

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2021/09/19

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. デジタル通貨をめぐる戦い - A War Is Coming Over Cryptos and Money. Why You Should Care. [カバーストーリー]
投資家への影響は P.1
2. 錠剤型新型コロナ治療薬が間もなく登場 - Pills to Battle Covid Are Coming. These Companies Stand to Gain. [ヘルスケア]
注目の3社 P.6
3. 株価調整への過度な不安は不要 - Correction Worries Are Overblown. Here's Why. [米国株式市場]
FRBによる下支えに期待 P.9
4. 増えるサイバー犯罪と戦う方法 - Cybercrime Is on the Rise. Here's How to Fight It. [フィーチャー]
マイクロソフトのブラッド・スミス社長に聞いた P.13
5. 石油の賢人、ダニエル・ヤーギン氏に聞く - Oil's Oracle, Daniel Yergin, on the New Dynamics in the Energy Market. [インタビュー]
エネルギー市場の新たな力学 P.14
6. PPI上昇が招く利益率低下と株価下落 - Soaring Producer Prices May Squeeze Profit Margins—and Stocks. [コラム]
FOMCの後も難題が控える P.18
7. 9月相場に新たな懸念材料 - The One Indicator That Has Wall Street Biting Its Nails. [米国株式市場]
テクニカル指標に過敏になる必要はないが P.20
8. 債務上限に関わる対立を終わらせる方法 - Fiscal Chicken, Anyone? How to End Debt Ceiling Fights. [米国経済]
財政の「チキンゲーム」をどう終わらせるか P.22
9. iPhone 13にサプライズはなかったが、アップルの株価には上値余地がある - The iPhone 13 Didn't Surprise. Apple's Stock Still Might. [ハイテク]
アップルは平均販売価格の上昇傾向を維持、通信事業者の販促が販売を上積み P.24
10. 今週の予定 - Big Bets Ride on Solar Power. But the Obstacles Remain Challenging. [経済関連スケジュール]
太陽光発電には期待が寄せられるが、普及には幾つもの課題が待ち受ける 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。

1. デジタル通貨をめぐる戦い

[カバーストーリー]

A War Is Coming Over Cryptos and Money. Why You Should Care.
投資家への影響は

ドルの覇権を脅かす暗号資産

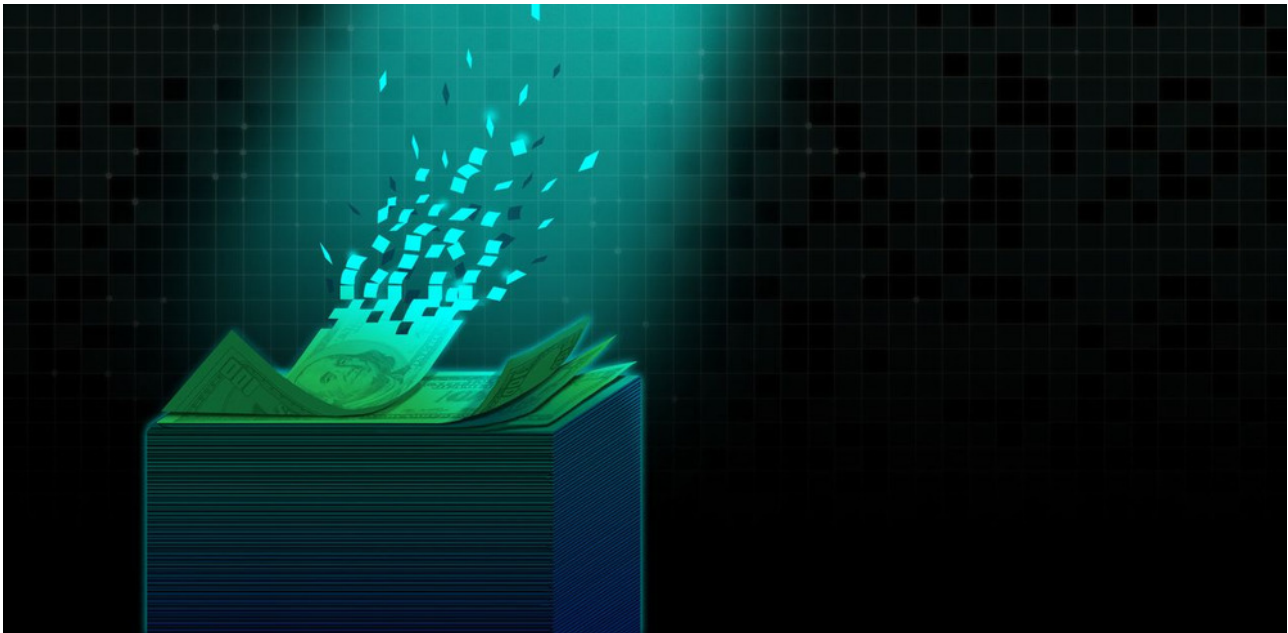


Illustration by Glenn Harvey

ドルの覇権は1世紀以上ぶりに脅かされつつある。暗号資産（仮想通貨）と「ステーブルコイン」（法定通貨などに連動するよう設計された暗号資産）の台頭は、通貨とは何か、誰が通貨を規制するのかなどについて再考を促している。ドルの姿も抜本的に見直され、デジタル通貨となる可能性がある。

従来の法定通貨同士の戦いは、無数の暗号資産の登場によって様相を変えた。現在の状況は、多くの銀行が独自の通貨を発行し、米連邦準備制度理事会（FRB）による法定通貨の確立を促した1800年代半ばを思い起こさせる。誰にでも通じる通貨がなければビジネスは円滑に進まず、複数の通貨が争っている状況では政府が財政・金融政策をコントロールできなくなる恐れがある。

新たな通貨によってどのような大変動が起きるかは誰にも分からない。暗号資産の正当な使用法や、ブロックチェーンネットワークに基づくアプリケーションは数多く存在する。しかし、このテクノロジーはあまりに革新的なので、新たな一連の規制が必要とされており、世界中の政府に対して自国通貨のデジタル化についての検討を促している。

元カンザスシティ連銀総裁のトーマス・ホーニグ氏は、「デジタル通貨の登場は、人々や企業が銀行を迂回（うかい）することを可能にする。暗号資産がドルに代わる存在になれば、独立した金融環境が生まれ、金融政策を実施することがより難しくなるだろう」と語る。

暗号資産の時価総額は今や2兆1000億ドルに上り、今年だけで倍増した。時価総額約9000億ドルのビットコインは最近、中米のエルサルバドルの法定通貨となった。新たなデジタル資産の売買プラットフォームや取引所を運営する企業には大量の資金が流入している。投資家はユニスワップなどの分散型取引所でトークンを取引し、「ステーキング」（対象の暗号資産を保有してブロックチェーンのネッ

トワークに参加すること）によって高い利回りを得ている。

暗号資産などのトークンは、19兆4000億ドルに上る米国のマネーサプライや、全体の50%を占めるドル建ての国際貿易取引に（今のところは）全く打撃を与えていない。中央銀行の外貨準備金に占めるドルの割合（ドルの勢力を示す指標の一つ）は、25年にわたり低下しているが、それでも60%を維持しており、2位のユーロの3倍である。

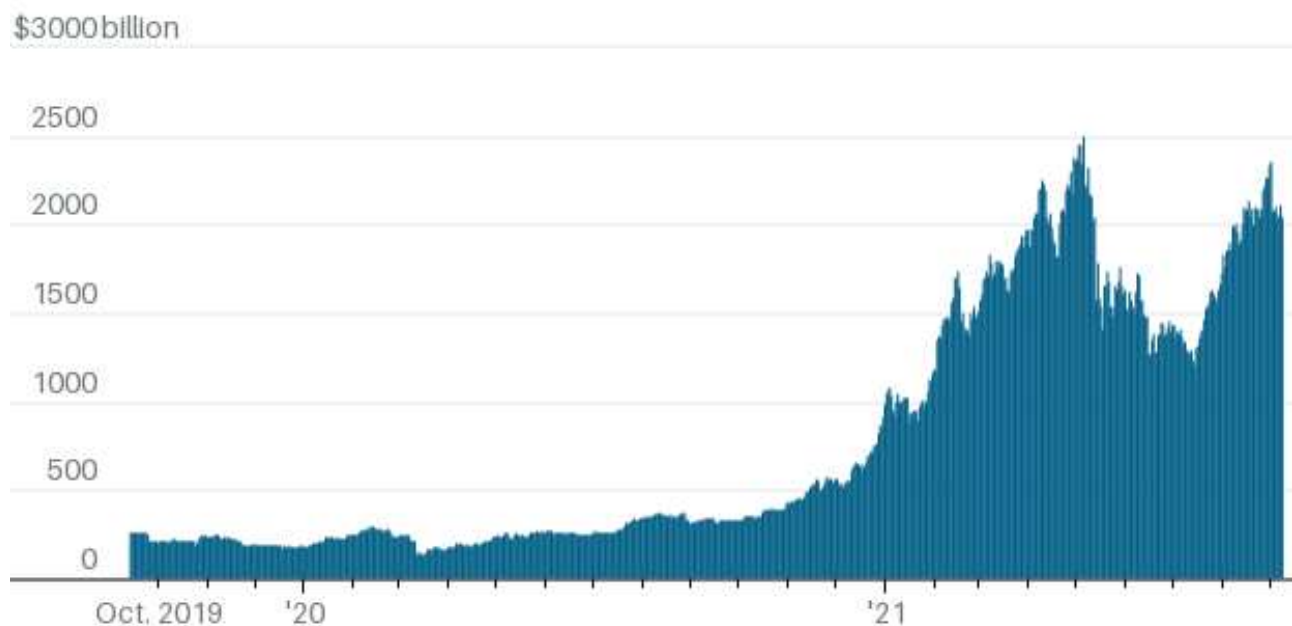
しかし、ブロックチェーン技術がドルにもたらす課題は簡単に無視できるものではない。暗号資産、ステーブルコイン、非代替制トークン（NFT）は、オンラインゲームやeコマースプラットフォームで主要な通貨となりつつある。仮想現実（VR）プラットフォームはNFTなどの民間通貨を取り込むように設計されている。経済活動がこれらの閉鎖的な環境に移行するにつれて、銀行や政府が価値を保証する通貨は外部に追いやられる可能性がある。

デジタルドルが政治的論争の大きなテーマに

The Trillion Dollar Club

Crypto-currencies have surged in value, led by Bitcoin and Ethereum

Market Value of Cryptos



銀行などは資金移動の手数料から収入を得ているため、特に大きな影響を受ける。経営コンサルタント会社マッキンゼーによれば、北米の銀行、クレジットカード会社、ノンバンクのフィンテック企業は、決済とクレジットカードサービスから年間5000億ドルもの収入を得ている。多くの銀行や金融機関は、暗号資産やステーブルコインの統合に取り組み、仲介、財産管理、決済サービスの手数料を獲得しようとしている。しかし、こうした企業は、自らの収益やデータへのアクセスを脅かす技術に直面している。

例えば、比較的新しい暗号資産であるソラナのネットワークは、1秒当たり6万5000件の取引を1件当たり0.00025ドルで処理するとされており、これはより大規模なライバルのイーサリアムなどと比べて圧

倒的に安くて速い。ソラナのブロックチェーンネットワークは、超高速なデータフィードのプラットフォームや、暗号資産、株式などの取引アプリケーションとして、ハイ・フリークエンシー・トレーディング（超高速取引、HFT）業者にも注目されている。

ソラナのネットワークは先週、利用量の急増によってクラッシュし、ソラナの価格は下落した。しかし、価格は年初の1.5ドルから139ドルへ9166%上昇し、時価総額は410億ドルに増加していたため、利益確定も下落の一因となった可能性がある。

デジタルドルは金融政策に関する最大の政治的論争の一つとなりつつある。これはドルを、中央銀行が消費者に直接発行するトークンに変えるというものだ。近日中に、FRBが中央銀行デジタル通貨（CBDC）に関する待望の報告書を発表する予定である。中国をはじめとする他国は既に試験的なプログラムでCBDCを発行しており、FRBにも開発の圧力がかかっている。

デジタルドルにはさまざまな形態があるが、基本的な考え方は、現金などと並行して中央銀行が新たなデジタル通貨を発行するというものである。CBDCの支持者は、リアルタイムで決済ができ、手数料は急激に低下すると主張する。これは、銀行口座を持たず、小切手の現金化に高額な手数料を支払っている人々（人口の6%）にとって大きなメリットになるだろう。海外送金の利用者にとっても、送金手数料が大幅に減少する可能性がある。

しかし、FRB内で考え方は分かれているようだ。次期議長候補でもあるブレイナード理事は、CBDCを支持する考えを示唆した。しかし、ウォラー理事は懐疑的である。同氏は、商業銀行とFRBが既にリアルタイム決済を開発しつつあると考えており、8月のスピーチで「政府が民間セクターと競争するのは、市場の機能停止に対処する目的に限るべきである……CBDCが例外であるとは思わない」と述べた。

民主党のシェロッド・ブラウン上院議員らによる法案は、FRBが「デジタルドルウォレット」を提供するという構想を描いている。この制度では、商業銀行がウォレットを維持管理し、ウォレットの所有者である個人に、その銀行がFRBに預けている準備金の分け前を提供する。銀行にアクセスできない個人の場合、郵便局がデジタルドルの銀行の役割を果たすとブラウン議員は考えている。

もちろん、銀行にとって魅力的な点は全くない。銀行は、預金がFRBに吸い上げられ、貸し付けが低迷することを恐れている。JPモルガンの米国債券戦略責任者のジョシュア・ヤンガー氏は、最近のレポートで「悪影響を最小限に抑えたCBDC」を求めた。同氏はCBDC預金の上限を2500ドルとすることで、FRBが預金を奪う恐れを軽減できるとしている。

■ 規制当局の対応は

規制当局も手をこまねているわけではない。証券取引委員会（SEC）のゲーリー・ゲンスラー新委員長は、先週の上院公聴会で、暗号資産のトークン、取引、貸し付けプラットフォームを規制する幅広い計画について説明した。

議会は暗号資産への課税によって歳入を増やす機会があるとみている。下院民主党は3兆5000億ドルの財政調整措置法案に「デジタル資産」に関する項目を組み込んだ。この法案では、売却した証券と同じ証券をその前後30日以内に購入した場合、投資家が課税対象利益から損失を控除することを禁止す

Tokenizing the World

The number of cryptos has jumped almost 140% in the past two years.



Source: CoinMarketCap

る「ウォッシュセール」規制を暗号資産に課している。この措置だけで、10年間で歳入が160億ドル増えると推定される。

しかし、業界全体の課税や取り締まりは容易ではない。取引の大部分を取り扱っているのは、米国外の暗号資産ブローカーである。取引所はプロトコルや「スマートコントラクト」を取引処理に利用しており、銀行や証券会社のような中央集権的な機関とは独立して運営されている。

最も大きな規制上の難題はステーブルコインかもしれない。ステーブルコインの価値は1ドルに固定されており、通常はドルと連動する。主にテザーやUSDコインとして、1100億ドル以上が流通している。投資家は取引所での取引において、ドルの代わりとしてステーブルコインを利用する。ステーブルコインは、国際送金や個人間（P2P）取引の手段としても勢いを強めている。

フェイスブック<FB>が構想し、現在は26社が参加するコンソーシアムのディエムは、業界を一変させる「ステーブルコイン」を発表するかもしれない。ディエム・アソシエーションのチーフエコノミスト、クリスチャン・カタリーニ氏は、「規制になじむ」通貨を発行しようとしていると述べる。ディエムのネットワークは、ライドシェア大手ウーバー・テクノロジー<UBER>、暗号資産取引所のコインベース・グローバル<COIN>、音楽ストリーミング配信のスポティファイ・テクノロジー<SPOT>などによって支えられている。取引1件当たりの手数料は0.1%未満となる予定で、銀行やクレジットカードの手数料を大幅に下回る。

ディエムは大ヒットする可能性がある。ウーバーの運賃やスポティファイのサブスクリプション料金の支払いなどに利用することが可能で、中間業者を省略することで取引手数料を引き下げ、利用者を引き付ける可能性がある。ディエムのネットワークはP2P取引も可能なように設計されており、その基礎となるブロックチェーン技術は将来のプログラマブルなデジタル資産（機能の一部をプログラム化した資産）を移転することができる。ただし、デジタルドルが導入されれば、ディエム自体は短命に終わる可能性がある。カタリーニ氏は「デジタルドルが導入された場合、ディエムを段階的に終了することを確約している」と語る。

懸念されるのは、発行されるトークンの準備金が100%現金ではなく、コマーシャルペーパー（CP）や、銀行のレポ取引などの証券が代わりに使用されていることだ。通常の市場環境では問題ないかもしれないが、危機時は不安定要因になりかねない。2020年3月にはマネー・マーケット・ファンド（MMF）に売りが殺到し、他の領域にも影響を与え、FRBが市場の安定化に乗り出すこととなった。

最大のステーブルコインであるテザーは、準備金をめぐって法的トラブルを抱えており、開示を拡大

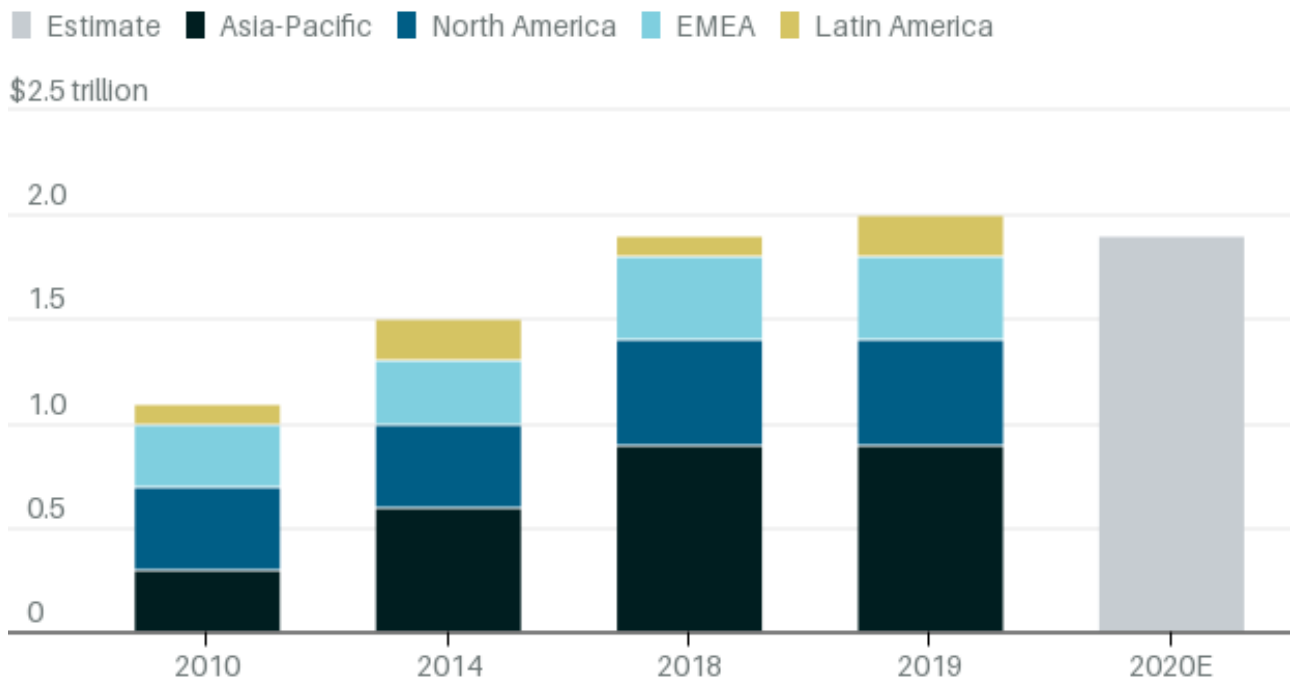
することでニューヨーク州司法長官と2月に合意した。しかし、準備金の構成は依然として不透明である。最新の開示によれば、準備金のうち現金と米国債の割合はそれぞれ3.9%と2.9%にすぎず、CPが65%を占める。テザーはトークンが「準備金に100%裏付けられている」と述べている。

ドルは簡単にはなくなる

Taking a Cut

Banks and payment companies reap trillions of dollars for moving money around

Global Payments Revenue



ドルは簡単にはなくなるだろう。1971年にニクソン大統領が金兌換（だかん）を停止して以来、ドルは何度も危機をかわしてきた。

ビットコインについてよく宣伝されているのが、発行量の上限が2100万トークンに固定されている「デジタルゴールド」であり、政府が政治的・経済的利益のために価値を引き下げる可能性がある法定通貨とは異なるということだ。中央銀行は通貨の発行を増やしており、FRBのバランスシートは2008年の1兆ドルから8兆3000億ドルへ拡大した。暗号資産の支持者は、中央銀行がインフレ圧力を容認することでドルの購買力は低下するが、暗号資産はその価値を高めると主張する。

しかし、1980年代前半以降、北米でインフレが大きな問題になったことはない。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）以前は、インフレ率が低過ぎて、政策立案者はデフレを懸念していたほどだ。人件費の高騰とグローバルなサプライチェーンの混乱は短期的なインフレ懸念をもたらしているが、それが続くかは定かではない。先進国の高齢化やテクノロジーによる生産性の向上など、インフレを抑制する要因は消えないだろう。

歴史を見れば、政府は競合する通貨が政府の権威を脅かすことを許さなかった。ビットコインなどの

暗号資産が成功すればするほど、政府はますます抑え込もうとするだろう。

暗号資産関連株やデジタル通貨に投資する投資家にとって、当面の影響はあまりない。これらの株式や通貨の価格は、規制当局の監視の強まりにもかかわらず過去数カ月で上昇している。業界に大量の資金が流入する一方、規制当局が新たな規則を制定・導入するには数カ月や数年の時間を要する。

規制が明確になるのは喜ばしいことかもしれない。なぜなら、投資商品やサービスへの道が開け、世界で数兆ドル規模の資産を運用するアドバイザーや機関投資家向けの市場が拡大するためだ。また、現在は規制に裁量の余地があり、それが暗号資産専門企業にとって有利になっている可能性があるが、そうした余地が減って競争の条件が公平になることは銀行にとっても望ましい。

ドルに関しては、ドルを脅かすデジタル通貨自体がその価値を守ることに寄与するかもしれない。暗号資産などのトークンは、リスクの気配だけで投げ売りされるような危機を経験していない。パニックが起きれば、信頼性の低い通貨は最も大きく下落し、暗号資産も後に続く可能性がある。ホーニグ氏は「危機が起きた場合、これらの通貨は全て法定通貨に逃避するだろう」と語る。

By Daren Fonda
(Source: Dow Jones)

2. 錠剤型新型コロナ治療薬が間もなく登場

[ヘルスケア]

Pills to Battle Covid Are Coming. These Companies Stand to Gain.

注目の3社

経口治療薬のニーズと市場規模

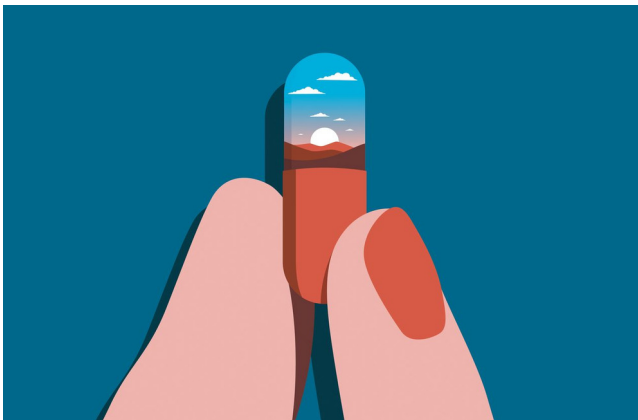


Illustration by Federico Gastaldi

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）初期の、有効なワクチンの登場があまり期待されていなかった頃、投資家と医薬品開発企業は新型コロナウイルス感染症の影響を和らげるために抗ウイルス薬に期待したが、そううまくはいかなかった。これまでに米食品医薬品局（FDA）が承認したのは、ギリアド・サイエンシズ＜GILD＞のベクルリー（別名レムデシビル）のみだ。ベクルリーは有効性に議論の余地があり、不便な静脈内投与が必要であるにもかかわらず、今年の売上高は30億ドルが見込まれている。

現在、次世代の新型コロナ抗ウイルス薬が開発中であり、年末までに治療薬、あるいは予防薬でさえも錠剤として入手可能になる可能性がある。大手製薬会社のメルク＜MRK＞、ファイザー＜PFE＞、およびバイオ医薬品企業のアテア・ファーマシューティカルズ＜AVIR＞の各社は、今後数カ月で新型コロナ用の経口抗ウイルス薬の後期臨床試験データを取得する予定だ。有効性を示すデータが得られた場合、当該企業にとって大きな事業機会となるため、投資家も無視はできない。

抗ウイルス薬は、進行中の新型コロナウイルス感染症に対しては十分な有効性を示さない可能性がある。しかし、ある程度有効性しか示さない場合であっても、このウイルスに対する世界規模の戦いが地域の長期的な取り組みに移行する中で、重要な役割を果たすだろう。処方により自宅で錠剤として服用できる新型コロナ抗ウイルス薬は世界中で大きな需要があるだろう。

投資銀行ジェフリーズのアナリストによれば、新型コロナウイルスに対し有効性があり便利な治療薬は年商100億ドルになる可能性があるという。そうした治療薬の競合となるのが、リジェネロン・ファーマシューティカルズ<REGN>、グラクソ・スミスクライン<GSK>などのモノクローナル抗体による新型コロナ治療薬だが、有効性は高いものの、ベクルリーと同様に通常は静脈内投与であるため、広範な使用には困難が伴う。

米国政府は既に経口抗ウイルス薬の備蓄に関心を示しており、12億ドルの契約をメルクと締結済みである。FDAから緊急使用の認可が得られれば発効する。

錠剤が果たす役割に懐疑的なアナリストもいる。最近のレポートで、ジェフリーズのアナリスト、マイケル・イー氏は、抗ウイルス薬の有効性は限定的なものにすぎないだろうと予想している。とはいえ、同氏は「当面の間」はそうした治療薬に対するニーズがあるとする。

潜在的な市場規模を考えると、どの経口抗ウイルス薬であれ、有効性を示すデータあるいは緊急使用認可が得られれば、そのメーカーの株価は大幅に上昇する可能性がある。

アテア・ファーマシューティカルズ

The Coming of the Covid Pill

Four leaders in the race for a Covid-19 antiviral

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	Market Value (bil)	Covid-19 Antiviral
Pfizer / PFE	\$44.77	22%	\$251.0	PF-07321332
Merck / MRK	72.81	-7	184.3	Molnupiravir
Atea Pharmaceuticals / AVIR	25.98	-38	2.2	AT-527
Roche Holding / RHHBY	46.86	7	331.5	Partnered with Atea

Source: Bloomberg

3社の中で株価に最も大きな影響があるのは、さまざまな経口抗ウイルス薬を開発しているバイオ医薬品企業のアテアだろう。同社の新型コロナ抗ウイルス薬AT-527については複数の試験が行われており、そのうちの非入院患者を対象とした第3相臨床試験は年末にかけてデータが入手可能になる予定だ。同社はスイスの大手製薬会社ロシュ・ホールディング<RHHBY>と提携しており、ロシュは米国

外の販売権を保有している。ヘルスケア分野に特化した投資銀行SVBリーリンクのアナリスト、ロアンナ・ルイーズ氏は最近、アテナの目標株価を直近の株価である約26ドルの2倍を超える60ドルに設定した。

AT-527は、コロナウイルスの複製メカニズムの一部であるRNAポリメラーゼと呼ばれる酵素を標的としている。この薬は一種の2方面攻撃を使用しており、新型コロナウイルスのさまざまな変異株に対して有効性を発揮する可能性がある。アテナのジャンピエール・ソマドッシ最高経営責任者（CEO）は本誌に対し、「われわれが知る限り、当社の治療薬が二重のメカニズムを持つ唯一の薬だ。世界は新型コロナウイルスに対しさまざまな治療法を必要としているが、こうした二重のメカニズムを持つ薬が大きな未充足のニーズとして残っている。これは世界規模の重要で巨大な市場になるだろう」と語った。

メルク

メルクは非上場企業のリッジバック・バイオセラピューティクスと共同でモルヌピラビルと呼ばれる抗ウイルス薬を開発しており、新型コロナ抗ウイルス薬の第3相臨床試験データを入手する最初の企業となる可能性がある。先週、モルガン・スタンレーが開催したヘルスケアコンファレンスで、メルクのロバート・デービスCEOは、年末までにFDAの承認を得られる可能性があると言った。

SVBリーリンクのデナ・グレイボッシュ氏は最近のレポートで、モルヌピラビルはメルク（直近の株価約71ドル）にとり1株当たり3ドルの価値になる可能性があるとした。AT-527と同様に、モルヌピラビルは新型コロナウイルス感染症を起こすウイルスの複製を阻害する。

メルクの感染症研究担当のダリア・ハズーダ副社長はモルヌピラビルについて、「ウイルスが次々と変異を続けるのは極めて困難になるだろう」と述べた。さらに、同氏によると、モルヌピラビルは前臨床試験で新型コロナウイルス（Covid-19）以外のコロナウイルスに対しても活性を示しており、「今回のパンデミックだけではなく、将来、その他のコロナウイルスによる人畜共通感染症（動物から感染する感染症）に対しても大きく貢献する可能性を秘めている」という。

ファイザー

ファイザーに関しては、PF-07321332として知られる新型コロナ抗ウイルス薬の臨床試験が行われており、年末にかけてデータが出てくる可能性がある。ファイザーの開発薬はプロテアーゼ阻害剤として知られているもので、エイズウイルス（HIV）に対して使用される抗ウイルス薬に似ている。

ファイザーのフランク・ダメリオ最高財務責任者（CFO）はモルガン・スタンレーのコンファレンスで、第4四半期にFDA承認申請を提出できる可能性があると言った。「この治療薬は、このウイルスと今回のパンデミックに対するわれわれの戦いにおいて、もう一つの素晴らしい武器になると考えている」と語った。

By Josh Nathan-Kazis
(Source: Dow Jones)

3. 株価調整への過度な不安は不要 Correction Worries Are Overblown. Here's Why. FRBによる下支えに期待

[米国株式市場]

9月の市場は弱含む傾向



Drew Angerer/Getty Images

米国株式市場はパンデミック（世界的大流行）初期に付けた底値から一本調子に上昇してきた。米連邦準備制度理事会（FRB）の後押しで上昇を続けてきた株式市場に暗雲が垂れ込めている。だが気にする必要はあるのだろうか。

この時期の株式市場は弱含む傾向がある。今年は特にその傾向が顕著で、9月のS&P500指数の下落率は同月の過去の平均下落率を既に上回っている。だが年初来のパフォーマンスを考えれば一時的な反落にすぎず、株式市場は揺るぎないようにみえる。FRBと財務省が大量の流動性

を供給し続けており、資金が流れ込む株式市場は上昇するしかない。

この上昇はいつまで続くのだろうか。ストラテジストの多くは、調整が起きるのは時間の問題だと考えている。株価は2020年3月23日に底を打ってから既に2倍まで上昇しており、10%を超える下落は一度も起きていない。上昇期間が長過ぎ、調整が起こるきっかけとなる要素が多過ぎるというのが大半の見方だ。

モルガン・スタンレーのウェルスマネジメント部門のリサ・シャレット最高投資責任者（CIO）は、「市場の見方はかなり楽観的で脆弱（ぜいじゃく）な状態だ」と述べる。同氏は米国の経済成長と株式市場に強気だが、年末までに10～15%の調整を予想する。

投資家は強気

新型コロナウイルスによる入院患者数は増加し、消費者信頼感指数は急低下している。アフガニスタンからの米軍撤退や中国の規制強化などで地政学的リスクは高まっているが、物価上昇の勢いは衰えていない。連邦債務の上限引き上げに関する議論が最終局面までもつれ込めば、米国債のデフォルト（債務不履行）や格下げの可能性も高まる。最も重要なのは、景気拡大が予想より前倒しで急速に鈍化しているのに、財政政策と金融政策が同時に引き締められる道筋にあることだ。増税が予定され財政刺激策が縮小される中、FRBが年内に量的緩和策の縮小（テーパリング）を行う可能性は高まっている。

ただ、これらの警告は目新しいものではない。そして投資家は全く気にしていないように見える。

投資家が警告を聞き流すもっともな理由が一つある。FRBのパウエル議長は、インフレは長引かない、テーパリングは金融引き締めではない、金融緩和は止めない、と市場に信じさせることに今のところ成功している。重要なのは金余り状態であり、「資産バブルや金融安定性への懸念などどうでも

よい」とシャレット氏は言う。

一方、弱気派にとっては、今後数カ月間が絶好の機会だ。彼らはウォール街から議会まで、株価調整のきっかけを探し続けるだろう。

アイアンサイズ・マクロエコノミクスのマネジングパートナーであるバリー・ナップ氏は、金融政策と財政政策が同時に引き締められようとしていることについて、「これから実施される政策が山積みだ。最初の引き締めはFRBが行うことになるかもしれないが、そうならない可能性もある。引き締めが実際に行われていることがはっきりするまで、市場参加者は財政政策を無視するだろう」と言う。

税制改正、債務上限問題、FRB体制変更の影響

バイデン大統領の経済政策の要となる3兆5000億ドルの予算案は議会で何カ月にもわたって議論されているが、最終的には規模が縮小する可能性が高い。だが2兆ドルまで縮小されるかどうかは特に重要ではないとナップ氏は言う。経済や市場にとって、新たな支出を賄うための増税が直接の脅威であり、同氏は「株式投資家にとって、これは財政刺激策ではなく財政引き締めだ」と言い、10～12%の調整を予想する。

ただ、既に投資家が懸念していたほどの増税規模ではなくなっている。下院歳入委員会案によると、個人の所得が40万ドルを超える場合と夫婦で45万ドルを超える場合、長期キャピタルゲインと配当に対する税率が20%から25%に引き上げられる。一部のアナリストはこれを28%と予想していた。富裕層の所得に対する最高税率は2017年の減税・雇用法で定めた37%から39.6%へ戻り、年収500万ドルを超える個人には所得の他、キャピタルゲインや配当にも3%の追加課税が行われる。だが、これもバイデン案よりは少ない。相続税のステップアップ廃止などの大幅な税制改正も見送られた。

スタイフェルのチーフ政策ストラテジストであるブライアン・ガードナー氏は、「今回の委員会の提案は、税制を揺るがすほどではない」と言う。つまり、今回の提案は、税制の枠組みを抜本的に見直すものではないという。

ただし、税制改正の影響を完全に否定するわけではない。委員会の提案では、法人税の最高税率が21%から26.5%に上昇する。しかし、ジョー・マンチン上院議員（民主党、ウェストバージニア州選出）は、最高税率は25%だと主張しており、そこに落ち着くと考えるのが妥当と思われる。また、民主党は、米国企業の海外での利益に対する課税を強化しようとしているが、これは投資家にとって、市場をけん引する人気企業に影響を与える可能性があることから、頭痛の種になっている。

ところが、ガードナー氏によれば、委員会の提案は、米国が競争上不利な立場に置かれると批判を受けている、バイデン政権が提案するグローバルミニマム税よりも市場に与える影響は限定的なものだという。

9月27日に予定されているインフラ投資法案の下院での採決を前に、多くの議員が歳出と税金の計画について議論している一方、別の時計が時を刻んでいる。今月初め、イエレン財務長官は、「議会が、パンデミックの中で適用が停止されていた債務上限を8月1日に復活させたが、この上限をさらに引き上げない限り、米国は早ければ10月にもデフォルトに陥る可能性がある」と述べた。

コーナーストーン・マクロのアナリストは、「債務上限問題によって米国の信用格付けが引き下げられた2011年以降で、今は米国のデフォルトリスクは最も高い」と言う。しかし、投資家はこうした脅し文句の先を見るべきである。米国がデフォルトに陥ることはないだろう。ナップ氏は、「過去の債務上限問題では、S&P500指数が4%下落したが、すぐに元に戻った」と言う。土壇場でこのような状況に陥った場合、それは買いのチャンスだ。

ワシントンには他にも地雷がある。2月に任期を終えるパウエル議長に、バイデン大統領がFRB議長を続投させる保証はない。民主党左派の進歩派はFRBに新しいトップを求めているが、ストラテジストはパウエル議長が留任する可能性が高いと言う。その前に、FRBのランダル・クオールズ副議長が10月に任期満了となるに当たり、進歩派は後任として銀行監督により積極的な候補者を推す可能性がある。上院銀行委員会のメンバーであるエリザベス・ウォーレン上院議員（民主党、マサチューセッツ州選出）は、クオールズ副議長の交代を主張している。

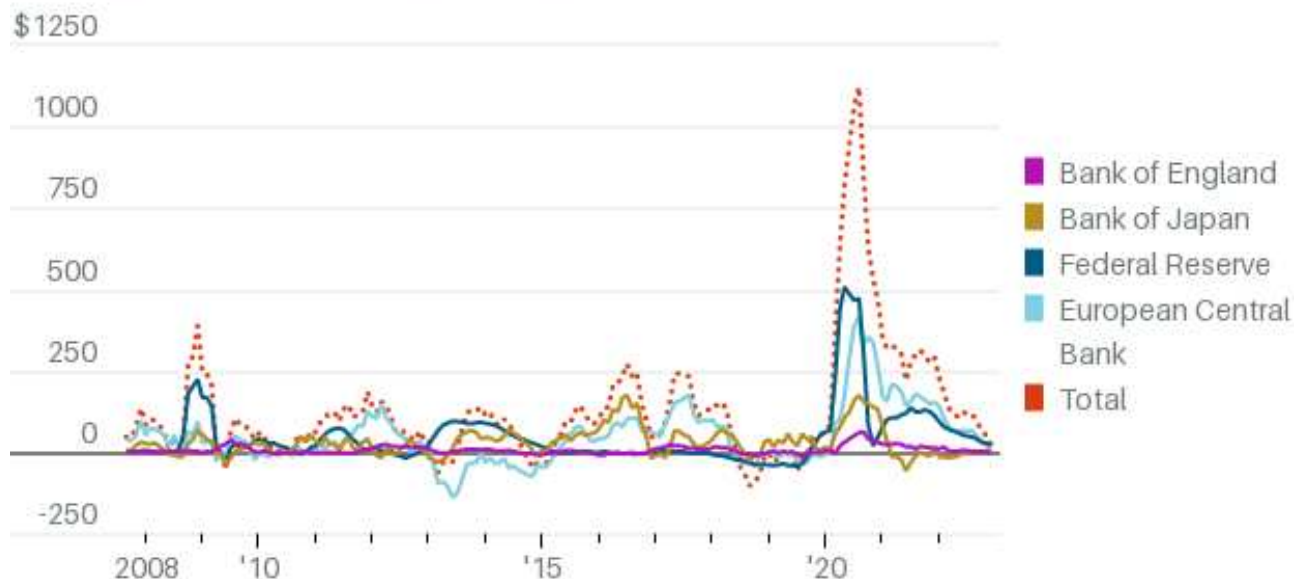
ワシントンのストラテジストは、ウォール街のアナリストと同様、税制、債務上限やFRBの体制変更の可能性などに対する投資家の冷静な反応に困惑している。フルカム・マクロ・アドバイザーズのマネジングパートナーであるフランク・ケリー氏は、「これらすべての事柄が渦巻いている。日替わりで新たな市場リスクに光が当たっているような感じだ」と述べている。

中央銀行による流動性供給

Sea of Liquidity

Several major global central banks have been buying hundreds of billions of dollars in assets a month since the pandemic, underpinning financial markets and risky assets.

Monthly six-month moving average, in billions



Source: Apollo Global Management

雑音と閃光（せんこう）の中から、市場の現状と今後の方向性を示す数字がある。アポロ・グローバル・マネジメントのチーフエコノミストであるトーステン・スローク氏は、「世界の中央銀行は、毎月約3000億ドルの資産を購入している。さまざまなことが起きるが、最終的にはこれが重要だ」と指摘する。

ヤルデニ・リサーチのエド・ヤルデニ社長は、「FRB、欧州中央銀行（ECB）、日本銀行の総資産の合計は、パンデミック前の16兆2000億ドルから、8月末時点で24兆5000億ドルと急増し、過去最高となっている。そしてこの総資産合計の成長率（年率）は、2月のピーク時の58%から8月末には17%に低下しているが、そのペースは依然として高い水準だ」と指摘する。

さらに重要なこととして、これら中央銀行の総資産は、今後伸びが緩やかになるかもしれないが、当面は減少に転じることはないと思われる。FRBが毎月の購入額を減らし始めたとしても、市場の反応は短期間で収まるとヤルデニ氏は言う。パウエル議長は今回のテーパリングが利上げの開始を意味するものではないと強調しているため、その影響は小さくなる可能性があるということだ。

FRBの動向

FRBが創った相場は、FRBが壊す。「今後2、3年のうちに金利が正常化するとしたら、足元のバリュエーションは割高である。投資家は利上げに対するFRBの本気度を試しているのかもしれない」とスローク氏は言う。インフレの状況を考えると、これは危険な賭けだ。消費者物価上昇率は8月にやや低下したが、FRBは既に投資家を消費者物価指数（CPI）のようなハードな指標から、インフレ期待のようなソフトな指標へと誘導している。ニューヨーク連銀は最近、3年後の予想インフレ率が4%に上昇したと発表した。これはFRBのインフレ目標の2倍に相当する過去最高の値だ。これは、消費者がインフレを予想していることを示しており、インフレになる可能性が高くなっていることを意味する。

塗料メーカーのシャーウィン・ウィリアムズ（SHW）など、複数の企業が原料価格の上昇に伴う利益率の低下を警告していることを受け、アナリストは第3四半期のS&P500指数の利益見通しを下方修正している。インフレ率が依然として上昇していることから、ストラテジストは、FRBはすぐにではないにせよ、実際に利上げを行うだろうと述べている。

ここに、希望の光がある。市場が金融引き締めを予想して最終的に調整した場合、FRBは金融引き締めを中断するか、少なくともペースを緩めるだろう。いわゆる資産効果が金融政策の重要な部分を占めており、消費者は資産が増えると消費が増えるため、中央銀行関係者は市場の低迷にあまり寛容ではない。「市場が調整すれば、FRBが介入して再び市場を助けることになる」とスローク氏は言う。

投資家は、市場の低迷が買いのチャンスを生むため、ワシントンをはじめとする各地からのさまざまなリスクに注意を払う必要がある。FRBプットは現実であり、少なくとも今のところ、それはイン・ザ・マネー（行使した場合に利益が出る状態）になりそうだ。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

4. 増えるサイバー犯罪と戦う方法 Cybercrime Is on the Rise. Here's How to Fight It. マイクロソフトのブラッド・スミス社長に聞いた

[フィーチャー]

増えるサイバー攻撃



Photograph by Guerin Blask

米国企業を対象としたロシアによるサイバー攻撃は、警告なく行われたが、前例がなかったわけではない。ロシア軍によって実施されたと米国政府が主張する2017年のウクライナに対する攻撃は、ウクライナに混乱をもたらした。2020年には、マイクロソフト<MSFT>などのハイテク企業を狙って、ハッカーが西側諸国のシステムに同じ策略を用いて侵入した。そのハッカーはロシア対外情報庁(SVR)と関わりがあるとホワイトハウスはのちに確定するのだが、彼らはIT管理ソフトウェア会社のソーラーウィンズ<SWI>のシステムにマルウェアを仕掛けて、1

万8000カ所の企業や政府機関にアクセスするための情報を入手した。

マイクロソフトのブラッド・スミス社長は、それが審判の時だったと語る。同氏は、マイクロソフトのサイバー攻撃への対処で議会証言し、地政学的分野でトップのストラテジストとして浮上した。

ソーラーウィンズに対するハッキングは攻撃を受けた組織を大きく混乱させたが、ハッカーは民衆の怒りをあおらないように攻撃を制限した。スミス氏は、「米国でウクライナのような事件が発生していれば、全く異なった事態になっていただろう。一国のPCの10%が稼働停止になれば、人々は銀行口座にアクセスできず、クレジットカードも使えず、ニュースも見られなくなる」と本誌に語った。

米国は、そのような規模のサイバー攻撃をまだ経験していないが、それが近づいている可能性がある。今年、燃料パイプラインを運営するコロニアル・パイプラインがサイバー攻撃を受けて身代金を要求されたときには、同社はパイプラインの操業停止を余儀なくされ、スタンドでのガソリン不足を引き起こした。「それは、人々が決して予想しなかった形で、人々の日々の生活に影響を及ぼした」とスミス氏は言う。

スミス氏は、マイクロソフトの上級経営陣の中では最も長く勤務している。同氏は14日に、同社の副会長に就任した。1990年代にマイクロソフトに入社後、2002年には、マイクロソフトを分割寸前に追いやった独占禁止法訴訟の後で、法務顧問に就任した。スミス氏の当時の役目は、マイクロソフトと闘う政府と和解することだったが、現在は同氏が「戦争にはまだ至っていないが、本当に平和な時よりも一段と困難」と称する世界をマイクロソフトが乗り切ることの一役買っている。

マイクロソフトは、緊急性がますます高まっているサイバーセキュリティにおいて中心的な役割を占めるようになった。スミス氏によると、同社は、「政府とは違って」、国境に縛られない「世界で唯一無二の企業」である。同社製基本ソフト(OS)であるウィンドウズが世界中のPCにインストールされているため、同社の情報収集能力は相当なものだ。「米国政府の中に、マイクロソフトは独自の

データセットを有している、という関係者がいる」とスミス氏は言う。例えばマイクロソフトは、コロナル・パイプラインに対するサイバー攻撃が始まった「ほぼその瞬間に」事態を把握していた、と語る。

■ 広範囲な対策が必要

サイバーセキュリティ対策は、政府と民間の両方に行動を要求することになり、民間についてそれはハイテクセクターにとどまらないうとスミス氏は言う。サイバーセキュリティの一部の専門家は、保険会社が企業に対して身代金支払いを容易にしまったために、うかつにもランサムウェアによる攻撃を促してしまったと主張する。スミス氏は、ホワイトハウスのサイバーセキュリティ・サミットに保険会社が招かれた理由の一つは、その問題への対処だと言う。米国は、サイバーセキュリティ関係者の深刻な不足に陥っている。また、企業に対してサイバーセキュリティの問題を完全に開示させるためには、議会の行動が必要と氏は言う。

問題はロシアだけではない。3月にマイクロソフトは、同社の企業向け顧客の電子メールソフト「エクステンジサーバー」が中国からハッキングされたと認めた。犯罪組織も、機密性の高いデータの取得を目的としてハッキングを利用している。政府は、そのような犯罪活動の「抑止力」を確立する必要があるとスミス氏は言う。言い換えれば、政府はハッカーをハッキングする必要があるが、民間企業はそのような自警主義を回避すべきであると、氏は言う。

米中間の対立は、国境を超えるデータトラフィックを認識する必要性をあいまいにしたが、マイクロソフトなどの企業はこの問題に取り組んでいる。米中両国は、互いに技術移転の制限を図っているが、実務上の状況を理解するために必要な「ある種の具体的な明確さ」はまだ現れていないと、スミス氏は言う。マイクロソフトによる、中国のソーシャルメディア「TikTok(ティックトック)」買収の失敗は、政策の混乱を示している。

スミス氏は、「米国内に存在する中国の特定のテクノロジーに対して、米国政府がさらに安心できるような個人情報保護、セキュリティ保護、および、偽情報に対する保護を実現できるかどうか」が根本的な問題だ」と語る。サイバーセキュリティの対立は様相を複雑化するだけで、スミス氏とマイクロソフトの同僚らに多くの取り組むべきことがあるのは確かだ。

By Matt Peterson
(Source: Dow Jones)

5. 石油の賢人、ダニエル・ヤーギン氏に聞く

[インタビュー]

Oil's Oracle, Daniel Yergin, on the New Dynamics in the Energy Market.

エネルギー市場の新たな力学

■ 石油の時代からエネルギーミックスの時代へ

ダニエル・ヤーギン氏は、エネルギーに関する非常に影響力のある数々の書籍を執筆するとともに、企業や政府に対してアドバイスを行ってきた。現在は、IHSマークイットの副会長を務めている。最新の著書、『The New Map: Energy, Climate, and the Clash of Nations（新しい地図：エネルギー、気候、国々の衝突）』では、米国のシェールオイル・ブームや中国の台頭など、過去20年間で石油の



Photograph by Jesse Burke

政治がどのように変化したかについて考察している。

本誌：著書には150年以上続いた石油の時代について書かれているが、石油の時代はもう終わったのか？

ヤーギン氏：それについては、以前の4冊目の著書『The Prize（邦題は『石油の世紀: 支配者たちの興亡』）の頃から考えていた。当時は、需要はどんどん増え続け、ピークに達したとしても、考えるに値しないほど遠い未来のことと想定していた。また、輸送においては石油が永

久に独占的地位を占めると思っていた。今では全く違う。石油の時代ではなく、エネルギーミックスの時代になる。石油と天然ガスは、かなり長い間、エネルギーミックスの重要な部分を占め続けると思うが、再生可能エネルギーがより大きな割合を占めるようになる。

Q：石油産業は何十年もの間、好況と不況を繰り返してきた。価格が上昇すれば掘削量も増え、価格が下落すると掘削量が減るという感じだったわけだが、今や米国の石油会社は価格が上昇しても石油の生産を抑え、「もっと規律を守る」と言っている。それで通るのか？

A：現在第二のシェール革命が起きているため、それでも良くなった。投資家と企業との関係における革命だ。何が何でも成長第一というのではなくなった。投資家に還元し、信頼を回復して、投資家を呼び戻さなければならない。以前のような非合理的な高揚感が起きることはないと思う。本当に十分なリターンが安定して得られると確信できるまで、投資家が大量に戻ってくることはないだろう。

Q：石油業界は今、投資可能だと思うか？株価は昨年比で大きく上昇したものの、ここ数カ月は横ばいだ。

A：再び投資可能な状態になってきていると思う。1、2カ月前には、原油価格が1バレル当たり100ドルになりそうな高揚感があつた。今のところ60ドルから80ドルの範囲にある。デルタ変異株の影響が大きくなる前には、需要が大方の予想よりもかなり強く回復してきていた。今年の第1四半期から第3四半期にかけて、石油需要は日量約700万バレル増加した。世界はまだしばらくの間、大量の石油を使い続けるだろう。この業界に関わりたくないという投資家もいるだろう。しかし、安定したリターンが得られると分かった投資家は、ポートフォリオの一部として、そのリターンに非常に興味を持つ。新たなウイルスによる大不況や、米中関係の危機が世界経済を左右するようなことでもない限り、石油関連企業はこれまで以上に負債の返済や投資家への還元に力を入れることになるだろう。

米中関係と石油

Q：米中関係といえば、新著ではエネルギーの政治に関して、世界の変化を検証している。この10年間で、グローバリゼーションは崩壊しつつある。その背景にはトランプ前大統領の存在も大きいですが、以前からも起こってきたことで、その後も続いている。石油の力学や価格も変えるものなのか？

A：石油は地政学的に非常に重要な位置を占めている。米中関係においても、さまざまな形で影響を与えている。中国の南シナ海の領有権の主張は石油輸入に大きく関係している。中国は、米国のように自給自足できればよいが、石油の75%を輸入しており、米海軍と石油の輸送が懸念材料だ。その一方で、中国は米国の石油・ガスの輸出にとって非常に重要な市場になっているが、これはほとんどの人

The New Dynamics for Energy



Source: FactSet

が知らない。米中関係がこれからどうなるのか、というのが包括的で重要な問題だ。トランプ前大統領が就任する以前から変化は始まっていた。2015年頃までは、私が「世界貿易機関（WTO）のコンセンサス」と呼んでいるものに支配されていた。つまり、中国は責任あるステークホルダーであり、同じ国際秩序の一部であると考えられていた。驚くべきことに、状況は大きく変化している。バイデン大統領は中国を戦略的な競争相手とし、大国間の競争について語っている。中国も同様に考えている。最終的に、21世紀の地政学的・経済的な大問題は、この米中関係が本当にどこへ行くのかということだ。

Q：トランプ前大統領の中国との貿易協定の一部は、中国が米国の化石燃料を一定量購入するというものだった。それが変わり始めるのか？中国が、「ロシアに軸足を移す」などと言い出す可能性はあるか？

A：確かにその可能性はあると思う。中国は不満があれば行動に移すことが明らかだからだ。オーストラリア産ワインは中国に輸入されなくなった。日本へのレアアース（希土類）の販売も打ち切るだろう。しかし、報復が報復を呼ぶ。中国にとって米国は重要な輸出先でもある。中国は、米国から石油やガスを輸入することは、両国間の貿易収支を管理し、多くの中国産品を売り続けられるようにする戦略の一環だと考えている。

新しい時代の世界秩序

Q：ロシアについての記述も多いが、ロシアの重要性は？米国のシェールブームが与える影響は？

A：著書の中で、サンクトペテルブルクの経済フォーラムで、誰かがプーチン大統領に質問したという逸話を書いたが、実はそれは私だ。私はたまたま、「シェール」という言葉を口にした。その時、3000人の観客の前でプーチン大統領が私に向かって怒鳴り始めた。穴があったら入りたいという感じだ。同大統領が米国のシェールガスを嫌っているのは、二つの理由からだと言った。一つは、ロシア人

が裏庭と考えている欧州のガス市場で、米国が競争相手になること。そしてもう一つは、シェールは米国の力を補完するものであり、以前とは異なり、世界の中で米国が柔軟性を持てるとの考えだ。プーチン大統領はロシアをグローバルプレーヤーにした。また、中国との関係も非常に強くなっている。米国政府内には、何とかロシアを中国から引き離せると考える人たちがいる。しかし基本的には、ロシアと中国は多くの問題で一致しており、特に、米国主導の国際秩序に反対している点では一致していると思う。

Q：そこに石油がどう関わってくるのか？

A：ロシアと中国の関係は、かつてマルクスとレーニンを基盤としていたが、今や石油とガスを基盤としている。ロシアは中国にとって重要な石油の供給国で、北部で液化天然ガス（LNG）の開発が進めば、さらに重要になる。これは、エネルギーの観点から、ロシアと中国がお互いに協力していくという、非常に意識的な戦略だ。これらの新しい動きは、米国のシェールブームも含め、中東の状況も変えている。2019年にサウジアラビアのアブカイクにある重要施設が攻撃されたが、5年前にあれが起きていたら、原油価格が急騰していたことだろうが、市場は軽く受け流してしまった。米国のシェール開発が、市場のパニックに対する巨大な緩衝材になったのだと思う。しかし、結局のところ、世界の石油市場は一つしかない。大規模かつ長期的な混乱が生じれば、全ての人に影響が及ぶ。米国は2008年に比べてはるかに有利な立場にあるが、全く切り離されたわけではない。

Q：中東で戦争が起こる可能性は低くなるか？少なくとも米国が巻き込まれる可能性は低くなるか？

A：米国の軍事的コミットメントの性質については、疑問が出てくると思う。サウジアラビアは、ロシアとの戦略的な関係の方向にかじを切っている。石油輸出国機構（OPEC）と非加盟産油国で構成する「OPECプラス」は、まさにサウジアラビアとロシアの協定だ。

Q：石油の時代から脱却するのであれば、次の時代には誰が権力を握るのか？

A：われわれはこれまで、石油のサプライチェーンに注目してきた。ネットゼロの世界のサプライチェーンについては、まだ目を向け始めたばかりだが、そこには複雑な要素がたくさんある。ネットゼロで地政学とエネルギーが交差する点を探すと、それは中国になる。なぜなら、中国はリチウムイオン電池のサプライチェーンの80%、世界のレアアースの60%を支配しているからだ。中国はこれらのサプライチェーンにおいて非常に優位に立っているが、そのサプライチェーンは、今後構築すべきものに比べて比較的小さい。目標を達成するためには、もっと大量に採掘する必要がある。われわれはこれまで、「ビッグオイル」に慣れていたが、そのうちに「ビッグシャベル」の話をしなければならなくなるだろう。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

6. PPI上昇が招く利益率低下と株価下落 Soaring Producer Prices May Squeeze Profit Margins—and Stocks. FOMCの後も難題が控える

[コラム]

エネルギー価格の上昇が「需要破壊」に



Stefani Reynolds/Bloomberg

諺（ことわざ）は「風邪には小食、熱には大食」だろうか。それとも反対か。筆者は覚えられず、風邪と熱に対処するためには、とにかく食べることにしている。しかし、症状が重い場合は的確な処方箋が必要になる。

景気診断法として、物価上昇は需要が供給を上回っていることを表わし、好景気の兆候であると教えられている。現在は短期的に供給が制約されて需要に追いつかないという、逆の状況に直面している。その結果、物価上昇が経済成長の足を引っ張っている。

これはコモディティー関係者の間でよく知られる「需要破壊」という現象をもたらしている。つまり、買いたい需要家がいても、価格がさらに上昇することで十分な供給を受けられない状態である。英国、欧州大陸ではエネルギーコストの上昇によって、化学、肥料、鉄鋼・非鉄金属業界が制約を受けている。一方、中国では大気汚染を抑えるために鉄鋼・非鉄金属を減産している。目的の一つは、2008年夏のオリンピック前に奇跡的に成功したように、冬季オリンピックを控え北京の空気を浄化することにある。中国の減産と欧州でのエネルギーコスト上昇が重なり、アルミニウム価格は史上最高値を更新している。

実質賃金の減少が価格転嫁を妨げる

コスト上昇は物的・人的資源の不足と相まって、企業利益を圧迫する可能性がある。調査会社マクロメイブンのステファニー・ポムボイ氏は顧客に対し、改めて卸売物価の上昇が消費者物価を大幅に上回っていると警告している。8月の卸売物価指数（PPI）上昇率が前年同月比8.3%と過去最大だったのに対し、消費者物価指数（CPI）の上昇率は同5.3%だった。同氏は最新のレポートで、「示唆される結末は過去に一度しかない水準の企業利益率の低下だ。ニクソン大統領（当時）がドルと金の兌換（だかん）を停止し、90日間賃金と物価を凍結した1970年代の事業環境は厳しかった」と述べる。

同氏は、スタグフレーション（不況下の物価上昇）に見舞われた70年代でも、労働者の実質賃金上昇率は物価上昇率を上回ったと付け加える。対照的に現在の実質賃金は0.6%減少しており、物価を下回る。恐らくこれは消費者にとって企業が望む価格転嫁を吸収する能力を奪い、現在の企業利益率に「より深刻な打撃」になりかねない。

実質賃金の減少は消費者が疑念を抱く政府の物価認識に基づくものであり、理由がない訳ではない。以前にも指摘したが、CPI最大の構成項目である「帰属家賃」（住宅所有者が仮にその住宅を借りていた場合に支払う家賃）の直近上昇率は前年比2.6%であり、住宅価格の上昇から大幅に遅れている。

しかし、ダラス連銀の2人のエコノミストは家賃上昇率が住宅価格上昇率に追い付くと予想している。投資家は約18カ月前に上昇し始めた住宅価格が、家賃を押し上げ物価全体を押し上げると予想するはずだ。ミシガン大学の最新の調査によれば、住宅、自動車、耐久消費財の価格上昇で、これらの購入条件は調査開始以来最悪に近い水準としている。

企業利益率が悪化しそうなにもかかわらず、アナリストは利益見通しを楽観視したままである。ファクトセットによれば、第3四半期の企業利益は低水準だった前年同期を27.9%上回る見通しだが、比較のハードルがそれほど低くない2022年のコンセンサス予想も前年比9.3%増益となっている。

債務上限引き上げが焦点

現時点で金融市場が最も注目しているのは、21、22日に開催される米連邦公開市場委員会（FOMC）である。多くの米連邦準備制度理事会（FRB）ウォッチャーは同会合で毎月1200億ドルの債券買い入れを縮小する準備が整うとみている。実際の発表は11月2、3日の会合の後になる見通しだ。

恐らく、FRBのパウエル議長はテーパリング（量的緩和の縮小）と政策金利であるフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標（現在は0～0.25%）の段階的な引き上げを切り離そうとするだろう。JPモルガンのチーフ米国エコノミストであるマイケル・フェローリ氏は、FOMCで示される新たなドットプロット（当局者の政策金利見通しを示す金利予測分布図）は2022年の予想利上げ時期の中央値を表わすだろうと記している。

また、議会の通過を待つ税制・支出計画も金融市場の大きな注目点だ。先週下院歳入委員会が発表した税制改革は投資家が懸念したよりも穏健な内容だった一方、全体としては政府が模索した3兆5000億ドルから縮小する公算が大きい。そして、こうした議論が債務上限をめぐる交渉でこじれるかもしれない、金融市場を混乱させる可能性がある。

以上のような状況が理由で、先週の株式市場は下落して引けた。特にS&P500指数は市場関係者が最も注視する50日移動平均線をわずかに下回った。これは予想されている調整の引き金なのか、あるいは上昇基調を維持する中での一服なのか。風邪には大食が良いか小食が良いかよりも、難しい問題である。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. 9月相場に新たな懸念材料

[米国株式市場]

The One Indicator That Has Wall Street Biting Its Nails.
テクニカル指標に過敏になる必要はないが

50日移動平均線を割り込む



Spencer Platt/Getty Images

ウォール街で、テーパリング（量的緩和策の縮小）、増税、中国の不動産大手である中国恒大集団（エバーグランデ）＜3333.香港＞の経営破綻懸念を合わせたものよりも怖いとされるものが見つかった。それは50日移動平均線と呼ばれるものだ。

株式市場の調整局面が近づいているという、ウォール街の論客の陰気な見通しは先週も続いた。調整の理由はさまざま。株価上昇が長期に渡り、それも調整らしい調整がなかったこと、市場を支えていた米連邦準備制度理事会

（FRB）による債券購入が取りやめになりそうなこと、増税が近いこと、景気が鈍化しつつあることを経済指標が示していることなどだ。ただし、どれも実際にはまだ起きていない。

それでも先週の株式市場は下落し、S&P500指数は0.6%安の4432.99となった。ダウ工業株30種平均は0.1%下落して3万4584ドル88セント、ナスダック総合指数は0.5%下落して1万5043.97で引けた。小型株のラッセル2000指数は0.4%の逆行高となり、2236.87で週末を迎えた。

そして、S&P500指数は6月18日以降で初めて50日移動平均線を下回った。50日移動平均線は過去50日間の終値を平均したテクニカル指標で、しばしばS&P500指数の支持線や抵抗線として機能する。現在の水準は4436.35で17日の終値がそれを下回ったため、短期志向の投資家やトレーダーにとっては非常に恐ろしい状況ということになる。

最近はずぐに反発していたが・・・

今回、50日移動平均線を下回った日がオプションの清算日であり、ボラティリティーが高まることの多い日であることも懸念に拍車を掛けている。5月以降、S&P500指数はオプション清算日前後に50日移動平均線に接近した後、急速に反発に転じていた。急速にというのは、1日か2日でS&P500指数が反発したということだ。

インスティテットでデスクストラテジストを務めるフランク・カッペレリ氏は、「50日移動平均線に関する議論は、下落のたびにいやとなるほど頭にたたき込まれてきた。そして、もう聞き飽きたかもしれないが、50日移動平均線に接近した段階で押し目買いの動きは実際に見られた」と書いている。

ただし、今回は感触が違うかもしれない。ベイ・クレスト・パートナーズのチーフ市場テクニカルアナリストであるジョナサン・クリンスキー氏は、S&P500指数が50日移動平均線付近にある状態が長くなっている点を指摘する。実際、S&P500指数が50日線付近にあって大きな下落や反発がない状況が6

Market Snapshot



営業日続いている。同氏は「現在の状況は、これまでの急速なV字型の底入れとは対照的に、50日移動平均線上での値固めのように見える。つまり、現時点のS&P500指数の状況が過去4、5回とは少し違うと感じられる」と指摘する。

懸念材料を消化して年末高につなげられるか

それでもクリンスキー氏は、50日線を1回下回っただけでパニックになることはないと認めている。というのも、S&P500指数は現在50日移動平均線を2営業日連続で下回ることなく218日間が経過しており、1990年以降で2番目に長い記録となっているからだ。この記録が途切れるかどうかは、20日の取引終了時までわからない。

市場が50日移動平均線を割り込む方向に考えるなら、そうなる理由はたくさんある。エバーグランデがリーマン・ブラザーズの破綻と同じ状況であることが判明して、世界の市場の崩壊につながるかもしれない。FRBがサプライズをもたらして今週からテーパリングを開始するかもしれない。つまり、昔のおとぎ話のバーバ・ヤーガ（スラブ民話の魔女）のような何かが潜んでいるのかもしれないのだ。

それでも、9月に投資家が弱気になり、多くのことを懸念するのは、市場の次の上昇に向けた好材料なのかもしれない。ネッド・デービス・リサーチのティム・ヘイズ氏は「世界株式のインデックスであるMSCIオール・カントリー・ワールド・インデックス（ACWI）は再び売られ過ぎの状況にあり、投資家のセンチメントは過度に楽観的な状況にはなっていない。9月のネガティブな季節性に直面した市場の回復力は、第4四半期に好転するという強気の季節性を予告しているのかもしれない」と指摘する。

いずれにせよ、その時点までなんとか無事にたどり着ければと思う。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

8. 債務上限に関わる対立を終わらせる方法 Fiscal Chicken, Anyone? How to End Debt Ceiling Fights. 財政の「チキンゲーム」をどう終わらせるか

[米国経済]

ハケット氏のアヒルの法則



Mandel Ngan/AFP/Getty Images

競争の成果のモデル化に使われるゲーム理論は、過去12回ノーベル経済賞の対象となったが、ナッシュ均衡やパレート効率性に対する筆者の理解は深くないので、債務上限に関わる対立をバディー・ハケット氏のアヒルのジョークを用いて見てみる。

このジョークでは、町から来たハンターがアヒルを撃ち落としたが、アヒルが落ちた場所の農民が「私の土地だからアヒルは私のものだ」と言って渡さなかった。言い争った後で農民はこの土地特有の解決法を提案した。「互いに相手

の股間を蹴るんだ」

ハンターは譲りたくなかったので同意した。農民は力強く蹴り、ハンターは倒れて大声をあげた。その後ハンターは身を整えて「私の番だな」と言ったところ、農民は「アヒルはあんたのもんだ」と言った。

筆者の理解では、ハケット氏のアヒルの法則の意味は、戦いには苦しんで勝ち取る価値がなければいけないことを、競争の当事者が確かめる必要があるということになる。債務上限問題はおまけに、2人の争いではなく、われわれにも被害を及ぼす可能性がある。もっと楽で安全なやり方を目指す時であり、後で述べる。

債務上限問題の背景と見通し

この問題の背景として、米国は過去100年間強にわたって法律で債務上限を定めており、その上限を100回ほど引き上げてきた。債務「上限」よりは債務「帽子」と呼べばいいかもしれない。党派対立の激化が日々の法案審議を命を懸けた争いに変えてしまい、政治家は債務上限問題を駆け引きの材料に使うようになってしまった。

債務上限に関する2011年の対立が米国債の格下げにつながり、株式は短期ではあったが大きく下落し、債券利回りも一時的に上昇して、後に会計専門家によると利払い負担は何十億ドルも増加した。

その時のつかの間の妥協は2013年に崩壊したが、議会は意地の張り合いをする気力がなかったため、債務上限の適用を一時停止とした。その後、債務上限の適用一時停止は延長されてきたが、7月末に最後の延長期限が過ぎた。財務省は現在手元資金をやりくりしており、議会が動かなければ10月半ばにデフォルト（債務不履行）となる。

iPhone（アイフォーン）が世に出た2007年の債務残高は国内総生産（GDP）比35%だったが、その後救済策を伴う2回の大不況、その間の一連の歳出削減を伴わない減税が続いた。2021年に債務残高はGDP比101%に達すると推定されている。今後10年ほどで第2次世界大戦直後の過去最高レベルの106%に達するだろうが、当時は労働人口の4割が兵役か軍需産業に従事していた。2050年までに残高はGDP比195%に達する可能性がある。

ボストン大学のローレンス・コトリコフ教授などの経済学者は、財源手当てがないソーシャルセキュリティ（社会保障）の支払い義務を含めてはるかに高い債務残高を計算している。「どの先進国よりも悪い状況であり、一種の詐欺行為を70年間続けてきた結果だ」と同氏は語る。

これは大変なことに聞こえるが、反対の見方として現代貨幣理論（MMT）を主張する人がいて、米国のように自国通貨で債券を発行する国にとっての真の歳出上の制約は、労働力と物品の入手しやすさと、低インフレを保つ願望だとしている。経済学者ステファニー・ケルトン氏は最近のTEDトークで「歳出法案を可決するための支持を見つけるのは大変かもしれないが、資金の手当てが問題になったことはない」と語る。

際限のない歳出は筆者には到底受け入れられない。筆者はケインズ学派とシカゴ学派の下で育ち、金融政策的には昔ながらのアーミッシュの人々の生まれ変わりのように最近感じている。しかし学派は何だろうと、債務上限はいわばパフォーマンス芸術であって財政上の制約ではない。現在の米国の債務残高は過去の歳出や課税の判断によって決まっており、両党がその残高を増やしてきた。債務上限が決めるのは、既に負った債務を返済するかどうかであり、そしてそれが債務の金利を非常に低い水準で保てるかどうかに影響する。

財政調整措置と呼ばれる予算措置での債務上限引き上げに必要な上院での50議席を民主党はちょうど持っている。財政調整措置に関して大事なことは、第一に、機能上の立法府（議会）が国の歳出の優先順位をどのように決めるかは全く関係ない事で、第二に、いつでも使える方法ではなく、会計年度末にこれだけ近くなって使われることが議会の機能不全の表れである。

なぜ民主党は動かないのか？それは共和党が後の選挙で、民主党が借入れを増やすのを止めさせようとしたが議席が足りなかったと訴えることを望まないからだ。そして共和党はそう主張したいので誰も賛成しない。両党共に他のことで忙しい有権者がこの策略を理解しないと見込んでいる。彼らが駆け引きの材料に使っているのは財政破綻の脅しであり、債務を増やす唯一の手段は状況を瀬戸際まで追い込むことだ。

ドイツ、オランダ、英国、カナダなどほとんどの先進国は債務上限なしで財政を運営している。デンマークにはあるが、最後に何事もなく設定したのが2010年で、現在の債務残高のはるか上に設定した。議会は上限を単に撤廃することが出来るが、どちらの党も見栄えが悪いリスクを取らない。

問題解決の必要性とその方法

「責任ある連邦予算委員会」（CRFB）のマヤ・マクギネアス委員長は、この問題の答えは、債務を増やす減税か歳出増の際には債務上限引き上げを含めることだと語る。そうすれば税金や歳出案の承認が借入に対する説明責任を伴い、デフォルトをめぐる対立が終わる。

同氏は「デフォルトのリスクはわずかなものでも、本当に愚かな行いがわれわれに脅威を与えるリスクを放置するべきではない。そしてこれだけ分断されて機能不全な状況にあって、愚かなことが起きる可能性は過去に比べてはるかに高い」と語る。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

9. iPhone 13にサプライズはなかったが、アップルの株価には上値余地がある

[ハイテク]

The iPhone 13 Didn't Surprise. Apple's Stock Still Might.

アップルは平均販売価格の上昇傾向を維持、通信事業者の販促が販売を上積み

新製品にサプライズはなかったが好材料はある



Courtesy of Apple

アップル<AAPL>が先週開催した毎年恒例の製品発表会は、一見すると退屈な類いのイベントだった。サプライズは少なく、新しいiPhone（アイフォーン）13のラインアップはほぼ予想通りの内容で、iPad（アイパッド）とアップルウォッチに施された機能向上は革新的と言えるものではなかった。だが、さらに掘り下げて見ると、検討すべき材料はたくさんある。最大の収穫は、今後の見通しが懐疑的なアナリストが考えているよりもやや明るいことだ。

平均単価を押し上げるアップルの戦略は健在

新しいiPhone 13の主な特徴が従来モデルの延長線上にあることは間違いない。画面上部のノッチ（カメラを内蔵するための画面の切り欠け）は小さくなり、新型プロセッサのA15バイオニックは処理能力がiPhone 12のA14から高速化された。バッテリー寿命が長くなり、カメラが改良され、メモリー容量が拡大された。

一部のアナリストは、iPhone 13 Proで記憶容量1テラバイトのフラッシュメモリーが選択可能になったことを重視している。それだけの容量を誰が必要としているのか筆者にはよく分からないが、スマートフォンの平均的な記憶容量の増加傾向は、アップルだけでなくメモリー半導体メーカーのウェスタン・デジタル<WDC>やマイクロン・テクノロジー<MU>にとっても良いことだ。基本モデルの場合、価格が旧モデルと同じであるにもかかわらず、記憶容量は2倍の128ギガバイトに引き上げられた。

バーンスタインのアナリスト、トニ・サッコナギ氏によると、アップルの価格戦略はiPhoneの平均販売価格の上昇傾向を維持するように構築されている。同氏の計算では、アップルの2021会計年度の平均販売価格は前年度から18%上昇する見込みだ。

こうした傾向を後押ししているのが消費者の好みであることは明らかだ。少なくともiPhone 12のユーザーにはハイエンドモデルのProおよびPro Max（サッコナギ氏は両モデルの利益率が基本モデルより10%ポイント高いと主張している）を好む傾向がある。しかもアップルは、メモリーの追加搭載でかなりの利ザヤを稼いでいるとみられる。サッコナギ氏の計算では、iPhone 13の販売構成がiPhone 12から変化しない場合、平均販売価格は5%上昇する。

5Gユーザーの拡大を目論む通信事業者がiPhone 13の販促を積極化

モルガン・スタンレーのケーティ・ヒューバティ氏は、新型iPhoneの収益性と値頃感の両方に注目している。同氏は、平均販売価格を押し上げてiPhoneの利益を引き上げるアップルの戦略が大きなニュースかもしれないとの見方に同意しつつも、携帯電話通信事業者による積極的な販促と下取りが値頃感を高め、需要を高止まりさせると指摘する。

同氏によると、通信大手のAT&T<T>とベライゾン・コミュニケーションズ<VZ>によるiPhone 13の販促活動は従来モデルよりも積極的だ。周波数帯域の購入と高速大容量規格「5G」の通信網構築に数十億ドルを投じた両社がトラフィックを必要としていることは間違いない。

ジェフリーズのアナリスト、カイル・マクニーリー氏は、先週の最大のニュースは通信事業者の販促だったとさえ述べている。AT&T、ベライゾン、携帯電話通信会社のTモバイルUS<TMUS>は、有資格のすべての顧客にiPhone 13の基本モデルを無料で提供している。AT&Tは、Proモデルへのアップグレードを無料で提供する予定だ。Tモバイルの場合、iPhone 12 Pro Maxを下取りに出したユーザーに無料でiPhone 13 Pro Maxへのアップグレードを提供する。アップルはユーザー基盤の拡大を望み、通信事業者は5Gユーザーを増やしたいと考えており、それによって消費者はより高性能なスマートフォンを手に入れることができる。言うなれば、「ウィン・ウィン・ウィン」の関係が成立する。

増収率の鈍化は不可避だが、コンセンサス予想を上回る可能性がある

ヒューバティ氏によると、iPhoneの稼働台数のうち5Gを使用しているのは約5%にすぎない。同氏は、こうした5G採用サイクルの「長期化」を背景に、スマートフォンの新機種への需要が高水準で推移すると予想しており、直近のレポートで「発売直後の販売台数が公表され、iPhoneへの需要がバイサイドの低い予想より旺盛であることが示された場合、アップル株は短期的にアウトパフォームすると予想している」と書いた。

投資家が最も用心すべき点の一つは、アップルの成長鈍化が不可避であることだ。コンセンサス予想によると、2021年度は34%だった増収率は2022年度に4%未満に急低下する見込みだ。しかし、通信事業者の下支えによってiPhone需要が持ちこたえれば、増収率が上積みされる可能性がある。ルーブ・ベンチャーズの共同創業者でアナリストとしてアップルをフォローしているジーン・ミュンスター氏は先週、増収率は10%に近づくと考えていると筆者に述べた。同氏はアップルの株価（先週終値は150ドル弱）が200ドルに達する可能性があるともみている。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

Big Bets Ride on Solar Power. But the Obstacles Remain Challenging.

太陽光発電には期待が寄せられるが、普及には幾つもの課題が待ち受ける

原材料高騰、サプライチェーン、関税、パネル設置などの課題

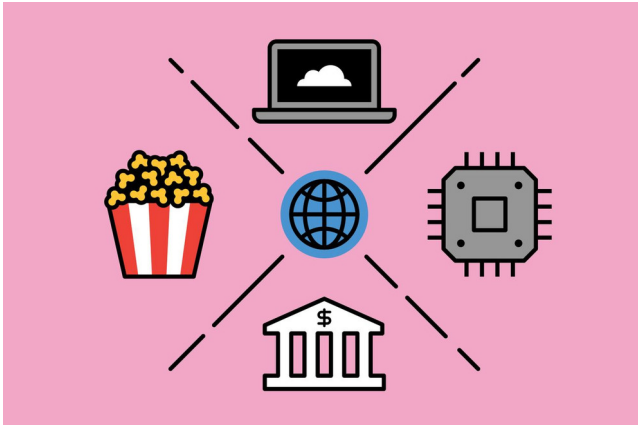


Illustration by Elias Stein

バイデン政権は、太陽光発電に大きな期待を寄せている。2021年9月、米エネルギー省は、国内電力の太陽光発電の構成比について、2035年までに40%、2050年までに45%になるとする報告書を発表した。一方、現在の割合は4%に満たない。

その水準を達成するには、太陽光発電の普及を阻む障壁を取り除く必要がある。住宅用太陽光発電パネルの開発・設置を行うサンラン

<RUN>の株価は年初来35%下落している。米国最大の太陽光発電システムメーカーのファースト・ソーラー<FSLR>は、同5%の上昇にとどまる。鉄鋼やポリシリコンといった太陽光パネルの

原材料価格は高騰している。輸送費の高騰とコンテナ船不足も悪影響を及ぼしている。コンサルティング会社のリスタッド・エナジーによると、ソーラーパネルの価格は今年に入り、世界的に16%上昇している。主原料である単結晶シリコンの平均価格は、2019年に1キログラム当たり7ドル60セント、2020年に9ドルだったのに対し、今年は18ドルとなる予想だ。

米国は2015年に7.5GW分の太陽光発電能力を新設した。エネルギー関連の研究やコンサルティングを行うウッド・マッケンジーは、今年は26GW分が追加されると予想する。同社の太陽光部門を率いるシャオジン・サン氏は、パリ協定で設定された目標達成のためには、米国は2030年までに約80GW分を新たに設置する必要がある、「難しい課題だ」と語る。米国のパネル生産は2018年の3倍になっているが、その多くは東南アジアで生産されたものだ。関税も悪影響を及ぼしている。

関税のおかげで、国内メーカーは価格面で競争力があるが、他のエネルギー源と比べて太陽光の競争力が損なわれている。ほとんどの国内太陽光発電メーカーは、価格志向がそれほど高くない住宅市場に供給している。将来大半を占めるとされる実用規模の太陽光発電プロバイダーは、価格に敏感であり、海外調達を行うだろう。障壁は他にもある。サン氏は、「太陽光は全般的に人気があるものの、自宅の庭に大きな太陽光発電設備を置こうと考える人は少ないだろう」と述べる。

今週の予定

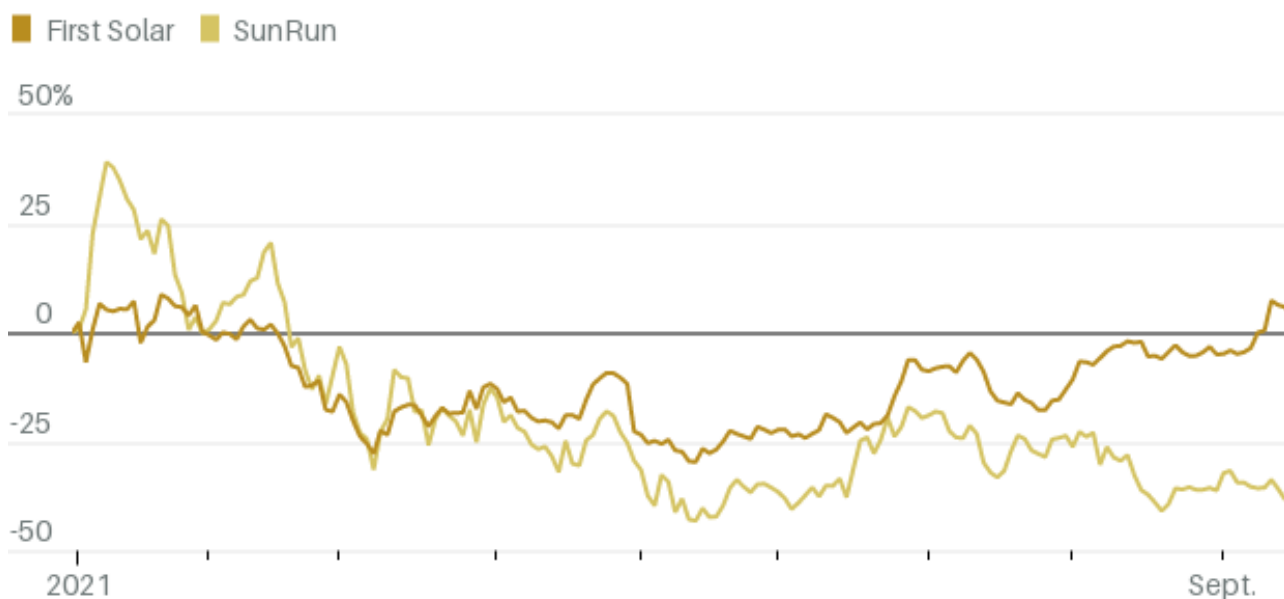
9月20日（月）

- ・ 住宅建設会社大手レナー<LEN>が2021年度第3四半期決算発表。
- ・ 医薬品大手メルク<MRK>は欧州臨床腫瘍学会で、同社のがん治療薬ポートフォリオのデータにつ

Partly Cloudy

Shares of top solar installer SunRun and panel maker First Solar have swung significantly over the past few years.

Share performance of SunRun and First Solar 2019 to 2021, Year to Date



Source: Woods McKenzie

いて発表を行う。

- ・全米住宅建設業協会（NAHB）が9月の住宅市場指数を発表。エコノミスト予想は73と、ここ1年で最低を記録した8月の数値から2ポイント低下する見通し。

9月21日（火）

- ・文書・画像処理ソフト大手アドビ＜ADBE＞、自動車部品小売りチェーンのオートゾーン＜AZO＞、大手運送会社のフェデックス＜FDX＞が決算発表。
- ・バイオジェン＜BIIB＞が投資家向け説明会を開催し、神経疾患領域の治療薬パイプラインについて説明を行う。
- ・8月の住宅着工件数発表。コンセンサス予想は季節調整済み年率換算で155万戸と、7月から1%の増加。世界金融危機以降の最高値は、2021年3月に記録した172万5000戸となっている。

9月22日（水）

- ・米連邦準備制度理事会（FRB）が連邦公開市場委員会（FOMC）後に金融政策を発表。政策金利はゼロ付近に据え置かれるとみられている。一方で、年内に資産購入プログラムによる債券購入額の縮小を行うことを示唆する可能性もある。
- ・食品大手のゼネラル・ミルズ＜GIS＞が2022年度第1四半期の決算発表。
- ・医療機器メーカーのボストン・サイエンティフィック＜BSX＞、総合林産企業ウェアハウザー＜WY＞、外食大手ヤム・チャイナ・ホールディングス＜9987.香港＞が2021年投資家向け説明会を開催。
- ・日銀が金融政策を発表。政策金利は現行のマイナス0.1%が維持される見込み。
- ・全米不動産業者協会（NAR）が8月の中古住宅販売件数を発表。エコノミストは、季節調整済み年率換算で57万8000戸と、7月の59万9000戸から3.5%減を予想。

9月23日（木）

- ・コンサルティング企業アクセンチュア<ACN>、会員制量販店チェーンのコストコ・ホールセール<COST>、外食大手ダーデン・レストランズ<DRI>、スポーツ用品大手のナイキ<NKE>が四半期決算コンファレンスコールを開催。
- ・セールスフォース・ドットコム<CRM>が2021年投資家向け説明会を開催。マーク・ベニオフ最高経営責任者（CEO）とスラック・テクノロジーズのスチュワート・バターフィールドCEOなどが登壇予定。セールスフォースは先日、280億ドルをかけたスラックの買収を完了している。
- ・コンファレンス・ボードが8月の景気先行指数を発表。コンセンサス予想は前月比0.5%上昇（7月は同0.9%上昇）。コンファレンス・ボードは、2021年の国内総生産（GDP）成長率を6%、2022年は4%と予想している。

9月24日（金）

- ・大手鉄道持ち株会社カンザスシティ・サザン鉄道<KSU>が臨時株主総会を開催。カナダの貨物鉄道大手カナディアン・パシフィック鉄道<CP>との合併について、株主の承認を求める。

By Avi Salzman
(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』 2021/09/19

THIS WEEK'S MAGAZINE

発行 : Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信 : 時事通信社

編集

THIS WEEK'S MAGAZINE : エグゼトラスト

TODAY'S MAGAZINE : 時事通信社

お問い合わせ先（法人・個人の購読契約者様） : barrons@grp.jiji.co.jp

（ネット証券様の会員サイトで閲覧されているお客様は、ご契約先のネット証券様へお問い合わせください）

※当誌は、株式会社 時事通信社がライセンスに基づき Dow Jones & Company, Inc. の発行する BARRON'S 誌の内容を利用して作成したものです。

※当誌は、情報提供を目的としてのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。また、当誌は当社が信頼できると判断した資料およびデータ等により作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

※図・表・データの無断使用を禁止します。

Copyright © 2021 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます