

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2022/09/18

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 広告付き動画配信サービスの行方 - Netflix and Disney+ to Wade in With Ads [カバーストーリー]
ネットフリックスとディズニーが導入 P.1
2. 2022年独立系投資アドバイザーランキング - Here Are the Top Independent Financial Advisors. [フィーチャー]
多様化するサービスモデル P.5
3. 今年がドルにとって最高の年になる可能性 - Why the Dollar Could Be on Its Way to a Record Year [インタビュー]
エクサンテ・データのノードビッグ氏に聞く P.9
4. フェデックス決算で大荒れの市場、FRBへの期待は禁物 - Bulls Get Scorched by FedEx. Don't Expect The Fed to Help. [コラム]
FF金利は2023年以降の予想が重要 P.12
5. ついに悟った株式市場 - The Stock Market Finally Understands What's Coming [米国株式市場]
安易な底値漁りは危険 P.14
6. オフィス回帰を望まない従業員、REITに打撃 - Workers Resist a Return to the Office. That's Bad News for REITs. [投資戦略]
オフィスREIT、今年大幅な値下がり P.16
7. 米政策金利、高インフレで高止まり必至 - Forget a Fed Pivot. Rates Will Stay High as Inflation Persists. [経済政策]
FRBの政策転換、期待できず P.18
8. 枯渇するハイテク資金調達市場 - Tech Deals Have Dried Up-Buyers and Sellers Can't Agree on a Price [ハイテク]
買い手と売り手の評価に大きな隔たり P.21
9. 利回り4%、引き締め局面でも魅力的な債券投資 - Short-Term Bonds Yield 4%. Why They Could Beat Cash. [インカム投資]
短期の米国債と投資適格社債が狙い目 P.22
10. 今週の予定 - Goldman Sachs: Why European Natural Gas Could Fall by 50% [経済関連スケジュール]
欧州天然ガス価格、一時半値もーゴールドマン・サックス予想 P.25

※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. 広告付き動画配信サービスの行方

Netflix and Disney+ to Wade in With Ads
ネットフリックスとディズニーが導入

[カバーストーリー]

オンライン広告から動画配信広告へ

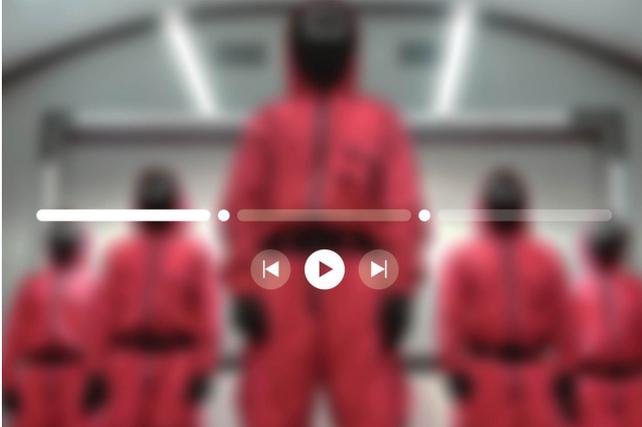


Photo illustration by Barron's staff; (Squid Games) Dom Slike/Alamy

「続きはCMの後で」という言葉が新たな意味を持ちつつある。動画配信大手ネットフリックス<NFLX>と娯楽・メディア大手ウォルト・ディズニー<DIS>の株価が回復するかどうかは、間もなく開始予定の広告付き動画配信プランに懸かっている。ネットフリックスの目標は、失われた加入者を割安なプランによって取り戻すことだ。ディズニーが運営するディズニープラスは、最近のケーブルテレビ解約の加速を相殺することを目指している。

短期的には、両社とそのライバルにとって、多くの悪影響をもたらす可能性がある。過剰な広告枠は、とりわけ景気が低迷しているときには、業界全体の料金を押し下げるだろう。1時間当たりの広告が多過ぎると視聴者のストレスがたまる。一方、広告が少な過ぎれば、高額な（広告なしの）動画配信サービスやケーブルテレビの解約を招く。

しかし、うまくいけば、成長をよみがえらせるだけでなく、広告業界における力をグーグルとフェイスブックから取り戻せるかもしれない。グーグル親会社のアルファベット<GOOGL>と競合し、ディズニーと提携している広告枠購入プラットフォーム運営会社トレード・デスク<TTD>のジェフ・グリーン最高経営責任者（CEO）は、動画配信サービスの広告はオンライン検索とソーシャルメディアに匹敵するターゲティング能力を持つ一方、感情面の結びつきを生み出すこともできると言う。グリーン氏は「バナー広告を見て泣く人はいない」と語る。

トレード・デスクは動画配信への広告支出が増加すれば勝者となるだろう。マイクロソフト<MSFT>も恩恵を受ける見込みだ。動画配信端末メーカーのロク<ROKU>の株価は低迷しているが、その割には成功する可能性がある。ディズニーとメディア大手ワーナー・ブラザーズ・ディスカバリー<WBD>は豊富なコンテンツによる利益を享受できるはずだ。一方、ネットフリックスは多くのリスクに直面する。業界全体のさらなる再編も避けられないとみられる。

広告はすでに動画配信サービスにあふれている。変わるはその規模だ。ビーオブエー・セキュリティーズは、調査会社ニールセンのデータを引用し、ユーザーが昨年9月下旬から今年5月上旬までにネットフリックスのコンテンツを視聴した時間を1兆3000億分としている。これは従来のテレビ業界で視聴率トップを走るCBSの約2倍、動画配信サービス2番手のディズニープラスの5倍だ。

ネットフリックスは広告付きプランの開始を11月に前倒しした。これは、12月8日に同様のサービスを開始するディズニープラスに先んじるためだろう。ネットフリックスは11月末までに広告主を囲い込むつもりようだ。

ネットフリックスの広告時間は1時間当たり4分からスタートするとみられる。しかし、ビーオブエーのメディアセクター担当アナリスト、ジェシカ・リーフ・アーリック氏は、広告時間の急激な増加という形で、ひそかに値上げが行われると予測している。アーリック氏は、広告時間が「リニア（従来型）テレビ並みにならないことを望む。そうなったら我慢できない」と語る。

テレビ業界は専門用語が多い。投資家向けに簡単に解説しよう。リニアとは、あらかじめ決められた時間に放送される映画や番組を意味し、従来のテレビ放送やケーブルテレビ番組を指す場合もある。また、「無料の広告付きストーリーミングテレビ」（FAST）を意味することもある。FASTサービスは、広告と引き換えにコンテンツにかかる費用を節約しており、ユーザーにとっては料金面が魅力だ。

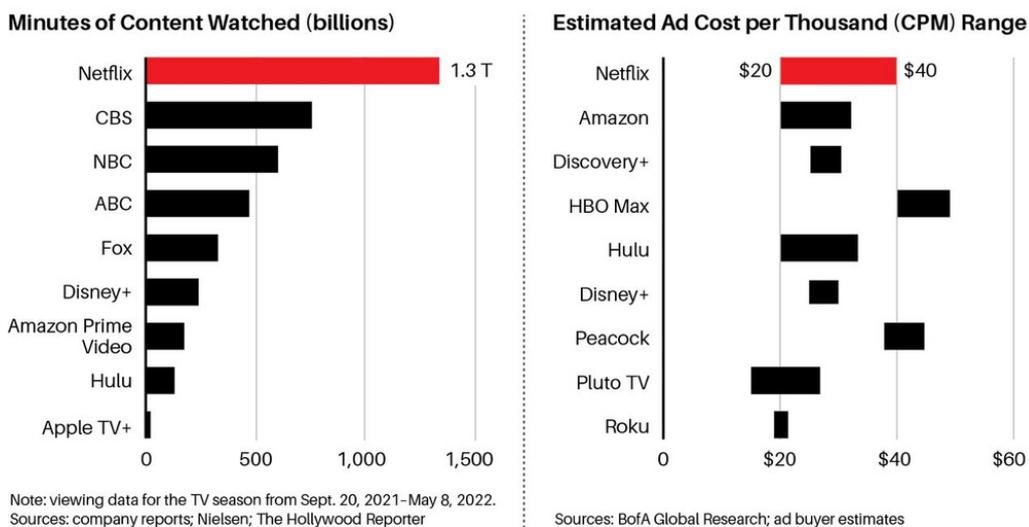
より一般的な動画配信サービスは、ユーザーがサブスクリプション料を支払い、見たいときに番組を見るというもので、「オンデマンドのサブスクリプション動画」の頭文字を取って「SVOD」と呼ばれる。ネットフリックスとディズニープラスの新たなプランのように、広告によってコストを補う場合は「AVOD」となる。一部のFASTはAVODにも参入しており、その逆もある。両者は同じ広告予算をめぐって争っている。

広告収入は、広告の表示回数（アドロード）、視聴者数、コスト・パー・ミル（CPM）によって決まる。CPMは広告が1000回表示されるごとに支払われる料金を指す。広告は、春の終わりから夏の初めにかけて実施される「アップフロント」交渉において事前販売され、さらに直前まで「スキッター」（売れ残り）市場でも販売される。テレビ局はアメとムチを活用しており、アップフロント交渉では良質なスポット広告枠を提供する一方、スキッターまで待つ広告主には高い料金がかかると警告する。

高いターゲティング能力

The Battle for Viewers—and Ad Dollars

Netflix is a clear leader as others play catch-up. Experts expect more consolidation in a crowded field.



最も重要な問題は、ネットフリックスのCPMはいくらかということだ。CPMが高ければ業界全体が繁栄する助けになるだろう。もし低ければ、ネットフリックスはアドロードを急いで増やさねばならず、それでもフルプライスのサブスクリプションからの乗り換えを埋め合わせるには不十分かもしれ

ない。ウォール街で取りざたされている非公式の予想額は65ドルだ。

広告付き動画配信サービスのベテランであるフルーのCPMは20ドル台から30ドル台前半と推定される。HBOマックスのCPMは最も高い部類に入り、40ドル台に固定されている。ビーオブエーのネットフリックス担当アナリストであるナット・シンドラー氏は、ネットフリックスに対して弱気な見方を取り、CPMを20ドルから40ドルと予想している。シンドラー氏の最近の分析では、ネットフリックスは失ったサブスクリプション収入を埋め合わせるために年間38億ドルの広告収入が必要となるが、当初の広告収入は18億ドル未満となる公算が大きい。

マッコリー・リサーチのティム・ノレン氏は、ネットフリックスが来年までに50ドル、2025年までに60ドルのCPMを確保するとみている。ノレン氏の見立てでは、2025年までにネットフリックスの広告収入は米国とカナダで36億ドルとなる。世界全体では85億ドルで、これは広告がなかった場合を20億ドル上回る。ノレン氏は最近、ネットフリックスの投資判断を中立に引き上げた。

エバーコアISIのアナリスト、マーク・マハニー氏は先週、ネットフリックスの投資判断をアウトパフォームに引き上げた。マハニー氏の予想では、2024年までに売上高が10億~20億ドル増加するだけでなく、加入者数も1000万人増える見込みだ。マハニー氏は、ネットフリックスを解約した加入者に対する最近の調査に基づき、割安なプランが追加されれば解約者の20%が戻ってくると考えている。

広告付きプランの料金がどれだけ安くなるかは不明だが、7~9ドルという見方が一般的だ。ネットフリックスでは、広告なしの最も安いプランが月9.99ドル、最も人気のあるプランが15.49ドルに設定されている。ディズニーは最近、ディズニープラスの広告付きプランの料金を月7.99ドルにすると決定した。これは現行の広告なしプランと同額だが、広告なしプランは間もなく10.99ドルに値上げされる。

早い段階でCPMの重しとなり得る要素の一つは、ネットフリックスが視聴者の情報をほとんど提供しないとみられることだ。これはプライバシー上の懸念よりも、ネットフリックス自身の能力による部分が多いかもしれない。この問題の解消には、マイクロソフトとの提携が助けになるとみられる。ただし、広告技術コンサルタント会社アドプロフズの創業者であるラトコ・ビダコビッチ氏は、「より洗練されたターゲティングのために新たな広告インフラを立ち上げるには時間がかかる」と指摘する。

従来のテレビは視聴者を正確にターゲティングする能力に限られている。インターネットはその能力が高いが、長年にわたり、トラッキングクッキーなどのプライバシー上の懸念がある技術に依存していた。アップル<AAPL>とアルファベットは、自社の端末やソフトウェアにおいて、第三者が発行したクッキーに厳しく対処しており、広告主はクッキーを利用しない方法を検討している。

一方、動画配信サービスは顧客のクレジットカード情報を通じて貴重な知見を得られるため、広告主から高い広告料を獲得できる可能性がある。必要なのは、ネットフリックスが個々の顧客の詳細情報を共有しなくても、広告主がキャンペーンをカスタマイズできるようにするための手段だ。また、第三者がネットフリックスのユーザーを他のサイトまで追跡し、より安いコストで広告を表示できないようにすることも必要となる。

解決策の一つは、情報を過度に共有することなく協力を可能にする「データ・クリーン・ルーム」と

いうソフトウェアだ。トレード・デスクはディズニーにデータ・クリーン・ルームを提供している。マイクロソフトは最近、運用型広告（閲覧者に対して最適化された広告を自動的に表示する手法）を手掛けるザンダーを通信会社AT&T<T>から買収しており、ネットフリックスに対してトレード・デスクと同様のサービスを提供すると考えられる。なお、マイクロソフトは本誌の取材に対してコメントを控えた。

■ ネットフリックス、キャッシュフローに不安感

ネットフリックスは広告業界の大手企業となる可能性があるが、それまで投資家は大きなリスクを背負う。ネットフリックスのフリーキャッシュフローは大幅なプラスには転じておらず、安定してプラスというわけでもない。コンテンツにかかる費用は急増している。かつては安価な料金を番組をライセンスしていた制作スタジオは、自社の動画配信プラットフォームのために作品を出し惜しみするようになってきている。

ネットフリックスの加入者数は2四半期連続で減少している。しかし、いずれは成長軌道に回帰すると予想されており、株価は6月末から28%回復している（同期間のS&P500指数は4%上昇）。近いうちにさらなる成長が見られなければ、投資家は、2025年予想フリーキャッシュフローの45億ドルという数字が、970億ドルに上る時価総額に見合わないのではないかと考え始める可能性がある。

従来の有料テレビ配信の加入者は、2015年のピーク時の1億人超から約8200万人に減少しており、最近では減少のスピードが加速している。しかし、残っている加入者からのキャッシュフローは、少なくとも動画配信が黒字になるまでのつなぎとしての役割を果たすだろう。時価総額約2050億ドルのディズニーは、今後3年間のフリーキャッシュフローが100億ドルを上回る可能性がある。

ビーオブエーのアーリック氏とマッコリーのノレン氏は、共にディズニーとワーナーを選好している。有名制作スタジオ、生放送のニュース番組、スポーツ配信権などの欠かせない要素を持っているからだ。ディズニーの値上げが安価なプランへの乗り換えを促しているように見えるのには理由がある。アーリック氏は「恐らくディズニーはSVODよりもAVODの方が高い利益を上げられる」と語る。ノレン氏はトレード・デスクに対して特に強気で、「トレード・デスクは中立的で規模が大きく、取引先との関係が良好で、的を絞った広告を提供する優れた能力があるため、移行期における勝者の1社になると考えている」と語る。

ウェドブッシュのメディアセクター担当アナリスト、アリシア・リーズ氏は、過去1年間で株価が78%下落しているロクを推奨する。ロクのテレビ向け基本ソフト（OS）では、複数の動画配信アプリや「ロクTV」というAVODプラットフォームを横断して番組を検索することができる。リーズ氏によれば、ロクはスカッター市場へのエクスポージャーが大きく、軟調な市場によって悪影響を受けた。しかし、時価総額は94億ドルに低下しており、コンセンサス予想では今後3~4年間でフリーキャッシュフローが5億ドルに達する見込みだ。

ノースウエスタン大学ケロッグ経営大学院のブレット・ゴードン氏は、今後数年間で動画配信サービスの広告がその有効性を証明し、広告費がディスプレイ広告からコネクテッドテレビ向け広告に流れる可能性があるとする。トレード・デスクのグリーンCEOは、世界の広告予算が1兆ドルに近づいていくとし、「コネクテッドテレビは世界中で急速に最も有効な広告媒体となりつつある」と話す。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

2. 2022年独立系投資アドバイザーランキング Here Are the Top Independent Financial Advisors. 多様化するサービスモデル

[フィーチャー]

豊富になる選択肢



Illustration by Mark Allen Miller

1990年代までは、ウォール街の大手証券会社が投資アドバイス市場をほぼ独占していた。しかし、投資アドバイスやファイナンシャルプランニングに対する需要が高まる中、モルガン・スタンレー<MS>やメリルリンチといった大手にとって、今や強力な競合相手が存在する。

独立系アドバイザーの数は猛烈なスピードで増加しており、その多くが登録投資顧問業者（RIA）で働いている。米国のRIAの数は2012年から2021年にかけて41%増加し、1万5000社に達している。ブルースプリング・ウェルス・パー

トナーズの社長で、長年ファイナンシャルアドバイザー業界をリードしてきたデービッド・キャンター氏は、「助言ニーズは堅調に伸びている。そして、独立系アドバイザーの数が増加の一途をたどっているという事実がそれを裏付けている」と語る。

業界が成熟するにつれ、極めて規模が大きいプレーヤーも登場しつつある。カリフォルニア州サンタクララに本拠を置く最大手のエデルマン・ファイナンシャル・エンジンの顧客数は全米で160万口座に上り、約2900億ドルを運用している。カンザス州オーバーランドパークを本拠とするクリエイティブ・プランニングは約16万5000口座を有し、運用資産額は1340億ドル、同じくオーバーランドパークに本拠を置くマリナーは約9万口座、運用資産額550億ドルだ。

各社が市場シェアの拡大と業容拡大による規模の利益を追求する中、活発な合併・買収（M&A）市場が形成された。実際、買収件数は8年連続で増加しており、コンサルティング企業デボウ・アンド・カンパニーによると、昨年では242件に上った。今年も記録を更新する見通しだ。

業界の発展により、独立系アドバイザーの選択肢は極めて豊富になった。得意とする顧客層、提供するサービス、投資方法、料金などにより、さまざまな選択肢が存在するため、自分に合ったアドバイザーを見付けるには全容を把握し、絞り込む必要がある。

今回の特集では、二つのランキングを紹介する。今年で7年目を迎える「RIA上位100社」のランキングは、運用資産額、運用資産が生む収益額、規制上の記録、スタッフの人数および多様性、テクノロジーへの投資、相続準備などを含む定性的、定量的な基準に基づいている。「独立系アドバイザー上位100名」のランキングは同様の定量基準を使用しており、定性要因にはアドバイザーの経験、大学院レベルの学位、業界資格、チームの人員構成、そして当然ながらコンプライアンス上の記録が含まれ

る。

独立系RIAは、合計で5万人を超えるアドバイザーを擁するウォール街の大手企業メリルリンチ、モルガン・スタンレー、UBS<UBS>、ウェルズ・ファーゴ<WFC>とは全く異なる。株式のブローカーを起源とする大手は巨大なウェルスマネジメント部門を有し、銀行の関連会社であることが多い。2021年末時点のモルガン・スタンレーの顧客資産は4兆9300億ドルと、エデルマン・ファイナンシャル・エンジンズの2900億ドルとは比べものにならないほど大きい。

独立系RIAがしばしば強調するのは、法的に受託者責任を負っており、顧客とのリレーションシップの全ての側面について忠実義務および善管注意義務を継続的に負う点だ。これに対し、大手や中小の証券会社で証券会社規制のもとで業務を行う金融専門家は「レギュレーション・ベスト・インタレスト」として知られる規制に従うが、これは一般的には受託者責任ほど厳格ではないと考えられている。しかし、大手証券会社では、証券口座に加え、RIAと同様の受託者責任が適用されるフィー・ベースのウェルスマネジメント口座を提供しているため、話はそれほど単純ではない。

独立系の魅力



Illustration by Mark Allen Miller

独立系RIAの世界にはさまざまなサービスモデルがある。最も一般的なのは、投資アドバイスやファイナンシャルプランニングを含むフルサービス型のウェルスマネジメントモデルである。本質的には、こうした企業の価値提案は、老後生活、大学資金など、人生上の目標に値札を付け、必要となる貯蓄額と投資方法を特定することによって、これらの目標を達成可能にできるということだ。フルサービス型のRIAは、保険の見直しを行い、ギャップを埋める手助けをすることも可能だ。

サービスの内容を投資に限定するRIAもある。モンタナ州ホワイトフィッシュを拠点とするストック・ファイナンシャル・マネジメントは株式ポートフォリオの運用のみを行い、優れた実績を上げている。マサチューセッツ州ウェルズリーのウェルズリー・アセット・マネジメントは転換社債ポートフォリオの運用に特化しており、2008年に1億ドルであった運用資産額は今では30億ドル超に達している。

ファイナンシャルプランニングのみを行う企業はそれほど多くはないが、専門家と相談した上で自分自身で投資を行うことを好む顧客や、投資資金は少ないが適切なアドバイスを必要としている顧客にとっては理にかなっている。こうしたRIAは時間単位の料率を採用することが多く、投資資金がフルサービス型の手数料に見合う水準に達していない投資家でも利用可能だ。定額料金型サービスモデルを提供するRIAもある。サービスやサポートのレベルによって手数料は月額50~500ドルと幅がある。手数料が何であれ、アドバイスのみを提供するRIAは、投資に関するセカンドオピニオンや、退職時期、年金請求時期、退職勘定の引き出し方など、重要な判断に対するアドバイスを提供することができる。

ニッチなサービス

業界が成熟するに伴い、専門性の高いサービスも登場している。例えば、LGBTQ+（性的少数者）の顧客には養子縁組など家族形成に関わる固有の資金ニーズがあり、こうした顧客へのサービスに特化したRIAもある。また、特定の業界や雇用主の従業員向けのサービスに特化したRIAもある。ミシガン州グランドブランのメインステイ・キャピタル・マネジメントはその典型例で、顧客の75%はゼネラル・モーターズ（GM）の従業員か元従業員だ。元GM幹部のデービッド・クドゥラ氏が率いるメインステイのアドバイザーは、GMの報酬制度や福利厚生制度に精通している。

超富裕層および機関投資家向けのアドバイザー紹介会社であるスプリングリーフの創業者、ダグ・ブラック氏は、「優れたファイナンシャルプランナーおよび投資家であること、そして手数料も適切であることが前提となるが、顧客のニッチに特化しているというのは大きなプラス要因になる」と語る。

人口の51%を女性が占めていることから、女性向けサービスを専門にするという点に取り立てて言及するのが適切かどうかという問題はあるが、投資アドバイザーは長きにわたり男性が支配してきた業界であり、顧客が夫婦である場合でさえ、男性顧客向けのコミュニケーションに傾きがちな。オハイオ州クリーブランドのルマ・ウェルス・アドバイザーズは異なったアプローチを取る。最近増加しつつある、女性が経営し、主として女性向けのサービスを提供する企業の一つであるルマは、未亡人、離婚女性、事業主など、純資産200万～2500万ドルの女性を主な対象としている。女性はアドバイザーを選択する際に共感性を重視することが調査で示されており、ルマは共感性を企業文化の柱の一つとしている。職員の採用や報酬決定の際にも共感性が重要な要素として考慮される。

ルマや他の女性専門のRIA業者は、単に投資アドバイザー業界の既存のギャップを埋めているだけではなく、今後はるかに裕福になると予想されるセグメントで地歩を固めようとしている。ニューヨーク・ライフ・インベストメントの調査によると、女性は今後40年間で28兆7000億ドルを相続すると予測されている。

資産水準で選ぶ

独立系アドバイザー業界を見るもう一つの方法は、顧客ターゲットというレンズを通してみることだ。業者の多くはいわゆるマス富裕層、すなわち投資可能資産が100万ドル、あるいは200万ドル以下の世帯に焦点を当てている。RIA大手のエデルマン・ファイナンシャル・エンジンズが良い例である。時間単位のプランナーは、ロボアドバイザー（顧客に自動化された投資サービスを提供し、多くの場合、追加料金で人間のアドバイザーへのアクセスを提供する）と同様に、こうした層にサービスを提供する傾向がある。

フルサービスを提供する独立系業者の圧倒的多数は100万～1000万ドルの投資資産を保有する世帯をターゲットにしている。そうした独立系業者は通常、プランニングサービスと投資運用サービスを提供し、運用資産残高（AUM）の約1%に相当する手数料を請求する。場合によっては、こうした中間層をターゲットとする業者は、請求書の支払いや小切手帳の残高管理といった「コンシェルジュサービス」を提供する。

いわゆる超富裕層、すなわち少なくとも1000万ドルの投資資産を保有する顧客に対し、プライベート

ト・ウェルス・マネジャーやファミリーオフィス（家族向け業者）は、プライベート投資へのアクセスなど、はるかにハイエンドのサービスを提供している。そこでは不動産プランニング、慈善活動、税務管理がより重視される。こうした業者は、例えば使用人の給与計算など、より高次元のコンシェルジュサービスを提供し、ヨット、航空機、その他高価な玩具を購入する必要がある場合は、その手助けも行う。

ブラック氏は、契約している顧客の中で自分の資産水準がとりわけ大きくも小さくもない業者と付き合うのは良い考えだと語る。顧客が、契約しているアドバイザーの典型的な顧客よりもはるかに裕福だとすれば、恐らくそのアドバイザーは顧客ニーズに応えた経験が少なく、プライベートエクイティやヘッジファンドのような高度な投資にアクセスできないかもしれない。投資資産がアドバイザーの典型的な顧客よりも小さければ、従業員ストックオプションなどの明確な資産形成手段がない限り、対応がよくない可能性がある。

ブラック氏は、「顧客は、自分とそっくりな表情と雰囲気のある顧客を有するアドバイザーとの取引を望む」と語る。業者は通常、収益性に応じて顧客を分類し、「A」、「B」、「C」顧客と呼んでいる。当然のことながら、大口の口座を持つ顧客は、より注目されやすい。ブラック氏は、例えば、市場に劇的な動きがあれば、アドバイザーは多くの場合、口座残高の大きさの順に顧客にコンタクトするだろうと語る。

通常、報酬モデルではAUM手数料が支配的だが、極めて高度なサービスにおいてさえ、AUM手数料とは異なる報酬の決め方が一般的になりつつある。非常に裕福な顧客を抱える業者は、顧客ニーズの難易度に応じて定額の年間手数料とするリテーナーアレンジメント（顧問契約）を提供し始めている。アドバイザーがこうした決め方を好むのは、保有する不動産についての助言から相続人に対する金融教育まで、投資ポートフォリオを超える業務に対する報酬を得る手段だからだ。

アトランタに本拠を置くバレンタインは、リテーナーオプションを2017年に導入した。顧客と共に状況や目標を理解した上でサービスの範囲を提案し、費用を具体的に算定している。合意内容は毎年の更新が必要となる。

そうしたアプローチによって、実際の、あるいは想定されるアドバイザー側の利益相反が排除される。アドバイザーが純粋に顧客の投資ポートフォリオの規模だけで報酬を受けるとすれば、アドバイザーはポートフォリオの急拡大を期待して、（ミーム株など）リスクが大きい投資戦略を実行するよう顧客に助言する誘惑に駆られるかもしれない。評判の良いアドバイザーは誰もやらないが、AUMモデルにはそうした行為に対するインセンティブがある。

■ 手数料を比較する

一部の業者は併用型手数料を提供している。イリノイ州ロックフォードのサバント・キャピタルは税務および会計サービスには時間単位あるいは定額手数料を適用し、従来型のプランニングおよび投資サービスには資産残高をベースとする手数料を請求している。

富裕度の水準が異なる顧客にサービスを提供する業者を詳しく見るには、エデルマン・ファイナンシャル・エンジンズ、アルテア・アドバイザーズ、MAIキャピタル・マネジメントの役員に対する本誌のインタビューを読むことをお勧めする。各社のサービスモデルについての洞察が得られる。

アドバイザーの選定に際しては、慎重に調査するのが賢明だ。ブラック氏は、法令を順守してきた実績があり、自分と同じような顧客にサービスを提供し、手数料が合理的であり、優れたサービスに定評があり、投資能力が実証されている4社を選ぶよう提案する。4社に提案させた上で2社を最終候補とし、最終決定の前により詳細な質問をぶつける。ブラック氏は、「これは富裕度に関係なく、良いアプローチだ。業者が顧客の老後の蓄えを任せてほしいのであれば、業者自身がそれに見合う存在であることが必要だ」と語る。

By Steve Garmhausen
(Source: Dow Jones)

3. 今年がドルにとって最高の年になる可能性 Why the Dollar Could Be on Its Way to a Record Year エクサンテ・データのノードビッグ氏に聞く

[インタビュー]

利上げ継続がリスクに



Photograph by Mary Kang

デンマークで育ったイエンス・ノードビッグ氏は、ゴールドマン・サックスでの為替リサーチや野村ホールディングスでの為替ストラテジストを経て、ニューヨークを拠点にグローバルに投資する機関投資家向けのデータ分析を行うエクサンテ・データを設立し、現在は最高経営責任者（CEO）を務めている。ノードビッグ氏は今年初めから、欧州中央銀行（ECB）がタカ派に転じ、金利を大幅に引き上げると、繰り返し予測していたが、これは正しかった。

本誌：まず、世界経済の全体像について。

ノードビッグ氏：マクロ経済的に全く新しい体制になった。インフレが起きれば、各国の中央

銀行は緩和政策を実施できなくなり、金融引き締めまい進する。20～30年間もインフレがない状態に誰もが慣れてしまった今、インフレが起きている。誰もがインフレの最悪期は脱したと思っていたが、8月の米国の消費者物価指数（CPI）は前年同月比8.3%増と発表され、そうではないことが明らかになった。8月のCPIの発表後、13日のダウ工業株30種平均は一時1300ドル超下落し、標準偏差で見た場合、4標準偏差分に相当する過去最大の変動だった。人々は、インフレが数カ月というより数年続くという考えに慣れることができない。8月のCPIデータによると、ガソリン価格が下がり、コモディティが下落に転じたにもかかわらず、財の価格は依然として上昇したことを示している。インフレは広範囲に及んでいる。

Q：市場と経済にとって最大のリスクは何か。

A：米連邦準備制度理事会（FRB）が手を緩めずに、さらに金利を引き上げることだ。8月のCPIの発表を受けても、市場はFRBが来年後半に利下げに踏み切るとの観測を織り込んでいる。もしFRBが来年中利上げを続けなければならないとしたら、非常に大きな衝撃となるだろう。

Q：投資家はより劇的な変動に備えるべきか。

A：すぐに2019年の頃のように戻ることはなさそうだ。これまでは、経済が少しでも苦しくなるたびに、緊急融資制度やゼロ金利など救済措置があった。今回は、倒産もあるだろう。金融政策のセーフティネットがないからだ。投資家は株式やクレジットのロングだけにしない方が良いだろう。現金保有を多くする方が良いかもしれない。米国債なら3%の利回りで、手数料なしで買うことができるが、債券にはあまり早く手を出さない方が良い。FRBの動きを受けて市場で劇的な価格の見直しが起きるまでは待つべきだ。それは恐らく、来年になるだろう。欧米の株式への本格的投資を開始すべき時は、金融引き締めサイクルが一巡したと思ったときだ。米国では、コアインフレ率が低下することが必要だ。

Q：FRBはどの程度まで金利を引き上げる必要があるか。

A：0.75%単位の利上げがいつまでも続くわけではないが、今年は積極的に利上げを行い、来年は0.25%の利上げを何度か行うというシナリオはあり得る。

欧州、利上げ続くー人民元は「売り」



Photograph by Mary Kang

Q：ECBの場合はどうか。

A：欧州は、1970年代の時よりも大規模で、恐らく過去最大のエネルギーショックを経験している。欧州のエネルギーコストは国内総生産（GDP）の3%から一気に8%に跳ね上がり、ユーロ下落の原因となった。エネルギー問題だけでなく賃金インフレも進行しているため、ECBは積極的な引き締めを余儀なくされるだろう。ECB内でこれまで基本的に政策をけん引してきたハト派の信頼性が失われ、異なる人たちが政策を決定している。ドイツの経済学者でタカ派のイザベル・シュナーベルECB理事が事実上のリーダーとなっており、ECBは恐らく、人々が考えている以上に断固とした態度を取らざるを得ない。

Q：エネルギー危機への欧州の対応をどう考えているか。

A：代替の供給源をいかに早く整備し、エネルギー生産者などの適切な産業を救うことができるか否かが、危機が1年で終わるか、数年かかるかを決める重要な要素だ。

需給バランスが非常にひっ迫しているため、さらに事故でも起きて供給が滞れば、（通常よりも）はるかに大きな影響を与えることになる。冬の寒さがどの程度か、あるいは今夏の猛暑で困難な状況に置かれたフランスの原子力産業がいつ稼働するかなど、不確定要素が多い。軍事的な動向も重要だ。ウクライナ周辺では劇的な展開があり、ロシアのプーチン大統領の影響力が弱まった。ロシア側の勢力圏が急速に縮小すれば、ウクライナが納得できる条件での停戦の可能性が高まる。

Q：停戦に対する市場の反応はどうか。

A：われわれの中心的なシナリオではないが、停戦の可能性は高まっている。エネルギー価格が下落し、ユーロは上昇するだろう。しかし、それは目先のことでなく、2023年のことだろう。ロシアがガスの供給を再開しない限り、エネルギー価格が暴落することは考えにくい。来年はあり得るが、この冬に価格が下落するとは考えにくい。欧州は今後半年間、厄介な状況に置かれるだろう。

Q：しかし、他の人たちほど欧州について悲観的でない理由は。

A：センチメントが極端にネガティブだったため、よりポジティブなシナリオを考えるのも良い。ウクライナの軍事的状況が改善していることは好材料だ。欧州の政策的な取り組みでは、例えばロシア産の原油などの価格に上限を設ける政策もプラスだ。出発点は悪いが、展開は良くなっている。欧州で何かが良い方向に向かう可能性は高くなったが、中国はそうではない。当社は最近、顧客にドル対通貨バスケットのロングの利益確定を勧めたが、それでも対人民元ではドルのロングを勧めている。

■ 数多いドル高材料

Q：ドルはこのまま上昇を続けることができるか。

A：今年はドルにとって過去最高の年になる可能性があり、2001年を上回り、1980年代のパフォーマンスを上回る可能性がある。米国の金融政策、米国経済が市場の予想以上に利上げに耐えられるという見方、米国が大規模なエネルギー輸出国になることなど、ドルを支える材料は非常に多い。通常、エネルギー価格が上昇すると、ドルは暴落するものだが、今や、米国が欧州へのエネルギー（ガス）の最大の供給国になりそうなため、逆転してしまった。

Q：一方、中国の通貨は今年に入ってから急激に下落している。中国の状況はかなり悪いのか。

A：中国は世界でも有数の不動産バブルを抱え、それが崩壊しつつある。これは数年にわたる問題だ。銀行はほとんどが国有企業であり、つぶれることはないだろう。しかし、経済は住宅産業と建設業に依存していたため、経済成長にとって最悪の事態だ。その上、新型コロナウイルス感染症が足を引っ張り、社会的・政治的危機に発展するか否かという疑問も生じている。中国は長期間成長し続けてきたため、成長がゼロまたはマイナスになった場合にどうなるかという試練を経験していない。習近平国家主席が追い出されるとまでは行かないだろうが、多様な声が出てきて、政治的な不確実性を生み出すかもしれない。

Q：中国の政策立案者は、大規模な景気刺激策のために負債を増やすことに消極的だが。

A：長い間、過剰な景気刺激策を実施し、過剰な信用拡大と過剰建設を行ったため、今やできることは多くない。今後は消費者に大規模な資金移転を行わなければならない。中国を取り巻く構造変化がどれほど大きなものであるか、人々は認識していないと思う。一つの重要な指標は海外からの直接投資が急減したことだ。多国籍企業が中国に対するエクスポージャーを取り過ぎたと感じていることを物語っている。

Q：投資家は脱グローバルイズムへの構造変化を懸念しており、これがドルの優位性を脅かすのでは。

A：過去40年間、ドルの崩壊を予想する人は毎年いた。他の通貨が深刻な問題を抱える中、本当にドルに対抗できるのか。中国はいまだに資本取引が規制され、株式市場は統制されており、自由な資本配分ができず、成長エンジンは崩壊しつつある。欧州は最悪のエネルギー危機に直面している。サウジアラビアの過去3カ月間の米国株の購入は過去最大規模だった。その理由は、リターンを得たいから

だ。中国にそれを求められるだろうか。ロシアもだめだ。サウジアラビアは、ロシアがウクライナで負けることが分かれば、（石油取引で）ユーロとドルに引き戻されるだろう。米ドルに対抗できそうな通貨はない。

Q：最も逆張りの見方は。

A：一部の新興国市場は、旧来安全とされた市場よりも安全である。米ドルが強いと、一部の新興国は深刻な事態に陥るという見方があるが、われわれはその逆だとみている。ドル高がさらに進んだ直近の1カ月間で、安くならなかった通貨は中南米通貨だけだ。中南米では実験的な金融政策は行われず、インフレを嗅ぎつけると利上げを始め、それが下支えとなっている。今回のサイクルでは、すべてが違っていることを示す一例だ。注目すべきは、メキシコ、インドネシア、そして恐らく南アフリカ、ブラジルだ。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

4. フェデックス決算で大荒れの市場、FRBへの期待は禁物

[コラム]

Bulls Get Scorched by FedEx. Don't Expect The Fed to Help.
FF金利は2023年以降の予想が重要

挟み撃ち



David Paul Morris/Bloomberg

株式市場は、経済成長の鈍化の兆候と、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）と異なり依然沈静化しないインフレを抑制しようとする各国中央銀行という、二重の毒を持つカクテルに直面している。

先週は、8月の米消費者物価指数（CPI）が予想を上回る上昇となり、その後大手物流サービス会社のフェデックス<FDX>が9月16日の株式市場の寄り付き前に期待外れの決算を発表し市場を失望させ、さらにグローバルビジネス減速の兆候を理由に業績見通しを撤回したため、

この二つの圧力による挟み撃ちが鮮明になった。この大手運送会社の警告は、上場投資信託（ETF）の素材セレクト・セクターSPDR<XLB>の急落など景気敏感セクターの下落に続くものだった。

9月16日にフェデックスのニュースを受けて株式が下落する中、債券市場は反応が薄かった。これまでの株価急落の時とは異なり、国債は株売りの嵐の中で避難場所を求める投資家からの買いを集めることができなかった。債券市場は明らかに、9月20、21日の米連邦公開市場委員会（FOMC）で0.75%の大幅な利上げが行われることの影響に備えているようだ。確かに、米国債利回りは9月13日のCPI発表を受けて急上昇するなど、今週は大幅に上昇した。特に、2年物国債の利回りは0.3%上昇し、9月16日に3.871%と2007年10月31日以降で最高水準となった。

■ マイナス続く実質金利

予想通り、ガソリン価格の急落は、8月の前月比CPI上昇率を0.1%に押し下げた。しかし、食品とエネルギーを除いた「コアCPI」は市場予想の2倍にあたる0.6%の上昇となった。予想外の物価動向の悪化に、今週のFOMCでのフェデラルファンド（FF）金利の1%の大幅な利上げを求める声も聞かれた。シカゴ・マーカンタイル取引所（CME）のフェドウォッチ・サイトによると、9月16日のFF金利先物市場は、先週初めのウォール・ストリート・ジャーナルの記事と同じように、82%の確率で0.75%の引き上げを予想した。しかし、1%の引き上げの可能性もまだ18%の確率で残っている。

予想以上のCPIの上昇にもかかわらず、米連邦準備制度理事会（FRB）は金融引き締めをやり過ぎだとの不満の声も聞かれた。愚痴をこぼす一部の人（その多くはFRBが提供した低金利資金を享受してきた人たち）に言わせれば、FRBはインフレに注意を払うのみで、遅行指標に反応しているだけだという。

グリーン・キャピタルの経済アドバイザーであるジョン・ライディング氏とコンラッド・デクアドロス氏は、こうした不満に反対意見を表明している。両氏は昨年、インフレはFRBが主張していたような「一過性のもの」ではないと述べていた。ライディング氏とデクアドロス氏は現在、インフレがより広範囲に及んでいるにもかかわらず、金融政策は過熱を十分抑えているとは言い難い、と主張している。

ライディング氏とデクアドロス氏は、FRBが今週、FF金利の誘導目標を0.75%引き上げた場合でも、主要政策金利は1954年から2021年までのどの時期よりも実質的には低いままであると顧客向けレポートに記している。これは、CPIの年率8.3%の上昇と、現在の2.25~2.5%のFF金利、および今週の利上げ後に実現する見込みの3~3.25%という新しいレンジの間に大きなギャップがあることを反映したものだ。

■ FOMC、経済予測と記者会見に注目

FOMCが実際に何をするかはほぼ明確であるため、主として注目すべき点は、新しいFOMCの経済予測と、やはりパウエル議長の会合後の記者会見だろう。この会議では、楽観的な見通しを描き続けた6月のFOMC以降、初めて新たな経済予測が発表される。

6月の経済予測では、インフレ率はFRBの個人消費支出（PCE）デフレーターの長期目標である2%近辺まで低下すると見られ、失業率は直近の3.7%からわずかに上昇するだけで、経済成長率は長期トレンドと同じかわずかに下回ると予想された。

FOMCが発表する「期待」FF金利（決して「予測」と呼んではいけない）は、目標金利がFOMCのコントロール下にあることを考えると、より真剣に受け止めるべきかもしれない。2022年末の予想が6月の3.4%から引き上げられるのは確実だ。9月16日時点で、12月のFF金利先物は、年末の予想レンジについて4~4.25%と4.25~4.5%で割れていた。これは、11月1、2日に開催されるFOMCで0.75%の追加利上げを行い、その後12月に0.25%または0.50%の利上げを行うことを意味する。

恐らく2023年以降の予想がより重要であろう。先物市場はもはやFRBが来年利下げを行うとは考えていない。これは、フェデックスの決算ニュースに対する債券市場の反応がなかったことから明らか

だ。FF金利先物は現在、4.25～4.5%レンジをピークとして、2月までにその水準に達し、その後7月まで続くと予想している。これは現在の目標レンジの約2倍である。

ブリッジウォーター・アソシエーツの創業者レイ・ダリオ氏は、先週広く読まれたリンクトインの投稿で、4.5%のFF金利は株式価格の20%下落を意味すると記している。しかし、ドイツ銀行のエコノミストは、パウエル議長のインフレ目標を達成するためには、5%に近い金利が必要かもしれないと指摘している。いずれも強気派には良い話ではない。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

5. ついに悟った株式市場 The Stock Market Finally Understands What's Coming 安易な底値漁りは危険

[米国株式市場]

打ち砕かれた希望



NYSE

物事には、そこから先は後戻りできない地点がある。先週の株式市場はその地点に到達した。

先週の初めの時点で市場には、インフレはピークに達し、米連邦準備制度理事会（FRB）はすぐに利上げをやめ、株式市場は底打ちしたという希望が満ちていた。しかし、13日に発表された8月の消費者物価指数（CPI）によってインフレが収束していないことが示され、すべての希望的観測が打ち砕かれ、主要株価指数にとって2020年以来で最悪の日となった。

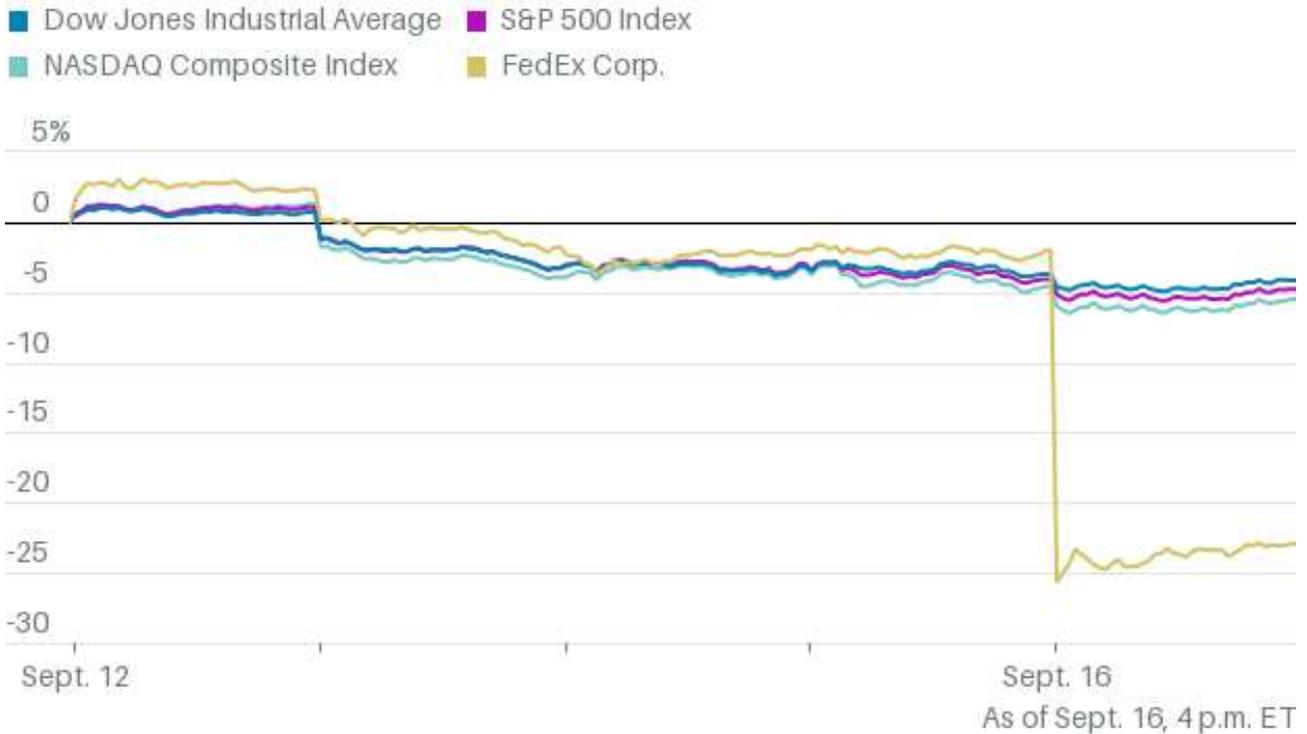
そこに運輸大手のフェデックス<FDX>が、業績の悪化と通期見通しを撤回することを、予定より1週間も早く投資家に伝えた。これらのすべては、FRBが次の0.75%のさらなる利上げを議論する会合を開く前の週の出来事だった。

これから起こることを避けることはできないし、株式市場にもそれは分かっている。これを織り込んだ先週の主要株価指数は、ダウ工業株30種平均が4.1%安の3万0822ドル42セント、S&P500指数が4.8%安の3873.33となり、ナスダック総合指数は5.5%安の1万1448.40で引けた。小型株のラッセル2000指数は4.5%下落して、1798.19で週末を迎えた。

売られ過ぎ状態、さらなる下落の前兆に

CIBCプライベート・ウェルスUSの最高投資責任者（CIO）であるデーブ・ドナベディアン氏は、「投資家は、FRBがやるべきことが多くなっており、景気後退リスクが高いという現実と直面している。当社は株式市場に資金をもっと振り向けるという話はしておらず、忍耐を説いている」と語る。

Market Snapshot



Source: FactSet

これは、「誰もが最悪の事態を予測している時は楽観的なことが得策だ」という格言に反しているように思える。サンダイアル・キャピタル・リサーチのジェーソン・ゲッパート氏は、S&P500指数採用銘柄で（急落した）13日に上昇した銘柄は1%未満であり、これは1940年以降で28回しか起きていないことだと指摘する。こうした状況が起きた後、S&P500指数はその後の12カ月間で平均15.6%上昇し、12カ月後に上昇していた確率は79%だった。

では、今は買い場なのだろうか？

そういう話ではないようだ。ルーソルド・グループのCIOであるダグ・ラムゼイ氏は、市場は「超売り越し」の状態になることがあると指摘する。1998年のロングターム・キャピタル・マネジメントの破綻による急落前、1987年のブラックマンデーの前、1973～1974年の弱気相場での最悪の急落局面の前のように、「超売り越し」の状態がさらなる下落の前兆になる場合もある。ラムゼイ氏は「短期的に起きる最悪の市場の崩壊において、ほとんどの場合で過剰な売られ過ぎの状態が先行して見られる」と説明する。

慎重な投資姿勢が重要

市場の崩壊が起きる確率は高まっている。FRBはインフレの抑制に躍起になっているようで、これは金利が大幅に上昇することを意味する。投資家は以前、政策金利引き上げの最終地点が3.5%になることを懸念していたが、今では4%以上、あるいは5%の可能性さえあると言われている。そして、そこまで到達した後にFRBはすぐに利下げを始めるのではなく、そこにとどまる可能性が高いようだ。

ネッド・デービス・リサーチの米国チーフ・ストラテジストであるエド・クリソルド氏によると、通常、弱気相場はFRBが金融緩和を始めるまで終わらず（強気相場も始まらない）、時には2回目の利下

げがあるまでは終わらないという。FRBが利上げを終える前に弱気相場が終了した場合、通常は2回目の弱気相場が発生するという。クリソルド氏は「引き締めサイクルが株式市場にさらなる痛みを与えることは、歴史が証明している」と書いている。

たとえそれが間違いであると判明しても、英雄になろうとする時ではない。ノルデア・アセット・マネジメントのストラテジスト、セバスチャン・ガリ氏は、投資家は「バリュエーションが魅力的で、ダウンサイドリスクが小さく、多様なシナリオやスタイルに対応できる」企業の発見に努めるべきだと指摘し、「目指すべきなのは、これらの複雑なリスクを管理し、適切なバリュエーションの銘柄で次の数四半期に備えることだ」と結論付けている。

あるいは、ただひたすら時期を待つのみかもしれない。

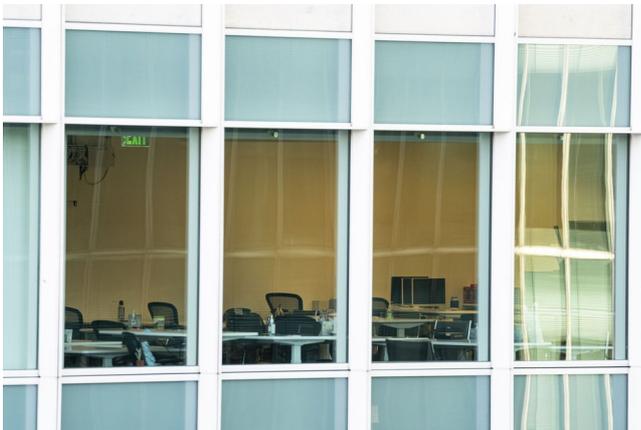
By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

6. オフィス回帰を望まない従業員、REITに打撃

[投資戦略]

Workers Resist a Return to the Office. That's Bad News for REITs.
オフィスREIT、今年大幅な値下がり

オフィス回帰促す大企業



David Paul Morris/Bloomberg

JPモルガン・チェース<JPM>のジェイミー・ダイモン最高経営責任者（CEO）や電気自動車メーカーのテスラ<TSLA>のイーロン・マスクCEOは、「オフィスに戻れ」と言う。筆者はこの意見に賛成だ。人と直接会ってアイデアを交換することは成功する企業にとって活力の源だ。通勤時間もオーディオブックでの勉強に充てれば、有意義に使えるはずだ。

と、いうのは経営者向けの意見で、実は筆者は、アウトプット重視の在宅勤務と戦略的なオフィス出勤という、いわゆるハイブリッド型ワ

ークを続けている。忙しい日はベッドから出てすぐに仕事を始め、人との接触を極力避ける。出勤の日は周囲に長時間オフィスにいたと印象付けるため、必要以上に騒がしくするようにしている。靴音やポケットの小銭の音などが効果的だ。

戻らない稼働率

現在、オフィス不動産投資信託（REIT）の配当利回りは約7.5%。これは他のREITの平均配当利回りの2倍を超えており、在宅勤務の人氣がうかがえる。市場では近々減配もあり得るとのうわさもあり、しばらくはオフィス稼働率が以前の水準まで戻ることはないようだ。

モルガン・スタンレーのアナリスト、ロナルド・カムデン氏は、「今後18カ月に内部成長の底打ちの

兆しが見えなければ、資本の保全とレバレッジ削減のために、減配の可能性も出てくる」と書く。

今年に入り、オフィスREITは他のREITに比べて大幅に値下がりしている。平均的な大型オフィスREITの場合、2023年予想の株価／ファンズ・フロム・オペレーション（FFO）倍率はわずか7倍で、REIT全般の平均の半分だ。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）前は、その差は12%程度だった。オフィスのオーナーの収入は、駐車場賃貸料など変動料金の復活などから上向いているものの、オフィス空室率は上昇している。ニューヨークのオフィスは数年前まで90%台半ば～後半の稼働率を誇っていたが、今では80%台後半～90%台前半となっている。

カムデン氏は、カバーするほぼ全てのオフィスREITで来年株価／FFO倍率が低下するとみている。オフィスのオーナーが現金残高を維持したいと思うなら、外部から資本を調達する必要も出てくるだろう。カムデン氏は、在宅勤務の影響が少ない、いわゆるサンベルトのオフィスREIT、ハイウッズ・プロパティーズ<HIW>（利回り6.7%）に強気だ。一方で、ニューヨークの古参REIT、ボルネード・リアルティ・トラスト<VNO>（利回り8%）と、ワシントンDC、シカゴ、アトランタ、シリコンバレーにエクスポージャーを持つオフィスREIT、オフィス・プロパティーズ・インカム・トラスト<OPI>（利回り13%）については、改めて弱気を唱えた。

■ インカム投資のお勧め銘柄

REIT以外を含めると、より魅力的なインカム投資銘柄もある。モルガン・スタンレーのマーケットストラテジストは、インフレがピークアウトすれば、高配当株全般がアウトパフォームすると予想している。希望が持てそうな銘柄の中から社内の業界アナリストが選んだ銘柄には、来年4%を超える配当利回りが期待でき、トータルリターンが30%を超えるものもあるという。前者はともかく、後者の数字は祈りに近い気もするが。

有望銘柄とされたのは、オハイオ州の電力会社、ファーストエナジー<FE>（配当利回り3.8%）、バイオ医薬品企業アッヴィ<ABBV>（同3.9%）、金融グループのシチズンズ・ファイナンシャル・グループ<CFG>（同4.5%）、たばこ大手のフィリップ・モリス・インターナショナル<PM>（同5.4%）。

オフィスの未来について、経済学者は、「労働力不足の影響で、ワークライフバランスを重視する賃金労働者層に有利な方向に力が移動した」と述べる。これは若者の話だろう。すでに若者ではない筆者は金銭欲や雇用不安など、伝統的なビジネスの価値観で生きている。今後はオフィスに出勤する回数も増えるだろう。お偉方は会議中、チャリンと小銭の音のする方に目を向けてほしい。

■ ディズニー、パーク営業は絶好調

余談だが、今週号のカバーストーリー、「広告を視聴している顧客に料金を請求する方法」についてひと言。

娯楽・メディア大手のウォルト・ディズニー<DIS>が2年に一度行っているイベント、D23エキスポ（9月9日～11日開催）のチケット代は、1日券が89ドル、3日通し券は229ドル、座席指定券は899ドルだった。しかもチケットを購入するには、大急ぎでD23（ディズニーの創立年1923年にちなむ）ファンクラブに入会し、年会費99ドル99セントのゴールド会員にならなければならなかった。チケットは7

月中に売り切れたからだ。収容人数7500人のアナハイム・コンベンションセンターを埋め尽くした幸運な参加者は、パーク内アトラクションのマイナーチェンジや新キャラクターの挨拶についての話を聞くことができた。

筆者もパンデミック後初のディズニーワールドへの旅から戻ったところだ。ご存知の通り、チケット代は高騰し、待ち時間を短縮するための追加料金「ジーニープラス」や、ジーニープラスに含まれない人気アトラクションに待たずに乗るための個別の最優先レーンもあった。それでも乗れないアトラクションもあった。空港からの無料送迎バスもなくなり、ミッキーマウス関連インフレの数値化は難しいが、筆者の体感ではコスト40%増、楽しさ20%減、子供たちのぐずる声15%増といったところか。

全てディズニーのパークの営業利益率にとっては夢のような話だが、不満を募らせた客はディズニーのチャベックCEOをペイチェックCEOと呼び替えたりしている。とはいえ需要の衰退の兆候は見えない。D23エキスポで、多くの人がわずかな情報に大金を支払ったという事実からも、筆者はディズニーのキャッシュフローには自信を持って強気だ。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

7. 米政策金利、高インフレで高止まり必至

[経済政策]

Forget a Fed Pivot. Rates Will Stay High as Inflation Persists.

FRBの政策転換、期待できず

続く物価上昇リスク



David Paul Morris/Bloomberg

最新の消費者物価指数（CPI）を受けて、年内に金利政策がより引き締め方向に向かった後、米連邦準備制度理事会（FRB）が来年に政策転換するとの新しいコンセンサスが強まっている。しかし、フェドウォッチャーはインフレをまだ過小評価している可能性があり、政策転換ではなく金利が高止まりすると考えるべきだ。

米労働省が発表した8月のCPIによって、インフレは広範にわたり、執拗（しつよう）で、需要がけん引していることが明確になった。クリーブランド連銀が発表するCPI中央値はインフレ

の基調を計るために振れの大きなデータを除外するが、上昇率は前年比6.7%で過去最高だった。エンデュアリング・インベストメンツのマイケル・アシュトン氏によると、8月のCPIでは約70%の項目が前年比6%以上上昇している。パンデミック（世界的大流行）前の10年間ではこの比率は10%かそれ以下だった。

エコノミストや投資家は今年の残り3回の連邦公開市場委員会（FOMC）における、従来よりも大幅な政策金利引き上げを予想しており、次回の9月21日には最低0.75%引き上げられ、来年初めには最終的

に4%から4.5%に達すると予想している。しかし、CMEフェドウォッチによれば、トレーダーはまだFRBが早急に政策転換することにかけており、来年3月から12月の間に約0.5%の金利引き下げを予想している。

ところが、その予想は的外れになりつつある。最新のCPIは実際には、最悪期を過ぎたとのコンセンサスを覆す内容となっている。

第一に、総合インフレ率の下落はエネルギー価格の下落を反映しているが、中国の新型コロナによるロックダウン（都市封鎖）の解除は原油需要を拡大させる。RBCグローバル・エネルギー・ストラテジストのマイケル・トラン氏は、米政府の戦略備蓄の放出終了を含めたさまざまな変数が石油価格の上昇リスクになると語る。

第二に、労働力の不足はサービス価格を押し上げ続ける。

第三に、住居費は主要物価指数の三分の一から四分の一の比重を占めるが、住居費下落の初期の兆候が表れるには約1年かかる。エンデュアリング・インベストメントのアシュトン氏は、エネルギーと食品を除いたコアCPIは、9月に前月比で0.4%上昇するだけで過去の最高値に並ぶと指摘する。8月のコアCPIは前月比0.6%上昇した。

FRBの政策転換を依然として当てにする理由の一つは、CPIの翌日に発表された8月の卸売物価指数（PPI）が減速したことだ。PPIの減速は今後消費者まで波及してCPIが減速するとの理屈だが、その前提は間違っている。

メリオン・キャピタルのチーフ・マーケット・ストラテジストのリチャード・ファー氏は「8月のPPIではなく今起きていることに注目すべき」と語る。

天然ガス、ディーゼル油、トウモロコシ、綿花、木材の価格が9月にそれぞれ前年比で124%、107%、37%、24%、19%上昇している中、8月のPPIのデータを元に推定しても意味はない。

依然として政策転換を期待するもう一つの理由は、金融政策の一層の引き締めがより厳しい景気後退をより早期にもたらさだろうという考えだ。もしドイツ銀行のエコノミストが予想するように来年初めまでに政策金利を5%まで引き上げれば、予想以上の景気後退は避けられないだろう。しかし、インフレ率の高さとその性質を考えれば、そう単純にはいかないかもしれない。

引き締め政策、来年中は継続

ストーンXフィナンシャルのグローバル・マクロ・ストラテジー担当ディレクターのビンセント・デルアー氏は、何故FRBが少なくとも来年いっぱい引き締め政策を続けざるを得ないかの理由を幾つか挙げている。

第一に、FRBが来年金利を引き下げるとの期待は、デルアー氏が「完全なディスインフレ」と呼ぶ、エネルギー価格の低下が続く場合のみに可能なシナリオに基づいている。しかし、地政学的要因が少なくとも経済的要因と同じ程度エネルギー価格に影響を与えている現状では、そのシナリオは難しい。国内のエネルギー供給は制約され、バイデン政権は戦略石油備蓄の再積み上げを予想より早く始

Velocity Watch

Because money supply is so high, even a small pickup in the exchange of money could fuel inflation.

Velocity of M2 Money Stock



Note: Velocity of money is the number of times one dollar is spent to buy goods and services per unit of time.

Source: Federal Reserve Bank of St. Louis

めるとの観測がある。

第二に、インフレは執拗だけでなく構造的だ。相当数の労働者がまだ労働市場に戻っておらず、人口動態はこの問題の助けにはならない一方で、グリーンエネルギーへの移行は同じ生産量により多くの資源を必要とする。

第三に、インフレが長引くほど行動やインフレ期待が変わるために、インフレ持続がより高インフレを招くことになるが、これが今起こっている。米国で鉄道ストを避けるために9月15日に発表された合意では、運転手と車掌は24%の賃上げと1万1000ドルの一時金を得る。そして第2四半期に銀行預金高の減少額は過去最大となったが、家計が銀行預金を減らしてより消費に向けていることの兆候だ。

第四に、デルアー氏は、インフレが財布を圧迫し、家計が銀行預金を減らしてクレジットカードの残高が増える中で通貨の流通速度が上昇すると予測する。通貨の流通速度とは、一定期間にモノやサービスの購入に何回通貨が使われたかの尺度だ。通貨の流通速度の上昇は取引の増加を示す。流通速度はパンデミック初期に預金が急増してローン

が減少する中で急落したが、インフレが財布を圧迫してクレジットカード残高が増加する中で、流通速度が今後上昇する初期の兆候がある。

マネーサプライの水準が高い時に流通速度が少しでも上昇すれば物価を一層押し上げかねない。デルアー氏は、そうなればFRBの量的金融引き締め政策によるマネーサプライへの押し下げ圧力を相殺するだろうと語る。

預貸率の上昇がデルアー氏の指摘を物語る。大手銀行では預金残高が減少する一方で貸出は2桁で増加しており、デルアー氏の計算では新型コロナ前の75%の預貸率に戻るには米国の4大銀行だけで2兆5000億ドルの新規貸し出しが必要だ。中小銀行ではそれよりも良い傾向であり、デルアー氏によるとKBW地方銀行インデックス<KRX>構成銘柄の預貸率は、70%の水準まで落ちた後で直近の四半期に77%まで回復した。

ピナクル・バンコプのシド・ディンスデール会長は、同行の預貸率はついに上昇を始め、昨年6%から69%に上昇したと語る。金利上昇の影響は今のところ住宅ローン貸し出しを若干抑制する程度にとどまるという。

ディンスデール氏は「今は見通しは良いが、いずれ嵐が来る」と語る。問題は、高インフレがその嵐の一部であり、嵐の中で景気が悪くなっても残りそうなことだ。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

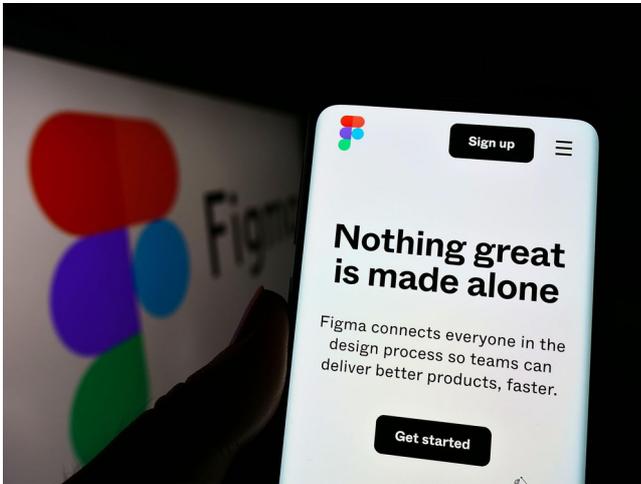
8. 枯渇するハイテク資金調達市場

[ハイテク]

Tech Deals Have Dried Up-Buyers and Sellers Can't Agree on a Price

買い手と売り手の評価に大きな隔たり

止まったIPO



Alamy

ゴールドマン・サックスが先週サンフランシスコで4日間にわたり開催したハイテク関連会議の中日、同社の4人のハイテク担当バンカーがステージに上がり、現在の取引仲介ビジネスの状況を論じた。基本的には、自分たちが何もしていない理由の説明に終始した。

ゴールドマン・サックスの投資銀行部門の4～6月期の収益は前年同期から41%減少した。報道によると、同社は人員削減を計画しているが、それは当然の措置だ。株価の下落、金利の上昇、不確実な経済環境、取引の評価額に関する買い手と売り手の認識ギャップが相まって、資

金調達市場が休業状態になっているからだ。

新規株式公開（IPO）案件が見当たらない理由は分かりやすい。昨年11月に過去最高値を付けて以降、ハイテク株のバリュエーションが急激に低下しており、金利が上昇し続ける中、投資家はリスク回避姿勢を強めている。買い手が関心を示さないうえに、バリュエーションが低下し続け、経済が停滞する状況では、潜在的な発行体は株式の売却を望まない。

低調なM&A

M&A（合併・買収）市場の低調ぶりはやや意外だ。プライベートエクイティ（PE）ファンドは潤沢な現金を持ち、ここ数カ月で幾つかのハイテク企業が買収された。8月には、ビスタ・エクイティ・パートナーズが税務コンプライアンスソフトウェア会社アバララ<AVLR>を84億ドルで買収することで合意し、PE投資会社のトーマ・ブラボーは多要素認証ソフトウェア会社のピン・アイデンティティ・ホールディング<PING>を28億ドルで買収することで合意した。だが、これらを除くと、市場は不気味なほど閑散としている。理由の一つが資本コストの高さだ。一連の買収はいずれもレバレッジド・バイアウト（LBO）で、金利上昇に伴って必要なリターンを最低基準が上昇している。

戦略的理由で買収を行う事業会社は様々さまざまな問題に直面している。自らの株主に対しては、景気後退で企業買収に資本を投じるのが良い考えだと納得させる必要がある。また、懐疑的な売り手とその取締役会に対しては、昨年秋に市場が最高値を付けたときのバリュエーションは過去のものだということをお納得させなければならない。

ゴールドマンのハイテクM&A責任者であるバリー・オブライエン氏によると、取引価格の設定に関する買い手と売り手の認識の乖離（かいり）はかつてなく広がっているという。買い手は投資機会を追求したいと考えているが、株主の反応も懸念しているとオブライエン同氏は指摘する。

嫌気されたアドビとオラクルの買収案件

オブライエン氏の懸念はもっともなものだ。画像ソフトウェア大手のアドビ<ADBE>が9月15日、共同デザインツールを提供するフィグマを200億ドルの現金と株式で買収すると発表した。アドビはこの分野に参入したが苦戦。フィグマの買収はアドビの弱点を補強するものだ。しかし、市場は結局この取引を嫌気し、アドビの株価は17%下落。時価総額は300億ドル減少した。

市場がいらだっている理由は少なくとも四つある。第一に、買収価格が驚くほど高い。アドビはフィグマの2022年の売上高を4億ドルと想定し、評価額をなんとその50倍に設定した。第二に、アドビは非米国会計基準（GAAP）ベースの損益が黒字化するまでに買収完了から3年を要すると述べている。第三に、アドビは取引のために100億ドルの現金を準備する必要がある、それによって自社株買いのペースが大幅に遅れる。第四に、アドビはフィグマの買収が「変革を起こす」と熱弁をふるったが、市場はこの買収を防衛的な措置とみなしている。バーンスタインのアナリスト、マーク・モードラー氏は、「これは機会ではなく必要性によって後押しされた買収だった」と書いている。

買い手と市場の乖離を示すもう一つの例が、エンタープライズソフトウェア大手のオラクル<ORCL>による最近の買収だ。同社の株価は、昨年末に医療IT企業サーナーを280億ドルで買収すると発表して以降、約30%下落している。オラクルは、この買収を医療ITの主要な事業者になるための好機とみなしていたが、投資家はまだ完全には納得していない。この取引は積極的な自社株買いプログラムを遅らせ、オラクルの債務を増加させた。

先週、オラクルはサーナー買収を完全に反映した最初の決算を発表した。為替変動調整後の売上高は前年同期比23%増の114億ドルとなり、その12%超がサーナーによるものだった。サーナーによる寄与を除外した場合でも、同四半期の売上高は8%増加したことになる。

中でも最大のニュースは、オラクルのクラウド対応が順調に進んでいるということだった、と考えたい。サフラ・カツCEO（最高経営責任者）は、同社のクラウドに対応したソフトウェアや経営インフラ事業が今後、会社全体の2桁の増収、増益の原動力になるとみている。現在のバリュエーションは予想利益の12倍で、マイクロソフト<MSFT>の21倍、顧客管理ソフト会社セールスフォース<CRM>の28倍と比べて低めだ。オラクルへの懐疑的な見方は根強いが、ここは買いのチャンスかもしれない。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

9. 利回り4%、引き締め局面でも魅力的な債券投資

Short-Term Bonds Yield 4%. Why They Could Beat Cash.
短期の米国債と投資適格社債が狙い目

[インカム投資]

十分高い利回り

最近まで米国短期債は利回りに関して言えば、忘れ去られていた。米国債2年物の利回りは、1年前は0.21%で、1月は1%だった。今や、米連邦準備制度理事会（FRB）の積極的な利上げのおかげで利回りは3.8%を超え、近いうちに4%に届きそうな勢いだ。



Dreamstime

景気を沈静化させ、高止まりするインフレの手綱を引き締めるというFRBの行動は、終わりに近づいてさえいない。金利は2023年初頭まで上昇を続けると予想されている。金利が上昇すれば一般的には、債券価格を圧迫することになる。

しかし、今は短期債の良い買い場かもしれない。短期債はこれ以上大幅に下がらない可能性があり、利回りは価格圧力に十分耐えられるほどに高い。ブラックロックの米州ファンダメン

タル債券分野を率いるボブ・ミラー氏は、「われわれは実際のところ、イールドカーブの短期セクターの保有に満足している」と言う。

短期債ファンドは年初来で損失を計上しており、上場投資信託（ETF）であるiシェアーズ1～3年米国債ETF<SHY>は利払い後で3.85%下落している。とはいえ一部のアナリストは、短期利回りはFRBの今後の全ての利上げをほぼ織り込み済みの可能性があると考えている。利回りが4%近い状況で、インカムは価格低下に対する緩衝材となっている。投資家は、利回りが約2%のマネー・マーケット・ファンドのような現金同等投資よりも高い利回りを手にすることができるかもしれない。JPモルガン・アセット・マネジメントの短期債券事業を率いるカーリー・フィッツジェラルド氏は、「利回りが3.75%あれば、はるかに管理しやすい」と語る。

FRBの利上げの到達点である、フェデラルファンド（FF）金利のターミナルレート（名目中立金利）がさらに上昇するリスクは残っている。現在のFF金利誘導目標は2.25～2.50%で、さらに上昇すると予想されている。先物市場は、今週の連邦公開市場委員会（FOMC）における0.75%の利上げの確率を75%とみている。11月にも再度の利上げが予想されており、年末の誘導目標は4%前後になるだろう。

8月のインフレ率が予想をはるかに上回ったのを受けて、先物市場はFF金利が2023年第1四半期に4.4%でピークに達すると予想している。しかし、さまざまなシナリオの下では、4.75%、さらには5%のターミナルレートもあり得る。インフレが高止まりし、ウクライナの戦争がエネルギー価格を引き続き混乱させ、サプライチェーンが通常状態に戻らない、といったような状況は、物価に対するさらなる上振れ圧力をもたらす。フィッツジェラルド氏は「結局は、今後2年間の平均FF金利が重要だ」と語る。

インフレは予測不可能だが、一部の債券投資マネジャーは、市場がターミナルレートを概ね織り込んだと語る。ミラー氏は、2023年第1四半期にFF金利が約4.3%でピークに達することを2年債利回りが織り込んでいると考えており、「2年債は合理的な資産のように見える。非常に割安かといわれればそうでもないが、1年前のようにばかげたほど割高でもない」と言う。

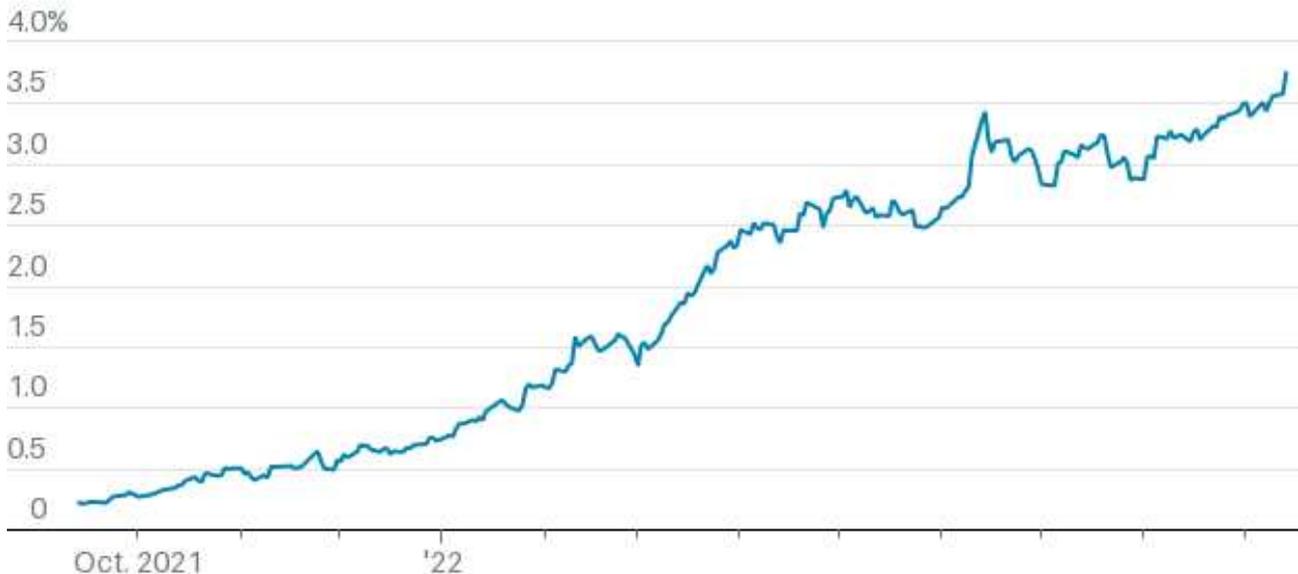
ストラテガスの債券事業を率いるトム・チツリス氏も、短期債利回りがターミナルレート近辺にあると言い、もしそうだとすると、「市場が金融引き締めを既に織り込み済みのため、基本的に2年債は利子収益で（インフレ勘案後に）損をしない構造にある」と付け加える。

社債や間接投資も魅力的

Breaking Bonds

Short-term yields have surged, pushing down bond prices, as the Fed has raised interest rates.

Two-Year Treasury Note Yield



Source: Bloomberg

短期債における投資機会は米国債に限られない。ウェスタン・アセット・マネジメントのポートフォリオ・マネジャーであるジョン・ベロズ氏は、投資適格社債を選好しているが、社債は、その利回りとともにクレジット・リスクによる収益の両方の特徴を備えている。ベロズ氏は、「イールドカーブの最短期セクターでは、クレジット・スプレッドが広がっている」と言う。1年から3年の投資適格社債の同期間の国債に対するスプレッドは約75bpで、利回りは4.5%近辺にある。ベロズ氏は、「3年以上保有すれば、大きなトータルリターンを得られる可能性がある」と語る。

ソコーロ・アセット・マネジメントの最高投資責任者（CIO）であるマーク・フリーマン氏も、短期社債を好んでおり、「無リスク金利が3.75%程度で、高格付けの社債の利回りが4.25~4.75%の範囲にあり、変動の激しい投資環境では悪い投資先ではない」と述べる。

さまざまなミューチュアルファンドとETFがイールドカーブの短期セクターに対する投資機会を提供している。純粋な米国債に対しては、運用資産260億ドルのiシェアーズ1~3年米国債ETFがある。証券取引委員会（SEC）が定めた計算式に基づく利回り（過去30日のインカムから費用を差し引いた額を市場価格で除して年率換算した利回り）は3.31%で経費率は0.15%だ。

社債では、バンガード短期社債インデックス・ファンド<VCSH>がある。SEC利回りは4.42%で、経費率は0.04%だ。年初来で5.85%値下がりしており、同種のファンドの中で下位22%に位置する。しかし、モーニングスターによると過去10年間では、非常に低い経費率のおかげで上位10%近くに位置している。7月31日時点の保有銘柄は、JPモルガン・チェース<JPM>、バンク・オブ・アメリカ<BAC>、ゴールドマン・サックス・グループ<GS>のような優良銘柄が発行した社債を含んでいる。

フリーマン氏が顧客のポートフォリオで保有している短期投資適格社債は、ホームセンターチェーン大手のホーム・デポ<HD>が発行した2025年満期で最終利回りが4.25%の社債や、エネルギー大手のフィリップス66<PSX>の最終利回り4.5%の社債、ディスカウントストアチェーン大手のターゲット<TGT>の2025年満期で最終利回り4.2%の社債がある。

FRBがタカ派姿勢をさらに強めることはないとは仮定すれば、今回の金利サイクルは6カ月以内に一段落するはずだ。上述の利回りが示すように、イールドカーブの短期セクターは常に貧乏くじとは限らない。

By Lawrence C. Strauss
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

Goldman Sachs: Why European Natural Gas Could Fall by 50%
欧州天然ガス価格、一時半値もーゴールドマン・サックス予想

値下がり後に再高騰



Illustration by Elias Stein

ゴールドマン・サックスは、欧州がこの冬予想される天然ガス危機を「解決」し、今後6カ月で価格は半になる可能性があるとして、大方の予想とは異なる見方をしている。

燃料価格は高騰しており、欧州では8月にロシアがドイツなどに天然ガスを輸送するパイプライン、ノルドストリーム1の一時停止を発表する直前に、最高値を更新している。複数のアナリストは、欧州の電気料金は来年初めに3倍になり、政府の緊急援助が必要となると予想している。トレーダーは、2023年にかけて価格は高水

準を維持し、年末にやや鈍化するとしている。2023年第1四半期を限月とする天然ガス先物は1メガワット時 (MWh) 当たり199ユーロ50セント (199ドル5セント) で取引されている。

そのような中、ゴールドマン・サックスのアナリストであるサマンサ・ダート氏は、2023年第1四半期に天然ガス価格は100ユーロを下回ると予想する。ダート氏によると欧州の備蓄量は最大容量の82%に達し、10月末までには90%を超えると予想する。欧州では新たな規制や景気減速によりガスの使用量が減少しつつある。しかし注意点もある。厳しい冬となり、暖房のために通常よりガスの使用量が増加する国もあるかもしれない。ロシアが、イタリアなどへの天然ガス供給をさらに絞る可能性もある。また、給付金の配布などで市民のガス消費量が増えることも考えられる。

だがダート氏によると、2023年の夏は厳しい状況になるかもしれない。冬を越して備蓄量が22%まで減少するため、欧州各国は液化天然ガスの輸入などでより高い燃料に頼らざるを得なくなるのだ。価格は、トレーダーの予想を超える1メガワット時 (MWh) 当たり235ユーロまで高騰する可能性もあ

る。

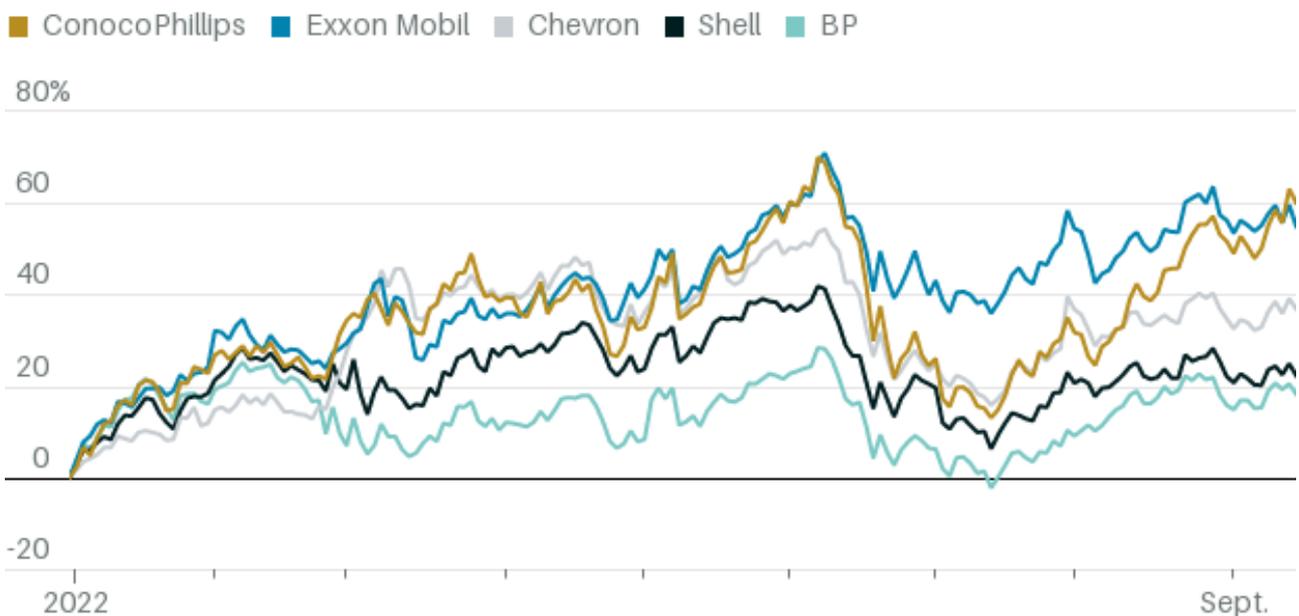
米国での価格は欧州ほどには高騰していないが、長期平均価格の3倍の水準が続いている。一方で、米国側の価格も下落すると予想するアナリストもいる。輸出量に上限があるため米国の生産者は概ね国内市場への供給を行うことになるが、国内のガスは比較的供給過剰状態にある。RBCキャピタル・マーケットのアナリスト、クリストファー・ラウニー氏は、米国は輸出を増やせないことから、欧州の価格変動に対して、米国での価格に劇的な変動は起こらないだろうとする。

今週の予定

Gas Rises

In a rough year for most stocks, the largest natural-gas producers have prospered.

Stocks of the 5 Largest U.S. Natural-Gas Producers, 2022, Year to Date



Source: FactSet

9月19日（月）

- 自動車部品小売りチェーンのオートゾーン<AZO>が2022年度第4四半期決算発表。
- 全米住宅建設業協会（NAHB）が9月の住宅市場指数を発表。エコノミスト予想は48.5と、8月からほぼ横ばい。住宅市場指数は今年に入り低下が続いており、8月には2020年5月以来初めて、拡大と縮小の境目となる50を割り込んだ。

9月20日（火）

- 米国勢調査局が8月の住宅着工件数を発表。予想は季節調整済み年率換算145万戸と、7月と同じ。

9月21日（水）

- 全米不動産業者協会（NAR）が8月の中古住宅販売件数を発表。エコノミスト予想は7月から10万戸減少の季節調整済み年率換算で470万戸。
- 食品大手のゼネラル・ミルズ<GIS>、住宅建設大手のレナー<LEN>が決算発表。
- 顧客管理ソフトウェア大手のセールスフォース・ドット・コム<CRM>、各種資材製造・販売のW

Wグレインジャー<GWW>が投資家向け説明会を開催。

・米連邦公開市場委員会（FOMC）が金融政策を発表。わずか2週間前の金融市場では、FOMCの利上げ幅が0.5%か0.75%のいずれになるかの予想はまちまちだった。だが好調な雇用統計と予想を上回る8月の消費者物価指数を受け、上昇幅が0.75%となることがほぼ確実視される。これによりFF金利は3.0%~3.25%となる。さらにトレーダーらは、25%の確率でFRBが金利引き上げ幅を1%とするとみている。これがもし実現すれば、ここ40年近くで最大の上げ幅となる。

9月22日（木）

・コンサルティング会社アクセンチュア<ACN>、会員制量販店チェーンのコストコ・ホールセール<COST>、外食大手ダーデン・レストランツ<DRI>、金融データ・ソフトウェアサービスのファクトセット・リサーチ・システムズ<FDS>、フェデックス<FDX>が決算コンファレンスコールを開催。

・飲料・食品用の金属・プラスチック容器メーカーのボール・コーポレーション<BLL>と半導体大手のクアルコム<QCOM>が投資家向け説明会を開催。

・日銀が政策金利を発表。日銀は短期政策金利を現行のマイナス0.1%に維持するとみられる。日銀は2016年初めに短期政策金利をマイナス0.1%に設定して以来、これを維持している。タカ派のFRBとは対症的な政策をとっていることから、円はドルに対して1998年以来最安の水準に落ち込んでいる。

・コンファレンス・ボードが8月の景気先行指数を発表。コンセンサス予想は前月から0.1%上昇（7月は0.4%低下）。同指数は5カ月連続で低下しており、近い将来のリセッション（景気後退）リスクが高まっていることを示している。

9月23日（金）

S&Pグローバルが9月の製造業・サービス業購買担当者景況指数（PMI）を発表。コンセンサス予想は製造業PMIが51（8月は51.5）、サービス業PMIは45.3（8月は43.7）。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

『バロonz・ダイジェスト』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信

時事通信社

編集人

川田 重信（かわた しげのぶ）

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

『バロonz・ダイジェスト』 2022/09/18

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