

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2023/02/05

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. コロナ禍の先に進むファイザー - Pfizer Is Moving Beyond Covid. Why Its Stock Is a Buy [カバーストーリー]
投資すべき理由とは P.1
2. 水素に大型投資、リンデは買い - This Industrial-Gas Giant Is Investing Big in Hydrogen. It's Time to Buy. [注目銘柄]
水素は見えないが重要なエネルギー源 P.5
3. 絶頂期に新聞を買収したヘンリー・フォード氏とイーロン・マスク氏の共通点 - Ford Bought a Newspaper at the Height of His Career. A Warning for Musk [自動車]
100年前の教訓 P.8
4. 投資の新たな時代の始まり - For This Macro Strategist, a New Investment Era Is Starting [インタビュー]
フィデリティ・インベストメンツのジュリアン・ティマー氏に聞く P.11
5. パウエル議長が賃金引き下げ誘導を決意 - Powell Is Determined to Drive Down Wages. What Else Is at Stake. [フィーチャー]
物価上昇の抑制に賃金引下げが必要か P.14
6. 理にかなわない株価上昇機運 - The Stock Market Is in the Mood to Rally. It Defies Logic. [米国株式市場]
景気回復と金利低下、両立予想の矛盾 P.16
7. 大手ハイテク企業の低調な四半期決算が示唆すること - Tech Stocks Are Soaring Despite Weak Results [ハイテク]
市場の関心、金利から業績と経営効率化に P.18
8. アクティビスト（物言う投資家）の口出しは無用 - Companies Don't Need 'Help' From High-Finance Butts [投資戦略]
企業立て直しにも投資家にも貢献していない証拠 P.20
9. 荒れた相場ではアルファベットなどが堅実 - Alphabet and Other Stocks That Are Solid Bets in a Wild Market [米国株式市場]
3つの基準が有益 P.22
10. 今週の予定 - BlackRock Tosses a Line to Struggling Silvergate. But the Crisis Isn't Over [経済関連スケジュール]
ブラックロックが苦境に立つシルバークートを救済も、問題が解決したわけではない 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 © 2023 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. コロナ禍の先に進むファイザー Pfizer Is Moving Beyond Covid. Why Its Stock Is a Buy 投資すべき理由とは

[カバーストーリー]

コロナへの関心後退で株価が低迷



ILLUSTRATION BY KARAN SINGH

製薬会社ファイザー<PFE>は、世界が新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）から正常な状態に戻ることに最も貢献した企業と言えるだろう。またファイザーは、最もよく売れている新型コロナのワクチンと、治療薬「パクスロビド」によって予想せぬ大きな利益を得た。

しかし、世間は新型コロナウイルスへの関心を失い、ファイザーはその代償を支払っている。2022年に合計570億ドルに上ったワクチンと治療薬の売上高は23年には、60%超減少する可能性

がある。両者の今後数年間の需要は極めて不透明だ。

ファイザーの株式も、他のコロナ関連銘柄と同様に、さえない値動きが続いている。株価は44ドルで、年初来で15%下落しており、S&P500指数構成銘柄の中でパフォーマンスが最も悪い銘柄の一つだ。2021年終盤の高値を30%下回り、他の製薬会社に対して大幅なアンダーパフォームとなっている。

今こそファイザーに投資する好機だろう。23年予想PER（株価収益率）は13倍で、配当利回りはS&P500指数の2倍超の3.7%だ。配当は潤沢な利益と業界最高クラスのバランスシートに支えられており、非常に安全に見える。

ファイザーは製薬業界の割安株の一つだが、その見解は一般的ではない。ブルームバーグによると、ファイザーをカバーするアナリスト24人のうち、15人が投資判断を中立としている。ファイザーの新型コロナ関連事業とパイプライン（新薬候補）の見通しに関して、投資家の見解は分かれている。

ファイザーは22年第2四半期に停止した自社株買いを再開すべきだ、という見方もある。株価の低迷によって、自社株買いを主張するアクティビスト（物言う株主）を引き寄せることも考えられる。アクティビストはファイザーに対し、研究開発（R&D）費（今年は10%超増加する見込み）の抑制や、買収費用の削減を要求する可能性がある。

しかし、ファイザーのパイプラインは世間の評価より強力かもしれない。製薬会社の株価をけん引するのはパイプラインだ。投資銀行キャンター・フィッツジェラルドのルイズ・チェン氏は、「パイプラインには上振れの可能性がある」と述べ、投資判断を買いとする。目標株価は75ドルで、ウォール街の中では特に高い水準だ。ファイザーのデービッド・デントン最高財務責任者（CFO）も、「ファイザーの最高の時代はこれからだ」と語る。

コロナ関連事業は今後も堅調

Pfizer

PFE / NYSE



Source: FactSet

まず、ファイザーは23年を乗り切る必要がある。22年の業績は極めて好調だった。売上高は20年の420億ドルから1000億ドルへ急増し、1株当たり利益（EPS）は過去最高の6.58ドルを記録した。

先週の第4四半期決算発表で公表された23年通期ガイダンスは、ウォール街の予想を大幅に下回った。売上高は30%減の約690億ドル、EPSは50%減の3.35ドル（予想範囲の中間値）だった。EPSガイダンスはコンセンサス予想を1ドル下回ったが、株価は決算発表を受けてもほとんど動かなかった。これは多くの投資家が低調なガイダンスを予想していた証拠だ。

ガイダンスが予想を下回った主な要因は新型コロナ関連事業が軟調な点だ。ファイザーは、ビオンテック<BNTX>と共同開発した新型コロナワクチン「コミナティ」の売上高が22年の378億ドルから23年は135億ドルへ減少し、治療薬パクスロビドの売上高も189億ドルから80億ドルへ落ち込むとしている。米国や各国にはファイザー製ワクチンの大量の在庫があり、その売上高は22年に計上された。在庫の消化には来年半ばまでかかる可能性がある。パクスロビドも同様だ。

しかし、ファイザーは新型コロナ関連事業に依然として未来があると確信している。ファイザーの予想では、米国でコロナワクチンが年1回接種となることで、23年に米国人の24%に当たる7900万人がワクチンを接種する見込みだ。また、ワクチン市場における自社のシェアが64%に維持されるとも予想している。

ファイザーは楽観的過ぎるかもしれない。感染者数は全国的に減少し、新型コロナに対する無関心が広がっている。かつてはマスク着用が一般的だったニューヨーク市などでも、マスクをしている人はまだ。メトロポリタン・オペラでは、つい昨年まで観客にマスク着用とワクチン接種証明の提示を

求めていたが、1月28日夜の公演でマスクを着けている人はほとんどいなかった。

ファイザーの楽観的な見方の一因は、メッセンジャーRNA（mRNA）技術に基づく、現在開発中のインフルエンザと新型コロナの混合ワクチンだ。ファイザーは、24年の新型コロナワクチンの接種者数を8200万人、26年は1億3200万人と予想しており、同年までに混合ワクチンを販売することを目指している。

アルバート・ブーラ最高経営責任者（CEO）は、「（26年に）薬局でインフルエンザワクチンを接種することを想像してほしい。店員は『インフルエンザのみにしますか、それとも新型コロナとの混合ワクチンにしますか』と聞く。ほとんどの人は『両方お願いします』と答えるだろう」と語る。

さらに、政府が新型コロナ関連事業に関与しなくなるため、ファイザーはワクチンの価格を引き上げることができる。政府との契約に基づく接種1回分の価格は約30ドルだが、ファイザーは110～130ドルへの値上げに言及している。ファイザーは新型コロナ関連の売上高が23年に底打ちするとみている。

■ 本目に注目すべきは豊富な新薬候補



COURTESY OF PFIZER

しかし、ファイザーは、実際は新型コロナではなくそれ以外の事業に注目してほしいと考えている。ファイザーの予想では、新型コロナ関連以外の売上高は25年まで年6%のペースで、その後は30年まで年6%以上のペースで増加し、700億ドル以上に達する見込みだ。

7年先の業績ガイダンスを発表する企業はまれだが、ブーラCEOはそれだけ自社のパイプラインに自信を持っている。これは大胆な行動である。というのも、ファイザーは25年から28年にかけて、業界最大クラスの「特許の崖」に直面

するからだ。脳梗塞の予防薬「エリキュース」や乳がん治療薬「イブランス」など、年間売上高が170億ドルに上る製品がジェネリック医薬品との競争から保護されなくなる。

ファイザーは特許の崖による業績の落ち込みを買収で補おうとしている。22年には3件の買収に合計260億ドルを費やしており、片頭痛、潰瘍性大腸炎、鎌状赤血球症の有望な医薬品を獲得した。ファイザーは、企業買収が30年までに年間250億ドルの売上高を生み出すと予想している。

さらに、30年には社内パイプラインからも200億ドル以上の売上高を見込む。主な新薬としては、呼吸器多核体（RS）ウイルス、髄膜炎、インフルエンザのワクチン、アトピー性皮膚炎と多発性骨髄腫の治療薬などがある。ファイザーによると、ブーラCEOが期待する「GLP-1」という経口式の糖尿病治療・減量薬は現在、治験を実施しており、年間100億ドルの売上高を生み出す可能性がある。ノボ・ノルディスク＜NVO＞とイーライリリー＜LLY＞の同様の医薬品も大いに期待されているが、これらは注射式だ。

ファイザーは、パイプラインを支え、新薬を発売するために、R&Dとマーケティングに多額を投資し

ている。22年のR&D費は13%増の約130億ドルとなる見込みで、業界内でも特に多い。ブーラCEOは1月、今後1年半は多くの新薬を発売予定で、「ファイザーの歴史で最も重要な18カ月になる」と語った。

ウォール街はファイザーのパイプラインをあまり信頼していない。UBSのアナリスト、コリン・ブリストウ氏は最近、ファイザーの投資判断を買いから中立に引き下げた。こうした懐疑的な見方は、革新的な医薬品よりも強力な営業部門と大規模な買収で知られた昔のファイザーには妥当だ。しかし、時代は変わった。

ゴールドマン・サックスのアナリストであるクリス・シブタニ氏は、「コロナ禍以前のファイザーのパイプラインは苦戦していたが、現在は異なる。パイプラインの幅と深さは過小評価されている」と語る。シブタニ氏の投資判断は買い、目標株価は3日終値を約41%上回る62ドルだ。シブタニ氏の2024年予想EPS約4ドルに対してPERは11倍で、株価は割安だと言う。

ベンチャーキャピタルのキンドレッド・キャピタルで最高投資責任者（CIO）を務めるスティーブ・ガルブレイス氏は、19年にCEOに就任したブーラ氏がファイザーを再び活性化したと評価する。ガルブレイス氏は「ファイザーの企業文化は、経営陣によって完全に転換され、再び科学に重点を置くようになった」と語る。

■ 自社株買いについての見解はまちまち

Not Like the Others

Pfizer, unlike its pharmaceutical peers, has seen its stock fall over the past year.

Company / Ticker	Recent Price	52-Week Change	Market Value (bil)	2022 EPS	2023E EPS	2022 P/E	2023E P/E	Dividend Yield	Net Debt (bil)
Pfizer / PFE	\$44.34	-17.7%	\$249	\$6.58	\$3.94	6.7	11.3	3.7%	\$0.5
AbbVie / ABBV	144.84	4.5	256	13.59*	11.51	10.7*	12.6	4.1	57.7
Bristol Myers Squibb / BMY	72.77	12.3	155	7.70	7.94	9.5	9.2	3.1	30.1
Eli Lilly / LLY	330.70	31.8	314	7.94	8.48	41.6	39.0	1.4	13.1
Merck / MRK	103.46	26.2	262	7.48	7.25	13.8	14.3	2.8	19.2

E=estimate. *AbbVie 2022 EPS and P/E are estimates.
Sources: Bloomberg, FactSet

科学に重点を置いていても、自社株買いの可能性が否定されるわけではない。たとえデントンCFOが決算説明会で「（自社株買いの）優先順位は高くない」と発言したとしてもだ。ファイザーはコロナ禍による利益を負債の返済と買収に費やしてきたが、バランスシートには依然として自社株買いを実施する余裕がある。

ファイザーの株価は、19年のコロナ禍が始まる前の水準にほぼ戻った。ガルブレイス氏は、ファイザーの純負債が400億ドルから10億ドル未満に減少したため、企業価値（株式時価総額と純負債の合計）は低下していると言う。現在の時価総額は約2500億ドルだ。ファイザーは、自社株買いに必要なならば容易に負債を増やすことができるだろう。ガルブレイス氏は「ファイザーにとって、R&Dへの投資、M&A（合併・買収）、自社株買いのすべてが可能であるのは明白だ」と指摘する。

しかし、すべてを実施する必要はあるのだろうか。ブーラCEOは、ファイザーは引き続き買収先を探していると語った。買収した医薬品によって30年に250億ドルの売上高を獲得するという目標は、40%しか達成できていないという。バイオテクノロジー企業が割高になっているため、ファイザーは目標

達成までに追加で500億ドルを費やす可能性がある。

ガルブレイス氏は、ファイザー自身の株価売上高倍率（PSR）がわずか4倍であるにもかかわらず、PSRが10倍以上の企業を買収することについて、投資家が疑問を持つのは当然だと語る。

個人投資家で、18年末まで複合企業ロウズのチーフ投資ストラテジストを務めていたジョー・ローゼンバーグ氏は、ファイザーが自社株買いを実施しないことを批判している。ローゼンバーグ氏は、ファイザーはR&Dと買収を抑制すべきであり、アクティビストがファイザーを狙う可能性があると考えている。

対照的に、クリアブリッジ・インベストメンツのヘルスケアセクター担当シニアアナリスト、マーシャル・ゴードン氏は、ファイザーにアクティビストが必要という見方に懐疑的だ。ゴードン氏は、新型コロナウイルスワクチン、パクスロビド、そして「ファイザーを再び活性化させたこと」を理由に経営陣を高く評価しており、幅広いパイプラインが株価のバリュエーションに十分反映されていないと主張する。

アクティビストが現れるかどうかにかかわらず、ファイザーは割安に見える。投資家は、過小評価されているパイプラインの開発を待つ間に、約4%の安全な配当を得ることができる。ゴールドマンのシブタニ氏は、ファイザーを「代表的な優良株」と評する。ファイザーはその事実を投資家に思い出させる準備ができているようだ。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

2. 水素に大型投資、リンデは買い

[注目銘柄]

This Industrial-Gas Giant Is Investing Big in Hydrogen. It's Time to Buy.

水素は見えないが重要なエネルギー源

100年企業の新たな成長の柱



Courtesy of Linde

有名なナイアガラ瀑布の巨大な力が、間もなく3マイル離れた工場でクリーンな水素の生産に使われる。これは百年以上の歴史を持つリンデ<LIN>にとって胸躍る将来を告げるものであり、この低炭素エネルギー源への賭けが結果を出す可能性が一層増している。

リンデは世界最大の産業ガスメーカーであり、世界中でガスを生産する寡占企業の一社だ。リンデは酸素や窒素を買う大手顧客の工場にガスプラントを建設し、価格上昇が組み込まれている10～20年にわたる契約を結ぶ。このビジネスモデルは着実な利益成長をもたらす。

2025年に稼働予定のナイアガラ工場は成長ストーリーの新たな柱だ。水素は燃焼時に温室効果ガスを排出せず精製、製鉄、肥料生産等の業界にとって有益だが、この工場では二酸化炭素（CO₂）を排出しない水力を使って水素を生産する。リンデの売り上げに占める水素の比率は現在10%以下だが、関連プロジェクトに数百億ドル規模の投資を行っており、重要性は高まるとみられている。リンデは既に水素の独創的な用途として、ノルウェーのフェリーを水素で動かす世界初の契約を受注しており、輸送における水素の役割拡大を示している。

クリーン水素の利益貢献はまだ数年かかるだろうが、リンデは半導体製造工場の新規大型契約を含む目先の成長ドライバーも持っている。アナリストも利益予想を上方修正しており、今週の決算発表での2022年の1株当たり利益（EPS）の予想は12.07ドルで2021年比13%、2020年比47%以上の伸びとなる。市場は2027年までに50%の伸びを予想している。

最近買い場が来たようであり、昨年後半以降株価は主にテクニカル要因で同業他社に出遅れている。過去2カ月間で、株価はライバルのエア・リキード<AIQY>の8%上昇に対して2%下落した。リンデは最近フランクフルト証券取引所からの上場廃止を決めた。株式取引の約4分の3は既にニューヨーク証券取引所で行われているが、アナリストは上場廃止で欧州のファンドが売却を強いられて株価を圧迫しており、それが1、2カ月続く可能性があると言っている。

BMOキャピタル・マーケットのアナリストであるジョン・マクナルティ氏は「押し目はすべて買い場」と投資家に主張し「目標株価370ドルを超えるポテンシャルがある」と見ている。最近の株価332ドルでの予想PER（株価収益率）は25倍で、エアプロダクツ・アンド・ケミカルズ<APD>の26倍を下回るがエア・リキードの23倍を上回る。

リンデの年間売り上げ340億ドルのうち、約30億ドルが水素だが、現在の水素製造プロセスはそれほど環境に優しくない。新しいプロセスはよりクリーンで産業の脱炭素化の鍵となる。

水素の重要な役割、異なる生産方法

水素は伝統的な再生可能エネルギーの太陽光や風力のような大きな存在にはならないが、これらのエネルギーにない能力を持っている。水素は燃焼可能なエネルギーで工場の燃料として天然ガスを代替することが可能で、液化することで海を越えて運搬できる。国際エネルギー機関（IEA）の予測によると、世界が2050年までに温室効果ガスの排出量を実質ゼロにする目標を達成するためには、世界のエネルギー使用に占める水素の比率は2020年の0.1%から、2030年までに2%、2050年までに10%に達する必要がある。

水素の生産方法は幾つかあり環境への影響が異なる。現在生産される水素のほとんどは天然ガスと蒸気を混合した後にCO₂と水素を分離する「グレー」水素と呼ばれる。このプロセスでは少なくとも二つの方法でCO₂の排出をなくすか削減することが出来る。

一つは「ブルー」水素と呼ばれ、天然ガスから発生するCO₂を回収して地下に貯蔵するが、リンデは既にブルー水素プロジェクトに取り組んでいる。もう一つのプロセスはよりクリーンであり、水中の水素と酸素を電気分解装置と呼ばれる機器で分離して生産される「グリーン」水素だ。もしこの電気分解反応をナイアガラの水力のような再生可能エネルギーで行えば、このプロセスはカーボンフリーとなる。電気分解プロセスが水素生産に占める比率は2021年には0.1%だが、IEAによるとこの比率

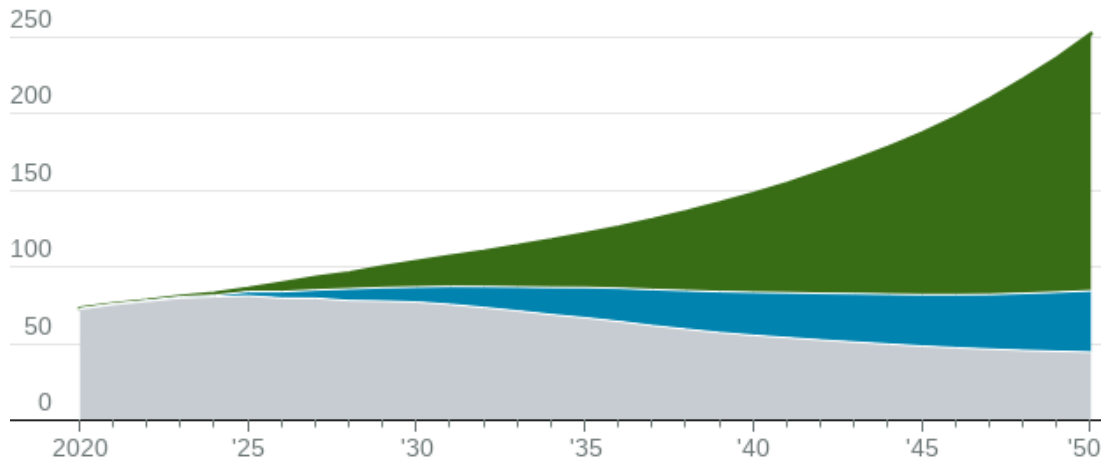
Bubbling Up

Supplies of hydrogen are expected to grow rapidly through 2050

Method of making hydrogen

■ Clean electricity ■ Fossil fuel with carbon capture ■ Fossil fuel

300 millions of metric tons



Source: S&P Global Commodity Insights

は2022年末までに3倍近く、2030年までには100倍近く増える方向だ。

インフレ抑制法が大きな推進力

政府補助金がこの成長を後押しする。米国のインフレ抑制法には業界向けの多くの支援策が含まれており、ブルー水素の生産コストをグレー水素近くまで下げると共に、グリーン水素生産が補助金対象となってコストを半分に下げることになる。

ニューバーガー・バーマンのアナリストであるジャレッド・マン氏は「インフレ抑制法によって、採算を取るためにあと数年の期間やイノベーション・研究開発が必要だったプロジェクトの採算が取れるようになった」と語る。リンデはマン氏が運用に関わる上場投資信託（ETF）のニューバーガー・バーマン・カーボン・トランジション&インフラストラクチャーETF<NBCT>の最大保有銘柄だ。

リンデは水素の利益貢献については詳細を開示していないが、米国で330億ドルを超えるクリーンエネルギー投資を目指し、その大半が水素関連だと述べている。そしてこれは投機性の高い投資ではないと主張しており、顧客を確保できて期待リターンが2桁の場合のみに進めるとしている。

もし水素が貢献するなら、それはその元素同様に目に見えない形であり、われわれの生活の裏方で機能するカーボンフリーのエネルギー源となる。しかし、リンデのような会社では明らかに目に見えて貢献し、それは良い時に買った投資家も同じだろう。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

3. 絶頂期に新聞を買収したヘンリー・フォード氏とイーロン・マスク氏の共通点 Ford Bought a Newspaper at the Height of His Career. A Warning for Musk 100年前の教訓

[自動車]

メディア参入でブランド価値が毀損（きそん）

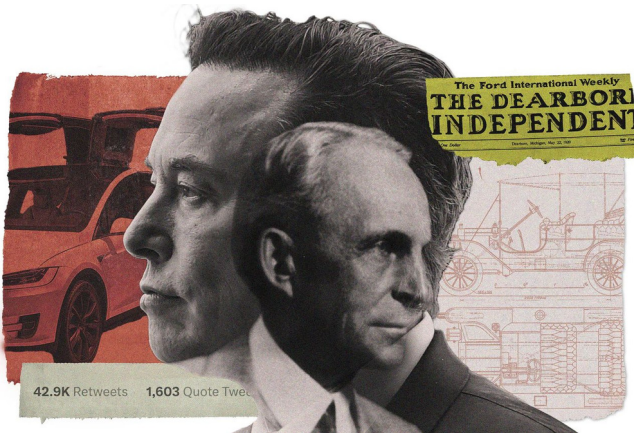


ILLUSTRATION BY LYNNE CARTY/BARRON'S STAFF; GETTY (2); TESLA

電気自動車（EV）メーカーのテスラ＜TSLA＞の最高経営責任者（CEO）イーロン・マスク氏と大手自動車メーカーのフォード・モーター＜F＞を創業したヘンリー・フォードは、いずれも米国で最も裕福で最も知名度の高い人物となった、先見性のある自動車業界の大立て者である。マスク氏がツイッターを買収する前から両者の間には歴史的に見て多くの類似点があったが、ソーシャルメディアという未知の世界に飛び込んだことで、マスク氏はヘンリー・フォードのキャリアの中で最も困難で最も失敗したエピソードを再び繰り返すことになるかもしれない。

1918年、55歳となり、名声、権力ともに絶頂期にあったヘンリー・フォードは、ミシガン州の地方週刊紙ディアボーン・インディペンデントを買収した。ユダヤ人のある資本家グループが世界を牛耳っているという根拠のない陰謀論を全米に拡散するための道具に仕立て上げられたインディペンデント紙は、直ちに非難を浴びるとともに発行部数も伸ばした（フォードの販売店は一定部数の購読保証を余儀なくされた）。伝記作家スティーブン・ワッツ氏によると、ヘンリー・フォードは「国際ユダヤ人：世界にとっての課題」シリーズなど、紙面の内容について日々協議し、赤字を抱えるこの新聞に多大なエネルギーを注ぎ込んだが、法的な懸念や自身の自動車会社のボイコット運動に直面し、結局ディアボーン・インディペンデントを1927年に閉鎖した。

テスラの株主にとって興味深いのは、この時期にフォード・モーターの業績が悪化に転じたことだ。1919年時点では2位～8位のメーカーの合計を上回る台数を販売する圧倒的な自動車メーカーであったが、ゼネラル・モーターズ＜GM＞の後塵（こうじん）を拝するようになっていた。創業者が本業以外にいそしむ間にライバル企業に追い抜かれたのだ。今日、EV業界において圧倒的な存在であるテスラにも、51歳になったCEOが他の業界に注意を向ける中、同じようなことが起きる可能性はあるのだろうか。

マスク氏自身については、反ユダヤ主義的な考えや人種差別的な考えの持ち主であるという証拠はないが、ツイッターはそうした信条を発信する人物について適切な措置を講じていないとして、人権団体やメディア監視団体から非難されている。サイバー空間における社会的な脅威の特定と予測に取り組んでいるラトガーズ大学のネットワーク汚染研究所（NCRI）によると、マスク氏が買収して以降、ツイッター上でヘイトスピーチが急増している。マスク氏、テスラ、ツイッターはコメントの要請に応じなかった。

昨年春、ツイッター買収を提案した後、マスク氏はツイッターを「最も信頼され、広く誰もが参加

できる公共のプラットフォーム」に変えたいと語った。買収が完了した後、昨年12月には「ヘイトスピーチのインプレッション数（ツイートの閲覧回数）は、ユーザー数が大幅に増加しているにもかかわらず、減少を続けている」と語った。

米国の調査会社モーニング・コンサルティングと英国の調査会社ユーガブの世論調査によると、ツイッター買収後、マスク氏とマスク氏のブランドは風評的なダメージを被り、マスク氏自身も経済的なダメージを受け、世界の富豪の座を失った。テスラ株強気派のひとり、証券会社ウェドブッシュ・セキュリティーズで株式リサーチ担当のマネジングディレクターを務めるダン・アイブス氏は、テスラ株の「暴落」（昨年1年間で65%下落）はマスク氏のツイッター買収が原因であるとし、12月に目標株価を250ドルから175ドルに引き下げた（最近200ドルに引き上げている）。株価は年初来で40%上昇し、最近では173ドルを付けている。アイブス氏は「ツイッターについては後任のCEOを任命し、最も重要な事業であるテスラとスペースXに重点を戻すことが極めて重要だ。テスラは引き続き他のEVメーカーのはるか先を走っているが、すべてのライバルがテスラを目標に据え、追い付こうと努力している」と語る。

ライバルの追い上げ

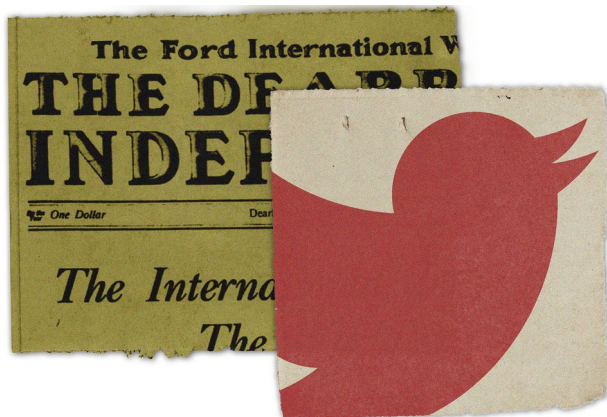


ILLUSTRATION BY LYNNE CARTY/BARRON'S STAFF

1919年に他の自動車メーカーが目標としていたのはフォードだ。モデルTを最初に世に送り出してから11年が経っていた。流れ作業による組み立てラインを発明したのはフォード氏ではなかったが、大量生産でその力を引き出し、競合他社よりも迅速かつ安価に自動車を生産することが可能になった。こうして生まれたモデルTはたちまちヒットした。1908年に発売された時、この不格好な「ブリキのリジー」の価格は850ドル（現在の貨幣価値で2万5000ドル）だったが、効率性向上により徐々に低下し、1916年には360ドルとなった。当時、競合するビュ

ックやスチュードベーカーの価格は600～1000ドルだった。1919年の生産台数はモデルTが82万0445台、2位のGMはシボレーをはじめとする全ブランド合計でその約半分であった。

本誌は1922年9月25日の「最も裕福な人物」と題する記事で、フォードはモデルTを110万台生産するごとに1台当たり100ドルの利益を上げており、フォード氏が株式を支配するフォード・モーターの時価総額を20億ドル、この時価に対し5%の配当を支払うことが可能と試算し、「恐らくこれほどの所得を得た人物は過去に例がない」としている。

フォード氏は途方もない大金持ちであるというだけでなく、米国で台頭しつつあった消費スタイルを体現する著名人でもあった。ワッツ氏は著書『人民の将軍：ヘンリー・フォードと米国の世紀（The People's Tycoon: Henry Ford and the American Century）』で、「フォード氏は米国人の意識の中で巨大な存在になり、この繁栄に沸く社会の近代的で、革新的で、生き生きとしたものすべてを象徴するように思われた」と述べている。メディアはフォード氏の一挙手一投足を追い、トーマス・エジソンと毎年出かけるキャンプには大勢のレポーターが車を連ねて同行した。居場所を突き止めてインタビューに成功すればトップ記事となった。本誌は1923年5月21日の記事で「米国で最もコンタクトが

難しい人物はヘンリー・フォードである」と報じている。

しかし、強力な広報体制によって支えられた著名人としての地位（ゴーストライターに1922年に書かせた自伝はベストセラーになった）をヘンリー・フォードが享受している間に、ライバル企業は距離を詰めていた。1925年、本誌は販売台数ではフォードを下回るGMが、「あらゆる価格帯で車種をそろえた」おかげで利益では肩を並べたと報じた。今や伝説となっているアルフレッド・P・スローン社長の下、GMは幹部教育を実施し、研究開発（R&D）や長期計画を重視する近代的な企業に成長しつつあった。

ディアボーン・インディペンデント最後の年である1927年になり、フォードはようやくモデルTの後継としてモデルAを投入したが、遅過ぎた。フォードが設備更新のために工場を数カ月閉鎖する間に、シボレーが初めて1位の座を獲得した。GMはすぐに引き離し始め、後ろを振り返ることはなかった。

ヘンリー・フォードはどれくらいの時間を自動車事業ではなく新聞事業に割いたのだろうか。ワッツ氏によると、フォードの巨大なリバー・ルージュ産業団地の中にある新聞社の社屋をほぼ毎日訪れ、編集者のウィリアム・キャメロン氏に紙面に関する指示を事細かに与えていたという。

新聞事業に時間を割いたことで、どの程度自動車販売に影響が出たか推し量るのは不可能だが、元米国大統領やローマカトリック教会、ウォール・ストリート・ジャーナルやミネアポリス・スターなど新聞各紙の社説が、インディペンデント紙の取り上げる内容を非難した。多額の費用がかかる名誉毀損訴訟や名誉毀損防止連盟（ADL）が支援するボイコット運動に直面し、ヘンリー・フォードは撤退を決めた。インディペンデント紙廃刊の際の誠意に欠ける謝罪に対し、コメディアンウィル・ロジャース氏は「彼はユダヤ人を嫌っていたが、ユダヤ人がシボレーに乗っているのを見て気が変わった」とジョークを飛ばした。

21世紀のヘンリー・フォードか

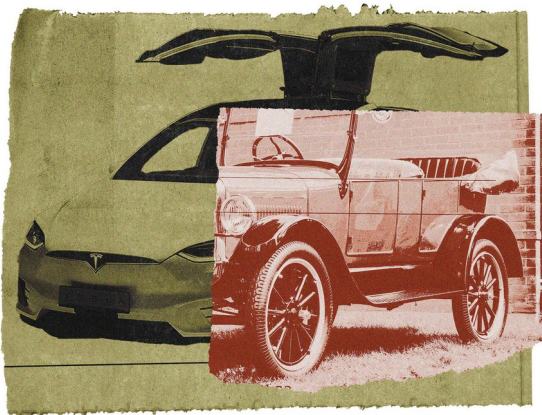


ILLUSTRATION BY LYNNE CARTY/BARRON'S STAFF; TESLA

ユーガブの世論調査によると、テスラの評価が最も低下したのは民主党支持者やリベラル派であり、共和党支持者や保守派では若干上昇している。モーニング・コンサルトの結果も同様である。

少なくとも現時点ではテスラが市場シェア65%を有する圧倒的なEVメーカーであり（2位のフォードは7.6%）、本誌のアル・ルート記者が指摘するようにコスト効率が最も高く、1世紀前のフォードのように競合よりも低価格で販売が可能である。しかし、それだけでは、フォードがトップに君臨し続けるのに十分ではなかった。

多くの優位性があったにもかかわらず、インディペンデントを買収した1919年から廃刊になった1927年までの間に、すべてが崩壊してしまった。

フォードはワンマン時代が長過ぎた。あまりにも長くモデルTに固執し、新聞事業という計算違いを犯

した。ワッツ氏は「モデルTの没落をめぐるフォード・モーターの危機とディアボーン・インディペンデントの失敗を重ねて見れば、ヘンリー・フォードの時代が終わりつつあったことが分かる」と言う。

ウェドブッシュのアイブス氏は「イーロン・マスク氏は21世紀のヘンリー・フォードだ。テスラはフォードとモデルT以降で最も重要な自動車会社だ」と語る。年率50%の平均成長率を目指すという長期計画を改めて示したテスラには、モデルTとは異なる成長軌道をたどることを祈るしかない。

By Kenneth G. Pringle
(Source: Dow Jones)

4. 投資の新たな時代の始まり

[インタビュー]

For This Macro Strategist, a New Investment Era Is Starting

フィデリティ・インベストメンツのジュリアン・ティマー氏に聞く

米国は景気後退入りへ



Photograph by Simon Simard

フィデリティ・インベストメンツでグローバル・マクロ担当ディレクターを務めるジュリアン・ティマー氏は自身を、市場がどこへ向かっているかの感覚を得るために過去と現在の経済トレンドの点をつなぐ語り部であるとみなしている。現在の株価は1年前よりも大幅に安いが、米国の投資家が経済と企業利益の見通しに対して楽観的過ぎるのではないかと懸念している。また、今年は海外株式がアウトパフォームし、インフレと金利が正常な水準へ戻るにつれて債券が投資家に報いることになると予想する。

本誌：米国経済はソフトランディングに向かっているのか、リセッション（景気後退）に向かっているのか。

ティマー氏：米国債の逆イールド（長短金利の逆転）は、過去40年で最も大きくなっており、米連邦準備制度理事会（FRB）が金利を5%超まで引き上げる意向のため、現状では景気後退を予想するのが自明に思える。FRBが金利を制限的ゾーン（経済が理論的に均衡状態となる自然金利を2〜3%ポイント上回る水準）へ引き上げると、米国は必ず景気後退入りしてきた。S&P500指数の株価収益率（PER）は2022年に31%低下した。問題は、どの程度織り込み済みかだ。

状況を複雑にしているのは、米国が恐らく景気後退入りする一方で、中国は新型コロナウイルスのロックダウンから遂に脱却しつつあることだ。消費者の3年分の繰り延べ需要が開放されつつある。中国は米国の景気後退を阻止できないが、S&P500指数構成銘柄の売上高と利益の相当部分が海外によるため、業績リセッションは回避できるだろう。

Q：それは米国株式にとって何を意味するのか。

A：S&P500指数の予想PERが18倍であることを勘案すると、市場は、ゴルディロックス（過熱せず低迷もしない適度な状態）の結果を依然として織り込んでいる。また、利益のコンセンサス予想は、23年は前年比横ばいだが、24年は10%増となっており、市場は利益の急速な回復を予想している。投資家は、FRBは金利を5%超へ引上げるがその水準を維持するのはわずかの間で、その後3%未満へ引き下げると予想している。

そのためには、インフレが急低下する必要がある。株価は、22年10月が直近の底になる可能性があるが、新たな強気相場のカタリストは見つけにくい。フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標が1年で5%から2.75%になるためにも、景気後退が必要だろう。FRBは、インフレ率が目標の2%に低下しそうにないため、利下げしないと説明してきた。インフレ率が今後5年間の平均で2%になるためには、いったん2%を割り込んでから上昇する必要がある。

海外株式が米国をアウトパフォーム

Q：今年は、海外株式が米国株式をアウトパフォームしているが、その状態は続くか。

A：続くだろう。アウトパフォームの一因はドル安で、海外市場で利益が既に大幅に落ち込んでいることもある。バリュエーションは相対的に魅力的だが、利益の相対的な動向がパフォーマンスの原動力になっている。利益は、中国が大底から反転している一方で米国がピークから反落するなど、海外株式にとって改善している。23年は、米国企業の利益は恐らく減少する一方、中国と新興国は増加するだろう。

S&P500指数構成銘柄の上位50銘柄とその他450銘柄のチャートを比較してみたところ、幾つかの波が確認できた。1970年代初頭のニフティ・フィフティの時代、ドット・コムバブル時代、そして、2014～2022年だ。FRBによる利上げで、最後の波は終わったように見える。

低金利時代が終わったとすると、トレンドは超大型グロース株の時代から、バリュー株、小型株、コモディティー関連株、海外株式などの「その他すべて」に移った可能性がある。1970年代初頭のニフティ・フィフティ時代と、1990年代終盤のハイテクブームのときにも同じことが起こった。

Q：それは将来のリターンにとって何を意味するのか。

A：強気相場のけん引役は、低金利、税率低下、企業の潤沢なフリーキャッシュフローおよび余剰現金の株主還元だった。

金融危機以降に、新規株式公開（IPO）とS&P500指数構成企業の増資によって、合計2兆5000億ドルが調達された。対して、自社株買いとM&A（合併・買収）に20兆ドルが費やされた。人々は、自社株買いと金融エンジニアリングがS&P500指数のリターンにどれほど寄与したかを評価していない。企業が自社株買いを減らせば、株主還元性向の低下を意味し、バリュエーションの低下につながる可能性がある。

ここで、海外株式が米国をアウトパフォームするという見方に戻ることになる。米国株式が海外株式に対してプレミアムを獲得した理由の一つは投資家への利益還元だ。利益還元が下火になれば、海外株式と条件は等しくなる。

