

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2022/08/28

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

- | | |
|--|--------------|
| 1. <u>水不足、世界経済の脅威</u> - How Water Scarcity Threatens the Global Economy. | [カバーストーリー] |
| 新たな投資機会にも | P.1 |
| 2. <u>アルコアが割安で買い</u> - Alcoa Could Win the Aluminum Wars. The Stock Is a Bargain. | [注目銘柄] |
| 「アルミ戦争」の勝者か | P.5 |
| 3. <u>水事業に熱視線</u> - 6 Water Stocks for an Increasingly Thirsty World. | [フィーチャー] |
| ダナハーなど6銘柄 | P.8 |
| 4. <u>Tモバイル、移動体通信トップに</u> - T-Mobile Has Replaced Verizon Atop the Wireless World. It's Time to Buy. | [注目銘柄] |
| EPSに大幅成長の余地 | P.13 |
| 5. <u>ジャクソンホール会議、好材料にあらず</u> - The Stock Market Finally Heard Powell's Message. It Won't Be Pretty. | [米国株式市場] |
| 株価は大幅安 | P.16 |
| 6. <u>FRB議長、タカ派姿勢貫く</u> - Fed Chief Talks Tough on Inflation. Stocks Listen and Fall Sharply. | [コラム] |
| 株価に一段の試練も | P.18 |
| 7. <u>FRB議長、インフレ退治を最優先</u> - Powell's Policy Point: Inflation Must Be Beat, and It Won't Be Pretty. | [経済政策] |
| 財政政策に逆行の動きも | P.19 |
| 8. <u>エヌビディア株、下落続く</u> - Nvidia Stock Is Down 40% This Year. Don't Expect a Quick Turnaround. | [ハイテク] |
| 早期回復は懐疑的 | P.22 |
| 9. <u>天然ガスが高騰</u> - Natural Gas Soars on Russian Supply Cuts. | [エネルギー] |
| 欧米とロシアが「エネ戦争」 | P.24 |
| 10. <u>今週の予定</u> - Stocks in September Have Often Struggled. | [経済関連スケジュール] |
| 「株安の9月」、良いニュースも？ | P.25 |

※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た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。

※記事中の株式やファンドの価格は、米バロonz編集部による記事執筆時点の値である場合があります。

Copyright © 2022 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. 水不足、世界経済の脅威

How Water Scarcity Threatens the Global Economy.

新たな投資機会にも

[カバーストーリー]

水リスクの軽視



Chlaus Loetscher/Alamy

マディソン・アベニュー・セキュリティーズのボブ・シーライト最高投資責任者（CIO）がサンディエゴ郊外に引っ越してきた27年前、水について考えることといえば裏庭のプールくらいだったが、今や水不足は日常となった。シーライト氏はこれまで2度、山火事の恐れで家から避難を余儀なくされた。かつて周囲の環境を彩った青々とした自然は土や岩に変わった。

水不足は干ばつ、汚染、インフラの劣化などで深刻化し、影響はわれわれの生活のあらゆる側面に広がりつつある。投資ポートフォリオも無

縁ではない。水不足は事業を混乱させ、企業の利益を減らし、成長を阻害しかねない脅威として浮上りつつある。特に大量の水を必要とする農業、アパレル、半導体製造、データセンターなどはなおさらだ。

水を無責任に消費していると、評判を損なうリスクが高まる。廃棄物と環境の問題をめぐる規制当局の調査は重要性が高まっている。と同時に、水問題に取り組む企業は新たな投資機会をもたらす。

TSCウォーター・セキュリティ・インデックス・ファミリーの考案者トーマス・シューマン氏は「水リスクをポートフォリオに織り込まない投資家は、将来の大幅なアンダーパフォームのリスクを負う」と語る。シューマン氏のインデックスは、大型株のパフォーマンスを水リスクへのエクスポージャーで加重平均した三つの地域別の株式ベンチマークだ。

モーニングスター<MORN>傘下の調査会社サステイナリティクスによれば、取水量や消費量といった水に関する指標は、投資家が天然資源に関連するリスクを測定するための有用なツールとなる。しかし、サステイナリティクスは3月、「水に関するリスクと課題」というレポートで、水の利用情報を公開している企業は10%にすぎないと明らかにした。

需給の差、拡大へ

米開拓局によれば、地球上の水のうち淡水は3%。そのうち約2.5%が氷河、北極と南極の氷冠、大気、土壌に存在するか、高度に汚染されているか、あるいは手頃なコストで発掘できないほど地中深くに埋まっている。結局、実際に利用できる淡水はわずか0.5%だ。そして、それさえも干ばつに脅かされている。

国連の「データで見る干ばつ2022年版」では、2000年以降、1980年代および1990年代と比べて干ばつが起こる頻度と期間が29%増大したとされる。また、1998年から2017年にかけて、干ばつで世界で約12



Photograph by Jesse Rieser

40億ドルの経済的損失が生じたという。

米国で特に深刻な問題を抱えているのは西部だ。4000万人の人口と500万エーカー以上の農地に水を供給するコロラド川の水位は過去最低水準に落ち込んでいる。連邦政府は最近、新たに取水制限を課し、コロラド川を保全するための計画策定を各州に命じた。2023年以降、各州と国に1年間で配分されるコロラド川の水は、アリゾナ州で約21%、ネバダ州で8%、メキシコで7%減少する。

地球の水資源が縮小する中、水の需要は増えている。マッキンゼーの分析では、2030年に世界の水需要は供給を40%上回ると予想されている。非営利団体（NPO）の世界資源研究所が示す予測はさらに厳しいもので、2030年までに需給の差が56%に拡大するという。

水需要の大部分は、日常生活の必需品を製造する企業によるものだ。推定値は予測によって異なるものの、グレース・コミュニケーションズ財団によるプロジェクト「フードプリント」では、牛肉1ポンド（約450グラム）を生産するために必要な水を平均1800ガロン（約6813リットル）、携帯電話1台を製造するために必要な水を240ガロン（900リットル）としている。

NPOのカーボン・ディスクロージャー・プロジェクト（CDP）によれば、水リスクが業績に与える潜在的な影響は、水リスクに対処するためのコストよりはるかに大きい。2020年に企業が報告した水リスクの財務的影響は最大計3010億ドル。リスク軽減に伴うコストの550億ドルの5倍超だった。

■ テスラも水問題



Photograph by John Francis Peters

電気自動車（EV）大手テスラ＜TSLA＞は最近、ベルリン近郊のEV工場で水に関する課題に直面した。工場は2021年7月に稼働を開始する予定だったが、行政や地元住民の反対に遭った。工場が現地の水源から年間最大140万立方メートルの水を利用する可能性があり、地域の水供給にとって負担となると懸念されたからだ。

イーロン・マスクCEOは2021年8月に同工場を訪問した際に、記者から水の利用に関する質問を受け、「この地域には豊富な水が存在する。よく周りを見たらどうだ。水はどこにでもある。砂漠のように見えるかい」と笑い飛ばした。

た。

しかし、地下を見ると状況は変わってくる。サスカチュワン大学グローバル水安全保障研究所のディ

レクター、ジェイ・ファミグリエッティ氏は、主に地表と地中の水の動きによる地球の重力場の変化を追跡。その結果、ドイツが過去20年間で干ばつや地下水の過剰利用により年間2.4キロ立方メートルの水を失ったことが明らかとなった。米最大の貯水池ミード湖の貯水可能量の約1.3倍に相当する規模だ。

テスラ工場は今年3月に稼働を開始した。現地当局は、テスラが大気汚染や水利用などの環境への影響に関する要件を順守するという条件で生産開始を認めた。

節水進めるインテル



Photograph by Jesse Rieser

半導体大手インテル<INTC>は水利用が多いことを強く自覚している。米国におけるインテルの主要な製造施設はアリゾナ州、ニューメキシコ州、オレゴン州にある。アリゾナ州とニューメキシコ州の施設は、世界資源研究所の「2021年版アクアダクト・ウォーター・リスク・アトラス」で、水ストレス（水不足で日常生活に不便を感じる状態）が高いとされている地域にある。

インテルの二つの製造拠点が存在し、1万2000人の従業員が住むアリゾナ州チャンドラーは、コロラド川の水位低下に直面した地域だ。半導体製造工場は、不純物を洗い流す「超純水」から冷房に利用する水に至るまで、膨大な量の水を必要とする。インテルの最新の「企業の社会的責任（CSR）レポート」によれば、チャンドラーにあるオコティージョ・キャンパスという拠点では2021年に約1万5800メガリットル（158億リットル）の水を利用した。

インテルのトッド・ブレイディ最高サステナビリティ責任者は、同社が節水を目指しており、水保全プロジェクトで現地コミュニティと協力したり、他の企業が水を消費する方法を変えるためのテクノロジーを提供したりしていると語る。インテルは2030年までに、自社で消費する水よりも多くの水を現地の流域に還元するようにする目標を掲げる。

ブレイディ氏は、インテルで働き始めた1990年代半ば、1ガロン（3.8リットル）の超純水を生成するのに必要な水は約2ガロン（7.6リットル）だったが、現在は約1.1ガロン（4.2リットル）だと説明。インテルは水を再利用する方法を発見し、それを現地の流域に還元するため、30以上のプロジェクトに資金提供している。ブレイディ氏によれば、過去10年間にインテルが水保全の取り組みで節約した水の量は約440億ガロン（1665億リットル）。米家庭約40万世帯の年間の水消費量に相当する。

テスラも水リスクには注意を払っている。最近公表された2021年のインパクトレポートでは、「気候変動に伴い、水は一段と貴重な資源になっている」ことを認識し、事業運営における水の消費量を可能な限り削減していると述べている。今年8月には、四川省の深刻な干ばつで水力発電に影響が及び、一部の製造業が工場の閉鎖を余儀なくされたことに関して上海市政府に支援を求めた。

金融界も注目

How Much Water Does It Take to Produce...

1 lb. of beef



1,800 gallons

A cellphone



240 gallons

Levi's 501 jeans



800 gallons

Sources: FoodPrint; company reports

気候変動リスクと言えば温室効果ガスの排出量ばかりで、水は投資家にほとんど注目されてこなかった。しかし、そうした状況は変わりつつあるようだ。

年内に発効予定の米証券取引委員会（SEC）による気候関連開示規則案は、「水ストレスが高い地域または極めて高い地域」に企業の施設が立地する場合、重要なリスクの開示を義務付ける可能性がある。規則案は、透明性が低く、順守にコストがかかると主張する企業が反発している。

非営利団体セリーズは8月、「バリューイング・ウオーター・ファイナンス」というイニシアチブを開始した。64社の投資会社が参加し、運用資産総額は9兆8000億ドルに上る。イニシアチブの目的は「世界最大級の水の利用者・汚染者の企業」に対し、水を財務リスクとして捉えるように促すことだ。

世界中で深刻化する水不足と投資に与える影響に対処するには、体裁ばかりのサステナビリティ報告書では不十分で、社会の多くのセクターにまたがる集団での取り組みが必要だ。フューチャー・オブ・ウオーター・ファンドのウィル・サーニCEOは一筋の光明を見だし、「水不足はイノベーションをけん引し、それが投資機会をけん引する」と語る。

水をめぐる競争は時とともに激化していく。きれいな水を長く守ろうとする企業や、水の希少性を重大な事業リスクと認識する投資家らは、水が少なくなっても有利に対処できるだろう。

By Lauren Foster
(Source: Dow Jones)

2. アルコアが割安で買い

[注目銘柄]

Alcoa Could Win the Aluminum Wars. The Stock Is a Bargain.

「アルミ戦争」の勝者か

有望なア市場



Courtesy Alcoa

アルミニウム業界の見通しは明るく、最高の専門銘柄アルコア<AA>の将来も明るい。営業費用の優位性やバランスシートの改善、株主還元拡大、業界最低クラスの炭素排出量といった点はアルコアの株価にまだ反映されておらず、割安だ。アルミ精錬過程の炭素排出量をゼロにする可能性を秘めた革新的技術の開発もまた見落とされている。

ジェフリーズのアナリスト、クリス・ラフェミナ氏は、アルコアと資源大手リオ・ティント<RIO>の合併会社エリシスの精錬プロジェク

トがアルコアを「真のグリーンなアルミメーカー」にする「ゲームチェンジャー」となる可能性がある」と指摘した。アルコアはプロジェクトの精錬工程を小規模で利用。商業レベルで利用可能なことを数年以内に証明しようとしている。

アルコアの株価は56ドル前後。アルミ価格がトン当たり約2400ドルに暴落する前の3月時点の水準から43%下落している。2022年予想1株当たり利益（EPS）は7.68ドルで、予想株価収益率（PER）は7倍強だ。

ウルフ・リサーチのアナリスト、ティムナ・タナーズ氏は「アルコアは割安だ。コストには優位性があり、グリーン施策はあまり評価されていない」と言う。タナーズ氏は投資判断をアウトパフォーム、目標株価を62ドルとしている。

アルミはアルコアの創業者チャールズ・ホールが19世紀後半に開発した電力を大量に消費する手法でいまだに生産されている。アルコアは、使用電力の約80%を再生可能エネルギー、特に比較的安価でカーボンフリーな水力発電に依存しているため、恩恵を得ている。アルコアの炭素排出量はアルミ1トンの生産当たり約5トン。他社の多くは石炭火力発電に依存しているため業界平均は15トンで、その3分の1だ。アップル<AAPL>を含むアルコアの多くの顧客がカーボンフットプリントに焦点を当てており、この点はますます重要になっている。

アルミは自動車、航空機、パッケージ、配線、風力・太陽光発電用部品などに広く利用されている。重い金属やプラスチックの代わりに使うことで、自動車の走行可能距離と再生可能性が改善される。鉄と同じ強度を鉄の約3分の1の重量で実現する。フォード<F>で最も売れているピックアップトラックF-150のボディはアルミ製だ。

アルコアのロイ・ハーベイ最高経営責任者（CEO）は7月の決算説明電話会議で「アルミは世界が将来的にカーボンフリーに移行するために必要な電気自動車と再生可能エネルギー・インフラの構築に不

可欠だ」と述べた。ハーベイ氏は業界団体の予想として、2050年のアルミ需要が2018年比で80%増加する可能性があるとも語った。

中国が波乱要因

Alcoa

(AA / NYSE)

Recent Price	\$56.92
Market Value (bil)	\$10.2
YTD Change	-4.5%
2022E EPS	\$7.68
2022E P/E	7.4
2023E EPS	\$7.41
2023E P/E	7.7
Net Debt (mil)	\$299
Dividend Yield	0.7%

E=estimate

Sources: Bloomberg; company reports

中国は世界のアルミ需要と生産の半分超を占め、アルミ市場で並外れた大きな役割を果たしている。アルコア株を保有するソロバン・キャピタル・パートナーズを経営するエリック・マンデルブラット氏は、アップルのポッドキャストで、中国が過去20年間に莫大（ばくだい）な石炭埋蔵量を活用して電力による精錬能力を大幅に拡大し、アルミ市場を「崩壊させた」と述べた。

過去10年間のアルミ価格はトン当たり2000ドルを割り込んでおり、現在の価格は1989年当時より安い。中国が環境を重視し、精錬能力の上限を年間4500万トンにするというのが強気シナリオだ。現在の生産能力は中国が約4000万トン、世界全体が6900万トン、アルコアが約200万トン。

2月時点のアルミ価格は3200ドルだった。その水準ならアルコアのEPSは12～13ドルになるだろう。アルミ価格が5000ドルに上昇すれば、アルコアのEPSは30ドル近くに増加するかもしれない。マンデルブラット氏は、欧米が今後10年以内に、中国などで炭素を排出しながら生産される「汚い」アルミにトン当たり100ドルの炭素税を課す可能性があるとみている。実際にそうなり、新たな精錬技術の有効性が証明されれば、アルコアにとってメリットとなるだろう。

財務内容は改善

Alcoa

(AA / NYSE)



Source: FactSet

アルコアは最近、好調な利益でバランスシートを強化してきた。100億ドルの時価総額に対して純負債はわずか2億9900万ドルで、年金債務と退職者医療債務を含む総債務は2020年末の23億ドルに対して最近12億ドルとなっている。四半期当たり配当は10セント。2022年上半期には発行済株式の約3%を3億5000万ドルで買い戻した。

アルコアのウィリアム・オプリンガー最高財務責任者（CFO）は本誌宛ての電子メールで「われわれはバランスシートを大幅に強化し、ポートフォリオの改善で大きく前進した。コストに焦点を当てたアルミ専門企業にとって、アルミ需要の増大は絶好のチャンスだ」と述べた。

中国は不動産市場が不振でアルミ需要が減少しており、注意も必要だ。とはいえ、アルコアは低カーボンフットプリントや強固なバランスシート、革新的技術の可能性など、長期的な勝者となる地金と気骨を備えている。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

3. 水事業に熱視線 6 Water Stocks for an Increasingly Thirsty World. ダナハーなど6銘柄

[フィーチャー]

細分化した業界



Courtesy Evoqua

水は原油よりくみ上げるのが難しい。投資も難しい。

水は原油より密度が高く、輸送が困難だ。RBCキャピタル・マーケットのアナリスト、ディーン・ドレー氏によれば、エネルギーは単に一つのセクターだが、水は水処理、バルブ、ポンプ、ろ過、海水脱塩、計量など17のサブセクターから成り立っている。

水は生命にとって不可欠だが、石油よりはるかに小規模のビジネスだ。国連水会議でプレゼン

テーションを行ったドレー氏は、世界の水ビジネスの規模を年間約6550億ドルと推計している。世界中で毎年消費される約3兆ドル相当の原油に比べ、わずかだ。

米国随一の安定性

それでも、干ばつ、気候変動、人口増加、環境・社会・ガバナンス（ESG）投資への関心の高まりによって、水は投資家にとって果てしなく魅力的なセクターになっている。ドレー氏は、投資の秘訣（ひけつ）は代替可能な製品だけでなく、最高の技術を備える水企業に投資することだと説明する。ドレー氏は「世界には水道管、ポンプ、バルブなど、水関連のコモディティー製品があふれている。スマート水道システムを重視すべきだ」と語る。

しかし、上場投資信託（ETF）バークス・リープス・ユーティリティーズETF<UTES>のポートフォリオマネジャー、ジェイ・レーム氏は、水道事業にも投資する余地はあるとし、注目点はその安定性だと指摘する。一番の注目銘柄はペンシルベニア州の小規模な水道会社ヨーク・ウオーター<YORW>だ。この会社は1816年以降連続して配当を実施している。これは米国の歴史で最も長い記録だとみられる。

ヨーク・ウオーターの時価総額は6億2000万ドルで、どんなポートフォリオにも適しているとは言えないだろう。しかし、以下に取り上げる6銘柄は注目する価値がある。

アメリカン・ウオーター・ワークス

投資家が公益事業を選好する理由は安定性にある。アメリカン・ウオーター・ワークス<AWK>は安定している。過去10年間の利益は年率8%で成長し、今後3年間も年率8%の成長が予想される。

アメリカン・ウオーターは安定性が支えとなり、株価収益率（PER）が過去3年間の平均と同水準の32

American Water Works Co.



倍。理由は簡単だ。誰もが水を必要としており、ほぼ全員が水道料金を支払う。公益事業では水道管の修繕時に利益を得ることが認められている。このため、レーム氏は業績予想が比較的容易だと語る。配当利回りは1.7%だ。

ダナハー

Danaher Corp.



ドレー氏は、水質測定機器や医療機器メーカーのダナハー<DHR>は純粋な水企業ではないが、市場で強固な地位を築いた技術提供企業だと語る。売上高の10%が水に直接関連したものとみられるという。ドレー氏は「訪問した五大陸の水処理プラントの全てがダナハーの水質検査システムを使っている」と指摘する。

ダナハーの2023年予想PERは約26倍と、過去数年平均の28倍をやや下回る。ダナハーの今後3年間の年平均増益率は7%と予想されているが、これは保守的な見方かもしれない。ダナハーの年平均増益率の実績は12%前後だ。

エッセンシャル・ユーティリティーズ

Essential Utilities Inc.



ペンシルベニア州プリンマーに本拠を置くエッセンシャル・ユーティリティーズ<WTRG>は純粋な水企業ではなく、顧客に天然ガスを供給している。安定性の点ではアメリカン・ウォーター・ワークスにやや劣るが、過去の業績は目を見張るものがあり、レーム氏は「本当に経営内容が良好な水道会社だ」と語る。

エッセンシャルの利益は過去10年間に年率9%で成長し、今後3年間は年率8%弱で成長する見通し。2023年予想PERは約27倍。アメリカン・ウォーター・ワークスほど高くないが、最近数年間と同水準だ。配当利回りは約2.3%。

エボクア・ウォーター・テクノロジーズ

ピッツバーグの水処理エンジニアリング企業エボクア・ウォーター・テクノロジーズ<AQUA>は、エレクトロニクス、製造業、ウォーターパークなどで3万8000件を超える顧客の排水を浄化処理している。株価は割安ではない。2023年予想PERは37倍と、過去3年間平均の35倍を上回る。今後3年間の年平均増益率予想は15%と、過去数年間の年率10%から上向く見込みだ。

エボクアは「永久に残る」フッ素系化合物PFAS（パーフルオロアルキル化合物およびポリフルオロアルキル化合物）を水から除去する技術を有する数少ない企業の一つ。連邦政府がPFASを有害物質に指定すれば、PFAS除去は10億ドル単位の事業になる可能性がある。ドレー氏は、エボクアの投資判断を「アウトパフォーム」とし、目標株価は直近水準を15%上回る44ドルに設定している。

Evoqua Water Technologies Corp.



■ ミューラー・ウオーター・プロダクツ

Mueller Water Products Inc.



アトランタに本拠を置くミューラー・ウオーター・プロダクツ<MWA>は消火栓を製造しており、水道管や庭園の水まき用ホースの水流を止めるために設置される鉄製ゲートバルブでは米国有数の企業だ。

ミューラーの利益は景気の影響を受けやすく、景気に伴って上下する可能性がある。ミューラーが8月に発表した第3四半期決算が予想を下回った後、株価は10%下落した。これはインフレとサプライチェーンの影響によるもので、証券会社シーポート・グローバルのアナリスト、ウオーター・リプタック氏は押し目買いの機会と考えている。

ミューラーの利益は今後数年間、年率約13%の成長が予想されている。2023年予想PERは17.5倍と、過去3年平均の18.3倍をやや下回っている。

ザイレム

Xylem Inc.



水が漏れやすい水道管は問題だ。米国の水道本管の耐用年数は平均約45年。ニューヨーク州ライブルックに本拠を置くザイレム<XYL>が問題を解決する。水道会社の本管に漏水があれば、ザイレムはリモートで問題を検出し、原因を突き止める。ETFプロバイダー、グローバルXのアナリスト、アレック・ルーカス氏は、ザイレムの売上高の約35%を占めるデジタル製品は2020年代半ばまでに50%に近づくと予想する。

ザイレムの2023年予想PERは約30倍と、S&P500指数の17倍を大幅に上回る。しかし、利益は今後3年間に年率25%で成長すると見込まれている。ルーカス氏は、利益率の高いデジタル製品が利益成長を支えると語る。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

4. Tモバイル、移動体通信トップに

[注目銘柄]

T-Mobile Has Replaced Verizon Atop the Wireless World. It's Time to Buy.
EPSに大幅成長の余地

5G移行で逆転



Akos Stiller/Bloomberg

4Gの時代、ベライゾン・コミュニケーションズ<VZ>は誰もが認める移動体通信業界の勝ち組だった。無線通信インフラと無線周波数免許に多額の投資を行い、全米で最も優れたサービスを構築した。その結果、契約者数の増加と優位な価格設定を手に入れた。すぐ後を追うAT&T<T>の経営陣は、メディア業界進出（その後方針転換することになるが）に多額の資金を投入した。TモバイルUS<TMUS>とスプリントは大きく引き離され、大手と競合するだけの規模がないことから、標準を下回るネットワークに消費者を引き付けるためには割安料金に頼ら

ざるを得なかった。

世の中が高速大容量通信規格「5G」に移行すると、大きな変化が訪れた。Tモバイルはスプリント買収から2年半近くが経過し、事業が活況を呈している。かつて新興の移動体通信事業者だったが、その5Gネットワークで称賛を浴び、業界最低水準の料金設定もあって市場シェアは拡大を続けている。スプリントの統合で最もコストがかかる段階は完了。余剰キャッシュフローを自社株買いに充当することが可能になるため、株主も恩恵を受ける見通しだ。

本誌は2020年1月にTモバイル株の購入を推奨した。その後、株価は84%上昇した。この間、S&P500指数の上昇率は34%。Tモバイルの株価は年初来で25%上昇し、一段高が見込まれる。

5Gへの移行により、米移動体通信業界の競争がどれほど大きく変化したか、強調してもしきれない。まだ移行の初期の段階だが、次世代ネットワークでは多くのアンテナ、高周波数の帯域の追加、ネットワーク効率の向上により、人口密集地で従来技術より高速で高性能の通信が可能となる。

こうした変化でTモバイルは優位を確保することができた。スプリントとの合併は2020年4月に完了。5Gに最も適した周波数帯で、うらやむべき無線周波数免許のポートフォリオを手に入れた。合併で運営規模、ネットワーク、顧客基盤が拡大し、資金力が強化され、ネットワークへの多額の設備投資が可能となった。契約者数は1億人を大幅に上回り、AT&Tを一気に追い抜いた。Tモバイルのミッドバンド周波数帯（1GHz～6GHz帯）がカバーする米国の契約者数は6月末現在で2億3500万人。今年度の設備投資額は140億ドル近くに上り、競合他社に及ばないものの、合併前の2倍超に増加した。

AT&Tやベライゾンと異なり、Tモバイルは値上げをせずにこれだけのことを成し遂げた。ユーザー1人当たりの売上額（ARPU）も増加を続けている。高付加価値の契約者を獲得しているため、今後利益率（今年度は約4%）を拡大し、ベライゾンやAT&T（10%台半ば）に並ぶ可能性がある。

決算で明暗

Can You Hear Me Now?

T-Mobile has been winning in 5G and its stock has benefited. Buybacks ahead.



Source: FactSet

第2四半期決算シーズンは、Tモバイルの優位性がこれまでにない鮮明となった。最も重要な指標である料金後払い契約者の純増数が業界トップの170万人となったほか、複数の重要指標でウォール街の予想を上回った。業績予想は全ての指標に関して上方修正された。

一方、ベライゾンはずいぶん予想を下回った。料金後払い契約者数は純減となり、業績予想を2四半期連続で下方修正した。AT&Tは契約者数が堅調に伸びたが、成長促進のための広告宣伝費でキャッシュフローが減少した。通期のキャッシュフロー予測は下方修正された。

投資銀行モルガン・スタンレーのアナリスト、サイモン・フラナリー氏は、Tモバイルを決算発表後にトップピックとし、「Tモバイルは大手3社で最も非の打ちどころのない四半期決算を発表した。経営陣は全ての面で結果を出し続けている」と述べた。

こうした変化の多くは既に株価に反映されている。Tモバイルの株価が147ドル近辺で12カ月前とほぼ変わらないのに対し、ベライゾンの株価は21%下げ、2017年以来となる43ドル50セント前後だ。AT&Tの株価は8%下げ、18ドル前後。現在の株価から算出される企業価値（EV）と来年度の予想EBITDA（利払い・税引き・償却前利益）の比率（EV／EBITDA倍率）は、Tモバイルが10倍弱であるのに対し、ライバル2社は7.5倍前後となっている。

ベライゾンとAT&Tも手をこまねているわけではない。両社は多額の5G投資を行っているが、無線周波数免許の面で不利な状況にある。昨年のCバンド入札では、両社が応札額で計700億ドル近くとトップになった。このミッドバンド周波数帯は両社の5Gネットワークの重要な部分を占め、今年から来年にかけてようやく利用可能となる。独立系の分析企業は、Tモバイルの5Gネットワークをベライゾ

ンやAT&Tのネットワークより高く評価してきた。

ベライゾン経営陣はCバンドの全面的な利用開始と、高周波（24GHz以上）のミリ波ネットワークの高密度化により、Tモバイルとの5Gパフォーマンスギャップを埋めることに自信を持っている。ベライゾンは6月末に自社のCバンドが米国でカバーする人口が1億3500万人に達し、年末までに1億7500万人に達すると発表。マット・エリス最高経営責任者（CEO）は「極めて強力なネットワーク性能を提供する道筋を付けている」とした。

ただ、電気通信業界をカバーするベテランアナリスト、クレイグ・モフェット氏のように、確信を持ってない者もいる。モフェット氏は「ベライゾンには優れたネットワーク運用の実績があり、直ちに否定するわけにはいかないが、物理的な面でTモバイルに分がある」とみる。

■ 株価に上昇余地

Tモバイルはスタート地点でも優位にある。5Gにおけるリードを足掛かりに、Tモバイルとスプリントがライバル2社に後れを取ってきた地方と企業顧客のシェア拡大に注力。現在のシェアは地方が10%台前半、企業顧客が1桁台後半だが、経営陣は2025年までに20%まで増加すると予想する。

最大の増益要因はスプリントのネットワーク統合が完了することだ。当初2022年末を予定していたが、9月末に前倒しで達成する。基地局の移行や重複解消、旧スプリント契約者のTモバイル移行などは合併で最も多額のコストが発生する。合併関連コストは第2四半期だけで17億ドル弱に達した。こうした出費が一段落すれば、顧客基盤の拡大とARPUの増加がそのままフリーキャッシュフローに反映され、大規模な自社株買いへの道が開かれる。自社株買いは年内にも発表される可能性がある。

Tモバイル株の48.4%はドイツテレコム＜DTE.ドイツ＞が、3%はソフトバンク＜9434＞が保有している。残る48.6%の時価総額は900億ドル。経営陣のガイダンスで示された今後4年間の自社株買いの総額は600億ドルと巨額だ。浮動株の3分の2を消却すれば、1株当たり利益（EPS）は劇的に増加する。ウォール街のアナリストは、TモバイルのEPSが2021年の2ドル41セントから2025年に4倍の11ドル54セントに増加すると予想する。ファクトセットによれば、ベライゾンとAT&TのEPSは2021年から2025年にかけてほぼ横ばいになると予想されている。バリュエーションが同業他社に比べやや割高であることや、年初来の株価上昇は忘れるべきだ。はるかに優れた成長軌道や自社株買いが株価にはほとんど反映されていない。Tモバイルは依然として電気通信セクターで最高の投資候補である。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

5. ジャクソンホール会議、好材料にあらず

[米国株式市場]

The Stock Market Finally Heard Powell's Message. It Won't Be Pretty.
株価は大幅安

F R B議長講演で急落



Michael Nagle/Bloomberg

ジャクソンホールでの会議が終わった。唯一の驚きは、株式市場が驚いたことかもしれない。

先週の株式市場は、前半は軟調に始まった。米連邦準備制度理事会（FRB）がハト派的な政策をとる可能性を過大評価していたかもしれないと投資家が認識したため、適切な反応だった。それでも金曜日のジャクソンホールでの会合前は、投資家が買い戻しに動いたことで市場は反発した。パウエルF R B議長の講演では、インフレ率を目標の2%まで引き下げる必要があり、それには時間がかかること、そして9月

も大幅な利上げが行われそうだとことが述べられた。30分かかると思われた講演だったが、わずか10分で終わった。

ヤルデニ・リサーチのチーフ・インベストメント・ストラテジスト、エド・ヤルデニ氏は「パウエル氏のジャクソンホール会議での講演は短く、タカ派的だった。FRBが引き締めを一時停止し、来年には金利を引き下げるかもしれないという市場で長く続いた期待を打ち消すものだった」と指摘している。

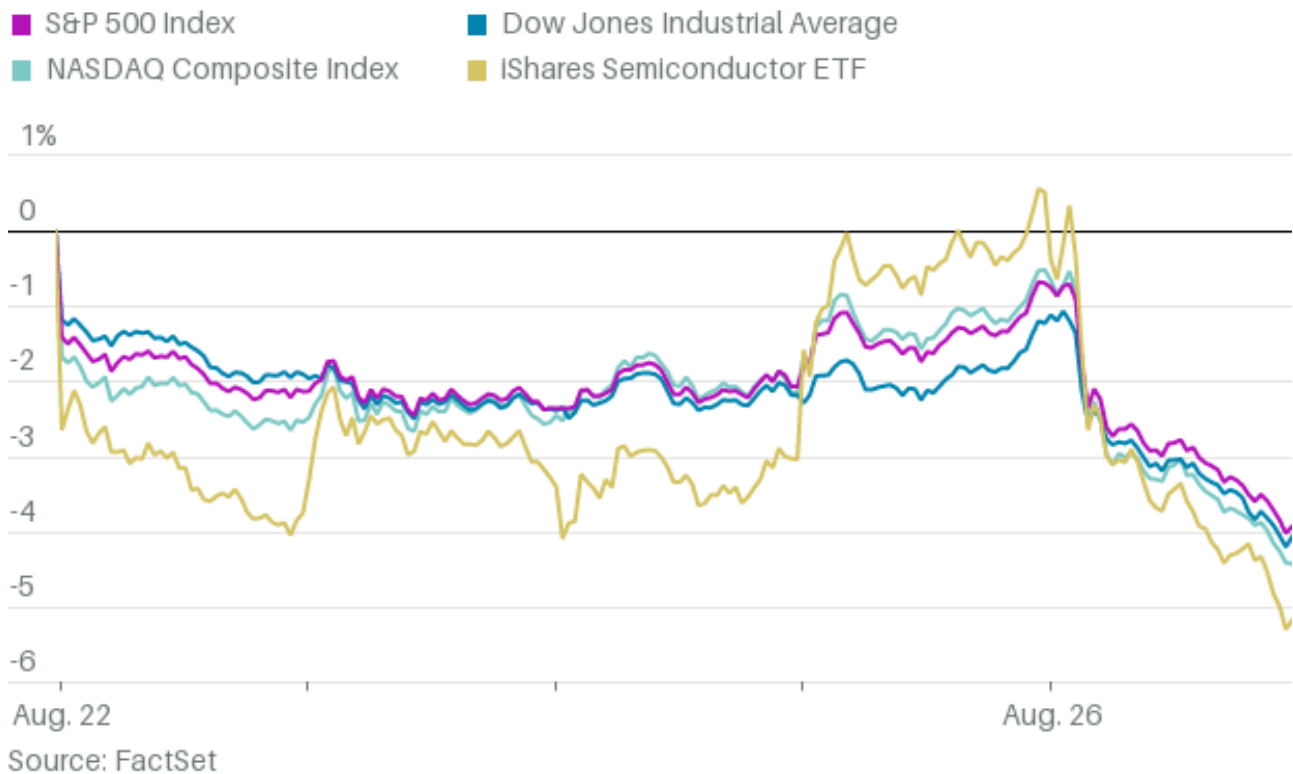
市場はパウエル氏の講演内容とそのメッセージを見逃さなかった。ダウ工業株30平均は26日に3%下落し、週間では4.2%安の3万2283ドル40セントで引けた。S&P500指数は26日に3.4%下落し、週間では4.0%安の4057.66で週を終えた。6月以降で最悪の週間パフォーマンスとなった。ナスダック総合指数は先週4.4%安の1万2141.71となり、小型株のラッセル2000指数は2.9%安の1899.83で週末を迎えた。

成長株に逆風

投資家は次の会合で何が起こるかを心配しているわけではない。CMEフェドワッチによると、26日のパウエル氏の講演後、先物市場で0.75%の利上げの可能性は61%と見込まれており、25日の64%から低下した。ただ、市場が実際に恐れているのは次の利上げの規模ではなく、いつ利上げを停止するのか、不況を引き起こすことになったとして、いつまで高い金利を維持するかという点のようだ。キャピタル・エコノミクスのマーケット・エコノミスト、トーマス・マッシューズ氏は「FRBは政策転換の準備ができていると思えない。市場にとってFRBはしばらく逆風であり続けるようだ」としている。

FRBの姿勢は特に割高な成長株にとって逆風で、ハイテク株の多いナスダック総合指数の先週の大幅な下落は驚くことではなかった。金利上昇の影響を最も受けるのは割高な成長株だから当然だ。半導体のエヌビディア<NVDA>やデジタル広告ツールのトレードデスク<TTD>は下落後も利益の42.7倍や57.9倍の株価水準にあり、依然割安とは言えない。

Market Performance



待ち構える試練

しかし、投資家は成長株投資をやめることができないようだ。ゴールドマン・サックスのデータによると、成長株に投資するミューチュアルファンドは第2四半期、企業価値が売上高の20倍以上で取引されている銘柄を積み増した。データ管理ソフトのスノーフレック<SNOW>やトレードデスク、エヌビディアなどが追加されたことになる。この戦略は6月の安値からの反発局面ではうまくいったが、FRBが投資家の予想よりも金利を引き上げるようであれば、特に痛手を被る可能性がある。ウルフ・リサーチのストラテジスト、クリス・セニェック氏は「今回の講演は、株式市場に下落圧力をかけ続ける可能性が高く、成長株投資と、デュレーションの長いサブセクターや銘柄が最も大きな打撃を受けることになる」と書いている。

こうしたことから、9月20、21日に予定されている次の米連邦公開市場委員会（FOMC）までは、不安定な展開が続くそうだ。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

6. FRB議長、タカ派姿勢貫く

[コラム]

Fed Chief Talks Tough on Inflation. Stocks Listen and Fall Sharply.
株価に一段の試練も

ジャクソンホールまでの1週間



David Paul Morris/Bloomberg

経済シンポジウムで有名なワイオミング州ジャクソンホールを指定地域に含むグランドティトン国立公園は、観光客に熊の出没に関する警告を発しており、「3人以上のグループで行動し、音を立て、熊撃退スプレーを携帯すべし」と公式にアドバイスしている。26日朝、カンザスシティ連銀が主催する年次ジャクソンホール会議で講演するために国立公園に到着したパウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長も、弱気の象徴である熊を撃退するスプレーが吹きかけられたのではないかと考えてくる。

ウォール街はこの1週間、パウエル氏が26日午前になにを話すかについて、ずっと気に掛けていた。パウエル氏がタカ派的な発言をするのではないかという懸念で、6月中旬から8月中旬にかけてナスダック総合指数を20%上昇させた猛烈なサマーラリーの勢いはそがれてしまった。4～6月期の企業決算はひどく悪いものではなかったため、FRBが従来予想より早く引き締めサイクルを終了するかもしれないという楽観的な見方が一時的に広まった。しかし、26日の講演に向けて二つの懸念すべきトレンドが生まれた。まず、金利低下が止まり、10年物米国債の利回りが再び3%を超えて上昇した。投資家は今後さらなる大幅な利上げを見込んでいることが示された。次に、5～7月期の企業決算は総じて振るわなかった。

特にハイテク企業が顕著だった。ITソリューション大手デル・テクノロジーズ<DELL>は25日遅く、パソコンと企業向けハードウェアへの支出が減速していることを理由に、通期の見通しを下方修正した。新規プロジェクトの承認を遅らせる傾向が顧客に見られるとして、ソフトウェア大手セールスフォース・ドット・コム<CRM>が2022年の見通しを下方修正した翌日のことだった。

デルのトム・スイート最高財務責任者（CFO）は本誌に対し、5～7月期後半に商用PCの需要が減少し、インフラプロジェクト（特にサーバー）に対する設備投資を躊躇（ちゅうちょ）する動きが強まったと述べた。クラウドコンピューティングを提供する会社も投資を先延ばししており、スイート氏は「クラウドも景気循環の影響に無縁ではない。顧客は全般的に慎重になっているようだ」と述べた。

さらに不愉快なこと？

パウエル氏はわずか10分間の短い演説で、インフレ率を2%に引き下げるというFRBの重点項目を強調。「物価の安定なくして、経済は誰のためにもならない」と指摘し、「高インフレの重荷は負担できない人々に最も重くのしかかる」と続けた。

パウエル氏は、インフレに対処するには「トレンド以下の経済成長の期間を持続させる」必要があるとして、インフレ率が7月にわずかに低下した程度でFRBが方向転換するには程遠いと指摘。「やり遂げるまでやり続けなければならない」と、追加利上げが控えていることを明らかにした。

パウエル氏は「金利の上昇、成長の鈍化、労働市場の軟化はインフレを低下させるが、家計や企業にも痛みをもたらすだろう。不幸なことに、これらはインフレを抑えるためのコストだ。しかし、物価の安定を回復できなければ、はるかに大きな痛みを意味する」と述べた。つまり、FRBはタカ派姿勢を貫くということだ。株価にとって良いニュースとは言い難い。26日の株価は急落。ダウ工業株30種平均は前日比1000ドル以上（3%超）下落し、S&P500指数は3.4%安、ナスダック総合指数も3.9%下落した。この先、さらに不愉快なことが待ち受けているかもしれない。

筆者が初めて本誌に署名入り記事を書いたのは36年近く前だが、「アップ・アンド・ダウン・ウォールストリート」コラムの執筆者として自分の名前が載るのは初めてで、特別な感慨がある。本コラム欄を創刊したのは故アラン・エーベルソンで、自分を採用してくれた師であり、今でもロールモデルであり、ヒーローだ。エーベルソンはコラムでは、常識的な投資アドバイスだけでなく、不正行為や醜聞をすっぱ抜きつつ、それを常に辛口のウィットに包んで提供してくれた。筆者は、彼なら非代替性トークン（NFT）、暗号資産（仮想通貨）、特別買収目的会社（SPAC）、メタバース、Web3、ミーム株などについてどう考えるかと思いを巡らすことが多い。答えはいつも、彼ならめった切りにするだろうということだ。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

7. FRB議長、インフレ退治を最優先

[経済政策]

Powell's Policy Point: Inflation Must Be Beat, and It Won't Be Pretty.
財政政策に逆行の動きも

物価抑制を強調



Amber Baesler/AP

米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は26日、ワイオミング州ジャクソンホールで開催されたFRBの年次シンポジウムで講演した際、特に新しいことは言わなかった。しかし、物価を安定させるというコミットメントを強調する中に、最近の公の場での発言よりも断固とした姿勢が感じられた。パウエル氏は講演冒頭、「本日の私の発言はより短く、焦点の絞られた、より直接的なメッセージを伝えるものになる」と述べた。実際のスピーチはわずか数分間。インフレ対策の重要性をめぐる内容に絞られ、FRB議長としての仕事がより困難になっていることを印象付けた。

パウエル氏は「物価安定はFRBの責務であり、経済基盤として機能する。物価安定なくして、経済は

誰にとっても機能しない」と指摘。金利上昇や成長率の低下、労働市場の軟化は「インフレ抑制に伴うやむを得ないコストであり、家計や企業に一定の痛みをもたらすだろう」と述べた。

コーナーストーン・ウェルスのクリフ・ホッジ最高投資責任者（CIO）は「インフレ抑制と経済成長という二つの責務のどちらを取るかと言えば、FRBは明確にインフレ抑制を優先するだろう。パウエル氏は物価抑制のためにリセッション（景気後退）に突入しても構わないと明言することはできないが、講演のメッセージは明らかにそのことを示している」と述べる。

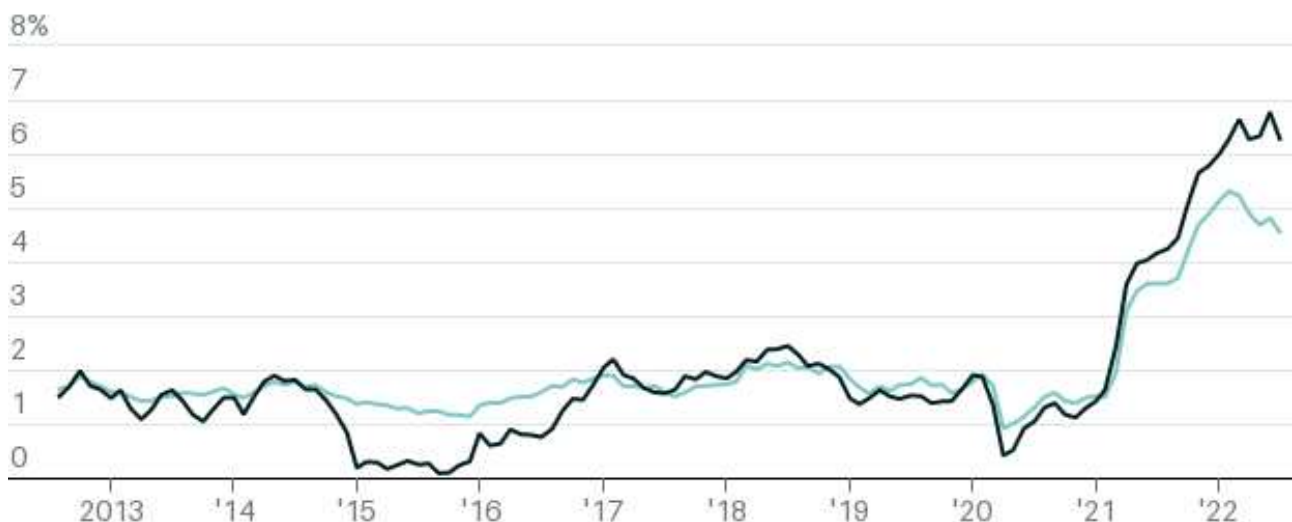
パウエル氏は、インフレを打ち負かすためなら、いかなる手段も講じる覚悟だと市場に納得させ始めたにすぎない。インディペンデント・アドバイザー・アライアンスのクリス・ザカレリCIOによると、FRBが公約を実行するとの予想が完全に織り込まれた場合、市場は今年中に少なくとも20%下落する。S&P500指数は26日に2.5%下落し、年初来で14%下げている。トレーダーらは26日、3会合連続での0.75%の利上げ予想に代わり、9月は0.5%の引き上げに賭ける方向にシフトしている。

労働市場に懸念材料

Fed's Favorite Figures

Personal Consumption Expenditure Indexes are falling faster than Consumer Price Indexes.

■ Year-over-year % change in PCE Price Index
■ Year-over-year % change in core PCE Price Index



Source: FactSet

夏場の株価上昇は、FRBが引き締めようとしている金融情勢を緩和する方向に働いた。それ以外にも、パウエル氏にとって向かい風となる二つの大きな力が作用している。

まず、労働市場だ。パイパー・サンドラーでエコノミストを務めるジェイク・オウビーナ氏は先週のレポートで、労働力の増加をめぐる懸念が高まっていることを強調した。オウビーナ氏によれば、金融危機後の労働参加のトレンドの多くが減速し、場合によっては逆転しているという。米国の25～54歳の労働力人口はコロナ前を60万人ほど下回る水準で停滞。仕事がなく、仕事を求めてもいない米国人は6～7月にかけて1950万人から1990万人に増加し、コロナ前のトレンドの約1910万人を上回った。

また、低技能労働者の労働参加率の改善傾向は最近になって逆転したとオウビーナ氏はみている。

労働供給問題の一つの要因として、新型コロナウイルス感染者の後遺症が考えられる。オウビーナ氏は、障害を理由に労働力から外れた人の数がコロナ以前の水準を約100万人上回っていると指摘する。ブルッキングス研究所のケイティ・バッハ氏の報告によると、コロナ感染の後遺症を有する生産年齢の米国人は現在約1600万人。バッハ氏によれば、そのうち200万～400万人が後遺症を理由に仕事に就いていない。労働市場がFRBの政策を実現させるための主要なメカニズムだとすれば、深刻な労働力不足は状況を複雑にし、賃金と物価の上昇圧力を抑えるには労働需要が冷え込まざるを得ない可能性がある。

ローン免除は逆効果

FRBを阻む第二の要素は財政政策だ。バイデン大統領の学生ローン返済免除計画は政治的な議論と同時に、経済的な議論に火をつけた。ペンシルベニア大学のペン・ウォートン・バジェット・モデルのアナリストによると、この計画には10年間の予算枠で5000億ドル規模のコストがかかるという。ハーバード大学の経済学教授で、オバマ元大統領の経済諮問委員会の委員長を務めたジェイソン・ファーマン氏は、現行法と比較して（年末まで延長された金利モラトリアムが年末に終了すると仮定して）このプログラムはインフレ率を約0.2～0.3ポイント押し上げると指摘する。

メリーランド大学のメリッサ・カーニー教授（経済学）は、債務免除が数百万世帯の裁量所得を増やすと指摘する。カーニー氏は「需要を押し上げ、物価上昇の方向に働く」と述べ、今後、高等教育やローンのコストを押し上げることになると予想する。バイデン氏の発表では、当面の免除と将来のローンの寛大な免除条件がセットになっている。カーニー氏は「実質的に、物価が高騰して多くの人々を現在の苦境に追い込んだ部門に補助金を出す」ものだとして、将来さらに多くの人々がローンを組むこととなり、高等教育のコストがさらに上がると指摘する。

平時であれば、ファーマン氏の試算はさほど重要と思われまいだろうし、カーニー氏の指摘は長期的な懸念材料であっても、深刻な不安にはつながらない。しかし、現在のインフレ率の高さを踏まえると、需要を冷え込ませてインフレを抑えようとするFRBの努力を打ち消す方向への一歩と言える。

一方で、FRBに有利に働いている要素もある。物価上昇の減速を示す最新の指標として、個人消費支出（PCE）指数は6月に前年同期比6.8%上昇した後、7月は6.3%上昇に落ち着いた。FRBが好むインフレ指標である食品とエネルギーを除いたコアPCEも、あるべき方向に動いた。コアPCEは前年同期比4.8%上昇から4.6%上昇に低下し、依然として目標の2%を大きく上回っているが、消費者物価指数（CPI）ほど上昇していない。ミシガン大学は26日、最新のインフレ期待を示す指標を今後1年間は4.8%、今後5～10年間は2.9%に若干下方修正した。もっとも、パウエル氏は最近のインフレの減速傾向について、歓迎するものの十分ではないと評価している。

現時点ではFRBに不利に作用する力の方が、正しい方向に導く力を上回っている。インフレ是正に失敗の選択肢はないというパウエル氏の発言は信じるに足りるが、懸念材料がなかった場合よりも痛みを伴うものになるかもしれないと考える根拠も十分存在する。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

8. エヌビディア株、下落続く

[ハイテク]

Nvidia Stock Is Down 40% This Year. Don't Expect a Quick Turnaround.

早期回復は懐疑的

3カ月で3度引き下げ



Sam Yeh/AFP via Getty Images

米半導体企業で時価総額トップのエヌビディア<NVDA>が負のスパイラルに陥っている。先週は業績ガイダンスを市場予想を下回る水準に下方修正した。要因は経済環境の軟化と、ゲーム用グラフィックカード需要の急減速だ。ガイダンスの下方修正は過去3カ月で3度目となる。

一部の投資家は、近い将来の業績回復に楽観的だが、筆者は懐疑的である。エヌビディアは競争の激化、持続不可能な価格設定構造、暗号資産の採掘（マイニング）に使用される中古グラフィックカードの潜在的な供給過剰など、克服

困難な脅威に直面しているからだ。

業績、急激に悪化

エヌビディアが8月24日に発表した2022年8～10月期の売上高ガイダンス中央値は59億ドルと、コンセンサス予想の69億ドルを大きく下回った。さえないガイダンスの発表に先立つ8月初めには、5～7月期の売上高ガイダンスを従来の81億ドルから67億ドルに引き下げると表明していた。

本誌の読者にとって、エヌビディアの最近の失速は意外ではないはずだ。本誌は今年4月、小売業者におけるグラフィックカード在庫の増加、カード価格の上昇、暗号資産マイニングへのエクスポージャーなど、その後現実となったすべてのリスクを挙げ、ファンダメンタルズは悪化していると警告していた。しかし、その後数カ月、ウォール街のアナリストの大半はエヌビディア製品に対する需要の急変を見逃し、株価は急落した。かつて売上高が前年比50%のペースで成長していた業績も、わずか2四半期で一変。直近では前年比17%の減収見通しが発表された。

エヌビディア経営陣は先週の決算発表で、製品価格と販売台数の両方が四半期中に大きく落ち込んだと説明した。株価は翌日の取引で当初下落したものの、上昇に転じ、前日比4%高で引けた。それでも年初来下落率は約40%に達している。

二つの重大リスク

今年下落局面でエヌビディアの株式を「買い」と評価していたアナリストは、まだあきらめていない。それらのアナリストは、業績見通しからリスクが完全に払拭（ふっしょく）されたと考え、近い時期に発売される新製品が業績を押し上げると予想している。

だが、強気派は多くの重大なリスクを見落としている。まず、暗号資産価格の暴落という負の後遺症

が継続している点だ。時価総額が2番目に大きい暗号資産イーサリアムのマイニングにはエヌビディアのグラフィックカードが主に使用されている。暗号資産価格が下落する中、マイニング需要は急激に落ち込んでいる。ただ、大きな試練がやってくるのはこれからだ。

それは、イーサリアムが今年9月にも合意形成メカニズムをいわゆるプルーフオブワークからプルーフオブステークに移行させる結果、グラフィックカードによるマイニングの必要性が消滅すると予想されていることだ。そうなると、数十億ドルの中古グラフィックカードが市場で氾濫する可能性がある。

強気派が見逃しているもう一つのリスクは、グラフィックカードの価格が正常な水準に下落するにつれ、エヌビディアの収益性が低下する可能性があることだ。ここ数年、暗号ブームで底上げされた1200～2000ドルの高価格カードに対する前例のない需要の恩恵を受けてきたが、カード価格は今後、マイニング需要にけん引されない800ドル以下になると予想され、利益率に打撃を与えるだろう。

AMDがシェア奪取も

業界アナリストのジョン・ペディ氏によると、今年後半の発売が予定されているアドバンスド・マイクロ・デバイシズ<AMD>の次世代グラフィックカードは、革新的な「チップレット」アーキテクチャの強みで価格競争力が高く、市場シェアを獲得する見通しとなっている。

この製品は流れを変える「ゲームチェンジャー」になる可能性がある。エヌビディアにとって、AMDと競争する新たな時代の到来は、市場が最も織り込んでいないリスクかもしれない。筆者が先週目を通したエヌビディアに関するアナリストリポートはいずれも、コードネームRDNA 3と呼ばれるAMDの新しいグラフィックカードの消費電力当たりの性能が、前世代の製品に比べ50%以上高いとしている。ただ、AMDがエヌビディアの脅威になるとは指摘していない。それでも、効率的な設計を採用したAMDは製造コストの面でエヌビディアより優位に立つだろう。

エヌビディアのコレット・クレス最高財務責任者（CFO）は本誌のインタビューで、暗号資産採掘業者とイーサリアムのプルーフオブステークへの移行が必要に与える悪影響は「定量化できない」と指摘。次世代グラフィックカードの価格設定については、発売時の市場の状況を見て判断すると説明している。AMDとの競争が激化する可能性については、エヌビディアの製品には強力なブランド力があり、ゲームソフト制作会社とのパートナーシップを通じて競争に打ち勝てると確信していると述べた。

クレス氏の指摘にはもっともな点があるかもしれない。しかし、AMDがエヌビディアからビジネスを奪うというペディ氏の見方に筆者は賛成する。

最後に、株価が年初来で大きく下落した後でさえ、エヌビディアのバリュエーションは割高に見える。業績予想も大幅に引き下げられたからだ。現在の12カ月予想株価収益率（PER）は48倍。近い将来にマイナス成長が予想されている企業としては極めて高い水準と言える。

結局のところ、エヌビディアの業績の好転について楽観的になるのは時期尚早だ。最悪の事態はまだ起こっていない公算が大きい。

By Tae Kim
(Source: Dow Jones)

9. 天然ガスが高騰 Natural Gas Soars on Russian Supply Cuts. 欧米とロシアが「エネ戦争」

[エネルギー]

侵攻開始時上回る



Krisztian Bocsi/Bloomberg

ロシアのプーチン大統領が、ウクライナを支援する欧州諸国とのエネルギー戦争をエスカレートさせている。ロシアはパイプラインの保守点検作業などを理由に、欧州連合（EU）向け天然ガス輸出量を昨年水準の2割程度に減らしている。

市場はそのことを分かっている。欧州のガス先物相場は6月中旬以降に3倍超急伸。プーチン氏がウクライナへの軍事侵攻を始めた2月時点の高値を上回った。

欧米が対ロシア制裁をやめる兆しはなく、ガス相場の垂直上昇はパニックの様相を呈し始めた。オックスフォード大学エネルギー研究所のガス研究プログラム創設者ジョナサン・スターン氏は「投機筋はロシア産ガスがない、液化天然ガス（LNG）がない、冬は本当に寒くなるという、考えられる限りの悪いニュースを織り込んでいる」と話す。

トレーダーらが注目していないのは、プーチン氏の締め付けに対する西側の機知に富んだ対応だ。クロックタワー・グループのチーフストラテジスト、マルコ・パピック氏は、EUのガス貯蔵タンクはLNGとノルウェーからの追加供給で予定通り稼働し、11月1日までに目標容量の80%に達すると予測。「欧州は昨年と全く同じペースで貯蔵庫を充填（じゅうてん）している。ロシアはこうした事態を想定していなかった」と語る。

ガスの逼迫（ひっぱく）は需要破壊を招いている。スターン氏は、欧州のガス使用量は今年既に11%減少しており、迫り来る景気後退でさらに10%減少する可能性があると予想。アナリストらは、ロシアが市場の不確実性をあおりつつ、「戦後」をにらんで欧州とのパイプを二つ、三つ残しておくためにほそぼそと供給を続けるとみている。

オーロラ・エネルギー・リサーチで天然ガス業界を担当しているジェイコブ・マンデル氏は「ロシアは将来、たくさんのガスを欧州に販売することを期待している」と述べる。パピック氏の推計によれば、ロシアはEU向けガス販売で年間平均550億ドルを稼いでいるという。

欧州の冬が厳しいものになるとは限らない。政府が国民の暖房を維持することはほぼ可能である。今、彼らはそのためのコストを吸収する方法を模索しており、産業用配給が行われる可能性は高い。

中でも最大のガス輸入国ドイツは、具体的な対策を先延ばしにしているようである。マンデル氏は「ドイツはまだ、誰が損をするのかははっきりさせていない」と指摘する。

新エネ開発が加速

LNG開発のペースを考えると、今後数年間、冬場はほとんど一息つけないだろう。カタールが手掛ける世界最大の新規プロジェクト「ノースフィールド・エクスパンション」は2027年までに世界のLNG生産量を10%増加させる予定だ。報道によると、米エクソンモービル<XOM>、英シェル<SHEL>、フランスのトタルエナジー<TTE.フランス>、米コノコフィリップス<COP>が今夏、パートナー企業として契約を交わした。

非上場のベンチャー・グローバルLNGは同様のスケジュールでルイジアナ州の新しいLNGプラントに130億ドルを用意したと発表した。環境重視の欧州では、こうした巨大プロジェクトが軌道に乗る頃にはガスが不要になると懸念する投資家もいる。EUは最近、野心的な2030年の太陽光発電の目標を50%引き上げた。マンデル氏は「業界の現実と、化石燃料からの脱却を目指す欧州との間には大きな隔たがある」と語る。

スターン氏が描いた最悪のシナリオが実現し、2月か3月に欧州のガスタンクが空になる可能性はある。ただ、欧米がコストを負担しながら、何とか事態を切り抜ける公算の方が大きい。

By Craig Mellow
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

Stocks in September Have Often Struggled.
「株安の9月」、良いニュースも？

[経済関連スケジュール]

売り、既にスタートか



Illustration by Elias Stein

株式にとって最悪の9月は、すぐそこだ。ダウ・ジョーンズ・マーケット・データによると、1928年以降、S&P500指数の9月の月間リターンは平均マイナス1%となっている。1896年までさかのぼることが可能なダウ工業株30種平均（NYダウ）もマイナスリターンを記録。両指数にとって、9月が厳しい一カ月であることは間違いない。2021年9月、株価は4.8%下落した。リーマン・ブラザーズが破綻したのは忘れない9月だ。米同時多発テロ事件があったのも9月11日。

「9月の株安」はさまざまな分析が行われているが、今年の9月に関しては下落の兆候ははっきり見られる。株価指数は6月半ばの安値以降、インフレ動向の一服や米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げに対する慎重な姿勢が見られたことで2桁台の上昇率を記録。だが、9月の利上げ幅は0.5%ではなく0.

75%となる可能性が高くなっている。

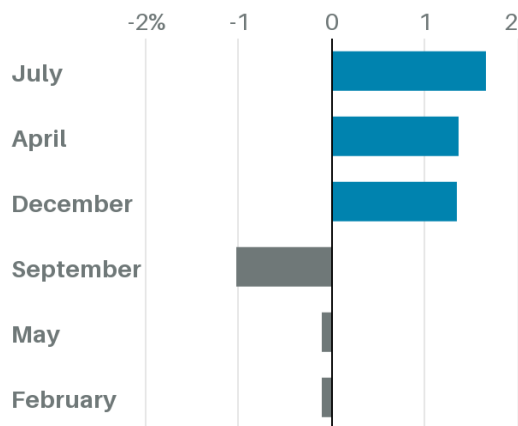
そうした中で原油価格が下落し、消費者は恩恵を受けている。米国産標準油種ウエスト・テキサス・インターメディアート（WTI）原油先物はバレル当たり90ドル台前半で推移していたが、8月22日の週にはサウジアラビアが減産の可能性を示唆したことで上昇。100ドル超を記録したものの、現在は10%超低い水準だ。中国の景気減速懸念も原油に影響している。ただ、中国が事実上の利下げを行ったことで、原油相場は再び上昇する可能性が出てきた。冬が近づき、長期化するウクライナ戦争がエネルギー価格を押し上げる可能性もある。

エバーコアの株式ストラテジスト、ジュリアン・エマニュエル氏は、金利上昇にもかかわらず上昇する最近の株式市場の動きは持続しないと考える。一方、良いニュースもある。「株安の9月」は、既に始まっている可能性があるのだ。NYダウとS&P500指数は8月20日以降下落している。S&P500指数の下落率は約4%。早く終わってほしいものだ。

今週の予定

Best and Worst Months for Stocks

July, April, and December have historically been good months for stocks. September has been the worst.



Source: Dow Jones Markets Data

8月29日（月）

・ ダラス連銀が8月のテキサス州製造業景況指数を発表。コンセンサス予想はマイナス12.3と、7月から約10ポイント改善。製造業景況指数を調査する地区連銀5行のうち4行の調査結果は、ここ2カ月のうち少なくとも1カ月はマイナスを記録しており、製造業セクターにおける本格的な減速の前兆となっている。8月上旬に発表されたニューヨーク連銀製造業景況指数は統計開始以来2番目となる大幅な低下を記録した。

8月30日（火）

・ 中国のインターネット検索大手バイドゥ（百度）＜BIDU＞、カナダ大手モントリオール銀行＜BMO＞、家電量販大手ベスト・バイ＜BBY＞、ペット用品オンライン販売チューイ＜CHWY＞、サイバーセキュリティ対策ソリューションを提供するクラウドストライク・ホールディングス＜CRWD＞、コンピューター・IT大手ヒューレット・パカード・エンタープライズ＜HPE＞、パソコンとプリンター大手HP＜HPQ＞が決算発表。

・ 米労働省労働統計局（BLS）が求人離職統計（JOLTS）を発表。予想では7月末時点の求人件数は1030万人で、6月から約40万件減少。求人件数は引き続き過去最高水準にあるが、3月に記録した1190万件からは減少している。

・ S&Pコアロジックが、6月のS&Pケース・シラー住宅価格指数を発表。予想は前年同月比19.5%上昇（5月は19.7%上昇）。今年に入り新築住宅、中古住宅の販売はともに急減しているが、住宅価格は引き続き過去最高水準にある。

・ コンファレンス・ボードが8月の消費者信頼感指数を発表。コンセンサス予想は96.5（7月は95.7）。同指数は7月まで3カ月連続で低下している。

8月31日（水）

- ・ 給与計算代行のオートマテック・データ・プロセッシング<ADP> が8月の非農業部門米民間就業者数を発表。エコノミスト予想は前月比25万人増。ADPは統計の算出方法の変更を発表しており、過去数カ月と単純に比較できない。
- ・ アルコール飲料製造販売大手ブラウン・フォーマン<BF.A>、医療器具メーカーのクーパー・カンパニーズ<COO>、汎用（はんよう）データベース・プラットフォーム開発モンゴDB<MDB>、ID管理サービスのオクタ<OKTA>、ライフサイエンス向けソフト開発ヴィーバ・システムズ<VEEV>が四半期決算発表。
- ・ 米サプライ管理協会（ISM）が8月のシカゴ景況指数（シカゴPMI）を発表。エコノミスト予想は51と、7月の52.1から約1ポイント低下。7月の数値は2020年8月以来の最低を記録している。

9月1日（木）

- ・ 通信半導体大手ブロードコム<AVGO>、食品大手キャンベル・スープ<CPB>、パッケージ食品メーカーのホーム・フーズ<HRL>、スポーツウエアメーカーのルルレモン・アスレティカ<LULU>が決算コンファレンスコールを開催。
- ・ 米国勢調査局が7月の建設支出統計を発表。建設支出総額は季節調整済み年率換算で前月比0.2%増の1兆7700億ドルとなる見通し。6月には1.1%減と2021年9月以来初めての下落を記録した。

9月2日（金）

- ・ 米労働省労働統計局が8月の雇用統計を発表。非農業部門就業者数は前月比27万人増が予想される。7月は52万8000人増と予想の2倍を超える増加を記録した。失業率の予想は3.5%と過去最低水準で横ばい。

By Jacob Sonenshine
(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』 2022/08/28

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た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。

※記事中の株式やファンドの価格は、米バロonz編集部による記事執筆時点の値である場合があります。

Copyright © 2022 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます