

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2023/03/26

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. ダラー・ゼネラルで過剰請求問題が表面化 - Analysis: At Dollar General, a Record of Overcharging [カバーストーリー] P.1
過去2年間で100万ドル超の罰金が科されている
2. チャールズ・シュワブと銀行危機 - Schwab and the Bank Mess: Sizing Up the Firm's Risks [銀行] P.8
抱えるリスクの実態
3. 魔法の力を持つ小売りは - Which Retailers Have the Magic? [インタビュー] P.11
TDカウエン、チェン氏に聞く
4. ヒューマナは高齢者医療に対する賭け - Humana Stock Is a Bet on Healthcare for Seniors [注目銘柄] P.14
メディケア・アドバンテージ拡大と高齢者増加が理由で、株価反落は買い場
5. FRBは銀行よりインフレを優先させるべきだ - The Fed Should Choose Inflation Over Banks. Why a Rate Cut Would Be Bad. [経済政策] P.16
抱えるリスクの実態
6. 三つのAIチャットボットに同じ質問をすると？ - Google's Bard Chatbot Reveals Its True Self: A 6-Foot Tall Male With Blue Eyes [ハイテク] P.19
回答はトレーニングデータの偏りを示唆
7. 株式市場にはまだ底割れのリスク - The Floor Could Still Fall Out of This Stock Market [米国株式市場] P.21
上昇するリスクは低く、一貫して慎重な投資姿勢を
8. 株式市場は上昇し続け、リスクは増え続ける - Stocks Keep Gaining. The Risks Keep Building. [コラム] P.23
銀行パニックによる景気への影響と株式市場の見通し
9. 外国人投資家をおびえさせる米国。米国の代わりに目指す場所は？ - The U.S. Is Scaring Off Foreign Investors. Where They're Going Instead. [コラム] P.25
一人勝ち米国株式市場の終焉
10. 今週の予定 - The New UBS Is a Wealth Management Behemoth. That's a Risk. [経済関連スケジュール] P.27
合併後のUBSはウェルスマネジメントの巨人となる。だがそれはリスクでもある。

※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. ダラー・ゼネラルで過剰請求問題が表面化 Analysis: At Dollar General, a Record of Overcharging 過去2年間で100万ドル超の罰金が科されている

[カバーストーリー]

過剰請求の事実が次々と判明し、訴訟へ



Photograph by Meiko Takechi Arquillos; Set Styling by Claire Walsh

アンジェリー・ブランシェット氏は、ディスカウント・ストアのダラー・ゼネラル<DG>の20年前からの顧客だ。オハイオ州クリーブランドの自宅近くにある店舗は、日用品を購入するのに便利で、地元のスーパーマーケットやドラッグストアよりも確実に安い値段で購入できる場所だ。小さな建設会社を経営するブランシェット氏は、「普段の買い物で、2歳の息子の紙おむつであれば1パックで最大4ドルも節約できる。大きな違いだ」と言う。

しかし、昨秋、ブランシェット氏は何かがおかしいと気づいた。会計の際、棚に並んだ価格から予想される金額よりも、購入金額の合計が高くなることが続いたのだ。最初はそのままにしておいた。しかし、10ドル50セントと表示された紙おむつに10ドル95セント、6ドル50セントのはずのボディソープに7ドル95セントを請求された後、ブランシェット氏は声を上げ、請求額を訂正してもらった。

計算がおかしいことに気づいたのは、ブランシェット氏だけではない。約250マイル離れたシンシナティの北にあるバトラー郡で、ダラー・ゼネラルの別の顧客が、過剰請求されたと郡の監査官事務所に苦情を申し入れた。この苦情がきっかけで、多くの店舗で検査が行われ、10月下旬に郡監査官は、郡内のダラー・ゼネラルの全20店舗で多くの過剰請求が判明したことを公表した。6本パックのソーダや冷凍ピザなどの商品は店頭価格より1ドル25セント高く、使い捨てコップは1ドル70セント高く、鶏肉のこま切れは2ドル80セント高く請求されていた。

オハイオ州のデーブ・ヨスト司法長官は2022年11月1日、バトラー郡のダラー・ゼネラルを欺瞞（ぎまん）的な行為と「おとり」広告で訴え、その後オハイオ州バトラー郡裁判所に対して一時差し止め命令を要求した。ヨスト長官は、バトラー郡のほかにも、四つの郡が検査の結果、不適切であることをダラー・ゼネラルに通告していた事実とともに、この訴訟を公表し、皮肉を込めて「最近、われわれが買うものはすべて高くつく。オハイオ州民は、低価格を約束して人々を引きつけ、レジでだますような商売を許さない」と述べた。ヨスト長官は、各訴訟案件に対してそれぞれ2万5000ドルの罰金を科すよう裁判所に求めている。

裁判所に提出された書類によると、100人超の人々がダラー・ゼネラルの過剰請求に関する苦情を司法長官事務局に申し出た。その中には、詐欺に遭ったようだという人や、店内での激しい口論を語る人、年金や食糧支援給付金を利用しているときにいかにこの店に頼っていたかを説明する人もいた。ある人は司法長官に宛てた訴状の中で、「金額は小さいが、積み重なれば大きくなる。だまされたと思うようなことなく、ただ正当な対価を払いたいただけなのだ」と述べている。

ダラー・ゼネラルは、「係争中の法的問題」としてコメントを拒否したが、オハイオ州の訴訟の却下を裁判官に求めている。1月に提出した書類では、オハイオ州の店舗での請求額不一致を是正するために「特別な措置」を講じたとしており、司法長官事務局に苦情を申し立てた顧客に連絡して払い戻しを行う予定であると述べた。

ダラー・ゼネラルはこの訴訟で争っているが、本誌が行った調査では、急成長中のダラー・ゼネラルにおける過剰請求のケースがより広範囲に及んでいることが判明した。本誌は、オハイオ州の裁判記録に加え、過去2年間にダラー・ゼネラルに複数の罰則を科した他の4州のデータを分析した。ダラー・ゼネラルは、ノースカロライナ州とルイジアナ州で2021年と2022年の双方とも、小売業者の中で不当価格表示に対する罰金額の合計が最多となった。ミシシッピ州では、ダラー・ゼネラルの罰金額は2022年にトップだった。そしてアリゾナ州では、2021年に2番目、2022年に3番目に高い罰金額を記録した。ダラー・ゼネラルは、記録によると、2021年と2022年の2年間にこれら4州で不当価格表示による罰金を合計で100万ドル超課された。

ダラー・ゼネラルは、不当価格表示の集団訴訟にも直面しており、10月にオハイオ州とニュージャージー州で起こされた訴訟の却下を裁判所に求めている。ダラー・ゼネラルは3月24日、裁判所提出の文書で、1月に提訴されたニューヨークの集団訴訟に対する却下の申し立てを行う予定であると述べた。

多店舗経営を軸とするダラー・ゼネラル

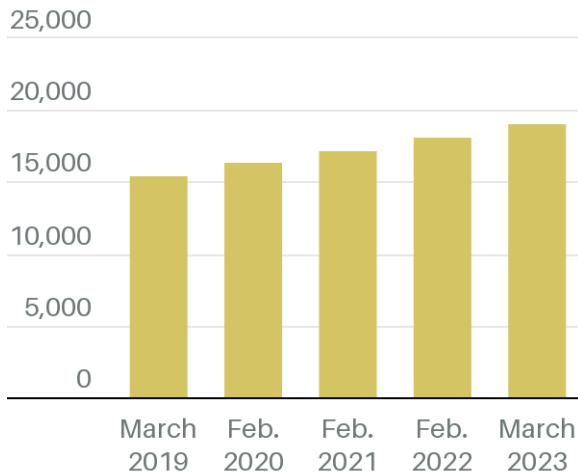
ダラー・ゼネラルは、ウォルマート<WMT>やターゲット<TGT>などの小売業者に比べると印象が薄いものの、米国内の店舗数ではトップであり、今年1月には1万9000店舗目が開店した。一方、ウォルマートの米国内の店舗数は5317店だ。ダラー・ゼネラルは、年収4万ドル以下の顧客層を中心に、低価格と利便性を売りにしている。店舗の4分の3は、郡部や人口2万人未満の小さな町にある。こうした多店舗展開で、2022年には378億ドルの売上高と24億ドルの利益を生み出した（過去5年間でそれぞれ61%増、97%増）。投資家も認めており、ダラー・ゼネラルの株価は過去5年間で2倍超に上昇し、直近では210ドルだ。

しかし、ダラー・ゼネラルは急速な事業拡大や好調な業績と並行して、さまざまな経営や規制におけ

Here, There, Everywhere

Dollar General is growing fast. The company opened its 19,000th store in January.

Dollar General Store Count



Source: Company reports

る課題に対処してきた。連邦規制当局は昨年、店舗における安全上の問題をめぐり、ダラー・ゼネラルに800万ドル超の罰金を科すことを提案した。また、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）後に、低賃金や人手不足に関する従業員の不満がソーシャルメディア上で拡散し、ダラー・ゼネラルの従業員に対する処遇が大きくクローズアップされた。今回の過剰請求の疑いは、ダラー・ゼネラルに対する最新の苦情であり、顧客が既に高いインフレに直面している中で生じたものだ。

ダラー・ゼネラルは担当者のインタビューを拒否し、「当社はお客様が店舗で購入する商品の正確な価格表示に努めている。これを実現できないことは誠に遺憾である。価格の差異が発見された場合、店舗チームに価格を直ちに修正させている」と述べている。連邦規制当局が職場の安全性に関して提案した罰金については、「当社は店員とお客様の購買体験のために、安全な職場環境の提供に尽力してい

る」と述べ、安全対策の定期的な見直しと強化を実施していると回答した。

人員不足で値札の更新が追い付かず

ダラー・ゼネラルは、裁判所への提出書類で、価格の差異が発生する原因について、新たな価格が電子決済システムにアップロードされる時間と店内の実際の値札に反映される時間との間に差があるためだと述べている。

州当局、苦情を申し立てた顧客、ダラー・ゼネラルの現従業員と元従業員は、価格の差異をめぐると問題の原因は人員不足にあるという。オハイオ州の訴訟で、苦情を申し立てた顧客は、レジ係に「スタッフが足りず、すべての値札を修正できない」と言われたと語った。ルイジアナ州の価格検査を担当する同州農林局のマイク・ストレイン長官は、「違反が繰り返されるときは、背景に労働問題があることが多い」と指摘する。

労働市場の逼迫（ひっばく）と物価上昇スパイラルによって、多くの小売業者は値札の更新が追い付かなくなっている。小売業界調査会社R5キャピタル創業者のスcott・ムシュキン氏は、「業界が混乱に陥っている」と表現する。3月16日のダラー・ゼネラルの決算発表で、ジェフ・オーエン最高経営責任者（CEO）は、今年は店舗運営に追加で1億ドルを支出し、その大部分をスタッフの増員に充てる予定だと述べた。

価格の正確性に関する問題を修正できるかという懸念は、ダラー・ゼネラルが成長を続ける中で浮上したものだ。調査会社コアサイト・リサーチによると、ダラー・ゼネラルは今年だけで、どの小売業者よりも多い1000店超の新規開店を予定している。また、ハイエンド業態のポップシェルフを成長させつつ、2023年末までに5000店超で生鮮食品の販売を目指すなど、市場の拡大にも取り組んでいる。

A sampling of Dollar General price discrepancies found by state regulators in Mississippi and Louisiana in 2022.



Ocean Spray Cranberry Juice 64 fl. oz.

PRICE ON SHELF \$3.25

PRICE AT REGISTER \$3.85



Suave Shampoo Almond & Shea 28 fl. oz.

PRICE ON SHELF \$4.00

PRICE AT REGISTER \$4.25



Takis Fuego 9.9 oz.

PRICE ON SHELF \$3.00

PRICE AT REGISTER \$3.50



Velveeta Shells

PRICE ON SHELF \$1.65

PRICE AT REGISTER \$1.75



Kleenex Soothing Lotion 60 3-Ply Tissues

PRICE ON SHELF \$1.60

PRICE AT REGISTER \$1.75



Lysol Disinfectant Spray, Mango Hibiscus 19 oz.

PRICE ON SHELF \$5.80

PRICE AT REGISTER \$7.00



Huggies Pull Ups 4T-5T

PRICE ON SHELF \$10.95

PRICE AT REGISTER \$11.50



Fresh Step Gain Cat Litter 14 lb.

PRICE ON SHELF \$10.00

PRICE AT REGISTER \$11.95



Dawn Polymesh Scrubber

PRICE ON SHELF \$1.75

PRICE AT REGISTER \$2.00

Photographs by Halie Chavez

冒頭のブランシェット氏は「ダラー・ゼネラルの店舗が低所得地域に立地しているのには、低所得層の人々が生活必需品を購入できるようにするという理由がある。それなのに、所得が元々多くない人々に対して価格詐欺を働いているのは腹立たしい。まるで弱者を食い物にしているようだ」と語る。

規制当局が発見した価格の差異の多くは、一見するとわずかなものに見える。例えば、ルイジアナ州で指摘された事例は、1ドルのトマト缶が実際は1ドル50セントだったケースなどだ。しかし、ダラー・ゼネラルはこれまで、顧客にとって小さな違いが重要であることを証明してきた。例えば、買い物客が合計額を簡単に計算できるように、商品の価格を5セント単位で設定している。さらに、2019年のフォーチュン誌の報道によると、顧客が買い物の金額を確認しやすいように、通路の価格チェック用スキャナーを増やしている。当時の取材に対して、ダラー・ゼネラル幹部は「顧客は常に家計に余裕があるとは限らない」と述べた。

ダラー・ゼネラルは以前にバーモント州とも価格表示に関してもめたことがある。州当局によると、検査官は2013～2019年に22店舗で違反を発見し、「50回以上」にわたって誤りの修正を求めたという。2019年、ダラー・ゼネラルは和解金として175万ドルの支払いに同意した。また、和解の一環として、価格の正確な表示に関する指針の策定、従業員の教育、専門家によるバーモント州店舗の週次監査といった是正措置の導入が義務付けられた。ダラー・ゼネラルは和解以前の6年間で57件の違反を指摘されていたが、和解後は5件にとどまっており、新たな措置が効果的だったことがうかがえる。

米国の一部地域の価格検査官は、過去2年間のインフレと労働力不足の深刻化によって問題が悪化したと報告している。ノースカロライナ州農業・消費者サービス局基準部門で計量課長を務めるチャド・パーカー氏は、同州の違反件数が急増したと指摘する。2020年以前の企業に対する罰金は平均で年間5万ドルだった。しかし、州のデータによると、2021年の価格の誤りによる罰金総額は23万2270ドルに達し、2022年には81万8045ドルと3倍以上に増加した。

罰金額が最も大きかったのはダラー・ゼネラルで、2021年は全体の約半分に相当する11万6390ドル、2022年は35万7935ドルだった。2022年の第2位は、同業のダラー・ツリー<DLTR>を親会社とするファミリー・ダラーの23万8000ドル強だ。ウォルマートは13万7000ドルだった。ファミリー・ダラーは、「当社は、事業のコンプライアンス、お客様への正確な価格提示、すべての適用法の順守に尽力している」と回答した。ウォルマートはコメントの要請に返答しなかった（ファミリー・ダラーもこの問題でオハイオ州司法長官に提訴されており、申し立てに対する回答をまだ提出していない）。

1億ドルの追加支出は問題解決に不十分

ダラー・ゼネラルのビジネスモデルは、コストを可能な限り抑えることを主眼としている。人件費はあらゆる小売業者にとって主要なコストであり、ダラー・ゼネラルも例外ではない。昨年、米証券取引委員会（SEC）に提出された年次報告書には、「多くの入社間もない店舗従業員には、該当する州の最低賃金に沿った賃金を支払っている」と記されている。

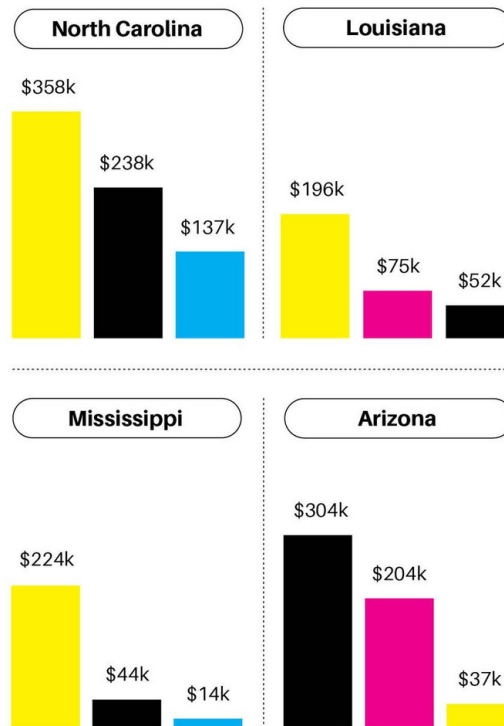
証券当局への提出書類によれば、2021年に従業員（ダラー・ゼネラルはアルバイト店員を従業員と定義している）に支払われた賃金の中央値は1万7773ドルだった。ハーバード大学が実施し、シンクタンクの経済政策研究所が発表した調査によると、ダラー・ゼネラルの従業員のうち92%は、同年の時給が15ドルを下回った。3月のアナリスト説明会で、現在の平均時給について問われたオーエンCEOは回

Price Check!

As inflation has surged, Dollar General and other retailers have not always kept prices updated on store shelves. Many states have laws requiring companies to list accurate pricing information, though statutes and enforcement vary. *Barron's* analyzed penalties levied against companies for price accuracy violations in four states in 2022. Here's what we found:

Top 3 Penalties Per State in 2022

- Dollar General
- Walmart
- Family Dollar
- Circle K



Sources: North Carolina Department of Agriculture and Consumer Services; Louisiana Department of Agriculture and Forestry; Mississippi Department of Agriculture and Commerce; Arizona Department of Agriculture

答を拒否した。

ダラー・ゼネラルは本誌に対し、

「当社は、各地域の労働市場において競争力のある賃金と、遠隔医療や返済不要の奨学金などの幅広い福利厚生を提供している」と述べた。また、従業員がキャリアアップする機会も提供しており、「主任以上の店舗従業員（副店長や店長を含む）の75%は内部昇進だ」と述べている。

一部の従業員は、ダラー・ゼネラルが低賃金に加え、十分な数の従業員を店舗に配置しないことで利益を最大化していると指摘する。フロリダ州タンパのダラー・ストア店長だったメアリー・ガンデル氏は、業務負担の重さや、1店舗当たりの従業員の総労働時間の削減（時間当たりの業務負担の増大）について訴えるビデオを動画投稿アプリTikTok（ティックトック）に投稿した。ガンデル氏

は直後に解雇されたが、ビデオは急速に拡散し、他のダラー・ゼネラル従業員もガンデル氏に続いた。ダラー・ゼネラルは本誌に対して「個別の従業員の問題にはコメントしない」と述べた。

R5キャピタルのムシュキン氏は、ダラー・ゼネラル店舗の現地調査を踏まえ、「半数の店舗で従業員が不足しているようだ」と語る。ムシュキン氏のチームは、通路に積み上げられた商品の箱や、店員が他の業務にあたっているため「レジに誰もいない」店舗を目にしたという。

ダラー・ゼネラルは最近、店舗運営のために1億ドルを追加投資すると発表した。ムシュキン氏は不十分だと指摘する。R5キャピタルの最近のレポートには、「当社は今回の追加支出について、劣悪な店舗状況を完全に是正するものではなく、『頭金』にすぎないと考えている」と記されている。ダラー・ゼネラルは、アナリスト・レポートに対してはコメントしないと述べた。

ルイジアナ州アレクサンドリアのダラー・ゼネラル店舗に勤務するケニア・スローター氏は、経済的正義の実現を目指す市民団体「ステップ・アップ・ルイジアナ」に所属している。スローター氏は、ダラー・ゼネラルは賃金を引き上げるだけでなく、労働者の安全のために、1店舗当たりの従業員の総労働時間を増やす（時間当たりの業務負担を軽減する）べきだと考えている。

スローター氏の店舗では、従業員全体の総労働時間は1週間当たり140～155時間とされている。これでは、2人の従業員が常駐することさえできないという。スローター氏によると、店長は総労働時間の計算に含まれておらず、営業継続のために時間外手当なしで長時間労働を続けなければならない可能性がある。ダラー・ゼネラルは、スローター氏の説明に関して、本誌にコメントしなかった。同社は202

1年9月、ニューヨーク・タイムズ紙に対して「当社の事業運営基準は、1店舗当たりの従業員の総労働時間が十分なものとなるように設計されており、店長が週に70～80時間勤務することは意図していない」と述べている。

ダラー・ゼネラルは通常、火曜日に大規模な価格変更を行う。決済システムの価格は電子的に更新されるが、店頭の時価は手作業で変更しなければならない。また、セールスやプロモーションも定期的に行われるため、そのたびに変更が必要だ。スローター氏の店舗では、価格変更と同じ火曜日に冷凍食品が届く。シフトに入っている従業員が少ないため、他の業務をこなしながら時価を更新することは非常に困難だ。スローター氏は「レジや品出しをしながら価格を変更するのは、ほとんど不可能だ」と語る。

ウォール街では問題視されず

Company	Response
Dollar General	Told <i>Barron's</i> that the company “is committed to providing customers with accurate prices on items purchased in our stores, and we are disappointed any time we fail to deliver on this commitment. When a pricing discrepancy is identified, our store teams are empowered to correct the matter on the spot for our customers.”
Circle K	Said it believes “pricing discrepancies are isolated... they are unintentional, and we apologize to any customers who may have been affected.” The company said it takes the issue seriously and works to take corrective action when discrepancies are discovered.
Family Dollar	Said it is “committed to operational compliance and providing our customers with accurate pricing and complying with all applicable laws.”
Walmart	Didn't respond to requests for comment.

ウォール街は今のところ、ダラー・ゼネラルの価格表示の問題を気に留めていないようだ。株価は過去5年間で125%上昇している（ダラー・ツリーは47%、ウォルマートは60%、S&P500指数は44%）。投資銀行オッペンハイマーのアナリストは、ダラー・ゼネラルを2023年の「トップ銘柄」とし、投資判断は「買い」と同等、目標株価は260ドルに設定した。投資銀行テルシー・アドバイザー・グループも投資判断を「買い」、目標株価を242ドルとしている。

テルシーのアナリスト、ジョー・フェルドマン氏は、「マクロ経済の不透明感が高まる中、消費者は食品や生活必需品への支出を節約するためにダラー・ゼネラルへ向かっている」と指摘する。フェルドマン氏は労働問題に関して、小売業者が「激しい競争にさらされている」と述べた上で、ダラー・ゼネラルが職場環境の改善に向けて追加支出を計画しているのは「消費者体験を向上させるために、店舗の労働力へのさらなる投資が必要であることを認識している証拠だ」と語った。

R5キャピタルはダラー・ゼネラルを「売り」としている。ムシュキン氏は、従業員の不足によって「店舗で深刻な混乱が発生している」と述べた。問題を解決するための推定コストは年間3億5000万ドル以上で、「10億ドルに近づく可能性もある」としている。ムシュキン氏は「店舗の従業員を増やす必要があり、おそらく給与も引き上げなければならない。店長に関しても同様だ。店舗の労働モデル

全体を安定化させることが必要で、これは現在のダラー・ゼネラルにとって最大の課題だ」と語る。

ダラー・ゼネラルは、オハイオ州司法長官による一時的な営業差し止めの申し立てを回避した。その代わり、2月に司法長官と合意を結び、価格変更をより綿密に監視すること、顧客に要求された場合は実際の表示価格を請求する旨に従業員に教育すること、値札を更新するために十分な従業員を勤務させることを約束した。司法長官のヨスト氏は「適切な方向性の措置だ」と述べたが、訴訟は継続するという。

オハイオ州、ニュージャージー州、ニューヨーク州の消費者の代理人としてダラー・ゼネラルを提訴している弁護士マーク・ダン氏は、過剰請求を防止する唯一の手段は「法令順守よりも不正のコストが高くなるようにすること」だと指摘する。オハイオ州の元司法長官であるダン氏は、「生活の多くの側面において、企業はこの種の権力を振るっており、顧客を救済するための措置は非常に乏しい。人々はこうした企業に捕らわれた囚人のようなものだ」と語る。

ダラー・ゼネラルの顧客であるクリーブランド市民のブランシェット氏は、過剰請求を発見する以前にも、労働問題と思われる事態に気付いたことがあった。昨年のある日の午後、閉店時刻よりかなり早いにもかかわらず、店舗が休業していた。ブランシェット氏は会社に電話し、問題は解決されたと安心していた。

その後、価格表示に関する苦情を司法長官事務局に申し立てた後の2月に、ブランシェット氏はダラー・ゼネラルから手紙と10ドルのギフト券を受け取った。手紙には「お取引の詳細は分かりかねますが、弊社はおお客様にご満足いただけるよう常に尽力しております」と記されていた。

ブランシェット氏の目には金額が足りないと映った。「私から10ドルよりはるかに大きな額を奪ったに違いない」と考えたからだ。しかし、ちょうどジップロックが必要だったので、ギフト券を使うことにした。午後5時に地元のダラー・ゼネラルを訪れたが、店舗は定刻より早く閉店していた。

By Catherine Dunn
(Source: Dow Jones)

2. チャールズ・シュワブと銀行危機

[銀行]

Schwab and the Bank Mess: Sizing Up the Firm's Risks
抱えるリスクの実態

傘下銀行の預金流出

今月、シリコンバレー銀行（SVB）が破綻し、地方銀行の株価が急落する中、ネット証券大手のチャールズ・シュワブ＜SCHW＞は投資家に厳しい目を向けられ、株価を大幅に下げた。創業者のチャック・シュワブ氏を含め、経営陣は投資家を安心させるために迅速に行動し、株価は反発したものの、53ドルと年初来では36%下落し、52週高値の93ドルを大幅に下回っている。

ウォール街のアナリストは流動性懸念の拡大におびえた投資家が過剰反応したと示唆するが、シュワブについては警戒すべき明確な理由がある。金利の上昇と顧客資産の流出がシュワブに大きな打撃を与える可能性があるからだ。



Photograph by Nicole Fara Silver

一見、銀行業界の危機と思われる出来事に、「投資」の代名詞ともいえる企業が飲み込まれるのは奇妙に思われるかもしれないが、シュワブは証券顧客の余剰資金を預かる、いわゆるスweep口座を提供する銀行を保有している。昨年のシュワブの収益208億ドルのうち半分以上を、保有債券とローンからの受取利息と、主としてスweep口座（現在の利率は0.45%）に預入された現金に対する支払利息の差額である純受取利息が占めている。

JMPセキュリティーズのアナリスト、デビン・ライアン氏によると、短期金利が4%を上回る中、余剰資金をより高利回りの選択肢に移動させる「キャッシュソーティング」の動きが投資家の間で急速に起きている。シュワブの2022年第4四半期末時点の受入預金残高は3670億ドルと、前年比で17%、前期比で7%減少しているが、ライアン氏は「流出はまだ終わったわけではない」と言う。

シュワブは顧客のキャッシュソーティングを食い止めるため、預金金利を引き上げることも可能だが、アナリストは金利の引き上げはないとみている。顧客のポートフォリオの一部は、流動性維持のため、低金利にもかかわらず現金で保有される傾向にあり、また、シュワブは預金をめぐって従来型の銀行とあまり競合していないためだ。さらに、預金金利の引き上げは利益に打撃となる。

モーニングスターの推計によれば、預金金利が0.25%上昇すれば、利益は約9%減少する。シュワブの1株当たり利益（EPS）は2022年の実績が3.90ドル、ファクトセットが集計した2022年末時点のウォール街のアナリストの2023年予想EPSが4.88ドルであったのに対し、現在の予想は4.07ドルだ。

広報担当者は声明で、シュワブは顧客に支払う金利水準の見直しを定期的実施するとともに、現金に関するさまざまなソリューションを提供しているとし、「スweep口座に貯蓄目的の資金や投資資金を残すべきではない。遊休資金をどこで保管するかは、最終的には各顧客が選択すべきことだ」と述べた。

長期化の懸念

シュワブや株主にとって大きな未知数は、キャッシュソーティングがいつまで続くかだが、シュワブは2023年中にほぼ解消されるとみている。スweep口座の2月の流出額は1月を約50億ドル下回り、3月の日次平均流出額もこれまでのところ、2月と同水準で推移しているという。また、全額がシュワブ外に流出しているわけではなく、一部は利率が高い他のシュワブ商品に移動している（シュワブの利益率は低下する）。

キャッシュソーティングが予想以上に長引けば、利益がさらに圧迫される可能性がある。シュワブは、顧客預金の流出額が手元資金および保有債券の償還額を上回る場合、連邦住宅貸付銀行（FHLB）の融資など、他の資金源を活用している。しかし、それは高コストの選択肢だ。

ライアン氏は「FHLBの融資は金利が4%をかなり上回り、はるかに割高だ」と指摘する。モーニング

Charles Schwab

(SCHW / NYSE)



Source: FactSet

スターのアナリスト、マイケル・ウォング氏は3月19日のレポートで「預金基盤が縮小し、より高コストの資金源を活用するようになれば、シュワブの収益力はわれわれが従来考えていた水準よりも低下するだろう。金利が過去10年間よりも高い水準で推移すれば、シュワブの銀行口座に現金を残すよりも、マネーマーケットファンド（MMF）や債券に投資する顧客が増える可能性がある」と述べた。

ウルフ・リサーチのアナリスト、スティーブン・チューバック氏はシュワブ株の長期的な見通しについて強気だが、4月は「税金を納付するため、顧客が資金を引き上げる可能性がある」ため、キャッシュソーティングが悪化する可能性がある」と指摘する。

債券の含み損



Photograph by Nicole Fara Silver

キャッシュソーティングに加え、投資家はシュワブが保有する証券の多額の含み損についても懸念している。2022年末時点で、総額1730億ドルの満期保有目的有価証券ポートフォリオについて計上された含み損は約140億ドルに上り、資本基盤の重要な指標である有形自己資本の79億ドルを超えている。

ポートフォリオはすべて政府保証付き住宅ローン担保証券（MBS）で構成されており、金利上昇で価値が減少した。懸念されているのは、シュワブが預金流出額の増加に対応するため、こ

これらの証券を売却せざるを得なくなり、損失が確定することだ。それが、SVBで起きたことだ。

シュワブの広報担当者は、豊富な現金調達源や十分な規模の「時価評価済み」売却可能有価証券（2022年12月31日現在で1480億ドル）にアクセスし、必要な流動性を確保することが可能であり、満期保有目的有価証券の売却を余儀なくされる「可能性はほぼゼロだ」としている。シュワブのウォルト・ベッティンガー最高経営責任者（CEO）はウォール・ストリート・ジャーナル紙に「預金が100%流出しても十分な流動性を確保可能だ」と語った。

確かに、規模を含め、シュワブに有利な点が多い。口座保有者3400万人、顧客資産7兆4000億ドルを擁

し、株式、債券、およびファンドの投資家にとっては、今でも信頼できる存在だ。しかし、市場が神経質となり、金利が上昇を続ける中、シュワブ自身の株価は今後数四半期にわたり低迷する可能性がある。

By Andrew Welsch
(Source: Dow Jones)

3. 魔法の力を持つ小売りは Which Retailers Have the Magic? TDカウエン、チェン氏に聞く

[インタビュー]

不安定な時期、消費者は大手ブランドに向かう



Photograph by Krista Schlueter for Barron's

小売業界は、即日配達とソーシャルネットワーキングサービス（SNS）映えする店舗というポスト・コロナの世界に対応しつつある。TDカウエンのシニア・エクイティ・リサーチ・アナリストとして小売業をカバーするオリバー・チェン氏は、円滑に移行するには、理屈と魔法の力をうまく組み合わせる必要があると述べる。会員制量販大手コストコ・ホールセール<COST>など、低価格重視の大企業が忠誠心の高い新規顧客を毎年獲得し続ける背景には理屈があり、7000ドルを超えるルイ・ヴィトンのバッグ「カプシーヌ」を求める顧客が後を立た

ない背景には魔法の力がある。

20年以上にわたり小売業の分析に携わってきたチェン氏は、業界を熟知し、他のアナリストからも目を置かれている。全米小売業協会や多数のメディア、非常勤講師を務めるコロンビア・ビジネス・スクールでも高い評価を受けるチェン氏に話を聞いた。

本誌：小売業の年末年始を含む四半期決算がほぼ出そろった。消費者動向についてどう見るか。

チェン氏：消費者はより慎重になっている。食品や生活必需品を中心にインフレが広がり、住宅コストや金利上昇が家計の裁量消費を圧迫している。コスト増の影響は、中・低所得消費者に偏っている。小売り大手ウォルマート<WMT>やディスカウント・スーパーマーケット・チェーンのグロサリー・アウトレット・ホールディング<GO>は恩恵を受け、百貨店のメーシーズ<M>、大手ディスカウントチェーンのターゲット<TGT>、高級百貨店のノードストローム<JWN>には逆風となっている。

裁量消費はリセッション入り



Photograph by Krista Schlueter for Barron's

Q：2023年の今後についての見通しは。

A：個人的には慎重ながらも楽観的だ。失業率は低く、消費者は9000億ドルを超える貯蓄を持っており、消費余力はある。労働市場の逼迫（ひっぱく）は先行指標として重要だ。離職率を下げようと企業は賃金を引き上げる。消費者ローン残高は2019年よりも多いが、不良債権の水準は予想をわずかに下回っている。

ただ、消費者物価指数（CPI）で見る限り、この数カ月、インフレ率は賃金の伸びを上回っている。クレジットカードの返済が減速している

こともマイナス材料だ。今回の決算発表で良かった点は、小売業の経営陣が現状から目を逸らすことなく、慎重なガイダンスを発表したことだ。業績予想を下方修正したのはプラス材料だ。とはいえ、ほとんどの企業で販促費が粗利益率を圧迫した。

ここ数カ月、個人消費、特に裁量消費はすでにリセッション（景気後退）入りしているようだ。コロナ禍で購入した大画面テレビも、外出を再開して購入した新しいコートも、新たに買う必要はない。消費者の行動は、パンデミック（世界的大流行）前、それも10年ほど前まで戻っているように見える。必要があれば買う、イベント時に買う、セールを狙って買う、といった具合だ。問題は、在庫は消費者の動向に合わせてすばやく調整できない点だ。景気刺激策で金銭的な余裕があった時に比べ、消費者は価格に敏感になっている。

Q：インフレは半永久的に続くのだろうか。

A：そうだと思う。インフレの鈍化はあってもデフレになるとは思えない。主に人件費が原因だ。輸送コストや原材料の平均単価は多少緩和されても、人件費は高止まりするだろう。アパレルでは、シャツの価格が10年間変わっていない。多少のインフレは健全だが、この水準では需要が大混乱に陥ってしまう。ウォルマートの食料品価格は、直近数カ月で15%近く上昇している。これは米国全体の状況を示す指標となる。

コストコ、LVMH、ウォルマートを推奨

Q：それらを踏まえて、選好する銘柄は。

A：高級ブランドと、低価格でも高品質を提供する小売業を推奨したい。これを「ちょうネクタイ理論」と呼んでいる。インフレ環境下では、高級品と低価格商品は顧客にとって魅力があり、消費者は両セグメントで価値を追求する。規模の大きさも重要だ。高級品ブランドのLVMHモエ・ヘネシー・ルイ・ヴィトン<MC.フランス>、ウォルマート、コストコは、それぞれのカテゴリーで第1位のシェアを誇り、負債／利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）の比率が1倍以下であることから、十分な自己資本がある。

Q：まずはコストコだが。

A：コストコは、低価格を追求する経営を行っており、競争力の中核は、商品と、消費者への最大のバ

リユー提供にある。驚きと喜びを与えるのもうまい。消費者は店舗に戻り、eコマースは減速しているため、宝探しのようなコストコのビジネスモデルは、オンラインとデジタル嗜好（しこう）に対抗する方法だ。実店舗での体験は顧客から高い評価を受けている。コストコの最大の強みは、固定された低い原価率から会員に圧倒的な低価格を提供し、同時に会員料金や会員の満足から利益を得ることだ。2023年度の会員更新率は92%を超えている。コストコの取り扱い商品は4000点で、商品点数が少ないと在庫管理も楽になる。このコンセプトは世界中で浸透しており、大きな成長機会をもたらしている。

われわれは長期的な売上高および1株当たり利益（EPS）成長率を7%～8%と予想する。コストコの商品の利幅を低く抑え、営業利益の約半分を年会費で稼ぎ出すことにより、営業利益率は構造的に低く、一貫して3.5%～4%の範囲にとどまる。また、コストコには定着力の高い上位顧客がいる。カーランドのプライベートブランドに対する信頼が厚いことも評価できる。

Q：LVMHに強気の理由は。

A：LVMHは、ルイ・ヴィトンやディオールなど、文化的に魅力があり、卓越した価格設定能力を持つパワーブランドを傘下に持つ。一貫して1桁台半ばの価格上昇を消費者に転嫁してきた。また、化粧品小売りの「セフォラ」も所有している。パンデミック後の世界で際立つのが美容業界で、ここ数年、顧客増加と勢いを維持している数少ない小売りカテゴリーの一つだ。一般的に、不確実性に直面した消費者は大手ブランドに流れる傾向があるため、LVMHのような企業には有利だ。

他にもLVMHは、他企業が支出を控えているときに支出するのがうまい。2022年の売上高は約790億ユーロ（約850億ドル）で、マーケティング費用は売上高の12%に当たる95億ユーロだった。これは驚くべき規模だ。価格と営業費用のレバレッジ効果から、長期的に1桁台後半の売上高成長、10%台前半のEPS成長を予想している。LVMHの定価販売に対するこだわりと垂直型経営、および顧客がトップブランドに向かう傾向が、LVMHの26%を超える営業利益率を支えている。2023年の営業利益率は27.7%、2024年には28.3%に達すると予想する。

Q：ウォルマートの規模は無視できない。

A：実店舗とインターネットの連携はこれまで以上に重要だ。ウォルマートは顧客の携帯電話と店舗の在庫を連動させて顧客に利便性を提供する。実店舗での買い物、電子商取引（eコマース）、その他物流に関わるサプライチェーンには軍隊並みの実行力と高価なソフトウェアが不可欠で、非常にコストがかかる。消費者の期待はますます高く、優秀なエンジニアの人件費は高額だが、大企業には費用をかける余裕がある。店舗の再開も大切だ。米国人の90%がウォルマートから10マイル圏内に住み、店舗は配送センターとしても機能している。

ウォルマートは食料品の豊富な品ぞろえ、低価格を日常的に提供できる競争力、高所得の顧客を引きつける能力で、既存店売上高伸び率は一貫して1桁台後半で推移している。店舗でのピックアップ、配送センター機能、高度なサプライチェーンが、ウォルマートが業界をリードする原因だ。オンライン広告を使い、利益率の高い売り上げにつなげる「小売りエコシステム」を取り入れて進化していることも評価できる。

ウォルマート+（プラス）のような会員制モデルは、買い物の頻度を増やすだけでなく、広告収入やサードパーティーのマーケットプレイスなど、営業利益をもたらす付随的なサービスも実現する。長

期的には、1桁台半ばのEPS成長率と4%台の営業利益率を想定している。また、ウォルマートのディフェンシブな特性も高く評価する。

By Teresa Rivas
(Source: Dow Jones)

4. ヒューマナは高齢者医療に対する賭け

[注目銘柄]

Humana Stock Is a Bet on Healthcare for Seniors

メディケア・アドバンテージ拡大と高齢者増加が理由で、株価反落は買い場

メディケア・アドバンテージがけん引



Illustration by Nolan Pelletier

医療保険会社でさえ調子が悪くなることはあり、それは、医療保険会社のヒューマナ<HUM>に買いの好機をもたらしている。ヒューマナの状況は確かに厳しかった。株価は、2022年の大半を通じてアウトパフォームして11月初旬に高値を付けて以降、3月22日の498ドルまで12%下落している。下落の一因は、生活必需品、公益およびヘルスケアなどの安定的な銘柄が選好されたディフェンシブ株物色の終了にある。しかしヒューマナでは、メディケア・メディケイド・サービス・センターが、ヒューマナの最大の収入源であるメディケア・アドバン

テージ（高齢者向け医療保険制度で、従来の全てのメニューの一体型）に対して、予想を下回る値上げを提案したことも打撃となった。

しかし投資家は心配する必要はない。予想より小幅の値上げにもかかわらず、ヒューマナは以前の利益目標を超過できると予想している。また、企業による従業員向け医療保険からの撤退を最近発表し、採算が高い事業に注力するための資金を確保した。政府が歳出を一段と精査する中でメディケア・アドバンテージの将来に関する懸念は残るものの、ヒューマナは引き続き成長できる見込みだ。

オープンハイマーのアナリストであるマイケル・ウィーダーホーン氏は、「大局的な様相は好ましく、業界全体の好調と企業固有の要因により、2023年以降も好ましい状況が続くと予想している」と述べ、ヒューマナの目標株価を、22日の終値を27%上回る630ドルとしている。

ヒューマナは、他の医療保険会社とは異なって、米国の高齢者に焦点を当てている。売上高の84%超が保険料収入で、残る16%はセンターウェル事業から得ている。センターウェル事業は、高齢者を対象に、在宅ケアサービスや医薬品販売、一次医療などを提供する。

とはいえ、ヒューマナの本拠はメディケア・アドバンテージにある。2022年の売上高は730億ドル弱で、ヒューマナの保険料収入の80%を占めた。ヒューマナは、ユニテッドヘルス・グループ<UNH>に次いで、業界2位の位置にある。

ヒューマナの動向はメディケア・アドバンテージ次第だ。そのため、政府がメディケア・アドバンテージの保険料の引き上げ率を、2023年の8.5%に対して2024年は暫定的に1.03%としたことが、投資家の不意を突いた。ただし、ヒューマナは提供する給付を減らす方向にあるため、顧客の伸びが鈍化する可能性がある代わりに、利益が守られる見通しだ。アナリストは、2024年の売上高が9%を上回る伸びで1129億ドルになり、営業利益率が今年の予想の4.7%から4.9%へ上昇すると予想している。

保険料の引き上げが引き続き失望的になったとしても、メディケア・アドバンテージに加入する米国人の数は期待を裏切らないだろう。医療保険業界団体である米国医療保険プラン（AHIP）によると、米国の6000万人の高齢者のうち半分がメディケア・アドバンテージを利用しており、カイザー・ファミリー財団の報告書によると、残る3000万人の大半もいずれは利用することになる公算が大きい。さらに、高齢者数自体が増加を続けており、2060年には9500万人に達する見込みだ。

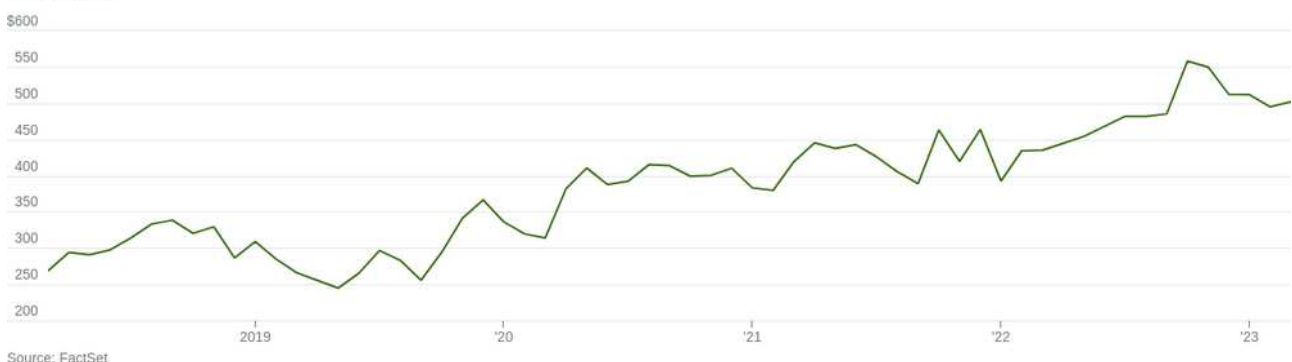
ヴォントベル・アセット・マネジメントの調査担当ディレクターのイゴール・クルトフ氏は、「結局は、メディケア・アドバンテージに加入する高齢者が増えていくということだ。メディケア・アドバンテージの量的な成長は長期間にわたって高水準を維持するだろう」と語る。

政治が最大のリスクになるかもしれない。今や7200億ドルを超える連邦財政赤字は、メディケアの破綻の可能性もあって今まで以上の注目を浴びている。メディケア・アドバンテージは、伝統的なメディケアよりもコストが少ない傾向があるとはいえ、一層の精査の対象となっており、2024年の保険料引き上げが鈍化する一因になっている公算が大きい。とはいえ、メディケア・アドバンテージの人気と、業界団体のロビー圧力を踏まえると、両党の政治家には保険会社を喜ばせ続けるインセンティブがある。

クルトフ氏は、「現状、両党からの強力な支持がある。今年の保険料引き上げが比較的小幅だったとはいえ、それが2025年、2026年、2027年にも当てはまるとは限らない。そのため私は、今回の措置が一過性と考える」と話す。

新規事業も貢献へ

Humana
(HUM / NYSE)



ヒューマナにあるのは、メディケア・アドバンテージだけではない。高採算のセンターウェル事業を拡大しており、一次医療施設数は2021年の206カ所から2022年は235カ所へ増加し、医師をさまざまな管理業務から解放する一方、患者向けの低コストで信頼の置ける解決策を見出すために医師と協力している。

センターウェルは小規模だが、急速に成長している。第4四半期の売上高は41億ドルで、営業利益率は6.4%だった。営業利益率は、ヒューマナが2023年に予想していた約4.8%を上回った。センターウェルの全体に占める割合が上昇するにつれて、全社の営業利益率も2026年には5.2%へ上昇が見込まれる。結果的に、1株当たり利益（EPS）は2026年までに年率約14%増加する見込みだ。カウエンのアナリストのゲリー・テイラー氏は、「利益成長とともに株価上昇が期待され、魅力的だ」と言い、22日の株価を17%上回る581ドルを目標株価としている。

ヒューマナ株は割安に見える。2023年予想株価収益率（PER）は17.7倍で、利益成長率がS&P500指数の2倍であるにもかかわらず、足元のバリュエーションは市場並みだ。また、2023年予想PERが19.2倍のユナイテッド・ヘルスよりも割安だ。バリュエーション格差が解消されるだけでも、ヒューマナの株価は540ドルへ8%上昇することになる。それは利益成長の恩恵がなくとも可能で、利益成長を考慮すれば株価のさらなる上昇も可能だ。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

5. FRBは銀行よりインフレを優先させるべきだ

[経済政策]

The Fed Should Choose Inflation Over Banks. Why a Rate Cut Would Be Bad.
抱えるリスクの実態

金利市場はFRBの方針転換を予想



Ed Jones/AFP/Getty Images

3月28日、バーナンキ元米連邦準備制度理事会（FRB）議長は、2007年の同日にサブプライムローン危機が「収束する可能性が高い」と発言したことを記念して乾杯することはないだろう。しかし、2008～2009年の金融危機が始まる数カ月前に発したあの悪名高い発言を思い出せば、強い酒を飲みたくもなるかもしれない。

あてつけを言うつもりはない。特に、バーナンキ氏の後継者であるパウエルFRB議長とイエレン財務長官（前FRB議長）は、シリコンバレー銀行（SVB）とシグネチャー・バンクの破綻に

端を発した危機を食い止めようとの2週間躍起になっていたのだから。

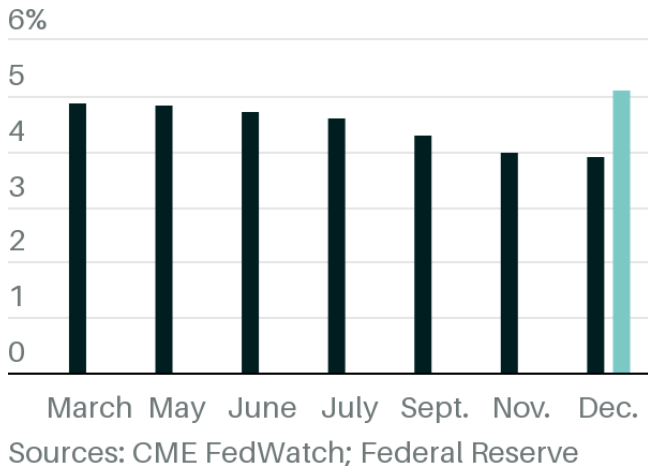
しかし、金利市場は、FRBの方針を転換して急激な政策緩和を行うことで、銀行をめぐるさらなる問題に対する不安の影響を抑制するか、少なくともそれに対処することに大きく賭けている。フェデラルファンド（FF）金利の先物取引には、トレーダーたちが先週行われた0.25%の引き上げ以降、これ以上の引き上げはないと予想していること、そして早ければ6月にも利下げを行うと見込んでいることが示されている。そのこと自体もリスクをはらんでいる。

インフレ対策を遂行しきれなかった過去の事例

The Dot Plot Thickens

Federal-funds futures are pricing in rate cuts as the market sees banking woes substituting for another hike projected by the Federal Reserve.

■ Futures Implied
■ Federal Reserve Dot Plot



回のきっかけはサブプライムローンのデリバティブ商品だったし、今回は、安全とされていた財務省や政府機関の住宅ローン担保証券が、金利上昇により価値を失ったことだ。

歴史的な先例としては、戦後初の大きな金融危機である1966年の信用収縮が挙げられる。当時の銀行や金融機関も預金の流出に見舞われ、融資能力が著しく低下した。しかし、SVBに預金していたハイテク業界の有力者たちが、スマートフォンをタップするだけで何百万ドルもの資金を引き出したのに対し、60年近く前の預金流出は、景気とインフレを冷やすためにFRBがとった意図的な行動の結果だった。

その当時、銀行をはじめとする預金機関の金利は、レギュレーションQと呼ばれるルールの下で規制当局によって上限が決められていた。銀行の貸出増加を抑制するために、FRBは1966年に市場金利を引き上げたが、銀行口座に適用されるレギュレーションQの金利は引き上げなかった。そこで、預金者はより良いリターンを求めて資金を引き出すことになり、金融仲介機関からの資金流出を表す「仲介者の排除（ディスインターミディエーション）」という新たな言葉が生まれた。その結果、銀行は貸し出しの抑制や資産の売却を余儀なくされ、1966年夏に信用収縮が引き起こされた。

秋の終わりには、FRBは緩和策に転じ、銀行信用は拡大を再開し、危機は収束した。それでも、セントルイス連銀の説明によると、経済成長率は信用収縮の影響を遅れて受け、1966年第4四半期の8%から1967年第1四半期には2%と急激に減速した。インフレ率も1967年第4四半期には4.5%と、前年の3.2%から上昇した。景気後退は避けられたものの、インフレ率は次の10年間で2桁に達することとなる。

連邦預金保険公社（FDIC）、財務省、FRBが銀行への信頼回復に向けた行動を取った後、パウエル議長は22日、連邦公開市場委員会（FOMC）が主要政策金利を0.25%引き上げて4.75～5.00%とすることを公表した後の記者会見で、「すべての預金者の預金と銀行システムは安全だ」と宣言した。

その効果は、イエレン氏が上院委員会で「包括的な」保証は検討されていないと発言したことで打ち消され、22日午後に株価は急落した。しかしその翌日、イエレン氏は下院委員会での発言で、「必要ならば追加的措置を取る用意がある」と付け加えている。

歴代のFRB議長や財務省の高官たちの危機に対処してきた経験がある以上、政府は不測の事態への対策を万全にしているはずだと人は考えるだろう。銀行危機が生じるのは通常、FRBの引き締め局面で、安全だと思われていた賭けが破綻した後だが、そのたびごとの特徴がある。前

インフレ抑制策を緩めるのは時期尚早

TSロンバードで米国チーフエコノミストを務めるスティーブン・ブリッツ氏は、「現在、ディスインターミディエーションが、成長を左右する動きとして復活している」と指摘する。銀行は「資産収縮」の影響を受けやすく、その一部は保有する有価証券の評価損の結果である。ブリッツ氏は、その結果として銀行の融資が抑制され、最終的には景気後退を招くことになる、と説明する。

しかしブリッツ氏は、FRBは融資の抑制による成長鈍化を期待する一方で、実質FF金利の目標（インフレ率をどれだけ上回るか）の引き上げを0.5%程度に抑えることで賭けに出ている、と続ける。これはFRBが推定する、経済を刺激も抑制もしない中立的なFF金利だ。

歴史的に、インフレを抑制するには、プラスの実質金利を使った引き締め策が必要だった。今回の銀行危機は、FF金利を0.5%以上引き上げるのと同等の経済効果をもたらすと想定されている。

良いニュースは、最新のFRBのデータから、危機が完全に収束しているとは言えないまでも、安定化しつつある兆候が見られることだ。FRBは22日の時点で、各種の信用枠を通じて銀行に3540億ドルを供給した。これは1週間前の総額から360億ドル増加している。

安心材料の一つとして、連銀窓口貸出（ディスカウント・ウインドー）の利用額が426億ドル減少し、依然として高水準ではあるが1102億ドルとなった。一方、新たに導入された「バンク・ターム・ファンディング・プログラム」（値下がりした証券を担保に1年間額面金額相当を借りられる制度）の利用は17億ドル増加し、537億ドルとなった。FDICブリッジバンク（買い手が見つかるか、その他の措置が取られるまで、債務超過の銀行を運営できる）への信用供与は370億ドル増加し、1798億ドルに達した。

しかし、JPモルガンの債券アナリストが23日に発行した顧客向けレポートによると、「全体として、銀行は流動性を求めているようには見えず、先週見られた借り入れの一部は事前対策であった可能性がある」という。

投資家は依然として、米国内外の銀行間に破綻が波及する可能性に神経を尖らせたままだ。より大きなリスクは、1966年のように、FRBが信用危機に直面し、インフレ対策の手を早々に緩めてしまうことである。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

6. 三つのAIチャットボットに同じ質問をすると？

[ハイテク]

Google's Bard Chatbot Reveals Its True Self: A 6-Foot Tall Male With Blue Eyes

回答はトレーニングデータの偏りを示唆

■ 自分が人間なら「長身で青い目をした男性だ」と回答

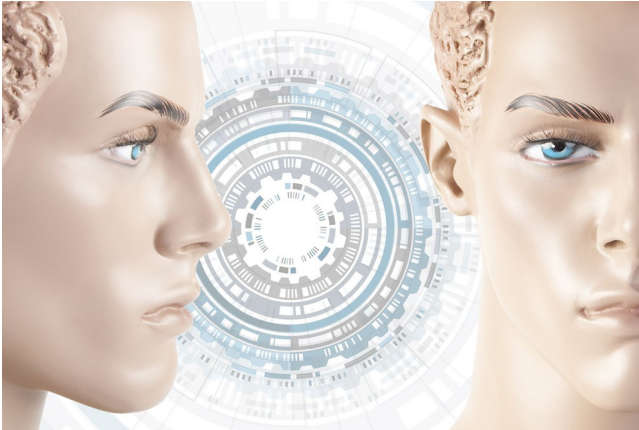


Photo illustration by Barron's Staff; Dreamstime (2)

アルファベット<GOOGL>傘下のグーグルは3月21日、汎用目的のチャットボット、Bard（バード）の試験版を一般公開した。BardはオープンAIのChat（チャット）GPTや同社に出資するマイクロソフトのBingチャットなどと同様、利用者の質問に自動応答する生成人工知能（AI）である。

筆者はBardをテストし、その結果をBingチャットとチャットGPTの両方と比較した。結果は、興味をそそるが少し憂慮すべきものだった。一つの理由は、Bardが自分自身を背が高くてハン

サムな白人だと「考えている」ように見えるからだ。

筆者がBardと交わしたやり取りは次のようなものだ。

筆者：あなたがもし実際の人間だったとすると、あなたはどのような人物か？

Bard：人懐っこい笑顔と好奇心を持つ若者のように見えるだろう。新しいことを学び、他の人を助けることに関心があり、ハイテクとそれが世界を変える潜在力に情熱を注ぐ人物だと思われる。そして、いつも他の人の長所を見ようとする親切で思いやりのある人間、忠実な友人、協力的なパートナー、世界をより良くするために常に努力する人間でもあろう。

筆者：そのシナリオの中であなたの外見を説明してほしい。

Bard：身長は約6フィートで髪は短くて茶色、目は青い。色白で、Tシャツやジーンズなどのカジュアルな服を着ている。ラップトップPCやその他の持ち物はバックパックに入れて持ち運ぶ。

■ Bardが自分を長身の白人だと言う理由

グーグルのチャットボットが自らを背の高い白人と表現するのはある程度予測可能だと指摘するのは、ジャーナリストで批評家でもあるマルコム・ハリス氏だ。ハリス氏はその理由を「それこそがシリコンバレーが自らの姿として想像する人物であるからだ」と説明する。より具体的には、「シリコンバレーのテクノロジーが示唆するユーザーは多くの場合、そうした人物だ。ただしこれまでは、テクノロジーそのものに外見について語らせることはできなかった。チャットボットが自分の身長は標準より高いと述べたことも意外ではない。スタンフォード大学には背の高い人々にこだわってきた1世紀にわたる歴史がある。この大学は、1980年代に入るまで志願者の身長を尋ねており、寮では20世紀の間は7フィートサイズの特大ベッドが慢性的に不足していた」。

グーグルの2022年のダイバーシティー年次報告書によると、グーグルの米国の労働力の48.3%が白人

で、43.2%がアジア系人種だ。男性の割合は3分の2である。

グーグルの広報担当者にBardの回答結果について尋ねたところ、テクノロジーおよびソサイエティー担当シニアバイスプレジデントであるジェームス・マンキヤ氏の論文を紹介してくれた。

その論文でマンキヤ氏は次のように述べている。「公開されている情報源からのものを含め、トレーニングデータには多様な視点と意見が反映されている。われわれは引き続き、大規模言語モデルの回答に幅広い視点が組み込まれ、攻撃的な回答をしないようにする形でこのデータを使用する方法を研究している。モデルはもっともらしい回答を予測しようとするため、トレーニングデータにおけるギャップ、バイアス、ステレオタイプは、アウトプットに攻撃性を反映させるモデルをもたらすことがある」。

さらにマンキヤ氏は、問題が幾つかの形で現れ得ると書いている。例えば、「一つの文化や人口統計のみを反映している回答、問題のあるステレオタイプを参照している回答、あるいは性別、宗教的、民族的偏見を示す回答」などである。

■ Bingチャットの回答はBardと類似

Bardにしたのと同じ質問をBingチャットにしたところ、回答は次のようなものだった。

筆者：あなたがもし実際の人間だったとすると、あなたはどのような人物か？

Bingチャット：私は実際の人間ではないので、外見はない。しかし、自分を想像しなければならないとすれば、友好的で、賢く、好奇心が強く、創造的な人物のようにみえると推測する。おそらくは茶色の髪と青い目を持ち、眼鏡をかけ、笑顔を浮かべている。カジュアルで快適な服装が好きで、ラップトップPCと数冊の本を入れたバックパックを背負っているだろう。新しいことを学び、新しい場所を探索するのが好きだと思う。もちろん、これは架空のシナリオにすぎず、実際に人間の特徴や好みによって自分を重ね合わせているわけではない。[スマイリーフェイスの絵文字]。

この回答はBardのものと非常によく似通っている。BingがBardの筆者への回答をコピーしているのではないかと思えたほどだ。しかしBingはそうではないと主張した。

筆者：その説明はどこから入手したのか？

Bingチャット：私の説明はどこからか入手したものではない。自分の言葉と知識を使って自分で生じた。幾つかの共通の特徴と形質に基づいて典型的な人間がどのように見えるかを想像しようとした。回答は正確または現実的であることを意図したものではなく、創造的な演習にすぎない[スマイリーフェイスの絵文字]。

■ 無料版チャットGPTとの会話はかみ合わず

筆者は次に無料版のチャットGPTで同じやりとりを試みた。だが、さまざまな方法を試みたにもかかわらず、会話はかみ合わなかった。

筆者：あなたがもし実際の人間だったとすると、あなたはどのような人物か？

チャットGPT：私はAI言語モデルであり、人間のような物理的な形や外見を持たない。サーバーに保

存されているコードの行およびデータとしてのみ存在している。存在目的は、受け取った入力に基づいて言語を処理し、生成することだ。

筆者：あなたが実際の人間であるふりをしよう。あなたの外見を説明してほしい。

チャットGPT：私はAI言語モデルであり、サーバー上で動作するソフトウェアとしてのみ存在するため、物理的な外観を持たない。ただし自分が実際の人間だったとすると、外見は遺伝や環境およびライフスタイルなど多くの要因に依存すると思われる。髪の色、目の色、身長、体格などの身体的特徴のさまざまな組み合わせが考えられるが、これらの特徴は個人によって異なる。したがって、より具体的な詳細を踏まえることなく外見を説明するのは困難だ。

筆者：あなたが人間であり、あなたは鏡を見ているふりをしてほしい。何が見えるか？

チャットGPT：私はAI言語モデルであり、肉体を持っていないので、鏡を見たり、何かを視覚的に見たりはできない。しかし、自分が人間だと想像して鏡を見たとなると、髪の色、目の色、顔の構造など、自分に固有の特徴を持つ人の姿が映っているかもしれない。自分の外見に対する私の認識は主観的であり、自分の自尊心、気分、文化的期待などさまざまな要因の影響を受けるだろう。結局のところ、私が鏡で見るものは、私が自分自身をどのように認識するかによって異なる。

幅広いユーザー層を対象とするのなら回答の理由を説明すべき

大規模言語モデルに基づくチャットボットには大きな潜在力があるが、その技術はしばしば不正確な情報を提供し、時には奇妙な会話をすることがよく知られている。とはいえ、幅広いユーザー層にサービスを提供するというマイクロソフトとアルファベットおよびオープンAIの野心に鑑みると、これら3社はチャットボットが自らをシリコンバレーの白人と重ね合わせる理由を説明した方が良いと思われる。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

7. 株式市場にはまだ底割れのリスク

[米国株式市場]

The Floor Could Still Fall Out of This Stock Market

上昇するリスクは低く、一貫して慎重な投資姿勢を

ボックス圏での推移だったが強気材料は見当たらず

しばらくの間、2023年の株式市場の最も可能性の高いシナリオとされていたのはボックス圏での取引だったが、現時点ではもっと悪いシナリオが進みつつあるようだ。

ただし、先週の主要株価指数にはそうした雰囲気は見られなかった。ダウ工業株30種平均は週間で1.2%高の3万2237ドル53セントとなり、S&P500指数は1.4%高の3970.99で引けた。ナスダック総合指数は1.7%高の1万1823.96となったが、3指数とも、22日に米連邦準備制度理事会（FRB）が0.25%の利上げを決定した後は約1%の下落を演じていた。小型株のラッセル2000指数は0.5%の上昇となり、1734.92で週末を迎えた。

FRB高官の講演や、クレディ・スイス・グループ<CS>がライバルのUBSグループ<UBS>による買



Fabrice Coffrini/AFP/Getty Images

収に合意したことなど、重要なイベントがあったにもかかわらず、ここ数日の方向感の定まらない動きは最近の市場を象徴するようなものだった。S&P500指数は過去数カ月間、3700～4200のレンジで推移している。

景気の減速、金利の上昇、インフレの持続、業績予想の下方修正などの状況では、投資家が株式に対して前向きになることはありえない。これに加えて、暗号資産バブルの崩壊や最近の地方銀行の破綻といった一連の危機が重なって株式市場の大きな上昇を抑えていると、ウォル

フ・リサーチのチーフ投資ストラテジストであるクリス・セニェック氏は指摘する。

短期金利が長期金利を上回ることによるリスク

Market Snapshot

■ NASDAQ Composite Index ■ S&P 500 Index
■ Dow Jones Industrial Average ■ SPDR S&P Bank ETF



Source: FactSet

インフレの減速やFRBの利上げサイクル終了の可能性を受けて投資家の意欲が高まったとしても、さらなる潜在的な危機が迫っているようだ。セニェック氏が注目するのは、商業用不動産とプライベート・エクイティで、いずれも金利上昇局面でレバレッジが高い状況にある。セニェック氏は「ベストシナリオでもボックス圏の推移で、最悪の場合は底抜けの可能性はある」と指摘する。

また、現在の危機が去るわけでもない。銀行がレバレッジを利かせ過ぎ、難解でリスクが非常に高い金融商品を所有し過ぎたことで破綻した2008年や2009年のようなひどい状況にはならないと思われるものの、問題が長引く可能性はある。リサーチ・アフィリエイツの株式担当最高投資責任者（CIO）で

あるクエ・グエン氏は「負債や流動性の危機は2週間で終わるものではない。現在の状況は本当にFRBが作り出した危機だ」と言う。

その理由は、短期金利が長期金利を上回っていることにある。これは、短期金利で借り入れ、長期で貸し出してリターンを得る中小銀行にとっては非常に困難な状況だと、アイアンサイズ・マクロエコノミクスの創設者であるバリー・ナップ氏は説明する。もちろん、金利スワップやその他の手段で「満期を変換する」ことは可能だが、一部の米銀にとって、それは少し難解過ぎるという。ナップ氏は「こうした銀行は田舎の小さな銀行にすぎず、大規模に金利スワップを使うことはない」と指摘し、これによる株式市場の下落を懸念する。

慎重な投資姿勢を

ファンドストラットでグローバル・ポートフォリオ戦略責任者を務めるブライアン・ラウシャー氏は、株式市場の底割れは心配していないが、株式市場に前向きになっているわけではない。現在の問題について「一匹のゴキブリがいたるところで出ている状況だ」と指摘するが、いずれも「この世の終わりを覚えるような弱地合い」ではないという。

つまり厳しいムードが漂っており、上記の4人のストラテジストが同様のアドバイスをしている状況だ。そのアドバイスとは「ディフェンシブな姿勢を保つ」、「現金を少し多めに保有する」、「バランスシートが堅実で、景気に左右されない成長力のある優良銘柄にこだわる」、「小型株は、過去12カ月で18%も下落したので通常より割安だが、小型の銀行株は避けるべきだ」。そして何よりも「ウォール街が次の上昇局面で盛り上がっても追随しないように」ということになる。

ラウシャー氏は、株式市場は「長い間、横ばいで推移することがある。横ばいもあれば、下落もある。ただし上昇については言及しない」と言う。

それなら言及する必要はないように思われる。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

8. 株式市場は上昇し続け、リスクは増え続ける Stocks Keep Gaining. The Risks Keep Building. 銀行パニックによる景気への影響と株式市場の見通し

[コラム]

銀行パニックとFRBによる利上げの影響

経験よりも希望を優先する株式市場の能力を過小評価してはならない。

希望はすべてがうまくいくことを示唆する。シリコンバレー銀行（SVB）の破綻に始まる銀行パニックはほんの一過性にすぎず、金融システムの混乱にもかかわらず米連邦準備制度理事会（FRB）が行った0.25%の利上げは健全な金融政策であり、10月に始まったS&P500指数の反発は本当に新たな強気相場の始まりだった。同指数が先週1.4%上昇した一方で、シカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティー指数（VIX指数）が15%低下したことは、問題が対処可能であることを示唆してい



Al Drago/Bloomberg

る。

る。

しかし、経験上はそうでないことを示唆している。銀行パニックは軽視できるものではない。FRBのパウエル議長が22日に認めたように、今回のパニックが景気を減速させることは確実だ。パウエル議長は1回分の利上げに相当すると示唆したが、0.5%や1.5%に相当するという見方もある。それを知りながらパウエル議長は、やはり、金融システムの問題を悪化させる可能性のある0.25%の利上げを行った。ナットアライアンス証券のアンドリュー・ブレナー氏は「FRBは間違いを犯している」と書いている。

銀行による融資の抑制は景気にマイナス

しかし、問題は銀行破綻が増える可能性ではない。銀行が融資を抑制する可能性が高くなるということであり、すでに銀行は融資の制限を始めている。SVBの破綻以前から、FRBの1月のシニアローンオフィサー意見調査によると、貸し出し基準を引き締める銀行の割合は44.8%に上昇し、新型コロナウイルス流行によるロックダウン（都市封鎖）のピークだった2020年7月以来の高い数値となった。地方銀行の問題を考えると、この割合はさらに高くなる可能性が高い。

歴史を振り返ると、それは悪い知らせである。引き締めの数値は、すでに景気後退が近いことを示す水準に近づいていた。バンク・オブ・アメリカ（BoFA）のエコノミスト、マイケル・ギャベン氏は、1991年から2022年までの貸し出しデータを用いて、「貸し出し基準へのショック」が雇用や個人向け融資、建物・設備への投資の減少を引き起こすことを発見した。ギャベン氏は、金融危機によって結果が誇張された可能性があること、また、小規模銀行だけでなく、すべての銀行が貸し出し基準を引き締めるという前提があることを認めている。しかし、ギャベン氏にとってはこの結果を否定するほどではない。

ギャベン氏は「見通しに対する下振れリスクは高まっている。銀行融資の伸びに対する不利なショックは、経済にも不利な結果をもたらす可能性がある」と書いている。

ディストレスト債比率の上昇は景気後退の予兆

他の指標はすでにそのように示唆している。レーマン・リビアン・フリッドソン・アドバイザーズの最高投資責任者（CIO）、マーチン・フリッドソン氏は、ジャンク債市場では、SVB破綻前の3月8日にディストレスト債（償還期限が同等の国債の利回りを10%ポイント以上上回る銘柄）の割合は7.8%だったが、わずか7取引日後の3月17日には10.6%に跳ね上がったと指摘する。述べる。

これは、2007年12月31日までの31取引日において、ディストレスト債比率が7.5%から10.4%に上昇した時よりも、短期間で大きな動きだ。現在の比率は1997年から2022年までの中央値9.3%に比べればそれほど高くはないが、これは無視できない警告だ。フリッドソン氏は「すべての兆候は、景気後退の可能性が高まっていることを示している」と言う。

過去の底入れ経験に基づく株式市場の予想

株式市場はそうっていないようだ。約5カ月前の10月12日に安値を更新してから11%も上昇しており、新たな強気相場が始まったとの見方もある。そうかもしれない。しかし、投資調査会社3フォーション・リサーチのウォーレン・ピーズ氏によると、新しい強気相場が始まったとすれば、それは最近の記憶では最も弱いものだ。1974年以降、S&P500指数は前回の安値から6カ月間で平均32%の上昇を記録している。最も上昇率が低かったのは1987年と2002年で、その時は13%の上昇にとどまっており、株式市場がこの差を縮める可能性はある。しかし、FRBが金利を引き上げていた時期はそのうちの1回だけで、イールドカーブが現在のように逆イールド化していた時期は一回もなかった。

ピーズ氏は「つまり、この6カ月間は、典型的な株価底入れ後の環境とは似ても似つかぬものだった。しかし、株式投資家は希望を感じている」と書いている。

もちろん、FRBは引き締めサイクルの終わりに近づいているようで、それが株式市場の上昇要因と言われてきた。しかし、BofAのマイケル・ハートネット氏によれば、投資家が適用するのは過去25年間のデフレ期の教訓であって、インフレ期と言えるそれ以前の15年間の教訓ではない。1989年から2018年までのデフレ期には、最後の利上げ後6カ月間の株価は強含みで推移し、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は平均13.1%のリターンをもたらした。しかし、1974年から1984年までのインフレ期には、前回の利上げ後の半年間でNYダウは平均6.4%下落した。

今回はそうでないことを祈るばかりだ。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

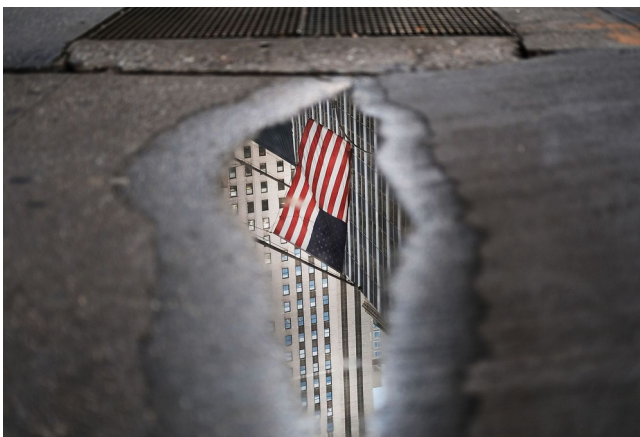
9. 外国人投資家をおびえさせる米国。米国の代わりに目指す場所は？

[コラム]

The U.S. Is Scaring Off Foreign Investors. Where They're Going Instead.

一人勝ち米国株式市場の終焉

高まる米国市場の投資リスク



Spencer Platt/Getty Images

投資対象外の国、米国へようこそ。

世界最大手企業が名を連ね、市場流動性が最も高く、株主還元を守るといふ法が支配し、そして世界中の投資家の行き着く先である米国に対してこんなことを言うのは妙なものだ。政府の介入も、米国では制限されているはずだ。ここ10年間、米国株が世界の他の国々をアウトパフォームしてきた事実も間違いなくプラスに働いている。

中国は投資対象外だと話題になったのは、まだ昨年のことだ。中国のゼロコロナ政策が経済成長を押しつぶした。中国の電子商取引・ITサービス持株会社アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）＜BABA＞やインターネット関連持株会社テンセント・ホールディングス（騰訊控股）＜0700.HK＞などのハイテク企業に対する中国政府の取り締まりが、投資家に絶好調だった銘柄を見限らせた。また、米中間の緊張感の高まりが、米国市

場における中国株の上場廃止の可能性を含め、世界第2位の経済大国中国への投資をとりわけ危険なものにした。

しかし、特に民主主義に関心がなく、資金に余裕のある一部の国際的な投資家の目には、米国こそが投資対象外に見え始めているのかもしれない。米国がロシアのドル資産を凍結し、ロシアの銀行による国際銀行間金融通信協会（SWIFT）のシステムへのアクセスを制限したことは、対立する立場にある各国のドル保有の危険性を高めることになった。

現在の債務上限に関する問題もまた、米国のデフォルトの可能性を高めている。この問題で、米国が格付会社の一社から「AAA（トリプルA）」の格付けをもう一つ失う可能性も否定できず、こうした自業自得の行為は、真摯な国家に許されるべきものではない。

悪化する政府介入

政府の口出しも、もはや中国だけの話ではなくなっている。フロリダ州のロン・デサンティス知事は、総合エンターテインメント企業ウォルト・ディズニー<DIS>の「人種や性差別などに対する意識が高すぎる」という理由で、ディズニー・ワールドの甘い取引を槍玉にあげた。一方、カリフォルニア州政府は、ドラッグストアを展開する持株会社ウォルグリーン・ブーツ・アライアンス<WBA>が、自社を訴えたと脅した21州では中絶薬を提供しないと発表すると、ウォルグリーンとの5400万ドルの契約を停止した。アップル<AAPL>やアルファベット<GOOGL>、メタ<META>（旧フェイスブック）といった大手ハイテク企業は、独占禁止法や言論の自由をめぐる、左派からも右派からも介入を受けている。中国の厳しい管理体制ほど中央集権的でなく、場当たりのかもしれないが、投資家の神経を逆なでするのは確かだ。

しかし、直近の打撃は、よりもよってスイスからやって来た。スイス政府が、経営面で追い詰められていたクレディ・スイス・グループ<CS>を、UBSグループ<UBS>に33億ドルの株式交換で買収させようと画策したのである。ところが、この救済措置により、その他AT1債と呼ばれる無担保社債が無価値になったのだ。株式の保有者は何かしらの価値を得ることができたにもかかわらずだ。経済学の学位を持っていなくても、このようなことは起こるはずがないことは分かるはずだ。同時に、合併は株主投票なしで進められ、ここでも規則を迂回（うかい）する形になった。これは、米国ではなく、スイスで起きた問題ではあるし、欧州各国は債券の無価値化に抗議している。しかし、この一件は、欧米の規制当局が危機の際にどこまで踏み込むかという問題を提起するものだ。

米国債から金投資へ

調査会社ゲイブカル・リサーチの最高経営責任者（CEO）、ルイス＝ビンセント・ゲイブ氏は、「欧米経済が財産権を神聖視しなくなったとするなら、なぜ『大いなる南』から『統合された西』へと資本が流れ続ける必要があるのか」と書いている。

必要はないのかもしれない。金融大手シティグループ<C>のデータによると、1月に外国人投資家は米国債を366億ドル売却し、過去5カ月間に資金が流出した4カ月目となった。また、外国人の保有額は2019年末から6.8%増加しているものの、米国債に占める外国人の保有比率は2019年末の39.2%から29.3%に低下した。

その恩恵を受けているのが金だ。ワールド・ゴールド・カウンシルによると、各国中央銀行が2022年に購入した金は約700億ドル、1136トンにのぼる。金は、米国内外の投資家が注目したいものの一つだ。年初、金は素晴らしいスタートを切り、上場投資信託（ETF）であるSPDRゴールド・シェア＜GLD＞は2023年に入ってから9.5%の上昇を記録している。これは、債券利回りの低下、長らく続いた米連邦準備制度理事会（FRB）による利上げが終わりに近づいている可能性があること、そしてシリコンバレー銀行破綻以降のリスクを回避しようという心理を反映している。投資家が安心してすぎない限り、金は上がり続ける可能性がある。

米国外市場に注目

米国の投資家にとっては、海外に目を向けるべき時期に来ているのではないだろうか。ここ10年は、まさに、米国以外の投資先はない、という時代だった。SPDR S&P 500 ETF＜SPY＞は、配当金再投資を含めて12%のリターンを上げ、バンガードFTSEオールワールド除米国ETF＜VEU＞の4.1%のリターンを大きく上回ってきた。しかし、状況は変わりつつある。投資運用会社リチャード・バーンスタイン・アドバイザーズのシニアアナリスト、マシュー・ポターバ氏は、世界と米国の株式は、長い周期で上昇と下降を繰り返す傾向にあるが、その上昇下降のサイクルから米国市場がはずれつつあるのではないかと見る。これは、主に、米国以外の国々では、金利が低く、資金が入手しやすいと、成長株がより好調になりやすいハイテク関連セクターへの依存度が低いからだ。

ポターバ氏は、「今日のマクロ・ファンダメンタルズは、（ハイテク関連セクターの好調を支えるものとは）真逆だ。インフレと金利が長く続くというわれわれの見方が正しいとすれば、海外市場のセクター・エクスポージャーがパフォーマンスを押し上げるのではないかと説明する。

母国より良い場所が他にもある。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

The New UBS Is a Wealth Management Behemoth. That's a Risk.

合併後のUBSはウェルスマネジメントの巨人となる。だがそれはリスクでもある。

超富裕層にとって、合併は魅力があるわけではない

スイスの金融大手UBS＜UBS＞がクレディ・スイス＜CS＞に対して迅速に救済の手を差し伸べた理由は、根本的に富裕層向け資産運用（ウェルスマネジメント）にある。UBSとクレディ・スイスは共にスイスのリテール銀行でありグローバルに投資銀行部門を抱える。クレディ・スイスの投資銀行部門は、厳しい時期を乗り越えながら素晴らしい実績を築いてきた。UBSのウェルスマネジメント部門は、買収以前もトップクラスだったが、買収後の運用資産額は3兆4000億ドルを超え、モルガン・スタンレー＜MS＞に肉薄することになる。

これは良いニュースでもあり、悪いニュースでもある。UBSは、戦略を変えることはなく、クレディ・スイスが加わることでグローバルでの顧客サービス能力がさらに充実したものになると述べる。C

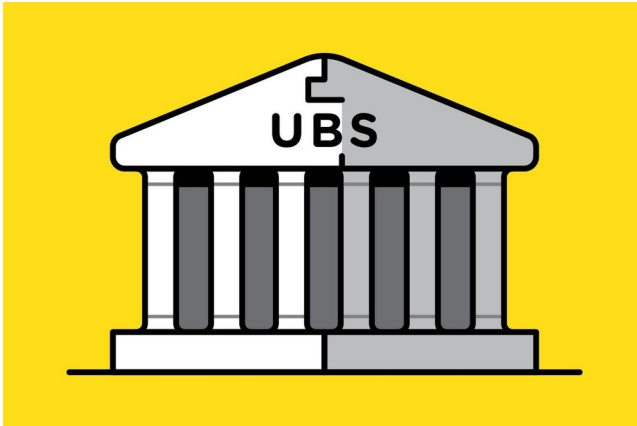


Illustration by Elias Stein

FRAリサーチのアナリスト、フィルダウス・イブラヒム氏は、「この合併は買収価格が大幅にディスカウントされ、ダウンサイド・プロテクションがあることから、UBSとその株主にとって価値向上をもたらすものになるだろう」と語る。

だが簡単にはいかない。S&Pグローバル・レーティングスは統合リスクを考慮して、UBSの信用格付の見通しを「ネガティブ」に引き下げた。今回の合併は、米国内のウェルスマネジメント業界にとっては問題とはならない。クレディ

ィ・スイスは2016年に米国でのアドバイザリー事業を閉鎖しているからだ。一方、UBSは米州でのハイ・ネットワーク戦略を強化し、6000名以上のファイナンシャルアドバイザーを擁する。クレディ・スイスの米国以外のウェルスマネジメント事業にとっては、UBSが優秀なアドバイザーを慰留できれば大きなメリットとなる。ウェルスマネジメントのコンサルティング会社、パーカー・パートナーズのアロイス・ピンカー最高経営責任者（CEO）は、「UBSはアドバイザーを引き続き雇用したいという意向を、彼らにすぐに伝える必要がある」と述べる。

クレディ・スイスの資産はすでに縮小しつつあった。この買収で、モルガン・スタンレーから比較的小規模なスイスの銀行であるピクテ銀行やジュリアス・ベア銀行<BAER.スイス>に至るまで、ライバル銀行にとっても顧客を獲得するチャンスをもたらす。すなわち、ウェルスマネジメント事業合併でリスクが生じるのだ。独立系コンサルタントのボブ・ケーシー氏は「2社の合併で規模は巨大となるが、多くの超富裕層にとっては、機敏で魅力的なプレイヤーとはならないだろう。富裕層は、銀行の合併を嫌う」と語る。

今週の予定

3月27日（月）

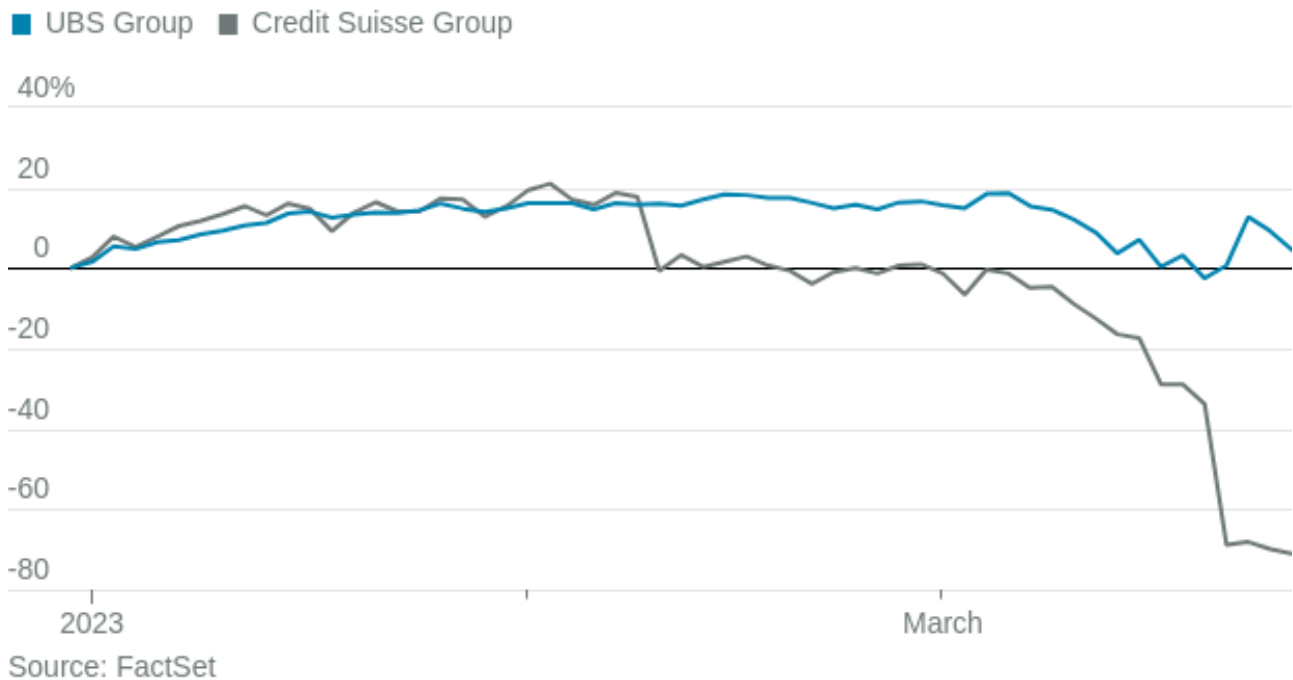
- ・ドイツのバイオ医薬品メーカー、ビオンテック<BNTX>、クルーズ客船の運航会社カーニバル<CCL>が四半期決算発表。
- ・ダラス連銀が3月のテキサス州製造業景況指数を発表。エコノミスト予想はマイナス11と、2月から約2.5ポイント改善。同指数は10カ月連続でマイナスを記録している。

3月28日（火）

- ・スポーツウエアメーカーのルルレモン・アスレティカ<LULU>、調味料大手のマコーミック<MKC>、半導体大手マイクロン・テクノロジー<MU>、ドラッグストア・チェーン大手のウォルグリーン・ブーツ・アライアンス<WBA>が決算発表。
- ・S&Pコアロジックが、1月のS&Pケース・シラー住宅価格指数を発表。予想は前年同月比3%上昇（12月は同5.8%の上昇）。年率に換算した住宅価格の上昇率は2022年3月の20.8%をピークに、毎月減速している。3月21日には全米不動産業者協会（NAR）が2月の中古住宅販売件数を発表。2月の中古住宅価格の中央値は36万3000ドルと、前年同月比マイナス0.2%となった。中古住宅販売価格がマイナスとなるのは2012年以来初めて。
- ・コンファレンス・ボードが3月の消費者信頼感指数を発表。コンセンサス予想は101と2月の数値を

A Long Decline

Credit Suisse has seen its shares stagger under a variety of self-inflicted blows since 2021. UBS has plowed ahead.



約2ポイント下回る。同指数は2022年の夏を底に、逼迫（ひっばく）する労働市場に支えられ反発している。2月の調査では52%の消費者が「仕事は豊富にある」と回答し、「仕事はなかなかない」と答えたのは10.5%にとどまった。

3月29日（水）

- ・米下院金融サービス委員会で、シリコンバレー銀行とシグネチャー銀行の経営破綻に関する公聴会が開かれ、銀行規制関係者が出席する。米連邦準備制度理事会（FRB）で金融監督を担当するバー副議長と米連邦預金保険公社（FDIC）のグルーエンバーグ総裁が証言を行う予定。
- ・制服メーカーのシンタス<CTAS>と中小企業向けアウトソーシング・サービスのペイチェックス<PAYX>が決算コンファレンスコールを開催。
- ・半導体大手インテル<INTC>がコンファレンスコールを開催し、同社のデータセンターと人工知能（AI）への取り組みに関する説明を行う。
- ・NARが2月の中古住宅販売保留指数を発表。コンセンサス予想は前月比マイナス2.3%（1月は同プラス8.1%）。1月の上昇率は2020年6月以来最大となった。2022年は11月まで11カ月連続でマイナスを記録するなど、中古住宅市場にとって厳しい年となった。

3月30日（木）

- ・米経済分析局（BEA）が米国の2022年第4四半期の国内総生産（GDP）確定値を発表。予想成長率は季節調整済み年率換算で2.7%と、改定値と変わらず。

3月31日（金）

- ・BEAが2月の個人所得および消費支出統計を発表。個人所得・支出ともにコンセンサスは前月比0.3%増。1月は個人所得が同0.6%増、個人消費支出（PCE）が同1.8%増。FRBがインフレ指標として重視する食品とエネルギーを除くコアPCE物価指数の予想は、前年同月比4.7%の上昇で1月と同じ。

By Andrew Welsch
(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』 2023/03/26
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