

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2022/10/09

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

- | | |
|--|--------------|
| 1. <u>ドル独歩高時の投資術 - The U.S. Dollar Is Superstrong. How to Invest</u> | [カバーストーリー] |
| 注目は日本株 | P.1 |
| 2. <u>イルミナ株が買い時 - Illumina Slashes Gene Sequencing Prices. The Stock Is a Buy.</u> | [注目銘柄] |
| 遺伝子解析コストを引き下げ | P.5 |
| 3. <u>習中国主席、3期目へ - China's Xi Is Getting a Third Term. Investors Hope Something Gives.</u> | [フィーチャー] |
| 党大会の「読み方」 | P.7 |
| 4. <u>FRBの利上げ、防げず - Payrolls Are Strong, Oil is Rising. The Fed Seems Intent on Raising Rates.</u> | [コラム] |
| 市場は決算シーズンへ | P.10 |
| 5. <u>自動車、値下げの兆しなし - Car Inventories Are Growing. Don't Expect Any Discount</u> | [投資戦略] |
| 9月の在庫は増加 | P.12 |
| 6. <u>FRB、株式市場に容赦なし - The Stock Market Fought the Fed. The Fed Won.</u> | [米国株式市場] |
| インフレの代償重く | P.13 |
| 7. <u>消費者の貯蓄、二極化 - Consumer Savings Is a Mixed Picture-and a Problem for the Fed</u> | [経済政策] |
| FRBに試練 | P.15 |
| 8. <u>アドビのフィグマ買収に異論あり - Adobe's Figma Deal Is a Key Test for Regulators</u> | [ハイテク] |
| FTCの試金石に | P.18 |
| 9. <u>住宅ローン市場、インフレ抑制に貢献 - The Mortgage Market, Not the Fed, Is the Real Inflation</u> | [コラム] |
| Buster | P.19 |
| 価格の加熱過ぎ去る | |
| 10. <u>今週の予定 - PVC Prices Are Falling. Why Warren Buffett Should Be Worried</u> | [経済関連スケジュール] |
| 塩化ビニール樹脂価格が下落 | P.22 |

※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. ドル独歩高時の投資術

The U.S. Dollar Is Superstrong. How to Invest
注目は日本株

[カバーストーリー]

見た目ほど強くない？



Illustration by Selman

先週、ドルの上昇は一服し、4日は1営業日で主要6通貨のバスケットに対して1.5%下落した。しかし、依然として年初来で17%上昇しており、過去数十年の最高値水準に近い。

ドル高は今後数週間に発表される米国の大手多国籍企業の業績にとって重しとなるだろう。さらに、最近の分析によると、S&P500指数に追随するインデックスファンドのリターンは、ドル高によって今後数年間にわたり低下する可能性がある。しかし、米国の投資家は、低迷している海外の株式市場が、ドル高で株価がさらに

割安になるという二重の恩恵を受けられる。日本は特に魅力的に見える。

とはいえ、ポートフォリオを完全に再編して、ドル高のみに賭けるべきではない。ウォール街では、ドルは見た目ほど強くないという意見がある。ドルの上昇率は誤った方法で測定されていると主張する専門家もいる。

金融の動きは相対的なものだ。例えば、ある投資家が今年、映画館チェーン大手AMCエンターテインメント・ホールディングス<AMC>への投資で56%の損失を出したとする。しかし、投資家の主な貯金が円建てだった場合、ドル建ての株式はプラスの為替効果を生むため、このミーム株による損失は45%に縮小する。

今年のドルの上昇率は対ユーロで15%、対ポンドで20%、対円で25%だ。インターコンチネンタル取引所（ICE）のドル指数は六つの通貨（ユーロ、円、ポンド、カナダドル、スウェーデンクローナ、スイスフラン）に対するドルの強さを指数化したもので、年初来17%上昇しており、9月下旬には20年ぶりの高水準を付けた。

ドル指数には異論もある。指数のウェイトが最後にリバランスされたのはユーロ導入時だ。批判派は、ドル指数の通貨ウェイトは時代遅れで、現在の資金の動きを反映していないと指摘する。

米連邦準備制度理事会（FRB）が追跡しているドル指数は、ウェイトが貿易額に応じて毎年リバランスされ、幅広い通貨の対ドルレートを反映している。この指数はICEのドル指数に比べてユーロ、円、ポンドのウェイトが低く、代わりに人民元とメキシコペソのウェイトが高い。カナダドルのウェイトもICEの指数に比べやや高い。

ドルは今年、人民元などに対しては対ユーロや対ポンドほど上昇しておらず、メキシコペソに対しては若干下落している。その結果、FRBの貿易加重型のドル指数は年初来で11%しか上昇していない。

この事実は、1985年のプラザ合意のようにドル高を抑えるための新たな合意が結ばれるのではないかという憶測を否定するものだ。

通貨が割安な国のパフォーマンスは好調

現在のドル高は、米国の輸出品の価格を押し上げることで成長の脅威となる半面、輸入品の価格を押し下げることでインフレの抑制に寄与しているとの考え方がある。急激なドル高を受け、FRBがその一因となってきた利上げを停止するのではとも思える。株式・債券急落の背景となった利上げが停止すれば、投資家にとって天国が戻ってくるのではないか。

しかし、その可能性は低い。FRBの貿易加重型のドル指数があまり上昇していないからというだけではない。経済成長に対するドル高の脅威は、FRBが利上げによって抑制しようとしている急激なインフレの脅威より小さい。一方、ドル高によるインフレの抑制効果は、当面は最小限にとどまる公算が大きい。カンザスシティ連銀の最近の論文によれば、米国の輸入品に対する支払いの95%超はドル建てだからだ。

資産運用会社GMOのベン・インカー資産配分共同責任者は、ドル高は今後数年にわたって米国株のリターンの重しとなる半面、米国の投資家が海外ファンドに資産を配分した場合にリターンを押し上げる可能性があるとして主張する。

インカー氏の計算では、ドルは17%過大評価されており、ユーロと円はそれぞれ17%と20%過小評価されている。

1970年以降の為替データに基づく分析では、16%以上の過大評価だった通貨はその後3年間で5%超下落し、14%以上の過小評価だった通貨は約9%上昇している。株式のリターンにも同様の傾向が見られたが、差はより極端だ。通貨が割高な国の株式は3年間で11%ポイントのアンダーパフォームとなり、通貨が割安な国の株式は9%ポイントのアウトパフォームとなった。インカー氏は、通貨が割安な国では現地通貨建ての利益成長が加速するためだとしている。

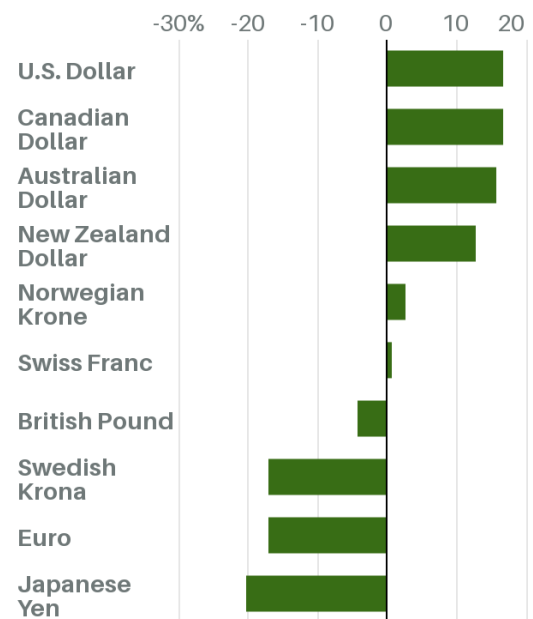
通貨が単に大幅に上昇あるいは下落しているだけでなく、割高あるいは割安であることを知るにはどうするか。一般的な手法の一つが購買力平価だ。米国における商品やサービスのバスケットのドル建てコストを、例えば日本における円建てのコストで割ることによって算出される。この比率が現実の為替レートと大幅に異なっていれば、ゆがみが生じているというわけだ。

しかし、UBSの為替およびマクロストラテジストであるバッシリ・セレブリアコフ氏は「購買力平価の問題は、ほとんどの場合、実際の為替レートが購買力平価とかけ離れた水準で推移していることだ」と語る。セレブリアコフ氏は、交易条件（輸出物価と輸入物価の比率）など、通貨の需要に影響を与える他の要因を考慮して、購買力平価の指標を調整している。

Pricey Dollars

The euro and yen look cheap among G-10 currencies.

