

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2022/09/11

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIIJI PRESS



DOW JONES

1. FRBのバランスシート縮小、厳冬期到来も - A Former Fed Trader Predicts Ugly Times as the Central Bank Shrinks Its Balance Sheet [インタビュー] P.1
元FRBのトレーダーに聞く
2. 欧州エネルギー危機の行く末 - How Europe's Energy Crisis Could Play Out [フィーチャー] P.4
高騰するコストが株価圧迫
3. 社会保障制度に破綻の足音 - Social Security Will Hit a Breaking Point [フィーチャー] P.8
若年層にとっての意味とは
4. 低ボラティリティ時代にさようなら - Say Goodbye to the Era of Low Volatility [経済政策] P.12
グローバルマクロ投資が復活か
5. インフレはFRBの想定以上に手強い - Inflation Could Be Harder to Tame Than the Fed Anticipates [コラム] P.14
4%を上回るターミナルレートが必要
6. 相場反発、ありがとうテクニカル分析! - The Stock Market Rallied This Week. Thanks, Technical Analysis! [米国株式市場] P.15
上値では戻り売りスタンスが賢明か
7. 米国の投資家は欧州にも目を向けるべきだ - U.S. Investors Should Pay More Attention to Europe's Problems. [経済政策] P.17
エネルギー危機を過小評価するな
8. 住宅バブルとセレブ：崩壊への序章か - A Housing Bubble and Kim Kardashian: More Troubling News for Markets [コラム] P.20
カーダシアン氏、プライベートエクイティ立ち上げ
9. エレクトロニック・アーツに投資妙味あり - Videogames Are an Art Form-the Best Talent Eventually Wins [ハイテク] P.22
ソフト資産の価値増大に期待
10. 今週の予定 - 2023 Is a Big Union Contract Year. With Inflation Hot, Expect Labor Unrest. [経済関連スケジュール] P.24
インフレ高進の中、2023年は労働争議が盛り上がりそうだ

※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. FRBのバランスシート縮小、厳冬期到来も [インタビュー]

A Former Fed Trader Predicts Ugly Times as the Central Bank Shrinks Its Balance Sheet
元FRBのトレーダーに聞く

QTは米国債の供給を増やす



Photograph by Alexi Hobbs

米連邦準備制度理事会（FRB）は、新型コロナウイルス感染症のパンデミック（世界的大流行）時に米国経済を下支えするため緊急資産購入を行った結果、現在では米国債と住宅ローン担保証券（MBS）市場の約3分の1を保有している。いわゆる量的緩和（QE）を2年間続けた結果、FRBのバランスシートは2倍に膨れ上がり、国内総生産（GDP）の約40%に相当する約9兆ドル規模に達した。インフレが猛威を振るう今、FRBは量的引き締め（QT）として知られるプロセスを通じて流動性を巻き戻そうとしている。QTは6月から、月額最大300億ドルの国債と175億ドルのMBSのロールオフ（債券の償還金を再投資せず償還すること）という形で開始された。今月から縮小ペースは2倍になるが、国債の償還は15日と月末に行われるため、その実質的な開始は9月15日だ。

元FRB公開市場デスクのトレーダーで、「Fed Guy」ブログを執筆し、「Central Banking 101（中央銀行入門）」の著者でもあるジョセフ・ワン氏に話を聞いた。

本誌：QTの今後の展開はどうか。FRBの保有する国債の償還加速が市場に及ぼす影響はどうか。
ワン氏：経済の不調時に、QEは金利低下圧力をかけ、金融システム内の流動性を高めた。FRBは今や、金融環境を引き締めたいと考えている。QTは、投資家が入手できる国債の量を増やすと同時に、投資家の現金保有量を減らす。仕組みとしては、米国財務省が新たな債券を発行し、その発行資金をFRBが保有する国債の償還に充てる。FRBはその現金を受け取り、それを消却する。これは、FRBが無から現金を作り出したQEの時とは真逆だ。

流動性の低い市場に債券の供給を増やし、FRBが手を引くことで限界的な買い手が変化する場合、ボラティリティーが生じる。市場はその影響をまだ織り込んでいない。債券利回りは上昇する公算が大きい。利回りの上昇は、幾つかの点で株式に影響を及ぼす。ポートフォリオのリバランス面での影響として、ポートフォリオの債券側で損失が生じると、投資家はリバランスのために株式の一部を売却することになる。QTはまた、利回りを求める多くの投資家がよりリスクの高い資産や長期国債に移行した際に生じた、QEによるリスクオン効果を逆転させる。

債券需要が増える中、買い手はどこにいるか

Q：国債発行が多い時と重なることが問題になる理由は。

A：市場の価格設定は需要と供給によって決まるが、今後数年間、二つの供給源から大量の国債が供給される。第一に、米国政府が抱える財政赤字によるもので、米議会予算局（CBO）によれば、今年の

財政赤字は昨年に比べて若干縮小するものの、当面は基本的に年間1兆ドルの国債発行が見込まれる。第二の追加供給源はQTで、これらを合わせると、今年から来年にかけて国債の供給は歴史的な高水準となる約1兆5000億ドルに増加する。コロナ禍以前の純供給は約5000億ドルだった。

需要面では、FRBが国債や住宅ローン市場から撤退するのに伴い、限界的な買い手が変化する。ヘッジファンドも、FRBも買い手ではない。銀行もない。現在、米国債市場の流動性は弱い。流動性に脆弱性がある中、QTが進むにつれてさらにストレスがかかる。このような状況だということを念頭に置くべきだ。

Q：FRBが退いた後、市場は機能するのか。

A：新たな買い手が誰なのか分からないからこそ、金利の変動が大きくなる可能性があると考え。しかし、新たな買い手は政策によって作り出すことができる。その一つが、財務省が国債を大量に購入する「国債買い戻しプログラム」だ。財務省は最近、このアイデアを浮上させた。もう一つの方法は、規制当局が銀行の資本要件を引き下げ、銀行による新たな購入を促進することだ。しかし、重要なのは、発行額が毎年1兆ドルも増加するのであれば、限界的な買い手が十分に存在するとは言い難いということだ。最終的にはFRBが再び買い手にならざるを得ないため、いつでもQEが実施され得る世界にわれわれは閉じ込められていると言える。国債発行額の伸びは、市場が自力で処理できる速度よりも速い。

過去20年間、国債の残高は3倍以上に増えたが、現物市場の1日の平均取引額は非常に伸び悩んでいる。これは本質的に不安定なことだ。スタジアムがどんどん大型化する一方で出口の数が変わらないようなものだ。2020年3月のように、多くの人々が外に出る必要が生じたら、市場は問題を抱えることになる。

QTの展開にはFRBの制御できない要因が関与

Q：FRB関係者は、QTの今後の展開がよく分からないと言うが、それはなぜか。

A：QTの展開は、変動要因によって決まり、その多くはFRBが制御できないものだ。第一に、財務省が何を発行するかという不確実性がある。財務省は、市場が消化しにくい長期国債を大量に発行する可能性もあれば、市場が消化しやすい、より短期の短期財務省証券（TB）を大量に発行する可能性もある。財務省次第でデュレーションが変わり、流動性が既に低い米国債市場には混乱が生じるだろう。

流動性の出所も、FRBが制御できないものだ。財務省が新たな証券を発行する場合、銀行のような現物投資家か、ヘッジファンドのようなレバレッジを利用した投資家が購入する。レバレッジを利用する投資家が購入する場合、その資金はFRBのリバース・レポ・ファシリティ（RRP）、すなわち金融システムにおける過剰流動性と考えられるオーバーナイト融資制度から供給されることがほとんどだ。

新たに発行された国債がレバレッジを利用する投資家によって購入される場合、金融システムが実際には必要としない流動性が流出するだけなので、その影響は中立的だ。しかし、新規発行された債券が現物投資家によって購入される場合、銀行からお金が引き出される。その場合、銀行部門は流動性を失うため、混乱が生じる可能性がある。2019年9月にレポ市場が混乱し、FRBが資金供給しなければならなくなったのはそのためだ。

Q：また何か壊れるのではと心配しているのか。

A：FRBにとって、流動性がどのように金融システムから流出するかを知ることは不可能だ。しかし、誰が買っているかを見ることはでき、買いはほとんどすべてが、ヘッジファンドではなく銀行システムからもたらされている。RRPは年初来、2兆ドル前後で安定している。つまり、QTはRRPよりも銀行部門から流動性を流出させているように思える。これはFRBが望んでいることとは正反対だ。FRB関係者は、RRPに多くの流動性があるとみているため、QTのペースを積極的に引き上げることができると考えている。しかし、流動性の流出の経路にまでFRBのコントロールが及ばないことを、FRBは理解していないかもしれない。そして現時点では、前述の通り、流動性は銀行システムから流出している。

Q：パウエルFRB議長は7月に、QTは2年から2年半続くと述べた。すなわちFRBのバランスシートが約2兆5000億ドル縮小することを示唆している。現実的な想定か。

A：FRBは、QTが銀行の機能に必要な流動性によって制限されると考え、バランスシートが2兆5000億ドル程度減少しても問題ないと考えている。しかし、FRBは流動性が排出される経路をあまりコントロールできない。FRBは、銀行部門が2兆ドル以上の準備金を保有することを望んでいるようだ。現在、銀行部門は約3兆ドル保有している。QTを現在の予想通りに進める唯一の方法は、金融システム内から流動性をより均等に引き出すこと、つまり銀行部門よりもRRPからより多くの流動性を引き出すことだ。もしFRBがこのバランスを達成する方法を見つけられなければ、QTは早期に停止せざるを得ないかもしれない。しかし、これを実現する方法はある。

銀行の流動性を守る方法

Q：それは何か。

A：RRPに多くの流動性が残っているにもかかわらず銀行部門からあまりにも多くの流動性が流出しているという問題に対する主な解決策は二つある。まず、FRBが2019年秋に行ったように、大量のTBを購入することだ。FRBからすれば、TBの買い入れはQEと同じではない。基本的にTBという短期金融資産を、同じく短期金融資産である準備金と交換し、金利に影響を与えることなくシステムに資金供給する。

第二に、より可能性が高いのは、FRBが財務省と連携することだ。財務省がTBを発行して、その資金でより長期の国債を購入すれば、RRPの資金を利用してマネー・マーケット・ファンドがTBを購入するため、流動性はRRPから銀行システムに移動する。財務省への国債の売り手はその後、その資金を商業銀行に預ける。RRPから銀行システムに資金を移動させれば、FRBは銀行システムの流動性が過度に低下することを心配することなくQTを進めることができるようになる。

Q：FRBはMBSの売却をやめることになるか。

A：FRBの計画では政府系住宅金融会社のモーゲージを最大月額350億ドルロールオフすることになっているが、一方でFRBは月に250億ドル程度しか縮小できないと推測している。元本が満期日に支払われる国債とは異なり、住宅ローンは期限前弁済ができる。例えば、住宅を所有している人が借り換えをする場合、新しいローンを組んで古いローンを返済する。また、住宅を売却する場合、その売却代金で住宅ローンを返済することもある。住宅ローン金利が上昇すると、こうした動きはすべて鈍くなる。MBSの売却はFRBが金融環境を引き締めるために持っているもう一つの手段だが、FRBがそれを

展開したがっているようには見えない。過去数カ月、住宅市場は大幅に軟化している。FRBは、住宅金融をさらに引き締める前に、状況を見極めたいと考えているのではないか。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

2. 欧州エネルギー危機の行く末 How Europe's Energy Crisis Could Play Out 高騰するコストが株価圧迫

[フィーチャー]

打撃緩和にあの手この手



Jens Buttner/picture alliance/Getty Images

先週、プーチン大統領がロシアから欧州向けの天然ガスの3分の1を供給するパイプラインを停止したことで、欧州のエネルギー危機は本格的な水準にエスカレートした。天然ガス価格は一時30%も高騰し、ゴールドマン・サックスのアナリストは、この冬、欧州の人々の毎月のエネルギー費用は3倍になり、ピーク時には一家庭当たり平均500ユーロ（約500ドル）になると予測している。

最悪の場合、光熱費は欧州の国内総生産（GDP）の15%を占め、他の支出や投資を圧迫する可能性がある。ゴールドマン・サックスは、この影響は「1970年代の石油危機よりもさらに深刻なものになるだろう」と警告する。

欧州は今、リセッション（景気後退）に陥っていないとしても、その間際であり、最悪の事態はまだ先に思える。モルガン・スタンレーの欧州株式チーフストラテジストであるグラハム・セッカー氏は、欧州の景気後退が切迫しており、来年の成長率はマイナスに転じると予想している。セッカー氏は、年初来14%下落している欧州株式はさらに15%下落する可能性があると言う。

多くの投資家が既に市場から退場している。ブラックロックは、先月の欧州の上場投資信託（ETF）からの資金流出が、2016年の英国の欧州連合（EU）離脱（ブレグジット）パニック以来の高水準に達したと伝えている。

欧州の政策担当者は当初は対応が遅れたものの、本格的に動き出した。しかし、容易な選択肢はほとんどない。欧州中央銀行（ECB）は、深刻な景気後退を回避しつつインフレを抑制するという、不可能に近い課題を抱えている。ECBは8日に、過去最大の0.75%の利上げを行い、ラガルド総裁は「本当に暗い下振れシナリオ」を警告した。

各国は、主として自主的な対策で電力使用量を減らしている。スペインのオフィスビルでは先月、サーモスタットの設定温度がカ氏80度（セ氏26.7度）以上になった。ベルリンの有名なブランデンブルク門の照明は消えた。EU各国のエネルギー相は、電力制限の義務化やロシアのエネルギー価格の上限

設定などの措置を検討している。

数千億ドル規模の政府支援は、恐らく新型コロナウイルスの救済措置を上回る可能性があるが、物価上昇の打撃を和らげることになる。ドイツは既に650億ユーロの家計支援を承認し、英国は家庭用のガス・電気料金の上限を今後2年間、年間2500ポンド（約2898ドル）とした。

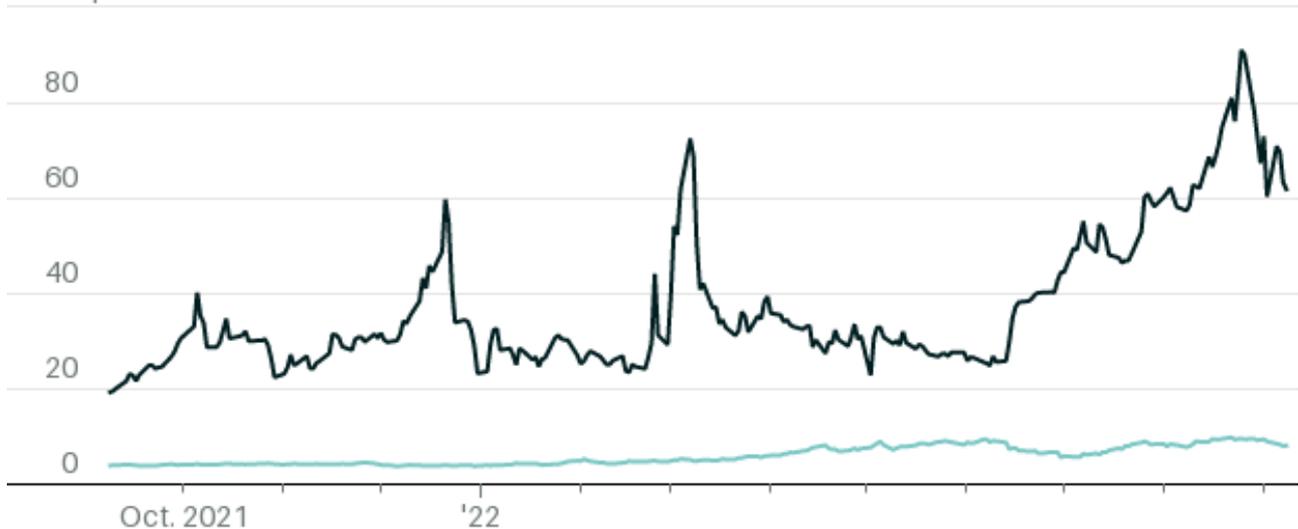
企業収益の見通しは暗い

A Jolt to the System

Futures prices for natural gas in Europe have soared over the past year, far higher than in the U.S. Europe's stocks have fallen faster.

■ Dutch TTF Natural Gas ■ Henry Hub Natural Gas

\$100 (per MMBtu)



Source: Bloomberg

しかし、家計と中小企業にもたらされた頼みの綱は、大企業を救うことはないかもしれない。大企業の多くは、既に苦境に立たされている。シカゴを拠点とするクレセット・キャピタルの最高投資責任者（CIO）であるジャック・アブリン氏は、「天然ガスが不足するとすれば、それは産業界になるだろう」と言う。天然ガスは発電や暖房に使われる一方で、工業プラントにとっても重要な動力源だ。

金属業界の最高経営責任者（CEO）のグループは、電力とガスのコストが今年の10倍超に高騰したため、「生きるか死ぬかの冬」に直面していると欧州議会に緊急支援を求める書簡を送った。金属業界が作る製品は、工場の操業を維持するコストよりも安い値段で売られていると主張している。EU内の亜鉛とアルミニウムの生産の半分が既に停止している。一度工場が閉鎖されると、その状態が永久に続くことが多いのは経験上分かっていることだ。

政府の救済措置は、痛みを和らげることはできても、取り除くことはできないだろう。セッカー氏は、「およそ1兆ユーロを超えるエネルギーコストが国民にかかることになる。政府はエネルギーコストの一部を財政支援によって社会全体で負担しようとするだろうが、その全てを実現することはできない。数が多過ぎるのだ」と語る。エネルギー消費を配給制にする政治的に難しい決断は、まだ先かもしれない。

危機が深まるにつれ、アナリストが予想する企業利益も楽観的過ぎる可能性がある。セッカー氏によれば、アナリストは平均して、欧州の企業利益が2022年に17%、2023年に2%伸びると予想している。これに対し、モルガン・スタンレーは、2022年は12%増益、2023年には10%減益とみている。15カ国の企業からなるMSCI欧州指数は現在、予想EPS（1株当たり利益）の11.5倍で取引されており、過去の平均値である13.5倍を下回っている。セッカー氏は、株価の低迷が今後数カ月続くとこの水準は10倍まで下がると試算する。

なぜ、これほど見通しが暗いのか、その理由を知るには、欧州の電力危機がどのように起こったかを見ると良いだろう。実は、この問題は1年超前に始まっていた。欧州の天然ガス価格は、2021年9月の時点で既に前年比で4倍超になっていた。新型コロナウイルスによるロックダウン（都市封鎖）に伴い需要が増加し、供給が追いつかなくなっていた。加えて、前年の冬の寒さで備蓄していた天然ガスが枯渇していたこともその要因だ。

この問題は、2月のロシアのウクライナ侵攻によって劇的に深刻化した。ロシアのエネルギーを買うことは、ロシアに戦争資金を提供することを意味するからだ。戦争が始まって以来、原油価格は乱高下しているが、天然ガスの影響はさらに大きい。欧州では、暖房、電力、工業生産など、必要なエネルギーの約4分の1をガスに依存している。国によってその割合はさらに高く、イタリアはエネルギーの4割をガスに頼っている。欧州自体の天然ガス生産能力は限られているため、そのほとんどを輸入する必要がある。

戦争の前には、ロシアは欧州の天然ガスの4割を供給しており、バルト海の下を通るパイプライン「ノルドストリーム1」で直接供給を受けていたドイツをはじめ、各国の経済を安価なガスで支えていた。戦争が始まったとき、ドイツは「ノルドストリーム2」という新しいパイプラインを通じて、ロシアからの輸入量を倍増させる直前まで来ていた。

脱ロシア依存へ

エネルギー危機は戦争によって政治的危機にも転化している。欧州の対ロ制裁は当初、エネルギー資源の大半を除外していたが、欧州諸国はそれにもかかわらずロシア依存からの脱却を始めた。そしてロシアは、パイプラインに送り出すガスの量を減らすことでその流れを加速させた。最新の打撃として、ロシアの国営エネルギー大手ガスプロムが、ノルドストリーム1はメンテナンスを必要としており、復旧しないと発表した。アナリストは、このパイプラインが冬の間も停止する可能性があるともみている。現在欧州は、ガスのわずか9%をロシアから輸入しているにすぎない。

他の電力供給源が不調であることが、この危機を特に深刻なものにしている。干ばつで河川の水量が減り、水力発電量は26%減少した。また、例年以上に多くの原子力発電所がこの夏、特にフランスで、メンテナンスのために停止している。太陽光発電の増加がその一部を補っているが、欧州では冬に向けて供給不足が続いている。

ロシアは、欧州が制裁を課すことで経済戦争を始め、この冬の危機を自ら招いたのだと主張している。プーチン大統領は7日、ウラジオストクで開かれたフォーラムで、「われわれは、ガス、原油、石炭、灯油を供給しない。何も供給しない」と述べた。



危うさ残る電力市場

一方で、今後数カ月間に欧州の人々に希望を与えるような前向きな動きもある。天然ガス価格は、ノルドストリームが閉鎖される直前の8月26日、百万BTU（英国熱量単位）当たり100ドルを一時的に上回り、それまで推移していた水準の6倍に達したが、この価格は続かなかった。ノルドストリーム1を閉鎖することで、プーチン大統領は最強カードを切ったことになるが、それでも価格は60ドルまで後退している。

バーンスタインで公益事業のアナリストを務めるディーパ・ベンカテスワラン氏は「電力料金の値上げという点では、おそらく最悪の事態は過ぎている」と言う。数カ月にわたる準備が実を結んでいる。欧州は10月末までにガスの貯蔵率80%を満たすと宣言したが、既に82%を達成し、数カ月分の余力を有している。また、不足分を補うために過去最大量の米国産液化天然ガス（LNG）が欧州に輸送されている。ベンカテスワラン氏は、フランスの原子力発電所が今後数週間のうちに運転を再開すると予想している。ガベカル・リサーチ社のセドリック・ゲメール氏は、「不足が壊滅的なものになることはないだろう」との見方を示している。

それでも、この危機は電力市場を動揺させ、電力システム全体を危ういものにしていく。ノルウェーの電力会社エクイノールの幹部は、電力会社は1兆5000億ユーロ相当の追加証拠金請求（マージンコール）を受けるとし、フィンランドは電力市場における「リーマン・モーメント（危機的状況）」を警告している。トレーダーや電力会社同士で電力を販売する電力会社は、ヘッジのために先物市場を利用するが、価格が上昇すればマージンコールに直面する。既に救済措置を発表している国もある。しかし、ベンカテスワラン氏は、このマージンコールの原因が投機ではなく、価格の急騰であることから、リーマン・ショックのような事態にはならないだろうと考えている。ベンカテスワ

ラン氏は「恐らく、エネルギーシステムの内部で収まるだろう」と言う。

結局のところ、危機が去り、株価が落ち着くまで数カ月かかるかもしれない。アブリン氏は現金を抱え、金利の動向が明確になるまで様子を見ることにしている。アブリン氏は米連邦準備制度理事会（FRB）の金利引き締めサイクルが緩やかになれば、ユーロがドルに対して上昇し、欧州株の買い場が生まれると予想し、その時点で、ファースト・トラストS&Pインターナショナル配当貴族ETF<FID>に組み入れられている銘柄のように、配当が安定して成長する銘柄を買い始めるだろうと述べた。この銘柄リストには、金融会社のアリアンツ<ALIZY> や製薬大手のノバルティス<NVS>といった欧州株が含まれている。

アブリン氏は、「私が魅力を感じるのは、非常に質の高い企業に投資している点だ。各社のバランスシートは、かなり厳しい四半期にも耐えることができる。経営陣は、配当の維持と拡大に注力している。その結果、キャッシュフローを管理するためにできることは何でもするだろう」と述べる。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

3. 社会保障制度に破綻の足音 Social Security Will Hit a Breaking Point 若年層にとっての意味とは

[フィーチャー]

年金を当てにしないミレニアル世代



Illustration by Pete Ryan

32歳のウィル・パウロン氏は引退後のことをあまり考えていない。妻と幼い子供を抱え、家業のコーヒー豆と茶葉の焙煎（ばいせん）や、副業の犯罪小説の執筆に忙しいからだ。しかし、パウロン氏が将来について考える余裕があるとき、彼は社会保険を考慮に入れない。ニュースでは、パウロン氏が引退を予定している何十年も前の2034年に、2兆8000億ドルの退職年金基金が枯渇する見込みだと報じられている。

パウロン氏は「現在、皆のお金はベビーブーマー世代（第二次世界大戦後～1960年代前半生まれ）に支払われており、彼らは人生を楽しむためにそれを使っている。そのこと自体は構わない。

問題は、そのお金が消費されてしまって、私たちに受け継がれないことだ」と語る。

パウロン氏と同様に、非常に多くの米国人（大部分はミレニアル世代）は、社会保障制度が退職後の資金ニーズをほとんど満たさないだろうと考えている。2022年の全米退職研究所の調査によると、ミレニアル世代（通常は現在26～41歳の層と定義される）の約50%は「自分は受給資格のある社会保障給付をほとんど受け取れないと思う」と回答した。同じ回答の割合は、X世代（1960年代後半～1970年代生まれ）では30%、ベビーブーマー世代では15%だった。

人口の急速な高齢化を考えると、ミレニアル世代の悲観的な見方は理解できる。過去数十年間、社会保障給付の受給者1人に対して、連邦社会保障（FICA）税を支払う労働者は3人超だった。しかし、現在この数字は2.8に低下しており、2035年までに2.3に落ち込むと予想されている。

とはいえ、若い労働者の退職までに年金制度が完全に機能不全になるという予想は行き過ぎだろう。社会保障局の理事会は老齢・遺族年金基金が12年以内に枯渇すると予測しているが、債務超過となるだけで破綻するわけではない。理事会の直近の報告書によると、議会が基金の枯渇までに行動しない限り、給付は23%削減されるが、残り77%は引き続き給与税によって賄われる。

議会調査局の報告書では、積立額の増加や給付の削減といった追加的な対応策が実施されない場合、給付の削減幅は徐々に拡大し、2095年までに26%になる（なお、社会保障局は二つの信託基金を運営している。一つは退職給付用の信託基金、もう一つは小規模な障害給付用の信託基金。この記事では前者の大規模な老齢・遺族年金基金に焦点を当てる）。

予算・政策優先事項センターは、削減幅が26%に及べば、所得の90%以上を社会保障給付に頼る約4分の1の受給者に壊滅的な影響を与える可能性があるとして指摘する。特に裕福な受給者を除けば、すべての受給者が何らかの悪影響を受けるだろう。こうしたシナリオが実現する前に議会が介入する公算は大きいだが、社会保障制度が深刻な課題に直面していることは変わらない。退職後に向けた貯金をしている人々は、給付削減や増税といった40年ぶりの制度変更にも備えるべきだ。

社会保障局のキロロ・キジャカジ局長代行は、本誌によるインタビューの依頼を断ったものの、「将来世代のために社会保障制度を強化することは重要だ。理事会は立法府に対し、必要な変更を段階的に導入するために、信託基金の資金不足が予想されることについて適時対応するよう勧告している」というコメントを出した。

資金不足解消に向けた制度改正の可能性

行政機関は議会に行動を促すことができるとはいえ、社会保障制度を立て直すための法令が成立するかどうかは議会次第だ。専門家は、退職後の所得として年金を受け取っている高齢の有権者が多いことを踏まえると、法令が成立しない可能性は低いと言う。社会保障制度が米国の政治家にとってあまり触れたくないテーマと言われるのには理由がある。退職者は強力な有権者層であり、彼らは自らの経済的な安全を脅かす議員に良い印象を持たないからだ。

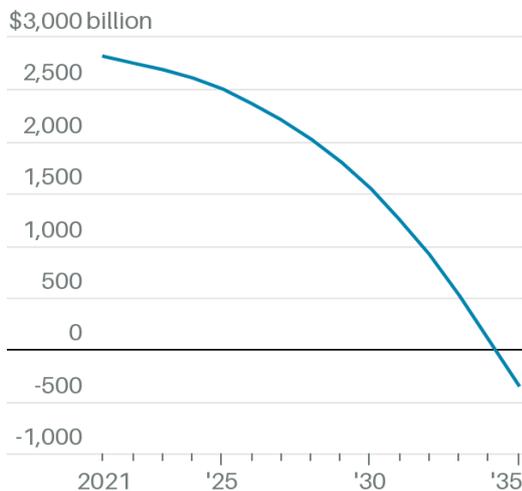
それでも一部の専門家は、ワシントンがこう着状態にあることを考えると、法令が成立しない可能性も捨て切れないと言う。公認会計士で、社会保障給付金を計算できるサイトの「オープン・ソーシャル・セキュリティ」を運営するマイク・パイパー氏は、「2034年に実際に年金基金が枯渇する可能性は、もはやあり得ないとは言えない」と語る。

簡単に解決できる問題なら、すでに解決しているはずだ。実際は、資金不足の問題に対処するには、議会ではほとんどお目にかかれぬレベルの歩み寄りが必要になる。社会保障制度は財政調整措置（上院が議事妨害の恐れなく単純過半数で法令を可決するための制度）の対象ではない。そして、法案には米国の多くの家庭にとって容易に受け入れがたい施策が含まれるだろう。

Going to Zero

Without Congressional action, the trust that partially funds Social Security retirement benefits is projected to empty by 2034.

Old-Age and Survivors Insurance Trust Fund



Sources: Committee for a Responsible Federal Budget; Social Security Trustees

議会は収入を増やすために増税を実施し、支出を減らすために給付金を削減し、退職年齢を引き上げ、あるいはそれらの組み合わせを活用する可能性がある。予算・政策優先事項センターのディレクターであるキャスリーン・ロミグ氏は、政府が借り入れや財政移転によって一般歳入財源の一部を社会保障制度に投入し、それによって国の負債が増えるかもしれないと指摘する。ロミグ氏は、一般に給付金の削減と増税は段階的に実施されるため、議会が行動するまでの時間が長くなるほど、手早く資金を補うために一般歳入財源を投入しなければならない可能性は高まると述べている。

収入面では、FICA税の税率が引き上げられる可能性がある。FICA税は社会保障制度とメディケア（高齢者向け医療保険制度）の財源となる給与税で、社会保障制度向けの税率は12.4%となっており、雇用者と従業員が負担を折半する。課税上限額が拡大される可能性もある（2022年の上限は14万7000ドル）。バイデン大統領は年間所得40万ドル未満の層に対する増税を行わないと公約しているため、ある法案では年間所得40万ドル以上の層に対する社会保障税の再導入が提案されている。給付金の100%が連邦

所得税の対象となることも考えられる（現在は一定水準以上の所得がある場合に給付金の85%に課税）。

給付面では、通常退職年齢（受給資格がある給付金の100%を受け取れる年齢）が引き上げられる可能性がある。例えば、67歳から69歳への引き上げが提案されている。ロミグ氏は、通常退職年齢が2年引き上げられると、受給者がいつ給付を請求するかにかかわらず、生涯の給付額が13%減少すると述べる。1983年に老齢・遺族年金基金が枯渇の危機に直面した際に、通常退職年齢は65歳から67歳へ引き上げられた。しかし、この変更は非常に緩やかなものであり、現在になってようやく実現しようとしている。というのも、通常退職年齢が67歳となる世代は現在の62歳が初めてなのだ。

ロミグ氏は、社会保障制度は1930年代に建築された家のようなものだという。構造的にはしっかりしているが、配管はぼろぼろに劣化しており、長く住み続けるには修理が必要だ。

給付削減に備えるには

社会保障給付が変更されるとしても、現在の受給者はほぼ間違いなく対象外となるだろう。疑わしいと思うなら、仮に議員が高齢者の年金を削減した場合、どれくらい反発を受けるか想像してみればよい。今後約10年以内に退職する人々は、社会保障制度の変更による影響を受ける可能性は小さい。議会が行動を起こすまで10年ほどと想定すると、現在45歳以上の人々は給付削減におびえる必要はなく、現行の制度通りに退職給付を受け取れそうだ。

38歳のパイパー氏はすでに退職後の計画を考え直している。パイパー氏は、個人的な将来設計において、給付の削減幅を23%と保守的に見積もっており、差額を埋めるために貯蓄を増やしている。年金

保険を買うという選択肢も捨ててはいないが、そのような商品の購入を具体的に検討するには早過ぎるという。パイパー氏は「これから何年も先にどの商品が売られているかは分からない」と語る。

貯金の目標が欲しい人にとっては、金融サービス業界向けソフトウェア会社ヘルスビュー・サービスの報告書が参考になる。この報告書によると、現在35歳で年間所得が10万ドルの人は、社会保障給付が生涯で20%削減されると想定した場合、穴埋めのために勤務期間の貯蓄額を1週間につき33ドル（インフレ調整後）増やす必要がある。計算では、典型的なマッチング拠出型の確定拠出年金（401k）に加入するものとし、勤務期間の年率リターンを6%、67歳での退職後の年率リターンを5%と想定している。

一部のファイナンシャルプランナー（FP）は社会保障給付を含めずに将来設計を行う。これは顧客が給付なしで生活できる水準を判断するためだ。FP事務所オキシジェン・ファイナンシャルのステイブン・ゴールドスタイン氏は、「顧客が若いほど、社会保障給付を将来設計に含めないでほしいと希望する割合が高い」と語る。期待できないものには頼らない方が良いというわけだ。

FP事務所エクスペリエンス・ユア・ウエルスのジェイク・ノースラップ氏は、将来設計のモデルにおいて、若い顧客の現時点における社会保障給付金の推定額を利用している。ノースラップ氏は「今後、給付金が増えないと想定するのは非常に保守的な見方だ」と語る。社会保障給付金は所得が最も多かった35年の年間所得に基づいて計算されるが、ノースラップ氏の顧客の多くは彼自身と同様にまだ30代だからだ。

ノースラップ氏は、若年層は従来型の退職よりも経済的な自立へのモチベーションが強いと話す。彼らは65歳で退職することは考えておらず、自分が望む限り長く、自分なりのやり方で働き続けたいと考えている。どのような形態であるにせよ、社会保障給付は脇役にすぎない。ノースラップ氏は「自分でコントロールできることはコントロールすべきだ」と語る。

冒頭のミレニアル世代のバウロン氏に当てはめると、401kで貯蓄した資産、家業による利益、著作の印税で生活を十分維持できることを期待しつつ、引退後の生き方を考え直すことになる。バウロン氏は、「ベビーブーマー世代の多くは65歳までに退職して海外を飛び回っているが、自分の世代は75歳で退職して、自宅の近くに釣りに行くくらいかもしれない。今の人々が楽しんでいる退職後の生活が30年後も存在するとは思えない」と話す。

By Elizabeth O'Brien
(Source: Dow Jones)

4. 低ボラティリティー時代にさようなら Say Goodbye to the Era of Low Volatility グローバルマクロ投資が復活か

[経済政策]

ジャストインタイムからジャストインケースへ



NYSE

先月のジャクソンホールにおける最も重要な講演は、市場が派手に迎えた米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長によるものではなかった。それは、国際決済銀行（BIS）の総支配人でメキシコ中央銀行の元総裁のアグスティン・カルステンス氏によるものだった。カルステンス氏は、経済の最近のボラティリティーは、不測の事態ではないと主張した。世界のメガトレンドの変化が世界経済全体を再構築し、経済政策は再考を強いられるだろう。そのような勢力は資産市場に大きな影響力を持っており、投資家は留意すべきだ。

1990年代から2010年代終盤にわたるメガトレンドは、経済成長率、インフレ、資産市場の低ボラティリティーの原動力となった。カルステンス氏は、グローバル化、地政学および人口動態を強調したが、財政・金融政策の組み合わせはそれよりはるかに広範囲だった。金融政策決定者は、株式市場が下落するたびに利下げと量的緩和（QE）で介入した。財政政策決定者は、2009年に銀行に対してペイアウトを、2020年には家計と中小企業に対して広範囲の支援を提供した。

経済成長と市場の水面下に存在する政策の下支えは一種の「プット」オプションと認識され、企業はより多くのリスクを取った。小売会社と卸売会社はジャストインタイムのサプライチェーンを構築し、メーカーは海外のより安価な労働力を活用し、金融機関はヤミ金融業者でさえ赤面するようなレバレッジをかけた。独占禁止政策や産業政策は休眠状態となった。

カルステンス氏の講演は、ここしばらくの間に見られたものを明確にした。ボラティリティーの抑制要因の効果が失速したのみならず、その効果が反転しつつあるという点だ。財政政策と金融政策は、今やボラティリティーを高めている。政策決定者がインフレ抑制を宗教のように信仰し始めたと考えているのなら、バイデン政権が依然として間違った方向に進んでいることを考えてほしい。学生ローンの新たな返済減免は、インフレ抑制法によって提供された財政赤字削減総額の数倍にも及ぶ財政の穴を生み出すだろう。インフレ抑制法自体は、深刻な需給不均衡時に、サプライチェーンをさらに歪めることになる。

議会と司法省が、経済と社会における大手テクノロジー企業の役割を再考しており、独占禁止政策は復活した。地政学的リスクも報復を伴って復活した。中国、ロシアおよびその他の地域発のリスクは、需要や供給の確保のために安定的な貿易関係に依存することはもはやできないことを浮き彫りにした。新型コロナウイルスに関連したロックダウン（都市封鎖）によってその事業が突然中断された企業もあれば、制裁措置によって顧客やサプライヤーとの取引が一瞬にして違法となった企業もあった。政府と企業にとっての教訓は、レジリエンスを一層重要視することだ。サプライチェーンを、中

国の政策、欧州の戦争または自然災害の手に委ねるべきではない。

企業は、地政学的状況の変化に対して、サプライチェーンをジャストインタイムからジャストインケース（まさかにも備える）へ変更し、生産を国内に回帰させることで対応している。米国政府は、通商政策の復活で対応しており、今や、最近の超党派による半導体生産支援法の成立が示すように、産業政策は非常に重要なテクノロジーと資源の生産の国内回帰を目指している。しかし、脱グローバル化はインフレ的で、FRBにとってはジレンマになるだろう。FRBの二重の責務において、片方の問題解決はもう片方の問題悪化を意味することになる。

投資家は変化に対応する必要性

投資家にとっては、二つの重要な意味合いがある。第一に、サプライチェーンと顧客基盤が最も確かな企業は、海外発の繰り返されるショックに相対的にさらされておらず、自社を守るために必要な設備投資も少ない。それは、米国における雇用、安全保障および成長を重視している企業が、この新しい危険な世界で他社を凌駕（りょうが）することを意味する。

第二に、ボラティリティーは恐らく高止まりする。FRBは独立しているため迅速な行動が可能だが、米国の多くの経済問題を解決できるわけではない。その解決には、議会で法制化された供給サイドの解決策が必要となる。解決策は実施されても、供給サイドの政策が経済に浸透するには数年を要する。

市場が毎四半期上昇していた、新型コロナウイルス前の世界は過ぎ去ってしまった。政策決定者の反応がある方向に行き過ぎて、それを戻すための反応も過剰になるにつれて、景気の好不調の波のサイクルは短期化し、一層頻繁になると予想できる。

このような環境は、大きな混乱の頻度が高まるために、低インフレの世界においては異端だったグローバルマクロ投資の今後の復活を示唆する。対照的にレバレッジドベータやグロスのエクスポージャーが大きいレラティブバリュー戦略のような、低ボラティリティーに依存する戦略がアンダーパフォームすると予想する。非公開市場のリスクプレミアムは、いずれは公開市場同様にリセットされるだろう。ベンチャーキャピタルは、規制当局が買収を規制した場合にはリターンの実現に苦しむかもしれない。

投資家は、経済政策と資産市場におけるメガトレンドの変化とその意味合いに留意することで、市場の大騒ぎから自分自身を保護できるだろう。

（筆者のスティーブン・ミラン氏は、米財務省の経済政策の元シニアアドバイザーで、資産運用会社アンバーウエーブ・パートナーズの共同創業者）

By Stephen Miran
(Source: Dow Jones)

5. インフレはFRBの想定以上に手強い Inflation Could Be Harder to Tame Than the Fed Anticipates 4%を上回るターミナルレートが必要

[コラム]

実質金利の引き上げが不可欠



Ting Shen/Bloomberg

夏休みから戻った市場参加者は、インフレ沈静化のために短期政策金利であるフェデラルファンド（FF）金利の大幅な引き上げが必要だという米連邦準備制度理事会（FRB）高官からの一貫した粘り強いメッセージにも、明らかに動揺していないようだ。

シカゴ・マーカント取引所（CME）のフェドウォッチサイトによれば、9月20、21日の連邦公開市場委員会（FOMC）でFF金利の誘導目標が0.75%引き上げられる確率は1週間前の50%強から9日までに90%に上昇したが、株価は

3週連続の下落から反転し、S&P500指数は週間で3.65%上昇した。FRBの利上げは先週の欧州中央銀行（ECB）による0.75%の利上げ、およびエリザベス女王の逝去により1週間延期された22日の英国イングランド銀行（中央銀行）による0.5～0.75%の政策金利引き上げ観測に追随することになる。

CME先物価格によれば、11月1、2日のFOMCで0.5%、12月13、14日のFOMCで0.25%の追加利上げの可能性があるにもかかわらず、市場は比較的楽観しているように見える。12月に予想される利上げによってFF金利の誘導目標は現在の2.25～2.50%から、政策金利の最終到達点と予想される「ターミナルレート」のレンジの3.75～4%に上昇するだろう。

しかし、政策金利が3.75%や4%であっても、インフレ率がFRBの長期目標である2%に手が届く水準に低下することはないかもしれない。インフレ率は、FF金利先物が予想するピークの4%をはるかに上回っている。すなわち、インフレ率を差し引いた実質資金コストはゼロを下回る。インフレを抑制するには、資金コストを実質的に上昇させる必要がある。

市場は8月のCPIを注視

インフレが減速しているかどうかの手掛かりを得るために、株式市場と債券市場は今週発表される8月の消費者物価指数（CPI）を注視するだろう。ガソリン小売価格の大幅な下落を主因として、エコノミストはCPIが前月比0.1%下落すると予想している。これにより、前年同月比上昇率は7月の8.5%、40年ぶりの高水準だった6月の9.1%から8.1%に低下する。食品とエネルギーを除くコアCPIは8月に前月比0.3%上昇し、前年同月比上昇率は7月の5.9%から6.1%に加速したと見込まれている。

加えて、賃金は物価上昇に追いついていない。アトランタ連銀が公表する「賃金伸び率トラッカー」（WGT）は8月の賃金上昇率が前年同月比6.7%と、7月と同じペースだったことを示している。これはFRBのインフレ目標を大幅に上回るが、CPIの上昇には及ばない。

BCAリサーチのチーフ米国投資ストラテジストであるダグラス・ペータ氏にとって、これらの数字はインフレを減速させるには4%を上回るFF金利のターミナルレートが必要であることを示唆している。電話インタビューでペータ氏は、FRBの行動に関係なく物価上昇率は自然に4%に鈍化するだろうと予想した。エネルギーと食品以外の物価でも、とりわけ新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の最悪期に強力にインフレをけん引した中古車価格は、急騰局面から抜け出している。

■ 瀬戸際のチキンゲーム

ペータ氏はインフレ率を4%から2%に抑え込むのは、さらに困難になるだろうと付け加える。市場が、インフレ抑制には市場予想の4%を上回るFF金利のターミナルレートが必要であることを認識すれば、株式と債券は調整する傾向がある。それは2023年に起きる公算が大きいですが、金融引き締めが経済に大打撃を与えるため、市場とFRBは瀬戸際のチキンゲームを繰り返している。

確かに、FF金利は金融引き締めの程度を完全に表わすわけではない。本誌による元FRBトレーダーに対するインタビューでは、FRBのバランスシート縮小の影響を解説している。投資銀行ジェフリーズのチーフ・ファイナンシャル・エコノミストであるアネタ・マルコウスカ氏も、ドル高は実質的にFF金利を1%押し上げると推計している。

しかし、それでもインフレ率を下回ることには変わりはない。FRB高官はインフレを退治するまでFRBは手綱を緩めないと断言しているが、FRB自身の予測は失業率の大幅な上昇を伴わずに達成されるとしている。つまり、今回は違うのだろう。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

6. 相場反発、ありがとうテクニカル分析！

[米国株式市場]

The Stock Market Rallied This Week. Thanks, Technical Analysis!
上値では戻り売りスタンスが賢明か

■ 信頼できたのはチャート指標だけ



Michael M. Santiago/Getty Images

短期売買を主体とするトレーダーは値動きの大きな市場を好むが、2022年はそうになっている。金利やインフレ予測、リセッション（景気後退）の可能性の変化、企業収益の見通しが刻々と変化する中で、株価は下落、上昇、そして再び下落といった動きを繰り返し、信頼できるのはテクニカル指標だけという状況だった。

先週は、その通りにテクニカル指標が重要な相場となった。主要株価指数を見ると、ダウ工業株30種平均は2.7%高の3万2151ドル71セントとなり、S&P500指数は3.6%高の4067.36となった。ナスダック総合指数は4.1%上昇して1万2112.31で引けた。これらの3指数は前週に少なくとも3%

値下がりして、週間ベースで3週連続の下落となっていた。小型株のラッセル2000指数は4.0%高の1882.85で週末を迎えた。

注目すべきなのは先週の反発が始まった指数の位置だ。先週の上昇は、6日にS&P500指数が3900に達したところから始まった。3900は節目の数値であるだけでなく、6月の安値に対する「フィボナッチリトレースメント」の61.8%ライン（直近の安値から高値の差の61.8%）に等しい値でもある。また、S&P500指数は4300付近の200日移動平均線から9%下落していたため、反発するタイミングでもあった。この4300は、S&P500指数が6月中旬の安値である3600から17%上昇し、ラリーが止まった水準に近い。つまり、悪く言われることの多いチャート上の節目が、今回はまるで手袋のようにぴったりと当てはまったことになる。

S&P500、目先は3900~4300

Market Snapshot



Source: FactSet

では、S&P500指数は次にどこへ向かうのか。多くのテクニカルアナリストは、目先は3900から4300のレンジ内での動きが続く可能性が最も高いとみている。3900を割り込むと3800が次の支持線となり、6月の安値である3636が視野に入ってくる。JPモルガンのテクニカルストラテジストであるジェイソン・ハンター氏は、一方で4300を上回れば、さらなる上昇と市場の基調の変化を示唆することになると書いている。

これはかなり大胆な「仮定の話」だ。トゥルイスト・アドバイザー・サービスの共同最高投資責任者（CIO）で公認テクニカルアナリストのキース・ラーナー氏は、過去数週間の下落の大きさ、センチメントの落ち込み、最近の売りでポートフォリオマネジャーの株式への関心が薄れていることから、非常に短期的には安定した状態が続くと予想している。

しかしラーナー氏は、今後数カ月間はS&P500指数が抵抗線である4300に近づくとともに保有株を減らすことを推奨している。この抵抗線はまだ指数の200日移動平均線に近い位置にある。また4300は、S&P 500指数の株価収益率（PER）が過去数カ月間の上限の18倍となる水準でもある。

ラーナー氏は「すぐにでもそこに戻れると考えるのはやや楽観的で、企業業績に対する不透明感を考えると、現時点では本当に強力な上値抵抗線だ」と言う。

企業業績の下方修正懸念

クレディ・スイスのデータによると、第2四半期の企業業績が予想を上回ったにもかかわらず、アナリストによる第3四半期のS&P500指数の業績予想は6月中旬以降に5.5%ポイント低下した。2023年の業績予想は6月中旬以降に3.7%ポイント引き下げられただけでよく持ちこたえているが、さらに引き下げられると考える理由がある。6月、7月、9月に行われた米連邦準備制度理事会（FRB）の大幅な利上げは今後数四半期で実体経済に反映され始め、米国では景気後退の可能性は残っており、欧州と中国の景気低迷は多国籍企業の業績に打撃を与えそうだ。

このように見通しが不透明なため、アナリストは2023年の業績予想をまだ更新せず、第3四半期という「現時点」に注目しているのかもしれない。アナリストの見通しがさらに悪化すれば、S&P500指数のボックス圏の上限が下がる可能性がある。

それでも現時点では、テクニカル指標が市場のセンチメントを支配し続けそうだ。市場で次に注目される材料は13日の朝方に発表される8月の消費者物価指数（CPI）だ。低いインフレ率であれば株価は抵抗線まで上昇し、逆に高いインフレ率であれば支持線を割り込む可能性がある。

いずれにせよ市場は短期売買が主体のトレーダーの市場になっている。それ以外の投資家は、その中の投資方法を考えるだけだ。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

7. 米国の投資家は欧州にも目を向けるべきだ [経済政策]

U.S. Investors Should Pay More Attention to Europe's Problems.
エネルギー危機を過小評価するな

欧州債務危機の可能性

米国の投資家が米連邦準備制度理事会（FRB）の動向を注視するには正当な理由がある。FRBは新たに0.75%の利上げを行おうとしており、同時にバランスシートの縮小を加速させている。だがここに気をとられると、他の重要な脅威への警戒を怠ることになる。

モルガン・スタンレー・ウェルス・マネジメントのリサ・シャレット最高投資責任者（CIO）は「無リスクの資本コストの理解はもちろん大切だが、株式投資家の視野が狭くなっていないだろうか」と問う。為替と世界の債券市場のボラティリティーが上昇する中、米国株式市場のボラティリティーの指標となるボラティリティー・インデックス（恐怖指数、VIX）の動きは比較的穏やかだ。だがシャレッ



Graeme Sloan/Bloomberg

ト氏は近視眼的な考えが不安な2023年をもたらすと警告する。

中でも注目すべきは欧州危機だ。欧州が直面するエネルギー不足は、記録的な物価高騰とリセッション（景気後退）の要因となっている。欧州中央銀行（ECB）は物価高騰に歯止めをかけるために金利を引き上げたが、借り入れコストの上昇は需要減退を呼び、欧州を再び債務危機に陥れる可能性もある。

クレディ・スイスの短期金利戦略グローバルヘッドであるゾルタン・ポザー氏によると、ドイツの製造業の生産高約1兆9000億ドル分がロシアのエネルギー供給量のわずか270億ドル分で賄われているという。欧州最大の経済大国であるドイツは特にロシアのエネルギーに依存してきた。

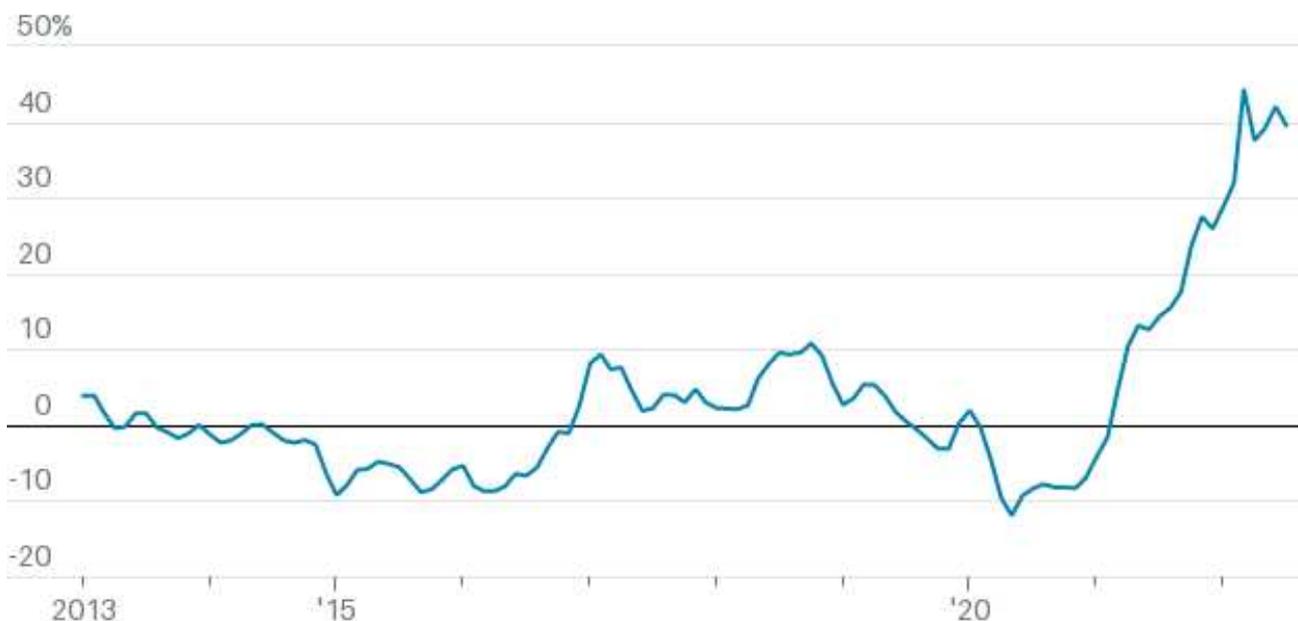
マクロ・コンパス・ニュースレターの著者、アルフォンソ・ピカティエロ氏が言うように、これはかなりの高レバレッジだ。ピカティエロ氏は、この環境下で借入金利やロシアからのエネルギー供給量が大きく変化すると、システム自体が不安定になると指摘する。

ドイツの光熱費は13倍に

Energy Shock

U.S. stocks aren't immune to the impacts of the European energy crisis.

Year-over-Year Change Euro-Area Energy Prices



Source: Federal Reserve Bank of St. Louis

よく欧州の一部の国だけが過剰債務を抱えていると誤解されがちだが、ピカティエロ氏によれば、実際にはすべての欧州主要国で公共・民間の債務額は国内総生産（GDP）の200%を軽く超える。ここに

偶発債務、政府保証、公的企業の債務を含めると、額はさらに大きくなる。例えば、ドイツの偶発債務はGDPの100%を超えている。

10年近く続いたマイナス金利の後、欧州中央銀行（ECB）は7月に政策金利を0.5%引き上げ、今月8日にはさらに0.75%の利上げを実施した。ラガルドECB総裁は、インフレがエネルギーだけでなくさまざまな製品に広がっていることから、ECBは今後数回の会合で積極的に利上げを行う準備があると述べた。

エネルギー価格高騰は既に深刻で、経済成長に影響を及ぼしている。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CIO、ピーター・ブックバー氏によると、コロナ禍前の2020年1月に光熱費3000ドルを支払っていたドイツの平均的な家庭が、現在ではその13倍近い約3万8000ドルを支払っているという。

確かに光熱費の上限設定や補助金もあるが、後者は諸刃の剣だ。ドイツではエネルギー危機対策の第3弾として、一部の家庭に対する光熱費支援とエネルギー集約型企業への税控除として少なくとも650億ドルを支出すると発表した。欧州の消費者物価上昇率が前年同月比9%を超える中、対策の総額は約100億ドルに達する。

高額対策により物価高騰は収まっても、生活必需品に対する効果は限定的だ。ドイツ銀行のストラテジストによれば、3月のドイツの天然ガス使用量は5年平均を20%下回ったため、ドイツ政府は冬に向けて一部のアナリスト予想を上回るペースでガスを備蓄することができたという。だが8月の電力需要は低いが、冬は話が別だ。ドイツ銀行は、ロシアからドイツへのガス供給が引き続き停止し、冬の需要が平均を15%下回ったと想定しても、3月には供給が枯渇すると試算する。この冬はガス不足により使用制限が行われる可能性が高い。

■ アップル利益の25%は欧州から

ブックバー氏は、米国の投資家は欧州の問題が米国にもたらす影響を理解していないのではないかと言う。欧州連合（EU）の経済規模は英国と合わせて約20兆ドルとなり、これは米国の約25兆ドルと大差はなく、世界のGDPの約4分の1を占める。2021年のアップル<AAPL>の利益の約25%を欧州が占め、S&P500指数構成企業の売上高の20~25%は欧州が占める。欧州に大きなエクスポージャーを持つ米国企業は、エネルギー価格高騰による需要の減少に加え、ドル高による米国外での製品価格の高騰と本国での利益縮小に対処しなければならない。

一方、欧州の苦境はチャンスにもなる。ピカティエロ氏などのアナリストは欧州への投資を避けるよう勧めるが、モルガン・スタンレーのシャレット氏はそこまで悲観的ではない。欧州株のパフォーマンスは過去12年、ほぼ一貫して米国株を下回っているが、これは相対的に経済成長が期待外れだったことと、金融・財政政策の効果が限定的だったことが原因だ。さらに、欧州の相対的な予想PER（株価収益率）は過去12カ月、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）からの景気回復の弱さとロシア・ウクライナ戦争の影響で総崩れとなった。

欧州の景気後退は避けられないとみられるが、ECBは利上げを継続する可能性が高く、債務危機はあり得ないことではない。シャレット氏によれば、これら悪材料の一部は既に欧州の株式に織り込まれており、辛抱強い長期投資家にとっては絶好の投資機会だという。また、シャレット氏は米国の資産

は海外の投資家にとって魅力がなくなりつつあるとも指摘する。為替ヘッジのコストは高く、インフレ調整後の金利は収斂（しゅうれん）し、FRBの債券購入額は縮小するためだ。

米国株投資家にとってFRBの政策が引き続き最大の関心事であることは間違いない。だがそれ以外の問題、特に欧州から目を逸らすのは大きな代償を払うことになりかねず、賢明な判断とは言えない。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

8. 住宅バブルとセレブ：崩壊への序章か

[コラム]

A Housing Bubble and Kim Kardashian: More Troubling News for Markets

カーダシアン氏、プライベートエクイティ立ち上げ

給与を暗号資産で受け取る著名人



Greg Swales/Business Wire

セレブたちが市場に大勢乗り込んでくる時ほど、相場が天井を打ったことを明確に示すサインはないだろう。特に、そのセレブの主な才能が一般人のセンスやセンスの欠如にアピールすることである場合は。最新のファッションや音楽や映画には敏感でも、金融の最新動向は把握していない。時代の流れに乗って可能な限り金儲けをしたいという飽くなき欲望のみが金融との唯一のつながりだ。

モデルで女優のキム・カーダシアン氏がプライベートエクイティ企業を立ち上げるという報道があっ

た。実のところ、カーダシアン氏や周囲のリアリティ番組の関係者については、有名であるがゆえに有名であるという以外に、なぜ有名なのかは知らない。しかし、数百万人に上るソーシャルメディアのフォロワーを利用して、女性用下着から人工肉まで幅広い事業を手掛ける起業家となったカーダシアン氏の才能を見くびるべきではない。

今回の報道は、他のセレブたちの金融界進出を思い起こさせる。ごく最近では、俳優のマット・デイモン氏を筆頭に、さまざまなセレブたちが暗号資産（仮想通貨）市場に参入している。デイモン氏は、今や悪名高いスーパーボウルの広告でクリプト・ドットコムを宣伝し、「幸運は勇者を好む」と高らかに述べた。当時、まん延する暗号資産広告について警告を発した資産運用会社シーブリーズ・パートナーズのダグ・カス氏は、ラッパーの50セント氏からアメフト選手のアーロン・ロジャース氏、ニューヨーク市長のエリック・アダムス氏まで、有名人が給与を暗号資産で受け取っていると指摘する。

資産バブルの行方

プライベートエクイティは大きな損失を被っていないが、シティ・リサーチのクオンツ・グローバル・マクロ戦略グループの9月8日付のレポートによれば、非公開市場の価格は公開市場の1～2四半期後に下落する傾向があり、今後価格が下落する懸念がある。そうなっても、カードシアン氏や他の大物有名人に同情する気はない。プライベートエクイティ投資の価値がゼロになっても、誰も1ドルショップでラーメンを探し回るようなことにはならないだろう。

しかし、われわれ一般大衆にとっては、資産価格の下落は痛手だ。調査会社マクロメイブンのステファニー・ポムボイ氏によると、家計の純資産額はこの2年間でかつてないほど増加した。米連邦準備制度理事会（FRB）の緩和的な金融政策により、米国民の保有株式や住宅用不動産の価値は、経済成長率どころか2000年代の住宅バブルや1990年代のITバブルの時期さえも上回る速度で増加し、家計の純資産額は、新型コロナウイルスに対する2年にわたる景気刺激策期間中に39兆ドルもの爆発的な増加を見せた。これは米国内総生産（GDP）の158%に相当する。これに対し、住宅バブル最盛期2年間の増加額はGDPの98%、ITバブル時は同79%であった。

消費支出に打撃

こうして膨れ上がった資産価値が下落すると、消費者支出は大きな影響を受ける。ポムボイ氏は、「FRBの一連のリフレ策のおかげで、今や尻尾（資産価格）が犬（米国経済）を振る本末転倒の状態にあり、資産価格の行方を成長が追うことになるのは避けられない」とみており、FRBが資産価格を明示的な目標とすることは支持しないが、経済におけるその役割を無視するのは「全くの愚行だ」と語る。

資産価格調整の影響は明らかになりつつある。ポムボイ氏は、「このわずか数カ月で、住宅市場の落ち込みは住宅バブルを崩壊させる速度と規模になっている」と指摘する。中古住宅の販売件数はピーク時から27%、年初来では25%減少し、新築住宅の販売件数はさらに悪く、ピーク時から50%、年初来では40%減少している。一方、建設中の新築物件数は170万戸と前回の住宅バブル時を上回っている。

インフレにより実質所得が減少する中、住宅資産の価値が減少すれば消費者心理に打撃を与える可能性が高い。ポムボイ氏が引用したエコノミストの試算によると、住宅の価値が1ドル減少すれば消費は40セント減少する。これは株価下落による影響の4倍に相当する。株式に関しては「ロビンフッド、レディット、デイビー・デイ・トレーダー、およびエイブの個人投資家が保有する株式の時価総額は過去最高となっている」とみている。このバブルの大きさから、弾けた時の消費者需要への影響もこれまでにない規模となるだろう。ITバブル崩壊後、消費支出の名目成長率は年率9.0%から同1.7%に低下した。住宅バブル崩壊後は、年率5.9%の成長から同3.4%の縮小に変わった。こうした前例に従うのであれば、消費支出の名目成長率は足元の年率8.7%から約1.7%に低下するだろう。年8%のインフレ率を考慮すれば、実質成長率はマイナスとなる。

ポムボイ氏は家計純資産額の減少には、幾つか明るい側面もあると考えている。「大退職時代」は資産価値のインフレに負うところが大きく、資産価値は労働収入を補うだけでなく、これに代わる収入となっていたが、今年になり住宅価格や株価が下落したため、8月だけでも78万6000人が労働市場に戻ったとみている。

ポムボイ氏は、過去のサイクルでは資産価値の動きに消費者物価が追随する傾向が見られたと指摘する。ITバブル崩壊の時は消費者物価指数（CPI）の上昇率は年率3.7%から同1.1%に低下し、住宅バブル崩壊後の金融危機の時は、年率5.6%から同マイナス2.1%に低下した。ただし、資産バブルの解消は、特に景気後退の可能性がある場合はリスクを伴う。そして、米国債務の対GDP比率は274%と、1980年代の高インフレを鎮圧したボルカーFRB議長頃の比率（135%）の2倍を超えている。

現在のFRBが39兆ドルに上るバブルの解消に成功する場合でも（ポムボイ氏は成功するとは考えていない）、それは（完璧なマニキュアをしているキム・カーダシアン氏でさえもが）「爪を噛みたくなる（手に汗を握る）ような体験となるだろう」と言う。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

9. エレクトロニック・アーツに投資妙味あり Videogames Are an Art Form-the Best Talent Eventually Wins ソフト資産の価値増大に期待

[ハイテク]

ゲームソフトの成功はクリエイター次第



Courtesy of Electronic Arts

ビデオゲームは世界で最も収益性の高い娯楽メディアとなっているが、ビデオゲーム業界の立役者は映画監督やテレビショーの司会者ほどには知られていない。

例えば、ゲームソフト会社エレクトロニック・アーツ<EA>が2017年に買収した独立系スタジオ、リスポーン・エンターテインメントの代表であるビンズ・ザンペラ氏。ザンペラ氏は、歴史上最も成功したゲームタイトルであるオリジナルの『コール・オブ・デューティ』や『コール・オブ・デューティ・

モダン・ウォーフェア』など、売上高が数十億ドル規模のタイトルの制作責任者を務めている。だが、ザンペラ氏を知る投資家やファンドマネジャーはほとんどいないだろう。

現代のゲームソフト開発は容易ではなく、ヒット作を出し続けることのできないゲーム制作会社は多い。経営幹部は、合計数百人にも上るアニメーション、ビジュアルアート、ナラティブライティング、プログラミングの専門家を管理しながら、しばしば1億ドルを超える予算に対処しなければならない。

ザンペラ氏がゲーム業界紙以外の記者と話すことは滅多になく、筆者はインタビューを申し込んでから同意を得るまでに数カ月を要した。幾つものヒット作を制作できた理由を尋ねたところ、ザンペラ氏は「われわれは楽しいことだけに的を絞ろうとしており、同じ制作プロセスを徹底的に繰り返す。成功するのは最高のアイデアではなく、最高の制作である」と答えた。さらに同氏は最高の人材を見いだすことの重要性を強調し、「優れた人を雇い、輝かせる。彼らが行うことを管理してはならない。彼らのために門戸を開き、彼らが最善を尽くすことをさせる」とも述べている。

制作権限をザンペラ氏に集約

株主にとっての朗報は、エレクトロニック・アーツがより多くのゲーム資産の制作をザンペラ氏に任せ始めたことだ。昨年末には発売したゲームタイトルが軒並み期待外れに終わった後、『バトルフィールド』シリーズの制作責任者をザンペラ氏に変更した。エレクトロニック・アーツは先週、ザンペラ氏の指揮下にあるリッジライン・ゲームズという別の制作スタジオが傘下に加わったと発表した。

ウォール街の一部のアナリストは、ザンペラ氏がエレクトロニック・アーツの事業好転の火付け役となる可能性に気付いている。バンク・オブ・アメリカ・グローバル・リサーチのアナリスト、オマー・デスーキー氏は、エレクトロニック・アーツの投資判断を「買い」、目標株価を155ドルとしており（直近は129ドル）、ザンペラ氏が『バトルフィールド』を担当することによって「やがてシューティングゲームの強豪になる」はずだと指摘する。

新世代ビデオゲーム機の更新サイクルに乗る

エレクトロニック・アーツの株式に楽観的になる理由はザンペラ氏だけではない。本誌は今年5月、新世代ビデオゲーム機の複数年にわたる更新サイクルに乗じる銘柄としてエレクトロニック・アーツを推奨した。この記事では、エレクトロニック・アーツが残された数少ない大手独立系ゲーム会社の一つであり、買収の標的として注目を集める可能性があることも指摘した。この記事が出て以降、市場が不安定だったにもかかわらず株価は12%上昇した。

ゲーム機市場の見通しも明るさを増している。ソニー<6758>は半導体不足の緩和を理由に、2023年度のプレイステーション5の生産台数を少なくとも50%増やすと発表した。より多くのハードウェアが消費者の手に渡ればゲームソフト販売会社の売上高も増えるはずだ。

買収の標的となる可能性も

投資家はエレクトロニック・アーツが買収される可能性を過小評価すべきでない。今年初め、同業のテイクツー・インタラクティブ・ソフトウェア<TTWO>がモバイルゲーム開発会社のジंगाを買収し、ソニーがゲームソフト開発会社のバンジーを買収するなど、M&A（合併・買収）が急増した。1月にはマイクロソフト<MSFT>がゲームソフト大手のアクティビジョン・ブリザード<ATVI>を690億ドルで買収することで合意した。

オランダの市場調査会社ニューズーによると、世界のゲーム市場は2022年の1970億ドルから2025年までに2260億ドルに成長すると予想されている。デスーキー氏は、エレクトロニック・アーツには「信じられないほどの希少価値」があると言う。

エレクトロニック・アーツの2024年度予想PER（株価収益率）は16倍と妥当な水準にあるが、新世代ゲーム機の堅調な更新サイクルと再び活性化している発売予定タイトルの追い風に乗っていることに鑑みると、このバリュエーションは今後数年にわたる2桁台の成長の可能性を過小評価していると思われる。

By Tae Kim
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

2023 Is a Big Union Contract Year. With Inflation Hot, Expect Labor Unrest.
インフレ高進の中、2023年は労働争議が盛り上がりそうだ

賃金上昇率はインフレ率に見合うものになるか



Illustration by Elias Stein

投資家はここ数年、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）や戦争、インフレの高進といった数多くのリスクに対処してきた。来年、ほぼ確実に現実のものとなるリスクがある。それは労働争議だ。

2022年の米国の消費者物価上昇率は、前年同月比平均で8%を超えている。食品の上昇率は9%を上回る。自動車価格に至っては新車、中古車ともに17%近く上昇している。しかし賃金の上昇率はわずか5.3%と、労働者にとってはつじつまが合わない状況

だ。ストライキや企業の収益力に影響が及ぶような賃金上昇の見込みが高まりつつある。

物流大手ユニテッド・パーセル・サービス（UPS）＜UPS＞と米国およびカナダの労働組合チームスターズとの契約は2023年7月31日に終了するが、すでに懸念を示すアナリストもいる。シティのアナリスト、クリスチャン・ウェザビー氏は、7月に開かれた第2四半期の決算コンファレンスコールでこの件を質問した。今のところ、UPSの経営陣は潜在的な人件費増加を相殺するためのコスト削減や効率化に注力している。

自動車大手ゼネラル・モーターズ＜GM＞、フォード・モーター＜F＞、クライスラーの親会社であるステランティス＜STLA＞も、2023年に全米自動車労組（UAW）との契約交渉を控えている。前回の交渉は2019年で、GMは1カ月におよぶストライキに耐えた。現在のところ、2019年の合意はどちらにとっても良い結果をもたらしているようだ。労働者はより良い福利厚生と賃金を勝ち取り、自動車メーカー側は2022年に、2019年と比べて利益率が向上した。

2019年の自動車製造労働者の賃金上昇率は2%の範囲で、当時のインフレ率とほぼ同じだった。次回の賃金上昇率も、消費者物価上昇率とほぼ同じとなるだろう。UPSおよび自動車大手各社は、今後の労組との交渉についてはコメントしなかった。

投資家は今のところ、懸念していないようだ。UPSの株価は9月5日の週に1.4%上昇し、フォード、GM、ステランティスの株価は平均約3.8%上昇した。S&P500指数の上昇率は3.7%だった。

今週の予定

9月12日（月）

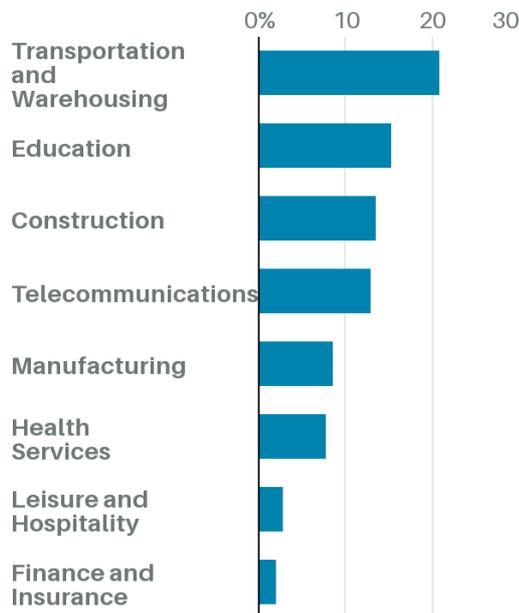
- ・ ソフトウェア大手オラクル＜ORCL＞が2023年度第1四半期決算を発表。

9月13日（火）

Union Shops—or Not

The degree of unionization ranges widely across an array of U.S. industries.

% Represented by a Union



Source: Bureau of Labor Statistics

- 米労働省労働統計局（BLS）が8月の消費者物価指数（CPI）を発表。エコノミストによるコンセンサス予想は前年同月比8.1%上昇（7月は8.5%上昇）。変動が大きい食品とエネルギーを除くコアCPIは6.1%上昇（7月は5.9%上昇）。

- 農業化学会社コルテバ<CTVA>とコーヒーチェーン大手スターバックス<SBUX>が投資家向け説明会を開催。

- ツイッター<TWTR>が臨時株主総会を開催し、電気自動車（EV）メーカー、テスラ<TSLA>のイーロン・マスク最高経営責任者（CEO）による440億ドルでの買収提案に対する投票を行う。ツイッターはマスク氏に対して当初の買収合意を履行するよう、デラウェア州の裁判所に提訴している。マスク氏は、ツイッターが「契約上の義務を順守していない」として契約撤回を求めている。5日間にわたる審理は、10月17日に開始される見通し。

- 全米独立事業者協会（NFIB）が8月の中小企業楽観度指数を発表。コンセンサス予想は90と、7月とほぼ同じ。中小企業経営者が歴史的なインフレや労働者不足、さらにサプライチェーンの混乱に対処する中で、同指数は約10年ぶりの低水準にとどまっている。

9月14日（水）

- BLSが8月の卸売物価指数（PPI）を発表。エコノミストのコンセンサス予想は前年同月比8.9%上昇（7月は9.8%上昇）、食品とエネルギーを除くコアPPIは7.0%上昇（7月は7.6%上昇）。

9月15日（木）

- 文書・画像処理ソフトウェア大手アドビ<ADBE>が決算コンファレンスコールを開催。

- 計測装置および医療機器メーカーのダナハー<DHR>と医療保険大手ヒューマナ<HUM>が投資家向け説明会を開催。

- ニューヨーク連銀が9月の製造業景気指数を発表。予想は2.1と、8月のマイナス31.3を約33ポイント上回る。同指数は7月から8月に42ポイント低下し、新型コロナウイルスのパンデミックに影響を受けた2020年4月に次ぐ、史上2番目の下げ幅となった。

- 米国勢調査局が8月の小売売上高を発表。コンセンサス予想は前月比0.2%増、自動車を除く数値は同0.6%増で、どちらも7月の増加率を0.2%ポイント上回る。

9月16日（金）

- ミシガン大学が9月の消費者景況感指数を発表。コンセンサス予想は59.3と、8月の58.2から約1ポイント上昇。米連邦準備制度理事会（FRB）は、同調査が示す消費者のインフレ期待を注視するだろう。FRBのパウエル議長は、2019年の議会証言において、「インフレ期待は現在、実際のインフレをけん引する最も重要な要因であると考えている」と述べていた。1年先と5年先のインフレ期待は、どちらもここ最近のピークから低下しているが、引き続き10年ぶりの高水準にある。

By Al Root
(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』 2022/09/11

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