

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2022/05/08

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. teslaだけではなく運輸セクターの注目銘柄 - The Transportation Revolution Is a Lot More Than Tesla. How to Invest. [カバーストーリー]
本誌初の運輸業界ラウンドテーブル P.1
2. GMはEV事業の進捗次第だ - It's Time for GM to Stomp on the E-celerator. [注目銘柄]
EV事業が評価されず株価は割安 P.10
3. トヨタのEV競争巻き返しはもう手遅れか - It May Be Too Late for Toyota to Catch Up in the EV Race [フィーチャー]
漸進主義に潜むリスク P.13
4. 歴史的な円安、まだ続く - The Yen Is Historically Undervalued. It's Likely to Stay That Way. [フィーチャー]
日米金利差は拡大、円買い介入も困難 P.17
5. 旅行会社の株価は未だ回復せず - Travel Is Recovering, but Travel Stocks Aren't. [フィーチャー]
完璧ではないが、旅行に回復の兆し P.19
6. 金利上昇と株価の下落はすぐ終わりそうにない - Rates Are Rising and Stocks Are Taking a Beating. It Won't End Soon. [米国株式市場]
市場が織り込むべき課題は山積 P.21
7. さらに下値が想定される理由 - This Stock Market Feels Like a Bear. Why There Could Be More Downside Ahead [コラム]
センチメントを変える何かを期待 P.23
8. ハイテク株が急落する中、基本に戻る時が来た - As Tech Stocks Get Crushed, It's Back-to-Basics Time [ハイテク]
投資家は自分の調査に基づいて銘柄を選別すべき P.25
9. パウエル議長の主張するソフトランディングと矛盾する数字 - Powell Says the Fed Has a Path to a Soft Landing. This Quant Says It Doesn't Add Up. [経済政策]
計算が示す今後の金融引き締め限界 P.27
10. 今週の予定 - Deal Uncertainties Create the Conditions for Merger Arb Plays [経済関連スケジュール]
取引成立の不確実性が、合併裁定取引の機会を生む P.29

※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. テスラだけではない運輸セクターの注目銘柄

[カバーストーリー]

The Transportation Revolution Is a Lot More Than Tesla. How to Invest.

本誌初の運輸業界ラウンドテーブル

電動化以外にも重要なテーマが多数



Illustration by Steven Wilson

現在の運輸業界において、重要なのは電気自動車（EV）メーカーのテスラ＜TSLA＞と電動化だけであるように思われるかもしれない。しかし、自動運転、ライドシェア、ロボティクス、モビリティ技術など、語るべきテーマは他にもたくさんある。さらに、米国だけでも既に3億台の自動車が路上を走っており、手入れや修理を必要としている。これは投資家にとってどのような意味を持つのか。それを探るために、本誌は4月中旬に初の運輸業界ラウンドテーブルを開催し、新旧の自動車メーカーの見通しや業界の未来を形作るテクノロジーについて探った。

参加者は、上場投資信託（ETF）のフューチャー・ファンド・アクティブ＜FFND＞を運用するフューチャー・ファンドのマネジングパートナーであるゲーリー・ブラック氏、調査会社ニュー・ストリート・リサーチのグローバル・テ

クノロジー・インフラ・リサーチ・チーム責任者を務めるピエール・フェラグ氏、タイヤ製造会社グッドイヤー・タイヤ・アンド・ラバー＜GT＞のベンチャーキャピタル部門、グッドイヤー・ベンチャーズのマネジングディレクターであるアビジット・ガングリー氏、資産運用会社ガムコ・インベスターズ＜GBL＞のシニア・リサーチ・アナリスト、キャロライナ・ジョリー氏の4人。

本誌：運輸業界において投資家が追跡し、理解する必要がある最も重要なトレンドは何か？

ブラック氏：第一のトレンドはEVの爆発的な普及だ。バッテリーEVは昨年、業界の世界全体の販売の6.6%を占めた。当社の予想では、この割合は今年の第1四半期に9%となり、2025年には約30%、2030年には60%に上昇する見込みだ。第二のトレンドである自律性は、自動運転車とロボットタクシーという二つの要素から成る。現在の配車サービス業界の世界全体の売上高は、タクシーも含めて約3000億ドルだ。

第三に、テスラはEV業界で消費者直販モデルを開発している。これはディーラーを回避し、広告の代わりにソーシャルメディアを利用するもので、注目すべき大きなトレンドである。第四に、ガソリンスタンドの代わりにEV充電ステーションを導入するには大量のインフラを建設する必要がある。航続距離に対する不安は、依然として人々がEVを買わない最大の理由となっている。

フェラグ氏：私にとって最も重要なトレンドは電動化だ。電動化による最も直接的な変革は、石油を消費して大気を汚染するパワートレインが電動パワートレインに置き換えられることである。これだ

けでも2兆ドル規模の業界を生み出す怪物級の進化だ。第二に、ギグエコノミー（インターネットを通じて単発の仕事を請け負うこと）とモビリティの自動化が個人の移動手段を変革している。このことは、配達がいずれリアルタイム化し、安価になる可能性を意味する。

ジョリー氏：私が重視するのは物流だ。既存の自動車の収納とサービス、部品の保管、そして自動車業界におけるこれらのセグメントがEV、自動運転車、移動手段の共有などのトレンドにどのように適応するかに関心を持っている。サプライチェーンも重要だ。業界がEVに向かう中で、どうやって部品や原材料を調達するか、どのように未来の技術者を教育するかにも注目している。

ガングリー氏：コーポレートベンチャーキャピタルの資金配分の観点からは三つの大きなテーマがある。ロボティクスはモビリティと交差しており、その交差点には自動運転がある。先進運転支援システムも向上している。コネクテッドカーにも注目だ。自動車部品のスマート化が進み、自動車業界が安全性と効率性を高める付加価値製品を搭載する機会を生み出している。

さらに、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）によって、非接触デジタル技術の発展が早まった。こうした技術がエンドユーザーにもたらす利便性は大きいだろう。最後に、持続可能性もモビリティにおける重要な要素となる。

■ テスラの株価は1600ドルまで上昇する可能性も



Photograph by Lawrence Agyei

Q：EVは米国市場の約5%を占める。欧州と中国の普及率はそれぞれ約10%と15%となっている。EVの市場シェアはどのように変化するだろうか？

ブラック氏：当社の推定値は少し違っており、EVの市場シェアは米国が4%、欧州が16%、中国が最大の17%となっている。EVは製品として優れているように思われる。EVの走行距離1マイル当たりのコストは内燃エンジンよりはるかに安く、ガソリン価格の高騰によってその差は拡大している。さらに、テクノロジーが向上すれば、EVは自動で走るようになる。

当社は市場のリーダーであるテスラに強気な見方を取る。テスラは世界のEV市場の約20%のシェアを有する。EVの最大市場規模（TAM）は年率約50%のペースで拡大しており、テスラはEVの市場シェアを維持できると考える。競争は激化するが、シェアを維持するだけでも年間約50%の成長率が保たれる。

Q：EV普及の加速の主な妨げとなっているものは？

ブラック氏：テスラが新たな生産施設を2年ごとに1、2カ所建設しなければならないことだ。最近もベルリンで生産能力50万台の工場を開設した。テキサス州オースティンの工場も同等の生産能力を持っている（先週、テスラ上海は生産能力45万台の第2工場を開設すると発表した）。

Q：テスラの目標株価は？

ブラック氏：1600ドルだ。当社は2026年の世界の自動車販売台数の季節調整済み年率換算値（SAA R）を8000万台と推定しており、テスラが20%のEV市場シェアを維持するとみている。これはテスラの自動車販売台数が昨年の93万6000台から2026年に約620万台へ増加することを意味する。平均販売価格はおおむね変わらず、自動車の粗利益率は2022年の29%から約31.5%へ上昇すると想定している。その結果、テスラの2026年の1株当たり利益（EPS）は約55ドルと推定される。株価収益率（PE R）は現在の75倍から約45倍へ低下するとみている。すると、株価は約2475ドルとなる。これを12%の株主資本コストで割り引くと、現在の目標株価は1600ドルだ。

Q：テスラのイーロン・マスク最高経営責任者（CEO）がツイッター<TWTR>に時間を費やすこと
のリスクは？

ブラック氏：マスク氏は多くのプロジェクトに同時に対応できる。彼は宇宙開発会社スペースXの創設者兼CEOであり、トンネル掘削会社ボーリング・カンパニーの創設者でもある。マスク氏がツイッターに気を取られるのは好ましくないが、テスラの資本を利用してはいない。ツイッターを買収しても、別のCEOに会社を任せることもできるはずだ。

Q：フェラグ氏もテスラに強気だが。

フェラグ氏：電動化はダイナミックなシステムであり、導入が進むほど人々が新車を買う可能性も高まる。現時点で、テスラ車の需要は既存の生産能力をはるかに上回っている。私が注目しているのは供給の伸びだ。今後5～10年間で唯一の制約となるのは生産能力だろう。

テスラが現在の生産能力の伸びを維持すれば、昨年の販売台数が100万台弱だったのに対し、2030年には約2000万台を販売できるようになる。問題は他の自動車メーカーがEV生産をどれだけ速く本格化できるかだ。当社は最近、EVメーカーのリビアン・オートモーティブ<RIVN>のCEOから話を聞いたが、厳しい道のりになるだろうとのことだった。バッテリー市場は競争が激しく、サプライチェーンを整備するのは難しい。

一方、テスラは需要側から見て最も重要な三つの要素でトップに立っている。すなわち、自動車の魅力、充電ネットワーク、認知度だ。しかも、テスラは技術革新のペースが速く、生産規模も拡大している。他社が今後数年間で初期のEV開発を急速に進めたとしても、テスラには依然としてコストと規模に関して大きな優位性があるだろう。

Q：テスラの目標株価は？

フェラグ氏：1580ドルだ。テスラは2020年代末にかけて急成長するだろう。キャッシュフローは年間30%増加する可能性がある。目標株価の算出に当たっては予想PERを75倍としており、今後2～3年の利益はコンセンサス予想を30～50%上回ると予想している。

Q：テスラが年間2000万台の自動車を製造できても1700万台しか売れなかったら？ テスラはアップル<AAPL>と違って自社で製品を製造しているが、それは強みになるか、それともリスクになるか？

フェラグ氏：第一の質問に関しては、今後8年間にそのようなことが起きるとはあまり思わない。テスラが現在すぐに獲得可能な市場規模は1000万台未満だ。これは4万ドルを上回るような自動車を買える人の数が限られていることによる。しかし、元から高級車を買っているドライバーの人数に対して、非高級車からテスラに買い替えるドライバーは1.5倍に上るため、実質的に獲得可能な市場規模は現在の2.5倍であることが既に証明されている。このアップグレードによる繰延需要は非常に大きい。

アップルとの比較に関しては、想像以上にアップルとテスラは似ている。アップルは自社で製品を製造しておらず、半導体受託製造の台湾積体回路製造（TSMC）＜TSM＞や鴻海科技集団（フォックスコン・テクノロジー）＜2354.台湾＞と共生関係にあるが、ハードウェアからソフトウェア、サービス料金、プラットフォームに至るまで商品・サービスのすべてをコントロールしている。これはテスラのビジネスモデルも同じだ。

アフターマーケットに注目



Photograph by Benedict Evans

Q：話題がテスラ一色になる前に、残りのメンバーが注目する投資機会も聞きたい。

ジョリー氏：当社は2023年の米国の新車販売台数に占めるEVの割合を35%と予想している。米国の標準的な年間新車販売台数は1700万台だが、既に約3億台の自動車が走っている。当社はこれらの自動車へのサービスや修理を行う企業に注目している。選好銘柄は自動車部品メーカーのジェニユイン・パーツ＜GPC＞やオライリー・オートモーティブ＜ORLY＞などだ。これらの企業は修理用部品の販売から年間15億ドル以上のフリーキャッシュフローを得ている。

自動車修理チェーンのモンロ＜MNRO＞は事業の50%がタイヤ関連だ。技術者教育機関を運営するユニバーサル・テクニカル・インスティテュート＜UTI＞は自動車関連事業が業績の大きな部分を占める。特にテスラのモデルSとモデルYの保証期間が過ぎた後、業界では技術者が必要になるだろう。

Q：EVの普及が進むことで、ジェニユインやオライリーなどの従来型サービス会社にはどのような影響があるか？

ジョリー氏：2030年に米国のアフターマーケット（製造後6年以上の自動車）においてEVが占める割合は約2%と推定される。EVは従来型の自動車と比べて必要な作業が約30%少ない。EVの普及は今後数年間にわたってジェニユインやオライリーなどのアフターマーケット企業にとって小さな足かせとなり、2030年にかけて需要は約0.6%減少するだろう。アフターマーケット用品販売大手4社は将来に投資する能力が高いため、強気シナリオでは市場シェアが40%から80%へ倍増する可能性がある。

ガングリー氏：タイヤメーカーであるわれわれの立場からすると、電動化は非常に大きな機会だ。EVでは、これまでとは全く異なる性能特性が求められる。近い将来には、異なるタイプの自動車が共存する世界に対処する必要があると認識している。また、電気自動車の充電に使用されるソフトウェアや、充電器を適切な場所に設置するためのインフラにも投資機会があるとみており、エンドユーザーが充電しやすいようにする企業に投資している。ビークル・ツー・グリッド（V2G）や自動車が送電線にエネルギーを還元する可能性についても研究している。これらの分野などでは、新しいソフトウェア開発の機会がある。充電ステーションのインフラには、ハードウェアの機会もある。

Q：これらの分野で、投資家が注目すべきスタートアップ企業はどこか？

ガングリー氏：ニューヨークのブルックリンを拠点とするEV専用のライドシェア企業であるレベル

を、われわれのポートフォリオでも保有している。ブルックリンに独自の充電インフラを設置するとともに、電気自動車やモペッド（電動スクーター）などの保有車両の運用のために他の地域にも充電インフラを構築し、第三者にも開放している。

また、充電の利便性向上に取り組むアンプアップにも投資している。アンプアップは、充電ステーションの場所確認や、充電のスケジュール用の専用モバイルアプリを提供している。充電ステーションの所有者にとっては、充電装置の利用者を管理し、分析を行い、エネルギー使用量を最適化することができる。商用車を保有する会社やユーティリティ企業に対しては、より高い稼働率を実現するためのエネルギー制御を提供することができる。以上は、EV充電の普及に必要なソフトウェアとハードウェアの組み合わせを促進する企業の二つの例だ。

コネクティビティー



Photograph by Benedict Evans

Q：EVコネクティビティーのTAMは？

ガングリー氏：ハードウェア面でやるべきことはたくさんある。ハードウェアの遠隔管理や診断など、単純なものもあり、ハードウェアをベースにしたサービスとしてのソフトウェア（SaaS）を利用できる世界を想定している。コネクティビティーの面では、まだTAMの把握を試みている段階だ。コネクテッドカーは新しい価値提案を可能にする。車の部品をインターネットに接続することで、安全性や効率性の向上、車の予防的なメンテナンスの実現が可能になる。例えば、インテリジェントなコネクテッドタイヤは、タイヤの状態を自ら発信して、将来的にはドライバーに道路状況を警告することができるようになるだろう。

さらに、ブロックチェーンに対応したスマートコントラクトにより、固有の車両識別番号を持つコネクテッドカーが通行料や燃料費などの支払いを自動的に行ったり、街のインフラや他の車と相互接続したりすることも期待されている。

「Web3.0」のスタートアップ企業は、コネクテッドカーがユーザーフレンドリーな方法で車両データを表示し、データ共有により運転ニーズやスタイルに合わせた保険サービスなどを受けられるようにするのに役立つかもしれない。

われわれは、タイヤによる車と道路の接点のデジタル化に非常に期待している。これができれば、安全性と効率性を大幅に向上させることができる。

レガシー自動車メーカーの命運

Q：誰もフォード・モーター＜F＞やゼネラル・モーターズ＜GM＞について触れていないが。

ブラック氏：フォードとGMは苦戦しそうだ。フォードの新型EVマスタングの人気は高いが、それでも十分な生産量を確保できていない。ICE（内燃機関）車は依然として業界の販売台数の91%を占めている。フォードとGMは慎重にカニバリゼーションを避けてきたが、それは間違いだ。ある時点でEVが市場の100%になることを認識した上で、カニバリゼーションを恐れず、重要なビジネスの中心部を

Pierre Ferragu

Stock Picks	Recent Price
Tesla / TSLA	\$952.62
Uber Technologies / UBER	28.10
Grab Holdings / GRAB	3.18

Prices as of 5/4/22.

Source: FactSet

追求すべきだ。従来の自動車メーカーは、EVを冠した新ブランドを立ち上げるよりも、人気ブランドのEVバージョンを出す方が、EVの世界では成功するのではないか。

ジョリー氏：私はブラック氏とは反対の立場かもしれない。GMの年間売上高は約1500億ドルで、2030年までに売上高を倍増させるとしており、その中には自動運転部門であるクルーズの500億ドル、EVの900億ドルも含まれる。2030年まではICE車が販売台数の65%を占めると予想される。従来の自動車メーカーは部品交換などのメンテナンスサービスを提供するディーラー網を持っているが、現状ではEV専業メーカーにはこれがない。GMは多額のキャッシュフローを生み出しているが、PERは1桁台半ばにすぎない。GMの企業価値／利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）倍率は、クルーズへの出資、金融部門の資産、ネットキャッシュを差し引いて考えるとわずか1～2倍だ。GMは素晴らしいバリュー銘柄の可能性があるので見える。

ブラック氏：アップルを例にとると、iPhone（アイフォーン）が発売される前の携帯電話市場で支配的なプレーヤーだったノキア<NOK>、ブラックベリー<BB>、モトローラ、そしてサムスン電子<005930.韓国>の4社のうち3社は、携帯電話会社としてはもう存在しない。私はiPhoneをテスラと同じカテゴリーに分類している。技術的な観点から見ると、アップルは立ち止まっていた。テスラも同じだ。GMとフォードがテスラの技術革新に打ち勝つとは思えない。モトローラ、ノキア、ブラックベリーがiPhoneよりも先行していたにもかかわらずけん引力を得ることができなかったのと同様に、フォードとGMはEV事業をICE事業から切り離し、ほぼゼロから別のEV会社を設立しない限り、EV事業をけん引していく力を得るのは困難だろう。

フェラグ氏：テスラのモデル3とモデルYは、同等クラスのメルセデスやBMWのICE車に対して非常に高い価格競争力を持っている。しかし、テスラの粗利率は30%だ。従来の自動車メーカーが車を電動化するためには、1台当たり通常1万ドルのコストがかかる。これは、自動車メーカーにとって難題だ。テスラがICE車よりも安くEVを製造し、一方でレガシー自動車メーカーがEVを製造するには1万ドルの追加コストがかかるのであれば、対抗しようがないのではないか。

しかし、ジョリー氏の発言のように、レガシー自動車メーカーの経済的な勢いを過小評価してはいけない。また、米国の自動車産業は政治的に大きな支持を得ている。この産業は生き残ると予想されるが、今後10年や20年は非常に厳しい状況になり、これらの企業は政府からの財政的支援が必要となるだろう。ある意味、大き過ぎて潰せないし、大き過ぎて新規参入者に大きなシェアを奪われることもない。

Q：米国以外の自動車メーカーの状況はどうか？

ブラック氏：フォルクスワーゲン＜VOW3.ドイツ＞は、EVに対してかなり積極的な姿勢を見せている。トヨタ自動車＜7203＞は、依然として世界第1位の自動車メーカーだが、EVへの適応が遅れている。それがあだとなりかねないので、敗者の枠に入りたい。テスラ否定論は、たった二つのモデルで2030年までに年間1000万台を生産できるのかということだ。どの自動車メーカーも、年間100万台程度を超えることはできていない。

自動運転の展望



Photograph by Ross Mantle

Q：自動運転は魅力的なコンセプトだが、実地での応用はまだあまり進んでいない。今後の展望は？

ガングリー氏：われわれは、自動運転の分野で幾つかの投資を行っている。スターシップ・テクノロジーズというモビリティ企業で、自律型ロボットが食料品や食事のラストワンマイル配送を担当する。このロボットは歩道を走行するため、道路を走行する際に発生する規制のハードルが低くなる。オンデマンド注文や非接触型配送は、新型コロナウイルスの大流行時に爆発的な成長を遂げた。

また、ミドルマイル物流、つまり小売業向けの企業間物流に取り組む自動運転トラック運送会社のガティックにも投資している。われわれは、自動運転を安全かつ効率的にする上で自社が重要な役割を担うと考えており、コネクテッドタイヤの技術にも取り組んでいる。全面的な自動運転よりも、ポイント・ツー・ポイントの配送に焦点を当てた方が、より解決しやすい問題のように思える。

Q：自動運転分野で魅力的な上場企業はどこか？

ジョリー氏：われわれが注目しているのは、EVや自動運転車の分野での勝者は誰かということではなく、こうしたトレンドから利益を得るのはどの企業かということだ。今後5年間で自動運転技術の普及が進むということは、自動車に搭載されるセンサーやそれを使った部品がより高度になることを意味する。この技術が加わることで、第一に、自動車を自分で修理することが少なくなるため、修理に携わる企業が利益を上げることになり、第二に、センサーの再調整がより頻繁に必要なため、これまでよりも頻繁に修理に出されるようになる。

モンロ、ジェニユイン、オライリーに加え、修理工場に工具を販売している工具メーカーのスナップオン＜SNA＞を選好している。自動運転技術が市場に浸透すれば、より価値の高い工具を作ることができるかと期待している。また、廃車のオークションを行うコパート＜CPRT＞も選好する。市場が自動運転車に移行するにつれ、新しい技術、特にセンサーベースの技術は、修理のコストと価値を高める。保険会社にとって、これらの車両の修理費用の負担は、廃車にしてオークションにかけるよりも高くつくことが増えている。これがコパートのビジネスチャンスを生んでいる。

Q：自動運転の将来についてフェラグ氏の意見はどうか？

フェラグ氏：自動運転車の安全運転は順調に進んでいるが、本当の課題はミッションの遂行で、例えば、乗せるべき人を見つけ、どこで降ろすかを考えるという仕事を、車が確実にこなせるようにすることだ。ドライバーありの運転支援に関しては、われわれは特にテスラに強気だ。テスラは最高の技術を持っている。ドライバーレスでのサービスについては、ライドシェアのリーダーであるウーバー・テクノロジーズ<UBER>、Grab・ホールディングス<GRAB>、ディディ・グローバル（滴滴出行）<DIDI>など、ドライバーレス車両の導入に最も適した企業に強気だ。ウェイモ（アルファベット<GOOGL>の子会社）やクルーズのように、独自にドライバーレス車両を開発しようとしているプレーヤーにはより慎重だ。

ブラック氏：フェラグ氏によるテスラの目標株価1580ドルのうち、自動運転はどの程度反映されているか。

フェラグ氏：全く入れていない。私はテスラの粗利益率を現在と同じ30%と予想している。長期的には、自動運転が寄与して、利益率が上昇するかもしれない。

ブラック氏：われわれは、テスラの自動走行技術を評価の対象に加えていない。オートマチックトランスミッション、アンチロックブレーキ、ターボチャージャーなど、過去60年間の自動車におけるあらゆるイノベーションは、あらゆる企業が模倣してきたもので、どこかの企業が大きなシェアを獲得するとは言い難い。

今、テスラの完全自動運転（FSD）の利用率は世界で10%以下、米国では15%程度だ。それはまだ十分な機能ではなく、レベル2システム（部分自動運転）の水準だからだと言われるかもしれない。しかし、テスラがレベル4やレベル5まで到達したとしても、他の企業も同じところに到達するだろう。

Q：具体的に、自動運転の今後数年間の展開はいかに？

ブラック氏：テスラのマスク氏は、少なくとも5、6年前から今年中に実現すると約束していたが、まだ到達していない。第一に、ドライバーが運転席に座って両手をハンドルに乗せておく必要のない自動運転車を規制当局が承認するのは、数年先の話だ。第二に、業界の誰もがこの問題に取り組んでいる。テスラの場合は、全面的なソリューションを選好している。テスラのFSDベータ版の機能はすべて完成している。テスラがボタンを押せば、どこでもFSDが使えるようになる。他の企業は、一つの市場をマスターしてから他の市場へ展開するという、ジオフェンス（仮想的な境界線で囲まれたエリア）に近い枠組みを使用しているが、この方式では迅速な拡大の方法が分からないので、投資の観点からは苦慮する。さらに重要なのは、規制当局が特定の企業を優遇するのではなく、すべての人に平等な競争環境を提供しようとする事だ。だから、評価するのが難しい。

ガングリー氏：より広範で困難な問題よりも、ポイント・ツー・ポイントのアプリケーションの方が早期に解決されると考えている。歩道では、自動運転による商品配送など、さまざまなことが起こると予想している。また、われわれはロボタクシー型のアプリケーションにも注目し、取り組んでいる。まずは、安全性をより迅速に確保できる領域で自動運転が始まると考えている。

ライドシェアとフードデリバリー

A. Carolina Jolly

Stock Picks	Recent Price
Genuine Parts / GPC	\$135.18
O'Reilly Automotive / ORLY	628.08
Monro / MNRO	46.17
Universal Technical Institute / UTI	10.96
Copart / CPRT	118.83
Snap-on / SNAP	227.95

Prices as of 5/4/22.

Source: FactSet

Q：ウーバー以外にライドシェア業界で選好する銘柄はあるか？

フェラグ氏：ライドシェアやデリバリーでは、ネットワーク効果が強く働く。新規市場には参入障壁がなく、競争的市場だが、競争が激化すると、規模が重要になり、最大手の2社だけが生き残る。われわれはこれを「自然複占」と呼んでいるが、自然複占は通常、市場のトップ企業にとっては非常に強力な経済効果をもたらす一方、第2位はより困難な状況に置かれる。われわれはウーバーやグラブを選好する。政治状況が違っていればディディも良いのだが。

これらの業界の頂点は、フードデリバリーのトップ企業とライドシェアのトップ企業を兼ねる企業で、それがグラブだ。デリバリー、ライドシェアともに東南アジアの5カ国で第1位だ。ウーバーはライドシェアで世界の約4割で第1位であり、それ以外の市場からは撤退している。さらに、ほとんどの市場で、フードデリバリーでも2位、時には1位と非常に強い存在だ。

ブラック氏：ウーバーはわれわれも選好する。コロナ後の経済再開に賭ける銘柄でもある。ウーバーの企業価値／売上高倍率は2倍を下回る。2023年には黒字化する見込みで、価格規律のある複占を形成している。われわれはフューチャー・ファンドでウーバーを保有している。

By Lauren R. Rublin
(Source: Dow Jones)

2. GMはEV事業の進捗次第だ It's Time for GM to Stomp on the E-celerator. EV事業が評価されず株価は割安

[注目銘柄]

EV事業に注力するGM



Jeffrey Sauger for General Motors

自動車大手ゼネラル・モーターズ（GM）
＜GM＞は壮大な野望を抱いている一方、株価は割安だ。投資家にとって絶好の投資機会かもしれないが、それを実現するには、GMの電気自動車（EV）の発売ペースが計画通りにいくかどうかにかかっている。

クレディ・スイスの自動車担当アナリスト、ダン・レビー氏は、「投資家はプレゼン資料やプレスリリースをあまり信用しなくなりつつある。投資家のメッセージは、GMがEVの世界で大手テスラ＜TSLA＞に挑戦できることを示す、

EVの生産量と魅力的な商品を見せてほしいということだ」と言い、GMの投資判断を「アウトパフォーム」とし、目標株価を現在の40ドル弱より約45%高い58ドルに設定している。

GMは、革新的なバッテリーシステムである「ウルティウム」に適合する車両プラットフォームの開発に時間がかかっているとして、EVの現在の展開ペースを意図的に制御している。GMの最高財務責任者（CFO）であるポール・ジェイコブソン氏は、「われわれは、正しいことをするために時間をかけてきた。ウルティウムのおかげで、同じバッテリープラットフォームで複数の車両セグメントをサポートするためのインフラを持つことができる。他社が追従できない効率的な生産規模の拡大が可能になる」と本誌に語る。

GMは2030年までに年間売上高を約3000億ドルに倍増させることを目指しており、自動車事業の売上高の40%から50%をEVで、自動運転車部門である「クルーズ」内のロボタクシーなどのベンチャービジネスの売上高を500億ドルとしている。

しかし、こうしたことはGMの株価には全く織り込まれていない。株価は年初来約33%下落し、経営破綻処理後の2010年の新規公開価格33ドルからさほど上昇していない。GMの株価は、2022年と2023年のそれぞれ予想1株当たり利益（EPS）7ドルの6倍であり、S&P500指数の中で最も株価収益率（PER）が低い1社だ。GMの時価総額が600億ドルであるのに対して、テスラの時価総額は1兆ドルだ。

オークマーク・ファンドを通じてGMの大株主上位10社に名を連ねるハリス・アソシエイツのアナリストであるジョー・ピットマン氏は「GM株は非常に魅力的だ。GMは市場ではあまり信用されていない。中核事業である自動車事業は、ダイナミックで複雑な環境の中で業績は堅調で、EVや自動運転車の技術においても、長期的に有利な位置にいる」と指摘する。

なぜ割安なのか

General Motors

GM / NYSE

\$80



Source: FactSet

では、なぜGMはこれほど割安に放置されているのだろうか。その理由の一つは、米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げにより、好調な自動車市場が今年後半に冷え込むことを投資家が懸念していることにある。また、GMはコモディティー価格の上昇と供給問題で50億ドルものコスト増に直面する。GM車の平均販売価格は現在5万ドルで、過去2年間で25%上昇しているため、購入者にとって値頃感も問題になっている。さらにGMは無配で自社株買いも行っていない。

しかし、最大の問題は明確だ。自動車メーカーがどれだけテスラに挑戦し、EVが自動車販売の大宗を占める未来にどのように対応していけるかを、ウォール街が評価するようになっているのだ。

パイプラインにはEVが目白押し

EVピックアップトラック「GMCハマー」の販売は既に始まっている（ハマーと姉妹車のスポーツ用多目的車（SUV）を合わせて6万5000台の予約が入っている）。キャデラックは5月19日に「リリックSUV」の受注を開始し、今夏の納車を目指している。シボレーは、バッテリーリコールで11月から生産を停止していた「ボルトハッチバック」と新型「ボルトSUV」の組立ラインを再稼働させた。シボレーは、EVピックアップトラックの「シルバラード」の予約が14万台に上っているが、「エクイノックスクロスオーバー」、「ブレイザーSUV」および「ハマーSUV」でのEVバージョン導入でGMのEV生産が逼迫（ひっばく）しており、納車は来年以降になる見込みだ。また、GMのEV商用車部門である「ブライツドロップ」は、昨年12月にロサンゼルス近郊に最初のディーラーがオープンし、小売り大手ウォルマート＜WMT＞や物流サービス会社大手フェデックス＜FDX＞などが顧客となっている。

旧型のバッテリーを使用する「ボルト」以外のモデルは、それぞれの用途に最も適した航続距離、出

Two Different Worlds

While all three stocks have suffered this year, Tesla's valuation remains far above those of Ford and General Motors. In order to close the gap, the two legacy companies will have to show that they can execute on electric-vehicle production and sales.

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	Market Value (bil)	2022E Rev (bil)	2022E EPS	2022E P/E	2023E P/E
General Motors / GM	\$39.95	-31.9%	\$58.2	\$152.3	\$7.03	5.7	5.7
Ford Motor / F	14.53	-30.0	58.4	145.7	1.96	7.4	6.5
Tesla / TSLA	873.28	-17.4	1,036	87.0	11.90	73.4	55.9

E=estimate

Source: Bloomberg

力、信頼性を提供することを目的に、バッテリーや駆動部品をさまざまに構成できるモジュール式の車両プラットフォーム「ウルティウム」を採用している。これに伴い、GMは米国内に四つのバッテリー工場を建設中で、最初の工場は今夏に稼働する予定だ。

財務内容は健全、計画は達成可能か

これら全てのプロジェクトの資金調達にはコストがかかる。GMの年間設備投資額90億～100億ドルのうち、80%はEVと自動運転車に充当される。しかし、GMはその投資を正当化できるはずだ。半導体不足やその他の供給問題にもかかわらず、GMの第1四半期EPSは2ドル9セントと、コンセンサス予想を約40セント上回った。また、GMは2022年の通期EPSガイダンスを25セント引き上げ、6ドル50セント～7ドル50セントとした。しかし、こうした利益のほとんどは、内燃エンジン（ICE）を搭載したSUVやピックアップトラックによるものだ。ICE事業はGMのEV移行に資金を提供する一方で、投資家からあまり評価されていない。

GMのバランスシートには、3月31日現在、金融部門を除いて177億ドルの現金と、約10億ドルのネットキャッシュ（現金から負債を控除したもの）があり、非常に健全な状態だ。ただし、GMには約100億ドルの未積立の年金債務および医療給付債務がある。

GMが保有するクルーズ株（ウォール街のアナリストによると時価総額約150億ドル相当）、金融部門、中国子会社の持分の合計は、GM全体の時価総額の75%に相当する可能性があり、中核の自動車事業は2022年の予想キャッシュフロー（税引前）のわずか1倍で評価されていることになる。

クルーズは自動運転車テクノロジーのリーダーであり、年内にはサンフランシスコでロボタクシーサ

ービスが実用化する可能性があるが、これは業界初の試みだ。2030年までに売上高500億ドルという目標は背伸びしたものだが、ロボタクシーがサンフランシスコで成功すれば、GMの株価は上昇するだろう。

ステリアム・インベストメント・マネジメントの投資家、ロス・マーゴリーズ氏は、「GMのストーリーは単純で、EV関連の計画を実現できると信じるかどうかにかかっている」と語り、GMは成功すると楽観的だ。GMは2022年から2023年にかけて北米で40万台のEVを販売することを目標としており、その売上高のほとんどは2023年に偏っている。そして、2025年には100万台の生産を計画している。EVの生産パイプラインを考えると、目標達成の可能性は高いだろう。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

3. トヨタのEV競争巻き返しはもう手遅れか It May Be Too Late for Toyota to Catch Up in the EV Race 漸進主義に潜むリスク

[フィーチャー]

カイゼンの精神

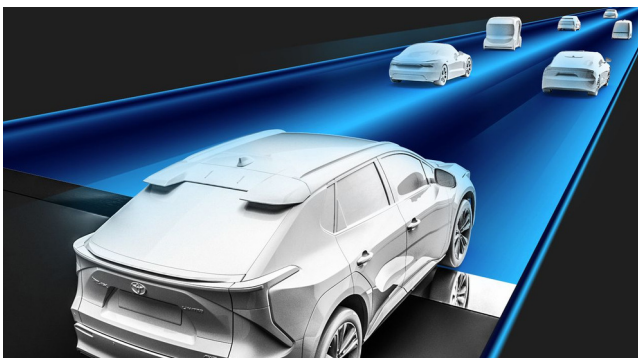


Illustration by Steven Wilson

トヨタ自動車<7203>は、「カイゼン」の精神によって世界で最も成功した自動車メーカーとなったが、電気自動車（EV）が台頭しつつある今、カイゼンがトヨタ没落の原因となる可能性がある。カイゼンは進化と改良の全てを意味する。トヨタが1950年代後半にトヨペットクラウンで米国市場に参入し、1980年代には燃費の良いカローラで市場シェア5%を獲得し、ついには北米販売台数1位を獲得することができたのは、カイゼンのおかげだ。その過程でトヨタ

は、特にフォード・モーター<F>とゼネラル・モーターズ<GM>にとって、見習うべき自動車メーカーとなった。

しかし、カイゼンは革命や破壊的な変革を意味しない。そして、それが今まさに自動車業界が経験していることだ。業界の未来はEVのものだ。コストが下がり、品質が向上し、政府が将来進むべき道として関連技術を後押ししている。トヨタも2030年のEV販売目標を350万台としており、EV革命を無視しているわけではないが、依然として電動機と内燃機関を組み合わせたハイブリッド車に注力することによりヘッジを行っている。そうした選択にはリスクが伴う。トヨタが1970年代に米国市場に切り込んだ時の米国の自動車メーカーと同様に、トヨタ自身も新興企業や既存企業によって脇に押しやられる可能性がある。上場投資信託（ETF）のフューチャー・ファンド・アクティブの共同設立者ゲーリー・ブラック氏は、「収益性が高い既存の内燃機関モデルの販売を収益性が極めて低いEVで置き換えるのに消極的なメーカーは負け組になる。今後はEVが全ての成長を担うからだ。そうした負け組にはトヨタのような日本の従来型メーカーが含まれる」と語る。

トヨタ経営陣の見方は違う。RAV4のようなスポーツ用多目的車（SUV）、カムリのような人気セダ

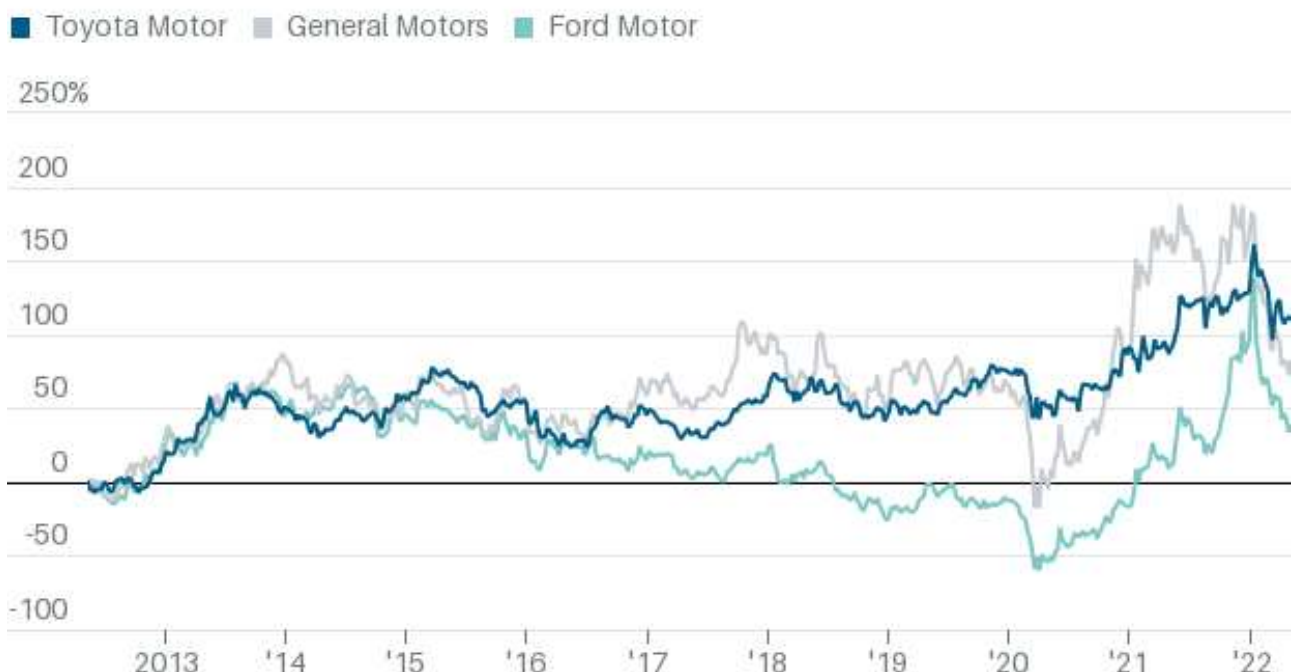
ン、そしてシエナなどのミニバンさえも含め、トヨタは全ての人々にあらゆる選択肢を提供してきた。多くの車種でガソリン車とハイブリッド車の両方を選択可能だ。そして、電気自動車であるbZ4Xクロスオーバーの納車が始まる。また水素を使用する燃料電池車のミライも販売している。豊田章男社長は、「一つの選択肢に全てを賭けるのは、経営判断として無謀だ」と語る。これは、2021年に米自動車市場シェア15%、世界小型車販売シェア12%弱を占める企業となったトヨタの進化を支えた「枠内に幾つものシュートを放つ」戦略の継続を意味する。

ハイブリッド車成功の功罪

Leader of the Pack

Toyota stock has outperformed GM and Ford over the past decade.

Stock Performance, 2013-2022



Source: FactSet

特に成功を収めているのはハイブリッド車だ。プリウスは本カテゴリーにおける最初のヒット車だった。トヨタの2021年のハイブリッド型乗用車およびSUVの販売台数は58万4000台と米ハイブリッド車市場の約65%を占めた。これは、テスラ<TSLA>のEV市場におけるシェアをわずかに下回る水準だ。

複数のテクノロジーに賭けるにはコストがかかる。トヨタの研究開発費は年100億ドルとフォルクスワーゲン<VOW.ドイツ>に次ぐ水準だ。ただし、売上高に占める比率は自動車メーカーの中位に位置する。この資金によって、1000人以上の技術者がリチウムイオン電池や水素燃料電池を含むバッテリー技術の開発に取り組んでいる。しかし、ある技術が他の技術より優れていると判明した場合、残りの研究開発費は実質的に無駄になる。

ハイブリッド車は特に複雑であり、ガソリン車と同様の内燃エンジン周りの技術と、高電圧電子機器および重量のかさむバッテリーパックを必要とする電動モーターの両方が必要だ。初めはこれで問題

にならなかった。電池が非常に高価であったため、燃費基準を満たし、環境意識の高いドライバーを獲得するためには、1ガロン当たり40マイルまたは50マイルを走行可能なハイブリッド車を設計すれば十分だった。しかし、車両を分解し製造コストの調査を行うマンロ・アンド・アソシエーツの社長、コーリー・スチューベン氏は、バッテリーのコストが下がり、EVの走行距離と性能が顧客のニーズを満たすようになるにつれ、本質的に二つのパワートレインを持つ車はほとんどの用途で意味を成さなくなったと指摘し、「ハイブリッド車が両者（ガソリン車とEV）の悪いところ取りだ、というのは極めて多くの面で当たっている」と語る。

トヨタとは違い、ライバル企業はヘッジを行っていない。フォードは、F-150ピックアップトラック、マスタング、人気のトランジットバンなど、代表的なモデルのほとんどを電動化し、EV生産能力が2026年までに年200万台に達すると予想している。GMは北米のEV生産能力を2025年までに100万台に引き上げることを目標としており、キャデラック・リリックやハマーなどの新車種の開発を皮切りに、2023年にはシボレー・シルバード・トラック、シボレー・エクィノックス・クロスオーバーなどのEVが登場する予定だ。フォルクスワーゲンも、2030年までに年500万台以上のEVを製造する計画だ。

トヨタは最近になりようやく2030年の目標を200万台から350万台に引き上げたが、提供車種もよくて中途半端だ。水素を燃料とするミライはモータートレンド誌で「本物のスタイル」と絶賛されたが、5万ドルという価格、EV充電ステーションとの比較においてさえ極めて貧弱な燃料補給インフラ、米国ではハワイ州とカリフォルニア州の限定販売であることなどを考え併せると、せいぜいニッチカーでしかない。低価格モデルが約4万4000ドルからと、戦略的な価格設定となっているbZ4Xという奇妙な名称のEVは、テスラのモデルYを中心とする競争の激しいクロスオーバーEV市場に投入される。さらに、カーズ・アンド・ドライバー誌は、1回の充電によるbZ4Xの最大航続距離250マイルはライバル車に劣ると指摘し、トッププレーヤーというよりはユーティリティプレーヤーであると結論づけた。

これまでEV市場への参入を中途半端に試みる一方で、ハイブリッド車の重視を続けるトヨタの戦略は、業界関係者を困惑させている。自動車部品メーカーTEコネクティビティ<TEL>のテレンス・カーティン最高経営責任者（CEO）は、ハイブリッドは「過渡的なテクノロジーのはずだ」とし、トヨタは「少し巻き返しを行う」必要があると指摘する。1990年から2007年にかけてトヨタで勤務し、フルサイズ・ピックアップトラックのタンドラ投入に貢献した経験のあるフォードのジム・ファーリーCEOは、「彼らの判断の理由は分からない」と素っ気ない。

慎重に前進するこの戦略は、今後、トヨタに大きなリスクをもたらす可能性がある。他の大手自動車メーカーが正しければ、EVは2030年までに全自動車販売台数の約半分を占めることになる。それによって各社は自社の従来型車両の販売を侵食するリスクを抱えるが、他の選択肢ははるかに悪いものとなる可能性がある。2030年までにEVの普及率が50%（現在は6%）に達するとすれば、世界全体で約5000万台のEVが存在することになる。トヨタが生産を計画する全ての車両を販売すれば、EVのシェアは約7%になる。かなりの数字だが、現在の世界小型車販売シェア10～12%を下回る。

ハイブリッド車市場における素晴らしいシェアをもってしても、トヨタはEV移行の影響を免れることはできない可能性がある。EV販売台数で米国を上回る中国では、販売台数が2020年の約110万台から2021年には約290万台に増加した。プラグインハイブリッド車の販売も好調で60万3000台に増加し、中国のいう「新エネルギー車」の約17%を占めたが、数年前は全電動車の25%以上を占めていた。もし米国が同様のパターンに従うなら、トヨタの圧倒的な市場シェアは侵食されることになりかねない。

大手自動車メーカーが後手に回ると何が起きるか、トヨタも知らないわけではない。GMの1976年の販売台数は860万台、これに対しトヨタの世界販売台数はわずか170万台だった。その後原油価格が上昇し、燃費の良さが求められるようになった。それこそがトヨタを始めとする日本の自動車メーカーが米国市場に本格的に参入する上で必要とするものだった。1996年にはGMの販売台数830万台に対し、トヨタの販売台数は480万台だったが、1台当たりの利益はGMの2700ドルに対し、トヨタは3700ドルと大きく上回った。2000年にはカムリが米国のベストセラー車となり、2021年、ついにトヨタが米国販売台数で1位の座に就いた。

株価の見通し



Courtesy of Toyota

このカイゼンの力を示す驚くべき数十年の間にトヨタの株主も大きく報われた。株価は過去40年の間に年率10.9%で成長し、フォード・モーターの年率10.7%をわずかながら上回った。GMは倒産し、現在の株価は倒産後の新規株式公開（IPO）時の株価からさほど上昇していない。バリュエーションもテスラ以外の自動車メーカーを上回っており、トヨタの予想株価収益率（PER）が9.7倍であるのに対し、フォードは7.1倍、GMは5.7倍、フォルクスワーゲンは4.6倍だ。トヨタ株を保有するグローバルX ETFのリサーチ部長ペドロ・パランドラニ氏は、トヨ

タは「マクロ経済の不確実性とサプライチェーンの混乱が続く中、堅実なバランスシートを提供している」と語る。

しかし、既に利益率に下方圧力が働いている中、他社を上回るPERもEVへの取り組みの弱さによって低下する可能性がある。2022年度第3四半期の1台当たり利益は19年の水準に比べ1000ドル増（17%増）の6700ドルとなったが、この増加は半導体不足により世界的に自動車生産台数が減少し、品不足で価格が上昇したことが原因だ。しかし、在庫水準が正常化し、鋼材価格や他の原材料の価格が上昇を続ければ、トヨタの利益率は低下し、株価の上昇が抑えられる可能性がある。JPモルガンのアナリスト、岸本章氏はコストの上昇を懸念し、トヨタの投資判断をニュートラル、米国預託証券（ADR）の目標株価を直近の終値をわずかに上回る180ドルとする。

既にウォール街では、トヨタのADRの1株当たり利益（EPS）が過去12カ月の20ドルから減少し、2022年は17ドル、2023年は18ドルとなり、2024年に19ドルに回復すると予想している。アナリストの目標株価平均は190ドルであり、2024年度予想利益に対するPERは10倍だ。しかし、トヨタのEV事業が後れを取れば、2026年にはEPSがわずか15ドルとなり、PERが8倍となる可能性がある。そうなれば、ADRの株価は120ドル前後となる。言い換えれば、2000年代の米国の自動車メーカーがそうであったように、株価がじりじりと値を下げていくリスクがある。

過去によって全てが決まるわけではない。卓越した製造力がトヨタを救うかもしれないし、外部からの観測以上に迅速にトレンドに適応し、世界市場におけるシェアを維持できる可能性もある。グローバルXのパランドラニ氏は、やや消極的に見えるからといって、トヨタが完全電動化の未来という現実を避けているわけではないと述べ、ライバル企業のようにアグレッシブにならずとも、将来に対する

計画は可能だと指摘する。「全ての自動車メーカーが勝者になるわけでも、全ての自動車メーカーが敗者になるわけでもない。アグレッシブさとは関係なくリスクは存在する」とパンドラニ氏は言う。

しかし、フォード、GM、フォルクスワーゲンは懸命な努力を行っている。トヨタが懸命になる時は来るのだろうか。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

4. 歴史的な円安、まだ続く The Yen Is Historically Undervalued. It's Likely to Stay That Way. 日米金利差は拡大、円買い介入も困難

[フィーチャー]

輸出企業への恩恵は薄れている



Illustration by Laurent Duvoux

円が急落した。米連邦準備制度理事会（FRB）がかつてないほど積極的な金融引き締めを開始する一方、日銀は10年物国債の利回りを無期限に0.25%以下に抑え込む姿勢を明確にした。

4月、円は対米ドルで6%下落し、20年ぶりに一時1ドル131円台を付けた。米ドル需要は加熱し、ドルは13営業日連続で上昇した。円の購買力の低下も激しい。経済協力開発機構（OECD）によると、円の購買力（対ドル）は過去30年で最も低下している。

今、円は歴史的な過小評価となっているが、円安圧力は止まらない。日米の金融政策は大きく隔たっており、米国が積極的な金融引き締めを行う一方で日本は金融緩和を続けている。

世界3位の経済大国である日本は輸出大国だと言われて久しい。だから日本の政策当局は円安を歓迎するはずだとするが、これは過去の歪んだ残像であり、大きな誤解の可能性もある。

日本の2021年の貿易赤字は月平均1390億円（約12億ドル）だが、前年の2020年は月平均320億円の黒字だった。日本の輸出は国内総生産（GDP）の約17.5%で、これは米国の12%よりは高いものの、他の先進国に比べると低い。カナダや英国の場合、輸出はGDPの約4分の1、ドイツは47%に上る。日本の経常収支は黒字だが、これは貿易によるものではない。

円安になれば日本製品が安くなり外国向けの輸出が増えるという意見もあるが、日本企業は慢性的な円高圧力に対して生産拠点を海外に移すことで対応してきた。最近のロイターの調査によると、日本企業の多くが円安による消費と設備投資の落ち込みを懸念しているという。円安と日経平均株価の相関度の24カ月平均は、2005年以来の水準まで低下している。

日米の金融政策差だけでなく交易条件の急変もある。エネルギー、コモディティー、食品などの価格

高騰による輸入額の増加は、円安による輸出増加に比べて早く現れる。さらにJカーブ効果により、通貨が下落すると短期的には貿易収支が悪化する。世界的な金融引き締めにより需要が急減する可能性も高い。ただし、円安は外貨投資の所得収支（配当や受取利息）や利益、ライセンス料、ロイヤリティー収入などの経常収支項目を押し上げるだろう。

日銀は金融緩和を強化

今後、円相場はどうか。ロシアによるウクライナ侵攻は、経済面では供給網の混乱や食品、エネルギー、一部の金属価格の上昇などをもたらした。コモディティ価格や、コモディティ価格に連動しやすい豪ドル、カナダドル、南アフリカランド、多くの中南米諸国の通貨などは軒並み上昇した。ただし中国では、新型コロナウイルス対策のため経済の大部分を占める地域が再び封鎖された結果、需要は急減している。

日米金融政策の差はしばらく縮まらないようだ。背景には物価上昇の違いがある。米国の消費者物価指数（CPI）は直近で8.5%上昇したが、日本はいまだに2%を下回る。米国のインフレは近々ピークを打つと見られるが、今後も高止まりしそうだ。東京の4月の食品とエネルギーを除いたコアCPIは昨年比1.9%の上昇にとどまる。日銀の黒田総裁は、2021年に政府が後押しした携帯電話料金の引き下げ効果が消えてもインフレ率のさらなる上昇は長続きせず、日本経済には依然として異次元の金融緩和が必要だと主張する。

日銀がイールドカーブ・コントロールを放棄すれば円高になるとの見方もある。だが利回りがどう動くか予想はつかない。30年物日本国債の利回りは1.0%を下回ることが多く、円ドル為替レートは日本の10年国債よりも米国の10年国債に対する相関性が高い。

黒田総裁は円安の恩恵を支持する姿勢を貫く一方で、財務省は神経を尖らせており、論調も徐々に厳しくなっている。財務省はまず円安加速に懸念を示し、続いて必要なら適切な介入も辞さないと言った。

とはいえ、実際の介入へのハードルは高そうだ。国際通貨基金（IMF）のアジア太平洋部門の責任者は、円安は日本のファンダメンタルズを反映していると語る。また、為替介入は基本的な政策への調整を市場に示すには最適な手段だと考えられているが、現在の状況はそうではない。FRBが金融緩和政策を急激に縮小している中、米国がドル売り容認するか不透明だ。

もちろん日本が米国の許可を得る必要はない。だが配慮はあった方が良さそう。

執筆者のマーク・チャンドラー氏はバノックバーン・グローバル・フォレックス（ファースト・ファイナンシャル・バンクの一部門）のチーフ市場ストラテジスト。オムカー・ゴッドボール氏は外国為替関連の独立系ライター。

By Marc Chandler and Omkar Godbole
(Source: Dow Jones)

5. 旅行会社の株価は未だ回復せず Travel Is Recovering, but Travel Stocks Aren't. 完璧ではないが、旅行に回復の兆し

[フィーチャー]

決算は回復傾向を示す



AFP/Getty Images

米国人は2年ぶりに夏のバケーションを計画しており、旅行業界を後押ししようとしている。航空会社は4月の決算発表時に、回復を示唆した。デルタ航空<DAL>とアメリカン航空グループ<AAL>は、2022年通年の黒字化を予想している。他の旅行関連会社もそれに追随しており、多くの旅行サービス会社の1~3月期決算は予想を上回った。

アナリストは、業績予想の上方修正と目標株価の引き上げで反応したが、株価は下落を続けた。年初来で、ダウ・ジョーンズ米国トラベ

ル・アンド・ツーリズム指数は20.7%、S&P500ホテル・リゾート・アンド・クルーズ・ライン指数は7.1%下落している。ヤルデニ・リサーチは、「誰かが間違っている。業界をカバーするアナリストの予想が楽観的過ぎるか、投資家がバリュエーションに対して悲観的過ぎるか、のいずれかだ」と書いている。

民泊サイトを運営するエアビーアンドビー<ABNB>は先週、第1四半期の売上高が70%増の15億ドルとなったことと、第2四半期の市場予想を上回る売上高ガイダンスを発表した。第1四半期の1株当たり利益（EPS）の赤字幅は、前年の1.95ドルから3セントへ縮小した。決算を受けて、ビーオブユー・セキュリティーズのジャスティン・ポスト氏とドイツ銀行のリー・ホロウィッツ氏の2人のアナリストが業績予想を上方修正した。しかし投資家は確信が持てないようで、株価は5日に8.4%下落した。

オンライン旅行会社のエクスペディア<EXPE>も同様だ。第1四半期の売上高は約22億ドルで80%以上増加した。経営陣は夏場の好調な回復を予想したが、株価は決算発表翌日の4日に0.5%下落し、5日までの5日間では23%の下落となっている。弱気のアナリストは旅行の回復が過大評価されている可能性があるという警告しており、投資家はそのような弱気のアナリストに賛成しているようにみえる。例えばループ・キャピタル・マーケットのダニエル・アダム氏は、東欧やアジアの景気減速が世界経済の回復の重しになるのではと懸念している。

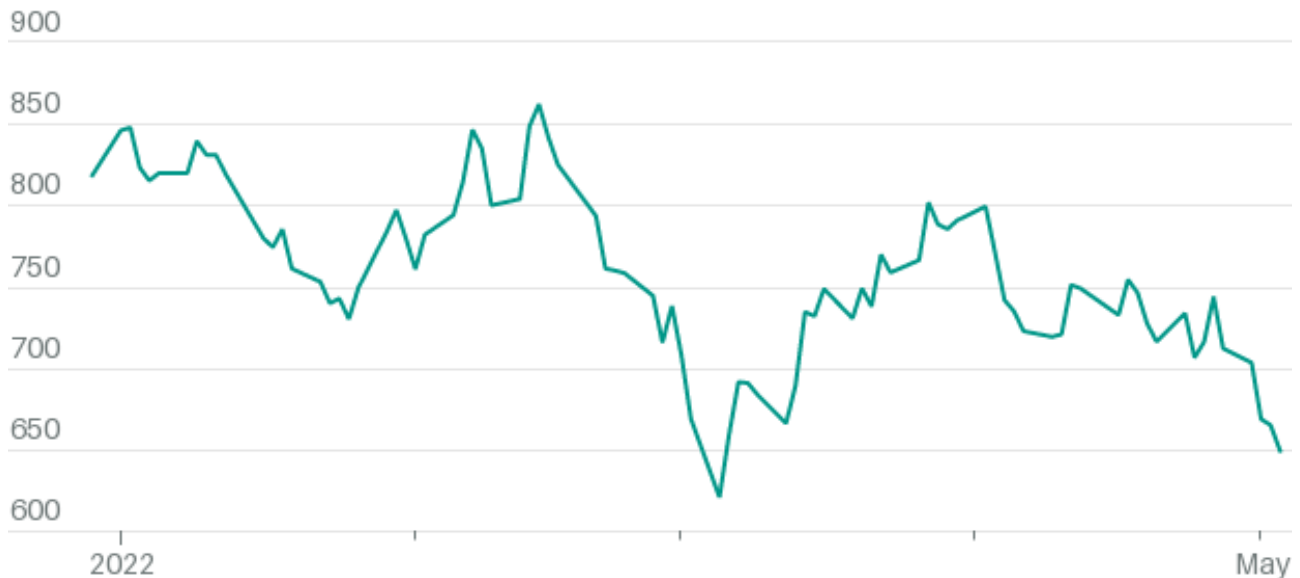
その見方にも一理あるかもしれない。ホテル・チェーンのヒルトン・ワールドワイド・ホールディングス<HLT>は、2022年の販売可能な客室1室当たり売上高（RevPAR）が2019年を最大9%下回ると予想する。やはりホテル・チェーンのマリオット・インターナショナル<MAR>は北米の年内のRevPARを2019年比ほぼ横ばいと予想する。両社は好調な決算を先週発表した。5日に株価はそれぞれ1%、2%下落した。

ブッキング・ホールディングスに注目

Ticket to Nowhere

Despite a sharp rise in the number of travelers over the past year, travel stocks have been weighed down by broad economic questions

Dow Jones U.S. Travel & Tourism Index



Source: Bloomberg

JPモルガンのアナリストであるダグ・アンマス氏は、旅行業界が直面しているマクロ経済的問題を踏まえると、投資家は特定の企業へ焦点を移している可能性がある、とリポートに書いている。アンマス氏は、特にオンライン旅行サイト運営企業のブッキング・ホールディングス<BKNG>に注目している。

ブッキングはアナリストと投資家の間で人気があり、5日にはS&P500指数が3.6%下落したにもかかわらず、株価は3.2%上昇した。第1四半期決算は予想を上回り、売上高は前年同期比で2倍以上の27億ドルとなった。アナリストらは、経営陣が旅行のワンストップショップになるという戦略的施策を執行するにつれて、今後数四半期の決算も予想を上回る可能性があると言う。

5日の株価は2171.91ドルで、今後12カ月予想利益に基づく株価収益率（PER）は19.3倍だ。アナリストは今期のEPSを、2019年並みだが2021年を126%上回る103.49ドルと予想している。アンマス氏は、「ブッキングがオンライン旅行代理店の中で最良の位置にあると引き続き考える。世界的なシェア獲得の多大な余地があるとみている」と書いている。アンマス氏は、投資判断をオーバーウエート、目標株価を2900ドルとしている。

投資家にとって、長らく待たれていた旅行の回復で、選別的に買い始めるタイミングかもしれない。

By Sabrina Escobar
(Source: Dow Jones)

6. 金利上昇と株価の下落はすぐ終わりそうにない

[米国株式市場]

Rates Are Rising and Stocks Are Taking a Beating. It Won't End Soon.

市場が織り込むべき課題は山積

市場を取り巻く各種の不透明感



Spencer Platt/Getty Images

経済的、地政学的、その他の面で不確実性が高く、変化の激しい世界では、投資家にとって「既知の既知」「既知の未知」そして「未知の未知」が生じる。これは、当時のラムズフェルド国防長官がイラク戦争に先立って述べた有名な言葉の引用だ。

相互に関連していて確実なことは、金利が上昇し、成長が鈍化し、インフレが消費者の財布と企業の利益率をむしばんでいる点だ。ただし、それぞれの既知の既知がどの程度の影響を及ぼすかには議論の余地がある。

既知の未知としては、新型コロナウイルスの長引くパンデミック（世界的大流行）や、ロシア・ウクライナ戦争の結果が挙げられる。後者はコモディティ価格や、さらに大規模で悲惨な紛争というあり得なくもない話に関係している。

そして未知の未知は、言葉通りに分らない。しかし全体的なイメージとして、市場はどんなことがあっても成長に価値を見いだす市場から、何よりも利益とキャッシュフローに価値を見いだす市場に急速に変化している。過去10年間勝ち組だった銘柄やセクターは人気を失い、債券価格も上昇基調から反転しつつある。

先週の主要株価指数を見ると、ダウ工業株30種平均は0.2%安の3万2899ドル37セントとなり、S&P500指数も0.2%安の4123.34で引けた。ハイテク株の比重の高いナスダック総合指数は1.5%下落して1万2144.66で引け、小型株のラッセル2000指数は1.3%安の1839.56で週末を迎えた。

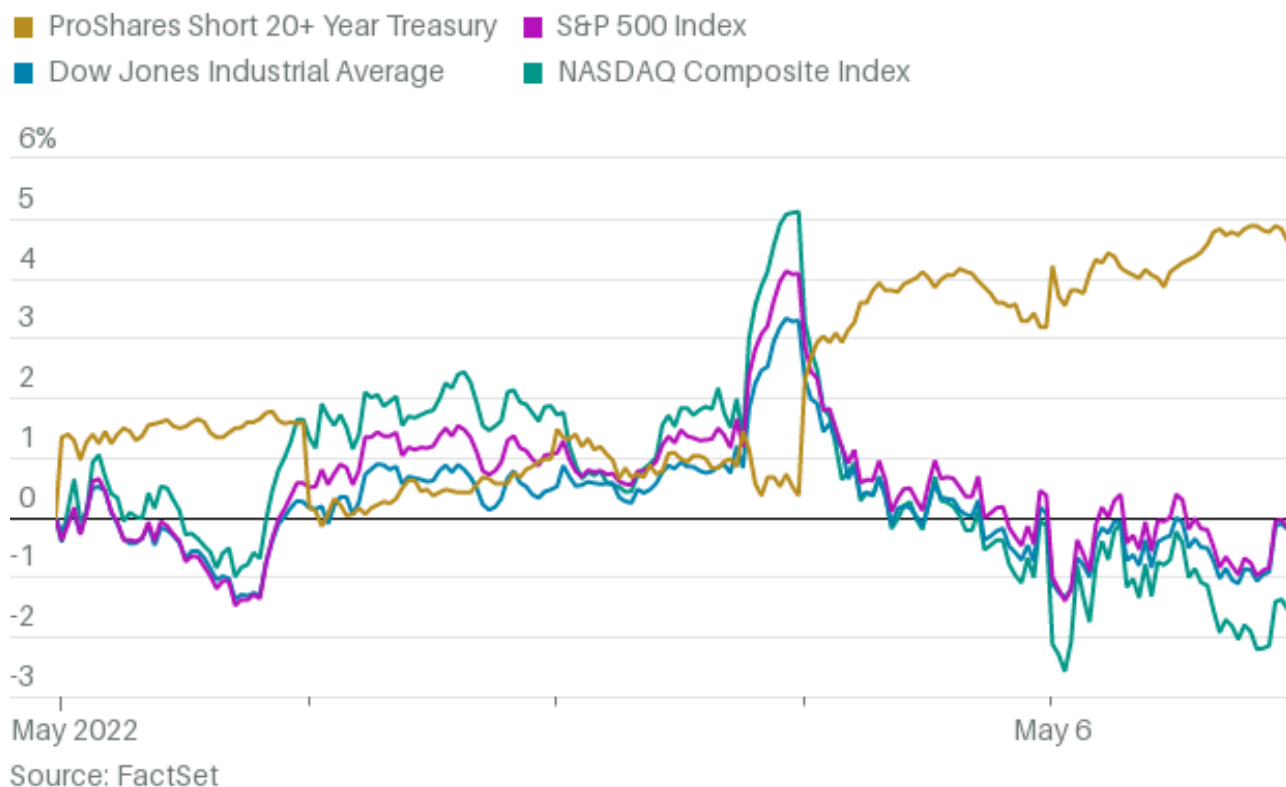
市場が大きく反応

週間ベースで見ると穏やかに見えるが、米連邦公開市場委員会（FOMC）が今世紀で2回目となる誘導目標金利の0.5%の引き上げを実施したことを受けて、市場は激しく反応した。量的引き締めとして知られる、肥大化したバランスシートの縮小計画に関しては、米連邦準備制度理事会（FRB）の高官から詳しい説明があった。

4日の午後に行われたFRBのパウエル議長の記者会見後、S&P500指数は3%上昇した。これは、0.75%の利上げが当面の間見送られたためだ。パウエル議長は、今後数回の会合で0.5%の利上げをさらに行うことが適切だと述べた。

しかし5日には投資家の投資意欲は消え失せていた。S&P500指数は3.6%下落し、ナスダック総合指数

Market Performance



は5%の急落を演じた。債券利回りは急上昇し、10年国債利回りは2018年以降で初めて3%近辺まで上昇した。これは、ベンチマーク金利が今年も上昇し続けるという既知の既知を、投資家が織り込んだ結果だ。

6日に発表された4月の雇用統計はFRBの政策を裏付けるものとなり、株価は続落し、債券利回りは上昇した。全米で1150万人の求人に対して失業者が600万人を下回っているため、労働市場が逼迫（ひっぱく）していることは否定できない。

これは賃金上昇につながるものであり、広範なインフレの要因となる。FRBは二重の使命のうち雇用を心配することなく、物価安定の部分に引き続き焦点を当てることができる。金利の上昇が今後も続くことは既知の既知だ。

こうしたことが、すべて成長株のバリュエーションに重くのしかかっている。また、投資家が無リスクの国債で3%以上の収益を得られるのであれば、公益事業や不動産といったセクターの低成長の配当銘柄にとっては十分な競争相手となる。金利の上昇は、特に長期の債券利回りの上昇も意味する。上場投資信託（ETF）であるプロシェアーズ・ショート20年超国債＜TBF＞は、2022年のこれまでのところ適切なヘッジ手段となっており、金利がさらに上昇するのであれば、今後もそうなるはずだ。

企業業績

さて、クレディ・スイスによると、今回の決算発表シーズンではS&P500指数の利益率が現時点で前年同期から4%近く縮小しているという。投資家にとって、相対的に低いバリュエーションと高いキャッシュ創出力を持つ銘柄が既知の未知を乗り切るための最良の選択肢となりそうだ。S&P500指数構成銘柄のうち、平均以下の株価収益率（PER）でキャッシュフロー利回りの高い銘柄の多くは銀行・金融

セクターであり、これは、金利上昇に伴って中核となる収益力が高まる珍しいセクターだ。相対的に割安なのは、今年から来年にかけて景気がどの程度悪化するか、そしてその結果としてどの程度の貸し倒れが発生するかという、既知の未知の要素を反映している。

PERとキャッシュフロー利回りでスクリーニングをしてみると、シティグループ<C>、シチズンズ・フィナンシャル・グループ<CFG>、シンクロニー・フィナンシャル<SYF>そしてUSバンコープ<USB>が挙げられた。また、ウクライナ戦争による供給ショックでエネルギー価格が高騰する中、利益率低下の流れに逆行する石油・ガス生産企業も候補となり、独立系エネルギー会社アパッチの親会社であるAPA<APA>、マラソン・オイル<MRO>、そして最近ウォーレン・バフェット氏が購入したオクシデンタル・ペトロリアム<OXY>が挙げられる。

とにかくボラティリティーがハンドルを握っている。投資家は今後、さらなる揺れを覚悟しておかなければならない。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

7. さらに下値が想定される理由

[コラム]

This Stock Market Feels Like a Bear. Why There Could Be More Downside Ahead
センチメントを変える何かを期待

上がれば売られる展開



Photo illustration by Barron's staff; (reference) Dreams time (5)

投資家は、100エーカーの森に住むクマのプーさんのように全てがうまくいくという甘い世界観に浸っている。そうした考えでは、下げ相場で痛い目にあうかもしれない。

ナスダック総合指数は既に下げ相場（ベアマーケット）となり、S&P500指数は20%の下落というベアマーケットの厳密な定義にまだ該当していないものの、同じ道をたどる公算が大きい。S&P500指数は先週0.2%下落したことで、結局、1月3日の史上最高値を14%下回る一方、半数近い構成銘柄の株価は、バリュエーションの低下と利益成長の鈍化で20%以上下落した。

過去であれば、これは投資家に選好する銘柄を買い直させる一時的な急落である。しかし、ローゼンバーグ・リサーチのチーフエコノミストであるデービッド・ローゼンバーグ氏は、「現在は株価が少しでも上昇すれば、株を売るための機会として利用されており、反証がない限り、下値に対する抵抗がないという明確な合図だ」と記している。

誰もパウエル議長を信用していない

先週の米連邦公開市場委員会（FOMC）に対する市場の反応ほど明確なものはない。

米連邦準備制度理事会（FRB）が0.5%の利上げを実行し、どのようにバランスシートを縮小するかについて発表した時点でサプライズはなく、市場が大きく反応することもなかった。株価が急騰したのはパウエル議長が0.75%の利上げ計画はないと語った時であり、S&P500指数は3%上昇して当日の取引を終えた。これは2020年5月18日以降で最大の上昇率である。

その時点でも、多少の違和感があった。0.5%は0.5%である。そして、景気を押し上げることも景気を損なうこともない「中立金利」は2〜3%とするパウエル議長のコメントは、現在のインフレのペースからすれば、恐ろしく低いように見えた。22Vリサーチの創業者であるデニス・デブッシュェール氏によれば、マクロ投資家の一部は中立金利を4%としており、大多数はパウエル議長の目標が経済のソフトランディング（軟着陸）あるいはややソフトなランディングであるにもかかわらず、景気を後退させずにインフレを収束させるのは非常に困難だと考えている。

デブッシュェール氏の結論は、「パウエル議長が5月4日に語ったことを、誰も信じていない」である。

それは、5日に株式市場が前日の上昇分以上に下落したことで鮮明になった。投資家がFRBの金融政策スタンスについて見直したことが原因の全てであったわけではないが、米10年物国債の利回りは再び3%超に上昇しており、問題の一部であったようだ。2022年第1四半期に労働生産性が前四半期比で急激に悪化し、単位労働コストが11.6%急上昇したという経済統計も、高インフレと格闘する経済に関する暗いニュースとなった。

6日に発表された雇用統計では非農業部門就業者数が前月比42万8000人増とコンセンサス予想の39万6000人増を上回る一方、労働参加率は前月から若干低下したが、株式、債券とも売られる引き金になった。投資グループ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、「FRBにはもっと多くのやるべきことがある。市場はそれを分かっている」と記している。

実際に、今は明るいニュースは暗いニュースとされ、結果的に明るいニュースになる可能性がある暗いニュースは暗いニュースとして扱われる環境にいるように思われる。これは言葉の響きほど、おかしなものではない。米証券会社ウェリントン・シールズのテクニカルアナリストであるフランク・グレッツ氏は、「下げ相場は売りたい投資家が売れば終わり、それは投資家に売る理由がある時にだけ起きる」と注意を喚起する。グレッツ氏は、「暗いニュースは売りを誘発し、売り局面を抜ければ底値が形成される」と記している。

想定される四つの要因

RBCキャピタル・マーケットの株式戦略の責任者であるロリ・カルバシナ氏は、「センチメントもそのポイントに近づいている」と語る。

全米個人投資家協会（AII）のセンチメント調査では、強気とした回答者の割合はわずか16.4%まで低下し、その後5月4日までの1週間に26.9%に跳ね上がった。しかし、米商品先物取引委員会（CFTC）のポジショニングデータは、依然としてプロの投資家が「降伏」していないことを示した。市場が

抱く恐怖の尺度であるシカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティー指数（VIX指数）も30.19と高水準にあるものの、過去10年間のピークを下回る。

カルバシナ氏にとって、そうした尺度は2015年、2018年に見られたように、経済成長に対する不安が強まる中で市場に警告を発する。だが、引き続き下値余地は残っており、S&P500指数は3850まで下落する可能性がある。カルバシナ氏は、「ごく目先の尺度がさらに動いて下値の可能性を示すだろうが、データは極端な恐怖心を表わし、長期投資家には逆張り投資の機会であることを示唆し続けるだろう」とつけ加える。

それでも、下げ相場の終わりを望むことによって、下げ相場が終わるわけではない。調査会社ゲーブカル・リサーチの最高経営責任者（CEO）であるルイ・ビンセント・ゲーブ氏は、通常は、センチメントを変える何か起きるとし、現時点で四つの要因、すなわち、FRBのハト派姿勢への転換、原油価格の急落、上昇しているドルの下落、圧倒的な資産価格の下落を指摘する。ゲーブ氏は、「そうした展開がないとすれば、今年の流れが変わる理由が見当たらない」と記している。

何か起きるまでは、楽観的なプーさんではなく、悲観的なロバのイーヨーでいる方が良さそうだ。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

8. ハイテク株が急落する中、基本に戻る時が来た As Tech Stocks Get Crushed, It's Back-to-Basics Time 投資家は自分の調査に基づいて銘柄を選別すべき

[ハイテク]

ハイテク系ヘッジファンドの資産価値が急減



Dreamstime

著名投資家のウォーレン・バフェット氏はかつて「潮が引くまでは誰が裸で泳いでいるのか分からない」と述べた。そして今、ハイテク株への投資を得意とするヘッジファンドから潮が引いている。

年初来の4カ月間、ヘッジファンドの資産価値はこれまで見たこともないような速いペースで下落し、投資家の数百億ドルもの資金が蒸発している。例えば投資会社タイガー・グローバルの主要なヘッジファンドの価格はこの期間に40%以上下落し、ブルームバーグはタイガーの損失額を約160億ドルと推定している。

もう少し踏み込んで考えると、ヘッジファンドのパフォーマンスはさらに悪化すると思われる。理論的には、ヘッジファンドは市場が困難な状況で資本を保全すると考えられている。ヘッジファンドが全くの強気買いに出ることはまれで、ボラティリティーを低下させるためにショートを利用するからだ。だが、4月までに幾つかのファンドはナスダック総合指数の2倍の下落

率を記録した。これは銘柄選択、すなわちアルファが信じられないほどお粗末だったことを意味する。

では、これらのヘッジファンドは何を間違えたのか。そして他の投資家はどうすれば同じ落とし穴にはまらずに済むのか。

投資家は企業のビジネス動向を注意深く追う必要がある

2022年のハイテク株の急落から得られた最大の教訓は、永続的な変化は存在しないということだ。ハイテク株が10年にわたり市場を支配した後でもファンダメンタルズが急変する可能性がある。今年はそれが起こり、経済再開がその流れに拍車をかけた。株主は、所有する企業のビジネス動向を注意深く追う必要があり、アナリストのレポートを読むだけでは不十分だ。

筆者は記者としての経験を通じて株式の将来の方向性にとって最も重要な二つの要因を学んだ。それは、企業の成長軌道と、ウォール街による業績予想の修正である。

成長に関しては、投資家はベンチャーキャピタリストのビル・ガーリー氏からヒントを得るべきだ。ガーリー氏は長年にわたり、バリュエーションにとって最も重要なのは成長率だと指摘してきた。市場は現在の成長率の上昇が遠い将来まで続くと予想しがちであり、それがバリュエーションを上昇させる。その逆もまたしかりで、成長ペースが減速するとバリュエーションも低下する。

成長に対する市場の近視眼的な見方を端的に示す例が、ビデオ会議プラットフォーム運営のズーム・ビデオ・コミュニケーションズ<ZM>だ。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）がピークだったとき、四半期の増収率が369%に達したため、株価売上高倍率（PSR）は急上昇した。それから1年がたち、四半期の増収率は21%とやはり目覚ましい水準だったにもかかわらず、バリュエーションと株価は急落した。

二つ目の重要な要因は、ウォール街の予想と比べて業績がどのように推移しているのかを理解することだ。かつて世界最大のハイテクヘッジファンドを率いていたダン・ベントン氏は先月のインタビューで、株価を左右する最大の要因は業績のポジティブまたはネガティブなサプライズだと主張した。

アマゾン・ドット・コム<AMZN>とネットフリックス<NFLX>の場合、いずれも予想未達が数四半期続いたことが株価の長期にわたる下落の原因だ。ガイダンスの予想未達が株価に与える打撃は業績の予想未達よりも大きい。ある四半期の業績またはガイダンスが予想未達となった場合、頼りにすべきが自分自身による調査だ。

ソニーとエレクトロニック・アーツに注目

ハイテク株の大幅下落を受けて、新たな投資機会が生まれている可能性がある。来年に力強い成長と業績上振れをもたらす最高の位置に付けているのはどの企業なのか。

筆者は二つの銘柄を提案したい。それはソニー<6758>とゲームソフト制作大手のエレクトロニック・アーツ<EA>で、いずれもビデオゲームにエクスポージャーを持つ企業だ。ビデオゲーム市場は、ソニーとマイクロソフト<MSFT>が2020年に最新のゲーム機を発売して以降、複数年にわたる

製品サイクルの真ただ中にある。

ソニーはPlayStation 5の製造に必要な半導体の不足に悩まされてきたが、この問題はやがて解決される。そうなれば、ゲーム機の好調な販売と、販売済みのゲーム機で使用するソフトウェアのロイヤリティ収入が増加するため、ソニーの業績は上向くはずだ。

エレクトロニック・アーツは、人気スポーツゲームや「エーペックスレジェンズ」などの人気シリーズを数多く持つ大手ゲームメーカーとして健闘するはずだ。アクティビジョン・ブリザード<ATVI>がマイクロソフトとの合併に同意した現在、エレクトロニック・アーツには数少ない大手独立系パブリッシャーの一つとしての希少価値がある。エレクトロニック・アーツは最終的に、大手ハイテク企業から買収ターゲットとして注目される可能性がある。

PlayStationとマイクロソフトのXboxに半導体を供給するアドバンスト・マイクロ・デバイシズ<AMD>は先週、ゲーム機向け半導体に対する需要は強く、年内と2023年に売上高が増加すると予想していると述べた。AMDの説明は、小売業者で見られる傾向と一致する。PlayStation 5が入荷すると数分以内に売り切れるという。

ソニーとエレクトロニック・アーツは今週中に決算を発表する予定だ。半導体供給の問題を踏まえると今四半期の業績についてはよく分からないが、今後2年にわたり素晴らしい業績を生み出す能力が両社にはあると筆者は確信している。

By Tae Kim
(Source: Dow Jones)

9. パウエル議長の主張するソフトランディングと矛盾する数字 Powell Says the Fed Has a Path to a Soft Landing. This Quant Says It Doesn't Add Up. 計算が示す今後の金融引き締め限界

[経済政策]

積極的引き締めに伴う景気後退か、ソフトランディングに伴うスタグフレーションか



Tom Brenner/Bloomberg

米連邦準備制度理事会（FRB）がやるって言っていることと、実際にできることの間には障壁がある。それは数字だ。

これは、ソシエテ・ジェネラルで北米のクオンツ株式戦略を統括するソロモン・タデッセ氏との対話から得られた結論である。タデッセ氏は少数派だ。インフレが40年ぶりの高水準に達する中、トレーダーやストラテジストはFRBによる積極的な金融引き締めを織り込んでいるが、タデッセ氏は、FRBはすでに金利の引き上げをほぼ終えていると述べる。タデッセ氏は今回の

利上げサイクルでは6月にもう1度、最大0.5%の利上げがあるとみている。この予想は、ジェローム・パウエルFRB議長が4日、今後複数回の0.5%の引き上げとそれに続いてより小幅の引き上げを行うと

示唆しているにも関わらずのことだ。市場は、政策金利が2022年末までに最低でも2.5%に達すると予想している。

タデッセ氏は、この見立ては純粹に定量的なものだと言う。タデッセ氏のモデルは二つの要素から成る。第一に、タデッセ氏の調査は、FRBが実施できる引き締め の 最大量 は、引き締めに至るまでのサイクルで実施した緩和全体の3分の2に相当することを示している。第二の要素が影の金利（シャドーレート）で、これは2007～2008年の金融危機への対応として開始され、過去2年間にも実施された大規模な資産購入を考慮するものだ。影の金利は政策金利がゼロまたはゼロ近辺のときの経済指標として使用され、量的緩和などの非伝統的な措置も織り込んだ場合の実質的な政策金利を指している。

タデッセ氏によると、量的緩和、流動性ファシリティー、財政援助を考慮した場合、2021年春の影の政策金利はおよそマイナス5%だった。この数字をサイクル中の2018年12月に政策金利がピークに達したときの2.5%と合わせて、タデッセ氏は前回の緩和サイクルは800ベースポイント（bp）近くに相当したと考えている。その3分の2は約550bpだ。ここで、昨年6月以降、影の政策金利が約250bp上昇したことを考慮してみよう。考え方としては、FRBの明示的な引き締めが3月に始まった一方で、金融市場はFRBの動きを見越してすでに引き締められてきたということになる。

さらに、タデッセ氏がFRBの引き締め能力と見なす550bpから影の引き締め分を差し引く。次に、先週の0.5%の引き上げと3月の0.25%の引き上げを差し引くと、残るのはわずか2.25%だ。そしてこれはバランスシートの削減を考える前の数字である。タデッセ氏によると、いわゆる量的引き締めの最初の1000億ドルは、利上げで約12bpに相当する。バランスシートが縮小するにつれ、1000億ドルごとに引き締め効果がさらに進むことになる。タデッセ氏は、FRBが過去2年間で倍増して約9兆ドルとなったポートフォリオを1兆8000億ドル以上縮小することはないと考えている。それでも、量的引き締めはFRBの残りの引き締め能力の多くを吸収するとタデッセ氏は指摘する。

タデッセ氏は、特にインフレの政治的側面を踏まえて、計算と人の意思決定は別物であることを認めている。重要なのは、FRBがタデッセ氏のモデルが示す以上に引き締めを行う場合にはハードランディングが確実だということだ。パウエル氏の発言はこれと一致しない。パウエル氏の意見が正しくあるためには、FRBが1%を超えてなお、示されたペースで1年半以上バランスシートを引き締めることはできないとタデッセ氏は指摘する。しかし、インフレを十分に鎮静化するには、そうすることが必要だ。

結果はどちらか一つだ。ソフトランディングの場合には、タデッセ氏のモデルが示すようにFRBが引き締めを止めることを意味し、おそらく経済成長の鈍化とさらなるインフレ、つまりスタグフレーションが生じることとなる。FRBが物価を引き下げるといふ誓いを貫くならば、経済が景気後退なしで受け入れられる以上の引き締めをしなければならないだろう。双方のいいところだけを取ることはできない。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

Deal Uncertainties Create the Conditions for Merger Arb Plays

取引成立の不確実性が、合併裁定取引の機会を生む

■ バークシャーはアクティビジョン株を取得

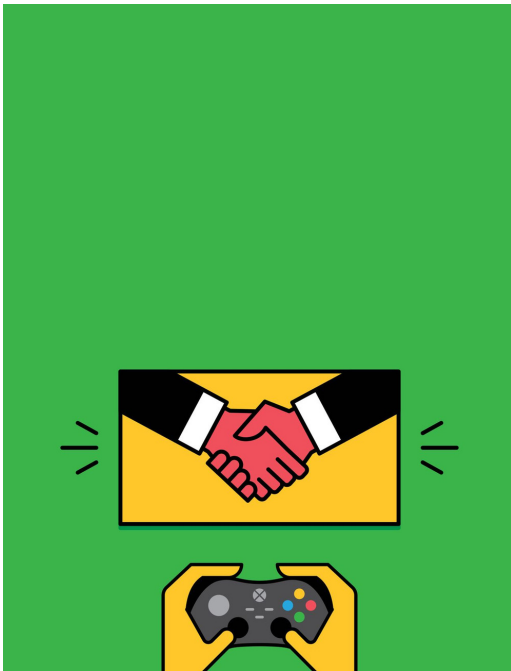


Illustration by Elias Stein

情勢の落ち着かない中で第1四半期の大型買収案件の件数は落ち込んだが、機会がないというわけではない。M&A（合併・買収）の対象となる企業の株価は、多くの場合、程なく買い手側の提示する価格に収斂している。たとえば、3月にウォーレン・バフェット氏率いるバークシャー・ハサウェイ<BRK.B>が、保険会社のアレゲニー<Y>を、1株あたり848ドルの現金で買収することを発表した。アレゲニーの株価は5月2日の週に、それを1%下回る837ドルで取引される局面があった。

一方で、対象企業の株価が提示額を大きく下回り、問題となるM&A案件も存在する。取引成立に懐疑的な見方が絡むことが多いが、投資家にとっては機会となる。リスクを伴うが、古くから知られるマージャー・アービトラージ（合併裁定取引）と呼ばれる投資戦略だ。

バークシャーもこの戦略をとっている。バークシャーは2022年に入り、アレゲニーの他にも、セクハラで訴えられた後に株価が急落したゲームソフト大手のアクティビジョン・ブリザード<ATVI>の株式などを積極的に取得している。アクティビジョンはマイクロソフト<MSFT>が提示した、1株当たり95ドルの現金による買収提案を受け入れた。株価が70ドル台後半から80ドル台前半で取引される中、バフェット氏は、議会の反対はあるが買収は成立するとみて、45億ドルを投じてアクティビジョン株の持株比率を9.5%にまで引き上げた。マイクロソフトの提示価格までの上昇余地は20%だ。

2月には、自動車部品メーカーのテネコ<TEN>が、投資ファンドのアポロ・グローバル・マネジメントの関連ファンドによる非上場化の提案を受け入れた。さらに3月末には、調査会社ニールセン・ホールディングス<NLSN>は、ブルックフィールド・アセット・マネジメントやエリオット・マネジメント等のプライベート・エクイティのグループによる買収に応じた。テネコの株価は1株当たり20ドルの提示額を23%下回り、買収に難色を示す大株主を抱えるニールセンは提示額を6%下回る株価で取引されている。

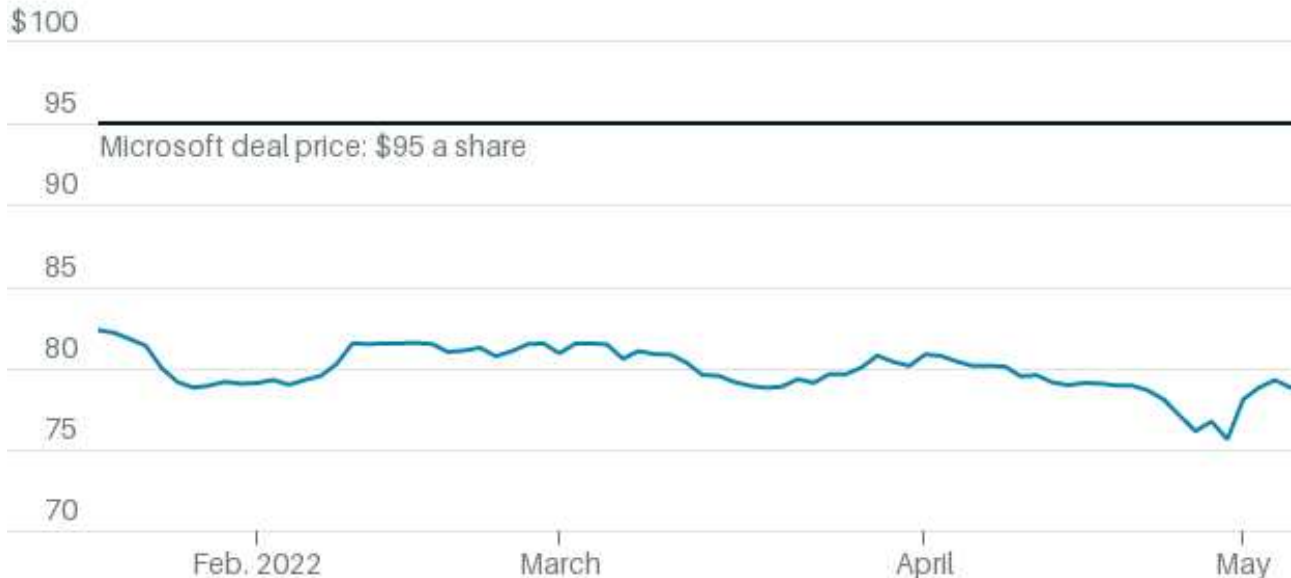
そして、ツイッター<TWTR>は、イーロン・マスク氏が1株当たり54ドル20セントで買収を進めている。最近の株価は48ドル67セントと、それを11%下回る。マスク・ディスカウントだ。

今週の予定

The Activision Play

Berkshire Hathaway has bought more shares in the videogame maker, betting they will rise as the Microsoft acquisition closes.

Activision Blizzard Share Price and Microsoft's Deal Price, Jan. 18 to May 5, 2022



5月9日（月）

・ドイツのバイオ医薬品メーカー、ビオンテック<BNTX>、電力大手デューク・エナジー<DUK>、公益事業持ち株会社のエクセロン<EXC>、大手香料メーカーのインターナショナル・フレーバー・アンド・フレグランス<IFF>、半導体製造のマイクロチップ・テクノロジー<MCHP>、ソフトウェア開発会社パランティア・テクノロジー<PLTR>、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>、食品大手タイソン・フーズ<TSN>、ヘルスケア企業のビアトリス<VTRS>が四半期決算発表。

5月10日（火）

・歯科用医療機器メーカーのデンツプライ・シロナ<XRAY>、ゲームソフト大手のエレクトロニック・アーツ<EA>、クルーズ船運航大手のノルウェー・クルーズ・ライン・ホールディングス<NCLH>、石油・ガスの探鉱・生産を行うオキシデンタル・ペトロリアム<OXY>、食品流通大手シスコ<SYN>、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>、REITのウェルタワー<WELL>、統合型リゾートのウィン・リゾーツ<WYNN>が決算発表。

・衛星放送や有料テレビサービスを展開するディッシュ・ネットワーク<DISH>、ネットワークセキュリティのフォーティネット<FTNT>、飲料・食品メーカーのモンデリーズ・インターナショナル<MDLZ>、ハードディスクドライブ（HDD）メーカーのウェスタン・デジタル<WDC>が投資家向け説明会を開催。

・全米独立企業連盟（NFIB）が4月の中小企業楽観度指数を発表。コンセンサス予想は92.4と、3月から1ポイント低下。3月の数値は2020年4月以来の最低を記録。労働力不足とインフレが中小企業経営者の意欲に水を差した格好。

5月11日（水）

- ・ウォルト・ディズニー<DIS>が2022年度第2四半期の決算を発表。巨大エンターテインメント企業は、コンテンツへの多額の投資などが嫌気され、ここ1年間の株価パフォーマンスはダウ工業株30種平均（NYダウ）構成銘柄で最低となっている。
- ・EVトラックメーカーのリビアン・オートモーティブ<RIVN>、医療機器会社ステリス<STE>、トヨタ自動車<7203>が四半期決算を発表。
- ・米労働統計局（BLS）が4月の消費者物価指数（CPI）を発表。コンセンサス予想は前年同月比8.1%上昇（3月は同8.5%上昇）。食品とエネルギーを除いたコアCPIは前年同月比5.9%上昇（3月は同6.5%上昇）。ウォール街は、インフレがピークに達したとする確証を期待するが、一方でエコノミストと米連邦準備制度理事会（FRB）は、わずか6ヵ月前の予想と比べてインフレ率はより高く、期間もより長くなると予想する。

5月12日（木）

- ・資産運用会社ブルックフィールド・アセット・マネジメント<BAM>、再生可能電力を供給するコンステレーション・エナジー<CEG>、通信機器メーカーのモトローラ・ソリューションズ<MSI>、高級衣料・服飾品メーカーのタペストリー<TPR>が決算コンファレンスコールを開催。
- ・半導体大手マイクロン・テクノロジー<MU>、包装材を生産するウエストロック<WRK>が2022年度の投資家向け説明会を開催。
- ・自動車大手フォード・モーター<F>、半導体大手インテル<INTC>、通信大手ベライゾン・コミュニケーションズ<VZ>が年次株主総会を開催。
- ・BLSが4月の卸売物価指数（PPI）を発表。コンセンサス予想は季節調整前で前年同月比10.6%上昇（3月は同11.2%上昇で、2010年に12ヵ月データの算出開始以来の最高を記録）、食品とエネルギーを除くコア指数は前年同月比8.9%上昇の予想（3月は同9.2%上昇）。
- ・米労働省が5月7日までの1週間の新規失業保険申請件数を発表。4月の週平均申請件数は、わずか18万4000件だった。50年以上前と比べて労働力は2倍以上になったが、直近の申請件数はここ50年で最低を記録している。

5月13日（金）

- ・5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63.1で、4月より2ポイントほど低い。

By Nicholas Jasinski
(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』 2022/05/08

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