

改良型ワクチン、4月にも接種可能に

FDAの生物製剤評価・研究センターの所長で、ワクチンの審査にもあたっているマークス博士は、現行のワクチンがオミクロン株に対する十分な防御力を持つかどうかについて、2〜4週間以内に科学的なコンセンサスが得られると期待していると語る。

ここから先は、その疑問に対する答えによって変わってくる。現行のワクチンで作られた抗体が血液中に十分存在する場合にオミクロン株に対する防御効果があるとすれば、現行のワクチンの追加接種を強化することになるだろう。一方、現行のワクチンで作られた抗体で防御できるとしても、多くの人が追加接種によって十分な防御効果を得るハードルが高いとすれば、オミクロン株に的を絞った改良型ワクチンの追加接種が必要になるだろう。

また、最悪シナリオとして第3の可能性もある。マークス博士は、「もし、オミクロン株に現在のワクチンで全く対処できないとしたら、本当の超緊急事態となり、可能な限り早く行動する必要がある」と述べ、オミクロン株に特化した改良型ワクチンでの追加接種が必要と判断されてから、一般に提供されるまでには約3カ月かかると予想している。提供までの期間は、改良型ワクチンの製造規模拡大に必要な時間に大きく左右される。同博士によると、改良型ワクチンに対するFDAの審査は、数週間しかかからないという。3カ月に加え、新しいワクチンでの追加接種が必要かどうかを判断するための約4週間を考慮すると、4月上旬に接種開始が可能ということになるが、同博士はこの予測が大まかなものであり、事態の進展に大きく左右されると警告している。

新しいワクチンを承認するために、FDAは製薬会社に対して、改良型ワクチンの追加接種によって誘発されるオミクロン株に対する免疫反応を測定した新しい臨床試験データを提出するように要請することになる。これらの臨床試験は、ワクチン投与された患者の血液を調べるヒトへの試験であり、比較的迅速に実施することができる。「これらの試験は大規模なものではない。FDAによる審査は2、3週間以内に行われると思う」とマークス博士は述べる。FDAは公表されたガイダンスの中で、主に既存ワクチンのデータに基づいて変異株に特化した改良を認可できると述べている。

モデルナは、オミクロン株に特化したワクチンの開発に既に取り組んでいると述べており、ファイザーは約100日後に「変異株特化型ワクチンの最初のバッチ」生産が可能との声明を発表している。

マークス博士は、「喜ばしい点は、南アフリカでワクチン接種後にオミクロン株に感染した人たちの症状は比較的軽度のようなことだ。これは良い兆候で、恐らくクロスプロテクション（交差免

疫)があるのだろう。しかし、これも実際にデータがそろうまでは推測の域を出ない」と述べている。

By Josh Nathan-Kazis
(Source: Dow Jones)

3. 「メタバース」ブームで見逃される任天堂株 Stock Pick: Mario and Nintendo Take on the Metaverse. 株価低迷もサブスクやモバイル用に勝機

[推奨銘柄]

「あつ森」自体がミニ仮想世界



Illustration by QuickHoney

ゲーム業界はパンデミック（世界的大流行）時代のルネッサンスを謳歌（おうか）しているが、業界の創始者である任天堂<7974>は取り残されており、同社の米国預託証券（ADR）の株価は年初来で29%下落した。任天堂はファンに愛されるゲームをまだ作っている。しかし、投資家は「メタバース」（社会的な交流と商取引を可能にする仮想世界）の将来に対して多大な約束をする企業を模索することに、多くの時間を割いている。その結果、ソフトウェア企業のロブックス<RBLX>や画像処理半導体（GPU）大手のエヌビディア<NVDA>などの株価が高騰した。ロブックスはまだ赤字を計上し

ているが、来年度予想株価売上高倍率（PSR）は21倍となっている。対して任天堂はわずか3.5倍だ。

一方で任天堂は、その野望については以前同様に保守的だ。11月の48ページにわたる決算説明プレゼンテーションで、同社は「メタバース」に言及しなかった。コロナ禍で大ヒットした『あつまれ どうぶつの森』自体が、ミニ・「メタバース」であるにもかかわらずだ。『あつまれ どうぶつの森』には仮想通貨や衣装があり、自分で開発した島で友達と交流できるオンライン機能がある。2020年発売以来の販売本数は3500万本近い。

「メタバース」における将来の成功は任天堂の業績に含まれていない。ウォール街が予想する2022年3月期のADR当たりの利益は3.74ドルで、前期の4.64ドルからの減益となっている。売上高も、162億ドルから145億ドルへの減収が予想される。減収減益は6年ぶりで、サプライチェーン（供給網）の混乱と半導体不足が一因とされている。

ウェドブッシュ・セキュリティーズのアナリストであるマイケル・パクター氏は、ニンテンドースイッチの需要が衰えるとはみていないと語る。スイッチは、2017年の発売以来で約9300万台が販売されており、10月には、有機エレクトロルミネッセンス（EL）ディスプレイを搭載した、価格が高い新モデルが発売されている。

パクター氏は、「減収が予想されており、スイッチの販売台数の当初予想は達成できないであろう

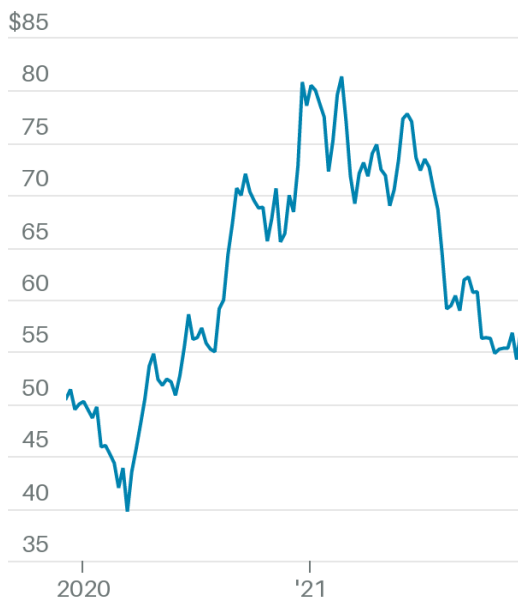
が、単にサプライチェーンの問題だ」と言う。さらに、スイッチの需要は依然旺盛で、「イーベイでスイッチを探せば、値段は小売価格を大きく上回っている」とも同氏は付け加える。

