

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2022/11/20

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 今年のホリデーシーズンは予測不能 - Retailers Are Bracing for an Unpredictable Holiday [カバーストーリー]
今後のヒントになるのは売上高ではなく在庫水準 P.1
2. FTX崩壊後の暗号資産業界の行方 - Crypto's Game Plan After FTX's Collapse [フィーチャー]
下値買いは禁物 P.5
3. 中国は米国との平和共存を望むが、その道は険しい - China Wants Peaceful Coexistence With the U.S. The Path There Is Perilous. [フィーチャー]
ゲスト寄稿者の見解 P.9
4. 予想以上に大きいFRB利上げの影響 - Fed Tightening Is Having More Impact Than You Might Think [コラム]
利上げは行き過ぎか、まだ足りないのか P.11
5. 株式市場がFRBの動きに一喜一憂しなくなる - The Stock Market Has Stopped Worrying About the Fed. [米国株式市場]
景気後退が現時点の懸念材料に P.12
6. アップル強気派が神経質になる理由 - An Apple Bull Gets Nervous. The iPhone Isn't Recession-Proof. [ハイテク]
iPhoneは景気後退に強くない P.15
7. サービス部門のインフレ高進はFRBの頭痛の種 - Services Inflation Is High and Rising. That's a Problem for the Fed. [経済政策]
インフレ収束への期待が高まる中、注意すべきサービス業の動向 P.17
8. 玩具大手のハズブロ、MTGの価値を希薄化か - Hasbro Won Big With a Role-Playing Game. Is It Now Diluting the Magic? [投資戦略]
アンダーパフォームへ2段階引き下げ P.19
9. 株式60%、債券40%のポートフォリオをあきらめないように - Don't Abandon the 60/40 Portfolio. You'll Miss Out on Gains. [インカム投資]
債券の見直し改善 P.21
10. 今週の予定 - FTX Sends Crypto Reeling. The Whales Move in to Profit. [経済関連スケジュール]
FTXが破綻し、クジラが利益を求めてやって来る P.23

※当誌は、株式会社時事通信社がライセンスに基づき Dow Jones & Company, Inc. の発行する BARRON'S 誌の内容を利用して作成したものです。

※当誌は、情報提供を目的としてのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。また、当誌は当社が信頼できると判断した資料およびデータ等により作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

※記事中の株式やファンドの価格は、米バロonz編集部による記事執筆時点の値である場合があります。

Copyright © 2022 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. 今年のホリデーシーズンは予測不能 Retailers Are Bracing for an Unpredictable Holiday 今後のヒントになるのは売上高ではなく在庫水準

[カバーストーリー]

昨年ほどの好況は期待できない



Photograph by Saul Martinez

全米小売業協会（NRF）のチーフエコノミストを務めるジャック・クラインヘンス氏は、今年のホリデーシーズン（11月から12月にかけての年末商戦）の小売売上高を予測するのに「非常に苦労した」と言う。その主な理由はインフレだ。クラインヘンス氏によれば、物価が急上昇しているため、価値が急落中の現金を消費者がどう支出しているか調査するのが難しくなった。さらに株式、金利、労働市場などのボラティリティーや不確実性も加わり、クラインヘンス氏や同僚の調査担当者はやや途方に暮れてしまった。

最終的に、クラインヘンス氏とNRFは、今年のホリデーシーズンの小売売上高を前年同期比約6～8%増と予想した。10月のインフレ率が前年同月比7.7%だったことを考慮すると、この予測では相対的には横ばいに見える。その他の消費ウォッチャーの予測はまちまちだが、今年は小売業者にとって2021年ほど素晴らしい年末にはならないという点では見解が一致している。昨年のホリデーシーズンの小売売上高は前年同期比13.5%と急増し、過去最高の8893億ドルを記録した。

さらに、今年の混乱はもう一つの疑問を生んでいる。ホリデーシーズンの小売売上高は、通常は消費者の全体的なセンチメントや来年の消費を占う上で非常に重要だが、今年は参考になるか分からない。足元が不安定な中で、買い物客がホリデーシーズンのセールに気前よくお金を使うことは、年末商戦が終わっても本当に消費が続くことを意味するのか。あるいはウェルズ・ファーゴが推測するように、堅調なホリデーシーズンは小売業界にとって最後の熱狂なのか。

来年、どの小売株が好調なパフォーマンスを上げるかについての知見を求めている投資家にとって、今年のホリデーシーズンはそれなりに有益なものになるだろう。ほとんどのアナリストが今後の事業環境がより厳しくなると予想する中で、各社はこのホリデーシーズン中に在庫を適正化し、商品価格を定めるチャンスがある。つまり、今後数週間の行動が2023年の勝者と敗者を決める上で大きな意味を持つはずだ。

高所得層と低所得層の乖離（かいり）

過去最高の売上高を記録した2021年のホリデーシーズンは、それまで新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の渦中にあった買い物客が潤沢な銀行預金と新鮮な消費意欲を持っていたことが後押しになった。カーニー消費者研究所のケイティ・トーマス主任は、「ノスタルジー、センチメント、そして正常な日常生活を強く求める気持ちが、ホリデーシーズンをよみがえらせたようだ」と語る。ショッピングモールやeコマースサイトに集まった消費者は、景気刺激策による給付金、好調な



Photograph by Saul Martinez

株式市場、多額の貯金のおかげで豊富な現金を所持していた。

現在の買い物客のバランスシートは大きく異なる。米連邦準備制度理事会（FRB）の分析によると、米国の家計は、パンデミックの間に貯蓄した2兆3000億ドルの約4分の1しか消費しておらず、貯金はまだ十分に残っている。しかし、米商務省経済分析局の調査では、個人の貯蓄率は2020年4月から9月にかけて33.8%から3.1%へ急落した。これは2008年以降で最低の水準である。賃金は上昇しているが、増分は持続的なインフレによってすぐに失われてしまう。

インフレは低所得層の世帯にとっては深刻かもしれないが、高所得層はそれほど大きな影響を感じていない。業界にとっては幸運なことに、高所得層は以前から小売売上高をけん引してきた層でもあり、所得が上位20%の家計は消費支出全体の約40%を占めている。

今のところ、高所得層は財布を開く準備ができているとみられる。会計・コンサルティング大手プライスウォーターハウスクーパースの調査によると、年間所得12万ドル超の世帯はホリデーシーズンの間にプレゼント、旅行、娯楽に平均で2759ドルを支出する予定だという。これは米国全体の平均額の約2倍で、前年比で15%増加している。予測家を悩ませている疑問は、不動産価格が下落し、株式市場の低迷が続いても、旺盛な消費意欲が維持されるかどうかという点だ。不動産と株式は、富裕層の資産において非常に大きな割合を占める。

小売業者も昨年とは全く違う状況にある。2021年は新型コロナウイルスによるサプライチェーンの問題が依然として品不足の原因となっており、企業は高い価格を維持することができた。今年は注文が満たされどころか、商品が余っている。9月時点で小売業者の在庫は7400億ドル超に上り、前年同期比で22%増加している。小売業者は現在、消費者が支出を抑えることを考え始めているまさにその時に、膨張した在庫を消化しなければならないという気が重い仕事に直面している。

上記の理由から、各社はセールを実施している。しかし、価格を下げれば売上高は押し上げられるが、利益率は上昇するわけではない。最近まで、ほとんどの小売業者は生産コストと輸送コストの上昇を買い物客に転嫁することが可能だった。だが、インフレと消費者センチメントの低下によってこの戦略はうまくいけなくなり、一部の企業は既に投資家に対して昨年のような好業績を期待しないように警告している。例えば、スポーツ用品大手ナイキ＜NKE＞は、9月の決算説明会で、値下げ幅の拡大によって2023年度の粗利益率が1.5%ポイント低下する見込みだと述べた。

小売りの二極化に対応した投資先

長期志向の投資家にとって、小売業界における最高の投資先は、たとえさえないホリデーシーズンになっても大幅な値下げには踏み切らない企業かもしれない。BMOキャピタル・マーケットのアナリストであるシメオン・シーゲル氏は、「バランスシートのコストや売上高の短期的な低迷に耐えられる企業は、販売プロモーションを抑制したり、過去数年間で築いたブランド力を維持したりしやす



Photograph by Ryan Young

い」と語る。

そのような企業として、シーゲル氏は化粧品大手アルタ・ビューティー<ULTA>や高級アパレル大手カプリ・ホールディングス<CPRI>を挙げる。両社は販売数量を犠牲にしても価格を維持する意向だと述べている。アナリストは、堅調なファンダメンタルズのおかげで短期的な影響を吸収できる可能性があるとする。

もう一つの選択肢は、供給の飽和に着目し、過剰在庫の放出によって恩恵を受けるとみられる銘柄に投資することだ。多くの新古品がディスカウントストアのTJX<TJX>、ロス・ストアーズ<ROST>、バーリントン・ストアーズ<BURL>などの店舗の棚に並ぶだろう。バンク・オブ・アメリカの小売業界担当アナリストであるロレイン・ハッチンソン氏は、「在庫に関する悪いニュースは、ディスカウントストアにとっては非常に良いニュースだ」と話す。

UBSの調査によると、米国人は今年のホリデーシーズンのプレゼントを主にディスカウントストアで買う予定だ。この調査でディスカウントストアが百貨店を上回ったのは2014年以来である。これは投資家が注目すべきもう一つのトレンド、すなわち「小売りの二極化」を示唆する。買い物客は価格帯の両極にある店舗に引き付けられている。クレジットカード大手マスターカードのシニアアドバイザー、高級百貨店サックスの元会長兼最高経営責任者（CEO）のステイブン・サドーブ氏は、「中間にある企業は困難に陥ることが多く、強い圧力を受ける可能性がある」と指摘する。

二極化は目新しい現象ではないが、インフレなどの経済的要因が米国の高所得層と低所得層に異なる影響を及ぼしていることを考えると、アナリストが今年は二極化が加速すると予想するのは当然だろう。富裕層が依然として高級品に散財する意欲を見せる一方で、その他大勢の消費者は「トレードダウン」（安い商品への買い替え）モードに入っており、有名ブランドからプライベートブランドに移行したり、1ドルストアやディスカウントストアに向かったりしている。

こうした行動の変化は、小売り大手ウォルマート<WMT>、1ドルストア大手ダラー・ゼネラル<DG>、同業のダラー・ツリー<DLTR>など、お買い得な商品を提供するというブランドを構築してきた企業に恩恵をもたらす可能性がある。ウォルマートは既に予想を上回る第3四半期決算を発表し、2023年度通期ガイダンスを引き上げており、全ての消費者層で市場シェアの拡大が続く見込みだと述べた。

資産運用会社コロンビア・スレッドニードル・インベストメンツのシニアアナリストであるマリ・ショー氏によると、フルプライスの専門店（百貨店や、ショッピングモールに入居している小売店を含む）は苦境に取り残される恐れがある。ショー氏は「こうした企業は品ぞろえや価格帯が広くないため、最も大きな悪影響を受ける公算が大きい」と指摘する。そのため多くのアナリストは、第4四半期を迎えるにあたり、このサブセクターに対して弱気な姿勢に転じている。例えば、バンク・オブ・アメリカのハッチンソン氏は、アパレル大手ギャップ<GPS>、百貨店大手のコールズ<KSS>やメーシーズ<M>、アパレル大手VFコープ<VFC>の投資判断をアンダーパフォームとしている。

■ ホリデーシーズンの業績が在庫水準を左右

Shopping Stalwarts

In an unpredictable retail environment, these stocks are well positioned to outperform.

Company / Ticker	Recent Price	YTD Change	Next 12-Mo. P/E	Est. EPS Growth*
Dollar General / DG	\$256.19	9%	20.7	9.8%
TJX / TJX	79.02	4	21.9	13.5
Ulta Beauty / ULTA	435.58	6	19.3	7.6
Walmart / WMT	148.50	3	22.8	9.7

*For fiscal year ending January 2024

Source: FactSet

2022年のホリデーシーズンから将来の小売業界の見通しについて洞察を得られるとすれば、それは12月の売上高よりも、1月1日時点の在庫やバランスシート状況によるものだろう。ショー氏は「今年のホリデーシーズンの業績が堅調であるか否かによって、在庫を消化して新年を迎えられるかが決まる。これは来年の利益率を大きく左右するはずだ」と語る。

多くのエコノミストが、来年のリセッション（景気後退）入りや、少なくとも苦しい経済環境を予想している。そのような中で、2023年初めの在庫が適正水準にある小売業者は、来年にどのような困難に直面したとしても、比較的高い価格決定力と柔軟性によって対応できるだろう。

ほとんどの景気ウォッチャーは、ホリデーシーズンの小売売上高が堅調だったとしても、2023年の米国の消費動向の参考になるとは考えていない。多くの米国人は転換点に立っている。堅固だった個人のバランスシートは脆弱（ぜいじゃく）化する兆しを見せており、現状の景気に対する満足感や将来への懸念によって相殺されている。アナリストは、「過去（あるいは現在）のパフォーマンスは必ずしも将来の成果を保証するものではない」というおなじみの免責事項の文言と同様の見方を強めている。

ただし、ホリデーシーズンの売上高が予想に達してもアナリストを喜ばせることはないが、予想に届かなければ彼らの注目を集めるだろう。信用格付け会社ムーディーズのチーフエコノミストであるマーク・ザンディ氏は、「クリスマスシーズンの景気が予想を下回った場合、2023年末についての予想は非常に暗いものになるだろう」と語る。

By Sabrina Escobar
(Source: Dow Jones)

2. FTX崩壊後の暗号資産業界の行方 Crypto's Game Plan After FTX's Collapse 下値買いは禁物

[フィーチャー]

未曾有の崩壊劇



Illustration by Spooky Pooka

FTXの暗号資産（仮想通貨）業界最大のスキャンダルは、有名人やスポーツ界のスターを巻き込み、カリブ海の陰謀や企業内の秘密にまで拡大している。一体どのような経緯で時価総額320億ドルの企業がほぼ一夜にして崩壊することになったのか。振り返って見ると、サム・バンクマン・フリード氏のFTX帝国については数多くの赤信号が灯っていたのだが、その転落ぶりには企業史に残る大規模破綻の経験者でさえもが衝撃を受けた。FTXの最高経営責任者（CEO）に新たに就任したジョン・J・レイ氏は連邦破産法に基づく裁判所への提出書類で、「私のキャリアにおいて、企業の内部統制がこれほど完璧に破綻した例を見たことがない」と述べた。20年前のエンロンの倒産を処理した弁護士のコメントとしてはかなりの表現だ。

既に各方面で損失が生じているが、今後さらなる損失が表面化する可能性が高く、今はバーゲンハンティング（下値買い）をするタイミングではない。ビットコインや他の暗号資産は20%超の価値を失わない、最大の取引所であるコインベース・グローバル<COIN>や、暗号資産銀行シルバークラウド・キャピタル<SI>、ビットコインのみを投資対象とする上場ファンドのグレースケール・ビットコイン・トラスト<GBTC>の相場も大幅に下落した。11月初旬にFTXが崩壊を始めて以降、暗号資産市場で失われた価値は2000億ドルを超えている。しかし、この危機がすぐに収束する兆候は全くない。暗号資産エコシステムの信頼性に対するダメージは計り知れない。そして、FTXグループに対するエクスポージャーを他の取引プラットフォームが公表するにつれ、連鎖倒産が発生する可能性もある。

政府によるFTXの調査は始まったばかりであり、訴訟も増加しつつある。既にある訴訟では、FTXのウェブサイトやスーパーボウルの広告でFTXを宣伝したとして、トム・ブレイディ、ラリー・デービッド、ステフィン・カリーなどの有名人がターゲットとされている。

デジタル資産の第一人者であるコーネル大学のエスワール・プラサド教授（経済学）は、「暗号資産の価値が極めて不安定であることは分かっていたが、今や暗号資産を取引し、保管するためのプラットフォームも信頼できないことが分かった。資産を安全に保管するという基本的な要件すら満たしていない」と指摘する。

ワシントンでは、暗号資産に関する包括的なルールを求める声が高まっており、イエレン財務長官は先週、暗号資産業界のリスクへの対処、消費者の保護、金融の安定性促進が不可欠であると述べた。暗号資産インデックスファンドの運用会社ビットワイズ・アセット・マネジメントのマット・ハウガン最高投資責任者（CIO）は、「ドミノ倒しはまだ終わっていない。波及リスクが人々を暗号資産市場から遠ざけるだろう。今後さらにどのような問題が発生するかも分からない」と語る。

二つの可能性

今後については、二つの可能性が考えられる。一つは、ニューヨーク大学のヌリエル・ルービニ教授（経済学）の言葉を借りれば、暗号資産が「全てのペテンの母」であることが疑いの余地なく証明され、資産クラスとして終焉（しゅうえん）を迎える可能性だ。もう一つの可能性は、暗号資産には重要性がないことが判明することだ。開発されて10年になるが、金融市場や商業取引の本流でこのテクノロジーの本格的な進出は見られない。今回の騒動で金融市場全体に大きな影響はない。FTXの崩壊後、S&P500指数は3.7%上昇している。市場ストレスのもう一つの指標である社債と国債の利回りスプレッドも2008～2009年の世界金融危機の時のように急拡大してはいない。

これに対し、ハウガン氏は「ある取引所が悪業に携わっていたからといって、暗号資産やブロックチェーン（分散型台帳）テクノロジー、プログラマブルマネーが終わるわけではない」と述べ、いずれの見方もばかげていると反論した。加えて、仮想通貨ファンドであるビットワイズについては、機関投資家による大きな資金流出は見られないと指摘。、彼らの暗号資産テクノロジーに対する信認に変わりはなく、危機の収束を待つ意向であるという。

明るい兆しが見えると主張する業界関係者もいる。ようやく規制当局が介入し、これ以上の破綻を防止するという見方だ。440億ドル相当のステーブルコインUSDCを発行する企業、サークルのダンテ・ディスパルテ最高戦略責任者（CSO）は、「最悪の結末は、人間の不正行為であることが明らかな出来事とテクノロジーが一緒にされることだ。まさにそうしたことが起こりかねないが故に暗号資産業界に対する規制が必要となる」と語る。

結論から言えば、暗号資産は恐らく存続するだろうが、FTX後の世界では変わることになるだろう。暗号資産が存続し発展するためには、これまで以上に政府による監督、監査済み財務諸表、消費者保護、および透明性が必要となる。暗号資産を規制の対象となる価値の交換手段に変えることは、政府や企業による統制を回避するために設計されたビットコインの本来の精神に反するが、生き残るためには暗号資産業界に他の選択肢はないかもしれない。

320億ドル帝国の崩壊と余波

先週、バハマに本拠を置くFTXの潜在的な不正行為が次々と明らかになった。レイ氏が裁判所に提出した書類によると、企業の資金が個人向けの融資として書類を作成することなく、バハマの住宅購入や従業員の個人的な物品購入に充てられていた。経費はオンラインチャットで申請され、個人を表す絵文字で承認されていた。レイ氏が指摘するところによると、FTXは適切な会計帳簿と記録の作成・保存を行っておらず、顧客資金の不正流用を隠匿するためのソフトウェアまで使用していた。

損失の規模は判明していない。レイ氏は3億7200万ドル相当の暗号資産が不正送金され、何者かが3億ドル相当の未承認トークンを铸造し、価値を希薄化させたと指摘する。ロイターその他の報道によると、バランスシートに80億～100億ドルの穴が開いており、うち10億～20億ドルは行方不明となった顧客資産だという。レイ氏によると、バンクマンフリード氏は自身のトレーディング会社アラメダ・リサーチから10億ドルの融資を受けていた。

現在、100万人以上に上るFTXグループの顧客、債権者、および投資家が、資金の回収を試みている。しかし、残されたFTXの資産の管轄法域すら争いの対象となっている。バハマ証券取引委員会は17

日、FTXのデジタル・マーケット資産を、「安全に保管」するため、委員会支配下のウォレットに移すよう指示したと発表した。破産手続きの管轄法域をめぐる対立によって顧客の資金回収がさらに遅れる可能性を示唆している。

FTXの担当者もバンクマンフリード氏もコメント要請に応じなかった。バンクマンフリード氏は謝罪、説明、時には奇妙なコメントなど、ツイッターへの投稿を続けている。レイ氏は、「(Fで始まる罵倒語の) 規制当局の連中が全てを悪化させている」というツイッター上の報道関係者とのチャットを引用し、バンクマンフリード氏は「不規則でミスリーディングな公式声明を続けている」と指摘した。

他の暗号資産関連企業は影響の拡大を食い止めようと躍起になっている。バンクマンフリード氏から救済資金の提供を受けた高利回りの暗号資産貸し付け大手ブロックファイは、顧客の預け金口座を凍結した。大手貸し付け業者のジェネシス・グローバル・キャピタルは資金の引き出しを停止し、その結果、双子のウィンクルボス兄弟が設立した取引所ジェミニ・トラストもジェネシスの繋がりから、顧客口座の凍結に追い込まれた。ジェネシスの広報担当者は本誌宛ての声明で、「当社はあらゆる可能な選択肢を検討しており、潜在的な投資家と前向きな対話を行っている」と述べた。

■ グレースケール・ビットコイン・トラスト

もう一つの犠牲者は、105億ドル相当のトークンを持つビットコイン関連の最大のファンドであるグレースケール・ビットコイン・トラストだ。グレースケールの価格は先週、保有するビットコイン資産に対して40%のディスカウントの水準まで下落した。アーク・インベストメントのキャシー・ウッドCEOはこれを割安と見なし、グレースケールの30万超の投資口を上場投資信託(ETF)のアーク・ネクスト・ジェネレーション・インターネットETF<ARKW>向けに購入した。しかし、グレースケールの大幅なディスカウントは、ビットコインの下落が終わっていないという懐疑的な見方を反映している。多くの暗号資産関連企業が圧力を受けており、売らざるを得ない状況に追い込まれることによってディスカウント幅がさらに拡大する可能性があるからだ。

他の暗号資産取引所は、顧客を安心させるために奔走している。コインベースは、顧客の許可なしに顧客資産を動かすようなことはないと言う。シンガポールを拠点とする取引所運営会社クリプト・ドットコムは、顧客資産を準備金で完全に手当てしていると言う。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は、取引高で世界最大である自身の取引所の顧客を安心させようとする一方で、他の取引所には「プルーフ・オブ・リザーブ(第三者によって行われる独立した残高証明)」を公表するよう求めている。

今のところ、トークン市場はこれら全てを冷静に受け止めているように見える。ビットコインの価格は約20%下落し、イーサの価格は24%下落した。ペンシルベニア大学ウォートン・スクールのケビン・ワーバック教授は、それはボラティリティーの高いトークン市場において特筆すべきことではないと言う。ワーバック教授は、バンクマンフリード氏とともに、2021年2月の上院公聴会で暗号資産規制の強化を訴えた人物である。ワーバック教授は、「暗号資産のほとんどの取引チャートを見て、暗号資産業界で歴史上最も壮大な失敗の直後の期間を特定するようにあなたに依頼したとしたら、あなたは恐らく今を選ぶことはないだろう」と言う。

暗号資産に対する規制強化

強気派の見方では、FTXの失敗は、ワシントンでの包括的な規制の成立を促すことになる。実際、最良の結果は、2002年のエンロン破綻と2008～2009年の金融危機の後に導入されたウォール街の抜本的なルール変更であるサーベンス・オクスリー法とドッド・フランク法の暗号資産版の導入ということかもしれない。これらの規制には、意図的に会計処理上の不正を行った経営者に対する刑事責任、銀行に対する新たな自己資本規制、そして多くの消費者保護規制が含まれる。

米国の政策立案者は、現在、暗号資産への取り組みを強化している。12月には、下院委員会がFTXに関する公聴会を開催する予定だ。議会では2023年に、暗号資産取引所やブローカーに対し、米商品先物取引委員会（CFTC）と米証券取引委員会（SEC）の双方あるいはいずれかへの登録を義務付ける法案が検討される見込みだ。米国の規制当局もまた、顧客資産と自己勘定取引資産が混在するようなFTXモデルが二度と起きないようにする必要に迫られるだろう。資産の分別は現在、株式のブローカー、ディーラーや取引所の基盤となっているが、暗号資産ではしばしば欠落している。

フィッチ・レーティングスの金融機関リサーチ部門のグローバルヘッドであるマンスール・フセイン氏は、防護柵がなければ、ファミリーオフィス（家族向け業者）や政府系投資ファンド（SWF）などの資金力のある投資家は離れていくだろうと指摘する。フセイン氏は、「一部のファンドやファミリーオフィスは、状況が落ち着くまで、保有資産の少なくとも一部を売却している」と言う。

ホワイトハウスはまた、暗号資産の決済や取引に広く利用されているステーブルコインへの規制も求めている。サークルや他のステーブルコイン関連企業は、規制を求めて強く働きかけてきた。しかし、ステーブルコイン市場自体は縮小しており、2021年5月の1860億ドルをピークに250億ドルも減少している。JPモルガンのアナリストは、「ステーブルコイン市場の縮小が止まることなく、暗号資産価格が持続的に回復することを現時点で想像するのは難しいだろう」とリポートで述べた。

この騒動で恩恵を受けるのは誰か

この大騒動で勝者がいるとすれば、それはすでに広範な規制を受けている企業かもしれない。ゴールドマン・サックスの暗号資産取引のグローバルヘッドであるアンドレイ・カザンツェフ氏はある会議で、安全な取引相手を求める機関投資家には、規制されていない取引所や取引プラットフォームを利用するよりも、「質への逃避」が見られると述べた。

しかし、安全への逃避の恩恵を受けているコインベースは、新たな逆風に直面している。金融大手バンク・オブ・アメリカ＜BAC＞は18日に、特に暗号資産取引所の中核である個人顧客間で「暗号資産エコシステムへの信頼が低下している」ことを理由に、コインベースの投資判断を「中立」に引き下げた。さらにバンク・オブ・アメリカは、ビットコインが直近の1万6600ドルから1万ドルに下落するなど、暗号資産価格の「持続的なさらなる悪化」があった場合、コインベースの収入にリスクがあるとしている。

FTXは現在、エンロン、リーマン、マドフに続いて、失敗した企業の仲間入りをする可能性が高い。しかし、FTXが引き起こした暗号資産の混乱は、「押し目買い」の理由にはならない。ドイツ銀行のストラテジストであるマリオン・ラブール氏は、「私は、これが価値のある機会だとは思わない」と言う。

By Joe Light
(Source: Dow Jones)

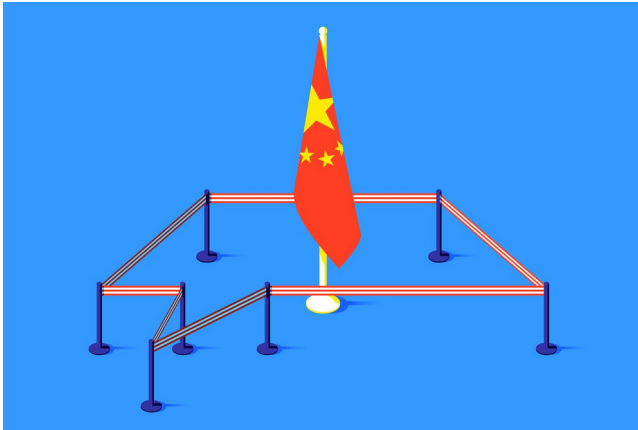
3. 中国は米国との平和共存を望むが、その道は険しい

[フィーチャー]

China Wants Peaceful Coexistence With the U.S. The Path There Is Perilous.

ゲスト寄稿者の見解

先端技術をめぐる米国の規制は一種の武器



Ben Wiseman

米国のバイデン大統領と中国の習近平国家主席がバリ島で3時間余り会談したとき、世界は一斉に安堵（あんど）のため息をついた。この瞬間は、米国が中国に対して先端技術規制という爆弾を投下してからわずか38日後のことだった。市場は、笑顔と握手を超大国間の緊張緩和の兆しとして熱烈に歓迎している。しかし、これはデタント（緊張緩和）ではない。バリで行われた主要20カ国・地域（G20）サミットは、中国政府と米政府の戦略的競争がエスカレートしていると冷静に認めるものだった。

米国は、先端技術から台湾に至るさまざまな領域で、中国を抑圧するための機会を捉えている。これに対し、中国は景気減速が深刻化し、米国の締め付けに対して脆弱（ぜいじゃく）になっており、守勢にある。これは、弱体化した中国政府が米国との外交のリセットを交渉する準備ができていないことを意味しないし、かといって新興産業への投資を誘致するための中国政府の「ニンジン」が不足していることを意味するものでもないが、競争の現段階では、勢いは米国側にあるように見える。

それは、10月7日に発表された、中国を対象とした米国の一連の輸出規制にも表れている。この規制は、高性能の画像処理半導体（GPU）などの最先端技術を中国の手に渡さず、中国独自の先端半導体開発を凍結しようとする米国にとって大きな武器となる。このような規制は、米国の技術が中国の軍事的発展に資することを妨げるという名目で行われてきた。しかし、より広範な政策的動機も表面化しつつある。例えば、サプライチェーンの強靱（きょうじん）化という名目で米国の中国への依存度を下げるための規制は、NAND型フラッシュメモリーのように中国がバリューチェーンを高め、コモディティー化した分野や、将来的には大容量バッテリーの開発のように中国が先行者利益を得られる産業分野にも及んでくる可能性がある。

また、米国は中国に対する抑止力を積極的に強めている。台湾への防衛支援を強化し、インド太平洋地域における米国とパートナーの軍事資産を拡大することなどが、その戦略である。しかし、抑止力強化によって、中国が「平和的隔離」シナリオを含む特定のレッドラインを越えた場合、米国政府は「戦略的曖昧さ」の姿勢を捨て、事の重大性を明確にするよう迫られることになる。一方、中国政府は、米国の抑止力強化の行動が「一つの中国」政策を犯すものと認識した場合は、自国の言い分を主張するためにより強力な行動を取ることを正当化できる。

米国はこれらの競争において、リスクはあるものの自国に有利なモメンタムが働いていると考えてい

る。しかし、この二つの政策路線は密接に絡み合っており、意図しない結果に陥る危険性がある。例えば、先端技術規制は、正確に適用し、企業がサプライチェーンを調整するための時間を確保することもできるが、経済波及効果や安全保障上の影響をほとんど考慮せずに、乱暴に実施される可能性もある。特に、中国が自国の存立を脅かされ、屈服を避けるために紛争を起こす必要があると感じた場合にこのことが当てはまる。

台湾に関する政策は、独立派を刺激することなく、台湾の防衛力を強化することに重点を置いて慎重に管理することもできる。あるいは、米国が中国政府の弱点を過大評価し、先端技術規制と台湾の両面でより過激な姿勢を取る可能性もあり、この場合は一部のパートナー国にとって、米国の攻撃性に対抗して中国との経済的関与を深めるきっかけとなる可能性もある。この二つのアプローチの間の溝は深く、2024年以降の米国の政権を握るのは誰かによって左右される恐れがある。

米中の平和的共存

習近平国家主席とバイデン大統領は、冷戦というラベルを回避して競争の状況を説明しようとしたが、歴史的な類似性が現状を説明していることは明らかだ。今回の首脳会談の中国側の発表資料には、当然のことながら、米中関係への抱負として「平和的共存」という文言が含まれている。米国はこのフレーズに歴史的なアレルギーを抱えている。当時のソ連の指導者ニキータ・フルシチョフ氏と、冷戦時代の米国の封じ込め政策の立役者であったジョージ・F・ケナン氏は1959年から1960年にかけて、このフレーズだけをめぐって「フォーリン・アフェアーズ」誌上で議論を戦わせた。フルシチョフ氏は、平和的共存とは「戦争の否認」であり、「すべての国家が、いかなる形であれ、いかなる口実であれ、互いの領土保全と主権を侵害することをやめる義務」であると主張した。ケナン氏は、フルシチョフ氏の平和的共存の定義は不合理であり、ロシアの「欧州中心部への政治的・軍事的拡大は、世界の戦略的・政治的均衡における大きな変化を意味し、西側の政治家は決して議論の対象とせず、ましてや合意することもない」と反論している。

平和的共存は、中国政府にとって魅力的な結末である。米国が最終的に中国の勢力圏を認め、不干渉の原則を尊重して紛争を回避するという未来を描いている。しかし、その線引きについては、台湾海峡を取り囲む第一列島線をめぐる争いをはじめ、米政府と中国政府の間に大きく隔たりがある。

米中両国は、台湾や先端技術規制といった問題を率直に議論することで、競争が破滅的紛争に発展するのを防ぐという共通の責任を行動で示している。しかし、両者の競争はまだ続いている。今世紀の共存のあり方について、より本質的な対話を始めるには時間がかかるし、危機的な状況も予想される。

この記事は、ゲスト執筆者（ロジウム・グループの中国企業助言担当ディレクター）により書かれたもので、執筆者本人の視点や意見を反映している。

By Reva Goujon
(Source: Dow Jones)

4. 予想以上に大きいFRB利上げの影響 Fed Tightening Is Having More Impact Than You Might Think 利上げは行き過ぎか、まだ足りないのか

[コラム]

暗号資産ブームの果て



Yuri Gripas/UPI/Alamy Live News

ここ数年、われわれはパンデミック（世界的大流行）について多くのことを経験してきた。市場における情報も、有益、有害を問わず、パンデミック同様に拡散していく。

ノーベル経済学賞を2013年に受賞したイエール大学のロバート・シラー氏は、著書「根拠なき熱狂」の中で、情報の伝播に関するエピソード・モデルを説いた。今や投資家の熱狂に関する古典となっているこの本は、人から人への直接的な情報の伝達を加速させたインターネットと電子メールの黎明期といえる20年ほど前に出

版された。シラー氏は、情報は、うるさ型の専門家による辛口の分析が無く、「見栄えが良く、鮮やかで、語られやすい物語」を伴っていれば、より強力に拡散すると指摘している。

このエピソード・モデルは、暗号資産ブームとその後の破綻についての理解に有益である。その代表例が、かつて天才と称されたサム・バンクマンフリード氏が創業した暗号資産取引所FTXの破綻である。「バイラル化」は、エキサイティングな情報があらゆる場所で急速に広まることを意味する言葉として定着している。

この種の狂気は今に始まったことではない。実際、錬金術師の類いの話は、19世紀の古典であるチャールズ・マッケイの著書「常軌を逸した集団妄想と群衆の狂気（邦題：狂気とバブル）」にも大きく取り上げられている。卑金属を金に変えるといった中世の夢とコンピューターコードを富に変えるという現代の夢は、哲学的には類似しているといえる。暗号資産の熱烈な投資家は、現代の紙幣は裏付けのない単なる紙であり、中央銀行がマウスをクリックして自国の国債を購入することで安易に供給量を拡大できる、と主張するかもしれない。

利上げは行き過ぎか

18世紀の南海バブルやミシシッピバブルに始まって金融バブルのほとんどは、紙幣の増発によって膨張してきた。しかし、いったん中央銀行が金融引き締めに移るとバブルは収縮し、2008年から2009年にかけての世界金融危機における住宅価格の暴落のような破綻を招く結果となる。

エド・ハイマン氏率いるエバーコアISIは、18日の顧客向けノートで、FTXの破綻は米連邦準備制度理事会（FRB）の引き締め政策が過剰であることを示唆している可能性がある」と指摘した。サンフランシスコ連銀が算出する量的引き締め等を考慮したフェデラルファンド（FF）金利の代理指標は6.34%で、FF金利の現状の名目的な誘導目標である3.75~4.00%を上回っている。

エバーコアISIによると、金融引き締め行き過ぎを示すもう一つの兆候は、FF金利が主要債券利回りを上回っていることである。指標となる米10年国債利回りは先週末3.82%となり、週初とほとんど同じ水準で取引を終えたが、週半ばには一時3.70%を下回り、FF金利の誘導目標の下限を下回る水準で取引された。このように、長期金利が短期金利を下回って逆イールドとなることは、景気後退の典型的な予兆といえる。しかし、この金利理論を提唱したデューク大学のキャンベル・ハーベイ教授は、リサーチ・アフィリエイト社のビデオ書簡において、景気後退のシグナルとなるには逆イールドが少なくとも3カ月続くことが必要と述べている。

利上げペース緩和の是非

先週、FRB高官が相次いで講演し、主要政策金利をさらに引き上げる用意があることを示唆したが、FF金利先物市場はこれらを織り込んだ水準で取引されている。CMEグループのフェドウォッチによると、足元4回の利上げは75ベースポイント（bp）であったが、12月13日～14日に予定されている連邦公開市場委員会（FOMC）では利上げ幅が50bpになることを、FF金利先物は織り込んでいる。これは、ブレイナードFRB副議長の「利上げペースの緩和が適切」との発言とも一致する。

ブレイナード氏は、一方で、さらなる利上げが必要であることも示唆している。FF金利先物は、来年3月までにFF金利の誘導目標は5.00～5.25%で頭打ちとなるが、その水準が来年11月まで維持されることを示唆している。また、セントルイス連銀のブラード総裁が、最悪のシナリオとして、インフレ抑制のためには7%まで利上げが必要と示唆し、市場の混乱を招いた。

FRBの追加利上げの見通しと企業業績が横ばいしないし低下する可能性から、ウォール街のストラテジストは相当に保守的な目標株価を発表している。2023年に、S&P500指数などの主要株価指数はジェットコースターのように不安定な値動きをした後、年末にはほぼ現在と同水準になる可能性がある予想している。これらの予想は、FRBが2023年後半に金融緩和に移行することを前提にしている。

こうした見通しによると、5%で頭打ちが見込まれる政策金利によって、依然として8%近くで推移するインフレを抑制できることになる。これが絵空事に終わらなければ良いが。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

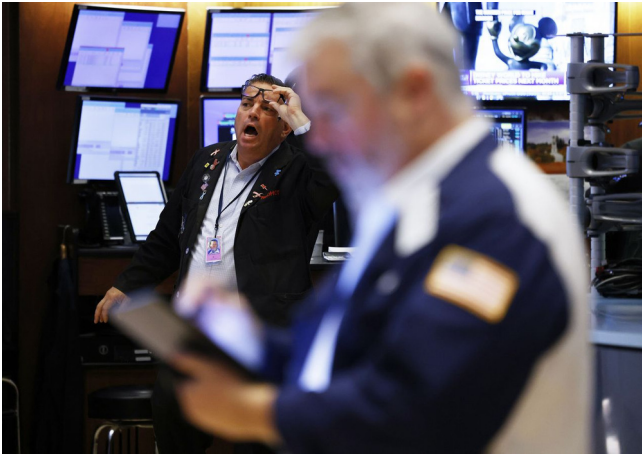
5. 株式市場がFRBの動きに一喜一憂しなくなる The Stock Market Has Stopped Worrying About the Fed. 景気後退が現時点の懸念材料に

[米国株式市場]

FRBの動きに対する懸念が和らぐ

株式市場は米連邦準備制度理事会（FRB）の壁を乗り越えたが、まだ、森を抜け出したという意味ではない。市場の注目は現時点で米国経済に移っており、米国経済が景気後退に陥るかどうかで、安値を再度試す動きがあるかどうかが決まることになる。

先週の株式市場は素晴らしい週というわけではなかったが、悪い週ということもなかった。主要株価指数を見ると、ダウ工業株30種平均はわずか0.01%の下落で3万3745ドル69セントとなり、S&P500指



John Angelillo/UPI/Shutterstock

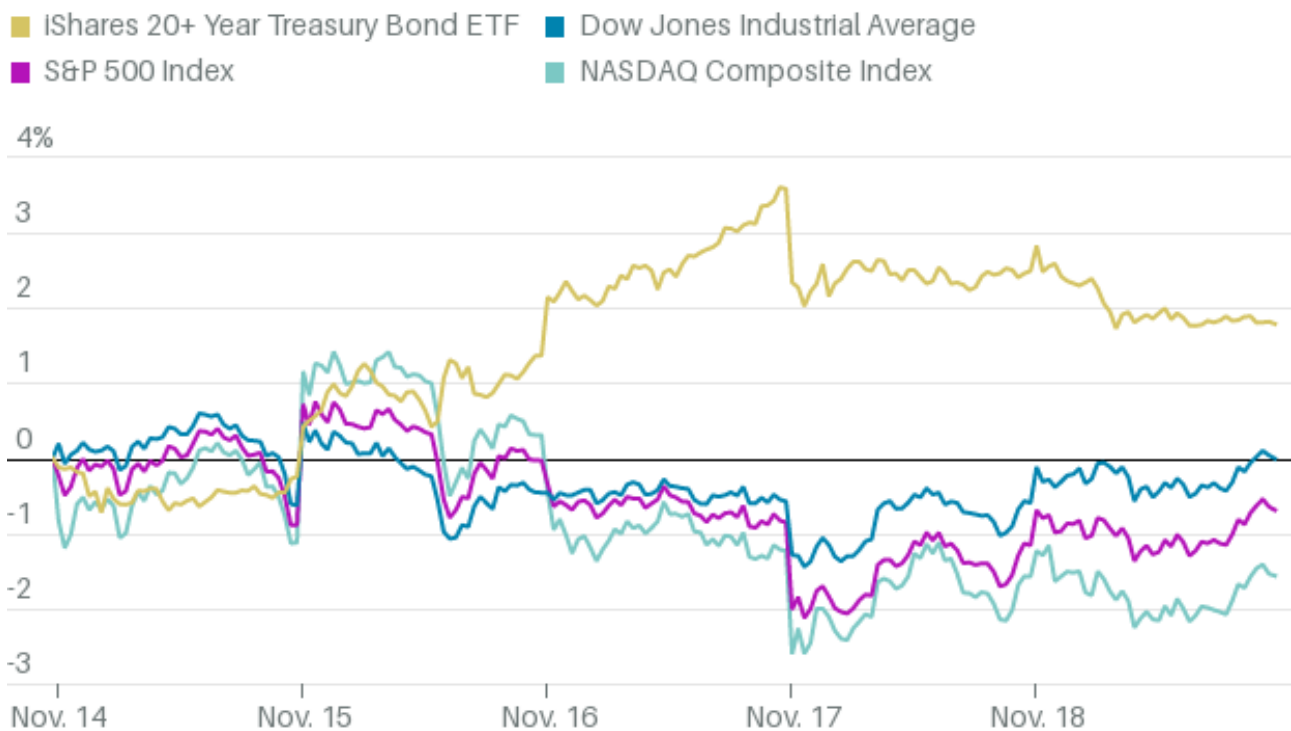
数は0.7%安の3965.34で引けた。ナスダック総合指数は下げ幅を拡大して1.6%安の1万1146.06となり、小型株のラッセル2000指数は1.8%安の1849.73で週末を迎えた。

インフレが減速するとの楽観的な見方が広がる中でナスダック総合指数が3月以降で最大の上昇を見せたわずか1週間後に、このような下落となった点は特に残念だった。この下落は、小売売上高が予想を上回ったことを受けて「良いニュースは悪いニュース」という典型的な反応だったこともあるが、FRBの意図が反映されたものでもあった。多くのFRB高官が将来の利上

げについてそれぞれの考えを述べ、そのほとんどが、インフレとの闘いの一時休止、転換、あるいは何らかの妥協といった考えを押しとどめるものだった。

社債スプレッドに注目

Market Snapshot



Source: FactSet

それでも、市場の回復力は評価されるべきものだった。先週の17日にセントルイス連銀のブラード総裁が、金利は「十分に抑制的だと正当化できる水準にはまだ達しておらず」、インフレを抑えるためには7%までの利上げの必要があるかもしれないと発言すると、S&P500指数は当初1.3%の下落となった。しかし、17日は結局わずか0.3%の下落にとどまった。おそらく、これはFRBが短期筋のトレーダー以外に対する影響力を失っていることの表れだろう。

ウェリントン・シールズの市場アナリストであるフランク・グレッツ氏は「FRBが（まだ終わっていない）鐘（かね）を叩いているにもかかわらず、ほとんどの場合、市場が耳を貸さないため、むなしく響いているようだ」と書いている。

それは水面下の動きにも反映されているようだ。投資関連データを提供するクオンツ・インサイトによると、今年の大半は、実質金利の上昇と利上げ見通しが株価を押し下げる要因となっていた。しかし現時点で状況は変わり始めている。実質金利は依然として市場を動かしているものの、クオンツ・インサイトのモデルによれば、クレジットスプレッド（社債と国債の利回りの差で、市場がデフォルトをどれだけ懸念しているかを示す）が10月12日以降、株価を動かす最大の要因になっている。同社のストラテジストは「市場の関心は株式と債券利回りの逆相関に集中しているが、今後はクレジットスプレッドにもっと注意を払うべきだろう」と書いている。

こうした注目点のシフトはある程度、理にかなっている。FRBの急速な利上げでイールドカーブは反転した。つまり、短期債の利回りが長期債の利回りより高く、これは通常、景気後退の前兆となっている。さらに、米国債の3カ月物と10年物の利回り差は、先週0.5%超に拡大した。ビスポーク・インベストメント・グループによれば、このような現象は1970年以降では6回しか起きておらず、最後は2007年で、その時は5～14カ月後に景気後退入りした。

景気後退の可能性は五分五分

一方、市場はまだ景気後退をそれほど心配していないようだ。米国債とジャンク債のスプレッドは、直近のピークである10月5日の6.13%から5.08%に縮小している。それはそれでいいのだが、MKMパートナーズのチーフストラテジストであるマイケル・ダーダ氏は、「ジャンク債の中のジャンク債」であるCCC格の債券は依然として動きが弱く、市場は「この先、より広範囲な信用市場の弱さを予兆している可能性がある」と指摘する。

しかし、まだそうならない。少なくとも、11月の消費者物価指数が発表され、FRBがほぼ確実に再利上げを行う12月中旬までは、株式市場の反発が再開する可能性は十分にある。

ウェルズ・ファーゴ・セキュリティーズの株式ストラテジストであるクリス・ハーベイ氏は「現在の市場トレンドは12月中旬まで続きそうで、その後はコイン投げと同じ状況だが、景気後退が差し迫っているとの証拠が増えている」と書いている。

コイン投げでラッキーな方になるだろうか。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

6. アップル強気派が神経質になる理由

[ハイテク]

An Apple Bull Gets Nervous. The iPhone Isn't Recession-Proof.

iPhoneは景気後退に強くない

成長はピークアウトしつつある



Stanislav Kogiku/Getty Images

筆者はアップル<AAPL>の見通しについてこれまではかなり強気な見方をしてきた。だが、現状を評価すると、懸念を抱く理由が幾つかある。成長が鈍化しており、成長率がマイナスに落ち込む可能性があるのにバリュエーションが高止まりしていることで、アップル株は脆弱（ぜいじゃく）に見える。

株価は年初来で約15%下落しているが、他の大手ハイテク企業を大きくアウトパフォームしている（例えばマイクロソフト<MSFT>は31%下落、アルファベット<GOOGL>は35%下

落）。しかし、アップルの成長率はピークアウトしつつある。パンデミック（世界的大流行）前の2019年度は2.2%の減収だったのに対し、2021年度はMac（マック）とiPad（アイパッド）の需要が急増したために増収率は33%となり、2012年以降の最高を記録した。だが、パンデミックによる底上げ効果が消滅しつつある。2023年は低調な年となることを覚悟すべきだ。

株価がもっと割安であれば、それは大きな問題ではないかもしれない。だが、12カ月予想PER（株価収益率）はより急成長を遂げているマイクロソフトと同等の24倍であり、S&P500指数の約18倍を優に上回っている。

確かにアップルの業績は他の大手ハイテク企業ほどひどくはない。7～9月期の売上高は前年同期比8%増の901億ドル、1株当たり利益（EPS）は同4%増の1.29ドルとなり、いずれもウォール街の予想を上回った。だが、問題は水面下に潜んでいた。

業績の予想超過は一時的要因によるもの

直近四半期の業績が予想を大きく上回ったのは、Macの売上高が前年同期比25%増の115億ドルとなり、ウォール街の予想を22億ドル上回ったためだ。この大幅な予想超過は供給の制約が緩和されたことを反映しており、部品不足に直面した4～6月期は前年同期比10%減だった。一方、iPhone（アイフォン）とiPadの直近四半期の売上高は予想を下回り、広告およびゲームの売上高は軟化して、サービス売上高もコンセンサス予想を下回った。

アップルの最高財務責任者（CFO）を務めるルカ・マエストリ氏は決算説明会で、ドル高による逆風などのせいで10～12月期の売上高の伸びは鈍化すると警告した。さらにMacの売上高についても、M1プロセッサをベースとしたMacの新モデルがデビューした前年同期から大幅に減少するだろうと述べた。ただしサービス事業については、マクロ環境の悪化が広告とゲームの両方の足かせとなるにもかかわらず成長するとの見通しを示した。

中国のiPhone組み立てラインの問題がさらなる足かせに

2週間前、状況はさらに悪化した。製造パートナーの鴻海精密工業が中国鄭州で運営するiPhone 14 ProおよびPro Maxの組み立てラインが新型コロナウイルス感染症の発生により「能力が大幅に低下した」状態で稼働していることをアップルが明らかにしたからだ。

アップルは、ProとPro Maxの需要は引き続き好調だが出荷量が以前の予想を下回り、納品がさらに遅くなると述べた（ただしその期間については言明していない）。一方、ベースモデルのiPhoneとiPhone Plusの需要は軟調で、同社が生産量を削減したことが報じられている。ところが驚くべきことに、アップルの株価はiPhoneの生産問題に関する声明が発表されてからの2週間で9%上昇した。投資家は恐らくこの問題を織り込んでいない。

景気後退とは無縁ではない

10～12月期に関するウォール街の業績予想は下方修正されている。コンセンサスは今や、売上高が1.4%増の1257億ドルにとどまり、EPSは前年同期の2.10ドルから2.04ドルに減少すると予想している。iPhoneの供給が急速に改善しない限り、2019年1～3月期以降で初めて前年同期比で減収となる可能性がある。ジェフリーズのアナリスト、カイル・マクニーリー氏の推定では、iPhoneの組み立てラインの問題による売上高の減少は1週間当たり約10億ドルだ。

一方、アップルのマエストリ氏が直近の決算説明会で明らかにしたように、アップルは景気減速の影響を受けないわけではない。iPhoneの価格は平均で900ドル、最上級機種では1600ドルもする。。大衆はiPhoneが好きだが、食べるのも好きであり、家賃を払ったり、車のガソリン代もある。売り上げが景気後退の影響を受けないと考えるのは非現実的だ。

ハイテク株に投資するヘッジファンドを率いるダン・ナイルズ氏によると、「投資家はiPhoneを生活必需品と考えたがっている」。だが、ナイルズ氏がリセッション（景気後退）に対するアップルの耐久性について「2023年に売上高は減少すると考えている」と明かすように、来年は多少のサプライズが起こる可能性がある。アナリストは2023年の売上高が3%増加して4070億ドルとなり、iPhoneの売上高は1%弱増加して2070億ドルとなると予想しているが、筆者が賭けるとすればアナリストの予想を下回る方に賭けるだろう。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

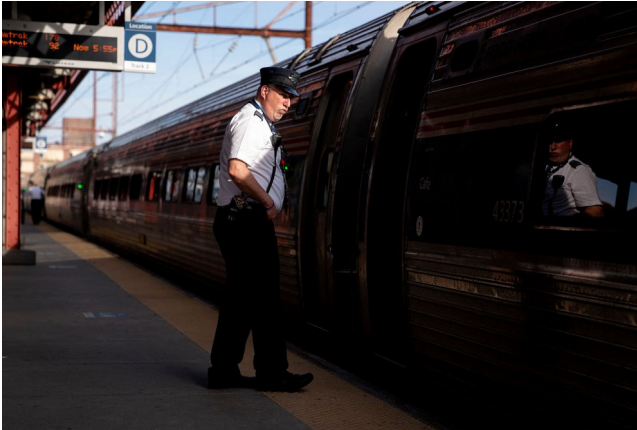
7. サービス部門のインフレ高進はFRBの頭痛の種

[経済政策]

Services Inflation Is High and Rising. That's a Problem for the Fed.

インフレ収束への期待が高まる中、注意すべきサービス業の動向

住宅関連以外のサービス業が盲点に



Stefani Reynolds/AFP/Getty Images

過去2週間の株式市場では、インフレがついにピークに達したとの期待を受けて上昇する場面があった。楽観派によると、財の物価は下がりつつあり、住宅部門は減速し、10月の卸売物価指数は予想を下回った。市場が熱狂するわけだ。

この強気なストーリーが間違っているというわけではないが、大きなピースが欠けている。住宅関連以外のサービス部門に関する情報が抜けているのだ。米連邦準備制度理事会（FRB）によるインフレ抑制の戦いが新たな、より困難な

局面を迎える中、住宅以外のサービスは、インフレがどこへ向かい、次に何が起こるのかを示す重要な分野として注目に値する。

FRBがコアインフレ率を抑制するために、三つの戦線で戦っていると想像していただきたい。第一の戦線において、FRBは勝っているように見える。10月のコア財価格は0.4%下落しており、サプライチェーンの問題が緩和され、消費者需要が減少するにつれて、今後1年間でさらに低下する見通しだ。

第二の住宅について、前線からもたらされる最新情報は良好だ。政府統計にはまだ反映されていないものの、よりリアルタイムに近い民間の指標は、インフレ圧力が大幅に緩和されていることを示している。エコノミストによれば、家賃または帰属家賃の低下は、今後6～12カ月の間に消費者物価指数（CPI）に反映されるはずだ。従って、住宅インフレは既知の問題であり、終了時期の見通しもついている。

残る第三の戦線が、住宅を除くサービス部門であり、FRBがさらに劣勢に立たされる可能性がある唯一の戦線だ。サービス部門は、CPIの40%を占める住宅コストばかりが目立ちがちだが、その他のサービスもCPIの25%以上を占め、医療、保育、自動車保険、娯楽サービスなど、多くが急激に値上がりしており、今後も上昇を続ける余地がある。

これがインフレ率全体を底上げし、財や住宅における進展にもかかわらず、FRBが目指す年率2%の物価上昇率に戻る時期を遅らせる可能性がある。サービス関連のインフレの持続は、FRB幹部が先週、フェデラルファンド（FF）金利はまだ大幅に上昇する余地があると投資家に警告したことの理由の一つとなる。

高い物価上昇率が続く可能性

Room to Rise

While core goods prices fall, services costs are high and rising, even when housing is excluded.

■ Services Less Rent of Shelter ■ Commodities Less Food and Energy



Note: Change from a year ago, monthly, not seasonally adjusted

Sources: U.S. Bureau of Labor Statistics; St. Louis Federal Reserve

ウェルズ・ファーストでシニアエコノミストを務めるサラ・ハウス氏は、「さらなる物価上昇の余地はかなりあると見ている。住宅以外のサービスでは、今後数カ月は相当に高い上昇率が続き、全体的なインフレ減速の足かせになるだろう」と述べる。家賃を除いたサービス価格の上昇率は、10月に年率7.5%と、サービス全体のインフレ率（同7.2%）を上回った。

サービス部門のインフレ見通しは人件費と密接に関係しており、賃金の上昇が続いていることが、エコノミストがこの先も安心できないと見ている最大の理由である。最新の雇用コスト統計によると、賃金は年率5%で上昇している。ゴールドマン・サックスのエコノミストは先週、賃金上昇は既にピークかその近辺に達している可能性があるが、少なくとも来年後半まではサービス部門のインフレに対する上昇圧力の要因になると推定している。

賃金以上にサービス部門のインフレが強まる最も単純な理由は、特定の 카테고리において投入コストの上昇がまだ完全に反映されていない、つまり経済全体に対して遅れを取っているように見えることである。医療を例として見ると、10月のCPIで病院および関連サービスの価格が0.2%下落したことは、明るい兆しと見ることもできる。しかし労働集約的な医療業界で、賃金が高騰し労働者が不足しているにもかかわらず、価格がコロナ以前の水準を下回っていることから、ウェルズ・ファーストのハウス氏は、今後さらにインフレが進むと捉えている。

ハウス氏は、もう一つの例として自動車保険を挙げる。価格は過去3カ月に毎月1%以上上昇しており、歴史的に見ても異例のペースだ。これは、サプライチェーンの混乱と労働力不足により、保険会社が負担しなければならない交換部品の価格が上昇した影響を反映している。この分野でもインフレ圧力は数カ月間高止まりする可能性がある。

金融引き締めがますます危うくなる中で、財とサービスのデータの傾向が異なることは、FRBにとって事態を複雑にしている。この1年の大半において、FRBの任務はFF金利の引き上げの迅速な実行という単純明快なものだった。しかし今、FRBは、複数のデータが正反対の方向に動いているときに、いつ、どの程度ギアをシフトさせるかを判断しなければならない。住宅以外のサービス部門はコスト動向を知るための民間データがほとんど存在しないため、FRBがインフレ予測を立てるのが最も困難なセクターの一つだ。FRBはまた、これまでに実施された引き締めの累積的影響が、ようやく経済全体に波及し始めたばかりであるという事実を考慮しなければならない。

舵取りが困難に思われるなら、その通りだ。RSM USでチーフエコノミストを務めるジョセフ・ブリュスエラス氏は、「われわれは今、政策判断の難しい局面を迎えている」と述べる。

By Megan Cassella
(Source: Dow Jones)

8. 玩具大手のハズブロ、MTGの価値を希薄化か

[投資戦略]

Hasbro Won Big With a Role-Playing Game. Is It Now Diluting the Magic?
アンダーパフォームへ2段階引き下げ

アナリストレポートを受け、株価が10%下落



Dreamstime.com

ブラック・ロータスは年初来で42%下落して2万6500ドルとなった。タイムツイスターは26%下落の9500ドルだ。一方、モックス・ジェットの下落率はわずか9%で7770ドル。きっとディフェンシブな銘柄に違いない。

実は、これらは今年で誕生30周年のトレーディングカードゲーム、「マジック：ザ・ギャザリング」(MTG)のレアカードだ。価格変動は、今やMTGカードの流通市場におけるスタンダード・アンド・プアーズ(S&P)と呼ばれるMTGゴールドフィッシュによるものだ。これらの価

格下落を受けてウォール街のとある銀行がMTGを保有するハズブロ<HAS>について明らかに弱気に転じたため、14日、ハズブロの株価は1日で10%も下落した。

カードゲームが奇妙だとか、オタクっぽいとか、幼稚だとか、そういうことを言っているのではない(いや、その通りなのだが、良い意味で)。筆者が高校時代、テーブルトーク・ロールプレイングゲーム(TRPG)のダンジョンズ&ドラゴンズ(D&D)の集まりには参加しなかったのは、バスケに夢中だったからだ。だがD&Dで遊んでいた友人たちの方が面白い大人に成長している。さらに、コロナ禍でTRPGの人気は復活した。

MTG、ハズブロの主力ブランドに

どれほど人気があっても、これまでD&Dで金儲けができたことはなかった。D&Dはプレイヤーの一人がダンジョンマスターとなり、昔ながらのルールブックとサイコロを使って物語を進行し、他のプレイヤーが物語の一員となるゲームだ。MTGは、D&Dのルールブックを手に入れられなかった数学好きの子どもが独自のルールをあみ出したことから始まった。その子は大人になり、ウィザーズ・オブ・ザ・コーストというゲーム会社にアイデアを提供した。大会の参加者がちょっとした空き時間に遊べるような、手軽に持ち運べるゲームを作ろうと考えたのだ。画期的だったのはカードで、各プレイヤーの個性や戦略を反映させたデッキを構築することができた。

1993年に発売されたMTGは大人気となり、わずか4年後にウィザーズ・オブ・ザ・コーストはD&Dを買収した。さらに1999年、ハズブロがウィザーズを3億2500万ドルで買収した。その際、D&Dとポケモンカードはニュースになったが、MTGはほとんど話題に上らなかった。MTGはハズブロの稼ぎ頭であるにもかかわらず、長い間知名度は低かった。ハズブロによると、今やMTGは同社の筆頭ブランドで、売上高は年間10億ドルにのぼるという。

投資対象としてのMTGカード

筆者は以前からハズブロの有望なブランドとしてMTGに注目していたが、昨年、知人からMTGへの投資についての相談を受けるまで、投資対象と捉えたことはなかった。その知人は、暗号資産（仮想通貨）はリスクが高そうなので、とりあえずMTGに投資しようというのだ。笑い話ではない。筆者が勧めた単純な株式と債券のインデックスファンドだって、運用成績はやはり振るわない。

実はMTG投資には活発な市場が存在する。ラッパーのポスト・マローンが昨年、ブラック・ロータスのアーティストのサイン入りカードに80万ドルを支払ったと明かした。ブラック・ロータスは伝説のカードと呼ばれ、新作パックへの収録が禁止されていると考えられていたカードだとはいえ、かなりの金額だ。カード価格は2021年春にピークを迎えた。偶然かもしれないが、ちょうど新型コロナウイルス関連で3回目の景気刺激策が実施された時期だ。

何週間か前に前述の知人とぼったり会った際、ハズブロが30周年記念のレアカード付きセットを999ドルで限定発売すると教えてくれた。希少価値が下がるのではないかと思ったが口には出さなかった。裏面はオリジナルと異なるらしいのだが、それにしても、普通のカードが1パック5ドルで売られているのに、ここまで高価なのはなぜだろう。

ブランドは好調と発表も

MTG投資家の間でもこれは議論的となっている。MTG投資で有名なユーチューブチャンネル、アルファ・インベストメンツのルディ・ザ・マジック・ガイは、「購入を控えてほしいと呼びかけている」と言う。彼が懸念するのは、今後の価格設定への影響だ。「今は高値だと思っても、これから値崩れして乱高下するかもしれない。覚悟すべきだろう」。

ビーオブエー・セキュリティーズのアナリスト、ジェイソン・ハース氏は、希薄化を理由に、ハズブロを「買い推奨」から一気に「アンダーパフォーム」に引き下げた。希薄化と言っても株ではなく、カードの話だ。投資判断引き下げに関するレポートの題名は「ハズブロは金のガチョウを殺してい

る」で、近年の新規カードの大量リリースにより業績は支えられてきたが、カード価格の下落により販売店は損失を被り、コレクターはカードを売却し、ブランドは傷ついていると論じている。

ハズブロは直近の決算説明会で、サプライチェーンの混乱で新製品が続けざまにリリースされることはあるが、ブランドは好調だと答えた。UBSもハズブロに強気だ。

MTGの30周年記念セットは11月28日に発売される。今のところ、ハズブロの1株当たり利益（EPS）は今年10%の減少を記録し、2023年には持ち直す予想されている。2022年の予想PER（株価収益率）は13倍だ。MTG以外では、ハズブロはD&Dをハリウッドで映画化し、収入源にしたいと考えている。映画は2023年3月下旬に公開予定だ。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

9. 株式60%、債券40%のポートフォリオをあきらめないように Don't Abandon the 60/40 Portfolio. You'll Miss Out on Gains. 債券の見直し改善

[インカム投資]

伝統的ポートフォリオに終わりの時か



Illustration by Barron's staff ; Dreamstime(1) Alamy(1)

株式と債券の価格が同時に下落したために、株式60%、債券40%で構成される伝統的なポートフォリオの今年のパフォーマンスは極めて期待外れだった。とはいえ、そのモデルポートフォリオは廃れたわけではなく、今後1年間で上振れを提供するかもしれない。リージェントアトランティックの共同最高投資責任者（CIO）のアンディー・カプリン氏は、「60：40のポートフォリオ、特に40%の債券側の見通しがこれほど素晴らしいのは久しぶりだ」と語り、その理由として投資適格社債の5～6%の利回りを挙げる。

11月15日までの年初来で、S&P500指数とブルームバーグ米国アグリゲート・ボンド・インデックスの組み合わせのリターンは、配当と利払いを含めてマイナス約15%だ。

一般的に、株価の上昇時には債券価格が下落し（逆も同様）、極めて重要な分散効果を提供する。しかし、2022年は普通の年ではなかった。リサーチ・アフィリエイツの最高経営責任者（CEO）兼CIOのクリス・ブライトマン氏は、「インフレ率と金利が変動する時には、株式市場も乱高下し、株式のリターンは一般的に低下する」と言う。

結果的に、投資家の一般的な予想に反して債券と株式の今年の相関性は非常に高くなった。JPモルガン・アセット・マネジメントのチーフ・グローバル・ストラテジストのデービッド・ケリー氏は、「株式の下落時に債券がポートフォリオを保護しなかったために、多くの人々が今年の債券に失望し

ているが、それは言うまでもなく、インフレが高進したためだ」と語る。

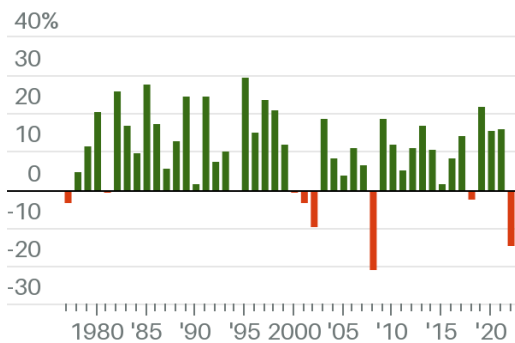
米連邦準備制度理事会（FRB）のインフレ対策の一環として、短期金利も大幅に上昇した。最近では11月2日に、フェデラルファンド（FF）金利誘導目標は0.75%引き上げられた。金利上昇は債券価格を圧迫する。

一部の投資家にとって、60：40のポートフォリオはもはや意味をなさない過去の遺物となっている。スタートアップ企業向けに融資を提供しているアプライド・リアル・イテリジェンスのマネジング・ゼネラル・パートナーのザック・エリソン氏は、「債券と株式の今後のパフォーマンスは低迷するだろう。60：40のポートフォリオの観点ではさらに悪いことに、株式と債券の相関性が非常に高い。両方のパフォーマンスが同時に低迷するだろう」と言う。

債券が再び下支えへ

Double Trouble

This year is shaping up to be one of the worst for a portfolio consisting of 60% U.S. stocks and 40% U.S. bonds, as both asset classes have struggled.



Note: Stocks are represented by the S&P 500 and bonds by the Bloomberg US Aggregate Bond Index; 2022 data is YTD.

Source: Vanguard.

しかし、60：40のポートフォリオがいかなる試練にさらされようとも、今すぐなくなるわけではない。FRBが来年上半年に利上げペースを減速させ、金利が安定するか、または小幅とはいえ低下するようになれば、債券投資家に希望の兆しが訪れる可能性すらある。

60：40のモデルには長い歴史があり、JPモルガンのマネジング・ディレクター兼シニア・アドバイザーのジャン・ロイス氏は、それは「戦略的な配分を議論する出発点である」と述べる。投資の世界には、株式への配分比率を100引く年齢にすべきという古い経験則がある。ロイス氏は、キャリア半ばの40歳の人の場合、株式に対する60%の配分は「平均的な投資家にとって極めて普通だ」と付け加える。

60：40のモデルは、今年の不振を別にすると長期にわたって機能してきた。バンガードによると、そのポートフォリオは、1926年1月1日から2021年12月31日までで、年率8.8%のリターンを上げた。

バンガードの米州担当チーフ・エコノミストでポートフォリオ構築を率いるロジャー・アリアガ・ディアス氏は、60：40のポートフォリオを、「適度な成長を追求するために設計された投資戦略にとっては、健全なベンチマーク」であると評し、「その終焉（しゅうえん）について語ることは、長期にわたって成功してきた投資からの逸脱となる」と付け加える。さらに、ディアス氏は、投資家が現状を維持することが重要であるとし、「見通しが改善しているために、60：40のポートフォリオをあきらめるには適切なタイミングではない」と語る。

JPモルガン・アセット・マネジメントによる60：40のモデル・ポートフォリオに対する最新の予想では、今後10～15年にわたる年率トータルリターンを7.2%としている。株式と債券のバリュエーション低下のおかげもあり、昨年時点の4.3%の予想から引き上げられた。ケリー氏は、インフレがようやく落ち着きを見せ始めていると考えており、「債券が復活し、60：40のポートフォリオが復活し、債券

全般において良好なリターンとインカムを得られる。インフレ率が横ばいにとどまるか低下し始めれば、債券は伝統的な分散の役割を再び果たすことになるだろう」と語る。

60：40のモデルを誰もが完璧に守っているわけではない。オークツリー・キャピタル・マネジメントの共同会長で、金融市場に関する複数の本の著者であるハワード・マークス氏は、「私は、60：40のポートフォリオを、投資の提案として考えたことはない。私はそれを単に指標として用いてきた」と言う。ディアス氏は、60：40のポートフォリオを、「目標の構成比が何であれ、投資家の戦略的資産配分にとっての一種の近道」と評する。

しかし、インフレが引き続き減速するとしても、インフレ率がFRBの目標である2%の水準に戻るまでには時間がかかるだろう。そのため、債券価格が近い将来に勢いを得られない可能性がある。ブライトマン氏は、「リスクは高まっており、しばらくは高止まりするだろう」と語る。

とはいえ、債券利回りは1年前と比べて大幅に上昇している。米10年債利回りは、昨年末の1.51%から最近では3.78%へ上昇している。ブライトマン氏は、「利回りの上昇と価格の低下は」、たとえそれが、「ボラティリティーの高まりと投資市場におけるリスク上昇」の結果だとしても、「投資家にとっては朗報だ」と言う。

債券投資家にとっての見通しは、2022年初めと比較して改善している。ブライトマン氏は、「投資家として債券投資を増やすのであれば、得られる利回りは低下ではなく上昇するだろう」と付け加える。

By Lawrence C. Strauss
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

FTX Sends Crypto Reeling. The Whales Move in to Profit.
FTXが破綻し、クジラが利益を求めてやって来る

規制当局の動きが注目される



Illustration by Elias Stein

FTXの突然の経営破綻により、暗号資産（仮想通貨）市場は衝撃を受けている。だが修羅場にあっても、「クジラ」と呼ばれる大口投資家は買い進んでいた。暗号資産で最大のビットコインは、FTXの惨状が明らかになる前は約2万1000ドルだったが、18日には2年振りの低水準である1万6600ドルまで下落した。2021年11月に記録した最高値はおおよそ6万9000ドルだった。アヴァトレードのアナリスト、ナイーム・オスラム氏は、「仮想通貨業界はまだFTX破綻の混乱にあり、トレーダーも衝撃を受けている」と述べている。

ビットコインに対して典型的なディストレスト投資を目論むバーゲンハンターも出現した。デジタル資産のブローカー、グローバルブロックのアナリスト、マーカス・ソティリオ氏は、「ビットコインを狙うクジラの多くは、今回のパニックに乗じて買い増しを選んだ。先週1週間ほどで、1万ビットコイン以上を保有するアドレスが激増した」と記している。

直近の値段にすると、1万ビットコインは1億7000万ドル近くとなる。クジラは影響力を持つマーケットプレーヤーとなり、なおかつ長期保有の見込みがある。ソティリオ氏は、クジラは純資産が多い投資家か、暗号資産を専門にするヘッジファンドの可能性があるとし、機関投資家がこの下落に乗じることは考えにくいと付け加える。多くの機関投資家や個人投資家は、市場や規制当局の動きを静観するとみられる。

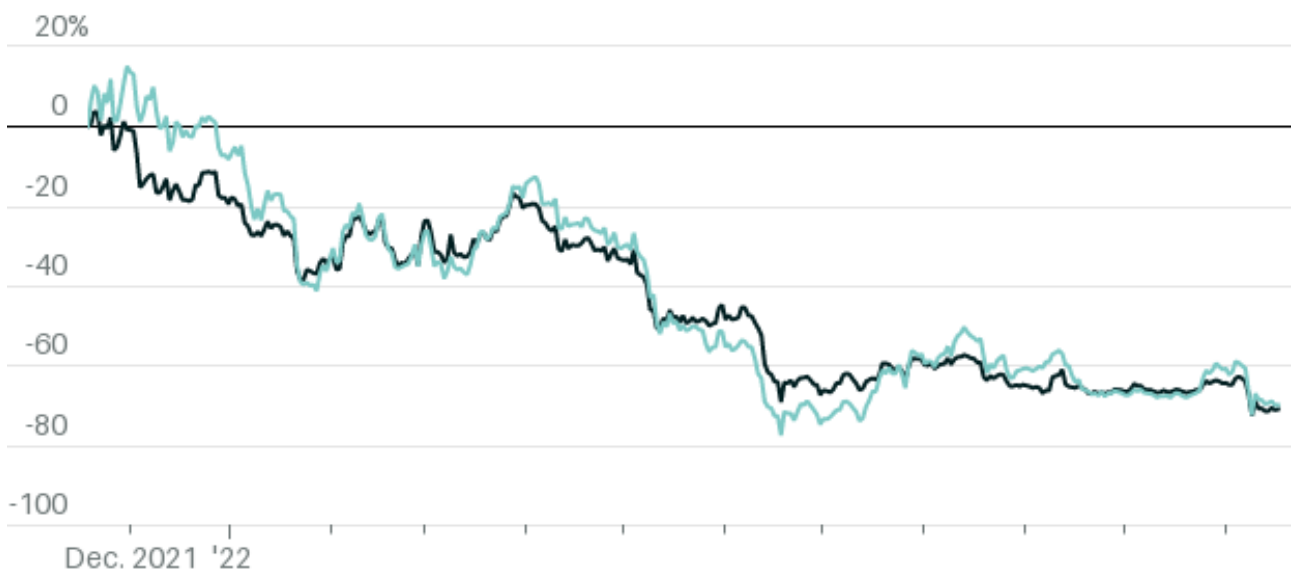
それでも、押し目買いはリスクが大きいとみられる。FTXの破綻により、規制のない取引所やブローカーの役割から、今後の規制がどれほど厳しいものになるのかといったことまで、仮想通貨の将来に根本的な疑問が生じている。押し目買いの対象は、仮想通貨の中では優良資産に最も近いとされるビットコインに集まっているようだ。ビットコイン以外の仮想通貨はさらに大きな打撃を受けている。例えばオルトコインのソラナは、66%値下がりしたことを受けて90億ドル近い時価総額を失った。FTXの余波が広がり、ビットコインを含め大量のトークンの損切りが広がる可能性もある。

今週の予定

Bargain Hunting

For some traders, the FTX bankruptcy made a number of the bigger crypto currencies irresistably cheap.

■ Ethereum USD ■ Bitcoin USD



Sources: CoinDesk (BTCUSD); Kraken (ETHUSD)

11月21日（月）

・ エンジニアリング・建設サービスのジェイコブズ・エンジニアリング・グループ<JEC>、食品会社JMスマッカー<SJM>、化学分析機器メーカーのアジレント・テクノロジーズ<A>、アパレルのアーバン・アウトフィッターズ<URBN>、オンライン会議サービスのズーム・ビデオ・コミュニケ

ーションズ<ZM>、ITサービス持ち株会社デル・テクノロジーズ<DELL>が四半期決算コンファレンスコールを開催。

- ・シカゴ連銀が10月の全米活動指数を発表。コンセンサス予想は0.13で、9月の0.1から改善。

11月22日（火）

- ・仮想化ソフトウェアを開発・販売するVMウェア<VMW>、中国のインターネット検索大手バイドゥ（百度）<BIDU>、アナログ半導体メーカーのアナログ・デバイセズ<ADI>、設計用ソフトウェア開発会社オートデスク<ADSK>、パソコンとプリンター大手ヒューレット・パッカード（HP）<HPQ>、ファッション小売業の百貨店ノードストローム<JWN>、アパレルメーカーのアメリカン・イーグル・アウトフィッターズ<AEO>、アパレル大手アバクロンビー・アンド・フィッチ<ANF>、衣料小売会社バーリントン・ストアーズ<BURL>、女性向け衣料品店のチコズFAS<CHS>、家電量販大手ベスト・バイ<BBY>、スポーツ・フィットネス用品のディックス・スポーツ・グッズ<DKS>、ディスカウント・ストアのダラー・ツリー<DLTR>、ファストフードチェーンを展開するジャック・イン・ザ・ボックス<JACK>、音楽出版・レコード大手のワーナー・ミュージック・グループ<WMG>、医療機器大手メドトロニック<MDT>、カナダの太陽電池モジュールメーカーのカナディアン・ソーラー<CSIQ>が決算コンファレンスコール開催。
- ・11月の米リッチモンド連銀製造業景況指数発表。予想は1.5（10月はマイナス10）。

11月23日（水）

- ・米連邦公開市場委員会（FOMC）が11月1、2日に行われた金融政策会合の議事要旨を公表。市場は、今後の利上げのシグナルが出るかに注目する。
- ・農機・建機大手のディア<DE>が 2022年度第4四半期の決算を発表。1株当たり利益（EPS）のアナリスト予想は7ドル12セント（前年同期は4ドル12セント）。
- ・米国勢調査局が10月の新築住宅販売件数を発表。新築戸建て住宅販売件数のエコノミスト予想は季節調整済み年率換算で57万2500戸（9月は60万3000戸）。
- ・S&Pグローバルが11月の製造業・サービス業購買担当者景況指数（PMI）を発表。コンセンサス予想は製造業PMIが50.0（10月は50.4）、サービス業PMIは48.2（10月は47.8）。
- ・国勢調査局が10月の耐久財受注を発表。耐久財受注額のコンセンサス予想は、季節調整済みベースで前月比0.3%増（9月は0.39%増）。

11月24日（木）

- ・米国株式・債券市場は感謝祭の祝日で休場。

11月25日（金）

- ・ブラックフライデー。1年の中でも非常に客足が多い日であり、この日から年末商戦が本格的にスタートする。ホリデーシーズンの支出は、消費者を直撃するインフレにも関わらず堅調が予想される。全米小売業協会によると、今年の11、12月の小売売上高は、前年同月比それぞれ6%増、8%増と予想される（過去10年の平均は4.9%増）。
- ・感謝祭の翌日で米国内の株式市場は午後1時、債券市場は午後2時で取引終了。

By Jack Denton
(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』 2022/11/20

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