

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2022/07/31

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 食糧危機を解決する銘柄に注目 - These Companies Have Solutions for the Food Crisis. [カバーストーリー]
8億人が飢餓に直面、農業セクターに投資機会 P.1
2. 農地はインフレヘッジを備えた魅力的な投資先 - Farmland Is an Inflation Hedge. How to Invest. [フィーチャー]
優れた実物資産、長期保有を P.5
3. 米国人の悲観が景気後退を不可避にする - How Pessimistic Americans Could Worry the Economy Into Recession. [フィーチャー]
背景に複合的な不安要因 P.9
4. 歴史に学ぶスタグフレーション回避策 - Stagflation' Is in the Air. History Shows a Way to Avoid It. [フィーチャー]
ボルカー氏が残した教訓 P.12
5. 金利・景気後退・インフレ：プロの見方 - Rates, Recession, and Inflation: a Top Pro on the Big Picture. [インタビュー]
RBAのバーンスタイン氏に聞く P.15
6. 利上げ縮小期待で株価上昇 - Stocks Rally on Hopes That Rate Hikes Are Moving Nearer to an End. [コラム]
インフレとの闘いに懸念も P.18
7. 好調だった7月、警戒すべき8月 - The Stock Market Had a Great July, But August Could Be Tougher. [米国株式市場]
市場は過度に楽観的か P.20
8. FRBのハト派転換に賭けるのは時期尚早かつ自滅的 - Bets on a Dovish Fed Pivot Are Premature and Self-Defeating. [経済政策]
「中立金利」発言に浮かれる市場への警告 P.22
9. ハイテク大手の支配は終わっていない - Big Tech's Reign Isn't Over Yet. [ハイテク]
四半期決算から読み取る各社の将来性 P.24
10. 今週の予定 - Coal Has Staged a Sudden Recovery. Why It Probably Won't Last. [経済関連スケジュール]
石炭需要は回復したが、恐らく長続きしない理由 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。

※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

1. 食糧危機を解決する銘柄に注目

[カバーストーリー]

These Companies Have Solutions for the Food Crisis.
8億人が飢餓に直面、農業セクターに投資機会

国連事務総長、「空前の危機」を警告



Photograph by Zack Wittman

米中西部とアフリカ東部の酷暑と干ばつによる不作。新型コロナウイルスの継続的なパンデミック（世界的大流行）。ウクライナ戦争。世界がこれほど同時に災難に見舞われることはめったにない。その結果、今年だけでなく来年以降も、飢餓に苦しむ人々に食糧を供給できない恐れがある。

食品価格はウクライナ戦争が勃発する前から上昇していた。以前より頻繁かつ深刻な異常気象に加え、パンデミックに関連する生産の混乱によって打撃を受けていたためだ。国連によれば、2021年に十分な食糧を得られなかった人は世界人口の約3分の1に相当する23億人で、パンデミック前から3億5000万人増加した。推定7億0200万～8億2800万人が飢餓に直面し、こちらもパンデミック前から1億5000万人増えている。

ロシアのウクライナ侵攻は問題をさらに複雑化させた。世界の小麦の約4分の1を生産し、主要な食用油であるヒマワリ油も生産する穀倉地帯からの供給が（少なくとも一時的に）絶たれる事態となったからだ。世界のカリウムの約5分の1を生産するロシアへの制裁によって、重要な肥料であるカリウム肥料の価格は上昇しており、来年の作物の収穫量が減少する可能性がある。

その結果が、国連のアントニオ・グテレス事務総長が言うところの「空前の世界食糧危機」である。複数のコモディティーのバスケットを対象とする国連食糧価格指数は今年、過去最高値を記録し、6月には2019年と比べて62%上昇した。米国では6月の食糧価格が前年同月比10.4%上昇し、40年ぶりの上昇幅となった。

最近、一部のコモディティー価格は低下しつつあり、ロシアとウクライナはウクライナ産穀物の輸出再開に向けた協定に合意した。ただし、協定が無事に履行される保証は全くない。JPモルガンのグローバルリサーチ責任者であるジョイス・チャン氏は、「モメンタムが転換している兆しはあるが、食糧安全保障の問題は来年も解消しないだろう」と語る。なお、チャン氏は第4四半期に世界的な食品価格のインフレが和らぐと予想している。

難局の助けとなるのが、食糧生産を押し上げることを目指す農機、種苗、肥料メーカーだ。これらのメーカーは、コロナワクチンを開発したファイザー＜PFE＞とモデルナ＜MRNA＞のように、世界的危機による悪影響を緩和できる可能性がある。その方法は、より狭い土地からより多くの食糧を生産する助けとなることだ。さらに、その過程でメーカー自身の利益も増加すると考えられる。

ファイザーとモデルナが革命的なワクチン技術によって新型コロナウイルスに対抗したのに対し、農

家と食品会社も食糧生産を効率化するための新たな技術を導入している。例えば、農機メーカーのディア<DE>とCNHインダストリアル<CNHI>は、農家の生産性を高めるため、ドローン、ロボティクス、ナビゲーションシステム、データ分析を使用している。農業技術はイノベーションの源として成長しており、調査会社ピッチブックによれば、去年はベンチャーキャピタルから105億ドルの投資を呼び込んだ。

農機メーカーのディアとCNHは割安

Harnessing Technology

These companies are using new technology to make food production more efficient.

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	2023E Revenue (bil)	2023E EPS	2023E P/E	Market Value (bil)
Deere / DE*	\$325.71	-5%	\$51.3	\$25.52	12.8	\$99.5
Corteva / CTVA	56.61	20	17.9	2.96	19.1	41.0
CNH Industrial / CNHI	11.92	-29	21.8	1.48	8.1	16.1
ICL Group / ICL	9.03	-7	9.3	1.27	7.1	11.5

E=estimate; *October fiscal yearend

世界の食糧供給に改めて焦点が当たったことで、ディアやCNHインダストリアルなどの大手農機メーカーの製品への需要が高まっている。こうした企業にとっての課題は、干ばつ、山火事、洪水が増加し、耕作に適した土地が枯渇する中で、農業を劇的に転換して効率性を大幅に高めることだ。

ディアは100カ国以上の国に6000社を超えるディーラーを有し、市場を支配しているため、競合他社より収益性が高い。その結果、研究開発（R&D）に年15億ドルを費やし、技術面で優位に立つことができる。精密な散布と作付け技術に対する投資により、農家はどの雑草を駆除すべきかを把握し、農業への支出を削減することが可能だ。ロボットトラクターは、作物を弱め、かんがいや肥料の必要性を高める土壌の流出（劣化）を抑制する。

クリアブリッジ・ラージ・キャップ・バリュー・ファンドの共同マネジャーであるディミトリ・ハイキン氏は、ディアがファンドの最大の保有銘柄だと語る。ハイキン氏によれば、ディアは年末までに自動運転トラックを現場に投入する見通しで、そのことがグーグルの自動運転部門ウェイモなどから人材を採用する助けになると言う。ハイキン氏は「グーグルが検索業界を支配しているのは、検索エンジンとしてグーグルが最も使われているからだ。ディアにも同じことが言える。ディアにはアルゴリズムに磨きをかけるためのより多くのデータが集まり、農家により良い結果を提供できる」と語

る。

ディアは自社のトラクターとツールから収集したデータに関するサブスクリプションサービスに力を入れている。現在、サブスクリプションが売上高に占める割合は1%未満だが、ディアのジョン・メイ最高経営責任者（CEO）は、この割合が2020年代末までに10%に上昇し、業績が景気の影響を受けにくくなる可能性があるとする。ハイキン氏は今後数年間のディアの増益率を10～15%と予想する。これは2023年度（2023年10月期）予想PER（株価収益率）が12倍の銘柄にしては魅力的だ。

ディアのライバルであるCNHインダストリアルはさらに割安だ。ケースやニューホランドなどのブランドで農機を販売するCNHは、これまで何度かの再編を経ており、2013年にフィアット・インダストリアルと合併した。今年1月にはトラック事業を農機・建機事業から分離した。CNHに投資するオークマーク・グローバル・セレクト・ファンドの共同マネジャーであるデービッド・ヘッロ氏は、市場は事業構成の変化を十分に織り込んでいないと語る。株価は3月25日に付けた高値の16.80ドルから約30%下落している。ヘッロ氏によれば、CNHは生産性にとって重要な精密農業の分野で投資に成功しているにもかかわらず、過小評価されている。

CNHのスコット・ワインCEOは、昨年終わりに精密農業技術会社レイブン・インダストリーズを21億ドルで買収したことが追い風となって、CNHがディアに「急速に追い付きつつある」と本誌に語った。ワイン氏はCNHが数年以内にディアと肩を並べるとみている。

コンセンサス予想では、今年のCNHの純利益は前年比4%減の18億ドルとなるものの、来年は同11%増の20億ドルに回復するとされている。アナリストは比較的強気で、ファクトセットが調査した目標株価の平均は15.81ドルと現在の水準を33%上回る。

着実に成長するコルテバ、肥料価格上昇の追い風を受けるICL



by CFOTO/Future Publishing via Getty Images

農業関連企業のコルテバ<CTVA>も多額の投資を実施しており、作物の生産性を向上させるための次世代技術の研究開発に売上高の約8%を投じている。コルテバは2019年にダウデュポンからスピノフされた企業で、デュポンのパイオニア種子事業（遺伝子組み換え種子と従来の種子を世界中の農家に販売する）とダウの農業事業を併せ持つ。

コルテバは上記の投資と市場での強い立場を活用して、売上高と利益を着実に成長させてきた。ウォール街では、2022年から2025年にかけて

コルテバの売上高は年平均5%増加し、利益は同じく約13%の増加が予想されている。スピノフ以降、コルテバの株式は投資家に年平均約25%のリターンをもたらしてきた（同期間のS&P500指数のリターンは同12%）。

最近、フェルミウム・リサーチのアナリストであるフランク・ミッチ氏は、コルテバの目標株価を、現在の水準を約10%上回る62ドルへ引き上げた。ミッチ氏は「競合他社のバイエル<BAYN.独>やシ

ンジェンタ<SYT>に対するポジショニングを気に入っている」と語る。コルテバは今後数年間で新製品の発売も予定している。さらにミッチ氏は、大手肥料メーカーのニュートリエン出身で2021年の終わりにCEOに就任したチャック・マグロー氏が、利益率を押し上げると予想している。

肥料価格は農家にとって目下の大きな懸念の一つだ。肥料メーカーのICLグループ<ICL>は、窒素肥料を生産する一部の競合他社とは異なり、リン酸肥料とカリウム肥料を生産している。窒素肥料は天然ガスに依存しており、特にウクライナ戦争によるガス価格の変動の影響を受ける可能性がある。

アナリストは、肥料価格の急上昇が追い風となり、ICLの売上高が前年の70億ドルから今年は103億ドルに増加すると予想している。ベンチマークのカリウム価格は、ベラルーシと合わせて世界のカリウム生産の38%を占めるロシアへの制裁などを受けて、年初来で150%上昇している。ICLの2022年コンセンサス予想EPS（1株当たり利益）は前年の0.60ドルを上回る1.82ドルで、2022年予想PERは5倍だ。

コモディティー価格のピーク時にコモディティー関連の株式を購入するのは危険かもしれない。ICLグループの株価は、第1四半期にカリウム価格の急上昇に伴って25%上昇したが、第2四半期にコモディティー価格が下落すると同時に上昇分を吐き出した。小麦価格は52週高値の1ブッシェル当たり約13ドルから40%近く下落している。

しかし、コーナーストーン・インベスターズのアブハイ・デシュパンデ最高投資責任者（CIO）は、「通常なら、肥料は景気循環の影響を受けやすく、価格上昇が供給の増加を促すところだが、ウクライナ戦争に起因する肥料不足により、現在の価格環境が当面持続する可能性がある」と語る。デシュパンデ氏は、ICLの株価は魅力的で、配当利回りも10%と高いと言う。過去数年間、フリーキャッシュフローは配当を十分にカバーしており、2023年もそうなる見込みだ。アナリストの目標株価の平均は2024年予想PER約14倍に相当する約11.52ドルで、直近の水準を約25%上回る。

気候変動や労働力不足に対応した新農法



Ajith Perera/Xinhua News Agency via Getty Images

上記のトレンドから恩恵を受ける多様な企業にまとめて投資したい場合、選択肢の一つとなるのは、運用資産額2億6200万ドルの上場投資信託（ETF）であるiシェアーズMSCIグローバル・アグリカルチャー・プロデューサーズ<VEGI>だ。さらに4月、ブラックロックはETFのiシェアーズ・エマージェント・フード・アンド・アグテック・マルチセクター<IVEG>を設定した。このETFは、農産物の収穫量を高める企業、食糧生産の効率性向上や廃棄物削減に貢献する企業、土地と水の消費が少ない代替肉を生産する企業、持続可能な食品やパッケージ

を製造する企業に投資する。

最後に、比較的初期の段階にある新たなグループの企業も投資家の関心を引き付けている。短期的には、こうした企業の一部にとっては金利上昇とインフレ圧力が課題となっているが、ファンドマネジ

ヤーは食糧安全保障の問題に取り組むための新たな方法に注目している。

例えば、バイオセレス・クロップ・ソリューションズ<BIOX>は合成化学薬品の生物学的な代替品や、干ばつに強い種子を生産している。アリアンツ・グローバル・インベスターズのフード・セキュリティ・ファンドでマネジャーを務めるロビー・マイルズ氏によれば、垂直農法と屋内農法は生産密度が高く（例えば無数の棚を並べてレタスを生産することを想像してほしい）、気候変動による影響を比較的受けにくい。また、自動化技術を採用していることが多く、農業人口の高齢化による労働力不足の問題にも対応している。農業会社ローカル・バウンティ<LOCL>は垂直農法と温室を併用した手法で葉物野菜を栽培する。同業のカレラ<KAL>はビッグデータと自動化技術を利用し、レストラン、リゾートホテル、クルーズ船などの顧客向けに栽培するレタスの収穫量を高めている。これら3社は、今すぐ投資するほど十分に魅力的ではないが、ファンドマネジャーは各社の技術を注視している。

GMOのパートナー兼ポートフォリオマネジャーであるマット・カドナー氏は、「長期的には、気候変動が食糧生産と食糧安全保障の変動に拍車を掛け、過去30～40年間より持続的なインフレ圧力を生み出すはずだ。食糧安全保障は長年にわたる農業関連投資の持続的な成長機会を創出するだろう」と語る。

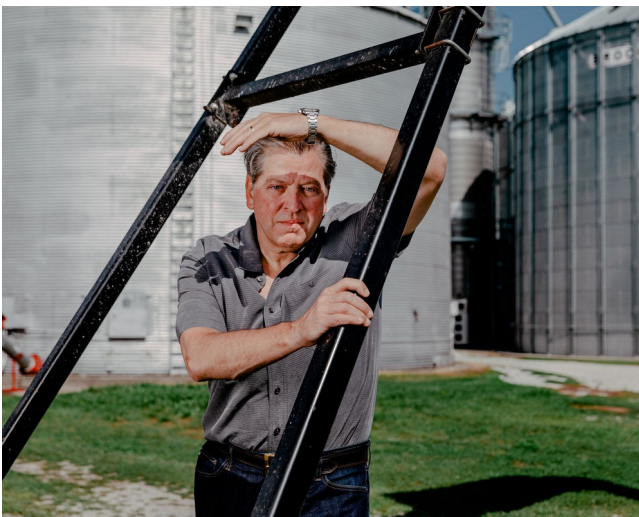
By Reshma Kapadia and Al Root
(Source: Dow Jones)

2. 農地はインフレヘッジを備えた魅力的な投資先

[フィーチャー]

Farmland Is an Inflation Hedge. How to Invest.
優れた実物資産、長期保有を

耕作地減少で生産性倍増が必要



Photograph by Evan Jenkins

株価が低迷し、インフレが進行する中で、農地は魅力的な投資先と考えられる。農地はインフレ環境下で優れたパフォーマンスを発揮する実物資産であり、長期保有すれば安定したリターンが得られ、金融資産との相関性も低い。さらに、食糧と土地の不足に対する懸念が高まっていることも農地価格には追い風となっている。

商業用不動産分析会社、グリーン・ストリートのアドバイザーグループによると、米国の農地は2021年3月までの25年間で、年平均11.2%のリターンを記録している。同期間のS&P500指数の上昇率は9.6%だった。さらにS&P500指数のリターンは変動がはるかに大きく、歴史的

に見ると、その変動率は農地の2倍以上だ。

二つのトレンドが農地への投資を促している。世界的な食糧需要の高まりと、耕作地の減少だ。米国

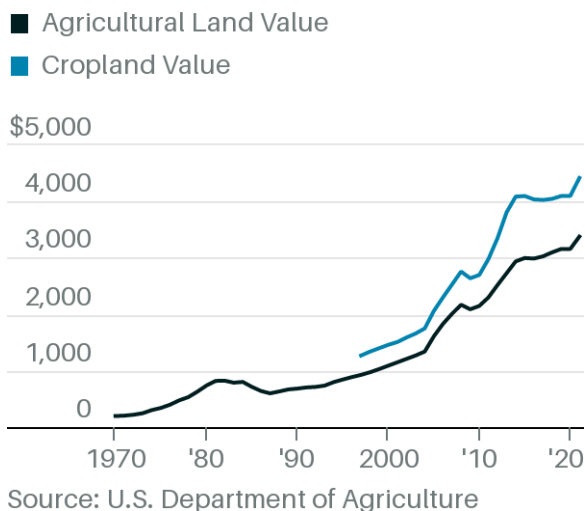
では、過去20年間で1100万エーカー以上の農地が開発によって失われた。水不足などの気候的な要因も耕作地の供給を狭めている。一方、世界の人口は2050年までに90億人を超えると予測されており、予想される世界の食糧需要を満たすには、農業生産性の倍増が必要となる。

株価低迷期でもリターンはプラス

Agricultural Land's Long-Term Appreciation

The value of U.S. farmland has increased steadily over the past 50 years

Price per Acre



独立系資産運用会社サバント・ウェルス・マネジメントの最高投資責任者（CIO）であるフィル・ヒューバー氏は、農地には良好なリスク・リターン特性とポートフォリオの分散化という魅力があると指摘し、「農地は歴史的に、株式に近いリターンを上げている。しかし最近の株価の大幅下落のさなか、農地はプラスのリターンを収めた」と語る。ヒューバー氏はさらに、農地のリターンの最大の要素は利回り、つまりプロが管理する農地を農家に貸すことによって得る賃貸収入だと分析している。この年間賃貸収入は、株価が低迷している時期でも、トータルリターンに安定的に寄与する。次にリターンへの寄与度が大きいのは、土地そのものの価格の長期的な上昇だ。

REITやETFで個人投資家も参入可能



Photographs by Mason Trinca

従来、農地は機関投資家の領域だった。長年にわたり、個人投資家が農地にアクセスするには、土地を購入し権利書を所有するという非現実的な方法以外、選択肢は限られていた。現在では、農地を所有する私募ファンドや上場不動産投資信託（REIT）をはじめ、アグリビジネス企業を所有する、あるいは農産物の商品先物のポジションを保有する上場投資信託（ETF）など、リスクプロファイルが異なるさまざまな選択肢が個人投資家に用意されている。

農地に魅力を感じる投資家は増え続けているが、ジョンダ・ワーナー氏はその1人だ。ワーナー氏は2006年に農業・食糧品投資に特化した資産運用会社、チェス・アグ・フル・ハーベスト・パートナーズを設立し、現在1億3000万ドルの資産を運用している。農業は投資家に安定したリターンをもたらすとワーナー氏は語る。このリターンは、歴史的な高水準にある食品インフレとおおむね連動性が高い。

米中部地域では、農地価格が上昇している。土地と建物の価値を含めた農地不動産の平均価格は、コモディティー価格の上昇とインフレ懸念の高まりにより、2021年に1エーカー当たり3380ドルと過去最高を記録した。

国際食糧政策研究所（IFPRI）の上級研究員で、元米農務省チーフエコノミストのジョセフ・W・グラウバー氏は、農地価格は堅調に推移するとみており、「この夏の終わりの農務省の発表統計では、依然として大幅で力強い農地価格の上昇が示されると思う」と語る。

農地価格と経済の連動性は低い



Photograph by Dan Koeck

10年前、主に農作物価格の急騰とエタノール需要の拡大にけん引されて農地ブームが起こったが、2014年から2019年初めにかけて供給過剰と米中貿易戦争を含む世界情勢のために需要は横ばいとなった。状況が変わり始めたのは2020年末で、中国が米国産農作物の輸入を拡大してコモディティー価格が上昇し始めた時だ。ロシアが世界有数の農作物生産・輸出国であるウクライナを侵攻したことで、価格はさらに上昇した。

農地は他の資産クラス同様にサイクルがあるが、経済混乱の最中では価値を維持すると考えられている。土地を対象とする資産運用部門であるスビン・ナチュラル・キャピタルのグローバル責任者を務めるマーチン・デービス氏は、農家は「生きるために基本的に必要な食糧と繊維を生産しているため、景気サイクルとは連動しない」と語る。

農地への投資を考えるもう一つの理由は、金利上昇は企業の借入余力を抑制するが、農業セクターの負債資産比率は14%と低く、農地への影響が比較的小さいことだ。

さまざまな農地投資の手段



Photographed by Evan Jenkins

価格急騰のチャンスを生かしたい個人投資家にとっての問題は、売り出される農地を見つけることだ。イリノイ大学TIAA農地リサーチセンターの所長で農地経済学の教授であるブルース・シェリック氏は、年間で米国農地のわずかに1.5~2%しか「一般的な」取引が行われておらず、家族間での所有権移転がはるかに多いと語る。取引が少ない結果として多くの農地を集めるのは難しい。

投資家がグラッドストーン・ランド<LAND>やファームランド・パートナーズ<FPI>など

のREITに向かうのはそれが一つの理由だ。

ファームランド・パートナーズのポール・ピットマン会長兼CEOは農家に生まれ、1990年代半ばに農地投資を始めた。祖父所有の不動産の隣の農地を買い、その後20年間で多くの農地を集めて2014年に上場させたが、現在このREITは340カ所を超える農地を所有する。新規株式公開（IPO）以来、ファームランド・パートナーズは値上がりで配当を合わせて41%近いリターンを達成している。

また、エイカートレーダーのような企業を通じて農地の持分を買う方法もある。投資には物件ごとに最低金額が設定されており、創業者兼CEOのカーター・マロイ氏によると、最近では1万～2万ドルだ。投資すると、賃貸収入と保有資産売却からの分配を得られる。

デービッド・ゴダー氏はノースダコタ州グランドフォークスでトウモロコシ、テンサイ、また妻のバスタ会社のためにデュラム小麦などを栽培しているが、農業に従事する以外にエイカートレーダーの農地を管理し、エイカープロの土地ブローカーとして働いている。

ゴダー氏は「農業従事者が農地管理に最適だ。農地の生産性を維持し、社会に農作物を提供し続けるために何をすればよいか理解している」と語る。

また投資家は、バーサス・キャピタルが運用するバーサス・キャピタル・リアル・アセット＜VCRRX＞のような実物資産ファンドを通じて農地を所有することもできる。

このファンドはさまざまな農作物を栽培する多様な農地のポートフォリオを築いている。2022年3月31日までの12カ月間では10.9%、3年間では年率6.3%のリターンを上げている。

ETFは直接農地を保有できないが、農地を耕作する企業を保有できる。CFRAリサーチのETFデータ・分析責任者のアニケット・ウラル氏は、アグリビジネスがテーマの株式ETFは今年、市場全体をアウトパフォームしていると語る。

バンエック・アグリビジネスETF＜MOO＞は運用資産額15億ドルでアグリビジネスをテーマとする株式ETFでは最大だが、今年の上昇率はSPDR S&P500ETF＜SPY＞の15.6%に対して6%にとどまっている。最大の保有銘柄にはアニマルヘルス企業のゾエティス＜ZTS＞や農業機械メーカーのディア＜DE＞がある。

先物に投資する農業ETFはコモディティ価格の影響をより直接的に受けるので、リターンはさらに高い。最大のファンドであるインベスコDB農業ETF＜DBA＞は今年1%上昇した。ツークリアム・ウィート＜WEAT＞は、ウクライナ紛争の影響もあって今年11%上昇した。

農地への投資はどのような方法であっても、インフレ、世界の食糧需要、土地の希少性などの長期トレンドを活かすための長期保有向け資産クラスとして見る必要がある。

By Lauren Foster
(Source: Dow Jones)

3. 米国人の悲観が景気後退を不可避にする

[フィーチャー]

How Pessimistic Americans Could Worry the Economy Into Recession.

背景に複合的な不安要因

消費者景況感指数は過去最低



Illustration by Barron's Staff; Dreamstime (4)

ノースカロライナ州西部のレストランでコックをしているアレクサンダー・アブゲリノス氏（27）は、リセッション（景気後退）に備えている。1か月ほど前から支出の削減を始め、外食をする代わりに食材を買い、動画配信サービスは一つを除き全て解約し、エアコンを使用するのは夜間に限定している。自身の経済状態に変化はないが、ガソリンスタンドで物価の上昇を実感し、新聞で世界の先行きが不透明であると知り、「守りを固める」時がきたと判断したのだ。

失業率が過去最低に近い水準にあり、全体として消費がかなりの底堅さを示しているにもかかわらず、景気後退への懸念が広がる中、アブゲリノス氏以外にも支出の抑制と生活パターンの変更を始める米国人が増えている。債務返済の延滞率は過去最低水準となり、貯蓄は新型コロナ禍以前より2兆ドル増加し、建物やソフトウェアなどの分野への民間投資は増加を続けている。

しかし、消費者の景況感は過去最低水準を記録し、エコノミストの間では、圧倒的に悲観的な米国民のムードが経済活動に目に見える影響を与え、その結果景気後退入りするという懸念が高まっている。米国人は、言葉の力で実質的に景気後退入りするように自らを仕向けている可能性がある。不動産サービス企業JLLのチーフエコノミスト、ライアン・セベリーノ氏は、「世界が、特にエネルギー価格の上昇がいかにかいどい状況にあるか、繰り返し聞かされると、自己暗示型の考え方に変化し始め、実際の経済活動に影響を及ぼす恐れがある」と指摘する。

全米消費者のネガティブな景況感が杞憂（きゆう）などではなく、米国経済が直面する唯一の逆風でもないことは確かだ。40年来の高水準にあるインフレ率が賃金の上昇率を上回り、消費者の購買力を圧迫する一方で、株式市場の低迷が投資家の資産を減少させ、米連邦準備制度理事会（FRB）による一連の利上げが住宅や車の購入コストを増加させている。

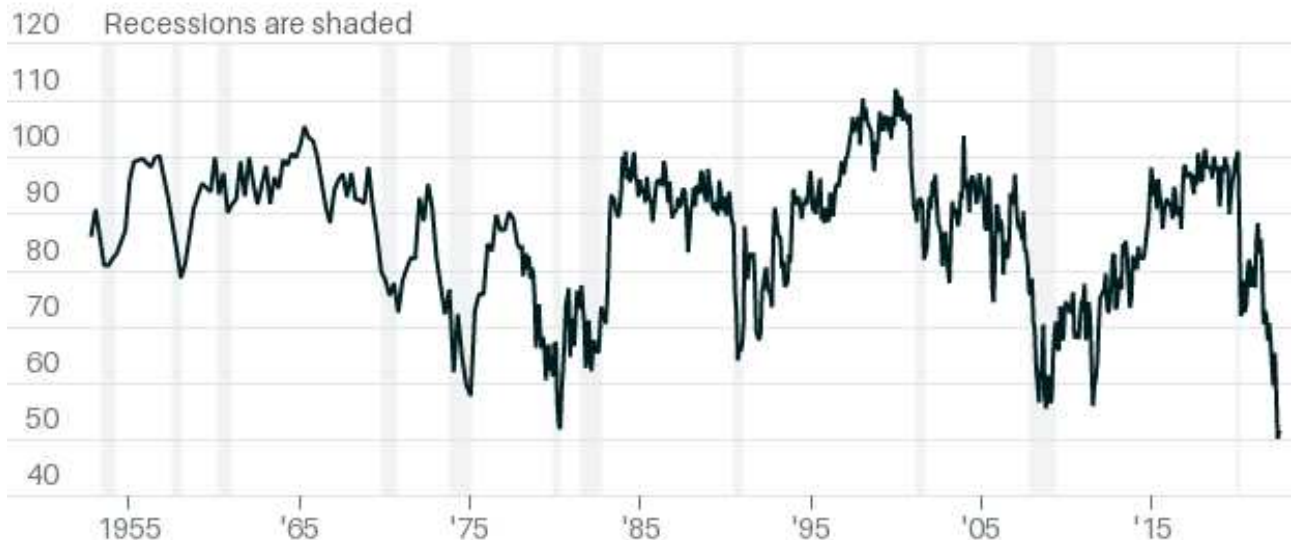
7月28日に発表された速報値で、実質GDP（国内総生産）が2四半期連続でマイナス成長となったことが分かった。これは景気後退入りと結び付けられることが多いが、それ自体が正式な景気後退入りを意味するわけではない。米国の景気後退入りを正式に決定するのは全米経済研究所（NBER）だが、決定までは景気後退が始まってから数カ月または数四半期かかることが多い。

経済実態とのギャップ

Perplexing Pessimism

Consumer sentiment hit an all-time low this summer, despite a strong labor market, healthy consumer balance sheets and other indications the economy is solid.

Consumer Sentiment



Source: University of Michigan Survey of Consumers, accessed via the Federal Reserve Bank of St. Louis

それでもエコノミストは、消費者の景況感はファンダメンタルズが示唆するよりも悪化しているとみる。6月のミシガン大学消費者景況感指数は調査開始以来最低を記録した。これは米国の消費者が、記録的なインフレを経験した1980年代、ITバブルが崩壊した2000年代初頭、2001年9月11日の同時多発テロの後、2007から2009年にかけての金融危機と景気後退の最悪の時期、および2020年に新型コロナウイルスの感染拡大により経済活動が停止し、失業率が15%近くまで上昇した時よりも、今の方が悪いと感じているということだ。

求人倍率が2倍に近づくほど労働市場が逼迫（ひっばく）する中、消費者の景況感がこれほど悪化するというのは前代未聞だ。この消費者の見方と依然としてかなり良好な実体経済との間の乖離（かいり）から、エコノミストは、米国人が景気後退の可能性に対する強い懸念から必要以上に慎重になっており、その結果、景気後退の議論が自己実現的になる可能性が高まりつつある、という懸念を深めている。

景気後退の懸念が強まる中、バイデン政権は労働市場など、経済の明るい側面を強調し、そうした懸念を払拭しようと努めてきた。バイデン大統領は7月25日、失業率が極めて低く、投資も引き続き行われていることなどを理由に、米国が景気後退入りしつつあるとは思わないと語った。イエレン財務長官は7月24日、「景気後退とは経済が広範囲にわたり低迷することだ。現状、そうしたことは見られない」と述べた。

背景要因

消費者景況感のこれまでにない低さの一つの理由として、インフレ傾向にある経済だけではなく、新型コロナウイルスの感染拡大によって正常な生活に完全に復帰することができない状況が継続し、ウクライナで激しい戦闘が続き、政治的な二極化によって米国が分断されている、といった要因も反映されているからであると考えられる。ノーベル賞受賞者で、広く普及している「ナラティブ」が消費者行動に与える影響に関する著書を2019年に著したエール大学のロバート・シラー教授（経済学）は、「人々は気持ちが動転している。そうしたことが本当に消費支出にネガティブな影響を及ぼす」と言う。

悲観的な見通しが影響を及ぼしているというエビデンスは増加しつつある。ニールセンIQの7月中旬の調査によると、42%の米国人が自身を「経済的には影響を受けていないが、支出には慎重である」としており、昨年12月から9%ポイント上昇した。アリアンツ・ライフ・インシュアランス・カンパニー・オブ・ノースアメリカが実施した第2四半期市場認識調査によると、3分の2近い米国人が、損失に対する懸念から本来よりも多額の資金を市場から引き揚げている。消費者向けの販売は依然としてかなり堅調だが、インフレに追い付いていない。ムーディーズ・アナリティクスのチーフエコノミスト、マーク・ザンディ氏は、過剰貯蓄、借入れ水準の低さ、住宅価格の高さから、全体としては「支出は増加すると見込まれる」とし、消費者は「経済状態から予想されるほど積極的に支出を行っていない」と指摘する。

足元の経済は不安定な状態にあるため、消費者や企業がさらに慎重な行動を取るようになれば、有害な波及効果をもたらす可能性がある。全米独立企業連盟（NFIB）が6月に実施した調査によると、中小企業オーナーのうち楽観的な見方をする人の比率が過去最低となり、雇用や投資を検討する企業の比率が低下している。今後3カ月で新規雇用を計画している企業は19%と、前月比で7%ポイント低下した。過去6カ月以内に設備・機器に投資を行ったオーナーの比率は51%であったが、今後数カ月間で同様の投資を計画しているのはわずか23%であり、5月比でも2%ポイント減少した。

アーンスト・アンド・ヤング傘下のEYパルテノンでチーフエコノミストを務めるグレゴリー・デコ氏は、「弱点が一切ないわけではない。しかし、企業の指導者たちが、基本的には引き続き投資を行い、人材ニーズへの対応を計画している環境から、完全な危機管理モードの中で景気後退に対し備える環境へ移行すれば、われわれは景気後退入りする可能性が高い」と語る。

消費者と企業の心理状態に関する警告サインは、史上最低水準の景況感調査結果にとどまらない。大手金融機関のウェルズ・ファーゴは、ジョン・メイナード・ケインズが消費者行動を形成する感情を表現するために考案した造語に基づき「アニマルスピリット指数」と名付けた指標をモニターしている。これは、経済全体のさまざまな行動を表現するように設計された五つの指標で構成されている。コンファレンス・ボードの消費者景況感指数から、S&P500指数、イールドスプレッドまでを含むこの指数は、現在6カ月連続でマイナスとなっている。ウェルズ・ファーゴの計量経済学者アザー・イクバル氏は、6カ月連続でマイナスとなった場合、これまで必ず景気後退が発生したと指摘する。イクバル氏は本誌に対し、「われわれが経験しているのは、持続的な悲観論だ。それが景気後退を予測する大きな理由の一つだ」と語った。

しかし、警告サインは増加しつつあるが、それが消費者の間で圧倒的に多い悲観的なムードが景気後退を引き起こすほど行動に影響を及ぼすということについて、決定打になるとは言えず、米国経済そ

のものが来年までに景気後退に向かうことが決定しているわけでもない。かつてFRBとホワイトハウスでエコノミストを務めた、ステイ・アット・ホーム・マクロ・コンサルティングの創業者クラウド・サーム氏は、消費者景況感指数は低くとも、消費者が（仮に貯蓄の取り崩しが必要でも）お金を使うことができる限り、まだ後退景気を回避することは可能だし、「消費の決定要因は所得だ。人々が、少なくとも必要なものについて、支出を続けることができる限りは、支出できなくなるまで支出を続けるだろう。現時点では、ほとんどの人が引き続き支出を続けることができる」と語る。

By Megan Cassella
(Source: Dow Jones)

4. 歴史に学ぶスタグフレーション回避策

[フィーチャー]

Stagflation' Is in the Air. History Shows a Way to Avoid It.
ボルカー氏が残した教訓

40年ぶりのインフレ高進



Thomas J. O'Halloran/U.S. News & World Report magazine photograph collection/Library of Congress

株式市場は活況を呈し、賃金と物価は上昇スパイラルに入り、数十年ぶりにインフレが進行していた。1966年11月2日のウォール・ストリート・ジャーナル（WSJ）は、「米連邦準備制度理事会（FRB）は、予想される1967年のインフレ警報に通常の信用抑制策で立ち向かうことを期待できるだろうか」と問い、「恐らく、答えはノーだ」と伝えた。

実際、一連の中途半端な経済・財政政策が続き、その後の15年は「グレートインフレーション（大インフレ時代）」と呼ばれ、消費者物価指数（CPI）は1968年から1983年にかけて18

6%、年率7.3%の上昇となった（2021年のCPI上昇率は4.7%。2022年はこれまで8%と推計）。

さらに悪いことに、2度にわたるエネルギー危機が米国経済を揺るがし、物価高騰が続くと同時に失業率を1975年に8.2%、1982年に10.8%に押し上げた。これはスタグフレーションと呼ばれ、多くの米国の家庭や企業を苦しめた。

ペンシルベニア大学ウォートン・スクールの名誉教授（金融論）であり、独創性に富んだ市場研究「株式長期投資のすすめ」の著者でもあるジェレミー・シーゲル氏はこの出来事を、「戦後の米国におけるマクロ経済政策の最大の失敗」だったと述べる。

現在、インフレは再び高進している。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）後の支出拡大に端を発するインフレは、40年ぶりの高水準にあり、経済は既にリセッション（景気後退）に陥っている可能性がある。株式市場は弱気相場となり、債券利回りは上昇し、暗号資産（仮想通貨）は暴落している。失業率だけが3.6%と史上最低水準にとどまっている。

この数年間は十分に困難に満ちていたが、その困難が15年間続くことを想像してみよう。幸いなことにボルカー元FRB議長は、自身が「1970年代の教訓」と呼ぶものの中に、最悪の損失を回避する指針を残した。

経済・金融政策の失敗と石油危機

現在の物価上昇と同じく、大インフレ時代は1964年の減税および、戦争（ベトナム戦争）と平和（ジョンソン元大統領が掲げた「偉大な社会」構想）双方への支出によって過熱した経済から始まった。CPI上昇率は1966年に3%に達し、WSJは警鐘を鳴らした。FRBを率いたマーチン元議長はFRBを「パーティーが本当に盛り上がりつつあるまさにその時に、カクテルのパンチボウルを片付けるよう命じたお目付役」に例えたことは有名だ。

しかし、WSJはインフレを終わらせるべき時にマーチン氏は「利上げや貸し出し抑制に乗り気ではなかった」と記した。その理由は、インフレを沈静化するには経済減速による失業の増加という代償を払わなければならない可能性があり、それが政治的に容認されなかったことだ。マーチン氏と後継者であるバーンズ元議長は、それぞれジョンソン氏とニクソン元大統領の方針に従った。

コナリー元財務長官は1971年8月16日にWSJに対し、「ニクソン氏が低金利の維持を望んでいたことは、現場の誰もがよく知っている」と語ったが、当時のフェデラルファンド（FF）金利は5.75%だった。FF金利は1970年代を通じて、上昇と低下を繰り返した。

FRBの当局者は、インフレ率と失業率の間の安定した逆相関を理論化したフィリップス曲線を信奉していた。景気が多少上向けば、失業率は低水準にとどまるだろうと考えたのだ。

しかし、批判的な向きは、インフレが持続すれば永続的になる可能性があると警告した。労働者が賃上げを求めれば、企業は人件費の増加に見合うように値上げし、賃金物価スパイラルを引き起こす。本誌は1969年3月31日に、「インフレの重荷は耐え難いほど重くなった」と記し、現状と同じように、住宅と労働力不足を指摘した。「過去が何らかの指針であるとすれば、不健全な拡大と過剰な投機は、暴落につながるに違いない」とも記した。

ニクソン氏の経済政策、中でも一連の賃金、物価、家賃の凍結策は、解除されるまでのほとんどの期間で物価を抑制した。

本誌はニクソン・ショックとして知られる経済政策を、厳しく非難した。当時の編集長だったロバート・ブライバークは1974年4月29日に、「物価凍結策は何をしたか。インフレを抑制するふりをしながら、ニクソン政権はFRBに支援され唆（そそのか）されて、インフレの蛇口を全開にした」と述べている。

そして、第一次石油危機が襲った。1973年の石油輸出国機構（OPEC）の禁輸措置によって原油価格は数カ月で300%の上昇となった。エコノミストのステイブ・B・リード氏は、それは「高インフレ率と低失業率は単純なトレードオフの関係にあるという概念を嘲笑した」と記した。フィリップス曲線は無意味になった。

フォード元大統領が1974年に打ち出した、米国民に規律ある支出を求める「ホイップ・インフレーション

ジョン・ナウ（WIN）」プログラムは、株価が暴落しリセッションが始まったことで笑いものになり、本誌は「小細工みたいなもの」と呼んだ。1979年には、2度目の石油危機が襲った。

最悪だったのは、1979年7月のカーター元大統領による「自信喪失の危機」演説かもしれない。カーター氏は米国民に対し、「世界の全ての法律でも、米国の病を治せない」と述べた。

要するに、経済は制御不能であり、政府は行き詰まっていた。その結果の一つは、翌年にロナルド・レーガン氏を大統領に押し上げた政治革命だった。

■ インフレ抑制を最優先

もう一つは、演説の10日後にカーター氏によってFRB議長に指名されたボルカー氏が主導した金融革命だった。ボルカー氏はインフレを標的にしていることを明言した。ボルカー氏は1980年に、「インフレ状況に対処する以外に選択肢はない。時間の経過とともに、インフレ率と失業率は連動するからだ。これは1970年代の教訓と言えないだろうか」と語った。

ボルカー氏はマネーサプライを引き締め、FF金利を19%超に引き上げた。これはW字型不況を招いたが、インフレ率と失業率は両者ともにやがて低下し、すぐにレーガン政権の幕開けとなった。

現在、FRBのパウエル議長は1970年代の教訓を理解しているように見える。パウエル氏は6月22日の上院銀行委員会における証言で、「インフレ阻止のためにリセッションを引き起こそうとしているわけではなく、引き起こす必要があるとも考えていない。しかし、何よりも労働市場の利益のためには、物価の安定を取り戻すことが絶対に不可欠だと考えている」と語った。

FRBが、一部の人々が望んだほど迅速に対処しなかったとしても、シーゲル氏は、FRBは損失を限定的にするのに十分迅速に行動したと語る。シーゲル氏は1年以内にインフレは沈静化し、ボルカー氏が成し遂げたものよりもソフトなランディングになるだろうと予想している。

1970年代の教訓を、学び直す必要はないかもしれない。

（筆者は金融ジャーナリスト、金融史家）

By Kenneth G. Pringle
(Source: Dow Jones)

5. 金利・景気後退・インフレ：プロの見方

[インタビュー]

Rates, Recession, and Inflation: a Top Pro on the Big Picture.

RBAのバーンスタイン氏に聞く

インフレは「着陸しない」可能性も



Photograph by Cole Wilson

リチャード・バーンスタイン氏は40年以上にわたるキャリアで、マクロの視点を重視してきた。メリルリンチなどでの勤務を経て、2009年に独立してリチャード・バーンスタイン・アドバイザーズ（RBA）を設立し、最高経営責任者（CEO）兼最高投資責任者（CIO）としてRBA（運用資産は約150億ドル）の投資委員会を率いている。

本誌：米連邦準備制度理事会（FRB）はソフトランディングを実現できると思うか。

バーンスタイン氏：ハードランディングかソフトランディングかと言われると、それは少し誤

った二者択一だと思う。「着陸しない」という三つ目の選択肢がある。2四半期連続で国内総生産（GDP）がマイナス成長になっており、数字上はリセッション（景気後退）だ。ほとんどの人は、このリセッションがインフレを抑制すると考えている。しかし、労働市場がこれほどタイトなままであれば、テクニカルリセッションはインフレ抑制に何の役にも立たない。インフレに影響を与えるのは、かなり先のことになると思う。

Q：どの程度まで金利を上げる必要があるか。

A：私のキャリアでは、エコノミストはインフレ調整後の実質フェデラルファンド（FF）金利について議論したものだ。もし実質FF金利がプラスであれば、FRBが経済を犠牲にインフレ抑制に取り組んでいることを意味する。もし実質FF金利がマイナスなら、FRBは景気を刺激しようとしている。今、実質FF金利はマイナス7%程度と、大幅なマイナスだ。ボルカーFRB議長時代のピーク時にはプラス10%だった。現在FF金利がインフレ率より7%ポイントも低いことはあまり認識されていない。FRBはあまりにもインフレに後れを取っているのも、もしかしたら着陸しないかもしれない。減速するのは実質経済で、名目経済は減速しないかもしれない。

Q：今のFRBはボルカーの時代とは違うということか。

A：その通り。FRBはインフレファイターというより経済の救世主になった。私がキャリアをスタートした1980年代前半は、インフレを抑えるべきで、経済からインフレを除かなければならない、というのが通説だった。そして、FRBはタカ派寄りだと思われていた。しかし現在では、FRBは経済を救う方に傾いていると見なされている。

Q：それは悪いことか。

A：そうではない。悪いことが起きたら、FRBに対応してほしいものだ。しかし、FRBはますます経済を甘やかすようになっている。われわれがパニックになると、FRBが対応してその場をしのぐ。しかし、その後、より正常な金融政策スタンスに戻るのが非常に難しい。市場はこの非対称性に気付いて

いる。もともと「グリーンスパンプット」と呼ばれていたが、今は「FRBプット」と呼ばれる。後先を考えずに景気刺激や異常な低金利を好む傾向を市場は理解している。それは高インフレが経済にダメージを与えるのと同様にダメージを与えるが、われわれの業界では、金融資産インフレは強気相場と呼ばれるから、気にしないだけで。

Q：失業率が3.6%で、年間インフレ率が9.1%であれば、金利を引き上げなくてはならない。

A：金利が上がるのは当然で、それともかなり高くする必要がある。不幸なことだ。FRBは行動を遅らせることで、痛みがよりひどくなることを避けられなくしている。彼らの行動範囲は経済を刺激することに偏っており、そのこと自体に悪い面があることに気付いていない。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）時の財政刺激策の規模を考えると、FRBだけではなかったわけだが、FRBは唯一重要な存在のように振る舞っていた。

Q：このような環境で、どう投資すればよいか。

A：今後5年、10年の間にインフレがどうなるか、長期的インフレを考える必要がある。米国のインフレ率の長期平均は約2.5%のため、大半の予想でインフレ率が2〜3%の間にあるのも理にかなっている。投資家は、その上か下に賭けなければならない。今、ほとんどの投資家は2%以下に賭けている。グロース銘柄などに対する熱狂ぶりを見れば、それが分かる。株価が大きく下落したが、いつ戻ればいいのかと質問される。つまり、2%以下のインフレを期待している人がまだたくさんいる。しかし、グローバル化が巻き戻され、労働市場がひっ迫し、その他もろもろの要因の中で、3%より「上」に賭けるのが良いと考えている。

■ お薦めはコモディティ、エネルギー、素材、資本財

Q：インフレ高止まり説が正しい場合、どのような資産が有効か。

A：インフレに強い資産としては、コモディティ、コモディティ関連国、エネルギー、素材、資本財などが挙げられる。今、米国のエネルギーセクターは、配当利回りでトップ、長期的成長率でもトップだ。アナリストのコンセンサス予想を見ると、今のエネルギーセクターの成長率はハイテクセクターのほぼ2倍だ。[バーンスタイン氏は、上場投資信託（ETF）のエネルギー・セレクト・セクターSPDR<XLE>とSPDR S&Pグローバル・ナチュラル・リソースズ<GNR>を推奨。RBAもこれらのETFを保有]

Q：1年間とか、より短い期間ではどうか。

A：FRBの引き締めと企業利益の減少がかなり確実と予想される。このような環境下で有効なのは、ディフェンシブだ。われわれは、生活必需品、公益、ヘルスケア、中国、日本などをオーバーウェイトしている。景気循環に抗する可能性のあるものなら何でもよい。[バーンスタイン氏は、iシェアーズ・グローバル・コンシューマー・ステープルズ<KXI>、ユーティリティーズ・セレクト・セクターSPDR<XLU>、ヘルスケア・セレクト・セクターSPDR<XLV>、iシェアーズ・グローバル・ヘルスケア<IXJ>、iシェアーズMSCIチャイナ<MCHI>などのETFに注目しており、RBAもこれらのETFを保有]

Q：1年後のS&P500指数は上昇しているか。

A：現在も下振れリスクがあるが、1年後は上昇していると思う。しかし、もう底を打ったとは自信を持って言えない。その前に、机の下に身をかがめるような事態があるはずだ。私が受ける質問で最も多いのは、「ハイテクはこれだけ下落したから、そろそろ買いか」というものだが、これでは良くな

い。「一体、株なんて誰が買うのか」というような質問を聞きたい。その時が、また投機を始めるには良い時期かもしれない。

Q：中国株のファンは少ない。中国株に強気な理由は。

A：RBAでは、利益、流動性、そしてセンチメントとバリュエーションの三つを追うという指針に従う。まず、流動性について話そう。欧米の中央銀行が既に引き締めを開始、あるいは引き締めを検討しているが、中国の中央銀行は金融緩和を進めている。次に、先進国市場の企業利益のサイクルがピークを迎えつつある中、中国の利益サイクルはロックダウン（都市封鎖）から抜け出し、底を打ちつつあるように見える。そしてセンチメント。質問で前置きされたように、中国は嫌われている。

株式60：債券40のポートフォリオは依然有効

Q：債券で魅力的な投資先は。

A：企業クレジットのパフォーマンスの主な要因は、キャッシュフローと収益性だ。つまり、利益サイクルの下降局面では、クレジットは敬遠される。一方、景気循環の上昇局面では、ポートフォリオに景気に敏感な銘柄を入れたい。債券投資家にとっては、ジャンク債を買えということだ。格付けが低いほど良い。利益が上がれば、デフォルト（債務不履行）のリスクが下がり、価値が上がるからだ。利益サイクルが下降局面に入ると、逆にデフォルトや倒産のリスクが高まる。今は企業のバランスシートは強固だが、影響は出てくるので、市場はそれを反映する。そこで、われわれはポートフォリオからクレジット、特にジャンク債を減らすようポジションの調整を行っている。投資適格債はまだ残してあるが、質を高めている。[バーンスタイン氏は、iシェアーズiBoxx米ドル建て投資適格社債ETF<LQD>を推奨。RBAも保有]

地方債やソブリン債についても同じことが言える。歳入が圧迫されそうなものは、敬遠した方が良い。

Q：株式と債券の比率を60対40とするポートフォリオはもう終わりだという意見をどう思うか。

A：私は強く反対する。アウトパフォームしていたのは、デュレーションが長い、つまり金利への感応度が非常に高いタイプの一部の株式だったため、株式と債券の相関関係が大幅に上昇した。金利が上昇した今、株式市場は債券と同じように下落した。つまり、60対40のポートフォリオのせいというよりは、その構成要素自体の問題だった。株式市場を先導する銘柄群が異常に狭い範囲に偏り、債券市場との相関が高くなるという、非常に珍しい状況だった。これは通常ではあり得ないことで、最近起きたような、デュレーションの長い株式と長期債券の相関関係を、株式市場と債券市場の将来のあり方に当てはめて考えることには注意が必要だと思う。実際、60対40のポートフォリオには大きな役割があるかもしれない。なぜなら、インフレが進行しているときには、60の部分が必要で、インフレが低下すると、40の部分が必要だからだ。60対40のポートフォリオが無用と宣言するのは少し早計だと思う。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

6. 利上げ縮小期待で株価上昇

[コラム]

Stocks Rally on Hopes That Rate Hikes Are Moving Nearer to an End.

インフレとの闘いに懸念も

利上げのピークが見えたか



Richard Levine/Alamy

経済学者のケインズの有名な言葉に、市場は人々が耐えられるよりも長期にわたって非合理的な状態を維持する可能性がある、というのがある。ケインズは積極的な投資家でもあった。その所見を得るために実際に損したであろうことに疑いはない。

最近の金融市場は熱狂的で、非合理的とさえ言えそうだが、その前提には米連邦準備制度理事会（FRB）が金融引き締めの高潮に近づいたとの見方がある。それは、市場の一部とFRB、またはその両方において幻想かもしれない。

一方で、投資家は弱気相場の中の力強い上昇局面を歓迎し、強気派の気分を高揚させる一方で、われわれのような弱気派をいらつかせている。

しかし、FRBの金融引き締めがほぼ終わりにかけているという見方が正しければ、FRBは金融市場と实体经济を悩ませてきたインフレ高進を止めるにほど遠い状態で引き締めを終了することになるだろう。言い換えればFRBは、1980年代前半に加熱した景気を冷やしたボルカー元議長ではなく、1970年代に2桁台のインフレを傍観したバーンズ元議長の前例を踏襲するということだ。

事前に広く伝わっていたように、連邦公開市場委員会（FOMC）は先週、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を0.75%引き上げた。上げ幅は6月と同じく大幅だった。同時にパウエル議長はFOMC後の記者会見で、将来の利上げが小幅になる可能性が高いことを認めた。現在の誘導目標は2.25～2.50%で、6月に提出されたFRBの直近の経済見通し（SEP）では、年末には3.40%程度、2023年のピークとして3.80%が見込まれている。

米国債利回りは2回で合計1.50%の利上げを受けて大幅に低下しており、金利市場が金利の来たるピークを見据えていることを示唆する。特に、10年債利回りは6月14日のピークと比較すると29日には0.85%低下の2.642%となった。

インフレ退治は道半ば

しかし、2回の利上げで米国債利回りが低下した一方で、債券市場による予想インフレ率が実際に上昇していることは印象深い。ストラテガス・リサーチ・パートナーズのテクニカル・ストラテジー部門を率いるクリストファー・ベローン氏によると、5年後の時点からその後の5年間の予想インフレ率は、パウエル議長の記者会見以降に0.30%ポイント上昇し、過去1カ月では約0.50%ポイント上昇している。ベローン氏はこの事実から、FRBがハト派に転じようとしているのであれば、FRBはわれわれを悩ませているインフレを根絶できないと、市場が物語っていると推察している。

予想インフレ率の上昇と同時に、インフレ指数連動国債（TIPS）市場における実質金利はゼロまたはマイナス圏へ反落した。29日のTIPSの利回りは、5年物はマイナス0.07%で10年物は0.11%だった。

低金利はリスク市場のアニマルスピリット（主観的で非合理的な行動を指すケインズ用語）を高めるためにまさに必要な刺激剤で、7月の株式市場は2020年11月以来で最良の1カ月となった。6月16日の底値からの上昇率は、ダウ工業株30種平均（NYダウ）が10%弱、S&P500指数が12.5%、ナスダック総合指数が16%超だった。ベローン氏によると、このS&P500指数の上昇率は1950年以降の弱気相場における力強い上昇局面の平均並みだ。

しかし、TSロンバードのフレイヤ・ビーミッシュ氏率いるグローバル・エコノミー・チームは、FRBがバーンズ元議長の再来との評価を回避し、ボルカー元議長の偉大な足跡をたどろうとする意向について、投資家が安心して過ぎていると警告する。資材、特に食品とエネルギーの価格低下は、今後のインフレ率を低下させることになる。中国の不動産市場の亀裂と欧州のリセッション（景気後退）は、TSロンバードのチームがインフレ低下の「幻想」と呼ぶ状況を強化するだろう。そのためチームは、労働市場が軟化の兆しを見せ始めれば政策立案者らは即座に降参するだろうと結論付ける。

チームは、FRBがボルカー元議長のように労働市場の余剰（つまり高い失業率）を容認しないのならば、その後の金融緩和はクレジットサイクルを活性化させてインフレ率を押し上げることになる、と書いている。財のインフレ率が低下したとしても、賃金とインフレ率の上昇にけん引されるサービスコストは高止まりするだろう。

このような「コナンドラム（謎）」にもかかわらず、FRBの金融政策は景気に対して抑制的でも刺激的でもない「中立」に近いとパウエル議長は主張する。FRBによる6月のSEPは、FF金利誘導目標の長期的な均衡点を2.3~2.5%としている。

この均衡点はFRBがこれまで中立金利と推定してきた水準であり、それは2%というインフレ目標とセットになっていた。しかし、アライアンス・バーンスタインの元チーフエコノミストのジョセフ・カーソン氏がブログに書いているように、インフレ率が2%ではなく現在のように9%となっているときには、2.3~2.5%の政策金利は中立とは見なされない。

カーソン氏は、パウエル議長が11月の中間選挙前には「できることは何でもする」という状態にはならないだろうと主張する。FF金利先物市場は、年末までに3.25~3.50%への1%の利上げが実施され、その後の2023年に利下げが行われると予想している。しかし、その結果、インフレを沈静化させるために必要な金利のピークは先送りされることになるだろう。そしてそれは、現在の活況な市場が織り込んでいないものだ。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. 好調だった7月、警戒すべき8月

[米国株式市場]

The Stock Market Had a Great July, But August Could Be Tougher.

市場は過度に楽観的か

経済指標よりもパウエル議長の発言



Ting Shen/Bloomberg

先週の株式市場が大きく上昇したのは、米連邦準備制度理事会（FRB）のタカ派的姿勢がピークに達したとの見方に投資家が賭けたからだ。だが、これは希望的観測になりそうだ。

先週の主要株価指数の動きを見ると、ダウ工業株30種平均は3.0%高の3万2845ドル13セントとなり、S&P500指数は4.3%高の4130.29で取引を終了した。ナスダック総合指数は4.7%の急騰を演じて1万2390.69で引けた。先週末の取引で7月が終わったが、3指数とも2020年以降で最も上昇した月となった。小型株のラッセル2000指

数は4.3%高の1885.23で週末を迎えた。また、ハイイールド債の国債に対するプレミアムもかなり縮小した。

しかし、祝杯を挙げるには奇妙な週だった。米国経済は2022年上半期の実質GDP（国内総生産）が2四半期連続で減少し、FRBが重視するインフレ指標は依然として高いままだったからだ。FRBが政策金利をさらに0.75%引き上げた結果、利上げスピードが過去40年間で最も早い引き上げサイクルの一つとなった。

こうした中で先週大きく変化したのは、FRBのパウエル議長の記者会見での二つの発言を織り込んだ将来の利上げに対する見通しだ。

パウエル議長は「次回の会合でもう一度通常よりも大きな引き上げが適切になる可能性はあるが、現在からそれまでの間に得られるデータに基づいた判断次第だ」と述べ、「金融政策の引き締めスタンスがさらに強まるにつれて、引き上げペースを緩めることが適切となる可能性が高い」と続けた。さらに、現在のフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標である2.25～2.5%のレンジは、緩和でも引き締めでもない「中立」である可能性が高いとさえ述べた。

青信号とは考えられない

市場はそのメッセージをしっかりと織り込んだ。6週間前の金利先物市場は、今回のFF金利の目標レンジのピークが2023年初頭の3.75～4%になると織り込んでいた。現時点で織り込まれているピークは2022年12月の3.25～3.5%で、現在よりも1%高いだけだ。さらに先物市場は、2023年2月から7月までに0.25%の利下げが2回あることも示唆している。つまり、FRBが年内に利上げペースを落とし、その後急速に緩和政策に移行することに賭けていることになる。

パウエル議長の政策金利が中立との発言に対して、著名な経済学者や投資家から大きな憤りが示され

Market Performance



Source: FactSet

た。元財務長官のラリー・サマーズ氏は、パウエル議長の中立発言を「擁護できない」とした。パーシング・スクエアのビル・アックマン氏は新型コロナウイルスで隔離中だが、「2.25~2.5%は2%のインフレ率なら中立金利かもしれないが、9%のインフレ率では極めて緩和的だ」と、28日の深夜に連続してツイッターで発言した。

市場が織り込んでいる金利見通しが実現する可能性は極めて低く、それは株式市場にとってもほぼ間違いなく好ましくないものだ。このような展開になるには、FRBが物価上昇との戦いに勝利を宣言するか（年末までにインフレ率が魔法のように2%に下がるとは、誰も期待していない）、急速に景気後退に陥りつつある経済を救うためにインフレとの戦いを完全にあきらめるかだ。つまり、引き締めペースは緩やかになりインフレはピークに達したと言われても、投資家が青信号だとはとても考えられない状態だ。

慎重な投資スタンスで

経済の減速、金利の上昇、株価指数や債券指数が短期的に買われ過ぎの水準近くにあることを勘案すると、上昇局面を利用してポジションを売却し、より質の高い銘柄群やディフェンシブな銘柄群にリバランスする局面なのかもしれない。

ゴールドマン・サックスのチーフ・クレジット・ストラテジストであるロフィ・カルーイ氏は、「ハト派的な政策が正当化されるかもしれないという市場のシナリオに基づいてクレジットスプレッドは縮小が続いているが、インフレ見通しから考えるとそうは思われない。今回の上昇局面は勢いがなくなるとみており、リスク削減と銘柄の質をさらに引き上げる機会として利用する」と28日に書いていた。

FRBが方針転換したと宣言し、強気な投資家に対して問題なしとお墨付きを与えるには時期尚早だ。このインフレの高騰はそう簡単には収まらないように見える。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

8. FRBのハト派転換に賭けるのは時期尚早かつ自滅的 Bets on a Dovish Fed Pivot Are Premature and Self-Defeating. 「中立金利」発言に浮かれる市場への警告

[経済政策]

リセッションでも株式・債券ともに上昇



Mandel Ngan/AFP/Getty Images

多くの投資家が、27日に米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長によるハト派的な政策への転換を耳にし、28日には米国経済がリセッション（景気後退）に入った証拠を目にしたようだ。だがいずれの議論も大局を見失っている。

客観的に見れば物価は高止まりしており、それが経済成長を阻害しているように見える。27日と28日の出来事に対する市場の反応を見ると、景気が今後さらに減速して、FRBが12月以降の利上げを中止するのに十分となり、2023年早々

には利下げに転じるに十分なほど減速すると投資家は考えていると示唆している。つまり突然インフレが終わりを告げるか、あるいはFRBが十分なインフレ抑制には動かない方に賭けているわけだ。これはウォール街で広く流布されている「リセッションは短く、浅く、その影響は軽微でほぼ誰も気づかないだろう」という仮説とも結びつく。

確かにこの賭けには論理的な理由がある。まず28日に発表された第2四半期の国内総生産（GDP）は2期連続のマイナス成長となった。全米経済研究所（NBER）による正式なリセッション認定はされていないが、米国の景気拡大は終了し経済活動は縮小しているのだ。第二にパウエル議長が現在金利は中立水準（景気を加熱せず冷やすこともない金利水準）にあると述べたことだ。この発言はこれ以上急激な利上げは必要ないと解釈され、株式と債券価格の上昇を後押しした。

利上げの早期終了と速やかな利下げ転換を期待する背景にはこれら二つの要因がある。だがこれらは浅はかで、リセッションが軽微だという仮説も短絡的だ。

労働市場、住宅市場は最大の伸びを記録

29日に労働省が発表した第2四半期の雇用コスト指数（ECI）を見てみよう。これは賃金を測るのに最良とされる指標だが、民間部門の賃金・給与は前年比5.7%上昇と記録的な伸びとなった。インフレーション・インサイトのオメア・シャリフ氏はこれを「FRB関係者が眠れなくなる数字だ」とし、9月の0.75%追加利上げの可能性は投資家の予想より高いと話す。FRBがインフレ指標として注視する個人

Rising Employment Costs

Overall worker compensation rose at a record clip in the second quarter.

ECI year-over-year change



Source: Federal Reserve Bank of St. Louis

消費支出（PCE）物価指数（食品とエネルギーを除く）も6月に、前月比と前年同月比の両方で上昇した。

シティのエコノミストは、投資家がFRBのハト派転換に賭けるのは時期尚早だと警告する。シティのアンドリュー・ホレンホースト氏とベロニカ・クラーク氏は、物価と賃金のせめぎ合いを測る賃金データに加え、景気減速と財価格の上昇圧力の後退だけでは物価下落に賭ける十分な理由にはならないと指摘する。サービス価格と住居価格はむしろ上昇傾向にあり、今後加速することもあるという。つまり、FRBは市場や政府関係者が考えている以上に利上げに傾いているのだ。

足元の住宅データはシティの見解を裏付ける。S&Pケース・シラー住宅価格指数によると、直近1カ月の住宅価格は前年同月比で20.5%も上昇している。それに追い打ちをかけるように賃貸住宅サービス業者のインビテーション・ホームズ<INVH>は第2四半期の新規物件の賃料が前年同期比17%上昇、賃料更新でも前年同期比10%上昇したと発表した。住宅アナリストは2022年の住宅価格の上昇は鎮静化すると予想するが、賃料には遅効性があり住宅価格の変化から1年ほど遅れるため、主要なインフレ指標の住居費（消費者物価指数=CPI=の約40%、PCEの25%）は2022年末以降も高止まりするだろう。

労働市場も同様だ。労働需要には減速の兆しが見られるものの、サービス業では特に人手不足が続いている。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）中のモノのブームが去り、消費がサービスへ移行する中、これは深刻な事態だ。アトランタ連銀のデータによると6月のサービス業の賃金は前年同月比で6.6%上昇し、FRBのインフレ目標の3倍を超える水準となった。

量的引き締めは加速

パウエル議長の中立金利発言にも疑問が残る。パーシング・スクエア・キャピタル・マネジメントのビル・アックマン氏は「2.25～2.50%の金利水準はインフレ率が2%なら中立かもしれないが、インフレ率9%では極めて緩和的な水準だ」とツイートした。「インフレは実質的に借入れコストを下げ、インフレ調整後の金利も低い。人々は借入れと消費に走り、インフレを煽（あお）るだろう。物価は早晚下がり始めるだろうが、4%以上の金利が長期間継続しない限り、インフレ率が目標値の2%に戻る見込みはない」とし、「金利が中立水準にあるというのは、インフレが一過性であるということと同じことだ」と締めくくった。

FRBオープンマーケットデスクの元シニアトレーダー、ジョセフ・ワン氏は、来年早々FRBがハト派に転換するという市場の期待は、インフレがピークに達する前に事実上の金融緩和（株価上昇と債券利回り低下）をもたらし、状況を悪化させると指摘する。ワン氏は、投資家がインフレ率2%への回帰と矛盾する金融政策に賭けることでFRBの仕事を困難にしていると言う。

また、量的引き締め（QT）の側面も忘れてはいけない。パンデミック中に大量に債券を購入し、約9兆ドルに膨らんだFRBのバランスシートを縮小させるプロセスだが、9月には月950億ドルの資産圧縮を計画中だ。投資サービス会社ブリークリー・ファイナンシャル・グループのピーター・ブックバー最高投資責任者（CIO）は、「これは現在の約2倍のペースであり、利上げ減速のお祭り騒ぎも治まるだろう」と話す。

QTが、パウエル議長が示唆した約2年よりも早く終了する可能性は十分にある。だが同時におじけづいたFRBがいつまでもインフレを目標値2%に戻せない可能性もある。景気拡大を阻害するのはFRBのインフレ対策だけではなくインフレそのものであり、これでは自滅してしまう。米国人のほとんどが必須のサービスと考えているワイファイとインターネット料金の滞納件数が、最近増加していると通信大手AT&T <T>が発表したことを考えてみれば良い。

インフレか経済成長のいずれかを選択しなければならない。だがインフレが家計や企業を苦しめていることを考えれば、これは単純な選択ではない。短期的に市場がFRBに勝ったとしてもそれは「ピュロスの勝利」（損害が大きく割に合わない勝利）であり、長期的には経済にさらに大きなダメージを与えることになるだろう。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

9. ハイテク大手の支配は終わっていない

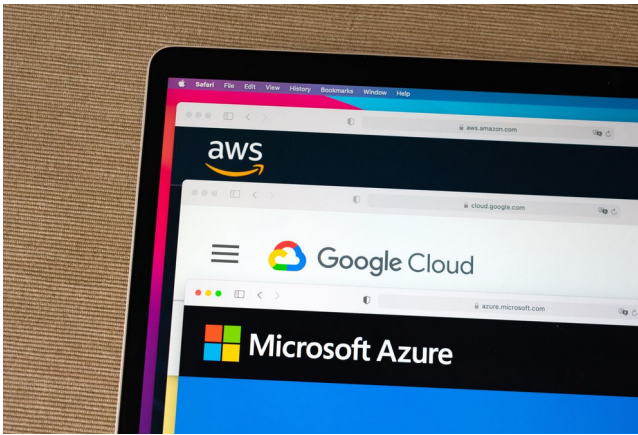
Big Tech's Reign Isn't Over Yet.

四半期決算から読み取る各社の将来性

[ハイテク]

不況の先にある企業のストーリーとは

先週、世界最大手のハイテク各社が四半期決算を発表したが、いずれも世界経済の減速による打撃が明白だった。金利の上昇、燃料費の増加、ロシアのウクライナ侵攻、サプライチェーンの長引く混乱、そしてドル高は、すべてのハイテク企業に影響を及ぼしている。



Michael Vi/Dreamstime.com

しかし、先週の決算発表では、あらゆる経済的苦境の構成要素が最終的には収束し、個別の企業のストーリーが残ること、その中には他よりも強力なものが存在することも示されている。

景気は後退しているのか？そう見えるのは確かだが、それも永遠に続くわけではない。他の問題の一部は既に薄れつつある。燃料価格は下落してきているし、半導体業界では、供給不足の懸念が供給過剰の懸念に取って代わっている。

今回の決算シーズンは既に十分な災難に見舞われているが、それによってどこにバリューがあり、どこに危険が潜んでいるかが明確になった。ここでは、ハイテク大手の見通しに関するポイントを紹介したい。

クラウドに景気後退なし

Big Tech's Rebound

Earnings season has offered new hope for most of the tech giants.



筆者は、アマゾン・ドット・コム<AMZN>のアマゾン・ウェブ・サービス（AWS）が世界最高の法人向けソフトウェアサービスであると考えている。今四半期の初頭には景気低迷がクラウドの成長を鈍らせるのではないかと懸念があったものの、結局は弱気派が間違っており、AWSは見通しに沿って33%成長した。マイクロソフト<MSFT>のクラウドビジネスであるアジュール（Azure）は、為替調整後で46%成長した。また、アルファベット<GOOGL>のグーグル・クラウドによる収益は36%増の63億ドルに達した。アマゾン、マイクロソフト、アルファベットは、長期投資家にとって最も魅

力的なハイテク大手銘柄と言えるだろう。

企業支出も引き続き順調だ。先週の金融市場にとって最高の瞬間は、マイクロソフトのエイミー・フッド最高財務責任者（CFO）が決算説明会で、2023年6月期に収益と営業利益の両方で2桁成長を見込んでいと述べた時だったかもしれない。マイクロソフトの四半期決算は為替、ロシア、PC販売や広告収益の減速などの影響により、ウォール街の予想をわずかに下回っており、投資家はフッド氏が見通しを示すまでは見方を決めかねていた。フッド氏は、混乱をはねのけて最も重要な点、つまり短期的な問題は別として、マイクロソフトのビジネスは順調に進んでいるということを伝えた。それにより、マイクロソフトの株主をはじめとする投資家は、不況の先にあるより良い時期に目を向け始めた。

先週のもう一つのサプライズはアマゾンで、オンライン小売り事業の軟調にもかかわらず、売上高と営業利益の両方で自社の見通しを上回った。アマゾンの小売り事業は短期的な経済動向の打撃を受けているが、依然として電子商取引を支配している。とは言うものの、筆者を含めたアマゾンの強気派は、同社の未来は電子商取引ではなく、AWSと広告がけん引すると主張してきた。アマゾンの最良のビジネスはまだ初期の段階にあり、最近の弱気なセンチメントは好転する状況にあると思われる。

アルファベットをめぐるセンチメントも改善している。全体的な広告費は軟化しているが、検索広告は十分持ちこたえている。実際、ユーザーのオンラインアクティビティーに関する情報共有に対するアップル<AAPL>の制限により、広告のターゲティングに引き続き問題を抱えているフェイスブック、スナップ<SNAP>、ツイッター<TWTR>から、消費者自身の購買意欲の表明に依存するグーグルとアマゾンに広告費が流れている。四半期決算が明らかにしているように、グーグル検索には依然として深刻なライバルは存在せず、広告予算の短期的な変動がその力を弱めることはない。

不確実性の大きいインテル、メタ

深い問題を抱えた企業もある。インテル<INTC>の業績は予想を大きく下回り、四半期売上高は22%減少した。これはPC需要の急激な減速と、アドバンスト・マイクロ・デバイシズ（AMD）<AMD>に対する継続的な競争力の低下を反映している。インテルはAMDと戦い、製品の遅延に対応しながら、新工場に1000億ドルを投資して半導体受託製造事業を拡大しようとしており、見通しは依然として複雑だ。このプロジェクトは、米国がアジアの半導体メーカーへの依存を減らすのに役立ち、長期的にはインテルに利益をもたらすかもしれないが、確実ではない。株価は割安だが、リスクも深刻だ。インテルの投資家は、何年にもわたる不確実性に直面している。

フェイスブックの親会社メタ<META>の株式も、幾つかの点が共通している。4～6月期の業績は予想を下回り、7～9月期のガイダンスはさらに悪い内容だった。TikTok（ティックトック）に注目と広告費を奪われつつあり、メタは依然として広告ターゲティングに苦労している。インテルと同様、メタの株価は将来的な不確実性を反映して割安になっているようだ。マーク・ザッカーバーグ最高経営責任者（CEO）のやや理解しがたいメタバースへの注力ぶりは、中核事業のソーシャル・ネットワーキング・サービス（SNS）に対して深い懸念を抱いていることの表れのように見える。メタは、株式投資の選択肢というより今や宝くじのように感じられる。

先行き不透明なアップルを信じて賭けるか

アップルの4～6月期業績はウォール街の予想をかなり上回ったが、これは供給の制約が予想されたほど生じず、結果としてiPhone（アイフォン）とiPad（アイパッド）の販売台数が予想を上回ったことが一因となっている。また、アップルは、サービスセグメントの成長が鈍化しているにもかかわらず、7～9月期には収益の伸びが加速するだろうと述べた。アップル製品の稼働台数は堅調に増加しているが、長期的にはやや不透明になっている。

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の前には、Mac（マック）とiPhoneの売り上げの伸びは止まっていた。iPhone 14の発売は数カ月先だが、今のところほとんど話題になっていない。アップルはまだ自動車や拡張現実（AR）用ゴーグルの開発に取り組んでいるらしく、他にも何を仕込んでいるか分かったものではない。ハイテク最大手の間で最も判断の難しい銘柄だ。既に時価総額世界一であるアップルの最も重要な製品は成熟市場を支配しており、次なる大型製品は全く不明なままだ。

投資家がアップル株を買うのは、そのブランド、ティム・クックCEO、そして消費者の需要をけん引してきた能力を信頼するからだ。それはメタのようなギャンブルではないが、クラウドの力が味方に付いているわけでもない。アップルについては、信じるしかない。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

Coal Has Staged a Sudden Recovery. Why It Probably Won't Last.
石炭需要は回復したが、恐らく長続きしない理由

新しい再生可能エネルギーは既に安価

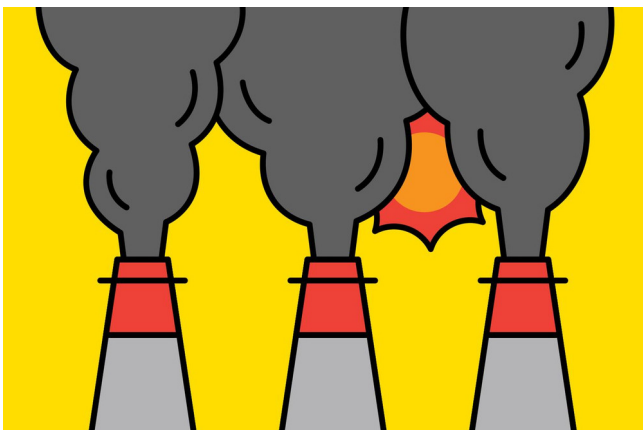


Illustration by Elias Stein

石炭はこの10年間、衰退の一途をたどってきた。しかし、英国の石油大手BP<BP>が発表した2021年までのエネルギーデータを網羅した「世界エネルギー統計レビュー2022年」によると、2021年に石炭は復活し、これまでで最も多くの石炭が発電に使用された。

これは気候変動にとって良くないことだ。石炭は発電用燃料の4分の1にすぎないにもかかわらず、2021年の米国の電力セクターの二酸化炭素排出量の58%を石炭が占める。BPによると、石炭は2021年に過去最高の1万244テラワット時の

電力を供給し、これは世界の発電量全体の36%を占め、他のどの燃料よりも多いという。

今年もまた新たな記録を生み出す可能性がある。電力需要が増加しているため、エネルギー資源使用量もほとんどが増加している。天然ガス価格は最近、14年ぶりの高値を付けた。天然ガスと石炭は、

発電において代替することができる。世界的な電力不足を懸念して石炭火力発電所の閉鎖を延期する企業もあり、サプライチェーンの遅れが再生可能エネルギープロジェクトに打撃を与えている。ドイツは、ロシアによる天然ガス供給削減への対応として、幾つかの石炭施設を含む16の休止中の化石燃料発電所を再稼働させる予定だ。

環境問題に取り組む非営利団体セリーズの気候・エネルギー担当シニア・プログラム・ディレクターであるダン・ベイカル氏は、「石炭需要の増加は1年超続く可能性がある。しかしその先、石炭需要増の反動は短期間にとどまるはずだ。既にほとんどの場合、新しい再生可能エネルギーによる発電は既存の石炭や天然ガスによる火力発電よりも安価であり、電力セクターの気候予測は中長期的に明るいという事実注目することが重要だ」と言う。

石炭株にとって、このブームは利益をもたらすものだが、多くの投資家をひきつけているわけではない。石炭鉱業会社ピーボディ・エナジー<BTU>は過去1年で112%上昇したが、その時価総額はわずか30億ドルだ。ピーボディ・エナジーは鉱山近くに太陽光発電やバッテリー施設を建設している。

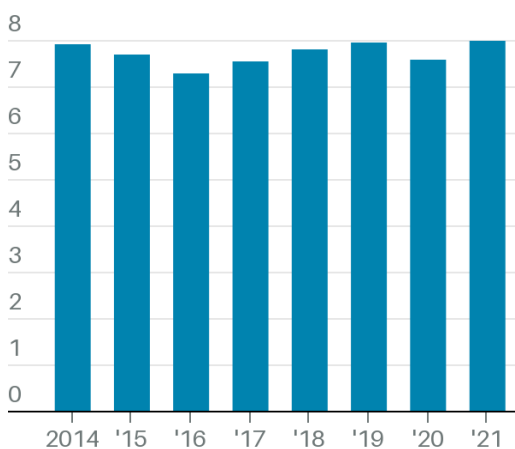
今週の予定

Peak Coal

Coal production has been rising despite climate-change concerns.

Global Coal Production, 2014 to 2022

9 million tons



Source: International Energy Agency

8月1日（月）

・ネットワーク機器メーカーのアリスタ・ネットワークス<ANET>、医療サービス企業ダビータ<DVA>、シェールガス生産会社デボン・エナジー<DVN>、決済サービスのグローバル・ペイメント<GPN>、無線通信インフラ企業SBAコミュニケーションズ<SBAC>、商業用不動産の自社管理型不動産信託（REIT）のサイモン・プロパティ・グループ<SPG>、天然ガスパイプラインオペレーターのウィリアムズ・カンパニー<WMB>が決算発表。

・国勢調査局が6月の建設支出統計を発表。コンセンサス予想では、建設支出総額は季節調整済み年率換算で前月比0.2%増の1兆7800億ドル。

・サプライ管理協会（ISM）が7月の製造業購買担当者景況指数（PMI）を発表。エコノミスト予想は52.2と2年ぶりの低水準となった6月の53を若干下回る。

8月2日（火）

・米労働省労働統計局（BLS）が求人離職統計（JOLTS）を発表。予想では6月末時点の求人件数は110万人で、5月から15万4千件減少。

・半導体大手アドバンスト・マイクロ・デバイシズ<AMD>、民泊仲介大手エアビーアンドビー<ABNB>、英国の石油大手BP<BP>、建設機械メーカー大手キャタピラー<CAT>、ディーゼルエンジン・メーカーのカミンズ<CMI>、化学品メーカー大手デュポン・ド・ヌムール<DD>、自動車部品メーカーのイトン<ETN>、ゲーム大手エレクトロニック・アーツ<EA>、製薬大手ギリア

ド・サイエンシズ<GILD>、大手エネルギー会社マラソン・ペトロリウム<MPC>、ホテルチェーン大手マリオット・インターナショナル<MAR>、エネルギー大手オクシデンタル・ペトロリウム<OXY>、電子決済サービスのペイパル・ホールディングス<PYPL>、金融持ち株会社プルデンシャル・ファイナンシャル<PRU>、金融サービス会社S&Pグローバル<SPGI>、太陽光発電用インバーターメーカーのソーラーエッジ・テクノロジーズ<SEDG>、コーヒーチェーン大手スターバックス<SBUX>、ライドシェアサービスのウーバー・テクノロジーズ<UBER>が四半期決算を発表。

8月3日（水）

・医薬品卸売会社アメリソースバーゲン<ABC>、オンライン旅行会社大手ブッキング・ホールディングス<BKNG>、大手家庭用品メーカーのクロロックス<CLX>、ドラッグストアチェーン大手のCVSヘルス<CVS>、オークションサイト運営のイーベイ<EBAY>、総合エネルギー会社のエンタジー<ETR>、公益事業持ち株会社のエクセロン<EXC>、ネットワークセキュリティのフォーティネット<FTNT>、産業機器メーカーのインガーソル・ランド<IR>、医薬品卸売会社のマッケソン<MCK>、保険・金融サービスのメットライフ<MET>、バイオ医療品メーカーのモデルナ<MRNA>、大手バイオ医薬品会社のリジェネロン・ファーマシューティカルズ<REGN>、ファストフードチェーンを運営するヤム・ブランズ<YUM>が決算発表。

・ISMが7月の非製造業PMIを発表。コンセンサス予想は53.3と6月の55.3を2ポイント下回る。非製造業PMIは3カ月連続で低下し、2020年5月以来の低水準。

8月4日（木）

・中国の電子商取引大手アリババ・グループ・ホールディング<阿里巴巴集团、BABA>、バイオ医薬品大手アムジェン<AMGN>、医療機器大手ベクトン・ディッキンソン<BDX>、モバイル決済サービスのブロック<SQ>、医療保険会社シグナ<CI>、総合石油エネルギー企業コノコフィリップス<COP>、電力大手デューク・エナジー<DUK>、製薬大手イーライリリー<LLY>、オンライン旅行会社のエクスペディア・グループ<EXPE>、金融機関業務のアウトソーシングを支援するフィデリティ・ナショナル・インフォメーション・サービス<FIS>、証券取引所運営会社インターコンチネンタル・エクスチェンジ<ICE>、食品会社ケロッグ<K>、デンマークの製薬企業ノボ・ノルディスク<NVO>、メディア・エンターテインメント大手のパラマウント・グローバル<PARA>、電力・ガス会社センプラ・エナジー<SRE>、バイオ医薬品企業のバーテックス・ファーマシューティカルズ<VRTX>、メディア大手ワーナー・ブラザーズ・ディスカバリー<WBD>、動物用医薬品メーカーのゾエティス<ZTS>が四半期決算コンファレンスコールを開催。

・イングランド銀行（英中央銀行、BOE）が政策金利を発表。トレーダーはBOEが政策金利を0.5%引き上げ、1.75%にする確率を50%とみている。

・米労働省は7月30日までの1週間の新規失業保険申請件数を発表。7月の週平均申請件数は24万9250件と、昨年末以来の高水準。

8月5日（金）

・ハードディスクドライブ（HDD）メーカーのウエスタン・デジタル<WDC>と鉄道関連機器メーカーのウェスティングハウス・エア・ブレーキ・テクノロジーズ<WAB>が決算発表。

・BLSが7月の雇用統計を発表。非農業部門就業者数のエコノミスト予想は、前月比25万人増（6月は同37万2000人増）。失業率の予想は3.6%と、半世紀ぶりの低水準で横ばい。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

『バロンズ・ダイジェスト』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信

時事通信社

編集人

川田 重信（かわた しげのぶ）

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

『バロンズ・ダイジェスト』 2022/07/31
THIS WEEK'S MAGAZINE

発行 : Dow Jones & Company, Inc.
制作・監修・配信 : 時事通信社
編集
THIS WEEK'S MAGAZINE : エグゼトラスト
TODAY'S MAGAZINE : 時事通信社

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

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

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

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

※図・表・データの無断使用を禁止します。

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

Copyright © 2022 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます