

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2022/10/30

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 迫る米中間選挙、経済への影響は - Election Day Is Almost Here. What's at Stake for the Economy [カバーストーリー] P.1
ねじれ議会なら市場は歓迎
2. 不当に下がっているビザ株は買い - Visa Stock Has Been Unfairly Beaten Up. It's Time to Buy. [注目銘柄] P.6
逆風下でも安定した成長
3. 各国中銀、デジタル通貨検討に本腰 - Big Tech's New Pitch: Digital Government Currencies [フィーチャー] P.8
売り込みを図るハイテク大手
4. FRBが金融引き締め策を進める中、市場は今後の政策転換を示唆 - As Fed Tightens, Rising Markets Seem to See Easing Ahead [コラム] P.12
緩和的政策に向けた楽観論は誤解なのか
5. NYダウ、ナスダックに異例のアウトパフォーム - The Dow Wallops the Nasdaq. It Doesn't Happen Often. [米国株式市場] P.13
すぐに終わると思わないほうがよさそう
6. メタ急落の原因は止まらぬ支出膨張 - Meta Could Fix This—But Don't Get Your Hopes Up [ハイテク] P.15
人員、設備、メタバース投資の大幅削減が必要
7. 住宅価格は底堅いと考えられる三つの理由 - 3 Reasons Why the Gloomy Headlines on Housing Are Wrong [経済政策] P.17
暴落を危惧する記事は多いが、可能性は低い
8. 共和党勝利でも株価大幅上昇は期待しないように - Don't Expect a Big Rally, Even if GOP Wins Control of Congress [コラム] P.20
中間選挙前後の歴史を振り返る
9. 経済の厳しい現実、日本は中国と決別できない - Japan Can't Break Up With China. The Harsh Reality of Economics. [フィーチャー] P.22
デカップリングは現実的に困難
10. 今週の予定 - Buffett's Berkshire Chases Musk's Tesla on Market Value [経済関連スケジュール] P.23
バークシャー、時価総額でテスラに迫る

※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. 迫る米中間選挙、経済への影響は [カバーストーリー]

Election Day Is Almost Here. What's at Stake for the Economy
ねじれ議会なら市場は歓迎

11月8日に投開票

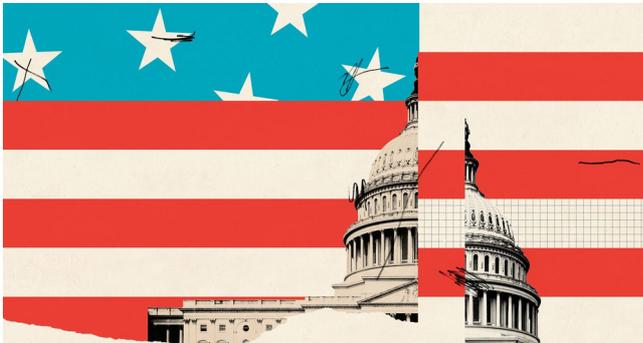


Illustration by Cristiana Couceiro

11月8日投開票の米連邦議会中間選挙では、今後2年間に民主党と共和党のどちらが財政政策と政府支出をコントロールするかが決まる。景気が軟化し、金融市場の不安感が高まっていることを考えると、今回の中間選挙はいつになく重要だ。国の財布のひもを支配するのは大統領ではなく議会だ。次の議会では、ウクライナへの支援の強化や、リセッション（景気後退）の可能性を見据えた経済運営の方針など、数々の重大な問題が議論される。

最も可能性が高い結果はねじれ議会だ。ほとんどの世論調査は、共和党が下院の支配を取り戻すと示している。下院での勝利より可能性は低いものの、上院での過半数獲得も十分に考えられる。歴史的に見ても、少なくとも下院では共和党が有利だ。カリフォルニア大学によると、1934年以降の中間選挙で、与党が下院で議席を増やしたことは3回しかない。当時の大統領はいずれもバイデン大統領ほど支持率が低くなかった。

ねじれ議会への回帰は金融市場にとって歓迎すべき変化だろう。大規模な立法措置や財政支出の可能性がほとんどなくなるからだ。しかし、ねじれ議会は、投資家が恐れる政府閉鎖や瀬戸際戦術のリスクが高まることも意味する。

共和党が下院の過半数を握るだけでも、議会の公聴会は増えるだろう。パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長やイエレン財務長官などに対する議会での質問が厳しくなる可能性もある。上院で共和党が多数を占めた場合、大統領による要職の任命を拒否できる。

両院を支配した場合、共和党が特に重視する国境警備や減税などに関する法案を成立させやすくなる。バイデン大統領がこうした法案を拒否するのはほぼ確実だが、拒否権の発動は政治的なダメージになるため、共和党議員はそれを狙う可能性もある。さらに共和党は、2024年の大統領選に向けて、政策課題を明確に提示する機会として法案を活用することもできる。

共和党は、民主党と比べた議席数が多いほど、財政支出や予算配分に関する影響力を行使できる。例えば、共和党が勝利すれば、連邦予算に占める軍事費の割合は高まるだろう。石油・ガスなどの従来型エネルギーセクターへの支出も増えるかもしれない。

一部の選挙ストラテジストや党指導部は、依然として民主党が両院で勝利する可能性があると考えている。主な理由は、米最高裁が今年夏、女性の人工妊娠中絶を認めた判例を破棄したことで、民主党支持者の間で政治的な機運が高まっているとみられるからだ。モルガン・スタンレーのアナリストは、民主党が勝利した場合、景気が落ち込んだ際の財政支出が可能になるため、「リセッションの影

響が緩和されるだろう」と述べている。

民主党にとっての焦点は、バイデン大統領が当初掲げていたビルド・バック・ベター（より良い再建）法案の部分的な復活だろう。特に米国家庭の生活費の負担軽減に寄与する条項に関心が高いとみられる。例えば、児童税額控除の拡大の恒久化、高齢者医療への予算配分の増加や、（特に初めて住宅を買う）住宅購入者の支援策などだ。

民主党が両院で勝利した場合でも、財政支出が行われる可能性はねじれ議会より高いものの、民主党は新たな法案を「財政調整措置」（リコンシリエーション）という手続きで可決することを強いられるだろう。これは法案の予算が全額確保されなければならないことを意味する。ビーオブエー・グローバル・リサーチの米国経済担当責任者であるマイケル・ガペン氏は、「予算の裏付けがない支出法案が可決されるリスクは極めて低い」と語る。

以下では、どちらの党が勝利するかにかかわらず、次の議会で焦点になるとみられる五つの政策分野を詳しく見ていこう。

財政支出

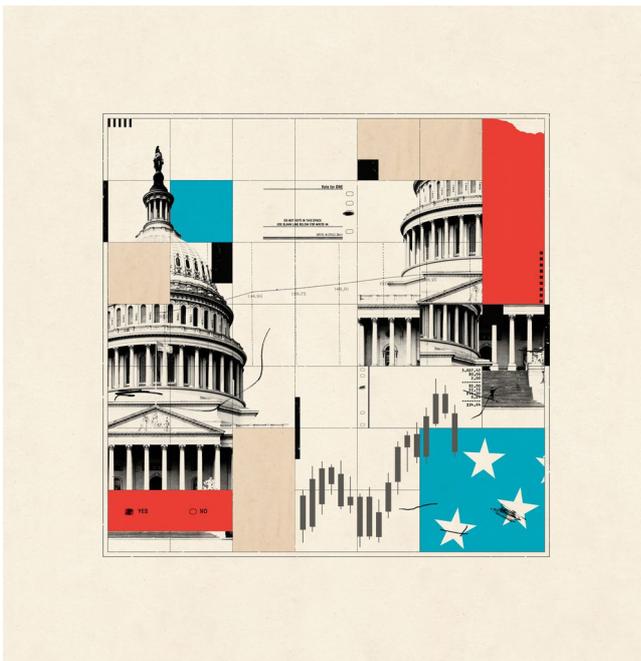


Illustration by Cristiana Couceiro

今後2年間の財政支出の見通しは選挙の結果に大きく左右される。来年、FRBの積極的な利上げによってリセッションが発生したとしても、連邦政府は財政支援に消極的かもしれない。

2020年3月以降の過去にない規模の政府支出は、米国を新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）によるリセッションから救ったが、FRBが現在闘っているインフレの発生にも寄与した。この副作用を理由の一つとして、政治ストラテジストは、共和党が上下院のどちらかで過半数の議席を獲得した場合、景気刺激策などの財政支援法案が可決される可能性はほとんどないとしている。

議会は従来、大規模な景気後退の影響を緩和するため、失業者支援の拡大などの措置を可決してきた。今回はこうした手段を取れないため、FRBは金融政策の変更を通じて、経済危機を単独で乗り切らなければならないだろう。

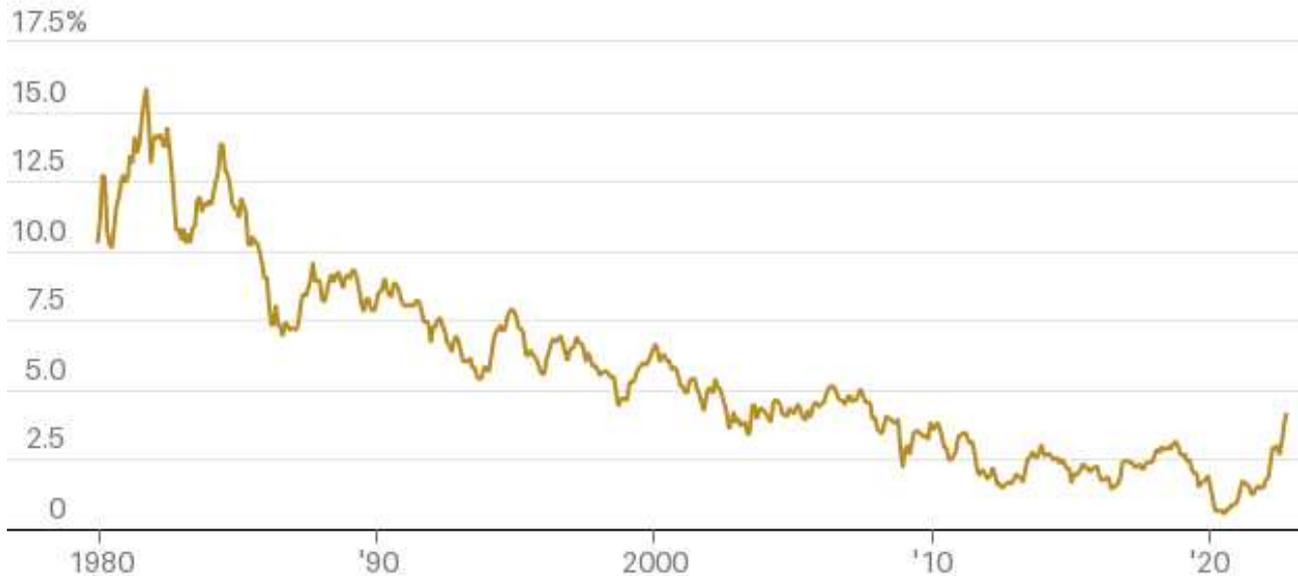
民主党が両院で勝利した場合も、パウエル議長にとっては別の試練になる。民主党議員が提案する法案のほとんどは景気刺激策に近く、インフレに拍車をかけるとみられるからだ。ルネサンス・マクロの政策分析責任者であるスティーブ・パブリック氏は、財政刺激策への対処によって「FRBのインフレとの闘いの困難さが増す」可能性があると言う。

債務上限問題

The New Congress' Conundrum: Pricier Debt

Falling bond yields over many years enabled the government to borrow cheaply. Now, rising yields have made government debt much more expensive.

10-Year Treasury Note Yield



Source: Federal Reserve

両党の議員は、次の議会で米国の債務上限の引き上げに合意する必要がある。議会がすでに承認した過去の支出をカバーするには、来年の夏の終わりまでに引き上げが必要だ。さもなければ、米国債は債務不履行（デフォルト）となり、グローバル市場にとって壊滅的な結果をもたらすだろう。

一部の共和党議員は、報道機関に対して、債務上限の引き上げに賛成する代わりに民主党に要求する譲歩の内容をすでに話し始めている。一例としてメディケア（高齢者向け医療保険制度）や社会保障への支出削減が挙げられるが、バイデン大統領はこれを断固拒否している。

歩み寄りがうまくいかず、米国債がデフォルトした場合の結果は深刻だ。格付け会社のムーディーズは昨年秋、債務上限を引き上げられない場合、株価は30%超下落し、約15兆ドルの家計資産が失われると推定した。ファンドストラット・グローバル・アドバイザーズのワシントン政策ストラテジストであるトム・ブロック氏は、「最も心配なことは債務上限問題だ」と語る。

この問題に関しては、共和党が下院で民主党にどれだけ大きな差をつけるかが特に重要になる。カウエン・ワシントン・リサーチ・グループのマネジングディレクターであるクリス・クルーガー氏は、共和党が辛うじて過半数を確保したにすぎない場合、党内の保守強硬派である「フリーダム・コーカス」の役割が大きくなると指摘する。過去の債務上限をめぐる争いでは、上限を引き上げるための合意に対して、保守派の共和党議員が最後まで抵抗している。

一部のストラテジストや両党の議員は、2011年の債務上限をめぐる対立が繰り返される可能性を懸念している。これはオバマ大統領と、中間選挙で新たに下院多数派となった共和党の争いによって生じ

た。両者が合意に達するまでには非常に長い時間がかかり、格付け会社のスタンダード・アンド・プアーズ（S&P）が米国債の信用格付けを引き下げたほどだった。

租税政策

The Congressional Budget Office calculates that net interest costs are on track to nearly triple over the next decade. That could make it harder for the new Congress to pass much of its agenda unless lawmakers find ways to pay for any new spending.

Total Public Debt as % of GDP



Source: U.S. Office of Management and Budget

選挙による租税政策への影響は総じて両極端なものとなるだろう。アナリストは、共和党が上下院のどちらかで勝利すれば、今後2年間の増税はないと予想している。一方、民主党が両院で勝利すれば、新たな支出を相殺するために、歳入を増やすべく税法の改正を目指すとみられる。

税制改正の内容としては、個人所得税率の改正（特に比較的裕福な世帯向け）、キャピタルゲイン税、あるいはイエレン財務長官が支持している15%のグローバルミニマム課税に近いグローバル法人税制などが考えられる。しかし、上院の議席数を現在の50議席から少なくとも1議席増やさない限り、民主党がこうした税制改正を現実に法制化できる可能性は低い。

共和党が両院で勝利した場合、米国の家庭が物価上昇の危機を感じる中で、生活費の負担を軽減する取り組みの一環として、減税に焦点を当てた法案を可決できるかもしれない。ただし、これは実際に法律となる可能性は低いだろう。バイデン大統領は拒否権を行使することができ、共和党は拒否権を覆せるほどの議席を持っていないからだ。しかし、こうした「メッセージを伝えるための法案」は、ホワイトハウスに圧力を与え、2024年の大統領選に向けて民主党を租税政策の面で批判しやすくすることができる。

超党派的な歩み寄りの余地もある。例えば、ねじれ議会において、民主党が重視している児童税額控除の拡大と、共和党が重視している研究開発費の税額控除の両方が可決されることが考えられる。

農業

来年は農業政策も議論的になるだろう。両党の議員が次の農業法改正に向けて交渉を行うからだ。農業法は通常、約5年ごとに超党派的に改正されているが、今回はねじれ議会の影響で各党の主張が色濃く反映されたものになるとみられる。

農家向け金融機関アグアメリカ・レンディングのシニアディレクターであるカート・コビントン氏によると、主な論点は、農業法の予算を拡大するかという点と、予算を2018年の改正時と同規模にする場合にどの部分を削減するかという点だ。

予算の大部分は低所得者向けの補助的栄養支援計画（SNAP、旧フードスタンプ）に充てられる。コビントン氏は、インフレを考慮すると、SNAPだけでも14%の増額が必要と推定している。UBSのアナリストは、共和党はSNAPの縮小を目指し、民主党は気候変動の緩和措置、環境保全プログラム、小規模生産者の支援に焦点を当てようとするだろうと述べている。

外交政策と安全保障

民主党と共和党は、安全保障と外交政策に関する一部の分野では妥協をいとわないだろう。こうした分野の一つとして、米国の産業政策を強化し、中国とロシアの影響力に対抗するための立法が考えられる。両党は今年、半導体などの国内生産を増やし、米国のサプライチェーンの強度を高めることを目指す施策として、すでにCHIPS法を協力して成立させている。ウェルズ・ファーゴのアナリストは、両党がこの施策を強化するために結束し、高性能な半導体製品を対象としたさらなる法律が成立する可能性があると述べている。

その他の外交政策に関する問題は議論的となるかもしれない。共和党はウクライナへのさらなる軍事支援の承認に消極的な姿勢を見せ始めており、追加的な支援は難しくなるだろう。パブリック氏は、共和党が過半数を占める状況では、支援の優先順位は金銭から兵器に移るだろうと述べる。UBSのアナリストは、共和党は中間選挙で得た力を活用し、軍事費の増額を推進する公算が大きいと語る。これにより、国家予算に占める防衛費の割合が高まり、防衛セクターが中間選挙の勝者となる可能性がある。

市場はサプライズの少ないねじれ議会を歓迎

全体として、中間選挙の結果次第で変わるのは、米国の家庭が次のリセッションで財政支援を受けられるか、企業と富裕層の税金が増加するか、あるいは政府が財政支出の抑制に同意するかという点だろう。

ねじれ議会による行き詰まりが今後2年間続いた場合、議会が行動する必要がある分野以外では、行き詰まり状態が継続し、両党は2024年の大統領選前に有権者の評価を上げる方法を探すための十分な時間を得られるはずだ。大統領選のキャンペーンは、中間選挙が終わるとすぐに始まる。

共和党の場合、2年間にわたって減税や移民に関して実現の見込みがない法案を可決し続ければ、有権者の評価は上がるかもしれない。民主党の場合、家計のバランスシートを改善するために、財政支援の取り組みを推進すれば良いだろう。

しかし、世論調査の通りにねじれ議会が発生すれば、議会は当面、極端な方向に動けないはずだ。これは数年にわたり拡張的な財政・金融政策を経験してきた経済にとって、歓迎すべき猶予期間となるだろう。ブロック氏は「投資家はサプライズを嫌う。ねじれ議会では、サプライズは非常に少ない」と語る。

By Megan Cassella
(Source: Dow Jones)

2. 不当に下がっているビザ株は買い

[注目銘柄]

Visa Stock Has Been Unfairly Beaten Up. It's Time to Buy.

逆風下でも安定した成長

潤沢なキャッシュフロー



Alex Fine

クレジットカード会社のビザ<V>の株価は市場の下落で大きな打撃を受けたが、業績は株価下落が行き過ぎであることを示唆している。適正価格のクオリティ銘柄を探す投資家にとってビザは条件を満たしている。

2022年の株式市場の下落は良い銘柄も悪い銘柄も無差別に株価を押し下げた。ビザは前者に属するが、株価は2021年7月の高値から10月26日までに約20%下落した。S&P500指数は同期間に13%の下落となっている。26日の203ドルの株価は、コロナ禍でデジタル決済が急成長する

前の2020年1月の水準だ。

とはいえ、ビザ自体はほとんど変化していない。フリーキャッシュフローは潤沢で、ネットキャッシュの状態にあり、予見可能な将来にわたって売上高と利益は2桁台で増加する見込みだ。25日の引け後に発表された2022年9月期決算と2023年度ガイダンスは、その状況に変わりが無いことを裏付けている。

ブリッジス・トラストの最高経営責任者（CEO）であるテッド・ブリッジス氏は、ビザを保有銘柄上位10社のうちの1社としており、「ビザのように一貫して成長できる企業は多くない。ビザはマーケットプレースに非常に深く根付いており、バリュエーションのリスクは大幅に低下している」と語る。

2022年9月期の売上高は293億ドル、純利益は160億ドルで、純利益率は55%だった。フリーキャッシュフローは179億ドルで、フリーキャッシュフロー・マージンは何と61%にも達する。また、一貫した急成長企業でもあり、過去10年間の増収率は年率11%で、1株当たり利益（EPS）は同17%増加した。モフットネイサンソンのアナリストであるリサ・エリス氏は、「ビザは数式通りに成長する」と言い、非常に不透明な経済および地政学的環境において、わずかな予見可能性でも投資家に安心感を与えると指摘する。エリス氏の目標株価は260ドルで、26日の株価に対して28%の上値余地となる。

ビザの株価は、2022年に懸念によって圧倒されたが、その懸念の幾つかは行き過ぎだ。リセッションに対する懸念が株価にとって打撃となったが、過去を振り返ると2008～2009年の金融危機の間でさえビザは成長した。上院には、クレジットカード・ネットワーク間の競争を促進するために、決済ネットワークのいわゆる二重ルーティングを義務付ける法案が提出されているが、その法案が成立する可能性は低いとみられ、エリス氏は潜在的な影響は売上高の2%程度で対処可能と推定している。

ビザは、売上高の約55%を海外で上げているため、ドル高は問題だ。ビザは2023年度のガイダンスで、ドル高による4%ポイントの逆風と、ロシアからの撤退でさらに2%ポイントの逆風を想定している。それにもかかわらず、増収率は1桁後半で、バサント・プラブー最高財務責任者（CFO）は、消費支出のリセッションが予想より深刻になれば、コストを即座に削減できると強調した。

高成長継続

Visa Inc.



Source: FactSet

ウォール街は、EPSが2023年度に11%、2024年度に24%増加すると予想している。年間で発行済株数の平均約3%の自社株買いが寄与するだろう。また、海外旅行が急速に回復して、国をまたいだ取り引きの売上高に対する割合が現在の10%台後半からパンデミック（世界的大流行）前の23%へ回復する可能性もある。ビザは25日に、新たに120億ドルの自社株買い枠と、20%の増配を発表した。1株当たりフリーキャッシュフローは、2023年度に14%、2024年度に20%増加すると予想されている。

ブリッジス氏は、「投資で得られるリターンがフリーキャッシュフローの成長率だとすれば、今後10年間は10%台の前半から半ばにすぎない。それは、株価の短期的なリスクを排除しないが、事業主目線で見れば非常に良好だ」と語る。

現金の利用がクレジットカードに取って代わられるため、長期的な成長率は依然として力強い。世界全体でみて、消費者の買い物におけるクレジットカードの使用割合は、2011年の27%、2020年の41%から2021年には約45%へ上昇した。中南米、中東およびアフリカの普及率はいまだに35%未満で、それら地域の普及率が引き続き上昇すれば、使用割合はさらに上昇する可能性がある。エリス氏は、世界経済の成長によって約5%ポイント、現金からカードへの転換によって5%ポイントの上昇を予想する。それは、ビザとその競争相手にとって等しく、業界全体の追い風となっている。

株価はディスカウント状態にある。過去1年間の株価下落によって、ビザの来期予想PER（株価収益率）は24倍となっており、対して同業のマスターカード<MA>は26倍で、ビザ自体の過去5年間平均は30倍だ。S&P500指数に対するPERのプレミアムは、現在は約45%だが過去平均は60%を上回っている。予想株価／フリーキャッシュフロー倍率は約23倍、フリーキャッシュフロー利回りは4.4%だ。

ガベリ・ファンドのバート・レクキ氏は、「ビザはビジネスモデルが非常に強靱で、価格決定力があり、増収率が国内総生産（GDP）成長率よりも高く、キャッシュフロー・コンバージョンも堅調だ。それらはバリュエーションに反映されるべきだ」と語る。時間がたてば、確実に反映されるだろう。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

3. 各国中銀、デジタル通貨検討に本腰 Big Tech's New Pitch: Digital Government Currencies 売り込みを図るハイテク大手

[フィーチャー]

暗号資産の脅威が刺激に



Barron's Staff

数年前、各国の中央銀行はビットコインやその他の暗号資産（仮想通貨）を、世界の通貨制度にほとんど影響のない小規模の無害なバブルであるとみていた。しかし、その後、突如として暗号資産は脅威に変わり、時価総額は3兆ドルに膨れ上がった。その中には、非公開市場で発行される、価値が他の資産（ドルなどの法定通貨が多い）と連動するように設計されたステーブルコインなど、新種の暗号資産も含まれる。

ステーブルコインの脅威が大きな刺激となり、今では米連邦準備制度理事会（FRB）、欧州中

央銀行（ECB）を含め、世界100カ国以上の金融当局が自国通貨のデジタル化の是非や方法を検討している。そして、企業も、政府が発行するデジタル通貨の技術基盤の運用を担うことによって利益を得ようとしのぎを削っている。

この新種の通貨は中央銀行デジタル通貨（CBDC）と呼ばれ、巨大企業数社が参入を図っている。電子商取引大手のアマゾン・ドット・コム<AMZN>とITコンサルティング企業のアクセンチュア<ACN>は、デジタル紙幣に関する調査や発行支援に関する契約の獲得を目指し、中央銀行と共同の

取り組みを行っている。オンライン小売り企業オーバーストック・ドット・コム<TSTK>傘下のビットは、ナイジェリアとカリブ海の島国8カ国の中央銀行である東カリブ中央銀行（ECCB）のCBDCを発行した。

CBDCを推進中の中央銀行は、通貨制度の少なくとも一部をIT大手マイクロソフト<MSFT>のAzure（Azure）、グーグルの親会社アルファベット<GOOGL>のグーグルクラウド、アマゾン・ウェブ・サービス（AWS）などのクラウドサービスを使用して運用することになる可能性が高い。グーグルは既にカリブ海地域に進出している。アマゾンも自社の技術を金融当局に売り込んでおり、複数のCBDCパイロットプログラムや実験が進行中だ。

CBDCをめぐる競争に参入した他の企業としては、カリフォルニアを拠点とし、ジャマイカ中央銀行の電子通貨発行を支援中のイーカレンシー・ミントや、ラオスおよびカンボジアのCBDCに関する研究開発を支援中の日本企業ソラミツなどがある。

政府が民間企業に頼るのも無理はない。今や銀行システムを簡単に迂回（うかい）してしまうトークン通貨、デジタルウォレット、スマートフォンアプリに関する専門知識を保有する政府はほとんど存在しないからだ。小国の中央銀行にとっては、ハイテク企業との提携が通貨をデジタル化する唯一の方法かもしれない。

しかし、こうしたブームは懸念も提起する。中央銀行は、テクノロジーを十分に吟味し、既存の銀行システムや通貨よりも優れていることを実証する前に、CBDCを国民に押し付ける可能性がある。ECCBのCBDCについては、既に障害が発生している。また、個人データがハッキングや盗難の対象になる可能性があるとして専門家は指摘する。

一方、米国については、ゆっくりとしたペースで進んでおり、FRBと財務省がデジタル版ドルの可能性について研究を行っているところだ。FRBがCBDCを発行するには、ほぼ間違いなく連邦議会の承認が必要になることを考えると、近い将来に発行される可能性は低い。FRB内部でさえ意見の対立がある。ブレイナードFRB副議長はCBDCの検討に好意的だが、ウォラー理事はサイバーリスクなど、潜在的な欠点を指摘しており、10月14日の講演で、CBDCは「ドルの国際的な地位を高めるのではなく、これを害する可能性がある」と述べた。

デジタル通貨の軍拡競争

米国が好機到来を待つ一方で、多くの国が自国通貨のデジタル化を進めている。シンクタンクのアトランティック・カウンシルによると、これまでに11カ国・地域がCBDCを発行し、15カ国がパイロットプログラムを実施中であり、72カ国が研究開発段階にある。

推進派は、CBDCは従来型通貨の性能向上版であり、中央銀行が直接発行・統制することにより、デジタルウォレットやスマートフォンを介して世界中をはるかにシームレスに流通するようになると主張する。そして現在、世界中の取引で資金決済に使用されている商業銀行、送金ビジネス、メッセージングシステムなどの複雑なネットワークを迂回することにより、手数料削減と決済に要する時間の迅速化が可能になる。さらに、中央銀行は消費支出や銀行活動のより直接的な監視が可能となるほか、理論的にはCBDCを金融政策や景気刺激策の給付に使用することが可能となる。

