

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2022/11/13

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 中間選挙における僅差の決着は激しい戦いの予兆 - Narrow Margins in Congress Portend Big Fights Ahead [フィーチャー] P.1
勝敗が決まらなくても明確な三つのポイント
2. 暗号資産企業がまたもや自己崩壊 - Crypto Is Self-Destructing—Yet Again. Inside FTX's Failure. [フィーチャー] P.3
FTX破綻の舞台裏
3. バブルは相手を見つけられていない - Bumble Hasn't Met Its Match. Buy the Stock. [注目銘柄] P.6
高成長を買う
4. 債務サイクルの観点から見ると、これから先も痛みが続く - Ray Dalio Sees More Pain Ahead in This Debt Cycle [インタビュー] P.8
ブリッジウォーター・アソシエーツのダリオ氏に聞く
5. 中間選挙と株式市場に見る、物語の時代の終わり - The Midterms and the Markets Both Show It's Time to Get Real [コラム] P.11
株式投資の基本に戻る時が来た
6. インフレ率の発表を受けて株価は2020年のような上昇 - An Inflation Reading Sends Stocks Soaring as if It Were 2020 [米国株式市場] P.13
今回の発表だけで上昇が続くかどうかは疑問
7. ハイテク業界は米中間選挙における勝ち組 - Tech Companies Won Big in the Midterm Elections. Here's Why. [ハイテク] P.15
カリフォルニア州の住民投票結果にも注目
8. 12月に原油価格急騰か。エネルギー関連株に注目 - Oil Prices Could Jump in December. Energy Stocks Should Get a Jolt. [エネルギー] P.17
欧州の新たな対ロシア制裁の影響をどうみるか
9. 収束か長期化か一見方が分かれるインフレ見通し - Inflation Tends to Linger. Could It Last a Decade This Time? [経済政策] P.19
インフレ収束には10年かかる可能性も
10. 今週の予定 - 3Q Earnings Weren't Bad. But 2023 Estimates Could Be Ugly. [経済関連スケジュール] P.22
第3四半期決算はそこそこだったが、2023年の予想は下方修正される可能性も。

※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. 中間選挙における僅差の決着は激しい戦いの予兆 Narrow Margins in Congress Portend Big Fights Ahead 勝敗が決まらなくても明確な三つのポイント

[フィーチャー]

共和党の大勝シナリオは実現せず

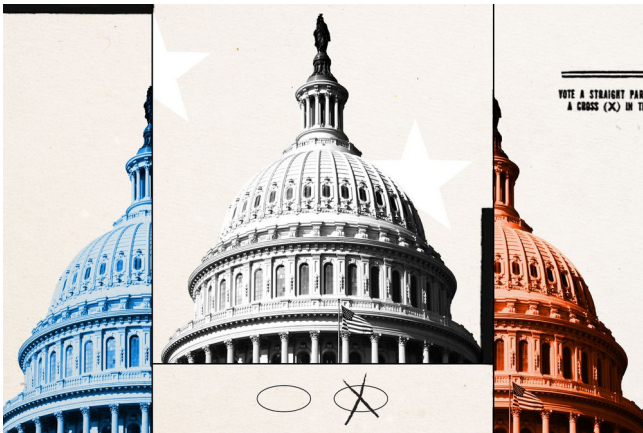


Illustration by Barron's Staff; Dreamstime (2)

2022年の中間選挙は、今後の見通しを明確化し、新たな政府をもたらすと目されていた。しかし、実際には膠着（こうちゃく）状態を生み出す公算が大きい。最終的な結果は当分不明だが、共和党が下院、民主党が上院で勝利するという最も可能性が高い結果でも、両党ともに辛うじて過半数を獲得するにとどまる見込みだ。これは、重要な立法に関して党内と両党間で激しい戦いが行われることや、それ以外の分野にほとんど進展が見られないことを示唆している。恐らく、投資家にとっては良いことだ。

11日午後の時点で、米国全体で上院では2議席、下院では20以上の議席をめぐる票の集計が続いていた。これとは別に、上院選の結果が未確定であるジョージア州では、3週間後に決選投票が行われることになった。無数の票が投じられ、集計され、数百件もの選挙に決着がついたにもかかわらず、両院における勢力のバランスはいまだに判明しない。

共和党は下院で僅差（きんさ）ながらも過半数を取り戻す勢いだ。民主党は、盤石とは言えないものの、上院を確保する可能性が高い。従って、ねじれ議会になる公算が大きい。ただし、結果が確定するまでには数日、あるいは数週間かかるだろう。

最終的な結果にかかわらず、明確なポイントは三つだ。第一に、共和党の成果は予想を大幅に下回った。「レッドウエーブ」（共和党の圧勝）が起きて、共和党が下院で圧倒的多数を確保するというシナリオが広く予想されていたが、実現しなかった。共和党指導部は60議席の純増という地滑りの勝利もあり得ると考えていたが、実際は約10～20議席とみられる。

第二のポイントは、第一のポイントの理由をある程度説明するものだ。結局、選挙は経済だけが問題ではなかった。投票前のストラテジストの一般的な見解では、インフレが猛威を振るい、消費者のセンチメントが過去最低付近で推移する中で、有権者が民主党に背を向け、共和党に経済を立て直すチャンスを与えるとされていた。

しかし、このシナリオは現実にはならなかった。その理由として考えられる説の一つは、経済は有権者にとって重要だが、妊娠中絶の権利や民主主義への脅威など、他の問題の方が単純に重要だったというものだ。別の説は、共和党の候補者が、インフレを抑制するためにどのような施策を取るか十分明確に説明しなかったことに原因を求める。第三の説は、経済とは複雑なものであり、部分的に見れば景気は依然として非常に堅調だという。例えば、インフレによる打撃の一方で、失業率は低水準にとどまっているため、ほとんどの家庭は物価上昇に対処できている。

ミシガン大学で経済学を研究するジャスティン・ウルファーズ教授は、ブルッキングス研究所が10日に開催したオンラインイベントで、「現在の経済は、すべてが良いわけではないのと同時に、すべてが悪いわけでもない。選挙前に想定されていたシナリオは少し単純過ぎたと思う」と語った。

第三のポイントは、議会にねじれが生じ、議席数の差もわずかなため、絶対に成立させる必要がある法案をめぐる激しい争いが起きるとのことだ。とりわけ、連邦予算と債務上限の引き上げに関して紛糾が予想される。

ねじれ議会における政治はこう着状態に陥るのが常だ。しかし、共和党が下院で辛うじて過半数を獲得するにとどまった結果、党指導部にとってかじ取りが特に難しくなる可能性がある。なぜなら、党内の保守強硬派「フリーダム・コーカス」が強気になるとともに、議員一人ひとりが政策の議論において非常に大きな力を持つからだ。瀬戸際戦術が一段と増え、従来予想に比べて可決される法律が減ることもあり得る。

資産運用会社ピムコのマネジングディレクター兼公共政策担当責任者のリビー・キャントリル氏は、「財政をめぐる戦いが激しくなり、債務上限（に関する争い）は一段と悲惨なものになるかもしれない」と書いている。

市場は大幅な政策転換の可能性が低いことを好感

現在、債務上限問題がスポットライトを浴びている。なぜなら、過去に承認された支出を賄うために、議会は来年の夏までに米国の借入れ上限額の引き上げに向けて採決を行わなければならないからだ。共和党議員は、債務上限を引き上げる必要性に乗じて、社会保障やメディケア（高齢者向け医療保険制度）などの財政支出を削減しようとするだろう。しかし、バイデン大統領は、民主党員としてどちらの削減にも同意しないと表明している。

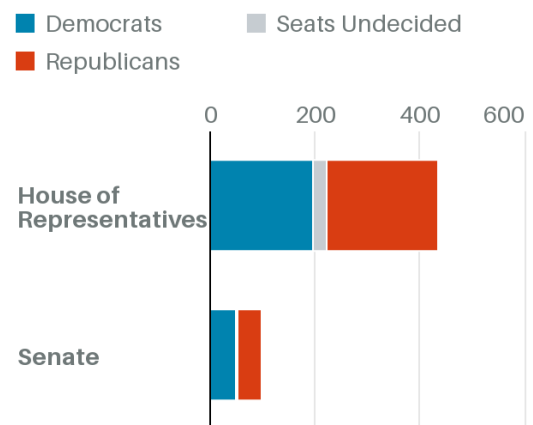
状況からみて、停滞が長引く可能性は十分にある。わずかな人数の共和党議員が譲歩しないだけで、米国は債務不履行（デフォルト）寸前に陥る。議会が「Xデー」に到達しなくても、この問題による影響は現実のものとなり得る。2011年、議会の共和党と民主党のオバマ政権が同様に対立した時は、債務上限問題が解決するまであまりに長い時間がかかったため、格付け会社スタンダード・アンド・プアーズが米国債の信用格付けをAAAからAA+に初めて引き下げた。

投資銀行スタイフェルの連邦政策担当チーフストラテジストであるブライアン・ガードナー氏は、過去のシナリオが再現される可能性があるかと警告する。ガードナー氏は「市場のボラティリティに影響を与える政治的なドラマが演じられる公算は大きい」と語る。

議席数が僅差であることは、他の問題に関しても共和党の力を弱める可能性がある。共和党は予算に

The Battle Goes On

The balance of power in both chambers of Congress was still up in the air as of Friday.



As of Nov. 11

Source: Associated Press

占める防衛費と国境警備費の割合を拡大しようとする可能性が高いが、民主党が過半数を占める上院によって、その試みは妨げられるだろう。キャントリル氏によれば、来年に景気が低迷した場合でも、共和党が財政刺激策や財政支援策を推進する可能性は低い。下院で辛うじて過半数を確保しているにすぎなければ、財政支援を完全に却下するのは困難かもしれない。

それでも、歩み寄りが可能だと予想する理由はある。議会はウクライナへの支援に関して、再び採決を行うだろう。来年には農業法の成立も予想されている。この法律は栄養補助プログラムや農家の農作物保険などをカバーする膨大なものだ。さらに、暗号資産（仮想通貨）関連の規制についても動きがあるかもしれない。

しかし、全体としては、解決すると考えられる問題よりも解決しないと考えられる問題の方がはるかに多い。ガードナー氏は「大幅な政策転換の可能性は非常に低い。市場はその事実におおむね満足している」と語る。

By Megan Cassella
(Source: Dow Jones)

2. 暗号資産企業がまたもや自己崩壊 Crypto Is Self-Destructing—Yet Again. Inside FTX's Failure. FTX破綻の舞台裏

[フィーチャー]

取り付け騒ぎ



Illustration by Barron's Staff; Dreamstime (2)

時価総額320億ドルの企業を消滅させ、業界全体の信用を失墜させ、ウォール街からシリコンバレーまで破壊の跡を残すにはどれくらいの時間を要するだろうか。暗号資産（仮想通貨）の場合は約1週間だった

11日、サム・バンクマン・フリード氏が経営するFTXグループが連邦破産法11条の適用を申請した。この暗号資産帝国は暗号資産取引所のFTXエクスチェンジ、投資会社アラメダ・リサーチなど130社を傘下に収める複合企業であり、その崩壊劇はツイッター上でリアルタイムに演

じられた。バンクマン・フリード氏は最高経営責任者（CEO）を辞任し、ツイッターへの投稿で「こうした結果になり本当に申し訳なく思う。まだ詳細の把握に努めているところだが、今週初めにこうした展開になったことに衝撃を受けている」と謝罪した。

衝撃を受けたのはバンクマン・フリード氏だけではない。世界第2位の暗号資産取引所であるFTXは基本的には取り付け騒ぎ、すなわち顧客の信頼を失い、流動性危機に陥ったことで、混乱の中、数日で経営破綻した。連邦規制当局も民間企業もFTXの支援や事業解体、あるいは被害の拡大抑制に乗り出そうとはしなかった。

巻き添えの被害は甚大なものになりそうだ。FTXとアラメダは暗号資産のトレーディング、マーケットメイク、貸し付け、同業他社の救済で中心的な役割を果たしていた。FTXは著名なベンチャーキャピタル、年金基金、ヘッジファンドから資金を集めており、中には数カ月前に320億ドルの時価総額を前提に投資を行ったものもあるが、今やその価値がゼロになりつつある。今回の崩壊劇により、ビットコインなどの暗号資産の時価総額のうち1250億ドル超が既に吹き飛んだ。FTXの顧客口座は既に凍結されている。子会社のFTX USは11日時点ではまだ営業を継続していたが、恐らく数日以内に取引を停止することになるとアナウンスした。

今や規制当局は、これまで不透明さと明確なルールが欠如する中で繁栄してきた業界に対する監督強化を求める大きな圧力にさらされている。米証券取引委員会（SEC）のゲンスラー委員長は9日に開催された会議で、「今回の問題を踏まえると、これらの企業の幾つかは、SECへの登録が望ましい。さもなければ、監督当局としてSECはしかるべき行動を取らざるを得ないだろう」と述べた。

暗号資産業界が今回の事態をどのように收拾するかは不明だ。業界にわずかながら残されていた信頼性は、今や新たな試練にさらされており、全ての構造が自らの重みで崩壊することにならないか注目されている。

暗号資産業界の哲人王

Bitcoin



Source: CoinDesk

バンクマン・フリード氏（30歳）は、FTXが崩壊するまで、暗号資産業界の哲人王のような存在とみなされていた。カリフォルニアに生まれ、マサチューセッツ工科大学で学び、FTXとアラメダを暗号資産インフラそのものに組み込み、デリバティブ、トレーディング、マーケットメイキングで主導的な役割を果たした。

FTXグループが数十億ドル規模の帝国に成長するにつれ、その富と知名度を広く活用するようになり、プロバスケットボール（NBA）チーム「マイアミ・ヒート」のホームスタジアム命名権や、メルセデスF1チームのスポンサーなど、スポーツ関連で何百万ドルも支出した。また、財産のほとんどを慈善団体に寄付すると約束した。暗号資産を主流派にするため、連邦議会で規制を主張し、政治運動に寄付をするようになった。

さらに、暗号資産業界のホワイトナイト（白馬の騎士）という評価も確立した。暗号資産貸し付け大手のブロックファイとボイジャー・デジタルに救済資金を提供した（ただしボイジャーは破綻）。また、ロビンフッド・マーケットツ<HOOD>（保有比率7.5%、直近株価で5億7000万ドル相当）など、他の暗号資産プラットフォームにも投資した。

株主となっているベンチャーキャピタルにはセコイア・キャピタル、タイガー・グローバル・マネジメント、オンタリオ州教職員年金基金などがある。セコイアは投資価値がゼロになったと述べた。アナリストは、FTXに対するエクスポージャーや損失を明らかにする企業が今後次々に登場すると予想する。

不透明な経営実態への懸念

より直接的な影響は、当然ながら暗号資産に対する恐怖そのものだ。最大の分散型金融（DeFi）取引所の一つであるdYdXのアントニオ・ジュリアーノCEOは、スタートアップ企業の潜在的な投資家が尻込みし、「暗号資産業界に対する関心が短中期的に低下する可能性がある」と指摘する。

さらに、投資家が業者の倒産時に、ブローカーや取引所を通じて保管されている自己の暗号資産にアクセスできるのか疑問を抱き、暗号資産に対する需要が冷え込む可能性もある。報道によると、FTXは顧客資産を勝手にアラメダのトレーディング取引に充当しており、アラメダが返済不能となったことで、FTXの顧客基盤に問題が波及した。

SECが監督する株式ブローカーや取引所であれば、こうした顧客資産の流用は決して許容されないだろう。しかし、暗号資産業界にはこうした線引きはほとんどない。米国の取引所は資金振替業として州の免許が必要となるが、バハマに設立されたFTXのような国際的な取引所の業務を監督する規制当局は存在しない。米国を本拠とする最大の取引所であるコインベース・グローバル<COIN>は先週、顧客の同意があった場合にのみ顧客資産の貸し付けを行っており、「取り付け騒ぎは起こり得ない」と述べた。しかし、FTXの破綻は暗号資産市場が一握りの企業に集中しており、大手2社だけで業界が土台から揺るぎかねないことを浮き彫りにした。

FTX崩壊の端緒は、アラメダのバランスシートの一部がFTXの取引所におけるトレーディングや手数料に使用されるFTTと呼ばれるトークンで構成されている、という暗号資産情報サイトのコインデスクによる報告だった。その数日後、世界最大の暗号資産取引所であるバイナンスのチャンポン・ジャオCEOが、自社が取得した5億ドル超のFTTを売却する計画であると発表した。

これをきっかけに、FTXの取り付け騒ぎが始まった。6日には50億ドルに上る顧客資金が引き出された。バンクマン・フリード氏は推定80億ドルに上る資金不足を手当てするため資金調達に走った。8日、バイナンスがFTXを買収する基本合意書に調印し、救世主になるかと思われたが、翌日、「当社の統制能力や救済能力を超えている」として撤回した。バンクマン・フリード氏はツイッターで、ジ

ャオ氏には初めから買収する気などなかったのではないかとした上で、「よくやった。あなたの勝ちだ書き込み、ジャオ氏がライバルを排除したのだとほめかした。FTXもバイナンスもコメントの要請に応じなかった。

規制への影響

規制への影響は始まったばかりだ。連邦議会では民主党から公聴会の開催を求める声が上がっており、ホワイトハウスのジャンピエール報道官は記者会見で、「直近のニュースは、暗号資産に対する適切な規制がまさに必要とされている理由を浮き彫りにしている」と述べた。

米国の規制当局は現在調査を拡大しているところだ。FTXが証券取引法に違反したとSECが主張すれば、業界全体が責任を負うことになる可能性がある。SECの元上級法律顧問タイラー・グラッシュ氏は「それこそ業界を揺るがしかねない」と指摘する。SECおよび商品先物取引委員会（CFTC）の代表者はコメントを控えた。

FTX問題との関係が薄そうに見えても、今後、そのダメージが暗号資産、コインベースやロビンフッドなどのブローカー、暗号資産事業の構築を図っている多くの銀行や貸付業者、ハイテク企業に影響を及ぼし続ける可能性が高い。モーニングスターのマデライン・ヒューム氏は、「FTXとバンクマン・フリード氏は暗号資産業界の巨星であり、機関投資家のみならず規制当局の信頼をも獲得していた。問題が波及するリスクはこれまでになく高まっている」と語った。

By Joe Light
(Source: Dow Jones)

3. バンブルは相手を見つけられていない Bumble Hasn't Met Its Match. Buy the Stock. 高成長を買う

[注目銘柄]

決算発表で失望売り

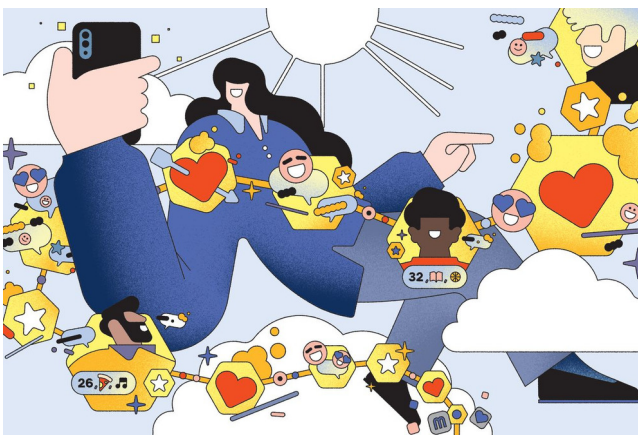


ILLUSTRATION BY BRATISLAV MILENKOVIC

マッチングアプリ企業のバンブル<BMBL>は、独身者がマッチングアプリに冷めてしまったのではないかと懸念する投資家から冷たい仕打ちを受けてきた。バンブルは見栄えは悪いが引き続き魅力的で、手っ取り早く付き合える相手以上のものを求める投資家にとってぴったりかもしれない。

バンブルにとって、この1年は厳しかった。株価は過去1年間で34%下落し、下落率はS&P500指数の14%の2倍以上となった。先週も問題が続いていた。第3四半期の売上高は2億3260万ドル

で、アナリスト予想の2億3740万ドルを下回った。ただ、利益は予想を上回った。経営陣は新サービス開始の遅れを一因に、第4四半期の売上高ガイダンスを中央値で2億3450万ドルとした。株価は決算

発表後の時間外取引で17%下落した後反発した。

しかし、数字は見た目以上に良好かもしれない。ドル高が売上高ガイダンスの約600万ドルの押し下げ要因となっており、新サービスの遅れはがっかりはするが単なる遅れだ。バンブルの有料加入者数は330万人へ40万人増加した一方、文化的な背景を強調できる機能や、ジェンダーをさらに特定するオプションなどの新サービスも展開している。マッチングアプリのエコシステムにおけるバンブルの立場は依然強力で、株価は割安過ぎて無視できない水準になっている。JPモルガンのアナリスト、コリー・カーペンター氏は、「決算の内容はまだら模様で、新サービスの問題は一部の投資家の様子見につながる公算が大きい、われわれは押し目買いの立場だ」と書いた。

バンブルは、数多くあるマッチングアプリの単なる一つではない。2014年にホイトニー・ウルフ・ハード氏が同じくマッチングアプリのティンダー退職後に、マッチングの経験を女性がさらにコントロールできるようにする手段として設立した。バンブルもティンダー同様にデートの相手を「スワイプ」できるが、男女両方がスワイプできるティンダーとは違って、バンブルでマッチングの後にメッセージを送るか送らないかを決めるのは女性だけだ。男性に選択権がなければ使わないかもしれないという一部の懸念は杞憂（きゆう）となり、バンブル・アプリの有料加入者数は2020年9月末の110万人から第3四半期末には210万人へ増加した。エボリュショナリー・ツリー・キャピタル・マネジメントのリサーチ・アナリストでバンブル株を保有しているクリスティーナ・クラーク氏は「男性は女性がいてる場所に集まるものだ」と言う。

バンブルは、やはりマッチングアプリのバドゥーも保有しており、サブスクリプションの提供で収益を稼いでいる。例えばあるプランでは、月額20ドル弱で、ユーザーに無制限のスワイプを提供する。バンブルは他にも、マッチングの相手に「いいね」を送れるなど、ユーザーに対してバンブルへの支出を増加させるような手段も試みている。カウエンのアナリストであるジョン・ブラックレッジ氏はこれらの機能が、「バンブルにとっての長期的成長のカタリスト」になると書いている。

なお、マッチングアプリの世界には言うまでもなく巨人がいる。ティンダーを保有しているマッチ・グループ<MTCH>だ。同グループの中で、ティンダーは最大のマッチングアプリだが（有料加入者数は1100万人超で、利益率は35%）、他にも、オーケーキューピッドやヒンジも保有している。センサー・タワーのデータによると、月間アクティブユーザー数でティンダーが市場の約72%を支配しているが、バンブルもシェアを拡大している。シェアは2019年初めの13%から約19%へ上昇した。ティンダーのシェアは若干低下している一方、ヒンジ（マッチ傘下でバンブルとの直接の競争相手）のシェアはわずか9%だ。

マッチングアプリ市場は巨大で成長している。グランド・ビュー・リサーチによると、マッチングアプリに対する支出は、わずか70億ドル強から2028年には110億ドルになると予想されている。それは、マッチの年間売上高（30億ドル）の3倍以上だ。

■ 今後は高成長が控える

バンブルは今後1年間でアウトパフォームできるだろう。ファクトセットによると、売上高は2022年から2028年にかけて年率21%で増加し、2028年には約28億ドルに達するとアナリストは予想している。増収の要因は、新規ユーザー数の成長（顧客ベースは現在の330万人から2028年には830万人になる可能性がある）と、顧客による支出の増加である。後者については、バンブルの1人当たり支出額は300

ドルで既にマッチの200ドルを上回っているが、360ドル超に増加する可能性がある。また、海外市場での拡大も成長要因で、現在の売上高の海外比率は50%であるのに対してマッチでは55%だ。

バンブルの収益性も成長につれて高まるだろう。バンブルは今年、マーケティングに約2億4500万ドル、売上高の約27%を費やす予定だ。ちなみにマッチは17%だ。エバーコアのアナリストのシュエタ・カジュリア氏は、バンブルのマーケティング費用が減少するにつれて、利益率は第3四半期の25%から35%へ上昇して、マッチに匹敵する水準になるだろうと言う。それは、バンブルの利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）が2028年に10億ドル弱に達する可能性を意味し、同期間の年率30%近くの増益を示唆する。

そのような成長は株価バリュエーションをさらに魅力的にする。バンブルの2023年予想の株価／EBITDA倍率は約18倍で、それはEBITDA成長率の約半分だ。マッチの利益成長率が2桁台半ばの一方で株価／EBITDA倍率が15倍程度であることを考慮すると、バンブルのバリュエーションは高くない。バンブルに対するブラックレッジ氏の目標株価は33ドルで、11日の引け値の25.46ドルに対しては30%の上値余地となる。

バンブルは、新たな施策を実行できることを示し、長期にわたって投資し続けられることを投資家に確信させなければならない。カジュリア氏は、もしそれが可能ならば、バンブルは「プレミアムのバリュエーションを維持できるだろう」と語る。

Bumble (BMBL / Nasdaq)



Source: Bloomberg

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

4. 債務サイクルの観点から見ると、これから先も痛みが続く

[インタビュー]

Ray Dalio Sees More Pain Ahead in This Debt Cycle

ブリッジウォーター・アソシエーツのダリオ氏に聞く

過去のパターンを繰り返す

レイ・ダリオ氏は1975年に、ブリッジウォーター・アソシエーツを設立し、マクロ経済のトレンドに対する鋭い分析を通じて、運用資産約1500億ドルの巨大ヘッジファンドに成長させた。ダリオ氏は最近、会社経営を次世代のリーダーに譲ったが、今後も執行委員会のメンバー、投資家、上級幹部のメンターとしてとどまる予定だ。ブリッジウォーターの旗艦ファンドであるピュア・アルファが年初来（10月31日時点）で22%超上昇し、絶好調の時に退任することになった。最新著書『Principles for Dealing With a Changing World Order（邦題：変化する世界秩序に対処するための原則）』では、現在の世界の傾向について論じている。

本誌：現在を理解し、将来に備えるために歴史上のパターンを研究しているが、何が分かるのか。



Photograph by Brad Trent

ダリオ氏：われわれが生きている間には起こらなかったが、歴史上何度も起こったパターンがあり、ちょうど今起きていることはそのパターンに沿って、五つの力によって推進されている。一つは、高い債務水準と債務の増加であり、通貨を発行して中央銀行が膨大な債務を買い取ることによって支えられている。第二は、各国が国内に、1930～1945年以来最大となる富と価値観の開きによって、大規模な対立を抱えている。われわれのシステムにとって最も脅威となるのは、右派ポピュリズム対左派の対立で、税金、富の分配の方法、そしてシステムの機能に大きな影響を与えるだろう。第三は、世

界秩序が一極集中から二極集中に移行する際の国家間の対立だ。歴史上、最も強力な国々がほぼ同等の力を持つと、富、権力、イデオロギーをめぐる国際紛争が起こるのが普通だ。現在、ロシアと北大西洋条約機構（NATO）、中国と米国の間などで、そのような現象が起きている。これは1930～1945年以来見られなかった重大さで、世界秩序を変えつつある。各国政府は効率的な生産よりも自給自足や軍事費を優先させるようになり、それがサプライチェーンの問題を引き起こし、インフレを引き起こしている。また、戦争のリスクも高まっている。

Q：残りの二つは。

A：四つ目は、干ばつ、洪水、感染症のパンデミック（世界的大流行）などの自然現象だ。五つ目に、明るい面ではあるが、人間によるイノベーションやテクノロジーがある。歴史を学んで初めて知ったのだが、干ばつ、洪水、パンデミックは、最初の三つの力を合わせたよりも多くの文明を崩壊させ、多くの人々を殺してきた。その一方で、コンピュータが人間の思考力を高め、ベンチャーキャピタル市場の発展によって、独創的な起業家がアイデアを試し、それに成功すれば規模を拡大するための資源が提供されている。

地理的に見た投資機会

Q：歴史とサイクルの研究から見て、投資対象として魅力的なのはどこか。

A：米国、欧州、日本など、時価総額が大きく、得られるものも大きい基軸通貨国市場への投資も必要だが、財政や国内秩序がしっかりしており、大国間の対立に中立でいられる可能性が高い新興国にも、エキサイティングな投資機会があると思われる。東南アジア諸国連合（ASEAN）地域、つまりインドネシアやベトナムなどの国々への投資拠点としてのシンガポールが挙げられる。また、今後10年間で最も経済成長率が高いと見込まれるインドや、資本市場の整備は発展途上だが中東や北アフリカにも機会がある。

また、資産価格が魅力的な水準にある中国にも、ある程度の資金を投資しておくことが重要だ。メキシコ北部の輸出事業には魅力を感じている。中国に比べて人件費が安く、生産拠点としても対米輸出拠点としても中国が危険な国だと思われることが、メキシコの利益につながっている。

Q：中国は権威主義的な支配と政府による市場介入により、投資対象外であると考え人が多いが。

A：中国は大きな変化を遂げつつあり、それを大げさに悪く解釈している人が大半だが、中国には大き

な価値がある。恐らく、売りはほとんど出尽くしたところだろう。いずれにせよ、中国は世界第2位の経済大国であり、ほとんどの点で米国の主要な競争相手であり、このような競争が存在する世界では良い分散投資先であるため、そこに投資すべきだ。もちろん、こうした競争がより大きな経済戦争や軍事戦争に発展すれば、どちらの国にとっても良いことではなく、財政が強く、国内対立が少ない中立国が最も良い結果を生む。

金融引き締めと財政支出

Q：今日の高い債務水準と通貨発行はどのような意味を持つのか。

A：金利がゼロになり、デフレ状況で債務危機が起きると、中央銀行は紙幣を刷って国債を買ったり、保証したりしなければならなくなる。直近では2020年、それ以前で言えば2008年、1933年に行われた。これがリフレをもたらすが、必然的に過剰になり、中央銀行は金融政策を引き締めることになる。中央銀行は、債務者が許容できないほど金利を高くすることなく、十分な報酬を得られるように金利を引き上げなければならない。負債が膨大な額のためにそのバランスを取るのが難しい場合、中央銀行は高過ぎるインフレと弱過ぎる経済の中間に経路を描き、それがスタグフレーションにつながる。これが今起きていることだ。

Q：米連邦準備制度理事会（FRB）の積極的な利上げは続くか、あるいは政策転換するのか。

A：私は、ペースを落とし、小休止に入っている。今の適正金利は4.5～5%近辺だろう。信用収縮の影響は遅効性がある。景気や住宅市場、借り入れをした企業などに影響が出始めている。多くの家計はまだ問題を抱えていないし、恐らく、今後9カ月はそうならないだろう。

Q：状況はどの程度悪化しそうか。

A：与信が厳しくなっているのは、需要と供給のバランスが崩れているからだ。具体的には、連邦政府は国内総生産（GDP）の約5%の財政赤字を抱えているため、GDPの5%に相当する国債を売りさばかなければならない。同時に、FRBは過去の量的緩和（QE）で保有することになった債券（さらにGDPの約5%に相当）を売却または償還することで、バランスシートを縮小している。これらの債券は現在の価格では十分な買い手がいないため、価格は下がり、利回りが上昇することになる。このような公的債務によるクラウドディングアウトとFRBの短期金利引き上げによって、民間信用は収縮することになる。これらが相まって、民間企業は借入コストの大幅な上昇に直面することになる。

財政支出ニーズは尽きることがない。気候変動への取り組みや改善には年間9兆ドル、ウクライナの復興には7000億～1兆ドルの費用がかかると試算されている。また、インフラの再建、国防費の増額、教育の改善など、さまざまな課題に取り組まなければならない。各国は、借金して、紙幣を増刷すればよいから、限度額を気にすることもない。そのコストは、お金の価値の低下、債権の価値下落という形で出てくる。今後もっとそうなりと見込んでおくべきだろう。

今後の投資機会

Q：その場合、FRBのマネーサプライ縮小の努力は無駄になるのか。

A：FRBと政府は、積み上げた負債を処分しようとしているが、とても処分できるものではない。中央銀行は今、金融緩和をやり過ぎたために引き締めサイクルに入っており、金利を引き上げ、購入した債券の一部を売却している。誰もが「フリーマネー」でポジションを築いていたため、離脱反応が起こり、大きな問題を引き起こすだろう。FRBによる債券資産の売却は、債券の他の売り手も加わり、

買い手に対して売り手が多過ぎる状態を作り出す。需給を均衡させるためには、民間の信用を収縮させなければならず、需要と景気が弱まる。そして、サイクルの次の段階に進むことになる。次の大きな景気悪化が起こり、経済の痛みがインフレの痛みより大きくなると、FRBや他の中央銀行が債務のマネタイゼーションのために通貨発行を続けることになる。そうすると、実質金利は再び低下し、より低コストの資金が豊富になり、インフレヘッジ資産や新しいイノベーションやテクノロジー企業の株式が最も魅力的になる。

Q：予想される状況に対して、投資家はどのようなポジションを取るべきか。

A：マーケットには、「水晶玉に頼って生きる人は、砕けたガラスを食べる運命にある」という話がある。私が間違っていることもある。とはいえ、まず、インフレを差し引いた投資リターンを見るようにすべきだ。なぜなら、最も苦しいのは、お金の価値が下がることだからだ。現金が安全な投資だと思わない方がよい。インフレ率が6%で、金利が4%なら、2%の損失だ。そして、良い時期であれば上昇する株などの資産をロングしていることについて心配すべきだ。現在の世界は、レバレッジを効かせたロングの状態だ。言い換えれば、ほとんどの投資家は借入金で資産をロングしているわけで、価格が下がると、債務者は圧迫されて淘汰（とうた）されるのが定石だ。債務者が圧迫されて売らざるを得なくなった後、あるいはFRBが再び紙幣を増刷して債務のマネタイゼーションを始めたとき、それが買いのタイミングとなる。

By Lauren R. Rublin
(Source: Dow Jones)

5. 中間選挙と株式市場に見る、物語の時代の終わり

[コラム]

The Midterms and the Markets Both Show It's Time to Get Real
株式投資の基本に戻る時が来た

中間選挙では政党を超えて投票



Demetrius Freeman/Getty Images

投資と政治は相性が悪い。本誌としては株式に集中し、政治に関する議論は専門家に委ねたいと思う。だが、この一週間、市場と中間選挙を見て楽観的にならずにいらなかった。有権者は政党ではなく候補者を見て投票した。投資家もこれからは個別銘柄を見て投資することになりそうだ。非現実的な時代が終わりつつあるという明るい兆しだ。

もう何年も前から、投資も政治も、微妙なニュアンスを欠いていた。政治では共和党か民主党か、投資ではバリューよりグロース、資本財よりハイテクといった具合で、中間はほぼ存在しなかった。だが、ここにきてようやく微妙なニュアンスが漂い始め、市場も政治も少しずつ本来の姿に戻りつつある。

中間選挙を例にとろう。有識者たちは、共和党対民主党、小さな政策より大きな政策といった大局的な見方をして、「赤い波（共和党の圧勝）」を予測した。だがこの波が実現することはなかった。近

年のどの選挙よりも、有権者は政党を超えて投票する意志を示したためだ。もちろん、この傾向を過大評価してはならない。今もなお、多数の州が支持政党により分裂している。ただ、有権者の多くが政党への愛着ではなく、他の優先事項を重視したのは明らかだ。

エバーコアISIのストラテジスト、ジュリアン・エマニュエル氏は「全米各地で相関のない選挙結果から、有権者にとって政党の大型政策より州や地域の政策を重視する傾向が見て取れる。2022年の株式市場も同様で、S&P500イコール・ウェイト指数（構成銘柄の単純平均）のパフォーマンスが時価総額加重平均のS&P500指数のパフォーマンスを上回っている」と指摘する。投資家はこれまでの市場のトレンドから離れ始めているようだ。

非現実的な物語の終焉（しゅうえん）

今回の選挙で、「大きな嘘」（2020年の大統領選挙で不正が行われたという根拠のない主張）も終わりを告げたのかもしれない。下院では選挙否定派の議員が議席を維持し、数名の新人議員が当選したものの、多くの選挙否定派候補が勝算の高かった選挙区で敗れている。ペンシルベニア州では、本来なら勝てるはずだった知事選も上院選も、民主党候補がトランプ元大統領が推す候補を抑えて勝利した。しかも、落選した選挙否定派候補のほとんどは、不正の主張や訴訟を起こすことなく、ひっそりと去っていった。独立系調査会社TSロンバードのスティーブ・ブリッツ氏は「最も極端な選挙否定派とトランプ支持候補が敗れた」と書いている。

市場でも「大きな嘘」がついに破綻した1週間となった。超低金利の恩恵を受けた投機的資産の価値は、人々が支払った途方もない金額には見合っていなかった。暗号資産（仮想通貨）取引所の一つであるFTXが破綻し、それに伴ってビットコイン価格も2020年以来の低水準に沈んだ。また、元祖ミーム株とも呼ばれるゲームソフト小売り大手ゲームストップ<GME>の株価は先週、ナスダック総合株価指数が8.1%上昇する中で1.5%下落し、相対的に低調なパフォーマンスとなった。

株価は長年にわたり、「創造的破壊」や「新興テクノロジー」といった物語に突き動かされて上昇してきた。自由に使える資金が潤沢にあり、良い話であればどんなものでも喜んで飛びつく投資家がいれば、これほど容易なことではない。だが弱気相場ではそうはいかない。企業利益やフリーキャッシュフローなどの退屈な言葉が、TAM（獲得可能な最大の市場規模）や主要なパフォーマンス指標よりも優先される。最高経営責任者（CEO）が理想とする未来や破滅的な未来について詩的に語るのを聞くときのような、ワクワクする楽しい経験ではないが、企業のファンダメンタルズを徹底的に分析することが大きな成果をもたらす場合があるのだ。

業績による銘柄選別が主流に

「ばらつき」（銘柄同士の相関が低い状態）も見えてきた。直近の決算報告では、同業種でも業績が大きく異なっている。例えば、ライドシェアサービスのウーバー・テクノロジーズ<UBER>の株価は11月1日の決算発表後に12%上昇したが、同業のリフト<LYFT>は7日の決算発表後に23%下落した。同様に、動画共有サイトのピンタレスト<PINS>は10月27日の決算発表後に14%上昇したが、写真・動画共有アプリ「スナップチャット」を運営するスナップ<SNAP>は同月20日の決算発表後に28%急落した。

モルガン・スタンレーのストラテジスト、マイク・ウィルソン氏は、一回の決算だけで判断すること

はできないが、「細かく見ていくと、業務効率化が要因でアウトパフォームしているのが分かる」と指摘する。経費管理と業務効率化（キャッシュフローの最大化）が重要だということだ。当然、そうでなければならない。

「ばらつき」は業績にとどまらない。22Vリサーチのチーフマーケットストラテジスト、デニス・デブッシャー氏は、市場は米国およびグローバル経済の極端なリスクの影響を徐々に受けなくなってきたと語る。依然として相関は高いが、時とともに低下しつつある。もちろん、突然、全てがうまくいくわけではない。10月の消費者物価指数（CPI）は予想を大幅に下回ったが、インフレ率はまだ高過ぎる。だが、今まで以上に極端な金融政策を行う必要性は低下し、インフレを抑えるための深刻な景気後退が起こる確率も低いように見える。

デブッシャー氏によれば、歴史的に、相関が低くばらつきのある状態は、金融大手バンク・オブ・アメリカ<BAC>、金融持ち株会社プルデンシャル・ファイナンシャル<PRU>、空調設備メーカーのキャリア・グローバル<CARR>、産業用バルブメーカーのペンテア<PNR>、自動車大手ゼネラル・モーターズ<GM>などの企業にとって追い風となる。デブッシャー氏は「今はまだ相関が高いため、市場はマクロ経済に左右されるが、半年後には個別銘柄選別が主流となるだろう」と語る。

ファンダメンタルズを分析し、問題を解決し、業績が好調な企業を見極める、つまり株式投資の基本に立ち戻れるというわけだ。今後しばらくはその状態が続くことを、心から願う。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

6. インフレ率の発表を受けて株価は2020年のような上昇 An Inflation Reading Sends Stocks Soaring as if It Were 2020 今回の発表だけで上昇が続くかどうかは疑問

[米国株式市場]

消費者物価指数を受けて急騰



Seth Wenig/AP/Shutterstock

インフレ率はようやく投資家が期待していたような数値となり、今後2年間は分割政府（政権と議会の支配政党が異なること）が続くような状況にもなった。これを受けて、株式市場は週間上昇率が6月以降で最も大きくなった。11日にはS&P500指数が過去2カ月で一度も達することのなかった4000の節目を一時的に上回った。

先週の主要株価指数を見ると、S&P500指数は5.9%上昇して3992.93で引けた。ダウ工業株30種平均は4.1%高の3万3747ドル86セントで引け、ナスダック総合指数は8.1%高の1万1323.33と

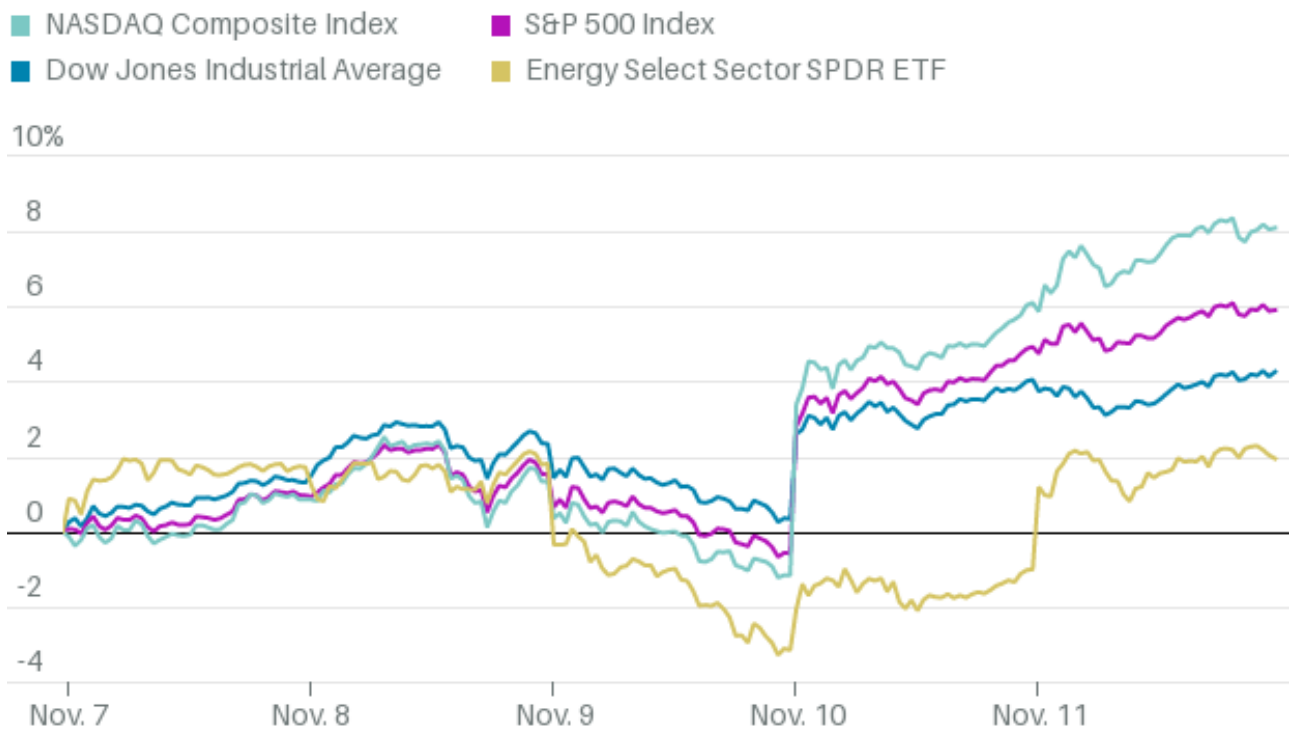
なった。ハイテク業界に関するニュースのほとんどが悪材料だったにもかかわらず、ナスダックの週間上昇率は3月以降で最も大きかった。。例えば、フェイスブックの親会社であるメタ<META>は、従業員1万1000人を削減すると発表した。シリコンバレーで相次ぐリストラの最新のケースだが、フェ

イスブックに関して今言える最善のことは、ツイッターとは異なるという点だ。

先週の上昇の大半は10日の上昇によるもので、10月の消費者物価指数（CPI）の上昇率が前年比7.7%と発表されたことがきっかけだった。過去10年間の平均を大幅に上回る上昇率だが、9月の同8.2%を下回り、市場予想の8%も下回った。食品とエネルギーを除いたコア部分のインフレ率は前月比0.3%で、こちらも市場予想の同0.5%を下回った。

強気派と弱気派

Market Snapshot



Source: FactSet

ファンドストラットのトーマス・リー氏は、このCPIの数字を「ゲームチェンジャー」と呼び、年末までの上昇の下支えとなる可能性があると考えている。前回のインフレーションが終わった時のように市場は上昇する可能性があるというリー氏は考えており、「思い起こすと、1982年8月の最後の安値の後にS&P500指数は4カ月で史上最高値を更新し、27カ月の弱気相場をすべて帳消しにした。あれは垂直的な上昇だった」と書いている。

一方、そこまで納得していない人もいる。クレディ・スイスの米国株式チーフストラテジストであるジョナサン・ゴラブ氏は、「何か大きな出来事があったと思うだろうが、私にはそうは思えない。私自身かなり強気な部類だが、6%の上昇を正当化するようなものは見ていない」と述べる。

ゴラブ氏は10月のCPIの重要性は前月と同程度だとみている。つまり、予測からほんの少し乖離しただけであり、それだけでは経済や金融政策の道筋を変えるには不十分だということになる。株価が大きく動いたのは、今年の市場がインフレ指標の発表前にエネルギーをためて発表後に急激に動く「巻きばね」のような動きを反映したものだ。ゴラブ氏によれば、投資家はCPIの発表に神経を尖らせてお

り、過去7回の発表で株価は平均2.8%動いた。

グラブ氏は、労働市場は依然としてタイトで賃金に上昇圧力がかかっているため、インフレは持続する可能性が高いとみている。求人数は、景気循環のこの段階で本来あるべき数の約2倍になっている。グラブ氏は来年末までには株価が上昇していると期待しつつも、自身が短期売買を主とするトレーダーであれば「上昇に従ってフェードアウトさせるだろう」としている。

中間選挙や住民投票の結果

8日の選挙結果は二次的な材料となった。共和党は予想を下回ったものの、下院で過半数の議席を握る可能性が高い。上院は、週明けには決着がつきそうもないほど与野党が拮抗していた。分割政府になると企業に影響を与える法律や規制が大きく変更される可能性が低くなるため、株式市場は好材料と受け止める傾向がある。同時に行われた住民投票を巡っては、いくつかの銘柄に大きな動きが見られた。カリフォルニア州でスポーツ賭博を認める住民投票が否決されたため、ギャンブル関連株が急落した。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

7. ハイテク業界は米中間選挙における勝ち組 Tech Companies Won Big in the Midterm Elections. Here's Why. カリフォルニア州の住民投票結果にも注目

[ハイテク]

カリフォルニア州の住民提案が否決されたことの意味



Justin Sullivan/Getty Images

先週、中間選挙をめぐるニュースがあふれる中でほとんど見落とされていた話題は、カリフォルニア州のプロポジション（住民提案事項）30が意外にも住民投票で否決されたことだ。プロポジション30は、電気自動車の購入助成、州内の充電インフラの強化、山火事の消防のための資金に充当するため、年間所得が200万ドルを超える高額所得者の州所得税率を1.75%上乗せするという提案である。

カリフォルニア州の有権者がプロポジション30を支持すると思っていた向きもあるだろう。同

州の有権者が増税を問題視しないことは歴史が証明しているからだ。2012年には学校の資金への充当を目的に年間所得が25万ドルを超える納税者の税金を引き上げるプロポジション、2004年にはメンタルヘルスサービスの資金への充当を目的に年間所得が100万ドルを超える納税者の税率を1%引き上げるプロポジションが住民投票で支持された。

カリフォルニア州は電気自動車（EV）の普及に力を入れている。今年8月、大気資源局はガソリン車の販売を2035年から禁止する措置を承認したほか、リフト＜LYFT＞やウーバー・テクノロジーズ

<UBER>などのライドシェアリング企業は2030年までに全走行距離の90%をEVによるものにしなければならないとする規則を定めた。

それでもプロポジション30は、民主党、環境保護主義者などの支援にもかかわらず、3対2の差で否決された。反対派は、地元の商工会議所、教師組合（学校を対象としない新しい税収に熱心ではなかった）、共和党、通常は民主党寄りだが増税の対象となるハイテク億万長者などだ。「30にノー」パレードを率いたのは、民主党系のカリフォルニア州知事であるギャビン・ニューサム氏に他ならなかった。

「30にノー」キャンペーンは、この運動のためのほぼすべての財政的支援をリフトが提供したことに話題が集中し、「リフトによる税の争奪」と呼ばれた。プラットフォーム30はリフトに特別な地位を与えるものではなく、低中所得の自動車購入者にとってEVをより買いやすい価格にすることを目的としていた。リフトが直面している問題は、どのようにしてカリフォルニア州のすべての自社ドライバーにEVを購入させるかだ。同社は収益の約16%をカリフォルニア州から得ており、国際事業をより幅広く展開しているだけでなく大規模な料理宅配部門を持つウーバーに比べ、経営の多角化が遅れている。

リフトは声明の中で、プロポジション30の投票結果について「気候変動対策運動にとって残念な後退だ」と述べた。

カリフォルニア州の住民投票はハイテク企業主導の立法化の限界を露呈

プロポジション30の否決は、カリフォルニア州においてでさえハイテク企業が望む力を手に入れるのは限界があることも証明した。同州の有権者はちょうど2年前、ライドシェアリングに従事するドライバーを請負業者ではなく従業員として分類することを義務付ける州法からライドシェアリング企業を解放することを目的としたプロポジション22を強く支持した。裁判所は後にプロポジション22を違憲と判断したため、この提案は依然として司法審査を受けている。

カリフォルニア州の有権者が、オンラインスポーツ賭博（とばく）の合法化を目指す別の住民投票（プロポジション27）も拒否したことも注目に値する。この提案は、ドラフトキングス<DKNG>などのカジノ運営会社がアメリカ先住民の部族と提携してホームレス対策に賭博収入の一部を使用するというものだった。反対派は、この措置によって東海岸のカジノ運営会社による荒稼ぎを可能にする一方、問題のあるギャンブラー集団が形成されると主張した。プロポジション27は4対1を超える大差で否決された。

政府と議会のねじれがハイテク業界に与える影響

今回の中間選挙で浮上してきたテクノロジーセクターに関するその他のポイントは次のとおりだ。

1) 連邦通信委員会（FCC）の活動がこう着する可能性

議会上院のすう勢は、12月のジョージア州の決選投票で決まる可能性があるようだ。その行方は通信業界にとって重要な意味を持つ。上院は連邦通信委員会（FCC）メンバーへのジジ・ソン氏の指名をまだ承認していない。ソン氏は、消費者擁護団体パブリック・ノレッジを立ち上げたFCCの元職員で、新たなハイテク規制を提唱している人物だ。カウエン・ワシントン・リサーチ・グループのアナ

リスト、ポール・ギャラント氏は、共和党が上院を支配した場合、ソン氏の指名をバイデン大統領の任期が終わるまで先送りする可能性が高いと考えている。その場合、FCCは2人の民主党系メンバーと2人の共和党系メンバーで構成され、こう着状態が続くことになる。結果的に規制が緩和され、通信会社の合併や買収が増える可能性がある。

2) 大手ハイテク企業に対する新たな規制が敷かれる可能性は低下

下院は共和党が支配する可能性が高いため、次の大統領選挙までは議会が新たなハイテク規制を承認する見通しは低下する。ギャラント氏は、政府と議会の「ねじれ」はアップル<AAPL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、アルファベット<GOOGL>などにとって朗報だとみている。

3) TikTok（ティックトック）は米国で禁止される可能性が高い

ギャラント氏は、中国の北京字節跳動科技（バイトダンス）が運営する急成長中の動画共有サービスTikTokが新たな精査の対象となると予想されるため、米国の大手ハイテク企業にとって追い風となる可能性があるともみている。議会がTikTokの米国でのサービスを禁止するよう圧力をかける可能性があり、それがメタ<META>（旧フェイスブック）やアルファベットに恩恵をもたらすことになるという。

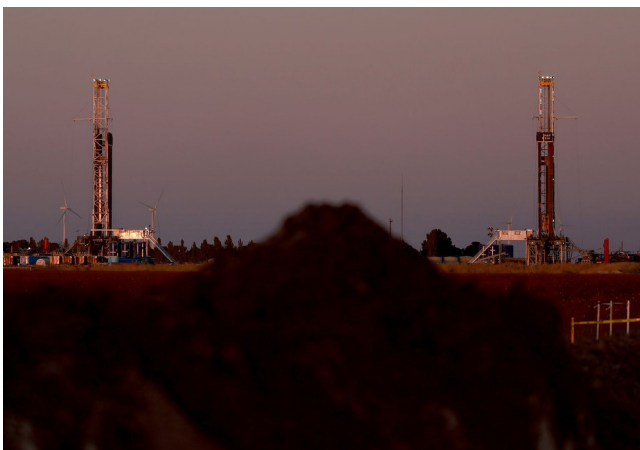
By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

8. 12月に原油価格急騰か。エネルギー関連株に注目

[エネルギー]

Oil Prices Could Jump in December. Energy Stocks Should Get a Jolt.
欧州の新たな対ロシア制裁の影響をどうみるか

原油価格の見通しに変化



Joe Raedle/Getty Images

11月の原油価格は、1バレル＝90ドル前後で安定的に推移し、静かな状態が続いている。しかし、この静けさは続かない可能性が高い。欧州の新たな制裁措置はロシアに対する圧力を徐々に強め、世界の石油市場を揺るがす可能性がある。

シティは今年、主要銀行の中で最も低い原油価格予想を掲げていたが、現在では、2022年第4四半期に平均97ドル、2023年の第1四半期に平均95ドルと、原油価格の上昇を見込んでいる。他でも、例えばオプショントレーダーの中には、2023年3月までに原油価格が200ドルに達す

という大穴に賭けている者もいる。このような事態が実現するには、需要と供給の双方で同時にショックが起こることが必要だが、原油価格に対する心理がいかに変化しているかを示している。

天然ガスも今後数カ月は原油と同様に、旺盛な世界需要とロシア産の輸出に対する制裁が続くことで価格が高止まりするという動きから恩恵を受けるはずだ。

シティのアナリストは、「市場参加者は最近の天然ガスと原油価格の緩やかな動きに安心してはいけない」と最近のレポートで警告している。

欧州の新たなロシア制裁による影響

原油価格と天然ガス価格の上昇は、今後数カ月間、エネルギー関連銘柄を魅力的なものにするはずだ。特に、米国のシェールガス生産企業は、石油輸入国が新たな供給先を探す中、世界市場においてより大きなプレーヤーとなる可能性がある。その恩恵を受ける可能性がある1社が、ヒューストンのシェールガス生産企業であるEOGリソーシズ<EOG>だ。

シェールガス生産企業は、今後数カ月で利益を得るために、現在の計画を進める以上の特別なことをする必要はないだろう。難しい選択とボラティリティーは米国外で起きている。欧州は12月5日に海上輸送によるロシア産石油の輸入を禁止するだけでなく、ロシアが域外国向けに輸出する石油に価格上限を設け、ロシアの石油収入の一部を奪う計画だ。

ロシアによるウクライナ侵攻前、欧州はロシアから1日当たり約150万バレルの原油を海上輸送により輸入していた。現在では100万バレル未満に減少しているが、それでもこの海上輸送は1億バレル規模の石油市場には欠かせない存在である。域外国向けのロシア産石油は、市場の中でさらに大きな部分を占めている。侵攻前、ロシアは1日当たり約500万バレルの原油と300万バレルの石油製品を世界に輸出していた。

欧州連合（EU）や他の先進国は、域外国向けのロシア産石油に価格上限を課すため、海上輸送保険を提供する保険会社や他のサービス業者を通じて、価格上限条件に同意しない買い手を排除している。重要な問題の一つは、ロシアが欧州企業の提供するサービスなしに、海上輸送による石油輸出を同じ規模で続けられるかどうかということだ。RBCキャピタルマーケットのアナリストであるヘリマ・クロフト氏は本誌への電子メールで、「多くの市場参加者が気付いていない要因として、価格上限は欧州による輸入禁止よりも多くの石油取引を混乱させる可能性がある」と述べている。

クロフト氏は、「欧州への日量150万バレルだけではない。インドは、欧米の保険引受サービスなしには、現在の規模のロシア産石油の輸入を続けることはできないかもしれない」と指摘する。

ロシアは以前から、価格上限に同意する買い手には売らないと言っており、対立構図を生み出す可能性もある。さらに、欧州は来年2月からロシアからの軽油などの石油製品の輸入を禁止する予定であり、これがまた原油価格高騰の原因となる可能性がある。特に軽油は、精製者の数が少なすぎるため、現在品薄状態となっている。

EOGリソーシズに注目

米国のシェールガス生産企業は、地政学的な陰謀の多くから隔離されていることで、その恩恵を受けることは間違いないだろう。シティは、中でもEOGを「質の高い成長株」として推奨している。EOGは先週、オハイオ州の新しい資源盆地で石油と天然ガスの生産を拡大すると発表し、大規模な新しい生産拠点を増やしている数少ない生産者の一つとなっている。ほとんどのシェールガス関連の上場企業は、来年の生産量の伸びを5%以下に抑えるようだが、EOGは石油と天然ガスの生産の伸びを2桁台

前半と予想している。

EOGの経営効率は良い。EOGの直近四半期の自己資本利益率は26%で、業界トップクラスに近い。株価は今年56%上昇したが、今後4四半期の予想利益に基づく予想株価収益率（PER）はなおわずか9.3倍だ。またEOGは10%の増配をしたばかりで、配当利回りは2.3%となる。

米国のシェールガス生産者はこの冬、欧州がロシアとの経済戦争に勝利するための支援を求められるだろう。この役割を果たすために、特に強い立場にある企業も存在する。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

9. 収束か長期化か—見方が分かれるインフレ見通し Inflation Tends to Linger. Could It Last a Decade This Time? インフレ収束には10年かかる可能性も

[経済政策]

予想を上回れば勝ち組



Spencer Platt/Getty Images

「勝つことが全てではない。それが唯一のことだ」は、スポーツの決まり文句だ。だが、予想を上回るだけで勝利宣言できるのが今の風潮だ。経営陣がガイダンスを引き下げた後で業績が予想を上回る。するとアナリストはコンファレンスコールで「素晴らしい四半期だ」と喝采する。賭けたチームが負けても、点差がハンディキャップ以内なら賭けはこっちのものだ。支持政党が中間選挙で議席を減らし、少なくとも一つの院の主導権は失う見込みだが、予想したほど悪くはなかった。これでも勝ったのだ、党首を胴上げしよう。

かくしてインフレ率がエコノミストの予測をわずかでも下回ると、米連邦準備制度理事会（FRB）の許容範囲の数倍であろうと、市場は強気の熱狂に包まれる。インフレ率は40年来の高水準から急速に低下しており、FRBは近々、積極的な利上げを終了するのでは、との投資家の見方を受け、債券と株式は大幅に上昇した。しかし、足元の物価上昇圧力とインフレサイクルの推移に目を向けると違う景色が見えてくる。

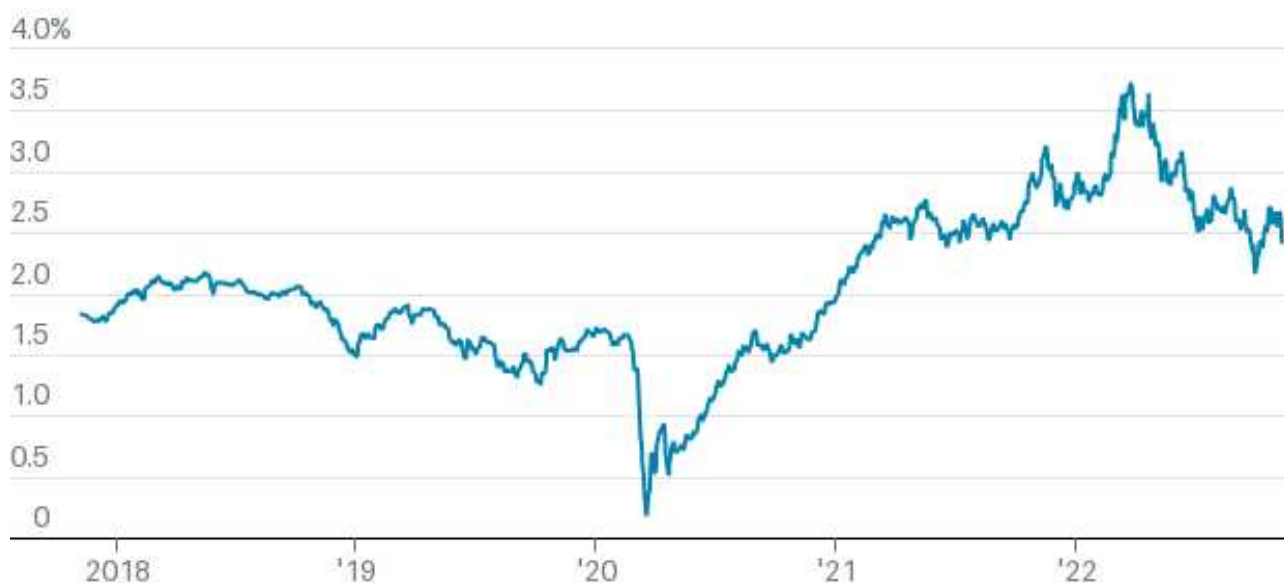
10月は物価沈静の兆しだが…

先週は10月の消費者物価指数（CPI）の上昇率がエコノミスト予想を下回ったというニュースを受け、株式市場は大幅に上昇した。総合CPIは前月比0.4%の上昇となり、食品とエネルギーを除いた「コア・インフレ率」は0.3%上昇した。いずれも予想より0.2%ポイント低い上昇率だった。前年同月比では総合CPIは7.7%の上昇となり、予想の7.9%、9月の8.2%を下回った。コア・インフレ率も前年同月比6.3%の上昇で、コンセンサス予想の6.5%、9月の6.6%を下回った。

Fighting History

Market expectations for future inflation have eased to about 2.5%. But history says when inflation tops 8%, it can take years for it to recede.

5-Year Breakeven Inflation Rate



Source: Bloomberg

米国みずほ証券のエコノミスト、アレックス・ペレ氏とスティーブン・リチュート氏は調査レポートの中で、物価の急騰抑制に一定の進歩が見られる、と述べている。サプライチェーンの問題や、エネルギーを筆頭とするコモディティ価格の高騰が世界中でインフレ率を押し上げたが、両氏は、米国のインフレは供給面だけでなく、需要過多がもたらしたものである、と主張している。FRBは個人消費の抑制に向けて、まだ多くの仕事に取り組まねばならない、と両氏は結論付けている。

FRBも市場もインフレ低下を予想、だが歴史とは相いれないとの見方も

市場はCPIデータに反応し、FRBのフェデラルファンド（FF）金利誘導目標の将来的な引き上げ予想は大幅に下方修正された。CMEフェドウォッチによると、10日のCPI発表後、FF金利先物市場は12月の米連邦公開市場委員会（FOMC）でFF金利が50ベースポイント（bp、0.5%）引き上げられる確率を85%と予想している。その1週間前の先物市場では、50bpか75bpのどちらかで五分五分と見られていた。12月のFF金利誘導目標のレンジを4.25～4.50%とする新たな低めの予想は、9月に発表された最新のFOMCの経済見通しの年末予想中央値と一致する。

FRBも市場も、2023年にはインフレ圧力が大幅に緩和されると予想している。だが、投資サービス会社リサーチ・アフィリエイツの創業者兼会長であるロブ・アーノット氏と、同社のパートナーでマルチアセット戦略部門を率いるオミド・シェカーニア氏の論文によれば、歴史はFRBと市場に味方していない。

インフレ収束の兆しに沸く市場

アーノット氏とシャカーニア氏は先進14カ国のデータを1970年1月までさかのぼって分析した結果、今年のCPIのように、前年同月比上昇率が8%を超えた場合、インフレ局面はすぐには収束せずに、70%の確率で加速する傾向があることを明らかにした。とはいえ、今後数カ月以内に、インフレ率が過去最高を更新するとは限らない。だが、物価上昇圧力は一過性であるというこれまでのコンセンサスを踏まえて、両氏は「リスクを覚悟で、その可能性を排除する」と記している。

真の問題は、インフレ率が8%を超えると抑制が難しくなり、より厳しい金融政策が長期間にわたって必要になることだ、とアーノット氏とシャカーニア氏は主張する。米国のインフレ率は過去1年間にわたり前年同月比6%以上で推移し、9月までの7カ月間は同8%を上回っている（10月には同7.7%に低下した）。これを過去の事例に照らせば、インフレ率が3%以下に低下するまでの期間の中央値は10年となる。株式市場と債券市場の最新のCPIの数値に対する歓迎ぶりは、市場が歴史を無視していることを示している。FRBも無視していることは間違いない。

FOMCの最新の経済見通しによれば、FOMCが重視しているインフレ指標である個人消費支出（PCE）デフレーターは今年末の予測の中央値は前年比5.4%で、9月末時点の同6.2%から低下が見込まれている（さまざまな技術的理由により、PCEは、より広く注目されているCPIよりも、変動が小さい傾向がある）。来年以降のPCEデフレーター予測中央値は、2023年末が2.8%、2024年末が2.3%、2025年末がFRBの目標値である2%となっている。また、経済見通しは、失業率が今年末の3.8%から2023年と2024年は4.4%と、小幅上昇にとどまるとの見通しも示している。

債券市場もインフレに対して楽観的な見方をしているようだ。「ブレイクイーブン・インフレ率（米財務省中期債券の名目利回り、それに対応するインフレ指数連動国債（TIPS）の利回りの差）」はここ数カ月、低下傾向を示している。市場は今年初め、今後5年間のCPIを年平均で約3.5%上昇と予想していたが、現在では2.5%を下回っている。

長期化する可能性も消えていない

アーノット氏は、抑制されたインフレ期待は市場の自己満足を反映しているようだ指摘し、「インフレが2023年に収束する可能性は十分にあるが、反対に、10年間継続する可能性も同程度にある。それが根本的な問題だ」とメールに記している。

10年という期間は、エコノミストや政策当局者の予測期間を大幅に超える。より現実的に予測期間を5年とすれば、投資家は利回り3.94%の米5年物国債か、利回りが1.45%プラスCPIの年間上昇率の5年物TIPSのいずれかを選ぶことができる。

今後5年間、平均インフレ率は本当に前年比2.5%を下回るだろうか。11日に発表された11月のミシガン大学消費者景況感指数では、5年先のインフレ期待は前月の2.9%から3%に上昇し、5カ月ぶりの高水準となった。「インフレ率は市場予想を上回る」と考え、インフレが目先の収束するという市場の見通しに対するヘッジ手段としてTIPSを購入するのも一手だ。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

3Q Earnings Weren't Bad. But 2023 Estimates Could Be Ugly.

第3四半期決算はそこそよかったが、2023年の予想は下方修正される可能性も。

利益予想が底を打つ前に株価が上昇する傾向も

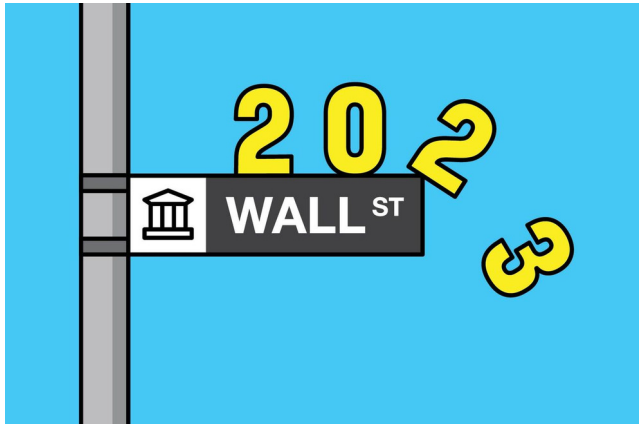


Illustration by Elias Stein

ウォール街は、第3四半期の決算発表後に2023年の業績予想が下方修正されると予想していた。今がその時だ。S&P500指数構成銘柄のうち、時価総額の約90%を占める企業が既に決算発表を行なっている。第3四半期の1株当たり利益（EPS）はアナリスト予想を約3%上回っているものの、クレディスイスはこれを「比較的低い」と述べている。

状況はさらに悪化する可能性もある。インフレが消費者支出の見込みに暗い影を落としていることは明らかだ。ファクトセットによると、S&

P500指数構成銘柄に含まれる一般消費財企業の2023年EPS予想はここ6カ月で15%下方修正された。製造業やテクノロジー等のセクターも影響を受けている。過去の実績では、翌年のS&P500指数の利益予想は、下半期に平均で10%引き下げられている。

利益予想はこれまでのところ、それほど下方修正されているわけではない。だがウォール街は景気後退を見込んでおり、2023年の予想は通常よりも引き下げられる可能性がある。さらに米連邦準備制度理事会（FRB）による利上げが需要に大きな影響を及ぼすのも今後のことだ。アナリストは、利上げの影響は遅れてやって来ることを理解している。ということは株価にはさらなる下値余地があるのだろうか？ 恐らくあるだろう。S&P500指数の予想株価収益率（PER）は16.4倍と、長期平均の15倍をやや上回る。2022年年初の21倍からは低下しているものの、債券の利回りが上昇しているために将来の利益の現在価値は下がり、現在のPERが割高であることを示している。

だがダメージは限定されるだろう。大抵の場合、利益予想が底をつく前に投資家が景気後退の終わりを感じ、株価は上昇するのだ。RBCキャピタル・マーケットで米国株式戦略の責任者を務めるロリ・カルバシーナ氏は「ボトムアップのセルサイドの予想は引き続き割高と考えられて今後も逆風となるが、良いニュースもある。株価が底を打つのは、利益の下方修正サイクルが終わるよりも3~6カ月早い傾向があるのだ」と記している。

今週の予定

11月14日（月）

・ 歯科用医療機器メーカーのデンツプライ・シロナ<XRAY>と食品大手タイソン・フーズ<TSN>が決算発表。

11月15日（火）

・ 小売り大手ウォルマート<WMT>が2023年度第3四半期決算を発表。さらなる安さを求めるコスト

意識の高い消費者から支持されており、株価は年初来マイナス1.5%にとどまる。

- ・自動車部品小売り大手アドバンス・オート・パーツ<AAP>とホームセンターチェーン大手のホーム・デポ<HD>が四半期決算を発表。
- ・米労働省労働統計局（BLS）が10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8.3%上昇（9月は8.5%上昇）、食品とエネルギーを除くコアPPIは7.2%上昇と9月と同じ。PPIは依然として過去最高水準にあるものの、今年3月に記録した過去最高値からは3%ポイント以上低下している。

11月16日（水）

- ・ネットワーク機器大手のシスコシステムズ<CSCO>、インターネットオークション運営のコパート<CPRT>、大手ホームセンターチェーンのロウズ<LOW>、画像処理半導体（GPU）大手エヌビディア<NVDA>、大手ディスカウントチェーンのターゲット<TGT>、ディスカウント衣料小売りチェーンのTJX<TJX>が決算発表。
- ・スマートファクトリー機器を製造するロックウェル・オートメーション<ROK>が2022年度投資家向け説明会を開催。
- ・米国勢調査局が10月の小売売上高を発表。エコノミスト予想は前月比0.5%増（9月は横ばい）。自動車を除く数値は0.6%増の予想（9月は0.1%増）。
- ・全米住宅建設業協会（NAHB）が11月の住宅市場指数を発表。エコノミスト予想は36（9月は38）。同指標は、住宅ローン金利の上昇により住宅建設の見通しが悪化したことで、2022年に入り40ポイント以上低下している。

11月17日（木）

- ・中国の電子商取引大手アリババ・グループ・ホールディング<阿里巴巴集团、BABA>、半導体製造装置メーカーのアプライド・マテリアルズ<AMAT>、大手計測器メーカーのキーサイト・テクノロジー<KEYS>、ネットワーク・セキュリティ対策ソフト大手のパロアルト・ネットワークス<PANW>、ディスカウント小売り大手ロス・ストアーズ<ROST>が決算コンファレンスコールを開催。
- ・自動車大手ゼネラル・モーターズ<GM>と日用品大手プロクター・アンド・ギャンブル（P&G）<PG>が年次株主総会を開催。
- ・米国勢調査局が10月の新設住宅着工件数を発表。予想は季節調整済み年率換算140万戸と9月とほぼ同じ。住宅市場の減速が続いていることからキャンセルされる契約も増えており、新設住宅着工件数は今年に入り20%近く減少。

11月18日（金）

- ・コンファレンス・ボードが10月の景気先行指数を発表。コンセンサス予想は前月比0.4%低下と9月と同じ。同指標は今年に入りほぼマイナスとなっている。コンファレンス・ボードは2022年の国内総生産（GDP）予想を1.5%としている。
- ・全米不動産業者協会（NAR）が10月の中古住宅販売件数を発表。エコノミスト予想は季節調整済み年率換算で436万戸と、9月から7.5%減。9月の中古住宅販売価格の中央値は38万4000ドルと、前年同月比8.4%増。

By Jacob Sonenshine
(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』 2022/11/13

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