

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2023/05/07

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. 「ウォーク」批判に反撃する企業 - Culture Wars Are Hitting Companies. How They're Fighting Back [カバーストーリー]
揺り戻しの一方でインセンティブも拡大 P.1
2. 地方銀行株の購入には丈夫な胃袋が必要 - Thinking of Buying Bank Stocks? You'll Need a Strong Stomach. [フィーチャー]
銘柄選択には株価と長期のファンダメンタルズ評価が不可欠 P.6
3. キャリア・グローバルは買いだ - This HVAC Stock Is a Buy. It Represents the Future of the Industry. [注目銘柄]
これからのHVAC業界 P.8
4. 大ヒットが予想される減量薬の注目銘柄 - Weight-Loss Drugs Will Be Blockbusters. Here's the Stock to Buy. [バイオ医薬]
最有力はイーライリリー P.11
5. 利上げ停止が視野に入っているものの株価は反応せず - The Fed Is Set Up for a Pause. Why the Stock Market Is Set for a Fall. [米国株式市場]
株式市場の下落リスクにある背景 P.15
6. パウエル議長を信じるか、市場を信じるか - Who You Gonna Believe on Rates, Powell or the Market? [経済政策]
4月の雇用統計が示すさらなる利上げの可能性 P.17
7. メディアへの投資がわなである理由 - Why Investing in Media Looks Like a Booby Trap [コラム]
メディアの盛衰 P.20
8. アップル株はプレミアムに値する - Apple Defies the Trend. There's Still Time to Buy the Stock. [ハイテク]
ハイテク製品需要が落ち込む中でiPhone販売台数は増加 P.22
9. FRBの厳格な銀行検査も不十分 - The Fed's Hard Look at Banks Comes Up Short [フィーチャー]
金利上昇で銀行の保有資産価格下落、SVBの教訓は生かされるか P.23
10. 今週の予定 - AI and Jobs: Who's at Risk [経済関連スケジュール]
AI代替可能な職種とは P.25

※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. 「ウォーク」批判に反撃する企業

[カバーストーリー]

Culture Wars Are Hitting Companies. How They're Fighting Back
揺り戻し一方でインセンティブも拡大

ビールブランドのマーケティングが論争に



Illustration by Danielle Del Plato

ビール大手アンハイザー・ブッシュ・インベブ<BUD>傘下のビールブランド「バド・ライト」は、トランスジェンダーのインフルエンサーであるディラン・マルベニー氏をマーケティングキャンペーンに起用したことで保守派の怒りを買ひ、いわゆる企業の「ウオーキズム（社会問題に高い意識を持つよう呼び掛ける主張）」をめぐる文化戦争の中心となっている。

多くの人にとって、バド・ライトは単に時流に乗り、飲料大手コカ・コーラ<KO>やスポーツ用品大手ナイキ<NKE>、チョコレート大手ハ

ーシー<HSY>などのブランドに続いただけであるように見えた。しかし、保守派の反発によって、バド・ライトのビール売上高は1週間で26%減少した。

2024年の大統領選挙に向けて、プログレッシブ（進歩派）な企業指針に対する政治的な攻撃が激化する中、資産運用大手ブラックロック<BLK>やウォルト・ディズニー<DIS>は集中砲火を受けている。しかし、一部の企業は反撃に出ており、環境・社会・ガバナンス（ESG）に関する取り組みが後退する兆しはほとんどない。

一方で、企業ウオーキズムを批判し、消費者向けブランドや金融機関に対する不買運動を呼び掛ける動きも勢いを強めている。共和党が与党である一部の州では、党が社会や経済の利益に反すると見なす企業を罰するための法律や規則が制定されている。

企業は文化戦争によって板挟みの状態にある。ESGに関する目標を維持することは、非常に大きな経済的インセンティブを伴う。しかし、ESGを声高に主張するほど、報復も激しくなる。これは、とりわけテキサス州やフロリダ州など共和党が強い大きな州で、進歩派政策の反対者からの投資や売り上げを失うことにもつながる。

共和党の支持者で、広報会社ロック・ソリューションズの共同創業者であるロン・ボンジャン氏は、「共和党支持者はウォーク（意識高い系）という言葉をも武器として利用しており、ESGイコール意識高い系という図式を強調している」と語る。

バド・ライトをめぐる騒動は、中心的な顧客層や地域に背を向けることなく、新規顧客への販売を拡大するという課題の難しさを浮き彫りにしている。バド・ライトの親会社アンハイザーは、マルベニー氏のマーケティングキャンペーンを考案した経営幹部2人を休職させた。その結果、今度は左派から不買運動を呼び掛けられることになった。

慎重な姿勢に転じる企業



Illustration by Tyler Comrie

こうした事件はいずれ収束するが、企業の環境や社会に関する目標についての積極的な発言を萎縮させる可能性がある。昨年10月に気候コンサルティング会社サウス・ポールが発表した調査によると、調査対象の非上場企業1200社のうち、72%は世界的な気候変動関連目標に整合的な排出量削減目標を定めていたが、そのうち4分の1は、削減計画や達成状況について「最低限の内容」しか公表しない予定だった。

最高経営責任者（CEO）も口を閉ざしている。

本誌はダウ工業株30種平均（NYダウ）の構成

企業30社にESGや「ウォーク資本主義」についての取材を申し込んだが、応じた企業は1社もなかった。ただし、ネットワーク機器大手シスコシステムズ＜CSCO＞と総合テクノロジー企業ハネウェル・インターナショナル＜HON＞は経営幹部の取材を認めた。

ウォール街で最も声高にESGを支持してきたブラックロックのラリー・フィンクCEOも沈黙している。フィンク氏は攻撃が「個人的」な内容になってきたと公表し、最新の投資家向けアニュアルレターではESGをあまり強調しなかった。直近の決算説明会でもESGに言及せず、ESGを主要な成長要因だと説明していた昨年の姿勢から後退している。ブラックロックはフィンク氏への取材とコメントを拒否した。

企業はこの問題に関して慎重だが、ほとんどはバックラッシュ（揺り戻し）以前と同等のサステナビリティ報告書を公表している。エール大学教授で共和党の政策を批判しているジェフリー・ソネンフェルド氏は、「あらゆる企業は以前と同じように行動している。政治的なキャンペーンの的にされたくないだけなのだ」と指摘する。

本誌の取材を受けた企業も方針を維持するとしている。シスコシステムズのスコット・ヘレン最高財務責任者（CFO）は、気候関連イニシアチブに関して「揺り戻しの流れ」があるが、シスコシステムズは後退しないと述べた。ヘレン氏は「イニシアチブの推進に重点的に取り組まなければ、多くの事業機会を失う可能性がある。単に記事で良い印象を持たれたいわけではない」と語る。

批判を乗り越えられると示した企業もある。スポーツ用品販売大手ディックス・スポーツ・グッズ＜DKS＞は、2018年に銃の販売規模を縮小し始めたことで保守派の攻撃を受けた。しかし、当初は業績が落ちたものの、売上高は回復し、最近では過去最高を記録した。

ディズニーは共和党のフロリダ州知事であるロン・デサンティス氏と闘っている。ディズニーは、学校での性的志向に関する授業を禁止する州法を批判した。これに対し、デサンティス知事は、ディズニーがフロリダ州で長年にわたって保持していた特権を解消する立法を推進した。ディズニーはこれが政治的報復に当たるとしてデサンティス知事を提訴し、知事が支持する観光審議会はディズニーを反訴した。知事は、自身に対する訴訟は「政治的」なもので根拠がないと述べている。

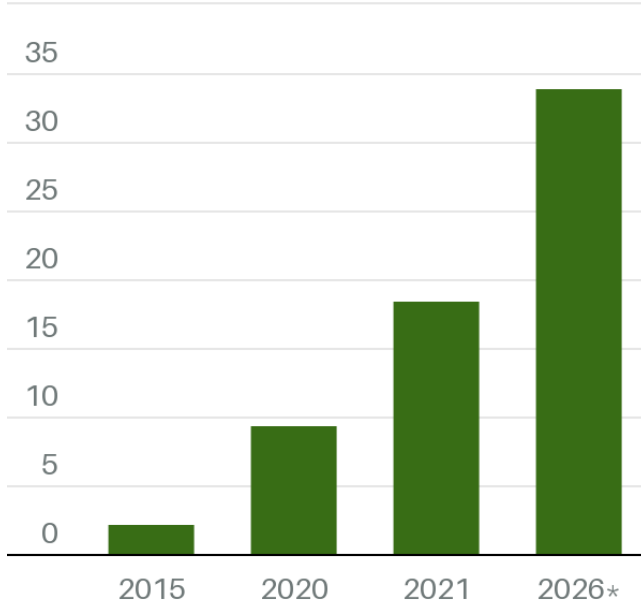
ESG軽視は機会の逸失につながる

Growing Sway

The amount of ESG assets under management is growing rapidly.

Global ESG assets

\$40 trillion



*2026 base estimate

Source: PwC

ESGは何十年も前から存在するが、いわゆる意識高い系と同一視されるようになったのは最近のことだ。転換点はトランプ前大統領の登場だ。一部の企業は、貿易、移民、ハイテク規制などに関してトランプ政権と決別した。議論を呼ぶ問題に関して、主張を明確にする企業が増えた。ニューヨーク大学のアリソン・テイラー准教授は、「中絶など、分断を招く難しい問題に関して、企業が立ち上がるよう求める圧力が高まり始めた」と指摘する。

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）では、反ESGの主張が勢いを増した。その一因は、気候変動を抑制するために、銀行が石油・ガス会社への融資を縮小したことだ。2021年には、ブラックロックやバンガード、ステート・ストリートが後押しする小規模なESGアクティビストファンドが石油大手エクソンモービル<XOM>の取締役役に3人の取締役役を送り込み、炭素排出量の削減を迫った。このことも、火に油を注ぐ結果となった。

闘いは完全に右派と左派に分かれているわけではない。企業ウオーキズムの批判者には、電気自動車大手テスラ<TSLA>のイーロン・マスクCEO、ヘッジファンドで有名な大富豪のビル・アックマン氏、投資家で「Woke Inc.（ウオーク株式会社）」の著者であるヴィヴェク・ラマスワミ氏などがいる。ラマスワミ氏は大統領選に立候補しており、アックマン氏や著名ハイテク投資家のピーター・ティール氏による金銭的な支援を受けている。

政治家はESGを選挙のテーマに据えるようになっており、闘いは激化する公算が大きい。コンサルタント会社テネオの副会長であるマーサ・カーター氏は、「選挙の年を迎えるたびに、ESGに関する用語が政治家の演説に浸透している。ESGという言葉は投資の世界から政治の世界へ移行した」と指摘する。

共和党のケビン・マッカーシー下院議員は最近、確定拠出年金（401k）などの年金基金がESGファンドを提供する権利を保護する規則を通じて、「ウオークな投資規制」を推進したとしてバイデン政権を厳しく批判した。また共和党は、シリコンバレー銀行（SVB）破綻の一因は同行のESG指針にあったとし、SVBが連邦預金保険公社（FDIC）に救済されたのは（ジョシュ・ホーリー上院議員の言葉を借りれば）「ウオーク過ぎてつぶせなかった」からだと言っている。

揺り戻しにもかかわらず、気候変動や生物多様性などの分野では、進歩派的な企業指針の制定やESG関連ファンドへの投資を促す巨大な力が働いており、金銭的なインセンティブも大きい。世界各国の政府は温室効果ガス排出量の削減目標を設定しており、企業に対してよりサステナブルな製品の生産

と開示の向上を求めている。バイデン政権が支持するインフレ抑制法などの取り組みも、電気自動車やクリーン電力を強力に後押ししており、膨大な収益機会を切り開くとみられる。

金融業界はサステナブル投資による事業機会をしっかりと手にしている。会計コンサルティング大手プライスウォーターハウスクーパースによると、世界のESGファンドにおけるESG関連資産の運用資産残高は2021年の18兆4000億ドルから2026年までに33兆9000億ドルへ増加する見込みだ。

企業は年金基金などの機関投資家の資本を引きつけるために高いESGスコアを求めており、カリフォルニア州やニューヨーク州などの年金基金では、運用資産残高は数千億ドルにも上る。政府と企業は、サステナブルなプロジェクト、排出量の削減、生物多様性の向上を促進するグリーンボンドなどの債券を発行し、資本市場を通じてESGを推進する役割も果たしている。

様子見姿勢を維持すれば大きな事業機会を失う。国際再生可能エネルギー機関によると、気候変動対策には2030年までに35兆ドルの投資が必要だ。シスコシステムズのような企業は、電力消費を削減する幅広い取り組みの一環として、電力管理のためのイーサネット規格の機器を販売することによって利益を得られる。

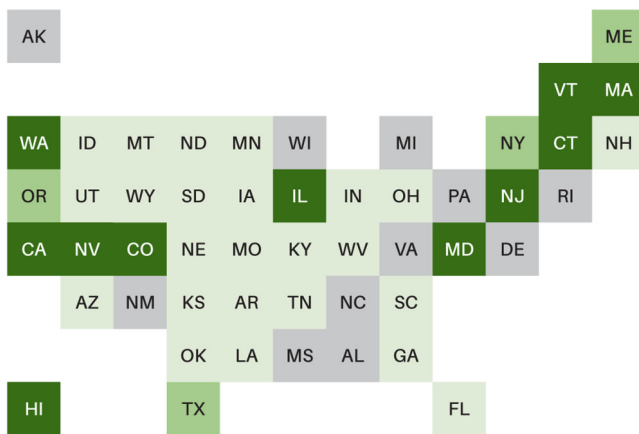
多くの投資家は依然としてESGを支持

ESG's Political Divide

Many Republican-led states oppose ESG investments, while those led by Democrats generally support the practice.

States with active legislative efforts to restrict or support ESG investing with state assets

- Supporting ESG
- Mixed ESG support
- Limiting ESG
- No pending or enacted ESG investment



Source: TD Cowen

しかし、ESGへの資金流入が増え、企業が若い進歩派の消費者への訴求を目指す中で、右派からの報復も強まっている。3月、デサンティス氏を中心とする共和党の19人の州知事は、州の年金基金などの投資からESGファクターの利用を排除することを連名で公約した。知事らは公開書簡で、ESGの普及は「米国経済に対する直接的な脅威であり……ウオークな暴徒の手に投資判断を委ねるものだ」と主張した。

テキサス州は反ESGムーブメントの最前線でもある。2021年には、化石燃料や銃器に反対する指針を定める銀行が地方債の引き受けを禁止された。またテキサス州は、公的年金基金に対し、化石燃料を「ボイコット」していると州が判断した金融機関への投資を引き揚げるよう義務付けている。

JPモルガン・チェース<JPM>などの銀行や、ブラックロックなどの資産運用会社は、共和党が支配する州でビジネスを失っている。こうした州では、化石燃料プロジェクトや銃器に関する政策への反対を理由に、金融機関がブラックリストに掲載されている。

批判者は、ESGに対する揺り戻しの一部は、過度な商業化や、いずれ無意味になる曖昧な指標や目標の設定によって自ら招いたものだと言及する。ESGの支持者でさえ、批判を退けるためには、はるかに厳格な基準の採用などの全面的な改革が必要だと語る。

ESGは往々にして、進歩派の政治課題を推進するものとして批判されるが、そもそもは地球を救うことを目的とはしていなかった。むしろ、企業や投資家のためのリスク開示システムであり、気候変動やガバナンス不全などが売上高と利益に及ぼすリスクを定量化しようとする取り組みの一つだ。

揺り戻しが拡大する一方で、ESGや進歩派の指針を導入する経済的インセンティブも大きくなっている。RBCキャピタル・マーケットによると、株主に支持される議案は、反ESGの議案よりもESGに賛同する議案の方がはるかに多い。

ブラックロックのフィンクCEOによると、ブラックロックは2022年に反ESG派の州で40億ドルの運用資産を失ったが、世界全体の運用資産は4000億ドル増加し、そのうち2300億ドルは米国からの資金だった。フィンク氏は1月の世界経済フォーラムで、「（反ESG派は）ESGを悪者扱いしているが、脱炭素化の視点がなければ、1ユーロの売り上げも得られないだろう」と語った。

反ウオークの取り組みは納税者の負担となる可能性がある。ペンシルベニア大学のダニエル・ガレット氏らの論文によると、テキサス州では、2021年に化石燃料や銃器に反対する銀行を締め出す法律が制定されてから8カ月間に約320億ドルの地方債による借入れがあり、発行体はその利息として、追加で3億〜5億ドルの費用を負った。市場から締め出された銀行を通じてほとんどの債券を販売していた発行体では、借入れコストが最大で0.41%ポイント増加した。

マサチューセッツ工科大学スローン経営大学院でサステナビリティ関連イニシアチブのディレクターを務めるジェイソン・ジェイ氏は、ESGの成功こそが、揺り戻しの一因かもしれないと語る。ジェイ氏は、550社の金融機関が2050年までの排出量ネットゼロ達成に合意したことなど、「気候変動対策に整合的な」資本主義が進展していると指摘し、「ESGムーブメントの勢いが非常に強いので、化石燃料企業や、化石燃料を生産している州の政治家が本当に焦り始めたのではないかと話す。

ESG批判があまり浸透していない理由の一つとして、有権者が揺り戻しに共感していないことも挙げられるかもしれない。ロック・ソリューションズとペンシルベニア州立大学が昨年秋に1261人の登録有権者を対象に実施した調査では、52%の回答者が企業ウオーキズムへの攻撃が行き過ぎていると回答した。さらに、回答者の70%（共和党支持者の53%を含む）は、企業が環境問題に対処すべきだと述べ、回答者全体の57%は、企業には法令を自由に批判する権利があると答えた。

多くの投資家は依然として社会的目標に関心を持っている。JPモルガンが最近実施した調査では、機関投資家のうち30%は今後12カ月でESGへのエクスポージャーを拡大する予定で、19%は維持すると回答した。削減する予定と回答したのはわずか1.6%だった。

発信を続ける企業も、同様に断固たる意見を述べている。ハネウェルの最高サステナビリティ責任者であるエバン・バン・フック氏は、ハネウェルによるサステナビリティへのコミットメントは、「ウオーク」と言われても変わらないと語る。ハネウェルは2035年までにカーボンニュートラルを達成すると公約している。

By Daren Fonda
(Source: Dow Jones)

2. 地方銀行株の購入には丈夫な胃袋が必要

[フィーチャー]

Thinking of Buying Bank Stocks? You'll Need a Strong Stomach.

銘柄選択には株価と長期のファンダメンタルズ評価が不可欠

地方銀行の株価が乱高下



Alex Kent/Bloomberg

復讐に燃える市場が地銀株に大混乱を与えている。大胆な投資家は、いま買うべき銘柄を探すべきか？まだ、そこまでではない。

UBS証券の銀行アナリスト、エリカ・ナジャリアン氏は、景気後退を前に銀行株を買いたい投資家などいないと言う。しかし、ナジャリアン氏は、5月第1週の激しい動きの中で、一部のロングオンリー投資家と一部のヘッジファンドが市場に戻ってきたと見ている。

シリコンバレー銀行（SVB）とシグネチャー銀行が規制当局の監督下に置かれて以降、地方銀行株は圧力にさらされていた。しかし、JPモルガン・チェース＜JPM＞がファースト・リパブリック銀行＜FRCB＞の株式ではなく、資産を連邦預金保険公社（FDIC）から買い取ることに合意すると、5月1日に再び売りが殺到した。カリフォルニア州ビバリーヒルズに本社を置くパックウェスト・バンコプ＜PACW＞は5月4日までに69%急落したが、5日には約82%反発した。ウェスタン・アライアンス・バンコプ＜WAL＞も70%下落したが、5月5日にJ. P.モルガン証券が投資判断をオーバーウエートに引き上げたことを受けて、株価急落から脱出した。J. P.モルガン証券の銀行アナリスト、スティーブ・アレクソプロス氏は、第1四半期の業績はまずまずで、預金流出も安定しているとし、コメリカ＜CMA＞とザイオンズ・バンコプ＜ZION＞の投資判断をオーバーウエートに引き上げた。

アレクソプロス氏は投資判断引き上げノートで、予想利益に基づく株価収益率（PER）が、ウェスタン・アライアンスは2.3倍、コメリカは3.9倍、ザイオンズは3.8倍であると述べている。

5月4日の底値まで、上場投資信託（ETF）のSPDR S&P地方銀行ETF＜KRE＞は5月1日から18%下落したものの、5月5日にはその半分近くを回復した。

株価は短期の景気後退と長期の構造変化を反映している

ナジャリアン氏は、銀行のバリュエーションは、潜在的な景気後退とデジタル・バンキングがもたらす長期的な変化を織り込んでいるようだ、と本誌に語る。大型銀行の株価／有形純資産倍率は、債券ポートフォリオの含み損という非資金費用を含めて、1.2倍から1.3倍の間となっている。非資金費用を除くと、株価／有形純資産倍率は1倍近くになり、この水準は従来から買い手を惹きつけてきた。

ナジャリアン氏は、銀行が現在の嵐を乗り越えれば、PERは10倍、株価／有形純資産倍率は1.5倍になるだろうと予想している。

Into the Abyss

Shares of regional banks have been pounded repeatedly.

SPDR S&P Regional Banking ETF



Source: FactSet

た。

株価が馬鹿げた水準まで下がったとナジャリアン氏が考えるもう一つの銀行株は、シチズンズ・ファイナンシャル・グループ<CFG>だ。このロードアイランド州の地銀の自己資本は高水準だが、来年のPERは6倍、株価／有形資産倍率（非資金費用を含む）は0.9倍弱で、株価は5月1日の週に12%下落した。

SNSと空売りが銀行株下落の原因？

SNSのデマと空売りが銀行株のパニック売りを招いたと非難する向きも多い。米国銀行協会は証券取引委員会（SEC）に空売りを調査するよう呼び掛けた。ワクテル・リプトン・ローゼン・アンド・カッツ弁護士事務所は、5月1日の週にSECに対して、2008年の金融危機時と同様に金融機関株の空売りを15日間禁止するよう要請した。

一方、ヘッジファンドの業界団体であるマネージド・ファンド・アソシエーションは、空売り禁止は市場に害を与えるだけだと主張する。ブライアン・コーベットCEOは「空売り禁止は機能しないし逆効果だ。市場の変動は高まり、価格発見機能は損なわれ、地銀株の回復を遅らせてしまう」と語る。

SECのゲイリー・ゲンスラー委員長は、先週の熱狂した株取引で不正行為を見つければSECは追求するとロイターに語った。

ヘネシーファンドで銀行株に投資する2つの投資信託を運用するデビッド・エリソン氏にとって、今年は「荒れた」年だ。エリソン氏によると、短期金利上昇、商業用不動産の懸念や低調な借り入れ需要

ナジャリアン氏は、業界を取り巻く弱気なレトリックが、バンク・オブ・アメリカ<BAC>のような大手銀行のクオリティーから投資家の目を逸らせている、と指摘する。現在、株価は純資産に近い水準まで下落しているが、バンク・オブ・アメリカには小口預金者の強固な基盤があり、企業向けビジネスよりも個人向けビジネスが多く、資本水準もしっかりしている。投資家が預金の移ろいやすさを懸念している今、BoFAは退屈ではあるが、魅力的な存在だ。

バンク・オブ・アメリカは、機関投資家向けのエージェンシーMBS（住宅ローン担保証券）を大量に保有する金融機関の1つで、このことはSVBの破綻後、投資家の大きな懸念材料となった。1年間の金利上昇を経て、その評価損は3月、990億ドルに達した。BofAは、その強みによって、債券が満期を迎えるまでの間、金利サイクルを乗り切ることは可能だと主張している。1週間でS&P500指数が0.5%下落したのに対し、バンク・オブ・アメリカは約6%下落し

が銀行株を大きく押し下げた。銀行業界は以前もこのような問題に対処したことはあったが、今回はそれに加えて、新しい悩みの種である光速で逃げる預金（オンラインバンキングのせいだ）とパニックを引き起こすSNSと格闘している。エリソン氏は「何とか距離を取ろうとしている。今は注意を払って叩かれた株を探すべきところだが、だからと言って買い場というわけではない」と語る。

エリソン氏はシチズンズなど評価する銘柄の保有を続けているが、もしこの混乱が続けば保有株がどうなるかは分からず、「今はどんな株にも固執できない」と語る。

銀行株を対象とするアクティビスト投資会社ドライバーマネジメントを経営するアボット・クーパー氏は、預金流出の問題は通常の融資債権よりも予測が難しいと語る。

クーパー氏は「このような銀行株のリスクは十分に数量化できない。この状況に踏み込んで行くには本当に強い意志が必要だ」と語る。

それでもアボット氏は、特定の商品や業界に依存せず、事業にバランスが取れた銀行を選好する。クーパー氏の保有株で小型だが堅実な銀行には、オクラホマシティのバンクファースト<BANF>、ネバダ州レノのプルマス・バンコプ<PLBC>やフィラデルフィア州ヨークの銀行で昨年クーパー氏の会社と委任状争奪戦で和解したコドーラス・バレー・バンコプ<CVLY>がある。

クーパー氏は「今経験していることはいつか収まる。すぐ収まることはあり得ないけれども」と語る。

By Bill Alpert
(Source: Dow Jones)

3. キャリア・グローバルは買いだ This HVAC Stock Is a Buy. It Represents the Future of the Industry. これからのHVAC業界

[注目銘柄]

キャリア・グローバルとトレイン・テクノロジーズ



Courtesy of Carrier

勝てないならば、真似すればいい。暖房・換気・空調（HVAC）製品のメーカーであるキャリア・グローバル<CARR>は、まさにこれを実践している。

フロリダ州パームビーチガーデンズに本社を置くキャリアは、過去3年間、年平均19.4%という立派な利益成長を遂げている。株式の過去12カ月間のリターンは、配当金再投資分を含めると6.1%でありS&P500指数より10%ポイント高い。また、12カ月予想利益に基づく株価収益率

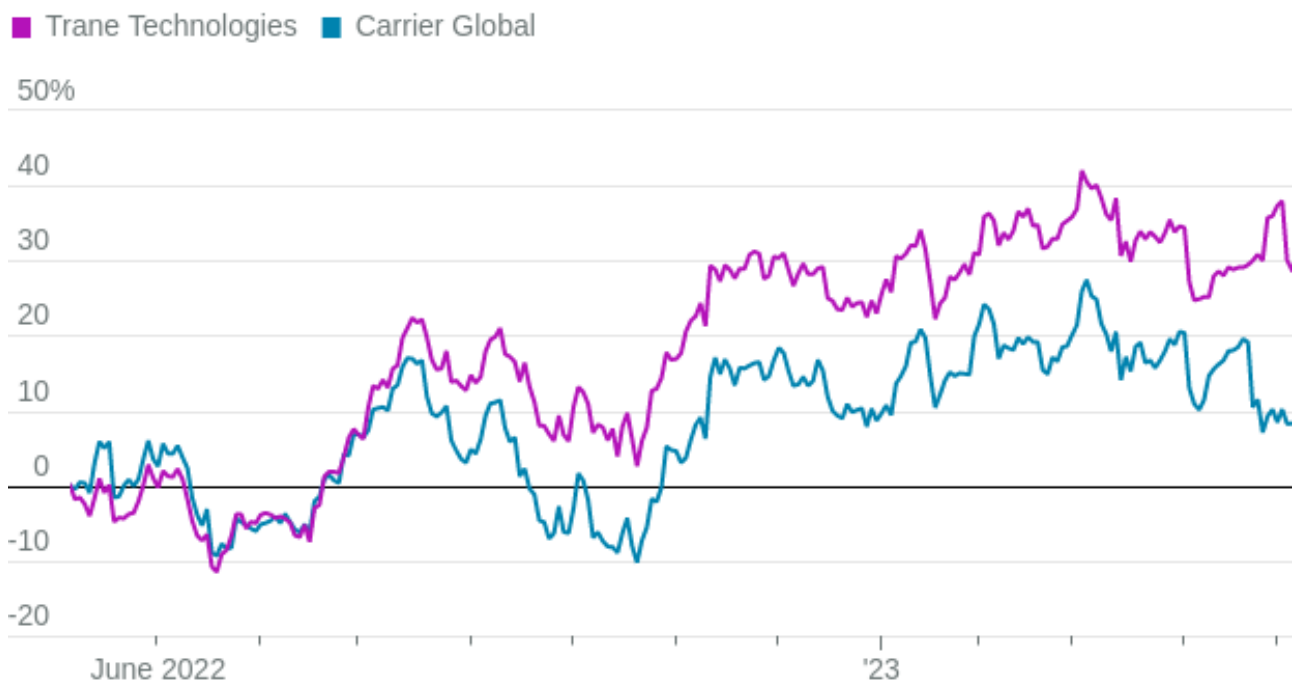
（PER）は16倍未満とS&P500指数の18倍を下回っている。

HVAC業界だけに関して言えば、キャリアはこれまで、ウォール街で人気のトレイン・テクノロジーズ<TT>についていくことが出来なかった。キャリアは急成長しているが、トレインはさらに急成長しており、過去3年間で年率28.5%の利益増加、過去12カ月で26.8%の株価上昇を記録している。また、トレインの12カ月予想利益に基づくPERは20.4倍であり、投資家がキャリアと比較していかにトレインを高く評価しているかを示している。

買収や事業売却で事業構成を変えるキャリア

Playing Catch-Up

Carrier is making big changes to close the gap with Trane.



キャリア株は、近いうちにその差を縮めることができるかもしれない。4月25日、キャリアは、ヒートポンプや各種空調製品を扱うドイツの大手メーカー、フィスマン・クライメート・ソリューションズを、現金と株式により120億ユーロ（約132億ドル）で買収すると発表した。キャリアは一方で、冷凍、防火、セキュリティ事業のほとんどから撤退する予定であり、すべての事業再編が終わった後は、事業構成はトレインに近いものになる。

この買収により、増収率は今後数年間で4%から年平均5%へと少なくとも1%ポイント上昇し、利益率も1~2%ポイント上昇するはずだが、投資家はこの買収を好ましく思っていないようだ。キャリアの株価は、この買収のニュースが最初に報道された4月24日から、買収が正式に発表された後の4月26日までに10%下落した。大きな問題は、この買収により2024年の1株当たり利益（EPS）が減少するとキャリアが予想していることだろう。

■ 鍵を握るターボチャージャーのヒートポンプ

RBCキャピタル・マーケットのアナリスト、ディーン・ドレイ氏は、懸念は行き過ぎだと考えている。ドレイ氏は、今回の買収に伴う株式数の増加により、EPSは2.80ドルから2.75ドルへと5セント、つまり2%程度しか減少しないと見ている。ドレイ氏は「全体として、われわれは、魅力的なエネルギー転換のターボチャージャーを持つHVAC専業会社になるというキャリアの決断を支持している」と、最近の調査レポートに書いている。

そのターボチャージャーとはヒートポンプのことである。ヒートポンプはエアコンのようなものだがより効率的で、電気を使って冷房と暖房の両方を行い、電気自動車のように二酸化炭素の排出量を減らすのに大いに役立つ。米国の一戸建て住宅の空調システムをすべてヒートポンプに置き換えた場合、6000万台の車をテスラ車に置き替えるのと同様の量の二酸化炭素を削減することができる。キャリアのHVAC事業規模は、2022年の134億ドルから、2023年には151億ドルに達すると予想されている。

■ 買収の先に見えるもの

たとえキャリアのフィスマン買収が払い過ぎだとしても、それほど大きな額ではない。今回の買収でフィスマンは、2023年予想利払い・税引き・減価償却前利益（EBITDA）の約17倍で評価されている。予想されるコスト削減のシナジー効果を考慮すると、倍率は約13倍まで下がり、キャリアの11倍を少し上回る程度だ。ドレイ氏は、「この買収は、特にキャリアがHVAC専業への転換を加速させているという点で、魅力的な取引に見える」と書いている。

この買収が成功するかどうかは、最高経営責任者（CEO）のデイビッド・ギトリン氏と最高財務責任者（CFO）のパトリック・ゴリス氏の執行力にかかっているのかもしれない。フィスマンを統合し、EBITDAの約3.5倍となる新たな負債を管理するのが彼らの仕事だ。すべてが計画通りに進めば、キャリアは130億ドルの負債に対して、年間の売上高220億ドル以上、EBITDA約37億ドルを生み出すことになる。今後2年間で40億ドルのフリーキャッシュフローを生み出せば、2025年までにキャリアのバランスシートはトレインと同じような状態になるはずだ。

もし市場が同様の見方をすれば、トレインと同様のPERに基づき、キャリアの株価は最近の41.10ドルから40%高い57ドルになる可能性がある。キャリアを「買い」と評価するドレイ氏は、より保守的に見て目標株価を17%上昇の48ドルとしている。ドレイ氏の目標株価と2024年予想利益を基にPERを計算すれば、現在のキャリアとトレインのPERの間の約17倍になる。

いずれにせよ、現在のキャリアは1週間前よりも良好な態勢にあるようだ。投資家がまだ注目していないだけだ。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

4. 大ヒットが予想される減量薬の注目銘柄

[バイオ医薬]

Weight-Loss Drugs Will Be Blockbusters. Here's the Stock to Buy.
最有力はイーライリリー

最大のベストセラー薬へ

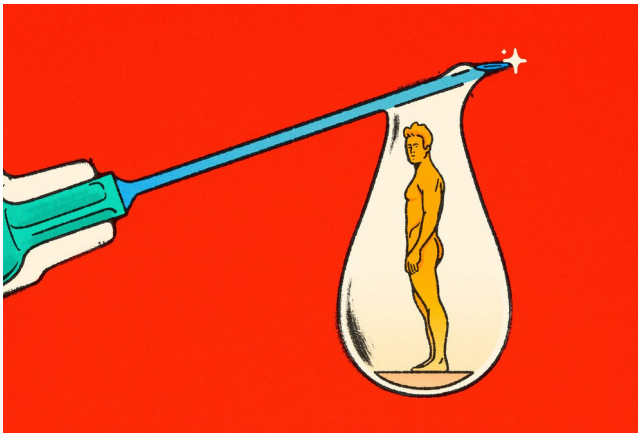


Illustration by Alberto Miranda

医薬品大手のイーライリリー<LLY>が「チルゼパチド（製品名マンジャロ）」に患者の体重を20%以上減らす効果がみられたという試験結果を発表してから1年経つ。その間にこの薬は最近記憶にある中では最も大きく取り上げられる医薬品となり、デンマークの製薬会社ノボ・ノルディスク<NVO>の類似薬「セマグルチド」とともに、避妊ピル、抗うつ薬の「プロザック」、勃起不全（ED）治療薬の「バイアグラ」など、文化そのものに大きな影響を与えた医薬品の殿堂入りを果たした。両社とも株価が大幅に上昇し、時価総額で4000億ドル前後と全大手

製薬会社中2位と3位に付けている。両社の売上高が、業界トップのジョンソン・エンド・ジョンソン<JNJ>（時価総額4250億ドル）の約25～30%程度にすぎないことを考えれば、見事な結果だ。

チルゼパチドとライバル薬のセマグルチドがこの10年間で最大のベストセラー薬の一つになることはまず間違いのない。しかし、投資家にとっては冷静に評価すべき時が来ている。どのような健康上のメリットを証明できるのか、誰が費用を負担するのか、今後登場する競合薬など、両社には大きなリスクが残されている。そして、これから投資を検討するのであれば、両治療薬に対する多大な期待は既に株価に織り込み済みなのか、それともさらなる上値余地はあるのかといった問題もある。

何が画期的なのか

The New Blockbusters

Lilly and Novo's latest weight-loss and diabetes drugs are expected to become massive moneymakers.

Drug	Manufacturer / Ticker	Indication	Generic name	FDA Approval	2022 Sales (bil)	2029E Sales (bil)
Mounjaro	Eli Lilly / LLY	Type 2 diabetes	Tirzepatide injection	May 2022	\$0.5	\$15.8
N/A	Eli Lilly / LLY	Obesity	Tirzepatide injection	Not yet approved	N/A	14.6
Ozempic	Novo Nordisk / NVO	Type 2 diabetes	Semaglutide injection	December 2017	8.5	16.8
Wegovy	Novo Nordisk / NVO	Obesity	Semaglutide injection	June 2021	0.9	11.9
Rybelsus	Novo Nordisk / NVO	Type 2 diabetes	Semaglutide tablets	September 2019	1.6	7.1

N/A=not applicable; E=estimate
Sources: company reports; Bloomberg

まず知っておくべきなのは、イーライリリーのチルゼパチドとノボのセマグルチドは、治療目的に応じてさまざまな名称、製剤名で販売されているという点だ。ノボは2型糖尿病用の注射薬を「オゼンピック」、肥満用の注射薬を「ウェゴビー」、2型糖尿病用の錠剤を「リベルサス」として販売している。

イーライリリーのチルゼパチドは、現時点では2型糖尿病用の注射薬が「マンジャロ」として販売されているだけだが、4月下旬には、チルゼパチドを使用した2型糖尿病患者の体重が15.7%減少したとす

る第3相臨床試験（治験）の結果を発表しており、新たな製品名が加わる可能性が高い。イーライリリーは肥満治療薬としての承認申請を提出するとしており、すべて順調に進めば、早ければ今年の年末にも米食品医薬品局（FDA）の承認が下りる可能性がある。

両医薬品とも天然ホルモンを模倣することにより、インスリンの分泌を増加させ、消化を遅らせ、満腹感を長く持続させる。血糖値の低下と体重削減の効果はこれまでの医薬品よりも格段に優れている。特に減量は製薬会社にとって難題だった。これまでの治療薬は、ほぼすべてが効果がないか危険なものであり、安全面の懸念から市場撤退となった減量薬は多い。

一方、ノボとイーライリリーの治療薬は（かなりの副作用があるものの）安全と思われ、優れた有効性を示している。イーライリリーのチルゼパチドを使用した臨床試験では患者の体重が平均で22.5%減少し、ノボのセマグルチドを使用した別の臨床試験では14.9%減少した。これに対し、ノボが約10年前に発売した「サクセンダ」ではわずか7.4%の減少にとどまっていた。

発売時期

イーライリリーのマンジャロと、ノボのオゼンピック、ウェゴビー、リベルサスは既に販売されているが、需要の高さに供給が追いついておらず、両社とも増産中としている。ノボは4月に新たな製造委託先の準備が整ったと発表し、イーライリリーはマンジャロや類似薬の製造能力を年末までに倍増するとしている。

チルゼパチドは、FDAに減量薬として承認されれば直ちに入手可能となるはずだ（既に適用外使用されているという情報が広まっている）。

競合薬と市場規模

競合薬も恐らく登場するだろう。医薬品大手のファイザー＜PFE＞はチルゼパチドやセマグルチドと同様の作用機序を持つ錠剤を開発中としており、バイオ医薬品大手のアムジェン＜AMGN＞は作用機序が異なる減量薬を試験中としている。イーライリリーの開発パイプラインにも、他に幾つかの減量薬候補がある。「オルフォグリプロン」という名称の錠剤は2027年に発売される可能性があり、SVBセキュリティーズのアナリスト、デービッド・ライジנגー氏は、2030年に売上高が99億ドルに達する可能性があるとする。

しかし業界アナリストの分析によれば、減量薬市場は幾つもの競合薬の共存が可能なほど巨大だという。投資銀行カウエンのアナリスト、マイケル・ニデルコービッチ氏はレポートで、肥満治療薬の市場規模（2型糖尿病適応を除く）が2030年までに300億ドルに達すると予測した。ライジングー氏は「減量以外にも大きな健康上のメリットがあることを証明できれば、市場規模は極めて大きくなる」と話す。

今年開催された投資家向けカンファレンスで、ファイザーのアルバート・ブーラ最高経営責任者（CEO）は、肥満と2型糖尿病を合わせた治療薬の市場規模が2030年までに世界で900億ドルに達する見込みだと語った。米疾病対策センター（CDC）は米国人の成人の41.9%が肥満、およそ10人に1人が糖尿病であるとしており、そうした状況がこの種の予測の根拠となっている。

そして、肥満はこうした治療薬では完治しないため、患者は長期にわたる使用が必要となり、治療薬の収益ポテンシャルは拡大する。例えば、ビーオブエー・セキュリティーズの予測では、マンジャロのピーク時の年間売上高（糖尿病と肥満の両方の処方合計）は1000億ドル、より控え目なジェフリーズの予測でも400億ドルに達する。ちなみに、この小さい方の数字でも、史上最大のベストセラー薬であるアッヴィ＜ABBV＞の関節リウマチ治療薬「ヒュミラ」のピーク時売上高の2倍に近い。

コストと負担者

適応症と投与量にもよるが、1カ月のコストは約1000ドルだ。糖尿病の治療として処方された場合の支払いは大半の医薬品と同じだ。製薬会社が薬剤給付管理業者（PBM）と保険適用について交渉し、時間とともに保険適用が拡大されていく。イーライリリーによると、現在、民間保険やメディケア（高齢者向け医療保険制度）を使用する人々の60%弱がマンジャロを保険でカバーできる。

しかし、肥満治療として処方された場合、話は変わってくる。肥満を病気と考えるべきかという議論が続いていることから分かるように、減量薬を保険の適用対象としない保険会社は多く、連邦法によりメディケアの処方薬給付も適用外となっている。

投資家やアナリストは、患者の需要を前に保険適用の拡大が見込まれるとするが、民間の保険会社はノボの肥満治療薬に保険の適用を開始する場合でも、肥満者全員に適用されるわけではないと示唆している（その企業によると、ウェゴビーが保険適用となる米国人の数は現在約4000万人）。米国最大の医療保険会社の一つであるユナイテッドヘルス・グループ＜UNH＞のアンドリュー・ウィットーCEOは、4月の投資家向け電話会議で「これらの薬は実際のどの患者に対してメリットがあり、どのように使用されるのか、明確に理解する必要がある」と述べた。その数日後には医療保険会社エレバンス・ヘルス＜ELV＞の幹部が、州法で義務付けられている場合を除き、減量薬に保険を適用しないと語った。

イーライリリーもノボも、自社の肥満治療薬が非糖尿病患者の減量だけでなく、心疾患や脳卒中のリスクも低下させることを証明する臨床試験を行っているが、まだ結果は出ていない（ノボは今後数カ月以内に結果が出る見込みだが、イーライリリーはまだ数年かかる）。有効性が示されれば、保険会社が肥満治療の保険適用に抵抗するのはかなり難しくなる。

一方、減量薬をメディケア給付の対象外とする法律を変更する立法努力も続いているが、成功すれば医療費負担は莫大（ばくだい）な金額になる可能性がある。3月に発表されたニューイングランド・ジャーナル・オブ・メディシンの論文によると、適用対象となるメディケアの患者のわずか10%がノボの治療薬を使用しただけで、メディケアの年間負担額は268億ドルになる。これはメディケアの2019年パートD処方薬給付の18.5%に相当する金額だ。

ノボとイーライリリーに死角はあるか

最大のリスクは、非糖尿病患者の心疾患と脳卒中のリスクが下がることを証明するために行っている臨床試験が失敗することだ。その場合、肥満治療目的の保険適用は限定的なものにとどまる。メガブロックバスター（超大型新薬）であることに変わりはないが、大方の予想ほどではなくなる。

それほど明白ではないリスクもある。一つは、去年のインフレ抑制法に基づき、メディケアの処方薬

プログラムについて2026年から施行されることになったメディケアの価格交渉の影響だ。ノボとイーライリリーの糖尿病治療薬は両方ともメディケアの対象となっており、ノボのオゼンピックは早ければ2027年にも交渉の対象となる可能性がある。交渉結果の予測は不可能だが、オゼンピックの価格が引き下げられれば、イーライリリーの競合薬も影響を受ける可能性がある。ただし、イーライリリーの幹部は、肥満または太り過ぎの非糖尿病患者を対象とする、ノボとイーライリリーの治療薬の減量効果を直接比較する臨床試験の結果が2025年に出る予定であり、イーライリリーがこの対決で勝利を収めれば、より高い薬価を維持できる可能性がある」と主張している。

次に、競合のリスクがある。ファイザーとアムジェンの新薬がノボとイーライリリーの製品以上の有効性を示せば、アナリストによる素晴らしい予測は大幅に狂う可能性がある。

投資として有望か

強気筋は、イーライリリーに巨大な長期的ビジネスチャンスがあるとみる。PGIMジェニソン・ヘルス・サイエンス・ファンド<PHLAX>のマネジャー、デブラ・ネッツハート氏は「マンジャロや、今後5〜10年でイーライリリーが肥満市場に投入する予定の開発パイプライン内の候補薬は、持続性のある巨大な販売機会を生むだろう」と語る。

イーライリリーの株価は2021年の年初から2022年末にかけて2倍になり、上昇を続けている。5月3日にはアルツハイマー病治療薬の第3相臨床試験について良好な結果を発表したこと受け、上場来高値をつけた。新データの総合的な解釈についてアナリストの見方は分かれており、薬の安全性に関しては実際問題はあるものの、イーライリリーは治験が失敗するという最悪のシナリオを回避し、投資家の当面の懸念は解消された。

ノボの株価もこの2年間で2倍以上となり、供給能力の拡大に伴い、ウェゴビーの販売が加速しているという。

肥満治療薬への投資を検討するのであれば、2社の中では株価の上昇はあるものの、イーライリリーの方が有望だ。ファクトセットによると、アナリストは2022年から2027年にかけてイーライリリーの1株当たり利益（EPS）が年率23%で成長すると予測しており、ノボの17%を上回るだけでなく同業他社の予測値を大幅に上回っている。例えば、メルク<MRK>の同期間のEPS予想成長率は8%だ。SVBのライジナー氏は「製薬業界全体の恐らく4倍を超える並外れた成長力を持つ企業だ」と語る。

両社ともに強力な開発パイプラインがあるが、イーライリリーの方が若干優位だ。肥満治療用の錠剤や別の注射薬のほかにも、アルツハイマー病治療薬の「ドナネマブ」や新規承認されたがん治療薬「ジェイピルカ（ピルトブルチニブ）」、皮膚炎治療薬の「レブリキズマブ」など、幾つもの大型薬候補が後期開発段階にある。

こうした要因と、イーライリリーのチルゼパチドの方がノボのオゼンピックよりも減量薬としての有効性が高いことを示唆する（直接比較治験の）初期データを併せて考えれば、イーライリリーの方が肥満治療薬ブームの投資先としては有望なようだ。

By Josh Nathan-Kazis
(Source: Dow Jones)

5. 利上げ停止が視野に入っているものの株価は反応せず The Fed Is Set Up for a Pause. Why the Stock Market Is Set for a Fall. 株式市場の下落リスクにある背景

[米国株式市場]

利上げ停止には至らず



Spencer Platt/Getty Images

年明け以降の株式市場の流れを考えると、米連邦準備制度理事会（FRB）に利上げの一時停止の可能性が見られれば、市場は上昇すると思うはずだ。しかし、そうしたことは起きておらず、それには理由がある。

S&P500指数の年初からの上昇率は7.7%だが、これはFRBが利上げを一服させるとの期待を受けたものだ。経済成長は鈍化しており、それに伴ってインフレ率も低下しているため、FRBのパウエル議長がその気であれば、金融引き締めを停止する理由とすることはできたはずだ。昨

年、史上最速ペースの利上げに苦戦を強いられた市場にとって、利上げ停止は救いとなる。

しかし、FRBは政策金利を0.25%引き上げた上、利上げの一時停止は今後のことであることを示唆し、株式市場は下落した。先週の主要株価指数をみると、S&P500指数は0.8%下落して4136.25となり、ダウ工業株30種平均は1.2%安の3万3674ドル38セントとなった。ナスダック総合指数だけがわずかながら上昇し、0.1%高の1万2235.41で引けた。小型株のラッセル2000指数は0.5%安の1759.88で週末を迎えた。

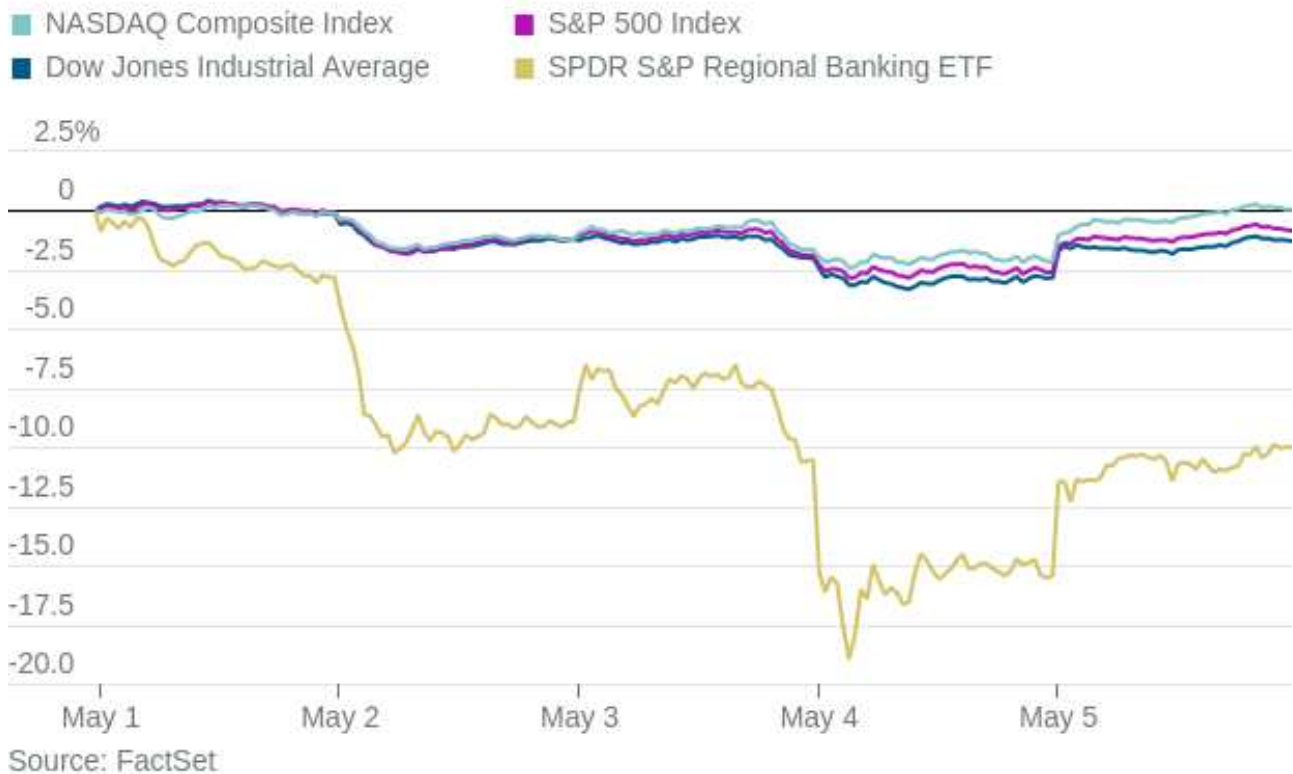
銀行株の急落

こうした先週の下落の理由は手早く簡単に説明できる。利上げの一時停止を期待するような市場は、期待通りになったからといって上昇するような状況にはない。また、FRBは利上げの終了は示唆したものの、利下げの開始を示唆したわけではないので、パウエル議長の発言を「タカ派的な一時停止だ」との声も聞かれた。しかし最大の理由は、銀行株の急落が続いたことかもしれない。

ファースト・リパブリック・バンクが大手銀行のJPモルガン・チェース<JPM>に売却されたことで危機が収束するはずだったのに、かえって危機が加速したように思われたため、上場投資信託のSPDR S&P銀行ETF<KBE>は先週8.1%下落した。覚えておかなければならないのは、預金者がより高い利回りを提示する別の預け先に流れることになるため、高金利そのものが、銀行が圧力にさらされている主な理由の一つになっているという点だ。金利を再度引き上げ、さらにその水準を維持するのであれば、事態を改善することにはならない。

スパウティング・ロック・アセット・マネジメントの最高投資責任者（CIO）であるリース・ウィリアムズ氏は、「FRBは、銀行システムでどんな不都合が起こりうるかをあまり考えていない」と話す。

Market Snapshot



課題山積で忍耐の時か

パウエル議長はまた、FRBが債務上限問題に関して何かできる、あるいはすべきだ、という可能性に踏み込まなかった。イエレン財務長官は債務上限に達するXデーを6月1日としており、それまでに1カ月を切っている。たとえ株式市場が懸念していなくとも、金融市場は心配している。米国のデフォルトからクレジット・デフォルト・スワップで資産を守るためのコストは2022年末から10倍に上昇し、4日の1カ月物国債の入札では利回りが5.84%となり、過去最高を記録した。こうした状況も、FRBが本腰を入れて考えていないもののリストに加えるべきだ。

もちろん、予想を上回る強い雇用統計は、差し迫った景気後退に対する不安を落ち着かせることには大いに貢献した。しかし5日の大幅な上昇にもかかわらず、S&P500指数は目先の天井として機能している重要な節目の4200まで戻ることができなかった。そして、S&P500指数がこの水準を突破できない期間が長ければ長いほど、次の動きが下落になる可能性が高まる。エバーコアのストラテジストであるジュリアン・エマニュエル氏は、次のサポート水準は5日の終値である4136.25から8.1%下の3800程度だとし、その後は弱気市場の安値である3600弱まで下がるとみている。

エマニュエル氏は、「今よりもずっと良いリスク／リターンの状況で株式投資を増やす機会がある」と述べる。

決まり文句にあるように「忍耐は時に美德」だ。

By Jacob Sonenshine
(Source: Dow Jones)

6. パウエル議長を信じるか、市場を信じるか Who You Gonna Believe on Rates, Powell or the Market? 4月の雇用統計が示すさらなる利上げの可能性

[経済政策]

払拭されない金融不安



Win McNamee/Getty Images

この一週間の経済の動きは次の通りだった。米連邦準備制度理事会（FRB）の金利引き上げは、地方銀行の危機を引き起こした。これは、深刻な信用収縮を発生させ、差し迫った景気後退のスパイラルへの突入につながるだろう。

JPモルガン・チェース<JPM>によるファースト・リパブリック銀行の救済が、危機の拡大を食い止めるはずだったが、発表から数日後の5月4日には、地方銀行の株価が再び暴落した。その前日、3日にはFRBが10回目の利上げを実施し、市場は銀行危機による経済への打撃に対

処するべく、FRBが7月にも金利を引き下げだろうと予想していた。

堅調な雇用統計と裏事情

Rates Getting Real, Finally

To curb inflation, the Federal Reserve historically has pushed the federal-funds rate above wage growth for nonsupervisory workers, except after the 2008-09 financial crisis. It's just about there now.

■ Effective federal-funds rate ■ Year-over-year change in average hourly earnings



Sources: Bureau of Labor Statistics; Federal Reserve; St. Louis Federal Reserve Bank

しかし、翌5日の統計がこのシナリオを覆し、インフレという真の問題が残っていることを浮き彫りにした。FRBがこうした数字に基づいて動くなら、金利は引き下げどころか、引き上げる余地がある。

4月の雇用統計では、非農業部門就業者数がエコノミストによるコンセンサス予想を約3分の1上回る25万3000人の増加となった。失業率は0.1%ポイント低下。1969年5月以来最低の3.4%となり、0.1%ポイントの上昇を見込んでいたエコノミストの予想に反した。失業率低下と同時に、平均時給は予想以上に上昇し、前月比で0.5%、前年同月比では4.4%上昇した。

毎度のことだが、雇用統計には注意点がある。4月の就業者数の増加は、2～3月の合計14万9000人の下方修正で相殺された。また、純創業数を反映するために労働省が行ういわゆる開廃業調整も、雇用者数の増加の一因である。これとは別の家計調査を見ると、労働力人口は微減、つまり、失業率は小幅低下だ。

高過ぎる給与上昇率が金利を押し上げる

ジェフリーズのエコノミスト、トーマス・サイモンズ氏によると、労働力需要は緩和してきているが、供給はますます不足しているという。FRBの2%というインフレ目標達成には、まず賃金の伸びの大幅な鈍化が必要だ。

過去の景気サイクルでは、インフレを抑制するため、FRBはフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を非管理職の平均時給の上昇率より高めに設定してきた（管理職の給与は景気変動に左右されにくい）。例外だったのは、2008～2009年の金融危機後の長く緩慢な回復期で、インフレ率を目標の2%に

押し上げるのに苦戦した。

アライアンス・バーンスタインの元チーフエコノミストのジョセフ・カーソン氏は、「現在の賃金データをもとに、これまでの歴史を振り返ると、金融引き締めサイクルはまだピークに達しておらず、金利上昇サイクルは市場が予想するよりもはるかに長く続く可能性がある」と、自身のブログに書いている。

消えない利上げ圧力

名目金利からインフレ率を差し引いたものが実質金利だ。パウエルFRB議長は5月3日、連邦公開市場委員会（FOMC）後の記者会見で、今後12カ月間のインフレ率は3%と「合理的に推定」され、実質金利は2%程度だろうと発言した。

これは、FRBがまとめた最新の「経済見通しサマリー（SEP）」に合致する。SEPは、2023年末のコア個人消費支出（PCE）デフレーターは年率3.6%、2024年末は同2.6%上昇すると予想している。今年度第1四半期のコアPCEデフレーターは年率4.9%上昇で、かつそれ以前の数四半期から減速の兆しがないのに、当面のインフレ率は3%だという。ワシントンが好むバラ色のシナリオだ。

しかし、JPモルガンのチーフエコノミスト、ブルース・カスマン氏によると、コロナ禍による価格ショックはインフレ心理に組み込まれつつある。最新の雇用統計が示すように、過去の金融政策の引き締めは、逼迫した労働市場を緩和するには至っていない。カスマン氏は、FRBは2～3年かけてインフレ率を目標値に戻す「ディスインフレ漸進主義」を採用していると話す。そうすることでポストコロナの回復を妨げず、当面の金融セクターの危機をこれ以上悪化させないようにしているのだという。

カスマン氏は、「この乱気流を乗り切れれば、FRBは現在進行中のインフレプロセスを根本的に変えようとするだろうし、引き締めプロセスの再開を求める圧力にさらされることになる」と言う。

利下げは見通し不透明

CMEフェドウォッチによると、5月5日の雇用統計発表後も、金利先物市場はFRBが9月19日～20日のFOMCで利上げを停止すると見ている。一方、FF金利先物市場は5日引け段階で、依然として年末までに0.25%ずつ3回の利下げを織り込んでいた。

3月のSEPによると、年末のFF金利予想は5.1%で、現在の誘導目標レンジのほぼ中間に位置する。パウエル議長は、5月2日～3日に開かれたFOMC後の記者会見で、FRBの見通しが「おおむね正しければ、利下げは不適切であり、利下げはしない」と言明した。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

7. メディアへの投資がわなである理由 Why Investing in Media Looks Like a Booby Trap メディアの盛衰

[コラム]

メディア企業の苦悩



Photograph by Roger Kisby

銀行、商業用不動産およびハイテクが直面する困難の中で、メディアも楽な事業でないことは見逃されがちだ。実際のところ、コンテンツ制作企業の経営または立ち上げは、どの程度困難なのだろうか。

TikTok（ティックトック）の元最高経営責任者（CEO）のケビン・メイヤー氏は、「困難だ。多くのメディア企業は小規模で、一つまたは二つのプロジェクトに関わった後は消え去っていく。成功するメディア企業を一から立ち上げることに成功した人は少ない」と語る。

政治の二極化とデジタル改革が、メディア事業（映画、テレビ、テーマパーク、ジャーナリズム、ニュースなどの全て）を、1手10秒以内の三次元チェスのゲームへ投げ込んだ。例えば、チャットGPTは学習プラットフォームのプロバイダーであるチェグ<CHGG>の教育事業を蝕（むしば）みつつあり、フォックス・ニュースでは著名司会者のタッカー・カールソン氏が退職し、ウォルト・ディズニー<DIS>はフロリダ州のロン・デサンティス知事と戦争状態にあり、オンラインメディアのバズフィード<BZFD>はバズフィード・ニュースを終了した。

セクター全体への投資手段も、大きなわなのように見える。上場投資信託（ETF）のインベスコ・ダイナミック・メディアETF<PBS>の2005年6月設定以来のリターンは151%で、S&P500指数の382%のトータルリターンを下回っている。

とはいえ上記のいずれも、投資家に対してメディア業界への資金投入をためらわせてはない。メイヤー氏とウォルト・ディズニーの元経営幹部のトーマス・スタッグス氏は、ブラックストーン<BX>からの20億ドルの資金を背景に、メディア会社のキャンドル・メディアを創設した。キャンドルは2年前に、リース・ウィザースプーン氏の制作会社であるハロー・サンシャインを9億ドルで買収した。

ろうそく（キャンドル）が輝くか溶けるかは将来のコラムに委ねることにする。しかしニュース事業はまるで最後の審判の日に直面しているかのようで、バズフィードはその好例だ。NBCユニバーサルが2016年11月に、バズフィードを17億ドルと評価して2億ドルを投資した。バズフィードは、2021年12月に特別買収目的会社（SPAC）経由で上場し、現在の時価総額は、なんと7800万ドルだ。評価額は7年間で95%低下したことになる。

男性ミレニアル世代向けの動画を専門とするバイス・メディアの価値崩壊は、より深刻だったかもしれない。2017年のピークの評価額は57億ドルだったが、最近では10億ドル未満で売りに出されており、その下限は無価値だが、負債を考慮すると理論的には負の価値という評価もあり得る。

ウォーレン・バフェット氏のメディア企業に対する態度をみてみよう。バフェット氏は数十年前にABCの株を買い、ABCはメディア企業のキャピタル・シティーズに買収され、さらにキャピタル・シティーズはディズニーに買収された。バフェット氏は後に、ディズニーに対する持ち分を売却している。新聞については、バフェット氏がワシントン・ポストなどに投資したことは有名だ。当時は、「銃弾を弾くほど頑丈なフランチャイズ」と評していたが、2019年の筆者のインタビューでは新聞事業は破滅であると語っていた。バフェット氏は、メディア・エンターテインメント企業のパラマウント・グローバル<PARA>に多額の投資をしているが、パラマウント株は先週、冴えない決算を受けて大きく値を下げ、過去1年間では45%下落している。

■ 検索や他のインターネット企業に収入を奪われる

筆者は、1970年代半ばからメディアをカバーしている、ガムコ・インベスターズの会長兼最高経営責任者（CEO）であるマリオ・ガベリ氏に意見を聞いた。ガベリ氏は、「カバレッジを開始したときには、無声映画だった。テクノロジーが全てを変えた。（ニュース事業に関しては）検索企業が収入を得ている」と語る。

ニュース企業の人生を惨めにしているのは検索だけではない。ソーシャルメディアもだ。バズフィード、アップワシー、ブライトバート・ニュースなどの企業の10年前のビジネスモデルは、アルファベット<GOOGL>のグーグルやメタ<META>（旧フェイスブック）との提携を基盤としていた。その戦略は、ハイテク大手が関係（と収入の共有）に飽きるまで続いた。

デジタル・メディアの寵児（ちょうじ）の盛衰は、ささいなストーリーではない。スタートアップ企業は、ニューヨーク・タイムズ<NYT>やCNBCといった大手メディア大手を揺さぶり、われわれがメディアを受け取り、認識する手段を革命的に変化させた。より重要なことに、それら企業はオバマ元大統領やトランプ前大統領の当選に貢献し、今や、米国の分断の過程に大きく影響している。

デジタル・メディア系持ち株会社のジフ・デービス<ZD>のビベック・シャーCEOは、「現在の広告業界では、価値あるカテゴリーにおける購入意欲の高い視聴者か、ターゲット広告のための莫大（ばくだい）な規模が必要だ。広告は、差別化され、価値あるものでなければならない」と語る。

■ 一部の生き残り企業の株価は好調

とはいえ、メディアにとって、全てが失われたわけではないだろう。投資家は単に、投資先を選択する必要がある。メディア・娯楽会社のワールド・レスリング・エンターテインメント<WWE>を例にとると、株価は過去10年間で11ドルから108ドルへ上昇した。先月、エンターテインメント企業のエンデバー・グループ<EDR>は、WWEを買収して、総合格闘技団体のUFCと統合すると発表した。エンターテインメント企業のIMAX<IMAX>の株価は、年初来で40%上昇しており、映画『アバター：ウェイ・オブ・ウォーター』のおかげで第1四半期の興行収入は過去最高を記録した。IMAXのリッチ・ゲルフォンドCEOは、「ストーリーミングに移行するというシナリオは放棄された。試してみたが、うまく機能しなかった」と語る。

ニューヨーク・タイムズの株価は、バズフィードなどの攻勢を受けて、2008年には4.50ドルまで落ち込んだ。しかしその後、スタートアップ企業の手法も吸収しながら反攻に転じ、株価は2021年に54ド

ルに達した。

あまり有名でない勝ち組は、情報企業のトムソン・ロイター<TRI>だ。株価は、2018年の40ドル台前半から、現在は120ドルへ上昇している。

筆者は、ニューヨーク・タイムズの元メディアコラムニストで、バズフィードの元編集長であるベン・スミス氏に、誰かが最近、ニュース会社の創設で成功したか否かを聞いた。スミス氏が挙げた答えは、政治に特化したニュースメディアのポリティコだけだった。現在、メディア企業が成功するためには、単一のコンテンツを持つだけで良いが、それは非常に困難なことだ。

By Andy Serwer
(Source: Dow Jones)

8. アップル株はプレミアムに値する

[ハイテク]

Apple Defies the Trend. There's Still Time to Buy the Stock.
ハイテク製品需要が落ち込む中でiPhone販売台数は増加

PCおよびスマートフォン市場が縮む中でiPhoneは成長



Kabir Jhangiani/Getty Images

アップル<AAPL>は特別だ。ここ数週間、ハイテク分野のあらゆる種類のハードウェアの販売が低迷していることがデータから示されているにもかかわらず、5月4日に発表した1～3月期決算は予想を上回った。売上高は前年同期比3%減となったものの、iPhone（アイフォーン）の販売台数は増加した。この決算を受けて株価は5%高と急騰した。

コンピューターとスマートフォンへの需要は、パンデミック（世界的大流行）下で支出が大幅に前倒しされた後、急激に落ち込んでいる。ID

Cが4月に発表した第1四半期の全世界のPC出荷台数は前年同期比29%の減少だった。同様に、PC向けプロセッサの最大のサプライヤーであるインテル<INTC>が最近発表した1～3月期の売上高は同36%減だった。

一方、携帯電話需要はPCより少しましな程度だ。調査会社カナリスが発表した第1四半期の全世界の携帯電話出荷台数は前年同期比13%の減少だった。モバイル機器向けプロセッサおよび5G無線通信半導体大手のクアルコム<QCOM>が5月3日に発表した1～3月期の売上高は同17%減で、スマートフォンの需要軟化を理由に、ガイダンスは市場予想を大幅に下回った。

逆風下でもアップルが強い理由

こうした厳しい状況でもアップルはiPhone販売台数を前年同期比で増加させた。

大半のハイテク製品がコモディティ化している世界では、アップルの顧客が値引き販売に左右される可能性は低い。アップルには強力なブランド、高い顧客満足度、信じられないほどのロイヤリティがあるからだ。

消費者は、毎日数時間使用するiPhoneでより良い体験を得るためなら追加で数百ドルを支払うこともいとわない。アップルの筆頭株主の一人であるウォーレン・バフェット氏は数年前、孫がiPhoneに夢中になっているのを見てそのことを理解した。

アップルのエコシステムの粘着性も大きな役割を果たしている。今年初め、同社は実際に使用されているiPhoneの数が20億台を超えたと発表した。経営陣は4月5日の決算説明会で、Apple Music、Apple TV+、iCloudを含むプラットフォーム全体の有料サブスクリプション件数が3年前の2倍の9億7500万件に達したと述べた。

アップルには魅力的な株主還元もある。見過ごされがちなのが財務力の強さだ。先週、新たに900億ドルの自社株買いを承認し、11年連続となる増配を決定し、今後も毎年増配すると約束した。昨年度の純利益が約1000億ドルだったことを踏まえると、こうした株主還元を行う余地がアップルにはある。

アップル株は割安ではない。12カ月予想株価収益率（PER）は約28倍で、ほとんど成長していないハイテク企業のバリュエーションとしては高い。広範な消費不況に陥ろうとしているのであれば、アップルも経済的圧力の影響を免れないだろう。

だが、他の大手ハイテク企業と比べれば、アップルは安全な投資先かもしれない。投資家はiPhoneの製品ラインアップに確信を持っているため、短期的な業績悪化を重視しない可能性が高い。しかも消費者は今後長年にわたりアップルのデバイスを手放すことなくアップグレードし続けると思われる。

そのようなロイヤリティを持つ企業は多くない。したがって、アップル株はプレミアムに値する。

By Tae Kim
(Source: Dow Jones)

9. FRBの厳格な銀行検査も不十分

The Fed's Hard Look at Banks Comes Up Short

金利上昇で銀行の保有資産価格下落、SVBの教訓は生かされるか

[フィーチャー]

FRBのシリコンバレー銀行経営破綻の検証結果に係る報告書

米連邦準備制度理事会（FRB）による、シリコンバレー銀行（SVB）破綻の検証結果（報告書）は、何が語られ、何が割愛されているかという点で、示唆に富んだ文書である。報告書を注意深く読めば、銀行業界がさらなる困難に突き進んでおり、首尾よく対処しようとするのであればFRBの監督を改善する必要があることが分かる。

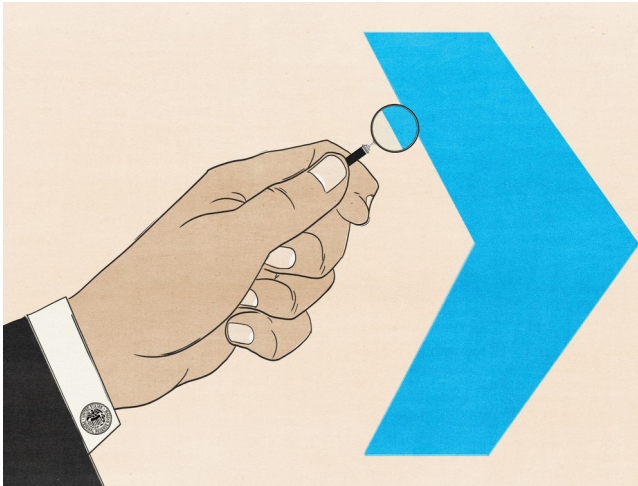


Illustration by Andrea Ucini

報告書をまとめたのはマイケル・バーFRB副議長（銀行監督担当）で、4月末に公表された。報告書はSVB破綻に至る経緯を詳細に時系列で記している。報告書では世間が感じ取っていたことが確認されている。すなわち、SVBの経営はまず、監督が行き届いていなかったということだ。経営者は注意不十分で、銀行業務の大原則を無視した。SVBのビジネスモデルは資産、負債とも、極端に偏っていた。SVBは流動性や資産・負債の総合管理（ALM）にほとんど注意を払わなかった。

報告書ではSVBがリスク調整後資本要件を適切に充足していたと明らかにしている。しかしながら、報告書は、20億ドル近い損失を抱えて預金者の当初の懸念の引き金となった、有価証券についての重要な論点を見逃している。現行の資本規制の下では、それらの有価証券をカバーするための投資家資本をほとんど必要としない。損失が膨らむにつれ、資本は急速に枯渇し、SVBのソルベンシー（支払い能力）に疑問が投げかけられたのである。想像のとおり、預金保険対象外の預金が引き出され、破綻へと向かった。

報告書はFRBによるSVBの監督が深刻なまでに不適切であったことも認めている。監督官は2017年には経営面の問題を把握していたものの、破綻に至るまで経営改善を図るよう経営陣への働きかけをほとんど行っていなかった。監督官は銀行の弱点を見つけ出すという点では、よい仕事をした。経営陣宛てに書面が送付され、警告が発せられ、非公式の監督行動が議論された。しかし、行動に移されたことは何もなかった。

FRBの銀行監督体制

FRBは銀行の規模に応じてそれぞれの監督官が責任を持つ体制で運営されている。この官僚機構が、経営の脆弱性を是正させるための決定的な行動を遅らせることになった。このプロセスの背後にある考え方は、大手の金融機関は経験豊富な監督官の手に委ねるというものである。監督行動の迅速化が図られるはずであったが、実際はそうはならなかった。

報告書は、議会が規制を緩和しなければ、FRBがSVBのような規模の銀行にもっと厳格なストレステスト（健全性審査）を義務付け、状況がここまでひどくなっていなかった可能性についても議論している。しかし、FRBが絶大な権限を有しながらも、その執行が不十分だったことを考えれば、これも大した論点ではないだろう。

報告書は詳細まで深く掘り下げられたものであるが、監督プロセスの重要な側面において、説明が足りていない。例えば、報告書に「監督官」という用語が頻出するが、誰を指すのか分らない。FRBの指示系統や発見事項がどのように報告され、どのように監督行動が決定されたのかについてほとんど言及されていない。報告書は監督官へのインタビューは取り上げているが、最終意思決定者については不明である。

コンセンサス構築が報告書のテーマであるようだが、このことは監督に対する説明責任の問題を提起する。報告書は2月14日のFRB理事会宛てブリーフィングに言及しているが、「その性質は情報提供を主眼とする」としている。サンフランシスコ連銀総裁が行った理事会の監督責任者への提案内容を知ることが重要であろう。しかし、その結論がどのように理事会の銀行監督担当の副議長へ伝えられたのか。FRBの副議長と議長や他の理事との間で会話が交わされたのか。最終責任は誰にあるのか。これは監督における重要な側面なのに、FRBの報告書ではこの点が答えられていないのである。

監督官はSVBの取締役会宛て書面を送付し、一度、取締役と面談した形跡はあるようだが、追加的な会合を持ち、経営陣から反応がないことを強く伝えたかどうか、報告書において触れられていない。最終的に銀行の方針と経営陣の経営に責任を持つのが取締役会である。そうした会合は、監督上の発見事項に対し、取締役と経営陣がどのように対応するかに大きな影響を及ぼし得る。

金融緩和から引き締めへ

最後に、報告書から導き出される決定的に重要な結論は、監督上の弱点をめぐる環境はおそらくシステミックな点であることだ。FRBは10年にわたり、金融緩和政策を続け、銀行業界内のリスクテイクを後押ししてきた。銀行業界は呼応して、クレジット・リスクやマーケット・リスクを拡大し、監督官はこの流れを容認してきた。今や、FRBは逆方向の政策に舵を切り、銀行業界は方向転換を余儀なくされている。

SVBが最初の破綻銀行になったのは、明らかに経営陣が銀行の経営陣の中で最も脆弱だったからである。しかし、銀行経営はお粗末だったかもしれないが、資産のリスクは他行とそれほど異なるわけではない。

銀行業界全体で何兆ドルもの有価証券およびローンを抱え、金利上昇によりその質が試されており、資産価値に下方リスクがかかり、借り手の返済能力を圧迫している。この先さらなる問題が発生することが見込まれるが、残る問題はその影響を管理することができるか否かである。

筆者は、連邦預金保険公社（FDIC）の元バイス・チェアマン、カンザスシティ連銀の元総裁などを歴任し、ジョージ・メイソン大学メルカタス・センターのシニアフェロー。

By Thomas Hoenig
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

AI and Jobs: Who's at Risk
AI代替可能な職種とは

[経済関連スケジュール]

教師の半数以上が利用歴ありと回答

昨年のチャットGPT発表以来、各企業は生成人工知能（AI）が今後どう雇用に影響し得るのかを理解しようと躍起になってきた。先週、IBM<IBM>のアービンド・クリシュナ最高経営責任者（CEO）は今後5年間、AIによる代替が可能な職種の採用を停止することを発表した。事務職を中心に最大30%のポストが影響を受けるといふ。家庭教師などオンライン学習プラットフォーム運営のチェグ

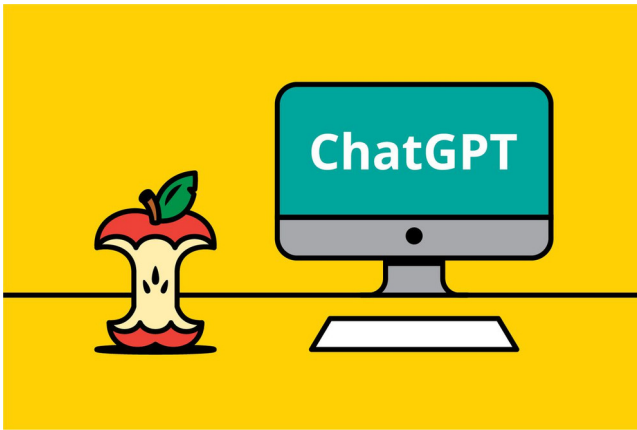


Illustration by Elias Stein

＜CHGG＞は、学生がチャットGPTに流れ、事業成長が鈍化したことで株価が半値まで下落した。

プリンストン大学、ペンシルベニア大学、ニューヨーク大学の教授陣による合同研究チームは最近、チャットGPTのような生成AIと52の人間能力との関連付けを行い、職種別のAI代替リスクを計算した。代替リスクは必ずしも失業を意味する訳ではない。AI代替リスクの高い職種の中には、テレマーケター、人事専門職、融資担当者など、想像に難くないものもある一方で、

驚くべきことに、上位10位の中の8職種は人文系の教授職だった。

カスタマーサービス・ソフトウェアを提供するティディオのアンケートでは、回答者の64%がチャットボットやAIが教師の代替となることが可能だと考える一方で、共感や傾聴のスキルを再現するのは難しいと回答した者も多かった。ウォルトンファミリー財団の調査では、昨年のチャットGPT公開から2カ月以内に授業計画やクリエイティブな作業にチャットGPTを利用した教師は51%。週に1度以上チャットGPTを使用していると回答したのは学生の22%に対して教師は約40%だった。

外国語学習アプリを提供するデュオリンゴ＜DUOL＞は2020年からAIを取り入れている。チェグもオープンAIの大規模言語モデルGPT-4をベースにしたAI学習サービス「チェグメイト」を発表している。モルガン・スタンレーのアナリスト、ジョッシュ・ベア氏は、チェグメイトがチェグからAIの脅威を遮断する役目を果たすとは「考えにくい」と記している。

今週の予定

5月8日（月）

・ シェールガス生産会社デボン・エナジー＜DVN＞、プライベート・エクイティ・ファンド大手KKR＜KKR＞、医薬品卸売会社のマッケソン＜MCK＞、電子決済サービスのペイパル・ホールディングス＜PYPL＞、食品大手タイソン・フーズ＜TSN＞が決算発表。

5月9日（火）

・ 民泊仲介のエアビーアンドビー＜ABNB＞、産業用ガスおよび化学薬品販売のエアプロダクツ・アンド・ケミカルズ＜APD＞、プライベート・エクイティ・ファンドのアポロ・グローバル・マネジメント＜APO＞、電力大手デューク・エナジー＜DUK＞、ゲームソフト大手のエレクトロニック・アーツ＜EA＞、エネルギー大手オキシデンタル・ペトロリウム＜OXY＞、航空部品の持ち株会社トランスダイム・グループ＜TDG＞が四半期決算を発表。

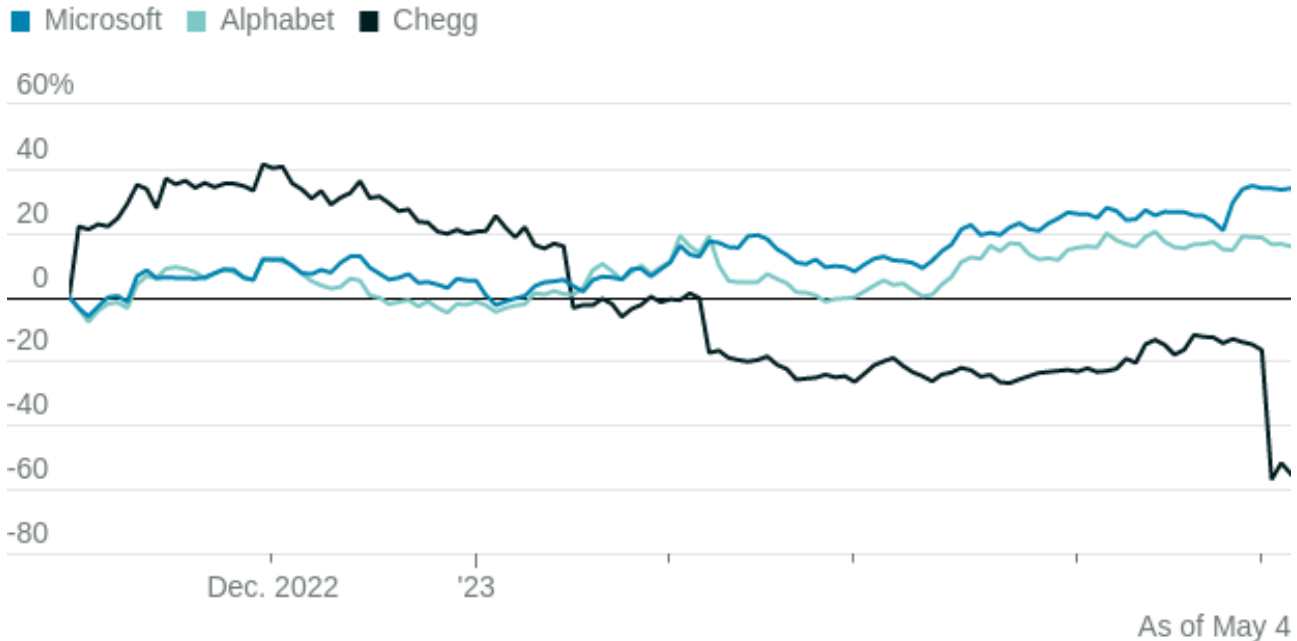
・ 全米独立事業者協会（NFIB）が2023年4月の中小企業楽観度指数を発表。コンセンサス予想は90と3月とほぼ同じ。中小企業の経営者は引き続きインフレと売り手優位な労働市場を最大の懸念と捉えており、同指数は49年間平均である98を15カ月連続で下回っている。

5月10日（水）

・ 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2023年度第2四半期の決算発表。株

Market-Moving Tech

OpenAI introduced ChatGPT in November 2022, Microsoft debuted AI-powered Bing in February, and Chegg warned of AI this past week.



Source: FactSet

価は昨年は44%の下落となり、1974年以来の大幅下落を記録したが、今年は年初来16%上昇している。フロリダ州知事デサンティス氏への提訴を巡る騒動は引き続き注目を集めている。

- ・資産運用会社ブルックフィールド・アセット・マネジメント<BAM>、ゲームサービスのロブックス<RBLX>、トヨタ自動車<7203>、デジタル広告ツールのトレードデスク<TTD>が決算発表。

- ・米労働省労働統計局（BLS）が4月の消費者物価指数（CPI）を発表。エコノミストによるコンセンサス予想は3月と同水準の前年同月比5%上昇。変動が大きい食品とエネルギーを除いたコアCPIは5.4%の上昇を予想（3月は5.6%上昇）。CPI、コアCPIともに昨年の最高水準を大きく下回るが、依然として米連邦準備制度理事会（FRB）の目標値2%を大幅に上回る値となっている。

5月11日（木）

- ・本田技研工業<7267>、中国の小売最大手JDドットコム（京東集団）<JD>、高級皮革製品ブランドを有するタペストリー<TPR>が決算コンファレンスコールを開催。
- ・総合テクノロジー企業ハネウェル・インターナショナル<HON>が投資家向け説明会を開催。
- ・イングランド銀行（英中央銀行、BOE）が政策金利を発表。市場はBOEが政策金利を0.25%引き上げ4.5%とすると予想。英国の3月のCPIは前年同月比10.1%上昇し、西ヨーロッパで唯一、物価上昇が2桁台の国となっている。
- ・米労働省は5月6日までの週の新規失業保険申請件数を発表。2023年4月の週平均申請件数は23万9250件と、長期間続いた歴史的な低水準を脱し平均的な水準となり、逼迫（ひっばく）した労働市場に改善が見られた。
- ・BLSが4月の卸売物価指数（PPI）を発表。エコノミスト予想は前年同月比2.4%上昇（3月は2.7%上昇）、変動の大きい食品とエネルギーを除くコアPPIは同3.3%上昇（3月は3.4%上昇）した。PPI、コアPPIともに過去2年間で最低の水準。

5月12日（金）

- ・ ミシガン大学が5月の消費者景況感指数を発表。コンセンサス予想は前月から約1ポイント低下の62.6。4月の1年先の期待インフレ率は、3月から1%ポイントの大幅上昇を示し4.6%となった。

By Evie Liu
(Source: Dow Jones)

『バロonz・ダイジェスト』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信

時事通信社

編集人

川田 重信（かわた しげのぶ）

大和証券入社後1986年から米国株式を中心に外国株式の営業活動に従事。ペインウェバー（現UBS）証券を経て2000年にエグゼトラストを設立。神戸大学経営学部卒業 米国ロチェスター大学MBA。

『バロonz・ダイジェスト』 2023/05/07

THIS WEEK'S MAGAZINE

発行 : Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信 : 時事通信社

編集

THIS WEEK'S MAGAZINE : エグゼトラスト

TODAY'S MAGAZINE : 時事通信社

お問い合わせ先（法人・個人の購読契約者様） : barrons@grp.jiji.co.jp

（ネット証券様の会員サイトで閲覧されているお客様は、ご契約先のネット証券様へお問い合わせください）

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

※当誌は、情報提供を目的としてのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。また、当誌は当社が信頼できると判断した資料およびデータ等により作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

※図・表・データの無断使用を禁止します。

※記事中の株式やファンドの価格は、米バロonz編集部による記事執筆時点の値である場合があります。

Copyright © 2023 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます