

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2022/01/09

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 今、コモディティーに投資すべき理由 - Why It's Time to Invest in Commodities, and How to Do It [カバーストーリー]
選別と分散投資が重要 P.1
2. MGMの連勝は止まらない - Stock Pick: MGM's Winning Streak Doesn't Have to End [推奨銘柄]
ラスベガスのリゾート大手は「買い」推奨 P.4
3. インフレ打倒は可能か - Can We Whip Inflation Now? Good Luck With That. [米国経済]
過去は失敗の連続 P.8
4. ESG投資、パイオニアが語る現在と未来 - An ESG Pioneer Weighs In on Sustainable Investing Today [インタビュー]
ドミニ・インパクト・インベストメンツのドミニ氏に聞く P.10
5. CESの主役メタバース、本命はアップルか - The Metaverse Is All the Talk at CES. Defining It Isn't Easy. [ハイテク]
拡張現実とスマートグラスがカギ P.13
6. 2022年初の株・債券安は何が違うか - Rate Jitters Sink Stocks, Bonds as 2022 Dawns. What's Different This Time. [米国経済]
実質金利は依然として大幅なマイナス水準 P.15
7. バイオテクノロジー企業、株価に反発可能性 - Biotech Stocks Are Due to Bounce Back. This One Stands Out. [注目銘柄]
バーテックスに注目 P.17
8. FRBの引き締めに備える - Fighting the Fed Is Futile, Investors Conclude. What Comes Next. [米国株式市場]
リスクの再認識が必要 P.18
9. EV期待で加速する自動車株、次の目的地を占う - Auto Stocks Have Revved Up on EV Ambitions. Here's Where They Go Next. [自動車]
テスラ株、一段高か暴落か P.21
10. 今週の予定 - Biogen's Alzheimer's Drug Has Another Shot at Success [経済関連スケジュール]
バイオジェンのアルツハイマー治療薬、敗者復活戦へ 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。

Copyright © 2022 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. 今、コモディティに投資すべき理由 Why It's Time to Invest in Commodities, and How to Do It 選別と分散投資が重要

[カバーストーリー]

商品指数、昨年27%上昇



Illustration by Doug Chayka

コモディティが刺激的な投資対象となるのはまれだ。銅、トウモロコシや原油の価格は、電気自動車大手テスラ<TSLA>のイーロン・マスク最高経営責任者（CEO）のツイートのように投資家の関心と呼ぶことはない。しかし、コモディティは現在の3大投資テーマが交わる点にある。そのテーマとは、物価の上昇、中国の変化、気候変動への関心が高まる中での化石燃料からの移行だ。

本誌は1年前、コモディティが10年にわたる弱気相場から抜け出したことを受けて特集記事を掲載したが、これは良い判断だった。ブルームバーグ商品指数は2021年に27%上昇し、過去数十年間で最高のリターンを上げた。上記の3大トレンドは依然として健在であるため、原油やトウモロコシなど一部のコモディティはさらに上昇する可能性がある。

しかし、価格の急騰は、投資家が投資先を慎重に選ぶ必要があることを意味する。コモディティ価格に影響を与える要因は、往々にして重なり合い、短期と長期では異なる意味合いを持つ。アクティブ運用ファンドはトレンドの変化を発見し、それを利用することにたけている。

高進するインフレ

インフレは、最近の経済や市場の多くの動向における最大の要因の一つだ。最近発表された11月消費者物価指数（CPI）は、全体で6.8%の大幅な上昇となった。

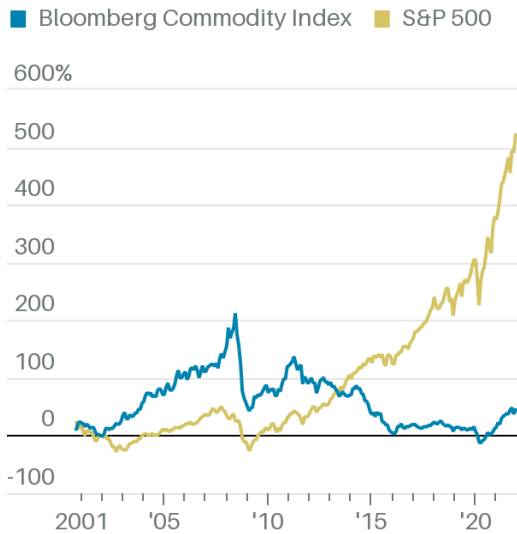
オミクロン株の感染は拡大しているものの、世界は新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）によるロックダウンから急回復しつつある。家庭、企業、地方自治体には繰延需要が蓄積しており、あらゆる物の生産に必要とされるコモディティの需要も大きい。一方で、こうしたコモディティの多くは、供給が不足し、さらにサプライチェーンの問題によって物流が滞っている。価格が上昇するのに何の不思議もない。

投資家は、インフレによる株価の変動の拡大をヘッジするために、長年にわたってコモディティを利用してきた。インフレ率が上昇している時は、通常はコモディティの価格も上昇しているため、リターンが低迷する投資先があっても、ポートフォリオの一部は恩恵を受けられる。

米国のインフレ率との相関性が最も大きいのはエネルギー先物だが、長期的に見れば、農産物、畜産物、工業用金属はいずれも正の相関を有する。JPモルガンによれば、2000年以降、ブルームバーグ商品指数の前年同月比の月次リターンは米国のCPIデータと76%の相関性を持っている。

Shield Against High Prices

Commodities tend to rise with inflation, making them a good hedge. Stocks tend to fall when inflation heats up.



Source: Bloomberg

「グリーンフレーション」（脱炭素化への対応による物価上昇）もインフレの主要な要因の一つであり、クリーンエネルギーへの移行に必要なコモディティ（特に銅、リチウム、アルミニウム、コバルト）は恩恵を受けるとみられる。石炭、石油、天然ガスなどの化石燃料の利用を減らす、あるいはゼロにするという目標を掲げる企業と政府は増えている。こうした計画はコストと数十年の時間がかかり、多くのコモディティの需給の基調を変えるものだ。

インフレはコモディティ全般に投資する理由となるが、コモディティの最大の消費者である中国の影響、個別のトレンドの動向や、一部のコモディティの価格が既に大幅に上昇していることを踏まえると、投資家はターゲットを絞ったアプローチを取るのが賢明だろう。

中国の変容

中国経済の状況は、コモディティ価格を決定する最大の要因の一つだ。そして、当面の見通しはあまり良くない。世界第2位の経済規模を有する中国は、前回のコモディティスーパーサイクルをけん引した最も重要な原動力だった。同国の急激な都市化、金融危機後の積極的な財政刺激策、急速な経済成長によって、おう盛な需要が生まれた。

現在の環境は全く異なる。中国の経済成長率は5%に減速している。政策決定者は、コントロールできない成長よりも、バランスの取れた、適応力のある経済を生み出すことに重点を置く。こうした優先順位の変化を示す例の一つが、巨額の負債を抱えた中国不動産セクターに対する政府の締め付けだ。融資規制の導入によって、チャイナ・エバーグランデ・グループ（中国恒大集団）＜3333.香港＞のような大手不動産会社は破たん寸前に追い込まれ、投資家は不動産問題が経済のさらなる重しとなる可能性を懸念している。

JPモルガンのグローバルコモディティリサーチ責任者を務めるナターシャ・カネバ氏は、「金属需要の55%を占める中国は減速しつつある」と語る。しかし、長期的に見れば、中国は需要をけん引する大きな原動力であり続けるだろう。同国の不動産市場は世界の銅需要の30%を占める。これは当面、銅価格が一段と上昇する可能性が小さいことを意味する。

しかし、中国はグリーンテクノロジーを推進しているため、金属、特に銅の未来は明るい。中国政府は2060年までにカーボンニュートラルを目指す計画を発表している。エネルギー移行には何年もの時間がかかり、電気自動車に利用される工業用金属にとっては追い風だ。現在販売されている自動車のうち電気自動車（バッテリー車、プラグインハイブリッド車、ハイブリッド車）が占める割合は、欧州の40%に対して、中国は20%だ。電気自動車の需要が従来型自動車への需要を上回るのは、恐らく早くても2026年以降になる、とカネバ氏はみる。工業用金属は、中国のエネルギー移行が進み、不動

産セクターが安定化するまで、短期的に見てインフレへの備えやリターン向上のための最善の選択肢にはならない。

構造転換進むエネルギー

エネルギー移行はコモディティー価格の大きな要素の一つであり、多くの機会を生み出している。エネルギー価格に大きな影響を与える要因は三つ存在する。短期的な燃料不足、長期的に見て不可欠な再生可能エネルギーへの移行、そして米国企業と投資家が環境・社会・ガバナンス（ESG）問題を重視する傾向が強まっていることだ。

三つの要因は相互に関連している。中国政府は、2060年までにカーボンニュートラルを実現するという目標のために、昨年秋に工場に対する規制を導入した。これが電力不足につながり、既に逼迫（ひっばく）していたサプライチェーンを混乱させ、インフレに拍車を掛けた。欧州では、今冬に停電を引き起こす可能性がある燃料不足に直面している。その一因は、風力発電への依存度が高まる中、過去1年間に風が強い日が少なかったことだ。

米国では代替エネルギーの供給が不足し、価格上昇の背景となっている。供給不足の理由は、代替エネルギー需要の高まりと、大手コモディティー企業の長年にわたる過少投資だ。これにより原油や銅などの従来のコモディティーが不足している。世界中の企業と国が、再生可能エネルギー、脱炭素化、建物のエネルギー効率の向上への投資を増やす中で、これらのコモディティーの不足は続くと予想される。

投資家は事業慣行に対する監視の目を強めており、既に供給が不足しているコモディティーの採掘は一段と困難になっている。例えば、鉱山会社リオ・ティント<RIO>は、オーストラリアで鉄鉱石を採掘する際に、先住民族アボリジニの聖地を爆破したことで経営陣が辞任した。またカルバートのESGシニアリサーチアナリストのスレイマン・サリーム氏によれば、優れた銅鉱床は既に発見され、残された鉱床はESG上の制約が非常に多い地域に存在する。

こうした困難は、エネルギー会社や鉱山会社が需要の増加に応じた大規模プロジェクトへの投資や増産を断念する理由となっている。ピムコで総額190億ドルのコモディティーおよびマルチアセット戦略を監督し、ピムコ・コモディティーリアルリターン・ストラテジーファンド<PCRAX>のマネジャーでもあるニコラス・ジョンソン氏は、「エネルギー移行はコモディティーの投資ストーリーの下支えに寄与している」と語る。

上昇する農産物価格

エネルギー価格の上昇は、一部の農産物の価格も上昇させる。農家はトラクターなどの農機を動かすのに石油を使う。化石燃料は肥料の製造にも利用される。こうしたエネルギーの投入コストが高くなるほど、農家が植え付け量を減らしたり、収穫物の価格を引き上げたりする可能性は高まる。これはトウモロコシ、大豆、小麦などのコモディティーの価格上昇につながる。

より大規模なトレンドも、農産物の価格が大幅に上昇する要因となっている。投資運用会社ヌベーンの関連会社で、農地への直接投資を手掛けるウエストチェスターのマーティン・デービス社長兼CEO（最高経営責任者）によれば、2014年から2021年にかけて米国のベジタリアン（菜食主義者）は50

0%増加しており、大豆などの豆類や代替的なたんばく源の需要が高まっている。また、各州の低炭素燃料に関する基準はバイオ燃料に使用される大豆やサトウキビの需要を押し上げている、とデービス氏は語る。

気候変動によって、値動きの主な要因である異常気象の頻度は増えており、投資家は過去30年間ではなく10年間の平均値に基づくモデル再構築を迫られている。デービス氏によれば、これは幅広い農産物に投資する必要性を明らかにするものだ。分散投資をすれば、ポートフォリオが1回限りの地震、竜巻や規制変更によって劇的な影響を受けることはなくなる。

■ 続くバックワーデーション

投資家にとって最も興味深い要素の一つは、ほとんどのコモディティーに生じている「バックワーデーション（逆ザヤ）」だ。これは将来のコモディティー価格が現在よりも低いことを意味する。バックワーデーションは通常、一時的なものだが、一部の投資家は特にエネルギー市場でこの状態が続くと予想している。エネルギー市場のバックワーデーションは、エネルギーの移行、供給不足、過少投資の表れだ。

ジョンソン氏は、「10～20年前のスーパーサイクルとは全く異なる。当時の原油価格は1バレル当たり85ドルで供給に不安があったため、価格が上昇すると予想されていた」と語る。現在は米国のシェール原油ブームによって、エネルギー供給を容易に増やせるようになった。再生可能エネルギーへの移行も、エネルギー価格が長期的に低下することを意味している。

ジョンソン氏などのマネジャーはバックワーデーションを好んでいる。なぜなら、原油価格が上昇しなくても、期近物から期先物へのロールオーバー（乗り換え）だけで魅力的な「ロールイールド」が得られるからだ。原油先物の期近物の価格が80ドルで、満期が1年後の先物の価格が74ドルである場合、6ドル安く購入できるため、相場が変わらなくても8%のリターンを確保することが可能だ。ブルームバーグ商品指数のロールイールドは平均で約3.3%となっている。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

2. MGMの連勝は止まらない

[推奨銘柄]

Stock Pick: MGM's Winning Streak Doesn't Have to End

ラスベガスのリゾート大手は「買い」推奨

■ さらなる上値余地

昨年、カジノ運営のMGMリゾート・インターナショナル<MGM>の株価は大きく値上がりした。同銘柄を売却して利益を確定しようと思った投資家もいるだろう。だが、同社の株価は2022年も上昇余地が見込まれる。

MGMの株価は昨年42%上昇し、多くの観光・レジャー関連銘柄だけでなく、市場全体をアウトパフォームした。観光・レジャーセクターの中で、MGMはラスベガスのレジャー産業の力強い回復の恩恵を受ける絶好の位置にあるだけでなく、有望なデジタル事業も運営し、成長押し上げに向けた買収に必



STRF/STAR MAX/IPx

要な資金も潤沢だ。

「新型コロナウイルスの感染が始まってからの推移を考えれば、MGMはファンダメンタルズが極めて強固な分野に位置し、経済活動再開の恩恵を受けるバリュー株である」と語るのは、マッコリー・リサーチのアナリストのチャド・バイノン氏だ。同氏はMGM株を「アウトパフォーム」とし、目標株価を、最近の水準の44ドル強を30%以上上回る60ドルに設定している。

ラスベガス復活

MGM Resorts International

Casinos / MGM

Headquarters:	Las Vegas
Recent Price:	\$44.32
1-Yr. Change:	42%
2022E Sales (bil):	\$12.6
2022E Net Income: (mil)	\$348
2022E EPS:	\$0.74
Market Value: (bil)	\$20.8

E=estimate

Source: FactSet

ラスベガスに本社を置くMGMは、シン・シティー（罪の街）と呼ばれるこの都市に直接賭ける手段である。同社がラスベガスのストリップ地区で運営するホテルにはベラージオ、ニューヨークニューヨーク、マンダレイベイなど、ラスベガスを象徴する施設が含まれる。バイノン氏によれば、パンデミック（世界的大流行）以前の2019年には、ラスベガスでの事業はMGMの利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）の約50%を創出していた。ラスベガスはパンデミックにより2020年3月から3か月ほど閉鎖されたが、MGMは現在、パンデミックからの回復を続けている。

ラスベガスでの営業が利益を押し上げ、MGMは第3四半期に1株当たり3セントの調整済み利益を計上し（1年前は1株当たり1.08ドルの損失）、連結ベースの純収益は27億ドルと、2倍以上に増加した。

ラスベガスで多くの事業を行っていることが、同社にとってプラスになっている。ギャンブルのメッカであるラスベガスはパンデミックから力強く回復しており、特にレジャー客が増加している。一方、会議や展示会などの出張旅行やグループ旅行は回復の足取りが重い。もちろん、感染力の強いオミクロン変異株は懸念されるが、ストリップ地区のホテルは11月の稼働率が80%近くとなった。これは10月の83.4%から低下したとはいえ、昨年1月の2倍以上の水準である。

ラスベガスでの営業は、パンデミックによる影響が深刻なマカオなどと比べて恵まれている。マカオで大規模な事業を行っている米国企業のウィン・リゾーツ<WYNN>とラスベガス・サンズ<LVS>にとっては、マカオでのカジノ経営権契約（コンセッションライセンス）の見直しが間近に迫っていることが懸念される。MGMもマカオで事業を行っているが、ジェフリーズのアナリストであるデービッド・カッツ氏によれば、「マカオでの事業からの収益はMGMにとってそれほど大きくはない」。同氏はMGMを「買い」推奨とし、目標株価を57ドルとしている。

MGMはラスベガスという好立地にあるが、同社にとって重要な市場はラスベガスだけではない。同社の誇るカジノのポートフォリオには、ニュージャージー州アトランティックシティや首都ワシントンの郊外などが含まれる。こうした地域密着のカジノでは、顧客は飛行機ではなく、むしろ自動車で施設にやってくることから、新型コロナウイルスのパンデミックの初期でも業績は堅調で、現在も好調が続いている。

MGMは、カジノリゾートを所有するよりもむしろ運営に重点を置くようにビジネスを進化させている。昨年8月には、同社が過半数の株式を保有する不動産投資信託（REIT）のMGMグロス・プロパティーズ<MGP>を、同じREITのVICIプロパティーズ<VICI>に約44億ドルで売却すると発表した。

9月30日現在、MGMは約56億ドルの現金および現金同等物を保有している。「こうした潤沢な現金保有により、MGMは他社よりも柔軟にM&Aを行うことができる」とカッツ氏は言う。

デジタル戦略に期待

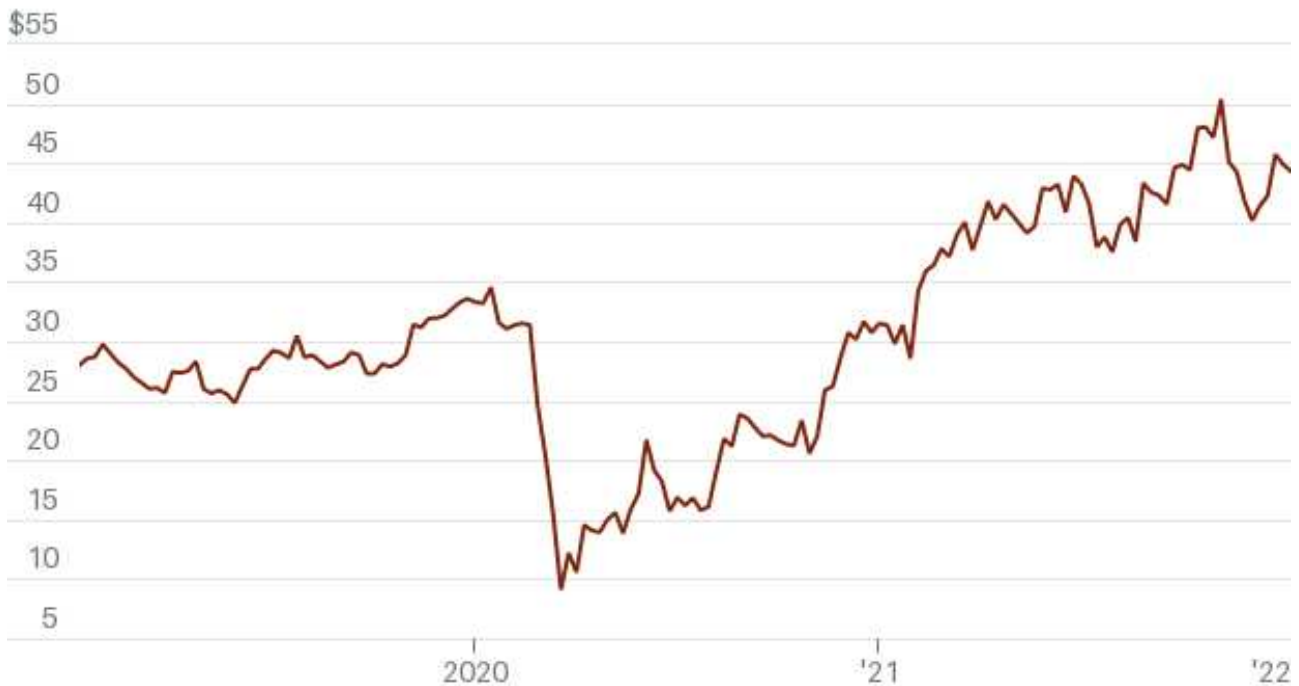
MGMの成長で大きく注目されているのが、デジタル事業のBetMGMだ。BetMGMは、英国のスポーツ賭博・ギャンブル会社のエンティン<ENT.英国>との合併で2018年に設立され、ギャンブル事業において急成長している重要な市場であるアイゲーミング（igaming）とスポーツ賭博を手掛ける。BetMGMはまだ利益を上げていないが、MGMは11月上旬の第3四半期決算説明会で、2021年にはデジタル事業の純収入が合計8億ドル超になると述べた。マッコーリーのベイノン氏は、BetMGMは2023年に黒字になるとみている。「BetMGMは、ブランド、技術、そしてグローバルなデジタル勝者になるためのビジョンを持っている」と同氏は言う。

MGMは2021年の初めにエンティンの株式の50%を取得しようとしたが、うまくいかなかった。MGMがこの買収で過大に支払うのではないかという懸念があった。この買収の見送りは、「MGMがバランスシートに対する規律を維持していることを示している」とベイノン氏は当時書いている。

MGMは、BetMGMに関連して他にも買収を検討しているかとの質問に対し、コメントを拒否した。カッツ氏は、「状況にもよるが、MGMが買収するとすればデジタル事業の成長のためであり、適切な状況下であれば、買収金額にもよるがMGMの企業価値の向上に寄与するだろう」と述べている。

MGM Resorts International

(MGM / NYSE)



Source: FactSet

株価は過小評価か

一方、MGMの現在の株価は割安に評価されているように見える。カッツ氏によると、同社の2023年の予想EV/EBITDA倍率（企業価値と利払い・税引き・償却前利益の比率）は9.6倍だ。これに対しカッツ氏のモデルによると、同倍率は11倍超が妥当だという。ベイノン氏の計算では、同社株は伝統的な施設型カジノ事業で1株当たり47ドルの価値があり、オンライン事業でさらに13ドルの価値があるという。そうだとすると市場はMGMをあまり評価していないということになる。

最後にもう一つ、MGMの切り札を紹介しよう。パンデミックの初期の2020年4月に、同社は四半期配当を1株当たり15セントから0.25セントに減額した。ベイノン氏は、今年か来年には「配当金は減額前よりも高い水準に戻るだろう」と言う。一方、同社は2021年の期初からの3四半期で総額10億ドル以上の自社株買いを実施した。こうした事実が、MGMへの投資が勝ち続ける確率を高めている。

By Lawrence C. Strauss
(Source: Dow Jones)

3. インフレ打倒は可能か

[米国経済]

Can We Whip Inflation Now? Good Luck With That.

過去は失敗の連続

過去3回のハイパーインフレ



Keystone/Hulton Archive/Getty Images

時は1942年8月。欧州では激しい戦闘が続いており、ガダルカナル島ではちょうど米軍が上陸したところだった。しかし、米国にいる人々にはもっと別の心配もあった。当時の本誌記事によれば、「誰もがインフレのことを心配していた」。今日では、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）が世界中で猛威を振るっており、そして誰もがインフレを心配している。実際、前世紀の新聞の見出しや政治演説から分かるように、インフレに対する懸念は常に存在していたが、それには相応の理由がある。

インフレ（物価の上昇による通貨の購買力低下）は、米国経済における最悪の出来事の全てにおいて中心的な役割を果たしてきた。インフレによって、家計は給料でどこまで食いつなげるかを心配し、企業は賃金と仕入れコストの上昇にあえいだ。インフレは経済を景気後退や不況に追い込む可能性がある。

インフレは、皇帝ネロによるローマ帝国通貨の悪铸以前から存在していた。しかし、こうしたあらゆる経験をもってしてもインフレに対する確実な治療方法は見つかっていない。それゆえ、常にインフレの影におびえることになる。

20世紀の米国はハイパーインフレの時期を3回経験した。両世界大戦の後と、1970年代の大インフレ期だ。最も厳しかったのは、最初の第一次世界大戦後のインフレだ。米労働統計局のデータによると、1916年12月から1920年6月にかけて、消費者物価指数（CPI）は年率18.5%で上昇した。兵士が帰国してみると、物価が国を離れた時よりも80%上昇していたが、賃金の上昇は追い付いていなかった。

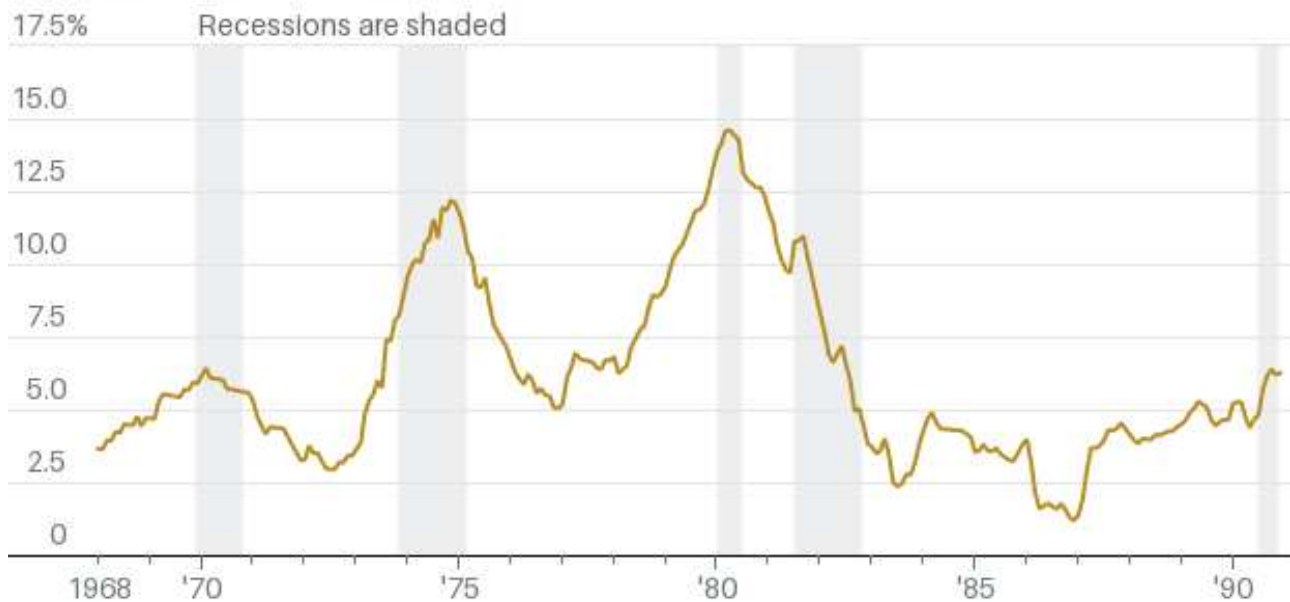
1920年の大統領選挙では、米国が国際連盟加盟を議論しているにもかかわらず、最大の論点は「生活費であり、その他の全ての問題は影が薄い」と当時のウォール・ストリート・ジャーナル紙が報じている。幾つか場当たり的な価格統制の試みがあったが、価格崩壊が起きてようやくハイパーインフレは終息した。CPIは1920年6月から1921年6月にかけて15.8%下落し、米国は不況に陥った。

価格統制の試み

再び戦争が起きた時、この経験はまだ米国人の記憶に残っていた。当時のルーズベルト大統領は1941年に、「連邦議会の行動を待っている場合ではない」（本誌）として、物価管理局（OPA）を設置した。OPAは多くの品目の価格を抑制し、靴、ガソリン、コーヒー、肉など配給制にした品目もある。この痛みの共有は機能した。1942年に10.9%であったCPI上昇率は低下し、1年後は6%、2年後は1.6%、3年後は2.3%となった。米国人の貯蓄に関する1944年の本誌記事によると、こうした犠牲は

The Great Inflation

The consumer-price index jumped 186% from 1968 to 1983. The period of hyperinflation ended with a recession.



Note: Seasonally adjusted.

Source: Labor Department via St. Louis Fed

360億ドルの「インフレギャップ（需要が供給を上回る状態）」も生んだ。「以前はビールを飲んでいて戦時労働者が、今ではウイスキーを買えるようになった」と本誌は述べている。

1946年に価格統制が終了すると、現金が洪水のように経済に還流し、価格が急騰した。食料品価格は1948年8月までに2倍になった。そして、1920年の時と同様に価格が崩壊し、経済は減速し、景気後退が始まった。しかし、景気後退は短期間で終わり、穏やかで、おおむね健全な物価上昇サイクルに移行した。

それでも、1964年に物価がわずか1.3%上昇した時、当時のニューヨーク・タイムズ紙によると、「インフレに関する絶え間ない議論」が起きた。同紙はこれを、「虫の知らせで雨が降ると予想し、晴れている日にピクニックをキャンセルする一家を連想させる」と表現した。

戦後の歴代政権とFRBの失策

雨はすぐに降り始めた。1968年から1983年にかけての時期は大インフレ期と呼ばれている。CPIはこの時期に186%、年率で7.3%上昇した。しかし、今回は戦争が原因ではなかった。米連邦準備制度理事会（FRB）は、「大インフレの原因は、マネーサプライの過剰な増加を許容した政策にある」として自らの過ちを認めている。FRBの失敗の原因は、フィリップス曲線を信じ、「インフレ率をやや高めに維持することによって、恒久的な低失業率を実現することができる」と考えたことだった。この考えは、1970年代にインフレ率と失業率がともに上昇し景気が低迷するスタグフレーションが発生し、誤りであることが分かった。

ニクソン政権による賃金と価格の統制は、特に実業界で人気がなく（1973年の本誌記事は「大間違い」としている）、効果もなかった。これ以降は、物価の上昇を抑えるために価格統制が使用された

ことはない。

フォード大統領は、1974年に「今こそインフレ打倒（Whip Inflation Now）」というキャンペーンを開始した。頭文字をとった「WIN」バッジを作り、「家計をバランスさせ、室温の設定を下げ、割安品を探し求める」ように呼び掛けたが、失敗した。

カーター政権は経済不振で行き詰まったが、ポール・ボルカー氏のFRB議長任命により大インフレは終息した。ボルカー議長はマネーサプライの引き締めを行い、フェデラルファンド（FF）金利を段階的に引き上げ、失業率を10%以上に押し上げ、経済を景気後退に追い込んだ。その結果、インフレは1980年にピークに達し、その後は数十年にわたり下降傾向にある。

大インフレが終了しただけではなく、2007年9月の世界金融危機以降は、各国の中央銀行がインフレ率を2%に引き上げようと試みたが、うまくいかなかった。この低金利の世界は、新型コロナウイルス感染症の問題が発生するまではニューノーマルのように思われた。

われわれは、「インフレ撃退」ができるのだろうか。1980年代のエピソードから、代償として景気後退が起きるとしても、FRBには物価の上昇を抑えるためのツールがあることが分かる。もちろん、前回のインフレでフィリップス曲線が役に立たなかったように、ボルカー療法も次に到来するインフレには役に立たない可能性がある。そろそろ、心配を始める時期が来たようだ。

By Kenneth G. Pringle
(Source: Dow Jones)

4. ESG投資、パイオニアが語る現在と未来

[インタビュー]

An ESG Pioneer Weighs In on Sustainable Investing Today
ドミニ・インパクト・インベストメンツのドミニ氏に聞く

崩れ去る障壁



Photograph by Tony Luong

ウォール街がこぞってESG（環境・社会・ガバナンス）の流行に乗る数十年前から、エイミー・ドミニ氏は投資においてESG問題を考慮する重要性を信じていた。きっかけは、顧客から「武器を製造する会社や南アフリカと取引する会社は買わない」と言われたことだ。1990年には、KLDリサーチ・アンド・アナリティクスを共同設立、ドミニ400ソーシャル・インデックスを組成し、これに連動するパッシブな米国株式ファンドを設定したが、最終的にはドミニ・インパクト株式ファンド＜DSEPX＞というアクティブ戦略に変更した。現在は5本のファンド

で30億ドルを運用するドミニ・インパクト・インベストメンツを経営する。最近、責任投資に関するエッセイをまとめた本「Thoughts on People, Planet, & Profit」を出版した。

本誌：初めてインタビューした20数年前には、社会的責任投資とリターンにはトレードオフの関係があるというのが常識だった。現在では、主流のファンドマネジャーらがESGを賞賛する。何が変わったのか。

ドミニ氏：古いことわざに即して言えば「一夜にして成功を収める前に、30年の苦労があった」ということだ。この30年間に築き続けた基礎がようやく報われたと考えている。KLDを設立した時の使命は、責任投資への障壁を取り除くことだった。まだまだやるべきことがあるが、業界が大きく進歩してきたことは確かだ。

Q：最大の障壁は何だったのか、そして現状はどうなっているのか。

A：一つ目は、非財務データの取得だった。これは依然として難しく、もっと標準化する必要がある。二つ目は、投資対象を限定すればリターンも限定されるとの考えだ。今日、多くの投資家が、トラブル回避が収益を上げるための良い方法であることを理解しており、非財務情報を見れば、会社経営について非常に多くのことが分かるようになっている。三つ目の障壁は、「社会問題は政府や慈善団体、宗教の役割だから、投資家は関与すべきではない」という考えだったが、最近になってこれは変化している。金融システムは、世界をより良い場所にするための素晴らしい手段だ。情報の伝達はほぼ瞬時に行われ、素晴らしいイノベーションを起こす能力があり、莫大（ばくだい）なりリソースを持っている。

Q：報告書と標準化の話題に戻ろう。どのような変化が望まれるか。

A：この点については、欧州が米国よりも先行している。2005年に国連環境計画（UNEP）が世界有数の法律事務所であるフレッシュフィールドズ・ブルックハウス・デリンガーによる報告書を発表し、ESGを組み込むための法的枠組みが作られた。この報告書が発表されると、欧州では一転して、年金基金がESGを組み込む必要がある、と言い始めた。これが多くの米国企業にも波及し、欧州でのビジネス獲得を望むのであれば、米国企業はその顧客に対応するためにESGの対応能力を構築する必要があると考えた。ウォール街からESG情報の標準化を求める声が非常に大きくなっている今、米証券取引委員会（SEC）は行動を起こさなければならない。投資家はそれまでの間、人々や地球に与える影響について経営陣が注視するよう目を光らせる必要がある。また、米労働省は年金運用に関する受託者の誠実義務について整理し直す必要がある。

Q：年金運用でESGファンドを抑制するトランプ政権時代のルールがあったが、今や労働省はそのルールを撤回する見込みだ。なぜこれが重要だと思うのか。

A：私は、（こうした制限の基礎を作った）労働省の2008年10月17日付書簡を机の上に置いてある。個人的に目を通し、変化を記録してきた。例えば、以前には次のような文章があった。「指名された受託者は、年金制度の参加者と受益者の利益のためにのみ、この責任を遂行しなければならない」。それを「年金制度の経済的価値」のためというように変えてしまった。オバマ政権では以前の文章に戻し、トランプ政権は2008年の変更に戻した。全体像としては、この経済的価値という概念を取り払わなければならない。年金プラン参加者の生活向上に関するものであり、歩道を歩くのが危険だとか水道汚染のために孫が白血病になったという時に、お金を余分にもらえたとしても何の意味もない。

ドミニ・インパクト株式ファンドの実像



Photograph by Tony Luong

Q：ドミニ・インパクト株式ファンドについては、2006年からキャロル・ライブル氏と共に引き継いだ2018年後半までウェリントン・マネジメントがサブアドバイザーを務めていた。決断の理由は何か。

A：ウェリントンに非はない。現在も当社の海外ファンドと債券ファンドを運用しているが、素晴らしい。米国株式ファンドを運用していたのは、バリュー志向のクオンツチームだったが、われわれは責任投資とは、バリューよりも成長を重視し、より未来志向であるべきだと考えている。過去3年間で、ドミニ・インパクト

は年平均29%のリターンを上げている。

Q：ファンドの投資手法は。

A：二つの部分があり、中核的部分は資産の80～95%を占め、企業の社会的・環境的プロフィールに全面的に依拠する。エネルギーセクターは除きつつ、S&P500指数にできるだけ近付けるようにしている。ESGアナリストが年に2回、組み入れるべき銘柄を特定する。もう一つはテーマ投資で、責任ある投資家が特に関心を持つ銘柄に投資する。当初は対象範囲が狭く、アイスクリーム会社のベン&ジェリーズ（現在は日用品大手ユニリーバの傘下）などに限られていた。今日では、社会的な目的を持った多くの企業が上場しており、素晴らしい投資機会がある。パンデミック（世界的大流行）前に、ビデオ会議大手ズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>をこのカテゴリーに入れていたが、リモートワークを容易にすることに社会的メリットがあるからだ。また、糖尿病管理システムのデックスコム<DXCM>は、世界保健機関（WHO）が最も危険な病気の一つと認定している糖尿病患者の生活を改善している。再生可能エネルギーを専門とするアメレスコ<AMRC>は、自治体の建物にソーラーパネルを設置し、余剰エネルギーを送電網に販売するため、コストはほとんどかからない。

Q：サステナブル投資の最初の段階では、害を及ぼす企業や産業全体を除外することに重点が置かれていた。今日のESGファンドは、こうした問題のある産業の中で最も持続可能な企業に投資することが多い。

A：われわれは、これまでも、これからも、必ず特定の産業を除外する。たばこ、アルコール、ギャンブル、兵器、営利目的の刑務所、原子力、鉱業、従来型のエネルギーを主要事業とする企業は買わない。従業員の死亡事故や環境に対する賠償責任の訴訟があるため、石油会社は一切買わない。さらに、明らかに社会的な利益をもたらしている企業から、完璧ではないもののESGの観点からは十分に優れている企業まで、五つの段階に分けている。当社のESGアナリストは、業務時間の約20%を企業とのエンゲージメント活動に費やしている。

Q：大手企業が貴社から人材を採用しようとするということだが、どうしてか。

A：スティーブン・ライデンバーグ氏は「Shopping for a Better World（より良い世界のための買物）」という本を書いたが、その中で製品別の企業評価の方法を考案していた。当社の特徴はそこにある。大手のESGリサーチ会社は、一律の基準で企業を評価することが多いが、われわれは各業界に

特化した評価を行う。食品会社であれば、ソフトウェア会社よりもサプライチェーンのリスクが大きい。また、業界によっては、少し異なる計算式もある。例えば、乳児用の粉ミルクは、清潔な水を飲めない人々にも販売されるため、計算上粉ミルクの売り上げが10%以上の企業は好ましくない。食品・飲料大手ネスレ<NESN.スイス>と食品大手ダノン<BN.フランス>はこれに当てはまるため、除外する。

Q：ESGを投資プロセスに採用する会社が増えたことで、サステナブル投資は骨抜きになりつつあるか。

A：そんなことはない。私の目標は常に、15%の投資家が実際にサステナブル投資を行うことだ。最初は小さくても、投資家がこの方法でお金を稼げることを知れば、それを実行に移すようになる。投資を始めたその日に120%の力で洗練された投資家になる必要はない。ただ、始めてもらいたい。

Q：ブラックロック<BLK>のラリー・フィンク最高経営責任者（CEO）のような比較的新しい投資家の声が大きくなっている。サステナブル投資のパイオニアとして広く知られている本人としては気にならないのか。

A：企業のESGへの取り組みが本物かどうかを見分ける方法を聞かれたら、業界団体の「サステナブルで責任ある投資フォーラム（米SIF財団）」のメンバーであるかどうか、そして、彼らが表明しているESG目標と一致する方法で議決権行使をしているかどうかを重要だと答えている。ブラックロックは経営陣側に立った議決権行使をする傾向があり、それが不満だ。しかし、同氏は持続可能な投資を本流にした。他の人が脚光を浴びても構わない。地球が生き続け、地球上での生活を価値あるものにするために、全力が必要だ。何兆ドルもの資金を運用している人を味方に付けられるなら、それは勝利だと思う。

By Sarah Max
(Source: Dow Jones)

5. CESの主役メタバース、本命はアップルか

The Metaverse Is All the Talk at CES. Defining It Isn't Easy.
拡張現実とスマートグラスがカギ

[ハイテク]

本格化する競争

1月7日に閉幕した家電IT見本市CES 2022の主役の一つは仮想空間メタバースだった。

メタバースが一躍脚光を浴びるようになったきっかけは、昨年10月に当時のフェイスブック（現在はメタ・プラットフォームズ<FB>）の最高経営責任者（CEO）であるマーク・ザッカーバーグ氏が社名を変更し、メタバースの構築に今後1年間で100億ドルを投資する計画を発表したことだ。

経営的な観点から見れば、ザッカーバーグ氏は広告を販売する新しいプラットフォームを構築しつつ仮想現実（VR）ヘッドセットOculus（オキュラス）の販売台数を増やすという賭けに出た。だが、同氏の最大の成果はこれまでのところ、メタバースとは何か、どのようにして利益を生み出すのかを見つけたための競争の火ぶたを切ったことである。

CES 2022では常に誰かがメタバースを語り、実際にさまざまな応用例とハードウェアが発表された。



Patrick T. Fallon/AFP via Getty Images

メタバースに関する議論には、全てがデジタル化された環境であるVRと、現実世界にデジタル情報が重ね合わされる拡張現実（AR）の両方が含まれている。こうした傾向は徐々に「web3」（パブリック型のブロックチェーンによって実現されるインターネット）や暗号資産（仮想通貨）といった隣接領域の概念を取り込みつつある。その中核的な概念であるメタバースとは、インターネットよりも没入感の強い未来に関する考え方のことである。

広がる産業向け応用

今年のCESには、メタ・プラットフォームズなど幾つかの主要なプレーヤーが姿を見せなかったものの、VRとARの応用例が披露された。

台湾のスマートフォンメーカーであるHTCは一連のVRヘッドセットを展示した。その多くは産業用途である。また、フレイム・システムズというオーストラリアの企業が消火のための仮想トレーニングシステムを展示し、仮想診療所を運営するXRヘルスは理学療法や作業療法などの患者ケアにVRハードウェアを使用するデモを行った。

ビュージックス＜VUZI＞はVRおよびARヘッドセットとスマートグラスを展示した。電池駆動のARスマートグラスは視野いっぱいに白黒で情報を表示する。医療従事者が患者のバイタルサイン（生命兆候）を確認したり、機械工や保守作業員に重要な技術情報を知らせたりするなどの幅広い応用が考えられる。

現実世界に情報を付加

バーチャル会議やバーチャル見本市などの仮想イベントのプラットフォームもさまざまなスタートアップ企業から出展された。例えばミートカイは会話型のAIメタバースプラットフォームを開発している。ユーザーは仮想世界の中でアバターとして歩き回り、人間を模したAIと会話することができる。

メタバースはまだ進化の初期段階にあり、メタバースをどのように定義するのかを本当に知る者はいないが、筆者は半導体大手のクアルコム＜QCOM＞のCEOであるクリスティアーノ・アモン氏の見方が正しいと思う。クアルコムは既にメタバースの恩恵を受けており、VRおよびARヘッドセット向けにCPU（中央演算処理装置）のスナップドラゴンを販売している。だが同氏は長期的には、本当の機会は世界のデジタル化ではなく、現実世界に新たな情報を加える中に存在し、それこそがARの役割である、とみている。

現在のメタバースに欠けている重要な要素は、普通の人が着用したいと感じ、半機械化された人間の

ようには見えないARスマートグラスをつくることだ。答えは、年内にARヘッドセットを発売すると予想されるアップル<AAPL>がもたらす可能性がある。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

6. 2022年初の株・債券安は何が違うか

[米国経済]

Rate Jitters Sink Stocks, Bonds as 2022 Dawns. What's Different This Time.

実質金利は依然として大幅なマイナス水準

FRB資産規模、早期縮小観測が浮上



Luke Sharrett/Bloomberg

新年が明けたが、インフレの上昇とその抑制に向けた米連邦準備制度理事会（FRB）の政策対応の遅れという、昨年来の二つの問題で株式、債券はともに下落した。

先週の米国債利回りは上昇し、指標となる10年物国債利回りは1.77%と昨年3月に並ぶ高水準で引けた。短期国債利回りは、FRBが2022年末までに政策金利を3回、恐らく4回引き上げる可能性を織り込み、パンデミック（世界的大流行）後で最も高い水準となった。

最も重要なのは恐らく、FRBが以前の発表のように金融システムに数兆ドルの資金を供給してきた証券買い入れを終えるだけでなく、先週公開された12月の連邦公開市場委員会（FOMC）の議事要旨とFRB幹部のコメントからFRBが保有資産の規模を縮小する可能性が浮き彫りになったことだ。資産規模縮小は流動性の縮小と金融環境の引き締めにつながる。

そうした見方はリスク資産市場、中でもハイテク株と高バリュエーションのグロース株を直撃した。将来キャッシュフローをより高い金利で割り引けば、計算上は株式の現在価値が低下する。対照的に、金利上昇で恩恵を受ける金融株と、物価上昇効果を含め2桁の名目成長率で拡大する経済下で強固な利益成長を確保しそうな景気敏感株は相対的な勝ち組となった。

任務完了

こうした物価上昇は、FRBが、以前の不足分を埋め合わせるためインフレ率を長期目標の2%を超える水準に引き上げるといふ、政策目標の一つを達成したことを意味している。そして7日の12月雇用統計の発表を受け、FRBは雇用面の政策目標についても任務完了を宣言できるようになった。非農業部門就業者数は19万9000人増と事前予想42万4000人増の半分以下で、2カ月連続で低調だったが、失業率は3.9%と11月の4.2%、10月の4.6%から急低下した。この水準は感染拡大前の2020年2月の3.5%の底

を若干上回るにすぎない。また、FOMCが12月に発表した金利・経済見通しにおいて自然失業率と推定する4%も下回る。

労働市場の回復は、賃金上昇率に表れている。12月の平均時給と平均週間賃金は前年同月を4.7%上回るが、過去6カ月間の平均時給は前年同期比6%の上昇率だった。運用会社ブリークリー・アドバイザー・グループのチーフ投資ストラテジストであるピーター・ブックバー氏は、「新型コロナウイルスでデータが正確でない2020年4、5月を除けば、過去10年間で最高だ」と顧客向けノートに記している。

しかし、そうした賃金上昇は、物価上昇に追い付いていない。今週発表される12月の消費者物価指数は前年比7%上昇する公算が大きい。

エバーコアISIによれば、インフレ率は五つの理由から高止まりしそうだ。恐らく、賃金上昇は加速し、家賃も同様だろう。企業はかつてない価格決定力を手にしており、「グリーンフレーション」も加わる。同社の7日付リポートによれば、1970年代に大気汚染、水質汚染への対応がインフレを加速したように、今後10年間は気候変動問題への対応が同様の影響を及ぼすだろう。

■ インフレは鎮静化するか

さらに大きなインフレ要因は、金融刺激策である。エバーコアISIは、過去2年間に米国のマネーサプライ（M2）が41%も増加したと推計している。これは2008、2009年の金融危機後の拡大ペースの2倍を超え、1970年代のインフレ期のペースをも大幅に上回る。

FRBの政策転換は、インフレ圧力と比較して緩やかなように見える。政策金利であるフェデラルファンド（FF）金利の目標水準は、新型コロナ危機の2年近くゼロ近辺にとどまっている。FRBは、重視するインフレ指標である個人消費支出（PCE）デフレーター（通常はCPI上昇率よりも低くなる）が、年末までに2.6%に低下すると楽観的にみている。その場合でも、FF金利が年末までに0.25%ずつ3回引き上げられて0.75~1%になったとしても、実質FF金利は大きくマイナスに沈んだままだろう。

しかし、新たなFRBの金融引き締め観測は、2018年後半の苦い記憶を思い出させる。当時はFRBの利上げとバランスシート縮小で、S&P500指数が弱気相場の基準となる20%に近い下落となった。今回と異なるのは、当時FF金利が2.40%で、CPI上昇率の1.9%を0.5%ポイント上回り、実質FF金利がプラスだった点にある。長期金利を見ても、10年物国債利回りは3.25%の高水準にあり、実質利回りは1.35%のプラスだった。現在のCPI上昇率は7%、10年物国債利回りは1.77%であり、実質利回りは大幅なマイナスだ。今後10年間の予想インフレ率を織り込む10年物インフレ指数連動国債（TIPS）の利回りは先週、マイナス0.77%で引けた。

恐らく、市場にとって本当に重要なのは、FRBの金融緩和が解消に向かうとの観測が実質金利を押し上げ、リスク資産の価格に打撃を与えたことだろう。10年物TIPSの利回りは先週23bp上昇し、5年物TIPSの利回りは28bp上昇してマイナス1.33%だった。

リスク資産の下落は驚きではなく、金融を除く大型株で構成されるナスダック100指数は1週間で4.5%下落し、昨年2月以来の下落率となった。依然としてマイナス水準とはいえ、実質金利の上昇は金融資

産の価格下落を招く材料として十分だった。問題は、FRBが期待するように、マイナスの実質金利下でインフレが鎮静化するかどうかだ。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. バイオテクノロジー企業、株価に反発可能性 Biotech Stocks Are Due to Bounce Back. This One Stands Out. バーテックスに注目

[注目銘柄]

値戻しに期待



Igor Akimov/Dreamstime.com

バイオテクノロジーの新年の株価は、打ちのめされたままという意味で年末と変わりなかった。ただ、バイオ医薬品会社のバーテックス・ファーマシューティカルズ<VRTX>の株価は持ちこたえており、それだけでも同社に興味を持つには十分かもしれない。

バイオテクノロジー業界の2021年は悲惨だった。上場投資信託（ETF）を見ると、保有銘柄を時価総額で加重平均しているiシェアーズ・バイオテクノロジーETF<IBB>の年間上昇率は1%で2018年以来の最低となり、均等加重のSP

DR S&PバイオテックETF<XBI>は25%下落して2007年以来の最低となった。今年は好転すると思われていたが、その兆しはなく、年初来（7日引け値まで）でiシェアーズ・バイオテクノロジーは7.9%下落し、SPDR S&Pバイオテックは8%下落している。2016年以来で最悪の出足となった。12月の連邦公開市場委員会（FOMC）のタカ派的な議事要旨が元凶だ。

とはいえ、状況が改善すると考えられる理由はある。まず、バイオテクノロジー銘柄の株価が、2年続けて不調だったことはほとんどない。SPDR S&Pバイオテックが最後に年間で15%超下落したのは2018年で、翌年は33%上昇した。2016年には15%超下落したが、2017年には44%上昇した。

ベアードのアナリストであるブライアン・スコニー氏によると、株価下落によって70社以上の企業で保有現金が企業価値（時価総額と負債の合計）を上回っており、その数は過去最高となっている。同氏は、「株価下落の過程で誰かが買うという期待から、バイオテクノロジー企業が今後アウトパフォームすることに対してわれわれは楽観的に転じている。構造的リスクが残っていることは認めるが、セクターは大幅に売られ過ぎの水準にあり、2022年に力強くアウトパフォームするとわれわれは考える」と書いている。

新薬でサプライズも

大型バイオテクノロジー企業は小型株より安心感があり、中でもバーテックスは魅力的に見える。同社の2021年は他の多くのバイオテクノロジー企業同様に悲惨で、株価は7.1%下落して大型株の影響が大きいiシェアーズ・バイオテクノロジーに対して約8%ポイントのアンダーパフォームとなった。バーテックスの主力薬品は嚢胞性線維症治療薬で、肺と肝臓の疾患であるアルファ1-アンチトリプシン（AAT）欠乏症の治療における2件の臨床試験の失敗（3月と6月）によって株価は打撃を被った。

現在、同社は興味深く見える。2022年の最初の1週間で、バイオテクノロジー・セクター全体の株価は下落したが、バーテックスは1%上昇した。ジェフリーズのアナリストであるマイケル・イー氏は、「バイオ医薬品会社のアッヴィ<ABBV>の嚢胞性線維症治療薬は、一部の人々が考えるほどバーテックスにとって脅威でない可能性がある。アッヴィは大幅に出遅れており、重要性のあるデータを実際に示すためのハードルは高いと考える」と書いている。イー氏は12月に、バーテックスをジェフリーズのトップピックのうちの1社とした。

パイプラインに関しては、去年は期待外れであったが、何らかのサプライズをもたらす可能性がある。バーテックスは、希少な腎臓病を対象とした治療の第二相試験の良好な結果を12月に発表しているほか、1型糖尿病と膵臓切除術後の痛みを対象とした臨床試験を行っており、RBCのアナリストであるブライアン・アブラハム氏はそれがポジティブサプライズになる可能性があると主張する。

同氏は、「同社のパイプラインはほとんど価値が認められていないため、前向きな結果が出た場合に、上値の可能性と材料を提供することになる」と書いている。アブラハム氏は目標株価を、7日終値の221.85ドルに対して19%高い265ドルとしている。

バーテックスは10日に、JPモルガン・ヘルス・ケア・カンファレンスでプレゼンテーションを行う予定で、投資家はさらに多くの情報を得られるかもしれない。バーテックスは普段、多くの好材料を提供しないが、糖尿病か疼痛治療の臨床試験の一部データに関して初期の見解を提供する可能性がある。

いずれにせよ、バーテックス株の次の動きが上昇であることを期待したい。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

8. FRBの引き締めに備える

Fighting the Fed Is Futile, Investors Conclude. What Comes Next.
リスクの再認識が必要

[米国株式市場]

響いたFOMC議事要旨

株式市場は本来、先を見て動くもの。しかし先週は、3週間以上前に終了した会議の議事要旨に揺さぶられた。

米連邦準備制度理事会（FRB）は1月5日に、12月の連邦公開市場委員会（FOMC）の議事要旨を公表



Patrick T. Fallon/AFP/Getty Images

したが、市場は明らかにその内容をサプライズだと受け止めたようだ。パウエル議長の先月の記者会見で言及がなかったバランスシート縮小について議論していたことや、雇用市場が完全雇用に近いと認識していた点を指摘する声があった。

投資家は議事要旨を悪材料と受け止めた。株価が大きく上昇していたハイテク株は急落し、電気自動車のテスラ<TSLA>、顧客管理ソフト大手のセールスフォース・ドットコム<CRM>、バイオ医薬品開発のモデルナ<MRNA>など

の成長株と呼ばれるほとんどの銘柄も同様だった。先週の主要株価指数を見ると、ナスダック総合指数は4.5%下落して1万4935.90で取引を終了し、S&P500指数は1.9%安の4677.03となった。ダウ工業株30種平均だけが0.3%安の3万6231ドル66セントと、相対的に小さな下げ幅で週を終えることができた。小型株のラッセル2000指数は2.9%安の2179.81で週末を迎えた。

成長株、大きく下落

Market Snapshot



Source: FactSet

ウェルズ・ファーゴ・セキュリティーズの米国株式ストラテジストであるクリス・ハーベイ氏は、市場の反応に最も影響したのはFRBの発言そのものよりも、発言のトーンの変化だと指摘する。市場は議事要旨が出る前には、FRBが引き締めに消極的だと考えていたのかもしれない。その後、そうではないことが分かり、市場が織り込む3月の利上げの確率は議事要旨発表前の50%強から7日には75%強に跳ね上がった。ハーベイ氏は「2カ月前の時点では、市場がFRBを追い込むことになると考えられて

いたが、今はそうではない」と述べる。

割高で売買が交錯していた市場にとってこれは好材料とはならなかった。最も割高で投機的な銘柄はすでに急落していたが、再び大きく売られた。1月6日の時点で、ナスダック市場の銘柄の38%が52週高値から50%超の下落となっていた。ナスダック総合指数は史上最高値から5.7%安の水準にとどまっているものの、これはアップル<AAPL>やマイクロソフト<MSFT>のような大型ハイテク銘柄のおかげだ。こうした銘柄の時価総額が非常に大きくなっているため、市場全体の弱さが覆い隠されている。

サンダイアル・キャピタル・リサーチのジェーソン・ゲッパート氏は「ファンダメンタルズやマクロ経済の状況がどうであれ、投資家はまず売り、次のことはその後で考えようとしたことは間違いなし」と書いている。

弱い指標、好材料にならず

インターネット上の書き込みなどで乱高下するミーム株でさえ、FRBと戦うことは不可能ではないにせよ、難しいことが分かった。例えば、ゲームソフト小売りチェーンのゲームストップ<GME>は、暗号資産（仮想通貨）の協業に取り組む部門を設立し、非代替性トークン（NFT）の取引所を構築中だとの報道を受けて、6日の引け後の時間外取引で30%近く急騰した。しかし、7日の取引終了時点の株価は前日からわずかに7.3%上昇しただけで、前週末と比較すると5.2%安だった。

現時点では、景気に関する弱い経済指標が好材料になると思わない方がよい。7日に発表された雇用統計では、12月の非農業部門就業者数の増加はわずか19万9000人で、エコノミスト予想の半分以下だった。それでも米10年国債利回りは前日から0.036%上昇して、2020年1月以来の高水準となる1.769%となった。つまり、FRBが軌道修正するには1月12日に発表予定の消費者物価指数が市場予想の前年比7.1%を大きく下回る必要があるが、そうなったとしても軌道修正がないかもしれない、ということだ。

今のところ、割高で株価が乱高下する銘柄を保有していても恐らく報われないと、ウェルズ・ファーゴのハーベイ氏は述べ、「リスクの再認識が必要であり、それこそが市場で今起きていることだ」と指摘する。

つまり、ゲームストップですらFRBと戦えないということだ。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

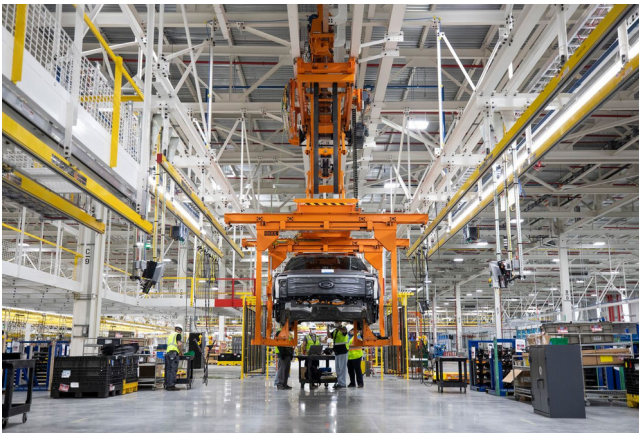
9. EV期待で加速する自動車株、次の目的地を占う

[自動車]

Auto Stocks Have Revved Up on EV Ambitions. Here's Where They Go Next.

テスラ株、一段高か暴落か

不透明な株価の行方



Courtesy of Ford

自動車株でこれだけ興奮する時にパロディから生まれた暗号資産は必要だろうか。フォード・モーター<F>、ゼネラル・モーターズ<GM>、電気自動車（EV）メーカーのテスラ<TSLA>、EVスタートアップのリビアン・オートモーティブ<RIVN>は、今年の第1週にそれぞれ株価が10%以上動いた。しかも昨年自動車株が急伸した後でだ。

ここからの株価のパフォーマンス予測は簡単ではない。最近話したアナリストの一人はテスラ株が1400ドルに向かうと言うし、他のアナリス

トは67ドルだと言う。言っていることは分かるが、20倍もの差でもって反対することに賛成しなければならないこともある。

テスラ株がまず大きく動き、1月3日に第4四半期の納車台数が予想と自社の記録を上回る30万8600台になったと発表したことを受けて、株価は13.5%上昇した。次にフォードが1月4日に、自社初のEVピックアップトラックであるF-150ライトニングの生産台数を年間15万台に引き上げると発表して株価は11.7%上昇した。

週のその時点までに、GMはIT見本市CESで1月5日にEVピックアップトラックのシボレー・シルバードを発表する、との期待で株価が12%上昇していた。しかし発表後に株価は下落した。投資家は納車時期に失望したかもしれないし、金利引き上げが予想より早まるとの観測で市場全般が下がったせいかもしれない。

フォードとシボレーに共通するのは、ブルーカラー層に加え、シミ一つないカーハートの作業用ジャケットで気取る郊外居住者もターゲットにしていることだ。当初の価格は4万ドルから10万ドルほどだ。

シボレーはEVの性能で勝っており、航続距離が長く充電時間が短い。しかし、フォードは今春に販売する点で優位にある。シボレーを買いたければ廉価版は2023年春、フル装備版で2023年秋まで待つ必要がある。また、GMはシボレーのEVスポーツ用多目的車（SUV）を2023年に販売する予定で、価格が3万ドルからのエクイノックスが含まれる。

ピックアップトラックがカギ

米国でのEVの浸透にはピックアップトラックがカギになるだろう。昨年、EVは米国自動車販売台数の4%を占め、前年の2%から増加した。しかし、欧州と中国はEVの普及率がそれぞれ10%台前半でかなり先行する。これまでは米国人にとって買いたい車種でEVの選択肢が乏しかった。昨年、フォードのF-150は例年通り新車販売台数でトップだった。唯一の驚きは、ラム150ピックアップトラックがシボレー・シルバラード1500を超えて第2位となったことだ。

米国、イタリア、フランスの合弁自動車メーカーであるステランティス<STLA>によると、EVのラムの販売は2024年になる。リビアン・オートモーティブはEVピックアップを今年販売するとしているが、1月5日に当初の支援者だったアマゾン・ドット・コム<AMZN>が配送用トラックをラムにする と発表したことで、株価は11%下落した。テスラのサイバートラックは昨年の販売が期待されたていたが、遅れている。

一方、繰延需要がブームの到来を示唆している。車不足の中で、昨年の米国自動車販売台数は1510万台と推定されるが、パンデミック（世界的大流行）前は1700万台近かった。平均販売価格はパンデミック前より30%高騰し、価格に占める販売インセンティブの比率は過去最低だ。

クレディ・スイスによると、今年の販売台数は若干の増加にとどまると予想されるが、来年はショールームに車がそろって価格が下がる中で販売台数が1800万台に達する可能性があり、EV比率はさらに倍増して8%、2030年までに50%を超える可能性がある とされる。

従来の自動車メーカーにとって一つのリスクは、現状を維持するために走り続ける必要があることで、具体的には、高利益率のガソリン車の今後の販売台数の減少を相殺するために、差し当たり低利益率のEVの販売台数を増やさなくてはならないことだ。

一方、自動車メーカーは顧客がEVへの乗り換え意欲を強める前に生産能力をガソリン車からEVにシフトすることもできる。そうなるとガソリン車は高価格・高利益率となり、モルガン・スタンレーのアナリストであるアダム・ジョナス氏いわく、魅力的な「引退ショー」となる可能性がある。

バリュエーション面は厳しくないようだ。フォード株は昨年2倍になったにもかかわらず、予想株価収益率（PER）は12倍で、ゼネラル・モーターズ株は9倍だ。

二つのシナリオ

テスラの強気シナリオは、自動車市場と関連市場の両方で大きな成果を上げるというものだ。ジェフリーズのアナリストであるフィリペ・フーショワ氏は、株価が現在の水準から35%上昇して1400ドルになる余地があるとみている。同氏は、テスラは品質と仕上げの点では従来の自動車メーカーに劣るが、それは解決可能であり、ソフトウェア、バッテリー、自動運転で先行し、これらの優位性は持続可能だとする。また、テスラはソフトウェアを使って車の利便性と利益ポテンシャルを拡大するとみている。

テスラの弱気シナリオの大半は、自動車市場ではうまくいくが、1兆ドルを超える時価総額を正当化できるほどではないとする。例えばJPモルガンのアナリストであるライアン・ブリンクマン氏、目標株

価295ドルについて、株価が70%下落することを意味するが「厳し過ぎるものではない」という。その理由について、生産台数が世界トップのトヨタ自動車<7203>の10分の1にすぎないにもかかわらず、トヨタを若干上回った水準で評価しているからだ、と説明する。

そしてゴードン・ジョンソン氏がいる。以前大手投資銀行に勤務し、現在はGLJリサーチを立ち上げて20銘柄をカバーする。同氏はウラニウム株に強気で大麻株に弱気だが、同氏によると皆が話題にしたがるのは、テスラの目標株価を67ドルとしていることだ。同氏は「殺害脅迫を受けたことがあり、今では相手の分からない電話には出なくなった」と語る。

同氏によるとテスラが関連市場でうまくいくと考える理由はなく、「マクドナルド<MCD>について、ナイキ<NKE>の商品やraisを売り始めるとして、それをバリュエーションに足すことだってできる」とする。同氏は、自動車市場で見ると、テスラ株価はどの会社も成し遂げたことがない増産を織り込んでいると推定しており、「車売るのiPhone（アイフォーン）やシャツ売るのとはわけが違う」と語る。

テスラ株の過去3年間の1400%近いパフォーマンスでも同氏の確信は揺らがない。同氏はバリュエーションモデルについて筆者に説明した後に、目標株価が高過ぎるのではないかと懸念しているとさえた語った。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

Biogen's Alzheimer's Drug Has Another Shot at Success
バイオジェンのアルツハイマー治療薬、敗者復活戦へ

■ メディケア適用の行方

バイオ医薬品のバイオジェン<BIIB>のアルツハイマー治療薬、アデュヘルム（一般名アデュカヌマブ）は、2021年6月に米国食品医薬品局（FDA）に承認されたものの、以降の売り上げがウォール街の予想をはるかに下回り、多くの病院が取り扱いを見送っていることから、同社にとって期待外れの状態が続いている。

これには投資家も落胆しており、バイオジェンの株価はここ6カ月間で30.7%下落している。

しかし、同社に再びチャンスが訪れる可能性がある。メディケア（高齢者向け医療保険制度）プログラムを管理するメディケア・メディケイド・サービス・センター（CMS）は1月12日までに、メディケアのアデュヘルム適用に関する指針を発表することになっている。

同薬の有効性に対して懐疑的な見解を抱いている医師は少なくないが、米国のアルツハイマー患者のほとんどはメディケアに加入していることから、メディケアの適用は、同薬の今後の商業的成功に必須となる。

指針の最終決定は4月になる見通しだが、投資家には12日に発表される指針がCMSの見解を知る手が

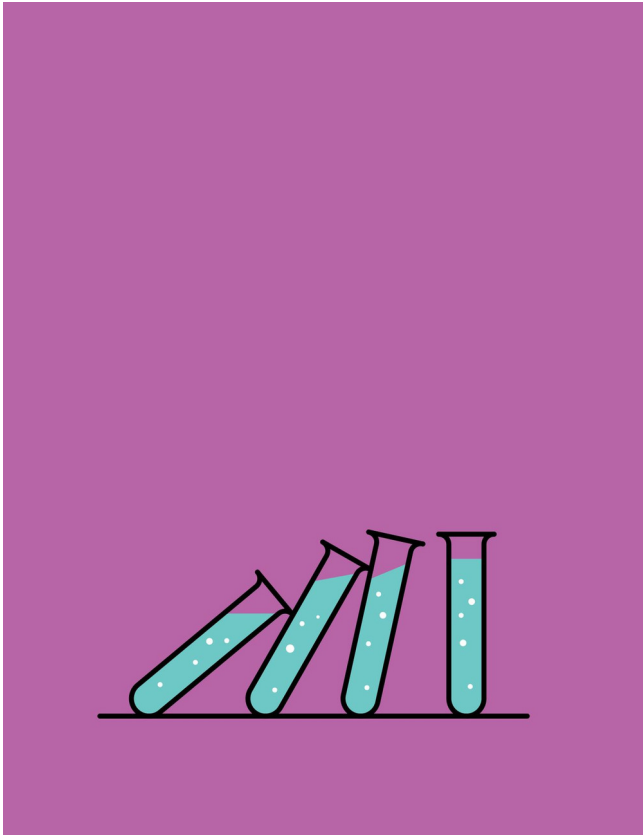


Illustration by Elias Stein

りになるだろう。適用に関しては、全く適用されない場合から100パーセント適用される場合も考えられ、さらにその間のどこかというケースもあり得る。

バイオジェンにとって前向きな指針が出たとしても、投資家の懸念はふっ拭されないだろう。

「市場は売上増を確認するまで時間を必要とする可能性がある」、ジェフリーズのアナリスト、マイケル・イー氏は先日、こう記している。同氏は、来週の指針がおおむねバイオジェンに有利なものとなれば、同社株価は5～15%上昇するとし、おおむね不利なものであれば、10～20%下落するとみる。

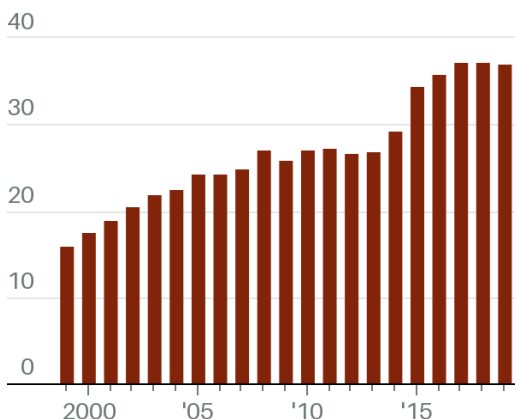
この指針はアデュヘルムのみならず、イーライリリー<LLY>のドナネマブといった、将来承認される可能性のある同様の治療薬にも適用される可能性がある。

今週の予定

A Disease's Toll

The number of Alzheimer's deaths for every 100,000 Americans has grown steadily in recent years.

U.S. Alzheimer's Deaths Per 100,000 People



Source: Centers for Disease Control and Prevention

1月10日（月）

- ・ 大麻の生産を行うティルレイ<TLRY>が2022年度第2四半期決算を発表。

1月11日（火）

- ・ 食品小売りのアルバートソンズ・カンパニーズ<ACI>が決算カンファレンスコールを開催。

- ・ 上院銀行委員会が、2月に4年の任期を終えるパウエル連邦準備制度理事会（FRB）議長の再任について指名承認公聴会を開催する。また、FRB副議長に指名されたブレイナード現FRB理事についての公聴会は1月13日に実施予定。

- ・ 全米独立企業連盟（NFIB）が、12月の中小企業楽観度指数を発表。コンセンサス予想は99.5と、11月から1ポイント上昇。

1月12日（水）

- ・ 12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7.1%上昇（11月は1982年以来最大の同6.8%

上昇）。食料品とエネルギーを除くコアCPIの予想は、1991年以来最大の上昇率だった11月を0.5%上

回る同5.4%上昇。FRBはインフレを一過性のものではないとしていることから、ウォール街を含む各所で大きな懸念となっている。

- ・ FRBが今年初のページブック（地区連銀景況報告）を発表。ページブックとは、12の地区連銀が各地区の経済状況をまとめて年8回出す報告書。

1月13日（木）

- ・ 航空大手デルタ航空<DAL>、台湾の半導体製造会社である台湾積体電路製造（TSMC）<TSM>が決算カンファレンスコールを開催。

- ・ 12月の卸売物価指数（PPI）発表。コンセンサス予想は前月比0.4%上昇（11月は0.8%上昇）。食料品とエネルギーを除くコア指数は同0.5%上昇（11月は0.7%上昇）。

- ・ 米労働省が1月8日までの週の新規失業保険申請件数を発表。12月第1週の申請件数は19万件を割り込み、過去50年余りで最低の水準となった。

1月14日（金）

- ・ 第4四半期の決算発表が始まる。JPモルガン・チェース<JPM>、ウェルズ・ファーゴ<WFC>、シティグループ<C>の大手銀行3行が取引開始前に決算発表。

- ・ 資産運用大手ブラックロック<BLK>、金融サービス会社のファースト・リパブリック・バンク<FRC>が決算発表。

- ・ 1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70.4で、12月からほぼ横ばい。同指標は、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）以降で最高を記録した2021年4月から約20%低い水準にあるが、これは物価および住宅コスト上昇に対する消費者の懸念も要因。

12月の小売売上高発表。コンセンサス予想は季節調整済みで前月比0.3%増、自動車を除いた数値も同0.3%増の予想で、どちらの数値も11月からほぼ横ばい。

By Josh Nathan-Kazis
(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』 2022/01/09
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 © 2022 Dow Jones & Company, Inc.
本誌記事の無断転載・複写を禁じます