

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2022/02/06

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIIJI PRESS



DOW JONES

1. オミクロン株の流行が収束に向かう中、米国人は経済再開に備える - With Omicron Waning, Americans Are Ready for the Reopening. [カバーストーリー]
ポストコロナの新常態とは P.1
2. 割安でもメタ株は買えない - For Meta, a Cheap Stock Isn't Enough. [フィーチャー]
いまやリスクがてんこ盛り P.4
3. 最新の経済活動再開に勝つ6銘柄 - 6 Winners for the New U.S. Economic Reopening. [フィーチャー]
新しい投資環境には「質」を重視した銘柄選定を P.7
4. コロナ終息でメドトロニックに20%の上値余地 - Medtronic Stock Can Gain 20% as Covid Subsidies. [注目銘柄]
一過性の問題による割安銘柄 P.12
5. アークのファンド価格の急騰と急落から得られる四つの教訓 - 4 Lessons From ARK's Rapid Rise—and Fall. [ファンド]
良過ぎるパフォーマンス、高値追い、保有対象、投資家自身のリスク許容度に注意 P.14
6. 調子良く株価は上昇したが、投資を待つべき理由 - Stocks' Rally Looks Nice. Here's Why You Should Put It on Ice. [米国株式市場]
FRBの動きを見極めてからでも遅くない P.17
7. 決算発表シーズンの勝者は大手ハイテク企業 - Big Tech Still Holds a Few Surprises—and Investors Are on Edge. [ハイテク]
アマゾン株は急騰後も依然として割安 P.20
8. 雇用逼迫でもFRBが金融引き締めに積極的でない理由 - Despite Jobs Blowout, Here's a Reason to Bet on a Less Aggressive Fed [経済政策]
労働生産性の上昇が賃金インフレを相殺 P.22
9. ウッド氏はアーク・イノベーションが保有する「超グロース」銘柄にこだわる - Cathie Wood Is Sticking With ARK's "Super Growth" Stocks. [投資戦略]
成熟したグロース銘柄であるFAANG銘柄には目を向けず P.24
10. 今週の予定 - Why Alphabet, Nvidia, and Others Belong in the Dow Jones Industrials. [経済関連スケジュール]
アルファベットやエヌビディアなどがNYダウの構成銘柄候補に P.27

※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. オミクロン株の流行が収束に向かう中、米国人は経済再開に備える

[カバーストーリー]

With Omicron Waning, Americans Are Ready for the Reopening.

ポストコロナの新常態とは

70%が「コロナとの共存を受け入れるべき」



Photograph by Ben Goldstein

アトランタ在住のハイテク業界の研究者である28歳のパトリック・ドイル氏は、新型コロナウイルスの感染拡大を抑えることに貢献するため、何カ月も公衆衛生ガイドラインを忠実に守ってきた。しかし、状況は変わり始めている。ドイル氏は2回のワクチン接種とブースター接種を済ませ、ブレークスルー感染からも回復した。さらに、同氏はオミクロン株に感染した多くの患者の症状が軽いことを目にしてきた。

そこで、ドイル氏は再び大きな旅行の計画を立て始めた。今月はサンフランシスコ、3月はテキ

サス州オースティンのコンファレンスに出席し、同州で開催されるハーフマラソンに参加する。さらに、全てが計画通りなら、6月にはスペインのバルセロナで開催される音楽フェスティバルへ行く。ドイル氏はスペイン行きの航空券を予約した後、ツイッターにこう書き込んだ。「こんにちは、海外旅行。君が本当に恋しかった」。

ドイル氏のような人は全米に何百万人もいる。オミクロン株の流行が収束に近づき、学校、オフィス、対人でのレジャー活動が完全に再開されるのに伴い、人々は今年の活動を爆発的に増やそうとしている。多くの米国人は、3回のワクチン接種を済ませたか、感染によって免疫力が向上した。彼らは長きにわたる外出の禁止や制限に疲れ切っており、過去2年間で貯金もたまっている。こうした人々は日常への回帰を望んでいる。モンマス大学が先週発表した世論調査によれば、「コロナとの共存を受け入れ、毎日生きていく必要がある」という考え方に同意する米国人は70%に上る。

エコノミストによれば、今回の経済再開における希望は、安全な状況が続くと消費者が確信し始めており、長期にわたる成長の引き金になっていることだ。データに基づくと、新規感染者の症状は総じて軽く、特にワクチン接種済みの場合はその傾向が顕著だ。5歳以上の子供もワクチンの対象になり、製薬会社ファイザー<PFE>は米食品医薬品局（FDA）に生後6カ月の乳児向け接種の承認を申請した。

医学界は、遠くないうちに新型コロナウイルスがパンデミック（世界的大流行）からエンデミック（インフルエンザのように特定の地域で繰り返し流行が発生すること）へ変わると述べている。さらに、すでにデルタ株かオミクロン株に感染した何百万人も米国人は、少なくとも一時的に、ウイルスに対して強い抵抗力を持つとみられる。

今年の夏はレジャー旅行が好調に

米国人の姿勢の変化は、予想の変化につながっている。ニューヨーク連銀が1月終わりに発表した消費者調査によれば、消費者は今後1年間の家計支出が平均で4.6%増加すると予想している。これは2015年の調査開始以来で最も高い平均値だ。

米国のサービス業セクターは最も大きな恩恵を受ける。過去2年ほどにわたってモノの需要が過熱していた理由は、外出できない（したくない）消費者が、家電やインテリアなどのあらゆる物に支出を振り向けたためだった。しかし、平常な生活に少しでも近づけば、支出も正常な水準へ急速に回帰する可能性があるとしてエコノミストは指摘する。

RBCキャピタルマーケットズのチーフ米国エコノミストであるトム・ポーセリ氏によれば、モノへの支出はコロナ禍前の水準を20%上回っているが、サービスへの支出は同じ水準を依然として5%下回っている。同氏は「サービス業主体の米国経済にとっては驚くべき乖離（かいり）だ」と語る。

消費者が貯蓄した余剰現金によって移行はさらに加速するだろう。ポーセリ氏の推定によれば、個人の貯蓄率はコロナ禍以前の平常な水準に低下したが、中所得層（所得層を5分割した場合の上から2~4番目）の流動資産は依然としてコロナ禍以前よりも約1兆ドル多い。こうした資金は、レストランでのディナーや航空券に使われるのを待っている。

サービス業の中では、航空業界が特に期待できる立ち位置にある。市場調査会社ディスティネーション・アナリストが先週発表した調査によれば、米国人の80%以上は「旅行の準備ができている」か、すでに準備を始めたという。この割合は2週間前から5%ポイント上昇しており、デルタ株の感染が拡大する前の6月上旬、オミクロン株の感染が拡大する直前の10月中旬に次いで、パンデミックの発生以降で特に高い水準となっている。

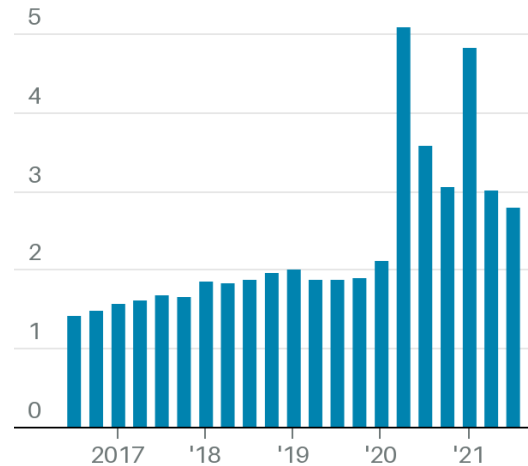
レジャー旅行は大幅に回復する見込みだ。また、旅行業界のアナリストによれば、ワクチン接種の広まりによって夏の旅行シーズンが比較的早く始まるため、全体的な予約件数と旅行支出は昨年水準を上回る可能性が高い。デロイトの輸送・娯楽・サービスセクター担当副会長であるコンサルタントのマイク・ダハー氏は、55歳未満の旅行者がプレミアムクラスの航空券や五つ星ホテルなどへのサービスの格上げを希望する傾向が見られ、多くの旅行者が旅行の期間を延長し、遠隔地からリモートワークを実施していると語る。

こうした動向は、今年夏のレジャー旅行への支出が特に旺盛となる可能性を示唆する。昨年11月のデロイトによる休暇旅行調査では、旅行者の約90%が今年夏のレジャー旅行に2019年以上の金額を支出する見込みで、約25%は支出額を「大幅に増やす」予定だと回答した。

Savings Grace

Consumers' savings have increased since the pandemic.

\$6 trillion



Note: Quarterly, seasonally adjusted annual rate
Source: Bureau of Economic Analysis

供給が需要に追い付かないリスクも



Prince Williams/Wireimage/Getty Images

ホテルも需要の急増に備えている。投資銀行トゥルースト・セキュリティーズの宿泊・娯楽セクター担当アナリストであるパトリック・ショールズ氏によれば、オミクロン株の感染拡大に伴い、特に高齢者の間でレジャー旅行が落ち込んでいるにもかかわらず、予約件数は1月上旬から徐々に回復しており、少なくとも3月までは2019年と2021年の水準を上回る見込みだ。同氏はハイアット・ホテルズ<H>、ヒルトン・グランド・バケーションズ<HGV>、マリオット・バケーションズ・ワールドワイド<VAC>の投資判断を「買い」としている。

航空業界も今年夏の大幅な回復が見込まれるが、それはレジャー旅行の需要が堅調なだけでなく、出張旅行も同時に回復する公算が大きいためである。これにより、業界全体の売上高は今年第3四半期までに2019年の水準に戻る可能性がある、バンク・オブ・アメリカのアナリストであるアンドリュウ・ディドラ氏は語る。対照的に、2021年第3四半期の業界全体の売上高は、出張旅行の低調な伸びが大きな重しとなり、コロナ禍以前の水準を約25%下回った。

オミクロン株の感染拡大が収束した後の景気回復は、昨年夏に比べるとあまり目立たないかもしれない。これは政府の新たな景気刺激策が欠けていることに加え、そもそも以前の感染の波に比べてオミクロン株による景気の減速が小さかったためだ。また、当然ながら、新たな変異株がオミクロン株に続いて登場し、対人サービスの安全性に関する懸念が高まり、消費者の需要が後退した場合は、今後の見通しにとって大きなリスクとなる。

一方で、逆のリスクも存在する。需要が回復するペースが速過ぎて、物価上昇と慢性的な労働力不足によって疲弊している供給側が対応できない場合である。一部のエコノミストは、すでに需給が逼迫（ひっばく）しているサービス業セクターに対する需要の爆発的な増加によって、企業が賃金を引き上げて労働者を引き寄せ、人件費や経費の上昇をカバーするために値上げを実施することで、インフレ圧力に拍車がかかるのではないかと懸念している。

最近のデータや調査結果からは、需要が再び高まる前であっても、企業が必要な人員の採用と確保に苦勞していることが明らかだ。レジャー・娯楽業界の雇用者数は、2020年2月の水準を依然として175万人下回っている。ゴールドマン・サックスが1月終わりに発表した調査によれば、採用活動を実施している中小企業の約97%は、労働力不足が業績に悪影響を及ぼしていると述べた。ショールズ氏は、主に出張旅行者向けのサービスを提供する一部のホテルが、人員不足のため宿泊室数の上限を70%にしていると語る。

こうした動向は、商品とサービスへの支出が正常な水準に回復することで、サプライチェーンに対する圧力が緩和され、年内にインフレが大幅に減速するというエコノミストの予想（および政策決定者の期待）が外れる原因となり得る。消費者がサービスへの支出を増やす公算は大きいだが、その変化が急速で大規模過ぎるために、モノのインフレと同様に供給の問題によってサービス価格が上昇する可

能性がある。

投資銀行ジェフリーズのエコノミストであるトム・シモンズ氏は、「需給は現在の経済における最大の問題だ。少なくとも2022年末まで、需要が減速する要因は全く見当たらず、2023年以降もそのような要因は存在しないだろう。問題は生産能力がどれだけ早く回復するかということだけだ」と語る。

By Megan Cassella
(Source: Dow Jones)

2. 割安でもメタ株は買えない For Meta, a Cheap Stock Isn't Enough. いまやリスクがてんこ盛り

[フィーチャー]

投資家がフェイスブックに「低評価」



Justin Sullivan/Getty Images

突然、投資家がフェイスブックに「低評価」を突き付けている。2月2日の取引終了後に散々な決算を発表してから24時間以内に、フェイスブックの親会社メタ・プラットフォームズ<FB>の時価総額は25%以上、約2500億ドルを失った。これは1日の企業価値の減少額としては米国史上最大だ。

そして企業価値の破壊はまだ終わらないかもしれない。というのもこれまでフェイスブックを取り巻いてきたプライバシーに関わる不祥事や政治論争と違って、今回はビジネスそのものの

問題になっているからだ。

メタが発表した第1四半期の見通しは、ソーシャルメディアアプリ利用の減速と広告収入の悩ましいトレンドを明らかにしている。これらの問題の解決には数四半期どころか数年かかるかもしれない。そして、メタはこの問題解決の一方でメタバースへ方向転換しようとしているが、これはどうなるか分からない技術への大バクチだ。

テクノロジー企業の決算が相次いだ長い1週間の終わりには、メタの問題はテクノロジー業界全体ではなくメタ自身の問題だということが明確になった。グーグルの親会社アルファベット<GOOGL>は、グーグル検索やYouTubeでの広告需要にけん引された好調な決算を発表した。そしてメタの悪夢のような決算の翌日3日の午後には、より小規模のライバルであるスナップ<SNAP>やピンタレスト<PINS>が、予想を上回る決算を発表して投資家を驚かせ、スナップは黒字を初めて計上した。

アマゾン・ドット・コム<AMZN>は1週間で素晴らしい決算で締めくくり、広告事業の売上高は32%増加した。これらの決算に支えられてテクノロジー株は4日に反発し、ナスダック総合指数は2%上昇したが、メタの株価は横ばいだった。

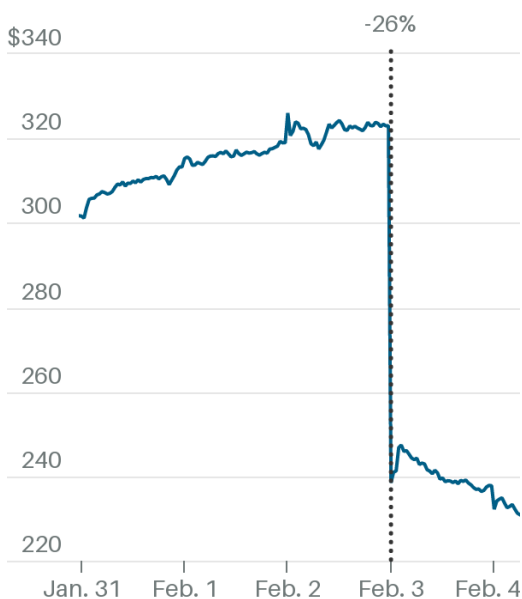
メタが決算発表で指摘した深刻な問題が、押し目買いが入らないことに結び付いている。メタは第1四半期の売上高を270億～290億ドルと予想しており、前年同期比増収率は3～11%となるが、1年前の48%から急減速となる。メタによると、この減速はプラットフォーム上の広告インプレッションの数と広告価格の両方で「逆風」を受けるからとしている。

論争の最中でも安定成長を続けたメタに慣れた投資家にとって、この会社予想はショックだった。今ではメタ自身が複数の問題に直面していると認めており、それには、中核となるソーシャルメディアアプリの利用減速、前年の利益の高いハードル、労働力と製品不足に直面する企業の広告支出削減、中国企業の字節跳動（バイトダンス）が保有する短編動画アプリであるティックトックとの競合激化などがある。

メタが広告インプレッションの減少に言及したことは本当にショックだった。メタによると中核のフェイスブック事業は10～12月期に、1日当たり平均ユーザー数が前四半期比で100万人減少したが、こうした事態は過去にはなかった。この減少は2年間のパンデミック（世界的大流行）による厳しい外出制限が終わって人々が屋外で過ごす時間が増えているためかもしれない。または、いや多分それに加えて、単に人々がソーシャルメディアに少し飽きてきて、プラットフォームを前ほど使っていないためかもしれない。

ティックトックの人気に追いつけるか？

Meta Platforms / FB



Source: FactSet

決算発表後のコンファレンスコールでメタはティックトックとの競合を何度も指摘した。メタはティックトックに対抗して、リールと呼ばれる競合サービスをフェイスブックのフィード全般で推進している。しかし、フェイスブックがティックトックの人気に追いつくことがあったとしても、時間がかかるだろう。その間この競合はメタの売上高を圧迫する。

メタは「インプレッションについては、ユーザー時間の奪い合いの激化と、フィードやストーリーズより広告収入が低いリールのようなビデオサービスにユーザーがシフトすることが、逆風として継続すると予想する」と語った。言い換えると、ティックトックとの競争のために、ユーザーをプラットフォーム上でより利益率の低いサービスに誘導する羽目になっている。

一方広告価格については、メタは引き続きアップル

<AAPL>の厳しい新ルールによって、広告主がiOSデバイス上の消費者の行動を追跡する能力を制限される問題に直面しなければならない。このルール変更は1年前には無かったので、第1四半期の前年比較はまた厳しくなる。メタは「プラットフォーム上のターゲット広告と効果測定、そして規制変更に関してより厳しい状況を予想する」と語った。

アップルのルール変更は、広告がいつ消費者の購買や他の行動に結び付くか知る意味でターゲット広告に影響するが、メタはこの問題を回避する自信があると以前表明していた。しかし今では当面の対

応に前ほど自信がないようであり、アップルの変更は今年の売上高を100億ドル押し下げると言っている。

多分フェイスブックにとって最も気にかかるのはスナップとピンタレストで、アップルのルール変更で同じ苦しみを味わうはずなのに、両社の第4四半期決算でその問題は発生していない。

確かに、主に割安さを理由としてメタにはまだ投資魅力がある。下落後にメタの株価収益率（PER）は19.3倍とS&P500指数の20.3倍を下回った。またメタは自社株買いに積極的で、過去2四半期で330億ドルの自社株買いを行った。この自社株買いは、タイミングが悪かったように見えるが、メタの経営陣が株価は割安だと考えていることを示唆するものだ。だからと言って株価が一段と下がらないわけではない。

メタのリスクは増大しており、そしてリスクはフェイスブックの既存事業にとどまらない。メタは現在メタバースの構築に積極的に投資しており、今年の投資額は290億～340億ドルの見通しで、前年の192億ドルから増加する。しかしメタバース構築が成功するかどうかは誰にも分からない。仮想現実（VR）ヘッドセットをつけて想像の世界のコンサート、パーティーやミーティングに参加したい人がどれだけいるのだろうか？メタバースはマーク・ザッカーバーグ最高経営責任者（CEO）の最大の賭けになったが、そのためにメタのリスク特性は急変してしまい、株価が安くても落ち着かないものとなってしまった。

メタのユーザー数は巨大であり、月間アクティブユーザー数は36億人とほぼ世界人口の半分近い。しかしついに成長は減速し、広告事業は問題を抱え、規制当局は様子を伺い、メタバースはまだ初期段階にある。メタにとってリスクが「メガ」級の盛りだくさんとなっている。

参考資料

Falling Hard

Facebook parent Meta Platforms lost more than a quarter of its market value on Thursday. It's the largest single-day loss of corporate value ever.

Company / Ticker	Date	One-Day Market Cap Change (bil)
Meta Platforms / FB	02/03/2022	-\$251
Apple / AAPL	09/03/2020	-182
Microsoft / MSFT	3/16/2020	-178
Apple / AAPL	3/16/2020	-156
Apple / AAPL	09/08/2020	-141
Tesla / TSLA	11/09/2021	-140
Amazon.com / AMZN	7/30/2021	-138
Facebook / FB	7/26/2018	-119
Apple / AAPL	03/12/2020	-119
Apple / AAPL	12/16/2021	-116
Microsoft / MSFT	03/12/2020	-111

Source: Dow Jones Market Data

(資料)

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

3. 最新の経済活動再開に勝つ6銘柄

[フィーチャー]

6 Winners for the New U.S. Economic Reopening.
新しい投資環境には「質」を重視した銘柄選定を

再び経済活動再開の兆し



Mario Tama/Getty Images

新型コロナウイルスの新規感染者数が減少し、再び経済活動再開が見えてきた。だが今回はこれまでと少し事情が異なる。

米国の7日間平均の新規感染者数は35万7000件となり、直近1週間で約40%減少した。コロナ関連のオンライン検索数も1月中旬から約75%減少している。前回までは、パンデミック（世界的大流行）収束の予想が出ると、投資家は航空、ホテル、レストラン、カジノなどの銘柄を買い漁ってきた。人々はみな外に出たがったし、ロックダウンの間に増えた貯金と政府から

の給付金もあった。米連邦準備制度理事会（FRB）は安価な社債発行を後押しし、ロックダウン中は企業が乗り切れるように、ロックダウン後は企業が繁栄できるように支援した。

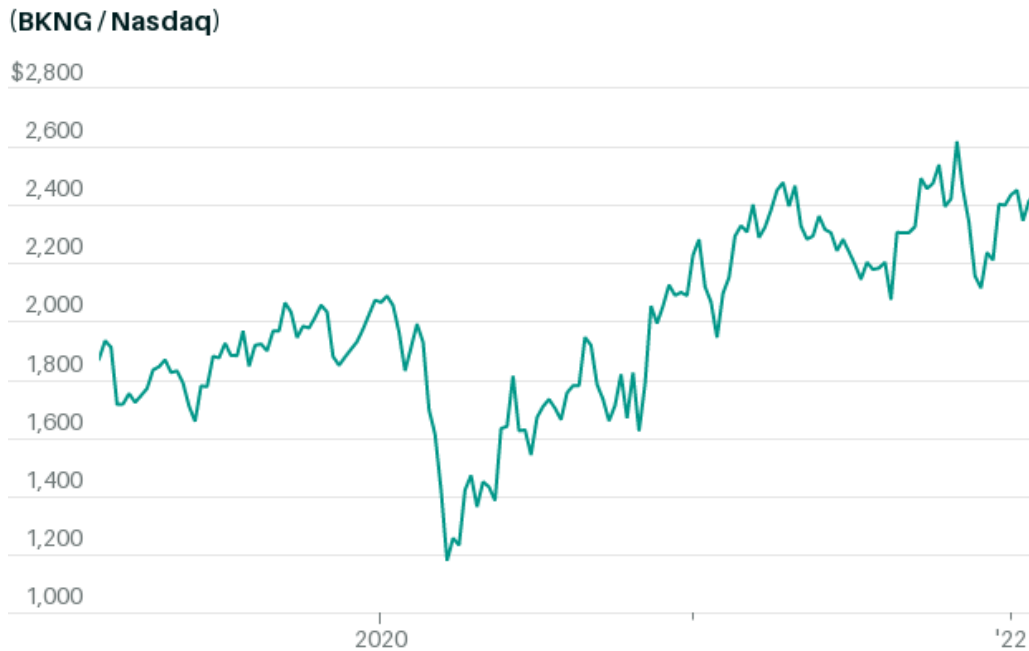
今回は違う。投資調査会社22Vリサーチのストラテジスト、デニス・デブシェール氏は、新型コロナウイルスに対する楽観的な見方が増えても、経済再開関連銘柄は前回までのようにはアウトパフォームしないだろうと述べる（同氏のリストにはタイムシェア企業のヒルトン・グランド・バケーションズ<HGV>、カジノ運営・ゲーミング企業のバリーズ<BALY>、航空旅客・貨物サービスのメサ・エアー・グループ<MESA>が含まれる）。国からの給付金はなく、パンデミック規制も緩和されたことを考えると、再開による反発は少ないかもしれない。

だが真の責任は2022年内に複数回の利上げを予定しているとされるFRBにある。「FRBがインフレ抑制という目標を達成するまでは、経済成長を減速させたいFRBの意向により、コロナ禍によって大きな影響を受ける銘柄の回復は遅れるだろう。金融引き締めの中で優れたパフォーマンスを上げる銘柄を見極める必要がある」とデブシェール氏は言う。

調査会社ファンドストラットのグローバル・ポートフォリオ戦略責任者、ブライアン・ラウシャー氏は、「質にこだわるべきだ」と言う。質とは、通常、安定した利益、安定した株主資本利益率（ROE）、そしてとりわけ強力なキャッシュフローを意味する。この指標は投資家が経験したことのない、金融引き締めサイクル開始時期のトレードに役立つだろう。ここでは6銘柄を紹介する。

■ ブッキング・ホールディングス

消費者はコロナ禍でも旅行熱を持ち続けた。オンライン旅行会社ブッキング・ホールディングス<BKNG>にとって朗報だ。旅行予約サイト「プライスライン」やレストラン予約サイト「オープンテーブル」などを保有する同社の1株当たり利益（EPS）は、2022年には98.90ドルと予想されており、2021年の43.57ドル（推定値）の2倍を超える見込みだ。キャッシュフローも潤沢で、2022年のフリーキャッシュフローは約51億ドルと予想されている。同社の5.1%のフリーキャッシュフロー利回りはS&P500指数の4.4%より高い。同社の2022年予想株価収益率（PER）は約25倍だが、他の高バリュエーション銘柄に比べて株価は持ちこたえている。2月3日現在、S&P500指数は年初来で6.1%下落したが、同社の株価は1.6%上昇した。



■ シェブロン

少し前まで、石油関連銘柄に質の高い銘柄を見つけるのは不可能に近かった。だがここではシェブロン<CVX>を紹介したい。同社の2022年フリーキャッシュフローは約250億ドルと予想され、フリーキャッシュフロー利回りは10%近くになると見込まれる。バランスシートも改善されつつあり、純負債額は約260億ドルで、2020年末の380億ドル強から減少している。経済活動再開は、上昇を続ける石油価格を後押しするだろう。みずほ証券は、同社の強固なバランスシートと慎重な支出に言及し、同社は「原油価格への高エクスポージャーを低リスクで提供」する金利上昇とインフレに強い銘柄だとしている。



Source: FactSet

インテュイティブ・サージカル

オミクロン変異株の勢いが衰えるのに伴って緊急性の低い手術の件数が増加し、医療ロボットメーカーのインテュイティブ・サージカル<ISRG>には追い風となるだろう。同社の利益の伸びは、2022年は小幅にとどまるだろうが、パンデミックが過去のものとなるにつれ加速するはずだ。過去10年間、同社の売上高は毎年平均13%近く伸び続けており、今後3年間も伸びると予想されている。営業利益率は約30%で、平均的な医療機器メーカーよりも10%ポイントほど高い。過去1カ月で株価が20%下落したことを受けて、UBSのアナリスト、マシュー・テイラー氏は同社の投資判断を「ホールド」から「買い推奨」に引き上げた。



Source: FactSet

マクドナルド

オミクロン変異株の影響が衰退すればどのレストラン銘柄にとってもプラスとなるが、質の高さではマクドナルド<MCD>に及ばないだろう。今世紀に入ってから、同社の利益は毎年平均約10%ずつ増加しており、2022年には9.5%増加すると予想されている。営業利益率は45%に迫り、配当は過去10年間、毎年平均7%ずつ上昇している。2022年のフリーキャッシュフローは77億ドルと予想されている。2022年予想PERは26倍と市場よりも割高だが、質を考えれば妥当だろう。



レイセオン・テクノロジーズ

航空会社にとって経済活動再開による恩恵は少ないかもしれないが、航空機関連機器メーカーのレイセオン・テクノロジーズ<RTX>には好機となりそうだ。2021年12月の世界の交通量は2019年の55%の水準にとどまったが、2022年には改善されるだろう。同社の2022年の利益は約12%増、フリーキャッシュフローは約60億ドルと予想されている。しかも同社は航空業界の回復のみに依存しておらず、売上高の半分以上はグローバルな防衛関連契約によるものだ。新型コロナウイルスの新たな変異株が出現しても経済的ショックに耐えうる銘柄だろう。



ユナイテッド・パーセル・サービス

宅配サービスのユナイテッド・パーセル・サービス<UPS>は新型コロナウイルスの恩恵を受けてきた銘柄だが、経済活動再開にも強い銘柄となりそうだ。投資家は宅配サービス事業のコスト上昇の影響を懸念していたが、2月1日に発表された同社の第4四半期の売上高は予想を上回り、ガイダンスもウォール街の予想を上回った。株価は14.1%上昇したが、それでも2022年予想PERは約18倍と、S&P500指数の20倍に比べて割安だ。シティグループのアナリスト、クリスチャン・ウェザビー氏は、UPSを「コンパウンダー」（投資家に毎年安定したリターンをもたらす企業）と呼び、「ここからさらに上昇する」と見る。



By Al Root
(Source: Dow Jones)

4. コロナ終息でメドトロニックに20%の上値余地

[注目銘柄]

Medtronic Stock Can Gain 20% as Covid Subsidies.

一過性の問題による割安銘柄

過去3カ月で14%の下落



Illustration by Richard Mia

医療機器大手のメドトロニック<MDT>にとって、最近はあまり良いことがなかった。しかし、普段は何もドラマチックなことがないこの好業績企業の株主にとって、今年はかなり良い年になる可能性がある。

デルタ変異株の時と同様に、オミクロン株も病院における（メドトロニックが製造する医療機器が使用されるような）緊急性の低い手術に対する需要に打撃を与えた。同社はまた、新製品に関する問題や規制上の問題にも悩まされた。

1月に開催されたJPモルガン・ヘルスケア・コンファレンスで、こうした問題に関する最新情報を投資家に提供できなかったことから、投資銀行BTI G&パイパー・サンドラーのこれまで強気であったアナリストが同社の投資判断を引き下げた。こうした状況下、同社の直近株価は103.59ドル、時価総額は1390億ドルと、過去3カ月間で14%下落している。これに対しS&P500指数の同期間の下落率は1.4%だった。

しかし、こうした問題は対処可能な一時的なものであり、それらが過去のものとなれば、メドトロニックは安定した利益の成長を生む能力を取り戻すはずだ。一方、同社の配当は成長を続ける可能性が高い。株価が大幅に下落した同社は、不安定な市場で安定成長銘柄を探す投資家にとって掘り出し物となる可能性がある。

新型コロナの時期は医療機器メーカーにとって厳しい時期だった。オミクロン株以前から、周期的な感染者数増加の波によって、病院では新型コロナウイルス感染症の治療が優先され、特に腰や心臓の手術は先送りにされてきた。こうした手術の延期によって、メドトロニックの売上高300億ドルのうち29%を占めるメディカル・サージェリー部門の予想売上高が減少し、同社の株価は下落した。

11月23日に同社が発表した第2四半期（2021年8～10月期）の1株当たり利益（EPS）は1.32ドルとなり、予想の1.29ドルを上回った。しかし、売上高は78億5000万ドルと予想の79億6000万ドルを下回り、第3四半期の業績予想もコンセンサス予想を下回った。同社だけが苦戦したわけではない。ポストン・サイエンティフィック<BSX>は2021年7～9月期のメディカル・サージェリー部門の売上高が9億1700万ドルとなり、予想の9億3400万ドルを下回った。投資銀行ニーダムのアナリスト、マイク・マトソン氏は、「主な原因は新型コロナだ。病院はフル稼働状態にある」と指摘する。

足元の課題の解決

オミクロン株による新規感染者数が減少するにつれ、売上高は急回復する可能性が高い。アナリストは、メドトロニックの2022年の売上高が前年比6%増の334億ドル、利益は同14%増になると予想している。投資銀行スタイフェルのアナリスト、リック・ワイズ氏は、新年度の利益予想はわずかながら低下する可能性があるが、新型コロナウイルス関連の困難は短期的な一過性のものであるとし、「根本的なパフォーマンスの改善によって、売上高や利益が予想を上回る可能性がある」とみる。

メドトロニックは、全ての問題を新型コロナウイルスのせいにはできない。10月15日、同社は血圧低下を目的とした腎デナベーション（RDN）術の臨床試験で明確な結果が出なかったと発表した。これは、臨床試験の継続が必要であり、年数十億ドルに上る予想売上高がリスクにさらされることを意味する。

12月15日には、同社の人気の高いインスリンポンプ「ミニメド」を製造しているカリフォルニア州ノースリッジ工場の製品安全性の問題について米食品医薬品局（FDA）から警告書を受け取ったと発表し、株価が11%下落した。投資銀行モルガン・スタンレーのアナリスト、セシリア・ファーロング氏によると、メドトロニックの糖尿病関連機器の2022年度売上高への影響は1億ドル以上に上る可能性がある。8～10月期の決算説明会でメドトロニックのジェフリー・マーサ最高経営責任者（CEO）は、同社の腎疾患用製品が最終的には販売承認されることを「確信している」と述べた。FDAの警告書については、モルガン・スタンレーのファーロング氏は1年程度で解決するとみている。

バリュエーションの回復見通し

一方、メドトロニックの株価は割安だ。予想株価収益率（PER）は17.4倍と、S&P500指数の20.3倍を14%下回っている。従来、同社のPERはS&P500指数と同様の水準にあり、多くのアナリストが、同社のバリュエーションは上昇するとみている。スタイフェルのワイズ氏は同社の2022年予想PERを22.5倍、シティグループのアナリスト、ジョアン・ウェンシュ氏は最大20倍とする。しかし、バリュエーションが改善するためには、メディカル・サージェリーのような業績が振るわない製品分野が回復する必要がある。ニーダム・マツソン氏は、「短期的には厳しいが、12カ月を超え、物事が順調に進めば、バリュエーションは上昇を始めるだろう」と語る。

また、メドトロニックは約107億ドルのキャッシュを保有しており、当面の利益が振るわない場合、これを株主に還元することにより、影響を緩和することが可能だ。同社の純有利子負債残高は149億ドル、利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）の1.5倍であり、利払いと配当を維持するのは比較的容易だ。金融データ・ソフトウェア会社ファクトセットによれば、1株当たりの配当額は2021年の2.42ドルから2022年は2.52ドルに増加し、配当利回りは2.4%となる見込み。BTIGのアナリスト、ライア

Medtronic

(MDT / NYSE)



Source: FactSet

ン・ジーマン氏は、メドトロニックの財務内容は健全であるとして、「配当は極めて安全だ」と語る。同氏は1月に同社の投資判断を「買い」から「中立」に引き下げている。

そして、同社には十分な買収資金も残っている。1月10日、同社は心房細動（不整脈）患者用機器を製造する非上場企業アフエラを9億2500万ドルで買収することに合意した。批判的な見方もあるが、この買収によって心房細動の外科治療に使用されるメドトロニックの心臓マッピング・ナビゲーション製品は補完され、同社の製品ポートフォリオは広がる。

全てが順調に運べば、2022年は株価回復の年となる可能性がある。2023年の予想EPSの6.46ドルにPER20倍を適用すれば、株価は25%上昇する。これに配当金を加えれば、トータルリターンは30%近くになる。多少の忍耐が必要だとしても、これはかなりの利益だ。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

5. アークのファンド価格の急騰と急落から得られる四つの教訓

[ファンド]

4 Lessons From ARK's Rapid Rise—and Fall.

良過ぎるパフォーマンス、高値追い、保有対象、投資家自身のリスク許容度に注意

ファンド価格が乱高下



Photograph by Will Crooks

アーク・インベストメント・マネジメントとその創業者であるキャシー・ウッド氏が華々しく脚光を浴びた姿は2020年の最大のサクセス・ストーリーだったが、2021年のストーリーは全く異なっていた。同社の旗艦ファンドのアーク・イノベーション<ARKK>の価格は2021年2月にピークを付け、それから1年近く経過した現在、価格は52%下落している。

同社が運用する9本の上場投資信託（ETF）は合計運用資産が230億ドルで、その全てがウッド氏の投資哲学を具現化している。つまり、人々の

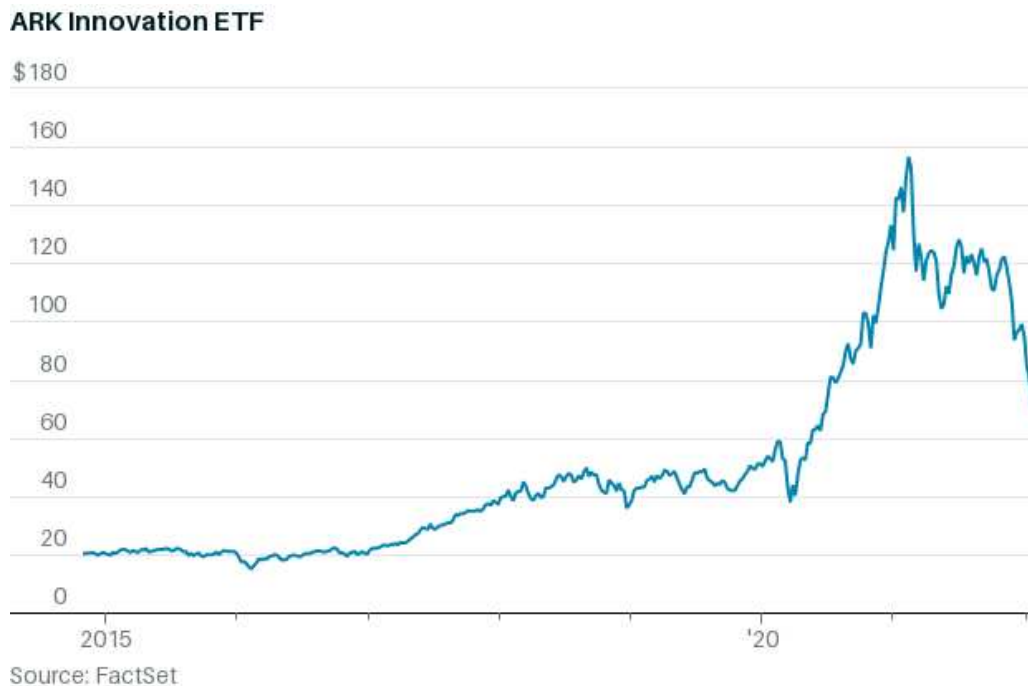
生活と働き方を革命的に変化させる可能性のある、破壊的創造をもたらすような革新的企業に投資するということだ。具体的な企業として、電気自動車メーカーのテスラ<TSLA>、モバイル決済サービスのスクエア<SQ>、遠隔医療プラットフォーム企業のテラドック<TDOC>などがある。ウッド氏は、このような企業の指数関数的な成長を確信しており、高い目標株価を繰り返し設定し、株価が下落した際には押し目買いを入れてきた。先週初めには、フィンテック・証券取引アプリ運営企業のロビンフッド・マーケット<HOOD>で同様のことを行った。

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）が2020年に多くの新興テクノロジーの採用を加速させた。革新的な企業の株価は高騰して、同社がアクティブ運用する5本のETFの2020年の平均リターンは142%となった。そして、そのパフォーマンスに引き寄せられて、2020年には200億ドル、さらに2021年の1~2月には170億ドルの資金がそれらのETFに流入した。しかし、アークのファンド価格が

2021年2月にピークを付けた後に状況は一変し、インフレ率上昇と米連邦準備制度理事会（FRB）による利上げ見通しを受けて、革新的な企業の将来のキャッシュフローの現在価値が低下した。アーク・イノベーションは2020年に157%と急騰したが、2021年には25%と大幅に下落した。2022年の年初来ではさらに20%下落している。

ウッド氏の戦略は、長期的にみると依然として高い成果を生み出す可能性があるが、昨年の教訓には、全ての投資家が注意を払う価値がある。

比較的大幅な上昇に注意



いかなるファンドも、毎年のように1位となるリターンを上げるのは難しい。S&Pダウ・ジョーンズ・インディシーズのデータによると、大型株ファンドのうち約30%が、2019年6月までの12カ月間でS&P 500指数をアウトパフォームしたが、その後12カ月間もアウトパフォームできたのはそのうちのわずか半分、3年連続でアウトパフォームしたファンドはわずか12%だった。

短期間に大幅に上昇したファンドは一般的に、非常に銘柄を集中させる賭けをしており、市場の傾向が反転すれば下落も同様に劇的になる可能性がある。例えばアーク・ゲノミック・レポリューション<ARKG>のリターンは同種ファンド内でのランキングの変動が大きく、2015年はパーセンタイルの最下位だったが、2017年は上位4%、2018年は上位50%、2020年は1位となり、2021年には最下位へ戻った。

高値追いをしない

投資家はファンド価格が上昇してから投資して、価格が下落を始めてから売却する傾向があるため、投資家の実際のリターンはファンドが公表するリターンよりも往々にして悪い。アーク・イノベーションへ資金が流入したのは2020年も遅くなってからであり、2020年の3桁台の上昇の恩恵を大半のファンド保有者がフルに享受していないことを意味する。一方で、ファンドの価格が下落を続ける中で多くの投資家が過去6カ月間に同ファンドを売却しており、利益をさらに減らすか、損失を拡大させて

Falling Off The Pedestal

The meteoric rise of ARK ETFs was the biggest success story of 2020, but 2021 brought a different plotline.

ETF / Ticker	AUM (mil)	2020 Return	2021 Return	YTD Return
ARK Innovation / ARKK	\$12,961	157.2%	-24.9%	-20.4%
ARK Genomic Revolution / ARKG	4,092	180.2	-35.6	-18.9
ARK Next Generation Internet / ARKW	2,693	157.1	-17.3	-20.1
ARK Autonomous Technology & Robotics / ARKQ	1,640	106.6	2.3	-14.3
ARK Fintech Innovation / ARKF	1,602	107.4	-17.9	-20.6
ARK Space Exploration & Innovation / ARKX	379	N/A	N/A	-13.2
The 3D Printing / PRNT	311	39.7	9.2	-12.3
ARK Israel Innovative Technology / IZRL	169	33.4	-3.1	-12.4
ARK Transparency / CTRU	19	N/A	N/A	-13.5

Note: Data as of Jan. 31; N/A=not applicable

Source: Morningstar

いる。

モーニングスターのアナリストであるエイミー・アーノット氏は、アーク・イノベーションに対する投資を加重平均すると、2021年12月までの12カ月間で12%の損失を被ったと推定する。それは、同ファンド価格の同期間の4.3%の下落率のほぼ3倍となる。2021年12月までの3年間をみると、同様に投資家のリターンは年率10%で、同ファンドの年率35%の上昇率の3分の1未満となっている。

リソルツ・ウェルス・マネジメントのフィナンシャル・アドバイザーであるブレア・デュクスネ氏は、「それは、投資家の古典的な行動で、株価が急騰している銘柄を誤ったタイミングで追いかけてしまう。優良ファンドに大量の資金が流入すれば、それは通常はアンダーパフォームが近づいている兆候だ」と語る。

重複に留意

勝ち組を追いかけることにはもう一つの危険がある。価格が上昇している複数のファンドは往々にして、非常に重複した銘柄を保有している。アーク・イノベーションとアーク・ネクスト・ジェネレーション・インターネット<ARKW>は保有銘柄の3分の2が共通で、アーク・スペース・エクスプロレーション・アンド・イノベーション<ARKX>とアーク・オートノマス・テクノロジー・アンド・ロボティクス<ARKQ>では約半分の保有銘柄が共通だ。これらのファンドと一緒に保有すると、投資家が考えるよりもポートフォリオを分散できていないことになる。

これは、保有対象が広いインデックス型のETFでも同様だ。例えば、コンシューマー・ディスクレションアリー・セレクト・セクターSPDR ETF<XLY>は一般消費財全般に賭ける際に広く利用されている

が、テスラのウエートが18%ある。テスラのウエートが10%あるアーク・オートノマス・テクノロジーと一緒に保有すると、テスラに対するエクスポージャーはさらに高くなる。

リスク許容度を、正直に評価する

投資対象が集中していて価格変動が激しいアークのようなファンドは、技術革新を信じていたとしても誰にでも向いているものではない。非常に急速に進化する業界において勝ち組を選別するマネジャーの技量を投資家は信じる必要があり、困難なときにも保有できる忍耐強さや金融面での柔軟性を持ち合わせなければならない。より重要なことに、これらファンドはポートフォリオの過半数を占めるべきではなく、分散した中核的投資対象の補完となるものだ。

運用資産1億700万ドルのジェイコブ・インターネット<JAMFX>のマネジャーであるライアン・ジェイコブ氏は、「革新的な企業は、事業の初期段階にあり、その多くが現在は利益を上げていない。そのため、バリュエーションは常に非常に主観的だ。そのような企業には人気がある時もあるべき時もあり、昨年はその両極端が発生した縮図だった」と語る。

By Evie Liu
(Source: Dow Jones)

6. 調子良く株価は上昇したが、投資を待つべき理由

[米国株式市場]

Stocks' Rally Looks Nice. Here's Why You Should Put It on Ice.

FRBの動きを見極めてからでも遅くない

繰り返す



Dreamstime

先週の株式市場は、凍った路面に突っ込んでスピンをした後、ハンドルを切って無事に走り去るような感覚だった。ただし残念ながら、この先の道はさらに危険なものかもしれない。

と言ってしまってはフェアでないかもしれない。主要株価指数が上昇したからだ。S&P500指数は先週1.5%上昇して4500.53となり、年初の悲惨な状況から回復して週間ベースで2週連続の上昇となった。ナスダック総合指数は2.4%高の1万4098.01となり、両指数よりも持ちこたえたダウ工業株30種平均も1%高の3万5089ドル

74セントで引けた。小型株のラッセル2000指数は1.7%上昇して2002.36で週末を迎えた。

先週のように乱高下を経た後でも前週末比でプラスで引けたことで、株価が上昇に転じる可能性が示唆されているのかもしれない。メタ・プラットフォームズ（旧フェイスブック）<FB>の3日のひどい決算発表を受けてナスダック総合指数が一日で3.7%も下落した後、それでも前週末から上昇して引けるような相場は、やはり毎週見られるものではない。

力不足の業績発表

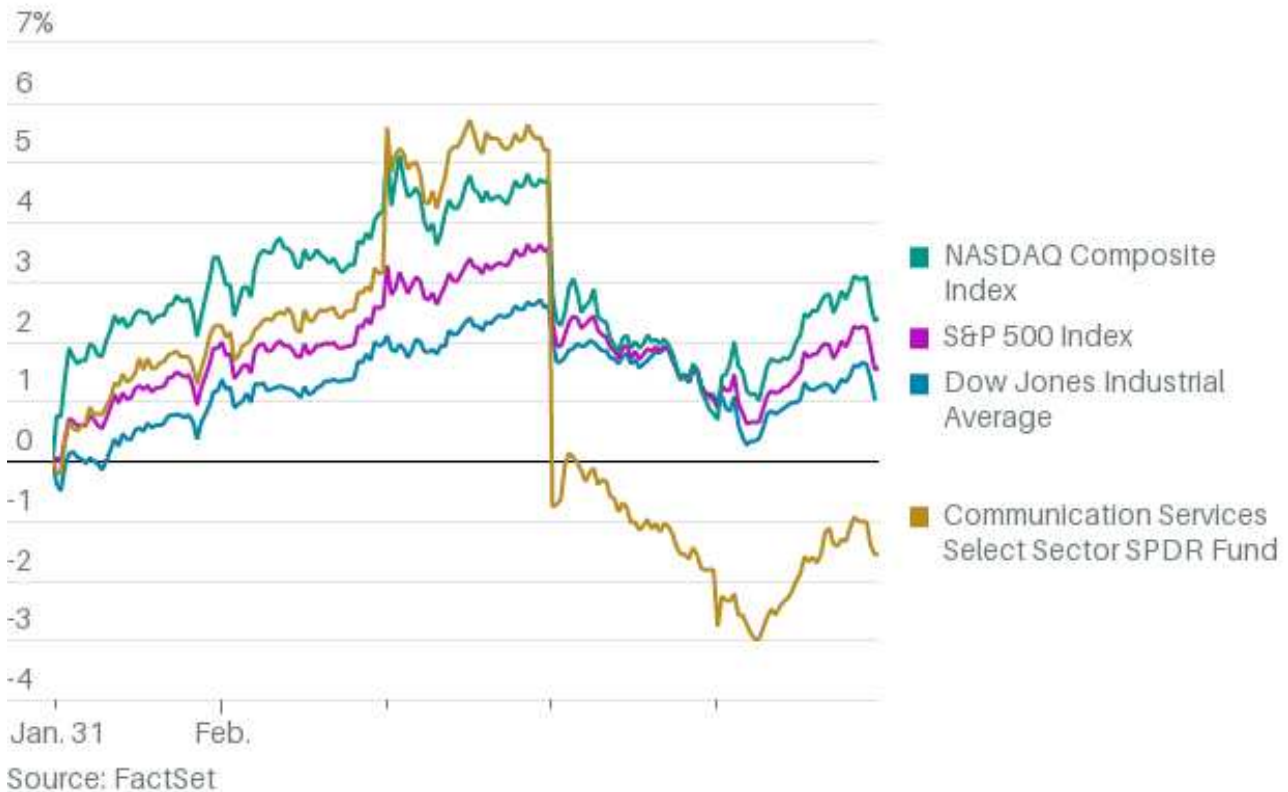
それでも、さらなる障害が立ちはだかる。その一部はテクニカル指標で、フェアリード・ストラテジーズのケイティー・ストックトン氏は、S&P500指数は50日移動平均線で抵抗に直面する可能性がある」と指摘する。また、中期的なモメンタムが鈍化している兆候もあり、次の大きな動きは上昇ではなく下落が示唆されているという。同氏は「この点が最近の急落場面と異なる点だ。売られ過ぎの反動が来ているのであって、売り場として利用する以外に、上昇を期待できるようなものではない」と述べる。

今後の弱い見通しの理由としてメタを引き合いに出すのは簡単だ。同社の第4四半期の決算発表は期待外れで、第1四半期の収益ガイダンスもアナリストの予想を大きく下回り、株価は先週21%下落した。しかし、アップル<AAPL>やアルファベット<GOOGL>といった銘柄の反応も気になるところだ。例えばアップルの株価は、前日の引け後に発表された決算を受けて1月28日に7%上昇したが、その後はわずか2%の上昇にとどまっている。アルファベットは、2月1日に7.5%上昇したが、その後の株価は2.2%下落した。

全体として、ナスダック100指数は1月27日に底打ちした後の上昇がわずか5.8%で、当初の下落の大きさを考えると、それほど上昇したとは言えない。決算が堅調だったアップル、アルファベット、マイクロソフト<MSFT>、そして決算発表後の4日に株価が14%上昇したアマゾン・ドット・コム<AMZN>を念頭に置いた場合、「この程度の反発では大きな失望だ」と、エバーコアISIのテクニカルアナリストであるリッチ・ロス氏は書いている。

業績発表に多くを求め過ぎているのかもしれない。これまでの業績発表で約80%の企業がアナリストの予想を上回ったが、その上回った規模は2020年第1四半期以降で最も小さくなっている。さらに悪いことに、アナリストは今後2年間は収益が速いペースで伸び続けると予想していると、キャピタル・エコノミクスのアシスタントエコノミストであるニコラス・ファー氏は言う。この問題はハイテクと一般消費財の両セクターで最も大きくなっており、同氏は「これらのセクターの歴史的な増益率と比較したとしても、業績予想は特にバラ色に見えてしまう」と説明する。

Market Snapshot



再び金融政策に注意

さらに問題を複雑にしているのが米連邦準備制度理事会（FRB）だ。金融引き締めが市場で最も割高な銘柄に良い影響を与えることはほとんどない上に、引き締めはさらに強化されようとしている。3月の利上げ開始は織り込み済みだが、0.5%の利上げ幅の可能性を真に懸念している投資家はいなかった。ただしそれは、4日までのことだ。米国経済が1月に46万7000人の雇用を増やただけでなく、11月と12月の数値が70万人超の上方修正となったからだ。これを受けて、市場が織り込む3月の0.5%の利上げの可能性は、前週の8.5%から36.6%に上昇した。

FRBのパウエル議長が記者会見で否定したように見えた0.5%の利上げだが、現時点では投資家が真剣に考えなければならないもののように思える。そしてそれは、攻撃よりも防御を意味する。フェアリードのストックトン氏は、金と、シカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティー指数（VIX指数）に連動する商品をポートフォリオに加えることを推奨する。エバーコアのロス氏は、インフレから恩恵を受ける銘柄とディフェンシブ・セクターの組み合わせを推奨する。

FRBの利上げに対する見通しが落ち着くまで、株式市場の安定は期待できない。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

7. 決算発表シーズンの勝者は大手ハイテク企業

[ハイテク]

Big Tech Still Holds a Few Surprises—and Investors Are on Edge.

アマゾン株は急騰後も依然として割安

メタ以外の大手ハイテク企業の決算は市場予想を上回った



Alexi Rosenfeld/Getty Images

先週、大手ハイテク企業のアルファベット<GOOGL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、アップル<AAPL>、メタ・プラットフォームズ（旧フェイスブック）<FB>、マイクロソフト<MSFT>がいずれも何らかのサプライズを伴う四半期決算を発表した。

中でも明暗が分かれたのがメタとアマゾンだ。メタが2月3日に軟調な決算を発表したことを受け、同社の株価は急落した、一方、その翌日にアマゾンが大幅な増益を発表し、株価は急騰した。この目まぐるしい1週間に関する筆者の考

えを以下にまとめた。

アマゾンの経営多角化戦略は功を奏している

アマゾンの四半期決算は、同社が電子商取引企業の枠から大きく踏み出していることを明確に示した。クラウド事業のアマゾン・ウェブ・サービス（AWS）の業績は目覚ましく、その価値は電子商取引事業を上回る（しかも景気循環の影響を受けにくい）と思われる。創業者のジェフ・ベゾス氏が、AWSを立ち上げて率いてきたアンディ・ジャシー氏を最高経営責任者（CEO）に選んだのは偶然ではない。

だが、アマゾンの四半期決算はさらに多くのことを物語っている。同社の広告事業の直近四半期の売上高はこの1年余りで倍増して100億ドルに達し、今やグーグルのYouTube（ユーチューブ）を上回る。消費者がアマゾンのオンラインストアを訪れると、探しているものが何であれ、一連のスポンサー付きリスティング広告（検索連動型広告）が表示される。

一方、アマゾンのサードパーティーサービス事業の年間売上高は1200億ドルを超える見通しだ。倉庫業務や配送サービスを受託するこのサービスは、あらゆる種類のベンダーにとって不可欠な流通チャネルとなっている。

アマゾン世界で最も効率的な物流ネットワークの一つを構築しており、アナリストの推定では、アマゾンが2022年に配送する小包の数は小口貨物輸送大手ユナイテッド・パーセル・サービス<UPS>を上回る見込みだ。アマゾンの株価は2月4日に14%上昇したが、年初来では依然として下落したままである。2021年の上昇幅は最低限であり、アマゾン株は掘り出し物に見える。

クラウドコンピューティングの重要性はどれだけ誇張してもし過ぎることはない。この2週間で最も重要な投資テーマの一つは、アマゾン、マイクロソフト、アルファベットのクラウド事業が勢いを増し続

けていることで、いずれも直近四半期の業績は予想を上回った。マイクロソフトのAzure（アジュール）事業の10～12月期の増収率は46%で、同社は1～3月期にさらに加速すると予想している。グーグル・クラウド（Google Cloud）の増収率は2四半期連続で45%となり、AWSの増収率は前四半期の39%から40%へと4四半期連続で加速した。

サービス料金の引き上げは自信の表れ

アマゾン先週、会員組織アマゾンプライムの月会費を15%引き上げて15.99ドルに、年会費を17%引き上げて139ドルとした。前回の値上げは2018年のことで、労働コストと配送コストが上昇しているため、今回の引き上げは妥当と思われる。

その数週間前、動画配信大手のNetflix（NFLX）は米国とカナダの加入者の料金引き上げを決めた。消費者がどのように反応するかは興味深いだが、筆者の考えでは価格弾力性は低い。同社のサービスには価値があり、簡単には置き換えられないからだ。

アマゾンとNetflixの値上げは両社が自社のサブスクリプションサービスに関していかに自信を持っているかを示している。

現金の賢明な使い方

アルファベット先週、1対20の株式分割を実施すると発表した。これにより株価は150ドル前後に下がる見込みだ。だが、同社は依然として無配である。配当を支払うべきだ。現金と現金同等物は1400億ドル、直近四半期のフリーキャッシュフローは186億ドルに上る。

メタは、配当よりも自社株買いを選択することがリスクとなることを浮き彫りにした。同社は過去2四半期で330億ドルの自社株買いを実行した。メタの株価が先週下落したため、自社株買いに投じた現金は実質的に無駄になったことになる。代わりに特別配当を宣言していれば、株主に1株当たり14ドル近い現金を支払うことができた。

下落相場は終わっていない

ハイテク株をこの数カ月にわたり苦しめてきた根本的な問題はまだ残っている。金利は引き続き上昇する見込みで、半導体不足は解消されていない。インフレ率は不快なほど高く、投機的な銘柄に対する市場の選好度は低い。VMウェア（VMW）、ヒューレット・パカード・エンタープライズ（HPE）、デル・テクノロジー（DELL）、IBM（IBM）といった、年初来のパフォーマンスが好調なハイテク株がいずれも割安であるのには理由がある。

われわれはこの2週間で市場がこれまで以上に一貫性を好んでいることを学んだ。先週のメタの決算と業績見通しを非常に厄介なものにしたのも、そうした市場の変化だ。フェイスブックはもはや、投資家が期待を抱くようになったころの信頼できる優良企業ではない。だが、それ以外の大手ハイテク企業は依然として投資家の期待に答えている。アップルとマイクロソフトは、顧客が望む製品により、投資家の期待を一貫して上回り続けている。同じことは、グーグルとアマゾンにも言える。今回の決算発表シーズンの勝者はやはり大手ハイテク企業だった。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

8. 雇用逼迫でもFRBが金融引き締め積極的にでない理由 [経済政策]

Despite Jobs Blowout, Here's a Reason to Bet on a Less Aggressive Fed
労働生産性の上昇が賃金インフレを相殺

平均時給は大幅に前年を上回る



Graeme Jennings/Pool/AFP/Getty Images

米労働省が4日に発表した1月の雇用統計は労働市場の好調を示し、オミクロン変異株の影響を考えれば出来すぎで、積極的な金融引き締めへの懸念を高めている。しかし、米連邦準備制度理事会（FRB）が恐れられているほどタカ派色を強めない理由を探す投資家は、雇用統計とは別に先週初めに発表されたあまり注目されない統計にその理由を見つけることができる。

まず、雇用統計の数値について、ジェフリーズ
のチーフ・エコノミストであるアナタ・マルコ
ウスカ氏は、「1月の雇用統計は、労働市場が

過熱しているように見せかけている。加えて、2021年の数値が大幅に修正されたことで、労働市場、さらには広く経済に対する認識は変化している。夏に急拡大し冬に冷え込んだように見えた労働市場は、そうではなく、弱まることなく着実に成長しているようだ」と語り、この動きは、FRBが3月の利上げとその直後にバランスシート縮小を準備していることで「経済成長はピークを付ける」あるいは、「金融政策でミスを犯す」という見方を、根底から覆すはずだとしている。

雇用が改善し労働参加率が上昇する一方で、賃金は上昇を続け、労働市場の逼迫（ひっばく）を浮き彫りにしている。1月の平均時給は前月比0.7%上昇したが、月次では2020年12月以来の高い伸びであり、前年同月比でも5.7%と大幅に上昇した。

1月の雇用統計は、いわゆるフィリップス曲線の復活を示唆している。1958年に発表されたこの公式によれば、失業率が低下すると、賃金さらに広義ではインフレ率が上昇する。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）以前、賃金上昇を伴うことなく失業率が半世紀ぶりの低水準になったことで、FRBのパウエル議長はフィリップス曲線が機能しなくなったと宣言した。

なぜフィリップス曲線の復活が重要なのか。マルコウスカ氏は、「フィリップス曲線は急速に復活している。すなわち、急速な失業率の低下は賃金上昇が続いていることを示唆している」と語る。同氏は年末の失業率を3%と予想し、賃金上昇率は年率6%となる。これは、1970年代に見られた賃金物価スパイラルを回避するのに熱心な、ハト派のFRB高官を不安に陥れるには十分だろう。

注目される労働生産性

ここに、関心を集めている注目度の低い統計がある。3日に労働省は、2021年第4四半期の非農業部門の労働生産性と単位労働コストの速報値を発表した。同四半期の労働生産性は、第3四半期の低下（前期比年率マイナス5.0%）後に市場が予想していた水準の約2倍となる同6.6%の上昇となった。これは、労働生産性の上昇で単位報酬の増加率6.9%の大部分が相殺され、第4四半期の単位労働コストの増加率が0.3%にとどまったことを意味する。その結果、第4四半期の単位労働コストの前年比上昇率は3.1%と、第3四半期の6.3%から低下した。

コーナーストーン・マクロのチーフ・エコノミストであるナンシー・ラザー氏は、「単位労働コストは極めて重要であり、賃金インフレのリスクを警告している」と語り、「単位労働コストの動きはコア消費者物価上昇率に1年先行する」と付け加える。単位労働コストは高水準で、FRBのインフレ目標を上回って推移しているという考えだ。しかし、四半期毎の算出であるためオミクロン株の影響が少ないと思われる同データの減速は、労働生産性の大幅な上昇が賃金上昇の影響を相殺し、ひいては広範な物価上昇圧力を鎮静化させるとの期待に信ぴょう性を与えている。

Cause for Optimism?

A surprise decline in unit labor costs in the fourth quarter suggests some inflationary pressure could ease and give the Federal Reserve leeway on policy.

Year-over-year change



Source: Federal Reserve Bank of St. Louis

鈍化した雇用コスト指数

追加利上げを極端に織り込んでいる一部の投資家の見立てよりも、FRBが利上げに対してまだ余裕を持っていることをさらに裏付ける事実がある。1月28日に発表された第4四半期の雇用コスト指数（ECI）の伸び率が予想に反して第3四半期から鈍化したのだ。他の賃金関連指標と同様、第4四半期の1%の上昇は、依然高すぎる水準で居心地の良いものではない。しかし、第3四半期のECIはパウエル議長が方針を転換した理由と述べており、第4四半期の伸び率の鈍化は労働生産性や単位労働コストの良好なデータと合わせて考慮するべきだ。

ドイツ銀行のシニアエコノミストであるマシュー・ルザティ氏はリサーチの中で賃金上昇が労働生産性の向上に先行するという強い関係が歴史的にあると主張している。ECIの民間賃金と給与のトレンドは、労働生産性の伸びに約2年先行し、90%近い相関があることから、最近のECIと労働生産性のデー

タは米国経済における今後の重要なダイナミクスを示唆している、と同氏は述べている。さらにこの関係は、パンデミックに対応するために生じた世界的な経済活動の停止後など、さまざまなサイクルにおいて維持されていると同氏は言う。

「この関係を額面通りに受け取ると、非農業部門の労働生産性の伸びは今後2年間で3.5%超となる可能性があり、この水準は1960年代以降のレンジの上限に近いと考えられる。このように考えると、最近の賃金上昇の恩恵はあまり議論されていないが、米国では近い将来、労働生産性が急激に上昇する可能性がある」とルザティ氏は述べている。

労働生産性の上昇は続くか

労働生産性の伸びが3.5%で推移するというのは、間違いなく楽観的だ。マルコウスカ氏は、労働生産性の伸びを3%と仮定することでさえ非常に明るい予測だが、それでも物価上昇率の下限を3%程度にするとする。同氏は今年5回の利上げを予想し、フィリップス曲線のスティープ化により、今年以降も引き締めサイクルが持続する確率が高くなり、さらにターミナルレート（最終的な利上げ到達点）も高くなると警告している。パンテオン・マクロエコノミックのチーフエコノミストであるイアン・シェファードソン氏は、パンデミックによって労働生産性の伸びが「滑稽なほど不安定」になっていることは言うまでもなく、最近の好調な数字は短命に終わる可能性がある、と述べている。

しかし、楽観的で不安定であるということが、不可能を意味するわけではない。特に、慢性的に人手不足である雇用主が、自動化やロボットなどを含む技術改良に投資しているからだ。シェファードソン氏は、労働生産性向上のトレンドは、2008～2009年の金融危機後のサイクルの約2倍のペースであり、今後2～3年間はさらに上昇を続けるだろうと述べている。

もちろん、問題は、労働生産性向上のブームとなっていることが利上げ前に確認できるかどうかだ。FRBは3月に利上げを行う予定であり、1月の雇用統計は0.25%ではなく0.5%の利上げが行われるとの予想を下支えするものである。しかし、FRBがインフレ対策として、もう少し緩やかに動く余地があると信じる投資家は、今のところその理由を少なくとも一つ持っていると言える。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

9. ウッド氏はアーク・イノベーションが保有する「超グロース」銘柄にこだわる [投資戦略]

Cathie Wood Is Sticking With ARK's "Super Growth" Stocks.
成熟したグロース銘柄であるFAANG銘柄には目を向けず

アーク・イノベーションの低迷

アーク・インベストメント・マネジメントの創業者兼最高経営責任者（CEO）のキャシー・ウッド氏に対する意見は頻繁に耳に入る。「結局、何も分かっていない」と、ある読者が先週メールで不満を述べてきた。バリュー投資家は、モメンタム株が報いを受けるのを非常に長い間待っていたので、一部は昨今の株価の動きを非常に喜んでいる。

ウッド氏の会社の主力商品である上場投資信託（ETF）のアーク・イノベーションETF<ARKK>は、



Kyle Grillo/Bloomberg

1年間で50%下落したものの、過去5年間では250%上昇した。

このファンドを買うべきかどうかを尋ねられれば、筆者はやめた方が良いと答える。つまり、聞く相手を間違っている。筆者は臆病者だが、一方、アーク・イノベーションはロケット燃料みたいだ。ウッド氏がこれまでに購入した銘柄と、筆者が何とか勇気を出して投資を検討しそうな銘柄をベン図で表現すると、円が重なるのは、農機・建機のディア<DE>だけだ。

アーク・イノベーションの保有銘柄の多くは、電気自動車大手テスラ<TSLA>や動画配信プラットフォームのロク<ROKU>など、膝が震えるほど高いバリュエーションの企業だ。また、さほど高いバリュエーションでなくとも、株取引アプリを運営するロビンフッド・マーケットツ<HOOD>のように、筆者の神経を逆なでするようなビジネスモデルを持つ企業もある。暗号資産ETFのグレースケール・ビットコイン・トラストETF<GBTC>も、ビットコインとトラストという部分がなければ良いのだが。

多くの投資家は2020年末頃、ファンドのピークに近い水準で同ファンドになだれ込んだ。というのも、同ファンドが153%のリターンを上げたことで、ウォール街の注目が集まったからだ。どうやら投資家の多くは、そのまま保有しているようだ。運用資産は280億ドルから130億ドルに激減したが、ほとんどがパフォーマンス低下によるもので、資金流出によるものではない。

アーク反対派が勢い付くのはなぜだろうか。ウッド氏は、良くも悪くも、投機的で野心的な株価のグロース銘柄に大金を投じてリスクを積み上げてきた実績がある。同氏は自分の考えをオンラインで公開しており、ファンドの保有銘柄の投資理由も掲載している。近々、暗号資産交換所コインベース・グローバル<COIN>、遠隔医療プラットフォーム企業のテラドック<TDOC>、ロク、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>などの論拠が公開される予定だという。

筆者はウッド氏に、保有する多くの銘柄の低迷について、投資家にどう伝えているのか質問した。株価低迷は、米連邦準備制度理事会（FRB）がインフレに対処するために積極的に利上げを実行すると予想に関連しているように思われるが、同氏は利上げが確実とは考えていない。「3月に引き上げが1回あるかもしれないが、この中間選挙の年に、さらなる引き上げが実行されることはない」と述べ、さらに、インフレはほとんどが供給の問題であり、需要が減少すればすぐに解決するだろうと考えている。

■ アーク・イノベーションは新しい時代のナスダック

ウッド氏は、人工知能（AI）、エネルギー貯蔵、ゲノム配列、ブロックチェーン技術などの分野で、年に25%以上の増収が見込める企業に注目している。「2000年代初めのアマゾン思い浮かべてほしい」と同氏は言う。このような企業こそ、ファンドが保有していない、いわゆるFAANG銘柄（メタ・プラットフォームズ（旧フェイスブック）<FB>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、アップル<AAPL>、動画配信大手のネットフリックス<NFLX>、およびアルファベット<GOOGL>）のよ

うな成熟したグロース銘柄よりも、最終的には景気後退をうまく乗り切ることができる。

同氏は、グロース株ファンドは、成熟した企業が保有上位にあるため、お互いに似ており、さらに、市場全体を代表する株価指数にも似ていると言う。「われわれは新しいナスダックだ。1990年代初めに人々が惹かれたのは、このようなポートフォリオだった」と同氏は述べる。

投資家がアーク・イノベーションを利用する一つの方法は、優良銘柄や債券などの平凡なポートフォリオに若干の華やかさを加えることだ。

マシュー・タトル氏は別の使い方を思い付いた。「もし、これから調整局面や弱気市場に入ると思ったら、アップル、マイクロソフト、グーグルではなく、ズーム、テラドック、ドキュサイン<DOCU>をショートしたい」と言う。そのために、タトル・キャピタル・ショート・イノベーションETF<SARK>を組成した。このETFは、実際にはウッド氏と反対方向に賭けるもので、瞬く間にタトル氏の会社で最大のファンドとなった。

タトル氏は、近いうちに別の人の意見と反対方向に賭けるファンドを立ち上げると言っている。アイデアがあれば歓迎するというので、筆者はこのコラムの反対方向に賭けるファンドを提案してみたところ、「言い忘れていたが、それは来週申請予定だ」と同氏は述べた。

ウッド氏は特斯拉に入れ込んでおり、自動車メーカー大手フォード・モーター<F>の電気自動車推進の動きにも動じず、「フォードの株価が22年ぶりの高値になったのは電気自動車のためだが、収益基盤の98%はガソリン車だ。そこに大きな問題がある」と述べる。

音楽ストリーミングサービスのスポティファイ・テクノロジー<SPOT>が3日に17%も急落した時、ウッド氏はそれを冷静に受け止め、同社は今後ヒットを飛ばす会社で、ポッドキャストに強い影響力を持っているとし、「8~10年前のネットフリックスを考えてみるべきだ」と言う。同氏の確信が最も強いのはズームで、エンタープライズ・コミュニケーションの勝者になると考えている。

このように、ウッド氏は自分が保有する銘柄を紹介したり、歴史上の偉大なグロース株と比較したりすることをためらわないが、こういうことは多くのファンドマネジャーにも言えることだ。しかし、多くのファンドマネジャーと異なる点は、1年間も株価が下落し続けても身を潜めなくて質問に答えていることだ。

ウッド氏によると、ハイテクバブルの時に植えられた種が25年間で成長し、ようやく花が開き始めているとのことで、「14種類のテクノロジーが指数関数的な成長を遂げている中で、投資家は何をしているのか。走って逃げ出している」と述べる。

筆者は違う。最初から逃げていた、というか、身を隠していた。アーク・イノベーションの今後の値動きを予想したり、保有者に倍賭けを勧めたりするわけではないが、かといって一層の不幸を願うものでもない。投資家がスパイスの効いた選択肢を持つのも結構なことで、ウッド氏のファンドは年間手数料0.75%で、投資家に目一杯スリルを提供してくれる。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

Why Alphabet, Nvidia, and Others Belong in the Dow Jones Industrials.
アルファベットやエヌビディアなどがNYダウの構成銘柄候補に

アルファベットが組み入れられればS&P500指数との差は縮まるか

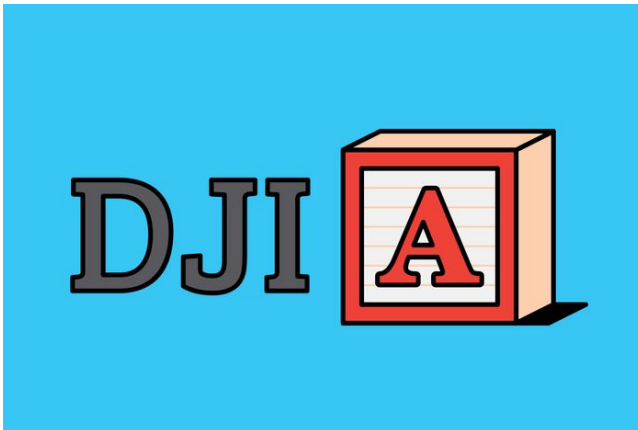


Illustration by Elias Stein

1896年に設定されたダウ工業株30種平均（NYダウ）は、最近S&P500指数に出遅れている。グーグルの親会社アルファベット<GOOGL>は、1日に1対20の株式分割を発表したが（1株当たり株価は約2900ドルから145ドルほどになる）、もし同銘柄がNYダウの構成銘柄に組み入れられれば、この状況は変化する可能性がある。加えて、画像処理半導体（GPU）大手エヌビディア<NVDA>、メタ・プラットフォームズ（旧フェイスブック）<FB>、投資会社バークシャー・ハサウェイ<BRKA><BRKB>、再生可能エネルギー大手のネクステラ・エナジ

ー<NEE>もNYダウの構成銘柄になるかもしれない。

NYダウ構成銘柄の入れ替えは頻繁には行われておらず、前回は2020年だった。同指数は各銘柄の株価を平均したもので、30の構成銘柄の株価変動が反映される。これは時価総額で加重平均するS&P500指数などの株価指数とは異なる。従って、NYダウ構成銘柄で株価水準が高い医療保険会社ユナイテッドヘルス・グループ<UNH>、ホームセンターチェーン大手のホーム・デポ<HD>、マイクロソフト<MSFT>、マクドナルド<MCD>が、同指数のウエートの3分の1を占めている。アルファベットの分割前の株価では、同指数に組み入れるには影響が大き過ぎることになる。

NYダウは2020年に構成銘柄を3銘柄入れ替えたが、適切なタイミングではなかった。エネルギー価格上昇の直前に石油大手エクソンモービル<XOM>を外し、顧客管理ソフトウェア大手のセールスフォース・ドット・コム<CRM>を加えたことは、その最たるものだ。以降、セールスフォースの株価は15%下落し、同時期にエクソンモービルの株価は2倍に上昇した。また、製薬大手ファイザー<PFE>は、新型コロナウイルスワクチンが承認される直前に除外され（以降、同社の株価は40%上昇）、バイオ医薬品大手アムジェン<AMGN>が追加された（同10%下落）。航空機関連機器メーカーのレイセオン・テクノロジーズ<RTX>に代わり、総合テクノロジー企業ハネウェル・インターナショナル<HON>が採用されたが、その後の株価はアンダーパフォームしている。本誌は、これらの変更でNYダウが800ドル押し下げられたとみている。

一方でアルファベットは絶対的な存在であり、エヌビディアは世界最大級の半導体メーカー、メタは最近の逆風はあるものの、ソーシャルメディア業界を制する存在だ。バークシャーの利益は潤沢で、バランスシートも盤石だ。ネクステラは公益事業のトップ企業であり、再生可能エネルギー事業では最大だ。これら4銘柄のうち3銘柄は株価が100ドルを超えている（ネクステラは本稿執筆時点で76ド

ル)。

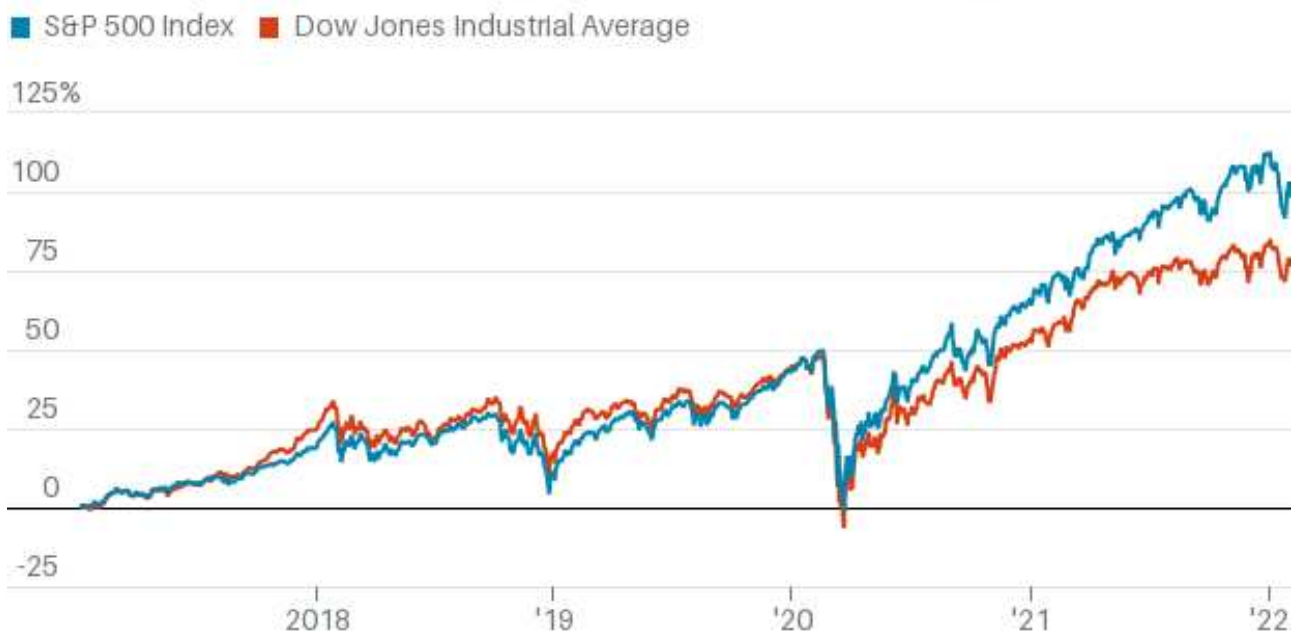
では、どの銘柄が除外されるのか。損害保険持ち株会社トラベラーズ<TRV>と化学品大手のダウ<DOW>が候補に挙がっている。

今週の予定

Price vs. Value

The Dow Jones Industrial Average driven by stock-price weighting has lagged the S&P 500, which is weighted by market-cap.

The Dow Jones Industrial Average and S&P 500, 2017 to 2022, Year to Date



Source: FactSet

2月7日 (月)

- ・ バイオ医薬品大手アムジェン、玩具メーカーのハズブロ<HAS>、金融サービス会社プリンシパル・ファイナンシャル・グループ<PFG>、商業用不動産の自社管理型不動産投資信託 (REIT) サイモン・プロパティ・グループ<SPG>、ゲームソフト大手テイクツー・インタラクティブ・ソフトウェア<TTWO>、食品大手タイソン・フーズ<TSN>、医療用具持ち株会社ジンマー・バイオメット・ホールディングス<ZBH>が四半期決算を発表。
- ・ 米連邦準備制度理事会 (FRB) が12月の消費者信用残高を発表。季節調整済み年率換算で前月比4.3%増の予想 (11月は同11%増)。2020年には新型コロナウイルスのパンデミック (世界的流行) で若干減少したものの、2021年は長期上昇トレンドに回帰し、現在は4兆4100億ドルの水準にある。

2月8日 (火)

- ・ 英国の石油大手BP<BP>、空調設備メーカーのキャリア・グローバル<CARR>、複合マネージドケア組織を運営するセンチーン<CNC>、メキシコ料理チェーンのチポトレ・メキシカン・グリル<CMG>、化学品大手デュポン・ド・ヌムール<DD>、太陽光発電向けインバーターのエンフェーズ・エナジー<ENPH>、金融情報処理システムのプロバイダーであるファイサーブ<FISV>、ITサ

ービス関連企業ガートナー<IT>、バイオ医薬品企業インサイト<INCY>、プライベート・エクイティ・ファンド大手KKR<KKR>、配車サービス大手のリフト<LYFT>、製薬大手ファイザー、金融サービス会社のS&Pグローバル<SPGI>、食品流通大手シスコ<SYI>、航空部品の持ち株会社であるトランスダイム・グループ<TDG>が四半期決算を発表。

・全米独立事業者協会（NFIB）が1月の中小企業楽観度指数を発表。コンセンサス予想は98と、12月をわずかに下回る。

2月9日（水）

・娯楽・メディア大手のウォルト・ディズニー<DIS>が2022年度第1四半期の決算を発表。株価は年初来8%下落し、ボブ・チャベック最高経営責任者（CEO）がディズニープラスの成長減速について発言した昨年9月以降では20%の下落となっている。

・先物取引所グループの持ち株会社CMEグループ<CME>、ドラッグストアチェーン大手のCVSヘルス<CVS>、信用調査会社エクイファクス<EFX>、製薬大手グラクソ・スミスクライン<GSK>、ホンダ<7267>、統合型リゾート運営会社MGMリゾート・インターナショナル<MGM>、通信機器メーカーのモトローラ・ソリューションズ<MSI>、自動車用品販売大手のオリリー・オートモーティブ<ORLY>、トヨタ自動車<7203>、ファストフードチェーンを運営するヤム・ブランズ<YUM>が四半期決算を発表。

2月10日（木）

・製薬大手のアストラゼネカ<AZN>、資産運用会社ブルックフィールド・アセット・マネジメント<BFAM>、コカ・コーラ<KO>、医療サービス企業ダビータ<DVA>、電力大手デューク・エナジー<DUK>、オンライン旅行会社のエクスペディア・グループ<EXPE>、決済サービスのグローバル・ペイメント<GPN>、ゲノム解析技術のリーダーであるイルミナ<ILMN>、広告代理店のインターパブリック・グループ<IPG>、食品会社ケロッグ<K<、臨床検査・医薬品開発サービスを提供するラボラトリー・コーポレーション・オブ・アメリカ・ホールディングス<LH>、産業ガスメーカーのリンデ<LIN>、建設用骨材メーカーのマーチン・マリエッタ・マテリアルズ<MLM>、信用格付け会社ムーディーズ<MCO>、飲料・スナック菓子大手のペプシコ<PEP>、たばこ製造・販売のフィリップ・モリス・インターナショナル<PM>、ツイッター<TWTR>が決算コンファレンスコールを開催。

・1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7.3%上昇（12月は同7.0%上昇）、変動が大きい食品とエネルギーを除くコアCPIは同5.9%上昇（同5.5%上昇）。両指数の上昇率の予想はともに最近の最高値を超え、1982年以来で最も高い。

2月11日（金）

・カナダの石油・ガス輸送企業エンブリッジ<ENB>、大手電力会社ドミニオン・エナジー<D>、日用品大手のニューウェル・ブランズ<NWL>、スポーツ衣料のアンダーアーマー<UAA>が決算発表。

・2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67.5で1月からほぼ横ばい。消費者は今後のインフレと住宅価格の上昇を予想しており、1月の指数は2011年11月以来最低となった。

By Andrew Bary
(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』 2022/02/06

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