もちろん、こうした全てのことにプライバシー上の懸念が伴う。政府は取引活動を追跡し、CBDCの支出パターンを通じて使用者の居場所を把握することも可能だ。多くの国は、こうしたプライバシー問題を解決する目的もあり、慎重に検討を進めている。ECBが今年のリポートでプライバシー問題を「将来のユーザーの重要な懸念事項」としたほか、米国およびカナダでもプライバシー問題が障害となっている。

とはいえ、力強く前進を続ける大国も幾つかある。中国人民銀行によるデジタル人民元のパイロットプログラムは大きく進捗しており、数百万人に上る市民が配布を受けた。中国に後れを取ることにすると、FRBはデジタル版ドルの本格的な検討を始めるべきだと主張する連邦議会議員もいる。

■ 収益機会としての新デジタル通貨

小国の中央銀行の幾つかはCBDCの発行を民間企業に依存しており、ナイジェリアとECCBのCBDCは、ビットという小企業が開発した、デジタル通貨の铸造、送金、さらには破棄を可能とするシステムを通じて発行された。最終的にはECCBがシステムの管理を行うことになるが、現状はビットが改修や障害対応を支援している。ビットの執行取締役ジェームズ・シン氏によると、「システムを通じて、中央銀行は個人を特定することなく消費者の取引をリアルタイムで把握可能」であり、インフレデータを1か月遅れではなくリアルタイムで把握できる。

しかし、ブロックチェーン（分散型台帳）に基づくビットのシステムは問題を抱えてもいる。デジタル版東カリブ・ドルのDCashは、2022年1月に障害が発生し、2か月近く決済処理が不能となった。ECBによれば、システムのセキュリティ証明書の失効が原因だった。ビットによると、新たなネットワークを構築し、旧台帳システムから取引データを読み込み、テストを行うのに数週間を要したという。シン氏は「CBDCであれ、暗号資産であれ、ブロックチェーン・ベースの通貨システムのリスクはゼロではない」と主張する。

専門家は、この事例はCBDCに障害が発生した場合の問題の深刻さを浮き彫りにしていると主張する。アトランティック・カウンシルのジオエコノミック・センターでシニアディレクターを務めるジョシュ・リップスキー氏は、「この分野には、中央銀行が通常提携する伝統的なプレーヤーとは異なる企業が含まれる。各国の国民はこうした企業について透明性を必要としている」と語る。ECCBは、さらなるコメントの要請には応じなかった。

■ 大手ハイテク企業の参入

数兆ドル規模の経済を監視する中央銀行は、CBDCの研究、設計、将来的な導入に関して、巨大IT企業との契約を始めている。

マイクロソフトは、「CBDCシステムに当社の関連技術や研究能力を適用する可能性を探るため」、世界の金融当局やその他の団体と関わっている、と本誌に語った。

アマゾンには、ECBが9月にユーロのデジタル通貨のユーザーインターフェイスを設計するために選んだ5社のうちの1社だ。AWSも複数の銀行とCBDCの試験運用に取り組んでいる。中央銀行がどのような技術的設計を行うとしても、AWSの多様なクラウドサービスであれば対応できる、というのがうたい文句だ。これらのプロジェクトがアマゾンのサーバーファームを利用することになれば、大手ハイテ

ク企業にとっては大きな勝利となるだろう。アマゾンやマイクロソフトなどは、既に政府向けのソフトウェアインフラを運営しているが、政府が保証する通貨や預金、取引データを扱うことになれば、新たな収益源を獲得できる可能性がある。同時に、大手ハイテク企業への政府の依存度はさらに高まることになるだろう。

ハイテク産業に批判的な人々はこの見方に懸念を抱いている。CBDCに懐疑的な政策提言団体であるアメリカン・フォー・ファイナンシャル・リフォームの上級政策アナリストであるマーク・ヘイズ氏は、「バックエンドを大手ハイテク企業に任せるCBDCフォーマットは、彼らが金融サービスを侵害するための裏技にすぎない」と述べている。この件に関して、アマゾンとグーグルはコメントの要請に応じなかった。

スウェーデンの中央銀行が試験運用しているデジタル通貨「eクローナ」のプロトタイプ構築をサポートしたのは、G20諸国の大半の中央銀行からCBDCの調査に関する相談を受けているアクセンチュアだ。スウェーデン中銀は最近、eクローナを「現金の電子形態とみなすことができる」と結論付けたが、eクローナを発行するか否か、発行するとすればどのような手法で発行するのか、については未定だ。

eクローナは他のデジタル通貨より進んでいるが、CBDCプロジェクトの大半は開始までに数年かかる。アクセンチュアのシニアマネジングディレクター、デービッド・トリート氏は、「マネーは金融エコシステムにおいて重要な役割を担っている。従って、デジタル通貨は早急に導入するよりも正しく導入する方が圧倒的に重要だ」と語る。

CBDCの反対勢力

CBDCの普及の妨げとなるのはプライバシーや技術に関する問題だけではない。FRBやECBのような中央銀行がデジタル通貨を導入するには政治的な後ろ盾が必要であり、CBDCを脅威とみなす商業銀行など、多くの企業からの反対に直面する可能性がある。さらに、多くの企業が設計やホスティングに関与するようになれば、民間部門の利益追求が金融政策に影響を及ぼすという議論が強まることも考えられる。

CBDC導入の影響を最も大きく受けるのは、中央銀行を最初に覚醒させた企業、すなわちステーブルコインの発行企業かもしれない。440億ドルのステーブルコインの裏付け資産を管理しているサークルなどは、ロビー活動を行ったり、新聞にCBDCのリスクを警告する全面広告を出したりして、中央銀行がデジタル通貨を発行することに反対している。確かに、中央銀行は新デジタル通貨に手を出すべきではない。

By Joe Light
(Source: Dow Jones)

4. FRBが金融引き締め策を進める中、市場は今後の政策転換を示唆

[コラム]

As Fed Tightens, Rising Markets Seem to See Easing Ahead

緩和的政策に向けた楽観論は誤解なのか

市場動向に見られる予想の変化



Sarah Silbiger/Bloomberg

市場の知恵によれば、誰もが知っていることは知るに値しない。

米連邦準備制度理事会（FRB）が今週、主要政策金利であるフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を現在の3～3.25%から75ベースポイント（bp）引き上げることは周知の通りだ。この規模の利上げはこれで4回連続となり、FRBは1980年代初頭以来最も急速な利上げを進めている。年末の政策金利に対するFRBの予想中央値は4.40%と、年初のゼロ近辺から急上昇している。

しかしこの1週間で、金融情勢はクレジット、通貨、株式など各種の市場において大幅に緩和された。市場は皆が知らないことを知っているのだろうか。それとも、彼らが知っていると考えていることは間違っているのだろうか。

CMEのフェドウォッチサイトによると、FF金利先物は11月2日に終わる連邦公開市場委員会（FOMC）で0.75%の利上げがなされ、政策金利が3.75～4%になる確率を81%としている。しかし、先物市場が示唆するそれ以降の利上げ幅は縮小しており、12月には75bpよりも50bpとなる見方の方が強くなっている。

このような予想の変化は、市場全体に波及している。特に、米国債利回りは28日にやや上昇したものの目立って低下しており、ベンチマークの10年物米国債利回りは週明けの約4.25%から一時4%を割り込んだ。さらに、10年物インフレ指数連動国債（TIPS）の実質利回りも同様に低下している。

それまで高騰していたドルも下落した。米ドル指数は10月中旬の113から110程度まで低下している。エバーコアISIのテクニカル分析の第一人者、リッチ・ロス氏は顧客向けレポートで、米ドル指数が108を割り込んだら、株式を「全力で買いに行く」と書いている。このような反転が起これば、現在の決算発表シーズンで問題となっている、米国企業の利益に対するドル高の逆風が弱まることになる。

実質金利の上昇とドル高という二つの圧力が軽減されたことで、直近の1週間では一部のハイテク大手の株価が大きく下落したにもかかわらず、株価全体は上昇した。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は1週間で5.72%上昇し、1カ月間の上昇率が1976年以来最高となった。そこにFRBに対する懸念はほとんど感じられない。

FRBは引き締め策を継続する姿勢

こうした動きは、パウエル議長をはじめとするFRBの政策担当者には歓迎されないかもしれない。ブリアン・キャピタルの経済アドバイザーを務めるジョン・ライディング氏とコンラッド・デクアドロス氏は顧客向けレポートで、「パウエル議長は、こうした市場の動きが示唆する政策転換が間近であるという市場の誤解を正すべきだ」と書いている。パウエル議長は8月下旬のジャクソンホール会議の講演で、FRBはインフレ抑制のために、たとえそれが経済にとって痛みを伴うものであっても「完了するまで仕事をやり続けなければならない」と発言したことも忘れるべきではない。

ライディング氏とデクアドロス氏はさらに、欧州中央銀行（ECB）が主要金利を75bp引き上げた後、金融緩和政策の縮小に「相当な進展」があったと宣言したため複雑なシグナルを送ることになったことに言及し、FRBはこのようなことを避けなければならないと述べている。両氏によると、FRBが重視するインフレ指標である個人消費支出（PCE）物価指数（食品とエネルギーを除く）は、FRBの目標値2%をはるかに上回る前年同月比5.1%だ。ほぼ確実視されている今週のFOMCにおける0.75%の利上げの後でも、全品目を含むPCE調整後の実質FF金利はマイナス2.3%にとどまる。これは緩和的な政策であることを示している。

それでも、FRBの引き締めに反対する政治的な動きが、今度は民主党から再燃している。エリザベス・ウォーレン上院議員の利上げに対する以前の批判に続いて、上院銀行委員会の委員長を務めるシェロッド・ブラウン上院議員やジョン・ヒッケンルーパー上院議員が批判の声を上げている。

株式投資家が実際の業績発表よりも今後の見通しに関する経営者のコメントを聞きたがることが多いように、FRBウォッチャーは12月以降の金融政策を巡るヒントを探ることになるだろう。為替、国債、リスク市場の最近の動きは、今後の金利低下に対する楽観的な見方を示唆している。しかし、それはFRBの計画とは一致しないかもしれない。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

5. NYダウ、ナスダックに異例のアウトパフォーム The Dow Wallops the Nasdaq. It Doesn't Happen Often. すぐに終わると思わないほうがよさそう

[米国株式市場]

NYダウの上昇率が突出

落ち込んでいる人を蹴とばすほど嫌なことはないが、時にはそうすることが必要な場合もある。10月のナスダック総合指数がこれに当てはまる。このままだと1カ月としては2002年以降で最もダウ工業株30種平均（NYダウ）に対して出遅れる見通しで、今後も後塵（こうじん）を拝する可能性があるからだ。

先週の株式市場が非常に好調だったことは否定できない。主要株価指数を見ると、NYダウは5.7%高の3万2861ドル80セントとなり、S&P500指数は4.0%高の3901.06で越週した。一方、ナスダック総合指数の上昇率は2.2%で終値は1万1102.45だった。小型株のラッセル2000指数は6.0%上昇して1846.92で週末を迎えた。

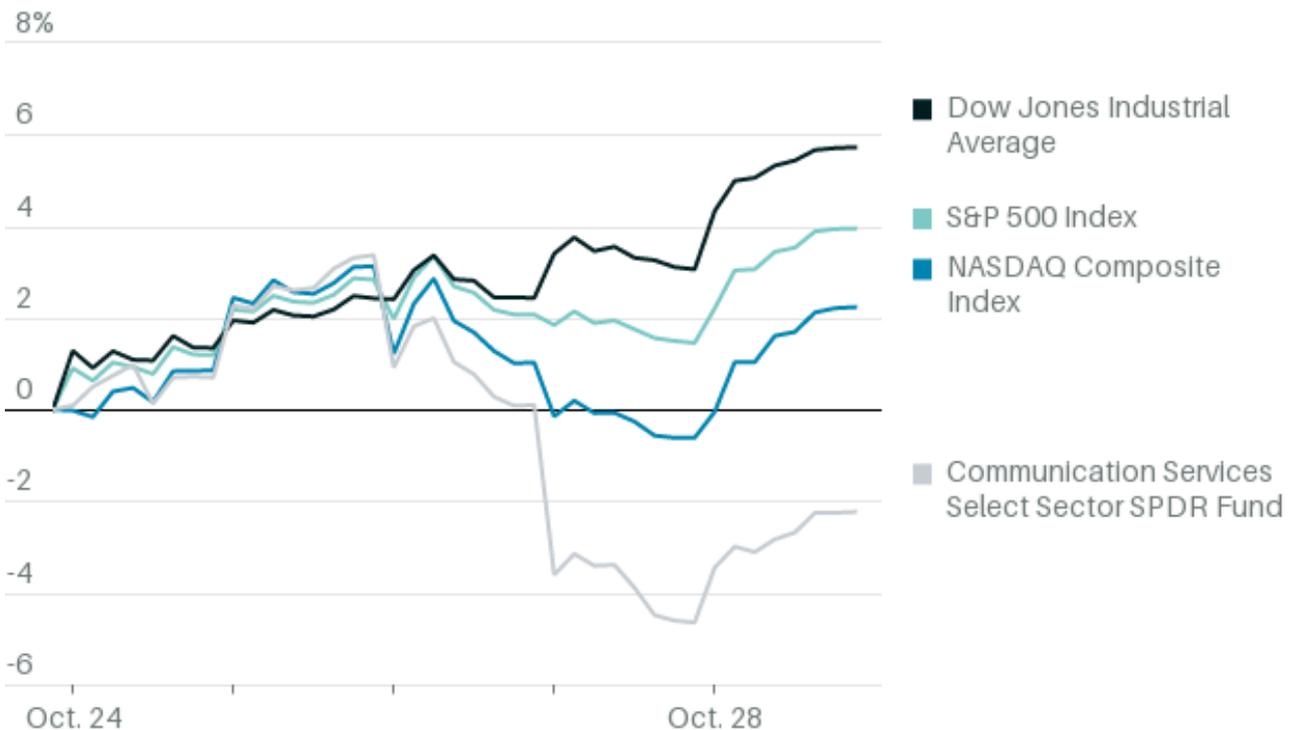


NYSE

NYダウは週間ベースで4週連続高だったが、なんという4週間だったのだろう。このままであればNYダウの10月の上昇率は14.4%で、週間ベースとしては1976年1月に14.41%高となった時以来の最高の勢いだ。他の株価指数の上昇率はこれに及ばない。ラッセル2000指数は11%、S&P500指数は8.8%、ナスダックは5%の上昇にとどまっている。

過去にNYダウがアウトパフォームした時

Market Performance



Source: FactSet

NYダウがナスダックに対してこれほどアウトパフォームするのは、そうそうあることではない。10月はこれまでNYダウがナスダックに対して9%ポイント以上アウトパフォームしている。これは12.35%ポイントのアウトパフォームとなった2002年2月以来のことで、月間のアウトパフォーム幅としては過去45年で7番目の大きさだ。

ナスダックがアンダーパフォームしている理由は時価総額が特に大きい銘柄の不振だ。先週、決算発表後に、フェイスブックを運営するメタ<META>は24%下落し、グーグルの親会社であるアルファベット<GOOGL>は4.8%、Eコマース大手のアマゾン・ドット・コム<AMZN>は13%、マイクロソフト<MSFT>は2.6%の下落となった。決算発表後に上昇したアップル<AAPL>だけ、週間で5.

8%高となった。

マーケットフィールド・アセット・マネジメントの最高経営責任者（CEO）のマイケル・ショール氏は、「楽にアウトパフォーマンスできると考えていた前提をこれほどまでに覆されたのは、ハイテク分野の投資家にとって実に20年ぶりのことだ」と書いている。

割安になるまで大型ハイテク株は見送りか

過去を振り返ると、ナスダックのアンダーパフォーマンスが続く可能性が示唆される。NYダウは1978年、1980年、1992年に少なくとも7%ポイントの差をつけているが、NYダウのパフォーマンスがナスダックを上回った月はハイテクバブルが崩壊した時期が多く、1999年から2002年の間に合計12回ある。1978年、1980年、1992年にNYダウが1カ月だけアウトパフォーマンスした後、S&P500指数はその後の6カ月で平均9.5%の上昇となった。しかし、ドットコム・バブルが崩壊した時期には、NYダウがアウトパフォーマンスした後にS&P500指数は平均で9.9%下落した。

真実はその中間にあると思われる。モーニングスター・インベストメント・マネジメントで米州担当最高投資責任者（CIO）を務めるマルタ・ノートン氏は、ハイテク関連銘柄の高揚感バブルの時と似ているが、現在の呼び名がドットコム企業ではなくビッグテック（大型ハイテク株）であるという事実からだけでも、現在と当時では銘柄の質に大きな差があることが示唆されると述べる。残念ながら、これらの銘柄の多くはまだ割高に見える。ノートン氏は、「これらの銘柄を買いたいが、割安な時期に買いたいのであって、そうなる前に買いたいわけではない」と言う。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

6. メタ急落の原因は止まらぬ支出膨張

Meta Could Fix This—But Don't Get Your Hopes Up
人員、設備、メタバース投資の大幅削減が必要

[ハイテク]

設備投資とメタバース開発費が大幅増加へ



Glenn Chapman/AFP/Getty Images

メタ<META>（旧フェイスブック）が動画投稿アプリTikTok（ティックトック）との競争の激化、アップル<AAPL>のプライバシー制限による広告ターゲティング機能の低下、広告市場の軟化といった困難に直面していることは誰もが知っている。ところが10月26日に発表された第3四半期決算はウォール街が懸念していたほどひどい内容ではなかった。売上高は前年同期比4%減だったが、為替変動の影響調整後では2%増となり、ガイダンスの範囲内だった。

筆者は決算内容に目を通した当初、株価は上昇するかもしれないと考えた。だが、翌27日、株価は25%下落した。引き金となったのは、メタの最新

の支出計画だ。メタは、2023年の人員数を現状にとどめると約束したにもかかわらず、総支出が今年の約860億ドルから来年は960億～1010億ドルに増加するとの計画を示した。

さらにメタは、今年は320億～330億ドルと予想されている設備投資が来年は340億～390億ドルに増加する見通しを明らかにした。これは、アナリスト予想を100億ドルも上回る額だ。来年の設備投資見通しが非常に驚くべきものだったため、投資家はメタにインフラ設備を提供する企業の株式に買いを入れた。ネットワーク機器メーカーのアリスタ・ネットワークス<ANET>の株価は27日にメタに関するニュースを受けて10%近く上昇した。

ザッカーバーグ最高経営責任者（CEO）によると、設備投資の大半は、コンテンツおよび広告ターゲティングを改善するために使用される人工知能（AI）イニシアチブを推進するためのデータセンターの構築に向けられる。ザッカーバーグ氏は投資がやがて利益を生むようになると考えているが、ウォール街の見解は、メタの莫大（ばくだい）な支出は制御不能というものだ。

一つの問題は、仮想現実（VR）ゴーグルのQuest（クエスト）と緒に就いたばかりのメタバース事業を担当するリアリティー・ラボ部門が巨額な損失を抱えていることだ。リアリティー・ラボ部門の今年の赤字額は既に90億ドル以上となっており、全体の営業利益を約30%押し下げている。新世代のVRハードウェアを開発するため、赤字額は2023年に増加する見通しだ。

アナリストは困惑しているように見える。モルガン・スタンレーのブライアン・ノワク氏はメタの投資判断をオーバーウエートからイコールウエートに、目標株価を205ドルから105ドルに引き下げ、メタの支出計画は「テーマが変化しており、当面は株価を圧迫する可能性が高い」と書いている。

■ 株価回復は可能だが、大幅な支出削減が条件

メタが決算を発表する数日前、アルティメーター・キャピタルの創業者ブラッド・ゲルストナー氏はザッカーバーグ氏宛てに公開書簡を書き、「メタは過剰という陸地に足を踏み入れた。それは、あまりに多くの人々、あまりに多くのアイデア、あまりに少ない緊急性が存在する陸地である」と述べた。

さらにゲルストナー氏は、メタの年間フリーキャッシュフローを400億ドルに倍増させるための三つの戦略、すなわち人員を20%削減し、設備投資を年間50億ドル削減し、メタバースへの投資を年間50億ドル以下に制限することを提案した。メタはゲルストナー氏の書簡についてコメントを拒否したが、提案に従うつもりがないことは明らかだ。

メタの株価は年初来で約70%下落している。時価総額は昨年ピーク時に約1兆1000億ドルに達したが、現在は2700億ドルで、8000億ドルも減少したことになる。

メタが株価をすぐに押し上げるための方策はある。最も積極果敢なものは、ザッカーバーグ氏が最高経営責任者（CEO）の職を退いて会長になり、尊敬されている経営幹部をCEOに招き、人員を削減して支出計画を大幅に修正するというゲルストナー氏の処方箋に大まかにでも従うことだ。

メタは、動画配信大手のネットフリックス<NFLX>が2011年に取った措置を見習うことができる。このとき、ネットフリックスはDVD宅配レンタル事業をクイックスターという別会社にスピンオフす

る計画を撤回し、謝罪した。さらにネットフリックスはここ数カ月で、これまでの広告に断固反対する姿勢を覆し、広告付きのサブスクリプションプランを提供するという、もう一つの戦略変更に踏み切った。以来、株価は急上昇している。

メタはメタバースの開発を撤回し、メタバースの有望分野であるゲームに焦点を絞ると発表することで、株価を大幅に上昇させることができる。

だが筆者には、少なくともこの現実の世界でそれが起こるとは考えていない。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

7. 住宅価格は底堅いと考えられる三つの理由

[経済政策]

3 Reasons Why the Gloomy Headlines on Housing Are Wrong

暴落を危惧する記事は多いが、可能性は低い

8月は大幅下落



Chet Strange/Bloomberg

住宅市場は冷え込みつつあるが、低迷は誇張されすぎているきらいがある。これは喜ばしいことであると同時に不幸なことでもある。

住宅価格が過去10年超で最も下落したことが各種データから明らかになった。25日に発表された8月のS&Pコアロジック・ケース・シラー住宅価格指数（季節調整済み）は前月比0.9%下落、米連邦住宅金融局（FHFA）発表の住宅価格指数は前月比0.7%下落した。

オンライン不動産仲介業者レッドフィン

<RDFN>のエコノミスト、テイラー・マン氏は、さらに直近のデータを持ち出し、2015年以降の10月だけで比較しても、今年は仮契約住宅販売件数が最も少ない年になったと話す。物件内覧件数も年初来27%減少し（昨年の今ごろは同7%増）、レッドフィン独自の住宅需要指数も直近4週間で11%低下して、2020年5月以来の低水準となったという。

米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げに転じて以来、住宅ローン金利が大幅に上昇したことを踏まえば、これらはいずれも驚くにはあたらない。27日には30年物住宅ローン金利の平均は7.08%となり、20年ぶりの高水準となった。ジョン・バーンズ・リアル・エステート・コンサルティングのエリック・フィニガン氏によると、年初来で住宅ローン金利が上昇する中、2400万世帯が40万ドルの住宅ローンを借りられず、住宅購入希望者も昨年12月から47%減少している。

だが、実態はそこまで悲惨な状況ではない。エンデュアリング・インベストメントズのマイケル・アシュトン氏は、「住宅価格の暴落が近いという記事は何度も目にしているが、それほど恐れてはいない」と話す。

M2貨幣ストック

Massive Money

The level of M2 money supply is still close to a record high.

\$24 trillion



Source: Federal Reserve Bank of St. Louis

住宅市場の破綻シナリオを疑う理由は三つある。第一はアシュトン氏が指摘するM2（通貨、預金、個人向けマネー・マーケット・ファンド=MMF=残高などを含むマネーサプライの測定値）だ。住宅は実体のある資産で、暴落するならM2の水準も同様に暴落するはずだ。

10月上旬のM2の伸び率を見ると、前年同期比1.7%増は2021年の同13%増に比べると大幅に鈍化しているのは確かだ。だが、アシュトン氏はM2で重要なのは伸び率ではなく絶対値だと言う。9月のM2の絶対値は前年同月比2.6%増加しており、今春のピークからほとんど変化していない。

コンパウンド・キャピタル・アドバイザーズのチャーリー・ビレロ最高経営責任者（CEO）は、M2とケース・シラー住宅価格指数は過去3年間で共に43%増加しており、相関性は高いと指摘する。貨幣数量説では貨幣供給量に貨幣流通速度をかけたものが、一般物価×生産量に等しいとされるが、これに基づけば、一部アナリストの予想通り今後1年で住宅価格が20%下落するなら、マネーサプライも20%減少するはず（その他の条件を一定とする場合）だが、アシュトン氏はその可能性は極めて低いと考えている。

住宅供給量

住宅価格が比較的堅調に推移すると考える第二の理由は、供給にある。EPBリサーチの創業者、エリック・バスマジアン氏は、住宅供給量と6か月後の住宅価格には高い相関があると言い、現在の住宅供給量では売却までに4か月かかり、半年後の住宅価格は約7%上昇すると推測する。

一般的に新築物件と中古物件の供給量は密接に結びついているものだが、現在の住宅ローン金利水準

では持ち家を売って引っ越すインセンティブが乏しいため、供給量に大幅な乖離（かいり）が生じている。中古物件のみ（市場の85%を占め、売却までに約3.2カ月かかる）で分析した場合、半年後の住宅価格は約10%上昇する。

新築物件の場合、供給量は8カ月分で半年後の住宅価格は7%下落する見込みとなる。中古物件を売って新築物件に買い換えるなら中古物件の価格も下がってもおかしくはないが、その可能性は低いようだ。ジョン・バーンズ・リアル・エステート・コンサルティングのリサーチディレクターであるリック・パラシオス氏は、通常、新築物件の価格は15%程度割高だと話す。

投資家の変化

パラシオス氏は住宅市場の底堅さを示す第三の理由を挙げる。2007～2008年の金融危機以降、不動産は機関投資家向けのビジネスとなった。投資グループは既に確立した存在であり、住宅価格が値下がりするといち早く駆けつけて住宅を購入すると言う。

例えば、ブラックストーン<BX>は、最新の不動産ファンド、ブラックストーン・リアル・エステート・パートナーズXに対する約240億ドルのコミットメントを確保している。コミットメント額はクローズまでに300億ドルを超えるという見通しもあり、3年前にクローズした前身のファンドに比べて、規模は43%も拡大することになる。また、戸建賃貸住宅のオーナーであるインビテーション・ホームズ<INVH>が10億ドルの合弁パートナーを探しているとブルームバーグは伝えている。

国内総生産（GDP）における住宅市場のシェアは約15%だ。つまり、住宅市場が予想を上回る堅調さを見せれば、大規模な景気後退をある程度は抑え込めるかもしれない。一方で、住宅は主要なインフレ指標の25～40%を占めている。インフレ率を速やかに引き下げるために不可欠な、住宅価格の大規模かつ迅速な下落は起きない可能性がある。

FRBが目標とする2%まで速やかにインフレ率が下がるとの見方は、ただでさえ楽観的だが、予想以上に住宅市場が底堅ければ、完膚無きまでに否定されることになる。投資家が住宅でインフレヘッジするのは理にかなっていると言えるだろう。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

8. 共和党勝利でも株価大幅上昇は期待しないように Don't Expect a Big Rally, Even if GOP Wins Control of Congress 中間選挙前後の歴史を振り返る

[コラム]

選挙後はアウトパフォームの傾向



Greg Nash/EPA-EFE/Shutterstock

11月8日に行われる中間選挙結果判明後は、支持政党にかかわらず、投資家を失望させる可能性がある。

ウォール街の伝承によれば、中間選挙後は通常、株価が大きく上昇する。大リーグの著名監督だった故ケーシー・ステンゲルの言葉ではないが、「調べてみれば分かる」ということで、消費者向け金融サービスのUSバンクのリサーチノートのデータを使って調べてみた。その結果、そのような傾向は確かめられたものの、今回は当てにしない方がよいだろう。株式のリタ

ーンに関しては、米連邦準備制度理事会（FRB）の方が議会よりも強力であると判明する傾向にあるからだ。

USバンクによると、S&P500指数は1962年以降の中間選挙前の12カ月間はアンダーパフォーム、中間選挙後の12カ月間はアウトパフォームしてきた。月次データに基づく、この期間の15回の選挙の前年の11月1日から選挙直前の10月31日までのS&P500指数の平均リターンはマイナス1.1%だった。翌年のS&P500指数の平均リターンは16.3%で、1961年以降の10月31日に終了した12カ月間の平均リターンである8.0%の2倍以上だ。

USバンクのアナリストによると、投票前に政策の不確実性が高いと、その後は不確実性が低くなる傾向がある。このパターンは1960年代と1970年代に優勢だったようだが、過去20年間は経済が安定的に成長し、インフレ率が低く、FRBが金利を低く抑えたため、その傾向は弱くなった。

昨年11月1日から今年10月3日（リサーチが使用した日付）までのS&P500指数のマイナス22.1%のリターンは、1974年の中間選挙前の31.8%という大幅な下落に匹敵するものだった。USバンクによれば、その後20.5%という強いリバウンドがあった。

年配の人であれば、石油輸出国機構（OPEC）が主導した原油価格高騰に伴うインフレと不況の中で当時の優良グロース銘柄「ニフティ50」が大暴落した1973年から1974年にかけての厳しい弱気相場を苦々しく思い出すかもしれない。その後FRBが折れて、フェデラルファンド（FF）金利をピーク時の13%から1974年末には8%、翌年には5%以下に引き下げ、経済と株式市場は回復に向かった。

中間選挙以降にS&P500指数が20%超上昇した他の時期を調べてみると、同じようなパターンが浮かび上がってくる。1990年には、選挙前の12カ月間のリターンがマイナス10.7%だったが、FRBがFF金利の誘導目標を1989年半ばのピークから約2%引き下げたため、選挙後は一転して29.1%の上昇となった。1998年には、ハイテク企業を中心とした強気相場が続き、中間選挙の翌年のリターンは24.1%だ

った。これはロシアの債務不履行に端を発したヘッジファンドのロングターム・キャピタル・マネジメントの破綻の影響に対応するためのFRBの金融緩和によって後押しされたものだった。

■ 状況は1994年に似ている

今回と対比されるべき事例は恐らく、1994年の中間選挙だろう。民主党のクリントン政権は、共和党に下院と上院の両院の支配権を奪われてしまった。FRBは当時、非常に積極的な引き締め策を講じている最中で、FF金利の誘導目標は3%から6%へとおよそ2倍に引き上げられた。

今日との類似性は顕著だ。現在、民主党が行政府と立法府を支配している。しかし、オンライン予測市場のプレディクトイトでは27日の時点で、民主党が上院と下院の両方を失う確率が69%となっている。そして、FRBは1994年当時と同様、FF金利を年初のゼロ近辺から現在の3~3.25%に、今週の連邦公開市場委員会（FOMC）でほぼ確実に3.75~4%に引き上げ、強力に金融引き締めを実施している。

では、株式投資家は1994年11月1日からの12カ月間での23.1%の反発の再来を期待すべきなのだろうか。当時と現在のFRBのアプローチの大きな違いから、その答えは「ノー」のようだ。

■ 1994年の金融政策は現在とは異なる

当時のFRBは1994年11月に、ピーク時の6%へ向けて最後から2回目の0.75%の利上げの実施を含む急激な利上げを行い、翌年には徐々に利下げを行った。さらに注目すべきは、1994年の消費者物価指数（CPI）がわずかに2.6%上昇に終わったにもかかわらず、当時のグリーンズパン元議長が率いるFRBが先制的に大幅な利上げを行ったことだ。つまり、FRBは短期金利の誘導目標をインフレ率よりかなり高いところに維持しており、実質金利が高く保たれ、制限的な金融政策となっていた。

それに対して、現在の実質FF金利は大幅なマイナスだ。インフレ率の急上昇は、政策担当者が誤って予想したような一過性のものでなく、持続的なものと判明したため、FRBは先制的であるどころか、問題が起きてようやく対応する羽目になった。FF金利先物市場とFOMCの最新の予想中央値の両方が、主要政策金利は12月までに4.40%に達するという点で一致しているが、これは直近1年間のCPIの上昇率8.2%を大きく下回ることになる。

1994年との類似点は他にもあるが、それは好ましいとは言えない可能性もある。1994年当時、金利は急上昇し、金利市場やデリバティブ市場は大混乱に陥った。カリフォルニア州オレンジ郡は、ウォール街のリスクの高い金利デリバティブの優良顧客となり、大きな利益を上げていたが、それは金利が上昇するまでのことで、結局破綻に追い込まれた。FRBが金利を引き上げ、大量に保有する米国債およびエージェンシーMBS（住宅ローン担保証券）を減らし始めたため、米国債市場では流動性が低下しているとのうわさが出ている。

金融市場で何か起これば、強気派が期待するFRBの方向転換につながるかもしれないが、マイナス圏にある実質金利がインフレを抑制する効果はないだろう。FRB自身は来年の利下げを予想しておらず、2023年末のFF金利の予想中央値は4.6%だが、先物市場では来年末には春のピークである4.75~5%から4.25~4.50%に引き下げられると見込んでいる。

1994年のように、共和党が民主党政権下で議会を制することを目指す点では一致するものの、当時はFRBがインフレに対する先制攻撃に成功した後に利下げに転じていた点が異なるため、投資家は今回の選挙後の大幅な株価上昇を期待しない方がよいだろう。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

9. 経済の厳しい現実、日本は中国と決別できない

[フィーチャー]

Japan Can't Break Up With China. The Harsh Reality of Economics.

デカップリングは現実的に困難

ミッション・インポッシブル



Dreamstime(2)

多くの米国企業にとって、中国とのデカップリング（分断）は現実的に困難だ。日本企業にとっては、それはミッション・インポッシブル（極めて危険で難しい任務）のようなものだ。習近平国家主席の強引な権威主義は、日本の第2次世界大戦後の平和主義を揺るがせている。しかし、経済関係にはまだ大きな影響はない。

オックスフォード・エコノミクスの在日代表である長井滋人氏は、「日本は、これまで通りのビジネスをたとえ続けることができないとしても、中国とのビジネス抜きでは経済的に生き残

れない」と言う。

日本企業は分散投資を試みている。米国に拠点を置くジャーマン・マーシャル財団のアジアプログラムの副ディレクターであるトバイアス・ハリス氏は、「日本企業は2007年から2008年にかけて、他の国よりもずっと早くチャイナプラスワン（中国を除外しないが依存し過ぎないための戦略）について話し始めている」と言う。しかし、タイやベトナムのような低コストのアジア諸国への日本企業の投資のシフトはわずかなものにとどまっている。

また、日本の高度に発達した経済は、停滞しているとはいえ、ダイナミックに発展する中国の経済と共生していることに変わりはない。例えばトヨタ自動車<7203>は、中国に電気自動車（EV）工場を建設し、中国のインターネット検索大手バイドゥ（百度）< BIDU >と自律走行車に関する合併事業を行うとともに、中国のパートナーと水素燃料電池を研究している。

相互に利点となるものは利益につながる。オックスフォード・エコノミクスの調べによると、日本の対中直接投資のリターンは2015年から2020年にかけて年率15%であったのに対し、北米投資のリターンは年率6%だった。過去1年間に円がドルに対して20%超急落したことで、北米投資のリターンはさらに下方圧力がかかるだろう。日本企業の経営者が、将来の海外直接投資先として中国を最有力候補に挙げるのは驚くことではない。

対中強硬路線は米国では求心力、日本では亀裂の要因

しかし、政治はこの経済の楽園状態に問題をもたらしている。バイデン政権が中国に先進的な半導体を持ち込ませないようにしていることは、日本の半導体製造装置メーカーである東京エレクトロン<8035>やアドバンテスト<6857>などの企業に影響を与えるだろう。

日本政府は5月に、独自に中国とのデカップリングへの措置として、「経済施策を一体的に講ずることによる安全保障の確保の推進に関する法律（経済安全保障推進法）」を成立させた。この法律は2年以内に段階的に施行される。長井氏は、「日本の官僚は、初めて経済政策の安全保障面を真剣に考えることになる。どの事業が影響を受けるのかを判断するのは非常に難しい」と言う。

中国問題は、常に合意志向の強い日本において、企業と政治家の間に亀裂を生じさせようとしている。ハリス氏は、「特に2年前に中国政府が講じた香港国家安全維持法が香港の多元的な文化を消し去って以来、日本政府も日本の民意もタカ派に傾いている。2020年は、習近平国家主席の訪日の計画から始まった。今では考えられないことだ」と言う。

日本企業も黙ってはいない。経団連の十倉雅和会長は9月に中国の李克強首相（当時）とのオンライン会談で、「長年にわたる事業活動の蓄積が両国関係を支える重要な基盤になっている」と述べた。

ウィルソン・センターのインド太平洋事業担当である後藤志保子氏は、「米国では、中国に対する強硬路線が政治的な求心力となってきた。日本では、それが分裂の原因になっている」と指摘する。この分裂は、短期的には何とか切り抜けられるだろうが、長期的には日本にとってさらなる課題をもたらすだろう。オックスフォード・エコノミクスは、「対中輸出の4分の1近くがハイエンドの資本財で、それらは技術冷戦に巻き込まれる可能性がある」とレポートに書いている。

後藤氏は、「日本がその競争力を犠牲にすることなく、中国の脅威にどう対応できるか、これはあまり明確ではない」と言う。

By Craig Mellow
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

Buffett's Berkshire Chases Musk's Tesla on Market Value
バークシャー、時価総額でテスラに迫る

[経済関連スケジュール]

明暗が分かれた2022年

イーロン・マスク氏にご注意を。ウォーレン・バフェット氏が迫っている。電気自動車のリーダー、テスラ<TSLA>の株価が年初来で下落しており、バークシャー・ハサウェイ<BRK.A>の時価総額が追いつきそうなのだ。

著名投資家ウォーレン・バフェット氏が長年率いるバークシャーは、弱気市場においてディフェンシブな特性を發揮している。S&P500指数が年初来18%下落している中、バークシャーのクラスA株は0.3%上昇している。一方でテスラは35%の下落だ。納車台数が予想を下回ったことや、グロース株の下

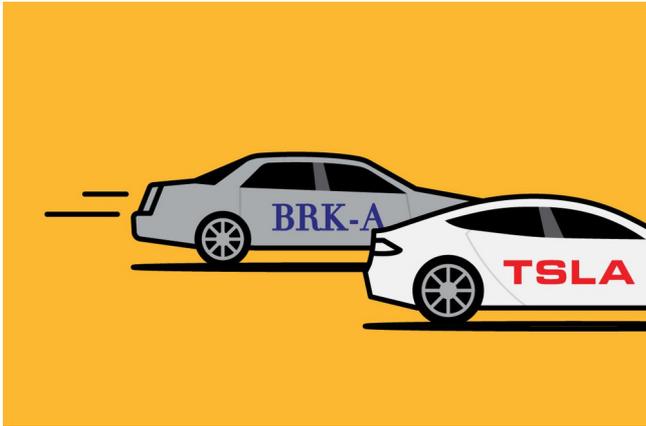


Illustration by Elias Stein

落が要因だ。テスラの最高経営責任者（CEO）であるマスク氏のツイッター〈TWTR〉買収も、株価のプラス要因にはなっていない。

バークシャーには、92歳のバフェット氏が「フォートノックス（極めて安全な場所）」と呼ぶバランスシートがある。1000億ドルを超える現金および同等物（そのほとんどは米国債）を抱えているのだ。バークシャーは11月5日に決算を発表する予定だが、第3四半期にその現金をどの程度活用したのかが注目される。

10月24日時点でのバークシャーの時価総額は6320億ドルと、テスラとほぼ肩を並べた。これは、マスク氏のツイッター買収完了を受けてテスラの株価が上昇する前のことだ。2022年年初は、テスラの時価総額は1兆1000億ドルで、バークシャーを4500億ドル上回っていた。

24日以降、バークシャーは低迷しているメタ〈FB〉（旧フェイスブック）と画像処理半導体（GPU）大手のエヌビディア〈NVDA〉を抜いて、時価総額でS&P500指数銘柄中6位となった。アップル〈AAPL〉、マイクロソフト〈MSFT〉、アルファベット〈GOOGL〉、アマゾン・ドット・コム〈AMZN〉、そしてテスラに続く順位だ。年初には時価総額でバークシャーを上回っていたメタとエヌビディアは、年初来50%超下落している。バークシャーがテスラを抜けば次のターゲットはアマゾンだが、時価総額1兆ドルのアマゾンに追いつくことは難しいだろう。

バークシャーの底堅さは、バフェット氏が50年以上かけて価値を築いた体系的なアプローチを実証するものだ。さらに株主に対しても、夜も安眠できるような安心を提供している。

今週の予定

10月31日（月）

- ・ 保険会社アフラック〈AFL〉、ネットワーク機器メーカーのアリスタ・ネットワークス〈ANET〉、半導体メーカーのNXPセミコンダクターズ〈NXPI〉、医療技術会社のストライカー〈SYK〉、天然ガスパイプラインオペレーターのウィリアムズ・カンパニーズ〈WMB〉が決算発表。
- ・ 米サプライ管理協会（ISM）が10月のシカゴ景況指数（シカゴPMI）を発表。エコノミスト予想は47.1（9月は45.7）。9月の数値は2020年6月以来最低かつ初めて50を下回り、景気縮小を示すものとなった。

11月1日（火）

- ・ 民泊仲介大手エアビーアンドビー〈ABNB〉、半導体大手アドバンスト・マイクロ・デバイゼス〈AMD〉、英国の石油大手BP〈BP〉、大手家庭用品メーカーのクロロックス〈CLX〉、シェールガス生産会社デボン・エナジー〈DVN〉、自動車部品メーカーのイトン〈ETN〉、ゲーム大手エレクトロニック・アーツ〈EA〉、製薬大手イーライリリー〈LLY〉、エネルギー大手マラソン・ペトロリアム〈MPC〉、飲料・食品メーカーのモンデリーズ・インターナショナル〈MDLZ〉、鉱山会社のニューモント〈NEM〉、製薬大手ファイザー〈PFE〉、エネルギー大手フィリップス66〈PSX〉、商業用不動産の自社管理型不動産信託（REIT）のサイモン・プロパティ・グループ〈SPG〉、ライドシェア

Tech on Top

Berkshire Hathaway, a diversified conglomerate, is an interloper in the tech-heavy ranks of the top companies by market cap.

Company	Value
1. Apple	\$2.4 T
2. Microsoft	1.72 T
3. Alphabet	1.23 T
4. Amazon.com	1.18 T
5. Tesla	\$709.4 B
6. Berkshire Hathaway	\$642.8 B

Top Six S&P 500 Companies by Market Capitalization, Oct. 26, 2022

Source: MarketWatch

アサービスのウーバー・テクノロジーズ<UBER>が四半期決算発表。

- ・米労働省労働統計局（BLS）が求人離職統計（JOLTS）を発表。予想では9月末時点の求人件数は1000万件で、8月から約5万3000件減少。求人件数は8月には前月比110万件減と、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）の発生以来の大幅な減少となった。歴史的にも逼迫していた労働市場が幾分緩和したことを示している。

- ・米サプライ管理協会（ISM）が10月の製造業購買担当者景況指数（PMI）を発表。コンセンサス予想は50と、9月から1ポイント低下。

11月2日（水）

- ・米連邦公開市場委員会（FOMC）が金融政策を発表。ウォール街は利上げ幅を0.75%と予想している。これによりFF金利は3.75%～4%となる。

- ・自動車保険オールステート<ALL>、原油生産企業アパッチの親会社であるAPA<APA>、オンライン旅行会社大手ブッキング・ホールディングス<BKNG>、ドラッグストアチェーン大手のCVSヘルス<CVS>、オークションサイト運営のイーベイ<EBAY>、電機メーカーのエマーソン・エレクトリック<EMR>、世界各国でデータセンターを展開するエクイニクス<EQIX>、化粧品大手エスティ・ローダー<EL>、医療保険大手ヒューマナ<HUM>、保険・金融サービスのメットライフ<MET>、デンマークの製薬企業ノボ・ノルディスク<NVO>、メディア・エンターテインメント大手のパラマウント・グローバル<PARA>、半導体大手のクアルコム<QCOM>、ファストフードチェーンを運営するヤム・ブランズ<YUM>が決算発表。

- ・民間雇用サービス会社オートマティック・データ・プロセッシング<ADP>が10月の非農業部門米民間就業者数を発表。エコノミスト予想は前月比19万9000人増（9月は20万8000人増）。就業者数の伸びは過去18カ月間の急増ペースから減速。

11月3日（木）

- ・バイオ医薬品大手アムジェン<AMGN>、医療保険会社シグナ<CI>、総合石油エネルギー企業コ

ノコフィリップス<COP>、ディーゼルエンジン・メーカーのカミンズ<CMI>、公益事業持ち株会社のエクセロン<EXC>、ゲノム解析技術のリーダーであるイルミナ<ILMN>、証券取引所運営会社インターコンチネンタル・エクスチェンジ<ICE>、食品会社ケロック<K>、ホテルチェーン大手マリオット・インターナショナル<MAR>、バイオ医療品メーカーのモデルナ<MRNA>、電子決済サービスのペイパル・ホールディングス<PYPL>、バイオ医薬品大手リジェネロン・ファーマシューティカルズ<REGN>、コーヒーチェーン大手スターバックス<SBUX>、メディア大手ワーナー・ブラザーズ・ディスカバリー<WBD>、動物用医薬品メーカーのゾエティス<ZTS>が決算発表。

・米サプライ管理協会（ISM）が10月の非製造業購買担当者景況指数（PMI）を発表。コンセンサス予想は55.3と、9月からやや低下。

11月4日（金）

・医薬品流通会社カーディナル・ヘルス<CAH>、シカゴ・オプション取引所を運営するCBOEグローバル・マーケット<CBOE>、大手電力・ガス会社ドミニオン・エナジー<D>、電力大手デューク・エナジー<DUK>、チョコレートメーカー大手ハーシー<HSY>が決算発表。

・米労働省労働統計局（BLS）が10月の雇用統計を発表。非農業部門就業者数は前月比20万人増の予想（9月は26万3000人増）。失業率の予想は3.6%で、約50年ぶりの低水準となった3.5%から上昇。

By Andrew Bary
(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』 2022/10/30

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