G-10 currency valuations



Source: Goldman Sachs

セブリアコフ氏によれば、ドルは約12%過大評価されているが、これは20年以上前のピークを5%ポイント下回る。セブリアコフ氏は「現在がドル高であることは間違いないが、極端なドル高であるとか、ファンダメンタルズに反しているといった意見には賛同しない」と語る。先週、ゴールドマン・サックスはドルに5~7%の上昇余地があると予測した。

日本や新興国に視線

Bargain Hunting

Stocks in Europe and Japan look cheap based on price to earnings ratios.

Country	Forward P/E
Italy	7.1
United Kingdom	8.8
Germany	9.1
Spain	9.2
Emerging Markets	10.3
France	10.4
Japan	11.9
World	13.8
Switzerland	15.5
U.S.	15.9

Note: estimates as of September 29

Source: J.P. Morgan

現在、米国以外の資産のウェートを高めるリバランスは非常に不人気であり、ほとんど恥ずべき行為とみなされている。しかし、だからこそ賢明であり、好タイミングとさえ言えるかもしれない。ドル高によって外国通貨が割安になっていることは、その理由の一つでしかない。

JPモルガンによると、米国株の直近の予想株価収益率（PER）は16倍で、昨年のピークを31%下回っているものの、過去20年間の平均に近い。対照的に、ユーロ圏と日本の株価は、それぞれ昨年のピークから45%と36%値下がりしており、長期平均に比べて22%と18%の割安となっている。米国の配当利回りは1.7%だが、ユーロ圏は3.5%、日本は2.6%だ。

GMOのインカー氏は、日本と新興国市場、次いでユーロ圏を米国よりも選好している。インカー氏によると、ポートフォリオの資産配分の10~20%を米国から他の市場に移すことは、ほとんどの投資家にとって「非常に大きな変化」である。米国株が世界の時価総額に占める割合は、直近では61%だっ

た。これに対してユーロ圏は15%、日本は5%だ。

一部の国は、ドル建て負債の支払額が現地通貨ベースで増加しているため、ドル高による損失が利益よりも大きい。欧州はエネルギーをロシアに依存しているという固有のリスクに直面している。日本もエネルギーコストが高いが、インカー氏は「冬場の暖房を賄うことはできるだろう」と語る。インカー氏は、多くの日本企業が余剰現金を保有している点と、自己資本利益率に向上の余地がある点を選好している。

JPモルガンは最近、個別株の投資家に優良な日本株を推奨した。目標株価まで30%超の上値余地がある多国籍企業として、スズキ<7269>（予想PER12倍）や日立製作所<6501>（同10倍）が挙げられた。地方銀行を傘下に置く金融持株会社コンコルディア・フィナンシャルグループ<7186>は、予想PERが10倍未満、配当利回りが4.2%で、純金利収入の伸びが加速しており、金利が上昇すれば恩恵を受けるとみられる。セブン&アイ・ホールディングス<3382>の予想PERは18倍で、のれんの償却費を除くと14倍だ。海外のコンビニ事業が堅調に成長しており、母国である日本のコロナ禍からの経済再開も追い風となる可能性がある。

ファンドに投資したい向きには、上場投資信託（ETF）のiシェアーズMSCIジャパン<EWJ>やバンガードFTSEヨーロッパ<VGK>など、経費率が低いインデックスファンドがある。新興国市場に関しては、SPDRポートフォリオ新興国株式ETF<SPEM>があるが、保有銘柄の約50%が中国、台湾、香港の企業だ。中国政府の言い方を借りれば、これらはすべて中国の銘柄である。

多くの新興国市場において、時価総額の大部分は1社か2社の巨大企業によるものだ。ここでは小型株の銘柄選別に活躍の機会がある。本誌は最近、バータスKAR新興国市場小型株ファンド<VAESX>を記事で取り上げた。経費率は年約1.8%と高いが、過去5年間のパフォーマンスは上位に入る。ポートフォリオに占める中国株の割合は10%未満で、ブラジル、韓国、インドを下回る。

米国株に関しては、思い付きで輸出銘柄を売却しないことだ。多くの輸出企業はそれなりの業績を上げている。石油会社エクソンモービル<XOM>は、事業の大部分がドル建てで、第2四半期にグーグルの親会社アルファベット<GOOGL>よりも多額のキャッシュフローを計上した。ゴールドマン・サックスによると、海外売上高が非常に小さい米国企業は、輸出額が大きい企業に対して、年初来で既に18%ポイントのアウトパフォームとなっている。投資家は割安で有望な銘柄の選別に専念し、為替変動にどう対処するかは経営陣に任せた方が良いだろう。

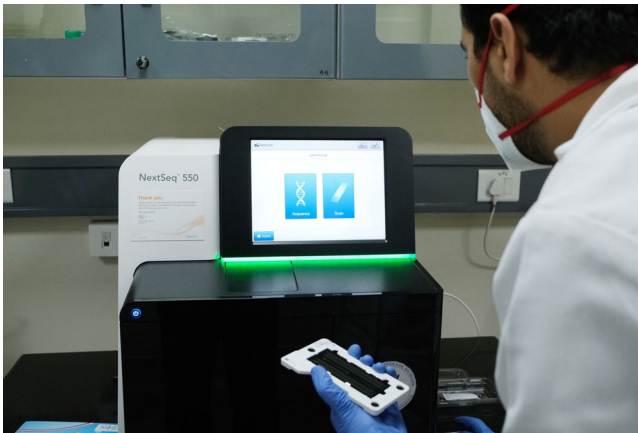
By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

2. イルミナ株が買い時

[注目銘柄]

Illumina Slashes Gene Sequencing Prices. The Stock Is a Buy.
遺伝子解析コストを引き下げ

新型装置を発表



T. Narayan/Bloomberg

遺伝子関連の統合的ソリューション・プロバイダーであるイルミナ<ILMN>が新たに発表した遺伝子配列解析のコストは、イルミナの株価と同じようなものだ。競争相手の登場と、がんの早期発見技術の確立を目指すグレイルの割高な買収を投資家が懸念したことで、イルミナの株価は2021年半ばに比べ60%下落している。

遺伝子配列読み取りの速度向上とコスト低下は、過去10年間における医療業界の飛躍的進歩の原動力となっており、遺伝子配列解析の大半はイルミナの配列解析装置（シーケンサー）

で行われてきた。コロナ禍でバイオテック企業に資金が大量に流入した結果、イルミナの2021年の売上高は40%増の45億ドルとなり、株価は525ドルへ急上昇して時価総額は770億ドルになった。

バイオテック企業の人気が減ると共にイルミナの株価も下落し、9月26日には取引時間中に184ドルを割り込んだ。その後、イルミナは29日にゲノミクス・フォーラムを開催し、オバマ元大統領やビル・ゲイツ氏、元プロテニスのクリス・エバート氏らが講演。その中で最も注目されたのは、現在の最上級モデルの3倍の速度を持つ新たな配列解析装置だった。

イルミナの株価はニュースを受けて10月6日の終値で213ドル弱へ回復した。料金の3分の2の引き下げによる市場拡大効果がアナリストらに高く評価されたためだ。JPモルガンのジュリア・チン氏は4日、前回の同様の値下げによって配列解析件数が5倍に拡大したと書いている。

イルミナは先週、アナリストに向け、自社製品の市場規模が2027年に1200億ドルに達する可能性があるとの見通しを示した。ただ、景気減速の中で新型配列解析装置が増産されるため、2023年はさえないかもしれないとも警告した。

チン氏は、イルミナによるグレイル買収（80億ドル）の結論が出るまで投資判断をニュートラルとしているが、目標株価は300ドルだ。

イルミナは、2006年のソレクサ（ケンブリッジ大学で開発された次世代遺伝子配列解析の応用会社）買収後、遺伝子配列解析料金の低下を推し進めてきた。現在、遺伝子配列解析の医療業界における用途は、出生前検診からがんの治療管理にまで及んでいる。

イルミナの新型装置の第一号は、ハーバード大学とマサチューセッツ工科大学が共同で運営するブロード研究所に納入される予定だ。ブロード研究所はがんおよび精神病の原因追求のために、遺伝子配列解析装置を用いている。バイオ医薬品会社リジェネロン・ファーマシューティカルズ<REGN>

や、バイオ医薬品会社アムジェン<AMGN>傘下のアイスランド遺伝子研究機関デコードもイルミナの顧客だ。

イルミナは遺伝子配列解析市場で90%のシェアを占める。高性能のノバセック6000を用いた遺伝子配列解析コストを2010年当時の1件当たり1万ドルから600ドルにまで引き下げた効果大きい。

競合他社、厳しく

illumina

(ILMN / Nasdaq)



Source: FactSet

今年に入って中国のBGIゲノミクス（華大基因）<300676.中国>とスタートアップのウルティマ・ゲノミクスの2社が200ドル以下での遺伝子配列解析を提案したが、イルミナが9月29日に新製品を発表すると、魅力は薄れた。新製品のノバセックXプラスは2023年2月に出荷が開始され、遺伝子配列解析1件当たりのコストは約350ドルだ。さらに2023年中に高機能のバージョンが登場し、コストは240ドルを切る予定だ。

この料金水準なら、イルミナの大半の顧客は維持される可能性が高い。顧客は新しい遺伝子配列解析テクノロジーに移行するには費用がかかるとみている。1台当たり100万ドルの装置が並ぶ臨床検査室ではなおさらのことだ。

イルミナのフランシス・デソーザ最高経営責任者（CEO）はアナリストに対し、60%超の粗利益率を引き下げずに遺伝子配列解析コストを引き下げることが可能だと表明した。競合他社は装置価格と事業計画の見直しを迫られるかもしれない。BGIの米国部門は本誌の問い合わせに回答せず、ウルティマは本誌のインタビューを10月半ばに延期した。

デソーザCEOは、顧客が一層の低コスト解析装置を声高に要求してきたため、量産品から改良を始め

たと語った。中級モデルに新型がないことで、イルミナの中級モデルであるネクストセックを標的にしている競争相手に一息入れる余地が与えられている。スタートアップのエレメント・バイオサイエンス、バイオ研究会社パシフィック・バイオサイエンス・オブ・カリフォルニア<PACB>、ライフ・サイエンス・テクノロジー企業シンギュラー・ゲノミクス・システムズ<OMIC>などがそうした競争相手だ。

シンギュラーのエリ・グレザー最高科学責任者は、今四半期に遺伝子配列解析装置G4の納品を月間1、2台のペースで開始し、来年には出荷台数が増加する予定だと語った。ネクストセックの販売は年間約1000台。シンギュラーは2021年5月に22ドルで上場したが、株価は7日の終値で2.43ドルに下落している。イルミナがネクストセックの改良に踏み切れば、ライバルの状況はさらに厳しくなる可能性がある。

By Bill Alpert
(Source: Dow Jones)

3. 習中国主席、3期目へ

[フィーチャー]

China's Xi Is Getting a Third Term. Investors Hope Something Gives.
党大会の「読み方」

党大会迫る



Huang Jingwen/Xinhua/Getty Images

中国の弱い経済成長見通しや徹底的なコロナ政策、対米関係の次の展開などをめぐり、投資家が不安な日々を送っている。10月に開催される中国共産党の党大会では、習近平国家主席がこれまでの規範に反して3期目の続投を決めると予想されており、近く一定の方向性が示されることになりそうだ。

現在は5年に一度で、10月16日に開幕する20回目の党大会では、中国の新たな政治指導体制が決まり、経済の5年間のロードマップが示される。人口減少や失業率の上昇、重要なテクノロジーにおける必要な自立に取り組むため、今後

どのような政策が優先されるのかを垣間見ることができる。

投資家や多国籍企業は現在、消費者心理や企業景況感が悪化する中で中国へのエクスポージャーを再検討している。台湾海峡をめぐる情勢不安や緊張の高まりも、投資家や多国籍企業の不安を増幅させている。

MSCIチャイナ指数は、規制や取り締まりが重なって不動産市場が急落し、学習塾からインターネット大手までさまざまな分野のビジネスモデルが崩壊する中、過去2年間で約40%下落した。中国のイデオロギーや積極的な対外政策の反転を期待する人は、失望するかもしれない。

習主席の力が弱まりつつあるとの指摘はあるものの、アナリストの間では、前回の党大会で任期制限を撤廃して伝統を破った69歳の習主席が3期目を確保するとの見方が大勢を占める。

習主席は中国共産党総書記でもあり、権威主義的な政府の主要な権力ポスト、すなわち公安、諜報機関、軍を側近や習主席の地方政権時代からの同胞を通じてコントロールできるが、明らかな後継者はいない。

コンサルティング会社ユーラシア・グループの中国担当シニアアナリストであるニール・トーマス氏は「習主席の党大会での演説は、国際関係に対するイデオロギー的な見方や、中国、中国に近い国、そして西側諸国という三つの陣営が存在するという考え方に傾く可能性がある。こうした考えは、米中間の戦略的な競争を深め、中国経済にさらなるストレスがかかるだろう」と指摘する。

中国株に刺激

投資家は、人民元が対ドルで約30年ぶりの安値を付け、政策当局の経済支援の努力を妨げるなどさまざまな課題が重なる中、政策をめぐるニュアンスを注視している。

カリフォルニア大学サンディエゴ校のビクター・シー准教授は、コロナ規制の緩和や、その方向に進むために科学の力を借りるとの表明があれば、中国株にとって大きな刺激になると予想する。

習主席はコロナ規制を強化するばかりで、他国と比較して中国の死者数が少ないことを主張してきた。しかし、中国は治療法や最も効果的なワクチンを手に入ってきていない。高齢者のワクチン接種率は60%程度で、病床数が少ないなど、公衆衛生インフラは感染症拡大への対応に適していない。

ブルッキングス研究所上級研究員のチェン・リー氏はシンクタンク主催の最近のイベントで、香港で規制が緩和されたほか、習主席の公衆衛生アドバイザーがコロナをインフルエンザと同様に扱うべきだと発言していると指摘。しかしアナリストらは、中国のコロナ対策には来年初めまで大きな変化はないとみている。

中国経済はインフラ支出の加速や信用条件の緩和に向けた集中的な取り組みなど、積極的な景気刺激策があれば活性化につながるとみられる。何立峰氏が最高政策決定機関である政治局常務委員に昇格するか否かは、一つのシグナルと考えることができる。何氏は国家経済企画機関である国家発展改革委員会のトップで、成長派と目されている。シー氏は、信用条件を緩和して不動産市場を活性化させることは短期的にはプラス材料にはなるが、中国の債務問題を悪化させると言う。

その他の優先分野にも投資機会はある。中国は米国のライバルとなることを目指し、半導体や人工知能（AI）などの重要テクノロジーにおける自立に引き続き注力するだろう。

人事の注目点

投資家は、習主席が終身指導者になるという可能性を認識しておくべきだ。ベアリングス投資研究所のチーフ・グローバル・ストラテジスト、クリストファー・スマート氏は「習主席が3期目の続投が可能になるよう地ならしができたという事実を踏まえると、制度化され、予測可能で、外国からの投資にオープンになろうとする中国の取り組みは白紙に戻ったということだろう」と語る。

古いモデルに基づいて中国に進出した企業や投資家にとって、明るい材料ではない。中国最高指導部の人事は、米中関係の修復にとって悪い知らせとなる可能性がある。

政治局常務委員7人のうち3人は引退するとみられているが、名前が挙がる貿易交渉トップで副首相の劉鶴氏と李克強首相は独自の支持基盤を持つ有力者だ。2人は実務的なアプローチを取り、少なくとも政策面では改革と開放を志向していた。

TSロンバードの中国アジア調査責任者ロリー・グリーン氏は「イデオロギー主導の政策決定に抵抗する有力者は、さらに少なくなるだろう。2人は『共同富裕』が後退し、テクノロジーと不動産セクターに緩和的な3月の政策転換を主導した。米政府やウォール街の人々が懸念を伝えられる相手はいなくなるだろう」と語る。

後任候補には政治局常務委員の汪洋氏と韓正副首相、何氏が名を連ねるが、いずれも習主席の側近だ。胡春華副首相が昇格するか否かは注目に値する。胡氏は胡錦濤元主席に近い。グリーン氏は、胡氏が昇格すれば、習主席への反発や、市場を混乱させた政策を見直す可能性のシグナルを発することになると予想する。

共同富裕

習主席の任期の最初の10年間は、積極的な反腐敗闘争、軍事改革、貧困との闘いによって共産党内の権力を強化することになった。グリーン氏は、習主席が3期目は国家による市場介入や再分配政策など、中産階級の生活向上を目的とした改革の加速に取り組む可能性があると指摘。具体的には医療の質向上、住宅価格の引き下げ、労働者の複利厚生改善などを挙げる。

グリーン氏は「これらの変化は中国経済の本質になるだろう。習主席はかなりのマルクス主義者かつ社会主義者であり、債務と不動産に焦点を当て、輸出と技術輸入に過度に依存する中国の以前の成長モデルは限界に達したと認識されている」と語る。

これは「共同富裕」が声高に叫ばれるようになった一因である。共同富裕は、経済成長をより公平に享受させるための漠然とした発想であり、インターネット取り締まりの根拠となり、テクノロジー企業の最高幹部は不平等に対処するため、自身の利益の分配を公約せざるを得なかった。

グリーン氏は「政策担当者は経済を安定させるまで、そうした改革を進めないかもしれないが、投資家は備えておくべきだ。これは起きるかどうかわからない、いつそうなるかという問題である。恐らく第2四半期には経済が上向き、中国が自信と成長を取り戻せば、すぐに試験的に固定資産税を課税するなど、共同富裕の実現に向けた課題が浮上するだろう」と語る。

共産党に投資？

アナリストらは、中国が自国領土と主張する台湾に侵攻するとは予想していないが、ナショナリズムは高まるとみている。中国共産党が成長優先を変更し、自身の正当性を支える要因を探しているためである。

スマート氏は「舵取りがいよいよ複雑になってきた。米国に展開している中国企業、中国に展開している米国企業にとって、経営とは無関係の政治的出来事の報復として、どちらかの政府に人質に取られる公算が大きくなっている」と語る。

低迷する株式市場は追加の景気刺激策やコロナ出口戦略によって上昇し、投資家にとって数カ月以内に投資機会となる可能性がある。投資家が注目すべきなのは、中国政府によるベビーブームの促進や中産階級の生活向上、高速大容量通信規格の「5G」、クリーンエネルギー、半導体などの競争力強化策の受益者だ。

言い換えれば、中国共産党の政策に賭けることになる。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

4. FRBの利上げ、防げず

[コラム]

Payrolls Are Strong, Oil is Rising. The Fed Seems Intent on Raising Rates.
市場は決算シーズンへ

弱い株価



Caroline Brehman/EPA-EFE/Shutterstock

行動は乱暴になる一方なのに、言葉づかいは洗練を期待されるのが現代の皮肉のひとつだ。動物にまつわる残酷な比喻もご多分に漏れず、文字通り解釈されてしまう。筆者自身、「ほとんど気づかないほどの緩やかな上昇」を「茹でガエル」に例えて叱られたことがある。

そうした繊細な感性を傷つけないよう、3日から4日にかけての株式市場の反発をデッド・キャット・バウンス（「死んだ猫でも高いところから落とせば跳ねる」ことから、大幅下落時の一時的な小反発を指す格言）と表現するのは慎

みたいと思う。7日の米株式相場は週間で小幅上昇し、第3四半期末につけた今年の最安値をわずかに上回って取引を終えたものの、反発はほぼ平らに押し潰されてしまった。

今回も金利が原因だった。もう少し正確に言えば、米連邦準備制度理事会（FRB）が金利をどの程度引き上げるかという予想が相場を動かした。前週の英国債市場の混乱やクレディ・スイスの経営再建計画が金融不安の引き金になるとの懸念から、3日にはFRBによる利上げ緩和の期待が高まった。しかし、FRB高官らが好調な労働市場を背景にインフレ抑制策の維持が必要だと異口同音に唱えたことで、期待はあっという間にしぼんでしまった。

12月も0.75%か

CMEのフェドウォッチサイトによると、市場ではFRBが11月1日～2日の次回連邦公開市場委員会(FOMC)でフェデラルファンド (FF) 金利誘導目標 (現在3%～3.25%) を0.75%引き上げるとの予想が再び広がっている。。1週間前、0.75%の利上げ確率は50%をやや上回る程度にすぎなかった。

12月13日～14日のFOMCでの利上げ確率も注目だ。大方の予想では、利上げ幅は0.50%だが、金利先物トレーダーの間で2番目に可能性が高いとされるのが0.75%だ。わずか1週間前は0.25%の可能性が2番目に高いとされていた。

FRBがドル高を受けて大幅利上げをためらうような兆候はほとんどない。ドル高は米国が輸入する物品の価格抑制につながる一方、他国に対しては輸出競争力の低下やドル建て債務の実質的な増加をもたらすことになる。

CPI予想、まちまち

米雇用統計では雇用者数が引き続き堅調に増加し、失業率が低下したため、FF金利誘導目標の年末の市場予想とFRBの予想 (最新の経済予測サマリーにおける予想中央値は4.4%) が達成される可能性は高まった。一方、石油輸出国機構 (OPEC) 加盟・非加盟の産油国で構成する「OPECプラス」は減産を発表した。これは少なくとも消費者にとって好ましくないニュースだ。ただ、その結果、原油先物相場が16.5%上昇して1バレル=90ドル超に戻ったことから、6月中旬以降伸び悩んでいた上場投資信託 (ETF) のエネルギー・セレクト・セクターSPDR ETF<XLE>は3日からの1週間で13.6%反発した。

これまで、エネルギー価格の下落はインフレ指標の低下につながってきた。この影響は、注目されている9月の消費者物価指数 (CPI、13日発表) に表れるだろう。エネルギーコストの軽減により、エコノミストが予想する9月のCPI上昇率の中央値は前年同月比8.1%と、8月の8.3%を下回っている。一方、食品とエネルギー価格を除いたコア指数は6.5%と、8月の6.3%からの減速は見込まれていない。ガソリン価格が上昇し始めていることもあり、エネルギー価格が今後のCPIに与える影響は限定的となるだろう。

市場は11日からの決算発表シーズンに備えている。良い前兆とはいえ事前発表もあった。ハイテク企業では、半導体メーカーのアドバンスト・マイクロ・デバイシズ (AMD) <AMD>が7日にパソコン需要の大幅減を指摘、株価は13.9%下落した。14日に始まる大手銀行の決算発表を皮切りに、決算シーズンは本格化する。大手銀行のコメントは景気見通しに関する明確な指標となるかもしれない。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

5. 自動車、値下げの兆しなし Car Inventories Are Growing. Don't Expect Any Discount 9月の在庫は増加

[投資戦略]

販売低調でも快適



Courtesy of Stellantis

乗用車の新車購入ローンのうち、毎月の返済額が1000ドルを超える比率が2022年7～9月期に14%となり、史上最高を記録した。前年同期の8%からの急激な上昇だ。

一方、バンク・オブ・アメリカ（バンカメ）のレポートによると、9月の乗用車在庫は8月の29日分から33日分に増加した。前年同月は約20日分だった。9月の中古車価格指数は前月に比べ3%低下した。

しかし、大幅値引きの兆候は表れていない。実際、販促のためのメーカーインセンティブは9月に減少した。自動車価格情報サービス「ケリー・ブルー・ブック」を手掛けるコックス・オートモーティブが最近まとめたレポートによると、「メーカー希望小売価格が実売価格」だ。需給の逼迫（ひっばく）はブランドで異なり、在庫日数は起亜やトヨタ、スバル、ホンダが最も少なく、ジープ、ダッジ、ラム、ボルボが最も多い。

需要に何が起き、自動車株に何を意味するのか。バンカメのアナリスト、ジョン・マーフィー氏は「需要が引き続き供給を上回っているものの、大幅な超過ではないかもしれない。メーカーは現在の低調な販売台数を快適と感じている。1年前なら神経を尖らせて危機感を強めたが、今は違う。記録的な利益を上げているからだ」と指摘する。

かつて、需要の推計は簡単であり、年率換算販売台数（SAAR）を見ればよかった。自動車メーカーは売れる数だけ生産するようにしていたため、納車台数が需要を表していた。コックスによると、9月のSAARは1350万台に達し、前年同月の1220万台から増加した。これは大した増加ではない。実際、年率換算前の月次販売台数は2021年8月以降110万台前後で推移している。新型コロナウイルス感染拡大前のSAARが1700万台強だったことを踏まえれば、1300万台強という数字は依然として景気後退時の水準だ。しかし、真の需要は見かけの需要を上回っているかもしれない。値段が下がるまで購入を先送りしてきた消費者の中には、早晚新車を購入せざるを得なくなる者もいるからだ。

膨らむローン返済額

需要の判断を難しいと感じるのであれば、リース料の設定を生業（なりわい）としていないことに感謝すべきだ。毎月のリース料は、購入価格、金利、および残価（リース満了時の予想価格）で決まる。中古車価格は今年の夏までの過去2年間で55%も上昇した後、9月に3%下落した。設定した残価が高過ぎれば経営に甚大な影響が出るため、リース会社は残価を低く見積もっている。その結果、リース料が上昇し、リース料の高さに尻込みする消費者が、購入に切り替える。コロナ前は個人向け販売台数の30%をリースが占めていたが、今年は17%。それが毎月の支払額のさらなる増加につながって

いる。リースでは車両価格のうち残価分を引いた残りが負債となるが、購入の場合は全てを負債で賄う必要があるからだ。

自動車情報サイトのエドマンズのジェシカ・カルドウェル執行取締役によると、それが毎月の返済額が1000ドルを超える顧客が急増する一因という。他の要因はもっと単純で、価格が上昇し、ローン金利が7%以上に上昇したことだ。消費者が大型・高級・環境に優しいモデルを好むようになった面もある。毎月の返済額が多いローンの多くは高級車ブランドが占めており、ほぼ全ての高級車ドライバーがぜいたくな予算を持っているわけではないことがうかがえる。毎月の返済額が1000ドルを超えるローンの比率は、電気自動車（EV）が約26%、ピックアップトラックのダッジラム1500が29%、フォードF-150が36%だ。カルドウェル氏は「自動車ローンの返済額ではなく、家賃、場合によっては住宅ローンの返済額のような金額だ」と述べ、可能であれば購入は待った方がよいと語る。

バンカメのマーフィー氏は、需要を抑制する可能性のある要素が二つあり、ひょっとしたら価格の押し下げにつながるかもしれないと指摘する。一つは、米連邦準備制度理事会（FRB）が「需要を供給と同じレベルかそれ以下に抑制し、物価とインフレの抑制に努める」場合だ。もう一つは、自動車業界が「リース・エクイティ」と呼ぶものだ。リース顧客にはリース料の支払い完了後、車両を残価で購入する権利があり、直近の中古車市場価格が残価を上回っていれば、その差額（エクイティ）を新車購入の交渉材料とすることができた。しかし、中古車価格が下落するとエクイティも減少し、新車購入に消極的になるかもしれない。

注目銘柄

フォード・モーター<F>とゼネラル・モーターズ<GM>の株価は割安に思えるが、いつものことだ。マーフィー氏は、投資家にとっては完成車メーカーよりサプライヤーの方が有望かもしれないと話す。サプライヤーは低調な生産台数を背景に株価が伸び悩んでいるが、その分、需要が増えた時の上昇余地も大きい。マーフィー氏の推奨銘柄は内装品メーカーのリア<LEA>、電装品メーカーのアプティブ<APTV>、総合部品メーカーのマグナ・インターナショナル<MGA>だ。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

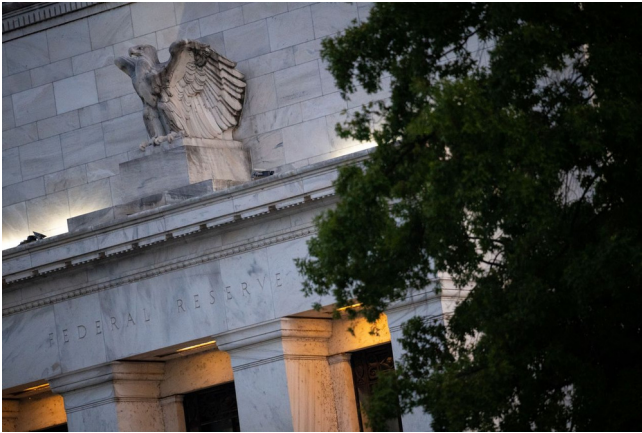
6. FRB、株式市場に容赦なし The Stock Market Fought the Fed. The Fed Won. インフレの代償重く

[米国株式市場]

期待、尻すぼみ

「取らぬタヌキの皮算用」。実現には程遠い米連邦準備制度理事会（FRB）の政策転換を期待して株価が上昇するたび、このことわざが忘れられていることに気付く。

先週前半は「悪材料は好材料」という市場心理が支配的となり、「失望」のたびに株価は上昇した。製造業の弱含みや求人数の大幅減が指標で示されると、S&P500指数は3、4両日で計5.7%高。2日間の上昇率としては、新型コロナウイルスによる弱気相場の底から株価が回復した初期段階の2020年4月以降で最大となった。経済が低迷して労働市場が鈍化すればインフレ率も下がり、FRBの利上げ回数が



Graeme Sloan/Bloomberg

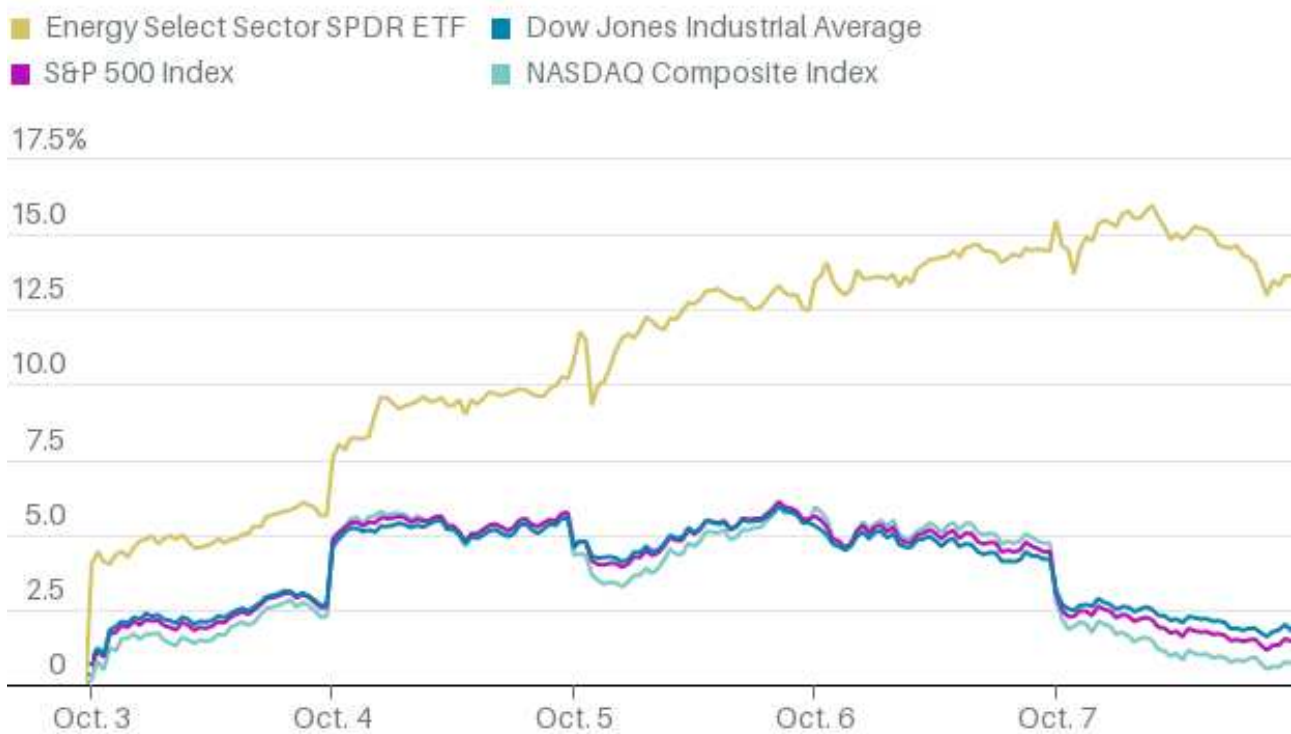
減る可能性があるというロジックが背景だ。

しかし、FRB高官によるタカ派的な発言やサービス関連の強い指標、7日発表の雇用統計を受け、経済ないし労働市場は引き締め終了を正當化するには程遠い状況であることが鮮明となり、5日以降は総じて下落基調となった。S&P500指数は4日の高値から4%下落し、週間では1.51%高の3639.66で引けた。ダウ工業株30種平均は1.99%高の2万9296ドル79セント、ナスダック総合指数は0.73%高の10652.40。小型株のラッセル2000指数は2.25%高の1702.15で週末

を迎えた。

基本シナリオ変わらず

Market Snapshot



バンク・オブ・アメリカ（バンカメ）の米金利戦略責任者マーク・カバナ氏は「投資家は政策転換を期待するかもしれないが、期待と戦略は違う。インフレを持続的に低下させるために必要な金融引き締め策と労働市場の軟化は、依然として過小評価されている」と指摘している。

7日発表の雇用統計によると、米国では9月に26万3000人の雇用が増え、失業率は3.5%に低下した。新規雇用のペースは8月の31万5000人や7月の53万7000人から減速したものの、失業率が引き続き半世紀ぶりの低水準にある以上、FRBは労働市場が十分に軟化したと確信できないだろう。0.75%の追加利上げが11月の米連邦公開市場委員会（FOMC）の基本シナリオであることに変わりはない。実際にそ

うなれば、FRBの目標レンジの上限は4.0%となる。

UBSグローバル・ウェルス・マネジメントの米州アセットアロケーション部門責任者ジェイソン・ドラホ氏は「今年の市場の基本的な枠組みに変化はない。インフレ率が高く、労働市場がタイトである限り、FRBは金融引き締めを続けて成長を減速させ、景気を冷ますだろう。市場は振れ幅が大きく、難しいものになる」と予想する。

金融資産の現金化進む

もっとも、そうなるとも限らない。買いのチャンスを期待して現金をため込んでいるか、少なくとも相場が落ち着くのを待っている投資家はたくさんいるようだ。バンカメのデータによると、5日までの1週間のキャッシュファンドへの資金流入額は888億ドルと、2020年4月以来の高水準だった。債券ファンドからは182億ドル、株式ファンドからは33億ドルが流出。現金はいつか使われるはずだ。

今週は銀行を皮切りに第3四半期の決算発表が始まり、13日発表の9月の消費者物価指数ではインフレの動向が判明する。市場にヒビが入る音と、卵がかえる音を混同してはいけない。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

7. 消費者の貯蓄、二極化 Consumer Savings Is a Mixed Picture-and a Problem for the Fed FRBに試練

[経済政策]

高所得層に余裕



Alamy

米国の消費者、ひいては経済に関する基本的な前提の一つは誤ったものだ。多くの経済学者が言うほどには、消費者は現金を持っていない。「悪材料は好材料」と受け取る昨今の環境においてさえ、これは悪材料だ。

米国の消費者に関する議論は単純化され過ぎることが多い。一部の世帯が現金を使い果たしている一方、高所得者層は依然として豊富な流動資産を持ち、インフレを高止まりさせ、長期化させる公算が大きい。米連邦準備制度理事会（FRB）はインフレに対して厳しい姿勢を維持

せざるを得ない。

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の間に消費者の余剰貯蓄は約2兆4000億ドル増加したと考えられていた。FRBが過去数十年で最速のペースで金利を引き上げても貯蓄のおかげで景気後退を回避できるという主張が行われていた。

多くの中央銀行当局者やエコノミスト、投資家は、景気のソフトランディング（軟着陸）の可能性をあきらめた。それでも、消費者の経済状況は良好だと考えられている面もあり、リセッション（景気後退）の期間は短く、落ち込みの度合は小さいと考える人が多い。しかし、米国の消費者の貯蓄に関する新たな情報や消費者金融に関する詳細な分析を見ると、景気後退がほんの一瞬で過ぎ去るという意見は根拠が怪しくなってくる。

調査会社パンテオン・マクロエコノミクスのチーフエコノミスト、イアン・シェファードソン氏は、政府が先週発表した貯蓄率の下方修正は、以前のデータで示唆されたよりもはるかに大きな割合でパンデミック時の貯蓄が取り崩されていることを示していると指摘する。スタート地点の貯蓄額も、もっと少なかったと考えられるようになった。

シェファードソン氏によれば、7月までの従来のデータでは、家計はピーク時の2兆4000億ドルの余剰貯蓄の11%に相当する約2700億ドルを消費していた。新しいデータでは、ピーク時の余剰貯蓄は2兆1000億ドルで、その31%にあたる6300億ドルが既に費やされたことが明らかになった。

1兆4000億ドルもの貯蓄残は依然大きな額だが、クレジットカードによる借入れが膨らみ、延滞が増加することを防ぐには十分でない。投資銀行パイパー・サンドラーのチーフ・グローバル・エコノミスト、ナンシー・ラザー氏は「クレジットカードによる借入れはパンデミック前の最高値を6%上回っている。そのうち60%は1年以上にわたって借入れられ、金利が高く、しかも金利は上昇中だ」と話す。

決済処理会社アフーム・ホールディングス<AFRM>は最近、貸倒引当金を前年比290%増やしたと発表した。ラザー氏の計算によると、アメリカン・エクスプレス<AXP>やJPモルガン・チェース<JPM>を含む大手金融機関の合計の30日延滞率は8月末に0.82%と、前年同月の0.78%から上昇。クロール・ボンド・レーティング・エージェンシーのデータによると、サブプライム自動車ローンの延滞率が急上昇し、プライムの自動車ローンの延滞率も上昇しているという。ラザー氏は「特に、貯蓄を使い果たした低所得層の消費者の延滞リスクが高まっている」と指摘する。

インフレ対策の長期化

消費者の余剰資金が以前考えられていたより少ないことを示すデータや、消費者信用の悪化の兆候は、FRBの方針転換への期待をあおるような展開である。しかし、現実はまだ複雑だ。労働省が作成した消費支出調査のデータをみてみよう。全世帯を所得に応じて5階層に分類すると、上位2層の消費が消費全体の60%を占め、消費性向が比較的高い層の中で最低位層の消費は9%に過ぎない。

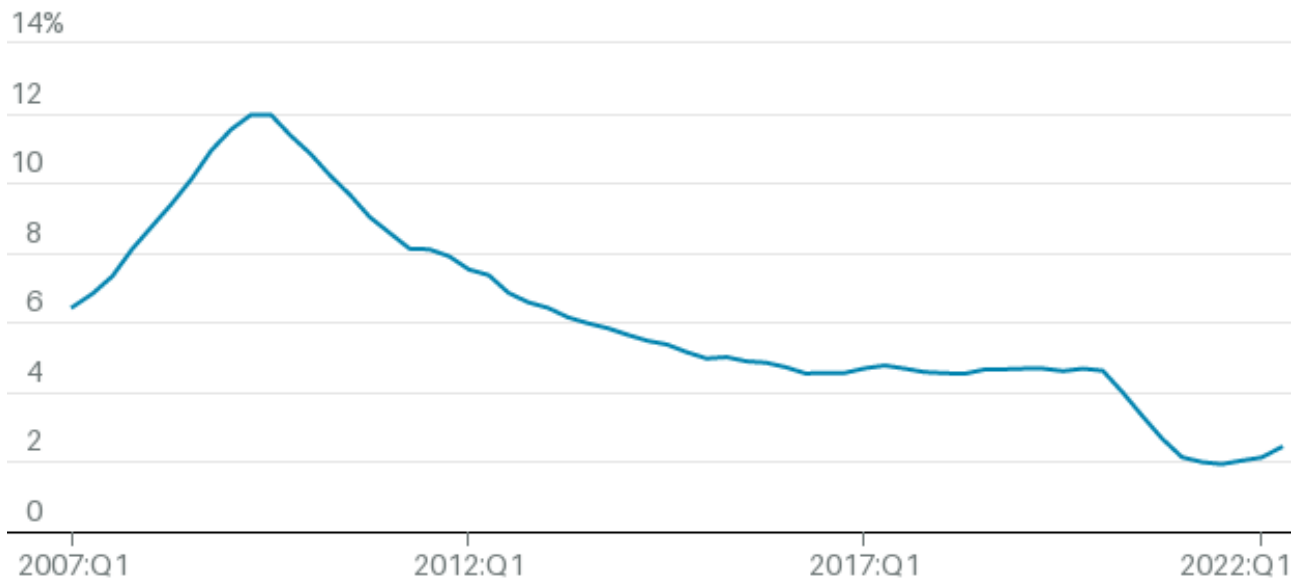
ラザー氏は、流動資産から消費者信用を差し引くことで購買力の指標を算出している。それによると、所得5階層の最低位層は購買力がパンデミック以前の水準に低下した一方、残り4層はいずれもローン残高に対して流動資産が高水準で、物価を上昇させ、FRBを不安にさせるだけの購買力があるという。

言い換えると、物価調整後の実質流動資産総額は、ラザー氏によると第3四半期に前年同期比3.5%減少した公算が大きいものの、パンデミック以前を依然として2兆3000億ドル上回っていることになる。実質消費支出の17%に相当する規模で、これから来年に向け、購買力にはかなりの余裕が残っている。

Repayment Problems

The percentage of loans newly delinquent by 30 days recently ticked up, but remains low.

New loan delinquencies as a % of total loans



Sources: New York Federal Reserve Bank; Equifax; PSC

政策効果に約1年のタイムラグがあると言われる大幅な利上げが実施される中、消費者にこれだけの余力があることは経済全般を下支えする上で好ましい。ただ、支出の強さが続くことで高インフレが長期化するマイナス面も否めない。

物価上昇の根強さが増していることを背景に、インフレは一段と高進し長期化するとの見方が拡大している。最近の原油価格はその裏付けだ。資産運用会社ナインポイント・パートナーズのシニア・ポートフォリオ・マネジャー、エリック・ナットール氏は、米国の原油、ガソリン、中間留分の「三大」在庫が週内に過去最低水準まで減少したことを指摘する。同じ週、石油輸出国機構（OPEC）加盟・非加盟の産油国で構成する「OPECプラス」は、11月から日量200万バレルの大幅減産を行うことを決定した。このタイミングでの決定は戦略的であり、エネルギー価格の高騰が一段落していた矢先、消費者や企業に新たな衝撃となりそうだ。

資産運用会社ナベリア・アンド・アソシエーツのルイス・ナベリア最高投資責任者によれば、ここ数カ月、給油所での販売価格が低下した主因は、バイデン政権が原油価格引き下げのため、戦略石油備蓄（SPR）から日量100万バレルを解放しているからだという。ナベリア氏は「中間選挙が終われば、政府は過去40年間で最低水準にあるSPRの補充を始めなければならない」と予想する。

ナットール氏は、米国産原油ウエスト・テキサス・インターミディエート（WTI）先物相場が年末までに現在の価格から14%上昇して100ドルになると予測。ラザー氏による所得上位4階層の購買力分析でも、需要は維持される見込みだ。

米国の消費者の全体像は、FRBの政策にとって二重の意味でマイナスとなっている。低所得世帯はストレスが増大し、貯蓄が枯渇し、債務不履行が増加する見込みだ。高所得者層は消費を続け、低所得

者層からのダメージを軽減することができるものの、その強さゆえに、FRBはインフレ対策の長期化を必要とすることになる。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

8. アドビのフィグマ買収に異論あり Adobe's Figma Deal Is a Key Test for Regulators FTCの試金石に

[ハイテク]

規制当局は依然としてハイテクM&Aを許容



Dreamstime

米規制当局はここ数年、ハイテク業界のM&A（合併・買収）を過去10年にわたって認めてきたことで非難を浴びている。そうした判断が主要なハイテクプラットフォームを事実上の独占企業に変える要因の一つとなったからだ。バイデン政権下の米政府はハイテクM&Aに厳格な姿勢を示しているが、企業買収は続いている。アマゾン・ドット・コム<AMZN>による85億ドルでの映画スタジオMGM買収が政府から干渉されることなく今年初めに完了したことは、大手ハイテク企業の巨大化が依然容認されている証拠だ。

規制当局に市場の競争を守る気があるなら、その意気込みを示すチャンスが訪れている。クリエイティブソフトウェア大手アドビ<ADBE>による200億ドルでのフィグマ買収計画がそれだ。

アドビによるフィグマ買収の狙いは将来の競争の回避？

アドビ弱気派はここ数年、アドビがフィグマから破壊的影響を受けるリスクがあると指摘してきた。アドビはクラウドベースのサブスクリプション型契約モデルに移行してきたが、多くの製品は依然として従来のデスクトップソフトウェアモデルに依拠し、そのアーキテクチャーは新興勢力のようなコラボレーションに向けたものではない。伝統的ソフトウェア資産に縛られないフィグマがウェブモデルで大きな成功を収めていることが、アドビが巨額買収に踏み切ろうとしている理由と考えられる。

フィグマは2022年の年間経常的売上高を2億ドルと予想。アドビが200億ドルで買収すれば、予想売上高の100倍に相当する。このバリュエーションは急成長中のパブリッククラウドソフトウェア株を大きく上回る。

バーンスタインのアナリスト、マーク・モードラー氏は9月のレポートで、「バリュエーションの高さから、大半の投資家はアドビが競争圧力の高まりによってフィグマの買収を余儀なくされたと考え、競争をめぐる懸念が鮮明になっている」と指摘した。

フィグマ買収はアドビにとって目先の後押しになるものの、将来的な競争の芽を摘むことになるのではないかとこの質問に対し、アドビ広報は、同社とフィグマは「(互いに) 大きな競争相手ではない。両社が力を合わせれば消費者に大きな価値をもたらす、補完的でありながら異なった製品カテゴリを前進させて新たな市場機会を創出できる」と回答した。

FTCはフィグマ買収が反トラスト法に抵触すると判断するか？

アドビとフィグマは現時点で競合関係にはないかもしれない。しかし、フェイスブックが10年前に写真共有アプリのインスタグラムを10億ドルで買収した際も、言おうと思えば同じことを主張できた。その2年後、フェイスブックはWhatsApp (ワッツアップ) 買収に190億ドルを払った。2件の買収はフェイスブックによるソーシャルネットワークサービス (SNS) 支配への扉を開き、インスタグラムとワッツアップはいずれも数十億人のユーザーを抱える巨大SNSに成長した。

米連邦取引委員会 (FTC) と司法省はフェイスブックによる買収手続きを許可した。だが、フェイスブックにとって良いことは、消費者にとって悪いことだった。FTCは現在、フェイスブックの親会社であるメタ<META>に対する反トラスト法訴訟で、買収がユーザーから利益を奪ったと主張している。米政府は、インスタグラムが買収を認められていなければ、サービスのイノベーションやプライバシーの改善、広告依存の低下が進んでいたはずだと指摘する。

2年前、FTCは「大手ハイテク企業の買収活動に対する理解を深める」ため、過去のハイテク買収案件を見直していると説明した。アドビのフィグマ買収に対しても、FTCは新たな知見を活用すべきだ。

アドビが9月15日にフィグマ買収を発表以降、アドビの株価は約20%下落している。米政府も、この買収案件に介入すべきだ。

By Tae Kim
(Source: Dow Jones)

9. 住宅ローン市場、インフレ抑制に貢献

[コラム]

The Mortgage Market, Not the Fed, Is the Real Inflation Buster
価格の加熱過ぎ去る

FF金利より効果大

インフレが既にピークを打っているとしたら、米連邦準備制度理事会 (FRB) より住宅ローン市場に感謝しよう。

現在は誰もがFRBウォッチャーとなり、FRBの翌日物フェデラルファンド (FF) 金利の誘導目標に注目している。しかし、長期住宅ローン金利が2倍になったことの方が、どう考えても経済や物価上昇ペースに大きな影響を与えている。

住宅価格の前年同月比上昇率は2022年初めの20%近いバブルのような過熱が一服した。米連邦住宅金融庁 (FHFA) が9月に発表した7月の住宅価格指数は前月比0.6%低下。前年同月比では13.9%上昇したが、それでも2月の19.4%上昇に比べれば落ち着いた。7月のS&Pケース・シラー住宅価格指数は前



Frederic J. Brown/AFP/Getty Images

月比で0.2%低下。前年同月比15.8%と、3月の20.6%から減速した。

FHNフィナンシャルの住宅ローン・ストラテジストでシニア・バイス・プレジデントのウォルト・シュミット氏は、FRBは住宅ローン市場を先導するのではなく、追いかけてFF金利の目標を引き上げていると語る。標準的な30年固定住宅ローン金利は約3.5%から7%近くまで上昇した。10年物米国債の利回りが数週間前に最近のピークの4%まで急騰したことを反映しており

(10月7日の利回りは3.9%と、年初の1.63%から大幅上昇)、それに加えて指標となる米国債に対する住宅ローン担保証券(MBS)の上乗せ金利(スプレッド)も反映している。

ハーレー・バスマン氏はメリルリンチでモーゲージ部門の責任者だった時にMOVEボラティリティー指数(シカゴ・オプション取引所(CBOE)のボラティリティー指数であるVIX指数の債券版)を開発した人物として有名だが、バスマン氏は、住宅ローン金利の上昇は家を買おうとする人にとって毎月のローン返済額が実質的に80%増加したことになると書いている。別の見方では、ローン金利が3%で毎月のローン返済額が1900ドルであれば45万ドルの30年住宅ローンが組めるが、6.5%の金利では30万ドルのローンしか組めない。2021年の住宅争奪戦が住宅購入の急減速へと変わり、その結果、住宅価格が下落するのは驚くことではない。

影響は始まったばかり

しかし、バスマン氏は先週の電話インタビューで、影響は始まったばかりだと述べた。住宅取得の手続きには通常3~4カ月かかるため、FRBの金利引き上げはまず債券市場に影響し、次に株式市場、そして最後に住宅市場に影響する。バスマン氏は、住宅市場に影響が及ぶ頃には、「ワイリー・コヨーテとロード・ランナー」(米国の有名なアニメ)でワイリー・コヨーテが崖から飛び出して落ちる時のようになると、やや誇張して語った。

バスマン氏は、いくつかのテクニカル要因が米国債に対するMBSのスプレッド拡大に影響していると説明する。複雑な話を抜きにすると、スプレッドはFRBの引き締めを受け、2007年から2009年の金融危機や、2020年3月のパンデミック(世界的大流行)で起こった市場大混乱の時以来の水準に達している。

これは2000年代に起こったことと反対で、当時は長期金利と、特に住宅ローン市場がFF金利の上昇に連動しなかったことが、当時のグリーンズパンFRB議長に「難題」を突き付けた。当時と大きく違うのは、住宅バブルとバブル崩壊をもたらしたサブプライムローンや緩い貸し出し条件などの悪名高い慣行を金融危機後の改革で一掃したことだ。

当時とのもう一つの違いは、ファニーメイ(連邦住宅抵当金庫)やフレディマック(連邦住宅貸付抵当公社)など、政府系住宅金融会社(GSE)の役割だ。過去、GSEはスプレッドが拡大した際に自ら発行したMBSを積極的に購入した。FHNのシュミット氏は、その購入は今回起きなかったと語った。

バスマン氏は、住宅ローンコスト急騰の影響は住宅売買機能の停止だと語る。そして、経済全般には二つの影響がある。住宅建設、特に戸建て住宅の着工が減速し、8月には前年同月比で14.6%減少した。下降トレンドは住宅建設企業の株価でも明らかで、上場投資信託（ETF）のiシェアーズ米国住宅建設ETF<ITB>は52週高値から約3分の1下落している（ただし6月の安値からは15%高い）。

住宅市場減速の波及効果は建設企業にとどまらない。好調時、不動産仲介企業や住宅ローンの貸し手は業務をこなすのに十分な人員を雇えなかった。今では住宅ローンの貸し手は、ロケット<RKT>のような専門企業から大手銀行JPモルガン・チェース<JPM>に至るまで従業員の解雇を発表しており、マーケットウォッチが最近報道したように、破産申請を行った中小企業もある。業界を去っていない人々の収入は大きく減少する公算が大きい。

住宅価格の下落は始まったばかりだ。キャピタルエコノミクスの不動産エコノミスト、サム・ホール氏は、米住宅価格は8%下落すると予測する。しかし、それは金融危機後の価格暴落より小幅で、現在の住宅供給が限られていることが影響している。住宅の差し押さえも今回ははるかに少ないだろう。最近の住宅取得者は、住宅ローンを借りるには良好な信用履歴が必要だった。また、最近では歴史的にみて低い固定金利で住宅ローンを借りており、2000年代に変動金利住宅ローンで金利の大幅上昇に見舞われた人々と異なる。

住居コスト全般は消費者物価指数（CPI）の42%を構成するが、住宅価格がCPIに与える影響は、住宅所有者が自宅を借りたものと仮定した場合の家賃「帰属家賃（OER）」を通じた間接的なものに限られる。OERは8月に前年同月比7.8%上昇した。過去の住宅価格の上昇が遅れて反映されるため、加速度的に上昇している。住宅価格の下落でOERの上昇にブレーキがかかれば、FRBのインフレ対策にとって大きな前進となる。

バスマン氏もシュミット氏も、FRBが保有する2兆7000億ドルのエージェンシーMBS（政府系住宅金融会社発行のMBS）を売却するとは考えていない。今年までの住宅ローンは歴史的に低金利であり、繰り上げ償還にはまずならない。シュミット氏は、FRBが保有するMBSを毎月350億ドル削減していくのは上限値であり、目標ではないと指摘する。パウエルFRB議長は9月の連邦公開市場委員会（FOMC）後、MBSの売却は考えていないと明言した。

住宅市場には既に多くの圧力が加わっている。数か月先にはインフレ抑制につながり始めるだろう。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

PVC Prices Are Falling. Why Warren Buffett Should Be Worried
塩化ビニール樹脂価格が下落

オキシデンタル・ペトロリアムの株価は年初来好調だが、今後は明るくないかもしれない

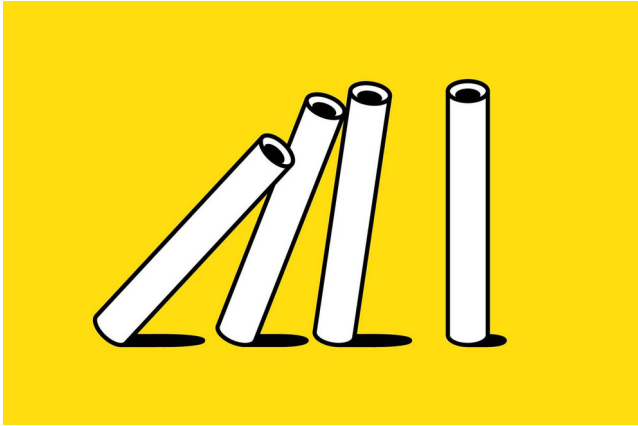


Illustration by Elias Stein

利上げが発端となって、さまざまなことが連鎖的に起きている。住宅市場が減速し、木材価格は年初来約60%下落した。エネルギー研究も行う投資銀行チューダー・ピッカリング・ホルトによると、配管パイプなどに使われる塩化ビニール樹脂（PVC）の平均スポット価格は前四半期比40%安だ。その結果、PVCを製造・販売する企業の利益が圧迫されている。PVCは石油製品のエチレンから作られる。

石油製品由来の他の品目も、景気減速とともに厳しい状況だ。ペットボトルや買い物袋に使わ

れるポリエチレン価格は第3四半期に24%下落した。食品保存用の容器から車の部品まで、幅広い用途に使われるポリプロピレンは32%安。

エネルギー大手オキシデンタル・ペトロリアム<OXY>傘下のオクシケミカルは、PVCや主原料の塩化ビニルモノマーの三大サプライヤーの一角を占める。チューダー・ピッカリングのマット・ポルティエ氏はPVC価格の下落を理由に、10月3日の週にオキシデンタルの予想調整後利益を引き下げ、PVC価格が「急降下している」と記している。

オキシデンタルは化学やパイプライン事業、新たな炭素回収部門など、米国内のエネルギー会社で最も多様な事業を展開。化学部門は前四半期、全社の25%にあたる調整後利益を計上した。オクシケミカルは、石油・ガス部門がパンデミック（世界的大流行）で数十億ドルの赤字を計上した時期も利益を出した。

オキシデンタルの株価は年初来112%上昇している。著名投資家ウォーレン・バフェット氏率いるバークシャー・ハサウェイ<BRK.A>は、オキシデンタル株の保有比率を20%強まで引き上げた。だが、ポルティエ氏はオキシデンタル株の下落を予想する。目標株価は58ドルで、評価を「ホールド」とする。株価は10月4日時点で66ドル近辺。バフェット氏もPVC価格の現状を認識するかもしれない。

今週の予定

10月10日（月）

・米債券市場はコロンブスデー／先住民の日の祝日で休場。ニューヨーク証券取引所とナスダック取引所は通常通り営業。

10月11日（火）

・全米独立事業者協会（NFIB）が9月の中小企業楽観度指数を発表。コンセンサス予想は91.8と8月と

ほぼ同じ。同指数はほぼ10年ぶりの低水準にとどまっている。

10月12日（水）

- ・ 飲料・スナック菓子大手のペプシコ<PEP>が2022年第3四半期決算を発表。
- ・ 米連邦公開市場委員会（FOMC）が9月下旬に行われた金融政策会合の議事要旨を公表。会合では3回連続で政策金利の誘導目標を0.75%引き上げ、3%～3.25%とすることを決定した。
- ・ 米労働省労働統計局（BLS）が9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8.4%上昇（8月は8.7%上昇）、食品とエネルギーを除くコアPPIは7.2%上昇（8月は7.3%上昇）。PPIは3月に11.7%に跳ね上がったが、以来徐々にではあるが確実に鈍化している。

10月13日（木）

- ・ 資産運用大手ブラックロック<BLK>、航空大手デルタ航空<DAL>、ピザのチェーンを展開するドミノ・ピザ<DPZ>、工業用金具メーカーのファスナル<FAST>、ドラッグストア・チェーン大手のウォルグリーン・ブーツ・アライアンス<WBA>が決算コンファレンスコールを実施。
- ・ BLSが9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（8月は8.3%上昇）。変動が大きい食品とエネルギーを除いたコアCPIは6.5%上昇（8月は6.3%上昇）。S&P500指数は3日～4日、米連邦準備制度理事会（FRB）が金融政策の方向転換をすることを再び期待して6%近く上昇した。CPIが予想を下回れば、メインストリートとウォール街両方にとって吉報となる。

10月14日（金）

- ・ 金融大手が第3四半期決算発表を開始。シティグループ<C>、JPモルガン・チェース<JPM>、モルガン・スタンレー<MS>、ウェルズ・ファーゴ<WFC>が取引開始前に決算発表。
- ・ 金融サービス会社ファースト・リパブリック・バンク<FRC>、大手地方銀行PNCファイナンシャル・サービスズ・グループ<PNC>、金融サービスのU.S.バンコープ<USB>、ユナイテッドヘルス・グループが四半期決算発表。
- ・ ミシガン大学が10月の消費者景況感指数を発表。コンセンサス予想は57.5と、9月から約1ポイント低下。1年先と5年先のインフレ期待は、9月にはそれぞれ4.7%と2.7%となった。10月の予想は9月から各0.1%低下。
- ・ 米国勢調査局が9月の小売売上高を発表。エコノミスト予想は前月比0.2%増（8月は0.3%増）。自動車を除く数値は横ばいの予想。強固な労働市場と過剰貯蓄が支えとなり、インフレにもかかわらず消費は底堅い。

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』 2022/10/09

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