パクター氏は、任天堂の投資判断を10月末にニュートラルからアウトパフォームへ引き上げた。最近発売されたゲームと今後の強力な発売予定作品によって、消費者と投資家が同社を好感する可能性がある、と同氏は語る。来年のラインアップは特に強力で、『ゼルダの伝説』や『ポケモン』シリーズ最新作などの発売が予定されている。新作ゲームはスイッチの勢いを再燃させる可能性があり、同社の業績が市場予想を上回る助けになるだろう。

ADRの株価は57ドルと今後12カ月予想利益に対する株価収益率（PER）はわずか15倍で、過去5年平均の約23倍を大幅に下回っている。

出遅れ分野に成長余地

Nintendo / NTDOY



Source: FactSet

何年もウォール街から不評を買ってきた任天堂は、投資家と消費者が望むものを提供する一步をようやく踏み出した。『スーパーマリオブラザーズ』の世界をベースにしたアニメーション映画が来年公開される予定で、マリオ役はクリス・プラットが務め、他にも複数の有名俳優が参加する。その他、ケーブルテレビ事業者のコムキャスト<CMCSA>はマリオブラザーズをテーマにして、米国のテーマパークを拡張する予定だ。

最も重要なことに、任天堂はニンテンドースイッチオンラインのサブスクリプション・サービスを通じて、より定期的な収入を上げ始めている。ラウンドヒル・インベストメントの調査担当バイス・プレジデントのマリオ・ステファニディス氏は、「スイッチは一つの社会現象になっており、多くの年代の人々の心をしっかりと捉えている。任天堂は最高の状態にある」と言う。

現在、上場投資信託（ETF）であるラウンドヒル・ボール・メタバースETF<META>において、任天堂が占める割合はわずか約0.5%だ。同ETFの保有上位銘柄はエヌビディアとロブロックスで組入比率はそれぞれ11.2%と9.7%だ。

任天堂は、他の大手ビデオゲーム製作会社と比べると、モバイル用ゲームや基本無料ゲーム、さらにはオンライン・ゲームとeスポーツへの参入が遅れている。それは、同社が多大な機会を逃していることを意味する。キャシー・ウッド氏が率いるアーク・インベストのアナリストであるニック・グラウス氏は、世界のビデオゲームの売り上げが2021年に2000億ドルに達し、モバイル用ゲームがその約半分を占めると推定している。

任天堂にはモバイルの世界で勝利する可能性が残っている。グラウス氏は、「任天堂が保有しているキャラクターに、数億人が20年以上にわたって親しみを持っている。それは莫大（ばくだい）な価値であり、オンラインで過ごす時間が長くなり、仮想世界に入り込むようになる状況ではなおさらだ。

それこそが、任天堂が他のゲームメーカーと一線を画せるようになる分野であると、私は考える」と語る。

By Connor Smith
(Source: Dow Jones)

4. 真珠湾攻撃で強化した米国防衛産業 How Pearl Harbor Gave Rise to the American Defense Industry. 軍産複合体、超大国の源泉に

[インダストリー]

オランダ並みからに最強に



Ann Rosener/FSA/OWI Collection/Library of Congress

米国の世紀は暗黒の日に始まった。

1941年12月15日付の本誌は「日本軍のハワイ爆撃で文字通り米国は第二次世界大戦へと突き進み、それが世界中への派兵につながった」と書いた。

兵站戦の混乱について書いたものだが、真珠湾攻撃がもたらした最強の力は米国の軍産複合体だった。国としての新しい使命感に支えられて、この強大な力は戦争を勝利に導き、その後何十年にもわたって米国を世界に冠たる超大国に押し上げた。

米国の軍事力がポルトガルやオランダ並みだった1930年代末においては、そのような考えは馬鹿げているように見えただろう。しかし現在では、米国の軍事支出額は、米国に続く支出額上位10カ国の総額を上回っており、80カ国で750と推定される海外基地を維持している。米国企業は軍の後を追って、大手飲料メーカーのコカ・コーラ<KO>、グーグル<GOOG>、大手コーヒーショップチェーンのスターバックス<SBUX>は世界中どこでも見かけるようになった一方、ウォール街は世界の銀行の役目を果たし、米国の防衛産業は世界の兵器庫となった。そう呼ばれていないが事実上の帝国だ。

しかし、帝国には負担が伴い、米国民は「永遠の戦争」と海外の軍事展開からの見返りの減少に対してうんざりしているように見える。「米国の世紀」を初めて思い描いたのは1941年2月の出版界有力者ヘンリー・ルース氏だが、今、その世紀が静かに終わりを迎えているのかもしれない。

第二次世界大戦への参戦は米国台頭の鍵ではあったが、当時それは全く明確ではなかった。本誌は1941年12月8日に「どんな犠牲を払ってもヒトラーを倒したいが、できれば米軍の海外派兵無しに達成したい、とするルーズベルト大統領の基本的な対外政策が変わったと考える理由はない」と書いたが、その日以降、フランクリン・ルーズベルト大統領にその可能性は残されていなかった。

真珠湾爆撃の後に「敵機が西海岸に接近中」との市場を揺るがすうわさがあり、米国は孤立主義者の看板を少なくとも戦争中は下ろすこととなった。

本誌編集者ジョージ・シアは12月15日に「今日誰もが助けを提供したいと思っている」と書き、組合は「突然ストライキを中止」、「入隊希望者が殺到」と言及した。ビジネス界のリーダーも「持つ能力の全てを尽くして」協力したとシア氏は書き、ひと月経たずに米国の産業力はルーズベルト大統領の戦争生産委員会（WPB）につながっていった。この目的は米国を「民主主義の兵器庫」に変えるものだった。

シアーズの元経営幹部ドナルド・ネルソン氏が「生産最高責任者」としてWPBの運営を任せられ、同氏の下、車や冷蔵庫を作っていた工場が飛行機や戦車を製造し、女性は兵役に就いた男性の代わりに仕事を引き受け、皆が遅くまで働いた。

1941年から1945年にかけて、ドイツの10万機に対して米国は軍用機を30万機製造した。また、米国の産業界は戦艦10隻、潜水艦211隻、戦車8万8000台、ライフル1250万挺と世界初の原子爆弾を製造し、世界大戦を終わらせて冷戦を始めることとなった。

産業界、軍の効率性に学ぶ



Underwood Archives/Getty Images

産業界が平時に仕切り直すには時間がかかったが、WPBがヘンリー・フォード氏の大量生産の考え方を戦争遂行に適用したように、米国産業界は軍隊の効率性を民間の生産に適用していった。

生産が立ち上がれば、懐の豊かな消費者が待ち構えており、テレビ、洗濯機、1949年型の流線型のフォードなどに消費が向かった。その結果、経済は1950年代を通じて活況が続いた。大手ホテルチェーンのホリデイイン、大手ファーストフードチェーンのピザハットやダンキンドーナツなどのブランドは成長するサービス業界

の先陣を切り、レヴィットタウンのような住宅開発は郊外への道を開き、航空旅行は戦時中に開発されたスマートな飛行機によって多くの人に手が届くものとなった。

そして米国は今でも民主主義の兵器庫であり続けている。今日、米国は世界の兵器輸出の36%を占めて最大であり、ロッキードマーチン<LMT>、ボーイング<BA>、レイセオン<RTN>などの大企業が率いて繁栄する防衛産業を支えている。

米国の防衛支出が減少する兆しは当面ない。しかし、第二次世界大戦後に朝鮮戦争、ベトナム戦争、アフガニスタン戦争、イラク戦争に関わる労苦を経験した後で、海外での冒険行為に対する米国民の意欲は衰えているかもしれない。

米国の世紀は砲声とともに始まったが、静かに終わりを迎えるかもしれない。

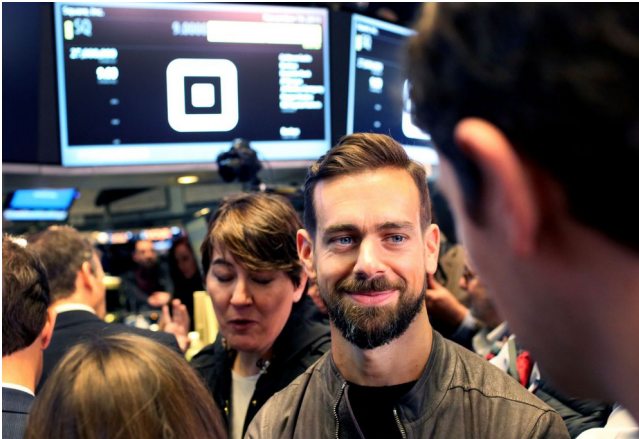
By Kenneth G. Pringle
(Source: Dow Jones)

5. どうなる、年末ラリー

[フィーチャー]

High-Flying Shares Tumble Out of the Sky in an Unforgiving Week.
今年高騰の銘柄が急落

株価下落と社名変更



Yana Paskova/Bloomberg

往年の刑事ドラマシリーズ「ドラッグネット」のオープニングで、ナレーターが「無実の人を守るために名前を変えました」と言ったのは有名な話だ。名前を変えることは、米国企業の間で繰り返し行われてきたことであり、しばしば完全には無実ではない過去を隠すために行われてきたが、それが再び表舞台に戻ってきた。

最近の例では、モバイル決済サービスのスクエア<SQ>が社名を平面（スクエア）から立体的な「ブロック」に変更すると12月2日に発表した。これは、フェイスブックがメタ・プラット

フォームズ<FB>に改称したことに続くものだ。過去の不可解な社名には、飲食品メーカーのモンデリーズ・インターナショナル<MDLZ>がある。同社はクラッカーの「リッツ」や「オレオ」を製造していたナショナル・ビスケット・カンパニーを前身としているが、昔は名前を聞けば何をしている会社か分かったものだ。

社名は別として、ブロックは先週、以前に高騰したさまざまな銘柄と一緒に下落し、特に12月3日の下落は厳しいものだった。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の最悪期にオンライン販売の恩恵を受けたブロックは、同日に5.6%急落し、52週高値を37%下回った。メタ（旧フェイスブック）は、社名変更に関係なく既に低迷していた、52週高値から20%下落し、弱気圏で週の取引を終えた。その他の成長企業も打撃を受け、ナスダック総合指数は週間で2.62%の下落となった。

雇用統計はFRBの政策に影響なし

12月3日に発表された11月の雇用統計は、「非農業部門就業者数の21万人増」という見出しの数字から想像されるよりもはるかに堅調だったが、株価の上昇にはつながらなかった。確かに良い数字だが、50万人増以上という市場予想を下回った。

一方、失業率は4.6%から4.2%に低下したが、これは正当な理由による。米労働省の家計調査によると、雇用されていると答えた人が100万人以上増加した。さらに、約60万人が労働力に加わり、その中でも「プライムエイジ」（25～54歳の最適年齢）の改善幅が最も大きかったのだ。

こうした事実から、米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長が11月30日の議会証言で今後議論するだろうと述べた、債券購入額のより早いペースで縮小に対して、今回の雇用統計が障害となるこ

とはないと思われる。実質金利を過去最低に維持するのに貢献してきたこの流動性の供給が終了することは、投機的な動きを促す燃料が少なくなることを意味する。

■ 年末ラリーの行方

On Edge

Wall Street's "fear gauge" hit its highest level since January.

CBOE Volatility Index



Source: FactSet

その中でも特に注目されていたのが、小型株を投資対象とする上場投資信託（ETF）のiシェアーズ・ラッセル2000ETF<IWM>だ。同ETFは高値から12%以上も下落し、調整局面に入っている。同ETFの最大の構成銘柄は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>であるが、これは典型的なミーム株で、今年、株価は2ドル未満からピーク時には70ドル超にまで高騰したが、現在は29ドルに戻っている。

大手保険会社マスマチュアルのグローバル投資戦略責任者であるクリフ・ノリーン氏は、「これらのバリュエーションの高い成長株の多くは、数年先の基調的なファンダメンタルズに基づいて取引されていた。株式市場では、極めて高水準となったバリュエーションの再評価が急速に進んでいる」と述べている。

また、これらの銘柄を保有していたポートフォリオマネジャーは、2021年のパフォーマンスを損なうリスクを冒すよりも、利益を確定させて現金化したかったのだろう。シカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティ指数（VIX指数）が1月下旬以来の高値を記録するなど、ヘッジコストの上昇がオプションプレミアムを急上昇させた。

オミクロン株かデルタ株を問わず、新型コロナウイルスの感染者数が再度急増していることと、FRBが緩和的な姿勢を弱める可能性との狭間で、どのような銘柄であれ、株式市場で年末ラリーが生じる可能性は大幅に低下しているようだ。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

6. 人気のAIについて知っておくべきこと

[ハイテク]

Artificial Intelligence is All the Rage. What You Need to Know.
シュミット元グーグルCEOに聞く

投資の黄金時代



Str/AFP/Getty Images

今は人工知能（AI）投資の黄金時代だ、とアルファベット（旧グーグル）＜GOOGL＞のエリック・シュミット元最高経営責任者（CEO）は言う。UBSはこれから10年間の投資の最重要テーマとしてAIを挙げた。では割安なAI関連銘柄はどこにあるのか？それを探すのにAIを使うのはちょっと待って欲しい。それが軌道に乗るのはまだ先のようなのだ。

機械は病気を治し、人の生活を豊かにする。人類を滅亡させることはまずないが、人間をだましてお互いを消滅させるよう仕向けるかもしれない。

ず、今のうちに手を打つべきだ、とシュミット氏は言う。

機械はAIにより人と同じように振る舞うことになる。AIの一部である機械学習では、ラベル付けされたデータを反復学習することでコンピューターが推論（経験に基づく推測）を行うようになり、それは回数を重ねるごとに上達する。機械学習の一部であるディープラーニングでは人間の脳神経回路を真似たニューラルネットワークが使われ、人が介入する余地はさらに少なくなる。

注目の関連銘柄

これまでもAIブームはあった。だがテクノロジーは飛躍的な進歩を遂げており、前回までとは事情が異なる。まず世界には貴重なデータがあふれている。2030年には全人口1人当たりに対して、128GBストレージ搭載のiPhone（アイフォン）610台分のデータが地球上に蓄積されることになるという。第2にデータセンターの半導体の進歩により、機械が情報を分析し洞察力を高めるようになる。第3に、企業は既にAIから利益を得ている。AIはグーグルの検索結果、アレクサの音声認識、電気自動車メーカーであるテスラ＜TSLA＞の自動運転などに利用されている。動画配信大手のネットフリックス＜NFLX＞では映画や番組のお勧めだけでなくデータ速度をその場で調整したり、どのサムネイル画像がクリックを増やすかを予測したりして、新しいヒット作を生み出す最適な方法をAIが決定している。

UBSの予想では、AI関連の売上高は年率20%で成長し、2025年には900億ドルに達するという。S&P500指数にはアマゾン・ドット・コム＜AMZN＞、マイクロソフト＜MSFT＞、アルファベット、そして機械学習のトレーニングプロセスに不可欠な半導体の分野で支配的シェアを誇るエヌビディア＜NVDA＞などの主要な銘柄が既に組み入れられており、投資家に取っては朗報だ。シュミット氏

は、大手企業は豊富なデータという強みがあり、中小企業はAIのスタートアップに自由に資金が流れることで利益を得られると言う。同氏は「AIの波が来るたびに誰もが得をする。全ての人ではないが、とてつもなく大きな利益を得る者もある」と話す。

一方、UBSは、投資家は規制リスクを回避するためにAI最大手以外にも目を向けた方が良いと言う。多くの中小企業は非公開か、半導体大手のアダバンスト・マイクロ・デバイゼス<AMD>に買収されるザイリンクス<XLNX>のように売却済みだが、マーベル・テクノロジー・グループ<MRVL>は新進気鋭の半導体メーカーで、評価額は690億ドルだ。バンク・オブ・アメリカは最近、同社を次の1000億ドル規模のクラウド・リーダーと呼んだ。同社の2022年予想株価キャッシュフロー倍率（PCFR）は43倍超だ。マーベルと、半導体大手ブロードコム<AVGO>は、クラウド大手それぞれの専用半導体の製造に貢献している。ある程度AIに特化した上場投資信託（ETF）もある。グローバルXロボティクス&AI<BOTZ>は、スイスのABB<ABB>やファナック <6954>など、産業用ロボットメーカーを多数保有する。

AIが株式市場を上回るリターンを叩き出すのは10～15年先になるだろう、とシュミット氏は言う。エキュボットのクリス・ナティビダッド最高投資責任者（CIO）は既にAIパワード・エクイティETF <AIEQ>でそれを試している。財務指標やツイッター、レディットの掲示板などから機械が独自に有用なヒントを探し出す。ETF運用開始から4年、同ファンドのパフォーマンスは今ひとつだが機械は賢くなってきている、とナティビダッド氏は言う。

未来と課題

かつて米国防総省にAI利用について助言したこともあるシュミット氏は、AIによる騒乱の可能性は十分にあると言う。ほぼ予測不可能な極超音速（ハイパーソニック）ミサイルをその技術で監視することができても、「AIが間違った学習から間違った提案をして実際に戦争を始めてしまったらと想像してみしてほしい」と同氏は言う。また、いわゆるディープフェイク（著名人が実際に動いたり話したりするように見せる動画）の作成ツールも広く公開されている。「動画の力は並大抵のものではない。偽のビデオを偽物だと伝えても、人は多かれ少なかれそれを信じてしまう。これは人間の問題だ」。また、AIは人を殺したり動揺させたりしなくても人を不幸にすることができる。怒りは理性の7倍も共有されると言われる。シュミット氏は人がソーシャルメディアに対して憤慨するのは当然だと話す。

電気や電話と同じように、AIには良い面もあれば悪い面もある、と同氏は言う。「AIは何百万人もの命を救う新薬を発見するだろう。ロボットは世界を征服されると言われるが、人が見張っている限りそれはあり得ない。本当に不安になればいつでも電源を切ることができることを忘れないで欲しい」。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

7. 新型コロナより懸念すべきはFRBの動向 What Scares the Stock Market More Than Covid? The Fed. しばらく市場を揺らす可能性も

[米国株式市場]

値動き荒く大幅下落



Spencer Platt/Getty Images

現時点で株式市場が調整局面に入る可能性はあるのだろうか。

当初は、年末に向けてさらなる上昇という、より良いシナリオを期待していた。しかし、新型コロナウイルスのオミクロン株が発見されたことで11月26日に株価が急落し、先週も軟調な動きが続いたことを考えると、そうしたシナリオは期待できそうにない。先週の主要株価指数を見ると、S&P500指数は1.2%安の4538.43、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は0.9%安の3万4580ドル8セントとなった。ナスダック総合指数の

下落はさらに大きく、2.6%安の1万5085.47で引けた。小型株のラッセル2000指数は3.9%安の2159.31となったが、同指数は12月1日には調整局面入りとなった。

こうした週間の下落率だけでは、先週がいかに不安定だったかは分からない。NYダウの動きを見ると、11月29日に小幅に上昇した後、30日には652.22ドル安となった。12月1日は上昇して始まったものの結局461.68ドル安となった。2日は一転して3月以降で最大の上昇となったが、1日の相場で上昇したアップル<AAPL>は、低調なiPhone需要に備えるようにサプライヤーに伝えたとの報道を受けて0.6%下落した。

そして、3日はナスダック市場の下げが大きくなった。画像編集ソフトウェアのアドビ<ADBE>、電気自動車（EV）大手のテスラ<TSLA>、グラフィック半導体のエヌビディア<NVDA>といった大型で割高な成長株がついに売り込まれて急落したからだ。カナコード・ジェニュイティのアナリストであるマーティン・ロバーズ氏は「多くの成長株が割高だったため、先週の調整の矛先は成長株に向けられた」と述べる。

FRBの動きは要注意

S&P500指数は史上最高値から3.5%安の水準で週末を迎えた。この下落率は、誰もが調整を予想していたが結局起きなかった9月の下落率よりもわずかに小さいが、今回の調整はもう少し長引くかもしれない。割高感に対する全般的な懸念や業績発表に対する懸念は横に置かれ、新型コロナの新たな変異株の登場と、米連邦準備制度理事会（FRB）の引き締めサイクルの開始が新たな懸念材料となった。

オミクロン株はそれだけで十分な懸念材料ではあるものの、経済に対する影響がどの程度かは分からない。一方、FRBのパウエル議長は、インフレは一過性のものではなく、資産買い入れ枠の縮小（テーパリング）スピードを予想以上に速めなければならない可能性があるとの認めざるを得なかった。

Market Snapshot



CIBCプライベート・ウェルスUSの最高投資責任者（CIO）であるデーブ・ドナベディアン氏は「パウエル議長はこのメッセージを強く伝えており、戦略の変更を示唆している」と述べる。

議長の発言はやや首をかしげたくするようなタイミングだった。オミクロン株が米国で発見されたという報道で市場は既に大きく動いていたが、議長の発言は状況を悪化させた。それでも投資家は、議長が選んだ発言のタイミングよりも発言がどれだけ強いものになるはずだったかを問うべきなのかもしれない。MKMパートナーズのチーフ・エコノミストであるマイケル・ダーダ氏は「オミクロン株の報道がなければ、どのようなスピーチだったかを想像するべきだ」と語る。

経済指標を見れば引き締めは順当か

米国経済の強さを考えれば、パウエル議長がタカ派色を強めるのは全く正しい。11月の雇用統計は、非農業部門就業者数が市場予想を下回ったものの、失業率は4.2%に低下し、労働参加率が61.8%に上昇して堅調な内容だった。11月のサプライ管理協会（ISM）の非製造業景気指数は69.1と過去最高を記録し、製造業指数も引き続き60を超えている。

このように経済指標は非常に好調で、アトランタ連銀の「GDPナウ」による米国の第4四半期の成長率予想は直近で9.7%となっている。10日に発表予定の11月の消費者物価指数は前月比プラス0.65%と予想されている。これらは、たとえ株式市場がそうでなくとも、経済は金融引き締めに対して準備ができていたことを示唆している。ダーダ氏は「市場が多少ぐらついても、パウエル議長の路線は正しい」と指摘する。

ということは、もう少し株式市場が振れることがあっても驚きではないことになる。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

8. メタバースの未来に賭ける銘柄選び A Metaverse Skeptic Starts to Believe. キーワードは「現実世界のデータ化」

[ハイテク]

仮想体験、日常生活で既に始まっている



Courtesy of Zwift

白状しよう。筆者は、メタバースで仮想会議やバーチャルコンサートを行い、仮想の世界を構築するというメタ・プラットフォームズ<FB>（旧社名はフェイスブック）のビジョンに懐疑的な見方をしてきた。ところが先日、自宅でローラー台に載せたロードバイクのペダルを踏んでいるとき、新しい事実に思い当たった。Mac Book（マックブック）の画面を見つめ、ズイフトと呼ばれるゲーム形式のサイクリングアプリを使ってワトピアという仮想の島の中を走っていたとき、自分が何カ月も前からメタバースを

体験していることに気付いたのである。

このアプリを開発したズイフトは、6億ドルを超えるベンチャー資金を調達してユニコーン（企業価値が10億ドルを超えると評価されているベンチャー企業）の仲間入りを果たしたソフトウェア会社だ。現在、約200カ国で400万人に近い登録ユーザーを擁する。ユーザーは月額15ドルを支払うと、総延長200マイルを超えるデジタルハイウエー、パリや東京などの実際の場所を模した仮想空間、架空の地域、火山や海の下を通る仮想のルートでサイクリングできる。

ズイフトのアプリはミートアップ（仲間と一緒に同じルートをグループライドする機能）、コミュニケーション機能、仮想通貨を備えた包括的なサイクリング体験を提供する。ユーザーが揃える必要があるのはロードバイク、スマートトレーナー（PCやスマートフォンなどの端末と接続可能なローラー台）、インターネットにつながったラップトップPCまたはタブレット端末だ。

ズイフト創業者のエリック・ミン最高経営責任者（CEO）は、同社が構築中の仮想世界には成長余地があると考えており、それを実現するためさらなる資本調達を実施する計画だ。同氏のアイデアの一つは、ズイフトが仮想環境の構築に使用しているのと同じツールに外部の開発者がアクセスできるようにすることだ。この点に関してズイフトは、ユーザーが独自のゲームや仮想世界を制作するためのツールを開発・提供するソフトウェア会社、ロブロックス<RBLX>と同じ方向を目指している。

先例の「セカンドライフ」は過大評価

メタバースのアイデアは数十年前から存在する。2008年1月、IBM<IBM>の若いマーケティング担当役員が「IBMとメタバース」というプレゼンテーション資料を作成し、仮想世界を使って作業したり、学習したり、遊んだりする方法を示した。IBMは、「仮想世界で製品を宣伝する」方法に関する

特許を2010年に取得するなどメタバース関連の知的財産を所有するが、CEOのアービンド・クリシュナ氏は同社にはメタバースに本格的に参入する計画はないと述べている。

このIBMのプレゼンテーション資料には、20年近く前から存続する汎用目的の仮想世界、セカンドライフの画像が掲載されている。セカンドライフを開発・運営するリンデン・ラボは昨年、投資家グループによって買収された。買収額は公表されていないが、大きな額でなかったことは確かだ。

買収を主導した投資家で現在はリンデンのエグゼクティブ・チェアマンを務めるブラッド・オーバーワーカー氏は仮想世界に強い情熱を持っている。同氏によると、セカンドライフでは2003年のサービス開始以降、7300万件のアカウントが作成されたものの、その大半が休眠しており、現在の月間アクティブユーザー数は平均65万～90万人である。

セカンドライフの実態が周囲からの過大な評価に追い付いていなかったことは指摘しておくべきであろう。これは筆者が目下のメタバースをめぐる熱狂に依然として懐疑的である理由の一つだ。

現実世界のデータ化を進めるマターポートに注目

今のところ、投資家は先を争ってメタバース銘柄を探し出し、購入している。ゲームソフトウェア会社のロブックスとユニティ・ソフトウェア<U>、半導体メーカーのエヌビディア<NVDA>とクアルコム<QCOM>など、メタバース関連銘柄は幾つかあるが、いずれも純粋なメタバース銘柄とは言えない。

これは、3次元画像や全方位画像を撮影するためのカメラとソフトウェアを開発・販売するマターポート<MTTR>に投資家が夢中になっている理由の一つだ。

今年7月に特別買収目的会社（SPAC）との合併を通じて上場して以降、マターポートの株価は約2倍に上昇している。同社のターゲットは商業および住宅用不動産市場で、同社のソフトウェアはオフィスや住宅のバーチャルツアーを可能にするコンテンツの制作に使用されている。以前は撮影に専用カメラを使用していたが、現在はスマートフォンで撮影するためのアプリを提供している。

ウェドブッシュのアナリスト、ダン・アイブス氏はマターポートを推奨銘柄としているが、短期的な指標に基づく株価が割高に見えることも認めている（現在の株価は2022年予想売上高の40倍超）。

だが、マターポートのR.J.ピットマンCEOは興味深い話をしている。同氏によると、同社は物理的な場所のデジタルコピーを作成する「現実世界のデータ化」をひそかに進め、現在は600万カ所を超える空間のデジタルコピーを保有しているという。

先週、同社は現実世界の場所の「デジタルツイン」を簡単に作成できるようにするため、アマゾン・ウェブ・サービスと提携すると発表した。

いくらか経済的余裕のある人にとって、マターポートはメタバースの未来に賭けるための面白い投資先かもしれない。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

9. 新たな「謎」に直面するFRB The Fed Faces Another Conundrum. 長期金利、債券買い入れ縮小見通しに反応せず

[コラム]

議会証言でテーパリングの加速を示唆



Al Drago/Bloomberg

米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は、インフレは一過性ではなくなったと認めたが、（インフレの封じ込めで知られる）ボルカー元議長が降臨したのだろうか。それとも、債券市場がFRBによる金利引き上げの動きに追従しないという「コナンドラム（謎）」に直面し、グリーンズパン元議長と同じ道をたどるのだろうか。

パウエル議長は先週の議会証言で、30年ぶりのペースの物価上昇を踏まえ、インフレを「一過性」と表現するのはやめるべきだと述べた。同

氏は手始めに、債券買い入れのテーパリング（縮小）のペースを加速することについて、連邦公開市場委員会（FOMC）で議論する可能性があるとし唆した。

先月のFOMCでは、毎月の買い入れ額を150億ドル削減し、1050億ドルとすることが決定された。FRBは刺激策(マーチン元議長は金融政策のパンチボールとかつて例えた)をすぐに撤廃するのではなく、徐々に縮小する予定だ。現時点のバランスシートの残高は8兆6000億ドルで、債券買い入れの終了時までさらに4200億ドル増える見込まれる。しかし、債券買い入れの終了は、フェデラルファンド（FF）金利の引き上げによる金融引き締めが可能になることを意味する。

パウエル議長がテーパリングの加速を示唆したことによる唯一のサプライズは、同氏の発言がサプライズになったということだ。というのも、クラリダ副議長をはじめとする他のFRB高官は以前から加速を示唆していた。元々コロナ禍による金融・経済危機に対する緊急措置の一環だったことを踏まえれば、巨額の債券買い入れの終了は遅過ぎた感すらある。議会でパウエル議長に質問した議員の多くも、国民にとって物価の急上昇が最大の懸念になっていると同氏に伝えた。

ドイツ銀行のマクロストラテジストであるアラン・ラスキン氏によれば、現在のFRBの政策が堅調なインフレ経済においてどれほど不適切であるかは、名目国内総生産（GDP）成長率と10年物米国債利回りの記録的なギャップを見れば明らかだ。両者は通常、お互いに連動する傾向がある。好景気の時期は金利も上昇し、不景気の時期には金利も低下する。

しかし現在、名目GDP成長率が前年同期比11%と極めて高水準で、同時にインフレはFRBの目標値を大きく上回るにもかかわらず、10年物米国債利回りは1.5%未満に低迷している。このような事態は第二次世界大戦の終了時以来だとラスキン氏は指摘する。

名目GDPの伸びは、2020年のコロナウイルス支援・救済・経済安全保障（CARES）法に始まり、今年の米国救済計画法まで続く巨額の財政支出の結果だ。FRBは2020年3月以降、約3兆ドルの米国債を購入することで、財政支出による赤字の約半分の資金を実質的に供給しており、国債保有額は2倍以上の5兆6000億ドルに増加したとラスキン氏は語る。

この国債買い入れと1兆2000億ドルのエージェンシー住宅ローン担保証券（MBS）買い入れが相まって、FRBの量的緩和（QE）は長期金利を低水準に抑えてきた。しかし、長期債市場はQE終了の見通しを無視しているようだ。その理由は、テクニカル要因が一因とみられるものの、よく分かっていない。

最も驚きなのは、短期の米国債利回りが2022年以降の複数回の利上げを織り込んでいるのに対し、長期債利回りは低下していることだ。30年物米国債利回りは2日午後、年初の1.71%以来の低水準となる1.756%を付けた。2年物米国債利回りは0.622%で、オミクロン株が報告される前の感謝祭直前に記録した今年の最高利回りの0.641%をわずかに下回る水準だった。

2018年の再来懸念も、政策は当時より緩和的



Kevin Dietsch/Getty Images

長期金利が低下し、短期金利が上昇したことで、イールドカーブは数年ぶりの水準までフラット化している。取引プラットフォームのトレードウェブによれば、2日午後の2年物と10年物の米国債利回り格差（スプレッド）は、9月末時点の124ベースポイント（bp、1bpは1%の100分の1）を大幅に下回り、1月上旬以来で最低の83bpとなった。10年物と30年物の利回りスプレッドはわずか32bpで、2019年1月以来の水準まで縮小している。イールドカーブのフラット化は、インフレ率の低下、経済成長率の低下、またはその両方の先行指標だ。

長期債利回りが低水準にとどまっていることからみて、FRBが市場に有利な政策を終了しても、特に影響はないと考えられているようだ。ラスキン氏は語る。しかし、長期金利の低さは、株式をはじめとする全体的な金融情勢に大きな影響を与える。長期金利の上昇が小さいほど、FRBはインフレを抑えるために短期金利を引き上げなければならないとラスキン氏は結論付けている。

これは2004～2006年を思い出させる。当時、FRBはFOMCのたびにFF金利を25bp引き上げ、FF金利はハイテクバブル崩壊後の底の1.00%から5.25%まで上昇した。しかし、長期債利回りは反応せず、グリーンズパン議長がコナンドラムと呼ぶ状況が生まれた。その結果、金融情勢は緩和的になり、大規模な住宅バブルが起きた。

市場が恐れているのは、現在が2018年と同じ事態となることだ。FRBは当時、パウエル議長の下でFF金利を2.50%近くまで徐々に引き上げる一方、バランスシートの縮小によって実際に金融引き締めを実施した。その結果、同年の第4四半期は弱気相場に近い状態となり、S&P500指数は20%弱下落し

た。

しかし、JPモルガンの米国債ストラテジストであるジェイ・バリー氏とジェイソン・ハンター氏によれば、今回はFRBの政策が当時と比べて非常に緩和的だという点が違う。現在の実質FF金利はマイナス4%近く（FRBが好むインフレ指標のコア個人消費支出=PCE=デフレーターに基づく）だが、2018年終盤はほぼプラス1%だった。当時、2年物国債と10年物国債の利回りスプレッドはFRBの金融引き締めによってわずか12bpに縮小した。これは現在のスプレッドの7分の1である。

シカゴ・マーカント取引所（CME）のFedウォッチによると、先物市場は来年6月に現在の0.00～0.25%のFF金利誘導目標レンジから25bpの利上げを予想している。9月に次の利上げ、12月に3回目の利上げが行われる可能性があることも織り込まれている。その場合、1年後のFF金利の誘導目標は0.75～1.00%となる。他の金融派生商品の価格には、FF金利が3年後に約1.50%のピークに達することが織り込まれているが、これは市場にとっては遠い先の話だ。インフレ率がFRBの長期目標である2%まで奇跡的に低下したとしても、実質金利は依然としてマイナスである。

最後にエバーコアISIによれば、歴史的にみて、FF金利のピークから株式相場の下落までには1年かかる。S&P500指数は、FF金利が14回の利上げを経て5.25%に上昇した後の2007年と、9回の利上げを経て2.40%に上昇した後の2018年に最高値を記録した。

パウエル議長はインフレが浸透する前に抑制しなければならないと述べているが、FRBの政策は、「極めて超」緩和的な内容から「かなり」緩和的な内容へ移行するにとどまるだろう。これは、インフレ率をはるかに下回り、株式の割高なバリュエーションの支えとなっている債券利回りを受け入れている債券投資家にとってのコナンドラムである。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

Exxon CEO Discusses the Oil Giant's Greener Direction.

エクソンCEO、環境に配慮した経営方針語る

排出削減、「政府のルール作り必要も」

石油大手エクソンモービル<XOM>は今年に入ってから株主総会での委任状合戦の末に、3名の新取締役を迎えた。同社の新計画は、彼らの存在を反映したものとなったようだ。ダレン・ウッズ最高経営責任者（CEO）は本誌に、「多様な経歴を持つ新たなメンバーを迎え、異なった観点から課題を議論している。長期目標達成のための事業計画を立てるには、さまざまな議論が必要だ」と語った

2027年までに毎年200億～250億ドルの設備投資を行うなど、同社はすでにいくつかの計画を発表しているが、これは前回の300億～350億ドルの計画からはかなり削減されたものだ。同社は、この投資の9割以上は、原油価格が1バレル当たり35ドル以下となっても10%以上のリターンを確保するとしている。加えて、川上（生産）部門における温室効果ガス排出原単位を、2016年の水準から40%～50%削減すると予想している。「排出原単位」は、産出する石油1バレル当たりの排出量を指し、絶対量ではない。

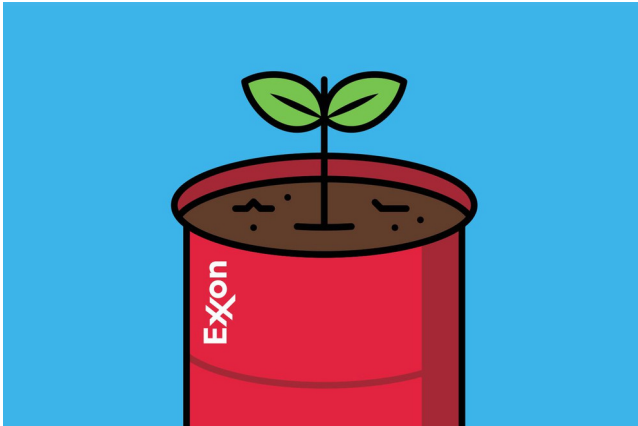


Illustration by Elias Stein

さらに、同社は2027年までに計150億ドルを低炭素事業に投資する計画だ。これは、設備投資総額の想定額レンジの中央値に対して10%を超えるものだが、欧州の同業他社には及ばない。それにもかかわらず、同社のコミットメントは前回の計画と比較すると4倍になっている。

ウッズCEOは、エクソンは炭素回収やバイオ燃料などのプロジェクトに注力していくと語る。事業を実行可能なものにするためには、炭素回収のインセンティブとして炭素税を課すなど、

場合によっては政府のルール作りが必要となるとしている。同氏は「市場原理が働き、当社はコア能力と競争優位性を用いて競合他社よりもより優位な立場を確保する。そう考えている」と語る。

今週の予定

Path Dependent

Exxon said reductions in emission intensity—the amount of gases per barrel of oil produced—would put it just within the Paris pathway by 2030. Exxon Mobil's 2030 Greenhouse-Gas (GHG) Emission-Reduction Goals

Emissions source intensity	Reduction by 2030
Methane	70-80%
Flaring	60-70
Corporate GHG	20-30
Upstream GHG	40-50

Source: Exxon Mobil

12月6日（月）

・鉄道貨物大手ユニオン・パシフィック<UNP>がコンファレンスコールを開催し、気候変動に対する行動計画を発表する。

12月7日（火）

・自動車部品小売りチェーンのオートゾーン<AZO>、コンビニエンスストアのケーシーズ・ゼネラル・ストアーズ<CASY>、高級住宅建設のトール・ブラザーズ<TOL>が四半期決算発表。

・米連邦準備制度理事会（FRB）が10月の消費者信用残高を発表。残高は昨年わずかに減少した後、今年に入り9月まで月平均200億ドルのペースで増加し、同月末では4兆3700億ドルとなっている。

12月8日（水）

- ・ 労働統計局（BLS）が求人離職統計（JOLTS）発表。エコノミスト予想では、10月末時点の求人件数は1050万件と、7月に記録した過去最高の1110万件をわずかに60万件下回る水準。
- ・ アルコール飲料製造販売大手ブラウン・フォーマン＜BF.A＞、食品大手キャンベル・スूप＜CPB＞、ゲームソフト小売り大手ゲームストップ＜GME＞が決算発表。
- ・ 医薬品卸売会社のマッケソン＜MCK＞、サウスウエスト航空＜LUV＞が2021年度投資家向け説明会を開催。
- ・ 医療機器メーカーのエドワーズ・ライフサイエンス＜EW＞がカリフォルニア州アーバインで投資家向け説明会を開催。製品パイプラインおよび2022年財務見通しについて説明の予定。
- ・ カナダ銀行（中央銀行）が金融政策を発表。政策金利の短期金利は0.25%に据え置かれる模様。10月後半に行われた会合では、量的緩和プログラム終了を発表。最初の金利引き上げについては、2022年の当初の予定よりも早める可能性を示唆した。

12月9日（木）

- ・ 半導体大手ブロードコム＜AVGO＞、会員制量販店チェーンのコストコ・ホールセール＜COST＞、パッケージ食品メーカーのホーム・フーズ＜HRL＞が決算コンファレンスコールを開催。
- ・ ドラッグストアチェーン大手のCVSヘルス＜CVS＞、食品メーカー大手タイソン・フーズ＜TSN＞が年次投資家向け説明会を開催。
- ・ 米労働省が12月4日までの週の新規失業保険申請件数を発表。11月の週平均申請件数は23万8750件と、新型コロナウイルスのパンデミック後では最低となり、2020年2月の水準からわずか2万4750件を上回る水準となった。

12月10日（金）

- ・ 穀物メジャーのアーチャー・ダニエルズ・ミッドランド＜ADM＞がグローバル投資家向け説明会を開催。
- ・ 政府提供医療プログラムに関連するサービスの提供や複合マネージドケア組織を運営するセンチーン＜CNC＞が投資家向け説明会を行い、2022年の業績ガイダンスを発表。
- ・ 11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6.7%上昇（10月は同6.2%）、食品とエネルギーを除くコアCPIは同4.8%上昇（10月は同4.6%）。10月の6.2%増は、ここ30年で最高となる。さらに11月30日にはFRBのパウエル議長が上院銀行委員会の公聴会で、インフレ動向について「一過性」の表現を取り下げた。
- ・ 12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66で11月を若干下回る。

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』 2021/12/05
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