



INVESTMENTS

2023年のメガトレンド

(リ)グローバル化ゼーション

世界経済と地政学の将来の状況を予測するには、現在のトレンドからの推測だけでは不十分である



「21世紀においては、
国家が単独で国民のため
に強力かつ持続可能な
経済を創造することは
不可能である」

ジャネット・イエレン
米財務長官

今日、誰もが脱グローバルゼーションについて話題にしているが、それには理由がある。数十年にわたって世界貿易量が増大し、国家間の障壁が低下してきた今、政治的・経済的な連結性の一時的な停止、あるいは巻き戻しが、産業の発展、インフレのダイナミズム、そして今後の世界経済の進路を支える原動力となりそう

だ。
さらに脱グローバルゼーションと安全保障ニーズの拡大を伴う近年起きた一連の出来事がこれに拍車をかけた。新型コロナによるパンデミック、ロシアのウクライナ侵攻、米中間の競争、気候変動の認識などにより、グローバルゼーションによるコスト削減や効率化というこれまでの世界経済モデルが、もはや各国の最重要課題（安全保障と資源へのアクセス）の解決策ではなくなっていることが浮き彫りにされたのだ。

脱グローバルゼーションの支持者たちは、新しい政治的・経済的世界秩序が現在はっきりと目に映っている秩序とはまったく異なるものになるだろうと述べている。

そう、彼らは正しい。米国主導の経済・金融システムは、今後も困難に立ち向かわなければならないだろう。資源の不足は、今後も政府や民間部門の競争にとって重要な課題となる。

そして、各国の協力傾向が弱まり、希少資源をめぐる競争が激化する世界では、紛争が起こる可能性はますます高まるかもしれない。

しかし話はそれだけにとどまらない。「効率よりも自立へ」という移行に突き進むうちに、実は「脱グローバルゼーション」という言葉は、複雑な経済トレンドの核心をまったく掘り下げていないということに私たちは気づいた。**そこで私たちは、世界で最もセンシティブな3つのサプライチェーン（テクノロジー、エネルギー、グローバル金融システムへのアクセス）に注目した。その結果、脱グローバルゼーションとは最終目標ではなく、無条件反射のようなものであることが見えてきた。むしろ、以下で示す各国の「内向き志向」を阻む障害にぶつかることにより逆に、「リグローバルゼーション」が起こる可能性が高い。**

脱グローバルゼーションへの障害



テクノロジー

いかなる国であっても、半導体生産を自給自足することは、非現実的で不可能に近い目標である。



エネルギー

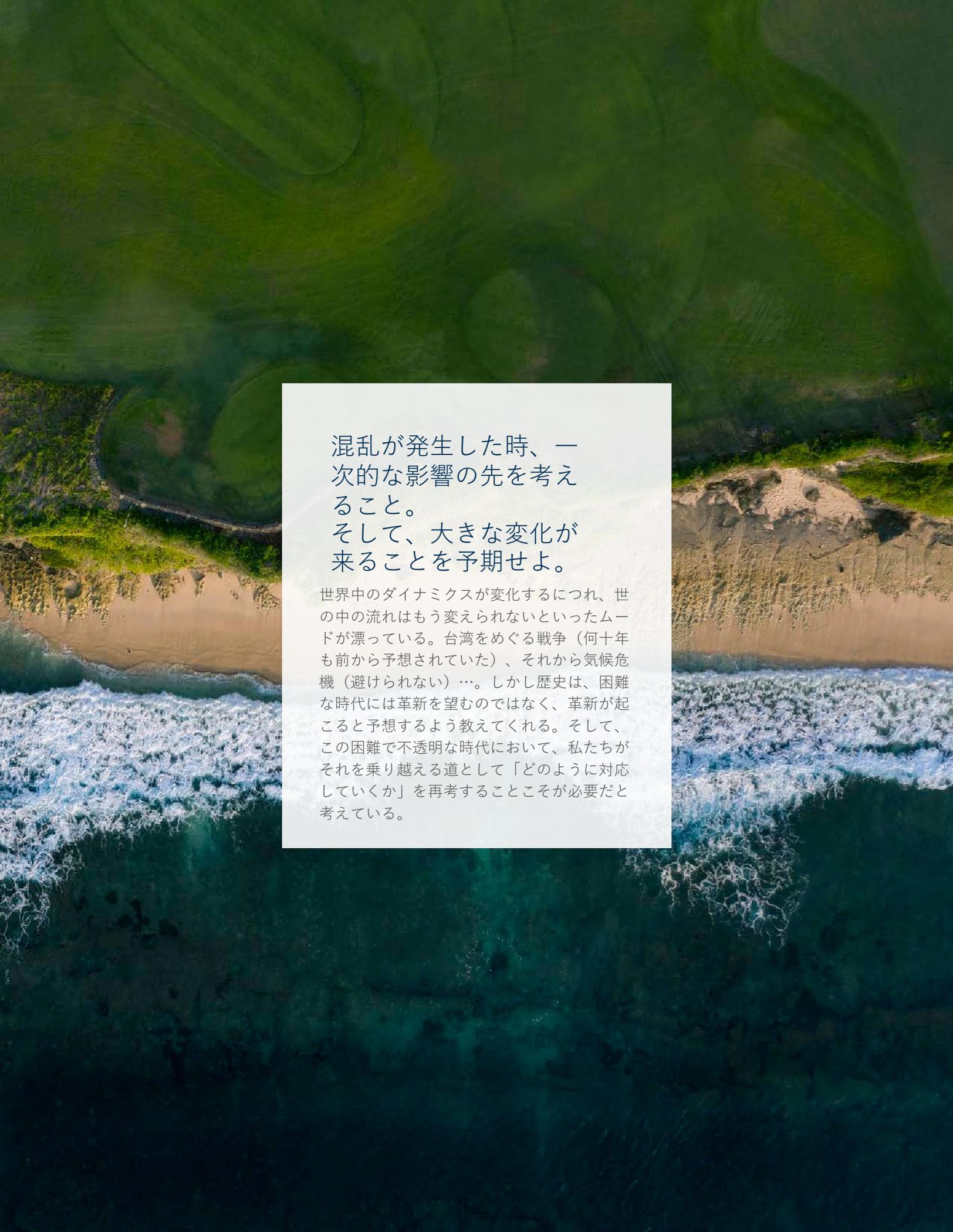
現状では、現在の技術でグリーンエネルギーへの移行を達成するための原材料が地球上には十分ない。



金融

脱ドル化は地政学的変化だけでなく、技術革新によっても加速する。

この報告書で述べるようなさまざまな理由により、真の脱グローバルゼーションはあり得ないという私たちの指摘が正しいのであれば、できることはたくさんある。どのような政治的、経済的、金融的再構築および革新を行えば、世界で最も重要で最もセンシティブなサプライチェーンの移行に対処できるのだろうか？

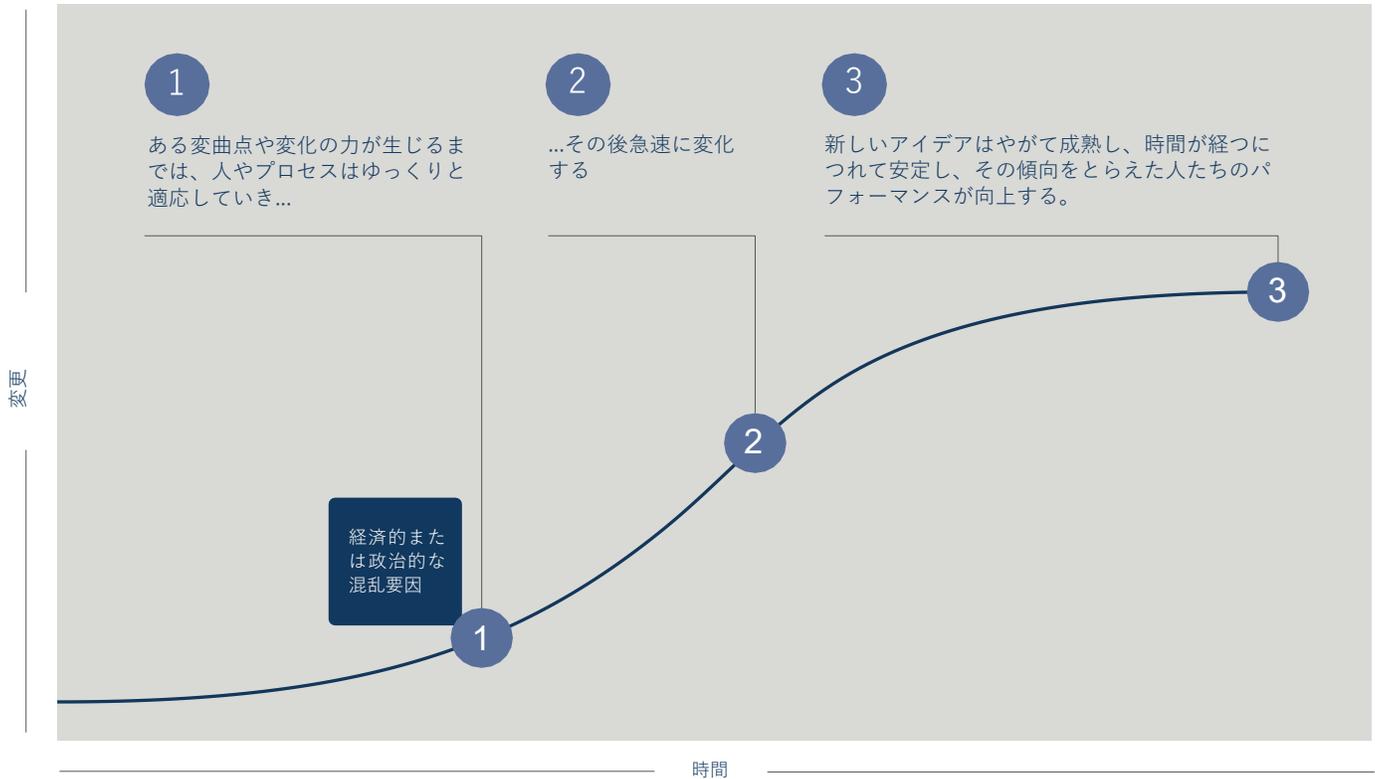


混乱が発生した時、一
次的な影響の先を考
えること。
そして、大きな変化が
来ることを予期せよ。

世界中のダイナミクスが変化するにつれ、世の中の流れはもう変えられないといったムードが漂っている。台湾をめぐる戦争（何十年も前から予想されていた）、それから気候危機（避けられない）…。しかし歴史は、困難な時代には革新を望むのではなく、革新が起こると予想するよう教えてくれる。そして、この困難で不透明な時代において、私たちがそれを乗り越える道として「どのように対応していくか」を再考することこそが必要だと考えている。

ビジネスやテクノロジーの世界には、「S字カーブ」と呼ばれる概念がある。ある変曲点や変化の力が生じるまでは、人やプロセスはゆっくりと適応していき、その後急速に変化するという考え方だ。新しいアイデアはやがて成熟し、時間が経つにつれて安定し、その傾向をとらえた人たちのパフォーマンスが向上する。

革新のS字カーブ



出典：New York Life Investments Multi-Asset Solutions, 2023（説明目的のみに使用）

確かに世界経済は変化しているが、私たちは、それがネガティブなものに偏っているという意見については異議を唱えたい。チャンスはいたるところにある。そして、技術、エネルギー、金融といった国益に不可欠な能力において、いつ・どこで・どのような形で、生産とプロセスに激震が起こるかを想像的かつ現実的に考えることが重要だ。新しい世界秩序は、現在の投資思考が導き出すものとはだいぶ異なる形態になるだろう。

投資家にとって一番重要なメッセージは、「脱グローバル化や多極化に関する議論の先に目を向けること」だ。そうしないと、メガトレンドの投資可能性の要素を見逃してしまう。この記事では、リグローバル化が将来の投資機会をどのように形成するかを探っていききたい。



(リ)ネゴシエーティング テクノロジーに係る 協力関係の再交渉

「戦略がなければ、実行は無目的になる。
実行がなければ、戦略は無駄になる」

モリス・チャン
TSMC創業者、CEO（再任）、前会長



半導体生産の自給自足は、どの国にとっても非現実的かつ不可能に近い。したがって、各国が技術面で協力するかどうかではなく、どのように協力するかが重要。

セクター

- ・テクノロジー：極めて細分化されたサプライチェーン

ショック

- ・新型コロナによるパンデミックが半導体セクターの集中化リスクを露呈

反応

- 技術的な自給自足

制限事項

- ・コスト高
- ・極端に複雑なサプライチェーン

必要な革新

- ・サプライチェーンの一部における規模の経済と独占に基づく政治・経済協力

近年、多くの人々が米中間の衝突は避けられないと見てきた。国家は常に経済的影響力をめぐって競争しており、その競争は歴史的に政治的・経済的進歩の重要な原動力となってきた。そういう意味において、中国の急速な発展（規模においても、何百万人もの国民の貧困削減においても）およびその代替的な経済システムは、米国の覇権に対する脅威として仕立て上げられてきた。人権侵害、貿易慣行、技術移転をめぐる公的な論争が増えているため、この変化は世界経済にとってマイナスであるかのような感覚が強まっている。

新型コロナのパンデミックにより、サプライチェーンが脆弱であることが明らかになり、このダイナミズムはよりグローバルに拡大していった。さらに問題なのは、この感覚が潜在的な敵対勢力によってコントロールされていたことだ。この脆弱性は米国や中国以外にも及んでいるが（世界的に見ても、ワクチンの60%はインドで製造されており、使い捨て手袋の75%はマレーシアで製造されている）、半導体サプライチェーンの集中化（世界のコンピューター・チップの60%が台湾で製造されている）は、中でも最も戦略的問題であると言える。

半導体と、半導体を利用したテクノロジーは、新しい経済における競争力（さらには生き残り）の鍵である。私たちが知っているこの世界は、台湾セミコンダクター・マニュファクチャリング社（TSMC）なしでは機能しえないだろう。

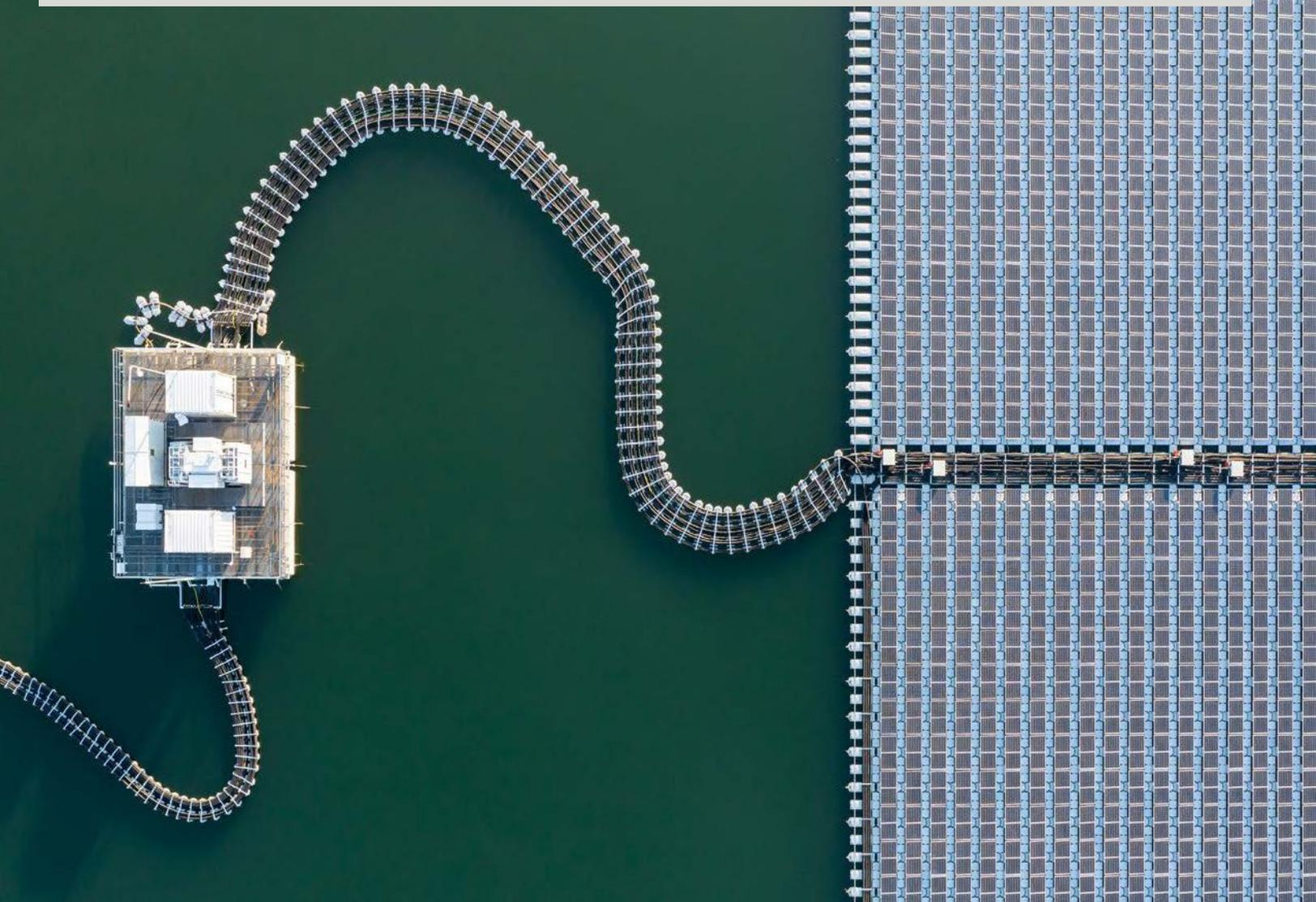
何しろ同社は半導体製造の50%以上、高性能処理能力の90%以上を生産しているのだから。これらのチップは、自動車から冷蔵庫、ChatGPTに至るまで、あらゆるものを動かしている。そしてもうひとつの半導体大国である韓国も、単なる台湾のバックアップ的存在ではない。韓国はメモリーチップに、台湾はロジックチップに特化しており、その生産プロセスに互換性はない。

台湾における出来事は世界中を自国の脆弱性に目を向けさせることとなり、自給自足に向けた競争（あるいは、少なくともバックアップ計画を確立するための競争）が始まっている。今のところ、米国で2,800億ドル、欧州で470億ドル、韓国で4,220億ドル、日本で68億ドルの支出援助で、中国では14億ドルが提示されている。

しかしこの支出の大半は、TSMCに海外での自社生産能力を拡大するよう奨励したり（米国）、TSMCのプロセスの一部を模倣したり（中国）、またはTSMCをサポートするサプライチェーンの一部を構築すること（欧州）に集中している。

しかし問題がある…

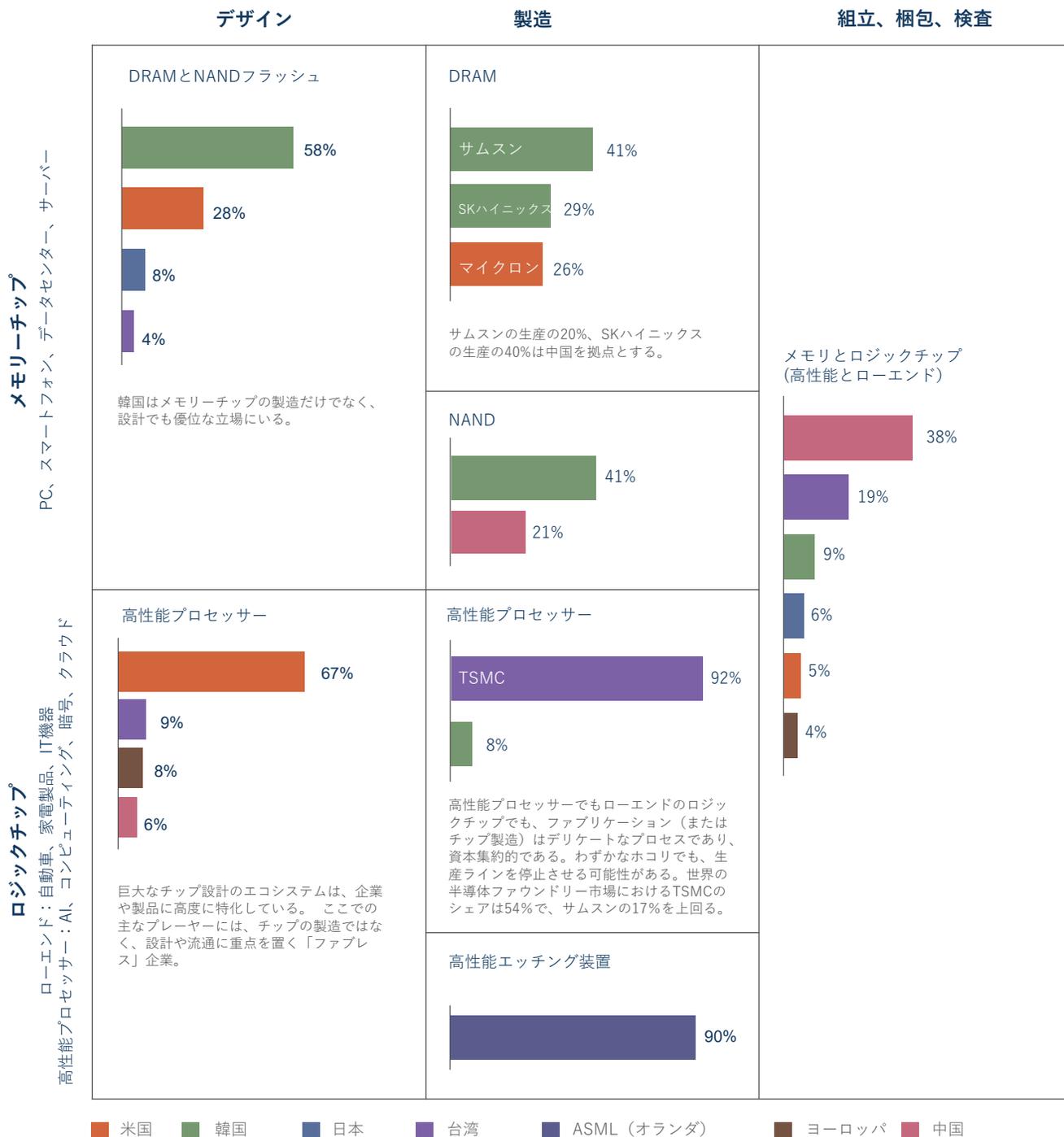
半導体生産の自給自足は、どの国にとっても非現実的なゴールである



その理由は、半導体業界の構造を調べればわかる。半導体製造はおそらく世界で最もデリケートなプロセスであるだけでなく、様々な部品を扱う各々の独占企業が深く根付いていることもそのひとつだ。各々が非常に専門的な分野であることから、台湾や韓国でさえ、技術生産で自給自足しているわけではない。

世界の半導体産業：断片化された製造の物語

半導体サプライチェーンの主要コンポーネントにおける主要国と主要企業のシェア。



出典：New York Life Investments Multi-Asset Solutions, Semiconductor Industry Association, Bloomberg Finance LP, Boston Consulting Group, Statista, Seeking Alpha, Time, Visual Capitalist, Nikkei, Business Korea. データは2020年から2022年までの範囲(2023年4月に入手)。TSMC：台湾セミコンダクター・マニュファクチャリング社 ASML：アドバンスド・セミコンダクター・マテリアルズ・リソグラフィ社 (リソグラフィとは光を使ったシリコンウェーハのエッチング)。SMIC：中芯国際集成回路製造社。

前ページの図で明らかのように、「技術的な自給自足」はただ単に拠点を自国に戻すリショアリングを指すものではないし、また、そうであるわけがない。これは、「脱グローバルイゼーション」と一言で言えるほど単純な話ではなく、複雑で高度な技術的プロセスを見直し、強化することを意味する。では、技術革新がその答えなのだろうか？答えはイエスだ。しかし、ハイテク企業が、あの驚くほどの中した「ムーアの法則」を越えなければならないという意味ではない。技術分野で必要な真のイノベーションとは、むしろ国際協力や貿易関係といった政治的なものであるだろう。

真の技術自給は不可能だとすると、問題は、各国が技術面で協力するかどうかではなく、どのように協力するかが重要である。その点では、アメリカ、アジア、ヨーロッパが投資している数十億ドルは決して無駄になってはいない。各国が一部の技術生産を国内に持ってくる余地は十分にある。ある意味では、今日の極度に集中しているが細分化されているサプライチェーンを多様化することにもなるが、同時に新たな専門性領域が発生し、将来の貿易紛争を引き起こす可能性もある。

技術面で内向きになることは、貿易摩擦を悪化させるのか？

米国の政策は、これらの領域がどのようなものになるかについて、すでに判断をくだしている可能性がある。2019年、米国は政策的に劇的な動きを見せた。TSMCやその他多くの企業に対する影響力を用いて、ファーウェイを皮切りに多くの中国企業への販売を停止した。中国国内のチップ製造業界は、既存の生産能力（ローエンドのロジックチップ）でほぼ立ち往生することになった。

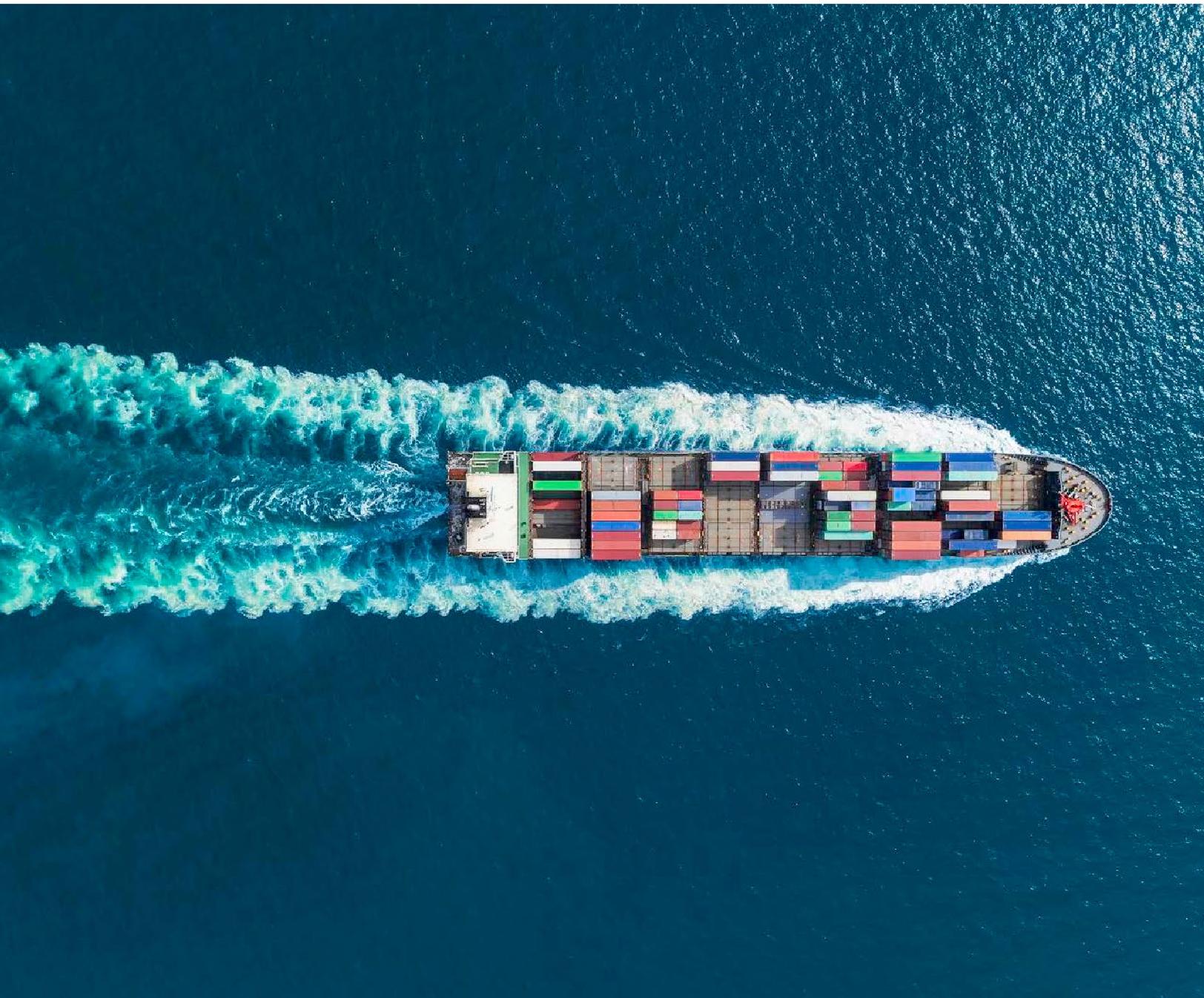
この政策が撤回されないと仮定すると、すでに分断化されているハイテクサプライチェーンをさらに分断させ、協力がますます必要になる一方で、各国の関係がかえって陰悪なものになるかもしれない。中国は、その規模の大きさを活かして、大量生産可能な低価格なロジックチップ市場を独占する可能性がある。TSMCと米国の注力分野は高性能プロセッサであり（TSMCのアリゾナ新工場は4nmと3nmのチップを製造）、これはAIと量子コンピューティングにおいてリーダーシップを取るには幸先の良いスタートである。しかし、米国は中国半導体市場を孤立化させた場合の結果をもっと警戒すべきだ。というのも、結果自分の首を絞めることになりかねないからだ。ローエンド（低価格）のチップは、おそらく日常生活においては、自動車、家電製品、個人用デバイスに使われる高性能プロセッサよりも、より重要または、同じくらい重要である。メモリーチップの方では、韓国の大企業サムスンが、2大顧客である中国とアメリカのどちらかを選ぶことはなさそうだ。また、レバレッジについても忘れてはならない。中国は世界のシリコン生産量の約70%を占め、エネルギーや工業生産に使用される重要な原材料の世界的な加工大国である。私たちが期待する結末は、大国間の技術領域における再交渉である。

中国は「ムーアの法則」に追いつくことができるのか？

チップが小さければ小さいほど、その処理能力は高くなる。「ムーアの法則」とは、マイクロチップ上のトランジスタ数が2年ごとに倍増するというもので、ハイテク・ハードウェア業界ではおなじみの法則だ。中国の半導体大手SMICは主に14nmチップを生産しており、14nm用の機械を使って7nmチップに移行するのに2年かかった。しかし、この進歩のペースを維持するには大きな障壁がある。TSMC（ひいては米国）は、5nmと3nmのチップ生産に注力しているが、これには中国が入手しにくい機械や生産設備が必要だ。例えば2023年3月、日本は米国の政策目標に従って、23種類のチップ製造ツールの輸出を制限すると発表した。¹

真の技術自給とは、いかなる国も自国だけでは達成できない目標であり、サプライ・チェーン全体にわたる貿易と協力のための包括的戦略が求められる。これらの戦略が国際的なものであることに変わりはない。そのためには、主要チップ生産国間の構造的な相互依存関係を見据えながら、各国が技術競争へのアプローチを見直す必要がある。もちろん、これには天文学的なコスト予想される。技術革新のスピードと効率が重要視される業界では、各国は設備投資ニーズだけでなく、ハイテク企業の国際競争力も考慮しなければならない。

半導体のサプライチェーンそのものの価値が大きいゆえに、このプロセスは引き続き進化し変化し続ける可能性が高い。確かに、これらのインプットをめぐる対立は投資家に大きな影響を与えるだろう。各国がその脅威を回避し、あるいは乗り越えようとするときに起こるイノベーションは、さらにインパクトがあるのかもしれない。



(リ)ジェネレーティング エネルギー供給 の再構築

「生き残るのは最も強い種でも最も知的な種でもない。
変化に最も適応できる種である」

チャールズ・ダーウィン
イギリスの博物学者、地質学者、生物学者



グリーンエネルギーへの移行は言うに及ばず、エネルギーの安全保障は、政治的プロセスと資源へのアクセスにおいて意味のある変化が必須。

セクター

- ・エネルギー：再生不可能な資源については数カ国に依存

ショック

- ・気候変動の影響拡大
- ・ロシアがウクライナに侵攻

反応

- ・エネルギーの自立
- ・グリーン・トランジション

制限事項

- ・欧州より米国の方が達成しやすい
- ・グリーン能力への投資に対して、政治的意志が欠如
- ・必要な天然資源と材料

必要な革新

- ・従来型能力とグリーン能力の両方における、より効率的なエネルギー生産と貯蔵
- ・政治的賛同

何世紀もの間、列車の動力を何にするべきかをめぐって戦争が繰り広げられてきたことから分かるように、エネルギー供給に関する議論は今に始まったことではない。しかし、さまざまな事柄が進展したことで、エネルギーへのアクセス（およびその代替案）をめぐる安全保障の構築が急務となっている。ロシアのウクライナ侵攻は、世界経済が依然としてエネルギーサプライチェーンに左右されていることを浮き彫りにした。そして気候変動の影響に対する懸念により、石油輸出国が焦点なのではなく、ブラウンエネルギーとグリーンエネルギーの近代的な組み合わせが焦点となっている。

現在の技術を持ってエネルギー転換を達成するには、現在の原材料生産では不十分かもしれないのが現状だ。 エネルギーへのアクセスは、ほぼすべての国の国益にとって重要であり、リグロバライゼーションの主要な推進力であると考えるのはこのためである。

どの国にとってもエネルギーが重要なのは同じだが、エネルギーサプライチェーンへのアクセス、それに対する世論、そしてイノベーションは各種多様である。

注目すべきは、炭素の輸入国と輸出国に分断されたグローバルなエネルギー供給チェーンに何十年も投資した（そして、それを中心に発展させてきた）にも関わらず、まもなくエネルギーアクセスについて完全に見直されるようになる点だ。今後数十年の世界的なニーズを満たすためにも、エネルギー供給チェーンに関わるプロセス、およびエネルギー供給チェーンへのインプットのどちらにおいても、革新は不可欠だ。世界経済は、そのアイデアを推進する国、企業、発想を中心に、各国において再編成されるかもしれない。

資源における革新：エネルギーのS字カーブを昇る

ショックを受けるかもしれないが、現在の技術では、グリーンエネルギーへの移行を達成するのに十分な原材料が地球上に存在しない可能性がある。供給の絶対レベルが十分だとしても、多くの制約が残る（重要な鉱物の生産が特定の国に集中していること、これらのコモディティの発見から生産までのリードタイムが平均17年であること、供給寿命を最大限にするためのリサイクル能力が現在不足していること）。

中国は原材料の供給と加工能力においては他国を大きく引き離しており、他国のエネルギー自給の目標を阻む可能性がある。そして、他国はその可能性に気づきつつある。2023年1月に米国は、コンゴ民主共和国（DRC）およびザンビアと、採掘から組み立てまでの完全なリチウムイオン電池サプライチェーンの構築を支援するための共同契約を締結した。ⁱⁱ 米国と欧州も鉱産物協定を交渉しているところだ。ⁱⁱⁱ しかし、鉱物の「軍拡競争」が世界中を発展途上国の奥深くへといざなうにせよ、月までへと導くにせよ、各国政府はエネルギー供給チェーンにおける搾取、強制労働、児童労働、腐敗の現実といった問題の重荷をますます負わされることになる。

中国は素材をめぐる長期戦に突入

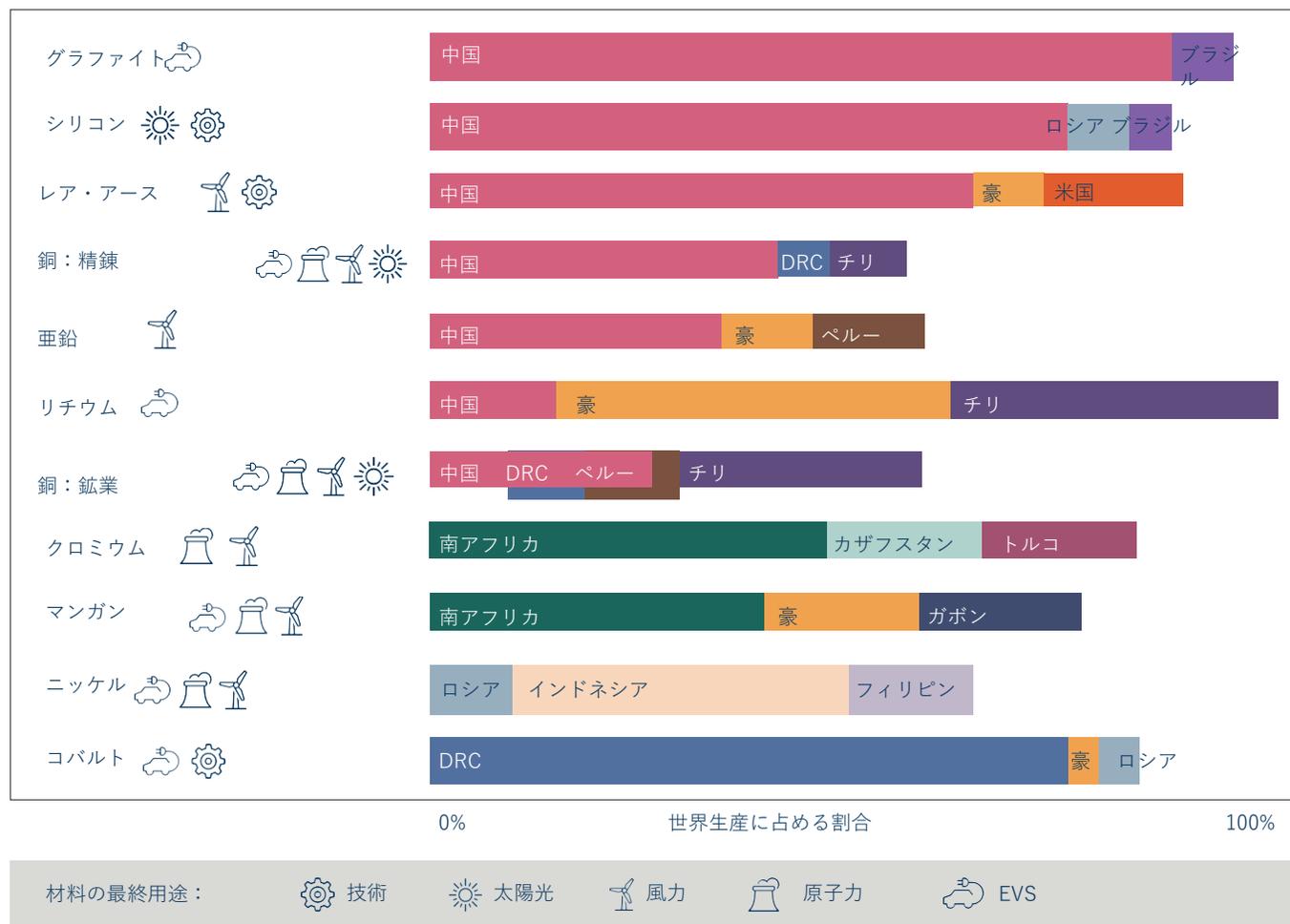
中国は、金、レアアース、亜鉛、鉛の世界最大の生産者であり、国内の生産能力が不足している重要な鉱物の採掘と土地資産をラテンアメリカとアフリカ全域で手に入れている。しかし、このモデルは多くの人的犠牲を伴う可能性がある。例えば、中国の鉱山会社チナルコが2012年に採掘を開始したペルーのトロモチョ山では、年間20億ドル（約2,000億円）の銅生産量のために住民が退去させられた。

また中国は自国を、加工能力をも一体化させた世界の原材料市場としての地位へ作り上げようとしている。中国は世界のレアアースの85%を加工し（生産量は約60%）、世界のリチウムイオン電池の75%を生産し、世界中の銅精錬を独占している唯一の国である。^{iv}



重要鉱物：各国は、エネルギー転換を実現するために、原材料への依存という問題に取り組まなければならない

再生可能エネルギー能力に使用される厳選された重要鉱物のトップ生産者



出典：New York Life Investments Multi-Asset Solutions, U.S. Geological Survey, International Energy Agency. (2021年時点のデータ)。DRC: コンゴ民主共和国

幸いなことに、重要鉱物をめぐる争いは好循環をもたらすかもしれない。厳選されたインプットの不足と法外に高い価格設定は、必然的にイノベーションをうまく誘発する可能性がある（ジョン・ヒックスによって1932年に提唱された仮説）。より安く、よりクリーンで、よりスケラブルなエネルギー源を見つけるというたゆまぬ探求もさることながら、リチウムイオンバッテリーをさらに革新し、蓄電力を強化し、電気自動車を増産するためにも鉱物への依存度を低減することが強く求められている。

また、原子力エネルギーの供給、生産、廃棄プロセス全体にわたって技術革新が不可欠であると、私たちは考えている。放射性廃棄物をどこでどのように処分するかという問題や、原子力生産の増大が核兵器拡散を助長する可能性などの理由から

特にヨーロッパや日本では、原子力エネルギーは物議を醸している。こういった懸念は、この分野における包括的な技術革新の機会をもたらしている。原子力に対する世界のアプローチは30年以上も前のものであり、多くの指標から見ても時代遅れである。原子力の供給チェーン全体を革新するには、ウランの調達から事故防止、廃棄物処理に至るまで、あらゆる要素が考慮される可能性があり、また考慮されるべきである。またそうすることで、現在ロシアは新型の高度な原子炉で使用する燃料を独占しているが、各国はロシアの独占から完全に脱却し、多様化することができるかもしれない。

なぜロシアは原子力分野においてこれほど優位なのか？

西側の対ロ制裁の例外であるロスアトム社を紹介しよう。この国営大企業はウランを処理可能な5つの組織（他の4つはアメリカ、カナダ、フランス、中国）のうちの1社であり、世界的にも原子力発電所建設の主導的立場を持つ。2021年には、米国と欧州の原子力発電所に使用されるウランをそれぞれ14%、20%供給した。また、米国の濃縮ウラン需要の28%を占めている。原材料については、ロスアトムが権益を握っており、2021年、カザフスタンは世界のウランのほぼ半分を生産している。

この分野でロシアの支配が絶対である理由は、HALEUと呼ばれる高純度・低濃縮ウランである。これは旧世代の原子炉に必要なウランよりも濃縮度が高い。HALEUを商用販売しているサプライヤーはロスアトムだけであり、そのためロスアトムはアメリカからもヨーロッパからも制裁を受けていない。

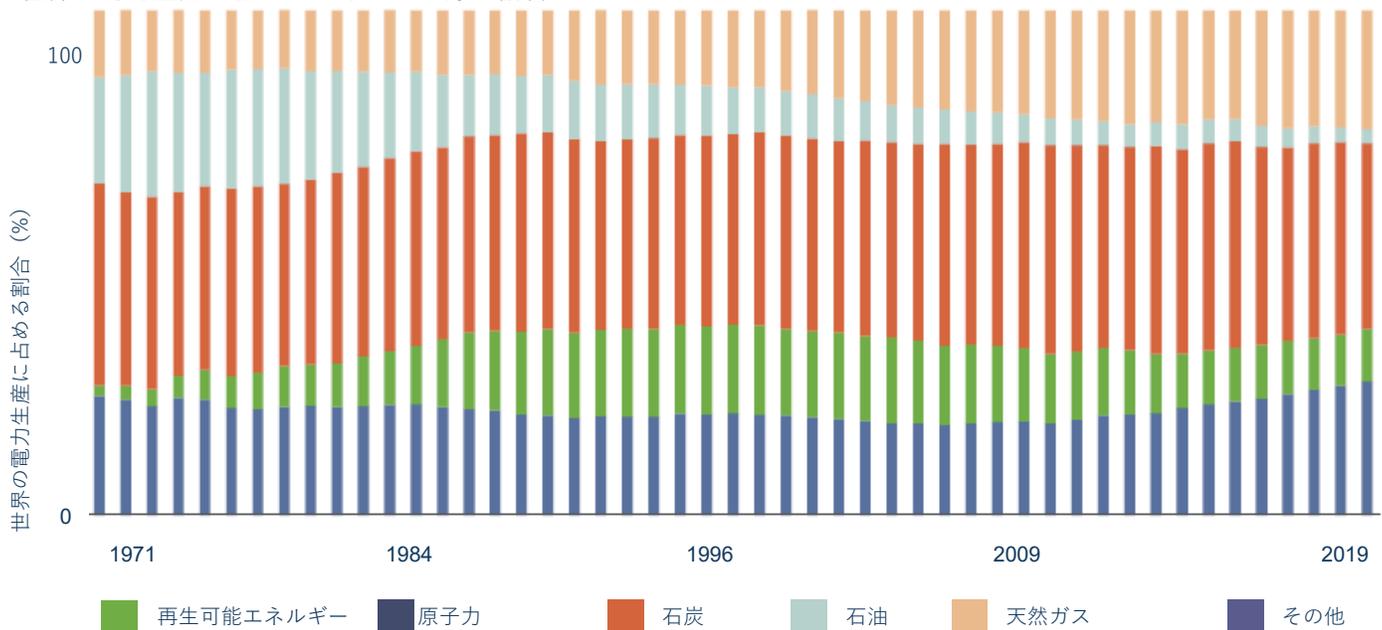
しかし、アメリカは独自のサプライチェーンを構築しようと躍起になっている。

この依存から脱却するには、ウランのサプライチェーン、より新しい原子炉の設計、あるいは欧米とロシアの関係のいずれかに革新がなければならない。

では革新的な技術によって、原子力発電の利用をめぐる論争の主な領域を緩和できるという考えを念頭に、エネルギーの自給自足と「グリーンへの移行」を実現するために、原子力発電が果たす本質的な役割を探ってみよう。私たちが述べてきた技術革新とは、単に新たな原子力発電容量を追加するためだけのものではなく、現存する世界最大の再生可能エネルギー資源を安全に維持するためのものであることに留意してほしい。米国、欧州、ロシアにおける原子力施設の平均的な建設年数は35～40年であり、標準的な原子力発電所の寿命は、40年前後のライセンス更新を経て50～80年である。原子力発電所が廃止され、代替されないまま「原子力の縮小」が進むにつれ、世界の発電量に占める原子力の割合は1990年代の18%から2018年には10%にまで低下し、これは他の再生可能エネルギー容量の増加分を相殺しても余りある数字となった。^{vi}

原子力発電の減少幅が、再生可能エネルギーの増加を相殺しても余りある

世界の電力生産に占めるエネルギー源の割合



2019年現在、世界の電力生産に占める再生可能エネルギー＋原子力の割合は、1990年代よりも減少

出典：IEA (2019), Nuclear Power in a Clean Energy System, IEA, Paris <https://www.iea.org/reports/nuclear-power-in-a-clean-energy-system>, License: CC BY 4.0

進みゆく革新： 政治的気概と官民パー トナーシップ

もし各国が、費用対効果の高い安全なエネルギーの確保に向けて有意義な措置を講じることができれば、何の問題もないように思える。では、なぜそうならないのか？

答えは、政治的な意志と関係しているからである（国内外を問わず）。エネルギー安全保障の目標を達成するには、堅実かつ献身的なリーダーシップが特に重要である。というのも、大規模な支出、世論に対する微妙な教育、国際協力が必要であるからだ。

私たちはパンデミックの際に、真の緊急事態の場合、先進国だけでなく、多くの新興市場も、資金は問題にならないことを学んだ。しかしその背景をもってしても、マッキンゼーがよく引用する「2050年までの世界の年間追加支出額において、エネルギー転換には3.5兆ドル^{vii}もの費用がかかる」という試算には、驚かされる。米国防総省の2023年度予算が2兆ドル^{viii}であることを考えれば、この投資を先進国市場で分担することは可能だと思われる。しかし、世界各国のニーズをこの方程式に加味すれば、各国がこの支出に同意することは難しいだろう。

投資家は、絶えず変化する規制のダイナミクスに適応する必要がある。

これは政治的な意志とは関連があるものの、真のエネルギー転換を政府と民間セクターの間でどのように調整し、実行に移すかという問題はまったく別物である。政府による投資はもちろんエネルギー転換の原動力ではあるが、民間部門もエネルギー転換の実行と投資において重要な役割を担っている。この役割は文化によって異なる。例えばヨーロッパでは、エネルギー政策における多大な政府の役割はすでに受け入れられている。一方、米国や世界的な調整というレベルでは、このような政治的介入は反対される場合が多い。

民間部門の次のアクションは？

世界の海運業界は革新的で、具体的かつ機敏な規制監督の必要性を訴えているというのは良い一例である。2020年、国際海事機関（IMO）は、船舶の排気ガスに含まれる硫黄の排出量を削減するよう船会社に義務づける規制により、港湾都市における大気汚染を77%削減することを目指した。この規制に対応する方法は2つあった。まず、硫黄含有率の低い燃料を購入すること

- これは最大50%割高である- あるいは「スクラバー」を設置し、大気中の汚染を海に転嫁させることだ。2021年現在、約4300隻のスクラバー搭載船舶が毎年10ギガトンもの廃水を海洋に放出している。^{ix}

このように投資家は、企業に対する規制ムードが変化し、より厳しくなることを念頭に入れる必要がある。政府は、エネルギー産業への支出や投資、減税、さらには雇用奨励金などで企業にインセンティブを与えることもできる。より懲罰的な措置としては、規制だけでなく、エネルギーインフラ部品の輸出禁止、インプット要件、罰金などが挙げられる（カーボンクレジット制度と連動して、クリーンエネルギーや国内エネルギーの目標を達成していない企業には罰則が科される可能性もある）。企業部門がコスト上昇とそれが国際競争力にどのような影響を与えるかに注目している一方、規制当局と企業との間では堂々巡りの議論が繰り返されるだろう。

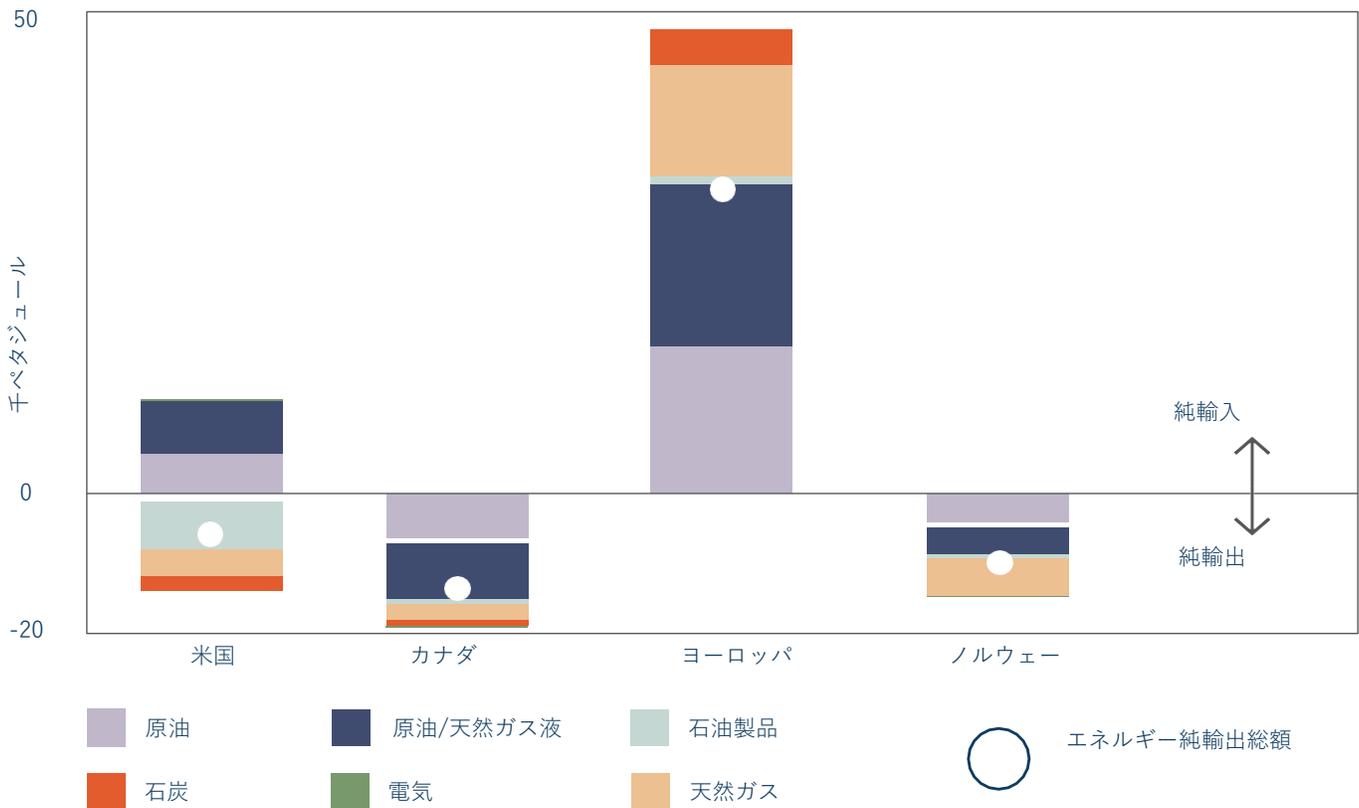


スタート地点も違えばゴール地点も違う。

エネルギー・セクターの移行が進むにつれ（各国がより安全で環境に優しいアクセスを求めるにつれ）、世界の政治構造も同様に移行する可能性が高い。例えば、よりエネルギーの独立性に近づいている数か国は、他の国々を置き去りにする危険性がある。米国、カナダ、ノルウェーなどは、エネルギー自給を達成しつつあるが、国内需給のギャップを埋めるために輸入を続けており、そのギャップはしばしば地域的、季節的、あるいは気象現象によるものであり、掘削や加工作業への影響を左右する。ヨーロッパ、日本、韓国を含む他の国々では、従来型のエネルギー資源と処理能力が乏しいため、その道のりははるかに長い。

米国は欧州と比べるとエネルギー自給を達成しつつあるが、純輸出の背後には原油製品の大幅な輸入需要が隠れている

エネルギー製品別年間純輸入/輸出（アメリカおよびヨーロッパ）



出典：New York Life Investments Multi-Asset Solutions, IEA, April 2023. (2020年時点のデータ)

従来型の国内エネルギー資源に乏しい国は、再生可能エネルギー、原子力、同盟国から輸入する従来型の生産能力に依存せざるをえないことになるだろう（エネルギー自給を達成している他国への正の外部性が増大）。その上で私たちは、発展途上国が自国のエネルギー安全保障を強化するために支援を必要としていることを考慮しなければならない。2022年の「グローバル・クリーン・エネルギー・アクション・フォーラム」では、世界16カ国が940億ドルを拠出し、クリーン・エネルギー・プロジェクトの資金とインセンティブを提供することを約束した。*しかし先進国市場において国内での支出ニーズが高まれば、継続的な支援は圧力に直面する可能性があるだろう。

エネルギー転換を達成するために必要な政策的、政治的、民衆的な努力は気の遠くなるような上り坂のようなプロセスであるが、それは従来の技術的な理由だけによるものではなく、世界が変化を受け入れる動きから見ても、イノベーションの重要性を強く印象づけるものである。

(リ)イマジニング グローバル金融の 再創造

「すべてのお金は信念の問題である」

アダム・スミス
スコットランドの経済学者、哲学者



ドル支配の世界金融システムに対する反発はもっともなことである。しかし、国際金融の真のグローバル化には、地政学的な変化以上の取り組みが必要。

セクター

- ・金融：米ドルとその他の米国システムが支配する世界金融システム

ショック

- ・欧米の対ロシア制裁
- ・パンデミックが世界の貿易に及ぼす影響

反応

- ・自国の（米ドルを中心とした）世界金融システムへのアクセスを多様化

制限事項

- ・ドルに代わる選択肢が不在
- ・米国の通貨とシステムの優位性の定着

必要な革新

- ・ダイナミックな資金供給システム
- ・規制技術
- ・新しい貿易の流れへの対応

ほぼすべての指標において、米ドルは世界の金融を支配している。ドルは世界の外貨準備の59%を占めており、米国国債市場の35%を外国資本が所有し、外国債発行の64%は米ドル建てである。ドルは兌換性が高く、世界的な商品取引のほぼすべての指標となっている。

ユーロや円など他の重要な準備通貨は、これらの統計データには到底追いつかない。人民元はかろうじてランキングに入っているのみである。

米ドルが世界の金融を支配

世界の準備通貨の要件				
要件	米ドル	欧州ユーロ	日本円	中国人民幣
中央銀行への信頼 世界の外貨準備高のシェア	59%	20%	6%	2%
流動性 海外保有の国債	35%	38%	30%	9%
幅広い受け入れ 外貨建て債券発行シェア	64%	24%	3%	1%
兌換性 FX取引量	45%	16%	9%	4%
資本口座開設 資本規制	なし (オープン)	なし (オープン)	一部 (制限)	逼迫 (終了)
変動相場制 為替レート体制	フローティング	フローティング	マネージド (イールドカーブ・コントロール)	マネージド (対通貨バスケット制...米ドルを含む)

出典：New York Life Investments Multi-Asset Solutions, Federal Reserve, Bank for International Settlements, Bloomberg Finance LP. FXとは外国為替のこと。中国の通貨は、人民幣または元と呼ばれる。

この独占性はさまざまな面で利益をもたらす。それこそが、これほどまでに定着してしまった原因だ。ドルの独占性は、安定性の低い通貨でビジネスを行っている国々に、予測可能で取引しやすいシステムを提供する。深刻な自国通貨変動に見舞われている国々では、国民が米ドルに殺到している。ハイパーインフレや経済破綻に直面した場合、経済全体が米ドルに切り替わることができる。エクアドルは2000年、金融危機を受けて米ドルを公式通貨として採用した。レバノン経済はすでに2019年から、同国の経済危機の中でドルに移行し始めた。

しかし、世界の金融システムにおいてドルが支配的である限り、このシステムが誰にとっても（少なくとも「常に」とまでは言えないものの）機能するものではないことも明らかであった。

例えば、外国資本による米ドル建て債券の発行高が高いと、ドル高になった場合、米ドル建て債務によって各国は痛みを伴う急激な債務返済コスト増加のリスクにさらされるだろう。

2018年のアルゼンチン金融危機は、多くの例のひとつに過ぎない。この場合、連邦準備制度理事会（FRB）が利上げを始めたことで、すでに苦境にあった経済はさらに深刻な危機に直面した。国債の約70%が米ドル建てだったのだ。^{xi}

ドルからの離脱を目指す動きは時折見られるものの、ドルを追い払うのは難しいことだ。2023年の中東での出来事を考えてみよう。サウジアラビアは湾岸諸国や中国と、石油契約の一部を人民幣建てにする可能性について話し合っている。これらの出来事は、今後の米ドル一強支配について疑問を投げかけているが、米ドルに代わる有意義な選択肢がなければ、こうした動きはほんのわずかなものに過ぎず、数年ではなく数十年かかって発展していく可能性が高い。

私たちは、近年の「脱ドル化」の意見は少し的外れではないかと考えている。脱ドル化は地政学的な競争だけで起こるものではないだろう。実際、支配的な通貨の交代は歴史的に *技術革新* によってもたらされてきた。そしておそらく、

たった一回の出来事ではなく、対立などによって加速してきた。米ドルが失脚するとすれば、それはドル支配がもたらしてくれる利益よりも多くの利益を（しかも低コストで）提供してくれる代替システムによってであろう。

支配的な通貨を失脚させるには、対立だけでは不十分

通貨変遷の歴史的事例

支配的通貨	支配に対する主流の見方	イノベーション・カタリスト
ベネチアン・デュカット (12世紀～16世紀)	第4回十字軍と中世の軍事衝突	金本位制、鑄造、ナビゲーション技術
スペイン・ドル (16世紀～1800年)	1588年、スペインの無敵艦隊がイングランド海軍に敗北	鉱業および輸送技術
英ポンド (1815～1920)	七年戦争とナポレオン戦争	汽船産業の拡大
米ドル (1920年～?)	第一次世界大戦、第二次世界大戦	電信の早期普及、連邦準備制度、航空産業の発展

このイノベーションはどのようなものだろうか？ 現在、完璧な形での代替システムが存在しているとは言い難いが、最近の動向からヒントを得ることはできる。例えば、ブロックチェーンは、世界の金融を破壊する大きな可能性を秘めている。

デジタル通貨は、貨幣と銀行業務を予測不可能な方法で破壊する可能性を秘めている。あるいは、経済をシフトさせ、世界経済においてその重要性がますます高まるような技術（人工知能や量子コンピューティング、クリーンエネルギーなど）を開発、商業化する国がドルに取って代わる可能性もある。仮に、韓国が最も安全で信頼性の高いブロックチェーン技術を作ったとしよう。その場合、取引の容易性と安全性が高まるため、ウォンの利用が急増する可能性が高い。

より迅速で、コスト効率が高く、より安全性の高いクロスボーダー取引により、ウォンが使われる地域貿易と送金を増加させ、世界の舞台における韓国とウォンの影響力を高めることになるだろう。

この議論をさらに一歩進めるのなら、ドルの強さを超えるイノベーションは、通貨や外国為替そのものの外から始まるものなのかもしれない。結局のところ、ドルの優位性は、規制の枠組み、世界的な影響力、契約、さらには制裁までもを含む幅広い金融構造の上に成り立っている。

私たちが最も注視しているのは後者である。米国は経済的重要性を外交政策ツールとして利用してきた長い歴史がある。しかし、金融制裁の強化によって現在、米ドル以外の取引ネットワークがますます加速している。

例えば、ウクライナ侵攻後に米国はロシアに対して制裁を下した。それはロシアをドルから切り離し、SWIFT決済ネットワークから排除するというものだったが、重大な問題を提起した。世界を支配する通貨の所有者が他国の行動に同意しない場合、その国は世界金融システムから凍結されるのだろうか？

この懸念は（エネルギーや半導体の入手に関する懸念と同様に）、この資金供給システムのインフラに不可欠な要素の代替案を検討するよう各国政府を駆り立ててきた。

SWIFTとは？

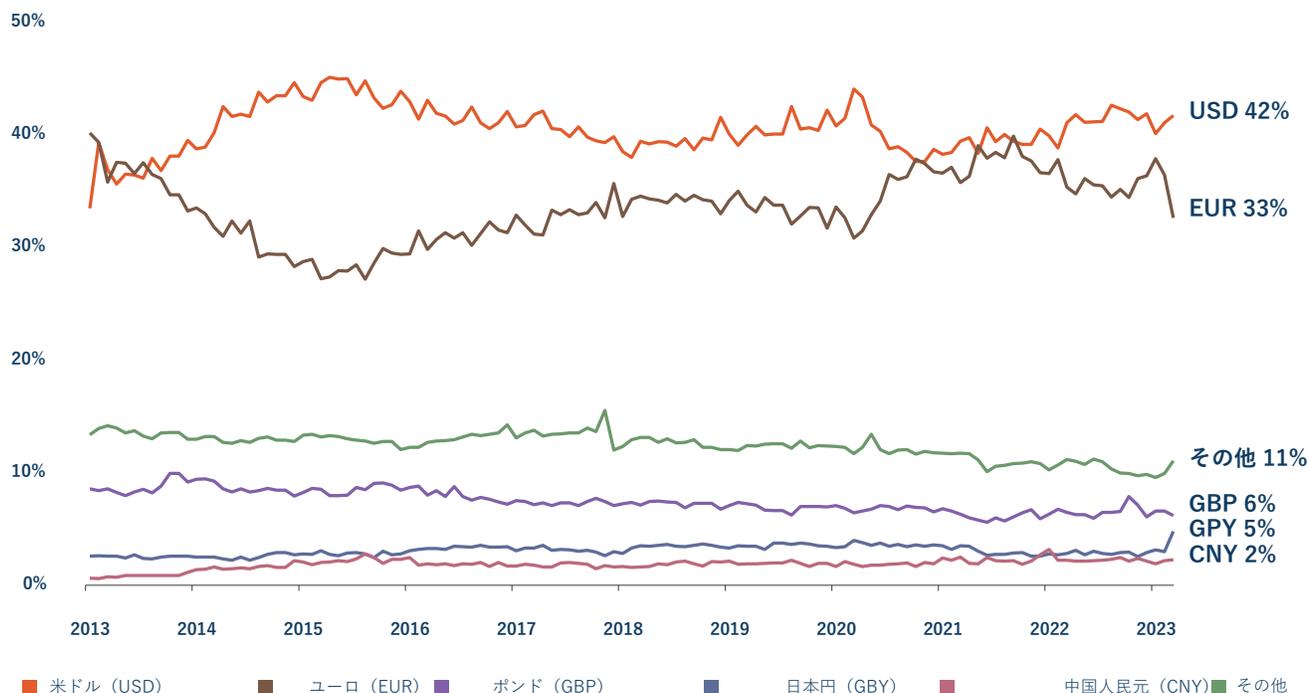
SWIFT（国際銀行間通信協会）とは、何千もの金融機関間の安全なクロスボーダー取引を促進する世界的な金融取引メッセージングを伝送するネットワークシステムである。世界の金融システムにおいて重要な役割を果たしているSWIFTは、銀行間の効率的な通信と決済処理を可能にし、国際貿易と金融を促進している。SWIFTがなければ、取引コミュニケーションは電子メールのエラーや、電信送受信（「TELEX」、ファクスのようなもの）の遅延を乗り越えながら行わなければならないだろう。

SWIFTは非営利団体だが、G10の中央銀行と欧州中央銀行によって監督されている。これらの国だけが、特定の金融機関をネットワークから排除する力を持っている。SWIFTの利用を制限、排除される企業は、国際取引が行き詰まり、重大な財務リスクにさらされることになる。



世界的な取引において、米ドルとユーロは一貫して圧倒的なシェアを維持

SWIFT取引の通貨構成



出典：New York Life Investments Multi-Asset Solutions, SWIFT, Macrobond, January 2012 through March 2023. その他：オーストラリアドル (AUD)、カナダドル (CAD)、チリ・ペソ (CLP)、デンマーク・クローネ (DKK)、エジプト・ポンド (EGP)、香港ドル (HKD)、ハンガリー・フォリント (HUF)、マレーシア・リンギット (MYR)、メキシコペソ (MXN)、ニュージーランドドル (NZD)、ノルウェー・クローネ (NOK)、ポーランド・ズロチ (PLN)、ロシア・ルーブル (RUB)、シンガポール・ドル (SGD)、南アフリカ・ランド (ZAR)、スウェーデン・クローネ (SEK)、スイス・フラン (CHF)、タイ・バーツ (THB)、トルコ・リラ (TRY)、ベネズエラ・ボリバル (VEF)

SWIFTの問題は今回が初めてではない。

2015年、中国人民銀行はCIPS（中国国際決済システム）というバンキングネットワークを立ち上げた。これは人民元建てのクロスボーダー取引を促進し、中国通貨の国際化を推し進めるために開発された決済システムである。米国の同盟国でさえ、ドルに依存することの難しさに苦慮していた。2019年、米国の制裁によりイランがSWIFTへのアクセスできなくなったことを受け、フランス、ドイツ、英国は貿易取引支援機関（INSTEX）を設立した。この特別目的事業体（SPV）は、イランとの非SWIFT取引を可能にするために設立されたものだ。INSTEXは他のEU諸国からも支持を受け、すべての加盟国が利用できるようになった。INSTEXの利用は人道的な目的に限定されているが、競合国だけでなく同盟国も、他国による制裁リスクを回避するためにSWIFTの代替手段を必要とすることがあることを、注意喚起する役目も果たしている。

脱ドル化は複雑な傾向であり、その起源は技術革新にあると思われ、経済の多くの部門に影響を及ぼす可能性がある。 既存システムの損失にばかり注目する投資家は、未来を切り開くシステムの機会を逃すかもしれない。

大げさに騒ぎ立てられた「脱ドル化」のストーリーを越えて、進化する金融の展望を見据える投資家にとって、貿易ダイナミズムの変化からブロックチェーンの開発まで、チャンスはいくらでもある。

このような新たなシステムを取り入れることで、投資家はより安全な経済的未来を手にすることができるかもしれない。

(リ)インベスティング 将来のための再投資

「変化？変化ですって？すでに十分
悪い状況じゃありませんか？」

ソールズベリー卿
元英国首相

世界経済構造の大きな変化は、しばしば非線形的な性質を持つ。だからといって投資家を躊躇させることはできない。こうしたトレンドをいち早く察知し、解釈することで、有意義なポートフォリオ価値を生み出すことができる。投資家はどのようにして超長期的なポジションを目指すことができるのだろうか？

経済。

冗長性と回復力の構築は、グローバル経済においては必然的にコスト増を意味する。コスト上昇は、二つのことを引き起こす。インフレと債務だ。ここでは、あらゆる投資の生産性の問題（重要なインフラ、プロセス、製品など）が非常に重要になってくる。エネルギーと技術のレジリエンスへの投資が生産的で、潜在的な経済成長と労働機会の増加につながると判断されれば、国、地方自治体、企業全体の物価と債務の上昇インパクトは、より容易に相殺できるようになる。しかし、この投資が冗長で効率的ではなく、長期的な活動に利益をもたらすこともないと見なされれば、インフレと債務水準の上昇は受け入れがたい。

投資機会：緩やかなインフレと金利という新たなマクロ経済体制に対応するため、ポートフォリオのリバランスを行う。

労働政策と社会政策には長いタイムラグがある。

イノベーションは労働者にとって大きな変化をもたらす。だが、労働者が無数のイノベーションによって、どこで、どのように、どれだけの影響を受けるかを正確に予見することは難しい。しかし、歴史はこう語っている：技術革新は一部の雇用を余剰にする一方で、（広範な教育を必要とする仕事でさえも）、インフラや産業の拡大とともに新たな雇用を生み出している。コツは引継ぎにある。産業は多くの場合地域ごとに組織化されていく、つまり、特定セクターのが地域からなくなるということは、新しい役割にスムーズに適合できない地域社会全体に影響を及ぼす可能性がある。この記事では、大規模かつ長期的な移行を行うために必要な政治的意志について述べた。労働力のモビリティ（移動）に関して言えば、技術革新の代償はトレーニングだけでなく、肉体的・精神的健康の面にも見られるだろう。

投資機会：ヘルスケア

現在の位置を知る。

すべての長期トレンドにすぐに投資できるわけではない。ここで重要なのは時間軸である：長年くすぶっている問題に対処するための戦略は、効果が現れるまでに何年もかかる可能性が高い。また、短期的な値動きは現在の経済サイクルに支配される可能性が高い。

投資機会：景気循環と構造的トレンドの重なりを見つける

基礎となる前提を疑ってみる。

ここまでは、グローバル経済の変化は、プロセス、製品、産業構成の変化を伴うことを説明した。このような変化が投資の根底にどのような影響を与えるかを見失ってはならない。例えば、インデックスの構成が変わる可能性があり、投資家は再評価とリバランスを行う必要がある。

投資の機会：定期的な（年次の）仮説検定プロセスを実施する。

明らかな受益者以外にも目を向ける。

自動車の発明を例に取ろう。たとえこのテクノロジーが世界のサプライチェーンを変える可能性があることを知っていたとしても、投資家はどんな自動車メーカーが出現し、成長し、やがて突出するようになるのか予想できなかっただろう。ゴム、タイヤ、アスファルト、材料、そして自動車を推進するエネルギーといった、発明のための「プラミング：供給またはインフラ」に投資することで、より多角的なアプローチが生まれる。また、イノベーションの「可能性の低い」勝者についても考えてみよう：例えば、洋上風力発電所の建設および業務には特殊船舶を必要とする。さらに広げて考えてみよう。新たな能力が生まれた場合、その能力を誰が供給できるのだろうか。

投資機会：デジタル、グリーンエネルギー、ブラウンエネルギー、公益インフラ、グローバル上場インフラ株式または地方債と通した投資

多様化する。

どのメガトレンドにも勝者と敗者が存在する。投資家は、一頭の馬（単一鉱山会社、単一国債、単一チップメーカー、単一REIT）に賭けるよりも、分散投資の方が得策かもしれない。

投資機会：クリーン輸送、イノベーションなどの分野におけるテーマ別エクイティ

時間軸のチェックを継続する。

今後数年間はポートフォリオの俊敏性をさらに高めて、（投資と技術革新に起因する）増大する機会を活用し、リスクを軽減し（各国が内向きになり、乏しい資源を奪い合う中で、紛争の可能性が高まるかもしれない）、不確実性の中を進む必要がある（例：政府が国家目標に向けて企業にどのようなインセンティブを与えるか等）。リグローバリゼーションのプロセスとは移行である。投資家が古いものを捨てて新しいものに鞍替えすることではなく、この長期トレンドが今日のビジネスの根幹を変える可能性があることを考えるべきだろう。

投資機会：多面的なリスク管理アプローチ（ESG）、慎重な信用分析、構造的な投資状況の定期的な調査



マルチ・アセット・ソリューションズ・チーム は、ニューヨークライフ・インベストメンツの マルチアセット投資のスペシャリストたちです

当チームは、ニューヨークライフ・インベストメンツの深みと幅のあるプラットフォームを活用し、マルチアセット戦略、マーケット・インテリジェンスと洞察、戦略的パートナー向けにカスタマイズしたソリューションなど、強力な投資機会を提供することを目指しています。



ローレン・グッドウィン

ポートフォリオ戦略担当
ディレクター



ジュリア・ヘルマン

マルチアセット・ポートフォリ
オ・ストラテジスト



マイケル・ロガルボ

マルチアセット・ポートフォリ
オ・ストラテジスト

開示事項

日本における配布についての注意事項：

当資料は、一般的な情報提供のみを目的としています。
当資料は、投資助言の提供、有価証券その他の金融商品の売買の勧誘、または取引戦略への参加の提案を意図するものではありません。
また、当資料は、金融商品取引法、投資信託及び投資法人に関する法律または東京証券取引所が規定する上場に関する規則等に基づく開示書類または運用報告書ではありません。New York Life Investment Management Asia Limited およびその関係会社は、当資料に記載された情報について正確であることを表明または保証するものではありません。当資料は、その配布または使用が認められていない国・地域にて提供することを意図したものではありません。
当資料は、機密情報を含み、お客様のみに提供する目的で作成されています。New York Life Investment Management Asia Limited による事前の許可がない限り、当資料を配布、複製、転用することはできません。
New York Life Investment Management Asia Limited
金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第2964号
一般社団法人日本投資顧問業協会会員、一般社団法人第二種金融商品取引業協会会員

韓国における配布についての注意事項：

本資料の内容は、いかなる商品またはサービスのマーケティングまたは投資への勧誘と解釈されるものではなく、一般的な教育／経済目的でのみご利用いただけます。提供される可能性のある商品またはサービスは、韓国の適用法令に従って別途行われます。すべての商品やサービスが、すべてのお客様、すべての管轄区域や地域でご利用いただけるわけではありません。

ヨーロッパにおける配布についての注意事項：

本書は、カンドリアムの関連会社であるニューヨーク・ライフ・インベストメンツにより作成された。本資料は情報提供を目的としたものであり、投資アドバイスや証券の購入、保有、売却を推奨するものではありません。

本書に関して、以下は禁止事項です：(i)いかなる形式であれ、いかなる手段であれ、コピー、複写、または複製すること。(ii)ニューヨークライフ・インベストメンツおよびカンドリアムの同意なしに、または適用される法律もしくは規制当局の要求なしに、受取人の従業員、役員、取締役、または承認された代理人以外の者に配布すること。

本書の日付現在、ニューヨークライフ・インベストメンツおよびカンドリアムは、本書で提供される情報が信頼できるものであると考えていますが、その正確性および完全性を保証するものではありません。ここに含まれる特定の情報は、公表済みおよび非公表の第三者情報源から入手したものです。ニューヨークライフ・インベストメンツおよびカンドリアムはこれらの情報を独自に検証したものではありません。情報提供のみを目的として提供されています。ニューヨークライフ・インベストメンツおよびカンドリアムは、本プレゼンテーション、または受益者の評価の過程で受益者に送信されるその他の書面または口頭によるコミュニケーションに含まれる（明示または黙示を問わず）表明または省略について、いかなる責任も負いません。

本書に別段の記載がある場合を除き、本書に含まれる情報は、本書の作成日現在の事項に基づくものであり、予告なしに変更、補完、修正されることがあります。

本プレゼンテーションで提供される一部の記述は過去の事実ではなく、将来予想に関する記述を含む可能性があります。これらの将来の見通しに関する記述は、投資マネージャーの現在の信念と予想に基づくものであり、重大なリスクと不確実性を伴います。基礎となる仮定が不正確であることが判明した場合、または不確実性が顕在化した場合、実際の結果は将来の見通しに関する記述と大きく異なる可能性があります。

本資料は、ニューヨークライフ インベストメントまたはカンドリアムが運用するいかなる商品・サービスの売買を勧誘するものではありません。

重要な開示事項

すべての投資は、元本割れの可能性を含め、市場リスクの影響を受けることがあります。分散投資によって利益を保証したり、下落市場での損失を防ぐことはできません。

本資料には執筆者の意見が反映されていますが、必ずしもニューヨークライフ・インベストメンツまたはその関連会社の公式見解とは限りません。これは情報提供のみを目的として配布されるものであり、アドバイスの提供や製品の購入を推奨するものではありません。ここに記載された見解は予告なしに変更されることがあります。提示された投資または戦略は、すべての投資家に適切なものではなく、特定の投資家の投資目的または財務上のニーズを考慮したものではありません。

本情報は将来の事象の予測や将来の結果を保証するものではありません。本情報は、いかなるファンドや特定の発行体・証券に関する調査や投資助言として読者が依拠すべきものではありません。本資料で説明されている戦略は、あくまでも例示および教育目的であり、証券の売買や投資戦略の採用を推奨、提案、勧誘するものではありません。議論された戦略が効果的であるという保証はありません。本資料は一般的な情報のみを含んでおり、個人の財政状況を考慮したものではありません。本情報は、投資判断の主要な根拠として依拠されるべきではありません。そのため、個々の状況においてその情報が適切かどうかを判断し、投資判断を下す前に金融の専門家に相談することを検討してください。

本資料は英語原文を翻訳したものです。翻訳は細心の注意を払って行っておりますが、万が一内容に齟齬があった場合には英語原文が優先します。英語原文をご希望の方はNew York Life Investment Management Asia Limitedまでお知らせください。

出典：

- ⁱ Maki Shiraki and Joyce Lee. “Samsung considering chip test line in Japan for advanced chip packaging ce-s.”uRr euters, 2023.
- ⁱⁱ “U.S. lays out possible critical raw materials agreement with EU -Handelsblatt.” Reuters, 2023.
- ⁱⁱⁱ Arianna Skibell. “Biden turns to Africa to counter China.” Politico, 2023.
- ^{iv} Office of the Spokesperson, U.S. Department of State. “The United States Releases Signed Memorandum of Understanding with the Democratic Republic of Congo and Zambia to Strengthen Electric Vehicle Battery Value Chain.” 2023.
- ^v Patricia Cohen. “Why Russia Has Such a Strong Grip on Europe’s Nuclear Power.” The New York Times, 2023.
- ^{vi} IEA. “Nuclear Power in a Clean Energy System.” 2019. https://iea.blob.core.windows.net/assets/ad5a93ce-3a7f-461d-a441-8a05b7601887/Nuclear_Power_in_a_Clean_Energy_System.pdf
- ^{vii} McKinsey Global Institute in collaboration with McKinsey Sustainability and McKinsey’s Global Energy & Materials and Advanced Industries Practices. “The net-zero transition: what it would cost, what it could bring.” 2022.
- ^{viii} USAspending.gov. Department of Defense (DoD) FY 2023 Summary.
- ^{ix} Eric Stokstad. “Shipping rule cleans the air but dirties the water.” Science, 2021.
- ^x U.S. Department of Energy. “United States Announces \$94 Billion Of Global Public Funding To Accelerate Clean gEynWerorldwide.” Energy.gov, 2022.
- ^{xi} IMF Country Report No. 18/219. July 13, 2018.



詳細情報はこちらから：
newyorklifeinvestments.com

「ニューヨークライフ・インベストメンツ」は、ニューヨークライフ・インシュアランス・カンパニー傘下の投資顧問会社のサービス商標であり、一般登録商標です。証券は、ニューヨークライフ・インシュアランス・カンパニーの完全子会社であるNYLIFE Distributors LLCが販売しています。NYLIFE Distributors LLCの所在地は30 Hudson Street, Jersey City, NJ 07302です。NYLIFE DistributorsはFINRA/SIPCのメンバーです。