

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2022/11/06

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. ツイッターはマスク氏最大の試練 - Twitter Is Elon Musk's Biggest Test-and Tesla's Biggest Challenge [カバーストーリー]
P.1
テスラにとっては最大の課題
2. ツイッター買収でマスク神話は崩れるか - A Legacy Is on the Line as Musk Takes Over Twitter [フィーチャー]
P.4
テスラへの影響は
3. ビル・アックマン氏に賭けたいか - Pershing Square Holdings Offers a Cheap Bet on a Bold Investor [フィーチャー]
P.7
割安感強まるパーシング
4. 年初来20%上昇のメットライフ株、一段高も - MetLife Stock Is Up 20% This Year—and Could Gain More [注目銘柄]
P.11
堅調な業績と高い利回り
5. 退職後の収入確保に取り組む - America Has a Retirement Crisis. A Pro Gives Advice on How to Fix It. [フィーチャー]
P.13
TIAAのCEOに聞く
6. 希望的観測ではFRBの利上げ方針は揺るがず - Wishful Thinking Won't Sway Fed on Rate Hikes. But a Recession Might. [コラム]
P.16
景気後退入りすれば別
7. 利上げ時はファンダメンタルズ重視 - Fed Leans Into Higher Rates, Investors Should Lean Into Fundamentals [米国株式市場]
P.18
引き締め基調に終わり見えず、株式市場は引き続き下押し圧力
8. 利上げだけではインフレは抑制できない - Higher Interest Rates Alone Won't Rein in Inflation. Here's What Might. [経済政策]
P.20
二つの盲点に注意
9. IT支出減、クラウド企業の足かせに - Tech's Next Problem: Businesses Are Cutting Back Too [ハイテク]
P.23
旅行など一部の個人消費銘柄の業績は改善
10. 今週の予定 - Money-Market Funds Are Back. But There Are Now Other Options. [経済関連スケジュール]
P.25
MMFは復活したが、投資対象は他にも

※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. ツイッターはマスク氏最大の試練

[カバーストーリー]

Twitter Is Elon Musk's Biggest Test-and Tesla's Biggest Challenge

テスラにとっては最大の課題

マスク氏めぐる懸念が再燃



Illustration by Ricardo Tomas

イーロン・マスク氏は正式にツイッターの所有者となった。それに伴い、マスク氏が自身の「帝国」内で、ツイッター以外の事業に目を向ける余裕はあるのかという懸念が再燃している。マスク氏が最高経営責任者（CEO）を務める電気自動車（EV）大手テスラ<TSLA>に関しては、マスク氏のスケジュール管理よりも重要な懸念が存在する。

マスク氏は自らを問題の解決者とみなし、ツイッターには大きな問題があると考えている。ツイッターは黒字には程遠く、マスク氏が買収の

ために借り入れた資金で負債が膨らんでいる。ハイテク業界で史上最大のレバレッジドバイアウトの対象となったツイッターで、コストを削減しつつ、新たな収益を生み出すための方法を探すことは、マスク氏の問題解決スキルが試される試練となるだろう。マスク氏は自身が経営するテスラ、宇宙開発会社スペースX、トンネル掘削会社ボーリング・カンパニー、医療ベンチャーのニューラリンクの4社に以前ほど注意を向けられなくなるはずだ。

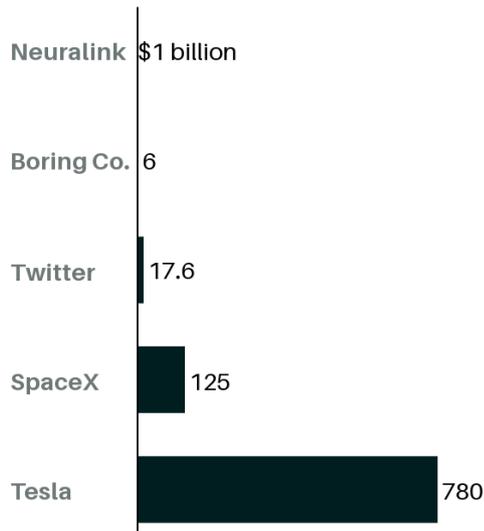
これら4社にマスク氏が全神経を集中させなければならない時期は終わりつつある。テスラは今や収益性が非常に高い自動車メーカーとなり、先見の明があるリーダーよりも実務家の経営者を必要としている。スペースXは、唯一無二とは言わないまでも、宇宙開発競争において支配的な地位を有する企業の1社となった。ニューラリンクとボーリングは、マスク氏の膨大なポートフォリオでは誤差程度の存在でしかない。さらに、マスク氏は世間の評価よりも優れた経営者だ。各社に築かれた文化は十分に堅固なので、たとえマスク氏自身が横道にそれたとしても、これらの企業は道を誤りはしないだろう。

ウェドブッシュ・セキュリティーズのアナリストであるダン・アイブズ氏は「『帝国』が非常に大規模で多様になったことを考えると、マスク氏にとって難しい綱渡りになる」と述べる一方、「あくまで目先の嵐であって、いずれは通り過ぎる」と付け加えた。

マスク氏の巨大な「帝国」

マスク氏の帝国は巨大だ。テスラの時価総額は約7000億ドル（株価を約220ドルとして計算）で、2番目に時価総額が大きい自動車メーカーの3倍だ。スペースXは再利用可能なロケットと宇宙経由の高速インターネットのパイオニアであり、8月の資金調達ラウンドに基づく企業価値は1250億ドルと、航空宇宙業界の上位5位に入っている。企業価値60億ドルのボーリングは、従来よりも高速かつ安価にトンネルを掘削し、都市の渋滞問題を解消することを目指している。ニューラリンクはブレイン・マシン・インターフェース（脳と機械の接続技術）を研究しており、企業価値は約10億ドルだ。4社の企業

Elon Musk has a stake in five companies with valuations of at least \$1 billion.



Source: Barron's calculations.

価値を合計すると8320億ドルとなり、これにツイッターが加わる。

マスク氏の企業が大規模と言えるのは市場価値だけではない。テスラは約11万人、スペースXは約1万2000人を雇用している。ニューラリンクとボーリングのスタッフはそれぞれ約200人だ。ツイッターも約半数を解雇しても4000人近い従業員が残る。つまり、12万5000人以上がマスク氏のために働いていることになる。これは自動車大手ゼネラル・モーターズ（GM）<GM>の約15万7000人や航空機大手ボーイング<BA>の14万2000人にほとんど匹敵する。

1人の個人がこれほど大規模で価値が大きい企業グループを経営するのは前代未聞だ。スティーブ・ジョブズはピクサー・アニメーション・スタジオとアップル<AAPL>を同時に経営していたが、ピクサーは比較的小規模で、200

6年にウォルト・ディズニー<DIS>に70億ドルで買収された。リバティ・メディアのジョン・マローン氏もかなりの数の企業を支配しているが、それでも合計従業員数は約4万5000人で、推定合計時価総額は270億ドルだ。

ウォーレン・バフェット氏のバークシャー・ハサウェイ<BRK.A>の方が比較対象としては良いかもしれない。バークシャーは60社以上の企業を所有し、37万人の従業員を抱えており、時価総額は6250億ドルだ。しかし、マスク氏とバフェット氏には重要な違いがある。バフェット氏はあくまで投資家であり、経営は各社に委任している。バフェット氏は強力な経営陣を擁する企業を買収し、そのまま事業を任せる。

一方、マスク氏はバフェット氏やマローン氏のように経営を委任しない。テスラが現在より小規模だったころ、マスク氏のデスクはカリフォルニア州フリーモントの工場にあった。マスク氏は今でもテスラの技術や設計に関する意思決定に関わっている。グウィン・ショットウェル社長兼最高執行責任者（COO）が日常業務を取り仕切っているスペースXを除くと、テスラ、ニューラリンク、ボーリングの3社に関して、マスク氏以外に重要な経営幹部やマネジャーを思い浮かべられる人は少ないだろう。テスラの株主総会招集通知に記載されている経営幹部は、マスク氏、ザッカーリー・カークホーン最高財務責任者（CFO）、設計責任者のドリュー・バリーノ氏の3人だけだ。

意外と層が厚いテスラの経営陣

マスク氏がツイッターにうつつを抜かず一方で、テスラは極めて重要な時期を迎えている。テスラはベルリンとテキサス州オースティンの新たな組み立て工場を生産を本格化しつつある。さらに、年間の平均納車台数を50%増加させることを目指しており、これは2025年に約500万台の自動車を出荷することを意味する。

こうした目標を達成するには、新たな工場を建造し、自社のバッテリー生産能力を強化し、新しい低価格モデルを導入する必要があるだろう。テスラの生産能力が十分でも、需要が追い付かないという

リスクもある。同業のフォード・モーター<F>やGMをはじめとするほとんどの自動車会社が特斯拉に代わるEVを提供し始めているためだ。

しかし、マスク氏が全神経を集中することは、以前ほど重要ではないかもしれない。スペースXのショットウェル氏は、厳しい決断を恐れず、説得力と前向きさで知られている。ボーリングとニューラリンクを統括するジャレッド・バーチャル氏は、かつてはメリル・リンチなどの大手金融機関に勤務しており、マスク氏に個人資産や私生活面の管理を任せられるほど信頼されている。

特斯拉でも、マスク氏は自身の不在時に対処できる経営陣と文化を築いてきた。マスク氏は問題解決のためにエンジニアの部門横断的なチームを設置することを好み、協力的な環境を生み出す。一方で、マスク氏の要求水準は非常に高く、言い訳はほとんど許されない。スペースXの元幹部で、現在は大手資本材メーカーの幹部を務める人物によると、マスク氏は極めて合理的な性格でもある。マスク氏が問題に取り組むときは、「推測や主観を排し、常に（問題の）客観的な根本原因を探ろうとする」という。

マスク氏は部下に対し、専門分野とかけ離れた問題に取り組むことを求める。例えば、スペースXのエンジニアの多くは航空宇宙業界以外の出身だ。これはスペースXにとって大きなプラスとなった。スペースXは、既存企業が想像もしなかった方法で事業を成し遂げ、航空宇宙業界を完全にひっくり返した。また、特斯拉のモーターの主任設計者であるコンスタンティノス・ラスカリス氏は、特斯拉の第2回「人工知能（AI）デー」で、人型ロボットの関節に使われているアクチュエーターの設計についての説明を担当した。

実際には、特斯拉の経営陣は世間の想定よりも層が厚い可能性がある。資産運用会社ガーバー・カワサキ・ウエルズ・マネジメントのロス・ガーバー社長は、カークホーンCFOを「極めて有能な切れ者」の経営者と評する。設計担当のバツリーノ氏は、肩書上はパワートレインとエネルギー工学担当の上級副社長となっているが、実際には2019年に最高技術責任者（CTO）の職を前任から引き継いでおり、決算説明会や2020年のバッテリー技術説明会で顕著な役割を果たしている。

特斯拉には、マスク氏がツイッターに専念することで、より多くの業務を担当することになるであろう幹部が他にもいる。彼らはそのような業務に対処できるはずだ。調査会社ニュー・ストリート・リサーチのアナリストであるピエール・フェラグ氏は「特斯拉は今や、数多くの有能な人材を擁する巨大企業となっており、自立的に事業を運営することができる。そのため、ツイッターの経営に気を取られるとしても、特斯拉に対するリスクは限られている」と語る。

■ テスラ最大のリスクはブランド力低下

とはいえ、ツイッターの買収によって特斯拉のブランドに傷が付くのは問題かもしれない。特斯拉は従来型の広告に費用をかけることなく世界で最も価値のある自動車会社になった。これはマスク氏の「環境保護に尽力している人物」という個人的なブランドによるものだ。だが、マスク氏がソーシャルメディアの経営に手を出し、時には陰謀論をツイートすることによって、評判が落ちる危険がある。これに対抗するために、特斯拉は自社のブランドとCEOを分離する方法を検討する必要があるだろう。

しかし、そのために広告に頼るのは高くつく可能性がある。GMとフォードは2021年に合計60億ドル

超をマーケティングに費やしている。両社を合わせた売上高は2530億ドル、営業利益は約240億ドルだ。売上高と営業利益に対するマーケティング費の割合を同様とすると、テスラは年間30億～40億ドルを広告に費やすことになる。これは2023年の予想営業利益である220億ドルの約15%に相当する。

投資家がテスラも数ある自動車会社の一つにすぎないと確信すれば、株価のバリュエーションは低下する可能性がある。現在の2023年予想PER（株価収益率）は約37倍だが、ポルシェ<P911.ドイツ>の約18倍やトヨタ自動車<7203>の約9倍に近い水準になり得る。テスラが直面しているあらゆるリスクの中で、最も懸念すべきなのはブランド力の維持かもしれない。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

2. ツイッター買収でマスク神話は崩れるか

[フィーチャー]

A Legacy Is on the Line as Musk Takes Over Twitter
テスラへの影響は

社会を分断する話題の人



Illustration by Ricardo Tomas

時代を作るパイオニアか、あるいはただの変人か。イーロン・マスク氏は米国の意見を二分する人物だ。そして人々はマスク氏のツイッター買収劇から目が離せないでいる。

マスク氏は、以前から業績がさえないなかったツイッターを、最近の株価を上回る金額で買収した。マスク氏がツイッターを、その影響力に見合うだけの収益を生むプラットフォームに作り替えることができれば、あるいは人気の高い信頼の置ける公共サービス事業とすることができれば、マスク氏を毛嫌いする人たちも、製品に

対するマスク氏の知見やビジョンに異議を唱えることはできなくなるだろう。

逆にツイッターの価値が暴落しても、3000億ドルの富を築き上げたマスク氏が大富豪であることに変わりはない。だが、マスク氏にまつわる伝説や、他のビジネスには打撃を与えかねない。

アーク・インベストメント・マネジメントでチーフ・フューチャリストの肩書きを持つブレット・ウィントン氏は現在、非上場のツイッターと上場企業の電気自動車（EV）メーカーのテスラ<TSLA>に投資している。ウィントン氏はマスク氏について、自動運転の未来へ貢献した人物としての功績は揺るがないと強調した上で、「たとえ他の全ての事業に失敗しても、稀代（きだい）の経営者、起業家の一人として語り継がれるだろう」と評価する。

一方、起業家、ベンチャーキャピタリスト、そしてニューヨーク大学教授でもあるスコット・ギャロウェー氏は「テスラ車を買っているのはリベラル層だ。にもかかわらずマスク氏は中国の習近平国家

主席やロシアのプーチン大統領の片棒を担いだり、極右的な意見を採用したりすることが増えている」と話す。テスラ車を手放したというギャロウェー氏は「あの男は嫌いだ」と断言した。

■ 広告収入の大幅減少

マスク氏は、ツイッター買収の目的は金儲けではないと語っている。確かに、440億ドルで買収した企業の価値は、その半分だったかもしれない。4月に1株当たり54.20ドルでオファーする前、マスク氏はツイッター株の大部分を買い占めていた。さらにそれより前、ツイッターの株価は35ドルを下回っていた。

買収発表以来、ネット広告収入に依存する企業に対する市場の評価は厳しい。メタ・プラットフォームズ（旧フェイスブック）＜META＞の時価総額は3月中旬以降、半分以下に落ち込んでいる。スナップ＜SNAP＞の時価総額は3分の2も下落した。3分の1程度の下落で済んでいるツイッターも、マスク氏による買収がなければ、200億ドル程度となっていたはずだ。

買収が完了して上場廃止になる前、ツイッターの今年の売上高は50億ドル強と予想されていた。ツイッターの株価売上高倍率（PSR）を正当化するには、急成長または並はずれた収益性が必要となるが、現状はそのどちらでもない。

ツイッターの上場企業としての最後の決算発表となった第2四半期の売上高は、わずか2%増（為替変動の影響を除く）にとどまった。当時のツイッター経営陣はこれを、広告業界への逆風とマスク氏の買収による不確実性が原因だと説明していた。

■ 多額の負債と人員削減

マスク氏は11月4日に「コンテンツ・モデレーション（不適切な投稿に対する規制）は何も変わっていないのに、アクティビスト（物言う投資家）グループが広告主に圧力をかけたため、ツイッターの売上高は大幅に減少した」とツイートした。買収完了後に差別的な投稿が急増したことも一因だろう。広告主の企業としては、不適切なコンテンツの隣に広告が表示されないようにマスク氏が企業をどう守るのか、見極めようとしている。

売上高の減少はタイミングが悪かった。買収により、ツイッターは130億ドルの負債を抱えることになったが、上場企業としてツイッターをカバーしていたMKMパートナーズのアナリスト、ロビット・クルカルニ氏は、今後1年間で利払いが7億ドル近く増加する可能性があると言う。従業員1人当たりの経費を30万ドルとすると、営業損失を拡大させないためだけに、およそ2500人の従業員（全従業員の3分の1）を解雇する必要がある。すでに経営幹部を解雇したマスク氏は、従業員の人員削減も始めている。

成長についてはどうだろう。最も有力なのは、直近で売上高全体の9%足らずのサブスクリプションモデルだ。

■ ツイッターの潜在的可能性

マスク氏は、認証済みのアカウントであることを示す「青いチェックマーク」のステータスに月20ドルを課金するというアイデアを出している。小説家のスティーブン・キング氏が反対意見をツイートし、プラットフォームから離脱すると脅すと、マスク氏は「8ドルならどうですか」と返した。民主党下院議員のアレクサンドリア・オカシオ・コルテス氏による「言論の自由を月額8ドルで売っている」というツイッター上での非難に対しては、「フィードバックに感謝します。で、8ドル払ってください」と応じている。

マスク氏の最近のツイートをヒントにすると、認証アカウントに登録することで、広告表示が減ったり、返信や検索結果の上位に表示されるようになったりするようだ。これは詐欺やボットアカウントへの対抗策となるだろう。

需要も無視してはならない。アークのウィントン氏は、現在の認証システムは「現代の爵位」のような主観的なものであるが、新たなプランは不適切な行為を一掃し、認証済みユーザーのプールを拡大し、新しいタイプの取引（暗号資産の使用も考えられる）を可能にするだろうと述べている。これは、ツイッターはツイート機能をはるかに超える存在になり得るという、いわゆる「スーパーアプリ説」に当たる。

MKMのクルカルニ氏は、中国のアリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）＜BABA＞が保有しているような「スーパーアプリ」は、「特に欧米では、実現がはるかに困難だと考える」と述べる。クルカルニ氏は、ツイッターはそれよりも虚偽情報への対処、ユーザー体験の簡素化、広告市場で意味のあるシェアを獲得するための顧客基盤の拡大によって、過去の経営の不手際と潜在価値に対する過小評価を乗り越えるべきだと指摘する。マスク氏が将来的に、支払った金額の数倍の価値でツイッターを再上場させることができた場合には、「おそらく莫大（ばくだい）なりターンが発生する。そうなれば世界にツイッターに並ぶ存在はないだろう」とクルカルニ氏は述べる。

ニューヨーク大学のギャロウェー氏は、マスク氏が支払った価格の帳尻を合わせるためには、現在のツイッターの本当の価値をおそらく倍増させなければならない、その実現は厳しいとの考えを示している。一方で、宣伝ツイートで数千ドルの報酬を得ることができる可能性など、多くのユーザーにとって未開発の価値もあると指摘する。

■ ユーザー層との政治的立場の乖離

広告主をなだめつつ、優秀な人材や大物ユーザーを維持することが重要になるだろう。ここには、政治と利益に関する厄介な現実がある。マスク氏が本当に右傾化しているとしても、そしてそれが過激な発言として表れているとしても、それは本人の勝手だ。しかし、ピュー・リサーチセンターによると、ツイッターを利用していると回答した民主党寄りの米国成人の割合は32%と、共和党寄りを15ポイント上回っている。調査ではEVにも同様の傾向があることが示されている。イメージは現実と少なくとも同じぐらい重要だ。もし相当な割合の顧客が、オーナーがネット上の言論を荒らしていると考ええるようになったら、ビジネスにとって良いはずがない。

強気派と弱気派のかけ離れた論調

テスラの時価総額は最近では6800億ドル近くに達しており、フォード・モーター<F>の約530億ドルやゼネラル・モーターズ<GM>の550億ドルといった大手自動車メーカーを大きく上回るようになって久しい。現在、テスラはキャッシュフローの面でも先を行っている。ファクトセットの調査によると、アナリストは来年のフリーキャッシュフローについて、フォードの41億ドル、GMの59億ドルに対し、テスラは146億ドルに達する可能性があるとして予想している。

テスラの今後の見通しは、テスラを「圧倒的な優位性を持つソフトウェアプラットフォーム」とみるか、「車輪に車体を載せるメーカー」とみるかによって大きく異なる。この違いは、強気派と弱気派の論拠がこれ以上ないほどかけ離れていることの説明となる。

アークのウィントン氏は、自動運転タクシーは2030年までに国内総生産（GDP）を26兆ドル増加させ、「人類史上最もマクロ経済的にインパクトのあるイノベーション」になると予想しており、テスラがその市場の大半を支配するか、少なくともトップシェアを占めるだろうと述べる。

一方、ニューヨーク大学のギャロウエー氏は、テスラを「世界で最も割高な銘柄」と呼び、動画ストリーミング業界で何年も競合のない状態だったが、現在は成長が停滞しているネットフリックス<NFLX>と比較する。

テスラとネットフリックスは別の面でも似ている。どちらも金利がゼロに近かった10年間に価値が急増し、その時価総額のおかげで、債権者をひるませることなく高い現金燃焼率を継続できた。両社とも現在、財務的に十分な余裕を持っている。しかし、グロース銘柄は、貯蓄という安全な資産で数パーセントの利息を得られるようになった今、以前と同様に崇拜されることはないだろう。

今のところ、ネット上の騒動はもうたくさんだ。次の展開ではロボットかロケットが話題になることを期待したい。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

3. ビル・アックマン氏に賭けたいか Pershing Square Holdings Offers a Cheap Bet on a Bold Investor 割安感強まるパーシング

[フィーチャー]

株価は純資産価値を割り込む

ビル・アックマン氏は、ドラマチックな演出が得意で、大胆な動きに出ることが多い。それは、今年も同様だ。

金利上昇への賭けで約17億ドルを稼いだアックマン氏だが、数カ月保有しただけの動画配信大手ネットフリックス<NFLX>で4億ドルの損失を出した。7月には、アックマン氏が最高経営責任者（CEO）を務める特別買収目的会社最大手のパーシング・スクエア・トンチン・ホールディングスが、当初計画していた音楽コンテンツ配信会社ユニバーサル・ミュージック・グループ<UMGNF>の10%の



Photograph by Benedict Evans

株式取得が暗礁に乗り上げたため、投資家に40億ドルを返金せざるを得なくなった。

ユニバーサル・ミュージックへの投資の大半は、アックマン氏が所有する別会社で、クローズドエンド型ヘッジファンドのパーシング・スクエア・ホールディングス<PSHZF>に移管された。パーシング・スクエア・ホールディングスは、ユニバーサル・ミュージックのほか、ホームセンターチェーンのロウズ<LOW>、ホテルチェーン持ち株会社ヒルトン・ワールドワイド・ホールディングス<HLT>、メキシコ料理のファストフード・チェーンのチポトレ・メキシカン・グリル<CMG>などを保有している。現在、アックマン氏の主要な投資手段として、パーシング・スクエア・キャピタル・マネジメントの運用資産150億ドルのうち、120億ドルを保有しているのがパーシング・スクエア・ホールディングスだ。

パーシング・スクエア・ホールディングスは、株価が純資産価値（NAV）を35%下回っており、株式大型クローズドエンド型ファンドとしては、非常にディスカウント幅が大きい。現在の株価約32ドルに対して、10月31日時点での1株当たりNAVは50ドルである。

アックマン氏は、2015年から2017年までS&P500指数を大幅にアンダーパフォームしたが、その後はアウトパフォームしている。ファンドのリターンは、2019年が58.1%、2020年は70.2%、2021年は26.9%だった。今年は年初来から10月末までで、S&P500指数の18%下落に対し、12%の下落にとどまる。

パーシング・スクエア・ホールディングスを保有するミューチュアルファンドのマティス・ディスカウンテッド・クローズドエンド・ストラテジー<MDCEX>の共同運用者、エリック・ボートン氏は、「このファンドはとにかく安過ぎる」と言い、2014年に運用が始まって以来、株価がNAVより20%低くなると、株価は25%上がると語る。

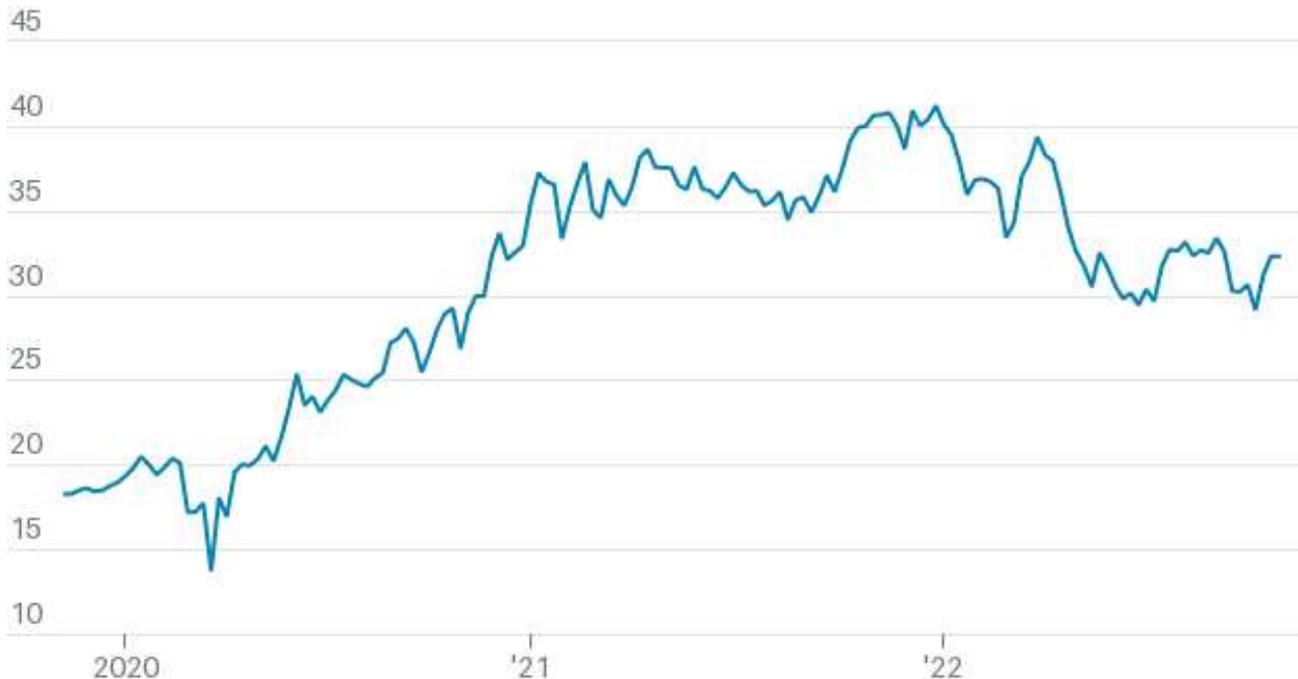
アックマン氏のファンドの、負債20億ドルを差し引いた後の純資産は100億ドル近いが、ディスカウントのために時価総額は62億ドルにとどまる。アックマン氏個人は、そのうち21%、総額10億ドルを超える大株主である。

アックマン氏は数年前に空売りをやめており、既に物言う投資家ではない。現在注目しているのは、より質の高い事業だ。恐らくディスカウントの一因は、パーシング・スクエア・ホールディングスがオランダ市場に上場している点もあるだろう。

■ ハワード・ヒューズ合併のうわさ

Pershing Square Holdings

(PSHZF / OTC)



Source: FactSet

アックマン氏は8月に株主に宛てた書簡で、パーシング・スクエア・ホールディングスが米国企業の経営権を得ることで、米国で上場する事業会社になる可能性について示唆した。最近では、アックマン氏がパーシング・スクエア・ホールディングスと不動産会社のハワード・ヒューズ<HHC>の合併をもくろんでいるという臆測もある。パーシング・スクエア・ホールディングスは、ハワード・ヒューズの27%、8億ドル相当の株式を保有している。パーシング・スクエア・ホールディングスは、株式買い増しのために、公開買い付けも行っている。これがうまくいけば、ハワード・ヒューズへの出資比率は40%に上昇することになる。ちなみに、アックマン氏自身は、12年前からハワード・ヒューズの会長の職にある。

しかし、ハワード・ヒューズの資産規模がパーシング・スクエア・ホールディングスより小さく、現行の規制では、事業会社への転換は簡単にはいきそうもない。

ハワード・ヒューズの株価は今年に入って40%下げ、60ドル程度になった。公表されている1株当たり純資産 (BPS) は170ドルである。ハワード・ヒューズの資産には、ヒューストン、フェニックス、ラスベガス周辺にある、異なる開発段階にある広大な土地が含まれている。金利の上昇は住宅市場と株式に打撃を与えているが、パイパー・サンドラーのアナリスト、アレックス・ゴールドファーブ氏は「それでも低迷しないのは、土地ポジションの魅力だ」と言う。ゴールドファーブ氏の評価は買い推奨 (オーバーウエート)、目標株価は100ドルだ。

前出のボートン氏によると、ハワード・ヒューズの案件は複雑な展開となり、結果的にアックマン氏は不利な税制を押し付けられ、パーシング・スクエアの低評価を改善する効果はほとんどない可能性もある。アックマン氏の持ち分があることで、パーシング・スクエア・ホールディングスをNAVで取

引されるオープンエンド型ファンドに変えようとしても、そう簡単にはいかないことも、ディスカウントが改善しない一因だ。

投資家側の注意点

Recent Price	\$32.29
YTD Change	-22%
Net Asset Value/Share	\$50.05*
Discount to NAV	35%
Market Value (bil)	\$6.2
Largest Holdings	Universal Music Group, Lowe's, Hilton Worldwide
Largest Holder	Bill Ackman 21%

*As of 10/31/22

Sources: FactSet, company reports

パーシング・スクエアは手数料が高い。1.5%の基本手数料に加え、リターンがハイウォーター・マークを上回った場合に16%の成功報酬がかかる。これは大手クローズドエンド型ファンドでは珍しい。

2021年の成功報酬実績は4億6400万ドル、基本手数料は1億4600万ドルだった。手数料控除後でS&P500指数をアンダーパフォームした2021年でも、約8人の投資プロを含む主要13人の社員で4億3000万ドルを分け合ったことになる。アックマン氏は8月の株主に宛てた書簡で、優秀な投資のプロを確保していく上で必要不可欠だとして、報酬体系を擁護した。

もう一つの注意が必要なのが、税金である。パーシング・スクエア・ホールディングスは受動的外国投資会社（PFIC）に分類され、1099やK-1ではなく、内国歳入庁（IRS）の書類「フォーム8621」が必要になる。税務専門家のロバート・ウィレンス氏によると、PFICの扱いは米国のパートナーシップに近いが、ミューチュアルファンドと比較して「それほど劇的な差はない」とのことだ。

アックマン氏の投資スタイルは万人向けではなく、また、社員への報酬も高過ぎるように思える。しかし、投資家には利益をもたらしているし、パーシング・スクエア・ホールディングスも、彼の才能から見ると、非常に割安である。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

4. 年初来20%上昇のメットライフ株、一段高も MetLife Stock Is Up 20% This Year—and Could Gain More 堅調な業績と高い利回り

[注目銘柄]

好調な業績

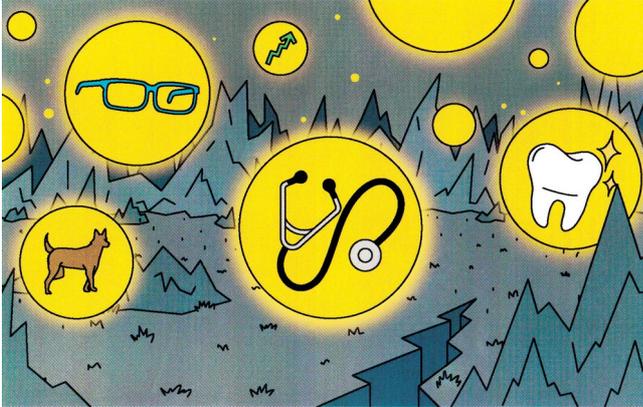


Illustration by George Wylesol

保険会社は刺激的な投資対象とは思われていないが、保険会社のメットライフ<MET>が提供するリターンは素晴らしい。

年初から11月3日までにS&P500指数が22%下落する一方、メットライフの株価は配当の再投資込みで20%上昇した。メットライフは多様化している事業をここ数年で簡素化しているが、それら多様な事業によって、今年全ての四半期決算で予想を上回る業績を達成し、2023年の業績予想も引き上げられている。第3四半期も、調整後1株当たり利益（EPS）は1.21ドルで、予

想の1.18ドルを上回った。

メットライフの株価は2007年初め以来ボックス圏で推移してきたが、今や、さらに上昇する態勢にあるように見える。投資リターンの上昇に寄与する金利上昇と、予想以上に好調な雇用市場に挟まれて、株価は着実なリターンを求める投資家にとって魅力的なようだ。

メットライフは以前のメットライフではない。リターンが比較的良好で高採算の事業を優先しており、保険・投資管理サービス会社のブライトハウス・ファイナンシャル<BHF>の2017年のスピントフを皮切りに、過去5年間に低採算・低成長の事業を売却してきた。残った事業の採算と効率ははるかに高くなっている。

現在のメットライフは、伝統的な生命保険、歯科医療費保険、障害保険に加えて従業員給付プログラムに焦点を当てると同時に、保険引受利益を債券、株式、ヘッジファンドおよびプライベート・エクイティに再投資している。その結果として、営業利益率は2016年の8.5%から2023年には10%超へ上昇すると予想されている。ちなみに自己資本利益率（ROE）は2016年の1.2%から2021年には9.2%へ上昇した。アーガス・リサーチのアナリストのケビン・ヒール氏は、メットライフの投資判断を買いとしており、「メットライフは、リターンの重しとなる低採算事業をもはや抱えていない」と語る。

メットライフは潤沢な現金も生み出している。総収入と利益は安定的だ。総収入は、2018年以降の平均が690億ドル弱で、2020年には680億ドルを若干割り込んだが、アナリストは2023年に707億ドルと予想している。保険引受収益は、2021年の420億ドルから2022年は476億ドルに増加すると予想される。営業キャッシュフローは、2021年の101億ドルから2022年には73億ドルへ減少する公算が大きい。2023年は82億ドル、2024年は87億ドルへの増加が見込まれる。

潤沢な現金による株主還元

MetLife

(MET / NYSE)



Source: FactSet

メットライフは、現金の大部分を株主に還元することを計画している。過去12カ月間には39億ドルの自社株を買い戻し、18億ドルの配当を支払った。配当利回りは2.8%だ。第3四半期末時点で、配当と自社株買いの合計を年率換算すると約54億ドル、すなわち時価総額の9%超を株主に還元するペースとなっている。そのリターンはハイイールド債のリターンに近いが、リスクはハイイールド債ほど高くなく、米10年国債の4.1%弱よりもはるかに優れている。

運用会社アダムス・ダイバーシファイド・エクイティ・ファンド<ADX>のシニア・ポートフォリオ・マネジャーであるマーク・ストークル氏は、「非常に良好なりターンが続くと考えられる。配当は非常に安全で、メットライフは自社株買いのための潤沢な現金を保有している」と言う。

米連邦準備制度理事会（FRB）が景気を冷やすために利上げを続けてリセッションの引き金となり、企業によるレイオフを引き起こすことが大きなリスクだ。そのシナリオは、メットライフ内で、従業員に対して障害保険などの保険を提供するグループ・ベネフィッツ部門にとって打撃になるだろう。実際、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）発生で、グループ・ベネフィッツ部門の保険引受利益は2020年第1四半期に18%減少した。とはいえ、一部のエコノミストは、労働力が広い範囲で不足しているために、次の不況でも雇用が持ちこたえられるかもしれないと考えている。

一方、投資事業が本当の違いを生み出すかもしれない。今年のヘッジファンドとプライベート・エクイティの保有額は、株安につれて減少すると予想されている。経営陣は第3四半期決算発表後に、第3四半期の投資収入が36億ドルと36%減少した理由として、プライベート・エクイティのリターンの低下を挙げた。その一方で、金利が上昇しており、満期保有目的で購入した債券では以前よりも高い利回りが得られることになる。アナリストは、2023年の純投資収入を185億ドルと予想している。

UBSのアナリストのブライアン・メレディス氏は、メットライフの投資判断を買いとしており、「今四半期のこれまでの他社決算を基に判断すると、メットライフのオルタナティブ投資のリターンは予想を上回る可能性がある」とみており、金利上昇による投資利回りの改善によって、投資判断引き上げの可能性もあると考えている」と書いている。

■ 株価はまだ割安

メットライフの株価は上昇したにもかかわらず、今後12カ月の予想利益に基づく株価収益率（PER）はわずか9.2倍と、20年平均の8.9倍を少しばかり上回るだけで、S&P500指数の16倍を大幅に下回っている。RBCのアナリストであるマーク・デウエル氏の目標株価は77ドルで、3日の引け値の73.11ドルを5%上回っている。しかし、金利が高止まりして株式市場が回復し始めて、雇用が大幅に減少しなければ、株価は88ドルへさらに20%上昇するかもしれない。

株価上昇までしばらくの時間を必要とするにしても、投資家がそれまでの間に多額の株主還元を期待できることは、良いニュースだ。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

5. 退職後の収入確保に取り組む

[フィーチャー]

America Has a Retirement Crisis. A Pro Gives Advice on How to Fix It.
TIAAのCEOに聞く

■ 退職後の収入不足の問題



Photograph By Philip Vukelich

タスンダ・ブラウン・ダケット氏は、運用資産1兆2000億ドルの資産運用会社であるTIAAの社長兼最高経営責任者（CEO）として、教育関係者や医療従事者ら顧客の退職後の保障を強化し、リタイアメントの危機を回避するために取り組んでいる。TIAAには1年半前に入社したが、それ以前は、JPモルガン・チェース<JPM>のチェース・コンシューマー・バンキング部門のCEOとして名を馳せた。本誌は、女性リーダーとの対話シリーズ「レベルアップ」の一環として、10月下旬にニューヨークでダケット氏にインタビューを行った。

本誌：米国ではリタイアメントの危機が叫ばれているが、どの程度悪い状態なのか。

ダケット氏：わが国は、リタイアメントの危機に直面している。米国人の40%が退職後に資金不足に陥るリスクを抱えている。米国人の約30%は55歳以上だ。投資ポートフォリオの価値が下がる中でインフレに直面すると、本当に大変だ。以前にも危機的インフレはあり、市場が不安定な時期にも、何

百万人もの人が退職間近、あるいは退職後の人生を送っていた。危機的なインフレが起きた1979年には、55歳以上の米国人は21%で、67%が確定給付型年金に加入していた。それが今では23%だ。

政策対応

Q：ワシントンD.C.でも大いに活動されているそうだが、危機に対処するための政策立案者の取り組みは。

A：この問題は超党派で議論されている点が心強い。立法と政策の面で、三つの分野に力を入れている。民間企業の労働者の3分の1は、企業年金制度に加入していない。そこでわれわれは、企業、特に中小企業が労働者に退職年金制度を提供しやすくするための政策を求めている。また、貯蓄格差もあり、米国人の半数は退職に向けた貯蓄を何もしていない。われわれは、退職貯蓄制度への自動加入や拠出率の段階的引き上げに関連する政策を模索し、人々がより早く積立を開始し、それによって複利の恩恵を享受できるようにしたいと考えている。最後に、退職貯蓄プラン内の一定の収入保証を可能にする方法を模索中だ。

