

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2023/04/02

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIIJI PRESS



DOW JONES

1. ティックトックをめぐる戦いは始まったばかり - The Battle Over TikTok Is Just Starting [カバーストーリー]
最大の勝者は誰か P.1
2. ティックトック禁止が世代を分断 - The TikTok Ban Is Causing a Generational Divide. The Fallout Could Be Serious. [フィーチャー]
Z世代が禁止反対の先頭に P.5
3. 商業用不動産ローンへの集中度の高い15の中堅銀行をリストアップ - These 15 Midsize Banks Have a Risky Specialty [フィーチャー]
現時点では問題にならず、得意分野が表面化のケースも P.9
4. 中国企業で狙われるのはティックトックが最後ではないだろう - TikTok Won't Be the Last Chinese Firm Targeted [フィーチャー]
対中不信があおる米国の中国離れと中国の対米報復策の先行き P.13
5. 住宅ラウンドテーブル - The Housing Market Springs Eternal. [不動産]
不動産市場は永遠に繁栄。投資のプロが描くバラ色の未来 P.16
6. 3月の株式市場は荒い値動きで始まり、上げ相場で終わる - March's Stock Market Came in Lion, Goes Out Like a Bull [コラム]
狂乱の先に待つのは何か P.23
7. 銀行の貸し出しが減速する中での株価上昇に警戒信号 - The Stock Market Rallied Into a Banking Slowdown. Be Worried. [米国株式市場]
好調な第1四半期だったが、貸し出し厳格化による景気鈍化の可能性に注意 P.25
8. ウォルマートとフィリップ・モリスの投資判断引き上げへ - Walmart and Philip Morris Get Upgrades. Can Either Beat 5% Money Markets [投資戦略]
マネー・マーケットの5%リターンを超えるか P.27
9. リフトのCEO交代は打開策にならないかもしれない - Lyft Is Struggling. A CEO Change May Not Do It. [ハイテク]
企業価値の大幅な減少は身売りの正当性を示唆 P.30
10. 今週の予定 - Altria Lays Out a Transition to Smokeless Products. [経済関連スケジュール]
アルトリアは無煙タバコに移行するが、まずは配当重視 P.32

※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。

1. ティックトックをめぐる戦いは始まったばかり

The Battle Over TikTok Is Just Starting
最大の勝者は誰か

[カバーストーリー]

ティックトックの三つの道



Illustration by TYCO

ショート動画共有アプリのティックトックは、世界で最も成功した事業の一つへと急速に成長した。調査会社イーマーケットターによると、今年の売上高は前年比43%増、2020年比10倍の142億ドルとなる見込みで、同業のスナップ<SNAP>、ピンタレスト<PINS>、ツイッターの合計売上高を上回るとみられる。

ただし、それには「事業が停止しなければ」という条件が付く。過去数カ月で、米議会、米政

府、米軍、海外政府などのさまざまな機関がティックトックのリスクを警告している。ティックトックで歌やダンスの動画を見ているZ世代の多くは驚くに違いない。

ティックトックの周受資

CEO（最高経営責任者）は最近、下院エネルギー・商業委員会の公聴会で、敵意に満ちた議員たちの前で5時間にわたる議会証言をすることとなった。共和党のキャシー・マクモリス・ロジャーズ下院議員は、開始数分で、ティックトックは「米国を操るための道具であり、禁止されるべきだ」と主張した。

ロジャーズ議員のような批判派は、ティックトックで最も大きな権力を持っているのは中国の習近平国家主席だと考えている。「ティックトックは、中国が米国人をスパイし、プロパガンダを流布するための道具だ」と信じている人々にとっては、ティックトックの所有構造や経営体制などはどうでもいいことだろう。しかし、投資家にとっては、ティックトックが実際に禁止された場合の影響と同じく、非常に興味のある情報だ。

ティックトックは、中国のインターネット複合企業である北京字節跳動科技（バイトダンス）の一部門だ。調査会社CBインサイトによれば、バイトダンスの推定企業価値は2250億ドルで、ベンチャーキャピタルが支援する非上場企業としては世界で最も高い。バイトダンスは複数のベンチャーキャピタルから95億ドルの資金を調達している。本誌はこれらのベンチャーキャピタルに取材を試みたが、ティックトックをめぐる議論についてコメントは得られなかった。

周CEOは、バイトダンスの株式の60%は機関投資家、20%は従業員、20%は創業者が所有しており、「バイトダンスは中国などの国の工作機関ではない」と証言した。しかし、議員たちは周CEOを信じていない。民主・共和両党は、ソーシャルメディアの悪しき点と、中国による地政学的リスクの両方をティックトックの中に見いだしている。3月に超党派の上院議員グループが提出した「制限法」は、外国のハイテク企業を規制し、商務長官に特定のサービスを禁止する権限を与えるものだ。明言はされていないが、同法はティックトックを標的としており、ホワイトハウスも法案を支持している。

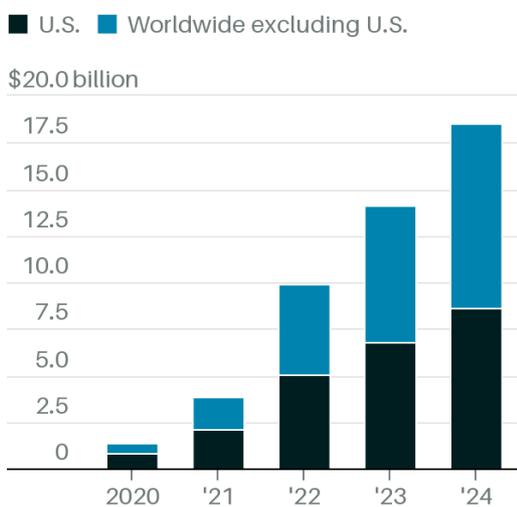
ティックトックには三つの道が考えられる。一つは現状維持だが、米国政府に敵視されている現状を考えると、長い目で見ても現実的ではない。二つ目は、議会でティックトックを禁止する法律が成立し、バイデン大統領がこれに署名し、裁判所も支持するというものだ。この場合、バイトダンスが米連邦憲法修正第1条を理由に異議を申し立てるのは確実だろう。三つ目は極めて複雑で、構造的に困難だ。すなわち、バイトダンスがティックトックをスピンオフや売却などの形で米国の所有者に移転し、中国との関係を断ち切るというシナリオである。

禁止が「パンドラの箱」を開ける可能性も

TikTok Rakes It In

TikTok could generate more revenue this year than Snap, Pinterest, and Twitter combined.

Advertising Revenue



Source: eMarketer

まずは、ティックトックが米国で禁止された場合に何が起きるか考えてみよう。

ティックトックは、米国の月間アクティブユーザー数は1億5000万人と述べており、これは世界全体のユーザー数の約10%に相当する。イーマーケットャーによれば、昨年のティックトックの米国の広告収入は50億ドルで、2023年は68億ドル、2024年は86億ドルに達する見込みだ。ティックトックが禁止された場合、ユーザーが費やしていた時間や広告収入はどこへ向かうのだろうか。

ウォール街のコンセンサスでは、勝者となるのは、フェイスブックとインスタグラムの親会社であるメタ<META>、グーグル傘下のユーチューブを有するアルファベット<GOOGL>、ソーシャルメディアのスナップチャットを所有するスナップの3社だ。各社はそれぞれ独自のショート動画機能を持っている。こうしたアプリのユーザー体験はティックトックとほぼ同一だ（実際、多くの動画はこれらすべてに投稿されている）。

モルガン・スタンレーのアナリスト、ブライアン・ノワク氏は、ティックトックが禁止された場合、530億時間のデジタルメディア消費時間の奪い合いになると試算している。ノワク氏の見解では、株価の観点から見た最大の勝者はメタで、アルファベットへの影響は比較的小さい。スナップの株価は、ティックトックの事業停止によるメリットについて、強気な想定を既にある程度織り込んでみるとみられる。

メタの場合、ノワク氏の計算では、ティックトック利用時間の10%を獲得するごとに、1株当たり利益（EPS）が約20セント増加する。ティックトック利用時間の50%を獲得できれば、2024年のEPSは約1ドル（約7%）増加する計算だ。メタのマーク・ザッカーバーグCEOは、直近の決算説明会で、ショート動画機能「リール」の売上高は年間30億ドルを上回るペースだが、損益分岐点には達していないと述べた。

アルファベットにとっての魅力は、メタに比べると乏しい。最善のシナリオは、ユーチューブが米国のティックトック利用時間の半分を獲得し、売上高が約20億ドル増加するというものだ。このシナリオでは、ノワク氏はアルファベットの目標株価を約1ドル引き上げて135ドルとする。

スナップの場合、スナップチャットの一般的な収益化率に基づくと、ティックトック利用時間の10%を獲得するごとに売上高が4億4000万ドル増加すると推定される。これにより、株価はノワク氏の基本シナリオにおける目標株価7ドルを約1.3ドル上回ることになるが、それでも現在の株価である11ドル弱を大幅に下回っている。ノワク氏によれば、株価にはスナップがティックトック利用時間の25%を獲得することが既に織り込まれているが、5%となる可能性の方が高い。

エバーコアISIのアナリスト、マーク・マハニー氏は、最近の公聴会の厳しいトーンにもかかわらず、ティックトック禁止の確率は依然として50%を下回るとみている。ただし、1年前には、その確率は5~10%だったという。マハニー氏は「リスクは大幅に高まっている。他のどの政治的問題よりも、ティックトックの問題はコンセンサスが取れている」と指摘する。

マハニー氏は、たとえティックトックが禁止されなかったとしても、政府や議員の厳しい攻撃を受け、広告主やユーザーが他のプラットフォームに移り始める可能性があるという。マハニー氏の考えでは、ティックトック禁止による恩恵を最も明確に享受するのはユーチューブとインスタグラムだが、ユーザー層がティックトックと最も近いスナップにとってもプラスである。

パイパー・サンドラーのアナリスト、トム・チャンピオン氏の見方は少し異なる。メタの規模を考えると、ティックトックの禁止による追い風はわずかであり、「メタの広大なプラットフォーム群にはほとんど影響しない」という。チャンピオン氏は、規模が比較的小さいスナップにとっては、広告支出と利用時間の両面で大きな影響があるとみている。

ディープウオーター・アセット・マネジメントのマネジングパートナーであるジーン・マンスター氏は、ティックトックの禁止が「パンドラの箱を開け」、中国の他のアプリの禁止につながり、中国で事業を運営している米国ハイテク企業が報復を受ける可能性があるとしている。また、マンスター氏は、議会がソーシャルメディアアプリを「若者のメンタルヘルスにとって有害」とみていることを警告する。メタとスナップの株主は、「両社に再び規制当局からのスポットライトが当たるのは時間の問題」であることに警戒すべきだという。

メタのザッカーバーグCEOは禁止にあまり乗り気ではないようだ。ニュースサイトのバズフィード・ニュースによると、ザッカーバーグ氏は、昨年夏の全従業員対象のミーティングで、米国でのティックトック禁止は「非常に良くない前例」を作ることになると語った。

■ 買い候補が当局の承認を得るのは困難

では、売却の可能性はどうだろうか。

2020年にトランプ政権がバイトダンスにティックトック売却を求めていた時、買い候補は2組だった。法人向けソフトウェア大手オラクル<ORCL>と小売り大手ウォルマート<WMT>のコンビと、マイクロソフト<MSFT>だ。オラクルとウォルマートはホワイトハウスとの合意にこぎ着けた。

合意では、新会社ティックトック・グローバルの株式をオラクルが12.5%、ウォルマートが7.5%取得することになっていた。バイトダンスはティックトックの株式80%を維持するが、バイトダンス自身の株式の40%を米国の投資家が保有しているため、ティックトックの過半数を米国人が保有すること

になるとみなせる。この合意はバイデン政権の成立によって白紙に戻った。マイクロソフトの買収案は公開されなかった。

新たな買収合意の金額は非常に大きくなりそうだが、非現実的な規模にはならないだろう。イーマーケットによると、2022年のティックトックの全世界売上高（ティックトックの中国版であるドウイン・ドットコムを除く）は100億ドル弱にとどまっており、2023年の売上高は140億ドルとなる見込みだ。メタ、スナップ、アルファベットの2023年予想売上高に対する株価売上高倍率は約4倍だ。ティックトックの成長は3社より速いが、厳しい規制に直面している。ティックトックの企業価値を2023年予想売上高の4倍弱とすると、約500億ドルになる。

バイトダンスの60%を保有する機関投資家が持ち分を維持すると仮定してみよう（ただし、機関投資家の一部は中国に拠点を置いている）。買収の目的が、創業者が所有する20%の持ち分と、中国人スタッフが所有する従業員持ち株の一部を買い取ることである場合、買収側はバイトダンスの約30%（約150億ドル）を取得する必要がある。

最も魅力的な買い手候補のうち、メタとアルファベットは規制当局の承認を得られないだろう。アップル<AAPL>なら可能だが、同社は大規模買収をしない。アマゾン・ドット・コム<AMZN>は連邦取引委員会に敵視されており、承認を得られない公算が大きい。オラクルは医療情報技術大手サーナーを280億ドルで買収したばかりで、バランスシートに余裕がない。マイクロソフトは、ゲームソフト大手アクティビジョン・ブリザード<ATVI>の買収をめぐる規制当局との争いが紛糾しているが、ティックトック買収を実現できる可能性がある。12月末時点で、現金と市場性有価証券の残高は1000億ドル弱だった。プライベートエクイティファンドにとっては、買収の規模が大き過ぎる。ただし、新規株式公開（IPO）によって問題を解消できるかもしれない。オラクルとマイクロソフトはティックトック買収に関するコメントを拒否した。

調査会社ニューストリート・リサーチのアナリスト、マット・ペロー氏は、周CEOの議会証言前に公開されたリサーチノートで、バイトダンスがティックトックを手放すよう強いられるのが最も可能性の高いシナリオだと述べた。この考えは、長時間にわたる議会証言を経た後も変わらないと言う（ペロー氏はフェイスブックの元公共政策担当ディレクターで、同社の競争上の地位について議会で証言したことがある）。

中国政府は強制売却に反対を表明しているが、ペロー氏は、バイデン政権による売却命令を止める力はないとみている。また、米国人の約半数がティックトックを毎月利用していることを考えると、利用を直接禁止すると有権者の不興を買う可能性があるという。

共和党のランド・ポール上院議員も同様の見解を示している。ポール議員は禁止に反対しており、地方新聞ルイビル・クーリエ・ジャーナルの論説記事で「ティックトックやフェイスブック、ユーチューブが気に入らないなら利用しなければよい。しかし、憲法の解釈上、これらのサービスを禁止する権利があると考えるべきではない。ティーンエイジャーが踊っている動画と、米国政府が言論の自由を制限するという前例を作ることのどちらが危険であるか、正常な判断力があれば分かるはずだ」と述べている。

ジーナ・レモンド商務長官は最近、ティックトックの禁止について懸念を表明した。制限法において商務省が禁止処分を担うことを考えると、これは重要だ。レモンド長官は「一つの企業のアプリを禁

止したからと言って、問題が解決するわけではない。政治家としては、35歳未満のあらゆる有権者の票を永久に失うことになるだろう。私はティックトックが子供たちに提供する危険なコンテンツに依存性があると考えているため、このアプリが大嫌いだが、これが米国という国なのだ」と述べている。

ティックトックをめぐる議論は巨人同士の戦いだ。それは中国と米国の戦いであり、メタ、スナップ、グーグルとバイトダンスの戦いである。また、メタ株主とバイトダンスの大部分を保有する大手プライベートファンドの戦いであると同時に、米国の1億5000万人のティックトックユーザーと議会の戦いでもある。ティックトック禁止が次期大統領選のテーマの一つとなり、今後2年間にわたって議論が続くとしても驚くべきではない。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

2. ティックトック禁止が世代を分断

[フィーチャー]

The TikTok Ban Is Causing a Generational Divide. The Fallout Could Be Serious.
Z世代が禁止反対の先頭に

Z世代が議会公聴会に注目



Illustration by TYCO

Z世代にとって議会公聴会は通常見逃せないコンテンツではないが、3月23日にTikTok（ティックトック）の周受資CEO（最高経営責任者）が厳しい質問攻めにあった公聴会は例外だったようだ。

5時間にもわたる公聴会が行われたこの日に、ティックトックでは議員がアプリやテクノロジー全般について何も知らずに質問していると厳しく批判する動画であふれた。

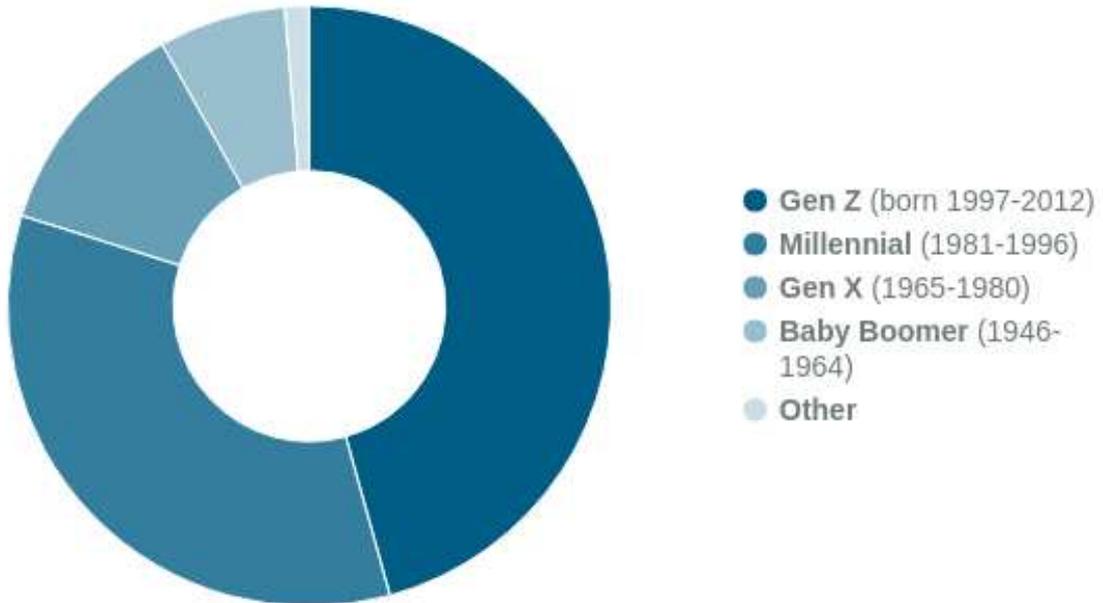
米国はティックトックと親会社の北京字節跳動科技（バイトダンス）に関わる国家安全保障の懸念への対処に取り組んでいるが、それには中国が米国のデータを監視して中国共産党のプロパガンダを拡散する可能性も含まれる。その中で約1億5000万人の米国ユーザーの一部が禁止の可能性に対して戦おうとしている。禁止に反対する請願はオンライン署名サイトのチェンジ・ドット・オーグで何万もの署名を集めており、公聴会に関するティックトック動画から明らかのように、一部のユーザーは米国政府がこのプラットフォームの重要性や、ユーザーの多くを占める世代の懸念を理解していないと確信している。

インサイダーインテリジェンスの2023年のデータによると、ティックトックユーザーの46%はZ世代（1997年から2012年生まれ）で、ミレニアル世代（34%）、X世代（12%）、ベビーブーマー世代（7%）と続く。これは他のSNSとは違っており、インスタグラム、フェイスブック、ユーチューブの最大のユーザーはミレニアル世代だ。

驚くことではないだろうが、ティックトック禁止に対する怒りは世代で異なる。世論調査会社ソーシャルスフィアの調査によると、成人したZ世代の半数強が全国一律の禁止に反対するが、ミレニアル世代では34%だ。この調査はその上の世代を対象にしていなが、CBSニュース/ユーガブの全国調査では回答者の61%が禁止に賛成している。

ティックトックはZ世代に特別な存在

U.S. TikTok User Demographics



Note: 2023 data; Internet users who access their TikTok account via any device at least once per month; Other generations include people born after 2012 and before 1946.

Source: Insider Intelligence

ティックトックはダンスなどのエンターテインメントをシェアするアプリとしてスタートしたが、ユーザーによると特にZ世代にとってバーチャルな広場に近しい存在になってきている。ティックトックのユーザーはこのプラットフォームを楽しみ、起業、コミュニティー作り、政治組織作り、情報共有の手段として見ている。ティックトック禁止は若者に特に害をもたらし、彼らがつながり、意見を述べ、中には収入を得る道を閉ざすと懸念する人がいる。禁止の影響は広範囲にわたって長く続く可能性がある。例えば、Z世代の多くは政治が彼らを代表していないと感じており、彼らを政治から疎外してしまう恐れがある。

26歳のティックトックユーザーのイザベラ・セガロビッチ氏は「恐ろしい。考えを共有する出会いの場が取り上げられるかもしれないのは恐ろしい。言論の自由の大きな、大きな抑圧でありオンラインで集まる権利の大きな抑圧だ」と語る。

ティックトックの人気の高まるにつれ、他のSNSもマネを試みて自らのショート動画機能をリリースした。しかしユーザーは、ティックトックにはそれ以上のものがあり、違うプラットフォームに移るだけでは解決にならないと言う。

ティックトックがなぜユーザーにとってそれほどまでに唯一の存在なのか特定するのは簡単ではな

い。中毒性がある有名なアルゴリズムは明らかにその一部だ。ユーザーによると、このアルゴリズムはユーザーのコンテンツを細かく分析し、その内容に合うであろう人に送り届けてニッチなサブグループを創り出す。セガロビッチ氏の場合、歴史のある装飾デザインについての投稿が17万人を超えるコミュニティを生みだし、彼女が情熱を持つことについて書いたり教えたりすることでユーザーから報酬を得ている。

金融知識に関する動画を作成する26歳のオースティン・ハンクウィッツ氏は、メタ<META>（旧フェイスブック）のインスタグラムとは対照的に、ティックトックのコンテンツクリエイターは専門家や有名人よりも仲間として見られることが多く、「動画を見る人は洗練されたものよりも、人の感情、実話や実際の経験についての、自然で制限も編集もない動画を好み」ティックトックのエコシステムはそのようなアカウントをうまく優先していると語る。

リッチモンド大学で専制政治とガバナンスにおけるメディアの役割を研究する政治学のダン・チェン助教は、ユーザーがコンテンツで収入を得るかどうかに関わらず、フォロワーを別のプラットフォームに移すのは簡単ではないと語る。またチェン氏は、SNSのプラットフォームは独自の規範とサブカルチャーを持ったエコシステムとなっており、他のプラットフォームに必ずしも移し替えられるものではないと語る。

皮肉なことにZ世代のティックトックユーザーは、議会はアプリ禁止の政治的な意味を誤解していると言う。ピューリサーチセンターによると、30歳以下の米国成人の26%が普段ティックトックでニュースを見ており、この比率は2020年の9%から上昇した。また、ティックトックは政治活動や組織作りに使われる人気のプラットフォームにもなっている。

24歳のヤガネ・マファハ氏の職業はコンテンツクリエイターで、「ジェンZフォー・チェンジ」にも所属している。このグループはリベラルな活動家の集まりで、ティックトックなどのSNSを使って若い有権者の投票率を上げたり、気候変動、ジェンダー平等、銃の安全な取り扱い等の問題について主張を行っている。

Z世代が政治の重要な力に



Photographs by Gretchen Robinette for Barron's

マファハ氏は「ティックトックと特にZ世代無しには、バイデン氏は大統領になっていたか分からないと思う。他の誰もがバイデン氏を引きずり下ろそうとした時にわれわれは彼を支持した。われわれは非常に多くの民主党指導者を支持しており、彼らはティックトックが無ければ現在その地位にいないだろう」と語る。

最も若いZ世代はまだ選挙権がないが、この層は米国政治の重要な力になってきている。調査会社イーマーケットによると、Z世代は人口の約20%を占め、ミレニアル世代とベビーブーマー世代よりはやや少ないが、それに次ぐ3番目に大きな世代だ。

ティックトックへの懸念は民主党と共和党が珍しく共有する問題になってきているが、もし禁止が若い世代の反発を呼べば民主党がより大きな傷を受けるかもしれない。AP通信によると、2020年の大統領選挙でバイデン氏は18歳から24歳の投票者の63%の支持を受けた。2022年の中間選挙では、民主党は同じ年齢層で14ポイントリードし、幾つかの接戦州では若い投票者が重要な役割を果たした。

サラ・ローレンス大学の政治学教授でアメリカン・エンタープライズ・インスティテュートのノンレジデント・シニアフェローのサミュエル・エイブラムス氏は「Z世代はこれらの選挙が接戦であり、多くの場合票の差はわずかで、彼らが影響を与える可能性があることを理解している」と語る。

エイブラムス氏の研究によると、Z世代は前の世代ほど特定の政党を支持せず、民主党、共和党のどちらでも自分たちを正確に代表すると感じられる政治家を見つけようと苦労している。

活動家のマファハ氏は、ティックトック禁止の議論が進む中でユーザーは政治家の立ち位置に注目し続け、「人々は間違いなく、誰が彼らのために本当に立ち上がり、誰が選挙運動中に若い世代を気に掛けているとうそを言っていないかを見ている」と語る。

テクノロジー企業の幹部が議会に現れた時によくあることだが、視聴者がいわゆるデジタルネイティブでなくても、周CEOに質問した議員の中にテクノロジーの知識がない議員がいたことは明白に分かった。

ティックトック禁止に反対する請願を始めた一人である50歳の整形外科医アンソニー・ヨウン氏は、「私やティックトックコミュニティが驚いたのは、政治家がSNS、テクノロジーやティックトック全体についてあまりにも知らないということだ。というのも、幾つかの質問は全く知識を欠いていて、まるで1980年代の人間みたいだった」と語る。

議員の質問が面白おかしいティックトック動画になったこともあった。法律関係の動画を制作する25歳のコンテンツクリエイターのショーン・ゾレック・バンバルケンバーグ氏は「面白いけれど危険でもある。というのも、ばかげた質問を見ると、議員が真剣に質問していないと受け取ってしまう」と語る。

ゾレック・バンバルケンバーグ氏の見方では、技術的な質問を明確に表現できない議員と、言い間違いをバカにする第三者の傾向はどちらも問題であり、正当なことが覆い隠されてしまう。

最終的には、ティックトック禁止に反対することは、公聴会で出た問題をユーザーが無視することには必ずしもならない。ソーシャルメディアの調査によると、Z世代とミレニアル世代の回答者の61%がティックトックと中国共産党との関係を懸念しており、3分の2を超える回答者が、中国政府が個人データにアクセスしたり、アルゴリズムを使ってプロパガンダを拡散する可能性を懸念している。

ティックトックのスポークスパーソンのジャマル・ブラウン氏は本誌へのメールにおいて、国家安全保障上の懸念に応え、米国のデータを米国内で保護するために、ティックトックは「過去にない行動」を取ったとしている。

ブラウン氏は「国家安全保障への懸念に応える最善の方法は、米国ユーザーのデータとシステムを、

米国内において透明性のある手法で保護し、第三者のしっかりとしたモニタリング、検査、検証を行うことだが、それは既に実行している」と語る。

それでも、間違った情報、コンテンツ・モデレーションやユーザーへの心理的影響などの問題はティックトックに限らないとの指摘がある。マファハ氏は「ティックトックだけを悪者扱いするのは全くフェアではないと感じる」と語る。もしティックトックが禁止されれば、メタのインスタグラム、アルファベット<GOOGL>のユーチューブ、スナップ<SNAP>などの他のプラットフォームがシェアを得ると一般に思われているが、乗り換ええないと言うユーザーもいる。

ティックトックを禁止すれば、Z世代は政治的な対話から疎外され、彼らの政府機関への信頼は揺らぐだろうか。ティックトックのファンの中にはそうだと言う人もいる。しかし、以前は共和党の議会補佐で今は民主党の政治ストラテジストであるカート・バーデラ氏は、疎外リスクは低いと語る。

バーデラ氏は「もしティックトックがなくなったことで政治に参加しなくなるならば、真剣ではないということだ。というのも、もし学校での銃犯罪、気候変動危機、格差などの問題を気に掛けていれば、SNSのアプリが参加度に関係があるはずはない」と語る。

By Sabrina Escobar
(Source: Dow Jones)

3. 商業用不動産ローンへの集中度の高い15の中堅銀行をリストアップ [フィーチャー]

These 15 Midsize Banks Have a Risky Specialty
現時点では問題にならず、得意分野が表面化のケースも

地方銀行で次に懸念されるのは商業用不動産向けローンか



Dreamstime

3月10日のシリコンバレー銀行（SVB）の破綻以来、地方銀行は容赦ない監視の目を向けられている。預金保険適用外の預金や現金の残高水準が調べられ、不足が判明した銀行の株価は半分に下落した。

地方銀行に関して次に心配するのは、商業用不動産向けローンかもしれない。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）後の働き方、買い物の仕方の変化で、全米で空室が目立つようになった。リセッション（景気後退）が到来すれば、多くの不動産所有者がローン債務の支払いを滞らせる可能性があると言われていると専門家は警告している。

どの金融機関が最も問題となっているのか。銀行規制当局は、銀行に対して商業用不動産向けローンへの集中に関するガイドラインを設定している。そこで本誌は、S&Pグローバル・マーケット・インテリジェンスに依頼して、同ガイドラインで設定された水準を超えている銀行を連邦政府へ提出され

た書類から抽出し、15の銀行をリストアップした。

これらの銀行は、ほとんどが資産規模で全米上位100行の下半分に位置する中堅銀行だ。各銀行は、商業用不動産向けローンに集中しているのは、得意分野だからだと本誌に語っている。不良債権が業界を下回る水準にあることから判断すると、2022年末時点でもそうした融資に強みがあったように思われる。15行中11行の不良債権は、地方銀行の中央値が総貸付残高の0.84%であるのに対し、その半分未満であった。

ほとんどの銀行が、郊外の複数のオフィスビルが集まるオフィスパーク、小売店やアパートなど担保不動産の価値によってローンが十分にカバーされていると述べている。しかし、向こう1年間にもし商業用不動産の基盤にひびが入るようなことがあれば、投資家はこれらの銀行や他の地方銀行から目を離すことはできないだろう。商業用不動産向けローンの80%は、地方銀行や特定地域に特化した比較的小規模なコミュニティバンクが占めていると言われている。

規制当局との対話を促す二つの基準と浮かび上がった15行の現状

Largest U.S. Banks With High Concentrations of Commercial Real Estate Loans

Regulators pay extra attention to banks in two instances: 1) commercial real estate, or CRE, loans exceed 300% of their capital and have grown 50% in 36 months, or 2) construction and development, or C&D, loans exceed 100% of capital. (Scroll to see all columns.)

Company / Ticker	Recent Price	Year-to-Date Change	Market Value (bil)	Total Assets (bil)	CRE/Capital > 300%	CRE Growth >50% in 36 mos.	C&D/Capital > 100%	Non-Performing Loans/Total Loans %
Valley National Bancorp / VLY	\$9.31	-17.7%	\$4.7	\$57.5	440	73	64	0.63
PacWest Bancorp / PACW	9.39	-59.1	1.1	41.2	376	36	137	0.38
Bank OZK / OZK	34.52	-13.8	4.0	27.7	346	43	187	0.24
Pacific Premier Bancorp / PPBI	24.51	-22.3	2.3	21.7	329	110	15	0.21
Washington Federal / WAFD	30.34	-9.6	2.0	21.6	393	84	121	0.17
Independent Bank / INDB	67.38	-20.2	3.0	19.3	316	100	52	0.39
Trustmark / TRMK	25.31	-27.5	1.5	18.0	271	33	106	0.97
Axos Financial / AX	37.64	-1.5	2.3	17.9	422	110	154	0.61
ServisFirst Bancshares / SFBS	55.06	-20.1	3.0	14.6	329	129	100	0.15
First United / FUNC	17.08	-13.1	0.1	14.5	343	80	161	0.30
Sandy Spring Bancorp / SASR	26.77	-24.0	1.2	13.8	369	114	83	0.31
Provident Financial Services / PFS	19.50	-8.7	1.5	13.8	487	52	57	0.57
Dime Community Bancshares / DCOM	23.46	-26.3	0.9	13.2	563	294	17	0.32
First Foundation / FFWM	7.48	-47.8	0.4	13.0	561	100	13	0.12
OceanFirst Financial / OCFC	19.04	-10.4	1.1	13.0	449	142	53	0.23
MEDIAN FOR REGIONAL BANKS					124	41	29	0.84

Note: "Capital" means equity, reserves, and allowance for loan losses; "nonperforming" means loans 90+ days past due or nonaccruing; market data as of March 28; other data as of Dec. 31, 2022.
Sources: S&P Global Market Intelligence; Bloomberg; FFEIC

今回のリストには、最近のニュースで聞き慣れた名前もある。リストの二番目にランクされたのはパシフィック・ウェスタン銀行だ。カリフォルニア州ビバリーヒルズに拠点を置く、同行の持ち株会社バックウエスト・バンコプ<PACW>の株価は、SVBの破綻を受け、ベンチャー企業の預金者が現金を引き揚げたことで急落した。バックウエストは資金調達源を用意し、預金保険適用外の預金をカバーするのに十分な現金を持っており、またローンポートフォリオは分散されており、良好な状態であると述べている。

バックウエストのローンポートフォリオには不動産向けローンが多い。2022年末時点で、パシフィック・ウェスタン銀行の商業用不動産向けローン残高は、貸倒損失のクッションとなる自己資本の375%超に達している。さらに不動産向けローンのうち最もリスクの高いとされる土地向けや建設向け不動

産ローンは、自己資本の140%近くに達している。

連邦政府のガイドラインでは、商業用不動産向けローンの集中リスクについて、規制当局による「水準、性質、管理」の一段の分析につながる可能性がある二つの基準を定義している。一つ目は、商業用不動産の非所有者向けローンが銀行の自己資本の300%を超え、かつ過去36カ月間に50%超増加しているかどうかというものだ。二つ目は、建設および土地開発のためのローンが資本の100%を超えているか否かだ。

ここに掲載したすべての銀行と同様に、パックウエストはこの「300/100」基準のいずれか、または両方の水準を超えている。

ガイドラインが策定された2006年に通貨監督庁（OCC）の副長官だった銀行コンサルタントのキャサリン・ディック氏は、「商業用不動産向けローンは、景気後退時に投機的な土地向けローンが最初に問題になる資産の一つであるため、景気後退の先行指標となることが多い。ガイドラインの核は、銀行が規制当局と話をするトリガーを設定することだ。あくまでガイドラインであり、厳格な規制を設けたものではない。商業用不動産向けローンは、多くのコミュニティバンクにとって生き残る術となっている」と話す。

パックウエストは本誌の質問に答えていない。しかし、同社のポール・テイラー最高経営責任者（CEO）は、1月に2022年の決算を発表した際、顧客との「つながり」に基づく不動産向けローンは継続していきだろうと予想した上で、「バランスシートから分かる通り、われわれがとても得意とし、かつ多く手掛けているのは不動産向けローンだ」と述べた。2022年末時点で、パックウエストの90日以上返済期限を過ぎた債権を含む不良債権は、総貸付残高のわずか0.38%だ。

12月時点で商業用不動産向けローンがガイドラインを上回った最大の金融機関は、ニューヨークおよびニュージャージーに拠点を置くバレー・ナショナル・バンコプ<VLY>で、商業用不動産向けローン残高の水準は、過去3年間で70%超上昇し、自己資本の440%に達した。

バレー・ナショナルの上級副社長であるマルク・ピロ氏は、「二つの買収がバレーの成長に貢献した。バレーの商業用不動産向けローンは、地域、物件タイプ、ローンサイズによって高度に分散されている。特定の地域に大きく集中することなく、きめ細かなポートフォリオを保有し、優れた信用力を維持し続けている」と述べている。

商業用不動産向けローンへの集中度が三番目に高い銀行は、アーカンソー州リトルロックのバンク・オーギーケー<OZK>だ。12月時点で商業用不動産向けローンが自己資本の345%超、建設および土地開発向けローンは180%超となっている。オーギーケーは、今は何かを言うべきときではないとして、ローンに関するコメントを控えている。2月に米証券取引委員会（SEC）に提出した10-K開示資料では、ローンの集中を認めたが、ローンの適切な引き受けとモニタリング手続きを確立していると述べている。2022年末時点のオーギーケーの自己資本比率は14%と、このリストに掲載した銀行の中では最も高い水準だ。

リストの四番目は、カリフォルニア州アーバインを拠点とするパシフィック・プレミア・バンコプ<PPBI>で、商業不動産向けローン残高は2022年12月までの3年間で2倍超となり、自己資本の329%という水準となった。広報担当者は、「商業不動産向けローン残高のうちの3分の2は集合住宅向けロ

ーンで、パフォーマンスも良好だ。商業用不動産向けローンへの集中は、さまざまな経済や金利のサイクルの中で適切に管理されてきた。われわれは、長期的な視点に立った、規律ある信用引受基準を有している」と言う。

シアトルに本社を置くワシントン・フェデラル<WAFD>の株式は、このリストの中では最もよく持ちこたえている。ワシントン・フェデラルのマーケティングチーフであるブラッド・グッド氏は、「われわれのローンは、ローン残高の2倍の価値がある商業用不動産に担保されているからだ。われわれの不良資産残高は地方銀行の中で最も少ない部類に入る」と言う。

不動産向けローンは、自らの地域を理解している銀行にとって、成長性の高い収益源となり得る。サンディ・スプリング・バンコプ<SASR>が拠点とするワシントンD.C.は、10年超にわたって住宅、オフィス、小売りが力強く成長している。サンディの商業用不動産向けローン残高は、過去3年間で倍増した後、12月末には自己資本の360%を超えた。2020年の買収がその成長に貢献した。ダン・シュライダーCEOは1月の決算説明会で、商業用不動産向けローンのうち、小売り向けが最大で約29%を、さらに郊外のオフィス向けが15%をそれぞれ占めていると述べた。

ダラスを拠点とするファースト・ファンデーション<FFWM>のスコット・カバノーCEOは、「商業用不動産向けポートフォリオのほぼすべてのローンは、集合住宅向けであり、ローン組成時のローン・トゥ・バリュー (LTV) の平均は55%と保守的だ。集合住宅向けローンは、デフォルト率という点では、商業用不動産向けローンの中で最も優れた資産クラスだ。集合住宅向けローンで償却したことは一度もない」と言う。ファースト・ファンデーションの不良債権比率は、リスト中最も低い。

ニュージャージー州の海岸を拠点とするオーシャンファースト・ファイナンシャル<OCFC>は、ニューヨーク市からフィラデルフィアまでの地域で商業ローンの大半を扱っている。広報担当のジル・アピト・ヒューイット氏は、オーシャンファーストのローンポートフォリオは良く分散されており、都市部のオフィスはほとんどないと言う。昨年、不良債権となった商業用不動産向けローンは残高のわずか0.11%だ。

二つの基準は銀行の得意分野を浮き彫りにすることもある

本誌は、このリストに掲載されているすべての銀行にローンについて質問した。7行を除くすべての銀行から回答があった。300/100テストはローンの集中について議論するトリガーになるが、銀行の得意分野を浮き彫りにすることもある。サンディエゴに本社を置くアクソス・ファイナンシャル<AX>は、12月末時点で商業用不動産向けローンが自己資本の420%を超え、建設および土地開発向けローンは自己資本の110%に達した。

しかし、アクソスの株価は、本誌がリストアップした商業用不動産向けローンへの集中度が高い銀行の中で最も下落幅が少なかった。アクソスは、ここ数週間で地方銀行が抱える最大の痛手となっている二つの点で相対的に良好である、すなわち預金保険適用外の預金が少ないこと、債券ポートフォリオの含み損も業界最低水準にあることがその理由だ。

アクソスはまた、不動産向けローンの提供方法にも特徴がある。昨年のドナルド・トランプのワシントンD.C.のホテル売却の資金調達に協力したマイケル・デル・ファミリーオフィスMSDパートナーズなどの銀行以外の貸し手の債権に優先する上位債権として、アクソスはローン債権を持つ。こうした

ローンの組成により、アクソスのローン債権は、LTVが50%未満に抑えられているため、担保物件の価値が半分にならない限り、担保不足となるリスクにさらされることはない。アクソスのグレッグ・ガーラブランツCEOは、「われわれは、LTVレシオを非常に低く抑えている。商業用不動産向けローンや貸し手間で組成されるファイナンスの取引において、われわれはファンドパートナーによる多額の劣後債権を含め、優先債権を持つ立場にあり、十分な担保を確保している」と述べた。つまり、銀行における商業不動産向けローンの集中度合いは、リスクだけでなく、銀行のローカルでの得意分野を表すこともできる。

サンディ・スプリングのシュライダーCEOは、「米国のコミュニティバンクや地方銀行は、非常に重要な役割を担っている。われわれが一番避けたいのは、米国経済におけるその役割が崩壊してしまうことだ」という。

By Bill Alpert
(Source: Dow Jones)

4. 中国企業で狙われるのはティックトックが最後ではないだろう

[フィーチャー]

TikTok Won't Be the Last Chinese Firm Targeted
対中不信があおる米国の中国離れと中国の対米報復策の先行き

■ 緩やかに進行する米中の分断



Illustration by TYCO

動画共有サービスなどを運営する中国企業バイトダンス（北京字節跳動科技）の人気アプリ「TikTok（ティックトック）」を米国が禁止するまでの道のりは、ティックトック以外の中国の情報通信技術企業も締め出す権限をホワイトハウスに与えるという超党派の法案への支持が高まる状況の中でさえも、長く、紆余（うよ）曲折がある。米中両国の企業にとって、今後もまだ不安定な状況は続くだろう。

しかし、流れの進む方向は明らかだ。テクノロジーのような重要な分野で、徐々にではある

が、米国と中国の分断は進んでいる。1億5000万人のアメリカ人が利用するショート動画アプリのティックトックは、（米国の）政策立案者が中国を国家安全保障という観点から見る流れが急速に進むなかで、米国がターゲットにした最も知名度の高い企業である。しかし、標的にされた中国企業は、ティックトックが最初でもなければ、最も重要な企業だというわけでもなく、また、最後というわけでもないだろう。

米国企業は、米国政府が講じた対中措置への報復に備えてきた。しかし、2019年に、米国が世界最大の通信機器メーカーである中国のファーウェイ・テクノロジーズをブラックリストに載せ、先進的な半導体へのアクセス制限を行った後も、何も重要なことは起こらなかった。また、昨年秋に、バイデン政権が中国の先端半導体技術へのアクセスを制限し、中国内で半導体産業を育てようという中国政府の努力を妨げた後も、報復はなかった。

独立系運用会社マシューズ・アジアの投資ストラテジストであるアンディ・ロスマン氏は、「ティックトックを締め出したり、売却を強制したりしても、中国には大きな痛手はないし、ここしばらくの、ワシントンによる他の決定に比べて、ずっと小さな問題であることは確かだ」と語り、ティックトックの禁止や制限の決定が、米中関係のさらなる緊張を招くことはあっても、中国政府が米国企業に対して報復行動を取ることはない、と見ている。

■ 手詰まりの短期的報復策と長期的展望

理由の一端は、選択肢が限られていることにある。ユーラシア・グループのジオ・テクノロジー担当ディレクター、シャオメン・ルー氏は、「中国政府は、反撃のために何かしたいとは思っている。しかし、テクノロジー分野でのエコシステムで米国に対抗するほどの影響力はない」と語る。「中国政府の報復は、ティックトックの売却や、いかなる販売においてもそのアルゴリズムの譲渡を禁止することに集中していこう」というのが、ルー氏の見方だ。

そうすると、米国は、ティックトックを国家安全保障上のリスクではなく、日常的に必要なものだと考える若い支持者を獲得しようと二大政党が躍起になる大統領選挙の年に、恐らく禁止措置を取らざるを得なくなる。

中国にはこれ以上の報復をするための当面の選択肢は限られているが、ルー氏は、中国が政府機関の再編や半導体戦略の見直しによって防衛力を強化するなど、長期的な視野に立っており、それによって、米国企業が不利になる可能性があるとする。

また、中国の規制当局が合併に関する決定を遅らせたり、米国企業と競合する欧州やアジア系の企業に便宜を図るなど、中国が細かい決断を下しているとする向きもある。その例として、最近開港した北京第二の空港では、米国の航空会社は一つの発着枠も獲得できなかったことを、香港の調査会社ギャブカルの研究責任者であるアーサー・クローバー氏は指摘する。

しかし、アップル<AAPL>のように、中国で大きな事業を展開している企業に対する消費者中心のボイコットや消費者行動はありえないだろう。ギャブカルのアナリスト、トマス・ガトリー氏は、「アップルや類似企業に対する報復は、逆効果だ。消費者は、アップルが中国で事業を行い、世界最大の電子機器受託生産企業グループであるフォックスコン・テクノロジー<2354.台湾>がiPhone（アイフォーン）を組み立てることによって生まれるエコシステムや能力、企業関係を維持してほしいと思っている。アップルのような企業がサプライチェーンの多様化を図る中では、とりわけその傾向が顕著だ」と指摘する。

■ 投資は個別銘柄よりファンドで

投資家へのメッセージは次の通りだ。米国のブラックリストに掲載された企業の多くは上場企業ではない。が、中国の電子商取引・ITサービス持ち株会社アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団）<BABA>や検索エンジンとオンライン広告を提供するバイドゥ（百度公司）< BIDU >など、一握りの中国の大手テクノロジーおよびインターネット企業はクラウド事業やデータを持っており、いつか非難の的になる可能性がある。

中国の景気回復の見通しに最近注目をしている人たちは、中国内の消費者に対応する企業に注目することで、より安定的な投資が可能になるのではないだろうか。その場合、上場投資信託（ETF）のグローバルX・MSCIチャイナ・コンシューマー・ディスクレショナリーETF<CHIQ>や、新興国市場のベテランマネジャーによる、国内消費者に焦点を当てた企業を好む傾向にあるアクティブファンドのマッシュューズ・チャイナ・ファンド<MCHFX>やウィリアム・ブレア新興国市場グロース・ファンド<WBEIX>などを通じた投資をお勧めしたい。

米国に焦点を当てた場合、コロナによる厳しい規制で経済が打撃を受けた3年間の後、各社が中国への新規投資を見直す中で、投資への影響は数年単位で出てくるものと思われる。また、政府による不動産や技術分野に対する取り締まりや、習近平国家主席の介入的な政策アプローチも考慮すべき点だ。

■ 静かに進行するパラダイムシフトに注目を

もう一つの変数として、米国は対中投資の監視を強化し、基幹技術へのアクセスを制限してきた一方、中国は米国などへの依存度を下げるとの取り組みを強化している。

戦略アドバイザーファーム、アジア・グループのマネージング・パートナーで、元在香港米国総領事のカート・トン氏は、「多国籍企業にとって、米中両政府が構築する民間企業に対する障壁をくぐり抜けることは、ますます危険なものとなってきている。中には、世界2大経済圏のどちらを重視するか、選択を迫られている企業もある」と言う。

こうした変化は、氷が溶けるように、非常にゆっくりと、しかし大きく米中関係と企業戦略を作り替えていくだろう。それによって、世界経済と市場のさまざまな部分に影響が及び、投資家と企業は再考を余儀なくされるはずだ。

国際通貨基金（IMF）の元副理事でもある大手運用会社グラマシー・ファンズ・マネジメントのモハメド・エルエリアン会長は、「これは、国家安全保障が経済的利益に取って代わる数十年にわたる体制転換だ」と言う。中国におけるナショナリズムの高まりは、米国企業に、数年前に中国事業を分離してチェーンレストラン会社のヤム・チャイナ・ホールディングス<YUMC>を設立したレストランチェーン運営会社ヤム・ブランズ<YUM>の後を追わせかねない。エルエリアン氏は「ヤム・チャイナは中国企業だと考えられているが、ヤム・ブランズは配当金を受け取っている」と指摘する。

■ 米国の中国系テクノロジー企業の苦境とその後

より大きな問題は、制限法がこのまま可決された場合に米国で活動する中国企業の見通しがどうなるかだ。こうした法律は、米国に進出している中国のテクノロジー企業にとって、存続の危機をもたらす可能性がある。特に、国家安全保障の大枠に当てはまる重要な分野で事業を拡大することが困難になる恐れがある。

ユーラシア・グループの政治・政策担当ディレクター、クレイトン・アレン氏は、米中関係が「管理された衰退」を維持したとしても、中国の通信、航空宇宙、防衛、テクノロジー企業、特に半導体や量子コンピューター企業は、さらなる制限や制裁の対象になり得ると指摘する。

この戦いは新たな分野にも拡大する可能性がある。例えば、クリーンエネルギーのエコシステムの一

部であり、中国が優位にある電気自動車への部品供給などだ。

アジア・グループのトン氏は、「互いに補完し合う二つの経済は、磁石のように引き合っている。しかし、経済的、国家安全保障的な懸念と、その背後にある深い不信感が、合意を遠ざけている」と、語る。

By Reshma Kapadi
(Source: Dow Jones)

5. 住宅ラウンドテーブル

[不動産]

The Housing Market Springs Eternal.

不動産市場は永遠に繁栄。投資のプロが描くバラ色の未来

初の住宅ラウンドテーブル



Illustration by Matthieu Bourel

今の不動産市場は、昨年とは全く違ってみえる。住宅ローン金利は、コロナ禍で史上最低へ低下していたが、1年前と比べて2倍近くへ上昇している。その一方で住宅価格は高止まりしている。その結果として、住宅購入希望者が上昇したコストに頭を悩ます一方で、住宅保有者は低い住宅ローン金利に満足して現状を維持しているため、売りに出される住宅が不足している。

住宅購入ブームが去った今、本誌は、住宅建設会社の株価、住宅ローン金利および住宅価格の

今後の行方を読み解くために、初の住宅ラウンドテーブルを開催した。3月に行われたラウンドテーブルの参加者は、金融グループであるBTIGの住宅アナリストを務めるカール・ライカード・ジュニア氏、株式投資会社であるスミード・キャピタル・マネジメントの最高投資責任者（CIO）のビル・スミード氏、不動産投資会社であるヌビーン・リアル・エステイトを率いるカーリー・トリップ氏、ムーディーズ・アナリティクスのチーフ・エコノミストのマーク・ザンディ氏である。

参加者は、住宅ローン金利と住宅価格が高止まりする限りにおいて、4月の住宅販売、特に中古住宅の販売は低迷するとみている。その一方で将来に関しては、人口動態、バランスシートおよび大手上場住宅建設会社のバリュエーションなど、好ましい部分が多い。

当面の見通し

本誌：金融市場を動かしている、シリコンバレー銀行（SVB）の破綻と、それに続く銀行セクターの大混乱というニュースから始めたい。その結果、米国10年物国債利回りは大幅に低下した。それは、住宅ローンと住宅市場にとって何を意味するのか。

ザンディ氏：金融システムにおける漠然たる不安と質への逃避が米国債利回りを押し下げ、住宅ローン金利も若干低下した。すべてがうまく片付けば、春の販売シーズンの住宅ローン金利は6.5~7%の



Photograph by Caroline Gutman

範囲で推移すると予想する。もっとも、金利はまだ下がるかもしれない、そうなれば不安と混乱に鑑み、住宅ローン金利が一層低下する可能性もある。

Q：買い手は、住宅ローン金利をどの水準まで容認できるのだろうか。

ザンディ氏：買い手は、6.75%の水準を好んでいない。住宅価格はパンデミック（世界的大流行）の始まりから2022年6月にかけて30%上昇しており、それに住宅ローン金利の上昇が加わると、人々にはそれだけの金額を支払う余地が

ない。住宅の新規購入者は締め出されている。住宅ローンを抱える住宅所有者は、実質的に住宅に縛り付けられている。投資家は様子見状態で、現在の高い住宅ローン金利を消化できていない。

スミード氏：10年債利回りと住宅ローン金利の間には常に密接な関係があり、その差は150～175ベーシスポイント（bp）だ。現在の住宅ローン金利は、過去30年や40年の状態とはかけ離れている。10年債利回りが4.25%の時に住宅ローン金利が7%というのは、異例なスプレッドだ。

ライカード氏：上場住宅建設会社は、金利の一部を負担（バイダウン）してきた。それは企業の利益率を低下させるが、150～200bpのバイダウンによって、消費者が住宅ローンを返済できるようになった。さらに、住宅会社は希望価格を引き下げるかインセンティブの提供に積極的だった。われわれがカバーする企業では、売値がピークから10～15%低下している。

現状で、新築住宅は、市場に出回る住宅の4分の1または5分の1だが、通常は10分の1だ。在庫は極めて少なくなっている。

スミード氏：住宅建築会社のDRホートン<DHI>の市場シェアは、1994年には1%だったが、2023年には10%を優に超えようとしている。5～6社が住宅市場を支配しており、それらの企業は、今の困難な状況を、市場シェアを高めて業界ナンバーワンになって乗り切ることが最優先に取り組んでいると述べている。なぜなら、ミレニアル世代が市場に登場しつつあり、彼らが市場に食指を伸ばしているからだ。

Q：この春の住宅購入シーズンをどのように予想しているのか。

ライカード氏：過去10カ月で初めて、来客者数が社内の予想より多い非上場住宅建設会社の方が、少ない企業を上回っている。弊社がアンケート調査した企業で、2月の販売が社内の予想を上回ったのは27%で、下回ったのも27%で同水準だった。それは、改善がみられる良い兆候だ

住宅建設会社は、住宅購入者の間に住宅価格が安定しているという安心感を与えようとして、選択的に値上げしている。それによって最終的には、将来の販売が増えるだろう。建設会社には、相当量の在庫もある。住宅価格の低下に伴って、州外や地域外の買い手ではなく、地域内の顧客が市場に戻っている。春に向けた早期のモメンタムがみられ、私は、金利が比較的安定的に推移すればモメンタムが続くと予想する。

ザンディ氏：春の販売シーズンは厳しくなるだろう。予想よりは良いかもしれないが、それでも非常に厳しいだろう。住宅建設会社は価格を引き下げているが、中古住宅価格はほとんど調整されていない。私は、価格低下が手頃感を回復させるためのほんの手始めにすぎないと考えており、建設に関しては、住宅価格の調整の大半が終わったと考えている。

トリップ氏：今後、米国全体で供給が不足するという見方と、人口動態の変化やミレニアル世代の成長に関しては同意する。それらが市場をどのように下支えするかは理解している。しかし、現在の住宅コストや、住宅保有コストと全米賃金指数の比較をみると、過去のバブルをはるかに上回っており、住宅に手頃感はない。

住宅の賃貸コストと保有コストの現在の差は非常に大きい。また、世帯形成が停滞しており、経済全般は不確実な状態で、人々はこのような環境では購入に踏み切れずにいる。同時に、住宅ローン金利が3%の人々が住宅を売って、7%の住宅ローン金利で買い替える理由はあるだろうか。住宅価格には、追い風よりも逆風の方が多いと考える。

賃貸市場の見通し



Photograph by Mike Belleme

トリップ氏：賃貸市場は、過去との比較では比較的好調だ。賃料の前年比上昇率は18%でピークを打っており、それは異例な水準だが、それは新型コロナウイルス前の非常に低い水準からの上昇だ。

米国南部（サンベルト）のように、供給面で懸念が始まっている市場もある。サンベルトへの大量の人口移動、および資本と投資の多額の流入が、大量の供給を促した。その地域では、大量の供給をさばかなければならないため、われわれはサンベルトのファンダメンタルズを注視

している。

消費者物価指数の3分の1は、住宅コストに関連している。数字は遅れて反映されると示唆されており、現在の賃料が指数に反映されれば、インフレ率は大幅に低下することになり、それは米連邦準備制度理事会（FRB）の懸念を緩和するだろう。

Q：賃貸の見通しは、集合住宅と戸建てで違うのか。

トリップ氏：われわれは、集合住宅市場では戸建て市場ほど活発ではなく、賃貸戸建ての投資家市場も活発ではない。投資するには、住宅価格が低下する必要がある。

ライカード氏：私の見方では、戸建ての新規購入の動きに対する最大のリスクは、賃貸住宅に起こっていることだ。建設中の集合住宅の数は過去50年の最高水準にある。1986年から2011年にかけてほとんど建設しなかったことは認めるが、賃料に対する圧力が戸建て需要を損なうかどうかは気になる。

私の懸念のもう一つの側面は、戸建て賃貸事業が過去5〜6ぶりに機関投資家化したことだ。私は、機

関投資家が環境の軟化をどのように考えるかについて確信がない。機関投資家は、賃料にどの程度積極的になるのだろうか、保有するポートフォリオをどうするのだろうか、戸建てを購入するために調達した約300億~600億ドルはどうなるのだろうか。私は、賃貸市場の供給動向が販売市場に及ぼす影響を、幾分か懸念している。

とは言うものの、戸建てを買っている人々はどこからかそれらを調達しなければならず、そのどこかは恐らく、われわれがカバーしている企業になるだろう。それは収益特性、利益率、および株価の評価手法を変化させるだろうか。賃貸市場がもたらすものは興味深い。

ザンディ氏：住宅は保有も賃貸も現状では手が届かず、それが世帯形成を阻害している。現在の住宅ローン金利における住宅ローンの平均月次返済額は1900ドルだ。住宅ローン金利が底だった18カ月前には1300ドルだった。大半の初回購入者はそのような住宅に手が届かない。リセッション（景気後退）入りしなくとも、住宅価格は低下すると予想する。全国ベースの住宅価格がピークから底にかけて10%近く低下し、2024年終盤から2025年初めにかけて底打ちすると予想する。

ライカード氏：私がカバーする大半の企業は、エントリー・レベルの住宅を建設している。そのような企業は、賃貸から人々を奪っており、エントリー・レベルの市場には既存の住宅ローンの問題もない。

地域ごとにことなる状況



Photograph by Cassidy Araiza

Q：地域的にみて、販売と建設に関して最も好調な市場と不振な市場は。

ライカード氏：新築住宅の建設会社にとって、フロリダ州、ノースカロライナ州やサウスカロライナ州などの南東部の市場は特に好調だ。土地は他の地域よりも安く、建設も比較的容易だ。

私は、住宅市場が軟調になるときに不調になる市場が今年苦戦すると考える。フェニックスは容易に供給過剰になる。デンバー市場は厳しい。ボストンは一層厳しくなった。アイダホ州ポイシのように、住宅価格が高い地域からの移

住者が多く、住宅価格が現地住民の手が届かない水準へ上昇したが、住宅価格が今や低下傾向にある市場もある。

ザンディ氏：パンデミックの際に最も活況を呈した市場が、価格低下に対して最も脆弱（ぜいじゃく）になると考えられる。そのような地域は移住者の減速にも影響されている。在宅勤務は後戻りしないだろうが、その流れは確実に減速している。

パンデミック前の、都心部から郊外、準郊外および田舎への移住者は年間35万人だったが、2021年秋のピークには70万人強のペースへ倍増した。今や約50万人に減少しており、引き続き減少している。そのため、北東部やカリフォルニア州などの、住宅価格が高い沿岸部からの移住者は減少している。

ハイテクセンターは既に苦境にある。サンフランシスコ・ベイエリアの価格下落は、既に過去最大となっている。

パンデミックの間に価格が大幅に上昇しなかった地域は持ちこたえている。私はリセッションを想定していない状況で、今後数年間の大幅な価格上昇を見込んでいない。もしリセッションになれば、不振ははるかに広範囲で、はるかに深刻になるだろう。

Q：人々は都心部へ戻っているのか。

ザンディ氏：ニューヨークは、20代から40代前半の多くの人々が戻っているという点で特殊だ。ボストン、フィラデルフィア、ワシントンDC、シカゴ、シアトル、サンフランシスコ、ロサンゼルスのような一部の都心部では、そのような動向はみられない。

トリップ氏：ニューヨークは極めて好調だ。われわれの投資も好調に推移している。マイアミも好調で、多くの消費者と企業の移住が経済を支えた。ニューヨークとマイアミが好調に推移する一方で、西海岸がそれほどでもないと予想する。

機関投資家の役割



Photograph by Katie Thompson

Q：機関投資家の買い手は近年、住宅市場で活発だった。今後1～2年の間に、機関投資家のどのような役割を予想するか。

ザンディ氏：私は、機関投資家が価格低下と投資機会の登場を待っていると考える。そして、言うまでもなく、資本市場が有効に機能していないことが状況をやや複雑にしている。機関投資家は様子見を続けると考えるが、市場が底打ちすれば重要な需要源になると考える。機関投資家が市場に復帰して、底打ちを決めることになるかもしれない。

唯一付け加えることがあるとすれば、政策決定者が戸建ての賃貸を嫌っていることだ。政策決定者は、投資家が良い家主になるように努力するだろう。

ライカード氏：私のシナリオはこうだ。賃貸における機関投資家の重要性が高まるにつれて、賃貸住宅を保有住宅に替わるものと位置づけている機関投資家が、賃貸住宅を代替的バリューと位置づけるだろう。将来のパターンが次のようになったらどうなるのだろうか。つまり、アパートを借り、最初の小さな家を借り、貯金して、大きな家を買って、最後に小さな家を買う。言い換えれば、販売されるエントリー・レベルの住宅ではなく、賃貸が増えることになるだろう。機関投資家は、保有物件をそのようにマーケティングするかもしれない。

トリップ氏：私は、消費者の選択肢を長期的に増やせば、消費者の状況が改善すると考える。住宅価格は消費者に有利になるだろう。2012年以降に起こったことは、多くの人々が沿岸部の都市やサンベルトに移住し、需要を満たすだけの供給がなかったということだ。そのため、すべてが均衡化すれば、住宅価格は当然低下することになる。

スミード氏：住宅業界は、2003～2006年の大混乱以降に完全に変わってしまった。企業は、土地で利益を生むために土地に住宅を建設する土地開発業者から、住宅建設で利益を得る会社が変わった。その結果、そのような企業は、景気変動の影響を受けにくくなり、リスクが排除された。そのような企業のバランスシートは健全だ。

■ 注目銘柄

Q：そこで株式の話に移るが、今後12カ月の住宅関連株のパフォーマンスに関するライカート氏の見方は？

ライカート氏：前半と後半で大きく変わるだろう。2022年10月以降のパフォーマンスは極めて良好で、今後2、3か月はもみ合いで、大きな値動きがあるとは思わない。しかし、2023年下半期に入る頃になると、受注が前年同期比ベースで信じられないほど良好に見えるようになる。昨年第2四半期から第4四半期にかけて受注が大幅に減少したからだ。株価は長期的にみて利益よりも新規受注と連動する傾向にある。下半期が近づくとつれ、これらの銘柄はより強気の値動きになる可能性があるともみている。

Q：推奨する銘柄とその理由を。

ライカート氏：国内4大業者のうち、DRホートン、レナー<LEN>、パルトグループ<PHM>の3社だ。この業界で自己資本利益率（ROE）に影響を及ぼす重要な要因は、地域における事業規模と市場シェアだ。住宅建設会社のコストの3分の2は建設地域で供給される土地と労働力が占める。従って、建設地域における市場シェアの高さは、これらの資源に対する価格決定力とアクセスの優位性につながり、コスト削減、ひいては利益率とROEの向上が可能となる。

DRホートンとレナーについては、今回、市場が低迷する中で、住宅が売れる価格水準を見いだすことに注力してきたことを評価している。私にとって、資産の回転は利益率よりもリターン要因として重要だ。実際、低価格業者である両社の事業は初回取得者を中心に成長を始めている。

パルトはやや特殊なケースで、成長率がより緩やかで、商品もより多角化されている。アクティブシニア向けが約4分の1、住み替え購入者が35～40%、初回購入者が35～40%を占める。多額の自社株買いを実施し、コストを削減し、2023年には恐らく業界の利益水準が底を打つと思われるにもかかわらず、10%台後半のROEを達成している。パルトの株価はROEが示唆するような値動きとなっていない。現在最も注目しているのは以上の3社であり、その中でDRホートンがわれわれが選好する銘柄だ。

Q：スミード氏も銘柄選択が得意だが、現在のマクロ環境で最も有望な銘柄と苦戦しそうな銘柄は。

スミード氏：われわれはホートン、レナー、NVR<NVR>を保有している。10月時点の株価キャッシュフロー倍率や株価収益率（PER）は5倍と、一流企業としては異常に低かった。私は、10月以降の株価パフォーマンスはこの異常なPERが回復したにすぎないとみている。もう一つ指摘したいのは、2021年はサプライチェーン問題、2022年はFRBの金融引き締めが住宅建設の障害になっていたということだ。

Q：今後のバリュエーションの行方は。

スミード氏：われわれは今後10年間について強気だ。例えば、利益が今後10年間にわたり年率8%で成

長とする。かつてあった有利子負債はなくなり、自社株買いと配当を実施している。最初のPERが8倍で、ROEが高い状態が続けば、その銘柄で非常に儲かることになる。住宅販売市場は今後12カ月で悪化する可能性はあるが、今後10年間の株価見通しにそれほど大きな影響はない。

Q：中小または中堅の住宅建設企業を選好するか。

ライカート氏：現時点で推奨はしない（投資判断はニュートラル）が、中小業者の中にはビジネスモデルの強化、利益率（特にROE）、在庫回転率の改善に注力し始める企業があり、注視していきたいと考えている。その1社がメリテッジ・ホームズ<MTH>だ。住み替え購入者をターゲットとしていたが、初回購入者のみを対象とする高効率の業者に変貌を遂げた。

もう1社は同業他社比でアウトパフォームしたことを受け、昨年投資判断を引き下げたテイラー・モリソン・ホーム<TMHC>だ。利益率、ROEともに比較的低位だが、日々の事業運営方法について現在進めている極めて有益な変革が、長期的なROEの増強につながるとみている。メリテッジはホートンの小型版、テイラー・モリソンはパルトの小型版とみることができる。

スミード氏：中小銘柄は保有していない。大手銘柄だけでも大変だ。優れた企業だが、2006～2016年に不況に見舞われ、その影響からまだ完全に回復してはいない。今回の市場サイクルでは、価格面は若干好調だったが、供給戸数は大きく伸びていない。業界にとって問題となるのは、2003～2006年のように過剰供給によって市場を飽和させることだ。企業のバランスシートは極めて健全な状態であり、家計の債務返済比率は40年来の低水準にある。

ライカート氏：前回、市場がピークを迎えた2005年に存在していた住宅建設企業で現状株式を上場しているのは11社だが、このグループの負債自己資本倍率（DEレシオ）は2005年の42%から2022年末には26%に低下している。11社の建設戸数は2005年とほぼ同数の約26万戸だが、市場シェアは2005年の20%から42%に上昇している。そして、私が最も気に入っている数字は、この11社の営業キャッシュフローだ。2005年は合計で1800万ドルのマイナスであったのに対し、2022年は92億ドルのプラスとなった。業界のリスク管理に関する考え方がいかに大きな変貌を遂げたかを示す数字だと思う。

Q：使用しているバリュエーション指標と、投資家が使用すべき指標について。

ライカート氏：それは長年にわたり続いている議論だ。私は株価純資産倍率（PBR）を使用している。住宅建設企業のROEとPBRとの間には高い相関性があり、株価とEPSとの間の相関性を上回る。株価は遅行指標である利益よりも、先行指標である受注や金利水準と連動する傾向にある。ポートフォリオマネジャーの格言のようなものに「住宅建設企業の株をPBR1倍で買い、2倍で売れ」というのがある。個別銘柄ではなく、グループとしての話だが、長期的にみて、実際かなり有効だ。PBR1倍と2倍の切り替えは一定程度、自己実現的な予言の側面も持つ。以上のように、相関性の観点とこれまでのパターンから、私はこの指標が最も気に入っている。

Q：現在のPBRの水準は。

ライカート氏：グループ全体のPBRは1.3倍で、まだ安全圏にあるが、現在のような局面では大手企業に相対的な競争優位性があるとの考えから、より割高な銘柄の幾つかを推奨している。

Q：市場の今後の見通しと結論を手短かに。

トリップ氏：想定外のことが起きると想定すべきだ。在庫水準の低さが市場を支えるだろうが、市場が再び活性化するまで、価格が上昇に転じることはない。それには住宅ローン金利の低下が必要だ。

矛盾し、皮肉に聞こえるだろうが、全体として景気がやや後退し、需要が減少し、金利が低下し、物価が下がるまで、市場の停滞が続くと思う。

ザンディ氏：戸建て住宅市場は、今後数年にわたり販売、建設、価格の点で苦戦するだろう。市場は調整を必要としており、住宅価格はより手頃な水準まで低下する必要があるが、それには少し時間がかかる見込みだ。

2020年代後半まで目を向ければ、見通しは明るい。住宅供給不足はかなりの水準（150万戸）にある。これは約10年分の建設戸数に相当し、住宅建設業界にとっては明るい材料だ。一方、高齢化が進み、人の移動が減少するため、住宅価格が今後大きく伸びることはないだろう。特に中古住宅市場にとっては重しとなる。

ライカート氏：中古市場と新築市場で二極化が起きるとするのは同感だ。中古市場は凍結状態にあるが、新築市場では価格や在庫水準を需要に合わせる事が可能だ。そうした状況は、大手住宅建設業者が全住宅市場に占めるシェアを拡大する上で追い風となる。ここでリスクとなるのは、建材、土地、および不足状態が続く労働力などの投入コストが長期にわたり上昇を続けることだ。前述の通り、賃貸市場と低価格帯を中心とする住宅販売市場との間で今後どのような競争が繰り広げられるか、それが私の懸念材料だ。

スミード氏：われわれの保有期間は長期だ。長年この業界に携わり、長期投資に適した業界であることが分かっている。今後6～12カ月後に何が起きるか、人より優れた判断ができるわけではないが、分かっていることもある。経済的なニーズがあり、今後も戸建て住宅を求める大勢の人々がいて、戸建て住宅の建設が資金力のある強力な少数の建設業者に集約されていくということだ。われわれは、他のほとんどすべての業種と比べ極めて魅力的な株価で（住宅建設企業株ほど割安なのは石油・ガス企業株だけだ）、この業界に投資できたことを嬉しく思っている。

By Shaina Mishkin
(Source: Dow Jones)

6. 3月の株式市場は荒い値動きで始まり、上げ相場で終わる

[コラム]

March's Stock Market Came in Lion, Goes Out Like a Bull

狂乱の先に待つのは何か

銀行の経営破綻で市場の期待は大きく転換

「3月の狂乱（マーチ・マッドネス）」は、毎年3月に行われる全米大学体育協会（NCAA）のバスケットボールトーナメントを表わす言葉だが、2023年に関しては金融市場の状況の方によりあてはまるかもしれない。

3月は、経済と米連邦準備制度理事会（FRB）の政策転換への期待が両極端に振れたひと月だった。当初、FRBの当局者たちは執拗（しつよう）なインフレを抑え込むためにさらに利上げを行うと語っていた。しかし、突然起きた米国史上2番目に大きな銀行の経営破綻が起き、一転してリセッション（景気後退）の谷に向かっていていると思われた。



Kena Betancur/VIEWpress/Getty Images

しかし、金融規制当局が各種措置を取って新たなセーフティネットを築いたことで、月末には銀行からの預金引き出しは明らかに減速し、状況は落ち着いた。それでも、経済の減速を示す明確な証拠はないとは言え、銀行が預金を失った、あるいは少なくとも流出し始めたかみならず、今後、銀行が融資を引き締めるという懸念から、再び景気後退（リセッション）が注目を集めている。

金融市場の期待は、金利は上昇から低下へ、FRBは5月には利上げを終了し年後半からは利下げに転じるとの見方へ変わった。債券価格は上昇

し、利回りは低下した。

株式市場の動き

株式市場はFRBの今後の金融緩和見通しに積極的に反応した。ハイテク株が先導する形でナスダック総合指数は3月に6.69%上昇し、四半期の上昇率は2020年第2四半期以来最高の16.77%となった。幅広い大型株で構成されるS&P500指数も3月に3.51%、四半期で7.03%上昇した。これは2022年に2桁下落した後の上昇であり、リセッションの兆候には見えない。

市場の金利引き下げ期待が、弱気相場あるいは強気相場につながるのかは、シリコンバレー銀行（SVB）やシグネチャー銀行の破綻が何を意味するかによるだろう。マイケル・ハートネット氏が率いるバンク・オブ・アメリカの投資戦略チームによれば、この2行の経営破綻が2008年3月に起きたベア・スターンズの破綻に似ているなら株価は安値を更新する。しかし、1998年秋のロングターム・キャピタル・マネジメントの破綻に匹敵するなら株価は高値更新をうかがう展開になる。ロングタームの破綻は、その後にFRBが金融を緩和し、ハイテク株が急騰した。

市場の金利動向

市場の金利低下期待は国債利回りの逆イールド（短期利回りが長期利回りを上回る状態）に表れている。これは投資家が将来の利下げを予想している状態で、リセッションの前兆と言われている。

3月31日の2年物国債と10年物国債の利回りはそれぞれ4.044%と3.479%で、スプレッド（利回りの差）は0.565%になっている。セントルイス連銀によると、スプレッドが1.07%だった3月8日以降、逆イールドは弱まっている。この縮小は2年物国債の利回りが、銀行の経営不安を受けて3月8日の終値の5.05%をピークに大きく低下したことによる。

FRBは5月に金利を上げるのか

しかし、FRBの政策金利は逆イールドが意味するとおりになるのかは分からない。

アライアンスバーンスタインの元チーフエコノミストであるジョセフ・カーソン氏はブログで、「FRBは国債と政府系機関が発行する不動産担保証券を1年前のピークより1兆ドル減ったものの、7.9兆ドルも保有しており、長期利回りに下押し圧力をかけ続けている。今後、長期利回りがインフレ率を下

回りかねない。こうしたマイナスの実質金利は、FRBがインフレを退治するために短期金利であるフェデラルファンド（FF）金利をさらに引き上げる可能性を示唆している」と記している。

ブレアン・キャピタルのエコノミスト、ジョン・ライディング氏とコンラッド・デクアドロス氏は、「現在のFF金利の誘導目標は4.75%～5.00%であり、FRBが好んで使用するコアPCE（食料とエネルギーを除く個人消費支出）デフレーターは、2月に前年同月比4.6%、直近3カ月は年率換算で前年同期比4.9%であり、これらに基づけば実質金利はプラスとは言えない」と指摘する。加えて、コアPCEから住居費を除いたパウエル議長が好む指標は、それぞれ4.6%、4.8%であり、FRBのインフレ目標の2%の2倍を超えている。

CMEフェドウォッチによれば、5月2、3日に予定されている次回の連邦公開市場委員会（FOMC）でFRBがFF金利を0.25%引き上げるのか据え置くのかは、3月31日時点で五分五分となっている。

オッズは4月7日に発表予定の3月の雇用統計に影響されるだろう。コンセンサス予想では非農業部門就業者数が22万5000人増加し、失業率は3.6%で横ばい、平均時給は0.3%の上昇が見込まれている。3月は終わったが、雇用統計発表後にさらに狂乱するかもしれない。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

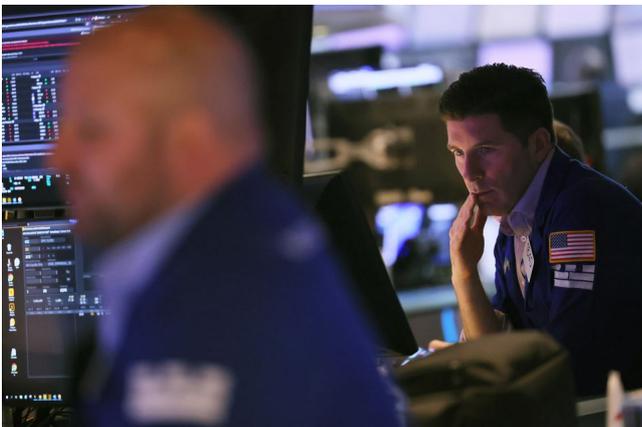
7. 銀行の貸し出しが減速する中での株価上昇に警戒信号

[米国株式市場]

The Stock Market Rallied Into a Banking Slowdown. Be Worried.

好調な第1四半期だったが、貸し出し厳格化による景気鈍化の可能性に注意

第1四半期はグロース株主導の上昇



Michael M. Santiago/Getty Images

良いこともあれば、悪いこともあるものだが、株式市場の受け止め方が極端になっている。

3月31日でイベントの多かった1～3月期が終了したが、投資家はグロース株に投資していれば大きな利益を得られていたはずだ。ラッセル1000グロース指数は年初3カ月で14%近い上昇となったが、ラッセル1000バリュエーション指数はほとんど動かなかった。この二つの指数のパフォーマンスの乖離（かいり）は、2020年1～3月期以降で最大となった。

原因は金融セクターだ。同セクターはバリュエーション指数の中で最大であり、銀行株の混乱で大きな打撃を受けた。一方、米連邦準備制度理事会（FRB）の引き締め基調がまもなく終了すると投資家が年初から想定していたことを受けて、グロース指数に大きな影響を与えるテクノロジー、通信サービス、一般消費財の各セクターは、ここまで2桁の上昇となった。

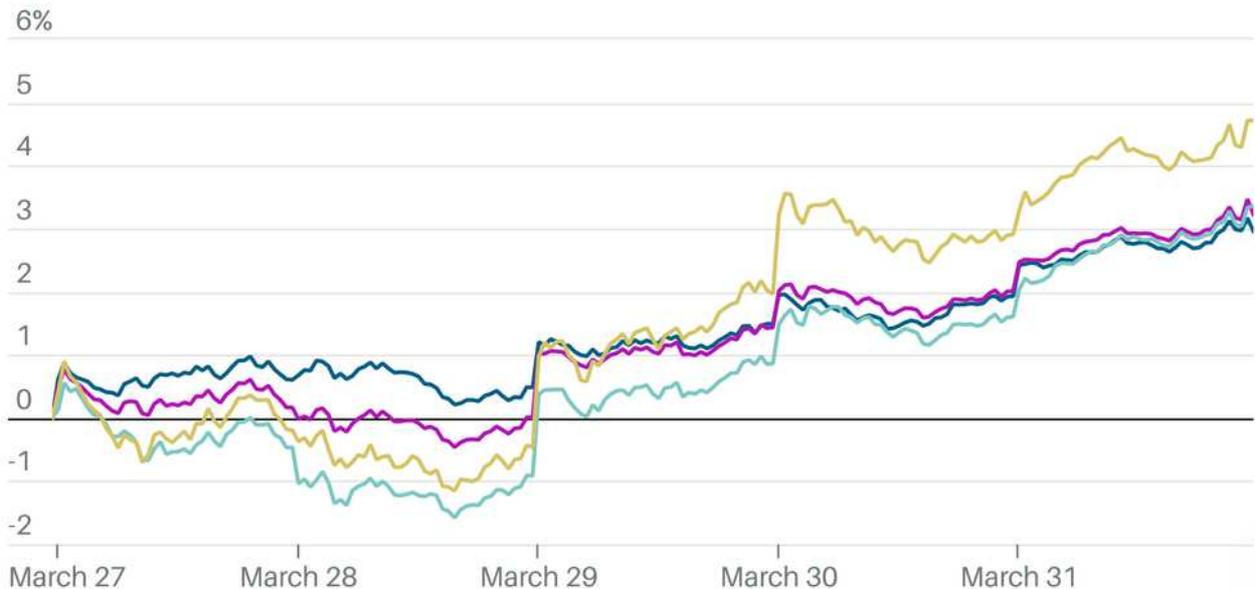
実際、現在の市場は、苦境が銀行株だけにとどまるかのような動きをみせている。先週の主要株価指数の動きを見ると、ハイテク株中心のナスダック総合指数は3.4%高の1万2221.91となり、金融セクタ

ーが5分の1を占めるダウ工業株30種平均は3.2%高にとどまって3万3274ドル15セントで引けた。S&P500指数は3.5%高の4109.31となり、小型株のラッセル2000指数は3.9%高の1802.48で週末を迎えた。

金融危機は起きていないが貸し出し基準が厳格化

Market Snapshot

■ Invesco S&P 500 High Beta ETF ■ NASDAQ Composite Index
 ■ S&P 500 Index ■ Dow Jones Industrial Average



Source: FactSet

市場が単に極端に楽観的になっているわけではないと考えることは可能だ。シリコンバレー銀行（SVB）とシグネチャー銀行の経営破綻には両行独自の問題があったからだと考えればよく、加えてFRBや他の金融規制当局には、国内の銀行に対する信用危機の波及を防ぐための手段があるからだ。何より、2008年のような金融システム全体のメルトダウンに至っていないことは確かなようだ。

しかし、銀行の苦境による影響を市場が感じるのに本格的な金融危機が起きる必要はない。貸し出し基準が厳しくなり、既存企業や新興企業が利用できる資金の減少は既に明らかのように思われる。信用の拡大が減速するということは経済成長の鈍化を意味する。ゴールドマン・サックスのヤン・ハチウス氏は、信用引き締めの影響で2023年の米国の国内総生産（GDP）の成長率は0.4%ポイント低下するとし、予想を1.1%へ下方修正した。

また、貸し出し基準の厳格化は新たな傾向というわけでもない。FRBによる銀行の貸し出し態度調査である「銀行の貸し出し業務に関する上級融資担当者調査」は年4回実施されているが、2022年10～12月期の調査では、大企業、中小企業、商業用不動産、住宅用不動産、クレジットカード、自動車ローンと、あらゆる分野で銀行の貸し出し基準の厳格化が示された。この時の調査では基準が今後も引き締められると予想されており、それも銀行の混乱が起こる前の話だった。

既に影響が出ている可能性

次回の貸し出し態度調査は5月上旬に発表されるが、他の事例や市場関連の指標からは厳格化が既に起きていることが示唆される。ドイツ銀行が発表している高頻度金融情勢指数は、景気後退時に通常見られる水準まで引き締まっているほか、債券市場はハイイールド債の発行体に対して発行市場を閉じたようにみえる。レバレッジド・ローンやプライベート・ローンも利用しにくくなっているようであり、調達金利も上昇しているようだ。

何百万もの未公開企業やその取引データを分析する、人工知能によるディール・ソーシング・プラットフォームであるシンディクスで最高経営責任者（CEO）を務めるジム・マクベイ氏は、資金の出し手は融資期間を短縮する一方で、より厳しい融資条件を課していると指摘し、以前は5%以下の金利で借りていた企業が、9%を要求されたケースも出てきているという。

「こうした傾向はすべて、借り手にとって好ましいものではない」とマクベイ氏は述べる。

株式市場にとっても、好ましくないものだろう。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

8. ウォルマートとフィリップ・モリスの投資判断引き上げへ

[投資戦略]

Walmart and Philip Morris Get Upgrades. Can Either Beat 5% Money Markets
マネー・マーケットの5%リターンを超えるか

金融不安は一服



Joe Raedle/Getty Images

銀行危機がパニックから長引く不安へと変化したことは朗報だ。預金の取り付け騒ぎは3月の相当前のことに思える。迅速な政策措置のおかげで、小規模銀行による業界大手やマネー・マーケット・ファンドへの資金の供給は、より秩序だった形となっている。

一方、債務上限危機のピークはまだ先だ。議員たちが6月中旬に投資家のポートフォリオを吹き飛ばすリスクを冒すのか、それとも8月下旬まで持ちこたえるのかは、4月の税金にかかっている。つまり、次の金融恐怖まで、3週間ほど

穏やかな時間を過ごせる計算だ。

リスク資本の活用に意欲的な資本家にとって、株式はうってつけである。昨年、S&P500指数が19.4%値下がりしたことから、割安株は多いはずだ。しかし、S&P500指数の今年の予想利益に基づく株価収益率（PER）は18.4倍まで上昇しており、業績予想は下降している。ビーオブエー・セキュリティーズの株式ストラテジスト、サビタ・スブラマニアン氏は、S&P500指数には今後10年間に年平均

7%のリターンが織り込まれていると考えており、短期的には、現金での5%のリターンが「説得力のある代替案」という。

だが、銘柄選択派は魅力的な銘柄を見つけることができる。先週、小売大手ウォルマート<WMT>とたばこメーカーのフィリップ・モリス・インターナショナル<PM>のアナリストの投資判断が引き上げられた。

ウォルマート

ウォルマートは、4月4日から投資家説明会の開催を予定している。ウォルマートは、推定1000万人の有料会員を抱えるサブスクリプションサービス「Walmart+」や会員制スーパーの「サムズクラブ」から、年間50億ドル以上の会費を生み出している。また、利益率の高い広告事業「ウォルマートコネクト」、サプライヤー向けのデータサービス「ルミネート」、配送プラットフォーム「ゴーローカル」、倉庫ロボットの増設、荷物運搬ドローンの実験にも取り組んでいる。

このような取り組みはもちろんだが、投資家が聞きたいのは、ウォルマートが年間売上高の4%増と、それを上回る営業利益の増加率を実現できるか、ということだ。利益率の見通しが期待外れであれば、投資家の不興を買う可能性もある。昨年夏、経営陣が食料品のインフレによる商品の需要減少が値下げにつながったと述べたとき、株価は1日で7.6%下落した。

エバーコアISIのアナリストであるグレッグ・メリチ氏は、現在、楽観的な見方をとっており、3月30日にウォルマート株の投資判断を「インライン」から「アウトパフォーム」に引き上げた。メリチ氏は、経営陣が生産性と「オムニチャネル」（業界用語で、店舗と電子商取引をうまく連携させること）に投資した結果、今後2年間は来店客数と利益率に上振れ余地があるとみている。構造改革費用、事業分離、オピオイド訴訟の和解金などの調整後1株当たり利益（EPS）は2023年1月期に前期の6.46ドルから6.29ドルに減少した。

ウォール街は、調整後EPSが今年も6.11ドルに下落して、来年6.78ドルに回復すると予測している。だが、メリチ氏は市場よりも今期は14セント、来期は22セント高い水準を予想している。メリチ氏は、投資判断の引き上げは時期尚早かもしれないが、「小売業が減速する中で、ウォルマートの規模、バランスシート、安定性は高く評価される」と書いている。

今年の予想利益に基づくPER24倍というバリュエーションは、慎重な投資家の心を揺さぶるものではないだろう。2016年までの10年間の大半の期間に、ウォルマート株はPER15倍未満、時にはそれを下回る水準で取得することができた。しかし、メリチ氏は、ウォルマートは、現在の市場に対してプレミアムをつけるに値するとみている。メリチ氏の目標株価160ドルは予想EPS7ドルの23倍強で、株価に10%程度の上値余地があることを示唆している。さらに、1.6%の配当利回りも期待できる。

フィリップ・モリス・インターナショナル

もっと熱いものを探しているようなら、たばこを試してみたいかだろう。J.P.モルガンのアナリスト、ジャレッド・ディンゲス氏は3月29日、フィリップ・モリス・インターナショナルの投資判断を「ニュートラル」から「オーバーウエート」に引き上げた。目標株価116ドルは、最近の水準から20%の上昇に相当する。また、配当利回りは5.3%だ。

たばこ市場は崩壊からは程遠い。人口増加により、世界的な喫煙率の減少が相殺されているからだ。では、フィリップ・モリスのビジョンである「煙のない社会」は、ただの誇大広告だろうか。いや、フィリップ・モリスはすでに電子たばこや、巻きたばこを燃やさずに加熱して、煙を出さずにニコチンを供給する独自のIQOSシステムなどを展開している。イルマと呼ばれる新型たばこは生産に不具合があるにもかかわらず、海外でよく売れている。さらに、昨年のスウェディッシュマッチの買収により、嗅ぎたばこ事業も獲得した。これらを踏まえれば、無煙たばこの売上高に占める割合は年内に40%に達する可能性がある。

さらに、J.P.モルガンのディンゲス氏が「世界最大のニコチン利益のプール」と呼ぶ、米国でのIQOS事業の成長も見込まれる。昨年、フィリップ・モリスは、米国のたばこ・ワイン製造持株会社アルトリア・グループから2024年以降のIQOSの米国での権利を買い取った。2026年には無煙たばこの売上高が全体の半分となり、最終的には事業を二つに分け、従来のたばこ事業は分離されるかもしれない。

ディンゲス氏によれば、EPSは今後数年間、毎年8~11%増加する見通しだ。ディンゲス氏はフィリップ・モリスを「ユニークでクラス最高の成長ストーリー」と呼んでいる。少なくとも、苦境にある同業者よりは優秀だ。アルトリア・グループ<MO>は130億ドルを投じてジュールという電子たばこ事業を立ち上げたが、その成長は子供たちに支えられていることが判明した（フルーツ風味のたばこによって高校生の喫煙者が増加した）。食品医薬品局は販売申請の問題でジュールを禁止し、アルトリアは投資の95%の評価損を計上した。ニューポートのメーカーであるブリティッシュ・アメリカン・タバコ<BTI>は、禁煙団体が特に禁止を望んでいると思われるメンソールたばこのリーダーである。

フィリップ・モリスの今年の予想利益に基づくPERは15倍（5年間の平均値前後）である。これはアルトリアやブリティッシュ・アメリカンのPERの2倍で、バリュー株とは言い難い。このグループはディフェンシブと呼ばれるが、フィリップ・モリスは、1847年にたばこの販売を開始したロンドンのたばこ屋の名前を冠した会社としては、製品の入れ替えをかなり積極的に推し進めている。経営陣は、会社を社会貢献の物語として売り込んでいる。フィリップ・モリスの成長と売上高は共に、広範な株式市場と比較して良好だ。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

9. リフトのCEO交代は打開策にならないかもしれない

[ハイテク]

Lyft Is Struggling. A CEO Change May Not Do It.

企業価値の大幅な減少は身売りの正当性を示唆

パンデミック後の赤字続きを受けて経営トップが交代



Justin Sullivan/Getty Images

ライドシェアリング大手のリフト<LYFT>は2019年3月の新規株式公開（IPO）以降、時価総額のほぼ90%を失っている。業績は新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）下での急激な落ち込みからは回復しているものの、依然としてライバルのウーバー・テクノロジーズ<UBER>に見劣りしている。リフトの取締役会は慢性的な赤字を食い止めようと先週、経営トップを交代させると発表した。この発表は、新しい計画が必要であると社が自ら認めたことを示している。

人事の内容は、16年前にリフトを設立した2人の共同創業者、すなわち最高経営責任者（CEO）のローガン・グリーン氏と社長のジョン・ジマー氏が今後数週間以内に退任し、後任のCEOに取締役のデビッド・リッシャー氏が就くというものだ。

リッシャー氏は目覚ましい経歴の持ち主だが、営利企業では20年以上にわたり重要な役割に就いていない。キャリアの初期をマイクロソフト<MSFT>で過ごした後、1996年にアマゾン・ドット・コム<AMZN>に入社し、電子商取引事業を書籍販売以外の分野に拡大する取り組みの責任者を務めたが、2002年にアマゾン を去った。その後はワシントン大学で教鞭をとり、海外生活を経て、世界の子供たちがより多くの本を読むようにすることを目的とした非営利組織Worldreader（ワールドリーダー）を立ち上げた。

新CEOは国際展開と新規事業に対して消極的

リフトは他の旅行関連サービスプロバイダーと同様、パンデミック下でのシャットダウンから打撃を受けた。2020年の売上高は前年比35%減で、この落ち込み幅はウーバーの13%減を大きく上回った。両社はひとくくりにされることが多いが、大きな違いがある。リフトの事業地域が北米のみであるのに対し、ウーバーの事業領域は米国外にも広がっている。しかもウーバーは料理宅配など別の事業も展開している。

経済が再開する中でライドシェアリング需要は回復している。リフトの2022年の売上高は前年比28%増の41億ドルとなり、パンデミック前だった2019年の36億ドルを上回った。ところが株価は年初来で17%下落し、過去最安値をわずかに上回る9ドル強となっている。投資家は、リフトがドライバーへのインセンティブの支払いと料金引き上げとのバランスをなかなか取れずにいると懸念している。

リッシャー氏はインタビューの中で、リフトには足場となる強みがあると主張している。具体的には、「当社のプラットフォームは数百万回の乗車を処理し、ドライバーに数十億ドルを支払う。これ

はたやすいことではない。当社は日々、多くの人々の生活の中で大きな役割を果たしている。リフトには消費者によく知られた『アイコン的なブランド』がある」と述べている。

プラットフォームとブランドは素晴らしいスタート台だが、リッシャー氏はその上に事業を構築していかなければならない。一つの選択肢は料理宅配事業だが、これに関してリッシャー氏は懐疑的だ。「的を絞ることが重要」と考えているからだ。国際展開に関しては、当面は事業地域を北米に限定すると答えている。

■ 身売りが解決策との見方もある

一部のアナリストは、リフトは身売りするべきだと考えている。リッシャー氏はその道を閉ざしていないが、優先的すべき計画とも考えていない。同氏は、「もちろん、われわれはいつも機会に目配りしている。だが、それは重要な検討事項ではない。われわれは、ドライバーと顧客のために素晴らしい体験を生み出すことに焦点を当てている」と述べている。

しかし、RBCキャピタルのアナリスト、ブラッド・エリクソン氏は顧客向けレポートで、「リフトが過去数年間に直面した多くの執行上の課題を踏まえると、投資家は『何か違うことをすべきではないか』と感じ、リッシャー氏の事業に対する新たな考えが良好なリスク・リターンをもたらすだろうと受け止めているはずだ」と書いている。リフトがウーバーに対する立ち位置を改善できるかどうかについては、エリクソン氏は懐疑的だ。

大半のバリュエーション指標は、リフトの株価が割安であることを示唆している。株価売上高倍率はウーバーの1.7倍、料理宅配大手ドアダッシュ<DASH>の3倍に対して、リフトは0.8倍だ。10億ドルの実質手元現金を除外すると、リフトの企業価値は25億ドルにすぎない。

リフトを修復する最良のチャンスをもたらすのは所有者の変更かもしれない。リフトはドライバーを変えた。だが、エンジンのオーバーホールも必要である。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

Altria Lays Out a Transition to Smokeless Products.

アルトリアは無煙タバコに移行するが、まずは配当重視

アンハイザー・ブッシュ・インベブの持株売却観測を否定



Illustration by Elias Stein

マールボロなどのブランドを抱える、全米最大のたばこメーカー、アルトリア・グループ<MO>は長年、配当こそが株主に資本を還元する最良の方法だと考えてきた。このアプローチはインカムを重視する個人投資家に人気であり、株主の40%を占めると見られる。これはS&P500指数構成銘柄平均の2倍である。

アルトリアは50年にわたり増配しており、配当利回りは9%近い。2010年以降、配当性向はおよそ80%を目標としているが、これはS&P500指数の中で最も高い部類に入る。3月初旬、ア

ルトリアは電子たばこメーカーのジュール・ラブズとの出資関係を解消して（これにより120億ドルの損失）、新たに電子たばこの新興企業でジュールより小規模のエンジョイ（NJOY）・ホールディングスを27億ドルで買収した。

アルトリアは先日の投資家向け説明会で、2028年にかけて1桁台半ばの利益および配当成長を予想し、無煙たばこに投資を行うと発表した。ブリー・ギフォード最高経営責任者（CEO）とサル・マンキューソ最高財務責任者（CFO）は、先日本紙に戦略を説明し、配当を強調したギフォード氏は、「投資家にとっても当社にとっても、配当は最優先事項だ」と語った。

アルトリアの株価はここ1年で約16%下落して44ドル50セントとなり、2023年予想1株当たり利益（EPS）5ドルに基づく株価収益率（PER）は9倍弱と、飲料大手コカ・コーラ<KO>の半分にも届かない。アルトリアは、配当性向は2028年にかけて上昇すると予想する。マンキューソ氏は、「当社はこの移行に投資を行っているが、投資家には、当社には長期的に増配を続ける能力があると確信させている」と語る。

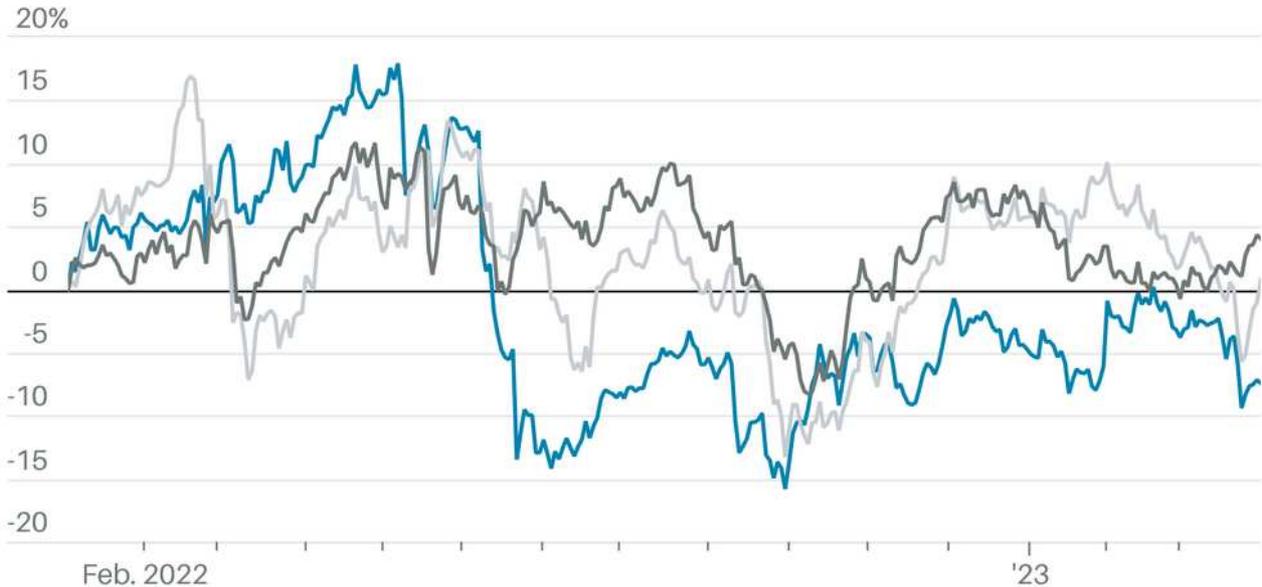
高い配当性向、割安な株価、自社株買いが限定的であることなどから、資本配分のバランスを考えたアプローチを好む投資家もいる。アルトリアが保有するビール大手アンハイザー・ブッシュ・インベブ<BUD>の100億ドルの株式を売却すれば、ジュールとの関係解消による損失が和らぐ可能性はある。だがマンキューソ氏は売却が迫っているという観測を否定した。投資家は、配当を確保したいだけである。

今週の予定

Transition Blues

Atria's stock price has suffered as its smokeless strategy has stumbled.

■ Coca-Cola ■ Philip Morris International ■ Altria



Source: FactSet

4月3日（月）

- ・ 通信半導体大手ブロードコム<AVGO>と総合エンターテインメント企業ウォルト・ディズニー<DIS>が年次株主総会を開催。
- ・ 米サプライ管理協会（ISM）が3月の製造業購買担当者景況指数（PMI）を発表。エコノミスト予想は47.5で2月とほぼ同じ。同指標は拡大と縮小の判断の分かれ目である50を4カ月連続で割り込み、製造業の景気減退を示唆している。
- ・ 米国勢調査局が2月の建設支出統計を発表。建設支出のコンセンサス予想は季節調整済み年率換算で前月からほぼ同じ1兆8300億ドル。

4月4日（火）

- ・ 小売り大手ウォルマート<WMT>が2日間にわたる投資家向け説明会を開催。
- ・ 米労働省労働統計局（BLS）が求人離職統計（JOLTS）を発表。コンセンサス予想では2月末時点の求人数は1045万件で、1月から40万件近く減少。求人数は2022年3月に記録したピークの1200万人からは減少しているものの引き続き過去最高水準にあり、求職者1人につき1.8件の求人がある。

4月5日（水）

- ・ 民間雇用サービス会社オートマティック・データ・プロセッシング<ADP>が3月の非農業部門民間就業者数を発表。エコノミスト予想は前月比20万人の増加で、2月に比べ約4万2000人少ない。2月の賃金上昇率は前年同月比7.2%に高まったが、これはレジャーおよびホスピタリティー産業が同10.1%上昇し、全体を牽引したことによる。
- ・ 食品メーカーのコナグラ・ブランズ<CAG>が2023年度第3四半期決算を発表。
- ・ 物流サービス大手フェデックス<FDX>がニューヨークで投資家向け説明会を開催。2025年までに

年率換算で40億ドルを超える経費削減計画「ドライブ・イニシアティブ」について説明を行う。

- ・ 廃棄物処理サービスのウェイト・マネジメント<WM>が投資家向け説明会を開催。サステナビリティ（持続可能性）の取り組みについて説明を行う。
- ・ ISMが3月の非製造業購買担当者景況指数（PMI）を発表。コンセンサス予想は53.8と、2月から若干低下。製造業PMIとは異なり、非製造業PMIは50を確実に上回っており、過去2年間で50を下回ったのは1度だけである。新型コロナ禍後のリベンジ旅行や消費により、サービスセクターは堅調に推移している。

4月6日（木）

- ・ 酒類大手コンステレーション・ブランズ<STZ>、冷凍食品メーカー持ち株会社ラム・ウェストン・ホールディングス<LW>が決算発表。
- ・ BLSが4月1日までの週の新規失業保険申請件数を発表。2023年3月の週平均申請件数は19万8250件と、米連邦準備制度理事会（FRB）の度重なる利上げにも関わらず、低水準が続く。

4月7日（金）

- ・ グッド・フライデー（聖金曜日）のため、株式市場は休場。債券市場は東部時間正午に取引を終える。
- ・ BLSが3月の雇用統計を発表。非農業部門就業者数は前月比20万人の増加予想で、2月を11万1000人下回る。失業率の予想は2月と同じ3.6%で、歴史的な低水準が続く。就業者数は11カ月連続で予想を上回っており、ブルームバーグのデータによると、これは少なくとも1998年以来の最長となる。

By Andrew Bary
(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』 2023/04/02

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