

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2023/05/14

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. tesla、スペースXのIPOで負担軽減も - How a SpaceX IPO Could End Musk's Uncomfortable Tesla-Twitter Dance [カバーストーリー]
マスク氏はtesla株の売却不要に P.1
2. 業界揺るがず銀行破綻、その先にあるのは - The New Bank Landscape—and How to Invest Amid the Turmoil [フィーチャー]
規制当局も変革迫られ混迷、一方で投資妙味秘めた銀行も P.4
3. 「ゼルダの伝説」最新作、任天堂の好材料 - The New Zelda Is Good News for Nintendo Stock [注目銘柄]
待ち望まれる次世代ゲーム機 P.7
4. 景気は良いのか悪いのか - Wall Street Roots for Bad News. Consumers See Plenty Already. [コラム]
低い失業率、冷え込む消費者マインド、高止まりするインフレ率 P.10
5. 株価上昇に備えられていない投資家 - Investors Aren't Ready for a Rally. It's Time to Prepare [米国株式市場]
利上げ停止なら、買い遅れた投資家の買いも P.12
6. フォードのファーリーCEO、teslaに挑む - Ford CEO Jim Farley Takes on Tesla [投資戦略]
投資家はついに恩恵を受けることができるのか P.14
7. 生成AIで逆転狙うグーグル - How Google Took Back the Narrative Around AI [ハイテク]
投資家の反応は良好 P.16
8. S&P500指数が株価指標の王者である理由 - Why the S&P 500 Is King. And How to Make Your Own Dow. [マーケット]
NYダウの算出方法と限界 P.18
9. ファイザーとストライカーに成長期待 - Healthcare Stocks Are on Sale. Pfizer and Stryker Have Strong Growth Prospects [米国株式市場]
ディフェンシブ銘柄とグロース株の良いところ取り P.21
10. 今週の予定 - Summer Travel Forecast: Hot and Pricey [経済関連スケジュール]
夏の旅行予想：暑くて高い P.23

※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. テスラ、スペースXのIPOで負担軽減も

[カバーストーリー]

How a SpaceX IPO Could End Musk's Uncomfortable Tesla-Twitter Dance

マスク氏はテスラ株の売却不要に

試行錯誤を繰り返して他社に先行

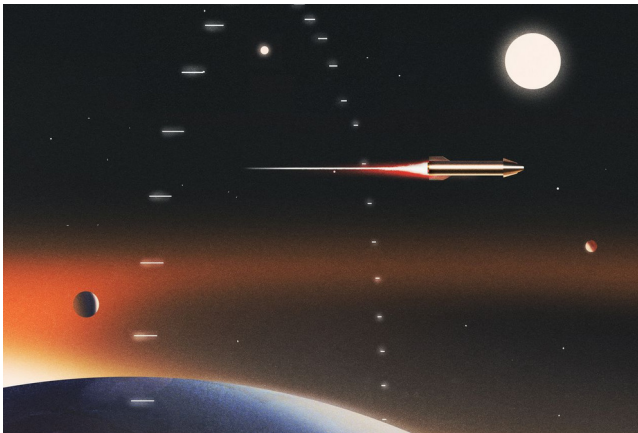


Illustration by Ibrahim Rayintakath

スペースXは世界で最も価値がある宇宙開発会社だ。そして、その最高経営責任者（CEO）であるイーロン・マスク氏にとっては、彼の帝国への道を開くカギになるかもしれない。

マスク氏は世界で2番目に裕福な人物だ。電気自動車大手テスラ<TSLA>、スペースX、医療ベンチャーのニューラリンク、トンネル掘削会社ボーリング・カンパニー、ツイッターなどの持ち分の合計額は約1800億ドルと推定される。問題は、テスラ以外は非上場企業であり、株式を現金化しづらいことだ。マスク氏が資金を必

要とする時、テスラの株式を売却する以外に選択肢はない。その結果、2022年4月から12月にかけて、マスク氏はツイッターの事業を継続させるために約230億ドルのテスラ株の売却を強いられ、それが一因となってテスラの株価は50%超下落した。マスク氏が本当に必要なのはテスラ以外の企業を上場させることだ。そうすれば、自身の資産の一部を活用し、テスラの重荷を取り除くことができる。

そこでスペースXが登場する。スペースXの実績は大成功と言っても言い足りないほどだ。これまでに国際宇宙ステーションに宇宙飛行士を送り届け、衛星インターネットサービス「スターリンク」の人工衛星を地球周回軌道に多数打ち上げ、米国の停滞していた宇宙開発プログラムを復活させた。しかも、事業は利益を生み出しつつある。1回の打ち上げで1億5000万～3億ドルの売上高を得られる可能性があり、スターリンクの契約者数は2022年末時点で100万人に上る。新規株式公開（IPO）も不可能ではなく、むしろマスク氏とテスラ株主が望んでいるものかもしれない。

レオ・コグアン氏は、マスク氏、ソフトウェア会社オラクル<ORCL>の創業者ラリー・エリソン氏に次いで、テスラの株式を3番目に多く保有している個人投資家だ。コグアン氏は「株価が急落しているのに、取締役会がマスク氏を止めようとしなくて困惑している。なぜスペースXの株式を売らないのか」と語る。

まさにコグアン氏の言う通りだ。スペースXは最近、ロケット「スターシップ」の打ち上げに失敗し、これを爆破したが、惑わされてはいけな。スペースXは競合他社の何光年も先を行っている。スペースXが現在重点を置いているスターシップは過去最大規模のロケットで、米航空宇宙局（NASA）のスペース・ローンチ・システム（SLS）の2倍以上の積載量を誇る。スターシップは史上初の完全に再利用可能なロケットでもある。開発が成功すれば、積載量が増加し、コストが低下するため、スターリンクなどの宇宙関連事業の競争力が高まる。

クレディ・スイスのアナリスト、スコット・ドイシュレ氏は、「スターシップの軌道打ち上げが成功すれば、宇宙経済の実現にとって、1957年の人工衛星スプートニク打ち上げ以来で最も重要な出来事

となる可能性がある」と語る。またドイシュレ氏は、スターシップの規模、再利用性、製造の容易さから考えて、地球低軌道に到達するためのコストは30分の1に減少するだろうとも述べた。

初めての打ち上げは失敗に終わったが、失敗自体は悪いことではない。スペースXは創業から21年間で220機以上のロケットを打ち上げており、再利用技術の完成前に打ち上げた数機を爆破している。スペースXの再利用と開発に関する戦略は、航空機大手ボーイング<BA>と航空宇宙大手ロッキード・マーチン<LMT>の合併企業であるユナイテッド・ローンチ・アライアンス（ULA）とは全く異なるものだ。ULAは完璧を目指しているため、コストがかかり、開発のスピードも遅い。従来の宇宙開発業界はロケットをまだ再利用しておらず、ULAの主要顧客は依然として米国政府だ。

失敗を積極的に許容する戦略はスペースXにとってプラスに働いてきた。創業以来、スペースXは100億ドル近いコストを費やし、約4000基の衛星から成るコンステレーション（多数の衛星を連携させたシステム）や、再利用可能な宇宙船とロケットを開発しており、打ち上げ施設も自社で所有している。一方、NASAはSLSの開発に200億ドル超と11年を費やしているが、2011年に開発を開始してから1回しか打ち上げを実施していない。スペースXは2022年だけで61機のロケットを打ち上げた。

再利用可能な宇宙船の開発会社エクスポレーション・カンパニーの共同創業者であるエレヌ・フービー氏は「スペースXは、試行錯誤を繰り返す方が従来の宇宙開発よりはるかに割安で有効であることを示した」と語る。

傘下の通信事業スターリンクも有望

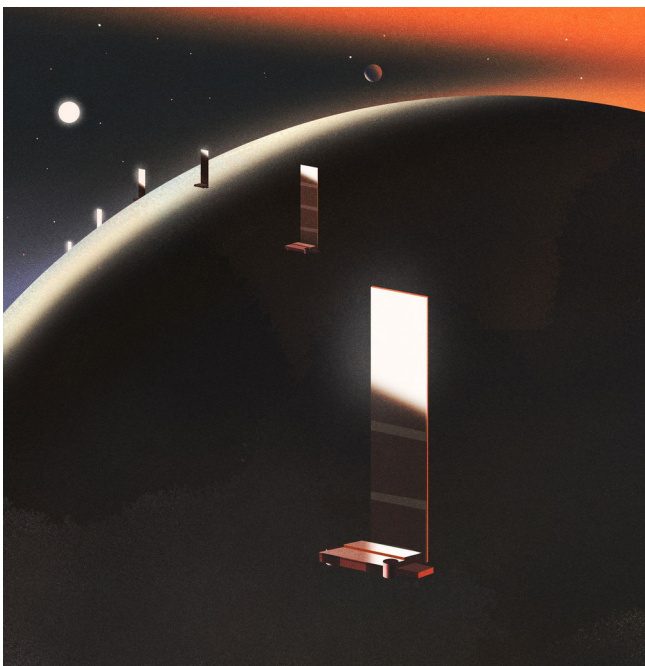


Illustration by Ibrahim Rayintakath

スタートアップ企業は存続に苦心している。リチャード・ブランソン氏率いる衛星打ち上げ会社ヴァージン・オービット・ホールディングス<VORBQ>は4月に破綻を申し立て、同じくブランソン氏の宇宙旅行会社であるヴァージン・ギャラクティック・ホールディングス<SPCE>の株価は2021年2月のピークから92%下落した。2021年に特別買収目的会社（SPAC）を通じて上場したモメンタス<MNTS>、アストラ・スペース<ASTR>、スパイア・グローバル<SPIR>などの宇宙関連会社の株価は、いずれも1ドル未満となっている。

アマゾン・ドット・コム<AMZN>創業者のジェフ・ベゾス氏が2000年に設立した宇宙開発会社ブルー・オリジンでさえ、軌道飛行を実施していない。ブルー・オリジンはULAへのエンジ

ン納品が遅延したことがあり、そのエンジンが利用される新型ロケット「ヴァルカン」の軌道飛行はいまだに行われていない。複数の業界関係者が本誌に語ったところによると、ブルー・オリジンはスペースXと同等の切迫感を持って事業に取り組んではいないという。

なお、ブルー・オリジンは完全に再利用可能な宇宙船「ニュー・シェパード」を23回打ち上げ、100個

以上の貨物と31人の人間を宇宙に運んだとしている。宇宙コンサルティング会社カイルス・パートナーズの共同創業者であるミカ・ウォルターレンジ氏は、「スペースXに後れを取っているとしても、他の企業が入り込む余地はある。政府は独占を回避しようとする」と指摘する。

スペースXはロケット打ち上げだけの会社ではない。衛星を使ったWi-Fi（ワイファイ）通信事業のスターリンクは、地球を周回する数千基の人工衛星を所有しており、月間約110ドルで高速のインターネットサービスを提供する。2023年の売上高は前年比2倍の約18億ドルとなる見込みだ。さらにスターリンクは、マスク氏が所有する非上場事業の中でも、自立の準備が特に整っているように見える。マスク氏は2021年に、キャッシュフローが予測可能になった場合、スターリンクを上場させる可能性がある」と述べた。今や、キャッシュフローは実際に予測可能になりつつある。

マスク氏がスターリンクのIPOを実施すべきかどうかは、投資家がこの事業の価値をどの程度評価するかに懸かっている。プライベート市場はさほど頼りにならない。スペースXは直近の資金調達ラウンドで1370億ドルと評価されたが、未公開株式の取引プラットフォームでは頻繁に取引されていない。未公開株式の取引を手掛ける証券会社レインメーカー・セキュリティーズのグレン・アンダーソンCEOは、「6カ月前ならば、スペースXの株式ブロックは2〜3日で売れた。現在は2カ月にわたって株式ブロックを抱えている」と語る。

取引が低調な要因は不明だが、最も考えられる理由は市場だ。米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げによって、ナスダック総合指数はピークから20%超下落している。金利上昇は、バリュエーションが割高な株式に最も大きな打撃を与える傾向がある。スペースXは上場していないが、成長企業であり、プライベート市場のバリュエーションもFRBの動向と無縁ではない。

そのため、スターリンクのIPOにおける評価額を計算するのは一段と困難になっている。スペースXの評価額は約1400億ドルで、ボーイングの（株式と負債を含む）企業価値約1700億ドルを下回る。ただ、スペースXの数々の成果を考慮してもバリュエーションは割高だ。

スターリンクの比較対象を見つけるのは難しい。衛星サービス会社エコスター<SATs>傘下のヒューズネットは120万人のWi-Fiサービス加入者を有する。エコスターの事業全体の価値は13億ドルで、2023年予想PER（株価収益率）は約23倍だ。ただし、ヒューズネットは成長していないという点がスペースXとは大きく異なる。仮にスターリンクの加入者数がピークを過ぎていたら、スペースXの価値は1400億ドルとは評価されていなかっただろう。

通信会社ベライゾン・コミュニケーションズ<VZ>の方が比較しやすいかもしれない。ベライゾンの加入者数は1億4300万人、（株式と負債を含む）企業価値は3350億ドルで、加入者1人当たりの企業価値は約2300ドルだ。この計算に基づくと、スペースX全体のバリュエーションを正当化するには、スターリンクの加入者数が5000万〜6000万人に達する必要がある。しかし、これでも比較としては不完全だ。なぜなら、スターリンクのネットワークの構築コスト、今後の収益性、スターリンクが高速インターネットの提供コストを大幅に引き下げられるかどうかを考慮していないためだ。

不透明感にもかかわらず、スターリンクは間もなく上場する可能性が高い。スペースXはWi-Fiサービスのために約3万基の人工衛星から成るコンステレーションを構築する計画で、現在の価格に基づく構築だけで最大100億ドルかかる可能性があるため、増資を行う公算が大きい。スペースXは本誌のコメント依頼に応じていない。たとえスターリンクの価値がスペースXの半分の700億ドルとしか評価さ

れなくても、上場すれば、プライベート市場で資金を調達することなく人工衛星の製造費用を賄うのに役立つだろう。

また、スペースXの持ち分42%を所有すると推定されるマスク氏は、IPOで約300億ドルを自由に使えるようになり、税金の支払いやソーシャルメディアプラットフォーム買収のために特斯拉以外の株式を売却できるようになる。特斯拉の株主にとっては、どんなバリュエーションであってもIPOに至れば成功と言えるだろう。

By Al Root
(Source: Dow Jones)

2. 業界揺るがす銀行破綻、その先にあるのは The New Bank Landscape—and How to Invest Amid the Turmoil 規制当局も変革迫られ混迷、一方で投資妙味秘めた銀行も

[フィーチャー]

新しい世界秩序

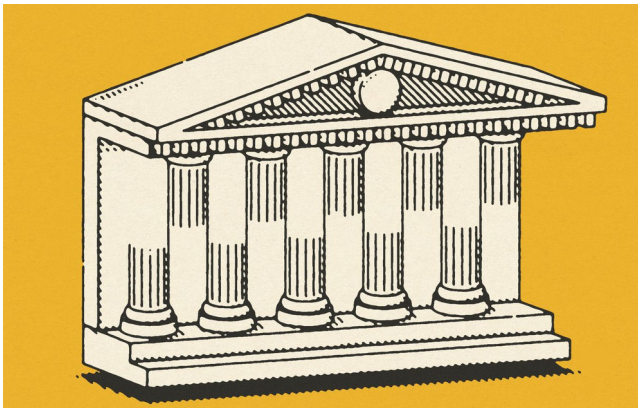


Illustration by Michael Haddad

銀行業界は「新しい世界秩序」へ向かっている。この見通しは投資会社KBWが示したもので、ファースト・リパブリック銀行、シリコンバレー銀行（SVB）、シグネチャー銀行の破綻に端を発した再編に言及している。個別では業界を揺るがすほどの規模ではないが、3行をまとめた破綻は業界の再構築を促している。投資家、規制当局、各行は、金利上昇でゆがんだ預金フロー、ローン残高、バランスシートの再評価を進めている。混乱に乗じた銀行もあり、特にJPモルガン・チェース<JPM>、ファースト・シチズンズ・バンクシェアズ<FCNCA>、

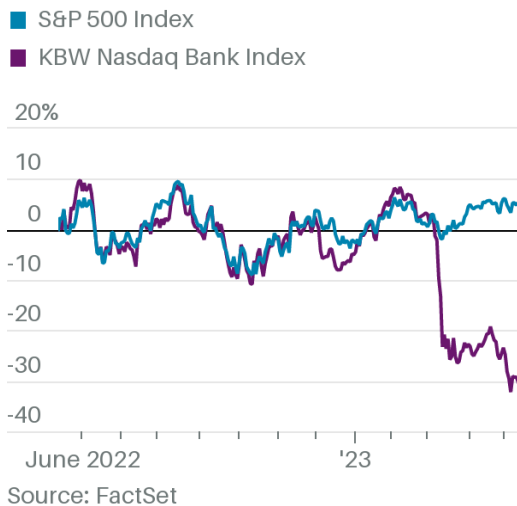
ニューヨーク・コミュニティ・バンコプ<NYCB>は破綻した銀行の預金や資産を割安に取得した。しかし、バックウエスト<PACW>が過去1週間で預金を9.5%減らすなど、一部銀行の預金流出は続いており、地域金融機関が危機を脱したとは言えない状況だ。

今後1年間は不安定な状況が続く見通しだが、株価が不合理に下落した銘柄にはチャンスがある。米連邦準備制度理事会（FRB）による利上げの圧力を受け、銀行は米国債のような「安全な」有価証券で大きな損失を抱え、融資を手控えている。もう一つの懸念は商業用不動産における損失だ。景気後退局面に入れば、銀行は資本と引当金を積み増す一方で、融資の伸びを抑えるため、予想利益は低下すると思われる。

規制当局の動きに不透明感

Hard Landing

Bank stocks have fallen far behind the broader market, dragged down by failures of a few major lenders.



連邦政府や州の監督機関が失敗（自ら招いたものも含め）を調査し、欠陥の埋め合わせを図ることから、規制も大きな負担となる。連邦預金保険公社（FDIC）は158億ドルを費やして破綻した銀行の保険対象外預金者を救済した経緯があり、大手行はFDICの保険料引き上げに直面している。FDICは現在、保険対象外預金の50億ドルを超える部分から特別賦課金を徴収する方針で、2024年から160億ドル近くを集めることを目指している。資産500億ドル超の大銀行が全体の95%を負担する見通しだ。

KBWの米銀リサーチ責任者、クリストファー・マグラティ氏は「最終的には市場が回復し、信頼が回復するだろう」と語る。しかし、規制を巡る不透明感が払拭（ふっしょく）されるには時間がかかりそうだ。マグラティ氏は、バリュエーションは魅力的に映るが、規制の壁や経済の見通しなど、より重要な検討事項があると述べる。

銀行業界に新たな見通し

銀行業界の再編は初期段階だが、輪郭は形成されつつある。一つは、JPモルガンとその他少数のメガバンクが利益を得るはずということだ。資産規模が2500億ドル以上の銀行は、すぐ下のカテゴリに属する銀行に比べて、より厳しいストレステスト（健全性審査）と資本要件が課せられてきた。そのため、これらメガバンクが保有する有価証券や資産のポートフォリオは、事実上リスクが軽減されており、さらなる金利リスクを負うことになったより小規模な銀行に比べ、金利上昇圧力への耐性が備わっている。預金残高の推移は、質への逃避の認識がメガバンクにとって追い風であることを示している。JPモルガンは、5月初旬にファースト・リパブリック銀行を買収する前の3月に、預金が500億ドル増加したと報告している。JPモルガンの第1四半期の預金残高は2%増の2兆3800億ドルに達した。しかし、JPモルガンは、他の銀行と同様、2022年の大半で預金流出が続いており、その理由の一つは、当座預金や普通預金口座ではマネー・マーケット・ファンドほどの利息が付かないことである。JPモルガンの預金は2022年の第1四半期から2000億ドル近く減少している。

相次ぐ銀行の破綻から、別の懸念が浮かんでいる。スタンフォード大学でファイナンス担当教授を務めるアミット・セル氏は、銀行が推定2兆2000億ドルの有価証券の含み損を抱えていると指摘する。セル氏の推定では、銀行のうち約10%はSVBよりも多額の含み損を抱えている。含み損の大半は、金利の急上昇で価格が低下した米国債やエージェンシーMBS（住宅ローン担保証券）である。理想は、銀行が損失を計上して債券を売却することを迫られることなく、満期まで保有して額面で償還を受けることだ。FRBと財務省は緊急流動性ファシリティを設けており、保有債券の損失開示が引き金となって破綻に至ったSVBや他の銀行のような事態の回避に資すると思われる。

懸念される商業用不動産市場

短期的に解消が見込まれない問題が商業用不動産である。不動産価格が広範囲に下落し、オフィス物件が弱含む中、銀行は不動産向け融資を急激に縮小させている。全米不動産協会（NAR）はオフィスの空室率が昨年の12%から上昇し、過去最高の12.9%に達したと報告している。

FRBは、銀行による商業用不動産向けの融資残高はおよそ2兆2000億ドルに上ると最近の報告書で説明している。その70%以上を占めるのが、資産規模1000億ドル未満の銀行で、地域の事業者向け融資や自動車ローン、建設業向け融資の主たる担い手となっている。アナリストは、そうした地銀の貸出姿勢が消極的になった場合の景気減速効果は、0.25%の追加利上げの1回分または2回分にほぼ等しいと語る。

規制上の審判の日が近づいている。議会がSVBの破綻におけるサンフランシスコ連銀の役割について公聴会を開催した。FRBは最近の報告書で、SVBの破綻は執行力と迅速性を欠く監督など規制上の問題を浮き彫りにしたと語った。

別の問題として、ストレステストと資本要件の欠陥がある。資産規模2500億ドル以上の銀行は、グローバルなシステム上、重要であることから、監督と資本規制に関する国際基準の順守が求められている。一方、それ以下の水準の銀行は、業界のロビー活動の影響などもあり、規制は緩やかになっている。FRBは資産額1000億ドル以上の銀行に対する新たな流動性および報告要件を提案している。

ストレステストも全面的見直しが必要だ。FRBが2008～2009年の金融危機後にストレステストを導入して以降、2年間を除きすべての年で金利上昇効果の測定に失敗している。代わりに、ストレステストが検証したのは、低インフレかつ金利低下期間、すなわち現状と正反対の経済環境を乗り越える銀行の能力だった。

SVBを監督していたカリフォルニア州の金融規制当局は、資産500億ドル以上の銀行の監視を強化している。オンライン銀行のモバイルアプリやソーシャルメディアが銀行取り付けを加速させた役割と合わせて、預金保険対象外の預金の査定も強化される見込みである。

KBWのアナリストは、資産規模の大きな800億～1200億ドルの銀行の合併増加を予想し、「長期的に、この資産規模で経営を継続できる銀行はほとんどない」と最近発表したりポートでコメントしている。

混乱時の投資手法

下落局面でも保有を続ける前提の投資家にとっては、株価下落は利益につながる可能性がある。UBSのアナリスト、エリカ・ナジャリアン氏は、銀行セクターは今年25%以上下落しており、2024年に景気後退入りしたとしても、大型地銀株は自己資本利益率（ROE）の15%達成が可能と予想する。ナジャリアン氏は、FDICが新たに導入する手数料について、大手行には2024年と2025年に平均して利益の4%程度の下押し要因となるが、「大した痛みではない」とみる。

ロイス・インベストメンツで金融セクターの銘柄選択を担当するマイルス・ルイス氏は、清算価値を表す有形純資産価値は多くの銀行で金融危機時の水準を下回っていると指摘する。大手行向けの新規

制は小規模銀行に大きな影響をもたらすことはないだろうと付け加える。

ルイス氏の好む銘柄の一つがバンクユナイテッド<BKU>である。東海岸の地銀でフロリダ州とニューヨーク州で大きな存在感があり、商業用不動産融資で失敗したシグネチャー銀行の破綻から恩恵を受けると予想する。今年、株価は預金流出懸念から51%下落し、有形純資産価値の半分まで低下した。ルイス氏は株価が反転すると考え、直近で利回り6.5%に達している配当の支払いは可能だと見ている。

ニュージャージー州を地盤とするバレー・ナショナル・バンコプ<VLY>はルイス氏の別のお気に入り銘柄だ。SVBの入札に参加したことは財務面が強固であることを示しており、インサイダーが株式を積極的に買っている。株価純資産倍率（PBR）は0.5倍、配当利回りは6.5%となっている。

アーカンソー州のホーム・バンクシェアーズ<HOMB>は預金の70%を、経済が健全で人口が増加しているフロリダ州とテキサス州で集めている。株価は20ドル、PBRは1倍強であり、株式は買収に際しての支払い手段となり得る。ルイス氏は「ここは嵐の中で安全な避難先だ」と語る。

JPモルガンの銀行アナリスト、スティーブ・アレクソプロス氏は最近、ウェスタン・アライアンス・バンコプ<WAL>、ザイオンズ・バンコプ<ZION>、コメリカ<CMA>の投資判断をオーバーウェイトへ引き上げた。各行とも地銀を襲う嵐に巻き込まれて、株価が大きく下落している。しかし、アレクソプロス氏はバリュエーションの上昇を見込んでおり、「そう遠くないうちに株価は大幅に回復するだろう」と語る。

またもや地盤を強固にしたのが王者JPモルガンである。ファースト・リパブリック銀行の1039億ドルの預金を引継ぎ、預金総額は全米の預金総額の10%超に達する。富裕層向けアドバイザリー業務も取り込み、JPモルガンは今回の取引により年5億ドルの増益効果があるとしている。2023年第1四半期決算で126億ドルの純利益を計上したJPモルガンにとって上積みとなるものである。

今後12カ月予想利益に基づくJPモルガン株の株価収益率（PER）は9.5倍で、5年平均を20%下回る水準だ。他の銀行株と同様に、FRBが利下げの兆候を示せば株価上昇が見込まれる。投資家はよいタイミングが到来するのを待ちながら、2.9%の配当利回りを享受することができる。

By Liz Moyer
(Source: Dow Jones)

3. 「ゼルダの伝説」最新作、任天堂の好材料 The New Zelda Is Good News for Nintendo Stock 待ち望まれる次世代ゲーム機

[注目銘柄]

ゲーム以外での成功

任天堂（7974）は数十年にわたり、可能な限り最高のビデオゲームの制作という、単一のアプローチを取ってきた。この限定的なビジネスモデルは、ゲームのキャラクターや知的財産権という宝の山の価値が十分に解放されていないとみなしてきたアナリストや投資家をいら立たせてきた。



Illustration by Erik Carter

しかし、任天堂のファンの希望がようやくかなった。『ザ・スーパーマリオブラザーズ・ムービー』は任天堂にとって、ゲーム以外の初の大ヒットとなった。米国で4月初めに公開されて以来、世界の興行収入は11億6000万ドルとなり、『ミニオンズ』や『シビル・ウォー／キャプテン・アメリカ』などの大ヒット映画の興行収入を凌駕（りょうが）している。マリオブラザーズの映画のヒットによって、任天堂の初期段階にあるテーマパーク事業への関心も高まろう。日本とカリフォルニア州のユニバーサル・スタジオには任天堂のエリアがあり、フロリダ

州オーランドのテーマパークにも設置が予定されている。

とはいえ、ゲームは依然として重要だ。12日には、『ゼルダの伝説 ティアーズオブザキングダム』が発売され、過去数年における最高のヒットになる見込みだ。

任天堂の米国預託証券（ADR）の年初来上昇率はわずか0.9%で、ナスダック総合指数の17.8%を大きく下回っている。株価上昇率は、投資家が任天堂の高まる魅力をまだ受け入れていないことを示唆する。ウェドブッシュ・セキュリティーズのアナリストのニック・マッケイ氏は、「ゼルダの伝説の最新作が、Nintendo Switch（ニンテンドースイッチ）用ゲームのベストセラーの一つになる可能性が、任天堂に関するセンチメントを好転させると考える」と語る。

メディア調査会社パロット・アナリティクスの戦略担当ディレクターのジュリア・アレクサンダー氏は、「マリオは大多数の消費者が知っている、数少ないグローバルな知的財産の一つだ。マリオを見れば、スーパー・マリオ・ワールドの世界を思い起こすことになる」と言う。

1985年の初代スーパー・マリオ・ブラザーズ登場は、任天堂に対する生涯の忠誠心を生み出した。当時の消費者は現在、任天堂のゲームをその子供や孫たちのために購入している。アレクサンダー氏は、「任天堂にとって、映画は利用者をさらに拡大するチャンスで、消費者が任天堂ブランドに抱いている愛着に倍賭けするチャンスだ。能動型、受動型および没入型エンターテインメントの全体にわたって注目を一身に集めるのが狙いだ」と言う。

任天堂は、自社のゲームに対する関心をいかに集めるかについて常に保守的だったが、マリオ映画の成功で、経営陣がようやく、さらなるリスクを取りにいく可能性がある。ウォルト・ディズニー<DIS>はフライホイール効果の創造で多大な成功を収めており、映画がテーマパークへの関心を高め、それが商品への関心をけん引し、そのすべてがさらに映画への関心の原動力となっている。

任天堂が取り組むべき対象はマリオとゼルダだけではない。映画化やテレビ番組化できそうなキャラクターは他に、ドンキーコング、ピクミン、メトロイド、カービィなどがある。本誌は、ウォール街が「メタバース」で騒いだ2021年12月に、これらのフランチャイズに焦点を当てた。映画とテーマパークはその後の成功例だ。

アレクサンダー氏は、「フランチャイズが、40年、50年、60年と長続きし、新たな世代が引き続き新

鮮と感ずるようになるためには、フランチャイズがリリースされる方法に関して新たな試みを行わなければならない。さまざまなビデオゲームの中でいろいろな形態が試されるのであれば、ゲームはフランチャイズを新鮮に保つものの、新たな消費者を取り込むためには新機軸を試すことも必要だ。映画はまさにその手段だ」と語る。

ゲームに関しては、状況は幾分か厳しく、投資家をいら立たせているように見える。市場調査会社のニューズーによると、2022年の据え置き型ゲーム機のゲーム市場は4.2%減の518億ドルと推定されている。任天堂は9日に2023年3月期決算を発表し、前期比で売上高は6%、営業利益は15%減少した。Switchの販売台数は1800万台と22%減少した。

ゲーム機が依然重要



Courtesy of Universal Pictures

さえない決算は投資家にとって好材料かもしれない。Switchが発売から7年目に入り、売り上げの低迷によって任天堂が次世代ゲーム機の発売を前倒しする可能性が高まり、それは株価上昇のきっかけになる公算が大きい。

Switchは2017年の発売以来1億2500万台以上が販売され、その前のベストセラーだったWii（ウィー）の累計販売台数を上回った。任天堂

は、新たな据え置き型ゲーム機を5年から6年ごとに発売してきた。Switchの成功によって、次世代機までの間隔を長期化できるが、それほど長い期間を空けはしないだろう。本誌は任天堂に販売スケジュールと戦略に関する取材を申し込んだが、返答はなかった。

ジェフリーズのアナリストであるアトゥール・ゴヤール氏は、次世代機が今期に発売される確率を70%、来期の確率を100%近くと述べている。ゴヤール氏は、過去を見ると、新型ゲーム機の発売は、任天堂のフランチャイズの大型ゲームの発売を伴っており、それは、ゲーム機発売から12～24カ月間の売上高と利益を押し上げてきたと語る。

投資家が次世代ゲーム機の発売を待つ中で、ADRは苦戦しており、2021年2月の高値から35%近く下落している。ウォール街は、今期と来期の減益を予想している。ただ、その保守的な予想にもかかわらず、2024年3月期予想に基づく株価収益率（PER）は19倍と妥当で、現金を除いた調整後PERは14倍だ。

しかし、次世代ゲーム機が発売されれば、株価は高値を更新する公算が大きい。ゴヤール氏は、新型ゲーム機発売初年度に年間利益が30%増加すると推定しており、新作ゲームの大量発売と購入者の関心の高まりを考慮すると、それが2年目も続く可能性が高い。約20倍というそれほど割高ではないPERが維持されるとすると、株価は10日の終値の10.51ドルから70%上昇する可能性がある。

さらに、次世代ゲーム機が株価に一層貢献すると考えられる理由がある。ゲームの購入がインターネット経由になり、有料のアップデートやダウンロードの機会が増加するため、それはゲーム制作会社の利益と利益率を押し上げることになる。

リスクもある。据え置き型ゲーム機のヒットが続かないことだ。2001年発売のゲームキューブは不振で、2006年発売のWiiは大ヒット。2012年のWii U（ウィー・ユー）の販売台数は大きく落ち込み、次いでSwitchが大ヒットした。このパターンが維持されれば、次のゲーム機は大失敗になるだろう。

しかしこのジレンマは破られる公算が大きい。任天堂は、各世代のゲーム機ごとにハードウェアを劇的に変更してきたために、ゲーム機の性能が一貫していなかった。しかし、Switchの成功によって、後継機においては大きな創造的リスクを取らずに技術力を改善することが明確な道筋となっている。ゴヤール氏は、任天堂の次世代機のハードウェアがSwitchに類似し、現在のソフトウェアと下位互換性があると考えている。

任天堂は、そのブランド力や顧客の忠誠心、数十年におよぶフランチャイズにおいて並ぶものがない。ゲームプレイヤーは次世代ゲーム機を待ち望んでいるが、次のヒットの最大の勝者となるのは投資家だろう。

By Connor Smith
(Source: Dow Jones)

4. 景気は良いのか悪いのか

[コラム]

Wall Street Roots for Bad News. Consumers See Plenty Already.

低い失業率、冷え込む消費者マインド、高止まりするインフレ率

厄介なジレンマ



Mario Tama/Getty Images

最良の時か、最悪の時か。失業率は記録的な低水準で推移しており、数字だけを見れば最良の時だと思える。しかし、米国の実体経済のセンチメントは明らかに悪化しており、政府にとって厄介なジレンマとなっている。

ウォール街では、「悪い知らせは良い知らせ」が合言葉となっている。なぜなら、悪い出来事が利下げをもたらし、それが資産価格を押し上げることが多いからだ。

しかし、米国民は経済が悪化していると感じているものの、米連邦準備制度理事会（FRB）が金利を引き下げるほど景気は悪くないのかもしれない。市場にはパウエル議長が今年後半に緩和政策を打ち出すだろうという期待があるにもかかわらずである。

消費者マインドは冷え込む

5月の米ミシガン大学消費者信頼感指数が12日に発表され、消費者の先行きへの不安感が明らかになった。信頼感指数は4月から5.8ポイント低下の57.7となり、エコノミストのコンセンサス予想と60台前半で推移していた最近の数値を、ともに大きく下回った。また、消費者の経済への現状認識は3.7ポイント低下の64.5、将来に対する期待も7.1ポイント低下の53.4となった。

ミシガン大学は、この落ち込みの一因として、「債務危機のこう着など経済に関する悪いニュースが急速に増えていること」を挙げている。失業率が3.4%と1960年代以来の低水準となったことは、米国による史上初のデフォルト（債務不履行）を回避するための取り組み（今のところ実りはないが）のニュースに明らかにかき消されている。

バイデン政権は、この嫌なムードの予先が向けられていると感じている。マイケル・ハートネット氏率いるバンク・オブ・アメリカのストラテジストチームは「失業率がこれほど低いにもかかわらず、大統領支持率がわずか37%というのは、1950年代初頭のハリー・トルーマン大統領の2期目までさかのぼらなければならない」と顧客向けノートに書いている。

米金融調査会社MFRの米国チーフエコノミストのジョシュア・シャピロ氏は、「ミシガン大学の調査は、消費者センチメントについて、インフレが購買力に悪影響を及ぼしていることを示している」とメモで指摘している。労働統計局（BLS）は、賃金の上昇や雇用者数の増加にもかかわらず、4月までの12カ月間の実質週給は1.1%減少したと発表した。

インフレとFF金利

消費者は、インフレが一過性のものだとは思っていない。ミシガン大学の調査では、消費者は今後5年から10年先のインフレ率が3.2%になると予想しており、2011年3月以来最も高い数値だ。これは、インフレ指数連動国債（TIPS）から算出される市場の楽観的な長期予測とは対照的である。

5年物のブレイク・イーブン・インフレ率（BEI、5年物米国債と5年物TIPSの利回りの差）はわずか2.14%で、1年ぶりの低水準に近く、FRBのインフレ目標2%まであと少しだ。10年物のBEIも2.20%と目標値に近い水準にある。

しかし、消費者は明らかに市場のメッセージを信じていない。バンク・オブ・アメリカのストラテジストは、物価高で消費者が意気消沈する中、「インフレ率が5%の状態ではFRBが利上げを一時休止するのはおそらく得策ではない」と指摘し、「6月のリスクは、利上げを示唆する経済データがもう1カ月続くことかもしれない」と付け加えた。

しかし、CMEフェドウォッチによると、フェデラルファンド（FF）金利先物は、FRBがFF金利誘導目標を5～5.25%の新たなレンジに6月も据え置く確率を83%織り込んでいる。7月には、FRBが金利を据え置く確率は58.5%、0.25%引き下げられる確率は31%、0.25%引き上げられる確率は10.4%となっている。しかし、9月になると、金利引き下げの確率は、引き上げの確率の2倍と利下げに大きく傾いている。

歴史から見た利下げの可能性は低い

もし利下げが行われるとしたら、歴史に逆らうことになる。米金融調査会社ストラテガスのライアン・グラビンスキー氏と彼のストラテジストチームは、「失業率が4%を下回っている時に、FRBが利下げしたのは極めてまれであった」とレポートに書いている。

1971年以降、124回のFF金利引き下げが行われたが、失業率が4%より低い時に行われたのはわずか6回だ。2020年3月の新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の最悪期に2回、2019年にインフレ率がFRBの目標値2%を下回った時に3回行われた。もう1回は、2001年1月3日、ハイテクバブルが崩壊し景気後退入りする時に行われた。バンク・オブ・アメリカのチームが述べた通り、消費者物価指数（CPI）は前年同月比4.9%上昇、食品・エネルギーを除いたコアCPIは同5.5%上昇であり、インフレ率は高止まりしている。

米投資銀行エバーコアISIのジュリアン・エマニュエル氏率いる株式・デリバティブストラテジストらは、「2023年にCPIが毎月0.2%ずつ上昇したとしても、前年比のインフレ率は4%近くになる可能性が高い。これは、12月までにFRBが3回の利下げを行うという市場の織り込みとは相いれない」と分析している。

今年は、国民とウォール街、そしてホワイトハウスと議会にとって不満がたまる夏になりそうだ。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

5. 株価上昇に備えられていない投資家 Investors Aren't Ready for a Rally. It's Time to Prepare 利上げ停止なら、買い遅れた投資家の買いも

[米国株式市場]

インフレは落ち着き示す



Spencer Platt/Getty Images

まだ強気になる時期ではないが、それでもその時期は近づいている。

今のところ、市場は息を潜めているように見える。先週の主要株価指数を見ると、ダウ工業株30種平均は1.1%下落して3万3300ドル62セントとなり、ナスダック総合指数は0.40%高の1万2284.74で引けた。S&P500指数は0.3%安の4124.08となったが、こうした1%未満の動きは6週連続だ。まるで、どちらか一方に相場が動くことを投資家が待ち受けているかのようだ。

そして、先週発表された一連のインフレ指標を勘案すると、上値抵抗線を抜ける可能性がある。10日に発表された4月の消費者物価指数は10カ月連続でインフレ率の低下を示し、11日の卸売物価指数はそれを上回るもので、2021年初頭以降で最も低い前年同月比の上昇率となった。

株式はアンダーウエート

これは、インフレの低下を目指す米連邦準備制度理事会（FRB）だけでなく、株式市場にとっても朗報だ。ピスボーク・インベストメント・グループのデータによると、消費者物価指数の上昇率が前年から少なくとも5%ポイント低下した場合、S&P500指数のその後12カ月の上昇率の中央値は14.9%になっている。

インフレ率の低下は、来月の米連邦公開市場委員会（FOMC）でFRBが利上げを一時停止する可能性も示している。先物市場では、FRBが6月のFOMCでフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を5.00〜5.25%に据え置く可能性を90%以上織り込んだことが示唆される。ただしFOMCが開催される前に、特に5月の雇用統計とインフレ率の発表が予定されているため、状況が変わる時間はまだある。クレディ・スイスの米国株式ストラテジストであるジョナサン・ゴルブ氏は、FRBが金利引き上げを停止した際、過去の株式市場は好調だったと書いている。ゴルブ氏は、あるサイクルの最後の利上げ後、S&P500指数の12カ月の平均リターンは16.9%であり、最初の利下げ後の1年間のパフォーマンスは平均するとマイナス1%だったと指摘する。

投資家は上昇に備えたポジションを取っている状況にはない。ドイツ銀行のパラグ・サッテ氏によると、システムの売買するトレンドフォロー型のファンドは、株式のエクスポージャーを最近引き上げ、2021年後半以降で初めて中立をわずかに上回る水準に達しているという。しかし、機動的に組入比率を上下させる投資家は株式を大きくアンダーウエートしている。つまり、株式エクスポージャーは過去1年で最低の水準であり、歴史的に見ても下から9%に当たる低さだ。多くの投資家は、資金を投入する前に市場が下落するのを待っているのだが、もし上値を抜けるようなことがあれば、買い始めなければならないかもしれない。

いくつかのリスク

それでも、うまくいかないことも多々ありそうだ。何よりもまず、政府の債務上限を巡る論争と、それが米国のデフォルト（債務不履行）につながるという最悪のシナリオがある。銀行が信用収縮を起こすほど融資を引き上げる可能性もある。また、今年後半の業績見通しに対する確信はほとんどなく、雇用市場以外では景気後退のシグナルが赤信号の点滅を続けている。

これは心配の壁というものだが、株式市場はそれを乗り越える準備ができているように見える。状況証拠のバランスを考えると、より強気な方向に傾いている。次の下落を待っている投資家には、そのチャンスは来ないかもしれない。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

6. フォードのファーリーCEO、テスラに挑む Ford CEO Jim Farley Takes on Tesla 投資家はついに恩恵を受けることができるのか

[投資戦略]

フォードの現状



Bill Pugliano/Getty Images

自動車大手フォード・モーター<F>は二つの記念日を控えているが、そのうちの一つは祝うべきものだ。フォードは来月、創業120年を迎える。一方、フォードの株価は現在12ドルで、分割やスピノフを考慮すると、この水準に初めて達したのはおよそ37年前の1987年1月だ。

フォード・モーターの長年の株主は、自動車のインフレがいつ自分の証券口座に反映されるのか、気になるところだろう。以下で紹介するのは、それに関するウォール街からの意見だ。最初に、2020年からフォードの最高経営責任者

(CEO)を務めるジム・ファーリー氏が先週、筆者に語った在庫不足、価格設定、電気自動車 (EV) 大手のテスラ<TSLA>、自動運転などについて紹介する。

ファーリー氏は、フォードの生産台数は通常時よりまだ10%少ないが、不足しているのは半導体から一般部品にシフトしていると言う。ディーラーの利益率は下がり始めているが、フォードは依然「非常に高い価格設定」を続ける。ファーリー氏は、「皆が過去より少し低い在庫を維持しようとしているのは、こうした価格設定を続けるのにとっても心強い」と言う。

自動車ローン金利と車に関する支払い額は上昇している。エコノミーな車は本当に少ない。フォードは新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）前の2018年にセダンから撤退した。

ファーリー氏は、「率直に言って、われわれは勝てなかった。フォードは稼げる企業ではなかったのだ。しかし、われわれはただ一つのことをした。そう、マーベリックに投資したのだ」と言う。マーベリックは、3万ドル未満の小型ピックアップトラックで、フォードの急成長している車種だ。フォードは先週、マーベリックとトラックのフラッグシップモデルであるF-150の間に位置する、改良されたレンジャー・ピックアップを発表した。

フォードはEVの生産を倍増させており、ファーリー氏は、需要が予想を上回っている一方で、2列シートクロスオーバー（マスタング・マッハE (EV) のように2列シートを持つ車）は、テスラのモデルYを含め「ほぼ過当競争」に直面していると指摘する。

ファーリー氏は、「テスラの価格設定は本当に下がってきているので、われわれも部分的にそれに合わせる必要があった」と言う。フォードは、ピックアップや商用バンなど、「われわれが行き、他社が行かなかった場所」において、最大となるEV需要を目の当たりにしている。F-150を含むハイブリッド車も好調な売れ行きだ。

■ テスラにどう対抗するか

テスラの強気派は、ソフトウェアや製造の規模や効率性において、他社が乗り越えることのできないリードがあると見ているようだ。筆者はファーリー氏に、フォードはどう対抗するのか尋ねた。ファーリー氏は、「商用トラックや3列シートクロスオーバーなど、テスラがまだ参入していないカテゴリーに注力することだ。テスラはまだサイバートラックを発売していない。われわれは既に1年半前にF-150ライトニングを市場に投入している」と言う。

ファーリー氏は、消費者情報誌コンシューマー・リポートがフォードのブルークルーズを最も評価の高いアクティブ運転支援システムに選んだことを指摘する。今年初めに発表されたそのランキングでは、テスラの運転支援システムであるオートパイロットは2位から7位に転落した。ファーリー氏は、フォードが今後2、3年で展開するEVの第2サイクルで、「コスト面でテスラに十分対抗できる。しかし、テスラは本当に良いライバルだ」と語る。

ファーリー氏は、完全な自動運転は「まだ先の話」と話す。フォードは昨年、この分野への投資をやめ、いわゆるレベル3といわれる、ドライバーが高速道路でハンドルから手を離して映画を見たり、バーチャルな会議に参加したりすることができるサービスを優先するとした。ファーリー氏は、「これは顧客にとって大きなロック解除だ。45分という時間をお客様に還元できる製品カテゴリーは、そう多くない。しかも、そのために完全な自動運転にする必要はないのだ」と言う。

筆者は、EVへの移行によって、自動車事業の収益性は従来よりも上がるのか、下がるのか、尋ねてみた。ファーリー氏は、「利益は増えるだろう。世界の人口は増加し、自動車は老朽化していく。内燃機関自動車やハイブリッド車は、少なくとも今後何年もの間、EVと同等に売れるだろう」と答えた。しかし、循環的な変動はより小さくなっていくだろう。なぜならEVの需要は燃料価格の変動に左右されにくく、また、新しいソフトウェア機能は需要のある年でもない年でも売れるからだ。

■ 目標株価引き上げの動きも

フォードの株価が12ドルという話が過去のことになるのはいつなのか。ビーオブエー・セキュリティーズは、「もうすぐだ」と指摘する。フォードが今月初め、好調な第1四半期決算を発表した後、ビーオブエー・セキュリティーズは目標株価を21ドルから22ドルに引き上げた。これは、5.1%の配当利回りに加えて、さらに83%の上昇を意味する。

この目標株価の計算は、EV/EBITDAP倍率(企業価値と利払い・税・償却・年金費用前利益の比率)に基づいている。この指標の最初の部分、EVは、負債と保有現金を考慮した株式時価総額だ。最近のフォードの時価総額は475億ドル。保有現金は287億ドルと197億ドルの負債を上回っている。ビーオブエー・セキュリティーズは、フォードの同比率は約5倍であり、従来の範囲である3〜6倍の上限に近づいていると評価している。

その理由については、もう少し詳しい説明が必要だろう。ビーオブエー・セキュリティーズによれば、フォードは「中核事業から未来への移行」を進めている。つまり、現在顧客にニーズがあるガソリンを燃やすピックアップやスポーツ用多目的車(SUV)からさらに利益を搾り取り、将来顧客が購入するようになるバッテリー駆動の自動車に投資しているのだ。フォードの前四半期において、伝統的な自動車部門であるフォード・ブルーの営業利益はほぼ2倍の26億ドルに達し、大型運搬車部門であ

るフォード・プロの営業利益はほぼ3倍の14億ドルに達した。一方、EVを含むフォード・モデルe部門の損失は、コスト増と増産のための工場休止期間により、ほぼ倍増の7億2200万ドルとなった。

フォードはモデルeが、2026年末には恥ずかしくない利益率に達するとしている。ビーオブエー・セキュリティーズは、フォードが現在から2026年末までの間に年間60億ドル近いフリーキャッシュフローを生み出すことができると予測している。もしそれが確かなら、実際にフォードの株価はかなり高くなると思えるだろう。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

7. 生成AIで逆転狙うグーグル

How Google Took Back the Narrative Around AI
投資家の反応は良好

[ハイテク]

2月の生成AIチャットボットの発表は不評



Josh Edelson/Getty Images

グーグルは2023年2月6日に生成人工知能（AI）チャットボットBard（バード）を初めて発表した。投資家の評価は低かった。マイクロソフト<MSFT>が検索エンジンBing（ピング）にオープンAIのチャットGPTを統合すると発表したのはその翌日の2月7日。グーグルはマイクロソフトの発表に先駆けて大急ぎでBardを発表した格好だ。

そのためか、2月8日のBardの発表イベントを見た投資家は真剣さと刺激が足りないと感じ、グー

グルの親会社アルファベット<GOOGL>の最高経営責任者（CEO）であるサンダー・ピチャイ氏が出席しなかったことを不思議に思った。一方、マイクロソフトのCEOであるサティア・ナデラ氏が取り仕切った2月7日の新型Bingの発表会にははるかにスムーズに進行した。

アルファベットの株価は新型Bingが発表された後の2日間で12%安と急落した。インターネット検索市場におけるグーグルの圧倒的なシェアの一部をマイクロソフトが奪い取るのではないかと投資家が懸念したためだ。

ところが今や、立場は逆転している。

開発者会議の発表、市場は好感

グーグルは先週、カリフォルニア州マウンテンビューで開催された開発者会議で再びAIのデモと発表を行い、今回は投資家の心をつかんだ。ピチャイ氏は2時間の基調講演の前半を受け持ち、聴衆をくぎ付けにした。アルファベットの株価はその後の2日間で8%上昇し、マイクロソフトがAIで優位に立ったかもしれないというウォール街の懸念をグーグルは実質的に消し去った。

エバーコアISIのアナリストであるマーク・マハニー氏はグーグルのイベントの直後に発行した顧客向けレポートで、「グーグルはAIの物語を取り戻した。われわれはAIの勝者が1社だけになるとは考えていない。グーグルが生成AIに関して過去の存在になるというシナリオは明らかに間違っていたと考えている」と書いた。

グーグルが開発者会議で発表したいいくつかの内容はウォール街に感銘を与えた。

まず、Bardを使用したいユーザーに順番待ちをさせる仕組みを撤廃するとともに、Bardを180カ国で利用できるようにした。

Bardは今のところ英語版のみが提供されているが、グーグルは近い将来、韓国語と日本語を皮切りに40言語に拡大する計画だ。Bardのトレーニングデータには現在100以上の言語のコンテンツが含まれている。

ピチャイ氏とその他のプレゼンターは、AIソフトウェアに対するグーグルの「大胆で責任ある」アプローチについて語り続けた。これは、特定の質問に対してボットが不正確または架空の回答を提供する傾向があることで批判されているマイクロソフトとオープンAIに対するややあからさまな当てこすりである。グーグルの経営幹部は基調講演の中で「責任がある」という言葉を数十回も口にした。

■ さまざまなアプリにBard搭載へ

生成AIがインターネット検索の性質を変えることは間違いないが、このテクノロジーにはその他の使い道もある。グーグルは例えばGmailアプリに「書くのを手伝ってください」機能を追加しようとしている。この機能にいくつかの詳細な情報を与えると、さまざまなスタイルの草案を提示してくれる。さらに、マップのアプリに「ルートの没入型ビュー」と呼ばれる新機能を追加しようとしている。これは、徒歩用、運転用、サイクリング用のルートを実際に利用する前に仮想的にテストする機能だ。

写真アプリにはマジック・エディターと呼ばれる機能が追加される。人物写真を撮った後、写真の中で人を移動させたり、物体を消去したり、照明を変えたりできる。また、Bardが質問に応じて画像を提供し、画像に写ったものを基に検索できるようになる。

JPモルガンのアナリスト、ダグ・アンマス氏は顧客向けレポートで、「グーグルは開発者会議の基調講演でまさにやるべきことをやった。われわれは、グーグルが製品イノベーションを加速させており、（生成AIの）重要な転換点を捉える好位置につけているとの確信を深めた」と書いている。

AIソフトウェアは、インターネットと人々が毎日使用するアプリの支配権をめぐる新たな戦いを引き起こした。これは、マイクロソフト、そのパートナーであるオープンAI、およびグーグルが支配する軍備拡張競争である。

だが、本当の勝者はユーザーだ。ユーザーはこれまでよりはるかに高性能で直感的なソフトウェアを手に入れられるようになるからだ。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

8. S&P500指数が株価指標の王者である理由

[マーケット]

Why the S&P 500 Is King. And How to Make Your Own Dow.
NYダウの算出方法と限界

圧倒的な差



Angela Weiss/Getty Images

投資家なら誰でもダウ工業株30種平均（NYダウ）のことを知っている。日々の株式市場リポートで最初に見聞きするのはNYダウの上げ下げだ。株式指標で最も認知度が高いのは恐らくNYダウだが、金融市場に占めるシェアは、NYダウよりも70年以上後に誕生し、インデックスファンドの運用資産総額が数兆ドルに上るS&P500指数と比べると極めて低い。S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスの最新の公式数値によると、2021年末時点のインデックスファンドの運用資産総額はS&P500指数が7兆1000億ドル、NYダウが400億ドル弱だった。指数に伴う市場の

動きに基づいた運用資産総額は非公式の推計で、S&P500指数が6兆3000億ドル、NYダウが370億ドルとなる。

以下、170倍もの差が発生した理由を見ていく。併せて、NYダウを構成する30銘柄のいずれかが株式分割や事業部門のスピンオフ（分離・独立）を行った場合、または指数構成銘柄の入れ替えが行われた場合に、NYダウの調整を行うために使用する「ダウ除数」について説明する。

根本的な違い

NYダウは構成30銘柄の合計株価に基づく平均値だ。これに対し、S&P500指数は構成500銘柄の時価総額に基づく指数だ。NYダウが誕生した1885年には、コンピューターも、インターネットも、即時コミュニケーション手段も存在せず、株価指数を計算する唯一の方法は、構成銘柄の株価を合計し銘柄数で割ることだった。そして、それがNYダウを考案したチャールズ・ダウが採用した方法だった。

しかし、S&P500指数の提供が開始された1956年になると、テクノロジーの進歩によって、スタンダード・アンド・プアーズ（S&P）は構成銘柄の株価ではなく、時価総額の合計に基づく株価指数を算出することが可能だった。それが、S&P500指数がNYダウよりも優れた、より幅広く網羅する株価指数となり、ひいてはS&P500指数のインデックスファンドに巨額の資金が集まり、NYダウのインデックスファンドにはわずかな資金しか集まらない理由だ。

NYダウよりもS&P500指数の方がはるかに人気のある投資手段であることを示す典型的な例として、NYダウの構成銘柄のうち、アップル＜AAPL＞と大手医療保険会社のユナイテッドヘルス・グループ＜UNH＞を見てみよう。

Do Your Own Dow

Here is how I calculated what the new divisor would be if UnitedHealth had split 2-for-1 following the market's May 1 close. (I may be off a tiny bit because my calculator can handle only 10 digits and the divisor has 14, but you'll get the idea.)

Step 1

Divide 1 by the divisor, and you see that each \$1 change in any component moves the Dow by 6.590761959 points.

Step 2

The Dow closed at 34,051.70 on May 1. Divide that by the divisor, and you get a total price of \$5166.58 for the 30 Dow components.

Step 3

UnitedHealth closed at \$495.70 on May 1. If it had split 2-for-1 after the close, its stock would have been \$247.85. The total value of all 30 components would thus have been \$247.85 less, or \$4918.73.

Step 4

Divide \$4918.73 by the Dow's May 1 close of 34,051.70, and you get a Dow divisor of (approximately) 0.144448882.

Step 5

Therefore, each \$1 move in any Dow component would be about 6.922864242 points had UnitedHealth split, as opposed to the current 6.590761959 points.

アップルの時価総額は米国最大で、ユナイテッドヘルスの時価総額の5倍を超えているが、NYダウに占めるウェイトはユナイテッドヘルスの3分の1程度にすぎない。それは、ユナイテッドヘルスの株価が494.28ドル、アップルの株価が173.57ドルだったからだ（本稿で使用した数値は大半が5月5日現在のもの）。その結果、NYダウに占める比率はユナイテッドヘルスが9.67%、アップルが3.40%となっ

た。

一方、S&P500指数の場合は、アップルの比率は7.47%と、ユニテッドヘルス（1.34%）の5倍を超えている。

筆者は、NYダウに占めるウェートについて、アップルとユニテッドヘルスに見解を質したが、アップルはコメントを控え、ユニテッドヘルスからは回答がなかった。

ダウ除数の登場

例えば、ユニテッドヘルスの経営陣が、現在の500ドル近い株価よりも250ドル前後の株価の方が投資家にとって魅力的だと判断し、1対2の株式分割を決定したとしよう。ユニテッドヘルスの時価総額は変わらないため、この分割によってS&P500指数は影響を受けないが、NYダウに占める比率は9.67%から5.06%に低下し、ユニテッドヘルスのウェートが下がった分だけ、他の29銘柄のウェートが増加する。経済実態に何ら変化はないが、個別銘柄の影響度とNYダウの将来の数値が修正されることになる。

本誌の親会社ダウ・ジョーンズは2010年に指数事業をスピンオフし、現在はS&Pが保有している。138年前に誕生した時、NYダウは12の構成銘柄の合計を12で割って算出されていた。しかし時がたつにつれ、指数の算出担当者は、株式分割やスピンオフ、構成銘柄の変更があっても指数の一貫性が維持されるように、算出方法を修正した。そこで使用されたのがダウ除数だ。現在は「0.15172752595384」という驚くほど精緻な数値となっている。いずれかの構成銘柄の株価が1ドル動くと、NYダウは6.59ポイント（＝1割るダウ除数）動く。

ユニテッドヘルスが1対2の株式分割をする場合、株式分割前後のNYダウの一貫性を維持するため、ダウ除数を変更する必要がある。

ダウを自分で算出してみると

以下、5月1日の取引終了後にユニテッドヘルスが1対2の株式分割を行ったと想定して、筆者が新たなダウ除数を計算した方法を示す（ダウ除数は小数点以下14桁だが、筆者の計算機は10桁までしか扱えないので、若干誤差があるかもしれないが、考え方は分かるはずだ）。

1をダウ除数で割る。すると、いずれかの構成銘柄の株価が1ドル変動するごとに、NYダウが6.590761959ポイント変動することが分かるだろう。

5月1日のNYダウ終値は3万4051.70ポイントだった。ダウ除数で割ると、構成30銘柄の合計株価5166.58ドルを得られる。

ユニテッドヘルスの終値は495.70ドルだった。取引終了後に1対2の株式分割を行えば、株価は247.85ドルとなる。その結果、構成30銘柄の合計株価は247.85ドル減少し、4918.73ドルとなる。

4918.73ドルを5月1日のNYダウ終値3万4051.70ポイントで割ると、ダウ除数「（約）0.144448882」が得られる。

従って、ユナイテッドヘルスが株式分割を行った場合、NYダウはいずれかの構成銘柄の株価が1ドル動くごとに、現在の6.590761959ポイントではなく、約6.922864242ポイント動くようになる

(寄稿者のアラン・スローン氏は経済記者最高の栄誉であるローブ・アワードを7回受賞した独立系経済記者)

By Allan Sloan
(Source: Dow Jones)

9. ファイザーとストライカーに成長期待

[米国株式市場]

Healthcare Stocks Are on Sale. Pfizer and Stryker Have Strong Growth Prospects
ディフェンシブ銘柄とグロース株の良いところ取り

ヘルスケア株は今が買い



Sophie Park/Bloomberg

株を今買うか、株価が下がるのを待つか悩んでいる投資家には、ヘルスケア銘柄をお薦めする。純粋なディフェンシブ銘柄でもグロース株でもないが、両者の良いところ取りができ、迷いから抜け出す方策になるかもしれない。

2022年にはディフェンシブ一色となり、上場投資信託（ETF）のヘルスケア・セレクト・セクターSPDRファンド<XLV>はわずか2.1%の下落と、18%下落したS&P500指数を打ち負かした。そこには十分な理由がある。景気がどうなろうと、人は薬を飲み医者にかからないといけ

ない。ヘルスケアの売上高と利益は、市場全体に比べて変動が非常に小さい。

今年に入るとその株価の好調は続かず、テクノロジー株とコミュニケーションサービス・セクターが相場を引っ張り、ヘルスケア株は2.3%下落した。投資家がヘルスケアをディフェンシブなセクターとして扱う中で、S&P500指数は配当再投資込みで8.4%上昇した。

それでも、ヘルスケアセクターも大いに成長が見込まれる。ヘルスケアは、1980年代半ばから年平均で12%の利益成長率を示しており、これはテクノロジーを含むどのセクターよりも高い。高い成長率をけん引しているのが、米国やその他先進国の人口高齢化、新興国市場の消費者の富裕化に加えて、以前は治療が不可能だった疾患への新たな治療法である。

年初から下落したことで、バリュエーションは一段と魅力を増した。ヘルスケアセクターのバリュエーションは、従来はS&P500指数に対して約11%のプレミアムであったのに対して、現在は5%のディスカウントであるが、ファンダメンタルズの見通しはほとんど変わらない。

■ 推奨はストライカーとファイザー

運用資産101億ドルのジェンセン・クオリティー・グロース・ファンドのポートフォリオマネジャーのケビン・ウォルクシュ氏は、ディフェンシブな下方プロテクションの特性を持ちつつも、イノベーションと価格決定力によって魅力的な長期成長が実現可能なヘルスケアセクターの数銘柄を選好している。

ストライカー<SYK>は、股関節や膝の機能を置き換える機器の大手企業である。ウォルクシュ氏によれば、時価総額1080億ドルのストライカーは、ベッドなど病院向け設備の販売が短期的な成長ドライバーとなっており、関節置換術のロボット手術にいち早く取り組んでいる。新興国でより複雑な手術が行なわれるようになってきていること、そして先進国では高齢化で関節を痛める人が増えていることが追い風になると見ている。

今年初めに本誌の推奨銘柄になったファイザー<PFE>も、ウォルクシュ氏のもう一つの一押し銘柄だ。ファイザーは、コロナ禍でパートナーのバイオ医薬品企業のビオンテック<BNTX>とともに記録的な速さでワクチンを開発して商品化した。同じ手法が将来の医薬品やワクチン開発でも適用でき、イノベーションを加速できると、ウォルクシュ氏は話す。

新型コロナワクチンは、ファイザーにとって特大のキャッシュカウ（高いキャッシュフローを生み出す製品）だった。2021年と2022年の売上高はその前の2年間から倍増し、フリーキャッシュフローは3倍近くに伸びた。経営陣は、特別配当の実施やさらなる自社株買いではなく、医薬品開発パイプラインを充実させようと盛んに買収を行った。ファイザーは2021年初めから8件の買収を行ない、神経疾患や鎌状赤血球症の治療法を手がける企業、DNA検査会社に加えて、がん治療に取り組むバイオ医薬品企業のシーゲン<SGEN>を410億ドルで買収した。

ウォルクシュ氏は、シーゲンの買収は高くつき、「理由を示せ」と言いたいところだが、ファイザーの経営陣ならそれができると確信している。ウォルクシュ氏は、新型コロナワクチンによる一時的な儲けを長期的な成長に投資したことを賞賛している。

ファイザー株のバリュエーションは割高ではない。今後12カ月間の予想利益に基づく株価収益率（PER）は11倍と、過去5年間の平均付近にあり、S&P500指数の18倍よりも低くなっている。

辛抱強く待つ必要があるかもしれないが、永遠に割安のままということはないだろう。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

Summer Travel Forecast: Hot and Pricey

夏の旅行予想：暑くて高い

[経済関連スケジュール]

中国の旅行者が本格的に動き出せばさらに活況



Illustration by Alberto Miranda

海外で休暇を過ごす人にとっては、高くつく夏になりそうだ。海外旅行の需要は強く、航空料金やホテル料金も上昇している。消費者の財布を直撃しそうだが、一方で今後数カ月、上昇する旅行関連銘柄も出てくるだろう。

オンライン旅行会社のホッパーによると、この夏の欧州やアジア向けの航空料金はこの5年余りの間で最高となっている。米国から欧州への往復料金の平均は現在1167ドルで、2019年の同時期から36%上昇している。

米国の主要航空会社で最も海外便が多いのはユナイテッド航空<UAL>だ。ユナイテッドは海外便のキャパシティを25%拡大して需要に応える。それでもウォール街は、ユナイテッドが、1株当たり利益（EPS）の通期ガイダンスである10～12ドルを達成できないとみている。だが夏の旅行シーズンが好調なら業績予想上方修正の可能性もあり、そうなれば株価も上昇するかもしれない。

繰延需要は、旅行シーズン中のホテル運営会社にも好材料だ。その兆候はすでに見られている。第1四半期の決算からは、宿泊料金の急騰や客室稼働率の上昇、さらに注目度の高い業界指標である販売可能な1客室当たり売上高（RevPAR）も上昇していることが分かる。

中国などのアジア地域への旅行再開も追い風だ。大手ホテルチェーン企業のマリオット・インターナショナル<MAR>はすでにその恩恵を受け、第1四半期売上高は前年同期比34%増となっている。マリオットは海外市場やグローバルな予約が「予想よりも速く」回復しているとして、RevPARの通期ガイダンスを引き上げた。また、中国の回復は始まったばかりで、今後多数の中国人旅行客がマリオットの主要地域である米国や欧州に戻ると考えられることから、上方修正もあり得るだろう。

今週の予定

5月15日（月）

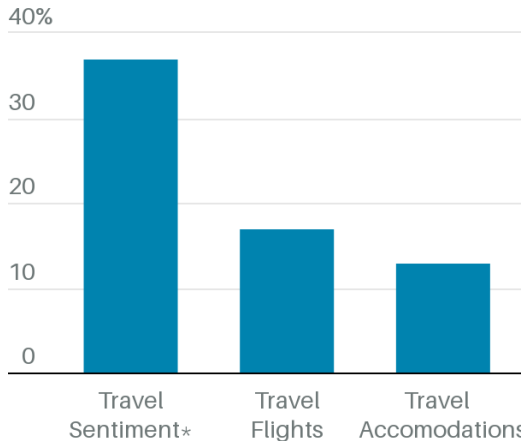
- ・金融機関向けシステム開発会社のジャック・ヘンリー・アンド・アソシエーツ<JKHY>、ヘルスケアサービスのモリーナ・ヘルスケア<MOH>が投資家向け説明会を開催。
- ・ニューヨーク連銀が5月の製造業景気指数を発表。コンセンサス予想は1で4月から約10ポイント低下。同指標は4カ月連続で大幅なマイナス圏にあったが、4月に上昇に転じた。

5月16日（火）

- ・中国のインターネット検索大手バイドゥ（百度公司）<BIDU>、ホームセンターチェーン大手のホーム・デポ<HD>、大手計測器メーカーのキーサイト・テクノロジーズ<KEYS>、英国の通信大手

The Road Back

International travel has recovered strongly from the pandemic, though by some measures it still trails 2019.



*March 2023 compared to March 2022
Source: U.N. World Tourism Organization

ボーダフォン・グループ<VOD>が四半期決算を発表。

- ・半導体メーカーのオン・セミコンダクター<ON>、産業用ソフトウェアのPTC<PTC>、企業向け業務管理ソフトウェアのサービスナウ<NOW>が投資家向け説明会を開催。

- ・全米住宅建設業協会（NAHB）が5月の住宅市場指数を発表。エコノミスト予想は45で4月から横ばい。同指標は12月の31から急激に上昇した。これは、中古住宅の在庫が不足していることもあり、住宅建設業者が慎重ながらも楽観的見方に転じたためである。NAHBのチーフエコノミスト、ロバート・ディーツ氏は、「住宅在庫のうち新築住宅の割合は、過去の標準では10%強だったのに対し、現在は30%以上となっている」と述べる。

- ・米国勢調査局が4月の小売売上高を発表。エコノミスト予想は前月比0.7%増（3月は同0.6%減）。自動車を除く数値は同0.4%増の予想（3月は同0.4%減）。

5月17日（水）

- ・ネットワーク機器大手のシスコシステムズ<CSCO>、半導体設計用ソフトウェア開発会社シノプシス<SNPS>、ゲームソフト大手テイクツー・インタラクティブ・ソフトウェア<TTWO>、大手ディスカウントチェーンのターゲット<TGT>、ディスカウント衣料小売りチェーンのTJX<TJX>が決算発表。

- ・国勢調査局が4月の新設住宅着工件数を発表。コンセンサス予想は季節調整済み年率換算140万戸と3月から2万戸減少。

5月18日（木）

- ・中国の電子商取引大手アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集团）<BABA><9988.香港>、半導体製造装置メーカーのアプライド・マテリアルズ<AMAT>、ITサービス企業DXCテクノロジー<DXC>、ディスカウント小売り大手ロス・ストアーズ<ROST>が決算コンファレンスコール開催。

- ・コンファレンス・ボードが4月の景気先行指数（LEI）を発表。エコノミスト予想は前月比0.5%の低下（3月は同1.2%の低下）LEIは2020年11月以来の最低水準にあり、コンファレンス・ボードは、米国が2023年半ばに景気後退入りすると予想している。

- ・全米不動産業者協会（NAR）が4月の中古住宅販売件数を発表。エコノミスト予想は季節調整済み年率換算で430万戸と、3月からやや減少。3月の中古住宅価格の中央値は37万5700ドルで前年同月比0.9%の低下と、2カ月連続で前年同月比マイナスとなった。

5月19日（金）

- ・農機・建機大手のディア<DE>が2023年度第2四半期決算発表。

By Callum Keown
(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』 2023/05/14

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