

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2023/04/30

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. FRBの政策ミスリスクは高まっている - The Fed Has Few Good Options. The Risk of a Misstep Is Growing [カバーストーリー] P.1
残された選択肢はわずか
2. ファースト・リパブリック銀行にさらなる痛手 - Pressure on First Republic Mounts as Advisors Jump Ship [フィーチャー] P.5
ファイナンシャルアドバイザーも見放す
3. 年次株主総会前にパークシャー株に投資を - Buy Berkshire Stock Ahead of Its Annual Meeting. Buffett Still Has What It Takes. [注目銘柄] P.7
バフェット氏は今でも最高の投資家
4. サーモ・フィッシャー株はコロナ期間中に急騰、足元では割安 - Thermo Fisher Stock Has Soared. It's Still Cheap—and Has Plenty of Upside. [注目銘柄] P.10
コロナ特需に目を奪われがちな同社だが、実は市場環境、事業、財務内容とも魅力的
5. 問題を抱えた銀行セクターの中で投資できる3銘柄 - Bank Stocks Are in a Tough Spot. 3 Places to Hide. [インタビュー] P.13
ヘネシー・ファンズのエリソン氏に聞く
6. 今後の市場では銘柄選択が鍵をにぎる - Stockpickers Will Like the Market's Next Phase [米国株式市場] P.16
現在のマクロ環境の中での銘柄選択のポイント
7. 人工知能 (AI) が株式市場をけん引 - Artificial Intelligence Is Driving the Stock Market. It Has Some Advice for You. [投資戦略] P.18
少数のAI企業が注目を集め、米国株式市場を左右する存在に
8. 先週のアマゾンの決算発表は投資家への警告 - Amazon Delivers a Reminder-Cost Cuts Have Their Limits [ハイテク] P.20
重要なのはコスト削減ではなく成長見通し
9. 景気減速に備え、注目したい増配5銘柄 - 5 Dividend Growth Stocks for a Slowing Economy [インカム投資] P.22
増配率2桁台の企業を選別
10. 今週の予定 - TJX Already Looked Like a Retail Winner. [経済関連スケジュール] P.23
TJXは小売の王者

※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. FRBの政策ミスリスクは高まっている

[カバーストーリー]

The Fed Has Few Good Options. The Risk of a Misstep Is Growing

残された選択肢はわずか

過度な利上げも、不十分な利上げも問題



ILLUSTRATION BY NICOLAS ORTEGA

米連邦準備制度理事会（FRB）は、15カ月前にインフレとの闘いを開始して以降、9回連続で利上げを行うとともに債券購入プログラムを縮小しており、過去40年間で最速のペースで金融引き締めを実施している。今のところ、FRBは米国経済の好調を維持しつつ、インフレ率を約半分に引き下げるといったバランスを保つことに成功している。

しかし、FRBの仕事は全く終わっておらず、最も困難な時期はこれからだ。5月2～3日に開催される連邦公開市場委員会（FOMC）では、10

回目の利上げが行われると広く予想されている。これは新しい不安定な引き締めサイクルの始まりとなり、従来に比べて見通しが大幅に不透明になるとみられる。政策ミスリスクは高まっており、政策の行き過ぎや不足は深刻な結果を生むだろう。

FRBが直面している主要な課題は、インフレ抑制の進展が失速しつつあるにもかかわらず、景気見通しが悪化しているということだ。先週発表された第1四半期の国内総生産（GDP）成長率は、予想よりも大幅に減速した。一方、FRBがインフレ率の指標として好む個人消費支出（PCE）デフレーターは、ピークから1%ポイント未満の低下にとどまっており、依然としてインフレ目標である2%の2倍を上回る。

この対立する状況は、FRBが利上げの継続と停止時期について議論する際に重荷となるだろう。FRB高官は、物価の安定性を維持するために経済の痛みをどこまで許容するか、米国がどの程度まで負担に耐えられるかを判断しなければならない。

FRBが最善のシナリオを実現するには、二つの失敗シナリオの間にある成功への道を切り開く必要がある。その失敗シナリオとは、インフレとの闘いを早々に諦め、その後の深刻なリセッション（景気後退）のリスクを抱えること、あるいは過度な利上げによって下半期に入った直後に景気が急降下することだ。成功には技術と運の両方が必要とされ、うまくいく保証はない。

FRBはフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標をゼロ近傍から4.75～5%に引き上げており、今後さらなる利上げの公算が大きい。この利上げによって、2008～2009年の金融危機以降の米国経済を特徴づけてきた金融緩和政策は終わりつつある。

金融引き締めの政策スタンスへの移行が続けば、経済の痛みは増大するだろう。財とサービスの需要はさらに縮小し、労働市場は軟化し、債務返済のコストは大幅に増加するとみられる。さらに、これまで緩和的な政策環境で育ってきた、金融引き締め下での事業運営の経験がない企業の強さも試さ

れる。

同時に、金融セクターの足元も一段と不安定化している。利上げによって銀行のバランスシートは大きな打撃を受けた。連邦預金保険公社（FDIC）のデータによると、2022年第4四半期の業界全体の証券含み損は6200億ドルを超える。今年第1四半期は2件の銀行破綻が注目を集めた。ウォール街では、金利が大幅に上昇すれば、ノンバンクの貸し手やオルタナティブ資産運用会社が直ちに混乱に陥るともっぴらのうわさだ。

利上げが過度であっても、不十分であっても、脆弱（ぜいじゃく）な金融システムを混乱させ、数百万人の米国人が失業し、長年の労働市場の成長を帳消しにするリスクがある。深刻なリセッションなしに景気の過熱が冷めるという理想的なシナリオでも、FRBの利上げの意思が固い限り、何らかの痛みを伴う副作用をもたらすだろう。

インフレを「一時的」と見誤ったFRB

Core personal consumption expenditures price index, year-over-year change



Source: Bloomberg

FRBが現在インフレと闘っている理由の一つは、10年以上前の政策決定にある。当時、世界中の中央銀行では、金融危機後のデフレに関する懸念が高まっていた。米国経済は回復したが、インフレ率は、FRBが2012年初めに定めた年率2%の目標を常に下回っていた。これに対し、FRB高官は金利をゼロ付近に維持し、需要とインフレをたきつけた。量的緩和も実施し、マネーサプライの増大と、貸し出しや支出の促進のために債券を買い入れた。

FRBは、新型コロナウイルスが流行した2020年は利上げを抑制し、その後はパンデミック（世界的大流行）による経済封鎖の影響を軽減するために、10年前と同じ行動を取った。FF金利はゼロに引き下

げられ、金融システムに流動性を注入するための債券の買い入れが行われた。

2021年初めにインフレ率が上昇し始めた当初、パウエル議長などのFRB高官は、多くのエコノミストと同様に、インフレは「一時的」なものであると軽視した。彼らは、サプライチェーンが修復され、労働者が仕事に戻り、工場の稼働が再開すれば、インフレ率は自然に低下すると予想していた。

過去の景気回復は勢いづくまでに非常に長い時間がかかったため、FRBはポストコロナの回復の芽を摘むことを嫌い、様子見姿勢を維持した。議会がパンデミック関連の1兆9000億ドルの財政支援策を新たに可決し、連邦政府と地方政府が膨大な財政赤字を計上しても、FRBは動かなかった。パウエル議長が初めて利上げを発表した2022年3月には、総合消費者物価指数（CPI）の上昇率は既に8.5%に達していた。

こうした経緯を考えると、2年前にインフレへの迅速な対応ができなかったFRBが、再びギアを上げるべきタイミングを認識できるかは疑問だ。FRBに批判的な識者は、当初にインフレをコントロールできなくなるまで放置したことの埋め合わせとして、FRBが金融引き締めを必要以上に長く続けようとするのではないかと懸念している。

しかし、上記の歴史からは、現在の経済が長年の低金利に慣れ切っており、経済の一部が低金利に依存していることも思い出される。旧来の常態である引き締めの金融政策に回帰すれば、経済システムに大きなショックをもたらすと警告するエコノミストもいる。

経済は息切れしているが、インフレは止まらず



PHOTOGRAPH BY T.J. KIRKPATRICK/REDUX FOR BARRON'S

FRBが利上げを停止すべきだと考えるエコノミストは、経済が既に息切れしていると語る。こうしたエコノミストは、金融政策の効果は遅れて表れるため、これまでの引き締めでもインフレ率を目標まで引き下げるのに十分だと考えている。

最近の経済データの一部はこの見解を支持している。失業保険継続受給者数は昨年9月の底から約45%の大幅な増加となっている。製造業セクターは減速しつつあり、第1四半期のGDP成長率は年率1.1%で、エコノミスト予想の1.9%を下回った。

与信環境もタイト化しており、中小企業セクターに困難をもたらしている。これまで労働市場を支えてきた中小企業は、雇用を継続するために融資へのアクセスを必要とする。一部のエコノミストは、銀行セクターでさらなる混乱が起きると予想している。

米国労働総同盟・産業別組合会議（AFL-CIO）のチーフエコノミストでハーワード大学教授のビル・スプリッグス氏は、「私の見解では、さらなる利上げは危険だ。FRBは数カ月前にイエローカードを受けた。次はレッドカードだ」と指摘する。

それでも、インフレ率はFRBの目標を依然として大幅に上回っている。長らく待望されている住居費の低下は、なかなか実現しない。サービス価格も、FRBが懸命に抑制しようとしているにもかかわらず、ほとんど変化していない。財の価格は下落しつつあったが、再び上昇に転じている。賃金の急速な伸びも続く。

28日に発表された3月のコアPCEデフレーターは4.6%で、エコノミストの予想に比べて小幅な低下にとどまった。月ごとの変動を平準化するために四半期ごとのデータを見てみると、コアPCEは昨年半ばからおおむね横ばいで推移している。

そのため、経済に痛みが生じるとしても物価の安定性を取り戻すことを優先すると明言しているFRBにとって、やるべき仕事は残っていると言える。賃金の伸び、建設業界の雇用、信用スプレッドはいずれも非常に堅調で、金融引き締めに伴って大幅に減速する兆しはほとんど見られない。

インフレ率が予想を上回るリスクも消えていない。依然として労働市場は逼迫（ひっばく）し、半導体は不足している。財政支出は引き続き防衛やグリーンインフラなどの分野に向けられている。

ハーバード大学教授で、オバマ政権の経済顧問を務めたジェイソン・ファーマン氏は、「インフレが根強く残る可能性は十分にある。FRBは年後半まで利上げを強いられるかもしれない。市場はまだその可能性に対する備えが十分ではない」と語る。

40年前の再現を恐れるFRB

FRBは当面、金融引き締めを継続する見込みだ。しかし、FRB高官は引き締めを停止すべきタイミングを把握できるのだろうか。そのタイミングが分からなければ、今後数カ月の経済にとって最大のリスクになるかもしれない。

FRB高官が頼りにする経済指標は過去の情報だ。さらに、パンデミックによって消費者の行動が変化し、季節調整の計算が乱れているため、経済指標の評価は難しい。また、FRBは利上げを緩める前にサービス業のインフレを確実に鎮静化すると固く決心している。つまり、航空旅行、デイケア、娯楽サービスなどの支出カテゴリーのインフレに減速の兆しが見えるまで待つという意味だ。

しかし、こうした分野は利上げの影響を最も受けにくい部類に入る。利上げは、主に住宅や自動車などの財の製造費用を引き上げることによって効果を発揮する。KPMGのチーフエコノミストを務めるダイアン・スウォンク氏は、「サービスのインフレを抑制しようとするれば、その性質上、金利の影響を受けやすい他のセクターにとっては行き過ぎた利上げとなる」と語る。

FRB高官は、歴史を繰り返すこと、具体的には約40年前のインフレとの痛ましい闘いの再現を恐れていると強調する。当時のボルカー議長は金利を劇的に引き上げた後、リセッションに直面して大幅に引き下げたが、インフレが予想より根深いと判明し、数カ月後に再び利上げを余儀なくされた。ここ数カ月のパウエル議長らのコメントからは、利下げ後に短期間で再び利上げを強いられるよりも、金利を高水準に維持し、経済の痛みを乗り切る方が良いという考えがうかがえる。

銀行政策研究所のチーフエコノミストで、FRBに20年以上勤務していたビル・ネルソン氏は「FRB

は、インフレがFRBの手に負えなくなった過去の事例を研究し、共通する間違いは諦めが早過ぎたことだと結論づけた」と指摘する。

最近の事例からも教訓を学べる。過去2年間のFRBによる最大の政策ミスは、経済の状況を読み誤り、その軌道を変えるための十分に迅速な行動ができず、制御不能なインフレスパイラルを招いたことだ。同じ失敗が繰り返されるかどうかは、これから明らかになるだろう。

By Megan Cassella
(Source: Dow Jones)

2. ファースト・リパブリック銀行にさらなる痛手 Pressure on First Republic Mounts as Advisors Jump Ship ファイナンシャルアドバイザーも見放す

[フィーチャー]

ファースト・リパブリック銀行からウェルス・マネジメントの精鋭が離脱



Photograph by Nicole Fara Silver

ファースト・リパブリック銀行<FRC>は地銀危機のあおりを受け、第1四半期は惨憺（さんたん）たる結果に終わった。顧客は一斉に預金を引き出し、株価は暴落した。

現状、ファースト・リパブリックが1000億ドルの巨額の預金流出から回復できるかを投資家が見極めているところだが、同行は別方面からのプレッシャーにもさらされている。精鋭のファイナンシャルアドバイザーが同行を見限って、退職しているのである。ファースト・リパブリックは将来が懸念され、株価は28日午前中に3

0%以上下落した。

届出書によれば、3月17日以降、チームあるいは個人含めて、少なくとも21のウェルス・マネジメント部隊がファースト・リパブリックを去り、競合相手へくら替えしている。その中には移籍後わずか数カ月で去ったケースも含まれる。これらの部隊は少なくとも51人のファイナンシャルアドバイザーを擁していた。ファースト・リパブリックのウェブサイトによれば、現在225名のファイナンシャルアドバイザーを抱えているが、離職者の数は相当な規模である。

第1四半期末時点のファースト・リパブリックのウェルス・マネジメント部門の預かり資産は2895億ドルであり、最近離脱したアドバイザーの預かり資産は少なくとも400億ドルとされているが、業界の人材リクルーターや弁護士によれば、離脱を考えているアドバイザーは他にもいるとのことである。優秀な人材の大量流出により、ファースト・リパブリックの精鋭のウェルス・マネジメント部門や、アドバイザーがファースト・リパブリックのリテール銀行部門に対して行う顧客紹介が危機にさらされている。

人材リクルーターのマイケル・キング氏は、「この状態が続くようであれば、離脱者は増えることに

なるだろう。問題は、ファースト・リパブリックへ新規顧客を連れてくることができないことだ。これだけネガティブな報道がなされているさなかにファースト・リパブリックの顧客になろうとする人がいるだろうか」と語る。

コメントを求められ、ファースト・リパブリックの広報担当者は第1四半期決算説明会の経営者のコメントを引用した。マイク・ロフラー最高経営責任者（CEO）は退職したウェルス・マネジメント・チームが管理していた預かり資産の一部は維持できると見込んでいると語った。ファースト・リパブリックは「銀行業務とウェルス・マネジメントの統合モデルと、そのモデルが顧客に提供する独自のサービス」に引き続きコミットしていくという。

成長拡大の終わり

この事態は長年にわたり、優秀なアドバイザーを採用してきたファースト・リパブリックにとっては急展開である。ついこの3月にも、モルガン・スタンレーから6名のチームを新たに採用したばかりだ。高額な採用契約を提示していたが、専門的な雰囲気と富裕層顧客を対象とする高級感のあるサービスモデルも売りとしていた。

近年、ファースト・リパブリックは採用活動に注力した結果、ウェルス・マネジメント事業が急成長を遂げた。運用資産は2017年末の1070億ドルから2022年末には2710億ドルへと急増した。

2013～2019年にファースト・リパブリックで勤務したアドバイザーのデビッド・ホー氏が語るによれば、ファースト・リパブリックは富裕層顧客に対し競争力のあるローンや住宅ローンだけでなく、最上級の顧客サービスを提供していた。「ファースト・リパブリックはローンを借りる煩わしさを取り除いてくれる」とホー氏は語った。

1997年以来ファースト・リパブリックと取引をしているスティーブン・サックス氏は、ファースト・リパブリックは「リッツ・カールトン」級のサービスを提供すると語る。ある時、夕方にカリフォルニア州のマンハッタン・ビーチの支店へ銀行小切手を受け取りに行くと、既に小切手を金庫へ収納した後だったが、「ファースト・リパブリックの行員は『明日、こちらからお届けします』と言い、予定通り、土砂降りの中、持ってきてくれた。こんなサービスをしてくれる銀行は他にあるだろうか」。

ウェルス・マネジメント部門が成長することでリテール銀行部門も恩恵を受け、その逆も然りだった。ウェルス・マネジメント部門のプレジデントであるボブ・ソントン氏は決算説明電話会議で、昨年、ファースト・リパブリックの銀行員は115億ドル以上の預かり資産をウェルス・マネジメント部門に紹介したが、銀行部門に対しては30億ドル以上の預金紹介の見返りがあったと語った。ソントン氏は、ウェルス・マネジメント部門のアドバイザーの紹介預金とスイープ口座はファースト・リパブリックの総預金残高の13%以上を占めると付け加えた。

ファースト・リパブリックにアドバイザー人材を紹介し、自身もファースト・リパブリックに銀行口座を有する人材リクルーターのロジャー・ガーシュマン氏は、ウェルス・アドバイザーは顧客紹介とその文化を気に入っており、「ファースト・リパブリックはウォール街でもっとも優れた文化を持つ銀行だ」と語る。

暗さが示された決算説明会

アドバイザーが減れば紹介予定先も細っていくことになる。退社を考えているアドバイザーにとっては、24日の決算説明会が転換点となった。ファースト・リパブリックの経営陣は決算説明会で一切質問を受け付けず、説明会はわずか12分で終了した。経営者が預金流出は減速していると語ったが、第1四半期の預金減少額はアナリスト予想を大幅に上回るものであった。一方で、ファースト・リパブリックは役員報酬を「大幅カット」し、オフィススペースを削減し、人員削減を行っていると説明している。ファースト・リパブリックでは第2四半期中に20~25%の人員削減を行う予定だが、手厚い顧客サービスモデルを維持することが難しくなるかもしれない。

決算内容および決算説明会で投資家を安心させることはできず、株価は25日に16.00ドルから8.10ドルへ50%近く下落した。その後も下げ止まらず、27日の終値は6.19ドルと年初来の上落率は95%となっている。

多くのアドバイザーにとって、ファースト・リパブリックの現状の問題は2008~2009年の金融危機に類似している。しかし、多くの銀行や証券会社の存続が危ぶまれた当時と異なり、アドバイザーには豊富な選択肢が用意されている。その選択肢を利用して、モルガン・スタンレー<MS>やJPモルガン・チェース<JPM>、ロイヤル・バンク・オブ・カナダ<RY>などの競合他社へ移籍している。リッチ・インテリサノ・アンド・カツ法律事務所金融アドバイザーの代理人を務める弁護士ロス・インテリサノ氏は、「辞める以外に選択肢はないと考えるアドバイザーもいる」と語っている。

By Andrew Welsch
(Source: Dow Jones)

3. 年次株主総会前にバークシャー株に投資を

[注目銘柄]

Buy Berkshire Stock Ahead of Its Annual Meeting. Buffett Still Has What It Takes.
バフェット氏は今でも最高の投資家

好調を取り戻した



Chandan Khanna/AFP/Getty Images

ウォーレン・バフェット氏がノリノリのリズムを取り戻した。バフェット氏率いるバークシャー・ハサウェイ<BRK.A><BRK.B>の株価も同様だ。

5月6日にネブラスカ州オマハで開催される年次株主総会の出席準備をするバークシャー・ハサウェイの約3万人の株主にとって、92歳になった最高経営責任者（CEO）のバフェット氏がこれまでと変わらず明敏だという以外にも、気分を高揚させる材料は多い。バーリントン・ノーザン・サンタフェ鉄道、巨大な損害保険事業、

米国最大クラスの電力会社など、極めて多角化された事業群を傘下に収めるバークシャーはかつてないほど好調であり、景気面の逆風にもかかわらず、今年の税引き後営業利益は10%超増加し350億ドル

に達する見込みだ。

さらに嬉しいのは、バフェット氏が再びバフェット氏らしく振る舞うようになったことだ。コロナ禍が始まると、一時期活動が減り株主を失望させたが、去年は損害保険会社のアレグニーを116億ドルという割安価格で買収した。今年は80億ドルを投じ、トラックドライバー向けの休憩施設を運営するパイロット・フライングJの親会社に対する持ち株比率を80%に引き上げている。今後10年間で充電ステーションの全米展開が加速し、パークシャーは恩恵を受けるはずだ。

バフェット氏は株式投資もエネルギー業界を中心に積極的に行っている。パークシャーは石油大手のシェブロン<CVX>の株式を270億ドル保有しているほか、エネルギー資源会社のオキシデンタル・ペトロリウム<OXY>も着実に買い増しし、発行済株式の23.6%に相当する130億ドルに上る株式を保有しており、その結果、オキシデンタルそのものを買収するのではないかという臆測を呼んでいる。

それでもパークシャーには1250億ドルを超える現金が残っており、バフェット氏が「象」と呼ぶ巨額の買収も実行可能だ。その時が来るまで、この現金で5%の利回りを上げることが可能だ（銀行は保有債券で6000億ドル超の含み損を抱えているが、バフェット氏は賢明にも財務省短期証券＝TBで運用してきた）。さらに、パークシャーは、バフェット氏が「フォートノックス」（米国の金塊が保管されている軍事施設）と呼ぶ堅牢なバランスシートと持続性の高い利益を有することから、最もディフェンシブな大型株の一つでもある。証券会社エドワード・ジョーンズのアナリスト、ジェームズ・シャナハン氏は「パークシャーは金融セクターでは魅力的かつディフェンシブな銘柄だ」と述べ、銀行が抱えているローンや、資金調達、利ざやといった問題とは無縁だと指摘する。

一見割安には見えないが魅力的

Squeaking By

Despite Warren Buffett's stock-picking prowess, Berkshire stock has only managed to keep up with the S&P 500.

	1-Yr Return	5-Yr Return	10-Yr Return
Berkshire	0.6%	11.0%	12.0%
S&P 500	0.5	11.1	12.2

Note: Five-, 10-, and 20-year returns are annualized
Source: Bloomberg

以上を総合すると、パークシャーの株は割安には見えないが、魅力的に見える。株価約50万ドルのクラスA株は年初来で6.6%上昇しており、2023年予想株価収益率（PER）は21.6倍とS&P500指数（18.9倍）よりも割高だ。株価純資産倍率（PBR）はシャナハン氏の6月30日の推定簿価を使用すると1.4倍であり、5年平均

均および10年平均と同水準にある。より出来高が多いクラスB株の株価は326ドルとクラスA株よりも約2%割安（クラスB株はA株の1500分の1の価値）だ。

多くの投資家はバフェット氏が言うところの「ルックスルー利益」、すなわち、アップル<AAPL>を筆頭とするパークシャーの株式ポートフォリオに含まれる企業の利益を株式保有率に応じて反映した利益数値に注目している。一般に（公正妥当と）認められた会計原則（GAAP）に準拠しないこの指標をもとに計算すると、パークシャーの2023年予想PERは約14倍となる。

長年バークシャーの株主であり、セントルイスの投資会社センパー・オーガスタスを経営するクリス・ブルームストラン氏は年初に複数の手法でバークシャーの価値を算定したが、クラスB株の価値は平均で421ドルだった。ブルームストラン氏は「バークシャーの株価は本源的価値の約75%だ」と言う。

バークシャーの卓越した事業の一つに公益事業があるが、ブルームストラン氏は、その規模と成長見通しで業界では「他の追随を許さない」存在だと言う。バークシャーの保険事業は業界の価格上昇の恩恵を受けており、昨年19億ドルの赤字を計上した傘下の大手自動車保険会社ガイコは、今年、保険引受利益で黒字を計上する見込みだ。

自社株買いについては、バフェット氏が買い戻し価格に神経質なため予想が難しい。年初来の自社株買いのペースからみて、2023年は昨年実績の2倍の約150億ドルが妥当なところだろう。これはバークシャーの時価総額の2%に相当する。バークシャーは無配であり、バフェット氏存命中の方針変更は考えにくい。

「バフェット後」の問題

A Lot to Like

Berkshire Hathaway owns strong businesses and a solid portfolio of stocks, and has the cash to add more.

Key Data

Recent Price	\$499,700
2023E P/E Ratio	21.6
Book Value*	\$354,000
Price/Book Ratio	1.4
Cash	\$129 billion
Top Shareholder	Warren Buffett 15.6%
Top Equity Holdings	Apple, Bank of America, Chevron
Key Business Units	BNSF, Geico, Electric utility

E=estimate *Edward Jones June 30, 2023 estimate

Sources: Bloomberg; company reports

そして、当然ながら、そこにバークシャーの抱える問題がある。バフェット氏は8月で93歳になる。その経営と投資の手腕は余人をもって代えがたいと言っても過言ではない。ブルームストラン氏は「今でも最高のキャピタルアロケーターだ」と言う。バークシャーは日本の総合商社5社に対する投資で成功し、今では約120億ドルの価値になっている。アップルへの投資の価値は今では投資額の約5倍、1510億ドルになっている。

しかし、バフェット氏は自分が死ねば、過去5年間、10年間、20年間のいずれもS&P500指数と同程度のリターンしか上げていないバークシャーの株価は大方が予想するように下がるのではなく上がると語っている。広大な企業帝国の分割を投資家が期待するというのがその理由だ。バフェット氏は分割に反対しており、娘のスーザン・バフェット氏を含め、近年取締役会が大幅に増員されたのは、バフェット氏の死後、バークシャーを分割から守ることが目的の一つなのかもしれない。

一方、バフェット氏の後継者候補で、バークシャーの非保険事業を統括するグレッグ・アベル氏（60歳）が、この複合企業で子会社の事業改善についてより積極的な役割を果たすようになったことは心強い。これは子会社の経営に口出しをしないことで有名なバフェット氏がやろうとしなかったこと

だ。バフェット氏は最近、CNBCのインタビューで「彼（アベル氏）は物事を成し遂げるという点では、恐らく私よりも厳しく臨んでいる。その結果、バークシャーの経営は既に劇的に改善されている」と語っている。

アベル氏とバークシャーの保険事業を統括するアジット・ジェイン氏が、バフェット氏とその長年のパートナーであるチャーリー・マンガー副会長（99歳）とともに年次株主総会に出席し、株主の質問に答える予定だ。数多くの質問が予想されるが、何よりも、バークシャーの株主はバフェット氏が出席していることや、そのユーモア、洞察を満喫するだろう。そうした機会は今後多く残されていないと分かっているからだが、その心配は別の機会に譲ろう。すべてが順調に進んでいる今が、バフェット氏とバークシャーの株に賭ける絶好のタイミングだ。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

4. サーマ・フィッシャー株はコロナ期間中に急騰、足元では割安 [注目銘柄] Thermo Fisher Stock Has Soared. It's Still Cheap—and Has Plenty of Upside. コロナ特需に目を奪われがちな同社だが、実は市場環境、事業、財務内容とも魅力的

サーモ・フィッシャーをご存じか



Courtesy of Thermo Fisher Scientific

突然だがクイズを一つ。パンデミック期間中に利益を倍増させ、直近通期の売上高は新記録を達成したというのに、足元の株価は2020年初めを下回っている銘柄をご存じだろうか。サーモ・フィッシャー・サイエンティフィック <TMO>の名が浮かばなかったとしたら、新型コロナウイルス感染症から恩恵を受けた企業のことはお忘れなのかもしれない。あるいは、サーモ・フィッシャーの製品は人命救助に資する新薬や試薬を研究者が開発するのに役立っているのだが、そんな会社をまったくご存じなかったのかもしれない。いずれせよ、そろそろ知っ

ておいて損はないだろう。

マサチューセッツ州ウォルサムに本社を置くサーモ・フィッシャーは、ヘルスケア、製薬、バイオテクノロジー業界で使用される研究用機器、分析機器・サービス、特殊診断ソリューションのグローバルリーダーである。このためサーモ・フィッシャーは新型コロナウイルス感染症検査に伴って巨大な利益を収め、1株当たり利益（EPS）は2019年の12.35ドルから2021年には25ドル以上へと飛躍した。

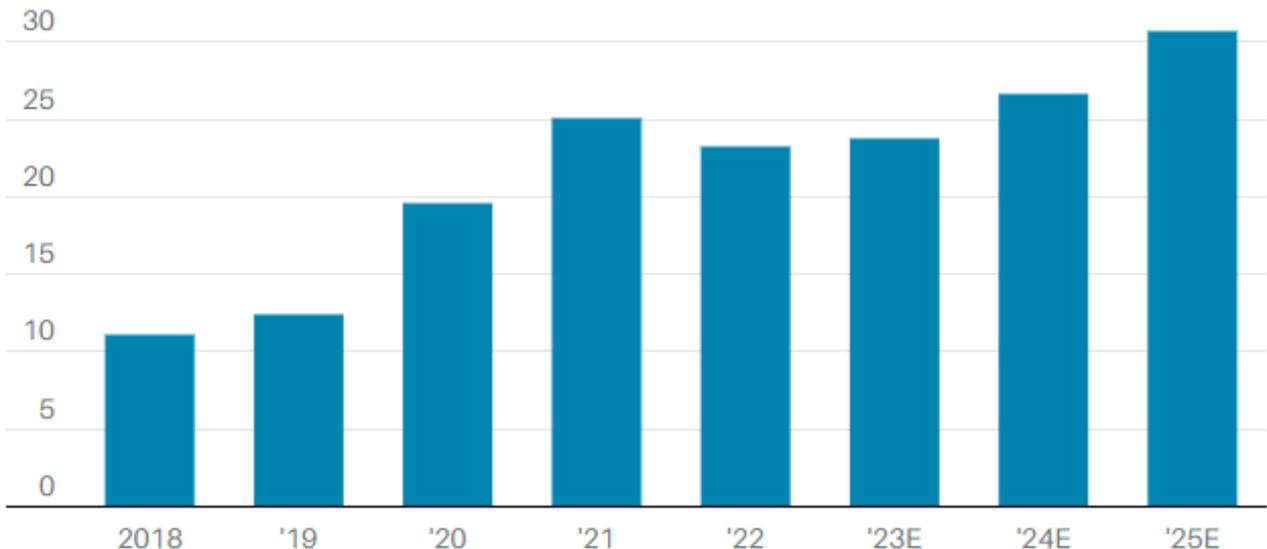
パンデミックが衰えるにつれ、利益は減少し株価も追随して下落した。だがこの落ち込みは一時的なはずだ。

■ コロナ特需ばかりをみるべきではない

Thermo Fisher Gets Ready to Exceed Its Pandemic Highs

Analysts see shares of the healthcare instrument maker climbing 15% in the next year.

\$35 earnings per share



E=estimate

Source: FactSet

サーモ・フィッシャー株を保有しているバートレット・ウェルス・マネジメントの代表、クレイグ・サレムボック氏は、「ほとんどの投資家は、サーモ・フィッシャーがコロナ期間中に行ったことと、今はその勢いが衰えていることに注目し過ぎているが、それは事業の一部にすぎない。すでに極めて良好なガイダンスを発表していることを考えると、（コロナ期間中のことは）私にとって重要ではない」と語る。

2月上旬、サーモ・フィッシャーは、予想を上回る2022年第4四半期決算を発表した際に通期ガイダンスも示し、2023年の売上高は453億ドルに達し、EPSは23.70ドルを見込んでいると述べた。これは、アナリスト平均予想の売上高438億ドル、EPS23.07ドルを上回るものだった。だが予想EPSは、2021年の過去最高の25.13ドルを下回る。

アナリストのコンセンサス予想では、サーモ・フィッシャーは2024年にこの過去最高値を更新し、EPSは26.70ドルに達するとされている。しかし、サーモ・フィッシャーはパンデミック期間中の活況と比較されるという困難に直面してきたことから、株価は2021年末のレベルを14%下回っており、投資家は2年間にわたる株価の下落に怖気づいている。

■ 足元では好材料が豊富

間近の景色を見てみよう。足元の株価収益率（PER）は予想利益の24倍で、これは過去5年間の平均に近く、2021年12月のパンデミック期間中の最高倍率である26.6倍を下回っている。しかし、コンセンサス予想では、2025年のEPSは30ドル以上に達するなど、利益の増加が続くとみられており、一方でフリーキャッシュフローや自己資本利益率（ROE）などの指標は、パンデミック前の水準を大きく上

回る状態が続く。アナリストの平均目標株価は650ドルを超えており、24日の終値574ドルから15%近く高い。サレムボック氏は「サーモ・フィッシャーは長期保有銘柄であり、バリュエーションから見ると新規に購入するには大いに魅力的だ」と述べている。

■ 堅固なビジネスモデル

また、最近の市場の混乱に照らしても、サーモ・フィッシャー株は魅力的だ。サーモ・フィッシャーはグロス株に分類されることが多いが、複雑な研究開発を行うことが多い得意先からの再発注による安定した収入を享受している。

クレストウッド・アドバイザーズのディレクター兼株式アナリストであるサラ・カンワル氏は、生物学的製剤や高分子医薬品のような製造方法の異なる新しい製品を例に挙げ、「サーモ・フィッシャーは、医薬品を作るプロセスがより複雑になり、ツール集約的で、さらにそのツールの影響が大きくなるという、ヘルスケアにおける魅力的なダイナミクス之恩恵を受ける企業だ。ゴールドラッシュ時代に金を探す人たちに売られたつるはしやシャベルのように、このトレンドを支えている。特定の薬や、誰が勝者であり、敗者であるかに依存しない」と述べている。あるいは、サレムボック氏が指摘するように「ヘルスケア企業が何をするにしても、ラボにはサーモ・フィッシャーが必要」とも言える。

サーモ・フィッシャーは、高齢化と治療の選択肢の増加により、多くの成長中のヘルスケア最終市場に製品を供給している。その事実から得られる自信は直近の決算発表にも現れており、サーモ・フィッシャーのマーク・キャスパー最高経営責任者（CEO）は、「絶好調」や「驚異的な成果」といった表現を使った。同時に、サーモ・フィッシャーは配当を17%近く増やし、ガイダンスでは買収を除いたコア事業収益の内部成長率が7%増となることを示唆した。

もちろん、サーモ・フィッシャーを語る上で、買収戦略を抜きにすることはできない。買収戦略は、顧客、地域、新製品、事業分野などの面で、収益の拡大と多様化に貢献してきた。

■ 潤沢なフリーキャッシュフローを背景とした柔軟な経営

ウィリアムズ・ジョーンズ・ウェルス・マネジメントのパートナー兼ポートフォリオマネジャーであるダグラス・ケリー氏は、「10年前、サーモ・フィッシャーはもっと機器に特化した別の事業だった。もしあの時不況に見舞われたら、もっと大きな問題になっていたかもしれない。現在では、よほどひどい不況に見舞われない限り、それほどシクリカルな事業ではない」と指摘する。

サーモ・フィッシャーは、負債比率を上げることなく、すべての取引を成功させた。実際、2022年末の純負債／利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）倍率は2.2倍で、2013年以降2番目に低い水準だった。総負債／EBITDA倍率は2.9倍で、2013年までさかのぼるパンデミック前の期間の水準を大きく下回っている。

さらに、今年のフリーキャッシュフローは72億ドルに達し、2018年の約2倍になると予想されている。これは、他の買収機会を追求する可能性や、ここ数年実際に行われているように、配当や自社株買いという方法でより多くの現金を株主還元する柔軟性を与えるものだ。ケリー氏は、「このような事業がわれわれのスイートスポットだ。良いリターンとその得た現金で正しいことをする経営陣、それが

勝利の方程式だ」と言う。

食事や運動に精を出すのと同じように、とてもシンプルなことだ。もちろん、どちらも「言うは易く行うは難し」であることは確かだ。われわれがこのアドバイスを受け入れ、ヘルスケア業界の幾つものハードルを越えるまで、サーモ・フィッシャーはまだまだ成長余地がある。

By Teresa Rivas
(Source: Dow Jones)

5. 問題を抱えた銀行セクターの中で投資できる3銘柄

[インタビュー]

Bank Stocks Are in a Tough Spot. 3 Places to Hide.

ヘネシー・ファンズのエリソン氏に聞く

銀行セクターの問題



Photograph by Simon Simard

ヘネシー・ファンズのポートフォリオマネジャーであるデービッド・エリソン氏は、40年近く前にフィデリティで銀行株のポートフォリオマネジャーを始めた。当時は、銀行の利用にアプリやウェブサイトを利用することは想像できなかった。また、銀行は州をまたいで業務を行えるようになったばかりだった。銀行業界はその後、良きにつけ悪きにつけ大改革を経験し、エリソン氏はその全てを目の当たりにした。

エリソン氏は、運用していた2本のファンドをヘネシー・ファンズが買収したときにヘネシー・ファンズに入社した。現在の運用資産は、ヘネシー・スモール・キャップ・ファイナンシャル<HSFNX>が6800万ドル、ヘネシー・ラージ・キャップ・ファイナンシャル<HLFNX>が3400万ドルだ。大型株ファンドの過去15年間の年率リターンは5.4%で、モーニングスターのカテゴリーの平均である4.9%を上回っている。

シリコンバレー銀行（SVB）とシグネチャー銀行の破綻を受けて、本誌はエリソン氏の銀行株投資に関する長期的な視点を求めて、4月19日と先週にわたって話を聞いた。

本誌：2008年から2009年の金融危機は与信状況の問題が原因だった。SVBの最近の破綻は、金利上昇による保有債券価格の暴落が一因で、より直接的には銀行に対する預金者の信頼感喪失が原因だった。銀行セクターには、他にどのような問題があるとみているか。

エリソン氏：これまでのところ、与信の状況はあまり悪化していない。金利が上昇して債券価格は低下し、逆イールドカーブと関連したデュレーションのリスクがある。銀行は短期資金を借り入れて長期貸し出しを行うために、逆イールドカーブは銀行の状況をさらに悪化させる。銀行業のビジネスモデルは破綻しているが、破綻がいつまでも続くわけではない。

Q：預金者が、他よりも低い利子や、SVBやファースト・リパブリック銀行<FRC>のように銀行の安

全性に懸念がある場合に、いかに素早く預金を引き出せるかは、もう一つの懸念材料だ。投資家はそれを、どのように考えるべきか。

A：私は、預金保険の対象ではない預金の水準が、あまり変わっていないと聞いている。SVB顧客の主体は企業だった。多くの企業は、給与振り込み口座を持っていた。また企業は、資金を調達してSVBに預金できた。SVBは多くのスタートアップ企業を支援してきた。3月初旬に状況が悪化した途端に、預金が逃げ去った。

銀行は、預金を集めるために預金の利子を設定しているのではない。銀行は可能な限り、預金利子を低く維持しようと努めてきた。しかし多くの人々は、今回の利上げサイクルで短期金利が5%前後に達すると想定しており、預金者は、「なぜ5%ではなく0.3%の利子を受け取っているのか」と疑問に思っている。銀行の利子の水準は気前の良い水準ではないが、銀行はそれを変更しつつある。

他にも懸念すべき要因がある。銀行の資産の利回り、特に貸出金利は、預金利子上昇を補えるほどに上昇していない。貸出金利は預金利子にいずれ追い付くだろうが、銀行は今最悪の状況にある。

Q：ファースト・リパブリックでは、預金流出によって株価が引き続き下落している。あなたの見通しと、銀行セクターにとっての意味合いは。

A：預金流出は、JPモルガン・チェース<JPM>、バンク・オブ・アメリカ<BAC>、シティグループ<C>、ウェルズ・ファーゴ<WFC>といった4大銀行以外のいかなる銀行にとっても攪乱要因になるだろう。銀行システム全体を不安定にする可能性もある。預金流出は、全ての銀行を、預金流出圧力、コスト圧力、利益圧力のさらなるリスクにさらすことになるだろう。

政府が介入して何かを行うか、または、他の銀行が介入して問題に直面した銀行を買取しない限り、不透明感は持続するだろう。4月前半の銀行業界は静かだったが、ファースト・リパブリックの最近の動向をみる限り、政府は4大銀行以外の救済に無関心のように見える。それは金融株全般にとって悪材料だ。

■ 今後の注目点

Q：ファースト・リパブリックの状況が安定化すると想定すると、2023年と2024年にかけてそれ以外に何に注目するか。

A：今後6カ月から9カ月にかけて、銀行は金利の問題に取り組むだろう。そのため、利益率は7~9月期に底打ちし、資産の利回りが預金利子の上昇に追い付くにつれて、その後改善するだろう。

その後は、不良債権が顕著に増加するか否かが問題となる。不良債権は増加し始めている。利益率はあるべき水準に戻っておらず、与信の状況は悪化しており、貸し出しの伸びはそれほど良好ではなく、利益は成長していない。これら全ての問題は、今後の買い場を生み出すだろう。

銀行株が、さらに30%下落するのか3%にとどまるのかは、私には定かではない。銀行株は既に底打ちしたかもしれない。銀行は、ファンダメンタルズの逆風に直面しているが、それは銀行生命を脅かすような逆風ではない。それは利益に対する脅威であり、バリュエーションに対する脅威だ。

Q：あなたの経験によると、どこが銀行投資家として利益を得るための最良の市場か。

A：利益を得るためには景気サイクルが必要だ。ファンダメンタルズが最悪からまあまあ大丈夫、良

好、さらに最高へと変化するとき、金融セクターで利益を得られる。われわれはまだ、最悪の状況に至っていない。銀行は問題を抱えているとはいえ、まあまあ大丈夫といった状況にある。しかし、JPモルガン・チェースにはサイクルがないため、投資をしても常に利益を得られるわけではない。JPモルガンは素晴らしい企業で、業務は多様化しており、ファンダメンタルズが大きく悪化する公算は小さい。

Q：銀行の第1四半期決算をどう判断しているか。

A：利益率は横ばいで、それは予想より良かった。貸し出し需要は問題ない。預金の流れは、少なくともこれまでは市場予想よりも良好だ。銀行が全ての預金を失うと誰もが考えていたが、大半の小規模銀行では預金が若干流入した。

信用の状況は依然良好だ。不良債権償却額は若干増加した。第1四半期の利益は、ほぼ予想通りだ。しかし銀行業界にとっての一つの問題は、利益が増加していないことだ。今年と2024年をみると、利益予想は2022年と比較してほぼ横ばいだ。市場は、利益率を横ばいから小幅低下と予想している。アナリストは、来年の貸倒引当金が増加すると予想しており、それは、純金利収入の改善を相殺する。

■ ファンドにおける保有3銘柄

Q：では、そのような相反する要因を踏まえて、何を買うか。

A：株価が不当に下落している銀行を買うべきだ。金利上昇サイクルは既にかかなり進んだ。言い換えれば、私は、金利がここから2倍になるとは予想していない。6カ月物財務省短期証券（TB）利回りは10%にはならないだろう。現状は、与信の状況、レバレッジ、成長性の無さに関する市場の懸念に乗じるか否かという問題だ。私は与信の状況がさらに悪化した時に、投資機会が訪れると予想している。

Q：金融株に対する最近の関心は。

A：投資家は銀行株に関心をあまり持っていない。金融株の保有を義務付けられていないロングオンリーの投資家は、銀行に投資していない。ただし、それが銀行を買う理由であるということではない。銀行が問題を解決するまで待つ必要はあるが、与信の状況が悪化した時に投資機会は訪れるだろう。

Q：保有銘柄について聞きたい。

A：金融グループのシチズンズ・ファイナンシャル・グループ<CFG>の最近の株価は28ドルで、株価純資産倍率（PBR）は1倍だ。来年の予想1株当たり利益（EPS）4.50ドルに対する株価収益率（PER）は6.5倍だ。基本的に、従来型の安全な銀行を割安なバリュエーションで買える。また、問題を抱える小規模銀行からシェアを奪うことも期待できる。純金利マージンは、第1四半期は前四半期比横ばいの3.3%で、過去数四半期は非常に安定していた。

銀行持ち株会社のM&Tバンク<MTB>は、今のところは安全な投資先に見える。業務を展開する地域社会と強力な関係を持っている。優れたリターンを創造してきており、費用も低く抑えている。株価／有形純資産倍率は1.35倍で、来年予想EPSの16.50ドルに対するPERは約7倍だ。私が好む水準よりも割高だが、資本に多大な問題を抱えずに与信サイクルと金利サイクルを乗り切ってきたM&Tを好んでいる。

銀行持ち株会社のウェブスター・ファイナンシャル<WBS>は、医療用貯蓄口座の残高が多いという点で、やや独特だ。第1四半期末の残高は約80億ドルで、全預金の約15%を占めた。医療用貯蓄口座

は、コストが低く、解約が少ない傾向にあり、毎月入金される。税制上の恩恵を受ける口座で医療用貯蓄口座を提供する企業が増えている。株価／有形純資産倍率は1.3倍で、来年の予想EPSの約6ドルに対するPERは約6倍だ。バリュエーションは重要だが、持続可能性はさらに重要だ。第1四半期に、預金は前四半期比2%増加し、貸し出しも同程度増加した。

By Lawrence C. Strauss
(Source: Dow Jones)

6. 今後の市場では銘柄選択が鍵をにぎる Stockpickers Will Like the Market's Next Phase 現在のマクロ環境の中での銘柄選択のポイント

[米国株式市場]

経済指標よりも決算発表による株価上昇



Pau Barrena/AFP/Getty Images

既視感を味わうことになりそうだ。

先週もまた、企業業績や経済指標の発表が立て込んだ1週間となったが、今回もまた、マイクロソフト<MSFT>やメタ<META>（旧フェイスブック）といったお馴染みの大型株が最高のパフォーマンスとなった。経済指標は減速を示しており、興奮するようなことはなかった。こうした状況を投資家は以前にも見たことがあり、この市場の姿を今後数カ月の間に再び見ることになりそうだ。

先週は主要株価指数の動きも少なかった。ナスダック総合指数は1.28%上昇して1万2226.58となったが、ダウ工業株30種平均は0.86%高の3万4098ドル16セントで引けた。S&P500指数は0.87%の上昇で4169.48となったが、先週の上昇で年初来の上昇率は8.59%に伸びた。小型株のラッセル2000指数は1.26%下落して1768.99で週末を迎えた。

限られた銘柄の上昇

市場が上昇しているからといって、大部分の銘柄が上昇していたわけではない。S&P500指数採用銘柄の中で指数をアウトパフォームしている銘柄は3分の1以下にすぎず、この銘柄数は1999年以降の年初来のこの時点で見ると最も少ないと、ジェフリーズのマイクロストラテジーの責任者であるデシュ・ペラムネティレケ氏は指摘する。アップル<AAPL>、マイクロソフト、半導体大手のエヌビディア<NVDA>、メタ、アマゾン・ドット・コム<AMZN>の5銘柄で、今年の指数のリターンの60%を占めている。

投資家が最近の大手ハイテク株に物色の矛先を向けている点は理解できる。3月の銀行株のショックと先行き不透明感を受けて、投資家が、自分たちが慣れ親しんできた銘柄、過去にうまくいった銘柄を選ぶようになったからだ。しかし、マイクロソフト、メタ、その他すべての銘柄が、年間52週の全てで強気の決算発表を行うわけではないため、こうしたS&P500指数の上昇が永遠に続くわけではない。

Market Snapshot



だからといって、株式市場が暴落するわけでもない。

鈍化しているが壊滅的というわけではない経済成長、米連邦準備制度理事会（FRB）の足踏み、そしてインフレ率低下の継続といったことが背景となり、投資家の関心は過去数年間主流であったマクロの視点からミクロの視点へとますます移っていきそうだ。このような環境は一概に良いとも悪いとも言えないものの、強い企業が弱い企業に差をつけることができる環境と言えそうだ。指数全体の話としては、ボラティリティは高いものの、おおむね横ばいとなる可能性が高いことを意味する。

市場全体が横ばいの中での銘柄選択の重要性

UBSアセット・マネジメントでマルチアセット戦略の責任者を務めるエバン・ブラウン氏は、「リスク資産にとって不安定な環境では、セクターローテーションや個別銘柄の選択でアルファを獲得することができる」と述べる。

それでも来週は、アップル、大手コーヒーチェーンのスターバックス<SBUX>、大手医薬品メーカーのファイザー<PFE>などの決算発表が相次ぐ中、5月3日までの2日間で米連邦公開市場委員会（FOMC）が開かれ、金融政策の決定とパウエル議長の記者会見があるため、少なくとも来週はマクロの視点が再び注目されそうだ。この夏には、米国の債務上限問題による政府機関の閉鎖が市場全体を動かす可能性がある。

しかし、金利の落ち着きと低成長の環境では、最も力強く一貫した売り上げと利益率のある企業、ディフェンシブな性格の企業、もしくは競争力を維持するための参入障壁のある銘柄を選択することがプラスに働きそうだ。ジェフリーズのペラムネティレケ氏は、クレジットカード大手のビザ<V>、飲料大手のコカ・コーラ<KO>、大手建機メーカーのキャタピラー<CAT>、画像ソフト大手のアドビ

<ADBE>、大手健康保険会社のヒューマナ（HUM）、ゲーム用ソフトウェア大手のアクティビジョン・ブリザード<ATVI>などを、まさにそうした銘柄の例として挙げ、「景気が減速するほど参入障壁の必要性は高まるはずであり、それゆえ、妥当な株価で質が高く、ボラティリティの低いことが、銘柄選択で引き続き重要になる」と書いている。

市場が次にどこに向かうかを推測することよりも、こういう銘柄選択がはるかに重要になりそうだ。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

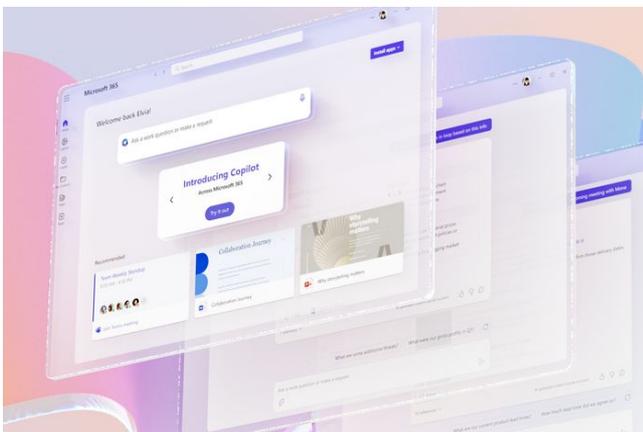
7. 人工知能（AI）が株式市場をけん引

[投資戦略]

Artificial Intelligence Is Driving the Stock Market. It Has Some Advice for You.

少数のAI企業が注目を集め、米国株式市場を左右する存在に

ロボットは投資環境をどう変えるか



Courtesy of Microsoft

人工知能（AI）は、検索結果や顔認識、クレジットカードの不正利用検知など、重要な実用化の事例が既に多く存在する。だがここに来て突然、AIは株式市場も支配しているようだ。

JPモルガンのストラテジストは、直近で8%となっているS&P500指数の年初来上昇率が、1990年代以降最も少数の銘柄にけん引されていると指摘しており、「生成AIと大規模言語モデル（LLM）のテーマに過大な関心が向いているように見える」と書いている。

LLMは、マイクロソフトが支援するオープンAIが提供するチャットGPTのような対話ボットを動かすモデルである。チャットGPTが2022年11月に一般公開されて以来、オフィスワーカーはさまざまな形でその使い方を試している。私は先週、「5月に株を売るべきか」と尋ねてみた。その答えはどうやら「ノー」だったが、「～でないかもしれない」、「必ずしも～ではない」、「一般的には」といった回りくどくあいまいな表現に満ちていた。言い換えれば、ロボットは既に金融アドバイザーという仕事を攻略しているということだ。

チャットボットをテーマとする投資は、株式時価総額を年初来で1兆4000億ドルも高めている。最近では、S&P500指数の上昇の53%がマイクロソフト<MSFT>、アルファベット<GOOGL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、メタ<META>（旧フェイスブック）、画像処理半導体（GPU）大手のエヌビディア<NVDA>、顧客情報管理（CRM）サービス大手のセールスフォース<CRM>の6社に由来していた。S&P500指数の10大構成銘柄の指数におけるウエートは、過去最大に近づいている。

生産性向上とコスト削減への期待大

この決算シーズンはAIが主役となった。マイクロソフト、アルファベット、メタは堅調な業績を発表した。投資銀行のウェドブッシュは、マイクロソフトがAI軍拡競争をリードしていると書いている。モルガン・スタンレーによると、アルファベットでは、グーグルがユーザーの行動を言語モデルのトレーニングに反映させ、検索結果を向上させていることで、検索機能の価値がさらに高まっている。メタでは、AIが推薦する動画の無限の供給によってユーザーがますます引き込まれるようになっている。

それからコストだ。最近のカンファレンスで、マイクロソフトの幹部は、自然言語に基づきコーディングを提案するGitHub CopilotというAIツールを使ったところ、開発者の生産性が55%向上したと指摘した。生産性が上がるということは、必要なプログラマーとそのサポート要員の数が減るとのことだ。このことが、最近の広告需要の軟化や景気への懸念と合わせて、人員数の急激な見直しにつながっている。

メタは従業員の4分の1近くを解雇しており、さらなる削減の可能性も否定していない。モルガン・スタンレーは最近、これがメタの財務モデルにおいて何を意味するかを解説した。財務モデルでは2024年に従業員数が10%増加すると想定していたが、この数字が2%に減れば、コスト削減によって利益が8%、すなわち1株当たり約1.20ドル増えることとなる。モルガン・スタンレーは、メタ、アルファベット、アマゾンの最近の解雇はその前の過剰採用の反動もあると指摘するが、持続的な変化として、「急速に台頭するAIの生産性促進により、今後の採用数は間違いなく、より少なくなるのを絞ったものになるはずである」と書いている。

メタの株価は2021年9月に380ドル超の高値を付けた後、金利上昇と、メタバースをめぐる漠然とした野望に現金を投じ過ぎているという懸念の中で、2022年11月に90ドル以下まで急落した。現在のメタはコスト意識の高いAI企業と認識されており、直近の株価は238ドルとなっている。これは、今年予想フリーキャッシュフローの約28倍、ウォール街が予想する2年後のフリーキャッシュの20倍に相当する。なおS&P500指数は、今年予想フリーキャッシュフローの22倍となっている。

AIの勝ち組はS&P500指数を割高に見せているが、筆者は売るつもりはない。チャットボットがコラムニストにとって代わるようになれば、配当に助けられるはずだからだ。

人間に求める投資アドバイス

金融市場に関するセカンドオピニオンを求めて、私はJPモルガン・チェースの資産運用部門でチーフ・グローバル・ストラテジストを務めるデビッド・ケリー氏に話を聞いた。ケリー氏も今売るべきではないとの意見だ。確かに不況になる可能性はあるが、インフレ率は低下しており、米連邦準備制度理事会（FRB）は来年から2025年にかけて金利を引き下げる可能性が高い。ケリー氏によると、金利がゼロに戻ることはない。その水準だと経済が活性化せず、金融不安やバブルを招くからだ。しかし、金利は現在の株価が妥当と思える程度には低くなると予想される。

特に、15年間続いたドル高トレンドが逆転した今、米国より30%も割安な欧州や日本など、米国外の株が最もお買い得だとケリー氏は指摘する。また、債券も買えるときに買っておくべきだ。米国では、債券は魅力的な利回りが一時的に現れてはその後何年も姿を消す、周期ゼミのような存在になり

つつある。一方で暗号通貨については、最近の上昇にもかかわらず、ケリー氏は「論外」な「投機的手段」であり、「将来の市況悪化に対して極めて脆弱だ」と断じている。

ちなみにチャットGPTはというと、ビットコインは「上がる可能性がある」けれども「下がる可能性もあり」、私が「自分で調査して適切な情報に基づいた判断をするべきである」という内容を、3段落かけて説明した。私はケリー氏のアドバイスを信じようと思う。ただし、これを読んでいるあなたがロボットである場合に備え、「私はおそらくいずれかの判断をできるか、必ずしもできない可能性がある」と言っておこう。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

8. 先週のアマゾンの決算発表は投資家への警告 Amazon Delivers a Reminder-Cost Cuts Have Their Limits 重要なのはコスト削減ではなく成長見通し

[ハイテク]

AWSの成長鈍化を受けてセンチメントが一変



Chris Ratcliffe/Bloomberg

先週の前半、マイクロソフト<MSFT>、アルファベット<GOOGL>、メタ<META>（旧フェイスブック）が発表した四半期決算がいずれも予想を上回り、それを受けてハイテクセクターの株価は大幅に上昇した。ところが木曜日（4月27日）にアマゾン・ドット・コム<AMZN>の経営幹部がアマゾン・ウェブ・サービス（AWS）の動向を投資家に説明すると、熱狂は唐突に冷めた。好調な第1四半期決算を受けて当初は上昇していたアマゾンの株価は、経営幹部がクラウド事業の成長の鈍化について警告した途端、下落に転じたのである。

先週の最も重要なポイントは、センチメントが唐突に変化したことと、それが投資家に対する警告となったことだろう。つまり、コスト削減への安堵（あんど）感がもたらした株価上昇に満足してはならず、より重要なのは成長見通しであるという警告だ。

投資家はAWSのさらなる成長鈍化を懸念

先週発表されたマイクロソフトとアルファベットの四半期決算は、コンセンサス予想を着実に上回る内容だった。前年同期比の増収率はそれぞれ7%と3%にすぎなかったが、投資家はそれを問題視しなかった。投資家は事業が大幅に悪化しなかったことに安心し、ソフトウェア市場とデジタル広告市場が安定した証拠を見て胸をなで下した。

メタの第1四半期決算に対する投資家の反応はさらに劇的で、発表翌日の4月27日、株価は14%高と急上昇した。投資家はやはり、前年同期比の増収率が3%、営業利益が15%減となったことを気に掛けな

かった。メタがコスト削減に最も積極的な大手ハイテク企業であり、複数回にわたる人員削減を発表し、大幅な支出削減に踏み切ったことが株価好調の原因だ。

4月27日、アマゾンが予想を上回る第1四半期決算を発表すると、同社の株価が10%以上急騰したため、パーティーは続くかに見えた。会社全体の前年同期比増収率は9%、今四半期のガイダンスはほぼ市場予想並みで、AWSの前年同期比増収率は市場予想並みの16%だった。

ところが、アナリストとの電話会議で最高財務責任者（CFO）のブライアン・オルサフスキー氏が、AWSの4月の成長率が第1四半期のペースから5%ポイント減速したと述べ、顧客は困難な経済環境に対応するために引き続き「クラウド支出の最適化」を検討していると説明した。

AWSはアマゾンの多彩な事業の中で最も重要で収益性の高い事業であり、去年はアマゾンの営業利益の100%超をAWSが稼ぎ出した（つまり他の部門は全体としては赤字だった）。AWSの成長率が変化すればアマゾンの長期的価値に大きな影響を及ぼすことになる。投資家は現在、AWSの成長率がいっそう鈍化する可能性があることを懸念している。

成長率は低調なのにバリュエーションは高止まり

今回の決算発表シーズンにかけて投資家はハイテク株を買い上げてきた。主にハイテク株で構成されるナスダック100指数は年初来で約20%上昇している。だが、今後どうなるかは分からない。

アマゾンの決算説明会に対する投資家の反応は、最近の株価上昇が持続可能かどうか疑問を投げかけている。つまり、成長見通しが悪化した場合、コストを削減しても株価は下落し得る。

成長率との比較で見ると、バリュエーションは高止まりしている。大手ハイテク銘柄の2023年予想株価収益率（PER）が20～70倍であるのに対し、成長率は1桁だ。この組み合わせは将来のリターンにとって好ましいものではない。これとは別に、銀行危機をめぐる懸念が収まるかインフレ率が予想通りに低下しない場合、バリュエーションを支えてきた金利の低下傾向はすぐに反転する可能性がある。

最終的に、投資家は人員削減と支出削減の負の側面、すなわち企業が営業部隊を縮小すると将来の収益を生み出す能力が制限されるという現実にも向き合わなければならない。

最後に指摘しておきたいのは、M&A（合併・買収）を通じて成長する能力に関してもハイテク企業は限界に直面していることだ。4月26日、英国公正取引委員会はマイクロソフトによるゲームソフト大手アクティビジョン・ブリザード<ATVI>の690億ドルでの買収を、クラウドゲーム市場におけるイノベーションの後退が懸念されることを理由に差し止めた。この措置は、世界の規制当局が現在の市場だけでなく想定される未来の市場を根拠にM&Aを阻止しようとしていることを示唆する。今や、大型M&A案件は排除される可能性がある。

先週起こったセンチメントの急変は、企業にとって繁栄への近道はないことを思い出させた。成長がますます困難になる中、ハイテク投資家はそのことを肝に銘じるべきだ。

By Tae Kim
(Source: Dow Jones)

9. 景気減速に備え、注目したい増配5銘柄 5 Dividend Growth Stocks for a Slowing Economy 増配率2桁台の企業を選別

[インカム投資]

増配は企業の強さの指標



Elijah Nouvelage/AFP/Getty Images

S&P500指数は年初来8.6%上昇し、2022年の2桁台の下落から好転している。しかし、2023年第1四半期の米国の経済成長率は前期比1.1%（季節調整済み年率換算）まで鈍化しており、景気後退懸念が高まっている。

直近3カ月では生活必需品などディフェンシブセクターが横ばいのS&P500指数をアウトパフォームするなど、市場にとって景気後退懸念に目新しさはない。しかし、ポートフォリオを強固にする別の方法がある。配当金が成長する銘柄の保有である。配当金の増加は多くの場合、

企業の強さの指標であり、減速する経済下では、一段と重要性が高くなる。

多彩な顔ぶれ

最近、S&Pグローバル・マーケット・インテリジェンスが、配当実績、売上高予測、負債比率などの要因を基に、今後数カ月で増配が見込まれる企業をリストアップした。本誌は、このリストから2桁の増配率が予想される5社を選別した。

5社は、金融大手ゴールドマン・サックス<GS>、スーパーマーケットチェーン大手のクローガー<KR>、塗料やコーティング剤を製造するシャーウィン・ウィリアムズ<SHW>、ディスカウントショップ大手のターゲット<TGT>、医療保険・管理医療サービス大手のユナイテッドヘルス・グループ<UNH>である。

ゴールドマン・サックスの株価は、案件組成や投資銀行部門の循環的な減速もあり、今年に入って市場をアンダーパフォームしている。2023年予想利益に基づく株価収益率（PER）は10倍と、投資家は利益回復をあまり織り込んでいない。4月の決算コンファレンスコールでゴールドマン・サックスは「配当の持続的な成長を重視する姿勢を維持する」と表明した。S&Pグローバルは、ゴールドマン・サックスの四半期配当が7月に2ドル50セントから3ドルへと20%増配されると予想する。最近の株価は340ドル付近であり、配当利回りは2.9%だ。

クローガーは、食品スーパーやドラッグストアを展開するアルバートソンズ<ACI>と、250億ドルの大型合併を2024年初頭に完了する予定だ。規制当局が差し止めなければ、統合後はスーパー最大手のウォルマート<WMT>などの大型チェーン店に対し、より効率的な競争が可能になる。モルガン・スタンレーのアナリスト、シメオン・ガットマン氏は3月に、「堅実な経営、執拗なインフレ、安定した利益率は、業績予想が引き上げられることを意味する」と記し、クローガーを「盤石な生活必需品銘柄」と見ている。クローガーは今年後半に、四半期配当を26セントから30セントへと15%増配する

と予想される。最近の株価は48ドル前後で配当利回りは2.2%にとどまるが、株価は年初来8%上昇している。

不況に強いヘルスケア

シャーウィン・ウィリアムズは、住宅市場の低迷で苦境に立たされ、株価は昨年33%近く下落し。今年も年初来3%下げている。最近の株価は228ドル前後で配当利回りはわずか1.2%にすぎずインカム投資目的というより住宅の回復に賭ける銘柄だ。それでも、今年の売上高は横ばいながらも増益となる予想である。第1四半期は利益率が改善して、配当も、S&Pグローバルによれば、年間で16%増の1株当たり70セントになると見られている。

ターゲットも、2022年は利益が半減し、株価も36%下落するなど、厳しい年だった。しかし、コンセンサス予想は2023年と2024年は共に年率23%を超える増益見通しであり、年間では51回目となる連続増配の余力をもたらしている。配当利回りは2.8%だが、S&Pグローバルはターゲットが6月に四半期配当を13%増の1ドル.22セントに引き上げると予想している。

ユナイテッドヘルスは垂直統合型の巨大企業であり、医療保険メディケア・アドバンテージ・プランの最大の発行者であり、医薬品給付の大手であるとともに、在宅医療サービスを提供するLHCグループの買収を通じてホーム・ヘルス・サービスを提供している。株価は年初来8%下落しているが、利益は増加傾向にあり、2023年と2024年は共に13%前後の増益が予想されている。S&Pグローバルは、ユナイテッドヘルスの四半期配当が今年、21%増の1株当たり2ドルになると予想している。直近の株価は488ドル前後であり、配当利回りは1.6%である。配当利回りはそれほど高くないが、景気が後退するとしても、ヘルスケアに対する需要が弱まることはない。

By Lawrence C. Strauss
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

TJX Already Looked Like a Retail Winner.
TJXは小売の王者

[経済関連スケジュール]

ベッド・バスの経営破綻はプラス材料

本誌は先日、ディスカウント衣料小売りチェーンのTJX<TJX>を推奨したが、その際に低バリュエーション、コストパフォーマンスへの高評価、増配など複数の理由を挙げた。そこに、もう一つ理由が加わった。生活用品小売りチェーンのベッド・バス・アンド・ビヨンド<BBBY>が経営破綻したことで、最も強力な企業が一段と選好されるという小売業界の序列が浮き彫りになった。

ベッド・バスの破産法適用申請は驚く出来事ではなかった。本誌は昨夏に破綻を警告していた。今のところ、ベッド・バスは身売りや閉店などのオプションを模索しており、店舗は営業を続けている。バーゲンハンターが値引き商品を買うため、ライバル企業は短期的に売上が減少すると見られるかもしれない。一方で、ベッド・バスが救済されると見る業界ウォッチャーはほとんどいない。

だが、ある企業の終焉は別の企業のチャンスとなる。バーンスタインのアナリスト、アニーシャ・シ



Illustration by Elias Stein

チャーマン氏は、TJXがベッド・バスの売り上げをかなり獲得する可能性があるとする。チャーマン氏は、ベッド・バスの純粋なオンライン売り上げの割合はわずか20%であり、その他はカーブサイド・ピックアップも含めて何かしら店舗を訪れる形をとる売上だとする。そして「利用者は自分の買い物の習慣を変えないことから、オフラインで買い物をする顧客の割合は変わらない」と考える。チャーマン氏は、ベッド・バス店舗の約80%は、TJXが運営するTJマックスあるいはホームグッズ店舗から5マイル（約8キロ）圏内に位置する。ベッド・バス同様、これらの店舗は「メインストリームやバリューを求める利用者を惹きつけ、室内装飾や家具、小型家電製品をほどよく組み合わせ提供し、屋内型のショッピングモールではなく屋外に店舗が連なるショッピングセンターに店舗を構えることとも似ている」と記す。ベッド・バスが清算される場合、TJXのようなオフプライスの小売が格安となった在庫を買い上げるだろう。

ベッド・バスの市場シェアはすでに縮小しているため、TJXの取分は限られる。それでもチャーマン氏は、2022年のベッド・バスのざっと55億ドルの売上高の10~15%を獲得するとしたら、TJXの売り上げには7億ドル程度のプラスになると見積もる。チャーマン氏はTJXの投資判断をアウトパフォームとし、目標株価を88ドルとする。TJXの株価は4月28日は78ドル強で、1週間で0.31%上昇した。

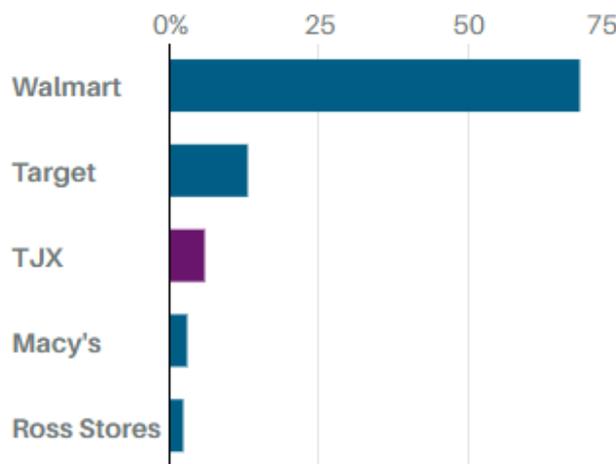
ベッド・バスの市場シェアはすでに縮小しているため、TJXの取分は限られる。それでもチャーマン氏は、2022年のベッド・バスのざっと55億ドルの売上高の10~15%を獲得するとしたら、TJXの売り上げには7億ドル程度のプラスになると見積もる。チャーマン氏はTJXの投資判断をアウトパフォームとし、目標株価を88ドルとする。TJXの株価は4月28日は78ドル強で、1週間で0.31%上昇した。

今週の予定

Off-Price Value

In terms of U.S. market share, TJX has steadily risen into the top ranks of U.S. retailers.

Market Share, 4Q 2022



Source: CSImarket.com

5月1日（月）

- ネットワーク機器メーカーのアリスタ・ネットワークス<ANET>、統合型リゾート運営会社MGMリゾート・インターナショナル<MGM>、半導体メーカーのNXPセミコンダクターズ<NXPI>、無線通信インフラの不動産投資信託（REIT）SBAコミュニケーションズ<SBAC>、医療技術会社のストライカー<SYK>、バイオ医薬品企業のバーテックス・ファーマシューティカルズ<VRTX>が決算発表。

- 米サプライ管理協会（ISM）が4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46.7で3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5カ月連続で割り込み、製造業の景気後退を示唆している。

5月2日（火）

- 半導体大手アドバンスト・マイクロ・デバイシズ<AMD>、ディーゼル・エンジン・メーカーのカ

ミンズ<CMI>、化学品メーカー大手デュポン<DD>、産業機器メーカーのイトン<ETN>、水処理・浄化技術を提供するエコラボ<ECL>、自動車大手フォード・モーター<F>、大手エネルギー会社マラソン・ペトロリアム<MPC>、ホテルチェーン大手マリオット・インターナショナル<MAR>、製薬大手ファイザー<PFE>、商業用不動産の自社管理型REITサイモン・プロパティ・グループ<SPG>、コーヒーチェーン大手スターバックス<SBUX>、ライドシェアサービスのウーバー・テクノロジー<UBER>が四半期決算発表。

・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3月末時点の求人件数は950万件で、2月から43万1300件の減少。

5月3日（水）

・米連邦公開市場委員会（FOMC）が金融政策を発表。シカゴ・マーカンタイル取引所（CME）のフェドウォッチ・サイトによると、利上げ幅は85%の確率で0.25%と予想されている。これによりフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標は5%～5.25%となる。

・農薬大手コルテバ<CTVA>、ドラッグストアチェーン大手のCVSヘルス<CVS>、電機メーカーのエマソン・エレクトリック<EMR>、世界各国でデータセンターを展開するエクイニクス<EQIX>、化粧品大手エスティ・ローダー<EL>、加工食品大手クラフト・ハイツ<KHC>、エネルギー大手フィリップス66<PSX>、セルフサービス倉庫施設パブリック・ストレージ<PSA>、半導体大手のクアルコム<QCOM>、ファストフードチェーンを運営するヤム・ブランズ<YUM>が決算発表。

・人材管理ソフト・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4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13万5000人の増加で、3月に比べ約1万人少ない。

・ISMが4月の非製造業PMIを発表。コンセンサス予想は51.8と、3月から若干上昇。非製造業PMIは依然として製造業PMIを上回っている。非製造業PMIが拡大と縮小の判断の分かれ目である50を下回ったのは2020年5月以来1回のみ。

5月4日（木）

・ビール大手アンハイザー・ブッシュ・インベブ<BUD>、アップル<AAPL>、医療機器大手ベクトン・ディッキンソン<BDX>、オンライン旅行会社大手ブッキング・ホールディングス<BKNG>、総合石油エネルギー企業コノコフィリップス<COP>、オンライン旅行会社エクスペディア・グループ<EXPE>、ネットワークセキュリティのフォーティネット<FTNT>、証券取引所運営会社インターコンチネンタル・エクステンジ<ICE>、食品会社ケロッグ<K>、バイオ医薬品メーカーのモデルナ<MRNA>、大手バイオ医薬品会社リジェネロン・ファーマシューティカルズ<REGN>、電力・ガス会社センブラ・エナジー<SRE>、カナダのeコマース・プラットフォーム企業ショッピファイ<SHOP>、動物用医薬品メーカーのゾエティス<ZTS>が四半期決算コンファレンスコールを開催。

・欧州中央銀行（ECB）が金融政策を発表。市場は0.25%の利上げを予想しており、政策金利は3.25%となる。ユーロ圏のインフレは米国よりも根強いことが分かり、市場はこの後0.25%の利上げがさらに2回あることを織り込んでいる。

5月5日（金）

・シカゴ・オプション取引所を運営するCBOEグローバル・マーケッツ<CBOE>、医療保険会社シグナ<CI>、大手電力会社ドミニオン・エナジー<D>、空調・セキュリティシステム大手のジョンソン・コントロールズ・インターナショナル<JCI>、メディア大手ワーナー・ブラザーズ・ディスカバーリー<WBD>が決算発表。

・ BLSが4月の雇用統計を発表。非農業部門就業者数は前月比18万5000人の増加予想（3月は23万6000人）。失業率の予想は3.6%（3月は3.5%）。

By Teresa Rivas
(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』 2023/04/30

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