

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2022/07/24

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. アマゾン、2倍以上に上昇する可能性も - Unboxing Amazon: The Case for the Stock to Double, or More [カバーストーリー] P.1
クラウド事業が好調、小売りで苦戦
2. 物価連動型米国債の魅力 - TIPS, I Bonds Are Complicated—But Worth It [フィーチャー] P.6
インフレ対策に最適
3. マゼランのマネジャー、大型ハイテク銘柄に懐疑的 - Magellan's Manager Sours on Big Tech— With One Exception [インタビュー] P.9
マイクロソフトを例外的に選好
4. 株価上昇は景気後退の定義次第? - Is the Stock Market Going Up? Depends on the Definition of Recession. [米国株式市場] P.12
景気後退の織り込み、見極めになお時間必要
5. 採用難に悩む米鉄道大手 - Railroads Can't Fill \$80,000 Jobs. That's a Problem for the Stocks. [投資戦略] P.14
人手不足、株価の足かせに
6. 株式市場、季節的に最も軟調な時期に - The Stock Market Is Entering Its Weakest Months. What to Watch Out For. [コラム] P.16
何に注意を払うべきか
7. CEOで選ぶハイテク株 - As Tech Struggles, CEOs Matter More Than Ever Before [ハイテク] P.17
激動の時代、技術的知見が必須に
8. 米景気、二番底の可能性—80年代前半の再現 - Expect Two Recessions, and a Quick End to the Fed's Hikes [コラム] P.19
FRB、引き締め早期打ち切りも
9. 米国に迫る食料危機 - A Food Shortage Could Be Coming, Even in the U.S. [経済政策] P.22
干ばつや太陽光発電が農業圧迫
10. 今週の予定 - 25 Stocks That Could Rise on a Short Squeeze [経済関連スケジュール] P.24
ショートスクイズで値上がりするかもしれない25銘柄

※当誌は、株式会社時事通信社がライセンスに基づき Dow Jones & Company, Inc. の発行する BARRON'S 誌の内容を利用して作成したものです。
※当誌は、情報提供を目的としてのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。また、当誌は当社が信頼できると判断した資料およびデータ等により作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。
※記事中の株式やファンドの価格は、米バロンズ編集部による記事執筆時点の値である場合があります。

1. アマゾン、2倍以上に上昇する可能性も

Unboxing Amazon: The Case for the Stock to Double, or More

クラウド事業が好調、小売りで苦戦

[カバーストーリー]

最大の試練



Illustration by Jaedoo Lee

アマゾン・ドット・コム<AMZN>は1997年に上場してから約100回の四半期決算を発表している。景気とインターネットの大きな浮き沈みにもかかわらず、アマゾンは決算のたびに成長を示してきた。過去最悪の四半期決算は、インターネットバブルが崩壊しつつあった2001年7～9月期だが、その時ですら売上高は前年同期比でわずかに増加した。しかし、この連続記録は終わりを迎えるかもしれない。

ウォール街のアナリストは、7月28日に発表される第2四半期の増収率をわずか5%と予想して

いる。これはアマゾンとしては低調な数字であり、業績が予想をわずかにでも下回れば、売上高は前年同期比で減少する可能性もある。もしそうなれば、アマゾンが創業以降の約30年間で最大の試練に直面していることを物語る決算となるだろう。

アマゾンの長年にわたる電子商取引（eコマース）分野の強みは、実店舗が新型コロナウイルス禍を経て復活する中で、弱みに転じていると言ってよいだろう。燃料費の上昇もアマゾンの利益をむしろ押し下げ、配達と返品のコストも増加傾向にある。アマゾンの利益率が今まで高かったことはないが、アナリストが予想する第2四半期の営業利益率は1.8%と極めて低い。

投資家は何年間もアマゾンの利益の小ささを許容してきたが、我慢できなくなりつつある。株価は昨年7月の高値以降に33%下落して125ドルとなっており、6000億ドル超の時価総額が失われた。eコマースの観点からは、アマゾンは苦戦しているハイテク企業の1社にすぎないように見える。

しかし、これらはいずれも問題にならないだろう。投資家は小売りに気を取られてアマゾンの変革を見逃している。今年、クラウド事業のアマゾン・ウェブ・サービス（AWS）の売上高がアマゾン全体の売上高に占める割合は約15%となる見込みだが、AWSの利益はアマゾン全体の利益を上回ると予想される。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）によるロックダウン以前から終了後に至るまで、AWSの売上高は四半期当たり30%強のペースで増加してきた。この傾向はまだ続く見込みだ。

一方、アマゾンの広告事業の年間売上高は400億ドル近くに上る。これはソーシャルメディア大手のツイッター<TWTR>とスナップ<SNAP>の売上高合計の約4倍に相当する。しかも、アマゾンは今年、毎週のナショナル・フットボール・リーグ（NFL）の試合の配信権を有するメディア企業でもある。物流事業も成長中で、フェデックス<FDX>やユナイテッド・パーセル・サービス<UPS>といった大手運送会社と肩を並べつつある。

投資家にとっての課題は、事業の拡大により、アマゾンの企業価値を評価するのが困難となっていることだ。しかし、苦勞して評価するだけの価値はある。アマゾンの株式が現在ほど魅力的なことはまれであり、株価は今後数年間で2倍、3倍となり得る。確かに第2四半期決算はさえない内容となるだろう。だが、未来はこれ以上ないほど明るい。

成長する広告事業

Buy Now

Amazon shares have fallen 33% since they peaked last July, wiping out most of its pandemic-era gains. Profits are likely to rebound strongly next year.

AMZN / Nasdaq



Source: FactSet

ループ・ベンチャーズのポートフォリオマネジャー、ジーン・マンスター氏は、アマゾンのポジションを積み増していると語る。マンスター氏は、今年、AWSと広告事業が合わせて450億ドルの営業利益を生み出すと推定している。株価収益率（PER）を25倍とすると、事業価値は1兆1000億ドルとなり、現在のアマゾンの時価総額とほぼ同額だ。これはオンラインストアやアマゾンプライムなどの他の事業、さらにはホールフーズ・マーケット<WFM>などの傘下企業の価値が株価に全く反映されていないことを意味する。マンスター氏は「このバリュエーションでアマゾンを選好しないのは難しい」と話す。

確かに、アマゾンは依然として悪評に直面している。同社は労働者による組合結成の動きに反対しており、地球最高の雇用主を名乗る企業としては危ういバランスの上に立っている。さらに、新たに権限が強化された米連邦取引委員会（FTC）への対応も迫られている。FTCのリナ・カーン委員長は以前、アマゾンが市場で支配的な地位を築いていることは、米国の独占禁止法によるインターネットセクターの規制がうまくいっていない明白な証拠であると主張する論文を執筆したことがある。

景気の減速が今後数四半期にわたってAWSの売上高の重しとなる可能性もある。ウォール街は現在、今年のアマゾンの売上高を前年比11%増の5200億ドル、1株当たり利益（EPS）を0.56ドル（前年は3.24ドル）と予想している。

しかし、強気派は、アマゾンに悩ませている問題は解消しつつあり、株価にも織り込み済みだと言う。年内か2023年に経済がリセッション（景気後退）に陥る可能性はあるが、それも永久ではない。一方、eコマース市場は拡大を続けており、アマゾンは依然として約40%という膨大なシェアを有する。今後、市場シェアを拡大する余地も残っている。

アマゾンの広告事業も成長中だ。アップル<AAPL>がiPhone（アイフォーン）上での消費者の行動に関する情報の共有に厳しい姿勢を取っていることを受けて、広告主はソーシャルメディア以外に広告予算を投じる場所を探している。その中で、多くの広告主は消費者の購買意欲が明確なサイトへの出稿を選択している。メタ<META>（旧フェイスブック）は消費者の購入意欲をそそる商品を推測する必要があるが、アマゾンの場合は消費者が検索ボックスに買いたい商品を入力するため、購買意欲は明らかだ。

さらに、アマゾンには巨大クラウドコンピューティングプラットフォームのAWSがある。アマゾンがAWSの業績を公表し始めた2015年以降、AWSはアマゾンの営業利益の50%超を占めており、2021年にはその割合が約75%となった。2022年はeコマース事業が赤字となる公算が大きいため、AWSの営業利益はアマゾン全体の150%に達すると予想されている。

売上高約820億ドルのAWSは世界最大のソフトウェア・サービス事業の一つだ。法人向けソフトウェア大手オラクル<ORCL>、IBM<IBM>、基幹業務システム大手SAP<SAP>より大規模で、いわゆるソフトウェア・アズ・ア・サービス（SaaS）企業の中で最大のセールスフォース・ドット・コム<CRM>の2倍超に相当する。2021年にジェフ・ベゾス氏が最高経営責任者（CEO）を退任した際に、AWSを主導してきたアンディ・ジャシー氏を後継者に選んだのも当然だ。

4人の異なるSOTP分析

Recent Price	\$124.63
YTD Change	-25%
20212E Revenue (bil)	\$520
2023E Revenue (bil)	\$603
2022E EPS	\$0.56
2023E EPS	\$2.48
2023E P/E	50
Dividend Yield	None
Market Value (tril)	\$1.27

E=estimate

Source: FactSet

ウォール街が好む企業価値の評価方法の一つに「サム・オブ・ザ・パーツ」(SOTP)分析がある。これは企業が所有する事業それぞれの価値を評価し、すべて合算するというものだ。

アマゾンの一部の事業は適切な比較対象を見つけるのが難しい。例えば、AWSのようなパブリッククラウドの専門銘柄は存在しない。広告事業は中核のeコマース事業と結びついているため、簡単に評価できない。アマゾンプライムはネットフリックス<NFLX>のような動画配信サービスとスポティファイ<SPOT>のような音楽配信サービスを併せ持つ。

ウォール街では、少なくとも4人のアナリストがアマゾンの真の価値を明らかにするためにSOTP分析を実施している。彼らの分析は事業の分類も、指標も、結論も異なっている。唯一、一致しているのは、アマゾンの企業価値は現在の時価総額を大幅に上回るという点だ。

まずはニーダムのアナリスト、ローラ・マーティン氏による娯楽事業に重点を置いたアプローチから始めよう。マーティン氏の見解では、アマゾンの価値の大部分はメディア事業に由来する。マーティン氏は、プライムビデオ、アマゾンミュージック、ゲーム配信サービスのツイッチ、広告事業の価値を5000億ドル超と評価する。AWSの評価は6500億ドルだ。これを合計すると1兆1500億ドルで、現在のアマゾンの時価総額とほぼ同等になる。この金額にはeコマース事業は含まれておらず、マーティン氏の計算では今のところ無視されている。

トゥルイストのインターネットセクター担当アナリスト、ユセフ・スクアリ氏は異なるアプローチを取る。スクアリ氏は、マーケットプレイスの売り手に物流などのサービスを提供する「サードパーティー小売り」サービス事業を5000億ドル超と評価する。さらに、スマートテレビのファイアTVや電子書籍リーダーのキンドルなど、アマゾンブランドの製品を販売する自社小売り事業の1720億ドルを加える。アマゾンプライムをはじめとするサブスクリプション事業は1000億ドル超、AWSは2022年の予想税引き前利益の30倍に相当する8670億ドルと評価する(AWSより成長が遅れているセールスフォースの税引き前利益に対するPERは約30倍)。最終的な合計は1兆7000億ドルとなる。

JPモルガンのアナリスト、ダグ・アンマス氏はアマゾンをもつに分割するという最も簡単な手法を取る。アンマス氏はAWSを、自身が予想する2023年利払い・税引き・償却前利益(EBITDA)である520億ドルの20倍の1兆ドル強と評価する。小売り事業は、自身が予想する2023年の流通取引総額(GMV)に1.25倍の倍率を適用し、9500億ドル強としている。アンマス氏は小売り大手ウォルマート<WMT>の時価総額がGMVの約1倍であると述べ、アマゾンの小売り事業はウォルマートと比べて成長率が「はるかに高い」ため、より高いバリュエーションに値すると語る。アンマス氏が計算したアマゾン全体の価値は2兆ドルだ。

最も強気なSOTP分析は、レッドバーン・リサーチのアナリスト、アレックス・ハイスル氏のものだ。ハイスル氏は6月、現在のコンセンサス予想を大幅に上回る予想成長率に基づき、AWSの価値を3兆ドルと結論付けた。ハイスル氏の見解では、アマゾンが小売り株のように取引されていることは、同社にとってのAWSの圧倒的な重要性と釣り合わない。

ハイスル氏はSOTP分析において保守的な姿勢を取り、AWSの価値を自らが予想する3兆ドルの3分の2としている。さらに、アマゾンの損益計算書で開示されている各事業部門の価値を加算し、合計価値を2兆8000億ドルと推定する。これが正しければ、アマゾンは時価総額2兆5000億ドルのアップルを超

え、世界で最も価値ある企業となる。ハイスル氏の目標株価は270ドルで、ウォール街の中で最も高い。

コストで優位なAWS



Courtesy of Zoox

ハイスル氏の分析、およびアマゾンが大幅に過小評価されているという主張の根拠を知るには、アマゾンのクラウド事業について深く理解する必要がある。

AWS、マイクロソフト・アジュール、グーグル・クラウドはそれぞれ異なる強みを持つ。ハイスル氏は、アジュールの強みはマイクロソフト自身のソフトウェアを実行できることだと言う。グーグル・クラウドは機械学習と人工知能（AI）を特に得意とする。しかし、ハイスル氏の見解では、全体的に見て最も強力なクラウド

プロバイダーはAWSだ。中でも、AWSはコスト効率が最も高いデータストレージと、インターネットのデータの山から価値を生み出すための非常に強力なソフトウェアツールを提供していると考えられる。

クラウドは「データレイク」と呼ばれる集中管理型のストレージサービスから始まった。データレイクは、情報をそのまま保管する以外にも、生のデータの価値を高めるためのさまざまなサービスを搭載している。ハイスル氏は、アマゾンがこうしたアプリケーションを200種類以上提供していると語る。

アマゾンのデータレイクはS3と呼ばれる。昨年、S3が15周年を迎えるに当たり、AWSのチーフエバンジェリストであるジェフ・バー氏は、S3が現在、100兆個以上のデータオブジェクトを保存していると述べた。これは地球上の人間1人当たり1万3000個以上、および「宇宙に存在する約2兆個の銀河一つにつき50個」に相当すると言う。

ハイスル氏は、S3がかなりのペースで成長を続けると予想しており、2030年までの年間増収率を40%超、同期間のオブジェクト数の伸びを約60%とみている。また、S3だけでアマゾンの現在の時価総額を上回る1兆5000億ドルの価値があると考えており、AWSの売上高のうちS3が占める割合を今年20%、2030年は約50%と推定している。

ハイスル氏は、S3のストレージの効率性のおかげで、AWSは競合他社のサービスよりも割安なクラウドコンピューティングの選択肢になっていると主張する。さらに、クラウドコンピューティングがIT予算に占める割合が大きくなる中で、顧客のコスト意識が高まるだろうと語る。

クラウドが成功しても、アマゾンの小売り事業にとって目先の困難な環境は変わらないが、この問題は一時的なものだ。ハイスル氏は「コストと運転資本の動向が正常化するには時間がかかるだろうが、事業の構造的な問題は見当たらない」と語る。ハイスル氏は直近の四半期決算でアマゾンの小売り部門の業績が底を打つと考えている。

一方、AWSは成長を続けるだろう。さらに、そのうちに小売り事業も成長を取り戻すとみられる。その頃には、アマゾンの株価はすでに雲（クラウド）に向かって上昇しているはずだ。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

2. 物価連動型米国債の魅力 TIPS, I Bonds Are Complicated—But Worth It インフレ対策に最適

[フィーチャー]

TIPSは利回り10%



Illustration by Liam Eisenberg

6月の米国の消費者物価指数（CPI）は、前年同月比9.1%上昇した。消費者にはインフレから逃れる術（すべ）はほとんどないが、投資家にはインフレから身を守る方法が幾つかある。その一つがインフレ指数連動国債（TIPS）の購入だ。個人投資家には馴染みがないTIPSだが、1兆7000億ドル規模の市場であり、ポートフォリオに加えることを検討してほしい。

現在、TIPSの利回りは10%前後となっている。今後数カ月から数年間にインフレが緩和すれば利回りは低下するが、今後インフレ率が半分ま

で低下しても投資家は十分なリターンが得られる。TIPSの利回りとヘッジ力を考慮すれば、今、通常の米国債（利回りは3%前後）を保有するのは得策とは言えない。

TIPSに投資する最良の方法は、ファンドを利用することだ。上場投資信託（ETF）のiシェアーズTIPS債券ETF<TIP>、iシェアーズ米国物価連動国債0-5年ETF<STIP>、バンガード短期物価連動証券ETF<VTIP>、シュワブ米国TIPS ETF<SCHP>や、バンガード・インフレーション・プロテクテッド証券ファンド<VIPSX>、ティー・ロウ・プライス・リミテッド・デュレーション・インフレーション・フォーカス・債券<TRBFX>などのアクティブ運用の投資信託がおすすめだ。

Iボンドの利回りは9.62%

米国の物価連動貯蓄国債（Iボンド）は、TIPSファンドに代わるよりシンプルな債券で、今年10月までに購入すれば最初の6カ月間は9.62%の利子が支払われる。個人の年間購入額が1万ドルまでに制限されるのが欠点だが、この制限を回避することもできる。また、TIPS、Iボンド、その他米国債の利子については連邦所得税の対象となるが、州税や地方税は免除されている。

iシェアーズETFを運用するブラックロックの債券戦略ディレクター、ドリュフ・ナグラス氏は、「顧客の一番の関心事はインフレだ。TIPSはインフレと連動して価値が上がるため、ポートフォリオのインフレヘッジとして重要だ」と話す。伝統的なインフレ・ヘッジである株式やコモディティの年初

Psst! Want a Tip?

Here are four ways to buy Treasury inflation-protected securities.

ETF / Ticker	YTD Return	Current Yield*	12-Mo. Yield	Aassets (bil)	Expense Ratio
iShares TIPS Bond ETF / TIP	-8.0%	10.64%	6.59%	\$31.1	0.19%
iShares 0-5 Year TIPS Bond ETF / STIP	-1.1	10.32	5.84	12.5	0.03
Vanguard Short-Term Inflation-Protected Secs. / VTIP	-1.2	-0.72	5.59	21.2	0.04
Fund / Ticker					
Vanguard Inflation-Protected Securities Fund / VIPSX	-7.8%	—	8.02%	\$36.7	0.20%

*SEC yield

Sources: fund reports; Morningstar

来のリターンには、ばらつきが見られる。

TIPSのリターンの大部分はインフレに連動し、TIPSの元本はCPIに基づいて半年ごとに見直される。重要なのは実質利回り、TIPSの需要によりプラスにもマイナスにもなり得る。TIPSはインフレに連動するが、債券の価値は実質利回りによって変動する場合がある。特に長期のTIPSはより変動しやすい。

平均残存年数が約7年のiシェアーズTIPSボンドETFの年初来リターンは、インフレ上昇という好条件にもかかわらずマイナス8%となっている。実質利回りが急上昇し、債券の価値が低下したためだ。22年初めにマイナス1%だった10年物TIPSの実質利回りは現在0.5%前後となっている。しかし、現在、TIPSはインフレ率を上回る利回り、つまりプラスの実質利回りが得られるため、価格の急落によりその魅力が増し、将来の好リターンの確率が高まったと言える。

もう一つの好材料は、いわゆるブレイクイーブンインフレ率（TIPS利回りと米国債利回りの差）がここ数カ月で約0.5%ポイント低下していることである。現在の10年物のブレイクイーブンインフレ率は2.3%で、つまり投資家は、今後10年間のインフレ率が2.3%超で推移するなら、利回り2.8%の10年米国債よりも利回り0.5%のTIPSを保有した方が有利だということだ。

リサーチ・アフィリエイトの創業者で会長であるロブ・アーノット氏は、「ブレイクイーブンインフレ率が低過ぎる。このインフレは一過性のものではない」と言う。アーノット氏は、今後1、2年は、住宅価格を主要因として、CPIの上昇率が一桁後半に維持されると予想している。ナグラス氏らは、実質金利の変動に影響を受けにくい短期のTIPSファンドを好んでいる。

税務上の扱いに注意が必要

Three Options for the Inflation-Wary

	TIPS ETFs	TIPS Bonds	Series I Savings Bonds
Inflation Adjustment	Paid Monthly	Paid at Maturity	Paid at Maturity
Frequency of Income Payments	Monthly or Quarterly	Semi-Annually	Paid at Maturity
Exchange-Traded	Yes	Over-the-Counter	No
Set Maturity Date	No	Yes	30 years
Phantom Income	No	Yes	No

Sources: Blackrock; U.S. Treasury

通常のTIPSとは異なり、TIPSのETFはファントムインカム（実質的なキャッシュフロー収入はないが、税務申告上は所得として扱われる収入）を発生させない。債券の価格に加えられるインフレ調整額は課税所得となることから、TIPSを直接保有する投資家はその所得に対して税金を支払わなければならないが、インフレ調整額をキャッシュとして受け取ることはない。これに対してTIPS ETFは、課税所得となる配当金を毎月または四半期ごとに支払う。

TIPSは、米財務省が運営するトレジャリー・ダイレクト・プログラムや、銀行、証券会社を通じて購入することができる。財務省は、1年の間に5年、10年、30年のTIPSを売り出す。TIPS ETFの利回りは分かりにくいかもしれない。iシェアーズ0-5年 TIPS ETFは現在の利回りが10%であるのに対し、同種のバンガード・短期TIPS ETFの利回りはマイナス0.7%だ。前者の利回りは直近の高いインフレ調整を反映している一方、後者は実質利回りのみを示している。どちらの表示も米証券取引委員会（SEC）のガイドラインで認められているのだ。

Iボンドはインフレ考慮後の実質利回りはゼロとなり、この点はTIPSと比べて不利である。Iボンドは、年2回、CPIに連動するインフレ調整が行われ、その額が元本に上乘せされる。投資家は少なくとも1年間はIボンドを保有しなければならず、5年以内に現金化すると3カ月相当の利息を失うことになる。しかし、Iボンドの保有者は、30年後の満期まで税金を延納することができる。これは、個人退職口座（IRA）に似た性質を持つ商品だ。Iボンドの利息は、教育目的で使用される場合、非課税にすることができる。

ウィスコンシン州ミドルトンのトリニティ・ファイナンシャル・プランニングの創業者であるジョン・シューラー氏は、「私の業界では、Iボンドを顧客に勧めている人はあまりいない。なぜなら投資可能上限額が少ないからだ」と言う。

ファイナンシャルプランナーがIボンドを勧めないもう一つの理由は、Iボンドはオンライン証券大手のチャールズ・シュワブ<SCHW>などのカストディアンではなく、財務省で保有する必要があるから

だ。手数料を目的とするファイナンシャルプランナーは、Iボンドへの投資では投資家から手数料を受け取ることができない。シェラー氏によれば、投資家は信託や個人事業主の小規模ビジネスを通じて投資することで、1万ドルの制限を回避することができるという。

2020年代は高いインフレが続くことが大きなリスクであり、TIPSやIボンドは投資家にとって最も効果的な防衛策となる。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

3. マゼランのマネジャー、大型ハイテク銘柄に懐疑的 Magellan's Manager Sours on Big Tech—With One Exception マイクロソフトを例外的に選好

[インタビュー]

無意味な1970年代との比較



Photograph by Simon Simard

かつて著名投資家ピーター・リンチ氏が運用していたフィデリティ・マゼラン・ファンド <FMAGX>のマネジャー、サミー・シムネガー氏に話を聞いた。マゼラン・ファンドの過去3年間の平均年間リターンは10%で、モーニングスターの大型グロース株のカテゴリーで中位に位置するが、S&P500指数が18%下落した過去1年間で見ると、損失を16.5%に抑え、上位30%に位置する。

本誌：米連邦準備制度理事会（FRB）のインフレ対策と景気後退リスクについて。

シムネガー氏：FRBはインフレが2%になるまで利上げを続ける見込みで、その意義は二つある。まず、信認を回復するためだ。その一方、政策ミスの可能性が高まり、景気後退の可能性が高まる。しかし、もしFRBがインフレ率を2%に戻すことに成功すれば、過去10年間と同様の金利環境、つまり再び長期的に低金利が続く環境に戻ることになる。1970年代と似ているという考えはナンセンスだ。1970年代は、原油価格が数年にわたり高騰し、コモディティのブームが起これ、「アジアの虎」と呼ばれた国々が工業化し、インフレに長期的追い風が吹いた時代だった。今は、人口動態的に状況が悪く、産業の自動化や石油離れが進んでいく時代だ。原油価格の高騰が長引くほど、再生可能エネルギーへの流れが加速する。この間の構造的な変化はないが、今回は紙幣を刷り過ぎている点が異なり、今はそれを再び抑制しようとしている。インフレは起きるが、債券利回りは低下する。

Q：今後の問題点があるとすれば何か。

A：インフレ率が低下するまでの期間と、リセッション（景気後退）の深刻度について懸念している。米国の住宅価格の中央値は3年間で27万5000ドルから40万ドルに上昇した。つまり3年間の年平均上昇率は15%以上だ。コロナ禍以前の10年間はおおよそ5%だった。前回の不動産不況は4年続いた。今回は2年続くとしたらどうか。雇用のかかなりの部分が、直接・間接的に不動産と結び付いている。

Q：景気停滞期に保有すべき銘柄は。

A：まず、何を避けるべきかだが、住宅ローン金利は上昇し、実質的な購買力は低下している。住宅に関連するすべてのものや低価格帯の小売業は避けたい。

今後6～12カ月は、利益を最も予測しやすい企業がアウトパフォームすることになる。私は、アメリカン・タワー<AMT>をはじめ、クラウン・キャッスル・インターナショナル<CCI>、SBAコミュニケーションズ<SBAC>など、通信インフラとして不可欠な無線通信インフラ運営・リースの不動産投資信託（REIT）を保有している。これらがコスト全体に占める割合は小さいが、重要なものであり、インフレ連動条項付きの契約に基づく予測可能なキャッシュフローがある。

■ 難しい大型グロース株

メタ<META>（旧フェイスブック）など人気の高いテクノロジー銘柄が上位保有銘柄でない理由は。

A：米国のテクノロジーに対する見方が変わった。メタからは手を引き、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、グーグルの親会社アルファベット<GOOGL>、アップル<AAPL>には中立、そしてマイクロソフト<MSFT>をオーバーウエートしている。規制リスクは依然として大きい。米国は、欧州が成立させたデジタルサービス法に似た法律を採用する可能性が高い。アップルのアップストアや手数料率に課された制限の幾つかは米国でも現実になる可能性があり、メタはソーシャルメディアに対する政府の取り締まりの中心となりそうだ。また、メタバースへの移行は、多くの人が思っているよりも時間がかかると思う。

アマゾンの2023年の売上高は約6000億ドルと予想されており、会社の規模が大きいのが気になる。また、よく聞く話だが、各事業の価値の合計が会社の価値より大きいという考え方には疑問がある。アマゾン・ウェブ・サービス（AWS）は素晴らしく、会社の利益の大半を生み出している。本当の問題は、消費者向けビジネスで、事業規模、資本集約度、競争などを考えると、現時点では予想が難し過ぎると思う。

アルファベットについては、過去2年間のグーグルの利益率は、コロナ禍前後で約10%ポイント上昇しており、今後、景気が減速していく中で利益率に圧力がかかる可能性がある。アルファベットには実に強い競争優位性があり、バランスシートはネットキャッシュ状態だ。しかし、景気が後退すれば影響を受ける。

Q：マイクロソフトは何が違うのか。

A：マイクロソフトは、基本的にOffice（オフィス）とクラウドのAzure（アジュール）の二つの事業を行っている。どちらもB2B（企業対企業）事業のため、規制リスクはほとんどない。マイクロソフトは買収によってメタバースでの地位を確立しようとしており、これも成長の原動力になる可能性がある。マイクロソフトは経常性の高いキャッシュフローと優れた利益率を持ち、資本配分がうまく、リスクも少ない、典型的な優良グロース企業だ。私は、B2C（企業対消費者）よりもB2Bの企業に注目している。世界がより分散化し、消費者の力が強まり、ソーシャルメディア上でますます意見を表明するようになると、ネガティブに捉えられかねない要素で脚光を浴びることは避けたい。B2B企業は、より隔離された存在となり、B2C企業に対するような監視の目が無い。

■ キーエンスも選好

Q：有利な立場にある米国以外の企業は。

A：高級ブランドのLVMHモエ・ヘネシー・ルイ・ヴィトン<MC.フランス>は圧倒的な価格決定力を持っている。コストは上がっても、価格を上げることができる。キーエンス<6861>は、オートメーション用のセンサーを製造し、顧客がより効率的な事業運営をできるようにカスタマイズされたソリューションを提供している。営業利益率は50%だ。また、スイスの特殊化学品メーカー、シーカ<SIKA.スイス>が提供する商品は、大きな建設プロジェクトのほんの一部にすぎないが、コンクリートにひびが入らないようにする化学薬品は非常に重要な存在だ。これらすべての銘柄の2023年予想PER（株価収益率）は平均20~25倍で、今後3年間は1株当たり利益（EPS）成長率が2桁と予想される。

Q：中国の景気減速や、経済的利益よりも社会的利益を優先する政策転換がLVMHに与える影響は。

A：中国へのエクスポージャーは大幅に減らした。しかし、LVMHと高級品メーカーのエルメス・インターナショナル<RMS.フランス>を通じてエクスポージャーがある。これまでは順調だが、リスクもある。政府は生活水準の向上と引き換えに、プライバシーなど特定の権利を人々から取り上げるが、消費者は欲しいものを購入する能力を持つ。短期的には、米国経済は好調で、中国は比較的低調だが、来年は中国の景気刺激策により、その逆が見られるかもしれない。過去10~20年、高級品メーカーの利益が落ち込む年があっても、翌年には回復していた。

Q：今後、中国に直接投資することがあるか。

A：評判は一にかかって築き上げ、一瞬で崩れると言われている。今年についてなら、中国がアウトパフォームしても驚かないだろう。市場はかなり下落しており、政府が刺激策を講じている。政府は約1カ月前、テクノロジー部門の締め付けを緩めると言ったが、その後、電子商取引大手アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）<BABA>に罰金を課した。行動は言葉よりも雄弁だ。私が相当なポジションを取るとしたら、1、2四半期の間だけでなく、1、2年の間、政府の民間企業への干渉をやめる必要がある。

■ 半導体に強気

Q：ファンドが保有する台湾積体回路製造（TSMC）<TSM>にリスクはないか。

A：中国が台湾に侵攻することはないと思う。半導体がなければ、財の生産はどうなるのか。中国にとっても破滅的なことになる。TSMCのPERは、半年前の20倍から12倍程度に低下した。セクター全体のバリュエーション低下の影響もあるが、恐怖心も織り込まれたのだろう。私は、長期的には非常に強気だ。半導体と半導体製造装置こそが「Web3」を実現する。特に、機械学習、人工知能（AI）、自動運転、Web3、メタバースが進むにつれて、半導体のサイクルは今後5年間にわたり好調に推移するだろう。いずれも膨大な量の計算を必要とする。短期的には良いとは言えないが、株価は40~50%下落した。どの程度織り込み済みになったのが問題。だから私は、独占に近いTSMCとASMLホールディング<ASML>は保有し続ける。

■ 投資に時期尚早な銘柄

Q：投資するには時期尚早だと思う銘柄は。

A：ソフトウェア・アズ・ア・サービス（SaaS）関連銘柄を所有したいが、フリーキャッシュフローが黒字になり、自己資金が増え、そして株価が妥当になるまでは、所有するつもりはない。カナダのE

コマース・プラットフォーム企業ショッピングファイ<SHOP>はピーク時から約80%も下落した。まだフリーキャッシュフローを生み出す見込みはない。アルゼンチンの電子商取引企業であるメルカドリブレ<MELI>の株価は60%以上下落したが、フリーキャッシュフローを生み出している。しかし、顧客への融資もあるため、バランスシートのリスクは以前よりかなり高い。バリュエーションはかなり低下したが、まだ下振れする余地がある。また、住宅メーカーは割安で、住宅はまだ供給不足が続くそうだ。しかし、下落局面が1、2年続くかもしれない。今買うのは時期尚早だ。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

4. 株価上昇は景気後退の定義次第？

[米国株式市場]

Is the Stock Market Going Up? Depends on the Definition of Recession.

景気後退の織り込み、見極めにお時間必要

異なる解釈



Seth Wenig/AP

単純な言葉の意味の解釈によって、状況が大きく異なってくる場合がある。現在の株式市場で解釈が問題となっている言葉は「景気後退」だが、これを定義するのは簡単ではない。

景気後退がいつ始まったかを判断するのは、通常は全米経済研究所（NBER）だ。しかしNBERによる判断は時間がかかり過ぎ、景気後退が宣言されたときにはもう終わっていることが多い。一方、2四半期連続で経済成長率がマイナスになった場合というテクニカルな定義があり、早ければ7月28日に第2四半期の国内総生産

（GDP）が発表される際に宣言されるかもしれない、との指摘もある。なお、アトランタ連銀の経済モデルであるGDPナウは、第1四半期と同じマイナス1.6%を予想している。

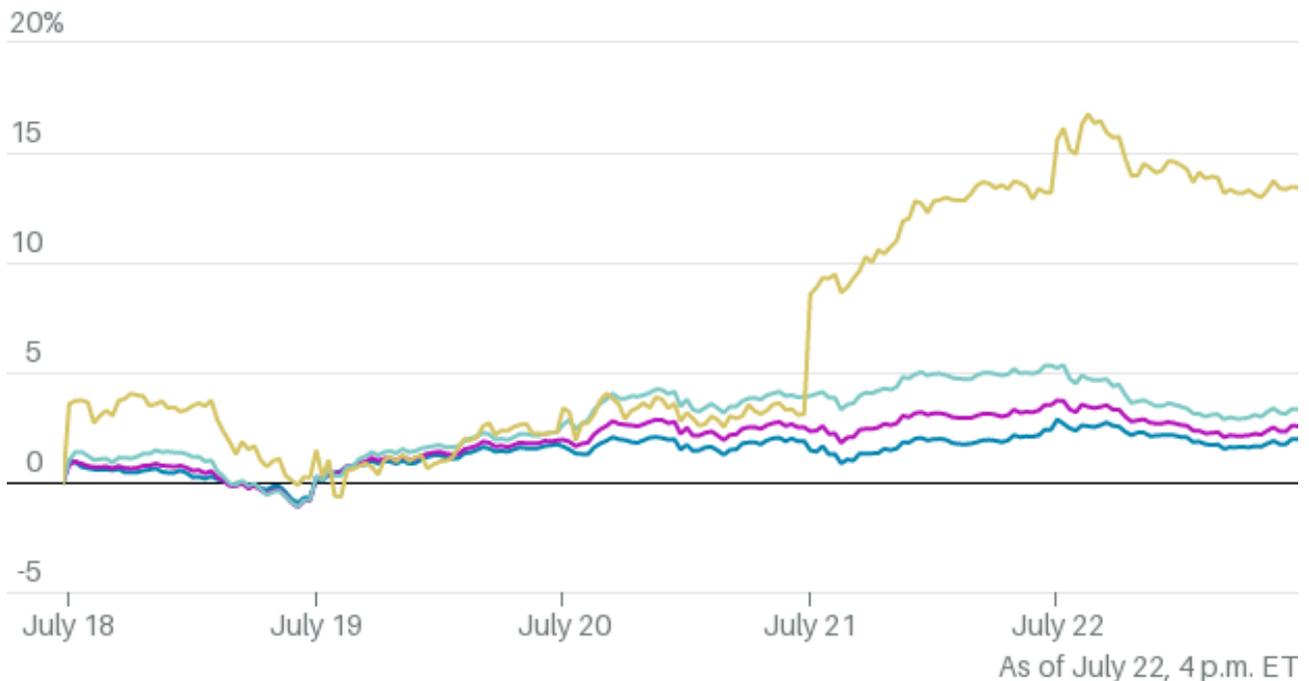
これは単に言葉の意味だけの問題ではなく、現在は景気後退なのかどうか、既に景気後退になっていたのかどうか、もしくはこれから景気後退に向かっているのかどうかは株式市場を理解する上で重要だ。先週の主要株価指数は、ダウ工業株30種平均が2.0%高の3万1899ドル29セント、S&P500指数が2.6%高の3961.63、ナスダック総合指数が3.3%高の1万1834.11となったが、先週の上昇を解釈する上で景気後退の定義が関わってくる。なお、小型株のラッセル2000指数も3.6%の上昇となり、1806.88で週末を迎えた。

2四半期連続のマイナス成長

もし2四半期連続の下落というテクニカルな定義が正しいのであれば、経済はおそらく景気後退に入っており、そしてほぼ終わりかけているのかもしれない。そうであれば、1月の高値から6月の安値までのS&P500指数の24%の下落に関して、株式市場は景気後退を織り込んでおり、安値は単なる安値ではなく大底であった、と言えるかもしれない。楽観派は6月の安値からの8%上昇は新たな強気相場の始

Market Performance

■ Tesla ■ Nasdaq Composite ■ S&P 500 ■ Dow Industrials



Source: FactSet

まりと主張することが可能で、そうするつもりだろう。

しかし、2四半期連続のマイナス成長という定義は、今回は当てはまらないかもしれない。レイモンド・ジェームズで個人顧客グループの最高投資責任者（CIO）を務めるラリー・アダム氏は、第1四半期のマイナス成長は輸出よりも大量の輸入が原因であり、第2四半期のマイナスが現実のものであれば、企業活動の低迷ではなく、在庫の減少が原因になるだろうと指摘する。アダム氏は「第2四半期のGDP成長率がマイナスであっても、米国経済が景気後退に陥ったと判断するのは時期尚早だ」と指摘している。

それでも景気が低迷していることは間違いなく、おそらく懸念に値するほどのものだろう。22日にS&Pグローバルが発表した、サービス業と製造業の両方を対象にした7月の総合購買担当者指数（PMI）は47.5まで低下し、景気判断の分かれ目となる50の水準を下回った。コンファレンス・ボードの景気先行指数もマイナスに転じており、新規失業保険申請件数も増加傾向が続いている。

難しい一直線の回復

CIBCプライベート・ウェルスUSのCIOであるデーブ・ドナベディアン氏は、「金融政策主導で景気後退に向かう場合、はじめはゆっくりで、その後に突然、後退局面になる」と述べる。

ニュースレターのダイナミック・エコノミック・ストラテジーの主筆であるジョン・シルビア氏は、今後の経済の行方を決めるのは米連邦準備制度理事会（FRB）だと指摘する。FRBが目標に達するまでインフレとの戦いを続けると決定する中で、景気後退が4四半期以上続くかもしれない。また、FRBが利上げはもう十分だと判断する可能性もあるが、その場合、インフレ率が4~5%近辺にとどまったままプラスの経済成長が続くかもしれない。シルビア氏は「非常に複雑で入り組んだプロセスとな

り、単純で直線的な解決策はない」と言う。

株式市場も一直線に進むと想定すべきではない。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

5. 採用難に悩む米鉄道大手

[投資戦略]

Railroads Can't Fill \$80,000 Jobs. That's a Problem for the Stocks.

人手不足、株価の足かせに

過酷な現場



Luke Sharrett/Bloomberg

貨物列車で働くことには華がない。調査会社のフリーウェイブスのエディターであるレイチェル・プレマック氏は、「鉄道業界は『トップガン』のような映画にならない」と言う。リアリティ番組の「アラスカ鉄道24時」があるにはあるが、活躍するのはクマやヤマアラシで、プレマック氏の指摘は正しい。

賃金は悪くないが労働時間は悲惨だ。米国最大の貨物鉄道会社の研修生は、大卒でなくとも初年度に5万ドルを稼げ、それは、配管工、電気技術者および大工の初任給とほぼ同じだ。乗員や

エンジニアであれば8万ドルに加えて各種福利厚生手当もある。一方で多くの従業員は呼び出し待機の状態にある。例えば感謝祭の日の午前3時に呼び出しの電話があれば、午前4時半に出勤して何日間も続く乗務が待っている可能性があることを意味する。仕事は単調で、時には非常に骨が折れる。

米国の鉄道会社は、長年にわたって従業員を削減してきており、収益率向上のために残された従業員に対する依存度を高めている。しかし、鉄道会社の株価の将来は脆弱（ぜいじゃく）にみえる。サービスの質は低下し輸送量も減少しているのは、乗員不足が理由だ。ストライキはとりあえず回避されたが、完全に撤回されたわけではない。急いで従業員を採用するには多大な費用がかかるが、採用しなければ状況は悪化するだろう。

北米では、3地域で貨物輸送の寡占体制が構築されており、8社のいわゆる1級鉄道会社がある。CSX <CSX>とノーフォーク・サザン <NCS>はミシシッピ川の東側で競合している。ミシシッピ川より西では、ユニオン・パシフィック <UNP>とBNSFが競合している。BNSFは、2010年にバークシャー・ハサウェイ <BRK.A>が買収した。カナダには、カナディアン・ナショナル鉄道 <CNI>とカナダ太平洋鉄道 <CP>がある。そして、米国中西部とメキシコを結ぶカンザスシティ・サザンがあるが、最近カナダ太平洋鉄道に買収された。なお、1級鉄道会社の8社目は、旅客鉄道会社のアムトラックだ。

ウォーレン・バフェット氏は、2020年の株主への手紙の中で、鉄道の150年の歴史を、「熱狂的な建

設、不正、過剰建設、破綻（はたん）、再編、合併」と簡潔に要約した。1級鉄道会社は過去6年間で従業員を29%削減しており、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）に関連した削減はそのうちのわずか一部でしかない。

その間に、テネシー生まれの鉄道人だったE.ハンダー・ハリソン氏が2017年に亡くなる前に、カナダの鉄道会社2社とCSXの経営において状況を転換させた。ハリソン氏は、いわゆる高精度スケジュール運行管理（PSR）を導入した。それは、貨物が満載になってから列車を運行し、貨車を交換するために操車場に停車し、似通った積荷をまとめて輸送するという、ハブ・アンド・スポーク・システムからの転換である。貨物列車は、さまざまな貨物を混載して、決まった2点間のルートを定時運行するようになった。

PSRを導入した結果、鉄道会社は車両数の多い列車を、より少ない従業員で運行している。ひいては、売上高に対する費用の割合を低下させ、利益を押し上げ、過去10年間で鉄道会社の株価をアウトパフォームさせることになった。バフェット氏はPSRを、鉄道会社が顧客に合わせるのではなく、鉄道会社に合わせるよう顧客に強いることだと評した。ちなみに、BNSFだけがPSRを採用していないが、少なくともコストは減少している。

■ 減少する輸送量

ただし、今や試練の兆候もある。米国の鉄道貨物輸送は、パンデミックの間にシェアをトラックに奪われた。6月の鉄道による貨物輸送量は3.2%減少した。注目されているロサンゼルス港では、輸送待ちのコンテナがまたも積み上がっており、輸送を最も長く待っているコンテナの4分の3は鉄道コンテナである。JPモルガンのアナリストであるブライアン・オッセンベック氏は、鉄道業界による輸送量増加に対する最大の障害は従業員の追加または現状維持であると語り、最近、ユニオン・パシフィックとノーフォーク・サザンの投資判断を中立に引き下げた。

7月15日に鉄道業界は、30年ぶりとなる大掛かりなストライキを回避した。バイデン大統領が、労使交渉仲裁の大統領緊急委員会を指定したため、委員会は拘束力のない解決策を8月17日に大統領に報告する予定であり、労使は9月半ばまでに何らかの合意に達する必要がある。

■ 良好なカナダ大手2社

シティのクリスチャン・ウェザビー氏は最近、米国鉄道会社の投資判断を別の理由で中立へ引き下げた。つまり、景気減速の兆しがあり、利益予想が高過ぎるとみられるようになったためである。とはいえウェザビー氏は、カナダの鉄道会社に対しては依然強気で、最近の輸送量の健全な伸びが理由だ。

これは、10年間にわたるトレンドの一端だ。カナダの2社はPSRの先駆者で、高成長を続けてきた。米国の鉄道会社は、スリム化すれば競争力、ひいては顧客に対する魅力が高まると判断したが、それは実現しなかった。最近では、カナダ社の成長が構造要因によるもののように見え始めている。例えば、鉄道輸送にとって石炭は重要な貨物だ。カナダは、需要が好調を維持している鉄鋼向けの原料炭を多く産出しているが、米国は火力発電に使われる燃料炭に偏っており、火力発電の燃料は安価でクリーンな天然ガスに切り替わりつつある。また、カナダの大都市間は米国よりも距離があり、都市を結ぶ高速道路は少なく、輸送はトラックよりも鉄道の方が有利になる。

米国の鉄道会社が、新規採用のために一層の好条件を考えているのであれば、早めに実施した方が良い。他の輸送セクターも人員を採用している。米国では、約8万人のトラック運転手が不足。航空機パイロットの不足は1万人で、退職に伴って2029年には不足が2万5000人に上る可能性がある。インターネットの大手企業が採用の凍結とレイオフを発表しているのは事実だが、TikTok（ティックトック）のプログラマーが鉄道会社で働くようになるとは想像できない。とはいえ、輸送会社は近いうちに創造的な対策を必要とするだろう。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

6. 株式市場、季節的に最も軟調な時期に

[コラム]

The Stock Market Is Entering Its Weakest Months. What to Watch Out For.

何に注意を払うべきか

債券利回り低下が株価を下支え



Olga Maltseva/AFP/Getty Images

株式市場では先週、暗い経済ニュースは明るいニュースだった。ただし、その状態は長続きしなかった。

先週の株式市場は、週半ばまでは6月中旬に付けた安値からの反発を維持し、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は7月19日から21日までに3%強の上昇となり、ナスダック総合指数は6%超、S&P500指数は4%超の上昇となった。しかし、景気弱含みを伝えるニュースの渦中で、22日に上昇分ははげ落ち、主要株価指数は週間で2~3.3%の上昇にとどまった。

株価を下支えしたのは債券利回りの低下が続いたことであり、10年物米国債の利回りは2.80%を割り込み、6月中旬に付けた3.50%近いピークを大幅に下回った。重要なのは、ベンチマークである10年物国債の利回りが2年物国債の利回りを0.2%下回り続けたことであり、リセッション（景気後退）の前兆として注目を集めた。

さらに劇的だったのは、欧州中央銀行（ECB）が予想を上回る0.5%の利上げ幅で政策金利をゼロ%に引き上げた直後に、欧州各国の国債利回りが急落したことだ。特に、ドイツの2年物国債利回りはユーロ圏の購買担当者指数（PMI）がリセッション領域に落ち込んだというニュースを受けて、22日に0.26%急落して0.36%となった。

ロシアのウクライナに対する凄惨（せいさん）な戦争はニュースの見出しから幾分後退したが、欧州経済に与える影響は依然として甚大である。ロシアは天然ガスパイプライン「ノルドストリーム1」を通じた西欧への天然ガス供給を再開したものの、ロシアのプーチン大統領は再びパイプラインを閉鎖することが可能であり、迫り来る脅威が悲観的なPMIに反映されている。

今週が正念場

米国では国債利回りの低下と株式に対するセンチメントの改善が、社債市場にも波及した。信用格付けが投機的等級であるジャンク（ハイイールド）社債と米国債の利回り格差（信用リスクに対する補償を意味する）は、直近のピークから1%超縮小し、人気の上場投資信託（ETF）であるiシェアーズiB oxx米ドル建てハイイールド社債ETF<HYG>は先週、6月中旬の安値から5%超上昇して引けた。

リスク指標ではシカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティー指数（VIX指数）が比較的落ち着いているなど、株式市場と債券市場はともに勢いを保った状態で、正念場となる今週を迎える。米連邦準備制度理事会（FRB）の連邦公開市場委員会（FOMC）が重要な焦点となるだろう。以前にも指摘した通り、政策金利であるフェデラルファンド（FF）金利誘導目標（現在は1.50~1.75%）の0.75%引き上げという予想が非常に強まっている。

企業の決算コンファレンスコールと同様に、FRBのパウエル議長によるFOMC後の記者会見では、実際の声明よりも見通しの方が脚光を浴びるだろう。マイクロソフト<MSFT>、アップル<AAPL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、グーグルの親会社アルファベット<GOOGL>といった巨大ハイテク企業の決算発表も、相場を方向付けるだろう。

下値の目安

株式市場は歴史的にみて季節的に軟調な時期に入りつつあり、特に米中間選挙の年はなおさらだ。さらにエバーコアISIのテクニカルアナリストであるリッチ・ロス氏は、株式は買われ過ぎの状態を8月を迎えると指摘する。ロス氏はS&P500指数の下値めどを、2020年3月の安値からの上昇分の半値戻しとなる約3500と、フィボナッチ比率である61.8%の戻りとなる約3200としている。弱気派投資家には4200を上値リスクとしている。

FRBが金融引き締めを維持する中で、市場は季節的には軟調な期間に入っており、好決算がもたらす明るいニュースは投資家にリスクを減らす機会を提供するだろう。経済面の暗いニュースは、市場にとって明るいニュースではなくなるかもしれない。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. CEOで選ぶハイテク株

As Tech Struggles, CEOs Matter More Than Ever Before
激動の時代、技術的知見が必須に

[ハイテク]

活躍目立つエンジニア出身者

ハイテク業界を数十年にわたり追い続けてきた筆者の経験に基づく、最高のハイテク企業の多くが優れたエンジニアによって率いられてきた。マイクロソフト<MSFT>の共同創業者ビル・ゲイツ氏、アマゾン・ドット・コム<AMZN>の創業者ジェフ・ベゾス氏、米半導体大手アドバンスト・マイクロ・デバイシズ<AMD>のリサ・スー会長兼CEO（最高経営責任者）、同エヌビディア<NVDA>の創業者ジェンソン・フアンCEOはその代表的な例だ。



Patrick T. Fallon/Bloomberg

急激に変化する業界のリーダーにはテクノロジーとその動向を分析するための専門知識が求められる。例えば、電子商取引プラットフォームを運営するショッピファイ<SHOP>のCEOであるトバイアス・リュッケ氏は、プロジェクトに要する時間と選択すべき取り組みを察知する能力に長けている主な理由として、「コンピュータープログラム作成能力」を挙げている。

■ 株価を下げる「スーツ組」

一方、技術者出身でないCEO（筆者は「スーツ組」と呼んでいる）は正確な製品評価を行ったり適切なエンジニアリングチームを選んだりするのにより苦労する傾向がある。業績が低迷するハイテク企業がスーツ組のCEOによって率いられていたとしても、全く驚くに値しない。

例えば、双方向のリアルタイム3Dコンテンツを制作・運用するためのプラットフォームを開発するユニティ・ソフトウェア<U>。同社のCEOであるジョン・リッチティエッロ氏は、マーケティングおよびブランドマネージャーとしてキャリアをスタートさせた。2007年から2013年までビデオゲーム制作会社エレクトロニック・アーツ<EA>のCEOを務めたが、リッチティエッロ氏がゲーム制作スタジオの買収に立て続けに打って出たことを受けて同社の株価は60%超下落した。買収したスタジオの幾つかは経営がうまくいかず、数年後に閉鎖された。

2014年にユニティの経営を引き継いだとき、リッチティエッロ氏の合併志向は健在だった。同社は2021年11月、映画「ロード・オブ・ザ・リング」のピーター・ジャクソン監督が設立した映像視覚効果会社ウェタ・デジタルを16億ドルで買収。さらに今月初めには、アプリを収益化するプラットフォームを運営するイスラエルの広告テクノロジー企業、アイアンソース<IS>を株式交換により44億ドルで買収することで合意した。

現在、ウォール街のアナリストの中には、リッチティエッロ氏の買収取引にはもはや我慢がならないと公言する人もいる。ベンチマークのアナリスト、マイク・ヒッキー氏はその一人で、最近のレポートで次のように書いている。「実現しない野心的な成長目標に過度な投資を行う積極的な買収戦略に対して、われわれは慎重だ。リッチティエッロ氏がエレクトロニック・アーツに在職していた間、成長をもたらさず最終的に価値の破壊につながった無謀な買収戦略を目の当たりにした」。

リッチティエッロ氏の戦略については、まだ最終的な審判は下されていない。しかし、ユニティの株価は昨年11月以降、80%下落している。本誌はユニティに対し、買収戦略やリッチティエッロ氏の実績についてコメントを求めたが、回答はなかった。

■ インテルとマイクロソフトの救世主

インテル<INTC>では、数年にわたった「スーツ組」主導の経営を経て、新CEOのパット・ゲルシンガー氏が文化を変えようとしている。ゲルシンガー氏は、インテルが近年は「過小投資」に陥っていたと述べ、入社する前から取締役会に自社株買いを終了すると伝えていた。実際、過去4四半期にわたり自社株買いは実施されていない。そしてゲルシンガー氏は、アリゾナ州とオハイオ州に新しい半導体工場を開設する野心的な計画など、インテルが関心を払う対象を半導体製造に引き戻している。

ゲルシンガー氏は、半導体設計者や最高技術責任者を務めるなど、技術者として確固とした経歴を持つ。一方、前任者のボブ・スワン氏は金融業界の出身。その経歴がインテルの半導体製造における問題点の解決に適さず、同社の再建を遅らせた可能性がある。

マイクロソフトは、創業後の25年間はソフトウェアエンジニアであるゲイツ氏の下で成功を収めたが、ゲイツの友人であるスティーブ・バルマー氏がCEOに就任して以降は低迷した。バルマー氏がCEO職に就いていた14年間の株価下落率は30%を超える。バルマー氏は一般消費財メーカー大手のプロクター・アンド・ギャンブル (P&G) <PG>などでマーケティングを担当した経歴を持ち、マイクロソフトではノキアなど一連の不毛な買収を行った。

2014年に技術者出身のサティア・ナデラ氏がバルマー氏からCEO職を引き継ぐと、マイクロソフトは持ち直した。ナデラ氏はクラウドコンピューティングとサブスクリプションソフトウェアに注力し、その在任中に株価は約7倍に上昇している。

もちろん、ハイテク企業が技術者出身でないCEOの下で成功を収めた例外もある。例えばアップル<AAPL>は、企業運営とサプライチェーンの専門家であるティム・クック氏がCEOに就いてからも飛躍的に成長してきた。だが、アップルでさえ、ペプシコの社長としてマーケティングの達人と呼ばれたジョン・スカリー氏に率いられた1980年代は経営が迷走した。

現在、景気が減速する中でハイテク企業の業績は低迷している。ショッピングのリュッケ氏やAMDのスー氏など、非常に優秀な技術者出身CEOでさえ大きな課題に直面している。だが投資家は、こうしたCEOが企業を経営していることに安心すべきだ。最もうまく経営されているハイテク企業が最終的に成長を取り戻すという希望は、そうした経営者によってもたらされるからである。

By Tae Kim
(Source: Dow Jones)

8. 米景気、二番底の可能性—80年代前半の再現 [コラム]

Expect Two Recessions, and a Quick End to the Fed's Hikes
FRB、引き締め早期打ち切りも

■ 利上げは年内で終了か

フォワードガイダンスは素晴らしいアイデアのように聞こえる。アイスホッケーの偉大なウェイン・グレッツキー選手がパックを追うのではなく、パックが向かう方向へ滑るのと同じように、中央銀行関係者が数カ月後の金融政策へ市場を導びこうとするのであれば。しかし、中央銀行はこの名選手ほど



Win McNamee/Getty Images

パックの行き先を読むのが得意ではない。米連邦準備制度理事会（FRB）はフォワードガイダンスを事実上断念し、その代わりに、連邦公開市場委員会（FOMC）の決定を会合の数日前にリークする選択をした。FRBの言動にはこのところ不安定な振れが目立つため、その方がよいのかもしれない。

パウエル議長は5月4日の記者会見で、フェデラルファンド（FF）金利誘導目標の引き上げについて、0.75%は「FOMCが積極的に検討している幅ではない」と明言した。ところが、6月中

旬のFOMCでFF金利誘導目標は0.75%引き上げられて現行の水準（1.50～1.75%）となった。この決定は数日前には、明らかにウォールストリート・ジャーナルにリークされていた。

ウォールストリート・ジャーナルは先週、FOMCが7月26日、27日に開催される会合で、6月の消費者物価指数（CPI）が9.1%という衝撃的な上昇率となったことを受けて一部のFEDウォッチャーが予想していた1%ではなく、0.75%の引き上げに傾いていると報道した。シカゴ・マーカンタイル取引所（CME）のフェドウォッチ・サイトでは、FF金利先物が81%の確率で0.75%の引き上げを予想している。

FOMC参加者による年末のFF金利の予想は、3月はわずか1.9%と、インフレの高進を踏まえると信じられないほど低い水準であったが、6月の会合で遅ればせながら3.4%に引き上げられた。しかし、その後も経済予測者や市場参加者はFRBの政策経路と経済の見通しについて全く確信を持ってないでいる。

FOMCはFF金利誘導目標を概ね市場の予測に合わせてきた。先物市場は、FF金利が11月2日のFOMC会合までにFOMCメンバーの年末予想水準に達し、12月14日の会合でさらに0.25%の利上げが決定され、誘導目標は3.50～3.75%になると予想している。市場は、これをピークにFRBが方針を転換し、2023年3月までに0.25%の利下げが行われると示唆している。そうした政策金利の経路が示しているのは、来年は景気が減速し、インフレが緩和され、FRBの方針転換が可能になるということだ。しかし、FRB自身の予想や市場の予想を上回る引き締めが必要になる、とする見方もある。

後手に回るFRB

投資銀行ジェフリーズでチーフ・フィナンシャル・エコノミストを務めるアネタ・マルコウスカ氏は、今週のFOMC会合については0.75%の利上げを主張する声に賛同するが、9月の会合では市場が織り込んでいる0.75%ではなく、0.5%の利上げに戻るとみる。一方、FF金利のピークについては、市場は過小評価しており、4%に達すると予想する。

マルコウスカ氏は、各国中央銀行が（これまで大外れとなっている）自身の予測ではなく、公表されるデータに基づいて政策を決定していると指摘。大半の投資家や消費者が感じているスタグフレーション的な停滞とは逆の、明るい統計が当面は続くともみる。

まず、名目成長率と名目消費は堅調に推移しているが、その大半はインフレによるものである。この数週間でガソリン価格が急落したため、CPIの前月比上昇率はゼロに近いと予想される。しかし、1週間前にこの稿で述べたように、これは食品とエネルギーを除いた「コアインフレ率」に対する上昇圧力を覆い隠す可能性がある。エネルギー価格の下落が止まれば、このコアインフレ率のしつこさが認識され、市場はFRBの金融政策に対する新たな期待を織り込むことになる、とマルコウスカ氏は予想する。

PGIMフィックス・インカム共同最高投資責任者（CIO）であるグレゴリー・ピーターズ氏は、計算上、インフレ率は前年比9%から7%、あるいは6%に急速に低下していくであろうが、例えば4%あるいは5%で動かなくなった場合、「中央銀行は役割を果たしたと言えるのだろうか。それでインフレを抑えるのに十分であると考えるのは楽観的過ぎる」と言う。ピーターズ氏は、マルコウスカ氏と同様に、名目成長率の高さが十分に認識されていないと指摘する。明るい材料があるとすれば、企業の利益が増加し（その大半はインフレによるものだが）、多くの問題を覆い隠してくれることだ。

楽観は早過ぎる

マルコウスカ氏は、リセッション（景気後退）について来年の懸念材料であるとみており、最近の新規失業保険申請件数の増加を問題視していない。州別データによれば、大半がマサチューセッツ州に集中しており、金融引き締めの影響を受けたバイオテクノロジーとテクノロジーの企業だろうとマルコウスカ氏は指摘する。継続申請件数が増加していないことから察するに、労働需要は堅調で失業者がすぐに新しい職を見つけている、というのがマルコウスカ氏の見方だ。

ピーターズ氏は、FRBがインフレ率を下げ信認を回復するために、引き締め方針を維持するとみる。景気減速の最初の兆候で政策を緩和するのは、マラソンでゴールまでわずか数マイルを残して棄権するに等しいからだ。投資の観点からは、景気後退入りの可能性があることから企業の信用リスクを警戒しており、FRBのインフレ対策の恩恵を受けると予想される長期の米国債を選好している。

FRBのパウエル議長は40年来の高水準にあるインフレ率を目標水準の2%に戻すと主張している。この点について、大手金融機関ソシエテ・ジェネラルの常日頃から辛辣（しんらつ）なグローバル・ストラテジスト、アルバート・エドワーズ氏は、「最近の出来事により、FRBは新型コロナ禍の際の財政ファイナンスが（そうはならないとFRBが従来主張していた）高インフレ率の主な原因となったことを理解し、宗旨替えを余儀なくされたのかもしれない」と述べた。

要するに、市場はデータに依存するFRBがFF金利誘導目標を3%台半ばまで引き上げた後、2023年に金融政策を緩和することに賭けているが、この金利水準は最も楽観的な予測を除き、大半の予想インフレ率を大幅に下回っている。そうした政策によって、深刻な景気後退を回避できるかもしれないが、結局は40年前、FRBが最終的に勝利を収めることになるインフレとの戦いの最初の頃、1980年と1981年から1982年にかけてのように、景気が二番底に陥る可能性がある。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

9. 米国に迫る食料危機

[経済政策]

A Food Shortage Could Be Coming, Even in the U.S.

干ばつや太陽光発電が農業圧迫

牛を手放す農家



Matthew Busch/Bloomberg

金融市場やメディアでは利上げやリセッション（景気後退）入りのタイミングばかりが注目を集めているが、忍び寄る食料危機の可能性を見すごすべきではない。肥料、小麦、その他食料関連品目の主要な輸出国であるウクライナの紛争により、世界的な食料不足の懸念が高まっている。多くのエコノミストやストラテジストは「米国は心配ない」としており、米食品医薬品局（FDA）のデータでも、食料はほぼ自給自足の状態で、米国の全土地面積の約半分が農業用地であることが分かる。それでも油断すべきではない理由が複数存在する。

テキサス州エモリーの装蹄師で、自身も小さい農場を所有するエバ・スラター氏は農家を回って馬の蹄（ひづめ）の手入れを請け負うが、最近、近隣の農家が牛を多数売りに出していると言う。今月、家畜競売所では過去に見たことがないほど多くのトレーラーが並び、家畜を売りに出す牧場主の長い列ができた。十数年来の記録的な猛暑と干ばつで家畜のえさとなる牧草が不足し、それを補う干し草は、燃料費の高騰で他州から運搬する費用が増大している。エモリーでは干し草の調達コストは通常1ロール当たり45ドル、平均的な干ばつの年でも120ドル程度だったが、足元では約220ドルだ。

スラター氏は、「知り合いの畜産農家はみな、飼料を賄えずに、牛を売りにたくなくてもそうせざるを得ない。今、牛を買おうという畜産農家はない」と言う。短期的には市場に大量の食肉が安価に供給されることになるが、テキサスの農業局が先週公表した報告書の試算によれば、繁殖用の牛が食用加工所に送られた後には、何年にもわたって子牛の数は減少する。今これだけの数の牛が売られたら将来の供給はどうなるだろう。

物色される農地

スラター氏の牧場から250マイル離れたテキサス州ヴァーノンでワゴナー・ナショナル銀行に長く勤務するスティーブン・ブラントリー氏によると最近、太陽光発電の開発企業からアプローチを受けている農家からの相談が増えているという。開発企業はまず1年をかけて土地の適性を検証するが、その間、農家は今まで通り小麦栽培など農業を継続できる。そして検証結果が良好なら土地の購入か、20～30年のリース契約が提案される。

このオファーは農家にとって拒否しがたい。ブラントリー氏によれば、農業用地は往々にして太陽光発電に非常に適しており、周辺のリース料の相場はエーカー当たり最大800ドル、つまり土地の測量単位である1セクション（640エーカー＝1平方マイル）当たり年間51万2000ドルを何十年も継続して受け取ることができる。費用負担増や不安定な気候に悩む農家にとってこの定収入は魅力的だ。

Farm to Table

Consumers have been facing rapidly rising food prices

y/y price change



Source: Federal Reserve Bank of St. Louis

前例もある。15年ほど前に風力発電開発がこの地で広まり、大量のタービンが設置された。風力発電は利益面では太陽光発電には劣るが、農業との共存が可能だ。しかし、太陽光発電はさながらゼロサムゲームである。ブランドリー氏は「開発が始まればスピーディーに事は進み、雪だるま式に膨れ上がるはずだ。風力発電のように太陽光発電が広まれば、農地の生産はすべて太陽光パネルに取って代わられる」と言う。

イリノイ大学で農業を専門にするニック・ポールソン教授によれば、土壌の質が優れている米中西部では今のところ、太陽光発電はそこまで浸透していない。しかし、テキサス州のように土質がそこそこで干ばつの懸念がより大きい土地では、太陽光開発企業がより強気であるのも理にかなっている。テキサス州とオクラホマ州の小麦栽培用地面積の合計は米国全体の約4分の1を占めている。

この状況の側面の一つは、投資家にとって農業用地がインフレヘッジであることだ。マイクロソフトの共同創業者であり、米国最大の農地所有者でもあるビル・ゲイツ氏は今年、ソーシャルメディアのレディット上で、自身の投資グループが農地買収を進めていることを明かした。シカゴ連邦準備銀行の5月レポートによれば、国内有数のこの地域の農地の買収を投資家が急激に進めており、2022年第1四半期の農地価格は前年同期比23%上昇した。土地ブローカーのストラテジック・ソーラー・グループによれば、ソーラーファームの土地リース料は高価格帯ではエーカー当たり2000ドルに上る。

グリーン政策の影

別の側面として、政府によるグリーン政策も挙げられる。バイデン大統領が掲げる気候変動対策関連法案は、民主党のジョー・マンチン上院議員が今月、支持を取り下げる意向を再度表明し、打撃を受けている。議員やアナリストの一部の間では、大統領令発令の可能性も取りざたされている。エネルギー省の試算では、「2035年までにクリーンエネルギーの供給を100%にする」という政府の目標を達

成するためには、現在の太陽光発電設備の設置面積を4倍に増やす必要がある。

農村地の土地売買プラットフォームであるランド・ドットコムによれば、ソーラーファームのみで電力供給しようとするれば、1300万エーカーの土地が必要になる。エネルギー貯蔵、電気自動車の充電ステーション、必要な電力インフラの拡充を含めればその2倍が必要だ。事業面でのメリット以外にも、政府による助成金や税制優遇措置が太陽光開発企業の熱心な土地獲得を後押ししている。

テキサスA&M大学のフェリックス・モーマン教授は、バイデン大統領は太陽光発電を将来の主要なエネルギー供給源として強く推してきたと語る。二酸化炭素排出量の削減、大気汚染の軽減、より安価なエネルギー価格など、多くの恩恵が期待される一方で、モーマン教授は「この規模の公共支出を最終的に誰が負担するのか、経済的恩恵を被るのは誰か、言い替えれば、経済的恩恵は誰の犠牲の上に成り立つのか」と問いかける。

食料の価格上昇率は今年既に10%を超えている。直近の消費者物価指数（CPI）では肉、魚、卵の価格は前年同月比で12%、パンは11%、牛乳は16%上昇している。米国勢調査局の調査では、国民の10%が食料不足の状態にある。最近のニュースでロシアとウクライナの間で黒海からの穀物輸出の再開が合意されたことが報じられ、コモディティ価格の一部でも下落が期待される。しかし、ポールソン教授は食品関連のコモディティ価格が下がっても、食料供給コストの中でも大きな割合を占める原油の価格が高止まりしたままではすぐさま食品価格に反映されるとは限らない、と指摘する。国内の原油供給不足、深刻な干ばつとウクライナ情勢の影響を考えると、太陽光発電の農地侵食のタイミングもまた、懸念材料になるかもしれない。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

25 Stocks That Could Rise on a Short Squeeze

ショートスクイズで値上がりするかもしれない25銘柄

EV関連が要注意



Illustration by Elias Stein

電気自動車（EV）関連銘柄の値下がりを狙う投資家は、要注意だ。空売りに詳しいS3パートナーズがこの7月にショートスクイズ（踏み上げ）のリスクがあると特定した25銘柄のうち、5銘柄がEV関連銘柄だからだ。

空売り投資家が懸念するのは、ショートスクイズである。空売りに際しては株式を借りることになるが、株価が下がれば、より低い値段で買い戻して差額を得ることができる。だが好材料によって株価が上がると、空売り投資家はポジションの手仕舞い（買い戻し）を迫られる状況となり、

株価がさらに上昇するのだ。

EVメーカーのカヌー<GOEV>が、リスクのある銘柄リストに含まれている。7月12日には、小売大手

ウォルマート<WMT>から電気配送車を受注したと発表し、株価は一時2倍以上に急騰した。その数日後には、軍による試験を公表して29%上昇した。その他にもEVメーカー4社がS3のリストに挙がる。ローズタウン・モーター<RIDE>、ファラデー・フューチャー・インテリジェント・エレクトリック<FFIE>、フィスカー<FSR>、そしてルーシッド・グループ<LCID>だ。

さらに、ミーム株のゲームソフト小売り大手ゲームストップ<GME>、映画館運営会社のAMCエンターテインメント・ホールディングス<AMC>、さらにバイオ医薬品企業ゴッサマー・バイオ<GOSS>、同業のバーブ・セラピューティクス<VERV>、光通信システムのライトウェーブ・ロジック<LWLG>、バイオ医薬品企業ビーム・セラピューティクス<BEAM>、証券会社カウエン<COWN>、バイオ医薬品企業のベル<VERU>、植物由来代替肉メーカーのビヨンド・ミート<BYND>、バイオ医薬品企業フェイト・セラピューティクス<FATE>、同業のアロジーン・セラピューティクス<ALLO>、同業のスプリングワークス・セラピューティクス<SWTX>、レーザー技術企業マイクロビジョン<MVIS>、暗号資産マイニング会社マラソン・デジタル・ホールディングス<MARA>、製薬企業エラスカ<ERAS>、住宅金融会社ロケット・カンパニーズ<RKT>、スポーツ・フィットネス用品販売ディックス・スポーツ・グッズ<DKS>、ソフトウエア会社マイクロストラテジー<MSTR>、遠隔医療のテラドック・ヘルス<TDOC>、ドライブスルー型コーヒー店を展開するダッチ・ブロス<BROS>が名を連ねる。

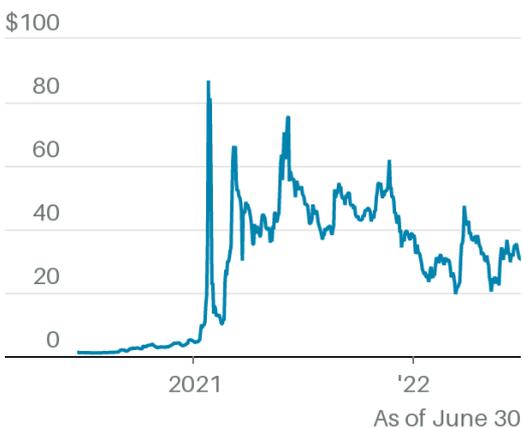
S3のマネジング・ディレクター、イーホール・ドゥサニウスキー氏は「安値を記録した6月16日以降の株価上昇で、ただでさえ空売りの多い中、一層ショートスクイズが起きやすい状況になっている」と述べる。スクイズの可能性を特定するカギとなる指標が、空売り比率（売買可能株数のうち貸株に出され空売りされている株数の割合）だ。小型株のラッセル2000指数採用銘柄の平均は7%であるが、S3のリストに挙がる銘柄の平均は27%となっている。

今週の予定

A Short Squeeze Fever Chart

Meme-stock GameStop displayed a classic short-squeeze pattern in early 2021: a sudden rise and sharp fall.

GameStop Stock Performance, June 30, 2020 to June 30, 2022



Source: FactSet

7月25日（月）

- ・家電大手ワールプール<WHR>、通信大手ボーダフォン・グループ<VOD>、エネルギー会社のレンジ・リソース<RRC>、鉱山会社のニューモント<NEM>、半導体メーカーのNXPセミコンダクターズ<NXPI>、ヘルスケア機器メーカーのロイヤル・フィリップス<PHG>が決算発表。

7月26日（火）

- ・クレジットカード大手ビザ<V>、物流大手ユニテッド・パーセル・サービス<UPS>、IT大手マイクロソフト<MSFT>、日用品メーカーのキンバリー・クラーク<KMB>、飲料・食品メーカーのモンデリーズ・インターナショナル<MDLZ>、日用品大手ユニリーバ、医療技術会社のストライカー<SYK>、化学・電気素材メーカー大手スリーエム（3M）<MMM>、メキシコ料理チェーンのチポトレ・メキシカン・グリル<CMG>、靴メーカーのスケッチャーズUSA<SKX>、防衛・航空宇

宙大手のレイセオン・テクノロジーズ<RTX>、住宅建築大手パルトグループ<PHM>、信用格付け会社ムーディーズ<MCO>、ファストフードチェーン大手マクドナルド<MCD>、自動車大手ゼネラル・モーターズ<GM>、飲料大手コカ・コーラ<KO>、グーグルの親会社アルファベット<GOOGL>、複合企業ゼネラル・エレクトリック<GE>が決算コンファレンスコールを開催。

- ・ S&Pコアロジックが、5月のS&Pケース・シラー住宅価格指数を発表。予想は前年同月比21.1%の上昇（4月は21.2%）。

- ・ コンファレンス・ボードが7月の消費者信頼感指数を発表。エコノミスト予想は97（6月は98.7）。

- ・ 米国勢調査局が6月の新築住宅販売件数を発表。戸建て住宅販売のコンセンサス予想は季節調整済み年率換算で68万戸（5月は69万6000戸）。

7月27日（水）

- ・ 米連邦公開市場委員会（FOMC）が金融政策を発表。フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標は0.75%引き上げられる見込み。

- ・ メタ<META>（旧フェイスブック）、製薬大手プリストル・マイヤーズ・スクイブ<BMY>、同業のグラクソ・スミスクライン<GSK>、航空機大手ボーイング<BA>、テラドック・ヘルス<TDOC>、塗料メーカーのシャーウィン・ウィリアムズ<SHW>、半導体大手のクアルコム<QCOM>、医療保険大手ヒューマナ<HUM>、自動車大手フォード・モーター<F>、自動車交換部品流通・販売のジェニユイン・パーツ<GPC>、先物取引所グループの持ち株会社CMEグループ<CME>、防衛大手ゼネラル・ダイナミクス<GD>、加工食品メーカー大手クラフト・ハインツ<KHC>、通信大手のTモバイルUS<TMUS>、電子商取引のエッツィ<ETSY>、音楽ストリーミング会社スポティファイ・テクノロジー<SPOT>、食品大手ダノン<DANOY>が決算発表。

- ・ 国勢調査局が6月の耐久財受注速報値を発表。耐久財受注額のエコノミスト予想は、前月比0.3%増（5月は0.81%増）。

7月28日（木）

- ・ アップル<AAPL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、韓国のサムスン電子<005930.韓国>、オートバイメーカーのハーレーダビッドソン<HOG>、独自動車大手フォルクスワーゲン<VOW3.ドイツ>、大麻の生産を行うティルレイ<TLRY>、フランスのメディア・通信企業ビベンディ<VIVHY>、たばこ・ワイン製造持ち株会社アルトリア・グループ<MO>、動画配信プラットフォームのロク<ROKU>、製薬大手ファイザー<PFE>、医薬品大手メルク<MRK>、半導体大手インテル<INTC>、クレジットカード大手マスターカード<MA>、航空大手サウスウエスト航空<LUV>、総合テクノロジー企業ハネウェル・インターナショナル<HON>、英石油大手シェル<SHEL>、防衛大手のノースロップ・グラマン<NOC>が決算発表。

- ・ 米商務省経済分析局（BEA）が、2022年第2四半期の国内総生産（GDP）速報値を発表。コンセンサス予想は季節調整済み年率換算で1.6%増（第1四半期はマイナス1.6%）。

7月29日（金）

- ・ 総合林産企業ウェアハウザー<WY>、大手エネルギー会社フィリップス66<PSX>、石油大手エクソンモービル<XOM>、日用品大手プロクター・アンド・ギャンブル（P&G）<PG>、消費財メーカーのボルゲート・パルモリブ<CL>、石油大手シェブロン<CVX>、バイオ医薬品企業アッヴィ<ABBV>、ソニーグループ<6758>が決算発表。

- ・ BEAが6月の個人所得および消費支出統計を公表。個人所得の予想は前月比0.5%増（5月は同0.5%増）、個人消費支出（PCE）は同1%増（5月は同0.2%増）。

米連邦準備制度理事会（FRB）が6月のコアPCE物価指数（食品とエネルギーを除く）を発表。コンセンサス予想は前年同月比4.8%増（5月は4.7%増）。

By Al Root
(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』 2022/07/24

THIS WEEK'S MAGAZINE

発行 : Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信 : 時事通信社

編集

THIS WEEK'S MAGAZINE : エグゼトラスト

TODAY'S MAGAZINE : 時事通信社

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

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

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

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

※図・表・データの無断使用を禁止します。

※記事中の株式やファンドの価格は、米バロonz編集部による記事執筆時点の値である場合があります。

Copyright © 2022 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます