

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2022/12/25

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIIJI PRESS



DOW JONES

1. ロボットがコロナ禍で失われた労働力を代替 - Robots Are Replacing Workers Lost in the Pandemic. They're Here to Stay. [カバーストーリー]
普及は続く見込み P.1
2. 著名投資家ビル・ミラー氏に聞く - Bill Miller Is Still Bullish on Bitcoin—and a Lot More [インタビュー]
ビットコインに依然として強気 P.5
3. 2023年に注目すべき三つのワクチン開発 - 3 Big Vaccine Developments Investors Should Watch in 2023 [バイオ医薬]
価格設定が最大のハードル P.9
4. 景気後退入りに警戒、だが悲観ばかりではない - Brace for Recession Next Year. But the Outlook Isn't All Doom and Gloom [フィーチャー]
短期的には景気後退、長期的には楽観の兆しも P.11
5. 債券にとって最悪の年はほぼ終わった - Break Out the Bubbly: A Horrible Year for Bonds Is Almost Over. [インカム投資]
2023年にはもっと良いリターンが期待できる P.15
6. 経済指標は強弱入りまじり、2023年に向かって不透明な状況が続く - Stocks Limp Toward 2023 as the Data Show Few Signs of a Clear Direction [米国株式市場]
年末相場が堅調でも本格的な上昇に至る道筋は険しい P.17
7. 2022年の勝者、敗者および教訓 - Winners, Losers, and Lessons From 2022 [米国株式市場]
推奨銘柄の総括 P.19
8. 割安銘柄？でも株価は長年上がらず - Cheap? Maybe. But These Stocks Have Been Dead Money for Decades [投資戦略]
安らかに眠れ P.22
9. 2022年のハイテク株を振り返る - Most Tech Stocks Had a Miserable Year. Not IBM. [ハイテク]
株価が軒並み下落する中での例外とは？ P.24
10. 今週の予定 - Meme Token Dogecoin Edges Past Coinbase. It's Been That Kind of Year. [経済関連スケジュール]
ミームトークンのドージコインが時価総額でコインベースを抜く。 P.26

※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、米バロンズ編集部による記事執筆時点の値である場合があります。

1. ロボットがコロナ禍で失われた労働力を代替

[カバーストーリー]

Robots Are Replacing Workers Lost in the Pandemic. They're Here to Stay.

普及は続く見込み

賃金上昇で採算面の魅力が向上

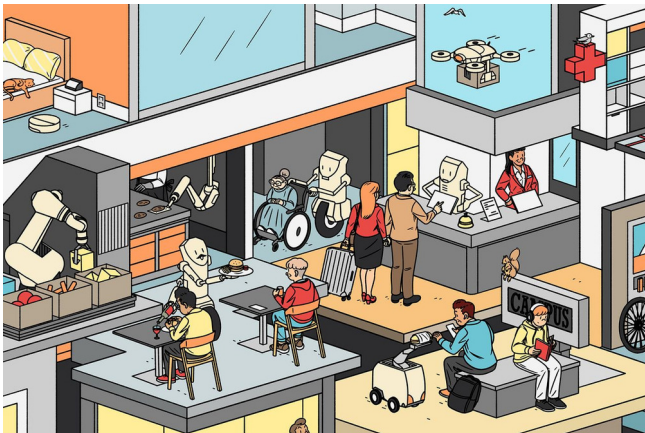


Illustration by Janne Iivonen

バージニア州ジョージ・メイソン大学の構内で、料理を配達中の小さな白いロボットが立ち止まった。目的地への道が大勢の学生でふさがれていたからだ。学生が去るのを待つか、迂回（うかい）するか、そのまま走り抜けるか。数秒後、ロボットは決断を下し、再びスピードを上げて群衆を突っ切っていった。

ロボットはスターシップ・テクノロジーズというスタートアップ企業が製造しており、アプリからの注文を受けて構内のレストランから料理を配達する。ロボットをよく利用するという学

生のアリス・クリステンセンさん（22歳）は、2.5ドル前後の手数料は気にしないが、アプリのエラーや、構内を動き回る何十ものロボットはうっとうしいと思うことがあると言う。

こうしたロボットは、まだまだ不完全ではあるが、世界中で稼働している。労働力不足と賃金の上昇によって、ピザの配達、処方薬の仕分け、タイヤの修理、ホテルでのルームサービスといった基本的な仕事をこなすことができる新世代のロボットが生まれつつある。

これらのマシンは、人間と協働（コラボレーション）するロボットという意味で「コボット」と呼ばれる。コボットは新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）によって失われた労働力を代替している。さらに、人口動態による圧力、労働者の不足、技術の進歩に伴い、現在よりはるかに大きな役割を果たす公算が大きい。これらの要因により、ロボットの採算性は非常に魅力的になっている。

ロボットはパンデミックによる追い風を受けているようだ。業界団体の国際ロボット連盟によると、世界全体の売上高は2021年に過去最高の155億ドルに達し、今年は10%増の約170億ドルとなる見込みだ。2021年は世界全体で前年比31%増となる51万7000台超が導入された。国際ロボット連盟は今年の販売台数が60万台を上回ると推定している。

ボストン・コンサルティング・グループ（BCG）の推定では、製造業、ホスピタリティー産業、物流業などの広い範囲を含む「ロボット」の売上高は、2023年の400億ドルから2030年には1600億～2600億ドルに達する可能性がある。成長の大部分は、ホテル、料理配達、リサイクル工場、空港のメンテナンスなどのサービス業によるものだ。BCGはサービス業向けの年間売上高が最大で1700億ドルに上るとみる。

世界的な労働コストの上昇により、ロボットの採算性は高まっている。中国の工場賃金は2007年の2倍に上昇し、組み立てラインの作業にロボットを導入することの経済性が増した。米国では最低賃金が

多くの州と市町村で上昇している。カリフォルニア州のファストフード審議会は業界の最低賃金を22ドルとする見込みだ。首都ワシントンでは、2027年からレストランに対して時給16.1ドル以上を従業員に支払うことが義務付けられる。

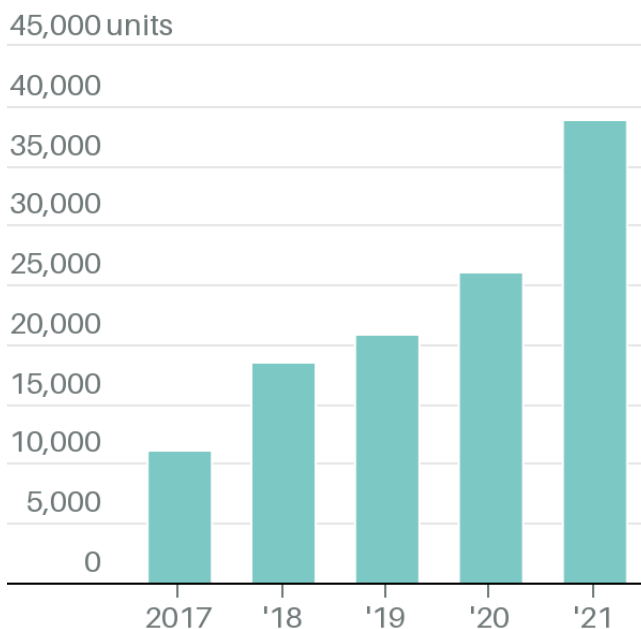
首都ワシントンでレストランを経営するオスマン・バリー氏は、「すべての従業員に時給16ドルを払うのは無理だ」と語る。このレストランでは「サービ」と名付けられたロボットが厨房（ちゅうぼう）からテーブルに料理を運ぶ。バリー氏はスタートアップ企業のベア・ロボティクスに月639ドルを支払い、このロボットをリースしている。ただし、ロボットに広告を掲載している飲料大手ペプシコの子会社から補助金を受け取っている。人間がロボットのトレーに皿を乗せ、キーパッドのボタンを押すと、料理がテーブルに届けられる仕組みだ。

欧州でも同様の光景が見られる。ドイツのロボットメーカー、ロボタイズのオリバー・スタール最高経営責任者（CEO）は、「サービススタッフの不足は異常なほどだ」と語る。ロボタイズのロボットは、ドリンクや洗面用品の運搬などのホテルのルームサービスを担う。スタール氏によると、欧州のホテルでは、依然としてパンデミック前の50～60%しかスタッフが戻っていない。さらに、電気料金が非常に高いので、一部のホテルは節電のためにミニバーを撤去している。

技術の進歩が後押し

Growth Spurt

Annual installations of collaborative robots*



*Collaborative robots are machines designed to work safely with people in shared workspaces. Sources: International Federation of Robotics; national robot associations

いときに横断するようにプログラムされている。

ロボットの普及を促進するもう一つの大きな要因として、テクノロジーが挙げられる。3D視覚システムや位置情報マッピングなどの進歩によって、ロボットはより便利でユーザーフレンドリーになった。新モデルには誰でも操作できるタッチパネルやタブレットが搭載されている。また「群知能」によって、ロボットはタスクや仕事を共同で実施できるようになっている。さらに、高速大容量規格「5G」やWi-Fiネットワークに接続されているため、企業がリモートでモニタリング、プログラミング、トラブルシューティングなどを行うことが可能だ。

人工知能（AI）は、ロボットが予想外の事態に対処する助けとなり、問題なく人間と協力できるようにしている。製造業におけるロボットは、安全のために特定の場所から動かず、あるいは隔離される傾向がある。しかし、サービスロボットは周囲の状況や潜在的な危険を察知しなければならない。ソフトウェアの進歩により、ロボットは状況を認識し、その場で対応できるようになった。例えばスターシップのロボットは、構内の交差点で待機し、自動車が来ない

業界は収益性を高めるために「サービスとしてのロボット」と称するサブスクリプションモデルを売り込んでおり、マシンへの支出を抑えるとともに経常収入を生み出そうとしている。例えばベアは数百台のサービスをレストラン向けに提供している。ベアの共同創業者であるファン・ヒゲロス氏によると、レストランは月700～800ドルを支払うが、これは平均時給2.5ドルにしか相当しない。

大きな疑問は、これらのロボットが人間の仕事を奪うかということだ。今のところ、サービスロボットは人手が足りない仕事を担っているようだ。ホテルやレストラン、病院、工場はいずれも助けを求めている。米国の失業率は過去最低に近い水準にあり、求職者1人当たりの求人件数は1.7件だ。他にも労働力の高齢化、合法的な移民の減少、米国製造業の国内回帰などの傾向もロボットを後押しする。

一部の大手ロボットメーカーは売上高の増加を予想している。世界有数のロボットアームメーカーである日本のファナック<6954>でエグゼクティブ・セールスマネジャーを務めるジェリー・ペレス氏は、小売りサービスにも普及が広がるとみている。55ポンドの重量を取り扱えるファナック最新のロボットアームは、米国のスーパーマーケット向け配送センターで導入が進んでいるという。

UBSのアナリストで、製造業の国内回帰と資本財銘柄について調査しているクリス・シュナイダー氏は、「自動化によって従業員を削減する場合、アジアより米国の従業員を削減した方がリターンははるかに高くなる。今後は工場1カ所当たりの雇用は少なくなるが、待遇の良い仕事は増えるだろう」と予想する。

アマゾンに大きな恩恵



Photograph by T.J. Kirkpatrick

アマゾン・ドット・コム<AMZN>ほど、ロボットによって大きな恩恵を受ける企業はほとんど見当たらない。アマゾンは百万人以上の倉庫労働者を抱え、労働力不足、労働組合結成の動き、人件費の上昇に直面している。アマゾンがドローンや自動運転車の開発を進めているのは、こうしたプレッシャーが背景にある。

アマゾンの倉庫は既に高度な自動化が進んでいるが、新たなロボットはそれをさらに推し進めるものだ。アマゾンは6月、初の完全自動化ロボットである「プロテウス」を倉庫に導入し

た。プロテウスは、ロボット掃除機のルンバの上に、重い商品を運ぶための台を据え付けたような見た目をしている。プロテウスは床を動き回り、商品を運び、従業員のそばで稼働する。

さらに先進的なのは、新たなロボットアームの「スパロウ」だ。スパロウはテニスボールの缶から束ねた傘まで、さまざまなサイズの物体を認識し、扱うことができる。現在はテキサス州の倉庫で、効率性を改善できるかを確認するためのテストが行われている。アマゾンは、スパロウが商品在庫の65%を特定できるとしており、300カ所の倉庫で導入を目指している。

しかし、ロボットはアマゾンの営業費用や株価を大きく変えはしないだろう。ウェドブッシュのアナリストであるマイケル・パクター氏の推定によれば、アマゾンは今年、営業費用2280億ドルの約16%

に相当する360億ドルを配送センターの時給に費やしている。パクター氏はアマゾンがロボットによって時給を年間50億ドル削減したとしても、「バケツの水1滴」にすぎないと指摘する。

ドラッグストア大手ウォルグリーン・ブーツ・アライアンス<WBA>は医薬品の調剤のためにロボットを利用している。ウォルグリーンによれば、同社の9カ所の「マイクロフルフィルメント」センターでは、ロボットアームが80種類の異なる医薬品を調剤できる。ロボットアームは2000カ所以上の薬局を支えており、1時間当たり300件の処方に対応可能だ。これは十分な数のスタッフを擁する薬局が1日に対応できる件数と同じである。

■ 病院からトルティーヤ製造まで

ロボットアームは長年にわたって手術に利用されてきた。手術用ロボット大手インテュイティブ・サージカル<ISRG>のダビンチが有名だ。一方で、看護師や用務員に代わって基本的な作業を処理する新世代のモバイルロボットも登場している。ロサンゼルスやボストンの一部の病院では、「リレー」や「モクシー」といった名前のロボット車両が検査薬や医療機器などを運搬している。リレー・ロボティクスのマイケル・オドネルCEOは、「病院は看護師の不足に直面している。当社製品のような運搬用ロボットを利用できれば、付加価値の高い仕事にスタッフを割くことができる」と語る。

メキシコ料理チェーンのチポトレ・メキシカン・グリル<CMG>は最近、ロサンゼルス地域の店舗でトルティーヤチップス製造ロボット「チップー」のテストを開始した。チップーを製造しているのは、ミソ・ロボティクスというスタートアップ企業だ。チポトレのカート・ガーナー最高技術責任者によると、チップーはトルティーヤチップスを加熱した油に入れ、フライヤーのかごをかき混ぜ、塩とライムをかける。チップスの包装と提供には依然として人手が必要だが、昼食時の繁忙期には欠かせない存在になるかもしれない。

ロボットの導入は採算に合うのか。これにはロボットの稼働時間、メンテナンスと休止時間、顧客の売上高、廃棄物減少によるコスト削減効果など、複数の要素が関わってくる。ミソは、ロボット1台当たりのコストが月3500ドルであるのに対し、一般的な従業員のコストは福利厚生込みで5000~6000ドルとしている。ただし、この数値が大規模な組織にそのまま当てはまるかは不明だ。チポトレなどのファストフードチェーンは、まだ数カ所の店舗でロボットの効果を試している段階だ。

前述のレストランオーナーのバリー氏は、人件費の削減効果はまだ明らかではないと言う。しかし、ロボットは客を引き付けるのに役立つのみならず、繁忙期の追加スタッフを探す手間を省くことができる。バリー氏は、原材料費の上昇が利益を圧迫していることもあり、最低賃金が上昇するにつれてロボットの採算性は高まるだろうと予想しており、「ロボットは病気になることがなく、忙しいときは本当に助かる」と語る。

ウォール街はロボットの経費削減効果を業績予想に織り込み始めている。投資銀行のカウエンは、厨房ロボットが「転換点に近づいている」とし、今後12~18カ月で広く普及が進むと予想している。カウエンの推定では、ミソのロボットアームはレストラン1件当たり年間2400時間の労働時間を削減する可能性がある。サラダチェーンのスイートグリーン<SG>は厨房ロボットメーカーのスパイスを買収した。カウエンは、スパイスが1時間当たりの労働コストを50%削減し、システムを導入したレストランのキャッシュリターンを6%ポイント増やす可能性があるかと推定している。

■ ロボットが代替できない仕事とは

産業界以外では、ロボットは依然として主流ではない。ロボット掃除機を持っている家庭は無数に存在するが、普通の掃除機が完全に取って代わられたわけではない。スーパーでは掃除や消毒用のロボットが時々見られるが、まだ珍しい。農作業の自動化の需要は非常に大きいですが、リンゴ摘みロボットはほとんど試用段階の域を出ていない。

ロボットが人間の仕事を奪うのではないかという懸念と裏腹に、そのような証拠は乏しい。ロボットの活用が進んでいる日本と韓国の失業率は極めて低い。自動化は一般に生産性を高め、社会の富を増大させ、「規模の効果」によって周辺産業の成長を加速する。また、機械を設置、プログラム、運用、修理するための新たな雇用を生み出す。自動車業界は産業用ロボット導入のパイオニアだが、米国の自動車メーカーでは2012年に比べて雇用が20万件増加している。

米労働省労働統計局（BLS）の最近の調査によると、ロボットの影響を受ける多くの業界は2030年に向けて雇用が増加する見込みだ。ファストフード店では11.4%増えると予想される。ロボットが特に浸透している分野であるEコマース向けの倉庫でも、今後7年間にわたって0.7%の伸びが予測されている。

ロボットは有用だが、人間の労働者に比べると全く柔軟ではない。フライドポテトを量産することはできるが、飛び散った油を掃除したり、レジを手伝ったり、厄介な客に対応したりすることはできない。ロボットが可能な仕事の大部分は反復的な作業だ。そのため、企業は人間の採用を続けるだろう。

また、ロボットは人間の創造性や思考に依拠する知識労働者に取って代わるには程遠い。ユーザーの入力に反応して人間のように会話する「チャットGPT」など、新たなAIソフトウェアが登場している。しかし、チャットGPTがロボットに組み込まれたとしても、本稿のような記事を書けるようになるのは数年先だろう。

By Daren Fonda
(Source: Dow Jones)

2. 著名投資家ビル・ミラー氏に聞く

Bill Miller Is Still Bullish on Bitcoin—and a Lot More
ビットコインに依然として強気

[インタビュー]

■ ビル・ミラー氏は今年限りで引退

プロのスポーツ選手は、良い成績を収めた後に引退したが、2022年末の引退の意思を堅持しているビル・ミラー氏の旗艦ファンドの成績は振るわない。ミラー・オポチュニティ・トラスト <LGOAX>は今年37%下落し、モーニングスターによれば、「中型ブレンド」カテゴリー内の下位4分の1に位置する。

本誌：なぜ今、引退しようと思うのか。

ミラー氏：誰も、いつかは引退しなければならない。基本的に会社を二つに分け、息子（ビル・ミラ

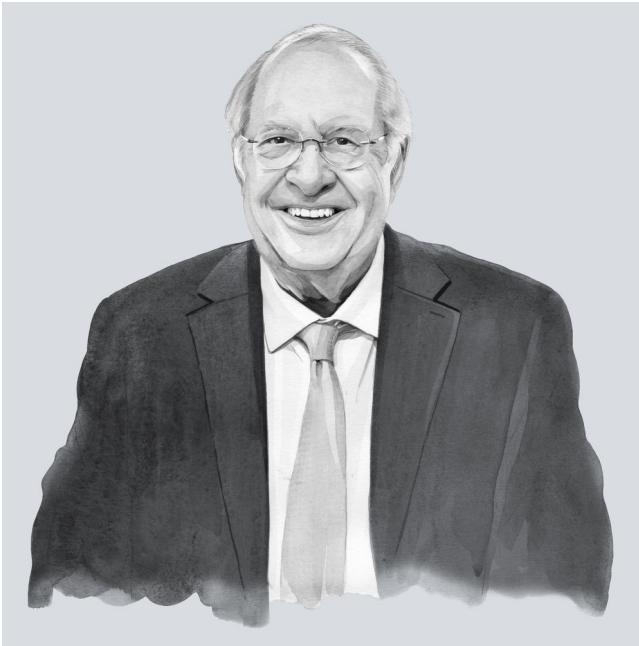


Illustration by Kate Copeland

ー4世) がミラー・インカム・ファンド <LMCJX>の部分を取得し、サマンサ・マクレモアはオポチュニティ・トラストの方を買う。私は、この2ファンドの25%の所有者となり、最大の投資家となる。

Q：後継者たちのアドバイザーであり続けるのか。

A：いつでも連絡は取れるが、どの程度の助言を求められるかは分からない。この年になると、他人の金に対する全責任を負いたくない。そろそろ別のことをしたい。私がレグ・メイソンの株式ファンドの運用を引き継いだ1990年と驚くほど似ているところがある。当時のパートナーは1990年当時72歳で、私は現在72歳だ。ちょうど2年連続でファンドにとって悪い年だった。息子とマクレモアは、1990年の私と同じ

年齢だ。私はその後15年間、マーケットに勝つことができた。今は株が安く、バトンタッチには好都合だ。

Q：2023年の市場展望を。

A：未来は本質的に分からないものだ。このレベルのインフレを予測した人はいない。今の投資家のポジションはかなり悲観的なようだが、考えてみれば、米国経済は時間とともに成長するというのが基本的な事実で、1年以上のスパンで見れば大丈夫だろう。

Q：連邦準備制度理事会（FRB）が事態を混乱させたのか。

A：基本的にはその通りだ。FRBは、インフレは一過性だと言っていた。現在、FRBは遅れて反応する指標を使っており、すでに利上げは行き過ぎと思われる。人々が身をもって感じているインフレ率は急速に低下している。FRBの歴史通りの現実になっている。いつも反応が遅れ、そして過剰反応する。

主要保有銘柄

Q：バリュー投資家として知られているが、バリューの定義とは。

A：私独自の定義はない。ファイナンス入門の教科書と同じだ。投資の価値とは、将来のフリーキャッシュフローの現在価値だ。株価収益率（PER）の低さや配当利回りについては何も書かれていない。私の個人的資産の中で圧倒的に高い比率を占めるアマゾン・ドット・コム<AMZN>を見てみよう。ジェフ・ベゾス氏は最初の年次報告書で、将来のフリーキャッシュフローの現在価値を可能な限り高い割合で成長させることが目標だと語った。今日、アマゾンの株価は約85ドルで、市場が底値を付けた2020年3月23日の株価を下回っている。アマゾン・ウェブ・サービス（AWS）と広告事業が創出するキャッシュを考慮すると、アマゾン株が今後3年間で倍にならない方が難しい。

Q：他に選好する銘柄は。

A：デルタ航空<DAL>は、パンデミック時に新株発行による希薄化がなかった数少ない航空会社のう

ちの1社だ。私は、フリーキャッシュフロー利回り（1株当たりのフリーキャッシュフローを株価で割った比率）を見る。市場全体のフリーキャッシュフロー利回りは約6%だが、デルタ航空のフリーキャッシュフロー利回りは10%、12カ月先予想PERは6.8倍。これは安い。

石油・天然ガス生産大手のチェサピーク・エナジー<CHK>は配当利回りが10%で、利益は基本的にすべてフリーキャッシュだ。ワンメイン・ホールディングス<OMF>は、サブプライムローン会社で、配当利回りは11%、PERは5倍以下だ。人々はリセッション（景気後退）と失業率上昇を予想して心配しているが、第三次世界大戦が起これない限り、ワンメインが損失を出すシナリオはほとんど考えられない。

あまり知られていない会社を紹介しよう。雑誌とダイレクトメールの印刷会社、クアッド・グラフィックス<QUAD>の株価は3.50ドルだが、これは今後5四半期分の推定フリーキャッシュフローの約1倍だ。次に、国内最大の新聞チェーン、ガネット<GCI>。最高経営責任者（CEO）自身が株を買っている。今後12カ月で、時価総額の半分のフリーキャッシュを生み出す見込みだ。

空港等に設置されるセキュリティ機器などの製造販売会社クリア・セキュア<YOU>の持ち分も大きい。生体認証を手掛け、魅力的な会員制モデルを持つ。私は初期の投資家で、取締役を務めていた。株価は下がっていない。また、高級品のオンライン販売サイトを運営するファーフェッチ<FTCH>も選好する。ロシアが原因で業績が悪化しているが、中国は経済が再開しつつある。株価は4ドルだ。

■ 暗号資産（仮想通貨）

Q：暗号資産はこれからどうなるか。

A：非常に議論的になっている。私は個人的にビットコインを所有しているし、会社でも複数のプライベートアカウントでビットコインを所有している。また、取引所大手コインベース・グローバル<COIN>とシルバーゲート・キャピタル<SI>も保有している。コインベースは米国に本社を置く企業で、透明性が高く、暗号資産において圧倒的存在だ。さらに興味深いのはシルバーゲートで、米連邦預金保険公社（FDIC）の保険に加入している銀行で、銀行規制の対象となる。1年前は155ドルだった株価が、今は17ドルだ。

Q：FTXの大失敗で、暗号資産から手を引くべきか悩んだか。

A：まず、私はビットコインとその他の暗号資産を区別したい。ビットコインはデジタルゴールドとも言え、価値の貯蔵手段になる可能性があると思っているが、その他の暗号資産はベンチャー投機というカテゴリーだ。ベンチャー投資がそうであるように、ほとんどは失敗するだろう。しかし、少なくとも純資産の1%をビットコインに投入するのが良くないという議論は聞いたことがない。1%失う程度の余裕は誰にでもある。2020年の安値時、ビットコインは5800ドルだった。現在は1万7400ドルだ。大まかに言うと、株式市場は70%上昇し、ビットコインは190%上昇した。1年以上のスパンで考えるなら、ビットコインはかなりうまくいくはずだ。投資ではなく投機だと思うが、それでも健全な投機と呼ぶべきだろう。

Q：ビットコインがインフレのヘッジになっていないのは意外か。

A：FTXの崩壊を考えると、ビットコインが現在の価格の半分になっていないことに驚いている。人々が逃げ出したのに、1万7400ドルでとどまっているという事実はかなり注目に値する。しかし、インフ

レが抑制されつつあり、実質金利が急速に上昇している。FRBが金融緩和に軸足を移し始めたら、ビットコインはかなり良くなると予想している。

Q：過去1年で保有する暗号資産を売却したか。

A：全般的に、何もしないことで成功してきた。マージンコールで強制されない限り、何かを売るのは好まない。最近、アマゾンを買増した。1週間前にはシルバーゲートを買った。コインベースも買増す予定だ。

引退後の計画

Q：ジョンズ・ホプキンス大学に多額の寄付をし、引退するにも、売る必要があるはずだが。

A：現金はほとんど持っていない。家を買うなら、何かを売る。税務上の損を出すため、原価の高い土地を先に売るかもしれない。アマゾン、クリア・セキュア、ビットコインの取得原価は非常に低いいため、実質的にはすべてキャピタルゲインになる。利益の出ている株を売ると、20数%のキャピタルゲイン税がかかる。だから、20%以上下がると思わない限り、売る理由はない。売る必要のないものを買うようにしている。

Q：相場下落の1年だったが、まだ億万長者か。

A：資産は、過去12カ月で大きく減少した。計算の仕方にもよる。1年前はずっと上だった。

Q：退職後の目標は。

A：他人のお金を運用しなくなれば、もっと時間があるはずだ。今年は旅行が多くなりそうだ。今はフロリダに住んでいるが、メジャーリーグの開幕日にはボルチモアに戻ってくる予定だ。

Q：ボルチモア・オリオールズのファンとして有名だが、オーナーになることに興味はあるか。

A：ワシントン・ナショナルズ買収に関する数字を見ると、オリオールズは価値以上の値段になりそうだ。もっとバリューと思えるものを買いたい。今、女子バスケットボールに大きな機会があるように見える。

Q：慈善活動を増やす予定は。

A：今、積極的に投資をしているのは、そのためでもある。自分のお金が必要というわけではない。今後も資産を増やすことはできるし、すべて寄付するつもりだ。教育や科学の分野に大義があると信じている。サンタフェ研究所（複雑系を研究する非営利団体）にはもっと積極的に関わるつもりだ。ジョンズ・ホプキンス大学の理事会や、投資委員会の委員でもある。自分の財団も立ち上げた。やることはたくさんある。

By Amey Stone
(Source: Dow Jones)

3. 2023年に注目すべき三つのワクチン開発 3 Big Vaccine Developments Investors Should Watch in 2023 価格設定が最大のハードル

[バイオ医薬]

新たなフェーズへ



ILLUSTRATION BY BARRON'S STAFF; DREAMSTIME

(5)

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）によってウォール街がワクチンの可能性に目覚めてから3年が経つが、そろそろ、より大きなワクチン関連のニュースが登場する可能性がある。2023年は、呼吸器合胞体ウイルス（RSV）に対する初めてのワクチンが市場に投入される見込みであり、最初のメッセンジャーRNA（mRNA）ベースのインフルエンザワクチンが登場する可能性がある。また、商業ベースの新型コロナウイルスワクチンが市場に登場する重要な年になる見込みだ。

新型コロナウイルスによって、バイオ医薬品企業のモデルナ<MRNA>、製薬大手のファイザー<PFE>、ドイツのバイオ医薬品企業ビオンテック<BNTX>が広く名前を知られるようになるまで、投資家はワクチン業界にほとんど関心を示さなかった。欧米市場は4大ワクチンメーカーが支配し、新規参入の余地はほとんどないと考えられていた。従来型の大手ワクチンメーカーが支配する状況に変わりはないが、投資家はワクチン業界に注目するようになった。

投資銀行オープンハイマーのヘルスケア株ストラテジスト、ジャレッド・ホルツ氏は「パンデミック以前であればウォール街にほぼ無視されていたであろう出来事が、この3年間のワクチン収益のおかげで関心を集めるようになった」と語る。

ワクチン業界をフォローする投資家が2023年に注視すべき事項は以下の通りである。

商業ベースの新型コロナワクチン

パンデミックが始まって以降、米国内で配布された新型コロナワクチンの費用は連邦政府が全て負担してきたが、来年から商業ベースの配布が始まり、状況は一変する。ファイザーは成人接種1回当たりの想定ワクチン価格を110~130ドル、モデルナは64~100ドルとしているが、米国政府への販売価格はファイザーの最新型ワクチンが約30ドル、モデルナが約26ドルだ。

商業ベースの医薬品販売インフラを確立しているファイザーが競争上優位に立つ可能性がある。しかし、市場規模は縮小しつつある。金融データ会社ファクトセットによると、アナリストはファイザーの新型コロナワクチンの売上高が2023年はほぼ半減すると予想している。

Jab Giants

2023 should be a big year for vaccine makers. These are the players to watch.

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	2022E Vaccine Sales (bil)	2023E Vaccine Sales (bil)
Pfizer / PFE	\$51.32	-13%	\$38.5	\$23.5
Moderna / MRNA	201.16	-21	18.4	7.9
GSK / GSK	34.99	-22	9.1	10.3
Sanofi / SNY	47.16	-6	7.5	8.0

E=estimate

Source: FactSet

RSVワクチン

2022年末に、新型コロナウイルス、インフルエンザ、RSVの同時流行による混乱を表す「トリプルデミック」という言葉が登場した。米疾病対策センター（CDC）によると、RSV関連の週間入院患者数が11月中旬に10万人当たり5.1人に増加した。2019年の同期は0.6人にすぎなかった。

現時点ではRSVについてできることはほとんどないが、それも変わることになりそうだ。ファイザーと英国の医薬品大手グラクソ・スミスクライン<GSK>が、それぞれのRSVワクチンの第3相臨床試験（治験）結果について素晴らしいデータを公表したからだ。モデルナやジョンソン・エンド・ジョンソン（J&J）<JNJ>など、他のメーカーもRSVワクチンの自社開発を進めているが、最初に市場に投入するのはファイザーとGSKになりそうだ。

RSVはどこにでもいるウイルスで、健康な成人の場合は感染しても軽い症状で済むが、高齢者や乳幼児の場合は重症化し、死亡する恐れさえある。ファイザー、GSKともに高齢者市場をターゲットとしているが、ファイザーは新生児を守るため、妊婦に投与するバージョンも準備している。いずれの治験結果も有望と思われ、RSV感染症の重症例の定義が若干異なるため両社の治験結果を比較するのは困難だが、GSKの数値の方が若干高い有効性を示しているようだ。

しかし、ファイザーの幹部は、ワクチンを販売する段階になれば、GSKに勝てるという。ファイザーのアルバート・ブーラ最高経営責任者（CEO）は11月、本誌に対し、「当社が市場をリードすることになるだろう」と語った。また、ファイザーは自社のワクチンの方が痛みや発熱など短期的な副反応の症例が少ないため、「忍容性」の面で優れていると主張する。ファイザーは今月、RSVワクチンの売上高が2027年には20億ドル超に達する可能性があると発表した。

GSKも自社のワクチンが市場で最も優れたものになる可能性があるとしており、ワクチン研究開発部門責任者のフィル・ドルミツァー氏は「70～79歳の成人を含め、一貫して高い有効性を示し、忍容

性、安全性プロファイルともに良好であることから、GSKのRSVワクチン候補は最高クラスの潜在力を秘めている」と語る。

米食品医薬品局（FDA）は高齢の成人を接種対象として、両社のワクチンの一方または両方を承認すべきかどうかを5月までに決定する。6月に開催されるCDCのワクチン諮問委員会の後、CDCの推奨を受け、市場に投入される可能性がある。

少し遅れるが、モデルナも自社のmRNAベースRSVワクチンに関するデータを2023年初頭に公表する見込みであり、注目に値する。

■ mRNAベースのインフルエンザワクチン

新型コロナワクチンの成功を受け、大手製薬会社の間でmRNAベースのインフルエンザワクチンが大きな注目を集めている。2022年初頭にモデルナが開発中のワクチンの一つであるmRNA-1010の有効性についてさえない内容の発表をした後も、製薬メーカーの意気込みに変わりはなく、現在、モデルナ、ファイザー、フランスの製薬大手サノフィ<SNY>が開発を続けている。最終目標は、インフルエンザ、新型コロナウイルス、RSVなど、複数のウイルスに有効な混合ワクチンを開発することだ。

モデルナは2023年初頭に予定されるmRNA-1010の第3相臨床試験の結果を待っているところだ。モデルナのステファン・バンセルCEOは今月、本誌に対し、全てが順調であれば、2023年末までに規制当局の承認が始まり、「国によっては2023年中に、それ以外の国も2024年に市場に投入できるだろう」と語った。

ファイザーもmRNAベースのインフルエンザワクチンを2024年に発売する予定だ。

大きな課題が一つある。それは価格設定だ。オッペンハイマーのホルツ氏は「各社は、新ワクチンの価格を既存のインフルエンザワクチン（1回15ドル前後）と競合できる水準に設定できるのか、あるいはそうする用意はあるのか」と問題を提起している。

By Josh Nathan-Kazis
(Source: Dow Jones)

4. 景気後退入りに警戒、だが悲観ばかりではない [フィーチャー]

Brace for Recession Next Year. But the Outlook Isn't All Doom and Gloom
短期的には景気後退、長期的には楽観の兆しも

■ 2023年のリセッション入りを予想

米国の投資家にとって2022年がインフレの定着と米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げという現実に向き合う年だったとすれば、2023年はこれらと共存する年になるだろう。どちらもすぐには収まりそうにないからだ。

FRBが労働市場の沈静化とインフレ抑制を追求した結果、米国は来年後半に穏やかな景気後退（リセッション）に向かう可能性がある。FRBによる金融引き締め継続と個人消費・企業活動の抑制は、



Barron's Staff Illustration; Bloomberg (1)

来年半ばには労働市場に重くのしかかり、広範囲で解雇が増加し、失業率は急騰するとエコノミストは予想する。家計は貯蓄を使い果たし、個人はクレジットカード債務を抱え、収入は減り消費需要が鈍化する。

エコノミストの多くは来年の経済成長を鈍化もしくはマイナスと予想し、物価上昇率も大幅に低下するとしている。ただ、コア・インフレ率はFRBの目標値である2%を依然上回る可能性が高く、FRBは年末まで高い金利水準を維持せざるを得ない。ムーディーズ・アナリティクスのチーフエコノミスト、マーク・ザンディ氏は、

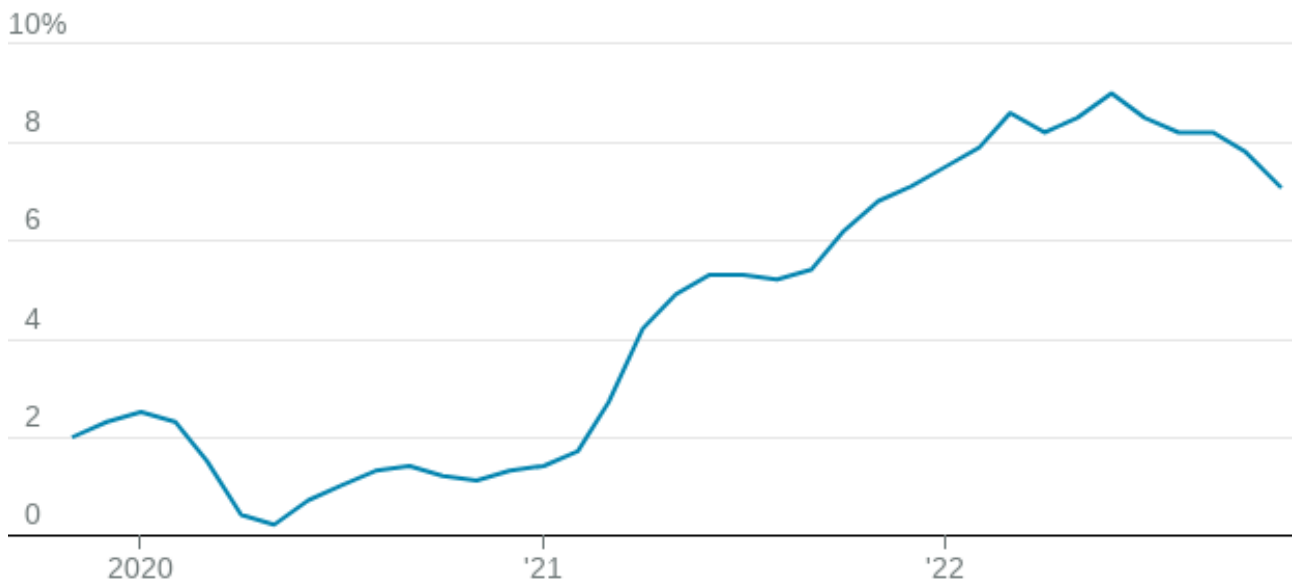
2023年を非常に恐れていると言う。「高インフレとFRBの厳戒態勢。歴史的に見ても、このような場合は景気後退入りすることが多い」。

2023年は転換の年

A Long Way Left To Fall

Inflation is well above the Federal Reserve's 2% target and likely will stay elevated through 2023.

CPI annual rate



Source: U.S. Bureau of Labor Statistics

もっとも、来年の予想は必ずしも悲観的なものばかりではない。FRBのインフレ対策は痛みを伴うが、パンデミック（世界的大流行）後の経済を決定づける前向きな傾向も生まれつつある。

人手不足が長引けば企業は自動化に力を入れるようになる。過去2年間のこの分野への投資が実を結び、生産性も向上するはずだ。また、安全保障上重要な分野では、米国経済の中国からのデカップリング（分断）が進むだろう。米国に拠点を置く半導体工場や無線によるサプライチェーンに関する研

究など、産業に対する投資が本格化し、長期的トレンドとしての米国の産業政策転換と強化に向けた基盤が整う。

RSM USのチーフエコノミスト、ジョー・ブラスエラス氏は、2023年を「転換の年」と呼ぶ。失業率の上昇による多少の出血は覚悟すべきだが、企業は賢くリスクを取り始める。続いて景気回復・景気拡大のサイクルが始まると言う。

2023年に米国は景気後退入りするというのが大方の見方であり、本誌の調査では9人中7人のエコノミストが景気後退入りをほぼ確実としている（ただしゴールドマン・サックスは反対の立場を示す）。

米国経済の行方を決めるのは消費者だが、今のところ消費に翳り（かげり）は見えない。失業率は低く、賃金は上昇し、中・高所得者層はパンデミック時代の貯蓄をまだ使い切っていない。低所得者層のクレジットカード債務は増加し始めたばかりだ。消費者が持ちこたえる限り、景気は拡大し続ける。ザンディ氏は、「ファンダメンタルズ全体を見渡しても景気は良さそうだ。つまり景気後退はなにか、あっても短期間で終わるだろう」と言う。

もっとも、消費者需要は1年以内に頭打ちになるとする見方が大勢を占めている。シティグループのエコノミストは、2023年前半は堅調な消費が続くと見ているが、ウェルズ・ファーゴのシニアエコノミスト、サラ・ハウス氏は1兆ドルの余剰貯蓄が秋には底をつくと言う。その時点で、高インフレと失業の増加により収入が減り、それに合わせて支出も減る。

ゴールドマン・サックスのエコノミストは、消費需要はより底固く、景気後退の可能性は低いと考えている。しかし、消費者の購買力が尽きた場合は景気後退に陥るとみている。

2023年のインフレ見通しとFRBの対応

平均時給が二つの理由からカギになる。まず、所得が堅調であればあるほど家計は支出を続け、景気後退を食い止めることができるということである。一方、賃金上昇が続けばインフレ率は高止まりし、FRBの対応を催促する結果になるともいえる。ブラスエラス氏は「2023年前半の6カ月は賃金が全てだ」と言う。サービス部門のインフレは2023年の当初数カ月は上昇すると見込まれる。これは、中国がゼロコロナ政策を放棄したことなどによってコモディティー価格が下落し、賃料の下落が政府統計に現れ始めたとしても続くと思われる。

2022年第4四半期はコア・インフレ率がFRBの目標値である2%を大幅に上回り、3%から4%の間で年末を迎えることになりそうである。シティグループのエコノミストは、経済見通しは市場のコンセンサスよりも悪く、FRBが重視するインフレ指標である個人消費支出（PCE）コアデフレーターは12月には4.3%になると見ている。

労働市場のひっ迫が続きインフレ率が上昇すれば、FRBは現在の市場予想よりも長期にわたって金利を高水準に維持せざるを得なくなる。ほとんどのエコノミストは、2023年末のフェデラルファンド（FF）金利は5%を超え、5.25～5.5%と見ている。興味深いのは、本誌が取材したエコノミストが来年中のFRBの利下げはないと見ている点だ。この見解は、景気後退入りすればFRBは政策転換し利下げを実施するという現在の市場予想に反している。しかし、エコノミストは、そうした政策転換が来年中に実現する可能性は低いと警告している。なぜなら、インフレが高止まりする限り、たとえそれが深

刻な経済的損失をもたらすとしても、FRBは政策を緩めることを嫌うと見込まれるからだ。

FRBは、物価上昇の鈍化だけでなく、インフレ率が2%に回帰しつつあることを確信できるまでは、政策転換を踏みとどまるとみられる。プリンシパル・アセット・マネジメントのチーフ・グローバル・ストラテジストであるシーマ・シャー氏と彼のチームは、「1980年代以降で最も積極的な金融引き締めサイクルは、2023年の経済に目に見える痕跡を残すだろう」との見解を先週寄せている。その上で、「残念ながら、景気後退の可能性が高いにもかかわらず、FRBによる救済は望めないだろう」とも言う。

FRBは金利を高め維持することで、ボルカー元FRB議長時代の1970年代と1980年代前半に米国が経験したようなインフレ長期化の回避を図っている。ブラウン大学のシニアフェローでクロール研究所のグローバル・チーフエコノミストのメガン・グリーン氏は、「ボルカー氏の経験から学んだ大きな教訓の一つは、ストップゴー政策では、結局インフレ抑制のために金利をさらに引き上げなければならず、経済にさらなる損失を与える可能性があるということだ」と述べている。

CHIPS法

2023年はFRBのインフレ対策が注目の的となるであろうが、それ以外にもその後の経済を左右するトレンドに注目したい。その一つは現地化、つまりサプライチェーンを米国内または米国に近い場所に再集積し、米国経済の一部を中国から切り離そうとする動きである。バイデン政権は、半導体の国内生産を強化し、人工知能（AI）など新技術の研究開発を加速することを目的に成立させたCHIPS法の実施に取り組むことになる。3000億ドル近い公的資金を投入することで、米国に生産拠点を置くテクノロジー企業の増加に備えて民間資金の取り込みも視野に入る。

CHIPS法は中国の影響力に対抗することに主眼を置いているが、中国政府との緊張の高まりが2023年の経済にも影響を与える可能性がある。グリーン氏は、国家安全保障に不可欠な産業として製薬企業も米国に拠点を置くべきという議論が高まる可能性があると指摘している。米中間の緊張がビジネス環境を冷え込ませ、経済成長の足かせとなるという点は今後の課題の一つといえる。ブルッキングス研究所のシニアフェローで中国専門家のデビッド・ダラー氏は、「大企業のほとんどは中国での事業拡大を計画しているが、不確実性によってその一部はおそらく留保されるだろう」と述べている。

景気後退に入れば大方の企業は支出削減に取り組むと思われるが、一方で生産性向上を模索する企業もあると見込まれる。ブルスエル氏は、「企業はより効率性を高めることに目を向けるだろう。労働力不足に直面しているため、自動化が進み、経済のあらゆる分野で機械学習と人工知能の統合が進むと思われる」と述べている。そうした動きは数年後に大きな成果をもたらす、ディスインフレに繋がるかもしれないが、2023年の経済を救うことにはならない。

By Megan Cassella
(Source: Dow Jones)

5. 債券にとって最悪の年はほぼ終わった

[インカム投資]

Break Out the Bubbly: A Horrible Year for Bonds Is Almost Over.

2023年にはもっと良いリターンが期待できる

2022年は債券市場にとって最悪の年となった



Dreamstime

債券投資家は、今年が終わろうとしている中、いくらか慰めを得られるかもしれない。これ以上悪いことはないだろう。今年には債券市場のほぼ全ての分野で、過去数十年で最も大きな損失が発生した。ブルームバーグ米国総合債券指数は約11%下落した。ここから多少上昇するとしても、1976年の指数開始以来、最悪のパフォーマンスを記録することになりそうだ。

この嵐の襲来を予想できなかったとしても、悲観することはない。多くの債券専門家も予想できなかった。投資会社

PGIMフィクスト・インカムの共同最高投資責任者（CIO）であるグレゴリー・ピーターズ氏は、「自分も含め、市場や市場動向を予測する関係者はインフレの進行と強さを完全に見誤っていたので、米連邦準備制度理事会（FRB）を含め、誰もが不意を突かれた」と言う。

ピーターズ氏によれば、暴落の原因は「明らかに、正真正銘のインフレ」であった。物価は1980年代初頭以降、最も速いペースで上昇し、6月の消費者物価指数（CPI）上昇率は年率9%を超え、1981年後半以降で最高の水準となった。このままではインフレが定着してしまうという見通しから、債券市場に戦慄が走り、FRBはダメージコントロールに躍起になったのだ。

FRBはフェデラルファンド（FF）金利をゼロ付近から直近の水準である4.25～4.5%まで7回にわたって引き上げた。2023年初頭にはさらに数回の利上げを行うことが予想されており、FF金利はピークまたは「ターミナルレート（政策金利の最終到達点）」の水準とされる5.25%程度まで上昇する見込みだ。

金利がこれほど急速に上昇すると、債券の評価は容赦ないことになる。10年物米国債の利回りは、年初の約1.5%から直近では3.65%に上昇した。利回りが上がると債券価格は下がるので、この間に10年債米国債を保有する投資家は約17%の損失を被ったことになる。この大惨事は広範囲に及んでいる。社債とハイイールド債（ジャンク債）も平均でそれぞれ17%と10%の損失を出した。

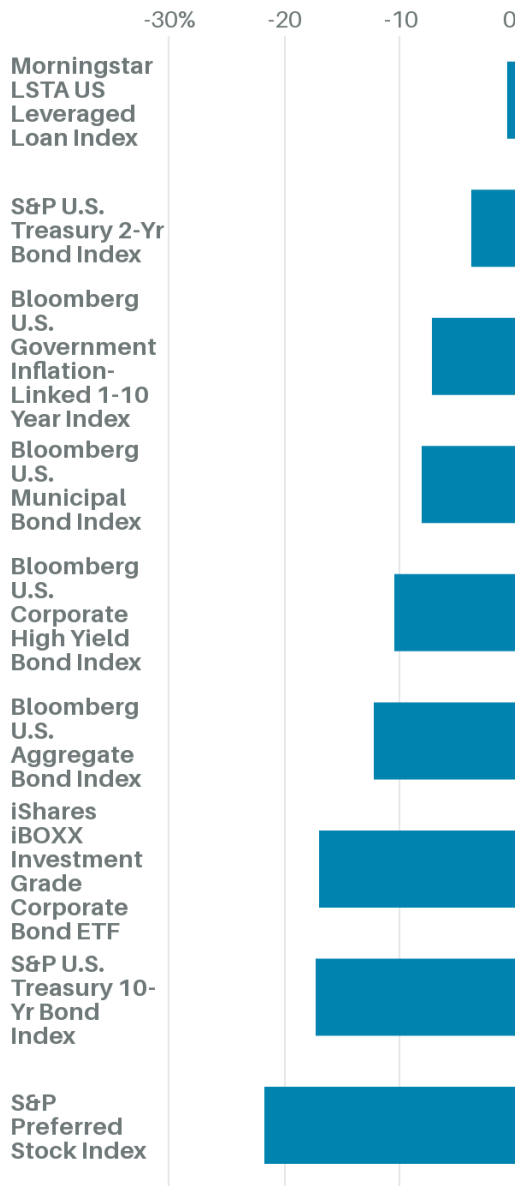
インフレに対するヘッジを目的とするインフレ指数連動国債（TIPS）でさえ、金利の急上昇で苦戦を強いられた。上場投資信託（ETF）のiシェアーズTIPSボンドETF<TIP>は、12月20日までに年初来で11.5%下落した。満期の短い債券を保有するため金利の影響を受けにくいiシェアーズ米国物価連動国債0-5年ETF<STIP>はその間に約3%下落している。

資産運用会社リサーチ・アフィリエイトの最高経営責任者（CEO）兼CIOのクリス・ブライトマン氏は、「今年には、TIPSが本当にインフレヘッジにならなかった」と言う。それ以上に、株式が低迷した年に、債券はダウンサイドプロテクションにはならなかった。S&P500指数は配当込みで約19%下落し、37%下落した2008年以降で最悪の年となる勢いだ。

損切りによる節税機会を得たのが唯一の慰め

No Place to Hide

Major categories of fixed income posted losses in 2022 as the Fed battled inflation with historically sharp rate increases.



Note: data through Dec. 20 except for leveraged loans, which are as of Dec. 19.
Sources: Bloomberg; Morningstar

わずかな慰めは、この下落がもたらす損失によるタックスロス・ハーベスティング（損切りし、損金処理をすることで税負担を軽くする節税手法）の機会だ。債券で損失を出した投資家は、その損失を他の保有銘柄のキャピタルゲインと相殺したり、損失を繰り越して将来の利益を相殺したりすることができる。

CIリージェントアトランティック・プライベート・ウェルスのファイナンシャルアドバイザーであるメリッサ・ワイズ氏は、「通常、債券でタックスロス・ハーベスティングをすることはない。しかし、CIリージェントアトランティック・プライベート・ウェルスは今年、歴史的な量の債券のタックスロス・ハーベスティングを行った」という。

12カ月間という期間で、債券が2桁台のパーセンテージの損失を計上したことはめったにない。ブルームバーグ米国総合債券指数のリターンがマイナスになったのは、2022年以前で言えば、1970年代半ば以降の暦年で4回だけだ。直近でマイナスとなった2021年は2%という小幅な赤字だった。

明るい話題だったのは、変動金利型ローンだ。これは、クーポンが変動する低格付けの証券で、通常クーポンは担保付翌日物調達金利（SOFR）のような短期金利に連動する。この証券は、固定クーポンの債券よりもFRBの利上げをうまく吸収する。モーニングスターLSTA 米国レバレッジド・ローン指数の今年のリターンは、12月19日まででマイナス0.8%だった。

運用資産67億ドルの Eaton Vance Floating Rate Fund A (EVBLX) のようなファンドは、利払いを含めてマイナス2.7%と比較的良好なパフォーマンスを示した。ポートフォリオ・マネージャーの一人であるアンドリュー・スヴィーン氏は、この債券はデュレーションが

短い、すなわち金利感応度が低いことと、機関投資家からの需要が安定していることが好調の要因であるとしている。

2023年は短期投資で実質リターンを狙う

これからどうなるのか。金利の動向を正確に予測することはできないが、現金及び現金同等物を保有することがこれほど良いことは、ここ数年なかったと言える。

2年物米国債の利回りは、2022年初頭の0.8%から、直近では4.2%になっている。バンクレートの主任金融アナリストであるグレッグ・マクブリッジ氏によると、米国内で利用可能なマネー・マーケット・ファンド（MMF）口座と貯蓄口座の最高利回りは現在4.35%で、1月の0.55%から上昇している。米連邦預金保険公社（FDIC）保証の預金証書（CD）も魅力的だが、消費者は短い期間にこだわるべきだろう。最も利回りの高い1年物のCDは4.86%で、1月の0.67%から大幅に上昇している。しかし、5年物のCDは4.6%にすぎない。

クレーン・データ&マネー・ファンド・インテリジェンスのピーター・クレーン社長は、証券会社で購入できるMMFの利回りは3.9%で、FRBの0.5%の利上げがファンドに反映されれば4%を超える可能性があり、「数日以内に利回りは4%に達するだろう」と予測する。

確かに、物価の上昇のペースがもう少し速いことを考慮すると、4%ではまだ、インフレ調整後の「実質」リターンはプラスにはならない。しかし、債券利回りは現在、インフレ率と均衡に近づいている可能性があり、2023年にインフレが緩和し続ければ、わずかながらプラスの実質リターンを得られるかもしれない。

ピーターズ氏は、「債券市場は、超低金利と極めてタイトなスプレッドという状況だったことを思えば、今ははるかに魅力的だ」と言う。しかし、今のところ、投資家が感謝できることは一つしかない。債券市場にとって数十年で最悪の年は、ほぼ終わったということだ。

By Lawrence C. Strauss
(Source: Dow Jones)

6. 経済指標は強弱入りまじり、2023年に向かって不透明な状況が続く Stocks Limp Toward 2023 as the Data Show Few Signs of a Clear Direction 年末相場が堅調でも本格的な上昇に至る道筋は険しい

[米国株式市場]

強気派には厳しい状況



Yuki Iwamura/Getty Images

先週の株式市場はクリスマス前の薄商いの中、相反する経済指標に翻弄され、足踏み状態となった。投資家は2023年の見通しに混乱したままだ。

良いニュースも悪いニュースも、悪いニュースとして解釈されがちな状況となっている。ヤルデニ・リサーチの社長であるエドワード・ヤルデニ氏は、「強気派は勝てない。経済指標が強過ぎれば、米連邦準備制度理事会（FRB）は景気後退が起こるまで引き締めるしかない」と解釈され、弱い経済指標であれば、不況がより早く来ると解釈される」

と22日に書いた。

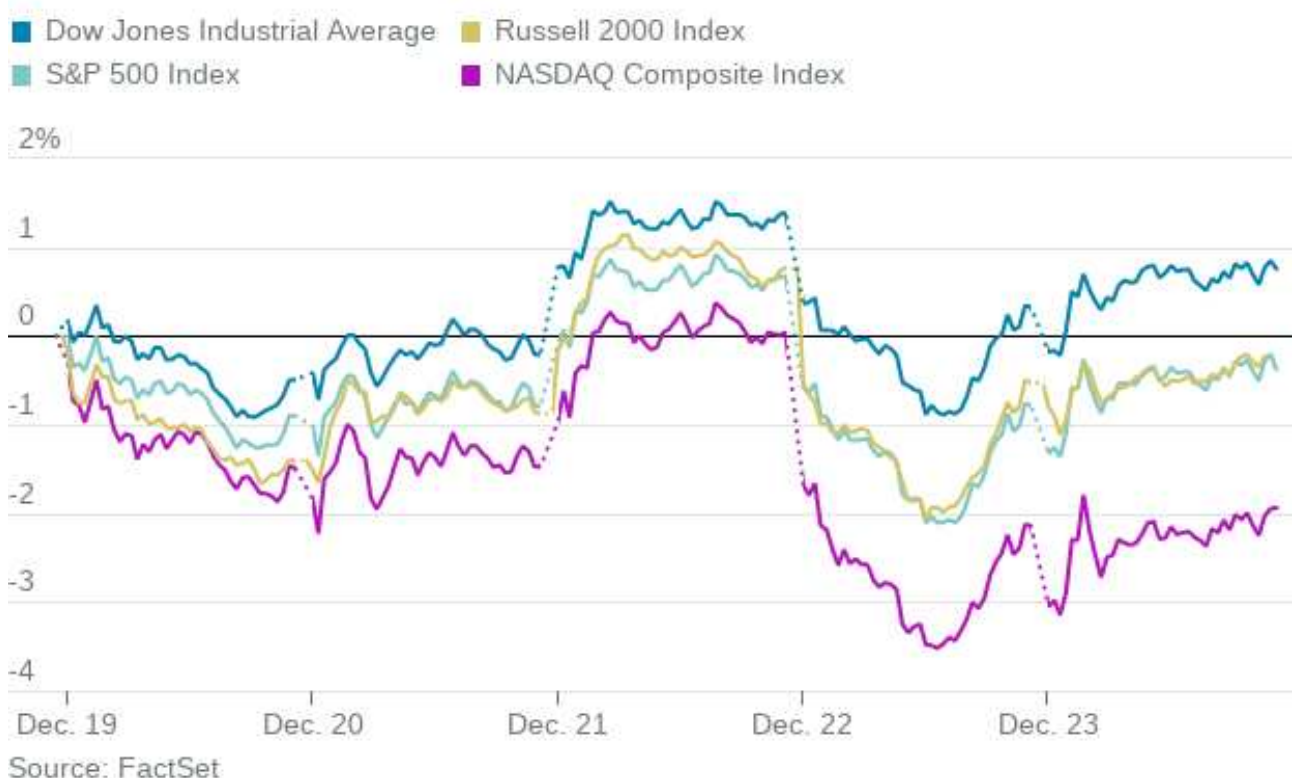
先週の主要株価指数をみると、S&P500指数は0.2%下落して3844.82となり、ダウ工業株30種平均は0.9%高の3万3203ドル93セントで引けた。ナスダック総合指数は1.9%安の1万497.86となり、小型株のラッセル2000指数は0.1%安の1760.93で週末を迎えた。その他の市場では債券の利回りが上昇し、原油価格は急騰し、米ドルが上昇した。

日々の取引には不透明感が反映されていた。週明けの株式市場は米国経済の悪化懸念から売られたが、21日には堅調な消費者信頼感指数と、スポーツ用品のナイキ<NKE>と運輸大手のフェデックス<FDX>が予想を上回る業績を発表しことを受けて大きく上昇した。22日は労働市場の強さを示す指標を受けて再び急落した。23日に発表された個人所得や個人消費支出ではインフレの減速が示された一方、ホリデーシーズン開始時点の個人消費が予想より弱いことが示された。

強気派にとって勝利への道は険しい。インフレ率はFRB高官の予想を上回るペースで低下する必要があるが、そうなればFRBからのタカ派的なメッセージが和らぎ、2023年後半に利上げが実施される確率が低くなるかもしれない。同時に、経済データの減速は、低下ではなく、あくまで減速である必要がある。これは、エコノミストが期待している伝説的なソフトランディング・シナリオだ。

■ プット・コール・レシオ

Market Snapshot



今のところ、経済指標が全体として一方向に傾いているわけではなく、起こりうる結果の幅も広い。その結果、投資家は保険のためのコストを負担している。1990年代半ばまで遡ることができるシカゴ・オプション取引所（CBOE）のプットとコールの建玉の比率は、21日に株価の下落で価値が上昇するプットがコールの2倍以上となり、過去最高を記録した。

これは表向き、投資家が来るべき市場の下落を懸念しているサインだ。しかしビズポーク・インベストメント・グループのアナリストによると、歴史的にプット・コール・レシオの上昇は短期的には逆張り指標であり、プット・コール・レシオがこの水準に近づいた場合、翌月のS&P500指数は、平均して1%以上のリターンを記録しているという。

■ 年末は上昇する傾向が強い

クリスマス休暇で営業日が少ない今週は、株式投資家にとっては良い週となる傾向がある。ダウ・ジョーンズ・マーケット・データによると、S&P500指数は94年の歴史の中で73%の確率でクリスマスから大晦日の間に上昇しており、リターンの中央値は0.7%だった。そうであれば、現在19.3%となっているS&P500指数の2022年の下落率は縮まる可能性がある。

投資家に有利な歴史的傾向はもう一つある。同様にダウ・ジョーンズ・マーケット・データによると、S&P500指数が暦年で20%以上の下落となった場合、その翌年は3分の2の確率で上昇している。その後の12カ月間の上昇率の中央値は24.3%だ。

ソフトランディングが実現すれば、そのようなリターンになる可能性はある。しかし、その道筋が明らかになるまでには、もう少しの時間と値動きが必要だろう。

それでは良い年末年始の休暇を。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

7. 2022年の勝者、敗者および教訓 Winners, Losers, and Lessons From 2022 推奨銘柄の総括

[米国株式市場]

■ 2022年を振り返って



Justin Sullivan/Getty Images

2022年は多くの市場にとって屈辱的だった。過去10年間に圧倒的な人気を誇ったグロース株は人気を失った。エネルギー・セクター以外に、勝者はほとんどいなかった。米連邦準備制度理事会（FRB）と海外の中央銀行がインフレ対策として金利を引き上げたために、債券価格は一様に下落した。

銘柄選択は本誌のDNAの一部で、本誌は2022年に最善の努力を払った。その勝者と敗者の両方から学ぶべき教訓がある。

成績優秀銘柄

パフォーマンスが最も良かったのは、携帯電話会社のTモバイルUS<TMUS>で、S&P500指数の20%近い下落に対して株価は21%上昇した。TモバイルUSは高速大容量規格「5G」の時代に米国の携帯電話サービスでシェアを拡大しており、多額の費用を要したスプリントとの統合作業も終盤に差し掛かっている。スプリントとの統合は、携帯電話サービス用無線周波数帯のうらやむべきポートフォリオをもたらし、ネットワークと顧客基盤を拡大させた。2022年に事業面および財務面の恩恵が生じ始めており、自社株買いが年終盤に拡大した。今後数年間でさらなる自社株買いが予定されている。

エネルギー会社のチェサピーク・エナジー<CHK>は2021年終盤の選好銘柄で、2022年のパフォーマンスはさらに良好だった。トータルリターンは64%で市場を大きく上回り、エネルギー・セクターの平均を約10%ポイント上回った。破綻後のバランスシート健全化と、販売する天然ガス価格の急上昇の恩恵を受けた。

2月にボストン・ビール<SAM>を取り上げた。当時、ハードセルツァー（アルコール飲料の一種）ブームの崩壊でハードルが低下し、ディスカウント状態のバリュエーションが魅力的と主張した。筆者は先走り過ぎたようで、予想が完全にリセットされて業績予想が底打ちするまで、それから3カ月が必要だった。株価は夏場から約20%急上昇したが、筆者が取り上げてからS&P500指数に対して約7%ポイントのアンダーパフォームとなっている。

9月には、鉱業のニューモント<NEM>を選んだ。株価動向は金価格と乖離していて、米ドルの平均回帰や、地政学および経済的な動揺の可能性に対するヘッジになるように見えた。配当利回りは5.2%で、状況が好転するまでの余裕を投資家に与えた。筆者が取り上げて以来のリターンは約15%で、対するS&P500指数は2%下落だった。

筆者は2022年終盤にクオリティ銘柄に目を転じ、株価指数の下落につれて株価が不当にも下落し、魅力的な買い場を提供する銘柄を模索した。

その中には、クレジットカード会社のビザ<V>が含まれていた。秋時点のバリュエーションは数年来の最低水準だった。株価は、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の間にデジタル決済の急成長が株価を押し上げる前の2020年1月の水準へ戻っていた。インフレの影響を受けない事業、規模の経済、高い競争優位性、高い利益率を備えるビザは、明らかにクオリティ株だ。キャッシュフローは潤沢で、負債はなく、予見可能な将来にわたって売上高と利益は2桁台の成長が期待できる。株価は10月終盤に筆者が取り上げてから市場並みのパフォーマンスとなっており、まだ投資価値はある。

より最近の選択銘柄として、携帯電話基地局の不動産投資信託（REIT）大手のアメリカン・タワー<AMT>、クラウン・キャッスル<CCI>およびSBAコミュニケーションズ<SBAC>がある。それらの企業は携帯電話サービス会社のベライゾン・コミュニケーションズ<VZ>、AT&T<T>およびTモバイルUSなどに設備をリースする。設備は必要不可欠で、往々にして毎年の賃料引き上げを含む長期契約でリースされている。その結果が高い利益率を伴う経常的な売り上げで、将来に対する明確な見通しも提供する。3社のバリュエーションはビザ同様に、ファンダメンタルズの悪化によって正当化される以上のディスカウントとなっている。

不振銘柄

一方で敗者は、FRBの利上げ前の2022年初頭に選んだ小型グロース株だ。FRBと戦うべきではない、というのが教訓だ。

住宅サービス運営会社のアンジー<ANGI>の株価は、1月に取り上げて以来73%暴落している。アンジーの事業内容は広告販売から、住宅所有者と住宅サービス業者を結び付けるマーケットプレイスの運営へと変化している。消費者が住宅サービス業者を予約できるアプリの今後は有望だ。2022年の売上高は2桁台で増加するペースだったが、アンジーの収益性が高かった試しはなく、事業内容の長期にわたる移行はフリーキャッシュフローを侵食した。米国の住宅市場に関するエクスポージャーもあり、2022年終盤にはアンジーの保有を望む投資家はいなかった。

テクノロジー系持ち株会社のスターリー・グループ・ホールディングス<STRY>は、家庭にインターネット接続を提供するスタートアップで、特別買収目的会社（SPAC）との合併を通じて2022年に上場した。筆者は上場直後に注目した。スターリーが家庭に提供する無線インターネットの速度は競合する最速の有線ブロードバンド・サービスに匹敵し、アンテナを屋上に設置するだけで済むために住居にケーブルを引き込むよりも安価だ。とはいえ、収入を得る前に顧客向けにネットワークを構築するための多額の先行投資を必要とする。

スターリーは、そのネットワークがカバーするビルでは、3~4四半期で黒字になるとしている。また、第3四半期末の顧客数は前年同期比66%増加した。しかしSPACとの合併で、バランスシートに残った現金は、1年間の事業遂行分に過ぎない。そのため増資が必要だが、FRBが資金調達を非常に難しくした。

株価はきりもみ状態になった。成長して株価の価値を高めるためには増資が必要だが、現在のような株価水準で新株を発行すれば、既存株主の持ち分を大幅に低下させてしまう。スターリーの株価が下落すれば下落するほど、さらなる株価下落が正当化されることになった。

株価はペニーストックの領域に沈んでおり、ニューヨーク証券取引所が最近、スターリーに上場廃止のリスクがあると警告した結果、株価はさらに下落した。経営陣は、増資の選択肢を引き続き模索していると述べている。スターリーの次のチャプター（章）に、一般投資家は関与しないかもしれない。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

8. 割安銘柄？でも株価は長年上がらず

[投資戦略]

Cheap? Maybe. But These Stocks Have Been Dead Money for Decades

安らかに眠れ

チーズケーキ・ファクトリーは成長を止めるべき？



Maddie Meyer/Getty Images

JPモルガンのアナリスト、ジョン・アイバンコー氏はレストランのチーズケーキ・ファクトリー<CAKE>が「同じことを繰り返している」ようだ。最近のレストラン業界見通しレポートに書いたが、これは褒め言葉ではない。株式分割調整後の株価は2004年と同じ水準だ。

なぜ長年上がらないのか？最初に思い浮かぶのは、巨大で高カロリーのメニューを求めてモールに行くのはもう長いこと流行りではなくなったということだ。しかしそうではなく、売上高はパンデミック（世界的大流行）から回復して

おり、テイクアウトやデザート注文が多い。店舗の平均年間売上高は1000万ドルを超え、同業のオリーブ・ガーデンの2倍だ。

一つの問題は単に株価が割高過ぎたことだ。時価総額を年間売上高で割った株価売上高倍率は今は0.5倍だが、2004年には3倍を超えていた。また、5年ほど前から成長率と利益率が低下し始めた。レストラン業界全体が過剰出店だったが、パンデミック前から店舗を閉鎖し始め、ここ数年閉鎖が加速している。大手チェーンは小規模の企業よりも物価高や労働者不足に対応しやすい。ここからどうなるかは意見が分かれる。

チーズケーキ・ファクトリーは拡大を再開し、2019年に買収したレストランチェーンに注力している。その一つはノース・イタリアで、現在の31店舗が長期的に200店舗程度に拡大するポテンシャルがあると経営陣は語る。

もう一つはフォックス・レストラン・コンセプトで、さまざまなブランドを抱えて育てる役割を果たす。チーズケーキ・ファクトリーは利益率の今後の急速な改善を予想するが、JPモルガンのアイバンコー氏はよりゆるやかな成長を予想する。

アイバンコー氏は来年までに年間フリーキャッシュフローが1億2500万ドルを超えると予想しており、利回りは7.7%となる。しかし、アイバンコー氏は成長計画の撤回を望んでおり、撤回されればフリーキャッシュフローは2億3500万ドル、利回りは14.4%となる。いずれにしても、3.4%の配当利回りがある。アナリストは全般にあまり強気ではないが、景気後退の可能性が高まっており、仕方がない。

そこで株価が何十年も上がっていない他の銘柄について考え、経営陣が方針を変えているかどうかを確認してみた。その一つはダイエット食品会社のWWインターナショナル<WW>で、4年前に社名変えるまではウェイト・ウォッチャーズだった。過去20年間にS&P500指数は533%上昇したが、WW株は92%下落した。ダイエットビジネスを手掛ける上場企業として、富と肥満に満ちた国にいて過去最

大級の上昇相場でこんなパフォーマンスしか出せないのであれば、社名をより分かりにくくすることに意味があるとは思えない。

■ ハーレーは若者ライダーを獲得できるか？

大型バイクメーカーのハーレーダビッドソン<HOG>は例としてもっと分かりやすい。過去20年間で株価は年率0.6%下落、配当込みでは1.4%上昇だ。問題はシンプルで、10年前よりバイクの売上げが落ちている。ベビーブーマー世代はバイクに乗るには年を取り過ぎてきている。そしてミレニアル世代やZ世代はハーレーの1万9000ドルもするロードキングではなく、安い街向けのeバイクを好む。実際は違うかもしれないが、少なくともそう感じられる。

ハーレーはガソリンバイクはまだ成長市場であり、ライダー数は差し引きで増加していると語る。今年ハーレーが発表した計画では、より低価格のスポーツバイクで若いライダーを獲得し、eバイクへの進出を進め、アパレルのライセンス事業を拡大してライダー以外からの売上げを拡大するとしている。株価収益率（PER）は9倍と低いが、カバーするアナリストの3分の1しか買い推奨していない。そして今年S&P500指数を28%ポイントもアウトパフォームしており、反発は既に終わったかもしれない。

■ マテルは知的財産権で成長を図る

玩具メーカーのマテル<MAT>もハーレー同様に10年前より売上高が減少している。過去20年間の株価パフォーマンスも同様に配当抜きではマイナス、配当込みでは若干のプラスだ。業界全体のおもちゃの需要は、昨年コロナ対策の給付金と巣ごもり需要で急増した。市場調査会社のフリードニア・グループは、2026年まで市場は若干の縮小が続くと予想している。

小売りデータを提供するグループのNPDによると、「キッドルト（「キッズ（子供）」と「アダルト（大人）」を組み合わせた造語）」が過去2年間の世界のおもちゃ市場の最大のけん引役だった。「キッドルト」は大人や10代でボードゲーム、パズル、組み立てセット、収集用のアクションフィギュアを好む。マテルはこのトレンドを捉えて高価格のミニカー、カードゲームや、ヒーマン（米国のヒーロー漫画の登場人物）の新しいフィギュアを「長年のファンと新世代の子供のために」提供している。

マテルは4年前にショービジネスの経験を持つ最高経営責任者（CEO）を招いた。マテルは自社が持つ知的財産権からの売上げを増やすと投資家に強調している。

今年、マテルのモンスターハイ人形は動画配信サービスのパラマウントプラスで映画となり、ケーブルテレビチャンネルのニコロデオンでシリーズ番組となった。来年はバービー人形の新しい映画があり、ネットフリックス<NFLX>とのバービー関連番組の契約がある。マテルは他社の消費者向け商品と自社のおもちゃブランドのタイアップが少な過ぎるとしており、対策としてウォルト・ディズニー<DIS>で娯楽関連の消費者向け商品の責任者を務めた人物を最近採用した。

マテルの今年の予想利益に対するPERは12倍で、売上高は2024年まで年率4~5%で伸びると予想されており、市場は圧倒的に強気だ。今年の株価パフォーマンスは市場全体をやや下回っている。最近の負債比率の改善を考えると、社債は投資適格に格上げされそうだ。物流コストは大幅に下落してお

り、来年前半に新契約を結ぶ際にプラスとなるだろう。

久しくうだつの上がない銘柄から一つ選ぶならマテルだろうが、選ぶ必要はなく、安らかに眠ってもらうのが一番だろう。

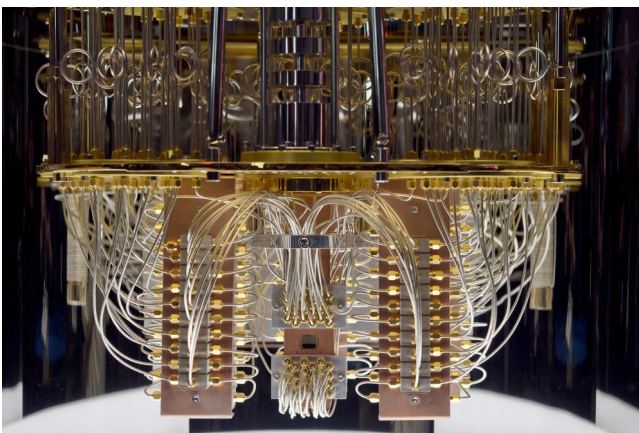
By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

9. 2022年のハイテク株を振り返る

[ハイテク]

Most Tech Stocks Had a Miserable Year. Not IBM.
株価が軒並み下落する中での例外とは？

ハイテク株が低迷した理由



Dreamstime

2022年はハイテク株投資家にとって、悪くなる可能性のあることは全てその通りに進んだ年だった。だが実のところ、投資家はそうなることを予見していたはずだ。

恐らく、ハイテク株のバリュエーションの反転時期はとっくに来ていたのだ。ナスダック総合指数は2019年に35%、2020年に43%、2021年に21%上昇した。この3年間の上昇率は136%で、インターネットバブルの急激な膨張によって440%上昇した1990年代最後の5年間以来の変動率となった。

ハイテク株は2021年11月にピークを付けた。その後、米連邦準備制度理事会（FRB）による大規模な金融緩和の時代が終わり、インフレと戦うために利上げが実施される可能性が高いことに投資家が気づき始める中、反落が始まった。FRBと財務省は2008年の金融危機を受けて金融・財政緩和モードに移行し、市場に資金をあふれさせ、最終的にはミーム（はやり）株、特別買収目的会社（SPAC）、暗号通貨などの投機バブルを引き起こしていた。ところが2022年に入ると、ついに「大いなる下げ相場」が始まった。

振り返ると、サトリ・ファンドのポートフォリオマネジャー、ダン・ナイルズ氏は2021年後半、筆者に「テクノロジー業界にとって厳しい年になるだろう」と指摘していた。ほぼ同じ時期、ループベンチャーズのマネージングパートナーであるダグ・クリントン氏は「利上げを前に慎重姿勢を維持する」と述べていた。

FRBは2022年に7回、合計4.25%の利上げを実施した。高成長で低収益のハイテク企業にとって高金利はたいへい悪い方向に作用する。高金利にドルの高騰、部品不足、消費者需要の軟化、高インフレ、景気後退の懸念が相まって、ハイテク株にとって悲惨な年のお膳立てが出来上がった。

■ 筆者の銘柄選択の当たりと外れ

筆者の2022年の銘柄選択の結果はまだら模様だ。最も良かったのは、IBM<IBM>に関する強気シナリオを提示した2021年11月のカバーストーリーだ。この記事ではIBMを「ハイテク株最大の掘り出し物の一つ」に挙げ、最高経営責任者（CEO）であるアービンド・クリシュナ氏が同社を好転させるために立てた計画について詳述した。IBMの株価は年初来で6%近く上昇し、配当利回りは5%近くで、トータルリターンは11%弱とかなり良好だ。

2021年2月の記事で筆者はオラクル<ORCL>への強気の見方を提示し、事業のクラウドへの移行は投資家の認識よりも多くの成功を収めていると主張した。株価は2021年に上昇したが、投資家がヘルスケア情報システムプロバイダーであるサーナーの280億ドルでの買収に伴うリスクを懸念したため、2022年初めに急落した。しかし10月17日付の記事で筆者は強気な見方を提示し、オラクルの株価が再び割安になっていると指摘した。その後株価は約26%上昇している。

7月25日付のカバーストーリーでは、アマゾン・ドット・コム<AMZN>のクラウドコンピューティング事業であるアマゾン・ウェブ・サービス（AWS）の見通しに焦点を当て、株価が2倍か3倍になる可能性があるとしたが、この予想は今のところ外れている。同社の株価はこの記事を掲載して以降、約30%下落している。その理由は、使用量に応じて課金するビジネスモデルと幅広い顧客基盤を持つAWSの成長がここ数四半期は市場の予想を上回るペースで鈍化している上に、個人消費の弱さが中核の電子商取引事業に打撃を与えているからだ。いずれの理由も予見されるべきだった。

予想がよりの中したという観点からは、4月のカバーストーリーで取り上げたメタ<META>（旧フェイスブック）に関する筆者の弱気な見方を挙げたい。この記事では同社の広告事業の問題点と動画共有アプリTikTok（ティックトック）の脅威について詳述し、メタバースからの見返りは「何年も先」のようにみえると書いた。この記事が掲載されて以降、株価は36%下落しており、割安な水準にあるが、筆者はメタが依然として根本的な問題を抱えているとみており、メタバースへの投資が報われるかについては懐疑的だ。ただし、議会がTikTokの使用を禁止した場合、メタ株式に短期的な恩恵をもたらす可能性はある。

最後に、筆者の予想が当たったその他の例を挙げたい。筆者は7月の記事で中国株を物色するよう提案し、その後10月に中国株は底打ちした。5月30日付けの記事でクラウドベースのデータ分析会社であるスノーフレック<SNOW>に前向きな見方を提示し、その後筆者はしくじったと思い込んでいたが、株価は最近になってアウトパフォームしている。記事掲載以降の株価上昇率は9%で、大半の株価が下落した今年は「買い」に値する。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

Meme Token Dogecoin Edges Past Coinbase. It's Been That Kind of Year.

ミームトークンのドージコインが時価総額でコインベースを抜く。

2022年の仮想通貨を象徴する出来事

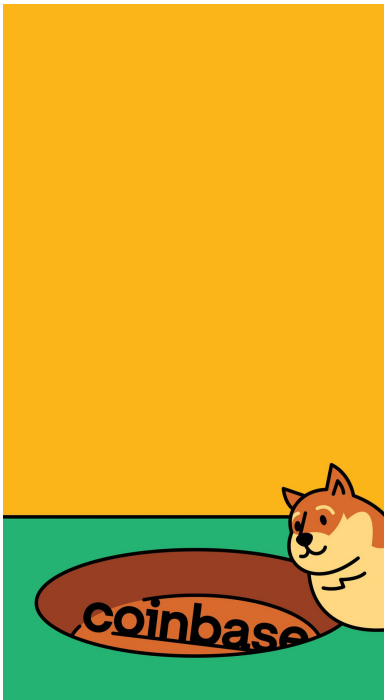


Illustration by Elias Stein

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>が2021年に株式公開した際の評価額は850億ドルだった。だが2022年は、米国に拠点を置く暗号資産（仮想通貨）ブローカーにとっては素晴らしい年とはならなかった。利上げはリスク資産、つまり仮想通貨に関連するあらゆる事業を直撃し、暗号資産の交換業大手FTX トレーディングやステーブルコインのテラUSD、高利回りの暗号資産貸し付け大手ブロックファイ、同じくセルシウス・ネットワークなどが破綻した。コインベースの株価は12月19日時点で最安値を記録し、年初来では86%した。コインマーケットキャップのデータによると、コインベースの時価総額は81億ドルである。

危険信号が灯るのはそれだけではない。2026年に満期を迎えるコインベースの社債は先日、ディストレスト債のレベルとなった。利回りは20%で、額面1ドルあたり50セントで取引されている。

イーロン・マスク氏のミーム（オンライン上のジョーク）を起源としてジョークトークンと呼ばれ、いまだにマスク氏の言動で価値が変動するドージコイン<DOGEUSD>の価格は年初来で57%下落し

たが（最大の仮想通貨であるビットコイン<BTCUSD>は年初来65%下落の約1万7000ドル）、上昇傾向にあり、12月20日時点の時価総額は99億ドルで、コインベースを上回った。

これは何を意味するのか？投資家は、今年の売上高が30億ドルの米国最大の仮想通貨取引所コインベースよりもミームトークンに信頼を置いているように見える。コインベースが、例えば預かり金の利息や個人投資家へ新たな手数料を課すなどして収益源を多様化できる可能性があるのに対し、個人投資家の多くは仮想通貨の混乱が広がるにつれて逃げてしまった。さらにFTXなどが破綻したことで、コインベースやバイナンスを含むあらゆるプラットフォームへの信頼が低下している。

もちろん、ドージコイン対コインベースという図式は純粋に象徴的なものである。この二つは全く別物だ。ドージコインは完全に投機手段だ。一方コインベースは厳しい暗号資産の冬の時代を生き抜こうとしている。

今週の予定

12月26日（月）

- ・ 株式・債券市場はクリスマス休暇のため休場。

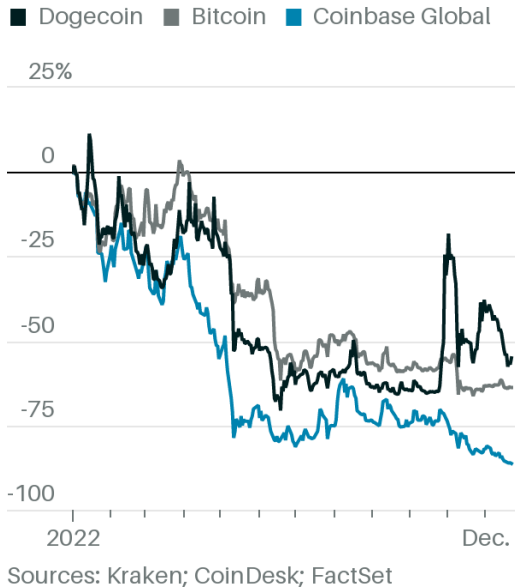
12月27日（火）

- ・ 米連邦住宅金融庁（FHFA）が10月の住宅価格指数を発表。コンセンサス予想は前月から0.7%低下

The Great Contraction

Both crypto stocks and tokens have seen their valuations dramatically fall throughout the year.

Dogecoin, Bitcoin, and Coinbase Global by Market Cap, 2022 Year to Date



(9月は同0.1%の上昇)。

- ・ S&Pコアロジックが、10月のS&Pケース・シラー住宅価格指数を発表。コンセンサス予想は前年同月比8.2%上昇（9月は10.6%上昇）。住宅価格の上昇率は2022年3月に統計開始以来最高の20.8%を記録したが、その後は住宅ローンの金利上昇やそれに続く住宅販売市場の冷え込みで減速している。S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスでマネージング・ディレクターを務めるクレイグ・ラザーラは、9月の同指数に関して「ここ数ヶ月の指数をみると、住宅価格は全米で短期的には低下、中期的には減速していることが分かる」とコメントしている。上昇率が最も高かったのは南東部（+20.8%）と南部（+19.9%）であり、北東部、中西部、西部の上昇率の2倍以上となっている。
- ・ ダラス連銀が12月のテキサス州製造業景況指数を発表。エコノミスト予想はマイナス10.5と、11月から約4ポイント改善。同指数は7カ月連続でマイナスを記録しており、同地域の製造業セクターが低迷していることを示している。

12月28日（水）

- ・ 全米不動産業者協会（NAR）が11月の中古住宅販売保留指数を発表。予想は前月からマイナス3.8%（10月はマイナス4.6%）。

同指数はここ5カ月連続でマイナス、過去12カ月のうちでは11カ月でマイナスを記録する。NARのチーフエコノミスト、ローレンス・ユン氏は、金利上昇と住宅価格高騰により、住宅市場の低迷は特に西部地区で顕著だと述べる。

- ・ 12月の米リッチモンド連銀製造業景況指数発表。予想はマイナス8.5で、11月とほぼ同じ。ダラス、カンザスシティ、ニューヨーク、フィラデルフィア、バージニア州リッチモンド5つの地区連銀の製造業景況指数すべてが、当該地区の製造業の収縮を示している。

12月29日（木）

- ・ 米労働省は12月24日までの週の新規失業保険申請件数を発表。12月の週平均申請件数は22万件と、10月、11月とほぼ同水準。約50年ぶりの最低水準を記録した3月よりは高いが、過去平均と比べると低水準。労働市場の逼迫は続いており、米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げによる労働市場と賃金上昇は、米連邦公開市場委員会（FOMC）が期待する水準にはまだ至っていないことを示している。

12月30日（金）

- ・ 米サプライ管理協会（ISM）が12月のシカゴ購買部協会景況指数（シカゴPMI）を発表。コンセンサス予想は43と11月から約6ポイント上昇。2020年の新型コロナウイルスの世界的大流行（パンデミック）を除けば、11月の37.2は2008～2009年の世界金融危機以来最低となった。

By Jack Denton
(Source: Dow Jones)

『バロンズ・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。

『バロンズ・ダイジェスト』 2022/12/25

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、米バロンズ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