

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2023/03/12

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. セールスフォースの好決算 - Marc Benioff Strikes Back. Salesforce Turns Up the Profits [カバーストーリー]
反撃を狙うマーク・ベニオフCEO P.1
2. SVBをきっかけとした売りは、大手米銀株の買い場か - Why the SVB-Triggered Selloff Is a [フィーチャー]
Buying Opportunity in Big Bank Stocks P.6
ビジネスモデルの違いに注目
3. EVを買うかどうかの判断。どれだけ乗れば元が取れるのか。 - Buying an EV? Here's How Long [自動車]
Until It Will Pay Off. P.8
EVの購入前に知っておくべきこと
4. 素晴らしいスタートを切ったGEヘルスケア - GE HealthCare Stock Has Had a Great Start. More [注目銘柄]
Gains Lie Ahead. P.12
株価のさらなる上昇に期待
5. テクノロジー株が魅力 - Amazon, Alphabet, and Other Tech Stocks Appeal to This Value [インタビュー]
Investor P.15
グラビティ・キャピタル・マネジメントのアダム・シーセル氏に聞く
6. 米国株投資を続けるなら、長期視点を持ち、期待値の引き下げを - Dodge the Yield Curve, Think [投資戦略]
Long Term, and Reduce Expectations P.18
従来並みのリターンが見込めない株式市場にどう対応するか
7. 賃金と物価のスパイラルに悩まないように - Don't Fret About a Wage-Price Spiral [経済政策]
賃金コスト上昇より需要超過が物価に与える影響の方がより本質的 P.21
8. デルは最も割安なハイテク株 - Dell Could Be Tech's Cheapest Stock. The Discount Won't Last. [ハイテク]
しかも業績改善は時間の問題 P.22
9. 金利上昇と銀行破綻で大幅に下落した株価、上昇する可能性も - Stocks Get Hit by Rates, [米国株式市場]
Banks. The Next Move Could Be Higher. P.24
雇用統計はソフトランディングの可能性を示す
10. 今週の予定 - From Puppies to TikTok: Facebook's Face Change. [経済関連スケジュール]
ティックトックに対抗して、フェイスブックが変化 P.26

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

※当誌は、情報提供を目的とした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. セールスフォースの好決算

[カバーストーリー]

Marc Benioff Strikes Back. Salesforce Turns Up the Profits

反撃を狙うマーク・ベニオフCEO

急成長を続けてきたが壁に直面



PHOTOGRAPH BY JESSICA CHOU

顧客情報管理ソフトウェア大手セールスフォース<CRM>のマーク・ベニオフ最高経営責任者（CEO）が「素晴らしい業績を達成」、「皆を愛している（ハートの絵文字）」といったテキストメッセージを筆者に送ってきた。しかし、送ってきた瞬間は決算説明の電話会議でベニオフ氏自身がプレゼンテーションをしている最中だった。一体どうやって実行したのだろうか。

実は、プレゼンテーションは事前に録音済みだった。それでも、ベニオフ氏のメッセージは、彼が自社の業績に浮かれていることや、特異な

経営スタイルを示している。翌日の筆者とのオンライン取材でも、ベニオフ氏は業績を誇示し続け、「私はソフトウェアの歴史上で最高の四半期業績を達成した。当社はこのレベルのパフォーマンスを上げられたことに心から興奮している」と語った。

ベニオフ氏が興奮しやすいことを抜きにしても、大喜びするのは不思議ではない。決算とそれに付随するガイダンスは、ウォール街に対する反撃であると同時に、ベニオフ氏にとっては、セールスフォースの立て直しに向けた取り組みの正しさを裏付けるものだった。あるセールスフォース幹部は筆者に「当社には（この業績が）必要だった」と語ったが、その声にははっきりとした安堵（あんど）が感じられた。

セールスフォースは、長年にわたって究極の「サービスとしてのソフトウェア（SaaS）」銘柄であり、優れたリターンを提供してきた。この会社は、大きな身体とそれに見合う堂々とした性格、そしてステークホルダー資本主義のビジョンを持つベニオフ氏にとっての舞台でもあった。クラウドベース顧客情報管理ソフトウェアのパイオニアであるセールスフォースは、企業の取引関係と事業全体の管理に貢献し、従業員と株主に富をもたらしてきた。

セールスフォースの投資ストーリーをけん引してきたのは売上高の成長だ。シリコンバレーにおける昔ながらの戦略に従い、ベニオフ氏は規模拡大、従業員の報酬、そして特にマーケティングに重点を置いた。「収益化」、つまり純利益や収益性は後回しだった（最近の非GAAPベースの営業利益率は上昇しているが、過去10年間のほとんどは10%台前半で推移していた）。

投資家はベニオフ氏の手法をもてはやしたが、その理由は成功していたからだ。2004年の上場以来、年間売上高は1億7600万ドルから直近年度の314億ドルまで成長した。株価は2021年11月に310ドルのピークを付け、新規株式公開（IPO）以降の上昇率は1万1171%（年率31%）となった。その後、株価は約50%下落し、直近では179ドルとなっているが、それでも年率リターンは25%に上る（S&P500指数は9%）。

セールスフォースはマイクロソフト<MSFT>などに比べれば依然として小規模だ（マイクロソフトの売上高はセールスフォースの6倍、時価総額は10倍）。とはいえ、シリコンバレーのエコシステムにおいて、アップル<AAPL>、マイクロソフト、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、アルファベット<GOOGL>、メタ<META>（旧フェイスブック）といった巨大ハイテク株の次に位置している。メタ、アマゾン、アルファベットとは異なり、ダウ工業株30種平均（NYダウ）の構成銘柄でもある。

しかし、最近のセールスフォースは壁に直面している。昨年夏、ウォール街のアナリストは売上高の伸びを懸念するようになった。アナリストは、将来の受注を表す残存履行義務（CRPO）の伸びが減速し、売上高減少の前兆となる可能性に注目した。コスト面では従業員数の増加が懸念された。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、従業員は3万人（60%）増加した。大規模で異常なスピードのM&A（合併・買収）戦略も不安の種だった。

マッコーリー・グループの米国ハイテク業界リサーチ責任者であるサラ・ヒンドリアン・ボウラー氏は、「それはセールスフォースが2016年にツイッター買収に関心を持ったことから始まった。その後、システム統合プラットフォーム開発のミュールソフト（買収金額65億ドル）、分析ソフトウェア会社タブロー（157億ドル）、ビジネスチャットツール開発会社スラック（277億ドル）の買収が続いた」と語る。ヒンドリアン・ボウラー氏は、タブローとスラックの買収金額は過大だったと考えている。

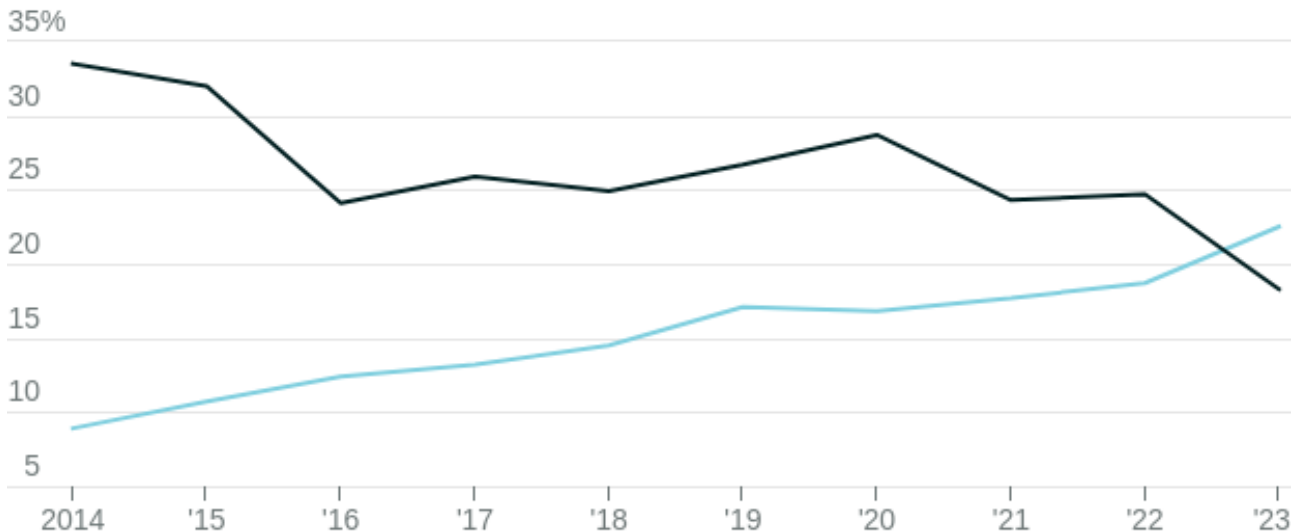
金利が上昇し、ハイテク株を中心に相場が下落する中、セールスフォースに対する疑念も大きくなった。株価は2021年11月の高値から昨年12月の安値（128ドル）まで59%下落した。

利益重視のスタイルに転換

Salesforce Grows Up

As revenue growth has declined, Marc Benioff and Salesforce have found ways to squeeze more profit out of every dollar generated.

■ Revenue Growth ■ Non-GAAP Operating Margin



Note: Data for fiscal years ending in January

Source: FactSet

セールスフォースは、かつては空売り筋のお気に入りだったが、最近は「サメ」を引き付けている。6人もアクティビスト（物言う株主）が株式を取得し、変化を迫っているのだ。アクティビストはお互いに協力しているわけではないが、株価の回復を求めている点は同じだ。成長率が低下する中でそれを実現するには、利益率を高めるしかない。つまり、コスト削減と支出の抑制が必要だということだ。

冬の間、ベニオフ氏はこうした施策に取り組み始めた。アクティビストと会談し、彼らの事業再建計画の一部を実行し、その支援のために経営コンサルタント会社のベイン・アンド・カンパニーを雇った。さらに、8000人の従業員を一時解雇した。その間に、スラックのステュワート・バターフィールドCEOや、ベニオフ氏とともに共同CEOを務めていたブレット・テイラー氏などの最高幹部が会社を去った。

そして、直近の決算発表で、ベニオフ氏は投資家の期待に沿う結果を公表した。売上高の伸びは前年同期を下回り、今年度の増収率ガイダンスはわずか10%にとどまったが、どちらも予想を上回った。しかし、投資家を本当に喜ばせたのは、22.5%の営業利益率、27%の来年度営業利益率ガイダンス、M&A停止の公約、そして巨額の自社株買いだった。このニュースを受けて、セールスフォースの株価は急上昇した。年初来では約35%上昇し、市場を大幅にアウトパフォームしている。

しかし、セールスフォースは過去1年、3年、5年の期間で依然として市場をアンダーパフォームしている。言い換えると、これはベニオフ氏にとって始まりにすぎない。再び市場をアウトパフォームするには、利益創出の新たな道を追求し続ける必要がある。

大きな疑問は残っている。現在はセールスフォースにとって本当に転換点なのか。売上高の成長を軸とする銘柄から、利益率の上昇を軸とする銘柄に変わるのか。もしそうならば、ベニオフ氏は自分のスタイルを変えられるのか。

筆者がベニオフ氏に転換点について尋ねると、回答は煮え切らないものだった。ベニオフ氏は「当社は経済環境や市場機会に基づいて財務戦略を調整している。しかし、市場環境が変わっても、中核となる価値観は変わらない」と語った。

一方、利益率を上昇させられるかという問いに対しては、より強い確信を持って回答しているように見えた。ベニオフ氏は「私はソフトウェア業界で歴史上最も優れたパフォーマンスを上げている経営者の一人だ。さらに当社は、すべてのクラウドソフトウェア会社の中でも有数の水準に利益率を引き上げたばかりだ。つまり、業績が物語っている」と語った。

58歳のベニオフ氏は、常に筋金入りの営業マンであり続けてきた。そのため、利益に集中するという180度の方向転換は、自身が考えているよりも難しいかもしれない。ベニオフ氏は法人向けソフトウェア会社オラクル<ORCL>の天才営業マンとしてキャリアをスタートした。23歳でオラクルに入社し、3年後には同社史上最年少のバイスプレジデントに就任した。ベニオフ氏は、オラクルの共同創設者で元CEOのラリー・エリソン氏から、集團のモチベーションを高める方法を学び、それを新たな水準に引き上げた。

強烈なキャラクターのベニオフ氏



DAVID PAUL MORRIS/BLOOMBERG

ベニオフ氏が非凡だったのは、法人向けソフトウェア事業が地球上で最も退屈なビジネスの一つであると認識していた点だ。顧客、従業員、株主が顧客情報管理ソフトウェアに興奮することは、ほとんどあり得ない。そこでベニオフ氏は、人々が事業ではなくセールスフォース自体に期待するように仕向けた。そのために、企業の理念について強いメッセージを発信する、売上高の成長に全面的に集中するなど、無数の方法を取ってきた。最も重要なのは、マーケティングに数十億ドルを費やし、会社の知名度を上げたことだ。

ベニオフ氏の性格と経歴も重要だ。スティーブ・ジョブズ氏からWebブラウザ「ネットスケープ」開発者のマーク・アンドリーセン氏まで、シリコンバレーには自信家でエネルギッシュな人物が多いが、その中でもベニオフ氏は飛び抜けている。

サンフランシスコ出身のベニオフ氏は、市内最大のビルである61階建てのセールスフォース・タワーを建設した。さらに、妻のリン氏と共同でタイム誌を1億9000万ドルで買収している。思想的にはリベラルで、社会問題について積極的に発言し、ダボス会議でも目立っている。慈善活動にも取り組んでおり、医療の向上、気候変動対策、ホームレス問題解決のために、セールスフォースからの6億ドルに加えて夫妻で5億ドル超を寄付している。

ベニオフ氏は報道関係者を喜ばせようとする傾向もある。もっとも、その方法は時として野暮だ。200

8年にカリフォルニア州で開催されたハイテク業界のカンファレンスで、ベニオフ氏はホテルの部屋の窓越しに、筆者がズボンにアイロンを掛けているところを見かけた。それから何年も経ってから、ベニオフ氏はその件でジョークを言ってきた。セールスフォースの元幹部は、「ベニオフ氏は猪突猛進で情熱的だが、他人を恐怖で支配することはない。時間を気にしないのは事実だが」と語る。

こうした癖のある強烈な性格は、ベニオフ氏が共同CEOを2回も任命し、その2人よりも長くCEOに在任しているという珍しい事態と関係があるかもしれない。キース・ブロック氏が共同CEOから退任したばかりの3年後に、後任のティラー氏も退任した。ベニオフ氏は、ティラー氏が「目を輝かせながら私のところに来て、『起業家としての道を追求したい』と述べた」と語っている。

ブルームバーグの億万長者ランキングによると、ベニオフ氏は地球上で301番目に裕福な人物だ。セールスフォースの株式を2780万株保有しており、その価値は約50億ドルに相当する。ベニオフ氏は筆者に「私はすべてのアクティビストの合計より多くの株式を保有していると思う。だからといって、アクティビストに従わせたり、話を聞かなかったりはしない。1株でも株式を保有している人がいれば、自分から電話をかけて話す。私はそういう人間だ」と語る。

ベニオフ氏の自慢家で大げさだが誠実な性格は、どれほどの効果を生んでいるのだろうか。同程度の規模の法人向けソフトウェア会社であるアドビ<ADBE>と比較すると、過去10年間のパフォーマンスはアドビが大幅に優れているが、セールスフォースの方がはるかに有名で、それがNYダウ採用の一因となった可能性がある。これはベニオフ氏の成果だ。

ベニオフ氏は現代のステークホルダー資本主義におけるCEOの象徴かもしれない。しかし、現在のベニオフ氏は、企業の止まらないライフサイクル、規模拡大による成長率の鈍化、景気循環について教えられる側に回っている。ヒンドリアン・ボウラー氏は「ベニオフ氏は10年前、売上高の成長率が20%を下回ったときに、業績回復の手段を明らかにした」と語る。今こそ、その手段を再び活用する時だろう。

筆者はベニオフ氏を見ると、19世紀の興行師P・T・バーナムをいつも思い浮かべる。バーナムはセールスマンであると同時に、抜け目ないビジネスマンでもあった。彼のサーカス団を前身の一つとするリングリング・ブラザーズ・アンド・バーナム・アンド・ベイリーは2017年に廃業したものの、今年中に動物芸なしの新しいショーを再開する予定だ。つまり、熱狂と抜け目なさを併せ持つ存在の力を過小評価すると、落とし穴にはまる可能性が高い。

筆者は、セールスフォースの株価が40ドルだった10年前、ベニオフ氏に懐疑的だったことを覚えている。ベニオフ氏には解決すべき課題があったが、それをやり遂げた。現在は新たな10年と新たな課題が待っている。

ダウ・ジョーンズは2020年8月下旬、NYダウの構成銘柄を、石油大手のエクソンモービル<XOM>からセールスフォースに入れ替えた。それ以降のトータルリターンは、エクソンモービルの205%に対し、セールスフォースはマイナス34%だ。ベニオフ氏は最近の株主を失望させただけでなく、石油会社にも負けている。まるで次の大芝居にはもっと刺激が必要だと言わなければならない。

By Andy Serwer
(Source: Dow Jones)

2. SVBをきっかけとした売りは、大手米銀株の買い場か

[フィーチャー]

Why the SVB-Triggered Selloff Is a Buying Opportunity in Big Bank Stocks

ビジネスモデルの違いに注目

SVB株の暴落で米銀株が全面安



Dreamstime

金融持ち株会社SVBファイナンシャル・グループ<SIVB>の株価が大幅に下落したことを受け、銀行株の投資家は、銀行業界全体に痛みが広がるのではないかと懸念している。しかし、これはかえって銀行株の買い材料になるかもしれない。

経緯をまとめると、SVBファイナンシャルは8日、保有する有価証券210億ドルの売却に伴い、18億ドルの損失を計上したことを明らかにした。その結果、翌9日に株価は60%下落した。SVBはこの損失を補てんするとともに、財

務基盤を強化するため、22億5000万ドルの増資を計画していると発表した。SVBの顧客層はベンチャーキャピタルやスタートアップ企業が占めているが、その顧客層のキャッシュバーンによって預金残高が激減していることをSVBは明らかにしており、今回の売却はその対応に伴うものだ。

SVBの株価下落は9日に銀行業界全体に影響を与え、KBWナスダック銀行株指数は7.7%下落し、9%下落を記録した2020年6月11日以降で最悪の結果となった。

SVBのビジネスモデルは大手米銀と異なる

今、投資家は、他の銀行もSVBと同様の苦境に陥る可能性があるかと懸念している。米連邦準備制度理事会（FRB）はインフレを抑えるために利上げを続ける姿勢を見せており、銀行が困難に直面していることは否定できない。しかし、銀行セクター全体がSVBと同様に脆弱（ぜいじゃく）であるとは考えにくい。特に大手銀行は違う。

JPモルガン証券のアナリスト、ビベック・ジュネージャ氏は、「大手銀行は中小銀行よりも多くの流動性を保有し、ビジネスモデルも多様化している。資本も潤沢で、リスク管理もしっかりしており、規制当局の監視も行き届いているため、こうした株価下落は行き過ぎだったと考えている」と10日に書いている。

それでも、投資家が心配するのはなぜか？その理由はそれほど難しい話ではない。それは金利の上昇に端を発したものだ。金利の上昇は、二つの点で預金に圧力をかける。第一に、金利が上昇すると、顧客がより利回りの高い商品に逃げるのを引き留めるため、預金者により高い利息を払わなくてはならないという圧力が銀行に加わる。そうすると、銀行の利益は圧迫される。また、金利が上昇すると、預金者は他のコスト上昇に対処するために預金残高を減らしたり、より良い現金の保管場所を探したりするようになる。銀行にとっては、預金残高の減少は低コストの資金調達手段を失うことを意味する。

SVBのようにニッチな層を顧客とする銀行では、預金の減少はすぐに現実のものとなった。ベンチャーキャピタルの出資を仰ぐ企業を顧客ベースとする銀行では、ほとんどの顧客が金利上昇に伴う資金調達の圧力を受けて、一斉に資金を引き揚げたのだ。本誌がSVBの株価がまだ上昇していた2021年9月に指摘したように、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の中、ディールや新規株式公開（IPO）が盛んに行われたことを背景に、このニッチな顧客層はSVBに特に有利に働いた。

しかし、資金調達源として預金に頼ることができないと、SVBのような銀行は、バランスシート上の有価証券、一般的には国債やその他の固定利付債券を売却しなければならない。その場合、銀行は残念なことに、金利上昇の影響を再び受けることになる。債券価格は利回りとは逆方向に動くため、すなわち、銀行は損失を計上しながら債券を売却する可能性があるということだ。

このような問題は突然起こったわけではない。セントルイス連銀は2月、SVBのような事態を警告したばかりだ。パンデミック以降、銀行は財政政策と金融刺激策を背景に預金が増え、融資の伸びが弱まる中で、債券保有を増やした。預金が潤沢で債券価格が安定しているときはそれでよかったが、米連邦預金保険公社（FDIC）は最近、米銀の有価証券ポートフォリオの含み損は合わせて6200億ドルに上るとの推計を公表した。これは、銀行のリスクプロファイル上、あまり良い状態とは言えないが、銀行が資金調達のためにこれらの含み損の確定を余儀なくされた場合は特に厳しいことになる。

セントルイス連銀は、「多くの銀行にとって、これらの含み損は帳簿上のものにとどまるだろう。しかし、流動性やその他の理由で有価証券を売却しなければならなくなった場合、実際の損失に直面する銀行もあるかもしれない」と書いている。

■ 大手米銀に投資機会

しかし、大手銀行では、同じ問題は生じないかもしれない。SVBは、顧客基盤が金利上昇の影響を特に受けた業界に集中しているという点で特異な状況にある。バンク・オブ・アメリカ<BAC>、JPモルガン・チェース<JPM>、ウェルズ・ファーゴ<WFC>などの大手銀行は、顧客基盤や資金調達源がより分散されている。また、世界金融危機以降、大手銀行はより厳しい規制を受けており、毎年ストレステストを受け、無数の厳しい経済シナリオにおける耐性を証明する必要がある。さらに、大手銀行のビジネスモデルはSVBとは全く異なるものだ。

RBCのアナリスト、ジェラルド・キャッシュディ氏は、「実質上、SVBは金利が上昇する環境の中、変動金利で調達した資金で、（時価評価が求められる）長期の固定金利資産を購入し保有していた。SVBの預金と資産の構成は他の大手上位20行とは大きく異なっており、他の大手銀行がSVBと同じような状況に陥ることはないだろうとわれわれは考えている」と書いている。

とはいえ、9日に銀行株が急落したように、大手銀行が現在の市場動向から何の痛みも感じないというわけではない。ただ、壊滅的な事態には至らないだろう。キャッシュディ氏は、バンク・オブ・アメリカ、銀行持ち株会社のフィフス・サード・バンコプ<FITB>、地方銀行大手のハンティントン・バンクシェアーズ<HBAN>、JPモルガン・チェース、銀行持ち株会社のキーコプ<KEY>、M&Tバンク<MTB>、地方銀行のPNCファイナンシャル・サービスズ・グループ<PNC>、地方銀行大手のリージョンズ・ファイナンシャル<RF>、USバンコプ<USB>に投資機会があると見ている。キャッシュディ氏は、「銀行株の下落は、投資家にとって、強力で低コストの個人預金の基盤を持つ質の高い

銀行を割安で購入する機会をもたらす。これらの銘柄を保有することで、投資家は値上り益と高い配当利回りが得られるとわれわれは信じている」と書いている。

By Carleton English
(Source: Dow Jones)

3. EVを買うかどうかの判断。どれだけ乗れば元が取れるのか。

[自動車]

Buying an EV? Here's How Long Until It Will Pay Off.

EVの購入前に知っておくべきこと

EVはガソリン車よりも高価で、燃料費で元が取れるまでに5年以上を要する

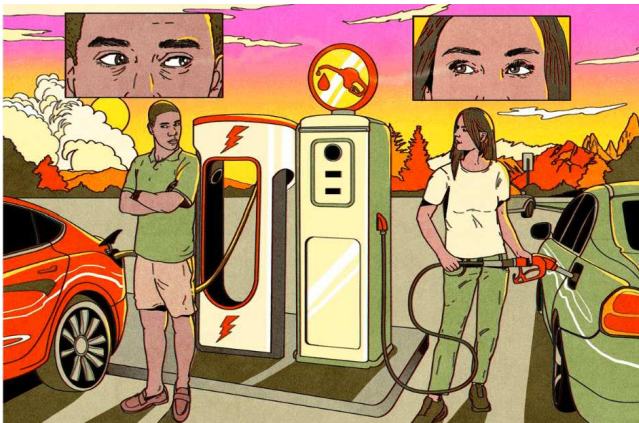


ILLUSTRATION BY MARIA JESUS CONTRERAS

電気自動車（EV）のセールスポイントはガソリンを入れずに済むことだ。だが、7500ドルの連邦税額控除の対象となるEVの台数は急減、モデルによっては消滅する見通しで、EVへの移行が節約効果をもたらすのかどうか、不透明になってきている。

多くの自動車購入者は、純粋に経済的な理由でEVを購入するわけではない。EVは最先端の技術で、静粛性が高く軽快に走り、空気を直接汚すこともない。業界最大手のテスラ<TSLA>は、EVをクールで実用的なものにし、他の自動

車メーカーがライバルとなるモデルに飛びつくことを促した。今年のEV販売台数は25%増加し、新車市場のシェアは8%に達する見通しだ。連邦政府や地方政府は、化石燃料の燃焼で排出される二酸化炭素の抑制に幅広く取り組んでおり、その一環として導入される税制優遇措置は、購入のインセンティブになる可能性がある。

しかし、コスト節約に関するバラ色の説明には注意が必要だ。EVはガソリン車と比べて初期費用が高く、電気代、保険料、メンテナンス、減価償却といった諸費用を考慮すると、採算が取れるまで5~6年かかる可能性がある。モデルによって潜在的な節約効果にも大きな開きがある。EVによっては元が取れるまで10年かかるものもあれば、初日からお得なものもある。EVの長期的な節約効果の多くは、州や連邦の税額控除を受けられるかどうかによって左右され得る。

J.D.パワー社の電気自動車担当バイス・プレジデントのエリザベス・クレア氏は、「店頭価格以外の総所有コストを慎重に見極める必要がある。住んでいる場所により数々の運用コストやメリットがある」と語る。

コスト増要因

コスト計算の出発点は購入価格だ。EVの平均価格は約6万ドルで、同等のガソリン車に比べて1万ドル超も上回る。ほとんどのEVがプレミアム車か高級車のセグメントに属していることが平均価格を押し上げているが、テスラが市場の過半を占めている。

中級モデルも割合高価だ。例えば、ボルボのXC40 EVは5万4645ドルからで、3万7445ドルからのXC40のガソリンモデルよりも1万7200ドルも高い。ジャガーのI-Pace EVが7万2575ドルなのに対し、ガソリンモデルのE-Paceは4万9175ドルにとどまる。低価格モデルの一つ、ヒョンデ（現代）のコナEVは3万4885ドルからなのに対し、ガソリンモデルのコナは2万3475ドルだ。

EVのプレミアム（上乗せ価格）を考慮した上で、ガソリンと充電のコスト比較を計算に入れる必要がある。天然資源保護協議会によると、EVを自宅で充電するコストは、ガソリン車を1ガロン1ドルで給油するのに等しい。現在のガソリン価格は、全米平均で1ガロン3.45ドルだ。

米国で平均的な年間1万5000マイル走行する場合、フォルクスワーゲンID.4 EVの5年間の充電コストは3705ドルになる。同等のガソリンモデルであるフォルクスワーゲン ティグアンは、1ガロン当たり26マイルの燃費で、全米自動車協会（AAA）によると、同じ期間のガソリン代は1万0300ドルとなる。ただ、EVの大幅な燃費節約効果にもかかわらず、車体価格の高さを考えると、損益分岐点に達するまでには5年以上を要する。また、価格が一定に留まる保証はない。ガソリン価格が上昇すれば、EVが損益分岐点に達する時期が早まることになり、その逆も言える。

もう一つの要因は、家庭用の急速充電スタンドのコストだ。人気の高い「ジュースボックス40」は約650ドル、「チャージポイント・ホームフレックス」は約750ドルする。自動車売買サイトのカーズ・ドット・コム（Cars.com）によると、充電スタンドと家庭の電源パネルとの距離、新規パネルや電源改修工事の要否によって、さらに約1000～6000ドルの設置コストが必要となる。

さらに自動車保険も計算に入れる必要がある。個人向け金融サービスサイトを運営するバンクレート・ドット・コム（Bankrate.com）によると、EVの保険料は通常、ガソリン車よりも5～15%高くなる。バンクレートの保険アナリスト、ケート・デベンター氏は「EVの修理に必要な部品や専門サービスが容易に手に入らない地域では保険料が高くなる可能性が高い」と指摘する。

保険情報サイトのインシュラビーズ・ドット・コム（Insuraviz.com）によると、年間保険料は小型スポーツ用多目的車（SUV）が平均で約1600ドルであるのに対し、フォードのマスタング・マッハE（EV）は約2000ドルだ。テスラのモデルYは約2200ドル、同等の高級SUVは2000ドルだ。5年間で約1000ドルのコストが余分にかかる。

住んでいる場所も保険料に影響する。テキサス州の保険料率はバーモント州の約2倍だ。米エネルギー省（DOE）のウェブサイトで計算すると、アイダホ州ではEVバージョンのコナSE（価格3万3550ドル）を所有することによる累積年間コストが、ガソリン車バージョン（2万1990ドル）を下回るのに7年を要する。メンテナンス費用や保険料が高いロードアイランド州に住んでいるのであれば10年必要だ。

Electric vs Gas

Whether you'll come out ahead with an EV depends on the model and a variety of other factors.

Five-seater crossover SUVs

- EV Model
- Gas Model



2023 Tesla
Model Y



2023 BMW
X3

MSRP *	\$53,490	\$46,200
Fuel	\$3,300	\$13,241
Maintenance/Repairs	\$6,506	\$8,443
Depreciation	\$24,818 (46%)	\$31,620 (68%)
Insurance	\$10,440	\$8,873
Financing	\$7,772	\$6,706
5-Yr Ownership Cost	\$52,836	\$68,883



2023 Volvo
XC40 EV



2023 Volvo
XC40

MSRP *	\$53,550	\$35,750
Fuel	\$4,705	\$12,331
Maintenance/Repairs	\$5,655	\$6,182
Depreciation	\$37,372 (70%)	\$22,718 (64%)
Insurance	\$9,451	\$8,209
Financing	\$7,764	\$5,234
5-Yr Ownership Cost	\$64,947	\$54,674

Small SUVs

- EV Model
- Gas Model



2023 Kia
Niro EV



2023 Kia
Seltos

MSRP *	\$44,550	\$23,390
Fuel	\$3,450	\$8,804
Maintenance/Repairs	\$4,619	\$7,054
Depreciation	\$26,915 (60%)	\$13,366 (57%)
Insurance	\$9,266	\$8,360
Financing	\$6,467	\$3,511
5-Yr Ownership Cost	\$50,717	\$41,095

Assumes: Average costs (costs vary by state), annual mileage of 15,000, 15% down on a 5-year loan, gas at \$3.45 per gallon for regular and \$4.19 for premium, electricity at \$0.158 per kilowatt hour, full-coverage.
 * Does not include potential tax credits on electric vehicles.
 Source: AAA

コスト引き下げ要因

もう一つの重要な要因は、住んでいる州のガソリン価格と比較した場合の電気料金の水準、およびEVや充電器設置に対する税額控除や税金の還付など、EVを購入・所有するインセンティブだ。例えば、ケンタッキー州ではEV購入者に対するインセンティブが一切ないが、オレゴン州では最大7500ドルの税金還付がある。デラウェア州は4月30日までに価格6万ドル以下のEVを購入またはリースすれば2500ドルの税金を還付する。メリーランド州の3000ドルのEV税額控除は終了したが、購入については7月1日から再開される。各州のインセンティブについてはDOEのウェブサイトで確認できる。

連邦所得税の7500ドルの税額控除は適用条件が大幅に厳格化され、北米で組み立てられたEVおよびプラグインハイブリッド（PHEV）車のみが対象となる見込みだ。tesla、シボレー、フォード、BMW、フォルクスワーゲンなどのモデルは対象となるが、人気のある現代、起亜、トヨタ、スバル、ホンダのEVやPHEVは対象外となる。また価格については、乗用車は5万5000ドル未満、SUVは8万ドル未満でなければならない。

内国歳入庁（IRS）は今月、バッテリーの重要鉱物の40%以上、部品の50%以上が北米、または米国と自由貿易協定を締結している国で調達されることを要件とする規則を発表する見込みだ。両要件をすぐに充足できる自動車メーカーは（あったとしても）極めて少数とみられる。大半のメーカーは重要鉱物の要件を充足できず、税額控除額は3750ドルに減額されるだろう。また、所得要件も充足する必要がある、修正調整後総所得がカップルで合算申告する場合は30万ドル以下、世帯主の場合は22万5000ドル以下、独身者等の場合は15万ドル以下でなければならない。

EVの利点の一つは、オイル交換など従来からあったメンテナンスが不要となり、ガソリン車よりメンテナンスコストが下がることだ。例えば、全米自動車協会によると、5年間のメンテナンスコストはガソリン車のピックアップトラックが7189ドルであるのに対し、EVのフォードF-150ライトニングは6187ドル、日産のガソリン車キックスが6727ドルであるのに対し、EVのリーフは約5000ドルとなる見込みだ。

減価、すなわちリセールバリューの低下がEVの大きな弱点だったが、バッテリー技術が飛躍的に向上し、バッテリー交換が必要になる時期も長期化している。したがって、減価速度のギャップも埋まりつつある。

自動車価格情報サービス「ケリー・ブルー・ブック」のブライアン・ムーディー編集長は、リセールバリューはモデルやその車の需要によって異なるが、優れた保証が付いていることが大半のEVにプラスに働くと指摘する。通常、ガソリン車の保証は期間3年または走行距離3万6000マイルまでだが、EVは8年または10万マイルも珍しくない。

EV需要が全体として堅調なこともリセールバリューを引き上げている。自動車情報サイトのエドmunds・ドット・コム（Edmunds.com）によると、新車販売時の価格に対する下取り価格の比率は、2019年から2022年にかけて、シボレー・ボルトが52%から82%に、日産リーフが32%から65%に上昇している。

インセンティブなしで価格競争可能に

EVにとってプラスとなるもう一つのトレンドは、連邦所得税の税額控除なしでも、価格がガソリン車に近づきつつあることだ。テスラは1月、モデルYとモデル3の価格を4%~9%引き下げ、衝撃を与えた。今や最安グレードの価格はモデルYが5万6630ドル、モデル3が4万4630ドル（発注費・輸送費込み）となっている。テスラは最近になりハイエンドのモデルSとモデルXも値下げしている。

最近値下げされたシボレー・ボルトは価格が最安グレードで2万7495ドルとなり、小型のガソリン車と（特に7500ドルの税額控除を受けられる場合）正面から競合できるようになった。ボルトは最も洗練されたEVでも、最速のEVでもない。2021年にはバッテリーの発火で大規模なリコールを余儀なくされ、大きく後退した。しかし、ゼネラル・モーターズ<GM>によれば、これらの欠陥は修正済みだ。エドマンズ・ドット・コムは、ボルトは「平凡な乗り心地」で充電速度が遅いものの、「低価格EVとしては賢明な選択肢」であるとしている。

消費者情報誌コンシューマー・リポートの上級政策アナリスト、クリス・ハートー氏によると、今年秋に発売予定のシボレー・エキノックスEVは価格が最安グレードで3万ドルと、同サイズのEVの価格帯である3万5000ドル~4万5000ドルを下回る見込みで、「自動車市場の中心部に本格的に参入する最初の試み」になる可能性がある。

By Karen Hube
(Source: Dow Jones)

4. 素晴らしいスタートを切ったGEヘルスケア GE HealthCare Stock Has Had a Great Start. More Gains Lie Ahead. 株価のさらなる上昇に期待

[注目銘柄]

ウィンウィン（Win-Win）の関係



Courtesy GE

GEヘルスケア・テクノロジーズ（GEヘルスケア）<GEHC>は、サプライチェーン（供給網）問題やインフレに見舞われた厳しい2022年の後で、大手複合企業のゼネラル・エレクトリック<GE>からスピン・アウト（分離独立）された医療機器部門だ。2023年のこれまでのところ、独立1年目のこの企業は投資家を喜ばせている。1月4日に上場して以降、GEヘルスケアの株価は26%上昇し、同期間に1.7%上昇したS&P 500指数を上回った。

現在、GEヘルスケアに必要なのは成果だ。投資家は、少なくとも不安を払拭し、バリュエーションを上昇させるのに十分な製品と利益率の進捗を望んでいる。また、GEヘルスケアは、ドイツの製薬企業バイエル<BAYN.ドイツ>やシーメンス・ヘルシニアーズ<SHL.ドイツ>のような企業と競争できることを示すために努力している。GEヘルスケアは成果を達成する公算が大きく、現段階でGEヘルスケアへの投資に意欲的な投資家は十分に報われるだろう。

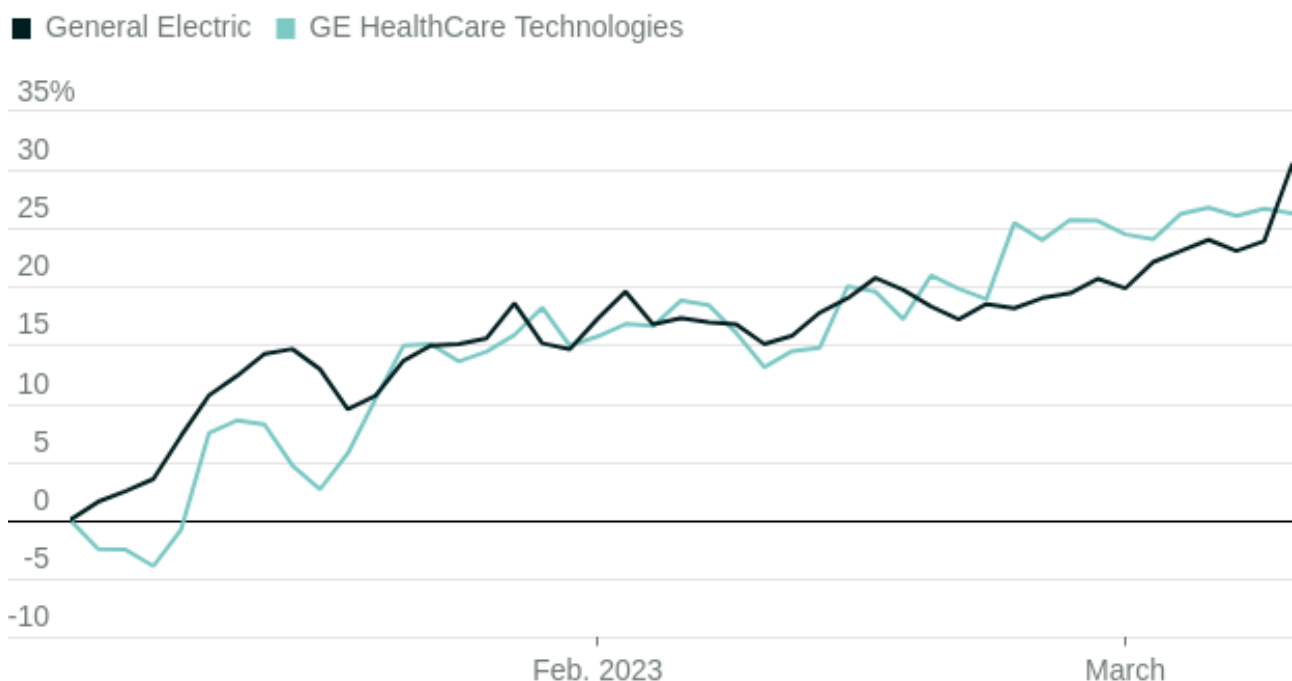
みずほ証券のアナリスト、アンソニー・ペトロン氏は「設定が魅力的であるにもかかわらず、GEヘルスケア株はまだ割安で、今年の執行は続くだろう」と指摘する。

シカゴに本社を置くGEヘルスケアは新しい会社だが、決して小さくはない。2022年末の従業員数はおよそ5万人、売上高は183億ドルに上る。GEヘルスケアは医療用画像診断装置のリーダー企業であり、GEヘルスケアの磁気共鳴断層撮影装置（MRI）、コンピューター断層撮影機器（CT）、陽電子放出断層撮影（PET）、超音波スキャナーは世界中で数百万台が使用されている。また、患者ケアソリューションや医薬品診断の分野でも活躍している。売上高の約半分は、経常的な部品販売とサービスが占めている。

研究開発が生み出す新製品

Healthy Start

Both GE and GE HealthCare have gained since their split at the beginning of the year.



Source: FactSet

画像診断装置分野の売上高の伸びは、健康を向上させる新製品への投資によってもたらされている。GEヘルスケアが最近発表した製品には、「スタートレック」に出てくるような片手で持てる超音波画像診断装置や、診断精度を向上させるディープラーニング・ソフトウェアがある。このソフトウェアで古いスキャナーをアップグレードすれば、病院が数百万ドルを投じて新たな機器を購入しなくても、同じ機器でより多くのスキャンを実施できるようになる。

しかし、このような製品開発のコストは低く収まらない。2022年には約10億ドルが研究開発に費やされ、今後数年間は売り上げの6～7%が研究開発に充てられる予定となっている。それでも、GEヘルスケアは2022年に29億ドルの営業利益を生み出し、2023年には30億ドル、2024年には32億ドルの営業利益を計上すると予想されている。

研究と収益性のバランスを保つ責任を負うのは、2022年初頭からGEヘルスケアの最高経営責任者（CEO）に就任したピーター・アルドゥイニ氏だ。アルドゥイニ氏はゼネラル・エレクトリックに15年勤務した後、医療機器メーカーのバクスター・インターナショナル<BAX>に移籍した。その後、2012年から2021年まで、医療機器を提供するインテグラ・ライフサイエンス・ホールディングス<IART>を運営した。その期間、株価は年平均16.6%上昇し、S&P500指数を0.5ポイント上回るパフォーマンスを示した。

そんな折、アルドゥイニ氏は、ゼネラル・エレクトリックのローレンス・カルプCEOから、より規模が大きいヘルスケア・フランチャイズを運営する機会を得た。分社化までの数カ月間、アルドゥイニ氏は人材を適材適所に配置することに注力した。アルドゥイニ氏は、「製品管理部門と商業部門のリーダーを実際に大幅にアップグレードした」と述べ、GEヘルスケアがゼネラル・エレクトリックから独立したことで、人材の確保が容易になったと付け加えた。

ライバルとの比較

GEヘルスケアの株価は堅調なスタートを切ったが、ウォール街は今のところ投資家にとってほとんど役に立っていない。ブルームバーグによると、GEヘルスケアをカバーしているアナリストはわずか4名で、目標株価を設定しているのは2名だけだ。この銘柄をフォローしている最も有名なアナリストは、2月17日にGEヘルスケアのカバレッジを開始したみずほ証券のペトロン氏だろう。ペトロン氏はカバレッジ開始時に、米国内の放射線治療の症例が多い25の施設を調査したところ、新型コロナウイルス関連のスクリーンや処置に対する繰り延べ需要がかなり大きく、恐らくGEヘルスケアの予想さえも上回っていることが分かったと記している。ペトロン氏はGEヘルスケアの投資判断を「買い」とし、目標株価を9日の終値76.38ドルから18%高い90ドルとしている。

参考になるリサーチが少ない中で、GEヘルスケアを評価し、株価の方向性を考えるには、類似企業との比較が有効だ。2018年に新規株式公開（IPO）で資金を調達して上場企業となったライバル企業のシーメンス・ヘルシニアーズは、比較対象として最適かもしれない。GEヘルスケアにとって、シーメンスとの比較は表面的には不利に見える。GEヘルスケアの売上高は過去4年間横ばいだったのに対し、シーメンスの売上高は60%伸びている。また、GEヘルスケアの営業利益率は20%近くから低下して15%を割り込んだが、シーメンスの利益率はわずか1ポイントの低下にとどまっている。

この違いは、会社の経営方式よりも、事業構成の変化と関係がある。シーメンスは2021年に医療機器メーカーのバリアン・メディカル・システムズ<VAR>を買収したことで、年間売上高が30億ドル以上増加したが、これはGEヘルスケアがバイオ医薬品事業を計測装置メーカーのダナハー<DHR>に売却した翌年であり、ゼネラル・エレクトリックのカルプCEOが債務負担の削減に取り組んでいた時期だ。このM&Aを考慮すると、昨年のGEヘルスケアの売上高は7%増、シーメンスの売上高は6%増となる。

この程度の差では、両社のバリュエーションが大きく異なることにはならない。だが、GEヘルスケアの株価／予想EBITDA（利払い・税引き・償却前利益）倍率は約12.8倍、シーメンス・ヘルシニアーズは16.6倍となっている。このギャップが埋まれば、GEヘルスケアの株価はほぼ20%上昇し、約90ドルとなる。

それだけではない。GEヘルスケアは、売上高が年率1桁台半ばで増加し、利益率が20%近くに上昇す

ると見込んでいる。この成長と利益の方程式により、2020年代半ばまでには1株当たり利益（EPSは）が6ドル以上になる可能性がある。その時点で、GEヘルスケアのバリュエーションが市場並みになっていれば、株価は年率20%上昇して1株当たり約110ドルとなる。たまには、一人でやってみるのいいかもしれない。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

5. テクノロジー株が魅力

[インタビュー]

Amazon, Alphabet, and Other Tech Stocks Appeal to This Value Investor

グラビティ・キャピタル・マネジメントのアダム・シーセル氏に聞く

グロース株の評価見直し



Photograph by Zack DeZon

投資会社グラビティ・キャピタル・マネジメントのマナーマネジャーであるアダム・シーセル氏は2014年の年末に、バリュ株への傾倒を再考して、グロースの観点から投資すべきタイミングであると認識した。当時のシーセル氏のポートフォリオはオールド・エコノミー銘柄であふれ、2014年のパフォーマンスはマイナス4～5%だったが、市場は13～14%上昇していた。デジタル革命が起こっていたが、シーセル氏は波に乗れていなかった。

現状は違う。今や、グラビティはアマゾン・ドット・コム<AMZN>やアルファベット<GOOGL>などの銘柄を保有している。両社

ともに、株価純資産倍率（PBR）や株価収益率（PER）などのバリュ投資指標に基づく、少なくとも最近までは割安ではなかった。2022年は、ナスダック総合指数の33%下落に対して、グラビティのポートフォリオは手数料控除後で21%下落にとどまった。なお、グラビティのその前の2年間のパフォーマンスは手数料控除後で20%を大幅に上回っていた。

シーセル氏は元ジャーナリストで本誌に寄稿したこともあり、昨年出版した『Where the Money Is: Value Investing in the Digital Age』で自身の「バリュ3.0」への進化について述べた。また同書では、バリュ投資の父であるベンジャミン・グラハム氏（バリュ1.0）とバークシャー・ハサウェイ<BRK.A>の会長兼最高経営責任者（CEO）のウォーレン・バフェット氏（バリュ2.0）に敬意を表している。

本誌は3月1日にシーセル氏にインタビューした。

本誌：バリュ投資が、台頭するテクノロジー企業のバリュを捉えられなかったことを、どのように認識したのか。

シーセル氏：私のポートフォリオは、古典的なバリュ株に満ちていた。利益に基づく割安な石油

サービス企業、純資産価値に基づく割安な鉄道車両企業などだった。また、化粧品会社のエイボン・プロダクツや新聞社のトリビューン・メディアも保有していた。それら企業は割安だったが、株価は上昇していなかった。状況を精査した結果、それらバリュートラップ銘柄にとって、最良の時は過ぎていたと判断した。

その後、テクノロジー株を詳細に分析した。私は多くのバリュートラップ投資家同様に、テクノロジー銘柄の非常に高いバリュエーションを軽蔑していた。だが、2010年代のテクノロジー企業は、ドットコム時代のテクノロジー企業ではなかった。グーグル（現アルファベット）やアマゾン・ドット・コムは戦艦になっており、力強い事業を備えた、耐久性がありブランドを持つフランチャイズとなっていた。また、こうした企業は明らかに割高だった一方、私が投資のキャリア全体にわたって固執していた厳格なバリュートの枠組みを幾分か緩めると、やや割安に見え始めた。

アルファベットやアマゾン、さらには、画像編集ソフトウェア企業のアドビ<ADBE>や事業・財務管理ソリューションを提供するインテュイト<INTU>などの規模が小さい企業は、バリュートの観点では割高に見えた。とはいえ、それら企業は当初から大幅にアウトパフォームしており、将来の見通しも明るい。市場が間違っていて、われわれはハイテクバブル崩壊が些細なことに見えるようなハイテク株の崩壊に直面しようとしていたか、あるいは、それら企業が創造している価値をバリュートラップ投資の何らかの要素が捉えきれていなかったかのいずれかだ。

Q：金利の数年にわたる低下が、それら企業の驚異的に高いバリュエーションに大いに関係したのではないか。

A：それは一般的な見解だ。しかし、これらインターネット企業の株価は、金利が低いから上昇したのだろうか。あるいは、これらの企業が莫大な市場にサービスを提供し、今後の長期的な成長が見込まれるために上昇したのだろうか。答えが後者であることは非常に明確なように思える。

Q：あなたは自分を、今やグロース株投資家とみなしているか。

A：私は自分をグロース投資家だとは呼ばない。私は新しいバリュートラップ投資家だ。バフェット氏は、バリュートラップとグロースに区別はないと言った。企業の成長率が高くなればターミナルバリュートラップも上昇する。バフェット氏は、事業のクオリティーがバリュートの主なけん引役であると理解しているために、高いバリュエーションで投資することに満足している。私の三つの変数は、事業、経営陣および価格だ。評価を価格から始めると、平均以下の企業に目を向けるようになる傾向がある。企業が割安な理由はそれが平均以下なためで、バリュートラップ投資家がバリュートラップに陥る理由でもある。

調整後指標の活用

Q：バリュートの枠組みを、どのように緩めたのか。

A：2016年初めにグーグルを調べ始めた時の株価は37ドルだった。1株当たりの現金は5ドルで、実質的な価格は32ドルだった。2015年の1株当たり利益（EPS）は約1.15ドルで、現金調整後PERは28倍だった。営業利益率は25%だった。

フェイスブック（現メタ<META>）とアリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集团）<BABA>の規模は比較的小さかったが、アセットライトでソフトウェアがけん引する事業で、利益率は40～50%だった。この利益率格差は、グーグルの事業が比較的劣っているのか、あるいは、損益計算書を通じた成長への投資が比較的多いかのいずれかを意味していた。私は後者の方が正しく、グー

グールの収益力から40%の利益率が示唆されると判断した。

Q：収益力をどのように定義するのか。

A：収益力の評価では、企業が利益を生み出すための基調的な潜在能力の定量化を試みる。それは、企業が一般に公正妥当と認められた会計原則（GAAP）に基づいて報告する財務内容ではなく、ノン・アルコール飲料の世界最大メーカー、コカ・コーラ<KO>のような成熟企業として運営された場合に報告されるであろう財務内容の把握を試みる。コカ・コーラや銀行持ち株会社のアメリカン・エクスプレス<AXP>のようなバフェット氏の保有銘柄は、新たなフロンティアを見つけようと試みて、数十億ドルを投資する必要はない。テクノロジー企業の利益を、これら成熟企業の利益と比較することは公正ではない。そのため、私は調整を施した。

グールの収益力が40%の利益率を可能にすると想定すると、調整後EPSは2ドル弱になり、調整後PERは16~17倍ということになる。私の調整が魔法のような考え方であると言うかもしれないが、自動車保険会社のガイコが買収されたときに誰が同様の調整を施したのかを想像してみしてほしい。買収したパークシャーを率いるバフェット氏だ。

Q：しかし、魔法のような考え方ではない。

A：パークシャーはガイコの51%を保有していて、1995年に残りの買収で合意した。ガイコが最後の財務内容を公表した年の純利益は2億5000万ドルで、保険のマーケティングに3000万ドルを費やしていた。ガイコの買収から数年後のマーケティング費用は2億5000万ドルだった。同種の費用の資産計上が可能で製造業とは異なって、ガイコはマーケティング費用の全額の損益計算書への計上を強いられた。

とはいえ、マーケティングはその機能からみて、寿命が長い工場のようなものである。ガイコは顧客獲得のために予め支出しなければならないが、その後、顧客は企業との関係を維持し、保険料収入を生み出すことになる。バフェット氏が1999年の年次報告書で述べたように、明日のために今日投資している。それは、アマゾン、アルファベットおよびインテュイットがまさにやっていることで、成長のために投資しているのだ。しかし、GAAPに基づく会計方針は、製造業が支配していた1930年代に体系化されたもので、現在のテクノロジー企業のために設計されたものではない。GAAPの会計方針は、マーケティングや研究開発のような長期目的の投資を1年間の費用項目とするように強制し、こうした支出を不利に扱っている。

■ 銘柄の選考理由

Q：アマゾンについては何に興味しているのか。

A：アマゾンは、電子商取引とクラウドコンピューティングという、2大市場を支配しており、ブランドとインフラストラクチャーにおけるモートを備えている。アマゾンは規模が巨大過ぎて、人々は事業が成熟しているに違いないと考えている。しかし、オンラインショッピングは米国の小売売上高の15%しか占めていない。アマゾンの市場シェアは40~50%だ。

表面上の利益は素晴らしくはみえないが、インフラストラクチャーを構築するための投資を見越すと、収益力は莫大だ。2021年の、クラウドコンピューティング事業のアマゾン・ウェブ・サービス（AWS）を除いた営業利益率は1.5%だった。アマゾンの利益率が大手小売りチェーンのウォルマート<WMT>の3分の1であると考えるのは不条理だ。アマゾンが収穫モード入りした場合にどの程度の利

益を得られるかを考えて、私は利益率を約15%と計算した。アマゾンの収益力は、発表ベースの利益率の16倍だ。

Q：アルファベットについても同じ質問をしたい。

A：2023年予想PERは調整せずとも16倍と非常に割安で人気がない。経営陣は自社株を買い戻している。私にとってのアルファベットはむしろカルチャー的な問題だ。アルファベットは、それぞれが10億人を超えるユーザーを有する、10~12のプラットフォームを保有している。アルファベットのエンジニアは人々が愛する素晴らしいアプリケーションを開発できる天才だが、経営陣はその収益化において、アマゾンのジェフ・ベゾス氏やメタのマーク・ザッカーバーグ氏ほどには貪欲ではない。

サンダー・ピチャイCEOは、アザー・ベッツ部門の事業の規律を高めようとしている。アクティビスト（物言う投資家）が、私と同様の幾つかの点を指摘した。私は著書の中で、アルファベットが規制当局によって分割されれば素晴らしいだろうと書いた。

Q：半導体メーカーのテキサス・インスツルメント<TXN>も好んでいるが、その理由は。

A：テキサス・インスツルメント（TI）は、アナログ半導体で唯一の垂直統合メーカーだ。TIは製品の深みで優位性があり、資本配分に優れている。

私はインテュイトも好んでいる。その会計ソフトウェアであるクイックブックス・オンラインの中小企業向け市場のシェアは約2%で、シェアには大幅な上昇余地がある。インテュイトのマーケティングと製品開発に対する投資額は、最も近い競争相手の約10倍だ。

Q：ポートフォリオの中でテクノロジー企業が約半分を占めている。他の大きな賭けは。

A：航空機メーカーのエアバス<AIR.フランス>の優位性は、同業のボーイング<BA>の問題によって生み出された。エアバスのネットキャッシュが時価総額の約10%に相当する一方で、ボーイングの負債は時価総額の約50%相当だ。

約一世代前に、ボーイングは借金をして自社株を買い戻すと決断した一方、自社製品に対する投資は不十分だった。エアバスは航空機に資金を還流させ、ボーイング737の問題が生じる前の市場シェアは50%に達した。市場シェアは今後数年間で3分の2になるだろう。

By Lauren R. Rublin
(Source: Dow Jones)

6. 米国株投資を続けるなら、長期視点を持ち、期待値の引き下げを

[投資戦略]

Dodge the Yield Curve, Think Long Term, and Reduce Expectations

従来並みのリターンが見込めない株式市場にどう対応するか

期待の下がる米国株式に対し、国債が魅力的

クレディ・スイスの米国株式チーフ・ストラテジスト、ジョナサン・ゴルブ氏は、今後株式市場をアウトパフォームするには財務省短期証券（TB）を買うのが良いと言う。6カ月物TBの利回りは5.1%となっており、これはS&P500指数の益回り、つまり株価に対する利益の割合に近い。この点に基づくと、安全な債券は、株式と比較してここ数十年で最もお買い得になっているということだ。



Dreamstime

ゴルブ氏によると、10年以上の長期投資にコミットできる投資家は株式投資にこだわるべきだが、そのリターンはこれまでより低くなる可能性が高い。短期的には、ディフェンシブ銘柄はあまり期待できず、大手ハイテク株はもっと悪い。注目すべきは消費者関連株とヘルスケアだ。そして市場の急落を心配しているなら、今のところ割安になっているヘッジを買えばいい。

ゴルブ氏の見通しの中心にあるのは、「アンインバージョン」と呼ばれる現象だ。現在、長期債の利回りは短期債を下回り、10年物国債の利回りは4%を割り込んだ。これは、逆イールドカーブ（インバージョン）と呼ばれる異例の状態であり、投資家が景気の減速を予想していることを意味する場合がある。そしてその予想はたいてい正しい。

クレディ・スイスによると、イールドカーブは過去50年間で6回逆イールド化しており、その後平均11カ月を経て景気後退が見られた。今回の逆イールドは昨年10月に始まったので、今年の夏の終わりには成長が失速するはずということになる。しかし、ゴルブ氏は、景気後退は2025年後半まで起きないと考えている。景気後退の時期を決める最大の要素は、逆イールドカーブ状態が正常に戻る（アンインバージョン）タイミングであり、国債先物の価格を見る限り、それはすぐには起こりそうにないということが根拠だ。

今後は低い成長率、高水準だが猛烈ではないインフレ、そして企業利益の増加が小幅にとどまることが予想される。ディフェンシブ銘柄が有利になるほどには、状況は悪くならないだろう。クレディ・スイスのS&P500指数の目標株価は、年内の上昇余地をわずか3%としている。投資家に必要なのは、景気の良し悪しに左右されない成長の源泉だ。ハイテク大手は長い間、そのような存在だったが、現在は際立った成長性があるようには見えない。第4四半期に市場の利益は、ハイテクを含めると2%減少、除外すると5%増加した。

ゴルブ氏は、消費者関連株、ヘルスケア、エネルギーを「それなりに魅力的」と評価している。市場暴落を心配する投資家にとっては、株式市場のボラティリティー指数はその予兆をほとんど示しておらず、オプションを用いて暴落に備えることは、通常より割安にできるようになっている。

■ 指数から低リターンの産業を除外する「アウトデックス」を推奨

ビーオブエー・リサーチは、S&P500指数構成銘柄から、現金や安全な債券から得られる5~6%のリターンを上回りそうにない産業を除いて投資する「アウトデックス」を推奨している。24産業のうち、ビーオブエーが選好するのは7産業で、特にエネルギー、メディア・エンターテインメント、通信が好まれている。銀行、不動産、運輸、製薬も含まれる。

割安なものは、いつも以上に割安となっており、リターンも魅力的になる可能性がある。ビーオブエーのストラテジストの言葉を引用するなら、「S&P500指数のバリュエーション分散は、通常よりも大きなアルファの可能性を示唆している」ということだ。

大きなアルファを狙って、「アンインバージョン」を「アウトデックス」で切り抜けることには心惹かれるが、単に株式市場全体に投資を続けた場合はどうなるのか？ビーオブエーによれば、S&P500指数は今後10年間、配当を除き平均5%の年間リターンが期待できる。これは米国債10年物の利回りを数ポイント上回る。

保険業界の「慎重な楽観主義」

フロリダ州ネープルズで開催された今年の保険・金融アナリスト協会の年次総会に参加したモルガン・スタンレーは、全体の雰囲気「慎重な楽観主義」と表現した。これは保険業のビジネスモデルを言い表すにも妥当だろう。もしあなたが私に生命保険を売ろうとするならば、私が木曜日までにこの世を去ることはないだろうと思える程度には楽観的でなければならないが、安売りしすぎない慎重さも必要だ。

もちろんそれだけではない。保険会社は通常、長年（場合によっては永久に）支払うことのない保険金のために今日、料金を請求するため、安全な投資から適切なリターンを獲得することが仕事の大きな部分を占める。ここ10年ほど、そんなことは不可能に思えたが、現在は安全な投資で良いリターンを得る機会が豊富に存在している。それゆえの楽観主義だろう。しかし、金利が急速に上昇すれば、経済が混乱に陥る可能性がある。そこで、慎重さが必要だ。

モルガン・スタンレーは、企業は信用悪化の兆候を探っているが、まだ見つけていないと書いている。モルガン・スタンレーは、保険業ではエクイタブル<EQH>に50%以上、メットライフ<MET>に30%、アフラック<AFL>に15%の上昇余地を見込んでいる。

アフラックの競争優位性の源泉

筆者は先週、アフラックの最高執行責任者（COO）を務めるフレッド・クロフォード氏と話した。クロフォード氏は、71歳のダン・エイモス最高経営責任者（CEO）の後任として有力視されている。アフラックは、大きな病気や事故をカバーする補助的な保険を販売している。主要な保険でカバーされない自己負担分を支払うために数千ドルを用意するのに苦労するような世帯向けの保険商品だ。

アフラックは日本で高い市場シェアを有し、米国ではさらに成長の余地があるという。クロフォード氏によると、アフラックは対象顧客として、従業員を主要な医療保険エクステンジに向かわせているが、低コストで追加的な保険を自社提供したいと考えている中小企業を重視しているという。

アフラックのターゲットを絞ったアプローチは、競争優位性を生み出している。同じことを言えるのが、ブランドキャラクターのアヒルで、アフラックが同規模の会社と比較して広告費を低く抑えることに貢献しているそうだ。「当社が行ってきた他のどの広告キャンペーンと比べても、同等かそれ以上の効果を発揮している。そして興味深いことに、アヒルとの契約交渉も毎年うまくいっている」とクロフォード氏は言う。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

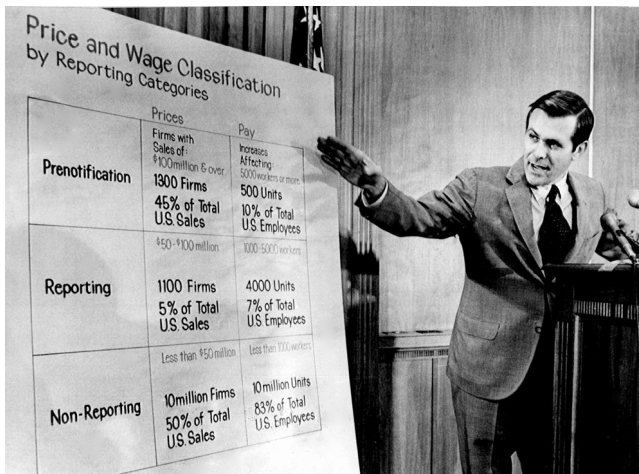
7. 賃金と物価のスパイラルに悩まないように

[経済政策]

Don't Fret About a Wage-Price Spiral

賃金コスト上昇より需要超過が物価に与える影響の方がより本質的

賃金上昇の影響は安定的で短期的



	Prices	Pay
Prenotification	Firms with Sales of \$100 million & over 1300 Firms 45% of Total US Sales	Increases Affecting: 500 Workers or more 500 Units 10% of Total US Employees
Reporting	\$50 - \$100 million 1100 Firms 5% of Total US Sales	1000 - 5000 workers 4000 Units 7% of Total US Employees
Non-Reporting	Less than \$50 million 10 million Firms 50% of Total US Sales	Less than 1000 workers 10 million Units 83% of Total US Employees

CSU Archives/Alamy

1970年代の大インフレ時代を思い出させるように、今日の中央銀行関係者は、賃金と物価のスパイラルが制御不能に陥っていると言う。このスパイラルに拍車をかけているのは、2020年以降の複数の供給サイドのショックであり、新型コロナウイルスのロックダウンやロシアによるウクライナ侵攻後のエネルギー価格の高騰などだ。

しかし、米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長や他の中央銀行首脳が今日恐れている賃金・物価スパイラルとは、1970年代初頭にバーンズ元FRB議長が対策を主導したものとは全く異なる。雇用制度が変わったのだ。賃金の急

上昇による物価上昇への影響は制御され、自己減衰的であり、そして短期的なものとなろう。実際、今までのところ、賃金上昇の影響は制御され、自己減衰的であり、そのため短期間で収束すると予想される。

政策立案者やその他の人々が恐れているのは、賃金が加速度的に上昇し、物価を押し上げることだ。このような物価の上昇は、さらに大きな賃金上昇の要求を引き起こすといったこと懸念がされる。しかし、私たちはそう考えてはいない。その理由についてプロセスを追って説明してみよう。

比較的軽微な賃金コストの物価への影響

仮に、賃金が1年間で5%上昇するとする。しかし物価はすぐに、あるいはずっと、同様に5%上昇するわけではない。まず、財やサービスの供給価格は、生産過程における総投入コストによって決まる。均衡点における単位価格は、単純に単位コストの合計である。単位労働コストとは、生産性の上昇を調整した賃金の上昇率である。つまり、この例で生産性が2%上昇した場合、単位労働コストは3%しか上昇しないことになる。

しかし、生産工程に投入されるのは労働力だけではない。労働コストは、経済全体の財やサービスの生産コストのうち、平均して80%を占めるにすぎない。つまり、5%の賃金上昇は、まず生産性上昇を反映した単位労働コストの3%の上昇となり、経済全体の商品価格に対しての寄与度は2.4%ポイントとなる。

消費者物価指数（CPI）はよく知られたインフレ指標で、特定の財やサービスのバスケットのコストを表している。しかし、CPIに含まれるすべての財やサービスは、経済全体の財と同じではない。中には、あまり、あるいは全く労働を必要とせずに作られるものもある。実際にはCPIは最近、主にサービス価格指数になっており、いくつかの財が含まれるだけだ。

住宅サービスはCPIの最大の構成要素であり、指数の約3分の1を占める。持ち家の場合、住宅サービスの生産には労働力を必要としない。またエネルギー自体の生産にも労働力はほとんど必要とせず、指数の6%程度を占めるのみだ。つまり、CPIバスケットのうち、人件費が大きく影響する商品は60%程度しかない。そのため、賃金上昇がCPIに与える影響は1.4%ポイント程度に減少する。

■ 物価の上昇は需要が供給を上回っているのが原因

このように、賃金・価格スパイラルは自己減衰的であることが容易にわかる。5%の賃上げは1.4%の物価上昇を引き起こすだけであり、物価上昇よりも小幅な賃上げ要求の原動力になっている。今日、至るところでまさにこのようなデータが表れている。賃金の上昇が物価の上昇に追いついていない。インフレ調整後の実質賃金と所得は減少している。実質賃金の低下に伴う労働者の支出の減少は、金利の上昇とともに、世界の中央銀行が今年の景気後退を懸念する最も大きな理由の一つなのだ。

今日の賃金と物価の連動は、1970年代の制御不能なものではない。当時は「生活費調整（COLA）」として、毎年CPIの上昇率を数%上回る賃上げが保証されていた。しかし、最近の労働市場では、COLAは過去のものとなっており、ほとんどの労働者は、労働組合の支援もCOLAの保証もない「自由意志」ベースのみで雇用されている。

賃金コストのスパイラルについて市場でとやかく言われていることは、何の意味もない。物価が上昇しているとすれば、それは需要が供給を上回っているからであり、賃金がCPIを押し上げているからではない。

筆者のカール・B・ワインバーグ氏はハイ・フリークエンシー・エコノミクスの創設者でチーフエコノミスト。

By Carl B. Weinberg
(Source: Dow Jones)

8. デルは最も割安なハイテク株

[ハイテク]

Dell Could Be Tech's Cheapest Stock. The Discount Won't Last.
しかも業績改善は時間の問題

■ 業績は低迷していても楽観的になる理由とは？

PCおよび企業向けハードウェアメーカーのデル・テクノロジーズ<DELL>ほど割安なハイテク株を見つけるのは難しい。しかも業績見通しは一般に考えられているよりも良好だ。2024年度（1月期）予想株価収益率（PER）は7倍で、筆者がフォローしているハイテク企業の中で最も低い。企業価値/売上高倍率は0.5倍で、ハイテク企業の中で最も低い部類に入る。

もちろん、バリュエーションが低いのには理由がある。PC市場は新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）後に大きく縮小している。また、企業のIT部門が景気減速を見越して経費を節減しているため、デルが製造するPC以外の製品（サーバー、ストレージシステム、セキュリティソフトウェアなど）への企業支出も圧力にさらされている。



Courtesy Dell

こうした傾向は、デルの第4四半期売上高が前年同期比11%減の250億ドルとなったことから明らかだ。しかも2024年度の売上高ガイダンスは12~18%の減収とされ、ウォール街の予想（10%減）を大きく下回った。

それでも、デルの共同最高執行責任者（COO）であるチャック・ホイッテン氏は楽観的になる理由を見いだしている。ホイッテン氏は本誌のインタビューで、売上高は2024年度を通して順次改善する見通しだと述べた。要は、ハイテク支出の底が近づいていると言うのだ。

PCの買い替え需要と高価格化が業績回復を後押し

PC販売台数は2020年と2021年のパンデミック下で活況を呈した後、反転した。ホイッテン氏によると、過去のPC市場の縮小局面は4~6四半期にわたり継続した。今回の局面では既に4四半期が経過しており、まだ続いている。ガートナーの調査によると、2022年第4四半期のPC販売台数は前年同期比28.5%減で、前年同期比の減少率はガートナーがデータの集計を始めて以降で最大となった。

だが、縮小局面は長くは続かない。すべての情報労働者が最新のPCを必要としているからだ。ホイッテン氏は、ビジネス向けノートPCの平均寿命は約3年だと指摘し、パンデミック下で販売されたノートPCは、すべて近いうちに交換する必要があるとの見方を示す。

デルは、現在のPC市場の規模を、パンデミック発生前とほぼ同等の年間約2億6000万台と考えている。しかしホイッテン氏は、投資家は販売台数以外のことに目を向けなければならないと語る。その一つが、モバイルワーカーとハイブリッドワーカーへの依存度が高まっているため、企業はより高品質で平均販売価格の高いハードウェアを購入するようになっていることだと言う。ホイッテン氏によると、デルの主力製品であるビジネス向けPCの販売価格はChromebook（クロームブック、グーグルのChrome OSを搭載したPC）の3倍を超える。「PCにはより多くのことが求められている」ため、ビジネス向けPCメーカーにとって「より潤沢な利益の源泉」となっているという。

ホイッテン氏は、企業はハイテク支出を削減すると自らを危険にさらすことになるため、IT支出の減少が際限なく続くと予想するのは間違いだとも主張する。しかもデルは現在、ビジネス向けPC、ミッドレンジおよびハイエンドのストレージ、x86ベースのサーバーなど、事業を展開するすべての市場で主導的な地位を占めている。

株主還元の手厚さも魅力

ホイッテン氏によると、デルは、サーバー向け仮想化ソフトウェアベンダーであるVMウェア<VMW>のスピンオフを2021年に完了したときに約束した通り、資本還元プログラムに積極的に取り組んでいる。2021年9月以降の株主還元額は45億ドルで、これには自社株買いと配当が含まれる。直近の四半期配当は12%増加し、配当利回りは3.8%となっている。

デルが再び非公開化されるのではないかとという筆者の質問に対して、ホイッテン氏は否定したが、再度の非公開化があり得ない話かどうかは分からない。創業者で最高経営責任者（CEO）のマイケル・デル氏と投資会社のシルバーレイクは2013年に249億ドルでデルを買収し、2018年に再び公開した。デルの売上高は2013年以降に80%近く増加したが、時価総額は10年前とほぼ同等だ。

いずれにせよ、ホイッテン氏は需要が回復し始めれば株価も上昇すると主張する。「投資家は当社の復活を望んでいる。投資家が引き続き警戒しているのは分かるが、当社の顧客にとってハイテク製品は必要不可欠だ。業績に表れてから投資するのでは手遅れになるだろう」。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

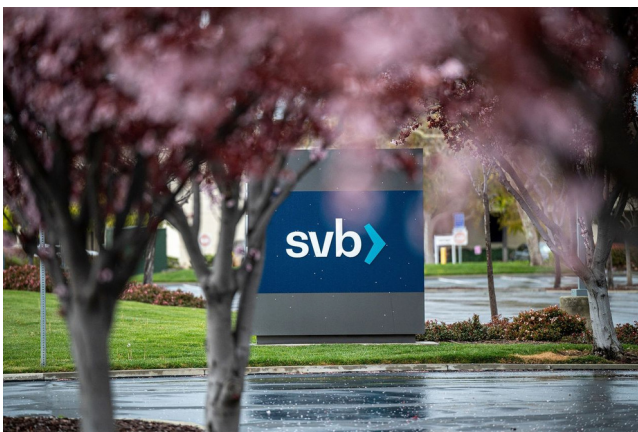
9. 金利上昇と銀行破綻で大幅に下落した株価、上昇する可能性も

[米国株式市場]

Stocks Get Hit by Rates, Banks. The Next Move Could Be Higher.

雇用統計はソフトランディングの可能性を示す

議会証言と銀行破綻を受けて大幅下落



David Paul Morris/Bloomberg

金利は上昇しており、銀行は経営破綻している。そして、信じるかどうかは別として、S&P500指数には4600に達する可能性が残っている。

先週の株式市場を見れば、確かにからかっているように見えるだろう。主要株価指数は大きく下落し、ダウ工業株30種平均は4.4%安の3万1909ドル64セントで引けた。S&P500指数は4.5%安の3861.59となり、ナスダック総合指数は4.7%下落して1万1138.89となった。小型株のラッセル2000指数は1772.70と、前週末から8.1%の大幅安で週末を迎えた。

下落に最初に弾みをつけたのは、米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長による上院での議会証言だった。パウエル議長は、インフレが強過ぎるために市場が予想しているよりも金利を上げる必要があると述べ、次回の利上げ幅が0.5%となる可能性が80%以上と織り込まれた。さらに、シリコンバレー銀行の親会社であるSVBファイナンシャル・グループ<SVB>が投資家に向けて、預金の減少により証券を損失覚悟で売却することを余儀なくされたと説明したことで株価は60%超の下落となり、他の銀行株も連れ安となった。10日の昼過ぎには、シリコンバレー銀行は閉鎖された。

投資家は何か崩壊する気配を感じていたが、SVBの破綻はそうした崩壊の最初の兆候かもしれない。他の銀行も同じような問題を抱えているのではないかと懸念されたことで、銀行株の上場投資信託（ETF）であるSPDR S&PバンクETF<KBE>は先週17%下落した。シカゴ・マーカント取引所（CME）のフェドウォッチツールによると、今月の会合における利上げ幅が0.25%なのか0.5%なの

かは五分五分だそうだが、FRBが積極的な利上げが必要と判断して0.5%となった場合、他の銀行でも同様のことが起きる可能性がある。

雇用統計を踏まえて金利上昇スピードが鈍る可能性

Market Snapshot



しかし、そうなる必然性があるわけではない。10日に発表された2月の雇用統計では、非農業部門新規就業者数が31万1000人増加したにもかかわらず、雇用市場の冷え込みの兆しが見られた。例えば、失業率は3.6%に上昇し、賃金の伸びは前月比0.2%と予想より低かった。そして、銀行セクターに問題が生じたことで、FRBが金利を大幅に引き上げる可能性が低くなるかもしれない。

ヤルデニ・リサーチの社長であるエド・ヤルデニ氏は、「銀行が苦境に陥ったことで、少なくとも引き締めペースを緩めることにFRB高官が納得するかもしれない。金融政策は、ソフトランディングとディスインフレの継続を実現するためには、すでに十分に引き締め気味になっている」と書いている。

ソフトランディングの期待

ソフトランディングとは、FRBが経済を深刻な不況に陥らせることなくインフレ率を低下させることができるという考え方で、株式市場が切望しているのはまさにこれだ。2月の雇用統計は、それが投資家の評価以上に現実に近いものである可能性を示している。景気後退が回避されれば、企業業績が予想通りに前年比で悪化しても、S&P500指数の目標値は4600が妥当であることは歴史が示唆している。

エバーコアのデータによると、景気後退がない状況でS&P500指数の利益が前年比マイナスだった年には、S&P500指数は平均で17%上昇し、それ以上の上昇率となった年もあった。例えば、値動きが大き

かった1998年には27%の上昇となった。平均と1998年の中間値である22%とした場合、年末のS&P500指数は4600強に押し上げられることになる。

エバーコアで株式とデリバティブのチーフ・ストラテジストと務めるジュリアン・エマニュエル氏は、「ソフトランディングのシナリオは株価の上昇を示唆している」と書いている。

期待し過ぎかもしれないし、希望的観測かもしれない。もしくは、ダチョウが砂に頭を突っ込んで都合の悪いものを見ないようにするのと同じかもしれない。しかし、恐怖はしばしば、別のものになることがある。

「恐怖がなくなれば、強欲は株式市場を本当に高く押し上げることができる。S&P500指数が年末に4600でも問題ない」とヤルデニ氏は指摘する。

希望は持ち続けることができるものだ。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

From Puppies to TikTok: Facebook's Face Change.
ティックトックに対抗して、フェイスブックが変化

知り合いの近況チェックをするツールからティックトック化へ

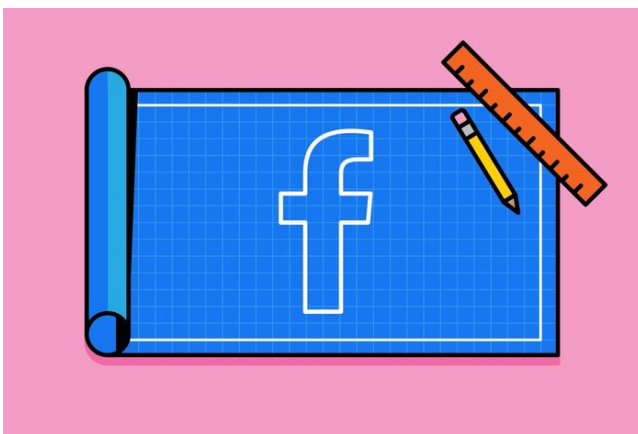


Illustration by Elias Stein

「フェイスブック責任者」の肩書きを持つトム・アリソン氏は、3月7日のブログ記事で、フェイスブックはまだ死んでいないという主張を展開し、ユーザーはすでに気づいているだろうと記した。フェイスブックはもともと知り合いの近況を知るためのツールだったが、そこから変化している。このブログ記事でアリソン氏は、メタ<META>（旧フェイスブック）の1部門であるフェイスブックは2022年12月、1日当たりのアクティブユーザーが20億人を初めて超えたことを指摘して「今年、順調なスタートを切った」とし、「フェイスブックは死んでいないし、死にかけてもいない。むしろ、生きていて、しかも盛況だ」と記している。

しかし、アリソン氏が指摘するように、利用者のフェイスブックの使い方は劇的に変化している。それは主に、サイトのニュースフィードと、動画投稿サイト「TikTok（ティックトック）」に対抗するためのリール（短い動画機能）に調整を加えたことによる。アリソン氏は、「フェイスブックは家族や友人とつながるだけでなく、ユーザーにとって最も重要な事柄を発見しエンゲージするためにも利用されている」と記している。ユーザーが自ら選んでそうしたような言い方だが、フェイスブックが従来のソーシャルネットワークから脱却して、第三者のコンテンツを閲覧するプラットフォームであ

るティックトックのようになろうとしているというのが実態だ。

「世界には何十億人という人が常に、興味深い活動をしています。私たちは、あなたが興味を持ちそうなコンテンツを届けることで、多くの人にそのような世界を開いています」。この記事では、誰もがテキストや写真、ビデオによるコンテンツ制作が簡単にでき、AIを経由してメタのネットワークで世界に拡散できるとというメタの計画を強調している。

理論的にはエンゲージメントが拡大し、広告収入も伸びるはずだ。だが、近所の子犬の写真を見て満足するだけのユーザーもいるかもしれないと疑う必要はありそうだ。

今週の予定

Losing Friends

Meta Platforms shares have fallen over the past few years. But they've shown signs of life in 2023.

META / Nasdaq



Source: FactSet

3月14日（火）

- ・住宅建設大手のレナー<LEN>が2023年度第1四半期決算を発表。
- ・建設機械大手キャタピラー<CAT>、オランダの大手化学品メーカーのライオンデルバセル・インダストリーズ<LYB>、保険リスク分析会社のベリスク・アナリティクス<VRSK>が投資家向け説明会を開催。
- ・全米独立事業者協会（NFIB）が2023年2月の中小企業楽観度指数を発表。コンセンサス予想は91で、同指数の49年間の平均である98を14カ月連続で下回ることになる。1月の調査によると、求人を補充するのが難しいと回答した中小企業経営者は過去最高水準の45%にのぼった。
- ・米労働省労働統計局（BLS）が2月の消費者物価指数（CPI）を発表。エコノミストによるコンセンサス予想は前年同月比6%上昇（1月は同6.4%上昇）。変動が大きい食品とエネルギーを除いたコアCPIは同5.5%の上昇予想（1月は同5.6%上昇）。米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長はここ数カ月、サービス価格（住居費を除く）のインフレ減速が必要と強調している。

3月15日（水）

- ・ BLSが2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5.4%上昇（1月は6%上昇）。変動の大きい食品とエネルギーを除くコアPPIは同5.3%上昇（1月は5.4%上昇）。
- ・ 文書・画像処理ソフトウェア大手アドビ＜ADBE＞が2023年度第1四半期決算を発表。
- ・ 米国勢調査局が2月の小売売上高を発表。エコノミスト予想は前月比0.2%増（1月は同3%増）。自動車を除く数値は同0.4%増の予想（1月は同2.3%増）。1月の3%増は2021年3月以来最大の上昇幅となり、米国経済の底堅さを示した。引き続き堅調な労働市場、予想を上回る他のインフレデータと合わせ、ウォール街はフェデラルファンド（FF）金利のターミナルレート（最終到達金利）の予想を1月末の5%から5.6%に引き上げた。
- ・ 全米住宅建設業協会（NAHB）が3月の住宅市場指数を発表。エコノミスト予想は40で2月から2ポイント低下。住宅建設業者の見通しは依然として不透明だが、ここ10年で最低となった2022年12月の数値からは、新型コロナ禍の一時期を除いて、いくらか改善されている。

3月16日（木）

- ・ ディスカウント・ストアのダラー・ゼネラル＜DG＞と物流サービス大手フェデックス＜FDX＞が決算コンファレンスコールを開催。
- ・ 国勢調査局が2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132万戸と1月から若干増加。

3月17日（金）

- ・ ミシガン大学が3月の消費者景況感指数を発表。コンセンサス予想は67.4と2月とほぼ同じ。過去の水準から見れば低いものの、ここ1年超の中では高くなる。

By Eric J. Savitz
(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』 2023/03/12
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