

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2023/01/15

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 資金が潤沢な時代は終わったが、まだ投資機会は多い - The Age of Free Money Is Over. [ラウンドテーブル]
But There Are Still Plenty of Opportunities P.1
プロによる2023年市場見通しと推奨銘柄
2. FRB高官は誰の発言を重視すべきか - The Fed: Whose Words Carry the Most Weight [フィーチャー]
トッpsリーはパウエル議長、ブレイナード副議長、ウィリアムズNY連銀総裁 P.17
3. 株式市場にとってインフレ率低下が問題となる理由 - Why Falling Inflation Is a Problem for [米国株式市場]
the Stock Market P.22
利益率を圧迫する可能性
4. 公益やエネルギーセクターに注目すべき理由 - Why Utilities and Energy Are the Sectors to [米国株式市場]
Play Right Now P.25
困惑する投資環境下での逆張り
5. 物言う投資家によるディズニー批判はどこまで妥当か - For All His Criticisms of Disney, Peltz and [投資戦略]
Iger Probably Agree: Streaming Has to Be Fixed P.26
ストーリーミング事業の立て直しは必要
6. 債務上限問題にどう対応するか - Just When You Were Feeling Grounded, Here Comes the Debt [コラム]
Ceiling. P.29
遠くて近い難題
7. インフレに対する強気派は楽観的過ぎるかもしれない - Bulls' View of Inflation May Be Too Sunny [経済政策]
指標を精査し、警戒怠るな P.31
8. 「ディープバリュー」株に回復の兆し - These 'Deep Value' Stocks Are Ready to Bounce Back [コラム]
低調な2022年からの巻き返しなるか P.33
9. ハイテク業界脅かす規制強化 - The Regulatory Threat to Tech Is Growing [ハイテク]
通信品位法第230条、独禁法、ギグワーカー保護、ティックトック P.35
10. 今週の予定 - Samsung Knocks Longtime Patent Leader IBM Off Its Perch [経済関連スケジュール]
特許取得件数トップはサムスン、IBMが29年ぶり陥落 P.37

※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。

1. 資金が潤沢な時代は終わったが、まだ投資機会は多い [ラウンドテーブル]
 The Age of Free Money Is Over. But There Are Still Plenty of Opportunities
 プロによる2023年市場見通しと推奨銘柄

近年まれにみる状況でのラウンドテーブル



Photograph by Mackenzie Stroh

泡を見ると楽観的な人々はシャンパンを思い浮かべるが、悲観的な人々は解熱鎮痛用の発泡錠・アルカセルツァーのことを考える。それは、本誌ラウンドテーブルの面々を含む投資家も同じだ。2022年に株式と債券が大幅に下落したことを、今後の再上昇と高いリターンのお膳立てに必要な浄化と見なす人もいれば、弱気相場の第一段階とみる人もいる。

参加者の投資見通しがこれほど割れたことは近年なく、インフレと金利が急上昇した年の後に開催されたラウンドテーブルもなかった。

1月9日にニューヨークで開催されたラウンドテーブルでは、参加者は幾つかのファンダメンタルズに関しては同じ見方だった。資金が潤沢な時代は終わったこと、株式市場ではバリュエーションの重要性が復活すること、債券がその名称（フィックス・インカム）の通りに十分なインカムと株式に対する代替投資手段を提供することなどだ。経済環境にかかわらず強気派も弱気派も、2022年のがれきの中に、多くの魅力ある投資対象を見いだしている。予想される勝ち組には、新規株式公開（IPO）直後に下落した銘柄、高配当株、海外株式などが含まれている。

3回に分けてお届けする今年のラウンドテーブルの第1回として、各参加者の経済見通しに加えて、ヘンリー・エレンボーゲン氏とルパール・バンサリ氏の推奨銘柄を紹介する。

参加者と所属

	氏名	所属
1	デービッド・ジルー	ティー・ロウ・プライス・インベストメント・マネジメントの最高投資責任者（CIO）
2	ソナル・デサイ	フランクリン・テンプレトンの債券グループCIO兼ポートフォリオマネジャー
3	マリオ・ガベリ	ガムコ・インベスターズの会長兼最高経営責任者（CEO）
4	トッド・アールステン	パルナッソス・インベストメンツのCIO
5	アビー・コーエン	コロンビア大学教授

6	スコット・ブラック	デルファイ・マネジメントの創設者および社長
7	メリル・ウィトマー	イーグル・キャピタル・パートナーズのゼネラル・パートナー
8	ウィリアム・プリースト	エポック・インベストメント・パートナーズのエグゼクティブ・チェアマン兼共同CIO
9	ヘンリー・エレンボーゲン	デュラブル・キャピタル・パートナーズのCIO
10	ルパール・バンサリ	アリエル・インベストメントのCIO

債券と株式に対して強気派



David Giroux/Photograph by Mackenzie Stroh

本誌：投資家にとって2022年は移行期だった。状況は一段と悪化した。2023年における市場にとっての最大の驚異、そして最大の機会とは何か。各国中央銀行の金融政策変更を正しく警告したデサイ氏からどうぞ。

デサイ氏：4点挙げたい。第一に、市場は依然としてインフレに関して過度に楽観的で、各国中央銀行の金融政策の重要な変更を過小評価している。経済政策は依然として非常に弱い。経済はまだ非常に好調で、供給ショックは解消されつつある。インフレは頭打ちとなったが、依然として7%近辺だ。

財政政策は引き続き非常に緩和的で、失業率は約3.5%だ。内情を見ると、インフレ連動の社会保障費の支払いは9%近く増加する見込みで、インフレ率を押し上げる別の要因を織り込んでいる。米連邦準備制度理事会（FRB）のバランスシートの額は依然として莫大（ばくだい）で、縮小傾向にはあるがそのペースは鈍い。

第二に、賃金に関する多くの数値は低下傾向にある。しかし、アトランタ連銀の賃金トラッカーによると、11月に転職した労働者の賃金は8%近く上昇しており、職を変えていない人々では5.5%上昇だった。全体として見ると賃金上昇率は6%を超えており、インフレ率の大幅な下落とは相いれない。長期的なインフレ期待はつなぎとめられているが、1年後の予想は5.2%にとどまっている。

第三に、金融情勢を理由に、FRBがフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を5~5.5%へ引き上げ、その水準を維持すると私は予想する。FRBが下半期に0.5%利下げするという市場予想は間違っている。

第四に、最も重要なことに、市場は中央銀行の行動に関して言えば、最近の動向に基づくバイアスの悪影響を被っている。金融危機後には、各国中央銀行はデフレを警戒して、市場や経済が動揺するたびにあらゆるものを投入してきた。

現状、中央銀行関係者は、10年間にわたる正常化を見据えている。多くの人々は、FRBは失業者増加の兆しがあれば、大幅に利下げして量的緩和（QE）に戻ると予想しているが、私はそうならないと考えている。正常状態の金利または中立金利は、恐らくFRBやわれわれの予想より高い。ニューノーマルは、昔の正常状態に似たものになるだろう。景気が減速すれば、FRBは金利を引き下げだろうが、せいぜい3%をわずかに下回る程度だろう。

私は2022年の初めに債券に関しては悲観的だった。今年の債券は、しばらくぶりに好位置にある。

Q：経済予測は。

デサイ氏：国内総生産（GDP）成長率は1%、または若干高い水準を予想する。ただし、第4四半期の成長率はマイナスになる可能性がある。

Q：次はジルー氏。

ジルー氏：リセッション（景気後退）入りしたとしても、それはマイルドなリセッションだろう。経済の最も景気に敏感な部分の一部は既に低迷しているか、今後は以前の下降局面のように悪くならないためだ。自動車生産台数は、2018～2019年は1600万～1700万台だったが、サプライチェーンの問題によって2020～2021年は1300万台で、2022年は1400万台だった。リセッションの水準に既に近づいている。

民間航空機は産業経済の重要な一部だ。大手航空機メーカーのボーイング<BA>の製造機数は、2019年は757機で、2022年は326機だった。需要見通しと受注残を考慮すると、2023年は500機を製造する可能性がある。設備投資はGDPの中でも最も変動が大きいだが、今後は以前よりも持ちこたえられわれは考えている。インフレ抑制法の恩恵、高コストの労働力を代替するための自動化投資の増加、製造業の国内回帰の組み合わせによって、設備投資の落ち込みは過去のリセッション時よりも小幅になる見込みだ。そのように各企業から聞いている。

住宅会社、テクノロジー企業、一部の金融サービス会社以外では、企業が採用に2年間苦労したことに鑑み、景気下降局面でも以前と比べて解雇をためらうだろう。マイルドなリセッションに典型的な2～3%ポイントの失業率上昇を、われわれは予想していない。

Q：株式をどのようにみているのか。

ジルー氏：適度に魅力的だ。2022年は、利益が5～6%増加したにもかかわらず、株価は約20%下落しており、バリュエーションは魅力的になっている。市場が通年で2桁台の下落になった場合、翌年のリターンは平均を上回る傾向にあり、リターンがマイナスになるリスクは低い。景気に敏感な多くの銘柄は、昨年の高値から30～40%下落しており、リセッションを織り込んでいる。

エネルギー以外では、大半のセクターで利益は大幅には落ち込まないと私はみている。エネルギーの場合は単に、前年のハードルが高いだけだ。現在の原油価格は70ドル台半ばだが、2022年の平均はそれを大きく上回っていた。エネルギー企業の利益は原油価格との相関性が高く、原油価格が現在の水準を維持すればエネルギー企業の利益は前年比で減少するだろう。

金融は、金利上昇と資本市場活動の活発化に伴って利益が増加するだろう。為替は下半期に、逆風か

ら追い風に転じる見込みだ。大型テクノロジー株の一部は、厳しかった2022年を経て峠を越した可能性がある。下半期には前年のハードルが大幅に低下し、それが顕著になる可能性も考えられる。

弱気派の意見



Sonal Desai/Photograph by Mackenzie Stroh

Q：今までのところ、一人は債券市場に対して前向きになり、一人は株式市場に対して前向きだ。後ろ向きの人は。

プリースト氏：後ろ向きかどうか私には分からないが、世界中で同時金融引き締めを経験した。「金のなる魔法の木」の時代は終わった。それと世界的なエネルギーショックによって、世界経済のマイルドなりセッションにつながるだろう。金利は2023年のどこかの時点でピークに達し、今年の米国債は大丈夫だろう。信用リスクは別の話だ。信用リスクを見つけたければ規制当局のいない所へ向かうべきだ。規制当局

はプライベート・エクイティーに関与しておらず、私はその分野を回避する。

2022年の株式市場下落の要因は金利で、利益ではない。今年の利益見通しは昨年と比べて悪化するかもしれない。企業は加重平均資本コスト（WACC）の上昇に直面しており、それは企業の支出に織り込まれなければならない。ウクライナは不確定要因だ。

Q：戦争は経済と市場にどのように影響するか。

プリースト氏：欧州はリセッションになるだろう。地政学的状況は大幅に悪化した。われわれは、グローバル化を見直しており、比較優位の法則を解消しつつある。国内回帰は経済の効率化を促進しないだろう。世界の経済成長率は低下し、市場は悪戦苦闘するはずだ。

Q：ブラック氏の見方は。

ブラック氏：FRBの金融政策が株式市場のパフォーマンスにとってカギになるだろう。他の経済の注目点は、コモディティの需要を創造することになる中国経済の再開と、ウクライナでの戦争継続だ。また、新型コロナウイルスの感染状況と変異株も注視しなければならない。ブラックスワン（予想ができず、起きた時の衝撃が大きい事象）も考慮すべきだ。例えば、プーチン大統領が対ウクライナで一層積極的になるとか、中国が台湾を占領する可能性などだ。さらに、イランが核保有国になることを阻止するために、イスラエルが空爆する可能性も否定できない。

米国社会の二極化継続は、経済にとって良いことではない。竜巻、ハリケーン、洪水などの自然災害からも目をそらせない。プリースト氏が脱グローバル化に言及した。米国の2022年の人口増加率は0.4%で、米国も高齢化している。移民関連法を改正しなければ苦境に陥ることになる。人口が増えなければ、経済と実質GDPの成長は困難だ。

FRBの金融政策



Mario Gabelli/Photograph by Mackenzie Stroh

マネーサプライの伸びは3月にピークを打った。M1は3.6%減少、M2は1.8%減少した。FRBのバランスシートは2022年7月に9兆ドルで頭打ちになり、それ以降に2180億ドル減少した。FRBはインフレ抑制に注力している。FRBは利下げすべきではないが、過去の利上げの効果を見るために利上げを一服させることはできる。FRBが利上げを続ければリセッションに陥るだろう。続けなければ、今年のGDP成長率は0.5～1%になる可能性がある。

アールステン氏：私は、現在のトレンドの延長線上で物事を考え過ぎることを懸念している。2021年には、幾つかの条件がピークに達した。例えば、金利はゼロからマイナスになり、流動性は潤沢で、持続的成長が今後も続くと考えするには完璧な状況だった。現在はインフレの持続性を過大評価し、デフレ要因となる長期的傾向の多くを忘れていいる可能性がある。人口動態の悪い傾向、高い負債水準、富の不均衡、テクノロジーによる生産性の向上がなくなったわけではない。それらは、2020年の新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の間に経済に注入された景気刺激策の陰に隠れただけだ。

現状は、流動性が減少すると同時にFRBが利上げしており、景気循環が起きようとしている。ブラック氏同様に、インフレは低下傾向にあるとみているが、そのペースは線形的ではないだろう。年末の10年債利回りは3%未満、低ければ2%になる可能性がある。

投資家は往々にして、循環的なものと長期的なものを取り違える。投資家は2021年に、循環的な成長をしばしば長期的な成長として価格に織り込み、現在は長期的な成長を循環的として織り込む傾向にある。S&P500指数の予想PER（株価収益率）は17倍で、21倍から低下して魅力的に見える。インフレが収束し、経済がソフトランディングまたはマイルドなリセッションとなる可能性を60%、ハードランディングとなる可能性を40%とみている。今年はFRBが方針転換する年で、金利は恐らく3月に頭打ちになる。

長期志向の投資家としては現在の不確実性に期待している。今後12～18カ月を見越すと、FRBの体制は大きく変わり、グロース資産、特にライフサイエンス、精密農業、気候変動関連テクノロジー、半導体ソフトウェアにおける中核的企業にとってプラスに働く可能性がある。インフレによって打撃を受けた、競争優位性の高い企業に大きな機会があるとみている。デフレになって企業が価格決定力を取り戻せば、昨年利益が減少した企業が今年は利益を大幅に得られる可能性がある。

バンサリ氏：われわれはQEが量的引き締め（QT）に転じることを十分に考察できていない。それは、無リスク金利のリターン上昇を意味するだけでなく、リスクプレミアムの上昇でもある。両方ともに、企業を評価する際の割引率に影響する。FRBの金融政策は永久的に変化した。QEがQTに変わる傾向は、過去10年間以上に持続的なものだ。FRBが量的緩和策を最初に縮小した住宅ローンの証券化市場では、その影響が既に明らかになっており、住宅市場は窒息状態にある。われわれは、経済全般とリスク資産の価格に対するFRBの金融政策変更の影響を過小評価している。

株式はリスクのある資産クラスで、バリュエーションの低下が過小評価されている。市場の歴史は過剰反応の歴史だ。株価上昇局面ではバリュエーションが上昇し、下落局面ではバリュエーションが低下する。株式市場に関して、私は間違いなく弱気派だ。

ブリスト氏がプライベート・エクイティに言及したが、誰もプライベート・エクイティに注目していない。プライベート・エクイティは、株式を装っているが実際には負債であるジャンク債に多大なエクスポージャーがある。大半の取引の評価額は利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）の5倍から7倍で、信用格付けはCCCとなる。プライベート・エクイティのバリュエーションがリセットされれば、上場株式市場に対する負のフィードバックループを創造する可能性があり、デフォルト（債務不履行）があれば債務市場全般に伝播する恐れがある。リスクプレミアムは全般的に上昇しなければならない。

Q：今後約1年間の痛みの程度は。

バンサリ氏：株式市場の2桁台の調整の可能性は否定できない。特に米国市場や、新興国市場の中で好まれているインドだ。欧州は大きなショックを既に織り込んでおり、株価の下落幅はそれほど大きくないかもしれない。2022年は外国株式が米国株式をアウトパフォームし、その理由は、多くの悪材料が必要以上に織り込まれたため、その状況が続く可能性がある。ドル安になる公算が大きく、海外株式では株価上昇と現地通貨高の両方で利益を得られる可能性がある。

過去との類似



Todd Ahlsten/Photograph by Mackenzie Stroh

Q：テクノロジーセクターにおける長期的な成長と循環的な成長はどうか。

アールステン氏：偉大な企業は、2001～2002年のハイテクバブル崩壊から立ち直った。2008～2009年の金融危機後にも同じことが起こった。2022～2023年にかけても似たような状況だ。半導体業界では脱グローバル化の兆しが見られる。驚異的な技術革新を生み出す素晴らしいソフトウェア企業がある。その企業の中には従業員を採用し過ぎたり、売上高の伸び悩みに直面したりしている企業もあるが、それで業界の技術革新が止まるわけではない。2001～2002年と2008～2009年には多大なリターンが得られた。技術革新に多額の投資をしている企業は、足元の下降局面から抜け出した時に相当の上値余地を提供するだろう。

エレンボーゲン氏：2022年の市場の主要なテーマは、われわれがマイナスの実質金利からプラスの実質金利へ移行したということだ。グロース企業、特に赤字企業が最も影響を受けた。テクノロジーセクターに関しては、赤字企業でも成長をけん引できる時代は終わった。ラッセル2000グロース指数構成銘柄の40%が赤字で、その割合は1999～2000年よりも若干高い。

この点に関してはコンセンサスと同じ見方だ。経済のどこかに問題が起きない限り、FRBはマイナス

の実質金利に戻ることを望まないだろう。その状態に戻れば、投機が復活し、債券を保有すべきではないという環境を生み出すはずだ。われわれは二つのことに基づいて、市場の生産性が大幅に向上したときのために種をまいている。第一に、株式と債券が60：40のポートフォリオは有効だ。第二に、株式市場は成長と収益性の健全なバランスを要求するだろう。

われわれは2001～2006年の間と同様の状況に入ろうとしている。その時期には、成長と収益性のバランスを取っていた企業は良い銘柄で、投機が盛んな時期に公開されて営業レバレッジによって黒字化した企業が最高の銘柄とされた。具体的には、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、オンライン旅行サイト運営企業のブッキング・ホールディングス（当時の社名はプライスライン・ドット・コム）<BKNG>、オンライン旅行会社のエクスペディア・グループ<EXPE>、アルファベット<GOOGL>などだ。

皮肉にも、テクノロジー企業が従業員を最も削減できるように見える。しかし、人工知能（AI）を利用した会話自動生成プログラムのチャットGPTのような技術革新もある。今後数年で、生成系AIが企業の大幅な人員削減を可能にするだろう。それは生産性の観点では良いことだ。

Q：市場は2000～2004年のうち数年間は悪い状態だった。2022年は2000年のようだったのか、2001年のようだったのか、あるいは、複数年が1年間に凝縮されたのか。

エレンボーゲン氏：それは企業次第と言える。私は今日、2021年のIPO銘柄から2社を選んだ。2021年のIPO銘柄の株価は平均すると55%下落した。株価が50%超下落して当然の銘柄もあるが、素晴らしい企業も中にはある。市場は昔と比べて動きが速い。FRBは歴史的なペースで利上げしている。複数年分のリセットが1年に凝縮したと考える多くの理由がある。

コーエン氏：2022年は久々に、株式と債券市場でバリュエーションが重要になった年だった。金融市場には常に揺り戻しがある。投資家が熱狂的過ぎる状態になれば、その次には恐らく過度に神経質にもなる。

2022年には、低金利の終了によって、投資家は手ひどく痛めつけられた。これは、インフレが低水準にとどまりコントロール下にあり、金利も低水準だった過去30年間からの途方もない変化だ。実質金利がマイナスただけでなく、名目金利がマイナスだった国もある。その状態は終わった。インフレと金利が決して上昇しないと考えれば、2021年の多くのグロース企業のバリュエーションは合理的だった。プライベート・エクイティー、ベンチャーキャピタル、特別買収目的会社（SPAC）の市場でも同様な考えがあった。すべての被害が終わったわけではない。

Q：他に危険な分野は。

コーエン氏：大学基金や慈善基金など、プライベート・エクイティーやベンチャーキャピタルに投資していて、これらの投資先のボラティリティーが高くないと考えていた投資家に懸念を抱いている。オルタナティブ資産運用会社は低金利の恩恵を受けており、レバレッジによってリターンを高めていたが、そのような戦略はほとんど通用しなくなった。

株式に関しては、自己資本利益率（ROE）が有用な指標になると考えている。昨年、利益率を維持し、ROEを高めることができた企業は、投資先として悪くなかった。また、経済は正常な状態に戻りつつあるため、さまざまな資産カテゴリーでリスクプレミアムを調整するのも重要だ。

「R」から始まるリスク



Abby Joseph Cohen/Photograph by Mackenzie Stroh

Q：他に注目すべき点は。

コーエン氏：長年にわたり、ポートフォリオ運用では漸進的な改善ばかりが目立っており、経済や市場の大きな転換点が訪れる可能性にはほとんど目が向けられていなかった。インフレ率と金利が常に抑えられており、経済が常に成長していたならば、マネジャーは毎年ポートフォリオをわずかに調整するだけで良かった。短期的な相対パフォーマンスと手数料にも過度な関心が向けられていた。

上場投資信託（ETF）も急成長した。時価総額加重ETFの大部分を占める少数のハイテク株に資金が集中すればするほど、これらの株価は上昇し、一段と割高になった。このような戦略が後退するのは健全なことであり、優れたアクティブ運用マネジャーにとっては好機だ。他にも、手数料が低いアクティブ運用ミューチュアルファンドや、割高な銘柄を除外して税効率に焦点を当てたカスタマイズ型のインデックスにとってもチャンスだ。

リスクとしては、一部の国との関係がより警戒を要するものになることが挙げられるだろう。物価の下落は、グローバル化によって他国の安価な労働力が利用できるようになった結果として、良いことと見なされてきた。賃金が再び上昇しているのは好ましいと考える。米国の家計所得の中央値が30年間変化せず、インフレによって実質的に低下していたのは問題だった。

現在は「R」から始まるリスクが幾つか存在する。まずは中国の経済再開（Reopening）。新たなコロナウイルス変異株の出現や死亡率などによって、プラスにもマイナスにもなり得る。次にロシア（Russia）。戦争がウクライナ以外にも広がるリスクがある。さらに、その他の地域（Rest of the world）もリスクだ。欧州と英国の低成長や、台湾をめぐる紛争の可能性が挙げられる。米国政治の二極化も、議会が年内に債務上限引き上げを議論する際に表面化するかもしれない。

ガベリ氏：私は米国企業の内情を掘り下げていきたい。私が注目するのは在庫管理能力が向上している企業だ。経営者であれば、高コストの原材料による粗利益率への影響や、値上げと需要の価格弾力性、販管費などについて考えなければならない。事業経営には学習曲線が存在しており、当社ほどの企業がうまく学習できているかを注視している。

マクロ経済についてコメントする気はなかったが、コーエン氏の「R」から始まるリスクに付け加えるとするなら、金利（Rate）の高止まり、FRBの9兆ドルに上るバランスシートの縮小（Run off）、全体的な需要の減少（Reduction）を挙げたい。

米国政府は戦略的石油備蓄の補充を開始する予定であり、そのため石油の供給は1日当たり100万バレル減少する見込みだ。中東には地政学的リスクがあるが、原油価格が1バレル当たり110ドルに上昇したらどうなるだろうか。堅調な労働市場も無視できない。労働者は賃金だけでなく福利厚生を求めて

ストライキを実施している。インフレ率が再び上昇する可能性も残っている。

ウィトマー氏：市場は極めて割安というわけではない。たびたび言及されているリスクの一部が実現すれば、株価はさらに下落するはずだが、それは買いの好機になるだろう。また、規制当局が承認する範囲で、小規模な事業買収の市場が開かれ、業績の後押しになる可能性がある。

企業は一時解雇に消極的だが、そのような姿勢はいずれ終わる。転職する人が増え、生産性が高まるだろう。長期的にはプラスだが、短期的には、事業の水準に対して従業員が増え過ぎるため、企業業績にとってマイナスになるとみられる。

2023年末のS&P500指数の予想



Scott Black/Photograph by Mackenzie Stroh

Q：S&P500指数は3839.50で昨年を終えた。2023年の予想は。

ブラック氏：株式は割高だが、FRBが利上げのペースを緩めれば、株価は上昇するだろう。S&P500指数は年末までに5~6%上昇する可能性があり、それに1.5%の配当利回りが加わる。

バンサリ氏：S&P500指数は年末までに2900に下落する可能性がある。私は、リセッションによって2023年の1株当たり利益（EPS）が少なくとも207ドルまで減少し、PERが14倍に低下すると想定している。長年にわたり、株式に代

わる投資先は存在しないと考えられてきたが、今では債券が株式の代わりになり得る。

アールステン氏：上半期は厳しい状況が続くものの、通年ではインフレ率が低下し、S&P500指数は10%以上上昇するだろう。2024年には大統領選があり、さらなる財政刺激策や、FRBが金融政策を緩和する可能性も否定できない。年末のS&P500指数は4300を超える可能性がある。

コーエン氏：リセッションは起きないと予想している。2四半期にわたってGDP成長率が予想を下回る可能性はあるが、下降局面は短期間で終わるだろう。私の予想では、S&P500指数構成企業の利益は2022年の水準を5~8%上回る。今年は株式と債券にとって変動の激しい年になるだろうが、年末のS&P500指数は4300と予想する。

ジルー氏：私も4300とみている。1年後には、経済、インフレ、企業利益の状況は改善しているだろう。当社は今後5年間の株式市場のリターンを8%と予想している。2022年初めの予想は約5%だった。

プリースト氏：S&P500指数は昨年末から横ばいで今年を終えるだろう。インフレは賃金に影響を及ぼしつつあり、長期化が予想される。企業の資本コストは上昇しており、金利も小幅に上昇する可能性が高い。

エレンボーゲン氏：プリースト氏に賛成だ。株価は、上半期は下落するが、下半期は状況が改善するだろう。当社は労働市場の軟調の兆しを注視している。求人数の減少か失業者の増加によって、失

業率の水準が上昇すると、株式のパフォーマンスは向上するだろう。

ウィトマー氏：私も横ばいだと思う。市場はあまり恐怖を感じていないようだ。

ガベリ氏：私には、米国以外も含め、至る所にわながあるように見える。プライベート・エクイティ市場やシャドーバンキング、15%の法人税率などだ。上半期は不安定な状況が続くだろう。一方、年末にかけて、中国の見通しは改善するとみられる。年末のS&P500指数は3500~3800前後とみる。

デサイ氏：私は株式の専門家ではないが、マクロ経済の見通しに基づき、今年のS&P500指数は横ばいになると予想している。現在の市場のボラティリティーは、経済指標の動向とはあまり関係がなく、誰もがFRBの行動を先読みしようとしていることに関係している。

Q：年末のS&P500指数を4300とすると、今年と来年のコンセンサス予想EPSである230ドルと250ドルに対する予想PERは約18倍になる。これは金利の上昇を考えると割高ではないか。

アールステン氏：私はPERが18倍でも問題ないと考えている。第一に、米国には政界の内輪もめなどの問題はあがあるが、他に優れた投資先は見当たらない。第二に、S&P500指数には世界最高クラスの企業が採用されている。第三に、FRBは年末にかけてより緩和的になる可能性がある。世界最高の市場と最上級の企業に投資するに当たり、18倍というPERはそれほど割高ではない。

ジルー氏：市場のバリュエーションを決める要因は金利と企業業績だけではない。過去20年間の金利とS&P500指数構成企業の利益の相関性はほぼゼロだ。さらに、過去15年間で市場の構成は劇的に変化した。バリュエーションが低いエネルギーや金融セクターは、市場全体の利益に占める割合が小さくなっている。アップル<AAPL>やマイクロソフト<MSFT>などの大企業の事業構成も大幅に改善されており、成長率と持続性が向上している。

プリースト氏：私は反対だ。将来の配当の成長率を一定と想定するゴードン成長モデルに基づいて株式の本源的価値を考えるべきだ。世界のほとんどの企業で資本コストは上昇している。これはバリュエーションにとってマイナスになるだろう。

■ 暗号資産と人工知能

Q：去年は株式以上に暗号資産（仮想通貨）が打撃を受けた。暗号資産の問題とブロックチェーン技術についてどう思うか。

コーエン氏：暗号資産は17世紀のオランダにおけるチューリップの球根のようなものだ。チューリップバブルの間は誰もが球根を欲しがったが、急に誰も欲しがらなくなり、価格が急落した。ブロックチェーン技術には実用的な使い道があるだろう。しかし、今のところ、暗号資産はもっぱらランサムウェア攻撃などの犯罪に利用されている。

ガベリ氏：すべての暗号資産取引には税金がかかる。過去2年間に暗号資産を売買した人は、内国歳入庁（IRS）とのやり取りを強いられるだろう。

プリースト氏：貨幣の機能面からみると、暗号資産は貨幣ではない。貨幣には価値の尺度、交換手



Meryl Witmer/Photograph by Mackenzie Stroh

段、価値の貯蔵手段としての役割がある。暗号資産は、一部の人の人にとっては前者二つを満たすかもしれないが、価値の貯蔵手段ではない。

Q：いまだにブロックチェーンに関する有意義な成果が見られないのはなぜか。

コーエン氏：今のところ、ブロックチェーンの進歩は目に見えない。企業はブロックチェーンを社内で試験的に利用している。適切に機能するかを確認しているのだ。またブロックチェーンは分散型台帳だが、どのようなタイプの台帳が必要なのかという問いにはまだ答えが出ていない。私は金融サービス、カーボンクレジット取引、サプライチェーン管理の分野で興味深い活用例を聞いたことがある。

エレンボーゲン氏：ブロックチェーンの発展は信じられないほど遅い。AIと比べれば分かる。今後はAIをめぐる熱狂が予想されるが、従来型の企業もコストを大幅に削減するためにAIを利用するだろう。

アールステン氏：クレジットカード大手のマスターカード<MA>とビザ<V>、金融大手のバンク・オブ・アメリカ<BAC>などの既存大手企業には、競争優位性を拡大し、AIを大いに導入する機会がある。

エレンボーゲン氏：5年前であれば、大衆はAIによって仕事が失われることを懸念していただろう。しかし、今では労働力を増やすのに苦労しているため、AIの効率性や技術は良いものとみなされている。

1年後の話題は



William Priest/Photograph by Mackenzie Stroh

Q：1年後のラウンドテーブルでは、大統領選以外で何を話していると思うか。

プリースト氏：ウクライナ戦争の結果だ。ロシアが戦術核兵器を利用する可能性はゼロではない。中国の経済再開もあるが、同国の人口動態は悲惨だ。中国は人口の面でインドに追い越されるとみられる上に、膨大な負債を抱えている。

コーエン氏：ロシアを支えている幾つかの権威主義的な国家を注視する必要がある。中国政府も権威的で、ロシアの行動によって強気になっているかもしれない。

米半導体工業会（SIA）によると、中国と台湾は合計で世界の半導体生産の40～45%を占める。

デサイ氏：市場がパラダイムシフトを受け入れる中で、リスクの適切なプライシングについて語るようになるだろう。中央銀行はわれわれを常に救済してくれるわけではない。

アールステン氏：2024年にどこまで金利が低下するかについて話しているだろう。インフレが現在のまま続くとは考えづらい。1年後には、2024年下半期にインフレ率が2%を下回ってどこまで低下するかについて議論しているはずだ。

バンサリ氏：負債とデリバティブの増加は市場で見過ごされている。現在のリスクプライシングは誤っており、リスクが軽視されている。1年後はリスクプライシングの復活について語っているだろう。今後2~3年間は、リスクプライシングに最も優れている者が勝者になる。

ガベリ氏：企業の破綻が増えているため、事業を負債ごと買い取るノウハウがある企業が改めて注目されるとみている。

コーエン氏：AIに仕事を奪われる心配もしなくては。

エレンボーゲン氏の推奨銘柄



Henry Ellenbogen/Photograph by Mackenzie Stroh

Q：エレンボーゲン氏の推奨銘柄を。

エレンボーゲン氏：実質金利がマイナスの時代が終わりを告げ、プラスに移行している。このような環境下では、市場シェアの拡大や革新的製品の開発によって成長できる企業を見つけなければならない。私は、圧倒的なフランチャイズと次の成長機会に投資できる能力、不安定な時期を乗り越えた経営者を探している。また、市場が収益性に対して寛大だった時代に上場し、今後実力を発揮する企業を求めている。本日紹介するのはすべて時価総額が100億ドル未満だ。最初の2社は、20年近く変わらない経営

陣で業績は折り紙付きだが、短期的に事業リスクにさらされている。

まず不動産管理サービス会社で時価総額約56億ドルのファーストサービス<FSV>だ。経営陣が12%を所有している。株価は過去25年間に年率20%上昇という並外れた実績を持つ。事業部門の半数が市場をリードし、成長と収益性のバランスが優れている。

ファーストサービスの最大部門は、8600棟のビルを管理する不動産管理のファーストサービス・レジデンシャルで、契約更新率は95%を誇る。事業規模は同業他社の10倍だ。次にカリフォルニア・クローゼット、サータプロ・ペインターズなどの内装に関する部門で、これらは堅実なビジネスだが住宅や商業不動産に関連する事業リスクがある。最後が修復事業で、実はこれがファーストサービスを選好する最大の理由の一つだ。

ファーストサービスは2019年に修復事業に参入し、ブランド名をファースト・オンサイトに変更した。配管の破損や火災・気象災害などの後始末を行う。商業施設の修復事業市場は1桁台半ばで成長を

続けている。ファーストサービスが不動産管理で行った方法を生かし、まず大規模かつ細分化された市場に参入し、有力な資産を購入して基礎となるシステムのアップグレードに多大な投資を行う。その後、注意深く買収を開始する。修復事業の営業利益率は約5%だが、今後2~3年で10%近くまで上昇する可能性がある。2023年の予想EPSは約5.50ドル。現在のPERを維持すると想定すると、株価は直近の128ドルから135~165ドルまで上昇する可能性がある。

次は精密ベアリング企業のRBCベアリング<RBC>だが、この企業も20年間経営陣が変わらず、オーナーシップ精神を持っている。17年前の上場以来、株価は年率17%で上昇している。RBCは常に優れたビジネスを行ってきたが、昨年スイスの資本財メーカーのABB<ABB>からダッジ（パワートランスミッション事業）部門を買収したことでさらに良くなった。OEM（相手先ブランドによる生産）メーカーと提携し、特定の機器向けにベアリングを設計・製造する。

RBCの製品は最終製品原価の2%程度しか占めていないが、成功には不可欠だ。また、多くの顧客が望む米国での足固めもできている。粗利益率は40%を超え、EBIT（金利・税引き前利益）マージンも20%を超える。航空宇宙・防衛事業は総売上高の35%を占めるが、航空宇宙事業にはサイクルがあるため、売上高は2019年の水準に比べ15%低くなっている。

ダッジの買収により年間売上高は12億ドルに倍増し、産業向け事業が全体の65%となり、循環性が低下して内部成長率が上昇した。シナジー効果によりダッジ部門の粗利益率は約35%から40%まで上昇した。航空宇宙関連企業のサプライヤー集約によりシェアも拡大した。

今後数年間、売上高は8~10%のペースで成長を続けると予想する。ダッジ買収による営業レバレッジと航空宇宙・防衛事業サイクルの好転、および負債の一部返済により、EPS成長率も上昇が見込まれる。景気後退があっても、RBCの予想EPSを2023年は約7ドル、2024年には9ドルと見込む。フリーキャッシュフローはEPSより10~15%ほど大きくなるだろう。株価は直近の225ドルから1年後には230~280ドルと予想している。

英国企業で時価総額33億ドルのアブカム<ABCM>は科学研究向け抗体サプライヤーのトップ企業として、世界的な医薬品開発に必需品を提供している。12月に英国から米国に上場市場を変更し、投資家層が変わった。また、単発の事業として市場からは敬遠されているが、このビジネスの経済性を理解していないと言わざるを得ない。

過去6年で、アブカムの事業は抗体65%、タンパク質35%となった。システムと人材に投資したため、EBITマージンは36%から23%に下がった。同業他社は40~60%のEBITマージンを上げている。私は、アブカムが投資フェーズを終え、今後3年間で10%台半ばの成長を遂げ、EBITマージンは30%台半ばまで上昇すると考えている。

ベアリング同様、抗体は必要不可欠な製品だ。特定の抗体が科学雑誌に引用されれば、市場シェアも上昇する。アブカムは中核となる抗体市場の25%を占めており、シェアを伸ばしている。また、バイオプロセッシングへの投資も予定されている。今後3年間でアブカムの売上高は10%台半ばの成長が期待でき、利益率も拡大するだろう。現在のPERが維持されると想定すれば、株価は直近の16ドルから2025年に20~24ドルまで上昇してもおかしくない。

サービス企業で時価総額42億ドルのクリア・セキュア<YOU>は空港での生体認証に基づくセキュリ

ティシステムを運営する。この事業はネットワーク効果により顧客を増やし、顧客維持率の向上が期待できる。本業には大きな成長余地があり、今年中には黒字化する見込みだ。クリアは空港だけでなく、ホテル、レンタカー会社、スポーツ競技場などにもシステムを拡大する。約4500万人の米国人が1年に4回以上、1500万人が年間10回近く旅行をしている。この層は経済的に魅力的な層だ。クリアのサブスクリプションサービスは500万人以上の顧客を持ち、利益は2019年以降、年率30%以上で増えている。今後4年間で会員数は2倍を超えると見込まれる。

米国で最も混雑する空港では、クリアと政府のTSAプリチェックの組み合わせで処理能力が2倍になった。クリアのコストのうち、営業やマーケティングにかかる費用はわずか10%だ。国内の空港の混乱は最高の宣伝だ。最近TSAプリチェックに登録するのも難しく、遅延も多い。クリアが政府に代わってTSAに登録すれば魅力的な収益源となるはずだ。

クリアは最近、過去12カ月のフリーキャッシュフロー・マージンを40%と発表した。われわれは2023年の予想1株当たりフリーキャッシュフローを約1ドルとみている。バランスシート上では1株当たり5ドル以上のネットキャッシュがあり、株主への還元も始めている。昨年は、特別配当と自社株買いを実施した。バリュエーションの観点でも魅力的だ。成長性、収益性、フリーキャッシュフロー倍率の組み合わせからもアウトパフォームが期待できる。2024年の予想1株当たりフリーキャッシュフロー成長率が20%半ばのネットワーク資産がPER22~25倍で取引され、2025年の予想1株当たりフリーキャッシュフローを1.60ドルとして、これに現金7ドルを加える。この計算では2024年の株価は40~46ドルに上昇することになる（直近は27ドル）。

最後は、言語学習アプリ企業で時価総額29億ドルのデュオリング<DUOL>だ。デジタル教育企業で、言語学習ソフトウェアのプロバイダーではトップだ。グローバルに展開する中核事業は、他のプロバイダーの10倍の規模を誇る。AIは最初から組み込まれており、AIを使った個別指導ができる有料プログラムも導入されている。また、米国の学校へ入学を希望する外国人学生向けに、標準テストと競合する英語テストも提供している。

2023年は営業レバレッジが期待できるため、選好している。株価は72ドルだが、これは2023年予想キャッシュフロー（9000万ドル）の30倍だ。2025年にはデュオリングは2億ドル以上のフリーキャッシュフローを生み出す可能性もある。バリュエーションが変わらなければ、2024年の株価は125~150ドルまで上昇するかもしれない。

参考資料

（資料）

Henry Ellenbogen's Picks

Company / Ticker	Recent Price
FirstService / FSV	\$127.77
RBC Bearings / RBC	212.79
Abcam / ABCM	15.92
Clear Secure / YOU	27.42
Duolingo / DUOL	72.08

Note: As of 1/6/23

Source: Bloomberg

バンサリ氏の推奨銘柄



Rupal J. Bhansali/Photograph by Rick Wenner

Q：ありがとうございます。続いてバンサリ氏の推奨銘柄を。

バンサリ氏：投資家にとって2023年のリスク管理はリターン管理と同じくらい重要だ。QEがQTに変わり、マイナスの実質金利がプラスに転じれば、すべてのリスク資産の価格は下落する。今はまだ利益減少、バリュエーション低下、リスク低下の初期段階であり、元本保全に焦点を当てるべきだろう。このような時は配当が衝撃を和らげ、トータルリターンをプラスにするのに役立つ。私の選んだ銘柄はすべて不況に強い売上高と強固なバランスシートを持ち、しかも人気のない銘柄であるため、質の高い銘柄を割安で購入できる。

去年に引き続き英国の大手損害保険会社であるダイレクトライン・インシュランス・グループ<DLG.英国>を選好しているが、今年は英国の別の保険会社、アドミラル・グループ<AMIGY>を推奨したい。米国では米国預託証券（ADR）で取引されている。アドミラルは自動車保険の引き受けというよりも販売代理店であり、アセットライトなビジネスモデルとな

っている。引受リスクの大半を再保険に移管するが、それでも昨年は保険金支払いの増加による打撃を受けた。中古車価格が高騰しスペアパーツが不足したのは周知の通りだが、自動車保険会社にとっては、事故で破損した車の修理や買い換えのコスト増となって跳ね返ってくる。

アドミラルへの投資はこの保険金請求の増加の緩和を利用するものだ。保険金請求の増加により、英国では自動車保険全体が値上げしたが、保険金請求コストが下がり始めた矢先に値上げをしたため、アドミラルの利益は逆に増加している。保険・金融業は一般的に株主資本利益率（ROE）が低いですが、アドミラルは保険代理店なので例外的にROEは30～40%と高い。昨年株価が下落したため、今年は5%近い配当利回りとなる。PERは16倍と高いが、これもアセットライトのモデルによるものだ。

Q：英国の経済からどのような影響を受けているか。

バンサリ氏：英国は世界で最も割安な市場の一つだが、リスクが価格に織り込まれている時にはリスクを取るべきだ。昨年、ウクライナでの戦争により欧州への投資が不安視されたが、結果的に欧州株はS&P500指数をアウトパフォームした。これは逆張り投資の威力を物語っている。

次に紹介する製薬メーカーのGSK<GSK>も英国株だ。ヘルスケアは不況に強い傾向がある。発売から40年近く経つザンタックという胃腸薬に対する訴訟で同社の株価は大打撃を受けた。ただ、集団訴訟といってもウォール街が懸念するような数百億ドル規模の損害賠償になるとは思えない。原告側はザンタックに発がん性があると主張しているが、フロリダ州地裁は最近、その訴えを退けた。もう一つの大きなリスクはジェネリック薬だが、今後3年間GSKにはジェネリック化のリスクがない。GSKはそれなりの成長を遂げているが、医薬品セクター全体のPER17倍に比べて2023年予想PERは10倍だ。利回りは2.9%と高くはない。

続いて、2022年にも紹介したブラジルへの投資だが、これは非常にうまく行った。中南米や新興国全般への投資が不安視され、選挙もあって市場は大きな打撃を受けたが、結果的にブラジルは2022年に最もパフォーマンスの良かった市場の一つであり、最もパフォーマンスの良い通貨の一つであった。

ブラジルでは無線・通信業界の統合が進んでいる。規制当局は最近、かつて市場第4位であったオイによる、TIM<TIMB>他3社への無線資産の売却を承認した。業界の統合で収益性と成長性が期待できる。TIMはワイヤレス専業で、12カ月先予想PERは約15倍。配当利回りは約6.5%だ。私は海外通貨の多くがドルに対して上昇すると見込んでいるため、TIMのADR保有から大きなリターンが期待できる。

通信会社のテレフォニカ・ブラジル<VIV>は、光ファイバーと高速大容量規格「5G」に大規模な投資を行う固定回線とワイヤレス通信事業会社だ。米国では建設コストや労働組合により光ファイバー投資は高額になる傾向があるが、ブラジルでは低コストで家庭内に光ファイバーを引き込むことができる。地中ではなく地上の電線を使うため規制や許認可も緩やかだ。新型コロナウイルスの余波や在宅勤務により、自宅で無線LANを使いたい人が増えている。テレフォニカは、ブラジル最大のサンパウロ州で競争力のあるポジションにあり、ワイヤレス業界の統合から恩恵を受けている。2023年予想PERは14.5倍、配当利回りは約7.5%だ。両銘柄とも、バリュエーションの観点からは同様に魅力的だ。

Q：最近のブラジルの政治的混乱をどうみるか。

バンサリ氏：世界のどの地域でも政情不安は起こり得る。通信業界はその製品やサービスが必需品であるため、マクロ的逆風や政策の混乱の影響を受けにくい。通信は今や消費者の必需品と言って良いだろう。両社が展開している光ファイバーや5Gネットワークへのアクセスは必須であり、それを邪魔するような政府はないだろう。通信により金融その他社会サービスが民主化され、新興国での生活に革命をもたらした。この業界に対する政治的リスクは、他の業界に比べてはるかに小さい。ブラジルの株式市場全般が下落しているため、想定外のリスクに対して予想以上のリターンが得られる。

参考資料

Rupal J. Bhansali's Picks

Company / Ticker	Recent Price
Admiral Group / AMIGY	\$26.91
GSK / GSK	34.92
TIM / TIMB	11.40
Telefonica Brasil / VIV	7.30

Note: As of 1/6/23

Source: Bloomberg

(資料)

By Lauren R. Rublin
(Source: Dow Jones)

2. FRB高官は誰の発言を重視すべきか

[フィーチャー]

The Fed: Whose Words Carry the Most Weight

トップスリーはパウエル議長、ブレイナード副議長、ウィリアムズNY連銀総裁

当局者の矛盾した発言

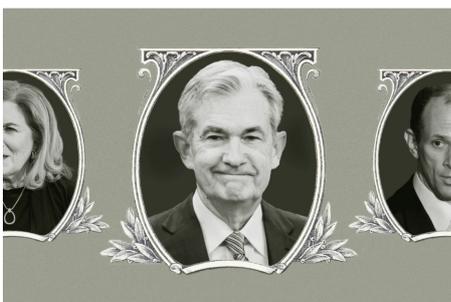


Illustration by Barron's staff; Bloomberg (4); Getty Images (2)

毎週、米連邦準備制度理事会（FRB）から次々に発信される膨大な数の講演、インタビュー、その他の発言の理解に努めるのは、FEDウォッチャーにとって「もぐらたたき」ゲームのように感じられるかもしれない。ある高官のコメントをようやく咀嚼（そしゃく）し始めたところで、別の当局者が異なる（場合によっては矛盾する）発言をする。

経済に対する比類なき影響力を考えれば、統一された考え方に基づいて行動していると判断したいところだが、FRBは実は一枚岩ではなく、19人の極めて人間的な集団によって政策が決定され、勢力図が年々シフトする構造となっている。ジェローム・パウエル議長がリーダーとしての地位にあるものの、連邦公開市場委員会（FOMC）の19人の出席者全員に（必ずしも投票権はないが）意見を述べる権利があり、公の場で発言すれば市場に影響を与える可能性がある。

FRBの公式発表には、中央銀行の考え方を公表するだけでなく、市場の期待を形成し、政策目標達成に向けて経済活動に関わる人々に行動を促すという目的がある。FRBの元関係者で投資ストラテジストのヤルデニ・リサーチ創設者エドワード・ヤルデニ氏は「FRBのメンバーはある意味で対外的な発言を最強の政策手段の一つと考えている。それが、こうした発言が多い理由だ」と指摘する。

現在のようにパブリックコメントが増加したのは比較的最近の現象であり、FRBの歴代議長が透明性を高めるために努力を積み重ねてきた結果だ。コミュニケーションは多いに越したことはないというスタンスのパウエル議長は2019年に、年8回開催されるFOMCの後、必ず記者会見を開催すると約束し、記者会見が倍増した。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）と、これに続くインフレを伴う不可解な景気回復にちょうど間に合う形で、こうした新たな情報が発信されるようになった。1994年来となる水準の利上げを実施したFRBはスポットライトを浴びるようになり、一般市民までが熱心なFEDウォッチャーになった。

FRBの今後の方針を占うのはますます困難になりそうだ。FRBは転換点に近づきつつあり、当局者は金融引き締め策の停止・転換の是非、およびその時期について議論を続けている。失業率の上昇や景気後退を回避しつつ労働需要とインフレを抑制する方法について合意されたロードマップは存在しないため、今後の道のりは細心の注意を要する未知の世界となる。FRBの元関係者が本誌に語ったところによれば、FOMCは「オレンジが何色か合意」できないと言われることもあり、そうした政策上の不一致の一部は間違いなく公の場で発信されることになるだろう。

直近のFOMCの議事録から、FOMC出席者の一部がFRBの政策はそろそろ行き過ぎになりつつあると警告する一方で、他の出席者がまだ継続の余地は残っていると主張していることが既に判明している。1月12日、そうした見解の相違を垣間見る機会が訪れた。フィラデルフィア連銀のハーカー総裁が、利上げのペースを減速させる可能性を示唆すると、その数時間後、セントルイス連銀のブロード総裁が誘導目標の上限まで可及的速やかに利上げを行うべきであると、正反対の発言をした。こうした見解の相違が表面化すると、通常、そのしわ寄せを受けるのは市場だ。FRBの元関係者でサム・コンサルティングの創設者クラウディア・サム氏は「金融市場は脆弱な場所であり、世界は不確実性に満ちている。FRBが不確実性を増やす必要はないのに、それがFRBが今やっていることだ」と批判する。

しかし、FRB高官が本音を語る限り、その時として矛盾するメッセージを解読する方法を知ること、金融政策の方向性を理解しようと努める投資家にとって極めて重要だ。FRBの内情に詳しい人々によれば、そのカギとなるのが、誰の発言を重視し、誰の発言を受け流してよいか知ることだ。そのためには、FRBの複雑な運営方法、各メンバーの経歴や専門分野、舞台裏に影響力を及ぼす人間関係を知る必要がある。

本誌はFRBの元関係者、エコノミスト、FRBに詳しいウォール街のアナリストの話を聞き、FRBの対外的なコミュニケーションを理解するための手引きを作成した。

トロイカ

以下の3人が、金融政策およびFRBの方向性について、FRB内外で圧倒的な発言力を保持しており、FOMC後にコンセンサスとなる見解を見だし、これを表明する声明を緊密に協力して起案している。

ジェローム・パウエル議長

最も影響力のある人物。2018年に任命され、2026年5月まで議長を務める見込み。FOMCの主席広報担当者であるのみならず、合意形成の責任も負う。講演やFOMC後の記者会見はFRBのコミュニケーションの中で最も重要であり、綿密に分析されている。パウエル議長は、個人的な見解を（そのよう



The three most influential officials, who work closely to craft policy statements and forge a consensus among members

- ★ Board of Governors
- 🦅 Hawk, tends toward supporting tighter monetary policy
- 🕊️ Dove, tends toward supporting looser monetary policy
- 🏛️ Regional bank president

Jerome Powell
Chairman of the Fed's Board of Governors

No one holds more sway.

Powell's second-in-command has at times represented the doves. Her October speech was seen as laying the groundwork for the Fed's December decision to slow rate hikes.

Lael Brainard
Vice chair of the Board of Governors

John Williams
Vice chair of the FOMC and president of the New York Fed

Often in lockstep with Powell, Williams uses his speeches to reinforce the chairman's message.

Bloomberg (3)

に断った上で) 述べることもあるが、合意された見解を伝えることの方が多。ピーターソン国際経済研究所のシニアフェローで、20年以上にわたりFRBで勤務した経験のあるジョセフ・ギャグノン氏は「FOMCの重心がどこにあるか知ることが重要だが、パウエル議長がまさにその中心であることは明らかだ」と語る。

ラエル・ブレイナー副議長

2番目に影響力のある人物。FRBの元関係者は、パウエル議長が弁護士出身であり、正式な経済学のバックグラウンドがないことが、ブレイナー副議長と密接な関係にある理由であると語る。ハーバード大学で経済学の博士号を取得したブレイナー副議長は、FOMCではこれまでハト派寄りの立場をとっており、金融緩和策を支持し、雇用最大化を優先してきた。FRB副議長としての公の発言は、通常、パウエル議長のメッセージを補強する内容となっている。例えば、昨年8月末、パウエル議長がジャクソンホールで講演を行い、どれほど厳しい結果を伴うことになってもインフレを抑制するというFRBの方針を極めて率直に述べると、その数週間後にブレイナー副議長が「必要な限り」抑制策を維持すると語った。しかし、両

者の歩調が常に合っているわけではない。FRBが金融引き締め策を減速する土台を築いたと思われる昨年10月の講演のように、ブレイナー副議長は、明らかによりハト派寄りの発言をすることがある。

ジョン・ウィリアムズFOMC副委員長（ニューヨーク連銀総裁）

ニューヨーク連銀が公開市場操作を担当することから、これまで総裁には金融市場の経験が豊富な人物が就任してきた。しかし、エコノミストとしてFRBとホワイトハウスで昇進を続けてきたウィリアムズ副委員長はその型に当てはまらない。恐らくそれが、これまでの前任者ほど金融政策立案の細部に関与しない理由であると思われる。パウエル議長と歩調を合わせることが多く、講演では議長のメッセージを補強する。

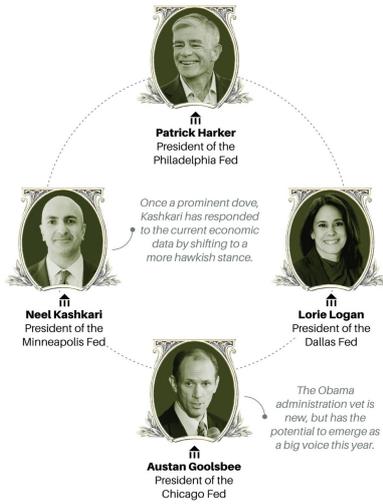
その他のFOMC委員

FOMCの他の16人の出席者（5人の理事と11人の地区連銀総裁）の影響力はより均一なものとなる。FRB内の金融政策議論に加わり、FRBの方向性に関する個人的な見解を公に発信しているが、実際に金融政策について投票権を有するのは、毎年その一部に限られている。FOMC内でその意見が重きをなすか否かを判断する最も明確な基準は投票権の有無だ。地区連銀総裁が毎年輪番で投票権のある委員に就任するため、スポットライトを浴びる人物も交代する。

THE VOTERS

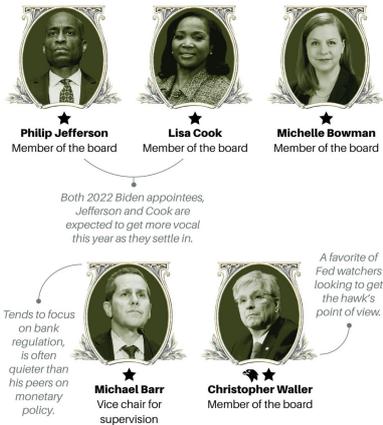
Regional bank presidents have the most sway during their one-year rotations as voting members. Who will be casting their votes in 2023:

- ★ Board of Governors
- 🦅 Hawk, tends toward supporting tighter monetary policy
- 🕊️ Dove, tends toward supporting looser monetary policy
- 🏛️ Regional bank president



Board Members Who Always Vote

- ★ Board of Governors
- 🦅 Hawk, tends toward supporting tighter monetary policy
- 🕊️ Dove, tends toward supporting looser monetary policy
- 🏛️ Regional bank president



Bloomberg (2); Getty Images (2)

FRB理事

FRBの7人の理事は全員投票権を有するが、同じ影響力を有するわけではない。マイケル・バー金融規制担当副議長は、銀行規制を重視する傾向にあり、金融政策ではこれといった役割を發揮していない。

2022年初頭にバイデン大統領が指名したリサ・クック理事とフィリップ・ジェファーソン理事は、これまでおおむねコンセンサスに従っているが、役職に慣れるにつれ、今年はより積極的に発言すると期待されている。



Nonvoting members participate in meetings and can try to influence policy, but ultimately have no say over the bank's moves

- ★ Board of Governors
- 🦅 Hawk, tends toward supporting tighter monetary policy
- 🕊️ Dove, tends toward supporting looser monetary policy
- 🏠 Regional bank president

 James Bullard President of the St. Louis Fed	An outspoken outlier, Bullard jolted markets in recent months with his hawkish views. But his voting year ended in December.	 Loretta Mester President of the Cleveland Fed
Thoughtful, articulate, and hawkish, according to close Fed watchers.		
 Thomas Barkin President of the Richmond Fed	 Susan Collins President of the Boston Fed	 Raphael Bostic President of the Atlanta Fed
 Mary Daly President of the San Francisco Fed	George will retire this month. Her replacement has yet to be named.	 Esther George President of the Kansas City Fed
After resisting calls to raise rates in 2021, Daly's 2022 decision to get on board with steep hikes signaled full committee support of accelerated tightening.		

マイケル・ボウマン理事とクリストファー・ウォラー理事は、タカ派寄りの見解の持ち主であり、インフレを抑制するため、通常は引き締め策を支持してきた。特にウォラー理事は発言力と経済学的な素養の高さで知られ、FOMCのタカ派の考えを知るためFEDウォッチャーに注目されている。

Alamy(1); US Federal Reserve(1);
 Federal Reserve Bank of Dallas
 (1); Bloomberg (4)

投票権を持つ地区連銀総裁

ニューヨーク連銀総裁として常に投票権を有するウィリアムズ総裁を除く11人の地区連銀総裁は、毎年輪番で投票権のある委員に就任する。2023年は、シカゴ連銀のオースティン・ゲールズビー総裁、フィラデルフィア連銀のパトリック・ハーカー総裁、ミネアポリス連銀のニール・カシュカリ総裁、ダラス連銀のロリー・ローガン総裁が投票権を手にする。

ゲールズビー総裁は今年、ローガン総裁は昨年8月に就任したばかりだが、前者はオバマ政権時にホワイトハウスの首席エコノミストを務めた経験があり、後者はFRBで数十年にわたり勤務し、最近ではニューヨーク連銀で公開市場操作に従事していたため、金融市場の声を代表することが期待されている。

ハーカー総裁は同僚よりも発言が少なく、FRBの元関係者によると、ややタカ派寄りとされる。

一方、カシュカリ総裁は、FOMCで突出した発言力を発揮すると期待される。その発言には説得力があり、FRBのハト派の中で最も注目される存在だった。前回の投票権保有期間である2017年には、全ての利上げに反対した。しかし、その後、タカ派的なアプローチの支持者に劇的な転向を果たし、1月上旬に「少なくとも今後数回のFOMC会合では」FRBは利上げを続けるべきであると主張した。カシュカリ総裁は、金利が現在の予想中央値を1%ポイント上回る5.4%まで上昇すると予想している。FEDウォッチャーは、FRBが最新の情報に基づき金融政策の方向性を機敏に選択していく上で、こうした

データの変化を踏まえて見解を修正することに前向きなカシュカリ総裁が中心的な役割を果たすとみ
る。

投票権のない地区連銀総裁

投票権のない7人の地区連銀総裁はランキング最下位となるが、時としてニュースの発信源となる。例
えば、セントルイス連銀のブロード総裁は、遠慮のない発言をする異端児であり、市場を揺るがすタ
カ派的な発言をすることで知られる。昨年11月中旬には、7%まで利上げを行う可能性があると言
し、相場が大幅に下落した。ただし、最近はやや穏健化し、予想中央値の5.1%で十分かもしれないと
発言している。

これに対し、サンフランシスコ連銀のメアリー・デイリー総裁はハト派を代表する存在として知ら
れ、パウエル議長と近い関係にあることから、強い影響力があるとされる。昨年12月、デイリー総裁
がインフレ抑制にはまだかなりの道のりがあると述べ断固とした姿勢を示したことで、通常はより緩
和的な金融政策を支持するメンバーも含め、FOMC全体が引き締めスタンスを維持することで一致し
ているというシグナルが伝わった。

ただし、両総裁とも今年は投票権がなく、特に他の委員と異なる印象のメッセージを発する場合は、
市場に影響を与える可能性は低いはずだ。

全体としては、FRBは方向性を共有することにより、市場の不必要な動揺を回避するように努めると
思われるが、足元の景気の見通しが不透明であるため、今後、明瞭さや具体性を欠くメッセージが発
信されると覚悟せざるを得ない。言い換えれば、FRB自身も将来の行動が事前に分かっているわけ
ではない。かつてFRBで勤務した経験のあるエール大学のビル・イングリッシュ教授（財政学）は「FO
MCは政策決定と見通しについて可能な限り明確なコミュニケーションに努めるだろうが、1年後の景
気の見通しは極めて不透明であり、従ってどのような金融政策が1年後適切なものか、確実なことは言え
ない」と語る。

By Megan Cassella
(Source: Dow Jones)

3. 株式市場にとってインフレ率低下が問題となる理由

[米国株式市場]

Why Falling Inflation Is a Problem for the Stock Market

利益率を圧迫する可能性

CPI減速、市場は好感

数十年ぶりの高いインフレ率は2022年の市場における話題の中心だったが、2023年はそうならないだ
ろう。ディスインフレ、もしくは一部ではデフレの影が株式にとって最大のリスクとなりつつあり、
投資家は物価の下落に備えたポートフォリオのあり方を考えなければならなくなりそうだ。

先週発表された12月の米消費者物価指数（CPI）は前年同月比で6.5%上昇したが、上昇ペースは6カ月
連続の減速となり、投資家にとって好材料となった。先週の主要株価指数の動きを見るとS&P500指数
は2.7%高の3999.09となり、ダウ工業株30種平均は2.0%高の3万4302ドル61セントで引けた。ナスダ



Brandon Bell/Getty Images

ック総合指数は4.8%高と大幅に上昇し、小型株のラッセル2000指数は5.3%高の1887.03で週末を迎えた。

インフレは減速しているとはいえ、まだ続いている。それでも長くは続かないと思われ、物価下落の兆しが見え始めている。約4000万人の米国人がマイホームとしているアパートを例にとれば、米労働統計局によると2022年の平均家賃は前年比で約7%上昇し、インフレの痛みを感じさせた。しかし、そうした家賃の上昇が当たり前になり始め、今では誰も引っ越そうとしない状

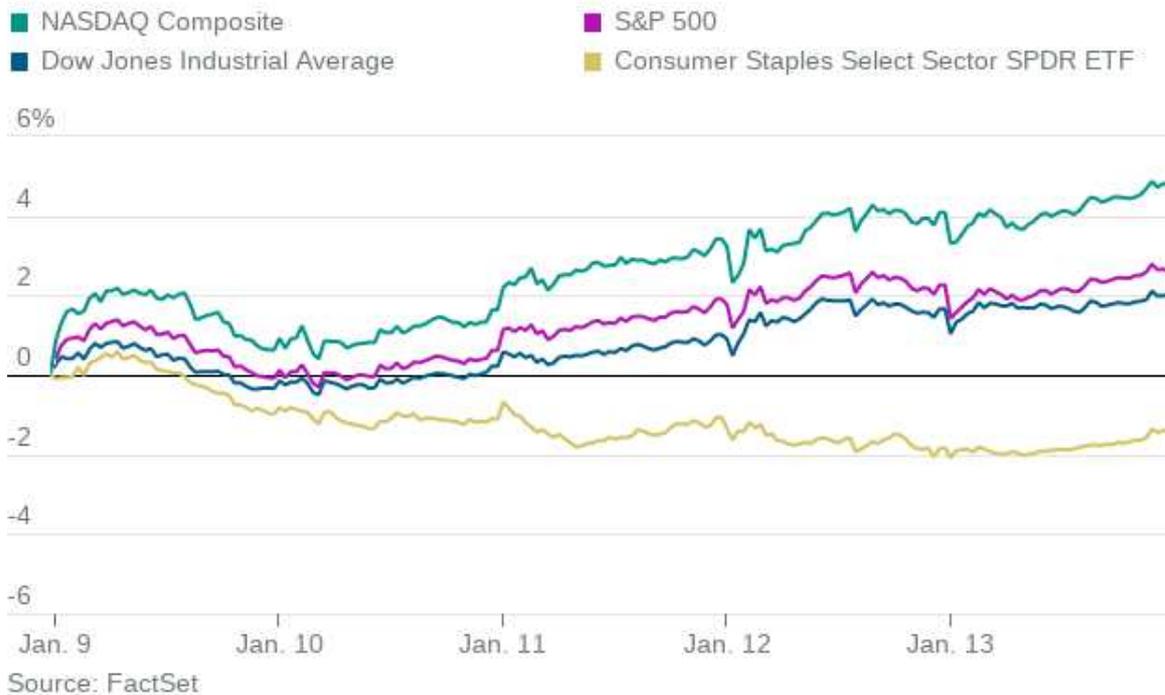
況になっている。

不動産サービス会社のリアルページは、2022年末までに需要が「ほぼすべて蒸発した」と指摘する。「取引量は常に価格に先行する」と、ある不動産投資家が言う通りだ。人々が再び引っ越しを考えるようになるには、家賃の下落が必要なようだ。

自動車価格も高過ぎる。データ提供会社のコックス・オートモーティブによると、米国の新車平均価格は昨年12月に過去最高の4万9507ドルを記録した。こうした価格は需要にも打撃を与え始めており、企業は価格に関して再考を余儀なくされている。例えば電気自動車（EV）大手のテスラ<TSLA>は、在庫が積み上がり受注量が急減したため、先週1週間で一部の車の価格を最大20%引き下げた。

賃金は高止まり

Market Snapshot



至るところでモノの値段が下がってきている。鉄、アルミ、銅、原油、トウモロコシ。どれも昨年の高値から平均して30%下落している。

下落していないものの一つが賃金だ。米国では求人数が1000万～1100万人の間で安定しており、労働市場が依然として堅調に推移していることが背景にある。製品価格の下落と堅調な労働市場は投資家にとって良い組み合わせではない。企業は労働者により多くの賃金を支払わなければならないのに、販売する製品から受け取るものが少なくなるからだ。ファンドストラットのグローバル・ポートフォリオ戦略の責任者であるブライアン・ラウシャー氏は、利益率は「低下する。それは当然のことだ」と述べる。

ビーオブエー・セキュリティーズの株式・クオンツ戦略担当であるサビタ・スブラマニアン氏も同様に予想している。需要の不確実性と厳しい価格環境の中で、2023年のS&P500指数の利益予想はおよそ15%高過ぎるとスブラマニアン氏は書いている。

スブラマニアン氏は「より高い利益率」が可能なセクターを探しており、ヘルスケアが良いと指摘する。ビーオブエー・セキュリティーズのアナリストの選好銘柄として、大手医療機器メーカーのボストン・サイエンティフィック<BSX>、医療用ロボットメーカーのインテューティブ・サージカル<ISRG>、大手医療サービス会社のテネット・ヘルスケア<THC>などが挙げられる。

クォリティーの高い銘柄に注目

需要の不透明感も見え始めている。ラウシャー氏は、需要の先行指標である新規受注が減少していると指摘する。米サプライ管理協会（ISM）の製造業新規受注指数は、過去7カ月のうち6カ月で景気拡大・縮小の分岐点である50を下回り、マイナス圏にある。サービス業の新規受注指数は、12月に2020年春以降で初めてマイナス圏に転落した。

ラウシャー氏は「今後、価格決定力の問題が出てくることから、利益率が安定した会社を選好する」と言い、値上げ、コスト削減、あるいはその両方が可能な企業を探している。

このことは、年初のスタートが好調だったにもかかわらず、株式市場が全体として不調に陥ることを意味する可能性がある。ラウシャー氏は、バランスシートがより良好で、強力な経営陣を擁するクォリティーのより高い企業の保有を推奨している。

これは、どんな市場環境でも通用する堅実な戦略であり、株価が下がり始めたときには特に賢明な方法だ。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

4. 公益やエネルギーセクターに注目すべき理由 Why Utilities and Energy Are the Sectors to Play Right Now 困惑する投資環境下での逆張り

[米国株式市場]

危うい市場のコンセンサス



Julia Burlachenko/Dreamstime.com

2022年が厳しい年だったと言えるとしたら、2023年は困惑する年と言うのが一番良いかもしれない。

困惑するとはどういう意味なのか。ただ単にインフレ、成長、利益、利益率、そしてコロナ禍に関し不確実性が地球上に居座り続ける一方、市場に対する専門家の見方には全く不確実性が存在しないということだ。メディアに登場する解説者は皆、2023年前半の市場の乱高下を確信しているが、年末までには状況は改善するとみている。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、自身もそのような解説者の一人だと自認しているロリ・カルバシーナ氏は「まさにウーバーのコンセンサスだ」と述べる。

ただ単にコンセンサスは間違ふからというわけではないが、誰もが同じことを考えているのは危険だ。投資家は同じセクターや同じ銘柄にポジションを取ってしまうことになる。その結果、状況が変化した場合、ボラティリティーや失望などを招いてしまう。

生活必需品セクターのバリュエーションはピークか

この解決策は誰もやらないことをやることだ。つまり、より保守的なスタンスを目指すなら、生活必需品ではなく公益セクターを選好することを意味する。ファクトセットによると、S&Pコンポジット1500生活必需品指数の2023年の予想利益に基づく株価収益率（PER）は21倍だ。このバリュエーションは同指数の過去平均を10%程度、またS&P500指数のPERを30%上回る。投資家が生活必需品株に弱気

になれば、下落幅はかなり大きくなる。カルバシーナ氏は「ポジションもバリュエーションもピークにあり、生活必需品を保有していたくない。なぜなら暴落するからだ」と付け加えた。

公益株の方がより良く見える。2023年の予想利益に基づくPERは19倍程度だ。生活必需品株と同じように市場全体を上回り、また公益の過去の平均を12%程度上回る。しかし、S&P500指数に対してのプレミアムは20%未満にとどまる。さらに、公益の成長見通しは過去よりはいくらか良くなっている。再生可能エネルギーによる発電能力が加味され、新規投資に対しては規制下の報酬率が確保できているため、成長を押し上げている。

カルバシーナ氏は「不景気な経済環境の下で保有したいのは長期的な成長要素を備えている分野だ」と述べる。

それには、インフレ抑制法、半導体産業をてこ入れするCHIPS法、それにインフラ投資・雇用法によって創造される新たな財政支出の恩恵の一部を享受し、業績が押し上げられる資本財銘柄が含まれる。

エネルギー株についても、規律ある経営陣、配当、自社株買い、また2022年が好調だったことから多くの投資家はエネルギー株を避けたいように見えることから、むしろポートフォリオに組み入れるべきだ。過去数週間、エネルギーETFから資金が流出している。カルバシーナ氏は「エネルギー株は多分がっかりさせないだろう」と付け加えた。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

5. 物言う投資家によるディズニー批判はどこまで妥当か

[投資戦略]

For All His Criticisms of Disney, Peltz and Iger Probably Agree: Streaming Has to Be Fixed
ストリーミング事業の立て直しは必要

ペルツ氏がディズニー批判を公開



Bryan R. Smith/AFP/Getty Images

アクティビスト（物言う投資家）として知られるネルソン・ペルツ氏に自身に関するプレゼン資料を作成されて喜ぶ最高経営責任者（CEO）はいない。しかし、ウォルト・ディズニー<DIS>のボブ・アイガーCEOは、先週公開された35ページのスライド資料を見て、複雑な気持ちになったかもしれない。

ペルツ氏は資料の中で、アイガー氏が2019年のフォックス<FOXA>の映画・テレビ関連資産の買収で数十億ドルも無駄にしたこと、後継者育成をしくじったこと、ストリーミング事業の

コストが肥大化していること、ディズニーのテーマパークが来場者や従業員に負担を押し付けていること、そしてアイガー氏の過去の報酬が高過ぎたことを指摘している。

その一方で、ペルツ氏はアイガー氏の残留を望んでいるし、上記の事柄の幾つかは、離任したボブ・チャベック前CEOの責任にできる。ペルツ氏の関心はコスト削減の口実に使えるし、同氏がきっかけで12日にディズニーの株価が3.6%上昇したこともアイガー氏の実績といえる。

残念ながら、ペルツ氏による批判が積み重なったところで、ディズニーの株価が直近の100ドルから2021年3月の高値203ドルまで戻るわけではない。それが起こるためには、業界全体において支出と価格設定の慎重な調整が求められる可能性がある。メディア株が好調に戻るためには、おそらく視聴者にとってストリーミング配信の条件が悪化することが避けられないだろう。

■ ディズニーは提案を一蹴

ペルツ氏はマンハッタンのダウンタウンの食品流通業者の息子だが、これまで立て直してきた企業に対する好みもこの点から説明できるかもしれない。外食チェーンのウェンディーズ<WEN>や、食品大手のクラフト・ハイツ<KHC>、ダノン<DANOY>、ペプシコ<PEP>、ドミノ・ピザ<DPZ>などのディールを手掛け、1997年にはクエーカーオーツからスナップルを3億ドルで買収し、3年後にキャドバリー・シュウェップスに15億ドルで売却した。飲食業界以外を含むより大規模な企業の株式を取得すべく、2005年にはトライアン・パートナーズを共同設立している。2016年から2022年にかけて、日用品大手のプロクター・アンド・ギャンブル (P&G) <PG>の株を買い増し、強引に取締役に就任すると、合理化に貢献し、友好的にたもとを分かち、売却により利益を得た。

ペルツ氏のアプローチの一つに、スライド資料を作成して経営陣に見せ、取締役のポストを求め、反応次第でスライド資料を一般公開するかを決めるというものがある。ディズニーに関する資料では、トライアンが11月にチャベック氏と話し、取締役のポストを求めたと述べられている。チャベック氏は同月末に更迭され、トライアンによると提案は「経営陣と1度、短時間電話で話ただけで、当方の話を聞くこともなく」断られたという。

■ ディズニーばかりを批判できないストリーミング事業の損失

アイガー氏のディズニーにおける功績として、3件の買収が挙げられる。2009年に40億ドルでマーベル、2006年に74億ドルでピクサー、2012年に41億ドルでルーカスフィルムを買収したことで、歴史的な興行収入をもたらし、無数の関連商品やテーマパークとのタイアップを生み出した。近年では、フォックスから映画・テレビ関連資産を差し引き530億ドルで買収しているが、これはそこまでの成功とは言えないようだ。

ペルツ氏は、ディズニーのショービジネスの調整後利益は、フォックスとの取引前の94億ドルから、約束されたシナジー効果により133億ドルに増加するはずだったが、実際には31億ドル、ストリーミングの損失を除けば71億ドルまで減少したと主張している。「フォックスの大幅な減損が控えているのではないか」と資料では指摘されている。負債が増え、配当がなくなり、株価は低迷している。ペルツ氏が言うには、ディズニーは2018年以降、買収、コンテンツ、設備投資に1620億ドルを費やしたが、その結果、1株当たり利益 (EPS) は半減している。

この主張はほぼ妥当なのだが、ディズニーがコストをかけてストリーミングを推進したのは、Netflix <NFLX>の台頭と、それに伴うケーブルテレビ契約数の減少に直面したからだ。Netflix

リックスの時価総額がディズニーを上回った頃、投資家は明らかにキャッシュフローよりもストーリーミングの新規加入者数を重視していた。そこでディズニーは対応し、投資家はそれを歓迎した。その後金利が上昇し、投資家の選好は逆転した。その頃にはストーリーミング配信に参入する企業も増え、値下げ競争とコンテンツ争奪戦が引き起こされた。

現在では、興行収入が新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）以来回復しない中、各社は制作予算を削減しつつ、値上げやコマーシャルの追加を進めている。ペルツ氏は、ディズニーがストーリーミングのニッチ分野からコンテンツ配信の中心への移行を急ぎ過ぎたと書いている。そうかもしれないが、それは投資家がかつて求めていたことだ。

ペルツ氏は、ストーリーミング収益でディズニーを上回るネットフリックスは、コンテンツ以外の経費が少なく、結果としてストーリーミングの利益率が高いことから、ディズニーが「コスト規律を欠いている」と指摘している。アイガー氏はコストを厳しく精査することを約束しており、ストーリーミングサービスのディズニープラスは間違いなくその重要な対象になるだろう。しかし、ネットフリックスが2007年からストーリーミング配信を行っているのに対し、ディズニープラスは開始から3年余りしかたっていないことも覚えておくべきだ。

ペルツ氏は、ディズニーがストーリーミングの損失を補うためにテーマパークで「過剰に稼いでいる」と指摘しており、筆者もそれには賛成だ。昨年8月に家族でディズニーワールドに行ったとき、パンデミック前に比べて、コストと手間が大幅に増え、楽しさは減ったように感じられた。しかし、この見方にはバイアスがかかっている。人気番組サタデー・ナイト・ライブのプロデューサー、ローン・マイケルズ氏は、「人々が『番組のピークはいついつだった』と言うとき、彼らの真意は『あの頃自分は若かった』ということなんだ」と発言している。私は、子供が大きくなったことをテーマパークの衰退と勘違いして、若い家族連れの体験にけちをつけるようなへそ曲がりにはなりたくない。

チャベック氏は昨年、顧客満足度のスコアは依然として高水準にあると述べていた。アイガー氏の復帰以来、ディズニーは不便になっていた点を幾つか元に戻している。例えば、ディズニーワールドのホテル宿泊客向けに駐車場を再び無料にするといったことだ。

ストーリーミング業界をいかに変えるかが問題

ディズニー株の問題は、株価が半値になったとはいえ、極めて割安とは思えないことだ。2023年9月期のフリーキャッシュフロー予測は46億ドルと低迷しており、時価総額はその40倍弱となっている。コンセンサス予想では、2025年9月期までにフリーキャッシュフローが101億ドルに回復すると予想されており、株価フリーキャッシュフロー倍率は18倍ということになる。一方、S&P500指数は、来年のコンセンサス予想フリーキャッシュフローに基づく同倍率が18倍となっている。

最終的には、ペルツ氏が取締役役に就任するか否かにかかわらず、ディズニーはコストを抑制する可能性が高そうだ。しかし、同社や競合のストーリーミングサービス企業が長期的に必要とするのは、かつてないほどエンターテインメントの選択肢が増え、切り替えが容易になった会員を遠ざけることなく、より少ないコストでより多くの料金を獲得する方法を見つけ出すことだ。それは簡単なことではない。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

6. 債務上限問題にどう対応するか

[コラム]

Just When You Were Feeling Grounded, Here Comes the Debt Ceiling.
遠くて近い難題

1月19日に債務上限に到達



Brendan Smialowski/AFP/Getty Images

何をしてもいずれつけは回ってくる。そして、その時が迫っている。

イエレン財務長官は1月13日に議会に対して、米国の債務額が19日に上限に達すると警告したが、これは大方の予想より早いタイミングだ。だからと言って米国政府がすぐ支払いの停止を強いられるわけではなく、イエレン長官は6月初めまでは財務省が必要な資金と資金調達手段を確保していると考えている。しかし、純粋に理論的だった問題が、期限が近付けばはるかに切迫した問題となる。

株式市場は反応せず、13日のイエレン財務長官の発言時に約0.2%下落していたS&P500指数は0.4%上昇してその日の取引を終えたが、妥当な反応かもしれない。市場の関心事は数多く、経済指標、企業業績、米連邦準備制度理事会（FRB）メンバーの発言はいずれも現時点でより切迫した問題だ。

中でもインフレとの戦いは最も切迫しており、それが先週S&P500指数が2.7%上昇した理由だ。12月の消費者物価指数（CPI）は11月の前年同月比7.1%上昇から同6.5%上昇へ低下し、コアCPIは同様に同6%上昇から同5.7%上昇へ低下した。同日に発表されたミシガン大学消費者信頼感指数も予想よりもかなり強く、景気後退懸念は一段と落ち着いた。

当然この二つの問題は関連している。ジェフリーズのエコノミストであるトーマス・シモンズ氏は「今後景気後退が起きるといふ広範な懸念があるが、消費者心理は改善しており、それはインフレのピークが過ぎたように見えることが大きな理由だ」と語る。

今回はより深刻な問題？

そのようなニュースと、多くの投資家が弱気のポジションで2023年を迎えたことが、イエレン財務長官の発言を無視することに役立った。しかし、現在債務上限額は約31兆4000億ドルだが、今後より大きな問題となる可能性が十分ある。変な話だが、議会は望む歳出案を何でも議決できるが、米国の債務額の上限も承認する必要がある。以前はこれが問題でなく、債務額が上限に達すれば議会は上限を引き上げ、それで全て片付いていた。しかし2011年にそれが変わり、当時議会の多数党となった共和党が上限を引き上げないと脅した。その結果スタンダード&プアーズが米国の信用格付けを8月8日に引き下げ、S&P500指数は6.6%下落した。

今回の問題はより大変かもしれない。バンク・オブ・アメリカのチーフ米国エコノミストのマイケル・ゲイペン氏は、民主党が上院、共和党が下院を支配してねじれ議会となっているだけでなく、ケビン・マッカーシー氏が下院議長になるために譲歩して少数の議員グループに権力を渡したことで、債務問題がより難しくなったと語る。

この問題の影響はより深刻になる可能性があり、特に米国が国債の利払いができなくなったり、社会保障制度に関わる歳出でさえ止まればなおさらだ。これらは全てデフォルト（債務不履行）と見なされ、信用格付けが一層引き下げられ、経済的な痛みを一層伴う。ゲイペン氏は「結論として、債務上限の期限を過ぎれば経済的に多大な痛みをもたらすかもしれない。弊社の現在の経済見通しの前提には入っていないが、財政面の瀬戸際政策がまた戻ってきた」と考える。

これは残念なことだ。国の債務は現実の問題であり、債務上限で駆け引きするのではなく、真剣な考慮が必要だ。バイデン大統領の2023年度予算では財政赤字額を1兆2000億ドルとしており、新型コロナウイルスの影響による2020年度の過去最高の赤字額3兆1000億ドルよりもはるかに少ないが、2019年度の9840億ドルよりは多い。国債発行残高の国内総生産（GDP）比率は現在120%で2019年の106%から上昇している。米国ではこうした財政赤字は問題になっていないが、他国では市場が忍耐を失い始める例が出ている。一例として、英国は債券市場の洗礼を受けて政府が歳出案を撤回した。

財政赤字がFRBの政策を難しくする

ソシエテ・ジェネラルのサロモン・タダス氏は「多額の財政赤字があるとインフレ対策に伴う痛みが増す。財政赤字が縮小すればFRBはインフレ対策をよりやりやすくなる。そうでなければ、過度な引き締めとバランスシート縮小を行った後で利下げと一層の量的金融緩和政策を行い、インフレを刺激して「悪循環」が再び始まらざるを得なくなる。力づくの金融引き締め政策に、財政赤字と国債発行を大幅に削減する財政規律を伴わなければ、市場にとって気休めとなったとしても一時的でしかない」と語る。

国の債務はFRBの政策をより難しくさせる。スタイフェルのチーフ株式ストラテジストのバリー・バニスター氏は、金利上昇で国債の利払いが維持できなくなり、第2次世界大戦時のようにFRBが最終的に金利の上限を決めざるを得なくなる、と語る。

このイーロードカーブ・コントロールで債務は維持可能になるかもしれないが、いずれインフレ上昇とバリュエーション低下につながり株式にはマイナスとなるだろう。バニスター氏は、S&P500指数の1株当たり利益（EPS）は2021年から2030年にかけて倍増しても、株価収益率（PER）は2021年のピークから半減すると予想する。そうなればS&P500指数の2030年末の水準は2021年並みということになる。

もちろん、この話は現在の市場の上昇とは別の話で、バニスター氏は現在の市場を「レンジを伴った長期的な弱気市場」とみているが、まだ上昇は続くと考える。

市場が持つ間は楽しんでおこう。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

7. インフレに対する強気派は楽観的過ぎるかもしれない

[経済政策]

Bulls' View of Inflation May Be Too Sunny
指標を精査し、警戒怠るな

市場もメディアもインフレに楽観的



Jeenah Moon/Bloomberg

確かに、物事は良くなっており、少なくともインフレが緩和されているという点は、市場もメディアも認めている。しかし、市場やメディアは極度に楽観的にこの改善を捉え、根底にある、しかし依然として苛立たしい側面を無視しているのかもしれない。

昨年の過去40年間で最悪の水準からとはいえ、物価上昇圧力は弱まりつつある。市場は米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げペースが鈍化するだけでなく、2023年末までに利下げに踏み切ると予想している。ただし、インフレ率は依

然としてFRBの目標である2%を上回っており、景気後退の予測は単なる予測にすぎず、事実ではない。

最新の消費者物価指数（CPI）は、エコノミストの楽観的な予測に一致した。広く注目されているこのインフレ指標は、ガソリン価格が9%急落したことを主因に12月に前月比0.1%下落した。食品とエネルギーを除く、いわゆるコアCPIは前月比0.3%上昇し、これも予測と一致した。さらに、コアCPIの前年同月上昇率は、40年ぶりのピークである2022年9月の6.7%から5.7%に減速している。

各インフレ指標がそれぞれ示すもの

しかし、コンサルタント会社のフリー・マーケットを率いるマイケル・ルイス氏は、データをより深く掘り下げた他の指標は、「より悲観的とまでは言わないものの、より正確な別のストーリーを物語っているのかもしれない」と顧客向けノートに記して注意を促している。アトランタ連銀のコア粘着CPI（変動の鈍い品目に絞って算出したCPI）は前年比6.7%上昇、クリーブランド連銀のCPIの中央値は同6.9%上昇で、過去1年間でほとんど改善していないことを示している。

クリーブランド連銀のCPIは、コアCPIのように食品とエネルギーを除くだけではなく、毎月最も変動しやすい品目を除いて算出される。一方、アトランタ連銀のコア粘着CPIは価格が最も安定した品目に絞って算出している。パウエルFRB議長は過去にこれらの指標に言及している。ルイス氏は、これらのデータが、FRBのインフレ対策への過信に警鐘を鳴らしてきた主な理由だと指摘する。

メディケア（高齢者向け公的医療保険制度）サービスは、少なくとも米労働省労働統計局（BLS）の測定では、インフレを弱める大きな要因となっている。この品目は、直近2カ月でそれぞれ前月比0.

7%、0.6%と連続して下落した後、12月も前月比0.1%のわずかな上昇にとどまった。ただし、前年同月比では4.1%上昇に減速しており、シティのエコノミストであるベロニカ・クラーク氏が「誤解を招く緩やかな上昇」と呼ぶものだ。これらのコストは、今週発表される12月の卸売物価指数（PPI）で、より急激な上昇を示す可能性が高い。クラーク氏は、これは、FRBが重視するインフレ指標であるコア個人消費支出（PCE）デフレーターにとってより重要になると書いている。

パウエル議長が注目しているもう一つの指標は、CPI全体の3分の1近くを占める住居費を除いたコアサービスだ。この指標を支持する人は、BLSの測定方法は過去の上昇分を遅れて反映する一方、不動産情報サイト運営会社のジロー・グループ<Z>のオンライン指標に見られる直近の家賃上昇ペースの減速は無視されていると指摘する。

住居費を除くコアCPIは、重要な労働コストの全てを反映するため、インフレを把握する新しい指標となる。12月の平均時給の上昇率が前年比4.6%に鈍化したことは、インフレ楽観論者の希望を下支えした。しかし、このFRBが重視するより広範なインフレ指標は、労働コストの上昇圧力をより大きく反映するものと思われる。

雇用コスト指数（ECI）は四半期に1度しか発表されないが、賃金や給与に加え、労働者構成の変化や福利厚生費を含む、はるかに包括的な指標だ。9月30日時点の過去12カ月間の賃金は5.0%増、民間部門の賃金・給与では5.2%増だった。

次回のECIは、米連邦公開市場委員会（FOMC）の初日である1月31日に発表され、翌日には利上げが決定される予定だ。MFRのチーフ米国エコノミスト、ジョシュ・シャピロ氏は「最新の求人離職統計（JOLTS）や全米独立事業者協会（NFIB）の調査から分かるように、労働需給は逼迫（ひっばく）しており、比較的速い賃金上昇が続くとみている」と述べている。

金融政策への反映

このような労働コストの上昇ペースは、生産性が高い場合に限り、FRBのインフレ目標である2%付近への低下と整合性を持つ。しかし、ルネッサンス・マクロ・リサーチの経済担当責任者、ニール・デュッタ氏は、労働コストの5%上昇に対して、生産性の上昇は1%程度と低調だと指摘している。

FRBにとってのリスクは、経済が実際に加速しているにもかかわらず、利上げを一時停止する可能性があることだ。CMEグループのフェドウォッチサイトによると、フェデラルファンド（FF）金利先物市場は、今後2回のFOMCでFF金利の誘導目標は0.25%ずつ引き上げられ、ピークの4.75~5%になると示唆している。

デュッタ氏は、米国債の利回り低下、住宅ローンや企業向けローン市場の信用スプレッドの縮小、株価上昇、そして特にここ数カ月のドルの急落を反映して、全体的な金融情勢は著しく緩和されたと指摘する。また、金融政策はその効果が出るまで長い期間を要し、その結果も大きく変わり得るという従来の考え方には欠陥があると言う。むしろ金融政策の効果は、金融市場を通じて、「短期間で表れ、予測可能」になってきている。デュッタ氏は、これを反映して、住宅関連株は2022年半ばの安値から40%近く上昇し、「暴騰」していると指摘する。

インフレが続き、失業率は3.5%と過去最低水準で景気後退（リセッション）に陥ってもいないにもか

かわらず、市場はFRBが利上げを一時停止し、年内に利下げに踏み切ると予想している。コンセンサスが得られているわけではないが、データのこのような見方からすると、債券や株式の上昇を支えた市場の楽観論は見当違いかもしれない。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

8. 「ディープバリュー」株に回復の兆し

[コラム]

These 'Deep Value' Stocks Are Ready to Bounce Back
低調な2022年からの巻き返しなるか

バリュエーションを重視



Getty Images

バリューが何を指すかは人によって異なるが、一般的には割安株を探すことを意味する。想定される「本源的価値」が、たとえ市場価値より割高でも、それより安い価格で取引されている企業を探そうとする投資家もいれば、他の銘柄との比較による「相対価値」を重視する投資家もいる。また、株価収益率（PER）、株価売上高倍率（PSR）、株価純資産倍率（PBR）といったバリュエーション指標だけで銘柄を選ぶ投資家もおり、このような投資家は「ディープバリュー」投資家と呼ばれている。

2022年はバリュー株には素晴らしい年だったが、ディープバリュー株はさえない1年だった。S&P500指数は2022年に18%下落したが、S&P500バリュー指数の下落率は5.2%にとどまった。ポートフォリオにグロース株を含まない上場投資信託（ETF）のインベスコS&P500指数ピュアバリューETF<RPV>は1.3%安と、さらに下落率は小さかった。ラウンドヒル・アクワイアランス・ディープバリューETF<DEEP>は中小型株偏重のため最適な比較対象ではないが、下落率は18%だった。

バリュー株がS&P500指数をアウトパフォームした2022年に、ディープバリュー株がアンダーパフォームとなったのは歴史的には異例だ。例えば、S&P500バリュー指数がS&P500指数を15%ポイントアウトパフォームした2000年には、ディープバリュー株は「シャロー」バリュー株（S&P500指数のディープバリュー銘柄の次に安い150銘柄）を18%ポイント近くもアウトパフォームしている。

バリュー株のパフォーマンスが良かった1993年、1983年、1988年、2016年には、ディープバリュー株がシャローバリュー株を4.7%ポイント以上アウトパフォームしている。しかし、2022年には、ディープバリュー株はシャローバリュー株を5%ポイントもアンダーパフォームした。バリュー株がアンダーパフォームした年としては、これは異常値だ。GMOのアセットアロケーションの共同責任者であるベン・インカー氏は「ディープバリュー株が大幅にアウトパフォームすると予想していた」と述べる。

インカー氏はディープバリュー株が期待外れのパフォーマンスとなった背景について、次のような仮説を立てている。2000年には、投資家の関心がグロース株からバリュー株に移り、市場で最も安い銘柄

柄を購入するために巨額の資金が動いたが、2022年にはそれが起きなかった。投資家はグロース株、特に現在の投資家に共通するFOMO（投資機会を逃す恐怖）の恩恵を最も受けた、いわゆる話題株への興味を失った可能性があり、それ以外の銘柄にも夢中になることはなかった。インカー氏は「FOMOは嫌われたが、エネルギー銘柄以外に投資家が本当に愛した銘柄はなかった」と言う。

だが、ディープバリュー株のアンダーパフォームがアウトパフォームに転じる日は近いかもしれない。インカー氏によれば、最も高い銘柄はまだ割高で、1983年までさかのぼった過去のレンジにおいて80%台半ばのパーセンタイルにある。シャローバリュー株も価格が上昇したが、市場の最も安い銘柄は過去と比較して6%台のパーセンタイルで取引されており、ディープバリュー株は非常に割安となっている。

■ 長期的な視野が必要

市場で最も安い銘柄の大半、特に2022年に大きく下落した銘柄は、今年に入って既に動き出している。金融サービス業のキャピタル・ワン・ファイナンシャル<COF>の12カ月予想PERはわずか6.4倍だが、株価は今年に入って8.7%上昇している。また、予想PERが6.5倍の大手自動車メーカーのゼネラル・モーターズ<GM>は14%上昇、6.7倍の航空会社大手ユナイテッド・エアラインズ・ホールディングス<UAL>は36%急騰している。

しかし、株価が安いからといって、保有する価値があるとは限らない。低い予想PERは、例えば企業の利益が既にピークに達していると市場が考えているなど、比較的小さな難点を示す場合もあるが、企業が財務的に厳しい状況にあること、波乱含みの事業に従事していること、負債が多過ぎることを示している場合もある。そのため、多くのディープバリュー投資家は数値、特に利益に関する指標を深く掘り下げ、その企業がバリュートラップでないことを示す兆候を探す。ウルフ・リサーチのチーフ・インベストメント・ストラテジストであるクリス・セニエック氏は「ディープバリュー株のスクリーニングには注意が必要だ」と述べる。

セニエック氏は、PERの逆数である益回りがAAA格債券の利回りの2倍、配当利回りが同債券の3分の2、総負債／有形純資産倍率が1倍未満の企業を探している。セニエック氏は「割安で、レバレッジが高くなく、一定の配当利回りがある銘柄が好ましい」と語る。

セニエック氏のバリュースクリーンには、エネルギー会社のエクソンモービル<XOM>、シェブロン<CVX>およびパイオニア・ナチュラル・リソース<PXD>、フォード・モーター<F>とゼネラル・モーターズ、不動産投資信託（REIT）のスピリット・リアルティ・キャピタル<SRC>、カイト・リアルティ・グループ・トラスト<KRG>およびキルロイ・リアルティ<KRC>なども含まれている。また、本誌が昨年選択した2銘柄、自動車部品メーカーのスタンダード・モーター・プロダクツ<SMP>と海運企業のジェンコ・ SHIPPING・アンド・トレーディング<GNK>も含まれる。両銘柄のパフォーマンスはさえず、ともに約26%下落した。残念ながら、これはバリュー投資家にはつきもののリスクだ。企業の価値が市場で認められるまでには、時間がかかることもある。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

9. ハイテク業界脅かす規制強化 The Regulatory Threat to Tech Is Growing

[ハイテク]

通信品位法第230条、独禁法、ギグワーカー保護、ティックトック

ねじれ議会ではなく政府が動く



Mandel Ngan/Getty Images

連邦議会の上院と下院の多数派政党が異なる「ねじれ議会」となる中、大手ハイテク企業に対する規制の短期的な見通しは不透明だ。だが、今年もハイテク業界に対する重要な法規制イベントが予定されている。

カウエン・ワシントン・リサーチ・グループの政策アナリスト、ポール・ギャラント氏は先週の本誌とのインタビューで、ハイテク投資家を今後待ち受けるさまざまな重要イベントを挙げた。議会による大きな動きがなくても、2023年は政府がハイテク業界に大きな影響を与える年

となる見込みだ。以下、注目すべき幾つかの重要なストーリーと問題点を紹介する。

最高裁が通信品位法第230条関連訴訟を判断へ

バイデン大統領は、ソーシャルメディアのコンテンツに対する法的責任を免除する通信品位法第230条について、先週のウォール・ストリート・ジャーナルの寄稿文で「私は長い間、第230条を根本的に改革しなければならないと主張してきた」と書いている。議会は行動しないかもしれないが、最高裁判所は第230条の変更を引き起こす可能性のある二つの訴訟を2月下旬に審理する予定だ。これらの訴訟はイスラム過激派組織ISISによる攻撃の被害者遺族がアルファベット<GOOGL>傘下のグーグルとツイッターを相手取って起こしたもので、ツイッターとユーチューブがテロリストのコンテンツをサイトに掲載したことがテロ組織支援に該当するとの主張に基づいている。

最高裁は、ソーシャルメディアがテロリストによるプラットフォームの使用を阻止するために十分な対策を取ったかどうかを判断することになる。判決は6月に下される見通しだ。

検索エンジンの独占的地位を巡り司法省がグーグルを提訴

9月には、検索大手グーグルによる独占禁止法違反を主張する米司法省が起こした裁判が始まる。重要な争点は、グーグルがアップル製デバイスで優先的な検索エンジンになるためにアップルに対価を支払うことでその独占的地位を強化しているかどうかだ。これまでの心地良い関係を壊すような判決が下されれば、双方に悪影響を与える。情報筋によると、グーグルの検索トラフィックの半分以上がアップル製デバイスによるもので、アップルはグーグルから年間100億ドルを超える手数料を徴収しているという。判決による現状変更はマイクロソフト<MSFT>の検索サービス「ビング」に大きな恩恵を与える可能性がある。

FTCによる規制強化

ギャラント氏は、連邦取引委員会（FTC）が自らの規制権限を強めるためのお膳立てが整ったと指摘する。具体的には、アマゾン・ドット・コム<AMZN>が商品検索の表示で自社の製品を優先するなどさまざまな反競争的行為を行っているとしてFTCが反トラスト訴訟を起こすとみている。

さらにギャラント氏は、ロボット掃除機メーカーのアイロボット<IRBT>に対するアマゾンの買収提案にFTCが反対しているとみている。また、FTCが厳格な新データプライバシー規則を今年中に提案する可能性が高いと考えている。

ギグワーカー保護が義務化される可能性

カリフォルニア州のプロポジション22を覚えているだろうか。この法案は、運転手を請負業者ではなく従業員として分類するカリフォルニア州法の適用からインターネットを通じて仕事を請け負うギグエコノミー企業を免除するもので、2020年11月に同州の住民投票によって承認された。ところがカリフォルニア州の裁判所はプロポジション22を違憲と判断し、ギグエコノミー企業が上訴していた。州控訴裁判所は3月に判決を下す見通しだ。

ギャラント氏は、この訴訟はどちらが勝っても州最高裁判所に上訴される可能性が高い一方で、労働省が同じ問題に関する規則制定プロセスを終了させようとしていると指摘する。同省が職務分類に関してより厳しい規則を採用した場合、バイデン政権が配車サービス大手のウーバー・テクノロジーズ<UBER>やリフト<LYFT>などのギグエコノミー企業に対して訴訟を起こす可能性があると言う。

政府によるティックトック利用禁止の確率は40%？

ギャラント氏は、連邦議会が中国発の動画共有アプリTikTok（ティックトック）の利用を禁止する可能性を40%と踏んでおり、バイデン大統領がどちらに傾いているか注視していると言う。理由は「ホワイトハウス内部で綱引きがあり、政治スタッフはティックトックを民主党議員が選挙戦を戦うためのツールと見なし、国家安全保障スタッフは中国のスパイ装置と見なしている」からだ。さらにギャラント氏は、最も可能性の高い措置はティックトックの親会社であるバイトダンスに米国事業を売却するよう要求することだと指摘する。このアプローチはトランプ政権の立場と合致している。中国がその考えを拒否した場合、利用は禁止される可能性がある。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

Samsung Knocks Longtime Patent Leader IBM Off Its Perch
特許取得件数トップはサムスン、IBMが29年ぶり陥落

特許取得トップ6社のうち5社がアジア企業

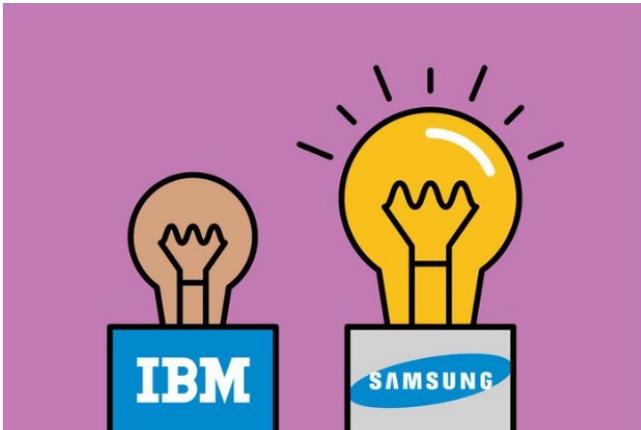


Illustration by Elias Stein

2022年に米国で登録された特許件数は、2018年
以来の低水準となった。同時に韓国のサムスン
電子<005930.韓国>は、新規特許取得件数でI
T大手のIBM<IBM>を抜き世界首位となっ
た。IBMが首位から陥落したのは29年ぶりのこ
とだ。

世界的な特許調査会社IFIクレームズ・パテント
サービスが、米特許商標庁（USPTO）のデー
タを基に行なった調査によると、2022年の登録
件数は32万7321件で前年比1%強減少した（20
21年は同7%減）。だが、これはイノベーション

の減速によるものではない。実際IFIは、2022年の特許出願件数は前年比2%増の41万7922件と過去最
高に達し、5年連続で増加したと述べている。

IFIのマイク・ベイクロフト最高経営責任者（CEO）は、未処理の申請が過去平均の40万～50万件から
70万件以上に増加していると記している。ベイクロフト氏は、新型コロナウイルスのパンデミック
（世界的大流行）の間、審査に時間がかかった影響ではないかとしている。

IFIのリストに載る企業の半数以上は外国企業で、トップ6社のうち5社がアジアの電機メーカーだ。20
22年のサムスンの特許取得件数は6248件と、前年比2%減だった。IBMは4398件で前年比49%減だ
が、これは人口知能（AI）やクラウドコンピューティング、セキュリティ、半導体、量子コンピュ
ーティングなどの主要分野に研究を絞ったことが理由だ。

IBMに続くのは、台湾の半導体大手である台湾積体回路製造（TSMC）<TSM>、中国通信機器大手
の華為技術（ファーウェイ・テクノロジーズ）、キヤノン<7751>、韓国の家電大手のLGエレクトロ
ニクス<066570.韓国>だ。

米国企業による特許取得件数は14万2703件と世界の44%を占めるが、2021年の46%からは減少してい
る。2位は日本の4万6504件、3位は中国の2万4538件だ。中国の件数は2021年から19%増加している。

今週の予定

1月16日（月）

- ・ 米国株式・債券市場はキング牧師記念日の祝日で休場。

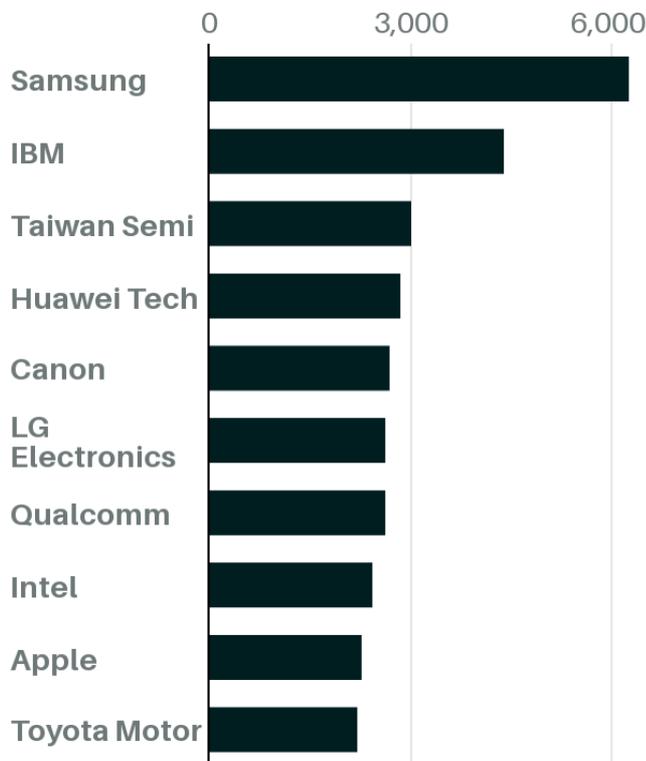
1月17日（火）

- ・ 金融グループのシチズンズ・ファイナンシャル・グループ<CFG>、金融大手ゴールドマン・サッ

Patent Factories

With the exception of Toyota, the largest patent-generating companies operate in electronics.

Top 10 Companies Awarded U.S. Patents, 2022



Source: IF Claims Patent Services

クス<GS>、モルガン・スタンレー<MS>、大手航空会社ユナイテッド・エアラインズ・ホールディングス<UAL>が四半期決算発表。

・ エナジードリンク大手モンスター・ビバレッジ<MNST>がバーチャルで投資家向け説明会を開催。

1月18日（水）

・ 米労働省労働統計局（BLS）が12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6.8%上昇。変動の大きい食品とエネルギーを除くコアPPIは同5.4%上昇。どちらも11月の上昇率を下回る。

・ ネット証券大手のチャールズ・シュワブ<SCHW>、大手金融持ち株会社ディスカバー・ファイナンシャル・サービスズ<DFS>、物流大手JBハント・トランスポート・サービスズ<JBHT>、エネルギーインフラ企業キンダー・モルガン<KMI>、大手地方銀行PNCファイナンシャル・サービスズ・グループ<PNC>、不動産投資信託（REIT）大手プロロジス<PLD>が決算発表。

・ 日銀が政策金利を発表。市場は25%の確率で、短期政策金利が2016年初め以来続くマイナス0.1%から0.1%引き上げられ、ゼロになることを織り込んでいる。日銀は2022年12月に10年物国債の上限金利を引き上げて債券市場を驚かせた。主要国で最後のハト派的な中央銀行だった日銀がついに金融引き締めシグナルを出しており、円はここ3カ月でドルに対し約15%上昇している。

た日銀がついに金融引き締めシグナルを出しており、円はここ3カ月でドルに対し約15%上昇している。

・ 米連邦準備制度理事会（FRB）が2023年最初となるベージュブック（地区連銀景況報告）を発表。ベージュブックは12の地区連銀が各地区の経済状況をまとめて年8回提出する報告書。

・ 米国勢調査局が12月の小売売上高を発表。エコノミスト予想は前月比0.6%減（11月も同0.6%減）。自動車を除く数値は同0.4%減の予想（11月は同0.2%減）。

・ 全米住宅建設業協会（NAHB）が1月の住宅市場指数を発表。エコノミスト予想は31と12月と同じ。12月の数値はパンデミックの発生以来の最低を記録した。

1月9日（木）

・ 工業用金具メーカーのファスナル<FAST>、総合金融サービス会社のフィフス・サード・バンコープ<FITB>、銀行持ち株会社のキーコープ<KEY>、銀行持ち株会社M&Tバンク<MTB>、動画配信大手のネットフリックス<NFLX>、金融持ち株会社ノーザン・トラスト<NTRS>、日用品大手プロクター・アンド・ギャンブル（P&G）<PG>、シリコンバレーを拠点とする金融持ち株会社SVBファイナンシャル・グループ<SIVB>、銀行持ち株会社トゥルーイスト・ファイナンシャル<TFC>が決算コンファレンスコールを開催。

・ 米国勢調査局が12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135万戸と11月から7万7000戸減少。135万戸は2020年6月以来の最低水準。

1月20日（金）

- ・ 地方銀行大手のハンティントン・バンクシェアーズ<HBAN>、地方銀行大手のリージョンズ・ファイナンシャル<RF>、油田開発サービス会社シュルンベルジェ<SLB>、資産運用大手ステート・ストリート<STT>が決算発表。
- ・ 全米不動産業者協会（NAR）が12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398万戸と、11月から約10万戸の減少。

By Eric J. Savitz
(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』 2023/01/15

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 © 2023 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます