

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2022/05/15

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIJIPRESS



DOW JONES

1. 「売り手優位」の労働市場が続く理由 - How Workers Gained Leverage, and Why They Won't Lose It Soon [カバーストーリー]
P.1
コロナ禍の影響後退も労働者は減少へ
2. お買い得に見えるシェル株 - This Energy Giant Looks Like a Bargain [注目銘柄]
P.6
株価押し上げの施策多い
3. 株式市場がひっくり返ってもパニック不要 - Don't Panic When the Stock Market Swoons [フィーチャー]
P.9
今必要な戦略とは
4. ステーブルコインが暗号資産の暴落に拍車 - How a Stablecoin Fueled a Crypto Crash [フィーチャー]
P.13
「ステーブル」でなかったステーブルコイン
5. 来るべき生物学革命に向けた投資方法 - A Biology Revolution Is Coming. Here's How to Invest. [インタビュー]
P.18
aウェリントン・マネジメントのハインズCEOに聞く
6. 乱高下の株式市場、底値付けたか - In a Brutal Week for Stocks, Investors Search for a Bottom [米国株式市場]
P.21
短期的に落ち着いても油断禁物
7. 米FRBのタカ派姿勢、ピークの可能性 - Fed Hawkishness May Be Near Its Peak, Even if Inflation Isn't [経済政策]
P.23
インフレ高止まりでも
8. ウエスタン・デジタルとマイクロンが魅力的な理由 - It's Time to Go Bargain-Hunting for Tech Stocks [ハイテク]
P.25
下落相場で堅実な成長見込み
9. 弱気相場の中、バンプルは買いか? - In a Bear Market, Is Bumble Stock a Catch? Sizing Up Fallen IPOs. [投資戦略]
P.27
下落する新規株式公開株
10. 今週の予定 - Another Problem for Coinbase in Case of Bankruptcy [経済関連スケジュール]
P.29
コインベース破綻時、顧客資産はどうなるか?

※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. 「売り手優位」の労働市場が続く理由

[カバーストーリー]

How Workers Gained Leverage, and Why They Won't Lose It Soon

コロナ禍の影響後退も労働者は減少へ

数十年で最も強い立場



Photograph by Rebecca Greenfield

アレナ・デメンテバ氏（33歳）は、マスクの着用ルールが変わり続けることや、新型コロナウイルスの脅威に常にさらされることに疲れ果て、2021年3月にペット用品店のマネジャーの職を辞めた。デメンテバ氏は工場での新たな仕事を得て、時給も3ドル上がった。5カ月後に退職しようとする慰留され、正社員への登用と7000ドルの昇給を提示された。

しかし、それから6カ月後、新たな変化が必要になった。4月下旬、自宅近くの樹木伐採サービスのプロダクションマネジャーの仕事に就いた。

給与は再び上がり、会社が提供する自動車と携帯電話サービスを利用可能になった。さらに、2020年初めから数えて3番目の仕事で、かつては長い時間をかけていた通勤の手間をほとんどなくすことができた。

デメンテバ氏は、ポストコロナの経済において、自分の職業生活をコントロールできるようになった何百万人もの労働者の一人だ。こうした労働者は記録的な逼迫（ひっばく）状態にある労働市場を利用し、昇給・昇進や働き方の柔軟化、リモートワークの拡大、割安な医療保険、育児手当など数多くの無形の恩恵を受けている。失業率が約50年ぶりの水準まで低下し、失業者1人当たりの求人倍率が過去最大の約2倍となる中、米国人労働者は過去数十年で最も強い立場を享受している。

問題は、それがいつまで続くかということだ。依然として推定300万～400万人が労働市場から離れている主な要因の一つとして、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）に対する懸念があるが、その懸念は後退しつつある。労働運動の支持者は、政策の変化や労働組合の結成を促す要因がなければ、雇用者が労働者を引き付けるために提供している福利厚生は、労働市場の状況が変われば簡単に廃止される恐れがあると懸念している。労働者の力にとって最大の脅威であるリセッション（景気後退）は、年内か来年初めにも発生する可能性がある。

しかし同時に、現在の労働市場を生み出した要因の中には、今後も持続する公算が大きいものもある。ベビーブーム世代の退職や移民の減少は、利用可能な労働力の規模が縮小し続ける可能性を意味する。賃金や給与は約8%上昇したが、景気が落ち着いても低下しにくい傾向がある。労働組合への世論の支持は1965年以来で最も高い水準に達している。2021年第4四半期、労組結成に向けた従業員投票のための申請件数は過去20年間で最多となった。

労働運動のリーダーや支持者によれば、恐らく最も重要なのは、食料品店、公共交通機関、病院などの最前線で働くエッセンシャルワーカーに社会がどれだけ依存しているかがパンデミックによって明らかになったことである。こうした職業の価値はパンデミック前、現在と同じようには評価されてい

なかった。パンデミックによって起きた世論の変化は、数字には表れないが、元に戻るかもしれない。

まとめると、経済が既に完全雇用に近い状態にある中で、労働力をめぐる激しい奪い合いは長期にわたって続く公算が大きい。その結果、雇用主は従業員を引き付けるために雇用条件を修正し、給与の上昇、働き方の柔軟性の向上、雇用機会の増加といった恩恵を求職者にもたらすとみられる。労働運動のリーダーや支持者は、こうした変化によって労働者の力が強まることで、米国経済全体にも大きなメリット（中流階級の強化、国内の生産性の向上、貧困の減少、所得格差の緩和など）があると主張している。

賃金上昇と福利厚生強化は企業の利益率にとって重しとなる。しかし、もう一つの選択肢、すなわち離職率の上昇と採用コストの増加はそれ以上に費用がかかる可能性がある。専門家は、労働者が一つの環境で自分の望むものを得られない限り、逼迫した労働市場において、転職の機会を探すことを止められるものはほとんどないと語る。

■ 労組結成増加、世論も支持



Photograph by Rebecca Greenfield

過去50年近くにわたって、米国の賃金の伸びは停滞し、米国人労働者の下位90%の給与・賃金が国民総所得に占める割合は劇的に低下した。米国人の大半は、労働時間が長くなる一方で、所得が相対的に減った。経済政策研究所が昨年9月に発表した分析によれば、1979年から2019年にかけて正味の生産性は60%近く上昇したが、労働者の平均報酬は16%未満しか増加していない。

労働者の不満は過去10年間で膨張し始めた。それが表れているのが、2011年の「ウォール街を占拠せよ」運動や、2016年と2020年のバーニー・サンダース上院議員の大統領選出馬が支持を集めたことだ。サンダース氏の主張は、超富裕層だけではなく「全ての人のための」経済を生み出すことに重点を置いていた。

こうした状況の中、2020年初めに新型コロナウイルスのパンデミックが発生した。当初は何百万人も労働者が失業したが、その後、感染のリスクにもかかわらず最前線に呼び戻されることとなった。サプライチェーン（供給網）の寸断、配達遅れ、労働力の不足を通じて、米国人は自分以外の労働者にどれだけ依存しているかを自覚した。

その結果、世論は経済を動かし続ける人々を支持するようになった。長年の労働運動家で、米国通信労働組合の前議長であるラリー・コーエン氏は「まるで労働者が英雄であるかのような風潮だった。誰もがスーパーのレジ係が存在することに感謝していた。そうでなければ食べ物を買えないからだ。ニューヨークの街中では医療従事者へ声援が送られた」と語る。

しかし、パンデミックが最悪の時期を脱するにつれて、労働者はその後の扱いにうんざりするよう

なった。多くの労働者は、彼らが困難に耐えてきたことに対する何の感謝もない日常が戻ってきたと感じていた。コーネル大学産業・労使関係学部の労働運動トラッカーによれば、ストライキとロックアウトは急増しており、2021年には約14万人の労働者が延べ330万日にわたるストライキに参加したと推定される。

こうした動きは、アマゾン・ドット・コム<AMZN>の倉庫、アップル<AAPL>、スターバックス<SBUX>など、大きな注目を集める労働組合の結成の急増につながった。2021年10月から2022年3月にかけて、全米労働関係委員会（NLRB）に提出された労組代表の申請件数は前年同期比で57%増加した。この申請は労組結成に向けた従業員投票への大きな最初の一步だ。

現在の労組結成の機運が続くかは不透明で、米国全体での労働組合の加入率上昇にどれだけの影響があるかも不明だ。現在の民間企業労働者の労組加入率はわずか6%強に低下している。しかし、専門家や労働運動の支持者は、特にスターバックスやアマゾンなどの大手企業で労組が結成されれば、さらなる組織化の試みに拍車がかかるだろうと語る。

こうした大きな変化が起きる可能性は、労組結成に対する世論の支持率の上昇によっても高まっている。2021年8月のギャラップ世論調査によれば、3分の2以上の米国人は労働組合を認めている。支持率はわずか5年で12%ポイント上昇しており、1965年以来の高い水準だ。

主因は人口動態や移民減少

Calling it Quits

The share of workers quitting their jobs is at a record high.



Source: Federal Reserve Bank of St. Louis

逼迫した労働市場は、それが続く限り、労働者により大きな力を与えることにつながる。今後数年間で労働組合の結成率が大幅に上昇しなかったとしても、米国内のトレンドや人口動態の変化から見て、雇用主が人材を引き付けるために尽力しなければならない可能性は高い。米国の労働参加率の低

迷が続いている一因は、従来型の職に就くことを望む人が減っているためだ。4月時点の労働参加率は62.2%にとどまっており、パンデミックが発生する直前の2020年2月の63.4%を下回っている。

エコノミストは労働参加率の上昇を予想しているが、それには時間がかかる可能性がある。メキシコ自治工科大学などが今年初めに発表した調査によれば、新型コロナウイルスへの恐怖は依然として労働参加率を2.5%ポイント押し下げていると推定される。ワクチンが普及し、感染対策のための制限の多くが解除されたにもかかわらず、2021年から2022年にかけて新型コロナウイルスの影響がほとんど和らいでいないことから、研究者は労働参加率への重しが今後数年にわたって持続すると予想している。

労働参加率が低迷している他の要因としては、ハイテクプラットフォームやギグエコノミー（インターネットで単発の仕事を請け負う労働形態）の成長によって、ウーバー<UBER>のドライバーやオンラインマーケットプレースのエッツィ<ETSY>での手工芸品店の運営など、自分の希望する条件に合う仕事がかつてないほど見つけやすくなっていることが挙げられる。

米国の高齢化も一因である。毎日約1万人のベビーブーム世代が退職年齢に達しており、出生率は低下している。パンデミックによって資産価格が上昇し、投資資産のポートフォリオの価値が高まったため、一部の労働者は退職を前倒しした。

ミネソタ大学の労働経済学者であるアーロン・ソジャーナー氏は、こうした退職者の一部は既に労働を再開しているか、今後再開する見込みだと言う。しかし、多くの退職者はそうではないだろう。ソジャーナー氏が労働省のデータを分析したところ、パンデミックの発生以降、仕事を辞め、新たな職に就く意向がない人の数は約170万人増加した。増加した人の90%は55歳超である。

恐らく最も重要なのは、移民の純増数が2016年から徐々に減少しており、その傾向がコロナ禍とそれに伴う渡航制限によって加速したことだ。国勢調査のデータでは、米国への移民の純増数は、2015～2016年は100万人超だったが、2020～2021年は24万7000人に減少した。その結果、2020年から2021年にかけての人口の増加はわずか0.1%にとどまった。国勢調査局によれば、これは米国建国以来で最低の成長率だ。

バーニング・グラス研究所のチーフエコノミストで、ニューヨーク大学の経済学教授であるガッド・レバノン氏は「少なくとも2020年代末まで、逼迫した労働市場はニューノーマルとなるだろう」と話す。

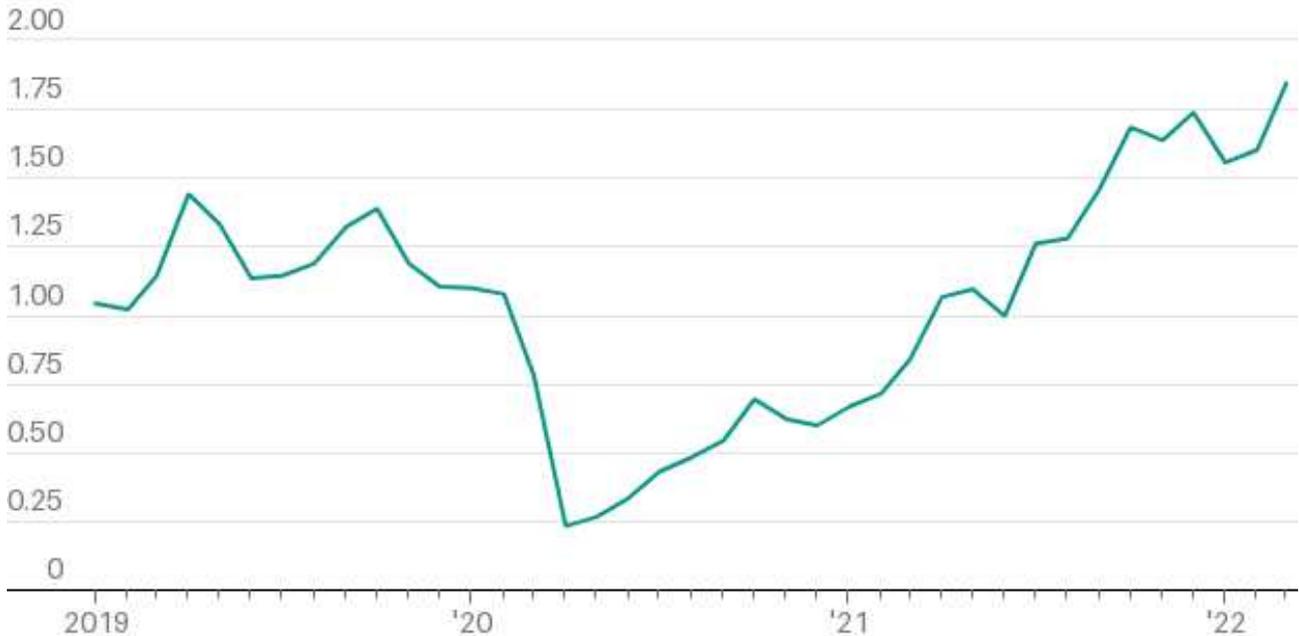
■ 対策求められる雇用主

多くの雇用主は労働者を採用するために新たなテクニックに頼っているが、そのような対策は高くつく。求人サイト運営会社ジップリクルーターが実施した調査によれば、以前は雇用時に契約金を受け取る労働者の割合は4%にすぎなかったが、最近雇用された労働者の約25%は契約金を受け取っている。さらに、40%以上の労働者は働き方の柔軟性が向上したと回答した。

その結果、全体的な人件費は増加している。エコノミストによれば、労働者は過去数年間で得た力を行使し続けるだろう。そのため雇用主は、長い目で見て、売上高に対する給与・賃金の比率が増えることに備える必要がある。企業はコストを引き下げるために別の選択肢を探すとみられる。しかし、

Workers' Choice

The ratio of job vacancies per unemployed person is the highest on record, underscoring how in demand workers are.



Source: Federal Reserve Bank of St. Louis

売り手優位の労働市場では、魅力的な賃金と福利厚生を提供する以外に、事業を継続するための選択肢はあまり存在しないのが実情だ。

ワシントン州タコマで生花店を営むキャサリン・ラズ氏にとって、全てが変わり始めたのは2021年初めだった。当時、2年前の開業時に採用した少人数のチームのメンバーが次々と退職し始めた。退職の理由はさまざまだが、いずれもよくある内容だった。つまり、「高い給与が欲しい」「もっと柔軟に働きたい」「疲れ果てた」などだ。

離職率の上昇を受けて、ラズ氏は現在の従業員を維持しつつ、新しい従業員を採用する方法を探り始めた。そのために給与を引き上げ、有給休暇の日数を増やした。売上高に対する賃金・給与の比率はパンデミック前の約21%から30%へ上昇した。ラズ氏は現在、医療保険の選択肢を増やし、確定拠出年金制度を導入することを検討している。一方で可能な限り営業費用を削減しており、事務所のリースや清掃サービスの委託をやめ、自分自身の給与を据え置いている。

ラズ氏は「私にとって最も重要な資産はこの店で働く人たちと、その人たちが持っている組織としての知識だ。だから、それを維持したいと思っている」と語る。

By Megan Cassella
(Source: Dow Jones)

2. お買い得に見えるシェル株 This Energy Giant Looks Like a Bargain 株価押し上げの施策多い

[注目銘柄]

まだ比較的割安



Konstantinos Tsakalidis/Bloomberg

投資家は今年に入ってエネルギー株に殺到し、株価を押し上げた。しかし、まだお買い得銘柄は残っており、シェル<SHEL>はその中の一社だ。シェルには、世界最大の液化天然ガス（LNG）事業とガソリンスタンド・ネットワークがあるが、12日の終値は55ドルで、2022年の予想1株当たり利益（EPS）の9ドルに対する株価収益率（PER）はわずか6倍だ。これに対し、エクソンモービル<XOM>は9倍、シェブロン<CVX>は約11倍となっている。

シェルは、バリュエーション格差を解消するための手段を講じることが可能だ。例えば、アクティビスト（物言う投資家）であるサード・ポイントのダン・ローブ氏は企業分割を求めている。ローブ氏は最近の顧客向けレターで、「シェルの深海油田から風力発電、さらにはガソリンスタンドから化学プラントに及ぶ多様な事業ポートフォリオは理解しづらく、管理不可能だ」と述べた。

投資会社ミル・ポンド・キャピタルによると、LNG事業とガソリンスタンドを合わせると、全社のキャッシュフローに占める割合はわずか35%であるにもかかわらず、1700億ドルの価値があり、シェルの時価総額（2070億ドル）の大半を占める可能性がある。ミル・ポンド・キャピタルのサム・オブ・ザ・パーツ分析はシェルの価値を1株当たり約80ドルと評価している。

増配は株価にプラス

シェルは大幅な増配も可能だ。2020年は新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）を受けて65%減配した。現在の配当利回りは3.6%だが、これに対してエクソンは4.1%、シェブロンは3.4%となっている。シェルは2022年の予想利益の20%という保守的な配当性向を維持しているが、エクソンとシェブロンは35%だ。ミル・ポンド・キャピタルのプリンシパルであるダン・ファーブ氏は「シェルは配当を新型コロナウイルス前の水準に回復できる。そうすれば、経営陣に対する信頼感の回復と株式の再評価に大きく役立つだろう」と語る。

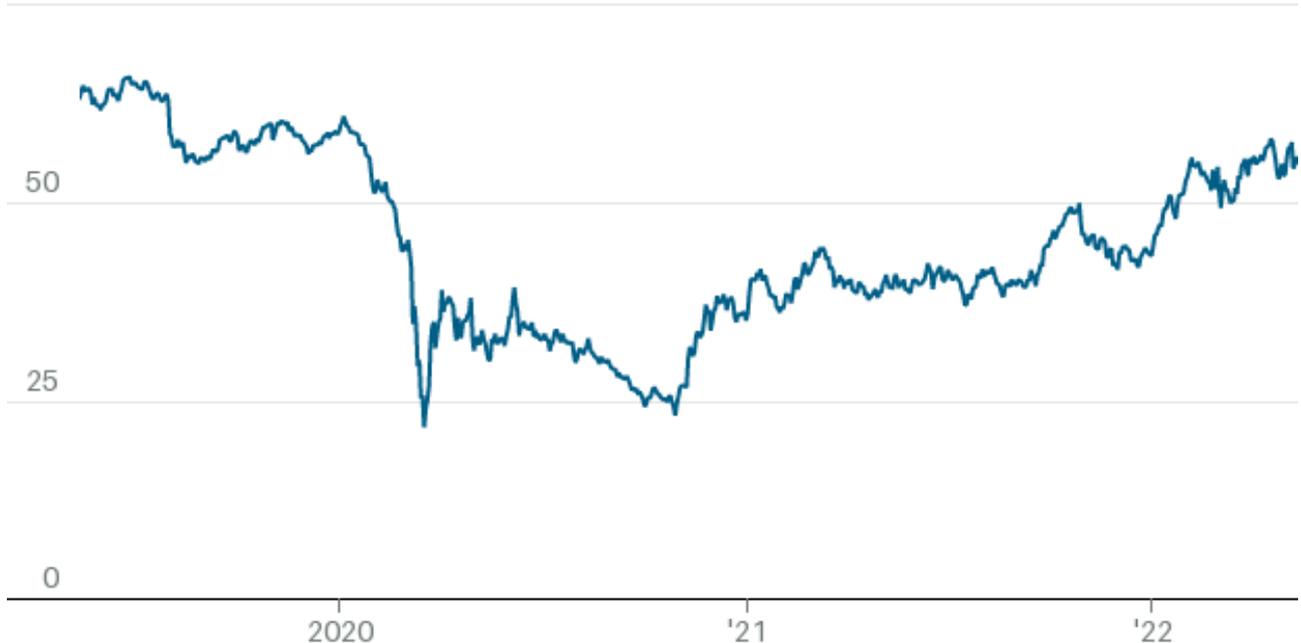
シェルは最近、米国上場株式の四半期当たり配当を50セントと、4%引き上げた。これは毎年4%増配する計画に沿ったものだ。しかし、記録的な利益を上げているにもかかわらず、現在の四半期当たりの配当は新型コロナウイルス前の94セントの半分強にすぎない。エクソンとシェブロンはコロナ禍でも配当を維持し、最近では増配している。シェルの四半期当たりの配当が94セントになれば配当利回りは6.8%、75セントなら5.4%となる。いずれの場合でも株価は大幅に上昇するだろう。

モルガン・スタンレーのアナリストであるマーティン・ラッツ氏は、シェルの営業キャッシュフロー

Shell

SHEL / NYSE

\$75



Source: FactSet

がシェブロンを30~40%上回るにもかかわらず、年間の配当総額は75億ドルと、シェブロンの110億ドルを下回り、シェルは増配が可能だと指摘。シェルの純負債は480億ドルで、エクソンやシェブロンを上回るが、引き続き負債を迅速に返済すると予想されている。

シェルは自社株買いを拡大している。上半期は85億ドルの買い戻しが計画されており、通年では恐らく150億ドルとなる。シェルのバリュエーションが低いことを考慮すると、自社株買いは現金の有効な使い道だが、多くの投資家はむしろ増配を望んでいる。

投資家は、株価が年初来で30%上昇した後は買いをためらうかもしれないが、ローブ氏はシェルについて、「コモディティ価格の上昇によって、バリュエーションは昨年と同様に大幅なディスカウントとなっている」と分析している。

他にも魅力

シェルは過去1年間、投資家向けの幾つかの施策を講じてきた。例えば、厄介な英国とオランダの2本社構造を廃止し、大陸欧州の大半の諸国よりエネルギー産業を敵対視していない英国に本社を置いた。また、株式構造を単一クラスに単純化した。

シェルは世界最大のLNG生産会社で、世界の生産量の10%を占める。バーンスタインのアナリストでシェルの投資判断をアウトパフォーム、目標株価を76ドルとしているオズワルド・クリント氏は「LNGはロシア産がなくなった後に注目すべき分野だ」と強調。欧州はロシア産天然ガスへの依存度を引き下げる必要があるため、LNGの見通しは明るい。また、アジア、特に中国のLNG需要は今後数十年間で大幅に増加する公算が大きい。

Meet the Super Majors

Shell trades at a steep discount to its U.S.-based peers, even though it has some of the industry's most attractive assets. Investor Dan Loeb advocates a breakup.

| Company / Ticker | Recent Price | YTD Change | Market Value (bil) | 2022E EPS | 2022E P/E | Div Yield |
|--------------------------|--------------|------------|--------------------|-----------|-----------|-----------|
| Shell / SHEL | \$55.22 | 27.2% | \$207 | \$8.90 | 6.2 | 3.6% |
| BP / BP | 29.61 | 11.2 | 96 | 6.09 | 4.9 | 4.4 |
| Chevron / CVX | 164.71 | 40.4 | 324 | 15.39 | 10.7 | 3.4 |
| Exxon Mobil / XOM | 86.30 | 41.0 | 364 | 9.58 | 9.0 | 4.1 |

Note: e=estimate.

Source: Bloomberg

シェルの4万6000カ所を超えるガソリンスタンドと1万2000店舗のコンビニといった小売事業の価値は、専門会社のバリュエーションに基づく400億ドルに上る可能性がある。クリント氏は小売り事業の価値を強調した上で、シェルのプラットフォームが「極めて大きな成長可能性」をもたらすと述べている。

シェルは欧州を基盤とし、石油・ガス事業の縮小に向けた環境活動家からの比較的大きな圧力に直面しているため、シェブロンやエクソンに対するディスカウントもうなずける。米国の同業他社と比べて環境問題に対する関与も積極的で、「エネルギー革命」への参加に関する頻繁な言及も、石油・ガスに対するエクスポージャーを望み、化石燃料が今後数十年間にわたって世界のエネルギー需要を満たすために極めて重要な役割を果たすと考える投資家を不安にさせてきた。

シェルが、環境に配慮した企業でありながら、一段と株主志向のアプローチを取れない理由はほとんどない。増配は幸先の良いスタートになるだろう。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

3. 株式市場がひっくり返ってもパニック不要 Don't Panic When the Stock Market Swoons 今必要な戦略とは

[フィーチャー]

株式投資を再開すべき理由



Photo illustration by Barron's staff; (reference) Dreams time (3)

ある米銀のストラテジストが先週、今年は投資家にとって史上最悪の年になると宣告した。株式と債券が年初にひどいスタートを切った一方、消費者物価は急上昇している。こうした悪材料を年末まで引き伸ばしてみると、分散投資家はインフレ調整後に投資の半分近くを失いかねないという主張だ。もちろん、その可能性はあるが、違う見方もある。株式相場が大幅に下落するのは普通のことだ。S&P500指数が高値から20%超下落したことは1950年以降で10回ある。20%弱の下落となったことは5回あり、これらを含めれば、米国の大統領（1950年以降14人）と同じくらいの数の弱気相場を経験していることになる。

S&P500指数は1月上旬の高値から18%下落しているが、今回の下落の特徴は下落幅ではなく、米連邦準備制度理事会（FRB）の前例のないサポートを受け、極めて長期にわたり強気市場が続いたことだ。ウォーレン・バフェット氏の投資キャリアにおいて、株式市場が弱気相場以前の水準に戻るには平均で約2年、場合によっては4年以上を要した。しかし、現在35歳の若者が大学を卒業して以降、6カ月以上を要したことはない。ハイテク株中心のナスダック100指数のリターンは、2008年以降、毎年プラスを維持している。

今後、そうはいかないだろう。幾つか新たな投資指針が必要となるが、実は昔からあったものだ。価格が下落したミーム株や暗号資産（仮想通貨）を保有するモメンタムチェーサーは、ナンピンや塩漬けの誘惑を払いのける必要がある。一方、極度の弱気に陥った経験豊富な投資家は、投資を再開すべきだ。キャッシュフローが健全で、順調に成長を続け、配当利回りも相応の水準にある優れた銘柄が存在する。株から逃げるべきではない。株式は長期的には他の資産クラスをアウトパフォームする傾向にある。債券は資金調達、コモディティ（商品）はモノでしかないが、株式は企業を意味する。企業が資金とモノを使ってより多くの価値をつくり出したからこそ、数多くの大企業が存在する。

問題は、短期的なリターンの行方が誰にも分からないことだが、バンガードの計算によると、1935年以降、米国株は31%の年で年間のリターンがインフレ率を下回ったが、10年間のリターンがインフレ率を下回ったのはわずか11%だった。キャッシュ比率が高い投資家は投資を再開すべきだ。これ以上状況が悪化しないという意味ではない。S&P500指数の株価収益率（PER）は昨年末の21倍超から既に17倍まで低下しているが、長期平均の15倍近くに回帰、あるいはさらに下振れする可能性がある。市場の低迷が長引けば、負の資産効果を生み、消費と企業収益がそがれ、株価がさらに下落する可能性がある。

しかし、底値のタイミングを見計ろうとするのは無駄だ。株式は多少割高で購入しても、時間がたつにつれ賢明な投資に見えるようになるものだ。S&P500指数の1988年以降の年平均リターンは10.6%であり、PERが17倍の時に投資しても10年間保有すれば、平均で一桁台半ばから後半のリターンになる。先週発表されたインフレ率8.3%に比べ、それほど大きな数字には思えないだろうが、FRBにはインフレ率を下げるための強力な手段がある。米国債の名目利回りとインフレ率調整後利回りとの間の関係は、今後5年間の平均インフレ率が2.9%、続く5年間が2.6%であることを示唆している。インフレ抑制策が強力であれば景気後退を引き起こす可能性があるが、それもいずれ終わる。当面、労働需要は旺盛で賃金は上昇を続けており、家計と企業のバランスシートは健全であるように見える。

相場下落時の強気姿勢は、経験不足が原因と思われるかもしれない。一貫して弱気姿勢を取るニューズライターには知的な魅力がある。しかし、長期的な成績は芳しくない。戦争、病気、赤字、民主主義を心配するのもよし、左翼、右翼、怠け者、強欲者、必要であれば株式市場のレポーターを非難しても構わない。しかし、長期投資においては、楽観60%、謙虚さ40%の配分を維持するように心がけるべきだ。

有望分野

Bumps in the Road

The S&P 500 has gained 173% since 2000, despite this year's losses.



Source: FactSet.

大手金融機関モルガン・スタンレーは、S&P500指数はわずかながら下げる余地があるとみているが、ウェルスマネジメント部門の最高投資責任者（CIO）を務めるリサ・シャレット氏は、金融、エネルギー、ヘルスケア、資本財、消費者サービス、輸送・インフラ関連業界には、株価が上振れ方向のサプライズを期待できる水準の企業もあると指摘し、「極めて質の高い、信頼できるキャッシュフローが必要だ。優れた増配実績のある企業にそうした傾向がみられる」と語る。

石油精製販売のバレロ・エナジー<VLO>、医薬品卸のマッケソン<MCK>、化学品メーカーのダウ<DOW>、大手バイオ医薬品メーカーのプリストル・マイヤーズ・スクイブ<BMJ>などを上位投資先とする上場投資信託（ETF）ペイサー米国キャッシュ・カウ100ファンド<COWZ>の株価は年初来ほぼ変わらないが、幾つか同じ銘柄を保有するSPDRポートフォリオS&P500高配当株式ETF<SPYD>は配当利回りが3.7%とはるかに高く、年初来で3.7%のリターンを上げている。

S&P500指数は弱気相場入りの基準に達していないかもしれないが、構成銘柄の半数が高値から25%超下落している。最も大きな打撃を受けた銘柄の一つである大手航空機メーカーのボーイング<BA>は設計上の問題や旅行業界の不況により低迷しているが、その製品サイクルは十年単位であり、好調な年には100億ドルを超えるフリーキャッシュを生み出すことが可能だ。2年前、時価総額は2000億ドルを超えていたが、現在は730億ドルとなっている。工具メーカーのスタンレー・ブラック・アンド・デッカー<SWK>は、インフレとサプライチェーンの問題により打撃を受けたが、需要は堅調で、PERは半減して12倍となっている。iシェアーズブランドを保有しており、世界で最も成功を収めている資産運用会社のブラックロック<BLK>の予想PERは、今年20倍から15倍に低下した。ネットフリック

ス<NFLX>でさえも、株価売上高倍率（PSR）が過去3年間の平均7倍から2.2倍に低下しており、フリーキャッシュフローがいくらかプラスになれば、魅力的なストーリーができあがる。

訳あり銘柄から探すよりも、もっと洗練されたアプローチがある。大手金融機関UBSの米国株戦略責任者キース・パーカー氏は株式の上値余地に注目する。パーカー氏のチームは最近、コンピューターによる機械学習モデルを使用し、購買担当者景気指数（PMI）がピーク時から低下している場合など、どのような投資属性が足元の環境で最も有望か予測を行なった。収益性、財務健全性、効率性などの指標を組み合わせて、「クオリティ」と名付けた。クオリティが高く、向上しつつあり、売上高成長率やフリーキャッシュフロー利回りも適切な水準にある企業をスクリーニングした結果、グーグルの親会社アルファベット<GOOGL>、飲料メーカーのコカ・コーラ<KO>、エネルギー大手のシェブロン<CVS>、金融機関のUSバンコップ<USB>、大手製薬会社のファイザー<PFE>、廃棄物処理企業のウェスト・マネジメント<WM>などの銘柄が該当した。

iシェアーズ・ラッセル2000 ETF<IWM>を構成する小型株もおろそかにすべきではない。ビーオブエー・セキュリティーズによれば、これらの銘柄のPERは過去の平均値を20%、大型株の水準を30%下回っている。

欧州株はウクライナでの戦争に対するエクスポージャーが大きくなるが、外国株についても同様のことが言える。MSCI全世界株式（米国を除く）インデックスの直近の予想PERは12.2倍。過去20年間のPERの22パーセントタイルと、統計的にみて低い水準にある。これに対し、米国株は82パーセントタイルだ。モルガン・スタンレーのシャレット氏は、最近ドルが主要貿易相手国の通貨バスケットに対して20年ぶりの高値を付けたことも外国株をさらに魅力的にしていると指摘し、「欧州株に投資をすれば、株価の上昇に加え、ユーロが反発する可能性もある。同じことが円についても言える」と語る。

株価が大きく下がったからお買い得というわけにはいかない。キャッシュフローがマイナスの企業、黒字化に時間がかかり、買収の可能性が低い企業は要注意だ。同様に、投資要因としてのミーム性には金利上昇およびPMI低下の局面における長期的なパフォーマンス実績がない。ゲーム販売会社のゲームストップ<GME>や映画館チェーン大手AMCエンターテインメント・ホールディングス<AMC>の押し目買いは避けた方がよいだろう。

債券および暗号資産

債券も、10年物米国債の利回りが3%前後で推移しており、それほど下値を懸念する必要がない水準に達している。10年債の利回りは、利上げ局面中のフェデラルファンド（FF）金利の最終的な水準近くで天井を打つ傾向があり、モルガン・スタンレーは今回3%前後になると予想している。シャレット氏は「タイミングを完璧に当てることはできないかもしれないが、債券価格の調整はほぼ終了していると当社はみている」と語る。投資家は利回りを高格付け社債のベンチマークであれば4.7%、ジャンク債であれば7.4%に引き上げることが可能だ。ただ、クオリティにこだわる必要がある。債券の主な目的は守りであり、歓喜することではない。バンガードの計算では、株式と債券を60対40で組み合わせれば、株式のみの場合よりも今後5年以上にわたりリターンがインフレ率を下回る可能性ははるかに低くなり、10年以上で見ても、わずかながら低くなる。

債券に投資すべき金額を左右するのは、投資家の年齢ではなくその資金を必要とする時期だ。90歳代

Bear Sightings

Troubled 10: There have been 10 S&P 500 bear markets—defined as declines of 20% or more—since 1956.

| Start and End Date | % Price Decline From Peak to Trough | Length in Days |
|--------------------|-------------------------------------|----------------|
| 7/15/57 - 10/22/57 | 20.7% | 99 |
| 12/12/61 - 6/26/62 | 28.0 | 196 |
| 2/9/66 - 10/7/66 | 22.2 | 240 |
| 11/29/68 - 5/26/70 | 36.1 | 543 |
| 1/11/73 - 10/3/74 | 48.2 | 630 |
| 11/28/80 - 8/12/82 | 27.1 | 622 |
| 8/25/87 - 12/4/87 | 33.5 | 101 |
| 3/24/00 - 10/9/02 | 49.1 | 929 |
| 10/9/07 - 3/9/09 | 56.8 | 517 |
| 2/19/20 - 3/23/20 | 33.9 | 33 |
| Average | 35.6% | 391 |

Sources: Ned Davis Research; Yardeni Research; Bloomberg

の億万長者であれば危険な人生を送っても問題ないが、28歳で子供と住宅ローンを抱え、貯蓄額3万ドルの一家の大黒柱は、退屈でリスクの低いものに投資し、将来の給与の最大化に注力すべきだろう。

暗号資産はキャッシュフロー、原資産価値、その他の基本的な価値基準を欠いており、支えとなるのは直近価格のモメンタムのみだ。従って、価格が下落するにつれ魅力が増加するのではなく、減少するまれな資産だ。言い換えれば、暗号資産に価値と言えるものはない。遊びで少量を購入するのは構わないが、理想的なポートフォリオ配分はゼロだ。暗号資産のファンにとって、こうした懐疑論は時代遅れに見えるかもしれない。しかし、4世紀前、投資家に対する定期的な現金の支払いが、航海が終了するたびに全ての利益を分配して合弁事業を解体するのではなく、事業を永続的に運営することを可能にするブレークスルーとなった。これにより、事業持分の取引が増加し、これを目的とした市場が生まれた。言い換えれば、配当が株式を生んだのであって、その逆ではない。

1936年以降、配当がトータルリターンの36%を占めていたが、2010年以降は15%にとどまっている。S&P500指数の配当利回りはわずか1.5%であり、1956年以降の実績で下から25パーセントタイルに位置している。幸い、ピーオブエー・セキュリティーズによれば、企業は7兆ドルのキャッシュを保有しており、株主への利益還元を模索する中、今年の配当は13%増加する見通しだという。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

4. ステーブルコインが暗号資産の暴落に拍車 How a Stablecoin Fueled a Crypto Crash 「ステーブル」でなかったステーブルコイン

[フィーチャー]

暗号資産の基盤



Illustration by Marcus Marritt

テクノロジー株全般に売り圧力が強まる中、ビットコイン<BTCUSD>をはじめとする暗号資産（仮想通貨）は一層悪い状況になっている。しかし、他が全滅しても価値を保つはずのトークンであるステーブルコインが、暗号資産の暴落を加速させているようだ。

名前の通り、ステーブルコインは固定価値を維持するよう設計され、1トークン当たり1ドルに設定されることが多い。しかし、急成長する「アルゴリズム型」ステーブルコインのテラ<USTUSD>は、先週最安値でわずか数セント

まで暴落した。それで最大のステーブルコインテザー<USDTUSD>への信認が揺らいだようで、テザーは5月12日朝早く1750億ドルの売買を伴って95セントまで売られたが、その後99セント近辺まで回復している。

テザーは12日の発表で、「今週の市場の動きを受けて予想されたパニックの中でも通常通りで、3億ドルの引き出し要求に応え、20億ドル以上を『問題なく』処理した」と述べた。

今回の件は、暗号資産の基盤そのものを揺るがすかもしれない。ステーブルコインは暗号資産の取引や貸付に欠かせず、中央集権型取引所と分散型取引所（ディーファイ）双方で個人トレーダー、取引所、マーケットメーカーに流動性を供給している。コインマーケットキャップによると、暗号資産の日々の取引の大半はステーブルコインを介している。もしステーブルコインの事実上デジタルドルとしての固定価値に、トレーダーやマーケットメーカーが頼ることができなければ、暗号資産市場全体が信頼の喪失に直面しかねない。

規制当局は、もしステーブルコインが民間発行のデジタル通貨として立ち上がれば、金融市場や金融政策全般にリスクをもたらす恐れがあると懸念している。ステーブルコインの引き出し要求が殺到すれば、理論的には、担保として保有されるコマーシャルペーパーや他の現金相当資産の大量売却につながる可能性がある。またステーブルコインが国際取引や国境を越えた決済でドルを代替すれば、実質的に銀行を迂回（うかい）して政府による金融政策や資金フローの管理を難しくする可能性がある。

イエレン米財務長官は5月10日の上院銀行委員会で、「ステーブルコインの発行残高は急速に拡大しており、国としての一貫した枠組みが必要だ」と述べ、テラに触れた。

ビットコインの高いボラティリティーと取引媒体としての欠点がステーブルコインに道を開いた。ステーブルコインはブロックチェーンに基づく決済、取引、貸付や他の活動を媒介する主要な手段とな

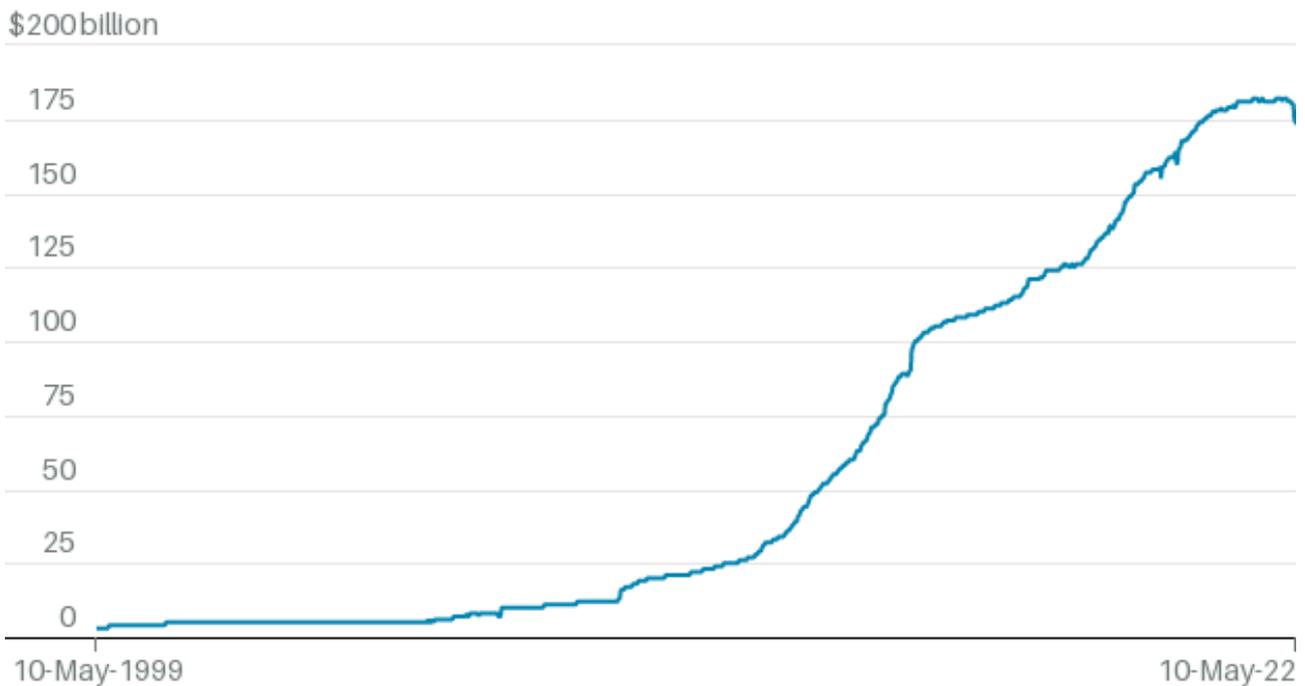
った。デジタル資産データを供給するカイコのクララ・メダリー調査部長は「今日、ステーブルコインは暗号資産市場の取引の大多数を占める」と語る。

コインマーケットキャップによると、暗号資産全体の時価総額1兆4000億ドルのうち、ステーブルコインは12%を占めるだけだが、取引高の大半を占めている。ステーブルコインの需要があまりにも強いために利回りは8%になることもあり、テラでは20%に達したこともある。

ドル代わりに利用

Stablecoins Grow Up

The market value of major stablecoins has soared, led by Tether and USD Coin.



Source: CoinMarketCap

ステーブルコインは、今や暗号資産市場で従来のドルのように幅広く使われる。トレーダーはデジタルウォレットで現金のような流動資産として保有している。また、ステーブルコインは貸付、借入、機関投資家向けマーケットメイキングにも幅広く使われる。ステーブルコインの総価値1740億ドルのうち、テザーとUSDコイン<USDCUSD>の発行残高が合わせて1300億ドルと大半を占める。

暗号資産デリバティブブローカー、FRNTフィナンシャルのステファン・ウーレット最高経営責任者（CEO）は「暗号資産のエコシステムにいったん入ると、ステーブルコインは実際には暗号資産なのにあたかもドルだと思わせてしまう」と語る。

デジタル資産ブローカー、グローバルブロックのアナリストであるマーカス・ソティリユ氏は、ステーブルコインが果たす主要な役割である流動性の供給と、ディーファイネットワークにおいて暗号資産取引の相方を成すことは、これらのプラットフォームにシステムリスクをもたらし、「多くのディーファイプロトコルはテラを担保に使っており、多くのディーファイプロトコルに大きく影響する」と話す。

他の暗号資産と同じように、ステーブルコインはイーサリアムのようなブロックチェーンで機能する。デジタルウォレットの間でやり取りすることにより、銀行が取引をたどったり処理したりすることは必要ない。ブロックチェーンの取引コストは高いかもしれないが、ステーブルコインは、従来の銀行システムを迂回して仲介者を排除するピアツーピアの取引に非常に適している。

ステーブルコインは基本的に2種類あり、資産の裏付けがあるものとアルゴリズム型だ。テザーとUSDコインは前者の中で上位2位の規模だ。この種類はコインの発行残高に等しい担保を保有することでドルとの連動維持を目指している。1ドルに相当するコインが発行されるたびに、発行会社は1ドル相当の担保を購入することになっており、コインが引き出されれば担保は売られることになる。

テラのようなアルゴリズム型ステーブルコインはより複雑だ。通常、他の暗号資産を使った裁定取引とインセンティブメカニズムを通じてドルとの連動を維持する。コインの価格が1ドルから離れると、トレーダーは1ドル相当の別の暗号資産と交換して利益を得ることができる。理想的にはこの仕組みでステーブルコインの価格が1ドルからの大幅な乖離（かいり）を防ぐはずだった。

「1ドル割れ」

テラは290億ドルの価値を失い、関連するトークンのルナ<LUNAUSD>やデリバティブも共に地に落ちたが、テザーの下落はそこまでひどくなかった。しかし、テラの暴落で投資家がテザーへの信頼も失って取引に波及したと考えられる。

テラの暴落で、アルゴリズム型コインの将来性が危ぶまれる。テラはルナ・ファウンデーション・ガードと韓国の暗号資産起業家ド・クォン氏が支えており、クォン氏は最近、ルナ・ファウンデーションが100億ドル相当までのビットコインをテラの担保として買うと述べた。ルナ・ファウンデーションは最近の暴落前には35億ドル相当のビットコインを保有していた。

テラへの圧力は3億5000万ドルのテラの売りが市場に押し寄せて始まった。そしてアンカーと呼ばれるディーファイプラットフォームでのテラの140億ドルあった残高が大幅に減少したことで、圧力に拍車がかかった。残りは2億ドルになっている。

クォン氏は11日にツイッターに「皆さんにとって、過去72時間が非常に厳しかったことを理解している。皆さん一人ひとりとこの危機を切り抜けるために努力する決意を持っており、そして私たちは道を切り開いていくのです。テラを再建する中で仕組みを担保付に修正する」と投稿した。

しかし、ルナ・ファウンデーションは資金が枯渇している可能性がある。準備金は暗号資産相当で900万ドルを下回るまで減少し、もうウォレットにはビットコインはない。

ルナがビットコインを保有することで、他の暗号資産や取引プラットフォームへの伝染メカニズムができてしまい、それでテラへの引き出しが明らかに手に負えなくなった。トレーダーはテラの暴落を予想してビットコインを売り、下落をもたらした。そしてそれが暗号資産市場全般に波及し、イーサ<ETHUSD>のようなトークンを圧迫し、ディーファイプラットフォームでの引き出しに火を付けた。

暗号資産取引会社デクステリティ・キャピタルのマネージングパートナーであるマイケル・サファイ氏は「これはテラのエコシステムにとって非常に痛いことで、もしかしたら元には戻れないかもしれ

ない。この時点で、多くの個人投資家や機関投資家が多額の資金を失っているだろう」と言う。

テザーが1ドルを割り込む前、暗号資産のポートフォリオマネージャーや取引所は、テザーがテラのようなアルゴリズム型コインよりも持ちこたえられると期待していた。カナダ上場の暗号通貨取引所であるボイジャー・デジタル<VYGVF>のステファン・アーリックCEOは「銀行口座にあるドル、あるいは国債に裏付けられたコインは、アルゴリズム型コインよりも透明性が高い。アルゴリズム型コインに価値がないと言っているわけではないが、ドルへのペグを失う可能性が高くなる」と指摘する。

セキュリタイズ・キャピタルのポートフォリオ管理責任者であるアディル・アブデュラリ氏は、テザー自体がぐらつき始める前に、「ステーブルコインのドルに対するペグをアルゴリズムによって調整するのは、依然として未解決の問題だ。USDコインのような昔ながらの、ドルに裏付けられたステーブルコインが、われわれが扱う唯一存続可能なデジタルドルだ」と述べている。

広がる規制導入

暗号資産への規制は世界中で勢いを増しており、ステーブルコインは真っ先にターゲットとなる可能性がある。米国の規制当局や議員は、ステーブルコインについて幾つかの懸念を表明している。一つは、発行者の準備金の流動性と質、特に数百万人が一度にコインを引き出そうとするパニック時に、引き換え要求に応えられるかどうかということだ。

テザーは、その保有資産に関して不透明な態度を取ってきた。英領バージン諸島に拠点を置くテザーは、ケイマン諸島の監査人から準備金に関する「保証意見書」を定期的に入手し、開示している。それによると、昨年12月末時点で準備金の80%超が国債、現金、譲渡性預金、マネー・マーケット・ファンドで保有されていた。しかし、残りの内訳は、41億ドルの「担保付きローン」、36億ドルの「社債、ファンド、貴金属」、50億ドルの「その他の投資」（「デジタルトークン」を含む）などで詳細は不明だ。

テザーの情報開示と準備金の質は、規制当局からの働きかけがあったとはいえ、改善されている。テザーとその関連企業であるビットフィネックスは、昨年、テザーの準備金と情報開示の慣行に関して、ニューヨーク州司法長官に提訴されたが、和解した。またテザーは準備金の虚偽記載の疑いで、米商品先物取引委員会（CFTC）に4100万ドルの罰金を支払った。

テザーの広報担当者は本誌に対し、「アルゴリズムによって調整するステーブルコインとは異なり、テザーは強固で保守的、かつ流動性の高いポートフォリオを保有している。『複数のブラックスワンイベントを通じて』安定性を維持しており、換金を拒否したことはない。テザーの準備金は日次で開示されており、コマーシャルペーパーの保有削減で改善されている」と指摘した。

一方、USDコインの発行元であるサークル・インターネット・ファイナンシャルは、模範的な暗号資産市民であろうとしている。サークルによると、現在の準備金は現金と短期米国債で構成されている。またサークルは、米連邦準備制度理事会（FRB）など規制当局の監督の下で「フルリザーブデジタル通貨銀行」になることを目指している。「われわれは完全な準備銀行となり、現金または国債を保有したい。既に膨大なリスク管理が行われている」と、ジェレミー・アレアCEOは本誌との最近のインタビューで述べている。

バイデン政権は、コインの発行者を連邦政府の監督下に置き、米連邦預金保険公社（FDIC）の預金保険に加入させることも考えている。バイデン大統領は最近の暗号資産に関する大統領令で、ステーブルコインのための監督ルールを採決するよう議会に要請した。

議会もまた、ステーブルコインのためのさまざまなルール作りに取り組んでいる。上院の法案では、銀行や信用組合がステーブルコインを発行するためのプロセスを確立するなどの措置が取られている。パトリック・トゥーミー上院議員（共和党）は最近、「決済用ステーブルコイン」を規制する枠組みを発表したが、資産担保型コインよりはるかに安定性が低いと見られるアルゴリズム型コインは対処できないだろう。

懸念されるのは、暗号資産取引所がマーケットメイキングと取引の流動性確保のために大量のテザーを保有していることだ。テザーが1ドル未満で取引され続けると、他の暗号資産取引所に波及する可能性がある。結果として、暗号資産取引所を運営するコインベース・グローバル<COIN>からオンライン決済サービス会社ペイパル・ホールディングス<PYPL>までの、幅広い暗号資産ブローカーに影響を与える可能性がある。

カーネギーメロン大学でファイナンスを専門とするブライアン・ラウトレッジ教授は、「規制当局が心配しているのは、暗号資産コミュニティが消滅することではなく、コインベースでの損失がペイパルに波及し、さらに銀行に影響を与えることだと思う」と語る。

投資家も資本参加の動き

ステーブルコインは、ビットコインやその他の暗号資産のように爆発的な成長の可能性があるわけではない。しかし、銀行や他の企業は、ステーブルコインを軸としたビジネスモデルを構築しようとしており、そこに投資家も資本参加しようとする動きがある。

コインレンディングもその一つだ。幾つかの集中型プラットフォームでは、「適格投資家」（年収20万ドル以上、または純資産100万ドル以上の人）向けに高い利回りを提供している。セルシウス・ネットワークやブロックファイなどがその一例だ。他のレンディングプラットフォームとしては、アーベやコンパウンドのようなディーファイネットワークがある。しかし、米証券取引委員会（SEC）や他の米金融規制当局は、暗号資産レンディングに懸念を示し、最近、ブロックファイの個人顧客向けレンディング商品を停止させた。

暗号資産銀行シルバークエスト<SI>も選択肢の一つだ。シルバークエストはステーブルコインを発行していないが、ヘッジファンドや証券会社などの機関投資家向けデジタル交換ネットワークを開発中だ。9人のアナリストのうち8人が「買い」と評価し、平均目標株価は直近の71ドル51セントのほぼ3倍の204ドルだ。

もう一つの株式投資の選択肢は、特別買収目的会社（SPAC）であるコンコード・アクイジション<CND>を通じたサークルへの投資だ。サークルは直近の資金調達ラウンドで4億ドルを調達し、負債を含めて95億ドルと評価された。この取引は規制当局の承認を待っている。

準備金の運用で利回りを稼ぐのと並行して、サークルのビジネスは、取引所などでのマーケットメーカーとしての暗号通貨取引が中心となっている。金利上昇は、準備金の運用利回りを向上させるはず

だ。

当局への届出書類によると、サークルはこれまで一度も黒字化したことがない。2023年の年間の利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）は7600万ドルと予想されている。これは、USDコインの流通額が1900億ドルに達し、機関投資家の口座が3万件、貸出額が500億ドルに達すると仮定したものだ。

コンコードは10ドル前後で取引されているが、これはSPAC合併が破談になった場合のキャッシュアウト額に相当する。コンコードの株価は52週高値から26%下落している。これは暗号資産に対する需要の弱さと、SECのSPAC取引承認への懐疑心の表れかもしれない。USDコインが暗号資産のエコシステムに対するさらなる衝撃に耐えるのに十分に安定していることを、証明する必要があるかもしれない。

By Jack Denton
(Source: Dow Jones)

5. 来るべき生物学革命に向けた投資方法

[インタビュー]

A Biology Revolution Is Coming. Here's How to Invest.
aウェリントン・マネジメントのハインズCEOに聞く

ヘルスケア投資とは



Photograph by Cody O'Loughlin

ジーン・ハインズ氏は、アイルランド系移民の子として育ち、現在は人間の生命の構成要素を研究し、ヘルスケアの未来を形作る企業への投資を行っている。昨年7月、バンガード・グループなどの機関投資家のために1兆3000億ドル以上の資産を運用するウェリントン・マネジメントの女性初の最高経営責任者（CEO）に就任した。米国内最大のヘルスケアファンドであるバンガード・ヘルスケア・ファンド〈VGHCX〉のポートフォリオマネジャーも務めている。本誌の「米国金融業界で最も影響力のある女性100人」に3年連続で選出された。

本誌：ボトムアップ型のアクティブ運用マネジャーとして、アクティブ運用マネジャーの将来をどう思うか。

ハインズ氏：アクティブ運用には明るい未来がある。将来を予測できるリサーチャーの役割は大きい。過去10年のトレンドや業界の変化、シェアの変化を見れば、市場は静止しているわけではない。世界はさらに複雑になっているため、今後10年間は深いリサーチがさらに重要になる。

め、今後10年間は深いリサーチがさらに重要になる。

Q：投資家がヘルスケア企業についてより賢明になるにはどうすればよいか。

A：バイオ医薬品は本当に複雑だ。われわれのチームには、博士号取得者や医学博士が6人いる。そのような科学的な教育を受けていることが重要だ。一般の個人投資家にとっては高いハードルだが、サイエンティフィック・アメリカン誌などを読めば、医学の大きな変化や、その変化をもたらしている企業を知ることができる。生物学の分野で革命が起きており、そのためより複雑になっている。

Q：ヘルスケア投資とは。

A：ヘルスケア関連の投資対象は、バイオ医薬品会社60%、ヘルスケアサービス会社20%、医療テクノロジー会社20%といったところだが、われわれは医療保険会社とバイオ医薬品をオーバーウエートし、医療テクノロジーをアンダーウエートしている。

Q：医療テクノロジーはなぜアンダーウエートなのか。

A：医療テクノロジーの分野では興味深いことが多く起きているが、バリュエーションは既にこの成長を織り込み済みで、株価は今後それほど上昇しない。

Q：上場投資信託（ETF）のiシェアーズ・バイオテクノロジーETF<IBB>は今年25%下落した。バイオ関連銘柄への投資家の興味を再び喚起するにはどうすればよいか。

A：主な逆風は金利の上昇で、売り上げを計上していない段階の企業に短期的に悪影響を及ぼす。また、臨床前および初期段階の企業の新規上場が、市場が吸収するには多過ぎたのかもしれない。合併・買収（M&A）の動きは例年より鈍く、食品医薬品局（FDA）では新型コロナウイルス感染症の重症と人員配置の問題から医薬品承認に遅れが生じている。多くの企業は現在、キャッシュレベルを下回る株価となっており、バリュエーションの下支えはかなりある。よりポジティブな治験結果が得られ、M&Aが活発化し、FDAの動きが予測しやすくなれば、再び関心が高まる可能性がある。

Q：重要視しているテーマは何か。

A：生物学革命と、医療システムのデジタル化およびデータの活用により、より良い結果を伴う医療をより低コストで提供することだ。医療システムのデジタル化はまだ初期段階で、米国は2009年に米国復興・再投資法を成立させ、全ての患者と医師のための電子医療記録の確立に300億ドルを投じた。コスト、成果、質を把握する能力を考慮すると、100年間で最大の投資対効果を持つ、最も重要な米国政府の投資となる可能性がある。

医療のデジタル化への投資

Q：デジタル化の流れにどのように投資しているのか。

A：われわれは、米国および世界最大のヘルスケアサービス企業であるユナイテッド・ヘルス・グループ<UNH>を15年以上前から保有している。ユナイテッド・ヘルスは医療保険のリーダーだ。現在、利益の50%以上は、医師の雇用、データインサイトの活用によるケアの改善、処方薬の提供など、さまざまなサービスを提供するオプタム部門によるものだ。ユナイテッド・ヘルスは、デジタル化とテクノロジーへの多大な投資により、ヘルスケアの提供をより効果的なものに行っている。

医療保険会社のウエートを高くしており、アンセム<ANTM>も保有している。両企業はともに、患者のシェアを拡大できるようなテクノロジーに投資している。メディケア（高齢者向け医療保険制度）を見てみると、患者の大半はまだフィー・フォー・サービス・プラン（オリジナル・メディケア）に加入している。しかし、新規のメディケア加入者の50%以上は、アンセムやユナイテッド・ヘル

ルスのような会社が運営するプランに加入している。アンセムの経営は素晴らしい。商業ベースの保険から移行し、メディケアでの存在感を強める戦略で、薬剤給付管理も自社で行っている。今後10年間はブルークロス・ブルーシールド協会と提携し、患者へのアクセスを確保することができる。

新しい医療研究と投資先

Q：生物学革命とは何か。また、それに投資する最善の方法は何か。

A：2000年にヒトゲノムが解読され、2003年にはヒトゲノム計画のヒトゲノム解読がほぼ完了した。しかし、機器やシーケンサー（イルミナ<ILMN>はこの分野で圧倒的なシェアを誇る）が合理的なコストでヒトゲノムの配列を決定できるようになったのは、実のところここ10年のことだ。ようやくこの4、5年の間にコストが十分下がり、これらの企業の科学者が生物学をより深く理解するための実験を行えるようになった。われわれは今、20年、30年、40年と続く科学の進歩のごく初期の段階にいる。

業界では、低分子の経口薬では標的にできない対象を標的にする高分子のモノクローナル抗体の開発が大きな割合を占めている。また、RNAやDNAに関連した新しい方法もある。ファイザー<PFE>やモデルナ<MRNA>による新型コロナウイルス感染症のメッセンジャーRNA（mRNA）ワクチンもその一例だ。

また、siRNA（低分子干渉RNA）もある。さらに、抗体薬物複合体（ADC）という科学的進歩の著しい分野もあり、例えばがんの分野で大きな進歩を遂げている。ADCを開発している企業の一つであるアストラゼネカ<AZN>を保有している。

また、ファイザーも過去5年間保有している。市場はワクチンの短期的な売り上げに注目しているが、私はこの売り上げを短期的なものとして見ており、新型コロナウイルス感染症が収束した後に500億ドル以上の現金をどのように使うかがもっと興味深い。その現金でさまざまなことができ、それが2020年代後半の会社の運命を一変させるかもしれない（ファイザーはインタビュー後の10日に、医薬品開発持ち株会社バイオハイブ・ファーマシューティカル・ホールディング<BHVN>を115億ドルの現金で買収すると発表した）。

mRNAか抗体の生産のどちらかの研究開発の恩恵を受ける多くの企業がある。その他、科学関連サービス企業サーモ・フィッシャー・サイエンティフィック<TMO>、計測装置と医療機器メーカーのダナハー<DHR>などを保有している。

次のフロンティア

Q：ヘルスケアにおけるイノベーションの次のフロンティアは何か。

A：人工知能（AI）はその一つだ。一部の大手企業は、30年前の臨床試験やデータベースを保有している。AIを使ってそれらの臨床試験をデータマイニングし、病気の原因となる新しい生物学的領域を見つけ出すことができるかもしれない。

Q：投資が不十分な病気はあるか。

A：がんの治療には多大な進歩があったが、依然として膨大な患者がいる。アルツハイマー病は非常に大きな賭けだ。解決しなければ、高齢化が進むにつれて世界中の政府に大きな圧力がかかる。過去30

年間、肥満症は決して投資対象ではなかった。もし、体重を15～25%減らす治療法があれば、大きな変化をもたらすことができ、心血管疾患も減らすことができるだろう。製薬大手イーライリリー<LLY>にも多額の投資をしている。糖尿病治療薬であるチルゼパチドは、肥満症に対する治験が行われている。

Q：別の感染症のパンデミック（世界的大流行）に対する備えは良くなったか。

A：はい。mRNAの技術が有効であることは分かっている上、生産能力もある。今後5、6年の間に、インフルエンザの市場もmRNA技術で変革される可能性が非常に高い。

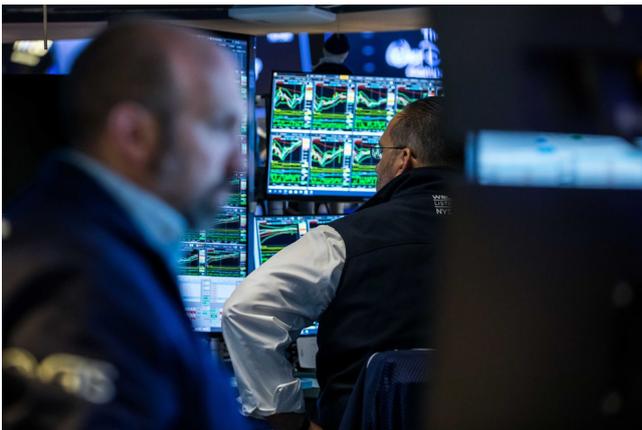
By Lauren Foster
(Source: Dow Jones)

6. 乱高下の株式市場、底値付けたか

[米国株式市場]

In a Brutal Week for Stocks, Investors Search for a Bottom
短期的に落ち着いても油断禁物

踏みとどまる



NYSE

株価は正念場であり、投資家は次に起こることを楽しめないかもしれない。

この一週間、株式市場は一瞬、既に崩壊の中にいるような感じだった。12日朝の時点でS&P500指数は終値での史上最高値から19.6%下落した水準にあり、弱気相場入りの一歩手前まで来ていた。強気相場をけん引してきたハイテク株の比率が多いナスダック総合指数は急落しており、ビットコインも2万9000ドルを割り込んで2万5000ドル近くまで下落して悲しみの宴に参加し、全てが崩壊寸前とされていた。

しかし、市場の崩壊はなかった。米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長が5月4日の連邦公開市場委員会（FOMC）後に、自信満々に主張したような景気の軟着陸もしくはそれに近いものを実現できないかもしれないと認め、代わりに、景気後退はあり得るし、FRBのコントロールの及ばないところであると述べたからだ。インフレ対策一辺倒で経済成長には無関心とされていたFRBにとって、これは細かなニュアンスの小さな変化だったが、市場関係者はこれに注目した。12日の取引時間中の安値から13日の終値まで、S&P500指数は4.3%上昇し、多くのハイテク株に投資する上場投資信託（ETF）のアーク・イノベーションETF<ARKK>でも、24%上昇した。

それでも、市場にとってはひどい一週間だった。主要株価指数を見ると、ダウ工業株30週平均は2.1%安の3万2196ドル66セント、S&P500指数は2.4%安の4023.89となり、ナスダック総合指数は2.8%下落し、1万1805.00で引けた。小型株のラッセル2000指数は2.5%安の1792.67で週末を迎えた。底を打ったのだろうか。

過去の事例から底打ちと決められず

Market Performance

- Dow industrials
- S&P 500
- Nasdaq Composite
- ARK Innovation ETF



Source: FactSet

過去を振り返ってもほとんど役に立たないが、19%以上20%未満の下落に聞き覚えがあるとすれば、確かにそういうことはあった。こうした下落は、最近ではFRBが金融引き締めを余儀なくされる前の2018年と、米国のデフォルト（債務不履行）の可能性と欧州連合（EU）崩壊の恐れが感じられた2011年に、S&P500指数で見られた。

ルーソルド・グループの最高投資責任者（CIO）のダグ・ラムジー氏は、弱気相場ではないとしても大きな下落だと分析する。1957年以降でS&P500指数が高値から19%下落したのは15回だ。そのうち5回はそのときに底値となり、株価はすぐに反発して12カ月後の平均上昇率は23%となっている。しかし、15回の中で改めて2桁下落したことも5回あり、その平均下落率は32%だった。また、景気後退に伴う下落は8回あった。

ただ、ラムジー氏は、底値となった場合の多くはFRBの方針転換が関係していたと指摘する。2020年に新型コロナウイルスの感染拡大で経済が停止した時、FRBは市場を支えるために介入した。1998年にロングターム・キャピタル・マネジメントが破綻した時は、FRBは利下げを余儀なくされ、巨大なバブルに拍車がかかった。しかし、ラムジー氏はFRBが今すぐに方針を転換する可能性は低いと考えており、「既に気の遠くなるようなバブルが発生しており、FRBが方針を転換する時期ではない」と語る。

底値の気配

それでも、インスティテットのチーフ・マーケット・テクニシャンであるフランク・カップレリ氏は、少なくとも短期的には事態がこれ以上悪くならないと指摘。12日にS&P500指数採用銘柄で52週安値を付けた銘柄数は2022年で最も多くなり、これ以上の増加はないと思われるからだ。また、CNNマネーによる「恐怖と貪欲指数」は終値の6を付ける前に2まで低下した。これは、もう大きく下がることはない水準だ。ニューヨーク証券取引所の上昇銘柄数と下落銘柄数を示すTICK指数を見ても6日連続で-1500を下回っており、極端な売り優勢の状態だったことが示されている。

こうした大きな売り圧力が出たことで、すぐに反発に向かう可能性もある。S&P500指数は3月8日の安値から3月30日の高値まで10%上昇した。ただ、カップレリ氏は、市場が安心感のある底打ちとなるためには、13日のような日中の大きな上下動がなくなる必要があると指摘し、「上昇と下落の両方向でパニックが起きており、どちらも健全な環境ではない」と述べた。

いずれにせよ、この相場を乗り切るには自己責任しかない。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

7. 米FRBのタカ派姿勢、ピークの可能性

[経済政策]

Fed Hawkishness May Be Near Its Peak, Even if Inflation Isn't
インフレ高止まりでも

債券利回りスプレッドが急拡大、FRBの姿勢転換を示唆



Al Drago/Bloomberg

過去1週間にわたり、4月の米消費者物価指数（CPI）と打ち続く株式市場の混乱が、投資家の注目を集めた。少なくとも、米連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策の道筋を予測するという点から見れば、投資家は間違ったところを見ているかもしれない。

投資家が抱く最大の疑問の一つは、FRBは金融市場の深刻な急落に際し、市場を下支えして投資家を救済するという考え方、いわゆる「FRBプット」が依然として存在しているのかという点だ。FRBはインフレ対応で後手に回り、株価

が急落しても金融引き締め以外に打つ手がなく、FRBプットは消滅したと多くが予想する。S&P500指数は1月の史上最高値を約14%下回る。下落率は、2019年1月にFRBにバランスシートの縮小停止を促した、ほぼ20%の水準に近づいている。今回は量的引き締め（QT）が始まってさえおらず、FRBは投資家の損失にもかかわらず、タカ派色を強めているように思われる。

FRBがFRBプットを「行使」する価格が投資家の予想よりもずっと低いとしても、恐らくFRBプットはなくなっていない。FRBプットの根拠は、もし株価が大幅に下落すれば、家計の富に対する打撃が広く経済に影響を与えるというものだ。しかし、株価は大切だが、投資家は間違った市場を見ているかもしれない。投資銀行ナティクシスの米州チーフエコノミストのジョー・ラボーニャ氏は「FRBが最終的に姿勢を和らげるのは、債券市場の苦痛によるものだ」と語り、特に信用格付けが投機的等級にあるジャンク債の中で、最も信用力が低い債券を挙げる。最低等級のジャンク債市場は問題を生じやすく、ドミノ倒しのように債券市場に波及しかねない。

米国債と信用格付けがCCC（トリプルC）格の債券との利回り格差（スプレッド）は、急速かつ大幅に拡大している。先週、スプレッドは約10%ポイントに広がった。これは、2020年末以来で最大であるとともに、前回FRBが経済成長の減速に対処するため金融政策を緩和したのと同様水準である。ラボーニャ氏は、FRBプットが行使されるCCC格債券と5年物米国債の利回りスプレッドを15%（1500ベースポイント、bp）とみている。

ラボーニャ氏は「その水準に到達するのはすぐだろう」と語り、そのきっかけは早ければ来月にも訪れるだろうと付け加える。来月にはQTが始まるため、市場は米国債と住宅ローン担保証券（MBS）を毎月約500億ドル余分に吸収しなければならぬ。ラボーニャ氏は「QT開始は分かっている。しかし、実際に始まる際には流動性が吸い上げられるため、市場はFRB以外の債券の買い手を必要としている。これを織り込む方法は誰にも分からない」と語る。

見かけとは違うインフレ統計が示唆するもの

Jarring Junk Moves

The yield on CCC-rated debt relative to Treasuries has been widening quickly as investors expect the weakest companies to come under pressure as the economy slows. It could be a useful gauge for predicting Fed policy.

Spread between high-yield debt and five-year Treasuries

24percentage points



Source: Natixis Investment Managers

最近のFRB高官の発言は、FRBが迅速に動く可能性を漂わせている。パウエル議長による「経済的な苦痛を伴うとしても、FRBに許されないのは物価の安定に失敗することだ」との12日の発言を思い起こすべきだ。それは、最新のインフレ統計が誤って伝えられていることも示している。

第一に、最新のインフレ統計だ。4月のCPI統計は良好な内容ではなかった。発表前、4月のCPI統計はウォール街のエコノミストやストラテジストの見解を裏付けるとの期待が高かった。投資銀行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「4月のCPI総合指数の上昇率は前年同月比8.3%に鈍化する一方で、実際にインフレがピークを打ったという根拠が欠けていた」と語る。いわゆるベース効果が前年比の数値を人為的に押し下げたことを考慮すべきだろう。これは、前年からの非常に高い数値が一巡して計算結果が低下したためで、4月に下落したエネルギー価格もその後は上昇に転じている。この1週間、ガソリン価格が史上最高値を更新した一方、軽油価格は最高値更新が続いた。

エネルギー価格の反騰はCPI統計の衝撃を受ける前のことだ。サービスセクターのインフレ率も急上昇しており、インフレは主としてFRBが影響力を及ぼせない供給サイドに関わるものという従来の考え方は、説得力を失っている。サービス価格は住居費を上回って上昇している。住居費はCPIの3分の1を占めるが、賃貸料には上昇を続ける住宅価格よりも約1年の遅行性があるため、短期間では減速しないだろう。さらに、4月の食品とエネルギーを除いたコア指数の前月比上昇率はコンセンサス予想を上回る0.6%と、3月の上昇率の2倍に拡大した。FRBはコア指数を重視し、パウエル議長はFRBが物価の変化を注視しているため、前年同月比の数値よりも前月比数値の重要性が高いと示唆した。すなわち、4月のCPI統計で最悪だった数値が最も重要だということになる。

CPIの翌日に発表された4月の卸売物価指数（PPI）も、状況を上向させることはなかった。PPIは前年同月比11%上昇し、5ヵ月連続で2桁の上昇となるとともに、企業が今後、消費者にコストを転嫁するか自社の利益率を犠牲にしていくことを示した。

■ コアPCEデフレーターの上昇は鈍化へ

まだ公表されていない明るいニュースがある。エコノミストは、FRBが重視するインフレ率であるコア個人消費支出（PCE）デフレーターを予測するのに、CPI、PPI統計の詳細な数値を利用する。最新のインフレ統計を合わせて見ると、4月のコアPCEはおそらく、3月よりもかなり穏やかなペースで上昇するだろう（発表は5月27日の予定）。シティのエコノミストであるベロニカ・クラーク氏は中でも、医療サービス価格に影響が大きかったメディケア（高齢者向け医療保険制度）から医療サービス業者に支払う価格が、制度改定により引き下げられた点を指摘する。クラーク氏は4月のコアPCE上昇率をその前の2ヵ月と同水準の前月比0.3%、前年同月比では4.8%と、3月の5.2%から低下すると予想している。ゴールドマン・サックスのエコノミストは、それよりも小幅の前月比0.2%、前年同月比4.7%の上昇と推計している。前者は2020年末以来の低水準で、後者は今年最も低い。

PCEに焦点を絞る際の問題点もある。PCE上昇率は、医療費と住居費の扱いが違うことを一因としてCPIよりも約0.5%ポイント低くなる傾向がある。また、多くの消費者や企業は、インフレはCPIが示す以上に悪化していると感じている。しかし、金融政策の行方を予測するという目的には最も有効な指標で、他のインフレの数値よりも速いペースで鈍化している。

消費者や企業はまだ、インフレがピークに達したとは感じていない。しかし、コアPCEデフレーターの上昇速度低下とジャンク債市場に吹き荒れる嵐は、FRBのタカ派姿勢がピークに達した可能性を意味する。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

8. ウェスタン・デジタルとマイクロンが魅力的な理由

[ハイテク]

It's Time to Go Bargain-Hunting for Tech Stocks

下落相場で堅実な成長見込み

■ ハイテク株で最も割安

ハードディスクドライブ（HDD）業界は長期にわたり好不況の波にさらされてきた。多くの場合、PCの販売台数の急増をきっかけにHDD需要が増大し、それによって価格が上昇した。これを受けてHDDメーカーは生産能力を妥当な水準を越えて増強し、それが価格の下落と経営破綻を引き起こした。かつて数百社あったメーカーは3社に減り、そのうちシーゲイト・テクノロジー<STX>とウェスタン・デジタル<WDC>の2社が市場シェアの大半を握っている。

メモリー半導体業界でも再編が進んでいる。DRAMはマイクロン・テクノロジー<MU>と韓国のサムスン電子<005930.韓国>およびSKハイニックス<000660.韓国>の3社によって支配されている。NANDメーカーはマイクロン、ウェスタン・デジタルとその合弁パートナーであるキオクシア、サムスン電子、SKハイニックスなどである。



Jeremy Erickson/Bloomberg

肝心なことから言うと、マイクロンはバリュエーションが最も割安な株式の一つであり、12カ月予想株価収益率（PER）は約5倍だ。一方、ウエスタン・デジタルのPERは6倍で、ハイテク株の中では2番目に割安だ。

だが、マイクロンとウエスタン・デジタルは割安だけではない。両社が先週サンフランシスコで開催したアナリスト説明会では幾つかの共通のテーマが浮上した。中でも重要なのが、両社の最終市場はわずか5年前から劇的に変化しており、PC市場との密接な関係が薄れつつある

ことだ。

クラウドとデータセンターが急成長



David Paul Morris/Bloomberg

ウエスタン・デジタルとそのライバルであるシーゲイトの現在の主力製品はクラウドアプリケーション用の大容量記憶装置だ。クラウド投資は依然として急拡大しており、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、マイクロソフト<MSFT>、アルファベット<GOOGL>はいずれもクラウド事業が引き続き加速的に成長していると述べている。暗号資産（仮想通貨）、機械学習、あるいは人工知能は両社の記憶装置がなければ機能しない。

マイクロンの事業の主力市場も長期にわたりPCとスマートフォンだったが、状況は急速に変化している。マイクロンの最高事業責任者であるスミット・サダナ氏は先週、マイクロンの総売上高に占めるPCおよびモバイル向け売上高が2021年の55%から2025年度に38%へ低下する一方、データセンター向け売上高が占める割合は同じ期間に30%から42%に上昇するとの見通しを明らかにし、こうした変化がより高い成長率、季節的な業績変動幅の縮小、より予測可能な業績につながると考えていると述べた。

一部の投資家は、価値を解き放つためのより積極的なアプローチを求めている。アクティビスト（物言う投資家）であるエリオット・マネジメントは最近、ウエスタン・デジタルにおける持ち株比率が6%であることを明らかにした上で、ウエスタン・デジタルにHDD事業とNAND事業を分離するよう求めた。ウエスタン・デジタルは2016年にサンディスクを160億ドルで買収してNAND事業に参入した。6年後の現在、ウエスタン・デジタルの時価総額は170億ドルだ。

エリオットはウエスタン・デジタルの取締役会に宛てた書簡の中で、事業が分割されれば株価は2倍に上昇する可能性があるとして主張した。エリオットはウエスタン・デジタルのNAND事業の価値を170億～200億ドルと見積もっている。それが正しければ投資家はHDD事業をただで手に入れることになる。

過小評価される両社

マイクロンは信じられないほど割安だ。そう考えているのは筆者だけではない。マイクロンのサダナ氏は先週、「私たちの考えでは、当社の株式は過小評価されている」と筆者に打ち明けた。

マイクロンは先週のアナリスト説明会で、半導体工場と研究開発施設の更新にかかるコストとして約1000億ドルを見積もっていると述べた。一方で、市場はマイクロンのエンジニアリング人材と5万件に上る特許を全くと言ってよいほど正当に評価していない。これら二つを考えただけでもマイクロンの750億ドルという時価総額は無意味に見える。しかもマイクロンは自社株買いプログラムを加速しており、今四半期に既に7億ドルの株式を買い戻した。自社株買いはまだ終わっていないという。

この説明会では、マイクロンの最高財務責任者（CFO）であるマーク・マーフィー氏が新しい長期業績見通しについて説明した。それによると、増収率は予測期間全体で1桁後半を維持し、営業利益率は30%、フリーキャッシュフロー（FCF）利益率は10%以上になると予想されている。さらにマイクロンがFCFの100%を配当に充てる計画であることや、配当を15%引き上げることも明らかにされた。

現在の環境では、一部の投資家が大幅に下落したハイテク株を底値買いする誘惑に駆られることは間違いない。しかもそうした銘柄の多くはウエスタン・デジタルやマイクロンよりも速いペースで成長するだろう。だが、両社は最も割安なハイテク株でありながら、業績見通しは改善し、対象市場は拡大している。つまり、株主に高水準のリターンをもたらす潜在力を備えている。

両社はあらゆる意味で過小評価されている。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

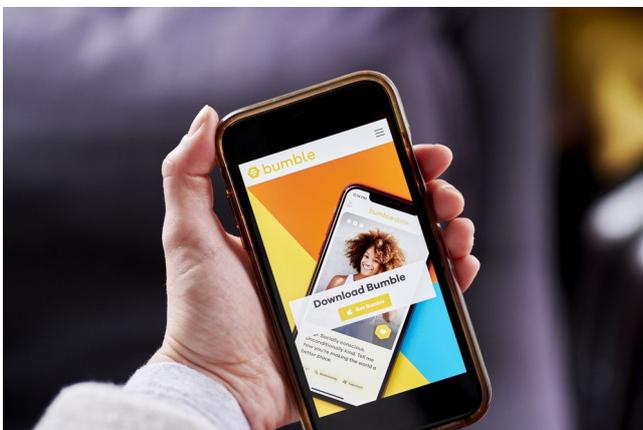
9. 弱気相場の中、バンプルは買いか？

[投資戦略]

In a Bear Market, Is Bumble Stock a Catch? Sizing Up Fallen IPOs.

下落する新規株式公開株

好調な決算



Gabby Jones/Bloomberg

マッチングアプリのバンプルが気になっている。正しくはバンプル株<BMBL>が気になる。バンプルは昨年初めに76ドルで上場したが、その後22ドルまで下落し、投資家の資金は71%も消滅した。だが、株価は12日、第1四半期決算発表後に27%も上昇。前四半期の決算発表後にも42%高となった。この銘柄の急騰、急落の原因は何だろうか。

2021年初めは一般投資家にとって目まぐるしい時期だった。ビデオゲーム用ソフトとそのショップが消滅しつつある時代に、ゲーム販売会社

のゲームストップ<GME>の株価が20ドルから325ドルに大化けした。旧ビデオレンタル大手のブロックバスター・ビデオ関連のペニーストックが1400%も上昇したのだから、何でもありだ。証券取引アプリ運営企業ロビンフッド<HOOD>のトレーダーにとってはお祭り騒ぎだった。

当時バンプルの株価を釣り上げた熱狂や、後にその熱狂に冷や水を浴びせたインフレと利上げに対する責任はバンプルにはない。バンプルはマッチングアプリを運営するだけで、その業績は好調だ。バンプルアプリの2022年第1四半期の売上高は、有料会員が31%増えたことにより38%増加して1億5540万ドルとなった。ロシアでの取引停止で痛手を受けた海外向け小型アプリ、バドゥーの売上減少を相殺したことになる。わずかだったフリーキャッシュは今や順調に増えている。バンプルは来年の売上高を11億6000万ドル、フリーキャッシュを2億2600万ドルと見込む。それには迅速かつ実現可能な成長が欠かせないが、同じくマッチングアプリを運営するマッチグループ<MTCH>（マッチとティンダーを運営）と比べても利益は実現可能に思われる。

バンプルの時価総額は42億ドルで、来年の予想に基づくフリーキャッシュフロー利回りは5.4%になる。筆者がお気に入りの相手としてスワイプする気になるのも無理はないだろう。ただ一つ問題がある。著名投資家のピーター・リンチ氏は「分からないものには投資するな」と言うが、筆者はマッチングアプリを使ったことがないのだ。

男性優位を解消

バンプルの優位性は何か。このアプリでは女性側から最初の一步を踏み出すのが特徴で、「従来の男性優位を解消し、最初から平等を奨励する」というものだ。ネットでの評価を見ると、健康情報サイトのマインド・ボディ・グリーン・ドット・コムによると、ティンダーは「出会い」向け、バンプルは女性向け、ヒンジは「質の高い交流」向けとしている。質の高い交流を求める女性向けマッチングアプリはないのかと少々ジレンマは残るが、良い傾向だ。ちなみにヒンジはマッチグループが過半数を所有するアプリで、共通の友人を通じたつながりを重視する。

バンプルへの不満の一つは男性に関するものだ。ウエディング専門サイト、ブライズ・ドット・コムによると、男性は「すぐに不快な返信をする」傾向があるらしい。これは注目に値する。バンプルの売上増加の鍵はプレミアムサービス（有料会員向け特典）で、この特典の一つは男性側に今よりも主導権を与えることだからだ。

現在のバンプルでは、お互いが相手を気に入った場合（「プレマッチ」と呼ばれる）、まず女性側から先にメッセージを送って交流が始まる。バンプルの創設者ホイットニー・ウルフ・ハード氏は11日の決算コンファレンスコールで「男性が個性を表すまでに一定のハードルを設けている」と話していた。筆者はこれこそバンプルの特徴だと思うのだが、新しい機能では男性の方から先に「賛辞」を送れるようになるという。男性は100%完璧な敬意を持って適切に行動すると信じているが、これまでも筆者の予想が外れたことはある。

暗号資産とブラックスワン

他にも株価が下落している新規株式公開（IPO）株を物色してみた。植物由来の代替肉メーカー、ビヨンド・ミート<BYND>は、フリーキャッシュを生み出すのにまだ何年もかかるようで、魅力は少ない。11日には期待外れの四半期決算を発表した。

暗号資産（仮想通貨）取引所を運営するコインベース・グローバル<COIN>は今から1年と少し前に上場し、取引初日の終値は328ドルだった。今買えば66ドルだ。昨年のように多額のフリーキャッシュを生み出す可能性もあるが、今年は暗号資産の崩壊と顧客離れによりキャッシュを使い果たしてしまう可能性もある。先週、コインベースは米証券取引委員会（SEC）への届出文書に、同社が倒産した場合、口座保有者のために保管している暗号資産は負債の返済に充てられる可能性があるとした。最高経営責任者（CEO）は後になって「心配は無用、ブラックスワン現象（事前予想が困難だが実際に起きると大きな衝撃が起こる出来事）が起きても倒産のリスクはない」と話した。

コインと言えば、1兆ドルの暗号資産の価値が6カ月で消滅した。ステーブルコインのテラUSDは、ビットコインを積立金としていた別の暗号資産ルナの裏付けがあったにもかかわらず吹き飛んだ。一部のトレーダーはこれをブラックスワン現象と呼んだ。

この言葉は簡単に使われ過ぎている。そもそも「ブラックスワン」はナシーム・タレブ氏の著書で、極めてまれで予見不可能な事象の影響について書かれたものだ。このような事象はシックスシグマとも呼ばれるが、これは確率が正規分布における6標準偏差分の外、つまり10億分の2の確率であることを示す。

1年半前、プログラマーが中央銀行のフリをしてインターネット・マネーを作ったものの、手に負えなくなり崩壊させたのをブラックスワン（黒鳥）と呼ぶのは無理がある。せいぜいハト程度だろう。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

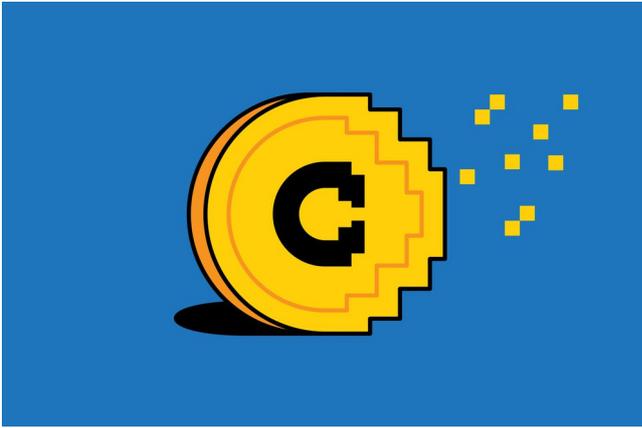
[経済関連スケジュール]

Another Problem for Coinbase in Case of Bankruptcy
コインベース破綻時、顧客資産はどうなるか？

セルフカストディが解決策、別のリスクも

まるで、暗号資産（仮想通貨）の投資家は心配するほどの資産を持っていないようだ。5月10日に予想を下回る決算を発表した暗号資産取引所運営のコインベース・グローバル<COIN>だが、提出した四半期決算報告書（10-Q）では、もし同社が破産した場合、顧客は資産を失う可能性があることを示唆していた。ブライアン・アームストロング最高経営責任者（CEO）は同日夜に「破綻のリスクはない」とツイートした。また、米証券取引委員会（SEC）の開示要件を非難し、破産認定された場合、破産裁判官がカストディ対象の暗号資産をどう扱うかはまだ明らかになっていないと記した。コインベースは13日までに週間で34.6%下落した。

ジョージタウン大学で法律を研究するアダム・レビティン教授は2月、暗号通貨の破綻リスクについて



Elias Stein

まとめている。「つまり、暗号通貨取引所が破綻した場合、取引所の顧客は、無担保債権者となるリスクを負っているということだ。取引所との契約書に顧客が通貨の『所有者』だと記されていても、取引所が破綻すれば資産の取り扱いに決定力を持たない」。

通常、顧客の資産がそのように扱われることはない。ブローカーが破綻した場合、資産は普通、別のブローカーに移管される。不正があって株式が行方不明となった場合は、証券投資家保護公社（SIPC）が50万ドル相当の保護（うち

現金の限度額は25万ドル）を行う。銀行が破綻した場合は、連邦預金保険公社（FDIC）の手配により、付保預金なども合わせて資産を健全な銀行に売却するか、預金者に最大25万ドルの支払いを行う。

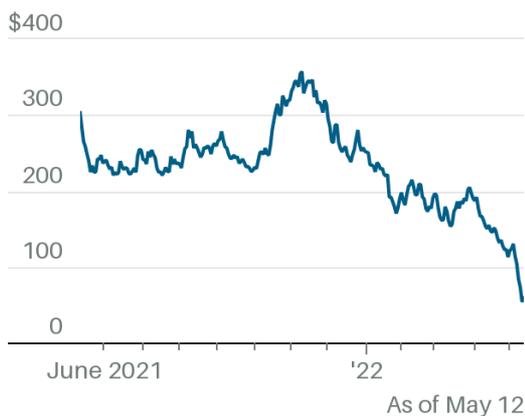
投資家は、暗号資産をプラットフォームではなく、自身が管理する「セルフカストディ」ウォレットで保管すれば、暗号資産の破綻リスクを回避することが可能だ。投資家が暗号通貨にアクセスするプライベートキーを手元に持つのだ。もちろん、セルフカストディにもリスクはある。キーを失えば、暗号通貨を失う恐れがあるのだ。

今週の予定

A Long Way Down

Coinbase Global went public at \$342 on May 11, 2021. The stock on Friday closed around \$68, after its worst drop on record.

Coinbase Global Shares, from May 11, 2021 to Year-to-Date 2022



Source: FactSet

5月16日（月）

- ・ 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>が四半期決算発表。
- ・ ニューヨーク連銀が1月の製造業景気指数を発表。エコノミスト予想は18.2。今年に入り3月まではゼロ近辺かマイナスの数値だったものの、4月には24.6に急上昇。同地域の製造活動の拡大を示している。

5月17日（火）

- ・ 大手小売りチェーンのウォルマート<WMT>が2023年度第1四半期の決算を発表。株価は年初来2%上昇。投資家が安全性を重視してエネルギーや公益、生活必需品といったセクターに資金を移動させたため、ダウ工業株30種平均（NYダウ）の構成銘柄中、年初来プラスのパフォーマンスを上げる8銘柄の一つとなっている。
- ・ ホームセンターチェーン大手のホーム・デポ<HD>、大手計測器メーカーのキーサイト・テクノロジーズ

<KEYS>、中国最大の小売企業JDドットコム（京東集団）<JD>、通信大手ボーダフォン・グループ<VOD>が決算発表。

- ・ 重機大手のキャタピラー<CAT>とバイオ医療品メーカーのモデルナ<MRNA>が投資家向け説明会を開催。

- ・全米住宅建設業協会（NAHB）が5月の住宅市場指数を発表。コンセンサス予想は75と、4月から2ポイント低下。30年固定金利住宅ローンの金利が2011年以来初めて5%を超えたことで、4月の指数は7ヶ月ぶりの低水準だった。
- ・米国勢調査局が4月の小売売上高を発表。予想は季節調整済みで前月比0.8%増（3月は同0.75%増）。自動車を除く数値は同0.4%増（3月は同1.4%増）。

5月18日（水）

- ・アナログ半導体メーカーのアナログ・デバイセズ<ADI>、パーソナルケア製品のバス・アンド・ボディ・ワークス<BBWI>、ネットワーク機器大手のシスコシステムズ<CSCO>、大手ホームセンターチェーンのロウズ<LOW>、半導体設計用ソフトウェア開発会社シノプシス<SNPS>、大手ディスクカウントチェーンのターゲット<TGT>、ディスクカウント衣料小売りチェーンのTJX<TJX>が四半期決算発表。
- ・コンテンツ・デリバリーネットワーク企業のアカマイ・テクノロジーズ<AKAM>、医療保険大手ヒューマナ<HUM>、科学関連サービス企業サーモ・フィッシャー・サイエンティフィック<TMO>が投資家向け説明会を開催。
- ・米国勢調査局が4月の住宅着工件数を発表。エコノミスト予想は、季節調整済み年率換算176万戸と3月から若干減少。

5月19日（木）

- ・半導体製造装置メーカーのアプライド・マテリアルズ<AMAT>、ネットワーク・セキュリティ対策ソフト大手のパロアルト・ネットワークス<PANW>、ディスクカウント小売り大手ロス・ストアーズ<ROST>、ノースフェイスなどのブランドを有する国際的アパレル企業VFコーポレーション<VFC>が決算コンファレンスコールを開催。
- ・全米不動産協会（NAR）が4月の中古住宅販売件数を発表。エコノミスト予想は季節調整済み年率換算で560万戸と、3月の577万戸から減少。3カ月連続で前月比減少となる。
- ・コンファレンス・ボードが4月の景気先行指数を発表。コンセンサス予想は前月比横ばいの119.6。米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げで景気の失速が懸念される中、コンファレンス・ボードは2022年の国内総生産（GDP）成長率を3%と予想している。

5月20日（金）

- ・農機・建機大手のディア<DE>が2022年度第2四半期の決算発表。

By Joe Light
(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』 2022/05/15

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