Q：今後1、2年のうちに実現しそうなのはどれか。

A：2019年のSECURE法（退職貯蓄制度強化法）をベースにしたいいわゆるSECURE2.0法案が、近い将来、おそらく年内にも法制化される可能性が最も高い。終身年金型金融商品を退職貯蓄制度にもっと組み入れることこそが、継続中の改善で重視されている分野だ。その最良の方法は、退職貯蓄プランの投資の初期設定にこのような商品を組み込むことだ。超党派の支持を得て議会に提出された「従業員のための生涯収入法（The Lifetime Income for Employees Act）」は、この問題に直接取り組み、退職後の収入を保証する金融商品を制度参加者に提供するよう、より多くの雇用主に奨励するものだ。

Q：学識経験者は収入保証のある低コストの年金商品を推奨するが、なかなか売れない。

A：われわれは、シンプルで低コストの年金商品は、米国のすべての退職貯蓄プランの初期設定の選択肢の一部であるべきだと考えている。しかし、人々が年金の利点を理解できるような教育が重要だ。業界は顧客と協力して、リスクをより包括的に理解できるようにする必要がある。市場リスクは毎日ニュースで取り上げられるので最も目に付きやすいが、長寿、認知機能の低下、シークエンス・オブ・リターン・リスク（例えば、退職後早期に相場下落に見舞われるとポートフォリオの損失が大きくなる）など、より抽象的ではあっても、市場リスク同様に重要なリスクがある。

経済的リスクへの対応

Q：経済的なリスクについてどう思うか。

A：インフレ抑制は米連邦準備制度理事会（FRB）の責務だが、その遂行のためにリスクも生じる。われわれはリセッション（景気後退）に向かっている。問題は、その期間と深刻さだ。個人消費と強い労働市場は、FRBの金融引き締めに対抗する力を持っている。FRBが行き過ぎて不必要な失業率の上昇を招かないことが重要で、もしそうなれば個人消費の低迷につながる公算が大きい。

住宅価格の下落が始まっており、家電製品や家具などの高額商品への消費支出に影響が出そうだ。しかし、より広範な景気減速によって財布をしまい込むようになれば、必然的に失業率の上昇につながる。だが、市場もFRBも、より深刻な景気後退を引き起こすことなくインフレを抑制するにはどうすればよいか、正確には分かっていない。

Q：経済の健全性を測る代替指標として、何を選好しているか。

A：インフレが正常化するのを待つ間、マンハイム中古車オークション価格指数や不動産情報サイトのジロー、アパートメント・リストの月次家賃指数などを見る。これらを見ると、FRBが重要視することが分かっている消費者物価指数（CPI）のデータを予見することができる。しかし、われわれが知りたいのは、インフレが今どの程度かではなく、どこに向かっているかということであり、インフレをけん引する要因に注目する。

Q：ファイナンシャルアドバイザーは新しいマクロ経済体制に備えるために、どうアドバイスするのか。

A：今は、自分のポートフォリオを見たがる人はいないが、われわれは、ポートフォリオを見て、プランを確認し、分散投資をするよう勧めている。過去10年間、株式はリターンを得るために最も重要な役割を果たしてきた。しかし、2022年に金利が急上昇したため、株式対債券の比率を60対40にするポートフォリオの債券部分がより魅力的に見えてきた。金利がどこでピークを迎えるかは分からないが、国債、社債、地方債などで、ここ15年で最も魅力的な金利を固定化できる機会がある。また、分散された株式ポートフォリオによる成長も、長期的にインフレに対抗するために重要だ。バランスシートが強固な優良企業に投資することで、（他のポートフォリオよりも）高い回復力を発揮し、今後直面する可能性のあるボラティリティーを最小限に抑えることができると考えている。

■ TIAAの改革

Q：就任から約1年半だが、全体的な構成の中でTIAAのどの部分を変えようとしているか。

A：すべての人を相手にあらゆる商品を扱うのではなく、リタイアメントに焦点を絞りたいと思う。米国人の40%が資金不足のリスクにさらされており、われわれにできることがもっとあるはずだ。そのため、退職後の不平等について話すことに多くの時間を費やし、ワシントンD.C.に出向いて良い政策を模索している。

われわれは終身インカム・ソリューションのリーダーであり続けたいと考えており、最近発売したTIAAセキュア・インカム・アカウント（SIA）によって、企業の確定拠出年金制度（401k）市場に初めて生涯収入保証を導入した。リーダーであるためには、サービスの提供方法を改善し、顧客に簡単に現代的な体験を提供する必要がある。当社は、機敏性とスピードに関して何が必要かを考え、デジタル・ファーストで、顧客が当社と簡単に取引できるようにしている。また、われわれは資産運用会社であり、資産を保有しているため、環境、社会、ガバナンス（ESG）の問題にもっと取り組んで、常にリスクから資産を守り、良いリターンを提供できるようにしたいと考えている。

Q：今後20～25年の間に、ミレニアル世代やZ世代へと富の大規模な移転が控えている。

A：この富の移転は重大だ。何を稼ぐかではなく、何を残すかだ。この移転は起こり得るが、ドルを手に入れたからといって、次の世代が安心して老後を過ごせるとは限らない。若い世代が財産を手にしたとき、その財産を使って良いことができるよう、しっかりと教育していくことが大切だ。そのためには、より多くのデジタルツール、より多くの関わり、人間の言葉で話すこと、そして、多くのサービスを提供しているのだからと利用状況のデータを見ずに安住しないことが必要だ。富の移転を受けていない多くの米国人がいるはずだから、その人たちのためにも改善すべきことがある。

Q：世代間の富の移転の格差は、人種間の富の格差につながり、白人家庭の保有資産の中央値が18万4

000ドルであるのに対し、黒人家庭の中央値は2万3000ドルとなっている。

A：われわれは、法律や政策における構造的・制度的な人種差別の克服に依然として取り組んでいる最中だ。悪い政策を廃止したからといって、すべてが改善されるわけではない。まず、考え方から変えなければ。才能は平等につくられるが、機会はそうではないと信じるべきだ。考え方の転換ができれば、組織内で何が（進歩の）妨げになっているのかを問うことができる。

Q：企業内で多様性の要件を満たした後の、次の一步は何か。

A：アフリカ系米国人、中南米系米国人、あるいは女性が従業員の何パーセントいるというだけではだめだ。どの部門で働いているのか。投資銀行部門や資産運用部門で、中級・上級職に昇進しているのか。もしそうでないなら、それはなぜか。最後に、これらの面で測定されたことを実行に移す。企業や金融業界では、何でも測定するのが得意なので、非常に簡単なことだ。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

6. 希望的観測ではFRBの利上げ方針は揺るがず

[コラム]

Wishful Thinking Won't Sway Fed on Rate Hikes. But a Recession Might.
景気後退入りすれば別

パウエル議長のタカ派発言



David Paul Morris/Bloomberg

かつて、米連邦準備制度理事会（FRB）による金融政策の表明は比較的まれであり、FRB議長の連邦議会証言が中心であった。そして、FRB議長のコメントは明快であるよりも難解であることを志向することが多かった。しかし、先週、パウエル議長が金融政策の方向性について語った内容は明快だった。11月3日、大方の予想通りフェデラルファンド（FF）金利誘導目標のレンジを0.75%引き上げることが正式発表された後の記者会見で、パウエル議長はさらなる利上げを想定していることを明らかにし、「さらなる利上げが必要だ。前回会合以降に入手し

たデータは、最終的な金利水準が以前の予想を上回ることを示唆している」と明言した。

しかし、この発言とFRBが公表した文書との間には若干食い違いがあるように思われる。公表文書は、「今後の誘導目標レンジの引き上げペースを決定する際、連邦公開市場委員会（FOMC）は金融引き締め策の累積的な効果、金融政策が経済活動やインフレに影響を及ぼすまでのタイムラグ、および経済・金融の状況を考慮する」と指摘しており、利上げのペースについて、より慎重な姿勢がうかがわれる。そうした慎重な姿勢は、先月、ブレイナードFRB副議長がシカゴで開催されたエコノミスト向けの講演で、「金融引き締め策の累積的な効果が経済全体に波及し、インフレ率を低下させるにはある程度の時間を要するだろう。不確実性は依然として高く、私は今後の見通しやグローバルなリスクの展開に細心の注意を払っている」と述べたことにも呼応している。

しかし、市場が主に耳を傾けたのはパウエル議長のタカ派的な見方だった。FOMCはこれまで0.75%の大幅利上げを4回行ったが、市場は12月13日、14日に開催される次回会合では0.50%の利上げ幅に移行する可能性が高いとみており、FF金利先物市場は金利誘導目標が来年、従来の予想より0.25%高い5.00~5.25%でピークに達すると予想している。

しかし、パウエル議長の発言を額面通りに取らず、失業率が大幅な上昇を始めれば、議長のタカ派発言にもかかわらず、FRBはインフレ抑制策を緩和すると予想する懐疑派も少数存在する。

■ 足元はインフレ抑制

9月に半世紀ぶりの低水準となる3.5%を記録した失業率は、11月4日に発表された10月の雇用統計では3.7%に上昇したが、大半のエコノミストは、月ごとの変動が大きい家計調査のデータに原因があるとみている。一方、より広く注目されている事業所調査では、10月の非農業部門就業者数は予想を上回る26万1000人の増加となった。これに先立ち、8月と9月の非農業部門就業者数も合計で2万9000人上方修正されている。

投資銀行パイパー・サンドラーの調査レポートによると、上昇したとはいえ3.7%という失業率は労働市場が依然として逼迫（ひっばく）していることを意味する。FRBが考える物価に中立的な失業率は4.25%であり、この水準を上回る数値のみが労働市場の弱さを示唆する。

完全雇用が維持されていることから、FRBの二つの責務のうち、現在問題となっているのは物価の安定だけであり、市場は今週発表される10月の消費者物価指数（CPI）に注目することになる。ガソリン小売価格が反発していることから、エコノミストはCPIの前月比上昇率が9月の0.4%から0.7%に加速すると予測する一方、前年同月比の上昇率は9月の8.2%から10月は8.0%に改善する可能性が高い。

■ 方針転換の局面とは

失業率が上昇し、物価上昇圧力も持続すれば、来年は失業率とインフレとの間のトレードオフが金融政策当局にとってより大きな問題となる可能性がある。独立系調査会社TSロンバードの米国担当のチーフエコノミスト、スティーブ・ブリッツ氏は顧客向けレポートで「FRBにとって、政治的なサイクルがあらゆる面で過熱するだろう」と述べた。政治・金融関連の賭けサイト「プレディクト・イット（Predictit.org）」によると、今週の間選挙で共和党が連邦議会上下両院の過半数を獲得する確率は11月4日時点で74%となっている。

ブリッツ氏は、来年失業率が上昇した場合、パウエル議長には40年前に痛みを伴う二番底の不景気によってインフレを鎮圧したボルカー元FRB議長のような政治的支持が欠けていることから、「FRBは最終的には譲歩し、インフレ目標を3%に引き上げる」とみる。

バンク・オブ・アメリカのストラテジスト、マイケル・ハートネット氏は、自身で「1974年の大転換」と呼ぶ前例が実際にあったと指摘する。当時、失業率が1974年12月に1ポイント上昇して6.6%となり、弱気相場で株価が40%下落するといった状況の中、FRBはインフレ率が12%であったにもかかわらず、FF金利を9.25%から4.75%に引き下げた。

FRBの方針転換を期待する向きもあるが、それが実現するのは、恐らく経済、株式市場、あるいはその両方が苦痛に見舞われる場合だ。願いごとは慎重に。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. 利上げ時はファンダメンタルズ重視 [米国株式市場]

Fed Leans Into Higher Rates, Investors Should Lean Into Fundamentals
引き締め基調に終わり見えず、株式市場は引き続き下押し圧力

FOMC受け急落



Al Drago/Bloomberg

11月1、2日に開かれた米連邦公開市場委員会（FOMC）の決定から市場が受け取ったメッセージは、「より長く、より高く」だった。フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標が0.75%引き上げられ、連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は、まだやるべきことがあると強調した。

これらを受けて主要株価指数は2日と3日の2日間で急落し、市場がそこから回復することはなかった。先週、ダウ工業株30種平均は1.40%安の3万2403ドル22セント、S&P500指数は3.35%

安の3770.55となった。ナスダック総合指数は5.65%と大幅に下落して1万0475.26で引け、小型株のラッセル2000指数は2.55%安の1799.87で週末を迎えた。政策金利の最終到達地点（ターミナルレート）の上昇と、FRBがしばらくその水準で金利を維持するとの見通しを投資家が織り込んだことから、米国債の利回りはイールドカーブ全体で上昇した。

今後の利上げは、今年すでに行われたすべての引き締めに乗せられて行われる。2022年が始まった時点では、FF金利はゼロをわずかに上回る程度で、FRBはまだ債券の買い入れを進めていた。3月以降にFRBはFF金利の誘導目標を3.75%引き上げた。

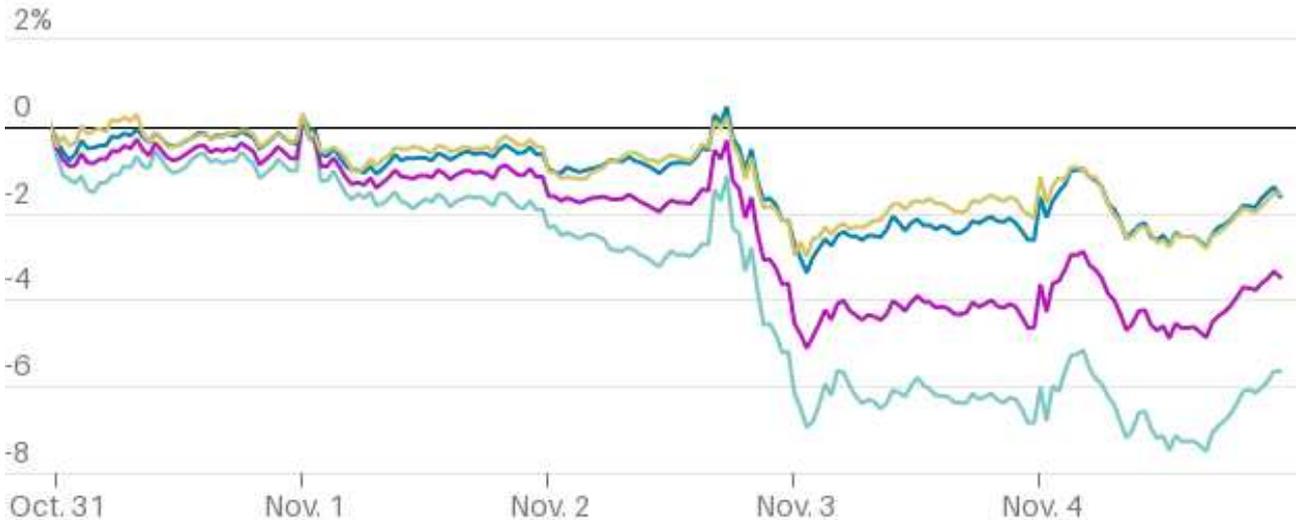
MKMパートナーズのチーフエコノミストであるマイケル・ダーダ氏は、インフレ期待の先高観が低下していることから、インフレ調整後の利上げ幅は4.75%に近づいていると指摘する。また、商業銀行の継続的な預金減少、住宅用不動産セクターの縮小、7月以降に長短が逆転した状態になっている国債のイールドカーブも、経済全体がさらに引き締まる兆候だと強調している。

ダーダ氏は「この紅葉の季節の中、ベースマネーから広義のマネーまで、あらゆるマネーの尺度が実質ベースで下落している。しかし、政策金利を『引き締めの』な領域に押し上げ、労働市場が緩んでインフレの勢いが衰えるまで引き締め政策を『持続』することに重点を置いているFOMCには、こうした状況は何の影響も与えないだろう」と記している。

雇用統計の発表で落ち着く

Market Snapshot

- IShares Edge MSCI USA Momentum Factor ETF
- Dow Jones Industrial Average
- S&P 500 Index
- NASDAQ Composite Index



Source: FactSet

4日に発表された雇用統計では、10月の就業者数は引き続き増加したものの、失業率が上昇し賃金の伸びも減速するなど、労働市場の落ち着きが垣間見られた。雇用統計の発表を受けて株価は一進一退の後に終値ではプラスとなり、「悪いニュースは良いニュース」を示す典型的な営業日となった。

FRBが心変わりする要因は何だろうか。10日には10月の消費者物価指数が発表され、FRBは12月中旬に次の政策決定を行う前に11月の雇用統計とインフレ率も確認することになっている。しかし、少なくとも金利先物市場が最も可能性の高いと示唆する0.50%の利上げ、あるいはそれを上回る0.75%の利上げをFRBが見合わせるには、かなりのサプライズが必要だろう。1カ月前の時点で、5回連続の大幅利上げの可能性は市場ではほぼゼロと示唆されていた。

FRBは雇用最大化の支援と物価安定の確保という二重の責務を負っている。労働市場がまだ好調なため、政策の重点をインフレ対策に置くことができている。またパウエル議長は、引き締めに対するペナルティ（景気後退の可能性）はあるものの、インフレ期待の「定着」を十分に防がなかった場合のペナルティよりも小さいと見ていることを明らかにした。

これは金融危機後の景気サイクルとは正反対の状況で、当時のFRBは弱い雇用の伸びと低いインフレ率に直面し、当時のイエレンFRB議長はあまりに早い引き締めに対して警告を出していた。FRBはもはや市場の味方ではなく、しばらくは味方になりそうもない。

しばらくモメンタム重視の相場か

ウェルズ・ファーゴのチーフ株式ストラテジストであるクリス・ハーベイ氏は、このような環境ではファンダメンタルズがより重要になり、アウトパフォームしている銘柄が注目されると述べ、モメンタムが支配する市場だと指摘する。市場がストレスにさらされている状況では、投資家はより好パフォーマンスの銘柄に魅せられ、アンダーパフォームの銘柄、特にファンダメンタルズに問題のある銘柄を避けるようになる。

ハーベイ氏は「FRBはファンダメンタルズに問題のある銘柄を救済するつもりはないため、そうした銘柄はしばらくアンダーパフォームが続くことになる。その一方、本当に力を持つ企業は一握りであるため、勝者には希少価値が生じ、市場はそれにプレミアムを上乗せすることになる」と述べる。

上場投資信託（ETF）のiシェアーズ・エッジ・MSCI米国モメンタム・ファクターETF<MTUM>は、ヘルスケアとエネルギーの二つのセクターの保有比率が高く、モメンタム・ファクターのエクスポージャーが大きい、多くのETFの一つだ。

この先もFRBの引き締めが続くため、底値買いや勇敢な逆張り投資家になる場合ではない。勝ち組銘柄のさらなる上昇を見守る時のようだ。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

8. 利上げだけではインフレは抑制できない

[経済政策]

Higher Interest Rates Alone Won't Rein in Inflation. Here's What Might.

二つの盲点に注意

量的引き締めの本格化とその効果



Matthew Horwood/Getty Images

金利は上昇傾向にあり、急激かつ継続的な信用コストの上昇による経済への打撃はまだ始まったばかりだ。しかし、利上げでインフレ問題を完全に解決することはできないだろう。

二つの盲点がある。第一に、米連邦準備制度理事会（FRB）による積極的な利上げは、金融引き締め策の半分にすぎないということだ。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の間に米国内総生産（GDP）の40%に相当する9兆ドルと、およそ2倍に膨らんだバランスシートにFRBがどう対処するかが、インフレ対

策に極めて重要だ。第二に、労働市場の構造的な問題によって、FRB関係者や投資家が十分に認識していない形で利上げ効果がいつの間にか損なわれている可能性があることだ。

FRBが米国債と住宅ローン担保証券（MBS）の両市場の約3分の1を購入していた量的緩和（QE）とは

逆の動きとなる量的引き締め（QT）について、FRB高官は比較的沈黙を守っている。QTはこの夏から本格化し、毎月950億ドルの国債とMBSがFRBのバランスシートからロールオフ（債券の償還金を再投資せず償還に任せること）されることになった。FRBのポートフォリオは10月に830億ドル減少した。

ソシエテ・ジェネラルの北米クオンツ株式戦略部門の責任者であるソロモン・タデッセ氏は、市場は二つの点でQTの重要性に気づいていないと言う。タデッセ氏のモデルによると、FRBがインフレ目標の2%を達成するには、政策金利を少なくとも4.5%にするとともに、約3兆9000億ドルのバランスシート縮小が必要になるという。タデッセ氏はこの規模のQTは、政策金利の4.5%の追加利上げに相当すると言う。

タデッセ氏の試算では、FRBの現在のQT計画は不十分であり、かつ大幅にその効果が過小評価されているという。パウエル議長はFRBのバランスシートを約2兆5000億ドル縮小すると述べている。一部のFRBエコノミストは、この規模のQTは約0.75%の追加利上げに相当すると推定している。しかし、タデッセ氏は、2兆5000億ドルの縮小でも3%の追加利上げに相当すると指摘する。

QTがもたらす結果は、思った以上に大きい。タデッセ氏は、FRBが何をしようとしているのか、あるいは逆に何をしようとしていないのかを考える必要性を強調する。タデッセ氏は、金利がゼロになった2008～2009年の金融危機の間に開始されたQEを、政府債務のマネタイゼーションの一形態と呼んでいる。かつてジンバブエやベネズエラが行ったような、中央銀行が通貨を発行し、政府が発行する国債を直接引き受け、通貨供給量を恒久的に増加させたのとは異なり、金融危機の時に導入されたQEをそれ以前の状態に戻すという前提があったことから、間接的マネタイゼーションとしている。

問題は、FRBのバランスシートの積み上げが長くなればなるほど、QE以前の状態に戻すことが難しくなる可能性が高くなることだ。タデッセ氏が言うように、QTは不可欠である。なぜなら、QTを行わないということは、より高水準のインフレを事実上容認することになるからだ。

FRBは既にQTを行っている。バランスシートの大きさから見れば相当に早いペースだが、まだ十分とは言えない。FRBが国債買い入れを停止し、利上げを続けていることから、既に市場機能に懸念が生じている。

タデッセ氏は、FRBが約3兆9000億ドルのバランスシートの縮小を達成できるかどうかについては懐疑的だ。結論として、FRBはインフレ目標を4%程度まで引き上げる可能性がある。

労働力不足が利上げの効果に与える影響

一方、労働力不足に対する誤解によって利上げの効果が損なわれている可能性がある。ブルッキングス研究所が9月に実施した分析では、食品およびエネルギー価格と異常値の影響を除いた消費者物価指数の上昇分の4分の3については、労働市場の逼迫（ひっばく）によって説明できるとしている。バーニング・グラス・インスティテュートのチーフエコノミストであるガッド・レバノン氏は、インフレがより定着しつつあるのは、主に大幅に労働市場が逼迫していることと、それによって賃金が急上昇していることによると述べている。

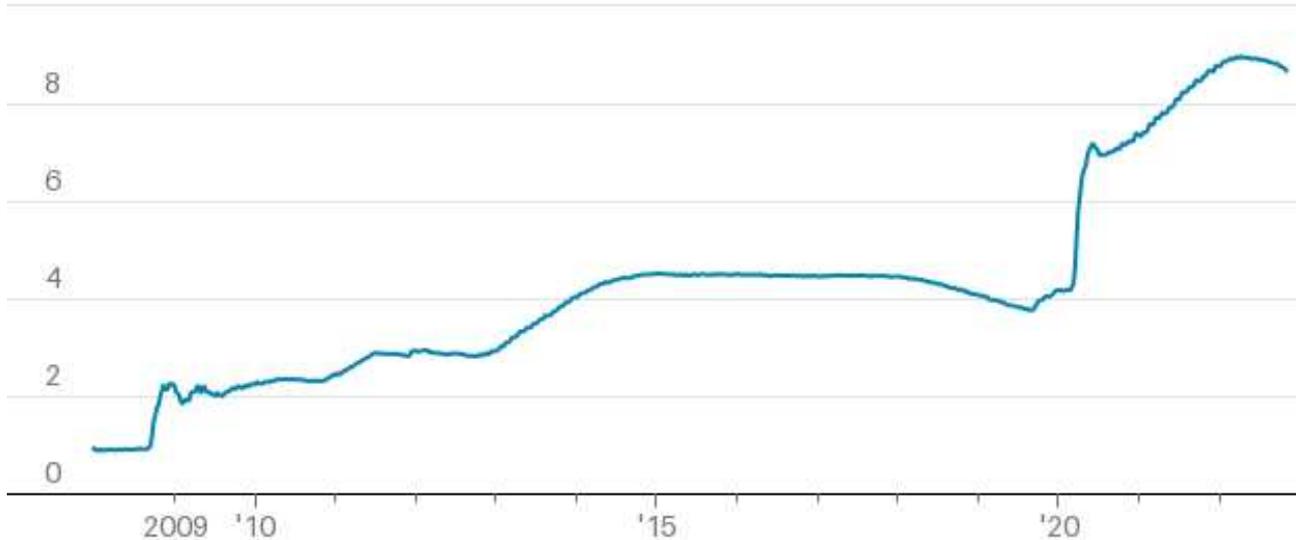
理論的には、金利上昇が必然的に失業率を押し上げ、失業者の増加によって高インフレが緩和されると見込まれる。しかし、金利上昇は供給よりも需要を抑制するため、労働力不足という状況が、金融

Balance Sheet Balloon

The Federal Reserve is shrinking its portfolio after it doubled in response to the pandemic. It may not get very far.

Federal Reserve Balance Sheet

\$10 trillion



Source: Federal Reserve Bank of St. Louis

政策の波及経路が正常に機能しているかどうかの見極めを難しくしていると言える。

転職を繰り返すかどうかによる賃金上昇率の格差が、これまでになく大きくなっている。このため、雇用主は賃上げや労働コスト上昇分の製品価格への転嫁を迫られており、離職率が生産性に影響を及ぼしているとレバノン氏は指摘する。

レバノン氏は、コンファレンスボードの報告として、2022年の雇用主の昇給予算総額が前年比4.1%増となり、市場予想の3.6%増を上回ったと指摘している。2023年には、この増加率は4.3%に加速し、パンデミック以前の約10年間における平均的な上昇率を40%程度上回ると予測されている。

レバノン氏が指摘するように、ベビーブーマー世代の労働参加率が低下する中、生産年齢人口は増加が鈍化し、米国史上初めて減少に転ずると見込まれている。また、プライムエイジの労働参加率低下は著しく、障害が理由で就労困難となっている人の割合も大幅に増えている。

バランスシートの縮小が不十分で、労働市場が構造的に逼迫する中、金利の急上昇によって経済が減速しているとはいえ、インフレ鎮静化が想定通りに進まない可能性がある。

ストーンエックスフィナンシャルのグローバルマクロ戦略ディレクターのビンセント・デラード氏は、QTや5%を超える政策金利はいずれ何らかの破綻を招くことになり、FRBはインフレ調整後で実質的にマイナスとなる金利水準の容認を正当化するために、過剰な財政刺激策、ウクライナ戦争、金融システムの安定化の必要性といった多くの言い訳を用意していると述べている。

FRB当局者が利上げによって需要が抑制されると考えていることは間違いではない。しかし、大局を見誤っている可能性がある。FRBは直接労働力不足を解消することはできず、成長減速だけではイン

フレ抑制には不十分と言える。より積極的にQTを行わなければ、持続的なインフレを招くことになる。

By Lisa Beilfuss
(Source: Dow Jones)

9. IT支出減、クラウド企業の足かせに Tech's Next Problem: Businesses Are Cutting Back Too 旅行など一部の個人消費銘柄の業績は改善

[ハイテク]

クラウドの軟調が鮮明に



Saul Martinez/Bloomberg

直近の決算発表シーズンに先立ち、個人消費が軟化している一方で企業によるクラウドコンピューティングおよびソフトウェアへの支出は底堅いとの見方が広がっていた。企業がテクノロジーを活用した効率化の方法を模索する中、筆者にはこうした見方は完全に理にかなっているように思えたが、今ではそれほど完全ではないようにみえる。

ここ最近発表された決算は、クラウドベースのソフトウェア企業はリセッション（景気後退）の影響を受けない魔法の力があるとの定説を吹

き飛ばした。マイクロソフト<MSFT>とアマゾン・ドット・コム<AMZN>が発表したパブリッククラウドサービス事業の業績はIT支出が減速する兆候を示している。

明確にしておく、クラウドコンピューティングの将来についての筆者の見方は依然として強気だが、最近の記事で幾つかの大手クラウド企業の短期的な業績が市場予想を下回る可能性があること警告した。この予想はここにきて的中した。

先週、かつてクラウドベースのソフトウェアツールのプロバイダーとして急成長を遂げたトウィリオ<TWLO>とアトラシアン<TEAM>が発表した短期業績ガイダンスはいずれも非常に低調だった。

メッセージング、音声、ビデオを介した企業向け顧客コミュニケーションツールを販売するトウィリオは、通期の増収率が30%を超えるとしていたガイダンスを撤回した。ソフトウェア開発およびプロジェクト管理ツールの開発と販売を手掛けるアトラシアンは、ソフトウェアの無料バージョンの有料プランへのコンバージョン率が悪化している上、有料顧客の増加数も少なくなっていると説明した。両社ともに見通しが悪化した原因としてマクロ環境の悪影響を挙げた。

多くのクラウドベースのソフトウェア会社の第3四半期決算発表は11月末に始まる。その内容が一段と悪化するのは不可避だろう。

個人消費は底堅く推移

一方、消費者関連ハイテク企業の決算は予想を上回っており、先週はオンライン小売り、旅行、ギグエコノミー関連企業の株価はすべて比較的好調だった。

それに対してアマゾンが発表した10~12月期の売上高ガイダンスはウォール街の予想（1550億ドル）を大幅に下回る1400億~1480億ドルだった。一連の消費者関連ハイテク企業の決算に鑑みると、アマゾンのガイダンスの予想未達はオンライン小売りよりもクラウド事業であるアマゾン・ウェブ・サービス（AWS）の減速とより深く関係していると考えるのが妥当だ。

案の定、オンライン電子商取引サイト運営のエッツィ<ETSY>が先週発表した第3四半期の増収率は12%弱とガイダンスを大きく上回った。インターネットオークションサイト運営のイーベイ<EBAY>の売上高も予想を上回った。

アマゾンのオンライン小売り部門の直近四半期の売上高は実際には7%増加していたが、投資家はこのことをほぼ見落としている。株価は過去2年以上で最も低い水準に沈んでおり、買いの好機が訪れている。

旅行セクターは順調に回復している

旅行セクターはさらに健全に見える。オンライン旅行予約サイト運営のエクスペディア<EXPE>とブッキング・ホールディングス<BKNG>が先週発表した直近四半期の増収率はそれぞれ22%、29%と堅調だった。

ブッキングの最高経営責任者（CEO）であるグレン・フォーゲル氏は、景気後退の可能性に関する観測と旅行事業の状況との間に「やや乖離（かいり）」があり、ホスピタリティーおよび旅行セクターの雇用者数は力強く増加していると指摘する。背景には、「旅行の繰り延べ需要は旺盛で、消費者は新型コロナが世界的に大流行した2年あまりを経て楽しみを逃した気分になっている」ことがある。

料理宅配も依然として好調で、ドアダッシュ<DASH>の直近四半期の増収率は33%となり、前四半期の25%から加速した。

だが、悪いニュースも依然として多い。配車サービスのリフト<LYFT>と決済スタートアップのストライプはそれぞれ13%、14%の人員削減を発表し、アマゾンは採用を凍結すると明らかにした。米連邦準備制度理事会（FRB）は政策金利をさらに0.75%引き上げたばかりであり、パウエルFRB議長は利上げが終わりに近づいていないことを明確にした。

とはいえ、景気後退になろうとなかろうと、誰もが買い物をし、バカンスに行き、外食を続けるようにみえることは確かだ。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

Money-Market Funds Are Back. But There Are Now Other Options.

MMFは復活したが、投資対象は他にも

■ リスクとリターンのトレードオフ

この多難な時期にマネー・マーケット・ファンド（MMF）が復活している。同時に短期で流動性に富み、なおかつ現金に近いその他の投資対象も注目を集めている。11月2日時点でMMFの利回りは平均2.9%である。この利回りは、米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げを進めるにつれて上昇を続けそうだ。

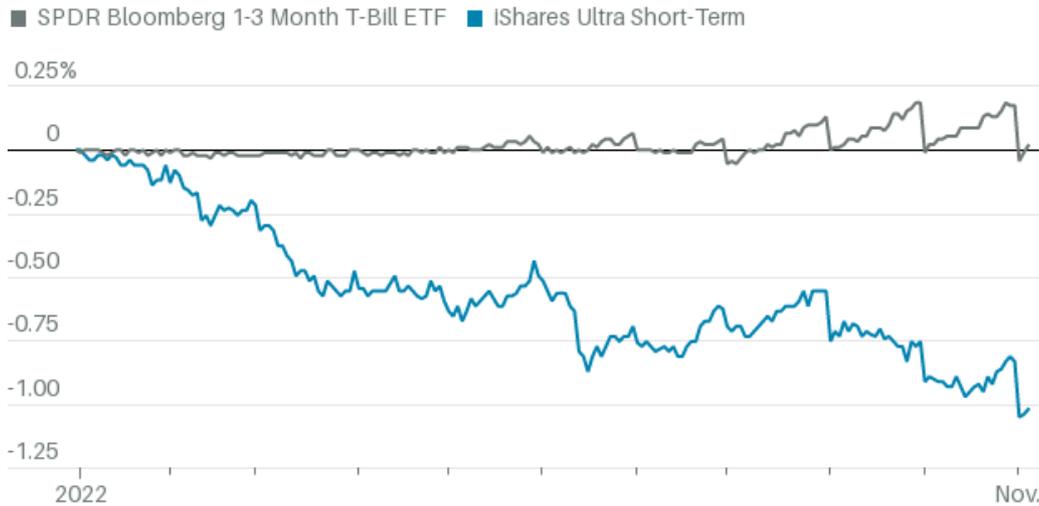
投資の簡便性、安全性、流動性の点からいえば、MMFが競合するのは銀行口座ではなく、超短期債の上場投資信託（ETF）だ。運用資産が250億ドルと最大のSPDRブルームバーグ1-3か月短期国債ETF<BIL>は、最も安全とされる米短期債を対象とする。一方で利回りは、米証券取引委員会（SEC）、つまり公式の「基準」利回りである2.7%で、現在出回っている個人向けMMFの多くを若干下回る。今年に入り短期債の需要が急増しており、利回りはMMFの投資対象となる翌日物レポ金利よりも0.25~0.3%低くなっているのだ。

多少のクレジット・リスクを厭わないのなら、超短期ETFを検討できる。運用資産70億ドルのiシェアーズ・ウルトラ・ショート・ターム・ボンドETF<ICSH>はMMF同様にアクティブ運用されて多様な優良銘柄への投資が可能であり、利回りは3.5%である。MMFであれば、新型コロナウイルスによる2020年3月の流動性危機で額面割れしていたかもしれない。さらに年初来で利回りはわずか0.1%の低下にとどまっている。これこそがリスクとリターンがトレードオフの関係にあることを示している。

流動性である程度妥協できるなら、より利回りが高い商品もある。銀行の譲渡性預金（CD）は利回りで優る。ただし年単位の投資でなくても、月単位で資金を固定する必要がある、期限前の引き出しにはペナルティーが課せられる。これとは別に、政府発行の物価連動貯蓄国債（Iボンド）がある。インフレ連動型の高い利回りが得られ、本稿執筆時点の利回りは年率換算で6.89%だ（9.6%から低下）。一方で投資可能な金額は年間1万ドルまでに制限され、1年間は固定する必要がある、トレジャリーダイレクトという米財務省のサイトを通じて購入するという手間はかかる。

Going Short

These two ultrashort bond exchange-traded funds have coped well this year compared to double-digit declines in stocks.



Source: FactSet

今週の予定

11月7日（月）

- ・ ゲームソフト大手のアクティビジョン・ブリザード<ATVI>、ドイツのバイオ医薬品メーカー、ピオンテック<BNTX>、独立系石油・天然ガス会社ダイヤモンドバック・エナジー<FANG>、太陽光発電用インバーターメーカーのソーラーエッジ・テクノロジーズ<SEDG>、ゲームソフト大手テイクツー・インタラクティブ・ソフトウェア<TTWO>が決算発表。
- ・ 米連邦準備制度理事会（FRB）が9月の消費者信用残高を発表。8月には季節調整済み年率換算で8.3%上昇の4兆6800億ドルと過去最高を記録した。クレジットカード債務が大半を占めるリボルビング払い債務は、季節調整済み年率換算で18.1%増加した。

11月8日（火）

- ・ 選挙の投票日。中間選挙により今後2年間、どちらの政党が連邦議会を支配するかが決まる。世論調査は、下院は共和党が奪還、上院は拮抗すると示唆している。
- ・ 再生可能エネルギー大手コンステレーション・エナジー<CEG>、化学品メーカー大手デュポン<DD>、半導体受託生産のグローバルファウンドリーズ<GFS>、エネルギー大手オキシデンタル・ペトロリアム<OXY>、娯楽・メディア大手のウォルト・ディズニー<DIS>が決算発表。
- ・ 証券取引所運営会社ナスダック<NDAQ>と電炉大手ニューコア<NUE>が2022年度投資家向け説明会を実施。
- ・ 全米独立事業者協会（NFIB）が10月の中小企業楽観度指数を発表。コンセンサス予想は92と9月とほぼ同じ。インフレや労働市場の逼迫（ひっばく）が中小企業の逆風となり、同指数は48年間の平均である98を9か月連続で下回っている。

11月9日（水）

- ・ 住宅建設会社DRホートン<DHI>、電気自動車（EV）メーカーのリビアン・オートモーティブ<RIVN>、ゲームサービスのロブロックス<RBLX>、デジタル広告ツールのトレードデスク<TTD>が決算発表。

・金融サービス会社ファースト・リパブリック・バンク<FRC>、エネルギー大手フィリップス66<PSX>が投資家向け説明会を開催。

11月10日（木）

・製薬大手のアストラゼネカ<AZN>、医療機器大手ベクトン・ディッキンソン<BDX>、資産運用会社ブルックフィールド・アセット・マネジメント<BAM>、衣料品メーカーのラルフローレン<RL>、医療機器会社ステリス<STE>、高級皮革製品ブランドを有するタペストリー<TPR>が決算コンファレンスコールを開催。

・モデルナが初のESG（環境、社会、企業統治）デーを開催。

・米労働省労働統計局（BLS）が10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%の上昇（9月は8.2%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（9月は6.6%上昇）。CPIは6月に記録したピークからは約1%ポイント低下しているが、コアCPIは9月に40年ぶりの高水準を記録している。11月1日、2日に開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）においては4会合連続でFF金利の0.75%引き上げ決定と同時に、インフレの抑制が最優先事項であることが再度強調された。これによりS&P500指数は10月31日の週に3.3%下落している。

11月11日（金）

・ベテランズデー（復員軍人の日）で米債券市場は休場。ナスダック市場およびニューヨーク証券取引所の取引時間は通常通り。

・ミシガン大学が11月の消費者景況感指数を発表。コンセンサス予想は59.7と、10月からほぼ横ばい。10月の1年先と5年先の期待インフレ率は、それぞれ5%と2.9%だった。

By Lewis Braham
(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』 2022/11/06

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