

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2022/03/13

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIIJI PRESS



DOW JONES

1. プーチン氏の戦争は世界をどう変えるか - How Putin's War Will Change the World [カバーストーリー]
新たな国際秩序の確立へ P.1
2. 「感情的な市場」は長期投資の好機 - An 'Emotional' Market Is Creating Opportunities [フィーチャー]
ウクライナ侵攻で相場不安定に P.6
3. 米国のトップ・ファイナンシャル・アドバイザー - America's Top 1,200 Financial Advisors [フィーチャー]
市場転換点におけるそれぞれの投資戦略 P.9
4. 増産と脱炭素化を両にらみ - What the U.S. Can Do to Combat Rising Energy Prices [フィーチャー]
エネルギー高で迫られる米国の対応 P.12
5. テスラ、アップル、イケアに供給網の問題なし - Supply-Chain Problems? Not for Tesla, Apple, and IKEA. [フィーチャー]
垂直統合戦略に利点 P.17
6. 高まるリセッションの足音 - Recession Rumbles Grow Louder as Impact of Economic Stimulus Fades [コラム]
景気刺激策の効果続かず P.19
7. ロシアとFRB、どちらも懸念すべき - The Fed or Russia? The Stock Market Should Worry About Both. [米国株式市場]
市場が落ち着く方向にあるとの見方も P.21
8. アップル、半導体不足の影響見られず - Apple's Latest Event Had A Few Surprises. Here Are 6 Key Things to Know. [ハイテク]
新iPhone SE発表、安定成長に道筋 P.23
9. エコノミストが軽視する物価上昇に注目 - Here's Why It's Time to Focus on the Inflation Economists Ignore [経済政策]
コアCPIでは見えない問題 P.24
10. 今週の予定 - Pharma Exposure to the Ukraine War? Clinical Trials [経済関連スケジュール]
製薬会社、ウクライナ侵攻で臨床試験に影響も P.27

※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。

Copyright © 2022 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. プーチン氏の戦争は世界をどう変えるか

How Putin's War Will Change the World
新たな国際秩序の確立へ

[カバーストーリー]

対口制裁、欧米の消費者にも悪影響



Dimitar Dilkoff/AFP/Getty Images

ロシアのプーチン大統領はウクライナでの戦争に勝てないだろう。ウクライナ国民も勝つ可能性は低い。暴力が続く限り、両国以外の世界各国は大きな代償を支払わなければならないが、しかもその代償は増大し続けている。

世界市場の統合は、欧米がプーチン大統領の侵略に対してロシア経済に制裁を科すことを可能にする一方で、主に石油・ガス価格の上昇、供給網の混乱、モノ不足を原因とする各国でのコスト増につながっている。欧米の消費者は悪影響を実感し始めたばかりであり、しかもその影

響は強まるとみられる。

今回の戦争は欧州にとって第二次世界大戦以降で最大の地上戦であり、冷戦後の世界のほとんどの国・地域への市場経済の拡大に一種の終わりを告げるものだ。初期の市場経済の拡大は、市場には民主主義を促進する効果があるという切実な主張を伴っていたが、そのような幻想は巡航ミサイルがキエフに向かって飛ぶ何年も前に打ち砕かれているはずのものだった。

しかし、欧米と同盟国の対応は、ウクライナ国民だけでなく、彼らを西側に引き付けている制度的枠組みにも驚くべき粘り強さがあることも明らかにした。この紛争の後の国際秩序がどのようなものになるかを知るには時期尚早だが、プーチン大統領が引き起こした秩序の再編によって、世界は暴君やその同類の人々にとってあまり好ましくないものになるだろう。

とはいえ、今のところはそのようには見えない。対口制裁は世界中の企業と政府にとって持続的なコストを生み出す。米国をはじめとする幅広い国家連合は、ロシアの個人と金融機関（ロシア中央銀行を含む）を米ドル建ての取引から締め出した。さらに、ロシアへのハイテク機器の輸出を制限し、ロシアの新興財閥（オリガルヒ）の違法資産を差し押さえるためのタスクフォースを設置した。

戦争と制裁は、多国籍企業がロシアから一斉に脱出する事態を引き起こした。ウィルソンセンターのフェローで、米務省の元チーフエコノミストとして制裁に取り組んだ経験があるダニエル・アン氏は、企業が法的な制裁の枠組みを超え、自主的にリスク回避の決定を下す場合、経済的な影響は比較的長く続くと指摘する。

今回の対口制裁と同規模の制裁から立ち直った国の事例は存在しない。このことは、ロシアとそれ以外の国が当面、プーチン氏の戦争の代償を支払うことを意味している。バイデン大統領は8日、「自由を守るには、われわれ米国人も対価を払わなければならないだろう」と述べたが、すでに対価は発生している。全米自動車協会（AAA）によれば、全米のガソリンの平均価格はわずか1カ月で約25%上

昇しており、米国はバイデン大統領が言うところの「プーチン氏による値上げ」の影響を実感しつつある。

調査会社コンファレンスボードのチーフエコノミスト、ダナ・ピーターソン氏は、この戦争は米国人にとって重要な影響をもたらすだろうと語る。ピーターソン氏は、「人々は戦争の影響を過小評価し、世界の反対側で起きていることだと考えているかもしれない。彼らは世界がつながっていることに気付いていない」と指摘する。

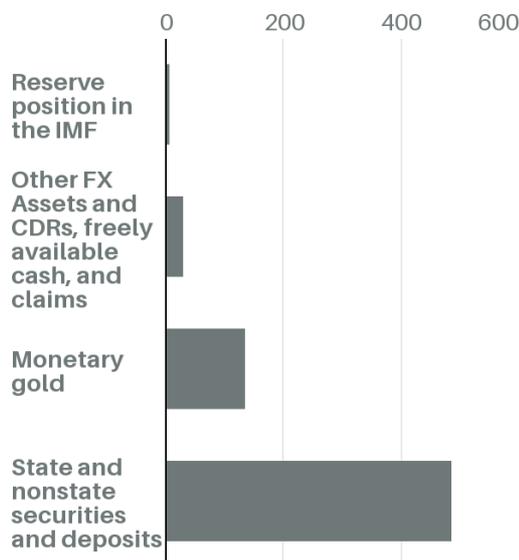
ピーターソン氏は、インフレ率が0.7~2.7ポイント上昇し、今年の世界の経済成長率が0.4~0.9ポイント低下すると推定する。ロシアとウクライナは重要な原材料となるエネルギー、食品、金属、レアアース（希土類）を世界に供給している。こうしたコモディティーが世界市場から突然消えることで、あらゆる国・地域で物価が上昇するだろう。米国のように、これらのコモディティーの多くを直接消費しない国であっても例外ではない。

米政治の変化が戦争の行方左右も

Russia's Crumbling Defenses

Only a tiny fraction of the Russian central bank's \$640 billion in reserves may immediately be useful in defending the economy.

Total foreign exchange: \$643.2 B



Source: Calculations by Michael Bernstam of Stanford, based on Central Bank of Russia data

原油輸出の制裁をめぐる政治的な動きは、米国などの政府にとって、この戦争の経済的な動向を厳密にコントロールすることがどれだけ難しいかを明らかにしている。当初の制裁は、ロシアのエネルギー輸出による資金を断つことがないように設計されていた。しかし、その後の米議会ではロシアの原油輸出を禁止することへの支持が広がった。バイデン大統領は8日、議会に先立って、米国がロシアからの原油の輸入を停止すると発表した。去年の輸入量は1日当たり約70万バレルに上る。

コロンビア大学でロシアについて研究しているキンバリー・マーテン氏は、エネルギーが制裁対象から除外されたことは、プーチン大統領にとって安全弁の役割を果たしていたと指摘する。制裁は戦争よりも小規模な措置を意図しており、軍事衝突がウクライナ国外に広がるのを防ごうとしている。エネルギーの輸出が完全に封鎖されれば、プーチン大統領は、自らのロシア支配に対する攻撃とみなす可能性がある。マーテン氏は「プーチン氏が、自らの体制が脅かされていると考えた場合に姿勢を硬化するかどうかは全く分からなくなる」と語る。

世界のエネルギーの流れを止めないことが必要である以上、米国政府は、エネルギーの余剰生産能力をコントロールする権威主義的な政府との取引関係を受け入れざるを得ない可能性がある。米国政府は最近、サウジアラビアやベネズエラと「エネルギー安全保障」について議論していると発表した。アラブ首長国連邦（UAE）は9日、原油の増産を支持すると述べており、原油価格の下落に寄与するとみられる。

しかし、戦争の今後の行方を左右する潜在的な要因の一つは米国内にあるかもしれない。すなわち、

米国の政治環境が変わる可能性である。マーテン氏は、「米国の中間選挙の結果や、(2024年の)大統領選挙の勝者が誰になるかに左右される部分大きい」と語る。国内や海外の政治が、北大西洋条約機構(NATO)や共同制裁の支持から離れた場合、こうした協力関係は崩壊し、ロシアの侵略が激化する可能性がある。

ロシアは戦争に突入した時点で約6400億ドルの外貨準備を保有していたが、そのほとんどは制裁によって凍結された。スタンフォード大学のマイケル・バーンスタム氏は、外貨準備の60%が債券や預金として欧米の中央銀行と民間金融機関に保有されていると推定する。これらの機関は現在、ロシアとの取引の処理を禁止されている。

外貨準備金のうち1350億ドルは金で保有されており、そちらは依然として価値を維持している。しかし、ロシアは米ドルを入手できなくなっており、金を通貨に換えることは不可能だ。ロシアは中国の債券も保有しているが、米ドルほど広く支払いに利用することはできない。バーンスタム氏の推定では、目先で実際に使用できるのは外貨準備のわずか約5%にとどまる。

ウクライナ侵攻でEUの結束が強化



David Paul Morris/Bloomberg

欧州連合(EU)はこの紛争によってエネルギー価格の上昇をはじめとする大きな悪影響を受けるだろう。金融大手アリアンツのチーフエコノミスト、ルドビク・サブラン氏は、「欧州の域内総生産(GDP)成長率はすでに約0.5~1%分の打撃を受けた」と語る。

インフレ率は、紛争がなければ減速していたかもしれないが、今では2022年を通じて5~6%にとどまる公算が大きい。ギリシャのミツォタキス首相は9日、欧州の調査機関の分析を引用して、「ガス価格は市場経済から乖離(かいり)

しており、恐怖や投機が値動きの要因となっている」と述べた。ミツォタキス首相は、「エネルギー市場をリセットし、バランスを取り戻す」ために、価格上限の設定などの措置を求めた。

欧州当局はロシアからのガス輸入を削減するための計画を議論している。国際エネルギー機関(IEA)によれば、2021年のロシアからのガス輸入量は1550億立方メートルだった。戦略国際問題研究所のニコス・ザフォス氏は、欧州が今年の新規輸入量を3分の1削減できる可能性があるものの、簡単ではないだろうと述べる。ザフォス氏は「新興国市場の消費者よりも高値でガスを買う必要があることが必要で、新興国でエネルギー危機を引き起こす恐れがある」と指摘する。

エネルギーに関する議論は、ロシアの脅威に対して新たに結束を強めた欧州にとって試練となる。注目すべき日付の一つは4月3日だ。この日はハンガリーの総選挙が実施され、オルバン首相が現職にとどまるかどうかが決まる。オルバン首相は、過去10年間で欧州の重要な決定(シリア難民への対応など)を台無しにしたことがあるが、ロシアの侵略に対しては欧州の指導者とおおむね歩調を合わせている。

プーチン大統領は、今回の危機が欧州の団結を破壊すると予想していたのかもしれない。しかし、これまでのところ、プーチン氏をもたらした事態はその逆である。その理由の一つは、戦後の欧州の繁栄の根底を成す政治・経済制度が依然として支配的であることだ。コロンビア大学のアイリーン・フィネルホニグマン特任教授は、「（ウクライナ危機は）普通ではない意味で、EUの強さにとってプラスかもしれない」と語る。

欧米の経済制裁は、欧米が軍事行動を取れなくても経済的な力を行使できることを意味する。その一因は米ドルの優位性が持続していることだ。フィネルホニグマン氏によれば、世界の中央銀行の準備高の約60%は米ドル、約20%はユーロで保有されており、その割合は、世界金融危機、欧州債務危機、新型コロナウイルス禍にもかかわらず過去数十年にわたって変化していない。

英国の元外交官であるエドワード・プライス氏は、米国が20年前に中国を世界貿易機関（WTO）に引き込もうとしたことが、中国が世界経済に及ぼす影響を非難したドナルド・トランプ氏の大統領当選に重要な役割を果たしたように、ロシアの戦争と制裁も、予期しない政治的・地政学的な結果をもたらすだろうと語る。

各国が米ドルから逃れられないことは、別の反応の要因になるかもしれない。例えば、テクノロジーの自給自足への関心の再燃だ。対ロ制裁には技術の輸出制限が含まれる。これによって、ロシアの産業の発展は長年にわたって行き詰まる可能性がある。制裁では、米国企業だけでなく外国企業に対しても、米国の技術が一定以上搭載された特定の製品をロシアに輸出することを禁じている。

外交問題評議会のシニアフェロー、セバスチャン・マラビー氏は、米ドル中心の制度からの脱出に限界があることと、将来の技術発展に対する脅威が相まって、「実体経済の転換」が起きる可能性がある」と指摘する。中国などの国は、米国とその同盟国に依存しない独自の技術エコシステムを構築する取り組みをすでに加速している。マラビー氏は、今後の設備投資の急増は、世界全体で見れば重複したものとなり、経済成長の重しになるとともにインフレ率を押し上げるだろうと語る。

■ 変化は一瞬で起こる

これまでのところ、欧米の制裁の数々は、プーチン大統領のウクライナ侵攻を止めるには至っていない。ロシア軍はほぼ間違いなく進軍を続けるだろう。米国家安全保障局の前長官で、米サイバー軍の前司令官でもあるマイケル・ロジャース氏は、「ロシアがウクライナを制圧する可能性は非常に高い」と述べる。

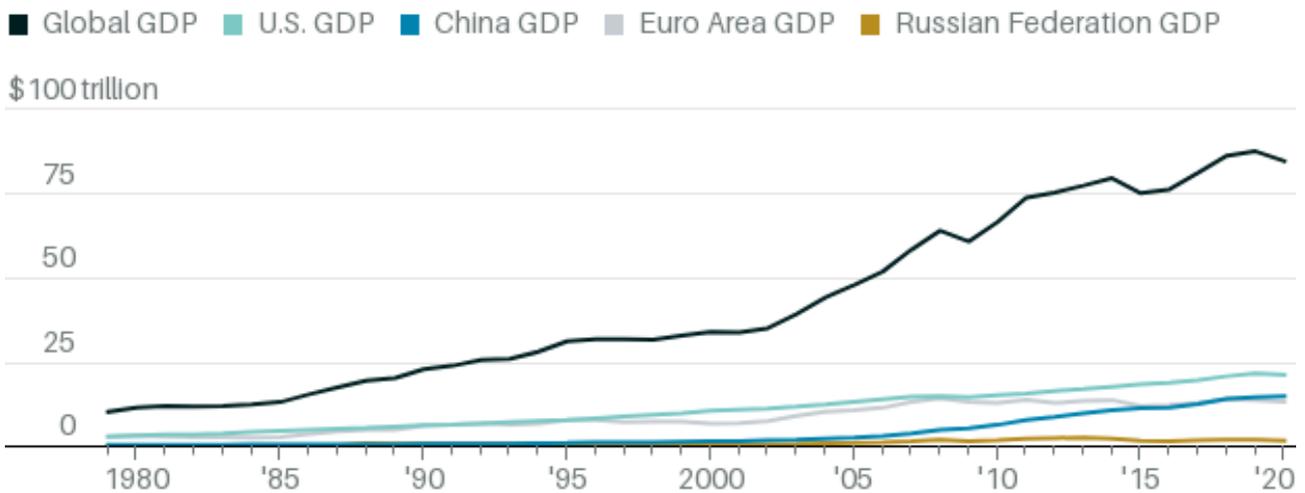
しかし、これまで何度も親ロシア派の指導者を拒否してきたウクライナで、ロシアが東側寄りの政府を実質的に樹立できる可能性は低い。ロジャース氏は、「ウクライナ国民は、ナイフを喉元に突き付けられたからといって考えを変えないだろう」と語る。

プーチン大統領は簡単に逃れられないジレンマに陥っている。しかし、愛想を尽かしたロシアのエリートがプーチン氏を排除するとは予想し難い。マーテン氏は「革命が成功するのは、革命前から影の政府が存在する場合だけだ」と指摘する。プーチン大統領の冷酷な諜報機関の働きにより、代理政府を組織するのは不可能ではないにしても困難となっている。

ロシアの指導者は、サイバー攻撃、デマの流布などの非軍事的な手法を通じて、欧米にさらなる経済

Expanding Markets, Growing Wealth

Post-Cold War globalization drove immense if unevenly distributed economic growth. Russia's war threatens that shared prosperity.



Note: GDP in current U.S. dollars. The euro area consists of those member states of the European Union that have adopted the euro as their currency.

Source: Bloomberg

的な打撃を与えようとし、金融市場の不透明感は一段と高まるだろう。ロジャース氏は「核のカードを最初に切ってくる男が、戦争を終わらせる方法について考えているとは思えない」と述べる。

プーチン氏は世界経済に寄生しており、排除するのは極めて困難である。しかし、それは同時に、プーチン氏の問題を解消することが誰にとっても良い未来につながる可能性があることも意味している。オリガルヒにとって不利益になる金融システムは、富の増大による利益を幅広く分配するものになるかもしれない。世界経済がエネルギーを一部の権威主義国家に依存しなくなれば、気候変動や医療の面でプラスだろう。暴君が軍隊に対して隣国への侵攻を命令せず、核戦争の脅威を盾にすることも無い世界は、全ての人にとってより安全で、市場の混乱も少ないはずだ。

プーチン大統領のウクライナ侵攻は、一つの地政学的な時代を終わらせたのかもしれない。その過程で、世界各国は、プーチン氏とその同類の人々がもはや力を持たない新たな時代の構築に取り組もうとしている。そのような世界への道のりは、現在はまだ明確ではない。しかし、プーチン氏が世界に教訓をもたらしたとすれば、それは広範囲にわたる変化が一瞬で起こり得るということだ。

By Matt Peterson
(Source: Dow Jones)

2. 「感情的な市場」は長期投資の好機 An 'Emotional' Market Is Creating Opportunities ウクライナ侵攻で相場不安定に

[フィーチャー]

長期的なトレンドは不変



NYSE

相場が改めて不安定になっている。最近の地政学的紛争やコモディティ市場の動きによって、投資家の血圧が上昇するほどの株価急落だが、半面、長期志向の投資家にとっては好機でもある。S&P500指数はロシアによるウクライナ侵攻が懸念され始めた2月中旬以降に約5%下落し、エネルギー、金属、穀物などのコモディティ価格は急騰した。S&P500指数とダウ工業株30種平均（NYダウ）は今年初めの高値からそれぞれ約10%下落した一方で、ナスダック総合指数は20%下落して弱気相場入りした。

米国企業はロシア経済への直接的なエクスポージャー（リスク資産）がほとんどないにもかかわらず、このような大きな変動が生じている。金融政策の見通しもかなり安定している。一方、経済成長の軌道は少し弱まっているが、劇的に変化しているわけではない。ゴールドマン・サックスのエコノミストは11日に、2022年の米国の国内総生産（GDP）成長率予想を2%から1.75%に引き下げた。

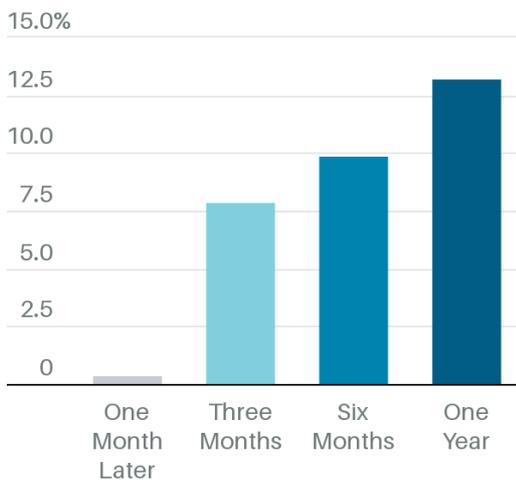
ジェンセン・インベストメント・マネジメント（運用資産は145億ドル）のエリック・ショーンスタイン最高投資責任者（CIO）は、「これまで見られた調整は外因的であり、特定分野のファンダメンタルズに基づいた下落というよりは、感情的で広範なものだ」と述べている。歴史を振り返ると、平均回帰が強力な力であることが分かる。弱気相場（直近のピークから20%下落）に陥った後の6か月間のナスダック総合指数の平均リターンは、1972年の指数開始以来10%で、この期間のほぼ3分の2はプラス圏で推移してきた。一方、NYダウは、調整局面（ピークから10%下落）に陥った後の6か月間の平均上昇率が5.2%となっている。

グロス重視のフランクリン・ダイナテック・ファンド<FKDNX>（運用資産は230億ドル）を共同運用するマシュー・モーベリ氏は、「今後、国防費、サイバーセキュリティ、さらに特に欧州ではエネルギー源などに変化が起こるとみられる。しかし、在宅勤務の増加、電子商取引の利用増加、ゲノムと遺伝子について研究する生命科学の一分野であるゲノミクスの革新と成長が続くことは変わらない」と述べる。かといって、投資家にとって短期的にも順調というわけではない。ロシアの経済規模は世界第11位だが、エネルギー、金属、穀物を中心としたコモディティの生産では世界第2位だ。米国はロシアの石油とガスの輸入を禁止したが、欧州各国政府は一般的にコモディティ輸出を直接ターゲットにすることを避けている。欧米企業は、ロシアとの貿易やロシアでの事業を縮小している。ゴールドマン・サックスのコモディティリサーチ部門のグローバル責任者であるジェフ・カーリー氏は、こうした動きを「影の制裁」と呼んでいる。カーリー氏は先週、「供給ルートを変更するのは簡単ではない。紛争が解決して制裁が緩和されるまで、あるいは中国やインドに効果的にルートを変えるまで（うまくいったとしても数カ月を要する）、供給は極度に制限されたままだろう」と書いている。

インフレ動向

Bear Market Rally

Nasdaq Composite Performance After Closing Down 20% From a Peak



Note: Data since 1972

Source: Dow Jones Market Data

多くのエコノミストは、今年の春か夏にはインフレが緩やかになり始めると予測していたが、ウクライナ・ロシア紛争によるコモディティ価格の高騰は、米国における月次インフレ率のピークを少なくとも数カ月先送りすることになった。S&P GSCI商品指数は年初来で32%上昇している。10日に発表された米国の2月の消費者物価指数（CPI）の上昇率は前月比で0.8%、前年同月比で7.9%となった。このような数値は、インフレを抑制するために米連邦準備制度理事会（FRB）がより積極的に金利を引き上げるよう、さらなる圧力をかけ、そのため原油価格の高騰や消費者の裁量的支出削減の可能性と相まって、景気後退（リセッション）に陥る可能性がある。

CMEグループのデータによると、現在の先物価格は2022年に0.25%の利上げが7回行われると示唆している。2週間前にロシアがウクライナに侵攻した際には、示唆された回数はまず減少したが、その後に戻った。金利の変更は戦時

の原材料不足には何の役にも立たないが、FRBは依然としてインフレ対策に関する信用を維持する必要がある。

CIBCプライベート・ウェルス・マネジメントのデイブ・ドナベディアンCIOは、「FRBは昨年末、かなり紆余曲折したプロセスを経て、インフレ対応が最優先の任務との立場に転換した。もしFRBがそこから手を引き、風見鶏のようにみなされるなら、市場の信用問題を引き起こすかもしれない」と述べている。連邦公開市場委員会（FOMC）は15、16日に開催される。

ヤルデニ・リサーチのエドワード・ヤルデニ氏は現在、2022年の見通しについて、スタグフレーション寄りになっており、「最近起こったこと全てが、より持続的なインフレ高進と経済成長鈍化を示唆している」と述べ、年末のS&P500指数予想を従来の4800から、現在の水準から5%下回る4000に引き下げた。

市場全体の動向は、コモディティ価格がいつまで高止まりするかによって決まるのだろう。先物価格によると、年末の原油価格は、直近の1バレル107ドル、先週のピークである130ドルから下落して、88ドル程度と予想されている。これは恐らく米国経済にとって対処可能な水準であり、平均以上の成長が見込まれる年が景気後退に転じるほどではないだろう。また、大半の企業にとって利益を大幅に下押しすることもなさそうだ。実際、リフィニティブのデータによると、S&P500指数の2022年の利益予想は、戦争にもかかわらず、この1週間で上昇した。にもかかわらず、インフレ率の上昇は、株式市場の株価収益率（PER）に反映される可能性もある。S&P500指数のPERは現在約18.5倍で、年初の21.5倍から低下している。

ハイテク、資本財、ヘルスケア

T.ロウ・プライス・インベストメント・マネジメントのCIO兼T.ロウ・プライス・キャピタル・アプリケーション・ファンド<PRWCX>（運用資産は約340億ドル）のマネジャーであるデービッド・ジルー氏は、「市場は短期的な動きに気を奪われ過ぎて恐怖で麻痺（まひ）し、大事なものも一緒に見過ごしてしまうため、この種の混乱は、長期投資家にとって本当に好機となる」と述べる。本誌のラウンドテーブルのメンバーであるジルー氏は、過去1カ月の間に市場全体よりも大幅に下落したがファンダメンタルズ的な見通しに変化がないハイテク、資本財、ヘルスケアに価値があるとみている。

上場投資信託（ETF）のヘルスケア・セレクト・セクターSPDR<XLV>は2月中旬以降ほぼ横ばいで推移しているが、構成銘柄の多くはそれ以上下落し、この間のS&P500指数の約5%の下落率を上回っている。しかし、人々が医療を必要とすることに変わりはなく、コモディティー価格の高騰や世界的な景気後退によっても、米国を中心とする医療機器メーカーのビジネスにはほとんど影響がないはずだ。腎臓病の治療薬や医療器具を製造するバクスター・インターナショナル<BAX>、幅広い医療機器や検査機器を製造するメトラー・トレド・インターナショナル<MTD>、幅広く事業を展開し、最近では新型コロナウイルス感染症の検査で有名になった医薬品・医療機器大手アボット・ラボラトリーズ<ABT>などが不当に下落した。

最近のボラティリティーを背景に、米国の銀行も好機だ。SPDR S&P銀行ETF<KBE>は2月中旬から約9%下落し、過去1年間のリターンはマイナスだ。シティグループ<C>は、米大手銀行の中でロシアへのエクスポージャーが最も高い。ウクライナ紛争にもかかわらず、米国では依然として年初来金利が上昇しており、銀行の主力である融資を後押しすることになる。バンク・オブ・アメリカ<BAC>とウェルズ・ファーゴ<WFC>の株価は1カ月前より15%下落したが、いずれもロシアへの大規模なエクスポージャーがあるとの発表はない。

しかし、投資家は今年最大の勝ち組を深追いする誘惑に駆られるべきではない。S&P500指数採用のエネルギー株は、2022年年初来約40%上昇している。ファースト・イーグル・グローバル・ファンド<SGENX>（運用資産は490億ドル）を共同運用するキンポール・ブルッカー氏によると、石油・ガス大手のオクシデンタル・ペトロリアム<OXY>のような川上銘柄は今日の原油価格上昇の恩恵を受け、株価は100%上昇した。大手石油開発支援企業シュルンベルジェ<SLB>や掘削装置メーカーのNOV<NOV>など、石油やガスの生産量に連動する他の企業は、それほど上昇していない。ブルッカー氏は、原油価格上昇が少なくとも中期的に続くならば海洋掘削のような高コストの生産方法にも目が向き、これらの企業は利益を得ることができると指摘している。

毎日のように報道される恐怖と悲劇を否定することはできない。しかし、それらは長期的なトレンドを変えるものではないはずだ。その意味で、ボラティリティーの上昇は好機をもたらす。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

3. 米国のトップ・ファイナンシャル・アドバイザー

[フィーチャー]

America's Top 1,200 Financial Advisors

市場転換点におけるそれぞれの投資戦略

2022年度ランキング



Illustration by Ana Yael

10年以上にわたり、市場調整局面を利用して株式を買い集めることが必勝戦略だった。しかし、ハイタワーのローズ・アドバイザーズ（ニューヨーク）でマネジングディレクター兼パートナーを務めるパトリック・フルーゼッティ氏は、S&P500指数を1月3日から2月24日にかけて13%押し下げた最近の市場の大幅な下落は市場の転換点の前兆であるとし、「これは買い場を提供してきたこれまでの調整局面とは違う。過去12年間、デフレ局面で機能した戦略は、インフレ局面では通用しない可能性がある」と語る。

インフレ率の持続的な上昇と企業利益の持続力に対する懸念の中、金利が上昇する環境を乗り切る必要が出てきた今、久しぶりに投資アドバイザーが活躍すべき時がきた。インフレの原因

となった新型コロナウイルス感染症は依然として市場の逆風として残っており、ロシアのウクライナ侵攻が新たな不確実性をもたらしている。投資アドバイザーは、グロース投資やインデックス投資で利益を得てきた顧客に投資戦略を修正すべき時期が来たことを納得させなければならない。

モルガン・スタンレーのヒューストンを拠点とするアドバイザー、マイケル・ボリンジャー氏は、「米連邦準備制度理事会（FRB）の行動、地政学的リスク、企業の成長力など、未知の要因が増加し、どの企業に投資をしても儲かった時代から、アウトパフォームを狙うなら銘柄を厳選する必要がある時代に移行しつつある」と語る。

全米50州およびワシントンD.C.から選出された独立系からウォール街の大手企業までさまざまな投資アドバイザーをカバーする本ランキングは、本誌が毎年発表するランキングで最大かつ最も包括的なものであり、各州の上位アドバイザーを、運用資産額、各人が属する企業のために獲得した収入、アドバイザー業務の品質に基づいてランキングしている。運用成績は、顧客のリスク許容度に左右されることが多いため、明示的な基準とはしていない。評価に際しては、監督当局の記録、社内文書、およびアドバイザー自身が提供した100項目以上のデータを検証した。

債券市場に投資機会

S&P500指数は、2009年3月初旬から2021年12月下旬にかけて600%近く上昇した。メリル・プライベート・ウェルス・マネジメントのノエル・ワイル氏（ニューヨーク州12位）は、幅広い銘柄で株価が大幅に上昇する状況が再現される可能性は低く、「私の経験では、リターンはプラスになるが、今後1

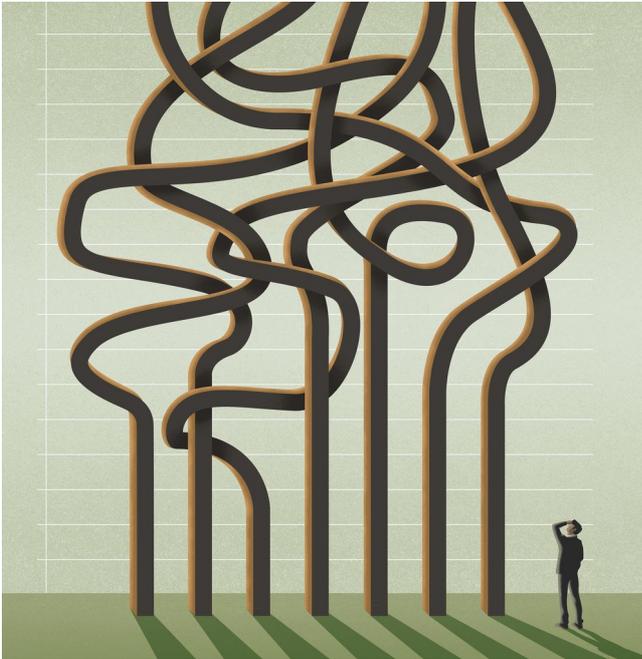


Illustration by Ana Yael

0年程度は厳しい環境になると予想される」と語る。

ワイル氏は、超富裕層顧客の多くが債券利回りの低さから何年にもわたり多額の資金をキャッシュで保有しているが、金利上昇に伴う債券価格の急落は、そうした資金の一部を投資する機会になっていると指摘する。リフィニティブ・リッパーによると、投資家は年初の7週間で債券ミューチュアルファンドおよび債券上場投資信託（ETF）から175億ドルを引き揚げたという。ワイル氏は、そうした債券市場の流動性問題が、地方債、社債ともに、ハイクオリティ債の購入やデュレーション長期化の機会をもたらしてくれる可能性があるという。

シンシナティのマリナー・ウェルス・アドバイ

ザーズ社長バレリー・ニューウェル氏（オハイオ州1位）は、金利上昇による債券ファンドに対する圧力が、債券の個別銘柄を購入する大きな理由だとし、「金利上昇により債券ファンドへの投資は実際に損失となるが、個別銘柄であれば時価は下がるかもしれないが、満期には額面で償還される」と主張する。

アクティブ運用優位に

インフレは企業の投入原価上昇に、金利上昇は借入コストの上昇につながるため、債券の方が若干魅力的になる可能性がある。多くのファイナンシャル・アドバイザーが、パッシブ運用のインデックス投資を減らし、個別の銘柄選択に注力すべきだとする。モルガン・スタンレーのマイケル・ボリンジャー氏（テキサス州5位）は、「私のこれまでの経験の中で、恐らく最も銘柄選択に適した市場だ」と語る。ボリンジャー氏は、業績による株価の変動が激しくなっているため、「ストレステスト」を行うことが最も重要だと語る。例えば、ゲーム会社ロブックス<RBLX>の株価は、業績が予想を下回った結果、2月16日に27%急落した。

ローズ・アドバイザーズのフルーゼッティ氏は市場急落後に割安銘柄を探す人々の1人であり、「今後数カ月から1年は機を見て投資をする体勢でいる。環境は大きく変わった」と語り、デフレ局面で劣位にあった銘柄の検討を推奨する。例えば、貴金属株やエネルギー株は、インフレからポートフォリオを守る役割を果たす。また、債券のデュレーションを短期に維持するほか、かつての高値株を含むインデックス・ファンドを警戒しており、「S&P500指数の大きな部分を占める大型ハイテク株を含むパッシブ投資は痛みを伴うことになる」と警告する。

メリルのワイル氏は、昨年第4四半期が、優れたアクティブ運用がS&P500指数などの主要ベンチマークの多くをアウトパフォームする10年間のスタート地点になったと語る。

UBSのシカゴを拠点とするアドバイザー、ポール・タシマ氏（イリノイ州4位）は、投資家は常にロシアのウクライナ侵攻のようなショックに備えておくべきだとし、「われわれは多様性、機動性、流動

STATE CHAMPS

Here are the No. 1-ranked advisors from each state plus the District of Columbia.

Advisor	Firm	State	Total Assets (\$mil)
Michael Warr	Morgan Stanley Private Wealth Management	Ala.	\$2,151
Ryan Callaway	Ameriprise Financial	Alaska	692
Steven Schultz	UBS Financial Services	Ariz.	2,230
Joseph Small	Ameriprise Financial	Ark.	647
Gregory Vaughan	Morgan Stanley Private Wealth Management	Calif.	44,249
Shawn Fowler	Morgan Stanley Private Wealth Management	Colo.	7,735
Jeff Erdmann	Merrill Private Wealth Management	Conn.	13,648
Marvin McIntyre	Morgan Stanley Private Wealth Management	D.C.	5,139
Kimberlee Orth	Ameriprise Financial	Del.	2,179
Brian Pfeiffer	Morgan Stanley Private Wealth Management	Fla.	17,900
James Hansberger	Morgan Stanley Private Wealth Management	Ga.	3,500
Eric Fujimoto	Ameriprise Financial	Hawaii	1,019
Robert Brian King	RBC Wealth Management	Idaho	915
John Cultra	William Blair	Ill.	5,258
John Cate	Merrill Lynch Wealth Management	Ind.	23,782
Bryan Boesen	Morgan Stanley Wealth Management	Iowa	1,249
Tim Sutton	Creative Planning	Kan.	1,470
Barry Barlow	Merrill Lynch Wealth Management	Ky.	1,290
Curtis Eustis	Merrill Lynch Wealth Management	La.	1,437
Brian Clement	RBC Wealth Management	Maine	794
Robert Scherer	Graystone Consulting Morgan Stanley	Md.	11,514
Raj Sharma	Merrill Private Wealth Management	Mass.	6,394
Charles C. Zhang	Zhang Financial	Mich.	4,778
Richard S. Brown	JNBA Financial Advisors	Minn.	2,026
Bill Rush Mosby	UBS Financial Services	Miss.	1,647
Michael Jefferies	UBS Financial Services	Mo.	4,167
James B. Stack	Stack Financial Management	Mont.	1,603
Jim Siemonsma	Mariner Wealth Advisors	Neb.	2,092
Mark Binder	UBS Private Wealth Management	Nev.	5,134
Robert Bonfiglio	Ameriprise Financial	N.H.	2,647
Michael Ricca	Morgan Stanley Wealth Management	N.J.	5,114
Michael Blackwell	Morgan Stanley Wealth Management	N.M.	1,104
Lyon Polk	Morgan Stanley Private Wealth Management	N.Y.	40,500
William Oliver	Wells Fargo Advisors	N.C.	1,966
Troy Nelson	Edward Jones	N.D.	859
Valerie Newell	Mariner Wealth Advisors	Ohio	4,765
James Johnson	Morgan Stanley Private Wealth Management	Okla.	1,350
Rebecca DeCesaro	First Republic Investment Management	Ore.	2,129
Johanna Walters	Merrill Lynch Wealth Management	Pa.	6,288
Malcolm Makin	Raymond James	R.I.	1,731
Rick Migliore	Merrill Private Wealth Management	S.C.	4,662
David Hillard	RBC Wealth Management	S.D.	1,490
Jay Williams	UBS Private Wealth Management	Tenn.	1,927
Charles McKinney	Morgan Stanley Private Wealth Management	Texas	5,380
John Van Wagoner	Merrill Private Wealth Management	Utah	1,194
Tim Stotz	Morgan Stanley Wealth Management	Vt.	1,764
Stephan Cassaday	Cassaday & Company	Va.	4,527
Erik Morgan	Freestone Capital Management	Wash.	7,301
David Houchins	Truist Investment Services	W. Va.	1,129
Michael Klein	Baird	Wis.	15,392
Kevin Murphy	Stifel	Wyo.	660

性のあるポートフォリオを顧客に推奨している。多くの変化が起きる世界ではアクティブな運用が勝利する」と語る。

投資対象の分散化

これまでと同様、特に自由度の高い選択肢を持つのは最富裕層の投資家であり、ヘッジファンドやプライベート・エクイティなどのプライベート投資に容易にアクセスし、リスクを管理するとともに、公開市場よりも大きなリターンを追求することが可能だ。幅広い上場株式が素晴らしいパフォーマンスを示したことからプライベート投資はやや輝きを失っていたが、ボリンジャー氏は、特にプライベート・エクイティについては見直されるとみており、「ボラティリティーと金利が上昇し、株式市場のリターンに対する期待が弱まることから、流動性プレミアムが上昇する」と語る。

ウェルズ・ファーゴのウィリアムズバーグを拠点とするアドバイザー、ジョセフ・モンゴメリー氏（バージニア州2位）は、プライベート・エクイティ以外にも、インフレ率が最高で13%以上だった1970年代後半から80年代前半に比べれば、投資対象ははるかに広がっており、変動利付債ファンド、非上場不動産投資信託、新興国市場ファンドなど、幅広い投資が利用可能であり、「幸いなことに、保有資金にかかわらず、今日では誰もが昔と比べ、幅広い対象に投資をすることが可能になった」と語る。

2009年以降、インフレが抑制され、超低金利が続く中、株価は過去にない比較的順調な推移をしてきた。その結果、若手アドバイザーは、これまでで最も厳しい環境を経験しつつある。ワイル氏は、「私から彼らに対してアドバイスがあるとすれば、それは顧客とのコミュニケーションを徹底することだ。多くの顧客が損をした時の感覚を忘れてしまっているはずだから」と語った。

By Steve Garmhausen
(Source: Dow Jones)

4. 増産と脱炭素化を両にらみ What the U.S. Can Do to Combat Rising Energy Prices エネルギー高で迫られる米国の対応

[フィーチャー]

米国のシェール増産に熱い視線



Jay Brittain

欧州における新たな戦争が世界を揺るがしている。米国は米軍部隊を派遣していないが、石油と天然ガスは、ロシアに対する経済戦争の武器である。

解決策は簡単だ。もう一度蛇口を開け、悪者を倒すことである。シティグループは、近いうちに（批判されてきた）水圧破碎法（フラッキング）が「愛国者の責務」になり、掘削リグの作業員やオペレーターが米国を支える役割を担うことになるかもしれないと予想している。

問題は、石油経済と米国の優先課題がもはや一致しない時に、紛争が始まったことにある。

投資銀行レイモンド・ジェームズのアナリストであるパベル・モルチャノフ氏は、「資本主義経済では、愛国心で物事は動かない」と語る。

ロシアは、制裁が解除されなければ原油価格が1バレル当たり300ドルに上昇すると警告し、石油不足を武器にすることを想定しているのかもしれない。にもかかわらず、投資家や金融関係者は原油・ガス生産企業に対し、増産投資ではなく投資のペースを落とし、予算の範囲内にとどめることを求めている。過去10年間、シェールガス・オイル採掘への投資は、生産過剰のために損失が続いた。掘削会社は自己規律のやり方を見つけたところであり、結果的に株価は上昇している。

それでも、バイデン大統領がロシア産原油の輸入禁止を発表し、欧州連合（EU）がロシアからのガス輸入の66%削減を目指すとしたことで、視線はテキサス州、ニューメキシコ州、ノースダコタ州、ペンシルベニア州、オクラホマ州のシェール油田・ガス田に集まっている。

2021年末の米国の原油生産量は日量1160万バレル、世界の原油消費量の約12%を占めた。これはサウジアラビアやロシアを上回る。すでにフル生産に近い状態にあり、来年には過去最高を更新するペースだ。

米国の増産と輸出拡大は、近い将来に原油・ガス市場の安定化に貢献するだろう。国際的な指標であるブレント原油は、すでに130ドルを超えた。アナリストはブレント原油が簡単に150ドルを超え、史上最高値となる可能性があるとみている。欧州では天然ガスの価格が最高値となって天然ガス発電の電力会社が経営破綻し、電気・暖房料金は数百ユーロ増加している。

しかし現時点で、米国と欧州がロシアからの輸出分を埋めることはできない。ウェルズ・ファーゴによれば、シェールガス・オイルがロシアの欧州、英国、米国向け輸出を代替するには、2024年末までに投資が4倍に増加する必要があるが、それに至るための想定されるシナリオは見えない。

喫緊の課題は増産

The Surge

Crude oil prices, as measured by West Texas Intermediate, have soared to their highest levels in more than a decade.

WTI Crude price per barrel



Source: Bloomberg

そうした理由から、価格上昇に対処するための、時間軸が異なる複数の戦略が必要になるだろう。

現在の原油価格の上昇を抑制しロシア産原油の穴を埋めるために、国際エネルギー機関（IEA）が緊急時備蓄原油の放出量を大幅に拡大するよう調整に動く可能性がある。

今のところ、IEA加盟国は6000万バレルの備蓄原油放出を発表しているが、その半分は米国が占める。しかし、JPモルガン・チェースのチーフエコノミストであるブルース・カスマン氏によれば、日量200万～400万バレルのロシアからの輸出が消失すると予想され、これを埋めるのにIEA加盟国は、保有する15億バレルの備蓄原油のうち、今年の残りの期間、最大で日量150万バレルの追加放出を表明する必要がある。

中期的には、米国は天然ガスの生産・輸出能力を拡大する必要があるかもしれない。世界的な電気料金の高騰や肥料などの原料としての重要性を考えると、天然ガスは現時点で原油よりも重要なコモディティーとなっている。米国は天然ガスの世界最大の生産国だ。長期的に米国は、より多くのインフラを電動化して地球温暖化に対処すると同時に、エネルギー安全保障を強化する必要があるだろう。

原油とガスへの依存度低下は、コモディティー価格によって米国人の日常生活の質が左右される可能性を低下させる。米国の景気が後退していない主な理由の一つは、米国人のエネルギー支出が1980年代初期の半分であることだ。

今の時期に、化石燃料の増産に道を開くと同時に輸出を拡大させるのは、民主党、共和党どちらの政治方針にも合致しない。

伝統的なエネルギー事業と低炭素事業の両方に投資するピッカリング・エナジー・パートナーズのマネージングディレクターであるデービッド・ハイキネン氏は、「われわれは現在の価格変動に応じて決まりきったストーリーから離れることができていないようだ。しかし、頭の中では、意欲的な気候変動対策の目標を主張しつつ、『米国は豊富な天然ガスと原油に恵まれている。ガソリン価格の高騰を抑えるために、増産を奨励しよう』と言うこともできる」と語る。

米国の石油・ガスの生産余力

Shale's New Discipline

U.S. oil producers have been showing restraint even as prices have climbed.

U.S. oil production in millions of barrels per day



Source: Bloomberg

米エネルギー情報局（EIA）は、米国の事業者が今年中に日量76万バレルを増産できると予測しており、これはロシアの世界輸出の約6分の1に相当する。

また、さらに増産は可能との見方もある。リスタッド・エナジーは、日量110万バレルの増産を予想している。リスタッド・エナジーのシェールリサーチの責任者であるアルテム・アブラーモフ氏は、「生産能力をフル稼働させれば、理論的にはさらに日量60万バレルを増産することが可能だ。ただしこの場合、当初の予算からかなりの乖離（かいり）が生じる」と言う。

しかし、石油会社は増配に注力しており、これまでのところ掘削計画を変更する気配はほとんどない。さらに、この業界は物理的な限界に直面している。

米国第3位の油田サービス会社であるリバティー・オイルフィールド・サービシズ<LBRT>のクリス・ライト最高経営責任者（CEO）は、「稼働できる水圧破碎の掘削設備はほとんど全て稼働している」と言う。砂の供給は、驚くことに非常にタイトだ（砂はシェールを破碎する過程で使われる）。採掘機の運転手も不足している。

ライトCEOは、「米国では年末までに日量80万バレルの増産が可能で、そのほとんどは、株主の意見を聞く必要のない非上場事業者によるものと見込む。非上場事業者は生産量全体の3分の1を占めるにすぎないが、シェールガスにおいては現在の生産の伸びの半分以上を占めている」と言う。

ライトCEOは、「米国が石油およびガスの重要性を十分に認識せず、同分野への投資不足に陥ったのは、環境・社会・ガバナンス（ESG）運動が、先進国での石油およびガスの生産削減が気候変動を抑制すると投資家に信じ込ませたことが一因だ」とみている。また、エネルギーに対する議論が変化するのは、恐らく11月の中間選挙後だろうと見込んでおり、「この国では今後、エネルギーに関する議論がより冷静に行われるようになるのではないか」と言う。

ジェニファー・グランホルム・エネルギー長官は、先週ヒューストンの業界コンファレンスで、「もっと供給が必要だ」とエネルギー企業の幹部に語った。このメッセージは、ホワイトハウスから公にはされていないが、「内々には聞かされている」とライトCEOは言う。

ホワイトハウスは取材に応じなかったが、石油会社が今すぐ掘削できる9000件の許可書をすでに持っていることを指摘した。ホワイトハウスのジェン・サキ報道官は、石油会社が掘削を始めるのに「招待状」は必要ないはずだと記者団に語っている。

急増するLNG需要と今後の課題

Not That 70s Show

Americans spend significantly less of their budgets on energy than they did in the 1970s and early 1980s.

U.S. energy spending as a percentage of personal consumption



Source: Bloomberg

この戦争で政府がエネルギー関連のマンハッタン計画のために動員を行うとしたら、それは液化天然ガス（LNG）に向けられるかもしれない。

LNGを積んだタンカーは、この数カ月ですでに多くのガスを欧州に運んでいる。10月に米国の港を出港したLNG貨物船87隻のうち、30隻（34%）が欧州向けだった。米石油協会（API）のデータによると、1月には米国から出港した96隻のうち75隻が欧州向けであった。この出荷量は、1月のロシアの欧州向けパイプラインによるガス供給量を上回る。

LNGは、欧州がロシアのエネルギーから独立するために検討しているツールの一つだ。ドイツは、ロシアのガスを代替するものとして、海外からのLNGを受け入れるターミナルを新たに二つ建設する計画を最近発表した。

長期的にロシアを代替するのは簡単ではない。ロシアのパイプラインは、毎日130億立方フィート超のガスを欧州に送っている。これは米国全体のLNG生産能力とほぼ同じだ。ただし、米国産ガスの多くはアジア向けである。また米国のLNG企業の幾つかは、新しいターミナルの建設許可を得ているが、建設には着手していない。

これらのターミナルを稼働させるためには、事業者は契約を確保する必要がある。米戦略国際問題研究所（CSIS）のエネルギー専門家であるニコス・ザフォス氏は、世界中の政策立案者が、今後10年間は米国の施設からLNGを欧州に供給し、その後の10年間は石炭への依存が特に心配されるアジアに供給を振り向ける契約を結ぶことを提案している。この協定を成立させるためには、ザフォス氏は、「欧州と米国は、化石燃料インフラへの融資に関する政策的立場を緩和しなければならないだろう」と言う。

環境保護主義者や一部のエネルギー専門家は、LNGの増産に反対している。環境保護団体であるシエラクラブやメキシコ湾岸のコミュニティーグループは、化石燃料の生産と輸送を何十年にもわたって固定化することになる新しいプラントへの融資を行わないよう銀行に要請している。メタンは発電のために燃焼させた場合、石油や石炭よりも二酸化炭素排出量が少ないかもしれないが、長年にわたって何度も起きているように、パイプラインや井戸からメタンが漏れ出た場合の炭素排出量への影響が石油や石炭よりはるかに大きいのだ。

また、経済的な理由もある。気候変動に着目する非営利団体グローバルエナジーモニターが今月発表したレポートによると、カタールなどの国々で低コストのLNG生産能力が急速に拡大しており、米国のプラントがそれに対抗できる可能性は低いという。

さらに、米エネルギー経済・財務分析研究所（IEEFA）のエネルギー金融アナリストであるグラント・ハウバー氏は、「タイミングの問題がある。今日、契約をするLNG施設があるとすれば、その施設にプラントを建設し、燃料の出荷を開始するまでに少なくとも3年かかるだろう。残念ながら、スイッチを入れるようにすぐに供給を増やすこともできないし、さらに、それを必要な場所に運ぶこともできない」と指摘する。

再生可能エネルギーに焦点を当てた戦略であれば、より早く生産能力を増強し、ガスを最も必要とされる場所の需要に充てることができる。ハウバー氏は「電化を進めることができる経済圏では、価格

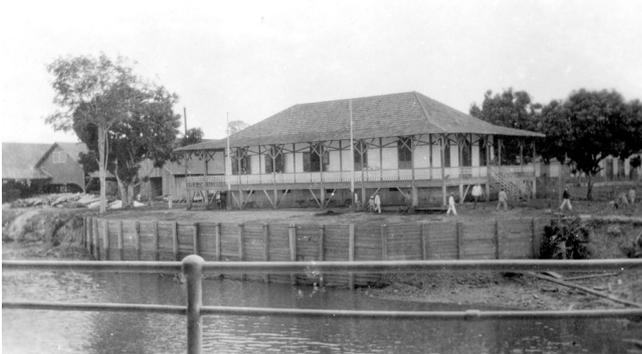
高騰の痛みを少しは和らげてくれるだろう。ガスから電気に切り替え、その電気を再生可能エネルギーでまかなうことができれば、市場価格高騰に対するヘッジが自然にできる」と言う。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

5. テスラ、アップル、イケアに供給網の問題なし Supply-Chain Problems? Not for Tesla, Apple, and IKEA. 垂直統合戦略に利点

[フィーチャー]

混乱期の勝者



Courtesy Ford Motor Company Archive

第二次世界大戦終戦後の1946年は、誰もが浮かれて外出を望んでいたが、着ていくまともなシャツがなかった。本誌は同年10月の記事で、「シャツ不足は、今後数カ月の米国消費者につきまとう悩みの種になるだろう」と書いている。自動車や家具から主食まで多くの製品で供給が需要に追いつかなかった。探し当てられた商品の値段は競り上がり、インフレ率が急上昇した。

自動車や長椅子、さらには「1ドルピザ」（今では1.5ドル）の値段を最近見た人々は、1946年当時の経験が分かるだろう。現在の混乱は、ウクライナでの戦争というよりも新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）が原因だが、結果は同じだ。

他にも、敗者の中にも勝者がいるというのも当時と同じだ。例えば、電気自動車メーカーのテスラ<TSLA>はパンデミックの期間を通じて、競争相手が部品不足に苦しむ中で売上高と納入台数が予想を上回ってきた。これは、イーロン・マスク最高経営責任者（CEO）の垂直統合、つまり供給ラインをコントロールする戦略の勝利である。

シャツが不足した1946年には大手百貨店とそのサプライヤーが勝者だったが、やはり垂直統合が役割を果たしていた。本誌によると、大手縫製会社は自社製の布を使ってシャツを生産し、アパレル企業は縫製会社を買収した。垂直統合を達成した会社は次に、大手小売会社と独占契約を確保した。本誌は、それが、「ニューヨークの百貨店のメイシーズやギンベルが、シャツ不足の中でシャツを販売できている理由だ」と書いている。

垂直統合は、ジョン・D・ロックフェラー氏やアンドリュー・カーネギー氏のようないわゆる泥棒男爵によって開発されており、米国経済と同じくらい歴史がある。泥棒男爵らは産業全体を上から下まで支配し、規制強化をもたらし、最終的には石油メジャーのスタンダードオイルの分割につながった。しかし、垂直統合は終わらなかった。

マスク氏同様に、ヘンリー・フォード氏は市場の自立を模索し、ミシガン州ディアボーンで、独自の

ドック、鉄道、発電所および製鉄所を持つリバー・ルージュ・コンプレックスでその野望を実現した。原材料が敷地の片側に到着し、反対側から完成車が運び出された。石炭はフォード<F>がケンタッキー州に持つ炭鉱都市から、ゴムはブラジルのプランテーションから運ばれた。

ブラジルで造成したフォードランディアの町でゴムを加工する予定だったが、町には幾つかの問題があり、1930年には労働者が暴動を起こし、軍が鎮圧する必要があった。フォードは、「フォードがブラジルのプランテーションを放棄するという報道は間違いである」という声明を発し、1931年2月5日付のウォール・ストリート・ジャーナル紙で報道されている。木材はリンカーンの内装用に米国に輸入されたが、ゴムの生産は失敗に終わり、フォードランディアは2年後に放棄された。ブラジルにおける他の試みも失敗し、垂直統合の限界が示された。

垂直統合からの離脱期

フォードの方法とは対照的に、ウィリアム・C.デュラント氏はゼネラル・モーターズ (GM) <GM> を水平的に構築し、オールドモビル、キャデラックおよびオークランド (後のポンティアック) を含む、「あらゆる自動車会社、トラック会社および部品会社を買い漁った」と本誌は1926年2月1日に書いている。GMは1931年に自動車会社としてフォードを抜いて1位となり、その後決して2位には戻らなかった。

ゼネラル・エレクトリック<GE>は水平統合を究極まで推進し、十数もの業界へ事業を拡大した。本誌は1951年に、「GEは、クリスマス・ツリー用の小さい電球から巨大な蒸気タービンにおよぶ、20万種類を超える極めて多様な製品を製造している」と書いている。ゼネラル・エレクトリックは、自社の販売部門を備えて川下へ垂直統合したが、川上の原材料は外部調達した。

米国の産業は1960年代までに垂直統合を止めた。ピーター・ドラッカー氏のような経営の教祖は企業に対して、中核事業にこだわって、残りを外部から調達するように助言した。企業は、「スリム」かつ「俊敏」であることを模索した。1980年代までには垂直的分解の戦略が追求された。

過去への回帰

一部の企業はそうした傾向に逆らった。アップル<AAPL>は油断なくその製品と販売に対する支配を維持し、イケアは家具のための木材供給を目的に2015年にルーマニアの森を買収した。カナダのアンバサダー橋での抗議活動によってもたらされたような供給の混乱によって経済が引き続き混乱する中で、さらに多くの企業が垂直統合を模索している。

1946年のシャツ不足は、良いニュースをほとんどもたらさなかった。メーカーはインフレ率上昇よりもうわさされた「不買運動」を懸念し、1947年早々に生産を削減した。その後、不買運動は起こらなかったが、店頭では商品が売り切れて、サプライヤーは需要に追い付けなかった。ホリデーシーズンにはシャツ不足が再び蔓延 (まんえん) し、買い物客はすり切れたシャツでその冬も乗り切れるよう願った。

By Kenneth G. Pringle
(Source: Dow Jones)

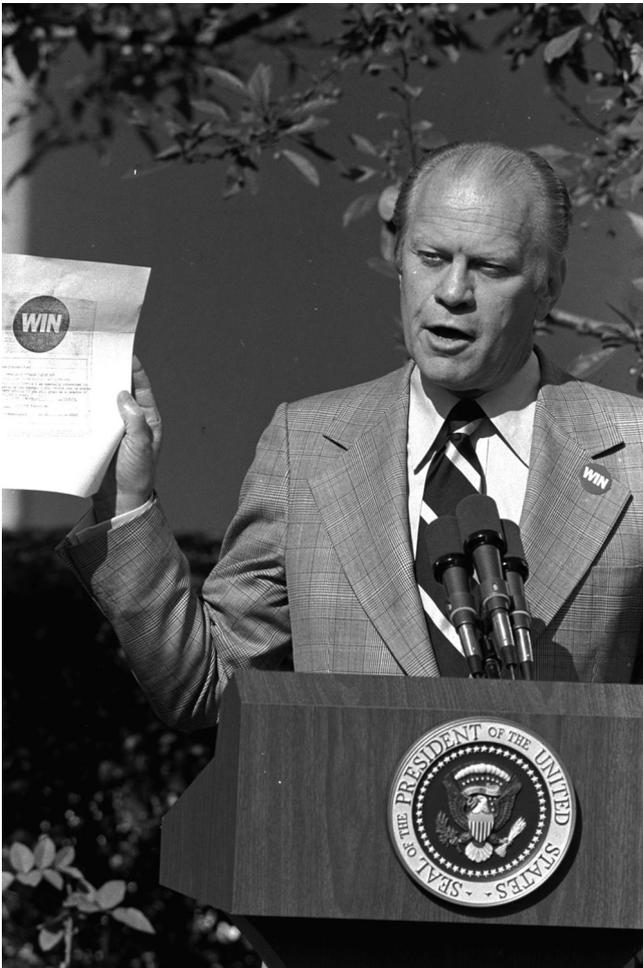
6. 高まるリセッションの足音

[コラム]

Recession Rumbles Grow Louder as Impact of Economic Stimulus Fades

景気刺激策の効果続かず

痛手の春となるか



AP/Shutterstock

1979年の米映画「チャンス」の中で、庭師のチャンスは「春は芽吹き季節だ」と語った。誤解と臆測が混ざり合い、チャンスは「チョンシー・ガーディナー」としてワシントンの有力者から一目置かれる存在になり、さらには病んだ経済を救う道を模索する大統領から助言を求められる。

現実世界では、チャンスのようなアドバイザーは存在しなかった。1974年の秋、当時のフォード政権は専門家を集めて1日かかりの会議を開催し、急激な物価上昇を打開する策を練っていた。その前の「WIN」（インフレを打破するというスローガン）のピンバッチを掲げたキャンペーンは成果を出せずに終わり、新たな案が必要だった。集まった専門家の知らないうちに、米国は1973年11月に既にリセッション（景気後退）入りしていた。ワシントンは見逃したが、ウォール街は気付いていた。株価は長引く深刻な弱気相場に深く陥っていた。

ダウ工業株30種平均（NYダウ）は1974年12月に577ドル60セントの底値をつけた。これはその直前の、「マジック」とされる1000ドルを超

えた高値から約45%下げた水準で、その後10年、NYダウが1000ドルを超えることはなかった。当時、大統領経済諮問委員会議長を務め、のちに米連邦準備制度理事会（FRB）議長となるアラン・グリーンスパン氏は、最も痛手を受けたのは株のブローカーだろうと発言したが、食品や燃料価格の高騰に苦しむ消費者の反応は冷やかだった。当時のバーンズFRB議長は、これらの厄介な生活必需品目を物価指数から除いた「コア指数」を設定するというトリックを採用した。

現在に目を向けると、分断が深刻化する米国で、ウォール街、ワシントンから一般市民まで広くコンセンサスを得ているのは、インフレは社会の一番の敵だという考えで、これは戦後最大のリセッションの最中にあった1974年当時と変わらない。しかし今回異なるのは、FRBはまだ利上げを開始していない。本記事執筆時点のフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標は0~0.25%と最低水準のまま。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）と時期を同じくして始まったFRBによる資産買い入れプログラムは、今年9日まで継続され、2020年3月と比較してFRBのバランスシートは2倍に拡大し、8兆9000億ドルに迫っている。

株式市場では50%の確率

景気減速の兆候は、少なくとも市場では現れ始めている。ニコラス・パニギルツォグロウ氏率いるJPモルガンのグローバルクオンツ・デリバティブチームの試算では、米株式市場はリセッションを50%の確率で織り込んでいる。投資適格債市場では43%の確率で織り込んでおり、ハイイールド債市場は17%と少し低めになっている。確率の計算式は複雑ではない。過去11回のリセッションにおいて、S&P 500指数は平均26%下落している。3月8日付けのJPモルガンのレポートでは、S&P指数の下落は13%。13を26で割ると50%（リセッションの確率）が導き出される。債券市場については、ベンチマークとなる米国債利回りとのスプレッドの変動幅に基づき計算される。

JPモルガンのストラテジストによるユーロ圏についての確率の試算は、株式市場が78%、投資適格債市場が54%と、米市場よりずっと高い。そしてこれらの数字は、欧州中央銀行（ECB）が先週、資産買い入れプログラム（APP）による債券買い入れの縮小ペースを加速すると決定する以前のものだ。

調査会社マクロメイブンのステファニー・ポムボイ氏の分析はもう少し複雑だ。リセッションは、長期金利と原油価格の大幅上昇という二つの景気下押し圧力に続いて起きる。過去30年間では、Baa格社債の利回りの前年比変動率の合計と原油価格の同変動率の合計が、100%を超えた時には必ず景気も下向いていた。2000年から2001年のドットコムバブルの崩壊によるリセッションや、2007年のサブプライム住宅ローン危機もこれに該当する。今回も数字はリセッションの水準に近づいている。財政および金融刺激策の効果の弱まりとともに、需要が後退し成長は減速している。ポムボイ氏は顧客向けメモの中で、「ロシアのウクライナ侵攻により、あらゆる生活必需品の価格が高騰する前から」すでにこうした状況になっていると書いている。

歴史は繰り返すのかもしれない。景気減速と時期を同じくしてFRBはようやく金融引き締めを動かしている。春の芽吹きは失望に変わりかねない。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. ロシアとFRB、どちらも懸念すべき

[米国株式市場]

The Fed or Russia? The Stock Market Should Worry About Both.

市場が落ち着く方向にあるとの見方も

市場には多くの懸念材料



NYSE

先週は、市場が戦争を心配するのをやめ、受け入れようとした1週間として記憶されるかもしれない。

ただし主要株価指数を見ると、そうは思えないかもしれない。先週、S&P500指数は2.9%安の4204.31となり、ダウ工業株30種平均は2.0%安の3万2944ドル19セントで引けた。ナスダック総合指数は3.5%下落して1万2843.81となり、小型株のラッセル2000指数は1.1%安の1979.67で週末を迎えた。

市場には多くの懸念材料があった。ロシアはウクライナとの戦争を終わらせる気配を見せず、攻撃をやめるどころかエスカレートさせるように見えた。これに対して米国はロシアに対する「最恵国待遇」を撤回し、ロシア産原油の輸入禁止も発表した。ゴールドマン・サックス<GS>、マクドナルド<MCD>、JPモルガン・チェース<JPM>など、米国企業のロシアからの撤退が続いた。

それでも、株価指数の数字上は下落したものの、金融市場における恐怖心はわずか1週間前より薄らいだように感じられる。米10年国債利回りは0.282%ポイント上昇して2.004%となり、シカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティー指数（VIX指数）も、一時37.35まで上昇した後に30.75で11日の取引を終えたからだ。原油価格も下落して、1バレル当たり109.33ドルと前週末から5.5%安で引けた。

CIBCプライベート・ウェルスUSの最高投資責任者（CIO）であるデーブ・ドナベディアン氏は、「ここ数日、平静さを取り戻している。ただし、これが再度の下落につながる一時的な反発なのか、値固めの始まりなのかは分からない」と述べる。

ハイイールド債市場の落ち着き

ハイイールド債市場は、さらに落ち着いた動きとなった。運用会社リーマン・リビアン・フリドソン・アドバイザーズのCIOであるマーティン・フリドソン氏は、ハイイールド債と国債の利回りスプレッドは2021年末の約3%ポイントから3月10日には4%ポイントに拡大したが、VIX指数の上昇から示唆される動きよりも、はるかに小さいと指摘する。フリドソン氏の分析によると、31.06だった10日のVIX指数に対応するハイイールド債のスプレッドは、7.81%ポイントになるはずだ。フリドソン氏は「株式市場のボラティリティーを踏まえると、通常であればハイイールド債のリスクプレミアムはかなり大きくなっていたはずだ」と言う。

こうした食い違いが起きる以前は、VIX指数がさらに低下することで食い違いが解消され、スプレッ

Market Performance



ドの拡大ではなくハイイールド債市場の上昇につながるものが通常だった。2020年10月にVIX指数が38.02に上昇した一方でハイイールド債のスプレッドがわずか5.32%ポイントにとどまった時や、1997年にVIX指数が35.09をつける一方でスプレッドが2.99%ポイントと異常に低かった時もそうだった。ただし、歴史が繰り返される可能性はあるが、フリドソン氏は「VIX指数とスプレッドの過去の推移の中で、欧州における大きな地上戦の時のデータはない」として、ロシアとウクライナの紛争の状況次第で結果が異なる可能性を懸念する。

FOMC後のコメントに注目

一方、米連邦準備制度理事会（FRB）もこうした状況で何かコメントするかもしれない。ただし3月15、16日に開かれる米連邦公開市場委員会（FOMC）の結果は驚くものにはならないはずだ。FRBのパウエル議長は0.25%の利上げを進めたいと既に発言しており、投票権を持つ他のメンバーが同意しないと考える理由はないからだ。

FOMCの結果に対する市場の反応は、FRBの将来の利上げと量的引き締め（QT）の計画に関する発言次第だろう。CIBCのドナベディアン氏は、「FRBがバランスシートの縮小方法を明らかにすれば市場の下落につながる可能性があるが、段階的に縮小する計画だと言えば市場は安堵（あんど）するかもしれない」と指摘する。

いずれにせよ、市場に懸念材料はいつもあるものだ。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

8. アップル、半導体不足の影響見られず

[ハイテク]

Apple's Latest Event Had A Few Surprises. Here Are 6 Key Things to Know.

新iPhone SE発表、安定成長に道筋

価格に敏感な消費者にアピール



Gabby Jones/Bloomberg

アップル<AAPL>が3月9日に開催した製品発表オンラインイベント「Peek Performance」（ピーク・パフォーマンス）では、自動車や仮想現実（VR）メガネなどまだ噂（うわさ）の段階にある製品は発表されなかったものの、アップルが価格に敏感な消費者にアピールしつつ予算規模が大きいパワーユーザーにも対応できることが実証された。

先週のイベントで発表された製品の中で、目先の業績の観点から最も重要だったのがiPhone（アイフォーン）SEの5Gに対応した新モデル

だ。iPhone 13の最廉価機種が699ドルから始まるのに対し、SEは429ドルから始まる。

一方、今回の発表で最も話題を呼んだハードウェアは新しいハイエンドプロセッサのM1 Ultraだ。このプロセッサは、小型デスクトップPCであるMac Mini（マック・ミニ）の超強力版で、デザイン専門家をターゲットとしたMac Studio（マック・スタジオ）に搭載される。

タブレット端末iPad Air（アイパッド・エア）の新モデルも発表された。ディスプレイは27インチ型で、Mac Studioや他のアップルのコンピューターで使用できる。

市場シェア拡大も

今回のイベントでの発表には大きなサプライズはなかったものの、ウォール街が消化すべき材料は多かった。以下、重要と思われるポイントを説明する。

第一に、半導体不足はアップルの製品の出荷時期に影響を及ぼしていない。ジェフリーズのアナリストであるカイル・マクニーリー氏は顧客向けレポートの中で、新製品が発表から短期間で出荷されることから同社の供給環境は「比較的良好」と考えられ、「これは、在庫と購買へのコミットメントによりアップルの供給環境が比較的落ち着いている、あるいは生産体制が強化されていることを示唆している」と書いている。

第二に、低価格モデルのiPhone SEによってアップルの売上高が底上げされ、買い替えを促進すると予想される。モルガン・スタンレーのアナリスト、ケイティ・フーバーティ氏は、ウォール街の2022年iPhone販売台数予想は今や低過ぎるかもしれないと書いている。フーバーティ氏は、刷新されたiPhone SEが古いiPhoneを持つユーザーからの「買い替えを促進するための新しいツール」となるはずだと考えている。しかも新モデルの価格は従来モデルからやや値上がりしている。

第三に、iPhone SEがAndroid（アンドロイド）搭載スマートフォンから市場シェアを奪う可能性がある。カウエンのアナリスト、クリシュ・サンカー氏は、新しいSEが特にアジアで市場シェアの拡大に拍車を掛ける可能性があると考えている。

第四に、新しいM1 Ultraプロセッサが革新的である。このプロセッサは基本的に二つのM1 Max（マックス）プロセッサを連結して一つのパッケージに封入したもので、その性能は従来のMac用プロセッサを大きく上回る。UBSのアナリスト、デビッド・フォークト氏は、今回のイベントでの発表の中でM1 Ultraが「長期開発の観点から最も重要な発表だった」と書いている。フォークト氏によると、Macの市場シェアはM1ベースの最初のラップトップPCを投入した2020年末以降に7.5%から9%へ上昇している。

第五に、各部の総和は全体を上回る。モルガン・スタンレーのフーバーティ氏は、アップルの新製品が単独で大きな影響力を持つことはないが、「出荷された数千万台の新製品は全体として、アップルが業界最高レベルのリテンションレート（既存顧客維持率）を保持するとともに、新規ユーザーを引き付け、ユーザー当たりハードウェアおよびサービス支出を引き上げることに貢献するだろう」と書いている。

アップル株にリスクがないわけではない。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の間、消費者がホームオフィスを設立したためにハードウェア需要が急増したが、それが今後も持続するとは思えない。PCメーカーのデル・テクノロジーズ<DELL>とHP<HPQ>は最近、消費者向けの売上高が鈍化していると述べた。この傾向がアップルに影響を及ぼすのはほぼ確実だ。

だが、アップルには技術を革新し利益を生み出す力があり、PC、スマートフォン、オンラインサービスで市場シェアを獲得し続けるのは間違いないと思われる。さらに、積極的な自社株買いが株価を支え続けるだろう。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

9. エコノミストが軽視する物価上昇に注目

[経済政策]

Here's Why It's Time to Focus on the Inflation Economists Ignore
コアCPIでは見えない問題

食品とエネルギーの物価上昇率は16%

消費者物価の上昇は見た目以上に深刻で、しかもまだ始まったばかりかもしれない。

2月の米消費者物価指数（CPI）は前年同月比7.9%上昇し、40年ぶりの高水準となった。変動が大きい食品とエネルギー価格を除いたコアCPIは同6.4%上昇した。物価安定を目指す米連邦準備制度理事会（FRB）の目標の3倍超だが、これはロシアのウクライナ侵攻が経済に影響を及ぼす前のことだ。

だが、現在CPIから食品とエネルギーを除くことは間違いではないだろうか。そこで、逆に必需品以外は全て取り除いた指数を考えてみた。肉、卵、パン、牛乳、農作物などの食品と、住居、ガス、光熱費から構成される、いわば「バロンズ版ベーシックCPI」だ。2月にはこれらの物価が前年同月比で平



Spencer Platt/Getty Images

均16%も上昇した。さらにその後、世界の小麦輸出量の約4分の1、石油輸出量の10分の1が事実上、消え去った。

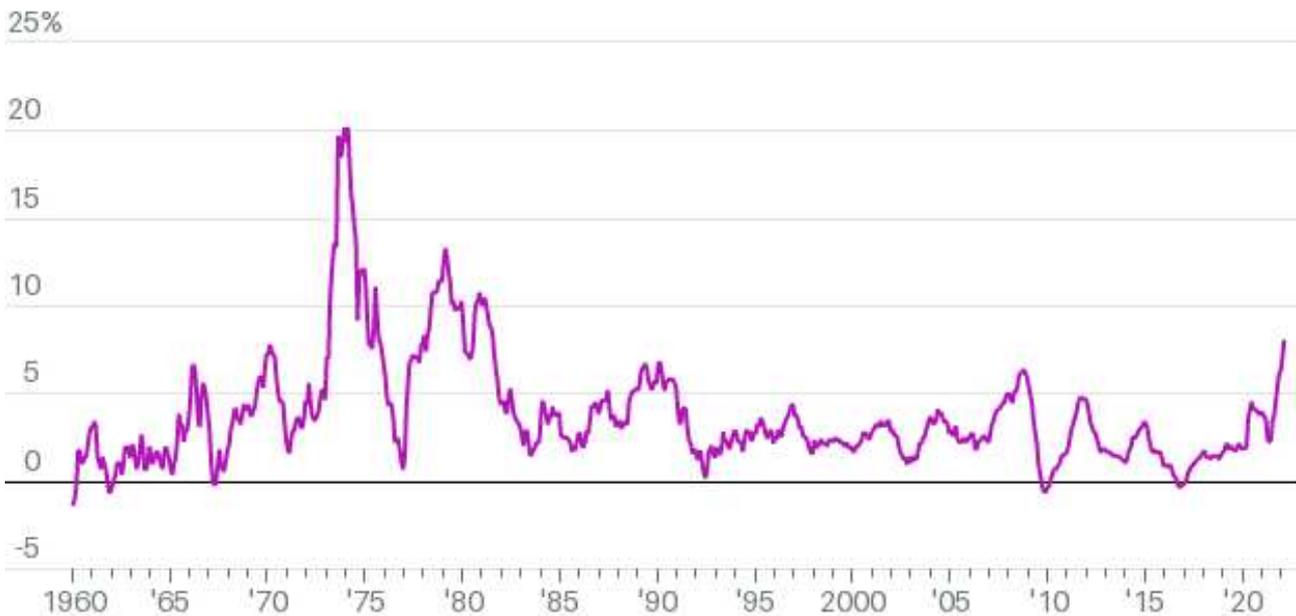
ウォール街のエコノミストの多くは、インフレ率は予想より高い水準とはなるものの、3月にはピークを迎えると予想する。例えばドイツ銀行のエコノミストは、最新の物価指数発表後に、総合CPIは3月に8.2%でピークを打ち、年末には5.1%まで減速するとしている。つまり今回の地政学的ショックは、昨年のパウエルFRB議長の言葉を借りて言えば、ほぼ一過性のものとい

うわけだ。

社会不安引き起こす恐れも

Fast & Furious

Food prices rose at the fastest pace in 40 years before geopolitics hit supply.



Source: Federal Reserve Bank of St. Louis

従来の常識が食品価格とインフレ期待の相互作用を軽視しているとしたらどうだろう。ボストンカレッジのフランセスコ・ダクント教授は、インフレ期待は日用品の価格変動に最も左右されると話す。2カ月前の時点では、米国の家庭の約2割が最低10%の物価上昇を予想していたが、日用品の価格急騰に伴い、その割合は約6割を超えたとダクント教授はいう。物価安定には安定したインフレ期待が不可欠だ。食品価格の上昇がインフレ期待全体に多大な影響を及ぼすなら、インフレ期待と物価は今後も上昇する可能性が高い。

所得が下位5分の1の世帯では所得の4分の1以上を食費に費やしていることを考えると、現状はさらに

深刻だ。米国勢調査局がウクライナ危機以前に発表したデータによると、米国の家庭のおよそ1割（子供のいる家庭ではさらに増える）が十分な食事を取れていないという。

食品価格の高騰は、消費者の生活水準や広範な経済成長などに影響を及ぼすだけではない。ニュー・イングランド・コンプレックス・システムズ研究所のヤニール・バー・ヤム所長は、通常政治に起因するとされる社会不安の大きな要因は実は食料価格の高騰であり、食品価格の急騰は社会システムを脅かし、社会不安の原因になると警鐘を鳴らす。バー・ヤム所長は国連食糧農業機関（FAO）が発表する世界の食糧価格指数が過去最高を更新したことに触れ、2011年の「アラブの春」前夜を彷彿（ほうふつ）とさせると話す。

バー・ヤム所長は、「食品が急激に値上がりすれば、社会不安の可能性は極めて高くなる。強い推進力を持つものが急に変化するとき、社会システムが不安定になることを忘れてはならない」と付け加える。もちろん、米国内で暴動が起きるとは考えにくい。だがロシアへの制裁措置により、すでに高騰していた食品とエネルギーの価格がさらに上昇し、世界各国で政府に対する圧力が高まっている。

ハイパーインフレの可能性は低い

バイデン大統領は物価上昇の影響を軽減するために手を尽くすと述べた。だが食品やエネルギーなど生活必需品の価格について、大統領を含め政治家に何ができるだろう。ボストンカレッジのダクト教授によれば、エネルギー供給を増やす選択肢は、包装や輸送を通じて食品価格に影響を与えるだろうが、政治的に問題があるという。米国が石油不足を補うためにイランやベネズエラに頼れば困難な問題が持ち上がり、石油の戦略的備蓄の放出はより悲惨な状況に対処するための最後の手段だ。となると、さらなる財政刺激策を講じるか。だがそれではインフレ自体が悪化してしまう。

エコノミストにハイパーインフレーションについて尋ねてみると、すぐさま否定の言葉が帰ってくる。毎月のインフレ率が50%を超えるという従来の定義からいえば、確かにその通りだろう。だが今回のような地政学的ショックが起こる前に、ウォール街のエコノミストに現在のインフレ率を予想できた人はほぼおらず、大半はインフレを一過性のものと考えていたことを思い出して欲しい。

ハイパーインフレーションの可能性は低い。物価上昇が景気後退（リセッション）の引き金となる需要減退を招く場合はなおさらだ。だがエクイティ・マネジメント・アソシエーツのローレンス・レパード氏は、可能性はゼロではないと言う。レパード氏が世界のコモディティ価格の代表的な指標と呼ぶ上場投資信託（ETF）のiシェアーズS&P GSCIコモディティ・インデックス・トラストETF <GSG>は過去3カ月で31%上昇し、食品と住居費は高騰している。レパード氏は、「ハイパーインフレーションと口にすれば陰謀論者と呼ばれる。だが以前のような冗談ではなくなっている」と語る。

金融引き締めにより物価上昇がいずれ抑えられ、地政学的ショックもこれ以上ひどくはならないかもしれない。また、購買力の低下から復職する人々が増加し、サプライチェーン（供給網）の混乱や賃金圧力が緩和されてインフレ率が低下する可能性もある。だが物価上昇の継続を予感させるさまざまな要因を完全に否定することはできない。この状況はしばらく続きそうだ。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

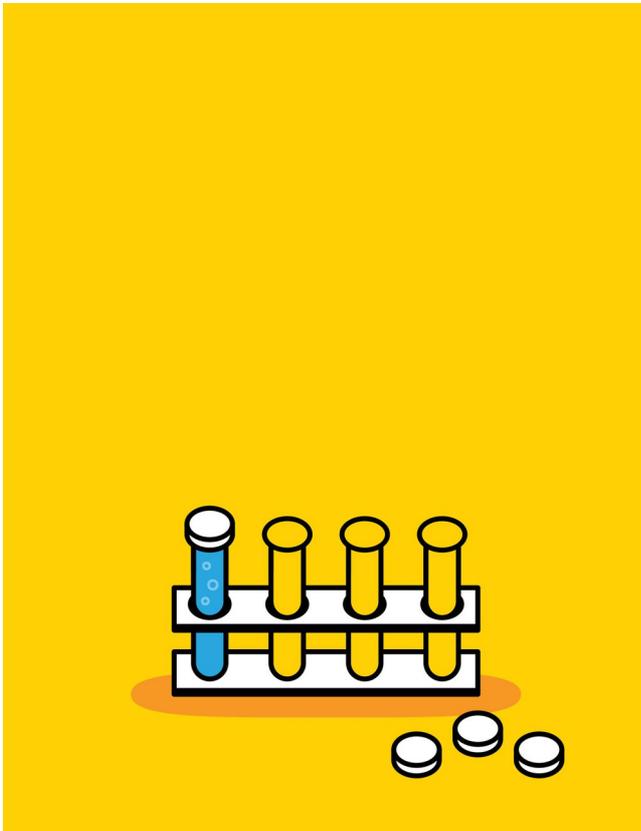
10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

Pharma Exposure to the Ukraine War? Clinical Trials

製薬会社、ウクライナ侵攻で臨床試験に影響も

制裁より混乱に懸念



Elias Stein

ロシアとベラルーシへの制裁の対象は、今のところ医薬品や医療機器には及んでいない。だが、ロシアによるウクライナ侵攻は、ビジネスに影響を及ぼしつつある。ヘルスケア関連企業の幹部は、先日開催された複数の投資家向け会で、ロシアとウクライナが売上高に占める割合は限定されているものの、両国では数多くの臨床試験が実施されていると発言している。

幹部らはおおむね、両国が占める売上高の割合は1%程度だと語っている。ファイザー<PFE>のバイオ医薬品グループでプレジデントを務めるアンジェラ・ファン氏によると、同社の2021年の売上高813億ドルのうち、東欧は20億ドルを占め、うちウクライナは1億5000万ドルを占めている。今のところ、売上高に関する問題は限定的だ。ジョンソン・エンド・ジョンソン (J&J)<JNJ>のジョセフ・ウォルク最高財務責任者 (CFO) は、輸送手段に関して航空と海上は現在極めて限定されているとし、「わが社は現在、トラック輸送しかない状況にある」と述べ

る。一方でファン氏は、ファイザーはサプライチェーン（供給網）の混乱を予想し、侵攻前に余剰製品を同地域に輸送したと語る。

だが、売上高と臨床試験は別の話だ。製薬企業の幹部は、臨床試験がロシアとウクライナに集中していることを認めたが、誰も対象の医薬品や、遅延の可能性のあるプログラムについては明らかにしていない。懸念されるのは、制裁よりも混乱だ。医薬品大手メルク<MRK>のキャロライン・リッチフィールドCFOは、「これらの国は優れた科学技術を備えており、メルクをはじめとする企業の拠点となっている」とし、加えてメルクがロシアとウクライナでの臨床試験の登録を中断したと述べた。

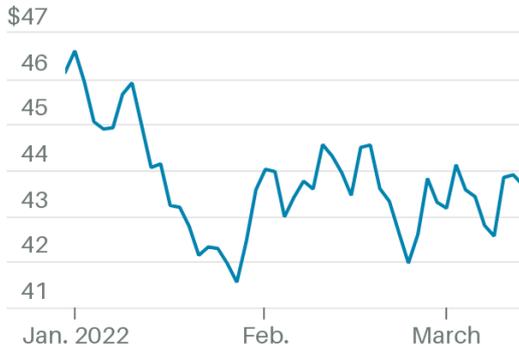
ファン氏によると、ファイザーは東欧で100件以上の臨床試験を行っており、そのうちウクライナで27件が進められている。製薬大手イーライリリー<LLY>のアナト・アシュケナーズCFOは、同社では、ロシアとウクライナでも混乱はみられないようだ述べている。イーライリリーにとっては、どちらの国も「臨床試験の中心地」ではないためだ。とはいえ同地で臨床試験を行っていることは事実であり、今後必要な医薬品が手に入らない事態を想定して、臨床試験の拠点へ十分な製品を輸送している。

今週の予定

A Remote War

The SPDR S&P Pharmaceuticals ETF is only down about 6% year to date. Sales in Russia and Ukraine are relatively minor.

Total Return of the SPDR Pharmaceuticals Exchange-Traded Fund, Year to Date



Source: FactSet

3月14日（月）

・ 経営管理用ソフトウェアを手がけるクーパ・ソフトウェア<COUP>、ソフトウェア企業ギットラブ<GTLB>、山岳リゾート施設運営のベイル・リゾーツ<MTN>が四半期決算を発表。

3月15日（火）

・ 米労働統計局が、2月の卸売物価指数（PPI）を発表。コンセンサス予想は前年同月比10%上昇（1月は同9.7%上昇）と、2010年に現行の算出方法がとられるようになって以来、最大の上昇率。食品とエネルギーを除くコア指数は同8.7%上昇する予想（1月は8.3%上昇）。

3月16日（水）

・ 米国勢調査局が2月の小売売上高を発表。コンセンサス予想は季節調整済みで前月比0.3%増の6520億ドル（1月は同3.8%増）。

- ・ 住宅建設大手のレナー<LEN>が2022年度第1四半期決算発表。
- ・ 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。政策金利の誘導目標は、0.25%引き上げられて0.25%~0.5%になると予想される。パウエル議長は、3月初旬に行った議会証言で、利上げの方針を明言している。これは2018年12月以来初めての利上げとなるが、40年ぶりの高水準にあるインフレを押さえ込むため、FRBによる利上げサイクルが年内を通して続くことがほぼ確実になっている。市場は現在、今年合計で1.75%の利上げを織り込んでいる。
- ・ ライフサイエンス研究支援機器メーカーのアジレント・テクノロジーズ<A>、医療器具メーカーのクーパー・カンパニーズ<COO>、コーヒーチェーン大手スターバックス<SBUX>が年次株主総会を開催。
- ・ アメリカン・エクスプレス<AXP>が投資家向け説明会を開催。
- ・ 全米住宅建設業協会（NAHB）が3月の住宅市場指数を発表。コンセンサス予想は80と、2月から2ポイント低下。同指数は2020年後半のピークを下回っており、加えて住宅ローン金利の上昇と供給制約という二重の逆風があるにもかかわらず、住宅建設業者は住宅市場の強気の見方を崩していない。

3月17日（木）

・ コンサルティング企業アクセンチュア<ACN>、ディスカウントチェーン大手のダラー・ゼネラル<DG>、大手物流サービス会社のフェデックス<FDX>、ゲームソフト小売り大手ゲームストップ<GME>が四半期決算コンファレンスコールを開催。

3月18日（金）

- ・ 日銀が政策金利を発表。世界的に多くの国々で利上げが実施され、日本の物価上昇率も大幅に拡大すると予想されているが、日銀は短期政策金利を現行のマイナス0.1%に維持するとみられる。
- ・ 全米不動産業者協会（NAR）が、2月の中古住宅販売件数を発表。エコノミスト予想は、季節調整済み年率換算で610万戸と、1月を40万戸下回る。
- ・ コンファレンス・ボードが2月の景気先行指数を発表。コンセンサス予想は120と、1月からほぼ横

ばい。コンファレンス・ボードは、2022年の国内総生産（GDP）成長率を3%と、過去の傾向値を上回ると予想。

By Josh Nathan-Kazis
(Source: Dow Jones)

『バロonz・ダイジェスト』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信

時事通信社

編集人

川田 重信（かわた しげのぶ）

大和証券入社後1986年から米国株式を中心に外国株式の営業活動に従事。ペインウェバー（現UBS）証券を経て2000年にエグゼトラストを設立。神戸大学経営学部卒業 米国ロチェスター大学MBA。

『バロonz・ダイジェスト』 2022/03/13

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 © 2022 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます