

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2022/12/11

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

- | | |
|--|--------------|
| 1. <u>CVSヘルス、「米国の医療プロバイダー」目指す - CVS Wants to Be America's Healthcare Provider</u> | [カバーストーリー] |
| プライマリーケア事業の買収を模索 | P.1 |
| 2. <u>ブラックストーン解約制限の教訓 - The Lesson of Blackstone's Retail Real Estate Fund: Liquidity Matters</u> | [フィーチャー] |
| 不動産ファンドに警鐘、重要な流動性 | P.6 |
| 3. <u>テーマ型ETFは魅力的に見えるが本当か - Thematic ETFs Look Tempting. Just Say No.</u> | [フィーチャー] |
| S&P500指数に勝てるファンドは少ない | P.9 |
| 4. <u>高格付けジャンク債は検討の価値あり - Higher-Quality Junk Bonds: Worth a Careful Look</u> | [インカム投資] |
| 価格が底打ちすれば利回りは魅力 | P.12 |
| 5. <u>世界的な大変動に警戒を - A Global Upheaval Is Under Way. Don't Get Caught Flat-Footed.</u> | [インタビュー] |
| 元ラウンドテーブルのメンバー、ズラウフ氏に聞く | P.15 |
| 6. <u>どうなるサントクロース・ラリー - The Stock Market Had a Terrible Week and Now the Fed Meeting Is on Tap</u> | [米国株式市場] |
| 今週は注目のCPIとFOMC | P.18 |
| 7. <u>注目株：ネット・メディア企業のIAC - There Are Tech Bargains to Be Had. Just Tread Carefully.</u> | [ハイテク] |
| 多彩な事業ポートフォリオ、割安な株価、潤沢な手元資金は魅力的 | P.20 |
| 8. <u>ハイテク各社、短編動画に注力 - As Internet Usage Shifts to TikTok-like Videos, the Giants Climb Aboard</u> | [投資戦略] |
| 視聴時間増加と広告収入に期待 | P.22 |
| 9. <u>金利上昇とハードランディングに備えよ - Get Ready for Higher Peak Interest Rates—and a Harder Landing</u> | [経済政策] |
| 賃上げが招く景気後退のリスク | P.25 |
| 10. <u>今週の予定 - TSMC Makes a \$40 Billion Bet on U.S.-Made Chips.</u> | [経済関連スケジュール] |
| TSMCが米国半導体工場に400億ドルを投資 | P.28 |

※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。

※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. CVSヘルス、「米国の医療プロバイダー」目指す CVS Wants to Be America's Healthcare Provider プライマリーケア事業の買収を模索

[カバーストーリー]

ドラッグストアの役割を変革

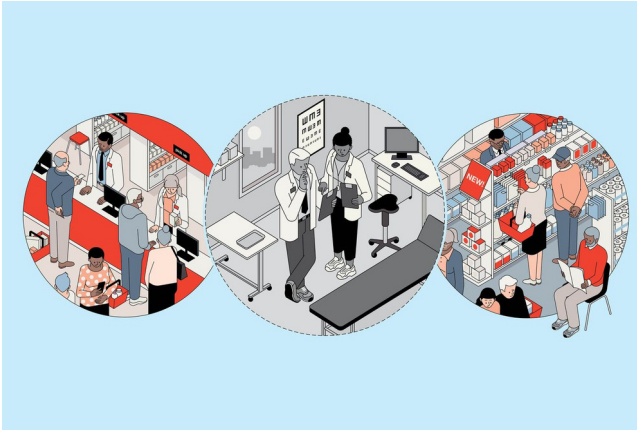


ILLUSTRATION BY RAMI NIEMI

ドラッグストアチェーン大手CVSヘルス<CVS>のカレン・リンチ最高経営責任者（CEO）は昨年、新たな経営戦略を明らかにした。単にトイレットペーパーを買ったり、インフルエンザのワクチンを接種したりする場所ではなく、米国人（特に高齢者）が医療を受けるための場所にするというものだ。

このアイデアはCVSの垂直統合された幅広い事業を活用するという点で魅力的だった。CVSの傘下には、大手医療保険会社、米国最大の薬剤給付管理（PBM）プロバイダー、ドラッグストア

の広範なネットワークが存在する。リンチ氏は、CVSがプライマリーケア（初期診療）のプロバイダーを買収し、もう一つの強力なリンクを増やすことを目指すと語った。うまくいけば、CVSの利益を押し上げるだけでなく、高齢者医療を改善できる可能性もあった。

それから1年がたったが、CVSはまだビジョンを実現できていない。リンチ氏は8月にも、CVSが今年中にプライマリーケア事業を買収すると述べたが、その期限は迫りつつある。しかし、それ以上に重大なのは、CVSの最終目標への道のりが一段と険しさを増していることだ。

2022年はプライマリーケア市場への関心が高まり、買収が急増した。アマゾン・ドット・コム<AMZN>は7月、プライマリーケアサービスを提供するワン・メディカルを39億ドルで買収すると発表した。ドラッグストア大手のウォルグリーン・ブーツ・アライアンス<WBA>と医療保険大手のシグナ<CI>も、プライマリーケアを含む大規模な診療事業を89億ドルで買収することを明らかにした。小売り大手ウォルマート<WMT>はプライマリーケアサービスを拡大しており、医療保険大手ユニテッドヘルス・グループ<UNH>も診療事業の買収を続けている。

最近では、CVSにとって大きな問題が新たに二つ浮上した。連邦政府は10月、CVS傘下の医療保険会社エトナが運営する一部のメディケア・アドバンテージ（民間医療保険会社が提供する公的医療保険サービス）プランの品質格付けを引き下げた。これはCVSが2024年に受け取る予定だった政府からのボーナスが支払われないことを意味する。さらに、医療保険会社センチーン<CNC>が、2024年にPBMプロバイダーをCVS傘下のケアマークから競合他社に切り替えると発表したため、利益目標に対する圧力がさらに強まった。

CVSは自社株買いによって穴埋めが可能と主張しているが、一部のアナリストは、プライマリーケア企業の買収に必要な資金を使ってしまうことになるのではないかと疑っている。とりわけ、市場の競争が激しくなっているのではなさらない。一方のリンチ氏は、自社株買いと買収の両方は不可能という見方を否定し、「当社は膨大なキャッシュを生み出しており、そのキャッシュをさまざまな方法で活

用する能力がある」と語っている。

現在の株価は投資家の懐疑的な見方を示している。調査会社ファクトセットによると、CVSの12カ月予想PER（株価収益率）は11倍と極めて割安で、ユニテッドヘルス（22倍）やヒューマナ＜HUM＞（20倍）などの同業他社に比べて大幅なディスカウントとなっている。CVSは、上場投資信託（ETF）のSPDR S&Pヘルスケア・サービスズ＜XHS＞が保有している大型株14銘柄の中でバリュエーションが最も低く、株価は年初来でおおむね横ばいだ。ただし、ほとんどのヘルスケア株と同様、S&P500指数に対してはアウトパフォームしている。

JPモルガンのアナリストであるリサ・ギル氏は、ウォール街は総じてリンチCEOの壮大な計画を認めているものの、プライマリーケアに関する進展がないため、評価が難しくなっていると語る。買収がどのような形態になるのかは誰も分からない。ギル氏は「投資家は買収対象が不明なままCVSを評価するのに苦労してきた。彼らはもうかなり長い間待ち続けている」と指摘する。

CVSに投資しても、短期的には大きなリターンを得られないかもしれない。しかし、バイ・アンド・ホールドのアプローチを取る投資家にとっては、CVSが現在直面している課題やその解決策を詳しく知るのには有益だ。CVSが他社よりもうまく立ち回れば、その独特な企業構造によって、株式を辛抱強く保有し続けることによる報酬は膨大なものになるかもしれない。

クレディ・スイスのアナリストであるA・J・ライス氏は、「CVSの望み通りに、ドラッグストアが医療システムと患者の接点に変わり、医療を受ける場所と見なされるようになれば、新たな成長分野を開拓するだけでなく、人々のドラッグストアについての見方を変革することにつながるだろう。その場合、バリュエーションは現在よりはるかに高い水準に上昇すると考えられる」と語る。

垂直統合の恩恵を追求

CVSは数十年にわたり、医療プロバイダーになるための道を歩んできた。CVSの一部のドラッグストアでは、既にワクチンの接種、糖尿病の検査、特定の疾患の治療を受けることができる。こうしたサービスは、CVSが2006年に買収した簡易診療所のミニットクリニック（主なスタッフは看護師）と、3年前に運営を開始し、より包括的なサービスを手掛けるヘルスハブが提供している。



PHOTOGRAPH BY TONY LUONG

リンチ氏の計画のポイントは二つだ。第一は、ドラッグストアに医師を配置し、より幅広い診療を実施すること。第二は、広い視点に立ち、新たなプライマリーケア診療所がCVSによる保険、PBM、在宅医療の重要な結節点としての役割を果たすようにすることだ。

CVSヘルスは1330億ドルという時価総額からは想像できないほど大規模な企業だ。CVS本体は約9000店のドラッグストアを所有・運営し、エトナには2430万人の保険加入者があり、ケアマークは1億1000万人の会員にサービスを提供している。全体として、CVSは米国の人口の約3分の1の医療に関与して

いる。さらに、事業は拡大を続けており、CVSは9月に在宅医療サービスのシグニファイ・ヘルス<SGFY>を80億ドルで買収すると発表した。リンチ氏は昨年、「当社ほどの事業資産を集めたヘルスケア企業はいまだかつて存在しない。この資産によって、消費者の医療体験を劇的に変えることができる」と述べている。

リンチ氏の計画のカギはメディケア・アドバンテージだ。メディケア・アドバンテージは急成長中の分野で、エトナなどの民間保険会社が、政府が資金提供する医療保険をメディケア（高齢者向け医療保険制度）の対象となる高齢者に提供するものだ。2022年のメディケア・アドバンテージの加入者数はメディケア受給者の48%に相当する2800万人で、2018年の2000万人から増加した。

保険会社は、メディケア・アドバンテージが重要な成長市場であり、大きな利益を獲得する好機とみている。連邦政府は、プランに加入している高齢者の高額な保険料を支払い、保険会社は保険料の一定割合を得ることができる。さらに、保険会社のプランが高品質であると政府に認められれば、ボーナスの支払いを受けられる。医療政策を専門とする非営利団体のカイザー・ファミリー財団（KFF）によると、2022年のボーナスは100億ドル以上に上る。

CVSの計画はこうだ。まず高齢者が、エトナが管理するメディケア・アドバンテージ・プランに加入する。政府はエトナに対し、高齢者に保険を1年間提供することと引き換えに所定の手数料を支払う。次にエトナは、CVSが所有する医療プロバイダーと契約し、患者の治療に対してプロバイダーに定額の手数料を支払う。患者は、CVSが所有するヘルスハブで、CVS所属の医師と看護師による診療を受ける。患者の医薬品は、CVSのドラッグストアで、CVS傘下のPBMであるケアマークを通じて処方される。

CVSは、垂直統合が医療費削減と患者の治療結果の改善に寄与することは証明済みだと主張している。CVSによると、エトナの民間医療保険事業の加入者は、ケアマークにも加入している場合は1カ月当たりの医療費が3~6%少なかった。さらに、エトナの会員のうち、CVSのドラッグストアで特定の疾患に対する処方薬を受け取った人は、薬を正しく服薬する割合が6%高かった。

KFFによると、CVSは2022年にメディケア・アドバンテージ市場で第4位となる11%のシェアを占めた。第1位はユニテッドヘルスの28%、第2位はヒューマナの18%だ。CVSのシェアは2020年から11%にとどまっているが、メディケア・アドバンテージ全体のパイは拡大している。さらにCVSは、他社にはない優位性があると主張する。それは、2025年までに900店のドラッグストアを閉店予定であるにもかかわらず、85%の米国人がCVSの店舗から10マイル以内に居住していることだ。

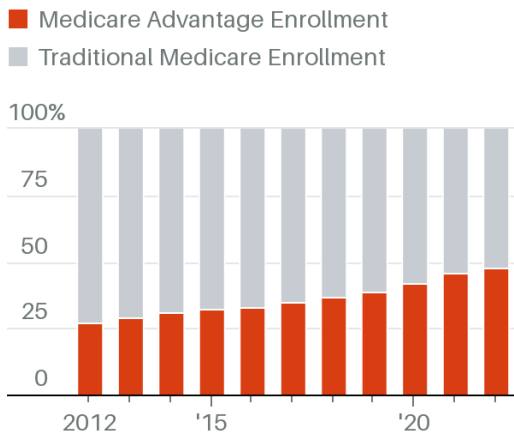
買収の見通しは不透明

CVSは、傘下のドラッグストアを活用するための戦略を時とともに変化させてきた。上場したばかりのころは、規模による市場の支配を目指し、小規模なドラッグストアチェーンを買収していた。

しかし、CVSが2007年にケアマーク、2018年にエトナを買収してヘルスケア事業に参入してからは、ドラッグストアはより戦略的な役割を担うようになった。今ではCVSの1000店以上のドラッグストアにミニットクリニックが存在する。ミニットクリニックは、より包括的なヘルスケアサービスを提供するヘルスハブの一部であることがほとんどだ。こうしたサービスは、CVSに医療の提供者という新たな地位を与え、医療関連事業と小売事業を結び付ける。

Medicare Advantage's Growing Slice of the Pie

Nearly half of U.S. seniors enrolled in Medicare receive coverage through Medicare Advantage plans.



Source: Kaiser Family Foundation

CVSは現在、ドラッグストアを三つのカテゴリーに分割しようとしている。第一に従来型のドラッグストア、第二に現在のヘルスハブを「バージョンアップ」したもの、第三にプライマリーケア専門店だ。このビジョンを実現するため、CVSはおそらくプライマリーケア事業を買収する必要がある。これは言うは易く、行うは難しだ。業界ではどの企業もプライマリーケア市場に参入したいと考えている。アマゾン7月、ワン・メディカルの運営会社ワンライフ・ヘルスケア<ONEM>を39億ドルで買収すると発表し、業界を驚かせた。同じくワン・メディカルを買収を狙っていると報じられていたCVSは、退けられた格好になった。

その2カ月後、CVSはシグニファイの買収を発表した。シグニファイが最近買収したキャラバン・ヘルスは、医療の成果に基づいて報酬を支払うバリューベース・ヘルスケア

の管理サービスを提供している。シグニファイの買収は、リンチ氏の戦略と一定の整合性があるが、プライマリーケアを提供するというニーズを満たしてはいない。

JPモルガンのギル氏は、CVSは依然として、どのような形態のプライマリーケアが自社のニーズに最適かを検討している最中に見えると言う。シグニファイの買収によって、CVSは選択肢に余裕ができたのかもしれない。クレディ・スイスのライス氏は「CVSは、シグニファイを買収したことで2024年の利益が十分に増加し、必要とする2~3%の利益成長を実現できるため、圧力がある程度緩和されると考えている」と語る。

シグニファイの買収は、別の重大な疑問についても知見をもたらした。CVSの広範なヘルスケア事業ポートフォリオに新たなピースを加えることに対して、規制当局がどう反応するかという点だ。CVSの開示によると、司法省はシグニファイ買収に関する「追加情報」を要求し、独占禁止法に基づく待機期間を延長した。リンチ氏は、買収はCVSのサービスの「延長線上」にあり、シグニファイは直接の競合相手ではないと述べている。リンチ氏は「当社が当局の疑問に答え、乗り越えられることを確信している」と語った。

長期的には膨大なリターンを生み出す可能性

10月には、買収のハードルになり得る要因がもう一つ浮上した。メディケア・アドバンテージを運営するメディケア・メディケイド・サービスセンターが、CVSによるエトナ・メディケア・アドバンテージの一部プランの品質格付けを引き下げたのだ。これはCVSがボーナスを受け取れないことを意味する。RBCキャピタル・マーケットのアナリスト、ベン・ヘンドリクス氏によると、2024年に受け取るはずだったボーナスは約8億ドルに上る。ギル氏は、CVSがこの打撃を緩和する方法を見つけられなかった場合、メディケア・アドバンテージ事業による調整後EPS（1株当たり利益）への寄与は2023年の0.99ドルから2024年に0.30ドルへ減少する可能性があると言う。

これは昨年、2024年以降は「2桁台前半の持続可能なEPS成長」が見込まれると予想していたCVSにと



PHOTOGRAPH BY TONY LUONG

って問題だ。ヘンドリクス氏は、品質格付けの引き下げによって、コア利益の成長率がわずか4.5%に低下する可能性がある」と述べた。CVSは証券当局への届出において、調整後EPSの伸びは依然として予想通りに維持される見込みであり、格付けの引き下げによる影響を相殺するために自社株買いを検討すると述べている。しかし、この主張は危険にも聞こえる。自社株買いのコストにより、大規模な買収が困難になるのではないだろうか。

投資家向け説明会で、CVSのショーン・ゲルティン最高財務責任者（CFO）は、CVSには自社株買いに利用できるキャッシュがあり、2024年の調整後EPSを9.75～9.95ドルに押し上げられると述べた。それでも、ゲルティン氏は「自社株買いだけでは当社の戦略的ポジショニングを前進させることはできないだろう」と警告した。ゲルティン氏によれば、CVSはプライマリーケアをめぐる計画を進めるために、自社株買いと買収・合併（M&A）の両方を追求する予定だ。説明会前のインタビューでは、リンチCEOからも同様の発言があった。リンチ氏は「当社には自社株買いを行う能力があり、戦略への投資を継続することは当社にとって重要だ」と語った。

リンチ氏は迅速な行動を望んでいるが、自らの戦略を実行するのに3～5年かかるとも述べている。それでも、CVSを見守る投資家には成長に注目してほしいと言う。リンチ氏によれば、CVSは成長を通じて、より大きな計画を実現しつつあることを証明できるはずだ。リンチ氏は「当社は重要な事業を併せ持っており、その組み合わせは独特のものだ。当社には米国の医療を変革し、以前より簡単にシンプルかつパーソナライズされた手頃なものにするチャンスがある」と語る。

買収対象になり得るプライマリーケア企業は依然として多数残っている。これには、CVSが10月に買収を協議している（その後撤退）と報じられたカノ・ヘルス＜CANO＞や、時価総額53億ドルのオーク・ストリート・ヘルス＜OSH＞などの大手企業に加え、非上場のチェンメッドなどの比較的小規模な企業も含まれる。ビーオブエー・セキュリティーズのアナリストであるマイケル・チャーニー氏は「CVSが買収するプライマリーケア事業は完全である必要はない」と語る。チャーニー氏によれば、CVSの店舗網と資金力があれば、どんな事業を買収しても十分に拡大できる。

リンチ氏の計画に賭けることに前向きな投資家にとっては、当初の予想より長い時間がかかりそうだが、株価が割安に見えるのは間違いない。クレディ・スイスのライス氏は「上値余地は大きいですが、現在の株価を踏まえると下値余地はあまり大きくないだろう」と指摘する。

By Josh Nathan-Kazis
(Source: Dow Jones)

2. ブラックストーン解約制限の教訓

[フィーチャー]

The Lesson of Blackstone's Retail Real Estate Fund: Liquidity Matters

不動産ファンドに警鐘、重要な流動性

運用は好調、寝耳に水



Dreamstime

投資ファンド運用会社ブラックストーン・グループ<BX>は、巨大な個人向け不動産ファンドの引き出し請求が巨額に上ったため、解約を制限すると発表した。これは、かつて注目を集め、今では規制当局のより厳しい監視にさらされる可能性もあるこのセクターの投資家に対する警鐘だと言える。

今回の発表は全く予想外だった。運用資産残高690億ドルのブラックストーン・リアル・エステート・インカム・トラスト（BREIT）は、非上場ファンドではトップのファンドであり、堅

実なリターン、4%もの配当、そして世界最高の商業不動産投資家のノウハウにアクセスする手段だった。引き換えに、投資家は流動性を犠牲にする必要があり、資金の引き出しは月間で純資産価値（NAV）の2%まで、四半期で5%までに制限されているが、かなり長い間上手く機能し、年初から10月までに9%、6年近く前のファンド設定以降では年率13%のリターンを上げていた。

こうしたリターンの高さから、2021年の投資家の純購入額は260億ドルとなった。しかし資金は純流入から純流出に転じた。解約請求額が四半期の上限額に達したことを受け、ブラックストーンは12月1日、解約制限（ゲーティング）を実施するという驚くべき発表を行った。解約請求額は10月の18億ドルから11月は30億ドルに増加し、支払い総額を2%（13億ドル）に制限するため、ブラックストーンは比例配分の実施を余儀なくされ、解約請求のわずか43%のみが受け付けられた。四半期の上限である5%を順守するため、12月の解約額はファンドのわずか0.3%（約2億ドル）に制限される。

取り付け騒ぎの可能性

ウォール街のアナリストは、解約制限が実施されたことで解約が続く公算が大きく、資金の流入は困難になるとみる。投資銀行BMOのアナリスト、ルーファス・ホーン氏は、当面の資金流入が「基本的にゼロになる」と述べ、大手金融機関パークレイズのベンジャミン・バディッシュ氏も、ブラックストーンの投資判断をオーバーウエートからイコールウエートに引き下げ、解約制限が「さらなる取り付け騒ぎ型の解約請求を引き起こす」とともに、流動性が（当面）制限される商品をアドバイザーが推奨しにくくなるため、資金流入も圧迫される可能性があるとした。

資金の流れの逆転は、BREITにとって問題になる可能性がある。上場不動産投資信託（REIT）には恒久的な資本があるが、BREITは流入する投資家の資金に依存している。解約が続けば、好環境時に購入した資産の売却や既にかなりの規模に上る有利子負債（2022年9月末時点で680億ドル）の追加を余儀なくされるかもしれない。BREITには90億ドル超の流動性があるが、大半は借入枠やその他の借入スキームによるものであり、利用可能な現金残高は9月30日時点で14億ドルにすぎない。今月初め、B

Property Plays

Investors have choices in real estate funds, from nontraded funds like Blackstone's BREIT to public companies like Prologis and Mid-America.

Company / Ticker	Recent Price	YTD Total Return	3-Yr. Total Return **	Market Value (bil)	Debt (bil)
Blackstone Real Estate Income Trust*	\$15.06	9.3%	15.8%	\$69.0	\$68
Prologis / PLD	117.08	-29.1	10.3	111.0	18
Mid-America Apt. Communities / MAA	163.40	-27.1	17.3	19.0	5.0
Vanguard Real Estate Index / VNQ	86.33	-23.9	4.2	35.2	NM

*Performance data through Oct. Debt as of Sept.30. **Annualized. NM=Not meaningful.

Sources: FactSet, company reports; Morningstar

REITはラスベガスの二つの物件、MGMグランドとマンダレイベイの持分約50%を売却し、代金13億ドルを2023年初頭に受け取るとともに、利益が発生すると発表した。

大手金融機関クレディ・スイスのアナリスト、ビル・カツ氏は「これは業界にとって重要なテストケースであり、ファイナンシャルアドバイザーや投資家にとって学びの機会となる。NAVが上昇を続ける強気市場では全てが上手くいくが、ボラティリティーの高い環境となり、投資家が望んでも解約できないとなれば、全ての人が行動を変える可能性がある」と述べ、投資家の流動性問題が原因となり、規制当局の非上場ファンドに対する関心が高まると予想する。

カツ氏は、BREITの解約請求額が四半期の上限である5%となる状態が2023年第3四半期まで続く予想する。比較対象となる上場REITの株価が年初来で約30%下落しているのに対し、BREITは9%上昇しているため、投資家には解約するインセンティブが働く。

類似上場REITとの比較

ブラックストーンはBREITとそのストラクチャーを擁護しており、ジョン・グレイ社長は12月8日に行われたCNBCのインタビューで、BREITの投資家基盤を守るためには流動性制限が「極めて重要」と主張した。また、ブラックストーンは声明で「当社の事業は資金フローではなくパフォーマンスを基礎として構築されており、パフォーマンスは盤石だ。BREITは6年近く前のファンド設定以降、投資家に極めて優れたリターンをもたらしてきた。サンベルト地帯の賃貸住宅と物流物件を中心とし、負債も長期固定金利であることから、将来的にも有利な位置に付けている」と強調した。

このパフォーマンスに対して支払うコストも高い。年間運用手数料はNAVの1.25%で、さらに年間のトータルリターンが5%以上に達すれば、12.5%の成功報酬が発生する。年初来の手数料額は両手数料

合計で14億ドルに上る。

両手数料は現金ではなく株式で支払われ、一般に（公正妥当と）認められた会計原則（GAAP）に従って、BREITの純利益の計算に反映されている。近年および年初来、BREITがGAAPベースで営業損失を計上しているのは、この高水準の手数料（および加速償却）が主な原因だ。しかし、BREITの財務情報によれば、こうした手数料はREITの重要なキャッシュフロー指標であり、もう一つの重要なキャッシュフロー指標である調整後営業キャッシュフロー（AFFO）から算出される、分配可能キャッシュフロー（FAD）に反映されていない。

これは、BREITの利回り4%という極めて大きな、税制上優遇された分配金の水準に影響を及ぼす。BREITは、2022年1～9月累計で20億ドルの配当を支払っているが、FADは15億ドルであった。運用手数料と成功報酬を含めると、FADはゼロに近くなる。BREITは営業キャッシュフローに焦点を当てることを好み、この指標であれば配当額を上回るが、運用手数料、成功報酬、および投資物件の改修資金引当金が含まれない。これに対し、物流REIT大手のプロロジス<PLD>、集合住宅REIT大手のエクイティ・レジデンシャル<EQR>およびミッド・アメリカ・アパートメント・コミュニティーズ<MAA>といった比較対象となるREITの場合は、AFFOで十分配当がカバーされる。

ブラックストーンは声明で「AFFOとFADは非GAAP指標であり、投資家のリターンに影響しない。BREITは分配金をGAAP指標である営業キャッシュフローで賄っている。トータルリターンはトータルリターンであり、BREITのNAVおよびキャッシュフローと価値の上昇を組み合わせたものを反映している」と説明した。

投資家は、ミッド・アメリカやプロロジスなど、類似の上場REITを選択した方がよいかもしれない。下落した株価で購入可能であり、レバレッジもBREITより低い。アドバイザーズ・キャピタル・マネジメントのチャールズ・リーバーマン最高投資責任者（CIO）は「流動性を犠牲にしてまで非上場のREITに投資するメリットを見いだせない」と語る。恐らく投資家も同感だろう。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

3. テーマ型ETFは魅力的に見えるが本当か Thematic ETFs Look Tempting. Just Say No. S&P500指数に勝てるファンドは少ない

[フィーチャー]

苦戦するテーマ型ETF



Illustration by Simoul Alva

電気自動車（EV）、暗号資産（仮想通貨）、生命科学の一分野であるゲノミクスは、イノベーションと大きなリターンの可能性を秘め、多くの投資家を興奮させる。しかし、上場投資信託（ETF）でこれらのセクターに対して逆張りすることが、今年の勝利の戦略となった。EVメーカーのテスラ＜TSLA＞、最大の暗号資産取引所であるコインベース・グローバル＜COIN＞、遺伝子編集による治療法を開発するクリスパー・セラピューティクス＜CRSP＞などの銘柄は全て急落しており、これらがAXSショート・イノベーション・デイリーETF＜SARK＞の年

初来の上昇の61%の後押しした。

AXSショート・イノベーション・デイリーETFは、これらの銘柄を自ら選んだわけではない。これらの銘柄は、キャシー・ウッド氏が運営するテクノロジー銘柄に注力する大型のテーマ型ETFであるアーク・イノベーションETF＜ARKK＞が保有しているものだ。AXSショート・イノベーション・デイリーETFは、アーク・イノベーションETFの鏡像で、ウッド氏が選好する銘柄をショートしている。アーク・イノベーションETFは年初来62%下落し、AXSショート・イノベーション・デイリーETFはその分上昇した。

テーマ型ETFの中でアーク・イノベーションETFが唯一、苦境に陥ったというわけではない。多くのファンドが苦境に陥っており、こうした事実はテーマ型ETFの危険性を浮き彫りにしている。これらのファンドの中には、短期的に良いパフォーマンスを発揮するものもある。しかし、例外はあるものの、S&P500指数インデックスファンドに長期にわたって勝つことが難しいことを、図らずにも証明している。

テーマは無数に設定できる

テーマ型ETFは、あるセクター内のニッチな分野に特化したり、市場全体を幅広くカバーするさまざまな業界に投資したりする。クラウドコンピューティング、クリーンエネルギー、世界の人口の高齢化など、テーマはさまざま。

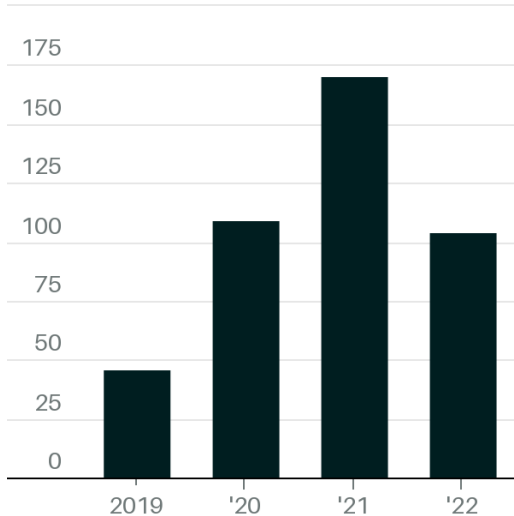
現在、市場には約280本のテーマ型ETFがある。最近では、BTSブームに乗じて韓国の音楽関連上場銘柄に投資するK-POPコリアン・エンターテインメントETF＜KPOP＞や、メタバースをテーマにしたETF、暗号資産をテーマにしたETFなども登場している。

ブラックロック＜BLK＞のiシェアーズ、インベスコ＜IVZ＞、フィデリティ・インベストメンツなど

Thematic ETFs Take Off

Total Net Assets

\$200 billion



Source: Morningstar Direct

の大手ETFスポンサーは、いずれもテーマ型ETF商品を持つ。例えばブラックロックは、ブラックロック・フューチャー・ヘルスETF<BMED>で人口動態などの「メガトレンド」へのエクスポージャーを提供している。インベスコMSCIグリーン・ビルディングETF<GBLD>のテーマは持続可能な建築だ。フィデリティは、デジタルヘルス、暗号資産、EVに焦点を当てたファンドを含む、幾つかのテーマ型ETFを提供している。いずれも市場全体をアウトパフォームして、輝くような成果を見せる可能性がある。しかし、市場サイクルを通じて標準的なインデックスに勝るETFを見つけるのはなかなか難しい。

旬なテーマが良い投資機会というわけではない

そして今、それは特に困難だ。テーマ型ETFの多くは、既に人気薄となった高成長株に焦点を合わせている。アーク・イノベーションETFは2020年に153%近く急騰したが、その後低迷し、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）前の水準に戻っている。ウィズダムツリー・クラウド・コンピューティング<WCLD>とトゥルーシェアーズ・テクノロジーAIディープラーニングETF<LRNZ>は、ナスダック総合指数の年初来30%下落に対して、どちらも年初来で50%超下落している。

ビラノバ大学でファイナンスを専門とするラビー・ムサウイ准教授は、テーマ型ETFは「テーマが大きく注目されているとき」にトレンドに乗じているにすぎないと言う。ムサウイ氏らはワーキングペーパーで、テーマ型ETFは最初の5年間で、リスク調整後のリターンが平均で約30%の損失であるという事実を指摘した。テーマ型ETFは設定当初に割高な銘柄に焦点を当て、「注目を集めるテーマ」に追随することが多く、長期的なアウトパフォームにはつながらない。

投資戦略会社リサーチ・アフィリエイツの創設者であるロブ・アーノット氏は、「直近で非常に良いパフォーマンスを上げたものを買うのは実に危険な戦略だ。そうしたものが割安であったり、高いリターンを得られる価格であったりすることはほとんどない」と言う。

アクティブ運用ETFの多くは、長期的な実績がなく、アクティブマネジャーの実績が低いにもかかわらず、投資家に自分たちの銘柄選択への信用を求める。モーニングスターによれば、2022年半ばまでの過去12カ月間で、アクティブ運用ファンドがパッシブ運用ファンドに勝ったのは40%にすぎない。さらに、テーマ別のインデックスに基づくETFについては、グロースやバリューなどのファクター投資ほどの広範な研究はされていない。

資産形成を目的とするファンド会社は、ETFの名前を自由に決め、保有銘柄のパフォーマンスにほとんど影響を与えないテーマを掲げてマーケティングを行うことがある。米証券取引委員会（SEC）は

それを問題視しているようで、今年、ETFの資産価値の80%以上をファンド名のテーマと関連付けることを義務付ける規則を提案した。

■ 幻覚剤がテーマのETF

投資家は目論見書を確認める必要がある。PSYK ETF<PSYK>を例に挙げよう。今年2月に設定されたこのETFは「医療用幻覚剤業界」を投資対象としたものだ。PSYKによれば、幻覚系医薬品を使ったうつ病治療の研究で、最大80%の成功率が報告されており、新しい（合法の）治療薬が期待できそうだ。しかし、そのような製品の先行開発を進めている企業が少ないため、ファンドの目論見書では、ライフサイエンス分野の企業を広く保有することを認めている。

PSYKの中身を見ると、まるでバイオテクノロジー・ファンドだ。最大の保有銘柄であるバイオ製薬会社のイントラセルラー・セラピーズ<ITCI>は、統合失調症の治療薬を開発中だ。その他にも、バイオ医薬品会社のジャズ・ファーマシューティカルズ<JAZZ>や遺伝子検査会社のミリアド・ジェネティクス<MYGN>、アルツハイマー病治療薬の有力企業バイオジェン<BIIB>などが保有銘柄の上位を占めている。確かに、幻覚作用を持つシロシピンを研究している英国のメンタルヘルスケア会社コンパス・パスウェイズ<CMPS>をはじめ、幻覚剤分野の銘柄も複数保有している。だが、ETFとしてのパフォーマンスは、バイオテクノロジーの大手銘柄に大きく左右されているようだ。

これらのテーマが長期的に利益を生むかどうかは、判断が難しい。ETFの運用開始前のデータを使ってインデックスの推移をシミュレーションするバックテストは、ほとんど行われていない。

■ バックテストは必要か

ETFの開発に携わった経験のある元コンサルタントのアムリタ・ナンダクマール氏によれば、ファンド企業は商品を発売する前に内部でパフォーマンステストを行う。しかし、バックテストをマーケティングに利用することは、個人投資家には誤解を与える可能性があるという規制上の懸念から、機関投資家への販売においてのみ許されている。ナンダクマール氏は、このテストは「パフォーマンスを示すというより、投資を売り込むためのものだ」と指摘する。

一部のETFのスポンサーは、人の信条に訴えることを重視しているように見える。ポイント・ブリッジGOPストック・トラッカーETF<MAGA>の創設者ハル・ランバート氏は、「結局のところ、われわれは政治的イデオロギーに基づいて意思決定や購入を行う社会へと向かっているのだ」と語る。ちなみに、ポイント・ブリッジGOPストック・トラッカーのティッカー「MAGA」はトランプ元大統領の標語「メイク・アメリカ・グレート・アゲイン（Make America Great Again）」の頭文字で、共和党派であることを示している。

MAGAは、共和党政政治家への献金が比較的多い企業を重視する。それがプラスに働いているかどうかは、ポイント・ブリッジがバックテストを公表していないため、不明だ。ランバート氏は「なぜ、仮定の話をする必要があるのか。私はS&P500指数に勝っている」と言う。MAGAは、農業機械・建設機械大手のディア<DE>や建設機械大手のキャタピラー<CAT>といった優良資本財銘柄を保有していることもあって、ここ数年間のパフォーマンスは好調だ。ただし12月7日までの5年間の年率換算リターンは9.2%で、S&P500指数を約1%ポイント下回っている。

テーマ型ETFで幸運をつかむには、投資のタイミングを計る必要がある。例えば、PSYK ETFは、8月までは年初来で約40%下落していたが、コロラド州でのマジックマッシュルームの合法化を控え、11月中旬までに80%上昇した。

また、多くのテーマ型ETFは、わずかな資産で数年間運用した後、成績が上がらずに運用が中止される可能性もある。モーニングスター・ダイレクトによると、資産規模が10億ドルを超えるテーマ型ETFはわずか24本だ。一方で、テーマ型ETFへの投資が利益を生む可能性もある。iシェアーズMSCI米国ミニマム・ボラティリティー・ファクター<USMV>のような低ボラティリティーのETFは、今年約8%下落したが、相対的には勝ち組だ。伝統的なエネルギーセクターは平均上昇率が58%と、優れたパフォーマンスを示した。投資家は、エネルギー・セレクト・セクターSPDR ETF<XLE>やSPDR S&P石油・ガス探鉱生産ETF<XOP>などを通じて、このテーマに投資することができる。

しかし、ニッチが狭ければ狭いほど、多くの問題が発生する可能性があり、特に今日のような難しい市場ではその傾向が強い。投資顧問会社のタワー68ファイナンシャル・アドバイザーズのケン・サウス最高経営責任者（CEO）は、「現在のように市場がディフェンシブで、いたるところに地雷があるようなときは、集中投資よりも分散投資を選択したい」と述べた。

アーク・イノベーションETFの5年間のトータルリターンは年率1%未満で、S&P500指数の10.2%に大きく後れを取っているが、まだ挽回の余地はある。アーク・イノベーションETFのアソシエート・ポートフォリオ・マネジャーであるダン・ホワイト氏は、「当社はボラティリティーをタブー視していない。当社のポートフォリオは、今後5年間、アウトパフォームする可能性が高い」と述べる。ホワイト氏が正しいことが証明されるかもしれない。しかし、S&P500指数インデックスファンドでの分散投資は決して廃れることのないテーマだ。

By Karishma Vanjani
(Source: Dow Jones)

4. 高格付けジャンク債は検討の価値あり Higher-Quality Junk Bonds: Worth a Careful Look 価格が底打ちすれば利回りは魅力

[インカム投資]

利回りに注目

米連邦準備制度理事会（FRB）の大幅利上げによって、これまでのハイイールド債（ジャンク債）は他の大半の債券同様に不調だった。果たして今は投資のタイミングだろうか。ハイイールド債の平均利回りは約8%まで上昇している。ただし、来年にはリセッション（景気後退）リスクがあるため、信用格付けの低い債券で追加の利回りを追求するよりも、格付けが比較的高いジャンク債にこだわるのが理にかなっている。ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントのパブリック・インベストメントのアシシュ・シャー最高投資責任者（CIO）は、「利回りを求める投資家にとってジャンク債は素晴らしく、クリーンな資産クラスだ」と語る。

ICE ビーオブエー米国ハイ・イールド・インデックスによると、価格低下を受けて、ジャンク債利回りは平均で8.4%となっている。2021年末の4.35%と比較するとほぼ2倍で、ジャンク債はインカム投資において当時よりもはるかに魅力的になっている。ただ、トータルリターンにとってのカギは、債



Dreamstime

券価格がようやく落ち着いたかどうかだろう。経済と市場が2023年に向かう現状において、投資家は債券の安定を期待しているが、実際に安定するかどうかは誰にも分からない。そして、債券市場全体が示唆しているように景気が実際に後退した場合、ジャンク債のデフォルト（債務不履行）が増加して、価格を押し下げる公算が大きい。

債券投資の一部のベテランは、そのようなリスクを考慮して、質の高い債券にこだわるのが最良だと考えている。リーマン・リビアン・フ

リッドソン・アドバイザーズのマーティン・フリッドソンCIOは、ジャンク債の中で信用格付けが最高のBB格の相対的な安全性を好んでいる。フリッドソン氏は、1990年代初めの景気後退前に利回りがピークを打ってから12カ月間で、質の高いジャンク債へ移行すると同時にCCC格などのリスクが最も高い債券を回避することで、比較的良好なリターンを上げたことと指摘し、「このリターンは、同期間におけるパフォーマンスのプラスとマイナスの分水嶺になるケースがほとんどだった」と言う。

格付けの高いジャンク債は、低格付け債を既にアウトパフォームしている。ビーオブエー・リサーチによると、過去3カ月のトータルリターンはBB格のプラス1.8%に対してCCC格ではマイナス1.9%だ。

FRBが2023年上半期に利上げを終了するという期待でジャンク債価格は上昇している。ジャンク債と米国債のスプレッド（利回り格差）は7月に600ベースポイント（bp）に達したが、現在では450bpへ縮小しており、FRBによる利上げ一服の見通しの高まりを反映している。

ウォール街はFRBのタカ派的姿勢の軟化も予想している。ビーオブエー・セキュリティーズの米国ハイ・イールド・クレジットを率いるオレグ・メレンティエフ氏は、「FRBは今からそう遠くない時期における、利上げ一服の可能性を考え始めている」と述べている。

ベアリングスの米国ハイイールド債投資を共同で率いるスコット・ロス氏は、ジャンク債セクターが米国企業の健全な利益と米国消費者の耐久性の恩恵を受けているとみており、「消費者は、過剰な貯蓄と底堅い労働市場によって、相当な好調さを維持している」と言う。

投資家は、今後の大幅な債券価格の上昇を予想すべきではない。メレンティエフ氏は2023年に、米国債利回りに対するハイイールド債のスプレッドが400～600bpの範囲にとどまり、ハイイールド債のリターンが6%になると予想する。メレンティエフ氏は、スプレッドが300bp台へタイト化し、価格が大幅に上昇するとは予想していない。

リスクには注意

言うまでもなく、ハイイールド債にとっての主な懸念はデフォルトで、それは景気減速と共に増加すると予想される。ロス氏は、BB格におけるデフォルトがまだ極めて低水準にあると指摘する。しかし、フィッチ・レーティングスは、「経済の逆風の強まりを反映して」、ハイイールド債のデフォルト率が2023年に2.5～3.5%に上昇すると予想している。以前の予想は1.25～1.75%だった。なお、その

Junk Gets a Bump

Yields on junk bonds, compared with Treasuries, have narrowed since early July, pushing up prices in the sector. Despite the rally, high-yield bonds are still down about 10% this year.

ICE BofA US High Yield Index Spread Over Treasuries



デフォルト率は、2000年代初頭以降の景気後退期の平均である10.2%を依然として大幅に下回る。

幾つかの要因が、デフォルト率の大幅な上昇を妨げる可能性がある。フィッチ・レーティングスは、デフォルトが、小売業、通信および放送／メディアなどのセクターに集中すると予想する。ハイイールド債の最大の発行セクターであるエネルギーでは、コモディティ価格の大幅な上昇によって利益見通しが改善している。

ゴールドマンのシャー氏は、ハイイールド債は以前の景気下降局面よりも抵抗力があると考えており、「ハイイールド債の質は恐らくかつてないほどに高い」と言う。シャー氏は、バנקローンとプライベート・クレジットの成長が伝統的なハイイールド債の供給を減少させており、価格の下支えに貢献するだろうと付け加える。さらに、2020年のデフォルトの急増により、比較的脆弱（ぜいじゃく）な発行体は排除された。

投資対象例

上場投資信託（ETF）のSPDRブルームバーグ・ハイ・イールド・ボンドETF<JNK>は、非常に分散した約1200銘柄を保有して市場全体のエクスポージャーを提供する。利回りは約8.5%だ。

しかし、市場の状況が複雑になるにつれて、銘柄を選択するアクティブマネジャーの方が大きな成果を上げるかもしれない。モーニングスターが高評価を与えているファンドには、エンジェル・オーク・ハイ・イールド・オポチュニティーズ・ファンド<ANHAX>、バッファロー・ハイ・イールド・ファンド<BUFHX>、フィデリティ・ショート・デュレーション・ハイ・インカム・ファンド<FSAHX>などがある。

リバーパーク・ストラテジック・インカム・ファンド<RSIVX>は、ハイイールド債を中心とする債券に特化しており、年初来のトータルリターンはマイナス3.6%だ。ギリシャ・ヨーグルトのチョコバーニ、ハワイアン航空、屋外広告媒体会社のクリア・チャンネル・インターナショナル、電力会社のタレン・エナジー・サプライなどが発行した社債に投資している。ファンドマネジャーのデービッド・シャーマン氏は、「全ての債券がデフォルトとなるわけではない。われわれは、多くの弱気相場とクレジットサイクルを経験してきたが、その大半は全く問題なかった」と語る。

By Lawrence C. Strauss
(Source: Dow Jones)

5. 世界的な大変動に警戒を

[インタビュー]

A Global Upheaval Is Under Way. Don't Get Caught Flat-Footed.
元ラウンドテーブルのメンバー、ブラウフ氏に聞く

今後10年間は脱グローバル化の時代に



Photograph by Scanderbeg+Sauer

本誌ラウンドテーブルの元メンバーで、機関投資家向けのコンサルティング会社ブラウフ・コンサルティングで情報提供を続けているフェリックス・ブラウフ氏に話を聞いた。株価が高騰していた2021年末のインタビューでは、2022年には株価が急落すると予想していた。

本誌：2022年はありがたいことに終わりを迎えようとしている。今後どうなるか。

ブラウフ氏：まず、一步下がって全体像を見る必要がある。地政学と政治がより支配的な役割を果たすようになると思う。米国を中心とする民主主義圏と、中国を中心とする独裁国家圏の二大勢力圏が形成されるとみる。つまり、過去30年間のグローバル化の時代が終わったことを意味する。私は、今後10年間は脱グローバル化の時代になり、世界は効率的でなくなり、インフレが高まる傾向になると思う。安いサプライチェーンよりも、安全なサプライチェーンが重要になるだろう。また、重要なことは、独裁国家圏が石油やガス、ある種の金属など、多くのコモディティーを支配下に置いていることだ。米国は、米ドルの決済システムを政治的な武器として使用することで、大きな過ちを犯したと

私は考える。米国と親密でない国々は、外貨準備として米ドルで蓄えることはもはやせず、その代わりに、実物資産やコモディティーで蓄えようとするのではないか。

2023年前半は再び株価下落へ

Q：その結果、世界経済はどうなるのか。

A：2022年はインフレが高進し、金融引き締めが実施された年だった。それが株式市場の値下がりの理由だ。世界経済は減速しているが、米国など特定の国の過剰な財政支援といった要素もあった。金融政策を誤解している人がいる。私は通貨供給量を見る。米国や世界の通貨供給総量の推移を見ると、その伸び率は急激に低下している。米国の実質M2（現金、預金、マネーマーケットファンドの持ち分を含む広義のマネーサプライ指標）は第二次世界大戦以降で最も急激な減少を見せている。もし連邦準備制度理事会（FRB）の態度が変わらなければ、たとえ今月の利上げが0.5%にとどまったとしても、金融引き締めは続いており、やがて経済に打撃を与えることになる。現在、アジア、欧州、北米のすべての地域で、売上高に対する在庫の比率は高くはないと見られているが、私が予想しているように、来年前半に売上高が減速し始めると、在庫の削減が進み、企業は値下げを余儀なくされ、利益率が圧迫され、業績予想が大幅に下方修正される。そのような時には通常、株式相場は再び下落する。

Q：しかし、ここ数カ月、株価は力強く上昇している。

A：私は、10月の安値からの現在の上昇は一時的なものだと考えている。1月に最後のバウンドをした後、また大きく下落するのではないかと思っている。良い点としては、2023年にはインフレ率の低下が見られるだろう。中国は深刻な経済問題を抱えている。中国のリセッション（景気後退）は2008年並みに深い。為替などの関係で、輸出物価は低下すると思う。原油は下落している。2023年の夏までに1バレル当たり50～60ドルになる可能性があると言ったら笑われたが、私は今でもそれが有り得ると信じている。

これは、各国の中央銀行にとって非常に大きな安心感につながる。原油価格が大幅に下落し、中国からデフレの匂いがしてくれば、中央銀行が政策を変更し、緩和する余地が生まれる。特に、私が予想しているように経済が弱い場合はそうなる。景気後退になるかどうかは分からない。1%程度の経済成長率の変化はあまり重要ではない。重要なのは、利益が減少し、インフレ率が低下し、失業率が上昇することであり、そうなれば、FRBの政策転換が余儀なくされる。恐らく第2四半期にはそうなるだろう。

Q：逆イールドカーブはそれを予期しているのか。

A：私はそう考えている。債券利回りは循環的な反転局面にあり、あと数週間、あるいは第1四半期まで続くかもしれない。しかし、10年債の利回りは、例えば2023年の夏場には200ベースポイントに優に低下する可能性がある。債券市場のとてつもない上昇となるだろう。

インフレはいったん収まり、その後一層高い第二波が

Q：誰もその準備はしていない。

A：しかし、それは6～9カ月程度の一時的な上昇にとどまると思う。なぜなら、金融緩和につれて、過剰流動性がコモディティーに流れ込むからだ。これによって、旺盛な需要ではなく、供給不足によって引き起こされるコモディティー市場の次の大きな上昇が始まる。もちろん、2023年後半からインフレが再燃し、恐らく2024年か2025年には、現在のサイクルよりもさらに高くなるだろう。

Q：消費者物価指数（CPI）が、最近経験した8%よりもさらに高くなるのか。

A：2桁になると思う。2024年から2025年にかけて原油価格は上昇し、200ドル近辺で取引される可能性がある。そうすると、2025年のCPIは10%を超える。そしてもちろん、債券利回りも2023年後半から上昇し、新たなサイクルに入るだろう。1970年代に見られたように、債券市場にとって本当に悪いのは、インフレ上昇の第二波だ。第一波では、債券市場はおずおずと追随するが、インフレ率をはるかに下回る利回り水準にとどまる。第二波では、債券市場は追い付こうとする。そして、2024年から2025年にかけて、債券市場は壊滅的な動きとなり、債券はひどい弱気相場となるだろう。

2020年代はジェットコースターのような相場に

Q：それは驚きだ。

A：私はいつも、この10年間を「ジェットコースター相場の10年」と呼んでいる。アクティブな投資家や循環の変動にタイミングを合わせることが出来る投資家にとっては素晴らしいことだ。しかし、過去15年間役立った株式と債券の比率が60対40のポートフォリオを持つパッシブ投資家にとっては、最悪の事態になるだろう。リターン悪化を防ぐには、サイクルのタイミングを計る必要がある。

Q：ロングオンリーのグロース投資家にとって、良い時期ではなさそうだ。

A：グロース株投資家は、直線的な予測をするが、世界は直線的ではない。自然界には直線的なものはなく、常に循環している。しかし、新年の最初の数カ月で再び急落した場合、私はグロース株に目を向けると思う。株式をロングする絶好の機会が開ける。最初の上昇局面では、ナスダック100指数構成銘柄の中でも往時の「ニフティ10」のようなグロース株がリードすると思う。もし私の予想が正しければ、2023年後半にコモディティーが力強く回復し、2023年末から債券の利回りが上昇する。そうすると、バリュー株、景気敏感株、さらにエネルギー、金属、農業、貴金属などのコモディティー関連株などが非常に好調になり、グロース株は不調になる。

Q：このようなパターンは全地域を含むものか。

A：全世界的なものだと思う。しかし、どこに資金を移動させるかについて、非常に慎重でありたい。ロシアへのエクスポージャーは一夜にして価値がゼロになってしまった。だから、中国もどうなるかわからない。来年はそこまで極端にはならないと思うが、米中という2大勢力が対立する中、今後何年かでそうなる可能性はある。個人投資家としては慎重になり、中国とロシアには投資しないようにしたい。

台湾はサウジ的存在

Q：アジアの他の地域はどうか。

A：台湾は、ある意味、半導体の分野でサウジアラビア的存在だ。台湾が大きなトラブルの起きる場所の一つになることを私は恐れている。中国の習近平国家主席が「今後5年以内に台湾を統合する」と言ったことは明らかだ。それは大きな混乱や問題がなければ進まないだろう。私はどちらかというと、欧州や米国の半導体企業を選びたい。

Q：海外投資家の間では、欧州は最も嫌われている地域だ。

A：しかし、欧州市場は、9月下旬から10月上旬の安値からの上昇は、すべての市場の中で最も良かった。しかも、恐らく最悪の経済状況に直面しているにもかかわらずのことだった。欧州は、ロシアや中国が絡む紛争で大きな損失を被るが、必ずしも欧州の株価が上がらないというわけではない。ユーロ・ストックス50指数を見ると、高値からわずか8%ほどしか下がっていない。劇的なラリーもあっ

た。株価が安いのは、それなりの理由がある。欧州の株を買うなら、本社は欧州だが、販売地域は世界各地に広がり、成長を続けられるような態勢にある企業を厳選して買う必要がある。

Q：通貨はどうか。

A：2020年代後半には、不換紙幣システムが大きな危機に陥るだろう。理解しておくべきことは、世界は成長を必要としていることだ。ところが、人口動態という難題もあり、生産性が相対的に低いいため、近年は十分な成長が得られていない。これは構造的な問題だと思う。政府が支出を増やし、深刻な財政赤字に陥ることで、システムを支えることができた。そして、中央銀行がそのすべてに資金を供給していた。そのようなことは不可能になるだろう。2024年から2025年にかけて、債券の利回りが急上昇し、先進国でも発展途上国で見られたような、一部政府の破綻が見られるようになるだろう。

Q：しかし、どのような危機においてもドル高が進むものだが。

A：世界経済が弱くなる来年前半にドルは上昇すると思うが、それが2008年に始まったドルの強気相場の本当の最後になるはずだ。さりとて、代替の通貨もそれほど魅力的なものではないため、すぐにドルが崩れるとは思っていない。システムは新しい方法を見つけようとする。2020年代の10年間は、古いシステムが終わり、2030年代初頭までに新しいシステムが誕生するまでの過渡期だと考えたい。私は2020年代に対しては悲観的で、非常に不安定な世界情勢を背景にジェットコースター相場になるとみている。2030年代には、新しい長いサイクルが再び始まると考えており、明るい兆しを感じている。

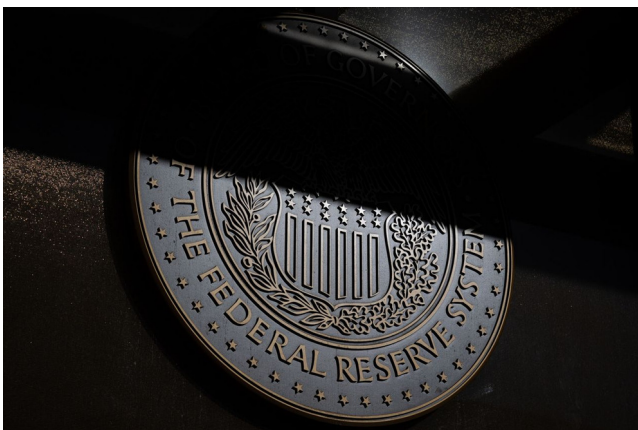
By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

6. どうなるサンタクロース・ラリー

[米国株式市場]

The Stock Market Had a Terrible Week and Now the Fed Meeting Is on Tap
今週は注目のCPIとFOMC

株式市場にホリデーシーズンはまだ早い



Graeme Sloan/Bloomberg

ホリデーシーズンになると物事はスローダウンしがちだが、株式市場はまだそこまで至っていない。先週の主要株価指数は大きく下落し、S&P500指数は3.4%安の3934.38、ダウ工業株30種平均は2.8%安の3万3476ドル46セントで引けた。ナスダック総合指数は4.0%下落して1万1004.62となり、小型株のラッセル2000指数は5.1%安の1796.66で週末を迎えた。

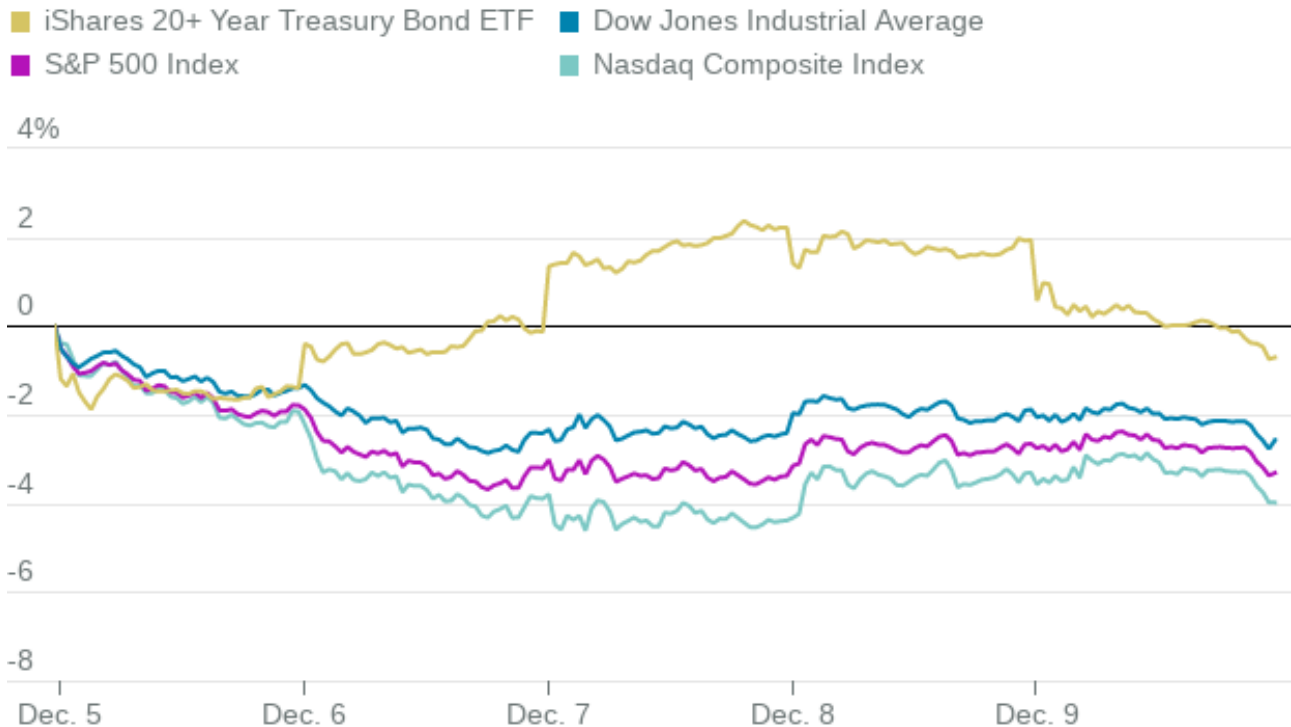
クリスマスまであと2週間となり、キャンディーの缶やクリスマスキャロルの調べ、クリスマスツリーの下のプレゼントなどを心待ちにし

ちだが、まだやるべきことは残っている。今週は、注目が集まっているインフレ指標の発表と米連邦準備制度理事会（FRB）による金融政策の決定というスケジュールが詰まっており、市場が退屈にな

ることはないようだ。この二つのイベントは、今後数週間の相場の方向性、すなわち一段安もしくはサントクロース・ラリーの再開という点で、市場を大きく左右する。

CPIは6%台か

Market Snapshot



Source: FactSet

13日の朝に発表される11月の消費者物価指数（CPI）に注目が集まっている。11月のCPIは、総合指数もコア指数も、ともに前年比の数値は幾分緩やかになると予想されているが、いずれも6%を超える水準にとどまる見込みだ。

CPIの前哨戦として9日に発表された卸売物価指数（PPI）は、物価上昇率が引き続き鈍化していることを示したものの、期待されたほど低下せず、株式市場は午後反発を試みたものの引けにかけて下落に転じた。それでも、予想よりも低下しなかったインフレ率に対する反応がそれほど大きくなかったのは、発表に向けて株価が先行して下落したためかもしれない。13日に発表予定のCPIでも同様の展開になる可能性がある。すなわち、CPIの低下幅が小さく、予想を上回るインフレ率になったとしても、市場はそれほど下落せず投資家は拍子抜けするかもしれない。ただし、もしCPIが下振れした場合、5カ月連続でインフレ率が低下することもあり、株価は大きく上昇するはずだ。

FOMC、タカ派的なトーンは織り込み済み

CPIの発表後はFRBの動き次第となる。14日の午後には、米連邦公開市場委員会（FOMC）の12月の会合が終了し、政策金利が決定される見込みだ。先物市場は、これまでの4回連続の0.75%の引き上げに続き、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標が0.5%引き上げられ、目標レンジが4.25～4.5%になると織り込んでいる。最近の発言からすると、FRBのパウエル議長はそうした動きを容認しているようだ。

しかし、パウエル議長が14日の記者会見で（クリスマスを手無しにしようとする）「いじわるグリーンチ」を演じる可能性があり、タカ派的なトーンを維持し、政策転換への期待に水を差したとしても驚くにはあたらない。13日のCPI発表後に市場が急騰すれば、その可能性はさらに高まっていることになる。

また、パウエル議長はFOMCメンバーによる経済予測のサマリー、いわゆるドットプロットの変更点についても多くを語るはずだ。先物価格は現在、来年半ばまでに政策金利が5%強で天井を打つと示唆しており、これは9月に発表されたFRB高官の最新予測と一致している。ドットプロットの中央値が14日にこれを上回った場合、グロース株は下落し、債券利回りは上昇する可能性がある。

そして、パウエル議長が「インフレとの闘いはまだ終わっていない」と宣言しても、市場は引き締め先の先にある次の展開を見たがっていることも示してきた。過去の経験則では株価が上昇しやすい局面にあり、しかも先週1週間はほぼ下落が続いたため、株価の上昇はそれほど難しいものではないだろう。本来ならクリスマスラリーの最中だったはずなのだからなおさらだ。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

7. 注目株：ネット・メディア企業のIAC

[ハイテク]

There Are Tech Bargains to Be Had. Just Tread Carefully.

多彩な事業ポートフォリオ、割安な株価、潤沢な手元資金は魅力的

「株主に堅実なリターンもたらす」



Dreamstime

ナスダック総合指数のこの12カ月間の下落率が30%を超える中、ハイテク株のほぼ全ての銘柄の株価が1年前から下落している。底値をあさりたくなるところだが、割安と比較的割安との間には大きな違いがある。利益予想は今後数週間でさらに下方修正される可能性が高いことを踏まえると、バリュエーションは過大評価されていると思われる。

だが、掘り出し物も存在する。筆者は、インターネットおよびメディア企業のIAC<IAC>は注目に値する過小評価された銘柄の典型的な例だと考えている。

IACは1986年にシルバー・キング・ブロードキャスティングと呼ばれるテレビ局所有会社として設立され、これまでにメディア企業やインターネットビジネス企業の買収、設立、再編、売却を幾度となく繰り返してきた。同社の会長を長年にわたり務めているバリー・ディラー氏はIACの経営哲学について、2006年の本誌とのインタビューで「当社はコングロマリットであり、マルチビジネス企業だ。さまざまな企業に資本を配分し、企業経営で優れた手腕を発揮してきた」と説明している。

現在80歳のディラー氏は2010年に最高経営責任者（CEO）を退き、2015年からはジョーイ・レビン氏がCEOを務めている。レビン氏は2003年にIACのM&A（合併・買収）チームに加わった人物だ。IACのポートフォリオはディラー氏がCEOだったころから大きく変化しているが、精力的に活動し、株主に堅実なリターンをもたらすために資本を配分するというアプローチは不変だ。

出版・検索事業は過小評価されている

IACの現在のポートフォリオの大半は少数の資産が占めている。主なものは、カジノ事業者のMGMリゾート・インターナショナル<MGM>の17%（24億ドル相当）と住宅サービス運営企業のアンジー<ANGI>の84%（8億5000万ドル相当）だ。これら二つの資産の合計額は約33億ドルで、同社の純負債3億ドルを差し引くと約30億ドルとなる。IACの時価総額が約42億ドルであることから、同社の他の事業の評価額は約12億ドルにすぎない。

だが、この「他の事業」には多くの資産が含まれており、時価総額が示唆するよりはるかに大きな価値があることはほぼ確実だ。

MGMとアンジーの持分以外の最大の資産は、オンラインおよびオフラインの出版事業だ。IACは1年前、大手出版社メレディスを27億ドルで買収し、金融サイトのインベストペディア、健康に焦点を当てたベリーウェル、住宅設計のスプルスなどのサイトと統合してドットダッシュ・メレディスを設立した。新会社は2022年9月までの1年間で21億ドルの利益を創出した。

IACは他にも、検索事業（2005年に買収したアスク・ジーズの事業を継承）、自動車相乗りサービス運営会社トゥーロの27%、在宅介護提供者のためのオンライン市場を運営するケア・ドット・コム、医療・看護職の求人サイトを運営するビビアン・ヘルスにおける過半数を所有する。

事業運営上の問題は解消する見込み

IACの株価は年初来で64%下落している。これは主にアンジーとドットダッシュ・メレディスの両方における事業運営上の問題によるものだ。

ドットダッシュ・メレディスの事業は広告市場の軟化による打撃を受けている。さらにレビン氏によると、今年初めにメレディスをドットダッシュのデジタルプラットフォームに統合する際に問題が起きたが、すでに解決されている。そして広告市場はいずれかの時点で回復するだろう。

2022年10月、レビン氏はアンジーのCEOを兼務することになった。その理由をレビン氏は、「事業に変化を起こす必要があった。利益の伸びに比べて費用が高過ぎた」と説明する。具体的には、アンジーのウェブサイト体験は消費者とサービスプロバイダーの両方にとって複雑だったため、「焦点を定め直す必要があった」と言う。そこで、ウェブサイトで扱う住宅サービス業務を価格設定が容易なものに絞り込み、側溝の掃除やキッチンの改造といった複雑な業務は扱わないことにした。

経営の選択肢は多い

レビン氏の選択肢は多い。IACがアンジーの残りの株式を購入することも、事業を立て直してからスピアウトすることもできる。MGMにおける持ち分のトラッキングストック（特定の事業部門や子会社の業績に連動する株式）を発行する可能性もある。広告環境が改善した時点でドットダッシュ・メレディスをスピアウトするのはほぼ確実だ。そして、16億ドルの手元資金を自社株買い、アンジーにおける持分の増加、新規買収に充てることも可能だ。どれを選択してもリスクは低いと思われる。IACの2023年予想PSR（株価売上高倍率）はわずか0.8倍だ。

レビン氏は、以前の環境では企業を分析してすべてのファンダメンタルズを正しく理解したとしてもバリュエーションが高かったために大きな損失を被る可能性があったが、現在は正しく理解すれば「間違いなく報われる」と考えている。

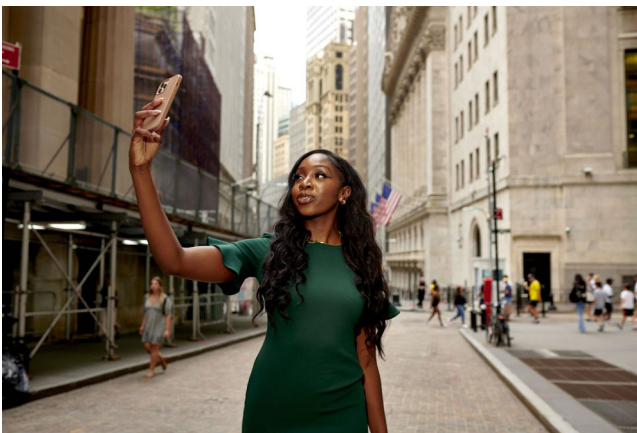
By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

8. ハイテク各社、短編動画に注力

[投資戦略]

As Internet Usage Shifts to TikTok-like Videos, the Giants Climb Aboard
視聴時間増加と広告収入に期待

シェアトップのTikTokを猛追



Gabby Jones/Bloomberg

筆者がユーチューブの短編動画をのぞくと、視聴履歴の傾向に基づいて、まずは薪（まき）の積み方のコツについての動画、次にコメディアン、ノーム・マクドナルド氏のインタビュー動画が表示される。そのうちアルゴリズムが筆者へのおすすめ動画を次々と表示し始めると、マクドナルド氏には食傷気味になってしまった。「広告」動画はどれも面白くない。元プロバスケットボール選手のシャキール・オニール氏が車を買う話には心を動かされたが、よく見ると損害保険の宣伝だった。

妻はフェイスブックで、インスタグラムが2年前に始めた「リール」で動画を見ている。フェイスブック利用時間はユーザー平均の1日44分よりずっと短い、最近ではもっぱらリールを見ているらしい。TikTok（ティックトック）を見るのはリールで紹介されている動画だけだそうだ。

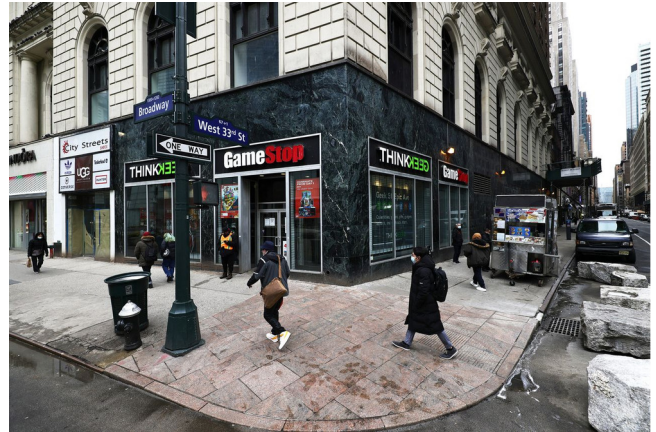
この傾向はますます強くなっている。2年前、筆者が中国の北京字節跳動科技（バイトダンス）が運営するTikTokについて書いたとき、TikTokはショート動画の67%のシェアを占めていた。メタ<META>（旧フェイスブック）のフェイスブック／インスタグラム、アルファベット<GOOGL>のユーチューブのシェアは、それぞれ1桁台にとどまっていた。TikTokのシェアは依然トップだが、今年は50%を大きく割り込んでいる。2023年にはTikTokとフェイスブック／インスタグラムがシェア約30%台前半で並び、ユーチューブが10%台後半で続くと思われる。

TikTok規制、スナップに追い風か

ハイテク大手がこぞって短編動画に注力するのは理由がある。TikTokユーザーは1日平均92分を動画視聴に費やし、これは他のソーシャルメディアをはるかにしのぐ数字だ。しかも、実際に収入をもたらし始めている。2年前に10億ドル程度だった売上高は、今年100億ドルを超えそうだ。

ビーオブエー・セキュリティーズは直近のリポートで、今後5年間でインターネット利用における最大の変化はショート動画視聴時間の増加だと書いている。インターネット利用のうち、

ショート動画視聴が占める割合は昨年の5.4%から2024年には12%を超え、従来よりも安い広告料金で見積もっても、2028年までに広告収入が約1080億ドルに達するという。



Michael M. Santiago/Getty Images

リポートはTikTokの米国でのサービス全面禁止の可能性は低いとしながらも、禁止されれば最も利益を得るのはスナップチャットの親会社で業界の弱小企業、スナップ<SNAP>だと書く。2020年にトランプ前大統領がTikTokを禁止する大統領令を発令したが、連邦判事がこれを覆した。当時、マイクロソフト<MSFT>がTikTokの米国事業買収を提案したが、TikTokはソフトウェア大手オラクル<ORCL>と小売り大手ウォルマート<WMT>と連携し、結果的には実現に至らなかった。連邦政府によるTikTok禁止への新たな機運が高まれば、事業は売却され、その結果広告収入は増えるかもしれない。一方、TikTokのユーザーデータへのアクセスを制限する新しい規制は、収益化促進の妨げとなる可能性もある。

短編動画はメタやアルファベットにとって単なるサイドビジネスではない。今年、両社の株価は成長鈍化を受けて低迷しているが、その背景にはTikTokの台頭もある。アルファベットは人工知能（AI）を使った動画紹介事業に長く携わっており、ユーチューブのショート動画でその経験を生かすことができるだろう。メタもAIに多額の投資をしており、フェイスブックやインスタグラムは共有に重点が置かれている。

ショート動画の複数サイトへの同時投稿が一般的となり、近い将来、人気の動画クリエイターはハリウッド並みの報酬を手にすることになるかもしれない。

ゲームストップに逆風

ビデオゲーム販売のゲームストップ<GME>を今もカバーする数少ないアナリストの一人、ウェドブッシュのマイケル・パクター氏は、ゲームストップの非代替性トークン（NFT）事業を「不発」としている。次善の策があるかどうか不明だ。7日の決算説明会は10分足らずで終了し、質疑応答もなかったそう。

4年前、ゲームストップは10億ドル強のバリュエーションと十分な営業利益を上げ、中古ゲーム売買以外の事業展開を検討していた。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）で店舗は一時閉



Stefani Reynolds/AFP/Getty Images

鎖されたもののゲーム需要は急増し、ミーム株の熱狂で、時価総額は一時150億ドルを超えた。

驚異的な需要に対し、ゲームストップが発行した株式はごくわずかだった。今年、ゲームストップはNFTと暗号資産（仮想通貨）のデジタルウォレット事業に参入し、暗号資産価格が急落した9月には、暗号資産の交換業大手FTXトレーディングとの取引を倍増させた。だがFTXは破綻してしまった。

第3四半期、ゲームストップの売上高は全体で8%減少し、うちソフトウェア事業からの売上高は19%も減少した。2021年度に14億ドルあったキャッシュも8億0400万ドルまで縮小している。パクター氏は、このままでは2025年にはキャッシュが底を突くと予想する。ゲームストップには逆風が吹いているようだ。

低リスク高リターンの高格付地方債はお薦め

この1カ月、債券利回りは低下しているが、シュワブ金融研究センターのチーフ債券ストラテジスト、キャシー・ジョーンズ氏は「今から買っても遅くはない。比較的低リスクで4~5%のリターンを得ることができる。今年の株・債券同時安は歴史的にも異例で、株式と債券の割合が60対40のポートフォリオ戦略の時代が戻ってきた」と話す。高利回りを目指すなら、ジョーンズ氏のお薦めは質の低い債券より長期保有だ。米国外の債券へのエクスポージャーは特に重要ではない。税率面でもAAA格付けの長期地方債は国債より魅力的だ。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

9. 金利上昇とハードランディングに備えよ

[経済政策]

Get Ready for Higher Peak Interest Rates—and a Harder Landing
賃上げが招く景気後退のリスク

引き締めペース緩和の是非



Dreamstime

米連邦準備制度理事会（FRB）が12月13、14日の連邦公開市場委員会（FOMC）で金融政策の引き締めペースを緩和する見込みと大きく報じられたことは、FRBによるインフレ抑制と経済のソフトランディングへの誘導が順調に進んでいるとのメッセージを市場に送る危険性をはらんでいる。投資家は慎重に検討すべきだ。

FRBの金融引き締めペースにかかわらず、現在の経済から読み取れるより重要なメッセージは、FRBがインフレ率を目標水準に近づけるためには、市場の予想水準である約5%を超えて利

上げを行う必要があるということだ。これは、物価上昇の最終的な抑制のためには、少なくとも緩やかな景気後退が一段と必要になっていることを示唆している。

ジェフリーズのチーフ金融エコノミストであるアネタ・マルコフスカ氏は、「良好な経済指標が出ているので、今ハードランディングの可能性を説くのは難しい。しかし、状況は変わるだろう」と述べている。

10月の消費者物価指数（CPI）の伸び率がわずかに鈍化したこと、労働需要が低下の兆しを見せたこと、FRBの引き締め政策の緩和が取り沙汰されていることなどから、経済が適度に減速し、崖から転げ落ちることなく引き締めに反応していると楽観論者は主張する。しかし、この議論が見落としているのは、インフレと労働市場がどの程度抑制されれば足りるか、そしてその抑制がどれほど痛みを伴うかということだ。

まず、米国のサービス部門の状況については、先週発表された経済指標では消費が底堅く推移し、11月のサービス部門の成長が予想外に加速していることが示された。シティグループのエコノミストが言うように、サービス部門のインフレがすぐに鈍化する可能性は低いことから、「金利が長期にわたって上昇する可能性が再び高まる」水準までサービス部門の成長が押し上げられたと言える。

12月9日に発表された卸売物価指数（PPI）は予想を上回る上昇率となり、財の価格が落ち着きを見せる中でサービス価格は上昇した。

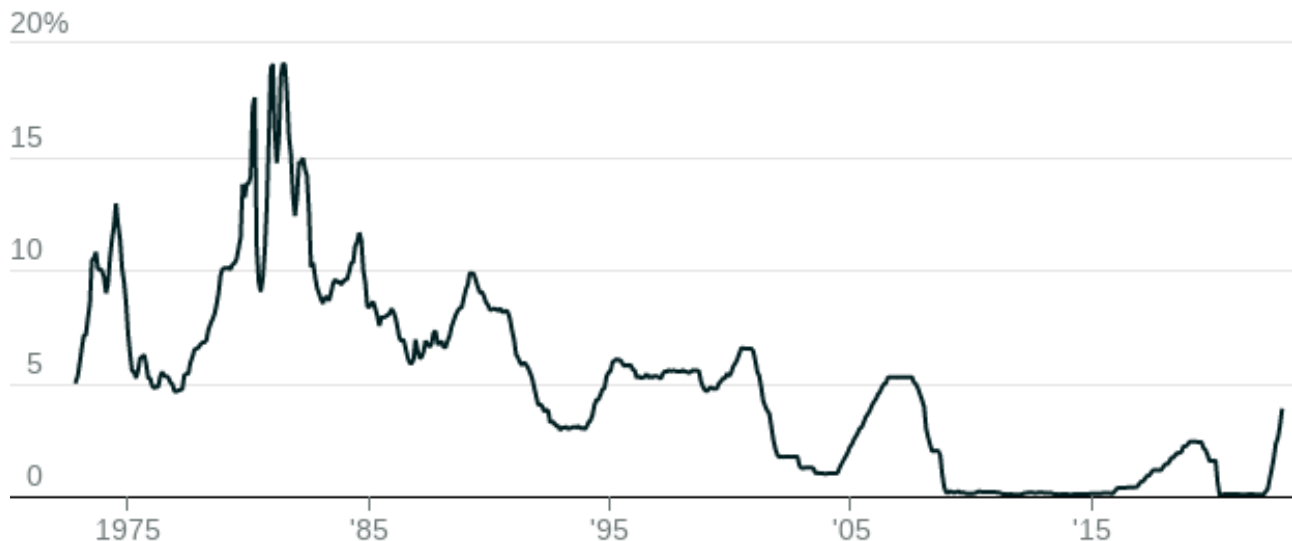
賃金上昇の影響

インディード・ハイヤリング・ラボの経済リサーチディレクターであるニック・バンカー氏による政府機関のデータ分析では、サービス部門が好調なため、しばらく低下が続いていた離職率が、大量退職の時代（グレート・レジグネーション）をけん引してきた二つの主要サービス業において横ばいに

Room to Rise

The federal-funds rate, still low by historical standards, will probably need to rise above the 5% level the market currently expects to tackle inflation.

Federal Funds Rate, 1970-2022



Note: Monthly, not seasonally, adjusted.

Source: Board of Governors of the Federal Reserve

なりつつあることが示された。

バンカー氏は、小売業における離職率が横ばいになっている一方で、レジャー・サービス業では再び上昇に転じていることを明らかにした。経済調査でも、離職率が上昇すると、雇用主が労働力確保を競い、従業員を維持しようとするため、賃金に上昇圧力がかかることが分かっている。

そして、賃金は実際に加速し始めている。11月の米国の平均時給は前月比0.6%の上昇と、3カ月連続で伸びが加速しており、賃金の伸びが落ち着くとの期待を覆している。

一部のアナリストは、賃金が増加しているとの懸念に対して、11月の平均時給の上昇の大部分は、労働時間の減少によるとの見解を示した。アトランタ連銀が発表した賃金上昇トラッカーによると、11月の賃金上昇率は10月の年率6%から同6.2%へと加速している。

ハーバード大学のエコノミストであるジェイソン・ファーマン氏は、「さまざまな賃金の測定手法が、いずれも一貫して賃金上昇の緩和は見られないことを示している」と述べている。

FRBは賃金の急速な伸びを懸念しているが、それは他のセクターが落ち着き始めても、物価上昇が続いているサービス部門においてインフレを助長するからだ。そのため、FRBは需要抑制に向けて金利を長期にわたり高水準に維持せざるを得なくなる。

それに加えて賃金上昇にはもう一つ懸念材料がある。マルコフスカ氏は、賃金上昇は労働市場を支え、現在の求人の大部分を担ってきた中小企業の利益率低下につながると指摘する。全米独立事業者協会（NFIB）の最近の調査では、賃金を引き上げている中小企業経営者の比率は上昇しているものの、価格を引き上げている経営者の比率は減少していることが明らかになっている。同氏は「価格決

定力と賃金の上昇が遅れていることによる利益率の構造が逆転しようとしている」とみている。

マルコフスカ氏によると、特に2023年1月に行われる企業の生活費調整によって賃金が上昇する可能性があるため、中小企業の利益が2023年第1四半期に圧迫され、その結果企業は求人停止し、レイオフのサイクルにつながる可能性がある。インフレ率が目標をはるかに上回っているにもかかわらず、労働市場は失速するかもしれない。

このように、賃金上昇によって、インフレ率の低下と労働市場の安定というソフトランディングの条件が損なわれかねない。

■ ハードランディングと景気後退は不可避

これらのことは、ハードランディングと景気後退の可能性が市場の予想以上に高いことを示唆している。そして、株式投資家が長期にわたり楽観的であればあるほど、その損失は大きくなる可能性がある。元財務長官のラリー・サマーズ氏は、「これは、潜在的な景気後退が深刻化し、市場へと波及していくメカニズムと言える」と述べている。

サマーズ氏は、景気後退がほぼ不可避であることから、インフレ率が目標水準の2%に戻る前にFRBが利下げに転ずる「重大なリスク」があると警告している。利下げは短期的には経済を後押しできるかもしれないが、その後すぐに利上げの第2ラウンドが必要となることで裏目に出る可能性もある。

その結果、1980年代前半にポール・ボルカー元FRB議長が経験したようなことが起こるかもしれない。当時、FRBは景気後退に対応して利下げを開始した後、インフレが横ばいになると再び利上げを実施した。

サマーズ氏は「私たちは、医者から抗生剤を処方されたらその全量を服用するようにと指示される。しかし、体調が少し回復したり、副作用が出たりすると、途中で服用を中止し、その後再び薬を飲まなければならないといったことがたびたび起こる」と警鐘を鳴らしている。

By Megan Cassella
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

TSMC Makes a \$40 Billion Bet on U.S.-Made Chips.

TSMCが米国半導体工場に400億ドルを投資

台湾の地政学的リスクは過小評価できない

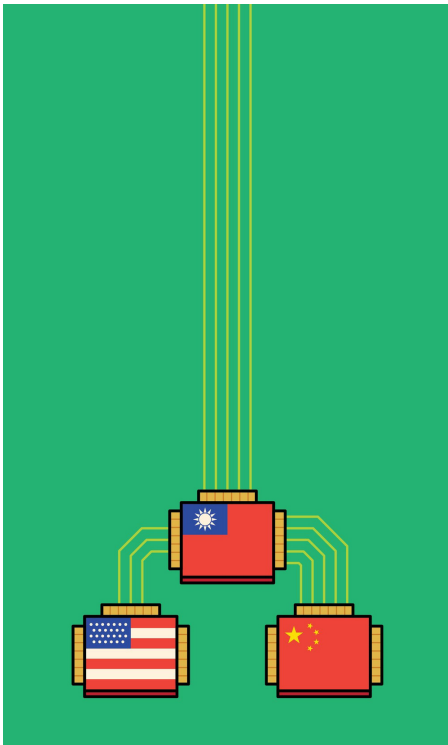


Illustration by Elias Stein

台湾の半導体大手である台湾積体回路製造（TSMC）＜TSM＞は12月6日、アリゾナ州に建設予定の半導体製造工場への投資額を当初の120億ドルから400億ドル超に拡大すると発表した。最初の製造工場では2024年から4ナノメートル（nm）の回路幅の半導体製造を開始予定で、2番目の工場では2026年までに3nmの半導体の生産を予定する。半導体はサイズが小さいほど処理速度が速く電力効率も向上する。

400億ドルは巨額だが、全てが解決するわけではない。TSMCは投資の投入時期については発表していない。JPモルガンによると、TSMCによる2022年から2024年の設備投資総額は推定1000億ドルであり、アリゾナへの投資はその一部である。アリゾナの製造施設によって、米国の製造能力は拡大するが、制約もある。台湾は米中の地政学的な火種だ。米半導体工業会（SIA）とボストン・コンサルティング・グループの2021年のレポートによると、台湾は世界の先端半導体の90%以上を製造している。そしてTSMCがそのほとんどを生産する。

アリゾナ州の施設が稼働する頃には、台湾国内の最先端半導体製造工場ではさらに1～2世代先の半導体が製造されているだろう。JPモルガンは、TSMCの台湾工場は2023年第1四半期までには3nmの半導体生産を開始し、2026年までにはアップル＜AAPL＞のiPhone（アイフォーン）用にさらに先端の半導体製造に移ると予想している。それまでには、最新のテクノロジーを要する最新型アイフォーン用半導体は米国産ではなくなるだろう。アリゾナの施設は、旧型アイフォーンやiPad（アイパッド）用の半導体製造を行うことになるだろう。

タフツ大助教授で『半導体戦争（Chip War）』の著者であるクリス・ミラー氏は11月、本誌に対し、米政治家は地政学的な状況が悪化した場合の台湾にまつわるリスクをまだ過小評価していると述べている。400億ドルの投資によって政治的な圧力は和らぐかもしれないが、先端半導体製造は今後も依然として台湾に集中することになる。

今週の予定

12月12日（月）

- ・ ソフトウェア大手オラクル＜ORCL＞が2023年度第2四半期決算発表。アナリストによる予想EPS（1株当たり利益）は1ドル17セント。

12月13日（火）

- ・ フォトマスク製造会社フォトロニクス＜PLAB＞、総合施設ソリューションを提供するABMインダ

ストリーズ<ABM>、商業印刷会社トランスコンチネンタル<TCL>、石油・ガス炭鉱会社PHXミネラルズ<PHX>が決算発表。

- ・ 経営破綻した暗号資産（仮想通貨）の大手交換所FTXをめぐる米議会下院金融サービス委員会の初回公聴会が開催される。創業者のサム・バンクマンフリード氏はウォール・ストリート・ジャーナル紙に対して、FTXの顧客から関連会社のアラメダ・リサーチに送金された数十億ドルに及ぶ資金に何が起こったのかは説明できないと語っている。

- ・ 米労働省労働統計局（BLS）が11月の消費者物価指数（CPI）を発表。エコノミストによるコンセンサス予想は前年同月比7.3%上昇（10月は7.7%上昇）、変動が大きい食品とエネルギーを除いたコアCPIは6.1%上昇（10月は6.3%上昇）。

12月14日（水）

- ・ 米連邦公開市場委員会（FOMC）が今年最後となる2日間の会合を終了。米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は先日、「利上げペースを落とす時期は早ければ12月の会合になる可能性がある」と発言している。

- ・ 住宅建設大手のレナー<LEN>、精密塗布機器メーカーのノードソン<NDSN>、中国のオンライン旅行会社のトリップ・ドット・コム・グループ<TCOM>が決算発表。

- ・ 米労働省労働統計局が11月の輸入・輸出物価指数発表。輸入物価は前月比0.85%低下を予想（10月は同0.3%低下）。輸出物価は同0.6%低下（10月は同0.2%低下）が予想される。

12月15日（木）

- ・ 文書・画像処理ソフトウェア大手アドビ<ADBE>、電子機器受託製造サービス会社のジェイビル<JBL>が決算コンファレンスコールを開催

- ・ 欧州中央銀行（ECB）がフランクフルトで理事会を開催。

- ・ 12月のフィラデルフィア連銀製造業景況指数発表。エコノミスト予想は、マイナス11.5（11月はマイナス19.4）。

- ・ 米国勢調査局が11月の小売売上高を発表。エコノミスト予想は前月から横ばい（10月は1.3%増）。自動車を除く数値は0.3%増の予想（10月は1.3%増）。

- ・ 米連邦準備制度理事会（FRB）が11月の鉱工業生産を発表。同指数は製造業、鉱業、公共事業（電気・ガス）の生産動向を示す。予想は季節調整済み前月比0.1%上昇（10月は同0.1%低下）。製造業生産の予想は0.15%上昇と10月と同水準。設備稼働率の予想は79.8%（10月は79.9%）。

12月16日（金）

- ・ キャンピングカー・メーカーのウィネバーゴ・インダストリーズ<WGO>、外食大手ダーデン・レストランズ<DRI>、コンサルティング会社アクセンチュア<ACN>が決算コンファレンスコールを開催。

By Tae Kim
(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』 2022/12/11
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。

※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