Q：債券の見通しは。

A：過去150年で、インフレ率が平均を上回る期間では、株式と債券の相関性は正だった。過去10年程度の相関性は負だったが、現在はゼロに戻っている。消費者物価指数（CPI）の10年間の年率の変化率に基づくと、現状のインフレ率は過去平均並みで、相関性が引き続き正になるかどうかはまだ分からない。

Q：債券市場の中では何が魅力的か。

A：インフレ率が2%まで低下しないと考えるのならば、インフレ指数連動国債（TIPS）が価値を提供する。社債も良いだろう。ハイイールド社債のスプレッドは450ベースポイント（bp）程度で安定している。

■ 今後はインフレ的

Q：インフレ見通しにおいて、脱グローバル化はどのような役割を果たしているのか。

A：脱グローバル化は、インフレ率の上昇を示唆している。米国は人口動態の面で、日本から10～15年遅れている。日本では労働人口の減少がデフレ的に作用したが、それは、東欧が1990年代、そして中国が2000年代に世界経済に加わったことで、世界的に利用可能な労働力が急速に拡大した時期だった。こうした労働力の調整は、概ね一巡したように見え、労働力のさらなる減速は日本の経験以上にインフレ的に作用する可能性がある。

脱グローバル化を引き起こしている地政学的緊張によって各国がサプライチェーンを自国または自国から近い場所に再配置するにつれて、インフレ率が高まることが示唆される。それには、労働力のみならず、インフラと設備投資が求められ、それが資源の希少性につながればさらにインフレ的に作用する。これは、中国が世界貿易機関（WTO）に参加してから始まったオフショア化とは逆の動きだ。

また、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、200万～300万人のベビーブーマーが引退した。厳格になった移民政策も考え合わせると、米国の労働力不足を意味している。FRBは、その結果としてのインフレと戦っている。

Q：戦いの結果は。

A：インフレ率は低下するが、FRBが望むほどには低下しないか、次の景気拡大期のインフレの出発点が下がらないリスクがある。実際、1960年代終盤や1970年代初頭にそれが起こった。

Q：インフレ率が上昇した場合、投資家は分散を検討すべきか。

A：株式60%、債券40%のポートフォリオの、1950～2022年の年平均リターンは9%だ。過去10年間は、S&P500指数とブルームバーグ米国総合債券インデックスを考えるだけで良かった。海外株式に投資していれば、ボラティリティーが高まってリターンが低下していただろう。アクティブな投資家である理由もなかった。しかし今後5年または10年はアクティブな投資家になるべき理由がある。

Q：今後数年間の市場サイクルをどのように見ているか。

A：今後のサイクルは、典型的な4年の景気サイクルに戻るだろう。FRBは以前よりも大きな役割を果たすだろう。市場のボラティリティーは高まり、さらなる分散の必要性に拍車がかかるだろう。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

5. パウエル議長が賃金引き下げ誘導を決意

[フィーチャー]

Powell Is Determined to Drive Down Wages. What Else Is at Stake.

物価上昇の抑制に賃金引下げが必要か

FRBは労働市場の需給バランスの回復を求めている

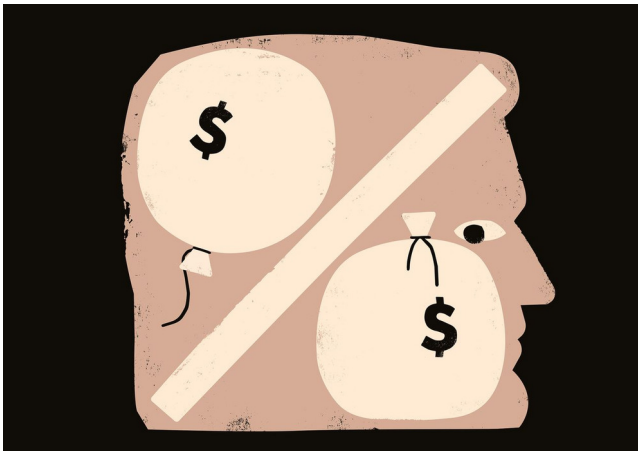


Illustration by The Project Twins

インフレ熱はついに冷めたのか？12月の総合消費者物価指数（CPI）は下落した。他の指標も同様に物価上昇の鈍化を示している。しかし、われわれは米連邦準備制度理事会（FRB）を祝福し始める前に、自分たちが注視している他のものについてよく考える必要がある。

パウエルFRB議長にとって、物価上昇率の低下だけでは十分でないことは明らかだ。労働市場はまだあまりに逼迫（ひっばく）している。パウエル議長は最近、「名目賃金は長期的に2%のインフレと一致するペースをはるかに超えて上昇している。われわれが求めているもう一つ

の条件は、労働市場における需要と供給のバランスを回復することだ」と述べている。

FRBが取り組んでいる経済のモデルは、次のようなものだ。要するに、ほとんどの財やサービスの価格は賃金が増加したものだ。賃金上昇は労働者と雇用者の相対的な交渉力、要するに労働市場の逼迫度合に依存する。確かに、インフレには他の影響もある。しかし、FRBの関心はこうしたテーマが中心であることは明らかだ。実際、これをFRBの見解と言うことができるかもしれない。

他の条件が全て同じであれば、賃金の上昇は物価の上昇を意味する。しかし、他の全てが常に同じとは限らない。労働者への所得分配が増加したり、生産性が向上したり、輸入物価が下落したりすれば、賃金の伸びが高まってもインフレが安定する可能性がある。

一方、生産性の向上や利益率の上昇、輸入物価の下落の程度には限度がある。例えば、賃金が毎年10%ずつ上昇していけば、いずれインフレ率が上昇することは誰も疑わない。

FRBの批評家は、この長期的な関係が現在われわれの直面しているインフレについて十分語ることができるか疑問視している。永遠に続くことはないが、しばらくの間は続く可能性がある、またそうあるべきという物事はたくさんある。急速な賃金上昇もその一つかもしれない。パウエル議長が賃金上昇を過剰と見ているのは明らかだが、パウエル議長以外は、最新の雇用コスト指数（ECI）の上昇率が2022年年初の1.4%に対し1%未満となったのを見て、賃金上昇の問題は自然に解消するととらえるかもしれない。

現在の労働市場に対するFRBの見解

より多くのデータがあれば、当面の問題は解決する。しかし、FRBの見解にはもっと大きな問題がある。もし物価の安定が労働市場の弱体化を必要とするならば、雇用者は労働者を雇いやすく、労働者は仕事を見つけにくいということになり、その影響は金融政策をはるかに超えたものになる。

例えば、米連邦取引委員会（FTC）が最近提案した雇用契約における競業避止条項の禁止が挙げられる。バイデン大統領は、この提案につながる大統領令に署名し、労使交渉において労働者有利となり、より高い賃金を要求できるようにするための方法として、この提案を位置付けた。バイデン大統領は、「雇用者があなたを引き留めたいのであれば、あなたがここにいる価値があると思えるように対処しなければならない」と言っているのだ。

これはもっともらしく聞こえる。FRBから見ると、問題は企業が従業員を維持するために既に高い賃金を支払っていることだ。パウエル議長が繰り返し言っているように、労働者に有利な「賃金交渉の真のアンバランス」が存在するのだ。そのため、もし競業避止条項の禁止がバイデン大統領の約束通りの結果をもたらすのであれば、それは単に賃金がかえって上昇しなければならないことを意味する。

また、最低賃金法について考えてみたい。最低賃金の物価スライド制が普及したおかげで、今年に入って半数近くの州で最低賃金が大幅に引き上げられた。多くの人々にとって、物価スライド制の意義は明らかだ。すなわち、小売業、ファストフードや他のサービス業の低賃金労働者の収入が物価の上昇に追いつくようにすることだ。しかし、FRBの見解では、こうした労働者の賃金は既に上昇しすぎているのだ。

これは何も機密事項ではない。典型的なマクロ経済学の教科書では、「自然失業率」（中央銀行が目標とする失業率）を上昇させるものとして、まず、失業手当を手厚くすることが例示されている。

労働市場政策とFRBの役割

FRBは公の場で、労働市場政策に対するいかなる責任も否定している。しかし、労働者と雇用者の間の一定のパワーバランスを維持することがFRBの目的であれば、そのバランスが崩れることがFRBの懸念事項となるのは明らかだ。

歴史的に見れば、労働者の保護と失業率の低下の間には明確な対立が存在している。グリーンスパン元議長の時代、FRB高官は組合労働者の復活がインフレ抑制への対応を難しくすることをしばしば懸念していた。イエレン財務長官はFRB時代の初期にこの議論を展開し、「失業手当の減額や組合結成の減少は、労働者の交渉力の低下を招きかねず、自然失業率の恒久的低下につながる」と指摘した。

残念ながら、その逆もまた真なりだ。FRBの見解を受け入れるなら、労働組合の強化、最低賃金の引き上げ、その他の労働者の保護は、自然失業率の上昇とより引き締めの金融政策につながることになる。

政府高官が、歴史上最も労働者寄りの政権になることを重視する一方で、インフレ対策はFRBに任せると言うのは理解できる。しかし、残念ながらこのような切り分けは、思ったほど単純ではないかもしれない。もし、政府高官はそれが自分たちの仕事だと考えているのなら、FRBが自分たちの仕事を

どう考えているのかを問わなければならないかもしれない。

執筆者はニューヨーク市立大学ジョン・ジェイ・カレッジ経済学部教授およびルーズベルト研究所フェロー。

By J.W. Mason
(Source: Dow Jones)

6. 理にかなわない株価上昇機運 The Stock Market Is in the Mood to Rally. It Defies Logic. 景気回復と金利低下、両立予想の矛盾

[米国株式市場]

パウエル議長の発言を受けてハイテク株が急騰



John Taggart/Bloomberg

簡単な言葉遣いで何と大きな違いが生じるのだろう。

米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は2月1日の記者会見で「ディスインフレのプロセスが始まった」と述べた。これを受けて、投資家が利上げによるフェデラルファンド（FF）金利の到達点が低下し、2023年後半の利下げの可能性が高まると織り込んだため、株式市場は急騰した。大手ハイテク企業の業績が芳しくなく、また、3日に発表された雇用統計が労働市場の過熱を示しても、株価上昇の妨げにはなら

なかった。

先週の主要株価指数を見ると、S&P500指数は1.6%高の4136.48となったが、ダウ工業株30種平均は0.2%下落して3万3926ドル1セントで引けた。ナスダック総合指数はこれらの指数をはるかに上回る3.3%の急騰で1万2006.96となった。これは昨年12月28日の安値から20%近い上昇で、強気相場入りの兆しが見えてきた。小型株のラッセル2000指数は3.9%高の1985.53で週末を迎えた。

市場が織り込んでいる矛盾

雇用統計で確認されたことは、どんなに目を凝らしても不況を見抜くのは難しいということだ。3日朝発表の1月の雇用統計によると、米国の非農業部門就業者数は季節調整済みで51万7000人増加した。増加幅はエコノミスト予想の2倍以上だった。失業率は3.4%と約54年ぶりの低水準だった。それにもかかわらず平均時給は前年同月比4.4%増と、12月までの4.8%増より緩やかな上昇となった。これは、幅広い雇用の喪失や経済の減速を招くことなく給与の伸びが鈍化する可能性を示す、前向きな兆候だ。

市場の論理にはまだ大きな矛盾がある。労働市場と経済が持ちこたえれば、FRBは、先物価格が示唆するような2023年後半の利下げを行う気にはならないだろう。FRBが行動を起こすには、経済データ

Market Snapshot



が実際に少しでも悪化することが必要なのかもしれない。言い換えると、政策金利がより長い期間、より高い水準にとどまることで債券利回りが上昇して株価バリュエーションに圧力がかかるか、あるいは成長率が期待外れで企業業績が低下するというシナリオ以外は考えにくいことになる。

市場に対してそれを言っても無駄だろう。市場は現時点で、金融緩和と好調な経済、そして穏やかなインフレだけを織り込んでいる。つまり、年初からの株価上昇は単に楽観的な見方に基づいており、株価収益率（PER）の上昇という形を取ったことになる。利益見通しが1%下方修正されたにもかかわらず、S&P500指数のPERは年初から8%上昇した。ムードはまさにリスクオンであり、それ以上かもしれない。小型株が大型株に対して、グロース株がバリュー株に対してアウトパフォームとなっているほか、上場投資信託（ETF）のアーキ・イノベーションETF<ARKK>は、2023年に入ってから42%上昇した。

急速な経済成長は望めない

UBSアセット・マネジメントでマルチアセット戦略の責任者を務めるエヴァン・ブラウン氏は、投資家は選別する必要があると指摘する。ブラウン氏は、米国の労働市場の力強さ、欧州と中国の状況の改善、米国の消費者と企業が10年前よりも金利の影響を受けにくくなっている点を指摘し、2023年には不況にならないと予想している。ただし電光石火の急成長ではなく、世界経済が単に持ちこたえるという予想だ。

ブラウン氏は、FRBが今後数カ月で利上げを一時停止し、高い水準の金利をより長い期間維持すると予想している。そうなればS&P500指数のPERは抑えられ、バリュー銘柄が有利になるはずだ。全体的な状況を見るとブラウン氏はS&P500指数の水準に関しては強気でも弱気でもなく、「自分がそう思う水準を選べばいい」と語り、水準そのものは気にしていないようだ。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

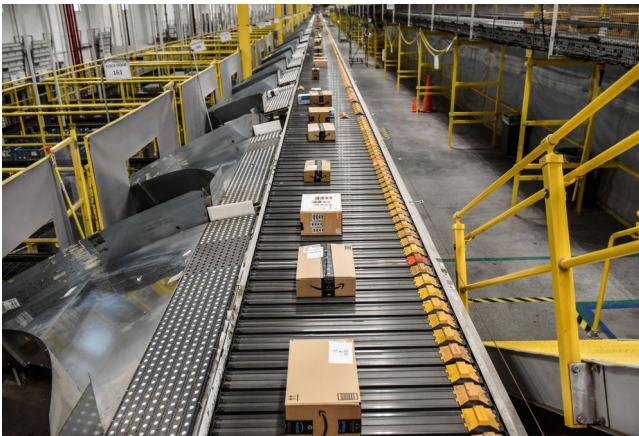
7. 大手ハイテク企業の低調な四半期決算が示唆すること

[ハイテク]

Tech Stocks Are Soaring Despite Weak Results

市場の関心、金利から業績と経営効率化に

根拠の乏しい株価急騰が目立つ



Stephanie Keith/Bloomberg

ハイテク株の今年の出足は絶好調で、幅広い銘柄が上昇している。年初来の上昇率が50%を超えたものは20程度あり、幾つかは既に2倍に上昇している。投資家は、米連邦準備制度理事会（FRB）の積極的な利上げサイクルはほぼ終了し、市場の振り子は恐怖から貪欲に大きく振れたと結論付けている。

エンタープライズ人工知能（AI）ソフトウェア企業であるシースリー・エーアイ<AI>の株価はこの1カ月で2倍に上昇しているが、筆者はその主な理由はティッカーシンボルがAIであるからだと察している。何しろAIは現在、何よりもホットなテーマだ。年末から2倍に上昇しているアバ

イア・ホールディングス<AVYA>は破産の危機に瀕している通信ハードウェア会社であり、その株価上昇に意味はない。

上昇率が3桁台となっている銘柄には、家具・インテリア用品販売業者のウェイフェア<W>、後払いサービスを提供するフィンテック企業のアファーム・ホールディングス<AFRM>、そしてなんと暗号通貨取引会社のコインベース・グローバル<COIN>など、業績の低調な企業が含まれる。特別買収目的会社（SPAC）が復活しようとしているのではないかと思わせる値動きだ。

市場の関心は業績に移る

いずれにしても、パウエルFRB議長の景気減速策の完了が本当に近づいているとすれば、市場の焦点は業績など他の問題に移るだろう。だがそこには波乱が待ち受けている。

強気派の見方は、数四半期は厳しい状況が続くものの、FRBの引き締めサイクルが完了すれば年後半に改善するというものだ。しかし、先週相次いだ大手ハイテク企業の決算発表は、ファンダメンタルズの回復にはまだ時間がかかる可能性があることを示唆している。以下、先週発表された一連の決算の重要なポイントを振り返る。

大手ハイテク企業の合計売上高の伸びは1%にとどまる

大手ハイテク企業は成長性のある多くの事業を抱えているが、直近四半期は売上高の頭打ち傾向が目立った。アップル<AAPL>の直近四半期の売上高は、対象期間が通常より1週間長かったにもかかわらず、iPhone（アイフォーン）とMac（マック）の販売が軟化する中で5%減少した。メタ<META>（旧フェイスブック）は4%の減収となり、ガイダンスは今四半期（1～3月期）が2%の減収となることを示唆している。アルファベット<GOOGL>は1%の増収となったが、広告収入は4%減少した（Y

YouTubeの8%減を含む)。マイクロソフト<MSFT>は2%の増収となったが、PC部門は19%の減収だった。アマゾン・ドット・コム<AMZN>は9%の増収だったものの、オンライン小売事業は2%の減収だった。これら5社の直近四半期の合計売上高の伸びは1%にとどまった。

クラウド支出の「最適化」が成長を鈍化させる

クラウドの大口需要家の成長が鈍化している。マイクロソフトとアマゾンは、顧客による支出の「最適化」を支援するサービスについて詳細に説明した。アマゾンの最高経営責任者（CEO）であるアンディ・ジャシー氏は、「顧客が支出を減らす方法を見いだすのを手伝うつもりだ」と述べた。この発言はクラウドサービスにおける潜在的な価格競争について幾つかの気になる疑問を引き起こしているが、当面の影響は単なる成長の鈍化である。

消費者は打撃を受けている

アップルの四半期決算には、個人消費に関する幾つかの憂慮すべきデータが含まれていた。iPhoneの販売が低迷することは予想されていたが、最近の中国での生産現場で起こった問題により、懸念されていたよりもさらに低調だった。Macの販売も予想を下回り、ウェアラブル・ホーム・アクセサリ部門も同様だった。CEOのティム・クック氏は、景気の低迷がアップルのビジネスに与えている影響を繰り返し指摘した。リンクス・エクイティ・ストラテジーズのアナリスト、ケーシー・ラジュクマール氏は、アップルの売上高が2023年度だけでなく2024年度も前年度比で減少する可能性があると警告している。

効率的な経営を重視するメタの姿勢を市場は好感

今回のハイテク決算発表シーズンでの最大の話題は、メタの株価が急騰したことだ。昨年10月に第3四半期決算を発表したとき、株価は1日で25%急落した。これは主にメタの積極的な長期的野心が財務に与える短期的な影響をCEOのマーク・ザッカーバーグ氏が無視していると投資家が懸念したことによるものだ。2週間後、同社が1万1000人の人員を削減するとともに2023年の支出を削ると発表すると、株価は50%以上上昇した。

ザッカーバーグ氏はその経験から幾つかの教訓を学んだ。最大の教訓は、投資家を味方にしたければコスト削減に勝るものはない、ということだ。案の定、メタは第4四半期決算を発表するに当たり、より積極的な経費削減計画と新たな400億ドル規模の自社株買いプログラムを発表した。以前はメタバースというブラックホールに向かっていった現金が株主の財布に向けられているようにみえる。2月2日、株価は24%上昇した。

ザッカーバーグ氏は「2023年の経営のテーマは『効率元年』だ」と述べている。実際、メタの幹部は決算説明会で「効率」という言葉を33回発した。「メタバース」は7回しか言及されなかった。

メタバースに取り組んでいるリアリティ・ラボ部門の直近四半期中における赤字額はなんと43億ドルで、メタの営業利益を40%減少させた。

メタが、リアリティ・ラボ部門を売却、閉鎖、またはスピンオフすることでメタバースへの投資を停

止した場合、収益性は劇的に改善し、数十億ドルの資金を投資家への還元やコアビジネスへの投資に振り向ける可能性がある。それこそが効率的な経営と言えそうだ。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

8. アクティビスト（物言う投資家）の口出しは無用 Companies Don't Need 'Help' From High-Finance Buttinskys 企業立て直しにも投資家にも貢献していない証拠

[投資戦略]

アクティビストと乗っ取り屋の違い



David Odisho/Bloomberg

統計的に、アクティビストはそれほど優秀ではないことが示されている。アクティビストは一般に、対象企業に対して短期間の株価上昇以上の大した価値をもたらさないようだ。また、アクティビストファンドに投資する側にとっても、多額の手数料を取られる割にリターンはあまり芳しくない傾向がある。

アクティビストとは、コミットメントを伴わない企業乗っ取り屋である。もしあなたが子供のバスケットボールの試合に行ったことがあるなら、スタンドから応援している親たちの一人が

おもむろにベンチまで歩いて行き、座ってクリップボードを手に取り、選手たちに指図し始める姿を思い浮かべてほしい。本物のコーチがそれを歓迎する度合いは、企業の最高経営責任者（CEO）が乗っ取り屋やアクティビストに感謝するのと同程度だろう。

乗っ取り屋は、例えば発行済み株式の10%を購入してから、支配権を確保するために、他の株主に対して通常割高な価格で公開買付けを行う。支配権を握れば、買収者は取締役を交代させ、雇用、解雇、売却、合併、借入れ、戦略の変更を自在に行うことができる。一方でアクティビストは、株式の5~10%を購入し、支配権を持つことなく、以下のように取締役の席の獲得や事業上の変更を試みる。ステップ1：丁重に依頼する。ステップ2：スライド資料を公表し、図表を交えて経営陣の不手際や利己主義を糾弾する。ステップ3：取締役会や経営陣の退陣を求める投票を他の株主に呼び掛ける（委任状争奪戦と呼ばれる）。

アクティビストは株主利益を守れるのか

一般的な認識では、乗っ取り屋は短期志向の悪者であり、アクティビストは企業の浪費や強欲から株主を守る者とされている。コロンビア大学ロースクールでコーポレート・ガバナンスと証券規制を教えるゾハル・ゴージェン氏は、この見方に疑問を呈する。ゴージェン氏は11月にイエール・ロー・ジャーナルに掲載された論文で、「アクティビストは乗っ取り屋より良いわけではなく、むしろ悪い可能性が高い」と指摘している。

問題はゴーシェン氏が言うところの「ミスターゲティング」だ。乗っ取り屋は、支配権を獲得するために、買収前の時価総額の30～50%をプレミアムとして支払うことが多い。これはターゲットを慎重に選ぶ必要があるということだ。一方、アクティビストのキャンペーンは、初期の株式購入を除けば比較的安上がりである。ある調査では、委任状争奪戦に帰結するキャンペーンの平均コストを1100万ドルと算出している。そのため、やみくもに企業を狙いたがる傾向があり、判断を誤る可能性が高くなる。

アクティビストは、忍耐強い企業を経営状態の悪い企業と誤解することがある。カール・アイカーン氏は2012年に動画配信大手ネットフリックス<NFLX>に身売りを迫ったが失敗した。それ以降、ネットフリックスの株価は3500%以上上昇している。アクティビストはまた、苦境にある企業を特定し、事態を悪化させることもある。ビル・アックマン氏が百貨店チェーンJCペニーの再建に向けて送り込んだCEOは、割引を廃止したことで収益を急減させた。ダン・ローブ氏のように、自分のアドバイスを無視した企業から利益を得る場合もある。ローブ氏はソニーグループ<6758>の分割を求めたが退けられ、その後株を高値で売り抜けた。また、何の例だか分からないが、スターボード・バリュエーションというアクティビスト・ファンドが2014年にレストランチェーンのオリーブ・ガーデンに対し、パスタをゆでる湯に塩を入れるよう要求している。

■ アクティビストはもうかるのか

インセンティブ、ミスターゲティング、パスタの最適塩分量といった問題はひとまず置いておく。アクティビストはもうかるのか？この問いに対する答えは2通りある。「ほぼもうからない」と「もうからない」だ。一つ目は対象企業の長期的な超過リターンを見た場合だが、インデックス投資家のように企業を時価総額で加重平均したワシントン大学の2019年の研究によると、「ゼロと有意な差はない」という。

二つ目の答えは、アクティビスト・ファンドの投資家へのリターンに関するものだ。ブルームバーグ・アクティビスト・ヘッジファンド・インデックスの2022年末までの9年間のリターンは132%で、上場投資信託（ETF）のSPDR S&P 500 ETF<SPY>の145%を下回った。コーポレートガバナンスの分析情報を販売するディリジェントのインサイティア・アクティビスト・インデックスは、より長期間のデータを有しているが、アクティビストにとって不利のようだ。昨年はアクティビストがアウトパフォームした。過去の成功を喧伝する者もいる。しかしアクティブ投資のマネジャーと同様、それは必ずしも正しい予測にはならない。多くの企業が改善を必要としているのは確かだが、アクティビストは、スタンドで観戦しているわれわれ以上にそれが得意であるようには見えないのだ。

では、なぜわれわれは現在進行中のトライアン・パートナーズによるウォルト・ディズニー<DIS>をめぐる委任状争奪戦や、セールスフォース・ドットコム<CRM>をめぐるアクティビストの四つ巴の闘いにこれほどまでに注目するのだろうか？投資弁護士でアクティビズムの研究者でもあるJBヒートン氏は、「われわれはこうしたストーリーを好む。人間は争いを見るのが好きだからだ。しかし、本当に真剣に見てみると彼らは良い結果を出していない」と指摘する。ヒートン氏が挙げる例外として、アクティビストが企業を説得して、大きな資産を売却させる場合がある。割高な買値がつく傾向があるからだ。しかし、ヒートン氏は、アクティビストのガバナンスや戦略をめぐるイニシアチブは「無価値」だと言う。

ならば、なぜ一部のアクティビスト投資家は大金持ちなのだろうか？ヒートン氏は、「資金運用業界

で本当に重要なのは、良いストーリーを持つことだ。良いストーリーがあれば、資金を集めることができる。そして、資金を集めることができれば、手数料でもうけることができる」と述べる。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

9. 荒れた相場ではアルファベットなどが堅実 Alphabet and Other Stocks That Are Solid Bets in a Wild Market 3つの基準が有益

[米国株式市場]

年初から相場環境は急変



Pau Barrena/AFP/Getty Images

2023年の年初から相場は急騰し、中心銘柄も変わった。グロース株がバリュー株をアウトパフォームし、リスク株がディフェンシブ株を圧倒しており、メタ<META>（旧フェイスブック）や画像処理半導体（GPU）大手のエヌビディア<NVDA>が軍需メーカーのノースロップ・グラマン<NOC>や大手製薬会社のファイザー<PFE>を置き去りにして上昇している。2022年とは打って変わって、投資家が新たな勝ち組を追いかけるか、それともこれまでの勝ち組に固執するか悩ままったく新たな世界に突入した。

悩む理由には事欠かない。インフレ率と金利は当面ゼロ近辺に戻りそうもなく、株価は依然割高で、S&P500指数の株価収益率（PER）は過去4カ月間に15倍から18倍まで上昇しており、アナリストがS&P500指数の2023年の利益成長を引き続き予想するも、それは確実とは言いがたい。

3つの基準で銘柄を区別

かといって、上げ相場を傍観していることもできない。一番分かりやすい解決策は、2023年予想PERがS&P500指数の17.9倍以下で、2025年までの予想利益成長率が指数の年率7.9%より高く、2023年の予想1株当たり利益（EPS）が過去3カ月間にS&P500指数の3.3%よりも大幅に下方修正された、という基準で区切る方法で、これなら比較が容易かもしれない。

これらの基準を満たす企業は、人気企業と不人気の企業がうまく組み合わさっている。その中にエネルギー会社のEQT<EQT>がある。EQTは米国と欧州の暖冬により天然ガス価格が急落したことを受けて、2023年の予想利益が過去3カ月間に41%も下方修正された。株価は今年に入ってから6%下落しているが、2023年の予想PERはわずか6.1倍で、アナリストは引き続き2022年から2025年まで利益が年率26%で成長すると予想している。ただし、当四半期にヘッジ損失を被る可能性がある。

航空会社のサウスウェスト航空<LUV>も一見の価値がありそうだ。今後数四半期にわたりコスト負担を強いると見込まれる年末年始の旅行シーズンの悲惨な結果を受け、短期的な業績予想が下方修正

されている。しかし、今後3年間の予想利益成長率は最も高い年率49%になっている。株価は、年初から10%上昇しているが、2023年のコンセンサス予想に基づくPERは12.8倍だ。

銀行株も検討に値する。スクリーニングを通過した数銘柄は、大手銀行・金融持株会社のバンク・オブ・アメリカ<BAC>、大手銀行持株会社のウェルズ・ファーゴ<WFC>、大手投資銀行のゴールドマン・サックス<GS>、米国中西部、東部、南部を中心に事業展開する銀行持株会社のフィフス・サード・バンコプ<FITB>、それに小企業、個人事業者を対象にした各種金融サービスを展開する銀行持株会社のM&Tバンク<MTB>である。当セクターは割安で、投資銀行などで第4四半期決算が不振になったことを受けて、2023年の業績予想が低下した。同グループの予想利益成長率は大体年率8%から13%の間にあり、決して見劣りしない。

アルファベット<GOOGL>も魅力的

より魅力的な銘柄の一つは、2022年に39%下落したアルファベット<GOOGL>かもしれない。2023年の予想利益は11月初めから5%下方修正されており、株価は年初から22%上昇しているが、コンセンサス予想利益に基づくPERは17.5倍だ。アナリストは引続き2025年までのEPSの年率複利成長率を16.4%と予想しているが、2日の決算発表を受けてそれを疑う要素は見当たらない。アルファベットは近年大幅な支出超過を続けてきており、今後はコスト増への監視を強めると約束している。

いかなる場合も、投資家には予想できないリスクがある。それでも、最も明白な3つの落とし穴を回避した銘柄は、全体とは異なる動きをする可能性がある。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

BlackRock Tosses a Line to Struggling Silvergate. But the Crisis Isn't Over

ブラックロックが苦境に立つシルバーゲートを救済も、問題が解決したわけではない

一時的な株価上昇はファンダメンタルズによるものではない



Illustration by Elias Stein

暗号資産（仮想通貨）業界ではこのところ、投資家が強気材料を探している。大幅な株価下落を経験した暗号資産銀行シルバーゲート・キャピタル<SI>は足元で値上がりしているが、これは実力を超えた上昇のようだ。シルバーゲートの株価は、資産運用大手ブラックロック<BLK>による持ち株比率が7.2%で主要株主となったことが公表された後、1月31日に寄り付きから引けにかけて8%上昇した。

単にパッシブファンドの資産の入れ替えによるものかもしれないことを考えると、大きな株価上昇だ。シルバーゲートの先週の株価上昇率は39%

と、仮想通貨取引所大手コインベース・グローバル<COIN>など、突然上昇した他の仮想通貨関連銘柄よりも大きい。

投資家はテクニカルに注目する必要がある。例えば上記2社のような仮想通貨関連銘柄のショートスクイズの可能性だ。コインベースとシルバーゲートにおける空売り比率は平均よりもかなり高い。金融データサービスS3パートナーズによると、シルバーゲートの空売り比率は75%となっている。

ショートポジションを持つ投資家が買い戻しに殺到すれば、これら2銘柄で株価急騰が起これやすくなる。2月2日までで、2社のショートポジションの損失は6億3000万ドルを超えた。

シルバーゲートは連邦預金保険に加入する金融機関だ。デジタル資産業界の混乱の影響で株価はここ1年で79%下落しており、下落率はビットコインを超える。株価が好調な時は、暗号資産取引や投資の主要サービスプロバイダーとされていた。

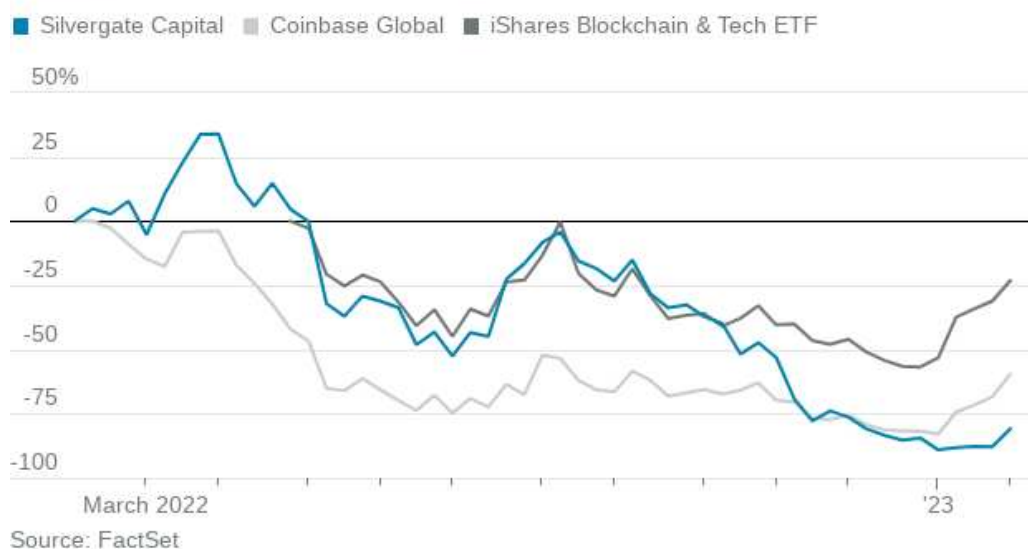
だが市場低迷やFTX破綻などの影響を受け、シルバーゲートは社員削減や配当の停止を余儀なくされた。2022年第4四半期はここ数年間で最悪の10億ドルの損失を計上した。業績回復には暗号資産業界の回復、規制に対する透明性向上、機関投資家の需要拡大が必要だろう。

投資家はファンダメンタルズによる業績回復を望んでいる。だが今のところの株価上昇はテクニカルによるものだ。

今週の予定

A Long Winter

Silvergate has seen one of the deepest declines of major crypto stocks that haven't gone bust.



2月6日 (月)

・ゲームソフト大手のアクティビジョン・ブリザード<ATVI>、ディーゼルエンジン・メーカーのカミンズ<CMI>、動物向け臨床検査会社アイデックス・ラボラトリーズ<IDXX>、半導体メーカーのオン・セミコンダクター<ON>、商業用不動産の自社管理型不動産投資信託 (REIT) サイモン・プロパティ・グループ<SPG>、ゲームソフト大手テイクツー・インタラクティブ・ソフトウェア

<TTWO>、食品大手タイソン・フーズ<TSN>が決算発表。

2月7日（火）

・英国の石油大手BP<BP>、空調設備メーカーのキヤリア・グローバル<CARR>、複合マネージドケア組織を運営するセンチーン<CNC>、メキシコ料理チェーンのチポトレ・メキシカン・グリル<CMG>、化学品大手デュポン・ド・ヌムール<DD>、太陽光発電向けインバーターのエンフェーズ・エナジー<ENPH>、金融情報処理システムのプロバイダーであるファイサーブ<FISV>、ネットワークセキュリティのフォーティネット<FTNT>、ゲノム解析技術のリーダーであるイルミナ<ILMN>、プライベート・エクイティ・ファンド大手KKR<KKR>、産業ガスメーカーのリンデ<LIN>、広告事業大手のオムニコム・グループ<OMC>、金融持ち株会社プルデンシャル・ファイナンシャル<PRU>、クルーズ船運航大手のロイヤル・カリビアン・グループ<RCL>、航空部品の持ち株会社であるトランスタイム・グループ<TDG>、バイオ医薬品企業のバーテックス・ファーマシューティカルズ<VRTX>、上下水道会社ザイレム<XYL>が決算発表。

・米連邦準備制度理事会（FRB）が2022年12月の消費者信用残高を発表。11月には季節調整済み年率換算で7.1%上昇し、過去最高の4兆7600億ドルを記録した。クレジットカード債務が大半を占めるリボルビング払い債務は同16.9%と急上昇した。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）中に余剰預金は推定2兆3000億ドルに上ったが、1兆ドル弱に縮小している。

2月8日（水）

・娯楽大手ウォルト・ディズニー<DIS>が2023年度第1四半期決算発表。株価は2022年に43.9%下落し、1974年以来最大の下落率となった。これは投資家が、ビデオ配信事業の成長よりも利益を重視したためである。

・先物取引所グループの持ち株会社CMEグループ<CME>、ドラッグストアチェーン大手のCVSヘルス<CVS>、大手電力会社ドミニオン・エナジー<D>、自動車部品メーカーのイトン<ETN>、電機メーカーのエマーソン・エレクトリック<EMR>、信用調査会社エクイファクス<EFX>、ノルウェーの石油会社エクイノール<EQNR>、統合型リゾート運営会社MGMリゾート・インターナショナル<MGM>、自動車用品販売大手のオリリー・オートモーティブ<ORLY>、フランスのトタルエナジーズ<TTE.フランス>、ライドシェアサービスのウーバー・テクノロジーズ<UBER>、ファストフードチェーンを運営するヤム・ブランズ<YUM>が決算発表。

2月9日（木）

・バイオ医薬品企業アッヴィ<ABBV>、製薬大手のアストラゼネカ<AZN>、電力大手デューク・エナジー<DUK>、オンライン旅行会社のエクスペディア・グループ<EXPE>、ホテルチェーン大手ヒルトン・ワールドワイド・ホールディングス<HLT>、広告代理店のインターパブリック・グループ<IPG>、食品会社ケログ<K>、通信機器メーカーのモトローラ・ソリューションズ<MSI>、電子決済サービスのペイパル・ホールディングス<PYPL>、たばこ製造・販売のフィリップ・モリス・インターナショナル<PM>、金融サービス会社のS&Pグローバル<SPGI>が決算コンファレンスコールを開催。

・米労働省は2月4日までの週の新規失業保険申請件数を発表。2023年1月の週平均申請件数は19万1750件と、12月から2万6000件減少し、歴史的低水準が続く。米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は2月1日に行なった米連邦公開市場委員会（FOMC）の記者会見で、失業者1人あたり1.9件の求人がある状況は、より適正なバランスへ改善する必要があると述べている。発表された1月の失業率は3.4%と約半世紀振りの低水準となっている。

2月10日（金）

- ・ 決済サービスのグローバル・ペイメントズ＜GPN＞、ホンダ＜7267＞、医療系テクノロジー企業のIQVIAホールディングス＜IQV＞、日用品大手のニューウェル・ブランズ＜NWL＞が決算発表。
- ・ ミシガン大学が2月の消費者景況感指数を発表。コンセンサス予想は65と1月とほぼ同じ。1月の消費者による1年先のインフレ予想は3.9%と、2021年4月以来最低の水準。FRBはインフレ期待が実際のインフレの重要な決定要因だと述べている。一方でパウエル議長は先日、インフレ予想は「安定している」と発言している。つまり消費者による将来のインフレ予想は、現在のインフレには影響を与えていないということだ。

By Avi Salzman
(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』 2023/02/05
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 © 2023 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます