

# バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2023/07/02

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIIJI PRESS



DOW JONES

1. 嫌われ者の不動産株、今が買い時 - The Market Hates Real Estate Stocks. It's Time to Buy [カバーストーリー] P.1  
REITの主要セクター別見通しを紹介
2. 下半期のインカム戦略上位10分野 - The 10 Best Income Plays for the Second Half of the Year [フィーチャー] P.7  
今からでも遅くない、伝統的な資産配分で複雑かつ割高な戦略に勝てる
3. 不動産株の売りは投資家への「贈り物」 - The Selloff in Real Estate Stocks Is a 'Gift' for Investors, Says This Pro [インタビュー] P.13  
バロン・ファンズのジェフリー・コリッチ氏に聞く
4. テレビ番組の新たな視聴方法 - There's a New Way to Watch TV. It's Already More Popular Than HBO. [メディア] P.17  
FASTが台頭
5. アルファベットにとってAIが頭痛の種でもある理由 - Why Google Can't Escape AI Worries [ハイテク] P.21  
ビジネスチャンスが広がる一方でリスクも高まっている
6. 好材料を好材料として織り込んで上昇 - Stocks Rally Because Good News Is Good News. [米国株式市場] P.23  
業績下方修正や引き締め継続に備えることも重要
7. AI懐疑派の告白 - Confessions of an AI Skeptic [コラム] P.25  
熱狂を受け入れない理由
8. 肥満治療薬の波に乗るイーライリリー株 - Eli Lilly Stock Is Riding the Wave of Anti-Obesity Drugs. [バイオ医薬] P.28  
優位性は長期にわたる可能性
9. 政策金利がゼロから急上昇する中、財政赤字に注目集まる - Falling Rates Made It Easy to Dismiss Deficits. But Now They're Rising. [経済政策] P.30  
利払い負担増加、政府はどう対処するのか
10. 今週の予定 - The Inverted Yield Curve Is Suggesting a Recession. [経済関連スケジュール] P.33  
景気後退を示唆する逆イールドカーブ、投資家は気に留めず

※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. 嫌われ者の不動産株、今が買い時

## The Market Hates Real Estate Stocks. It's Time to Buy

### REITの主要セクター別見通しを紹介

[カバーストーリー]

#### オフィスREITは苦境にあるが、REIT全体の問題は小さい



Courtesy Equinix

多くの都市の空きオフィスビルが再び満たされる日は来るのか。これは不動産を巡る大きな議論のテーマだ。サンフランシスコやシカゴなどの都市では、オフィスの空室率は約25%に達している。オフィス不動産関連銘柄の株価は新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）以前の高値から50%下落し、不動産投資信託（REIT）セクターは過去1年間で9.5%下落した（S&P500指数は14.5%上昇）。

しかし、オフィスは1兆ドル規模の上場REIT市場のうち3.4%を占めるにすぎない。REIT全体

には、オフィスREITほどの問題はない。バリュエーションは低迷しており、がれきの中に掘り出し物がある。

倉庫・物流やデータセンターなど、一部セクターのREITは好調だ。アポロ・グループのチーフエコノミストであるトルステン・スロク氏は、アパートREITが堅調な賃貸需要の恩恵を享受していると指摘する。これは、2022年初め以降、6.5%の住宅ローン金利によって毎月のローン返済額が平均で約3000ドルに倍増し、住宅購入者が購入をとまどっているからだと言う。

オフィスセクターすら投資機会を提供している。サンベルト地帯（気候が温暖な米南部や南西部）と郊外の一部地域の稼働率と賃料は堅調だ。オフィスREITは、問題を抱えてはいるものの、非常に割安だ。ハイブリッドな働き方は続く可能性があるが、企業は労働者に職場復帰を促している。最近のデータではリモートワークの求人数は横ばいで推移している。

株価の急落により、バリュエーションは割安になり、配当利回りは上昇している。課税利益のほぼ全額を分配金として支払う必要があるREITは、配当利回りが平均4.1%とS&P500指数の2倍だ。大規模な調整を経て、REITはバリュー指標の「キャップレート」から見ても割安になっている。キャップレートは賃貸物件の益回りのようなものだ。不動産分析会社グリーン・ストリート・アドバイザーズによると、現在のキャップレートは平均約7%で、コロナ禍以前の5.5%から上昇している。

住宅の販売価格は、状況が依然として好ましくないという事実を反映している。今後はリセッション（景気後退）が控えているかもしれない。米連邦準備制度理事会（FRB）は利上げが終了したとは明言していない。不動産ローンを提供する銀行は、金利の上昇、貸し出し基準の厳格化、貸倒引当金によって身動きが取れずにいる。グリーン・ストリートのリサーチ責任者であるセドリック・ラチャンス氏は、「現在最も驚くべきなのは、非常に良好なファンダメンタルズと非常に厳しい貸し出し環境の乖離（かいり）だ」と指摘する。

しかし、不動産株は経済指標にかなり敏感であり、先行指標が好転すれば復活する。全米不動産投資信託協会のエコノミストであるエド・ピアース氏は、調整が比較的小さかったプライベート不動産に比べて、上場不動産市場は割安に見えると語る。

ピアース氏は、2023年初め時点で上場REITのキャップレートはプライベート不動産を15%超上回っていたと言う。REITのトータルリターンは2022年から2023年にかけて、プライベート不動産を40%近く下回っている。これは過去40年間で最大の差だ。ピアース氏は、これだけの規模のギャップは1年以内に解消する傾向があると指摘する。REITにとっては追い風になり得る。

負債も上場REITにとっては対処可能に見える。資産に対する負債の平均比率は、2008～2009年の金融危機時の65%から34%へ低下している。その負債の約4分の3は無担保債かバンクローンであり、REITは住宅ローン債務による影響をおおむね受けない。また、REITの負債の約90%が固定金利で、満期は平均7年だ。これによって一定の猶予が生じている。全体として、REITのバランスシートは現在の厳しい与信環境を乗り切ることができる。

投資方法の一つとして、大きな打撃を受けたセクターの高利回り銘柄と、割安ではないものの成長トレンドが強固でキャピタルゲインを得られる可能性がある銘柄を組み合わせたバーベル型のアプローチが挙げられる。以下ではREITの主要セクターとその見通しを紹介する。

## ■ オフィス

### Lagging Performance

REITs have trailed the stock market since the pandemic.

#### Total Return

■ FTSE EPRA Nareit USA ■ S&P 500



Note: Indexed to 100; June 28, 2018=100

現在、最も割安な銘柄の一部はオフィスREITだ。その一因は、多くの大都市において、先行指標が依然として軟調に見えるためである。不動産サービス会社CBREによると、第1四半期末時点のオフィススペースの空室率は約18%で、12月からわずかに上昇している。

なぜ底値買いを狙うのか。その理由は、株価が今や完全なディスカウントとなっている可能性があるからだ。不動産のキャッシュフロー指標であるファンズ・フロム・オペレーション（FFO）を利用すると、オフィスREITの1年後予想FFOに基づく株価FFO倍率は9倍だ。これは、同様の指標である税引き・利払い・償却前利益（EBITDA）倍率と比較した場合、S&P500指数の55%にすぎない。

最大の上場オフィスREITであるBXP（旧ボストン・プロパティーズ）＜BXP＞のオーエン・トーマス最高経営責任者（CEO）は、「われわれはただ辛抱強く事業運営を続ければよい」と語る。BXPの株価は、2022年に41%、2023年は年初来で15%と大幅に下落しているが、事業指標は悪くない。稼働率は91%だ。大都市の高級物件の賃料は依然として最高クラスで、直近の売上高はこのようなタイプの物件の需要があることを示している。競合のオフィスREITであるSLグリーン・リアルティ＜SLG＞の株価は、ニューヨークのパークアベニューに立地する優良ビルの持ち分の半分を20億ドルで売却した後、20%近く急上昇した。

現在投資をすることは、ダウンタウンのオフィス需要が戻ることを待つというゲームだ。ラチャンス氏によると、急成長しているサンベルト市場はわずかに早く回復する公算が大きい。

このテーマに関連する2銘柄がカズンズ・プロパティーズ＜CUZ＞とハイウッズ・プロパティーズ＜HIW＞だ。カズンズの配当利回りは6%で、負債比率はセクター内で最低水準にある。カズンズは、最近の賃貸借契約によって、稼働率がコロナ禍以前の水準に戻るはずだとしている。ハイウッズも負債比率が低く、2025年末までは償還を迎える負債がない。サンベルト地帯の都市に焦点を当て、ポートフォリオを更新することで、何年間も利益を成長させてきた。

ハイウッズのテッド・クリンクCEOは「すべてのREITが同一視されている」と不満を述べる。クリンク氏は、ハイウッズがポートフォリオを微調整しており、急成長市場であるダラスのビルを買い、見通しがあまり明るくないピッツバーグのビルを売る予定だと言う。

## 住宅

オフィス市場ではサンベルト地帯のREITが選好されているが、住宅市場では一時的にサンベルト地帯は人気なくなっている。南部の多くの市場では、膨大な量の新築アパートの建設が行われており、今後1～2年間の賃料の伸びが低迷する可能性がある。

調査会社エバーコアISIのアナリストであるスティーブ・サクワ氏は、アバロンベイ・コミュニティーズ＜AVB＞やエクイティ・レジデンシャル＜EQR＞を選好する。このREIT2銘柄はアパート建設が限られている沿岸地域で大規模な物件ポートフォリオを保有している。両社は優れたアパート運営会社と見なされており、負債水準も穏当だ。

住宅REIT銘柄はオフィスREITよりも健闘しているため、アバロンベイのような銘柄の配当利回りは約3.5%にとどまっている。アバロンベイの約300件の物件の入居率は96%だ。サクワ氏によると、今年のアパート1室当たりの賃料と利益は5%の増加が見込まれる。

エクイティ・レジデンシャルは、最近死去したREITのパイオニアであるサム・ゼル氏が設立したアパートのネットワークだ。物件数は約300件、入居率は96%で、賃料は全体的に上昇している。物件のキ

## Real Estate on Sale

These companies are weathering the downturn and could be winners as conditions improve.

Company / Ticker	Recent Price	YTD Return	Market Value (bil)	Forward 12-Month Price/FFO	Dividend Yield	Sector
AvalonBay Communities / AVB	\$186.76	16.8%	\$26.5	17.7	3.5%	Apartments
Equity Residential / EQR	64.77	12.3	24.5	17.1	4.1	Apartments
Digital Realty Trust / DLR	109.59	11.8	32.6	16.3	4.5	Data Centers
Equinix / EQIX	769.20	18.6	71.9	35.0	1.8	Data Centers
First Industrial Realty Trust / FR	51.74	7.9	6.8	21.1	2.5	Industrial
Simon Property Group / SPG	112.79	-0.9	36.9	9.4	6.6	Malls
Healthpeak Properties / PEAK	19.82	-18.9	10.8	11.3	6.1	Medical
Kimco Realty / KIM	19.31	-6.7	12.0	12.3	4.8	Strip Centers
Cousins Properties / CUZ	22.18	-9.8	3.4	8.6	5.8	Suburban Offices
Highwoods Properties / HIW	23.31	-13.2	2.5	6.2	8.6	Suburban Offices

FFO= funds from operations, a measure of cash flow commonly used to value REITs  
Source: Bloomberg

キャッシュフローマージンは45%と高いが、株価収益率（PER）は住宅REITの平均を下回る。

住宅不動産に関するもう一つの投資テーマは戸建て賃貸住宅だ。住宅ローン金利の上昇と販売物件の急減により、需要は堅調である。不動産ヘッジファンド、ランド・アンド・ビルディングスの創設者であるジョナサン・リット氏は、21州で約5万9000軒の戸建て住宅を保有するREITのAMH <AMH>を選好する。リット氏は「子供がいる人々は、アパートにとどまることができず、住宅を買うこともできないため、戸建て住宅を借りる」と話す。

AMHの株価FFO倍率は21倍と割高で、配当利回りはわずか2.5%だ。しかし、FFOに対する配当性向は約50%で、配当カバレッジに余裕があることや、増配余地が大きいことを示唆している。負債比率は低く、年初来で15%上昇している勝ち組銘柄でもある。上昇率はREITの平均を上回っており、過去5年間では年8ポイントのアウトパフォームとなっている。

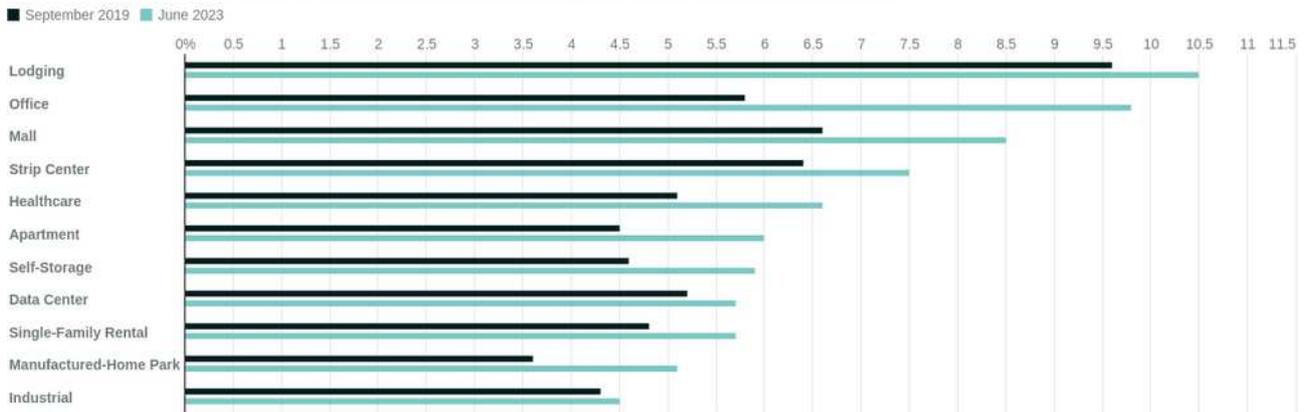
## 商業施設

商業施設REITはコロナ禍の間にオンラインショッピングの成長が加速したことで苦しい状況にある。キムコ・リアルティ<KIM>が運営するストリップモール（道路に面した小規模のショッピング街）は、地域のショッピングモールに比べてeコマースによる影響が比較的小さい。キムコは食料雑貨品店を中心とする安定した郊外のショッピングセンターというニッチを強みとしている。コナー・フリンCEOは、自宅にいる労働者が郊外のショッピングセンターで買い物をすることが多い傾向にあるため、リモートワークは助けになっていると本誌に語った。

今年の利益は利息費用の増加を反映して減少しているものの、コンセンサス予想では、2024年の利益は約4%増加する見込みだ。キムコの配当利回りは約5%で、調整後FFOの74%という配当性向によって配当は十分賄えるように見える。

### Repricing REITs

As building values have tumbled, the implied cap rates—or earnings yields—for real estate investment trusts have increased.



Source: Green Street Advisors

サイモン・プロパティ・グループ<SPG>は最高のショッピングモール運営会社の一つと見なされている。3月31日時点の稼働率は94.4%で、前年同期を1ポイント上回る。バランスシートもほとんどのショッピングモールREITより強固だ。配当利回りは6.6%で、配当をカバーするのに十分なキャッシュフローを創出している。

グリーン・ストリートのラチャンス氏は、サイモンの株価FFO倍率は約9倍で割安に見える」と指摘する。このディスカウントは小売りと個人消費に関する不安を反映している。しかし、ラチャンス氏は、サイモンが「最高レベルの運営会社」であり、バリュエーションの低さは「今後発生するあらゆる種類の問題」を織り込み済みであると言う。

### 産業施設



Mark Abramson/Bloomberg

eコマースの隆盛は、物流REITや倉庫REITの大幅な値上がりに拍車を掛けている。現在、米国最大のREITは物流REITのプロロジス<PLD>だ。企業価値（EV）は1400億ドルで、膨大な買収資金を保有しており、最近も資産運用会社ブラックストーン<BX>から1400万平方フィートの物件を30億ドルで購入した。しかし、プロロジスは市場で最も割高なREITの一つでもあり、配当利回りは2.9%と比較的低い。

プロロジスに比べて、正当な評価をあまり受けていないのがファースト・インダストリアル・リアルティ・トラスト<FR>だ。ファーストの物流センター群は、物流センターにとって最高の立地

である沿岸の市場をカバーしている。ラチャンス氏によると、ファーストは利益率が高く、バランスシートが平均より良好で、経営陣が優れている。ファーストはプレゼンテーションで、物件の空きはなく、賃料は上昇していると説明する。しかし、投資家はファーストの物件ポートフォリオの向上を見落としているため、他の中規模な産業施設REITと比べて大幅なディスカウントとなっている。ファーストの配当利回りは2.5%と低いが、市場は利益モメンタムがあると見ており、FFOは今年約6%、2024年に9%増加すると予想されている。

## ヘルスケア



David Williams/Bloomberg

ヘルスケアREITは医療施設、介護施設、ライフサイエンス研究施設を所有する。バイオテクノロジー系スタートアップ企業の資金調達や、コロナ禍による外来診療の停止を投資家が懸念しているため、一部のヘルスケアREIT銘柄は苦戦している。ただし、外来診療のトレンドは反転しており、患者は急を要さない手術を受けるために病院に戻ってきている。

ヘルスピーク・プロパティーズ<PEAK>は配当利回りが6%の総合ヘルスケアREITだ。この銘柄を推奨するラチャンス氏は、ヘルスピーク

は医療施設とライフサイエンス施設をほぼ半分ずつ所有しており、それによってディフェンシブな安定性と成長性の両方を提供していると語る。今年の予想PERは約11倍で、ヘルスケアREITの平均である22倍に対して最もディスカウントが大きい銘柄の一つだ。これは投資家が、ボストンなどの主要市場におけるライフサイエンス物件の新規供給を懸念しているためである。

しかし、ヘルスピークは、近いうちにリースが満了するボストンの物件をほとんど所有していない。また、資本を保持し、下降局面の値下がりをつかむために、開発を大幅に抑制している。4月にスコット・ブリンカーCEOは「ファンダメンタルズは必ず転換するものだが、当社はファンダメンタルズの転換時に、それを非常に利用しやすい状態にあるはずだ」と語った。

## データセンター

過去数年で、クラウドコンピューティングや法人のコネクティビティ需要などのテクノロジー業界のトレンドから利益を得ることを目的とするプライベート・エクイティの波が、データセンターに押し寄せた。データセンターはインターネットの入り口であり、ネットの活気を維持するためのフライホイール（弾み車）でもある。データセンターは別の拠点への転換コストが大きく、ほとんどのテナントが現状を維持するため、リースの更新率は高い。

データセンターREITは合併を通じて再編され、エクイニクス<EQIX>とデジタル・リアルティ・トラスト<DLR>が市場の大部分を支配している。エクイニクスは圧倒的な勝者であり、デジタル・リアルティとS&P500指数を何年間もアウトパフォームしている。デジタル・リアルティは逆張り向きのバリュー銘柄だ。予想株価FFO倍率ベースでエクイニクスに対して50%のディスカウントとなっており、4.5%の配当利回りを提供する（エクイニクスは1.8%）。



Courtesy Prologis

デジタル・リアルティに投資する根拠は、エクイニクスとのギャップが埋まりつつあるかもしれないというものだ。デジタル・リアルティは過去数年間で株式と不動産の売却を通じて数十億ドルの資本を積み立ててきた。現在、世界中の都市はデータセンターの新築を制限している。これによって競争が制限され、デジタル・リアルティのような既存企業の価格決定力が高まっている。デジタル・リアルティのアンディ・パワーCEOは、最近のコンファレンスで「データセンターをこれ以上建設するのは簡単ではない」と語った。

グリーン・ストリートのラチャンス氏は、デジタル・リアルティの株式が頭痛の種であることを認める。しかし、2023年株価FFO倍率は、エクイニクスの35倍に対してデジタル・リアルティは16倍だ。ラチャンス氏は、デジタル・リアルティのインプライド・キャップレートはエクイニクスより1.3%ポイント高く、デジタル・リアルティが「恐ろしいほど」ディスカウントとなっていると述べた。

By Bill Alpert and Neal Templin  
(Source: Dow Jones)

## 2. 下半期のインカム戦略上位10分野

[フィーチャー]

The 10 Best Income Plays for the Second Half of the Year

今からでも遅くない、伝統的な資産配分で複雑かつ割高な戦略に勝てる

### インカム重視なら、今から



Illustration by Rose Wong

今年の株式上昇を見逃したとお思いなら、考え直していただきたい。インカム重視の向きには、ラリーはまさに始まる場所かも知れないからだ。

S&P500指数は今年15%上昇しているが、けん引役はアップル<AAPL>、マイクロソフト<MSFT>、画像処理半導体 (GPU) 大手のエヌビディア<NVDA>などの超大型ハイテク株グループに限定されている。ヘルスケア、公益電力会社、銀行、生活必需品など、配当に魅力がある業種セクターの多くは、株価が年初来で

下落している。その結果、投資家はエネルギー会社のエクソンモービル<XOM>、製薬大手のファイザー<PFE>、大手銀行のバンク・オブ・アメリカ<BAC>、世界最大のノンアルコール飲料メーカーのコカ・コーラ<KO>などの優良株で3%あるいは4%の配当利回り、通信大手のAT&T<T>とベライゾン・コミュニケーションズ<VZ>、たばこの「マールボロ」を販売するアルトリア・グループ

<MO>など、リスクが高めの銘柄では7%の配当利回りを得ることができる。下半期は、これらのセクターや銘柄が主役となるかもしれない。

インカムの機会は配当株にとどまらない。ジャンク債の利回りは8%、優先株は6%、住宅ローン担保証券（MBS）は5%、地方債は2~4%である。今年、債券市場では大半のセクターが3~4%のリターンを上げており、2桁台の損失があった厳しい2022年の後、立派に立ち直ったと言える。

こうしてみると、株式と債券を60対40の割合で組み合わせた伝統的な資産配分を、投資家は諦めるべきではないことがうかがえる。このような配分の結果、2022年のリターンが芳しくなかったことは、大して意味がない。重要なのは将来のリターンであり、殊に配当株に魅力があり債券利回りは過去15年でベストであることから、現在の価格に基づく60対40のポートフォリオは、今後1桁台半ばから後半のリターンを生み出すことが可能だ。これらを総合すれば、プライベート・エクイティなどの「オルタナティブ」資産にエクスポージャーを傾ける基金や年金ファンドの、複雑で手数料の高い戦略の多くを凌駕できる。

以下では、本誌が評価した魅力度の順に、10の投資インカムソースを紹介する。

## 1位：配当株

Fund / Ticker	Yield	YTD Return
Vanguard High Dividend Yield / VYM	3.4%	-2.0%

Sources: Bloomberg; company reports

高配当株を保有するというシンプルな戦略は、長期にわたって成果を上げており、今のところ勝ち組のようだ。その背景には、投資家に対して、不人気だが魅力的な非常に多数のセクターへのエクスポージャーを提供していることが挙げられる。上場投資信託（ETF）の、配当利回り3.4%のバンガード米国高配当株式ETF <VYM>と3.7%のシュワブ米国配当株式ETF <SCHD>が最大手の2本で、エクソンとジョンソン・エンド・ジョンソン<JNJ>がバンガードETFの上位2銘柄、半導体デバイス製造持ち株

会社のブロードコム<AVGO>と大手食品・飲料メーカーのペプシコ<PEP>がシュワブETFの主要銘柄である。

米国以外ではさらに高い配当利回りの機会があり、平均配当利回りは2.6%と、S&P500指数構成銘柄の配当利回りより1ポイント高い。シュワブ海外配当株式ETF<SCHY>の配当利回りは3.7%である。海外市場は今年、S&P500指数と歩調を合わせているが、過去5年と10年は大きく後れを取っており、この10年間は強力なパフォーマンスを上げる可能性を秘めている。

## 2位：エネルギーパイプライン運営会社

パイプライン運営会社は一時期不人気をかかったが、投資家が米国の石油とガスの継続的な必要性を認識したことから、時代遅れとなる懸念は和らいでいる。パイプライン・ネットワークはほぼ構築されているため、各社は維持費以上の出費を必要とせず、配当の原資となる十分なフリーキャッシュフローが得られる。

Fund / Ticker	Yield	YTD Return
Alerian MLP / AMLP	8.0%	6.3%

Sources: Bloomberg; company reports

ウィリアムズ<WMB>、キンダー・モーガン<KMI>（いずれも企業）、パートナーシップであるエンタープライズ・プロダクツ・パートナーズ<EPD>やエナジー・トランスファー<ET>といったパイプラインセクターのリーダーの配当利回りは、現在5~9%の範囲にある。一方、運用資産64億ドルのアレリアンMLP ETF<AMLP>の配当利回りは8%だ。

多額のフリー・キャッシュ・フローは、パイプライン運営会社では珍しかった自社株買いの増加にもつながっている。さらに、配当利回り10%のクローズドエンドファンド、トータス・エネルギー・インフラストラクチャー<TYG>のポートフォリオ・マネージャーを務めるロブ・サムメル氏は、パイプラインを使って水素や二酸化炭素を運搬することにより、パイプライン運営会社はエネルギー転換の機会に乗じることができると語っている。

### 3位：公益電力会社

Fund / Ticker	Yield	YTD Return
Utilities Select Sector SPDR / XLU	3.3%	-6.8%

Sources: Bloomberg; company reports

公益電力セクターは歴史的に金利に敏感だが、債券市場が堅調であるにもかかわらず、投資家が伝統的なディフェンシブ銘柄を敬遠したため、今年は出遅れている。公益事業セレクト・セクターSPDR ETF<XLU>は今年約6%下落しており、デューク・エナジー<DUK>やネクステラ・エナジー<NEE>などの大手公益電力会社は10%またはそれ以上、下落している。

投資家にとっては押し目買いの好機だ。風力発電と太陽光発電の増強と新しい送電線の建設が相まって、着実な利益の確保につながることから、公益電力会社の利益はここ数十年で最高となる見通しだ。

リーブス・ユーティリティ・インカム・クローズドエンドファンド<UTG>のポートフォリオ共同マネージャー、ジョン・バートレット氏は「公益電力会社は平均して、年5~9%の利益と配当の成長を実現できると予想している」と語る。バートレット氏は、ミシガン州の公益電力会社で、いずれも利回り3.5%程度のCMSエナジー<CMS>とDTEエナジー<DTE>を、ミシガン州の法規制が企業寄りであることから、選好している。

### 4位：MBS

MBSの市場規模は8兆ドルに上り、歴史的に見て魅力的な利回りと、高い信用力を兼ね備えていることから、もっと注目されてしかるべきだ。

足元の利回りは4.5~5.5%のレンジで推移しており、ファニーメイとフレディマックが発行する指標M

Fund / Ticker	Yield	YTD Return
DoubleLine Total Return Bond / DLTNX	5.1%	2.9%

Sources: Bloomberg; company reports

BSの利回りは10年物米国債を1.75%ポイント上回っているが、このスプレッドは過去20年平均のおよそ2倍である。米国政府はファニーメイとフレディマックを監督しており、万一住宅市場が崩壊した場合には両機関を支援する可能性が高い。

ダブルライン・キャピタルの最高経営責任者（CEO）、ジェフリー・ガンドラック氏は、最近の投資家向け電話会議で、「MBSはリスク調整後ベースで見ると、債券市場で最も割安だ」と述べた。

ガンドラック氏のダブルライン・トータル・リターン・ファンド<DLTNX>はMBSセクターに幅広くフォーカスしている。さらに注目に値するのは、アクティブ運用のジャナス・ヘンダーソンMBS ETF<JMBS>で、過去3年間のリターンはパッシブ運用のiシェアーズ米国MBS ETF<MBB>を年間約1%ポイント上回っている。

## 不動産投資信託（REIT）

Fund / Ticker	Yield	YTD Return
Vanguard Real Estate / VNQ	4.5%	1.7%

Sources: Bloomberg; company reports

2022年の商業用不動産セクターは最悪で、バンガード不動産ETF<VNQ>は26%も下落した。2023年も懸念材料は多いものの、同ETFはわずかに上昇している。オフィス以外では、アパート、倉庫、データセンターなど、ほとんどのセクターは好調だ。

グリーン・ストリート・アドバイザーズのアナリスト、セドリック・ラシャンス氏は、本誌のカバーストーリーの中で、「REITはS&P500指数に対して割安で、価格調整が進んでいないプ

ライベート不動産ファンドとの比較では特にそうだ。投資家は、プライベート市場の価格下落を心配する必要はない。公開市場では既に調整は織り込み済みだ」と話す。

ラシャンス氏は、業界に精通した経営陣がいて、7%近くの利回りがあるショッピングモール業界の最大手、サイモン・プロパティ・グループ<SPG>を特に推奨し、加えて、正当な価格から15%も割安で取引されていると考える一戸建て住宅賃貸のインビテーション・ホームズ<INVH>とAMH<AMH>も推奨している。

## ジャンク債

景気後退懸念が薄れる中、ジャンク債は今年、iシェアーズiBoxx米ドル建てハイイールド社債ETF<HYG>が4%以上のリターンを上げるなど、まずまずの結果を出している。下半期も同様に期待できそうだ。バンク・オブ・アメリカのハイイールド債の主要指標における利回りは8.75%と高い水準で、国債の利回りを4.6%ポイント上回っており、歴史的に見て平均的なところにある。また、ジャンク債はこれまで以上に安全でもある。市場の半分以上がジャンク債の最高格付けであるBBに格付けさ

Fund / Ticker	Yield	YTD Return
iShares iBoxx \$ High Yield Corporate Bond / HYG	8.0%	4.3%

Sources: Bloomberg; company reports

れており、投機的なCCC債はわずか10%にすぎない。

ティー・ロウ・プライスU.S.ハイ・イールド・ファンド<TUHYX>のマネジャー、ケビン・ルーム氏は、今年の後半は「キャピタルゲインとインカムの両方を狙える」と語る。ルーム氏は、乗客数が急激に増えてきてはいるが、多額の債務を抱えるクルーズ船旅行サービスの最大手、カーニバル<CCL>の社債を推奨している。カーニバルの6年債の利回りは約9%で、普

通株に代わる低リスクの選択肢となっている。

## 優先証券

Fund / Ticker	Yield	YTD Return
iShares Preferred & Income Securities / PFF	6.5%	3.4%

Sources: Bloomberg; company reports

2023年のシリコンバレー銀行（SVB）とファースト・リパブリック銀行（FRB）の破綻は、銀行業界がその大半を発行する優先証券のリスクを浮き彫りにした。両行とも優先証券を発行していたため、保有者は投資額のほぼ全額を失うことになった。これが優先証券の欠点であり、株式と債券の性格を併せ持つものの、結局は株式なのである。銀行が破綻した場合、一般的に言えば、優先証券保有者は普通株主と同じような損失を被る。

それでも、特に大手銀行の優先証券は、その財務力と規制当局のサポートがあるため魅力的だ。JPモルガン・チェース<JPM>の優先証券は5.5%、バンク・オブ・アメリカ<BAC>は6%近く、ウェルズ・ファーゴ<WFC>は6.25%の利回りがある。これらは30年国債の利回りより約2%ポイント高い。

優先証券は銀行だけのものではない。ボルネード・リアルティ・トラスト<VNO>とSLグリーン・リアルティ<SLG>は、ニューヨークのオフィスREITをベースにした、より投機的な優先証券で、どちらの利回りも約9%だ。運用資産額130億ドルのiシェアーズ・プリファード&インカム・セキュリティーズ<PFF>の利回りは現在6.5%だ。

## 地方債

非課税収入と相対的に高い安全性を併せ持つ地方債は、個人投資家に最も人気のある債券投資対象となっている。しかし、このセクターの魅力は1年前よりも低下している。例えば、AAA格の10年物地方債は、1年前には10年物国債と同様の利回りがあったが、現在は2.5%で国債の利回りの3分の2となっている。これは過去を振り返っても低水準であり、非課税であることを考慮しても投資には値しない。

Fund / Ticker	Yield	YTD Return
Vanguard Intermediate-Term Tax-Exempt / VWITX	3.3%	2.4%

Sources: Bloomberg; company reports

地方債は長期債の方が良さそうである。長期債の利回りは国債とほぼ同等で、税引き後では大きな優位性がある。AA格付けのロサンゼルス空港債の利回りは約4%であり、日常生活に必要なサービスを提供する他の機関の優良長期債も同程度の利回りだ。

地方債ファンドで最大のバンガード・インターミディエート・ターム・タックス・エクゼンプト<VWITX>は、そのポートフォリオにAA格の債券が多く、利回りは3.3%である。クローズ

ドエンドの地方債ファンドは金利上昇で減配を余儀なくされているが、純資産価値に対して大幅なディスカウントで取引されている。クローズドエンドの地方債ファンドで最大のヌビーンAMTフリー・クオリティー地方債インカム<NEA>の利回りは4%である。

## 転換社債

Fund / Ticker	Yield	YTD Return
SPDR Bloomberg Convertible Securities / CWB	2.4%	8.8%

Sources: Bloomberg; company reports

2023年の転換社債市場は好調で、SPDRブルームバーグ転換社債ETF<CWB>は価格が年初より8%を超えて上昇した。転換社債の利回りは通常低く、ブルームバーグ・ファンドの利回りも2.5%だが、株式が上昇すれば普通株と交換できるため、株価上昇の恩恵も受けられる。

市場規模2350億ドルの転換社債市場における今年の好調さは、ハイテク株の組み入れ比率が高いことに加え、カーニバルやロイヤル・カリビアン・グループ<RCL>などのクルーズ船旅行

サービスなどのセクターでの株価上昇が反映された結果である。ビーオブエー・セキュリティーズの転換社債アナリスト、マイケル・ヤングワース氏は、ハイテク株のバリュエーションが上昇してしまったため、下半期の市場はより穏やかになると見ているが、「2023年のこれまでの発行額は260億ドルで、2022年の3倍のペースとなっている」と話す。

より高い利回りを求めるなら、コインベース・グローバル<COIN>やマイクロストラテジー<MSTR>のような大きく額面割れしている転換社債がある。通常の債券のように機能し、利回りは10%を超える。

## 米国債

国債は、短期的な投資でも長期的な投資でも、多くの利点を提供している。償還期間が1年以内の短期国債の利回りは5%で、3%を下回る可能性は低く、インフレ率を上回るだろう。10年債は利率が固定されているが、利回りが上昇すれば価格が下がる。

ETFは流動性が高く、株式と同じように売買できるため、良い選択肢となる。SPDRブルームバーグ1-

Fund / Ticker	Yield	YTD Return
iShares 20+ Year Treasury Bond / TLT	3.8%	5.4%

Sources: Bloomberg; company reports

3カ月短期国債ETF（BIL）の利回りは約5%、iシェアーズ米国国債1-3年ETF<SHY>の利回りは4.5%を超え、より長期のiシェアーズ米国債20年超ETF<TLT>の利回りは約4%である。

米国インフレ指数連動国債（TIPS）のインフレ調整後利回りは1.5~2%であり、過去15年の平均より高い。iシェアーズ米国物価連動国債ETF<TIPS>と、より短期のiシェアーズ米国物価連動国債0-5年ETF<STIP>は堅実な選択だと言える。

By Andrew Bary  
(Source: Dow Jones)

### 3. 不動産株の売りは投資家への「贈り物」 [インタビュー]

The Selloff in Real Estate Stocks Is a 'Gift' for Investors, Says This Pro  
バロン・ファンズのジェフリー・コリッチ氏に聞く

#### 数十年にわたり知見を深めたポートフォリオマネジャー



Photograph by George Etheredge

住宅ローン金利が高騰し、オフィスが空室になっているため、投資家は不動産株への関心を失っている。しかし、バロン・ファンズのポートフォリオマネジャーであるジェフリー・コリッチ氏は違う。

運用資産14億ドルのバロン・リアルエステート・ファンド<BREFX>と同8000万ドルのバロン・リアルエステート・インカム・ファンド<BRIFX>を運用するコリッチ氏は、「不動産関連全般に対する市場の嫌悪感は、われわれにとって、魅力的な価格で優良企業を買う機会と

いう贈り物になっている」と話す。バロン・リアルエステートの6月27日までの年初来上昇率は13.2%で、モーニングスターのカテゴリーで1位となっている。3年、5年、10年のパフォーマンスのランキングも同様に素晴らしい。

コリッチ氏は、2009年のファンド設立時から運用しているが、不動産への関心は数十年前にさかのぼる。コリッチ氏は、「私の最も身近なメンターでありアドバイザーである父は、プロとしてのキャリアのほとんどを民間の不動産開発業者や大家として過ごした」と言う。

10代の頃、父親が開発したショッピングセンターを訪れた際、父親に自分の仕事について説明を求めた。その答えは、アンカー・ストア、賃料の支払い、土地の増価といった概念に触れたもので、「自分の大学での専攻やその後のキャリアにつながる好奇心に火を付ける」ものとなった。

コリッチ氏は6月20日、本誌のインタビューに応じ、投資家が神経質になることで、不動産投資家にとっていかに魅力的な投資機会が生じているのかについて語った。以下はその対談の編集版である。

## 不動産株は三つの逆風に直面

本誌：最新の四半期レターで、バリュエーションが魅力的と思われる不動産関連企業を数多く取り上げている。多くの投資家が不動産セクターを見限る中、なぜ今なのか。

コリッチ氏：不動産投資に対する警戒感や懸念は、市場で語られているようなシナリオによってかなり高まっている。商業用不動産が危機に瀕している可能性がある、住宅市場には課題がある、などだ。われわれは断固としてこれらに賛同しない。不動産市場における不動産価格は魅力的だ。

過去3年半の間、不動産関連株は三つの逆風に直面してきた。始まりは新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）で、多くの不動産事業が事実上閉鎖され、株価に打撃を与えた。そして、不動産事業はここ数十年で最も積極的な金利引き締めサイクルの矢面に立たされた。第三に、商業用不動産の危機が目前に迫っているというセンセーショナルな報道がある。その結果、多くの不動産株は市場全体に後れを取っている。しかし、不動産上場企業の多くを評価すると、今後2～3年の期待リターンはかなり魅力的に見える。

Q：在宅勤務者の増加に伴い、空室懸念に悩まされているオフィス用不動産のケースを詳しく見てみよう。

A：品質の低いビルの直面する課題が、商業用不動産全体を表しているという思い込みがある。これほど賛同しがたいことはない。大半の商業用不動産、そして特定のオフィスビルのパフォーマンスはかなり好調だ。確かに、古くて立地条件の悪いB・Cクラスのオフィスビルは長期的な悪化傾向にあり、恐らく今後数年間は循環的に悪化するだろう。多くの雇用主がより柔軟な勤務形態を採用するようになった新しい世界では、今後数年間、品質の低いオフィスビルで入居需要減の圧力と賃料の問題が生じるだろう。

多くの都市で古いビルが供給過剰になっていることも重ねれば、需要と供給の間に不利な関係が生じる。しかし、私が述べているのは、不動産全体のごく一部である。

## 商業用不動産

Q：残りの市場はどう見ているのか。

A：バロンでは、商業用不動産が危機に陥る可能性は極めて低いと考えている。ごく簡単に言えば、ほとんどの商業用不動産事業者の事業見通しは堅調だ。土地代、人件費、資材費が高騰しているため、競争力のある新規建設計画はほとんどない。一般論では、負債の状況はかなり良好である。

シリコンバレー銀行（SVB）の破綻後、大規模な銀行危機が懸念された。確かに、今後数カ月はさらなる困難が待ち受けているかもしれないが、今のところ、それはかなり抑えられている。皆さんが目にするようなデフォルトは、品質の低いBクラスとCクラスのオフィスビルに限定されるだろう。これは重要な点であるが、誤解されている部分も多い。

われわれは、この混乱に注目している。なぜならこの混乱により今後数年で投資家が報いられると期

待しているからだ。われわれは引き続き四つの投資テーマを重視している。すなわち、不動産投資信託（REIT）、非REIT住宅用不動産、旅行関連不動産、そして商業用不動産サービス会社と不動産のオルタナティブマネジャーだ。

## 住宅用不動産

Q：住宅用不動産の見通しは。

A：センチメントはかなり回復している。5月の住宅着工件数と着工許可件数は好調だった。われわれは、米国の住宅市場の見通しについて長期的に強気だ。米国の住宅には数十年にわたる構造的な投資不足があったからだ。

2023年の6か月間で、住宅市場の需要は有意に増加している。昨年、住宅ローン金利が3%台から7%台に上昇し、住宅価格が30~40%上昇した時期があったが、住宅購入者はこれらを乗り越えつつある。

数年にわたる繰延需要がある。恐らく住宅購入者は、より小さな住宅を購入したり、別の郊外を選択したりすることで調整しているのだろうが、この短期的なダイナミズムは今年の景気を支える重要な柱の一つであり、今後数年もそうであろうと考えている。

## REIT

Q：今、どのREITが最も良いか。

A：今後数年間は、特定のセグメントが逆風に直面する可能性があるが、REIT全般を巡る環境は2~3年にわたり魅力的だ。米連邦準備制度理事会（FRB）の引き締めサイクルが始まる前の2022年初頭、REITの株価収益率（PER）は25倍だった。現在は17倍だ。

キャッシュフローが景気減速の影響を受けにくい、われわれがセキュラーREITと呼ぶ銘柄に注目している。プロロジス<PLD>やレックスフォード・インダストリアル・リアルティ<REXR>のような産業施設REITは、eコマースのトレンドと供給網再編から恩恵を受けている。エクイニクス<EQIX>やデジタル・リアルティ・トラスト<DLR>のようなデータセンターREITは、クラウドの採用やインターネット利用の増加、そして恐らく人工知能（AI）から恩恵を受けている。

リース期間が短い不動産は、その性質上、インフレ圧力の一部を相殺するために、より頻繁に賃料を引き上げる機会があるかもしれない。インビテーション・ホームズ<INVH>やアメリカン・ホームズ・フォー・レント<AMH>などの戸建賃貸住宅REIT、アバロンベイ・コミュニティーズ<AVB>やエクイティ・レジデンシャル<EQR>などのアパートメントREIT、あるいはパブリック・ストレージ<PSA>、エクストラ・スペース・ストレージ<EXR>、キューブスマート<CUBE>などのセルフストレージREITなどが考えられる。

## 非REIT企業

Q：バロン・リアルエステート・インカム・ファンドの受益証券保有者宛て書簡で取り上げた非REIT企業の一つ、住宅建設会社トール・ブラザーズ<TOL>は、住宅市場に密接に関連している。トール・ブラザーズを推奨する理由は何か、また、バリュエーションと株式のファンダメンタルズをどのように見ているのか。

A：トール・ブラザーズはクラス最高の住宅建設会社だ。非常に有能な経営陣が率いている。トールは長年にわたり、優れた市場で価値ある自社所有の不動産ポートフォリオを取得し、発展させてきた。その多くは、新型コロナウイルスのパンデミックによる住宅価格高騰前に購入されたもので、純資産価値に対するリスクはほとんどない。

重要なのは、トールが高級住宅に特化していることだ。トールの住宅購入者の約25%は全額を現金で支払うため、住宅ローン金利上昇の影響を受けにくい。トールは素晴らしいバランスシートを維持している。米国には約1億3200万世帯があり、そのうち約2500万世帯が年収15万ドル以上である。これがトールのターゲット層だ。トールには巨大な市場があり、その完璧なバランスシート、数十億ドルの流動性、優れた資本調達源から、今後数年間、競合他社から市場シェアを奪い、拡大する大きなチャンスがある。トールは今年も優良株だ。2024年予想株価純資産倍率（PBR）は1倍を少し上回る。歴史的に見ると、PBRは1.4~1.5倍で、ピーク時には2倍だった。もしPBRが長期平均まで回復すれば、さらに50%の上値余地があるだろう。

Q：商業用不動産では他にどのような機会があるか。

A：世界最大の商業用不動産サービス会社であるCBREグループ<CBRE>の株価は、ネガティブなシナリオに振り回され、下方圧力を受けている。そのため、一流の商業用不動産会社を再び割安な価格で買収する絶好の機会が生まれた。

われわれは、商業用不動産サービス業界に対して長期的に強気だ。CBREグループのようなサービス会社に商業用不動産のニーズをアウトソーシングする企業が増えている。CBREグループは世界有数の商業用不動産サービス・ブランドを持っている。経営陣はボブ・スレンティック最高経営責任者（CEO）が率いており、その手腕は並外れている。今年初めに株価が好調に推移した後、CBREグループは、銀行融資と経済成長の大幅な減速がリース事業と不動産販売事業に悪影響を及ぼすとの懸念に見舞われた。これらの事業が今年厳しい状況になることは十分承知しているが、それは木を見て森を見ずだ。これらの事業は数年後には復活するだろう。

通常、プレミアムな企業にはプレミアムなバリュエーションを支払う必要がある。CBREグループのPERは歴史的に16倍から17倍で、ピーク時には20倍を記録した。現在の株価は、来年の予想PERで約13倍だ。経営陣は、2024年には昨年を上回る利益が得られると引き続き考えており、これは来年20%超の成長となることを意味する。

われわれのチームは、CBREグループの1株当たり利益（EPS）が2025年に7ドル超となる可能性があると考えている。対して、2022年のEPSは約5.40ドルだ。これは、買収がないことを前提としており、買収によりさらに0.5ドル上乗せされる可能性がある。

By Shaina Mishkin  
(Source: Dow Jones)

## 4. テレビ番組の新たな視聴方法

[メディア]

There's a New Way to Watch TV. It's Already More Popular Than HBO.

FASTが台頭

## ■ 新たな番組提供手段



Illustration by Anthony Gerace

『メディア王～華麗なる一族～』のローガン・ロイは忘れてもいい。今熱いのは、故ボブ・ロス氏だ。ロス氏の『ボブの絵画教室』は1994年までに400回以上放送された。ロス氏は1995年に亡くなったが、急成長中のストリーミングサービスであるいわゆるFAST（無料の広告付きストリーミングテレビ）の複数のチャンネルが同番組を無料で提供している。視聴者はスマートフォン、テレビ、ノートPCなどで視聴可能で、同番組の放送を取り仕切っているアメリカ公共テレビによると、月間視聴回数は合わせて1500万回に及ぶ。ちなみにその数は、『メディア

王～華麗なる一族～』の最終回の4倍以上だ。

この視聴回数は莫大（ばくだい）で、テレビ業界が混乱している状況ではなおさらだ。放送作家はストライキ状態にある。有料ストリーミングサービス市場は飽和状態にあり、動画配信サービスのネットフリックス<NFLX>は広告付きプランの提供とパスワード共有への対応を強いられた。その一方で、消費者はケーブルテレビや衛星放送を解約している。米国の家庭における、従来型の有料テレビの今年の普及率は50%を割り込むだろう。

有料テレビプロバイダーは、テレビ放送やケーブルチャンネルの放送手数料が減少する中で事業を救済するために奔走しており、その一つの手段がFASTチャンネルだ。これは伝統的なテレビ放送に似ており、視聴者は決められた番組表に基づいて番組を視聴する。娯楽産業関連メディアのバラエティーによると、2022年10月時点のFASTチャンネル数は3720で、1年前と比較して約1000チャンネル増加した。FASTチャンネル全体の収入は、年間数十億ドルだ。

数十のプラットフォームに及ぶ数千ものチャンネルから望む番組を見つけることは悪夢のように聞こえるが、ケーブルテレビ事業者のコムキャスト<CMCSA>でFAST事業を率いるマルシエン・ジェンクス氏は心配していない。「古き良きチャンネルサーフィン是非常に強力だ。人々は、番組表で今何が放送されているか知りたがっている。われわれは、すべてがオンデマンドに移行するとかつては考えていたが、人々が時にはリラックスして、流れる番組に身を任せたいと望むことが分かった」と言う。

## ■ 高まる市場シェア

ほぼすべての大手メディア企業がFASTに投資しており、それはまだ株価には反映されていないが、このセグメントは急速に重要になりつつある。FASTのリーダーであるTubi（トゥビ）は、2020年にメディア・エンターテインメント企業のフォックス<FOX>に4億4000万ドルで買収されており、ニールセ

## A New TV Dictionary

Not every streaming service is the same.

Keyword	Definition
AVOD	Advertising-supported video on demand. Think streaming service with ads.
FAST	Free, ad-supported television. Linear channels, like old-school TV, but far greater number. And no subscription required.
SVOD	Subscription video on demand; i.e., Netflix, Apple TV+, and Max.
TVOD	Transactional video on demand; i.e., pay per view.
vMVPD	Virtual Multichannel Video Programming Distributor. Cable replacements like YouTube TV and Sling

ンによると、5月の全米のテレビ視聴時間の1.3%を占めた。そのシェアは、『メディア王～華麗なる一族～』を放送したマックス（旧HBOマックス）の1.2%を上回っている。エンターテインメント企業のロク<ROKU>が2017年にサービスを開始したロク・チャンネルの5月の視聴時間シェアは1.1%で、コムキャストのストリーミングサービスのピーコックとほぼ同水準だった。

プルートTVは、2019年にメディア・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>（当時はバイアコム）に3億4000万ドルで買収され、5月の視聴時間シェアは0.9%だった。FASTの大手3ブランドを合計したシェアは3.3%となり、ユーチューブ、ネットフリックスおよびHulu（フールー）以外の有料放送サービス会社を上回った。

プルートの共同創業者のトム・ライアン氏（現在はパラマウントのストリーミングサービスを率いる）は、プルートが2014年4月1日にサービスを開始したときには、生き残るとはほぼ誰も思っていなかったと言う。ライアン氏は、「人々は、われわれが有線の広告付きテレビ放送に関する一般的な見方に反していると考えていた。誰もが、広告はストリーミングの世界で命運が定まったと考えていた。資金調達やパートナー獲得、または、人々にわれわれのビジョンを納得させることは困難だった」と語る。ライアン氏によると、当初の資金調達は2014年で、2016年に弾みが付き、2019年にバイアコムに買収された。

FASTの成長は、依然としてほとんど注目されていない。主要ストリーミングプラットフォームのある元幹部は、コンテンツ事業は故ボブ・ロス氏のファンではなく、『メディア王～華麗なる一族～』の視聴者が担っていると指摘する。

コンテンツ提供の焦点はサブスクリプションサービスだったが、今や変わりつつある。コムキャストは2020年に、Xumo（ズーモー）プレイというFASTチャンネルプラットフォームを持つズーモーを買収し、買収額は1億ドルと報じられている。アマゾン・ドット・コム<AMZN>、スリングTV、レッ

ドボックスの親会社であるチキン・スープ・フォー・ザ・ソウル・エンターテインメント<CSSE>もFASTのプラットフォームを保有している。

サムスン電子 (005930.韓国)、持ち株会社のビジオ・ホールディング<VZIO>、LGエレクトロニクス<066570.韓国>などのテレビの主要メーカーも傘下にFASTチャンネルを保有している。顧客は、買ったテレビをWi-Fiにつなぐだけで、無料で無制限のコンテンツにアクセスできる。使用の容易さと利用開始の素早さによって、テレビメーカーが今後数年間で相当の視聴シェアを獲得できる可能性がある。

## 広告資金も移動

### TV in the Fast Lane

Free ad-supported TV, or FAST, is like old-school television for the 21st century. Think broadcast channels delivered via the internet.

Company	Ownership	Comment
Pluto TV	Paramount Global (PARA). Acquired for \$340 million in 2019.	2021 revenue was over \$1B, but company no longer breaks out the totals. Says 30%-40% of content Paramount-owned.
Tubi	Fox Corp. (FOXA). Acquired for \$440 million, March 2020.	More focused on AVOD—ad-supported video on demand. Access to Fox content.
The Roku Channel	Roku (ROKU)	Launched in September 2017. Early AVOD focus now includes large number of FAST channels. Few owned titles, but wide distribution.
Xumo	Comcast (CMCSA). Acquired February 2020, reportedly for "more than \$100 million."	Comcast phasing out free version of Peacock. Some Xumo channels are on its new \$20 Now TV streaming service.
Freevee	Amazon.com (AMZN)	Companion to Prime Video. Scored a recent original hit in faux court show <i>Jury Duty</i> . Launched in 2019 as Freedive, rebranded as IMDb TV, and renamed again.
Samsung TV Plus	Samsung Electronics (005930.Korea)	Only available on Samsung TVs and smartphones. New revenue source for thin-margin TV business. Samsung is the No. 1 TV seller in the U.S. market.
LG Channels	LG Electronics (066570.Korea)	Only on LG TVs. Programmed by Xumo.
Vizio WatchFree+	Vizio Holding (VZIO)	Only on Vizio TVs. More than 260 channels
Plex	Privately held. Has raised \$81m in venture funds.	Originally built home media servers, accessible through Roku and other platforms. More than 300 channels.
Sling Freestream	DISH Network (DISH)	Launched February 2023. Has more than 400 FAST channels.
Vix	TelevisaUnivision	Only U.S. FAST service focused on Spanish language programming. Premium version includes additional content, including some futbol matches.
Redbox	Chicken Soup for the Soul (CSSE). Acquired in 2022 as part of Redbox DVD kiosk business.	Offers FAST channels, would really prefer customers watch VOD content—or better yet, paid video on demand.
Local Now	Allen Media Group, which also owns the Weather Channel and dozens of TV stations	Particular focus on local news and weather.
Sports.TV	Allen Media Group	The only sports-focused FAST platform, though mostly less popular sports: fishing, poker, cornhole.
Stirr	Sinclair (SBGI)	Includes some content from Sinclair-affiliated cable channels, including Stadium, a sports channel, plus news from Sinclair-owned local TV channels.

FASTの視聴者数が増加している一方で、他の形態の視聴者数は減少している。ニールセンによると、5月のテレビ視聴時間は前月比4.4%減少し、従来型の放送で5.5%、ケーブルテレビで5.4%減少した。

FASTのビジネスモデルは単純だ。コンテンツプロバイダーは、広告収入をプラットフォームと分かち合い、その割合は一般的に50：50だ。財務データは乏しいが、初期の成功に関する興味深いヒントがある。パラマウントは、2021年のブルーの売上高が10億ドルを超えたと発表した。Tubiは、1～3月期の広告収入が前年同期比31%増加したと発表した。コンテンツプロバイダーの側では、地域のテレビ局やケーブルテレビ局を保有するメディア企業のE.W.スクリップス<SSP>は、FASTチャンネル数の増加によって1億ドル以上の収入を今年生み出すと予想している。

ほとんどのFASTプラットフォームは、それぞれ200から400のチャンネルを提供しており、番組は相当重複している。すべてのプラットフォームが今後生き残れるわけではなく、力関係が変わることも十分考えられる。ブルーは、コンテンツの30～40%をパラマウントの他の事業から得ていると説明している。Tubiは、フォックスの一部のコンテンツへの独占アクセス権を有しており、広告付きビデオ

オンデマンド（AVOD）の重要性を強調している。

ストリーミングが登場して最初の10年程度は、サブスクリプションサービスの手段であるとおおむね見なされてきた。しかし、伝統的なテレビを見なくなる視聴者が増えるに従って、広告主はストリーミングへの参加を余儀なくされている。

調査会社のTVレブは、FASTとAVODを合計した米国内のテレビ広告収入が2027年に430億ドルになり、従来型放送とケーブルテレビの合計を上回ると予想する。

コンテンツ保有者のチャンネルの構築・維持を手助けする、インドのバンガロールに本社を置くアマギの最高収益責任者であるKAスリニバサン氏は、FASTの視聴時間の約80%が米国内であると言う。しかしFASTは他の市場でも芽を出しつつあり、スリニバサン氏によると、インドにおけるFASTの視聴時間は2022年末比で5倍に増加している。

テクノロジー企業で、アプリの開発と販売を支援するアップラビン<APP>は昨年、コンテンツ保有者によるFASTチャンネル開設を手助けする企業であるワールを4億3000万ドルで買収した。ワールの最高経営責任者（CEO）のロン・ガットマン氏は、広告の売り手と買い手にとっての機会が成長していると見ており、FASTチャンネルが個人の視聴1時間当たりで平均約25セントを生み出していると主張する。FASTを1日当たり1時間見る視聴者にとっては、月額7ドル50セントとなり、アップル<AAPL>がアップルTVプラスに設定している月額6ドル99セントを上回る。

FASTチャンネルの台頭は、一部のコンテンツ企業の事業運営に大きな変化をもたらしている。音楽・映像企業のVEVO（ヴィーヴォ）のシニア・バイスプレジデントであるJPエバンジェリスタ氏は、事業が長らく、ユーチューブや従来型のケーブルテレビの視聴者によってけん引されてきたと述べる。エバンジェリスタ氏によると、FASTチャンネルおよびコネクテッドテレビからの広告収入は、2018年は全売上高のわずか4%だったが、現在は50%近いという。

## ■ ネットフリックスの出方が不確定要因

今後、ストリーミングの巨人であるネットフリックスがFASTに参入するか否かが不確定要因だ。ネットフリックスは新規コンテンツに年間約170億ドルを費やしている。オリジナルのコンテンツは増加しており、10以上のFASTチャンネルを満たせる可能性がある。

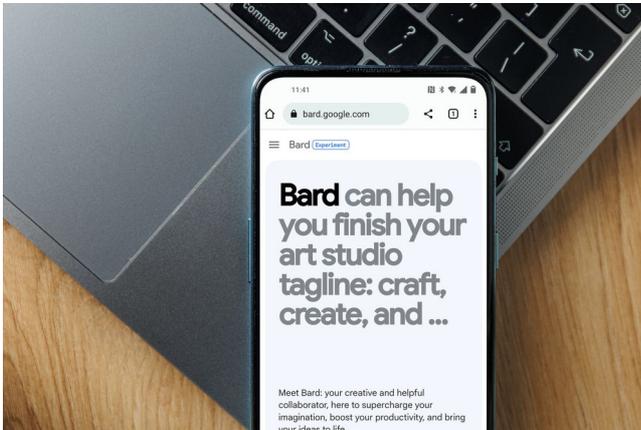
ネットフリックスの共同CEOのテッド・サランドス氏は、12月の決算説明電話会議で質問に対して、「われわれは、現在市場に存在するすべてのモデルを排除しない。FASTにも間違いなく注目している」と答えている。故ボブ・ロス氏のファン、テレビ視聴者および投資家も、やはりFASTに注目すべきだろう。

By Eric Savitz  
(Source: Dow Jones)

## 5. アルファベットにとってAIが頭痛の種でもある理由 Why Google Can't Escape AI Worries ビジネスチャンスが広がる一方でリスクも高まっている

[ハイテク]

### ■ 株価が上昇する中、アナリストの懸念も深まる



Dreamstime

現在はアルファベット<GOOGL>として知られるグーグルは、史上最も成功した新規株式公開（IPO）の一つだった。2004年のIPO以降の年間平均リターンは23%で、時価総額はIPO時の230億ドルから現在は1兆5000億ドルに膨らんでいる。今年は生成人工知能（AI）に魅了された市場にけん引され、株価が年初来で34%上昇している。だが、一部のアナリストは懸念を深めている。

株価が年初来で大幅に上昇したものの、実は投資家のセンチメントはたびたび急変していた。

マイクロソフトが今年2月にオープンAIの大規模言語モデルを組み込んだBing（ビング）チャットを発表すると、アルファベットの株価は12%下落した。しかしアルファベットが5月に新たなAI応用サービスを発表すると、投資家センチメントは一変した。グーグルの検索とAIへの長年の投資が報われ、Bingの脅威を寄せ付けないとする前向きな見方が浮上したのである。

ところが、AIの能力に対する世界の理解が深まるにつれ、投資家センチメントは再び変化している。ウェルズ・ファーゴのアナリスト、ケン・ゴーレルスキー氏はアルファベットの4～6月期決算のプレビューで「最近の好調な広告市場トレンド」を受けてアルファベットの短期的な業績予想を引き上げる一方、将来については「機会よりもリスクの方が大きいと考えており、アルファベットをAIの勝者とは見ていない」と書いた。さらに、投資判断をイコール・ウェイト（中立的）に維持し、アルファベットが競争の激化とコストの上昇に直面していると警告した。

以下、市場がアルファベットに懸念を抱く理由を説明しよう。

### ■ AIチャットボットの人気で検索ユーザーの流出が起きる

バンク・オブ・アメリカのグローバル・リサーチが米国の1100人あまりのインターネットユーザーを対象に最近実施した調査によると、回答者が使用しているチャットボットは多い順にオープンAIのチャットGPT（59%）、マイクロソフトのBingチャット（51%）、アルファベットのBard（バード、34%）だった。注目されるのは、検索機能とAIツールの統合が進めばグーグルの使用頻度が増えると答えた人の割合が45%だった一方、検索の一部をチャットGPTとBingに移行させるつもりだと述べた人の割合が19%に上ったことだ。さらにチャットボットを一つしか選べない場合はどれを使うかを尋ねたところ、49%がチャットGPT、26%がBing、21%がBardを選んだ。

## AI投資は利益を圧迫する

バーンスタインのアナリスト、マーク・シュムリック氏は先週、アルファベットの投資判断をアウトパフォームからマーケットパフォームに引き下げ、チャットボットなどの生成AIツールへの投資の加速は雇用と設備投資の増加を意味すると指摘した。AI投資が利益とフリーキャッシュフローを圧迫する可能性がある。

## Bardには広告がない

筆者がBardに広告の有無を尋ねたところ、答えは「現在はない」というものだった。さらにBardは、グーグルはBardへの質問を利用して広告ターゲットを改善するつもりだと述べ、「そうした広告が展開される時期やBardにどのように組み込まれるかについては分からないが、将来的にBardで広告が表示されるようになる可能性はある。それまでの間は広告を見る煩わしさを感じることなくBardを使用できる。Bardは無料のツールだ…」というものだった。これに関してグーグルにコメントを求めたが、返答はなかった。

## 広告付き検索結果の表示スペースが犠牲になる

グーグルは、AIが生成する回答を検索結果の最上部に掲載するSearch Generative Experience (SGE) という機能のプレビュー版を提供している。この機能を使って検索すると、ページの上部に生成AIの回答を掲載する大きなウィンドウが現れる。一方、通常のグーグル検索ではページの上部にスポンサー付きの検索結果が表示される。シュムリック氏は、グーグルが「生成AIによる検索結果を表示するために広告表示スペースを犠牲にすることで、短期的な広告収入のエアポケットを生じさせるリスクを犯している」と指摘する。

## 広告ビジネスの競争相手が増えている

シュムリック氏はBingとAI以外にもグーグルの広告ビジネスに対する複数の脅威があると話す。具体的には、アマゾン・ドット・コム<AMZN>だけでなく、小売り大手のウォルマート<WMT>、配車サービス大手のウーバー・テクノロジー<UBER>、TikTok (ティックトック)、オンライン旅行代理店が運営する広告プラットフォームの出現を競争上の脅威と見なしている。

## 規制リスクが高まっている

シュムリック氏によると、アルファベットの規制リスクは他の大手ハイテク企業よりも高い。米国と欧州連合 (EU) の規制当局がアルファベットに広告技術ビジネスのスピノフを迫っている一方で、アルファベットの検索事業を巡って司法省が起こした訴訟の裁判が9月に開かれる。この訴訟により、グーグルがアップルの製品に検索サービスを提供する契約が反競争的と見なされて無効にされる「わずかな可能性」があるとシュムリック氏は見ている。

## AIはアルファベットの味方なのか敵なのか

アルファベットの投資判断を先週引き下げたUBSのアナリスト、ロイド・ウォルムズリー氏は、AIはアルファベットの味方なのか敵なのかという問いへの答えはまだ分からないと言う。ウォルムズリー氏は、グーグルが生成AIアプリケーションに活用できる膨大なデータを持つと指摘しつつも、激しさを増す競争環境、資本集約度の高まり、そしてグーグルがAI時代に備えて検索結果表示ページの変更方法を編み出す中での広告ビジネスの混乱がリスクをもたらすと考えている。

By Eric J. Savitz  
(Source: Dow Jones)

## 6. 好材料を好材料として織り込んで上昇 Stocks Rally Because Good News Is Good News. 業績下方修正や引き締め継続に備えることも重要

[米国株式市場]

### 上半期は一部の銘柄だけが上昇



Leonardo Muno/AFP/Getty Images

今の市場は「何か心配事はあるのか」と言いたくなるような状況だ。

米連邦準備制度理事会（FRB）も、一連の銀行破綻も、地政学的リスクも、首都ワシントンで繰り広げられた債務上限を巡る駆け引きさえも、2023年上半期の株価指数を動揺させることはなかった。また、景気後退がすぐそこに迫っているように常に感じられるような事実もなかった。多くの専門家の予想では、米国の労働市場の持続的な強さが見落とされた。それでも投資家は今年後半には厄介な幾つかの懸念を再度

見つけるかもしれない。

主要株価指数を見ると、先週、S&P500指数は2.3%高の4450.38となった。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は2.0%高の3万3407ドル60セントとなり、ナスダック総合指数は2.2%高の1万3787.92で取引を終了した。小型株のラッセル2000指数は3.7%高の1888.73で週末を迎えた。先週末で6月が終わったが、S&P500指数は上半期を16%上昇して終えた。しかし、S&P500指数採用銘柄の上半期の平均上昇率は6%だったこと、ラッセル2000指数の年初来の上昇率が7%にとどまったこと、NYダウとラッセル1000バリュエーション指数の上昇率が4%未満だったことを考えると、市場に関して特筆すべきことはなかったようにも思われる。

しかしそうではない。何とんでも大型ハイテク株が2020年のように上昇しているからだ。30日に時価総額が3兆ドルに乗ったアップル<AAPL>は今年に入ってから48%上昇し、半導体大手エヌビディア<NVDA>は189%急騰した。その他のハイテク大手6社を加えた「ニフティ8」の今年の平均リターンは85%に達し、市場のプラスパフォーマンスの大部分を占めている状況だ。ナスダック総合指数は今年の上半期に32%上昇し、1983年以降で最高のスタートを切った。ただし、ハイテク投資家にとっ

では素晴らしい相場だったが、それ以外の人々にとっては辛い状況だった。

CIBCプライベート・ウェルス・USの最高投資責任者（CIO）であるデービッド・ドナベディアン氏は、「バリュエーションに敏感で、一握りの高株価収益率（PER）の企業を追い掛けることに抵抗感のある投資家にとっては、チャレンジングな時期だ」と述べる。

## ■ 下半期の展開

### Market Snapshot



今年の下半期に関して二つの展開が考えられる。S&P500指数の超大型の上記8銘柄に追い付く形で銘柄の幅が広がって上昇が続くか、これまでの先導役が出遅れた492銘柄の列に戻って上昇が一段落するかだ。前者が実現するには、成長率に大きな打撃を与えることなくインフレ率が年率2%まで低下するという、伝説的なソフトランディングが必要になる。インフレが高止まりし、FRBが利上げを続けられ続けるほど、その展開を想像することは難しくなる。ブラックロックのグローバル・チーフ・インベストメント・ストラテジストである、ウェイ・リー氏は「FRBは市場を助けるようなことを今回はしないだろう」と言う。

余計な警告を聞かずとも、バリュエーションを見ただけで警戒すべきだということは分かる。S&P500指数は今後1年間の予想利益に対して19倍の水準になっている。昨年10月時点の15倍から上昇しているが、これは予想利益が下方修正される中で株価が上昇したからだ。バリュエーションがこれほど高いと、指数レベルでのリスクとリターンのトレードオフは、少なくとも短期的にはそれほど魅力的とは思えない。

業績予想があまりにも高く、景気後退が起きて既に割高な株価がいつそう割高になってしまうリスクを考えると、特にそうだ。CIBCのドナベディアン氏は、「FRBが景気減速の中で利上げを続けている

ため、相場には上昇が一服、あるいは反落する可能性がある」と言う。

バス・バウエジャ氏をはじめとするUBSのストラテジストらは、FRBの金融引き締め継続や信用状況の悪化などにより、2023年後半は業績よりも先にバリュエーションが下落する可能性があると予想している。バウエジャ氏は「大幅な業績の下方修正を待つまでもなく、株価は下落するだろう」と指摘している。

## 推奨トレード

ここからはもう少し慎重になるべきだろう。インフレ率と成長率が鈍化するマクロ環境の中で、価格決定力と利益率を維持できる優良企業は良い投資対象になりそうだ。上場投資信託（ETF）であるiシェアーズMSCI米国クオリティ・ファクター<QUAL>は、そうした選択肢の一つだ。このファンドの上位銘柄には、2023年上半期の勝ち組となった超大型ハイテク株の多くが含まれるほか、さらにクレジット・カード大手のビザ<V>、スポーツ用品大手のナイキ<NKE>、石油大手のコノコフィリップス<COP>などの銘柄が含まれている。

あるいは、投資家は株式から資金を取り出して債券に振り向けることもできる。債券市場では、米短期国債（Tビル）の利回りは今年後半も直近で最も高い水準となっている。6カ月満期のTビルの利回りは現在5.5%で、米財務省から直接「TreasuryDirect.gov」を通じて買うことも、米6カ月TビルETF<XBIL>を通じて買うこともできる。この利回りを現時点で確定しておくことが、6カ月後の時点で賢明だったように思えるかもしれない。その頃には2024年の経済見通しを展望し、重要な選挙の年に起こり得る影響について議論していることだろう。そして恐らく、市場はそう簡単にすべてを受け流すことにはなっていないだろう。

また、現在の投資環境はアクティブマネジャーにとって追い風となっており、ベンチマークを上回る大型株ミューチュアルファンドの比率が2022年は約47%と、2017年以降で最も高くなった。しかし、長期的にはベンチマークを下回るアクティブマネジャーのほうが多いため、アクティブ運用のETFを空売りし、対応するインデックスファンドを買うというペアトレードも有効な戦略かもしれない。一つのファンドだけではリスクが高いが、この戦略を多くのアクティブ運用のETFで行えば、結果的に過去のデータ通りにアクティブマネジャーがアンダーパフォームした分を手にできるかもしれない。

By Nicholas Jasinski  
(Source: Dow Jones)

## 7. AI懐疑派の告白 Confessions of an AI Skeptic 熱狂を受け入れない理由

[コラム]

### 市場は熱狂するが筆者は懐疑的

昨年11月にチャットGPTがリリースされてから半年以上が過ぎ、今や生成人工知能（AI）はあらゆる会社の役員会で議論され、議会の長い公聴会の対象となり、ハリウッドで労働争議を引き起こしている。



Dreamstime (2)

このテクノロジーの突然の出現をほぼ唯一の要因として、ナスダック総合指数は年初来で32%上昇し、テクノロジー株が大きな比重を占める同指数の上半期のパフォーマンスは1983年以降で最高となった。

このパフォーマンスは5兆ドルを超える価値を生み出したが、私にとって生成AIはまだ目新しいものという段階にとどまっている。世間ではAIを使ってエッセーやソフトウェアのプログラムを書いたり、人類を救ったりしているのかもしれない。しかし、私個人としては、チャット

GPTや同類のチャットボットであるアルファベット<GOOGL>のBard（バード）やマイクロソフト<MSFT>のBing（ビング）で、どのような生産的な使い方も見つけていない。

何かインスピレーションが得られないかと願ってチャットボットに何度も向かうのだが、結局6歳児がグラフ電卓を眺めているのと同じ気持ちになってしまう。

テクノロジーに取り残されたと感じたことはこれまでになかった。私が自分の高校の新聞をワールドワイドウェブに載せたのは、まだモザイクがブラウザとして圧倒的な存在だった時だ。私は最初のiPhone（アイフォーン）を買うために長い行列に並んで待った。人からテクノロジーについてのアドバイスをよく求められてもいる。

年を取っただけかもしれない。またはわれわれは新たな熱狂サイクルの中において、やがて3D印刷、自動運転、ブロックチェーン、最近ではメタバースなどと同じように失望する羽目になるかもしれない。これらは全て、株式市場にミニバブルを引き起こしたが、結局期待は消えるか失速していった。

私は2014年に、3D印刷銘柄の華々しい上昇を本誌で取り上げた。当時は3D印刷が住宅メーカーに取って代わったり、交換する電球を居間で作ったりするようになると思われていた。

2014年始め、業界リーダーの3Dシステムズ<DDD>はチョコレート大手メーカーのハーシー<HSY>と、3D印刷がキャンディーに革命を起こすという提携について以下のように発表した。「全く新しい形のキャンディーを作るか、新しい生産方法を開発するかにかかわらず、弊社は時代を超えたお菓子を未来へ継承していくために、3D印刷のような新しいテクノロジーを受け入れる」。

3D印刷や大きな夢を見ることが悪いわけでない。しかし、10年近くたち、3D印刷は付加製造として主に知られており、産業用途は限定されている。そして自動運転、ブロックチェーンやメタバースについても社会的な革命を待っているところだ。

だから、記事の見出しや発表が相次ぎ、株式市場が急騰しているにもかかわらず、私がAIのゲームチェンジャーとしての力に懐疑的であることを理解してほしい。

## ■ ハイプサイクル

人々がテクノロジーのポテンシャルに過剰に期待してしまう傾向について、私は常に興味を持ってきた。コンサルティングおよび調査会社であるガートナーは、この傾向についての企業へのアドバイスを一大事業とした。

1995年に、ガートナーのアナリストであるジャッキー・フェン氏は、テクノロジーの進化を捉えるツールとして今や有名になったハイプサイクル（熱狂曲線）を発表した。フェン氏は、テクノロジーの段階を言葉で捉えるアプローチを用いたが、その段階には「過剰期待の頂」、「幻滅のくぼ地」、「啓蒙の坂」、「生産性の台地」がある。

ガートナーによると、当時は無線通信がまだ新しく期待のピークには程遠く、当時既にピークに達していた「情報ハイウェイ」、バーチャルリアリティ、ビデオ会議よりも前の段階にあった。

フェン氏の1995年の記述によると「先進テクノロジーの大半は、熱狂、失望、現実、そして生産性へと予測のつくサイクルをたどる。テクノロジーの進歩をハイプサイクルで捉えることによって、組織はテクノロジーの発達が自らのリスク耐性に見合う段階に来たかを判断できる」。

企業は間違いなくAIに関する議論を今まに行っている。AIを見逃すリスクは膨大だが、既存の事業を犠牲にして拙速に動くこともかなり危険だ。

フェイスブックを例にすると、メタバースに全社を賭けて2021年に社名をメタ<META>に変えた。創業者兼最高経営責任者（CEO）のマーク・ザッカーバーグ氏は、SNSについては正しかったが、バーチャルな世界の目先のポテンシャルについては強気過ぎた。

メタの株価は社名変更後の12カ月間に71%暴落したが、その後ザッカーバーグ氏がメタバースよりコスト削減に注力するようになって、下落分をかなり取り戻した。

先週、私はガートナーのアナリストで『ハイプサイクルをマスターする』の著者マーク・ラスキノ氏にAIのうねりについて歴史的な視点を求めた。

ラスキノ氏は「人間は新しいものに魅了される。そしてそれを友人に話すので、初期においては社会的に伝播し、興奮が急激に高まっていく。しかし、実際のところ、それを使う人数ははるかに少ない」と語る。

その期待と現実の断絶が、永遠に終わらないハイプサイクルを動かしている。ラスキノ氏は「これは社会的な現象だ。以前にはモバイル、クラウドやブロックチェーンがあった。今はAIだ。海岸に波が打ち寄せるように繰り返しを感じる」と分析する。

ラスキノ氏と話した後で、私は自分の熱狂疲れが正当化されたと感じた。ラスキノ氏は「今は通常ではない状態だ。去年はメタバースがホットだったが、今年は生成AIの熱狂の中にいる」と述べる。

ラスキノ氏は、ハイプサイクルは個別銘柄を選ぶツールではないと強調したが、私は歴史が投資家の

参考になると主張したい。ラスキノ氏は「必ずではないが、最後に訪れる生産性や収益性の台地の高さは、当初期待していたピークより低いことがよくある」と語る。

その例外としてラスキノ氏はウェブ検索、サービスとしてのソフトウェア (SaaS)、クラウドベースのアプリケーションを挙げた。

チャットGPTはどこに着地するのだろうか。10年後に、チャットGPTがこのコラムを書いていないといのだが。

By Alex Eule  
(Source: Dow Jones)

## 8. 肥満治療薬の波に乗るイーライリリー株

[バイオ医薬]

Eli Lilly Stock Is Riding the Wave of Anti-Obesity Drugs.

優位性は長期にわたる可能性

### さらに有望な治療薬を開発



Mario Tama/Getty Images

製薬大手のイーライリリー<LLY>が肥満治療薬の水準をまたもや引き上げた。先週発表された治験結果 (第2相臨床試験) によると、イーライリリーが開発中の治療薬「レタトルチド」を投与された被験者の体重は、平均で58ポンド (約26キログラム) 減少した。これは、ボーリングのボール4個分、健康な小学2年生の体重に匹敵し、アメリカン航空で荷物をチェックインすると追加料金を100ドル取られる重量だ。

競合薬と比較すると分かりやすいだろう。最もよく知られている肥満治療薬は、デンマークの製薬会社ノボ・ノルディスク<NVO>の注射薬

「オゼンピック」だが、これは厳密には糖尿病治療薬で、肥満治療薬ではない。ノボはオゼンピックと同じ成分 (セマグルチド) を使用した肥満治療薬を「ウェゴビー」と呼んでいる。ある重要な治験では、患者の体重が平均で17%減少している。

イーライリリーには、有効性が若干高めの治療薬「マンジャロ」がある。マンジャロは糖尿病治療薬として承認済みだが、同じ成分 (チルゼパチド) を使用した肥満治療薬が年内に承認される見込みだ。平均で体重が約22%減少することが示されている。

今回、最新薬の治験で示された体重の減少率は24%だが、この有効性は控え目な数値かもしれない。治験が48週間と比較的短期で、体重の下げ止まりが観測されなかったからだ。より長期の第3相臨床試験では、体重がさらに減少する可能性がある。また、女性の体重減少率が29%と男性の減少率 (22%) を予想通り上回ったが、この治験では先発薬よりも女性被験者の比率が低かったため、先発薬と同等の条件で治験が実施されれば、平均の体重減少率が上昇するはずだ。

これらは、まだ初期の結果であり、イーライリリーは副作用の管理のため、投与量を最適化する必要がある。承認が保証されているわけではない。ただ、これらの薬はお互いに全く異なっているわけではなく、いずれも食欲や食物摂取の制御を助けるホルモンをターゲットとする受容体作動薬を使用している。セマグルチドはそのうちの一つを使用し、チルゼパチドは二つを組み合わせ使用。最新の開発薬の場合、三つだ。

## 肥満治療薬市場最大手へ

大手金融機関UBSのアナリスト、コリン・ブリストウ氏は、新薬は2027年に発売される可能性があり、イーライリリーが肥満治療薬市場を2020年代末まで支配すると予測する。ブリストウ氏は「ピーク時の売上高は極めて巨額になる」と述べ、イーライリリーを大手バイオ医薬品銘柄中のトップピックとする。ただし、その目標株価が示唆する上値余地はわずか8%だ。

筆者が1年前、本コラムで肥満治療薬の開発で先行しつつあるイーライリリーについて記事を書いてから、株価は59%上昇した。今年度予想利益に対する株価収益率（PER）は50倍超と割高に見えるが、1株当たり利益（EPS）も2~3年で倍増が見込まれる。

イーライリリーのデブ・リックス最高経営責任者（CEO）にとって最も重要な仕事は、下期に予定されるチルゼパチド肥満治療薬の発売に向けて生産を強化することであり、これまでで最大の工場が現在建設中だ。

次に重要なのは、肥満治療薬の潜在的な患者層と保険適用の拡大だ。肥満の治療が関連疾患の費用抑制に役立つことが示されれば、この二つは結び付いてくる。例えば、肥満の人は睡眠時無呼吸症候群に陥りやすく、それが心臓へのダメージや、睡眠中の高価で面倒なマスクや機器の使用につながりかねない。また、膝の人工関節置換術が必要になる可能性も高い。イーライリリーは無呼吸症候群および膝変形性関節症について自社治療薬の試験を行っている。

肥満治療薬も、いずれは錠剤が注射薬に取って代わるだろう。リックスCEOは、10年以内に肥満の治療が高血圧の治療に錠剤を服用するのと同じくらい日常的になると語る。リックス氏は、イーライリリーがインタビューを行った医師の半分を含め、肥満を医学的な管理の対象となる健康状態ではなく、個人の自己管理の問題と見なす人々に異議を唱える。ある研究で、イーライリリーが患者に食事療法と運動療法を受けさせ、生理食塩水を成分とする偽薬を注射したところ、72週間で体重が5ポンド（約2.3キログラム）減少した。これに対し、肥満治療薬を投与した患者は体重が52ポンド（約24キログラム）減少した。リックス氏は「患者の頭の中に問題があるわけでも、患者が怠け者なわけでもない。こうした患者は体質が違い、医学的な支援が必要なのだ」と話す。

## 肥満治療市場の現状

現在、肥満治療薬の1カ月当たりのコストは1000~1500ドルに上り、保険でカバーするのは困難だ。そこで登場するのが、美容系の施術を行うメディカルスパや調剤薬局だ。ワシントン州ベルビューでアンヌマリー・エステティックを運営するアンヌマリー・フォンブ氏（ウェブサイトやティックトックではドクター・フォンブの名で通っている）は医師ではなく、看護師だ。新型コロナウイルス禍以前は、患者の90%がボトックスやフェイストリートメントを望んでいたが、今や90%が肥満の患者で、1

年半前と比べて引き合いが700%増加し、「複数の看護師を新規採用せざるを得なくなった」と語る。

月額850ドル前後の料金で支援やアドバイスを含め「かなり手間がかかる」治療を行う。その中にはフォンブ氏が調剤薬局から入手した薬も含まれている。こうした薬は成分を組み合わせ、混合し、あるいは変更することによって個別に調合され、調合結果に対する米食品医薬品局（FDA）の承認はない。こうして調合された肥満治療薬が1カ月当たり300ドルで販売されているという報告がある。

最近、ノボ・ノルディスクが「メディカルSPA、減量・健康クリニック、調剤薬局に対し、虚偽広告、商標侵害、違法販売の停止を求める法的手続きを開始する」と発表した。この件についてフォンブ氏に聞いたところ、電子メールで、これは「オゼンピックを使用すると虚偽の広告を行っているメディカルSPA」に関するもので、自分は「同様の作用を示す、薬局独自の調合薬」を使用しているとの回答があった。

私自身は、医師とFDAが承認した薬以外を使用するつもりはない。

By Jack Hough  
(Source: Dow Jones)

## 9. 政策金利がゼロから急上昇する中、財政赤字に注目集まる

[経済政策]

Falling Rates Made It Easy to Dismiss Deficits. But Now They're Rising.  
利払い負担増加、政府はどう対処するのか

### 財政赤字は問題ない



World History Archive /Alamy

ジョージ・W・ブッシュ政権で副大統領を務めたディック・チェイニー氏が「レーガン元大統領は、財政赤字が問題ではないことを証明した」とポール・オニール元財務長官に語ったことはよく知られる逸話である。オニール氏が財務長官を解任されたのはその直後で2002年のことであった。20世紀から21世紀への時代の変り目で財政黒字は財政赤字へと転換し、2020年の新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）以前でさえ毎年1兆ドルの水準と、状況は赤字転落以降、変わっていない。

財政赤字を許容する考え方はいわゆる現代貨幣理論（MMT）の形で左派も支持している。MMTは、要するに政府が自国通貨建てで国債を発行する限り破産することはなく、借り入れ上限に理論的な制限はないと主張する。財政上のフリーランチというこの考え方に反対する人は古い考えに凝り固まっている、あるいは単に毫碌（もうろく）しているだけだと一刀両断された。

確かに財政赤字に罰則はない。金利上昇や民間の借り手を排除するクラウディングアウトを発生させることなく、米国政府は短期債務を実質的にゼロ金利で調達することもでき、歴史的な低コストで借

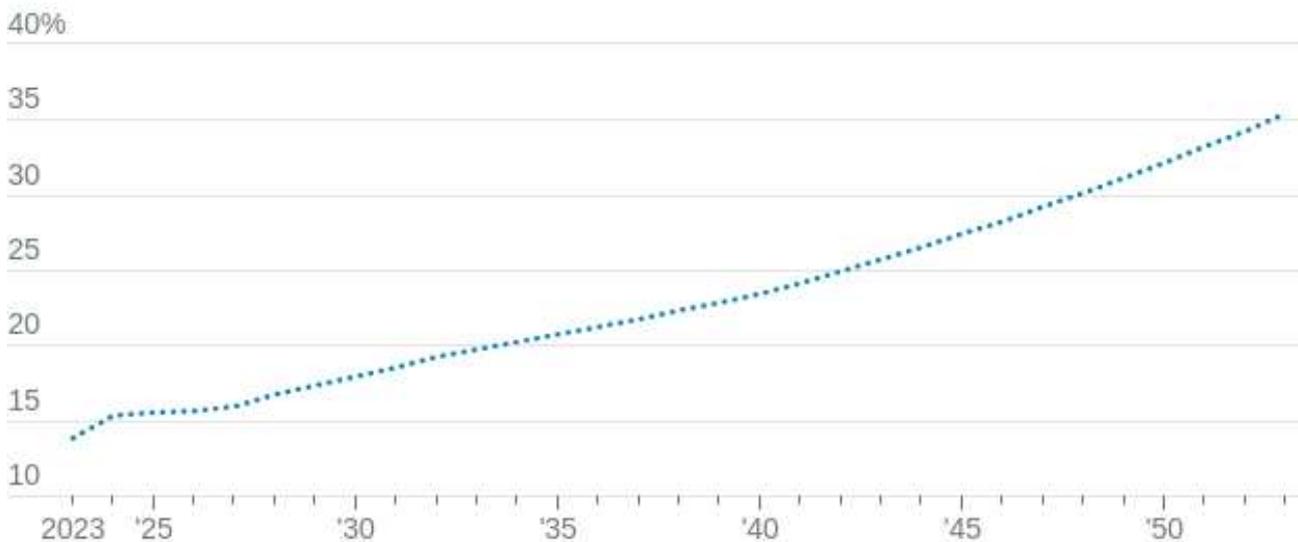
金を重ねることができた。加えて、米国政府は、ドルが準備通貨として世界の主要取引通貨の地位にあることから、世界で最も安全かつ最も流動性の高い金融資産である借用証券（米国財務省証券）を発行することができる。

**BISは財政赤字に対して注意喚起**

## The Deficit Is Getting Too Interesting

Interest costs will eat up an increasing share of federal revenue in the future as the U.S. pays higher rates on an ever-expanding national debt.

### Net Interest as a Percent of Revenue



Note: Fiscal year ends in September.

国際決済銀行（BIS）は6月25日に発表した年次報告書でこうした考え方を取り上げたが、ロシア関連のニュースに埋もれて注目を集めなかった。いわゆる中央銀行の中央銀行であるBISは、財政赤字の金融上の影響は考慮されるべきであると主張する。加えて、規制当局者は自国通貨建ての政府債務が完全に無リスクであるとの前提を再検証すべきだとしている。続いて超党派の米議会予算局（CBO）が6月30日に最新の深刻な予測を公表した。米国の財政赤字は今年、対国内総生産（GDP）比率で5.8%と予想されており、2027年までに5%へ低下するものの、その後は毎年上昇し、2053年までに10%に達すると見込まれている。国民が負担する連邦債務の総額も今年の対GDP比98%から2029年には107%に膨らみ、第2次世界大戦時の歴史的な最高水準を超えると予想されている。2053年には181%に達する見通しという。

CBOは「これだけ債務が高水準かつ増加し続けると経済成長を鈍化させる恐れがあり、米国債を保有する海外投資家への利払いが増加し、財政および経済見通しに重大なリスクをもたらす得る。また議員に政策上の選択肢がますます狭まると感じさせることにもなりかねない」と記しており、チェイニー元副大統領やMMTによる財政赤字は問題ないとの幻想と対立する意見を提示している。

こうした警告は長年にわたり発せられてきたものの、効果は実質的にほとんどなかった。最近の債務上限交渉では2024財政年度について、防衛費を除く裁量支出に上限が設定されたが、赤字拡大ペースにほとんど歯止めがかかっていないことはCBOの予測が示す通りだ。さらに、ピーター・G・ピータ

ーソン財団の財政赤字に対する長年のタカ（財政赤字削減）派が言うように、CBOの予測は連邦政府が2053年までに利払いに71兆ドルを費やし、歳入の35%を吸い上げるとしており、他の歳出が締め出されてしまう恐れがある。

BISはさらに、行き過ぎた財政赤字が金融システムに与える影響についても警告している。例えば、国債のエクスポージャーが原因で銀行に問題が発生するかもしれない。そうすると今度は政府が銀行を救済しなければならなくなる。このサイクルをBISはレポートで「破滅の循環」と名付けている。政府や銀行の信用問題が相互に強まるのである。財政政策は将来の銀行の救済に備えるべきだとBISは断言した。

この点に関してBISは政府に対し、キャピタルゲイン（売却益）が発生し、課税されることで歳入が増加する金融ブームの影響も考慮するべきだと助言している。豊穰の時には将来の飢饉（ききん）に備えて穀物を貯蔵しておくようエジプトのファラオに助言したヨセフの聖書の故事同様、BISは各国政府に対し、バランスシートの救済と不況が発生した場合に刺激策を講ずることができるように準備を進めることを促した。

最後に、BISは政府がエクイティ調達よりもデット調達を選好させるような借り入れの税務上の優遇策を縮小させるか撤廃すべきであると指摘した。持ち家の促進のように社会目的を推進するものの中にはあるかもしれない。しかし、債務に対する税務上の暗黙の補助金は、潤沢な現金を保有する企業が自社株買いを行う資金を調達するため、あるいはプライベート・エクイティの運用者が多額の配当を受け取るために企業のバランスシートの負債を積み増しする金融エンジニアリングで活用されることが多い。

## 金利低下から金利上昇へ

経済学の教科書も財政政策と金融政策を個別のものに見なし、中央銀行と政府が公的に受け入れる虚構として扱っている。

戦時には建前は取り払われる。ブルッキングス研究所によれば、米連邦準備制度理事会（FRB）と政府はパンデミックの最悪期に協調し、財務省が景気刺激策の財源として約5兆ドルの債券を発行、FRBがそのうちの3兆ドルを引き受けた。FRBは2020年3月にフェデラルファンド（FF）金利誘導目標をゼロまで引き下げ、財務省のさらなる資金調達を後押しし、2022年3月にはFF金利誘導目標の引き上げを開始した。

パンデミック前でさえ、金利は2008～2009年の金融危機を受けて歴史的な最低水準にあった。金融危機の影響もあり、制限なき財政赤字という考えが広く受け入れられるようになった。しかし、ロナルド・レーガン氏が大統領に就任して以降40年におよぶ金利低下は終焉（しゅうえん）を迎えた。

ピーターソン国際経済研究所が指摘するように、その意味では支払利息は連邦予算の中でより大きな割合を占めることは確実だ。CBOの予想では金利費用は2050年以降、連邦予算の歳入の3分の1以上に上り、今財政年度の14%をやや下回る水準から急上昇が見込まれる。CBOはまた、連邦債務の平均金利は比較的緩やかに上昇し、今年の2.7%から2028年までに3%に達すると見込んでいる（0%近くで発行された債券が満期を迎え、利率5%以上の国債に置き換わるため、2021年の2.1%からは大幅な上昇となる）。

政府はこの利払い負担の増加にどのように対処するのだろうか。第2次大戦後の数十年間は（インフレ調整後の）低水準の実質金利とインフレ率の上昇がGDP比の連邦債務の削減に寄与した。政府にとっては好ましく、投資家にとっては悪夢であった。歴史は繰り返すかもしれない。

By Randall W. Forsyth  
(Source: Dow Jones)

## 10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

The Inverted Yield Curve Is Suggesting a Recession.

景気後退を示唆する逆イールドカーブ、投資家は気に留めず

ここ70年、米国の景気後退入り前には逆イールドカーブ現象が起きているが

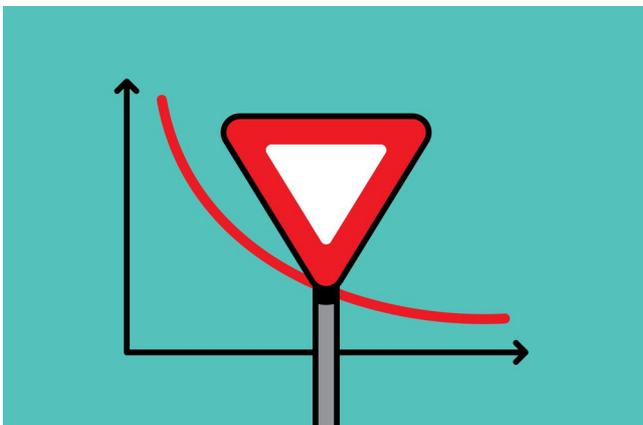


Illustration by Elias Stein

イールドカーブはリセッション（景気後退）の到来を示しているが、ほとんどの投資家は無関心だ。ここ1年近く、イールドカーブは、右下がりの「逆」イールドカーブとなっている。つまり、長期債の利回りが短期債の利回りよりも低いということだ。時間と共にインフレの可能性や金利の不確実性が上昇するため、通常は長期債の利回りの方が高くなる。つまり債券投資家は、長期債により高い利回りを求めることが多い。

逆イールドカーブは、投資家が目先の金利上昇や経済リスクを予想していることを示す場合もある。1950年以降に米国で起きた不景気の前には、もれなく逆イールドカーブ現象が起きている。

2年物国債の利回りは、10年物国債の利回りよりも1%ポイント以上も高くなっており、3月にシリコンバレー銀行（SVB）が破綻して以来、最も大きな開きとなっている。この水準の逆イールドカーブは、1970年代と1980年代に起きた高インフレ、高金利、不景気以来のものだ。ダウ・ジョーンズ・マーケット・データは、これまで2年債と10年債の利回りの逆転が起きた後、最短で7カ月、最長でも2年で景気後退入りしており、したがって景気後退は間もなくやってくる可能性があるとして予想する。3カ月物財務省短期証券（TB）と10年物国債の利回りスプレッドを用いたニューヨーク連銀の景気後退確率モデルは、今後1年間に景気後退が起こる確率を71%とする。

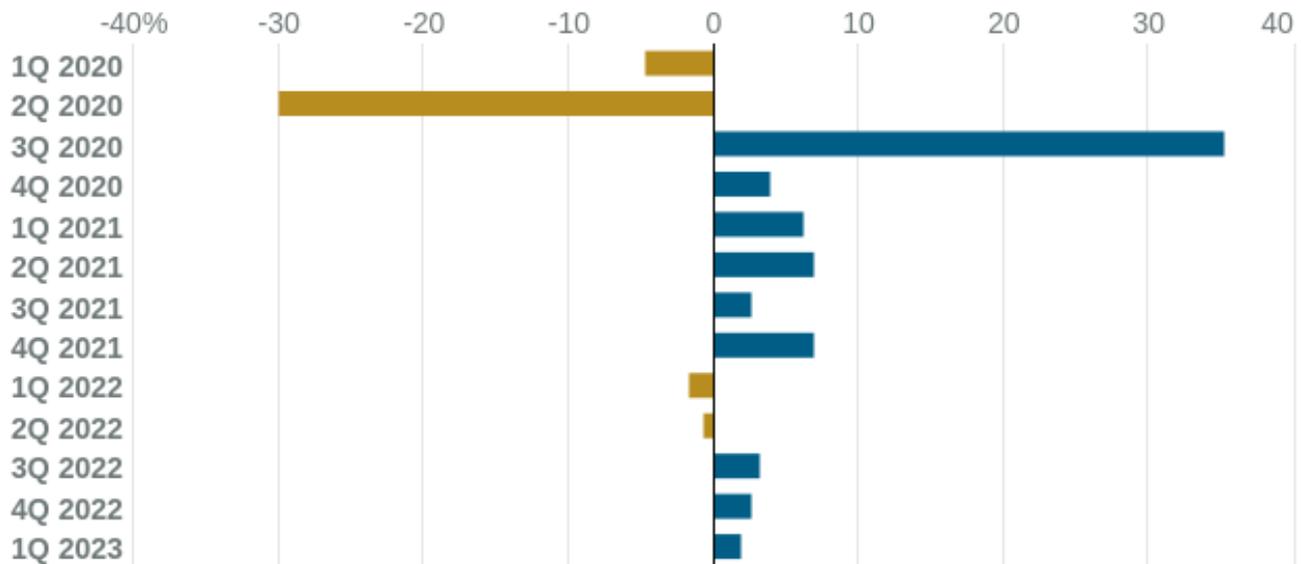
だが、逆イールドカーブからは、来たる景気後退の程度は分からない。株式市場が底堅いのは、景気後退は軽度と予想しているためかもしれない。ミニ銀行危機の最悪期は既に過ぎたようであり、資産バブルや信用収縮の兆候はない。投資家は、インフレはこのまま沈静化し、労働市場は今後も底堅いと考えているようだ。ウルフ・リサーチのクリス・セナイク氏は「われわれの見方では、株式市場の投資家はこの従来からの景気後退の兆候をおおむね『見て見ない振り』をしている」と述べる。

今週の予定

## The Recession Call

The past three years have shown just how hard it is to predict, or even define, recessions.

### Annualized GDP Growth



#### 7月3日（月）

- ・ ナスダックとニューヨーク証券取引所は通常の取引時間を短縮して午後1時に取引終了。
- ・ 米国勢調査局が5月の建設支出統計を発表。建設支出のコンセンサス予想は前月から0.4%増の季節調整済み年率換算1兆9200億ドル。
- ・ 米サプライ管理協会（ISM）が6月の製造業購買担当者景況指数（PMI）を発表。エコノミスト予想は47で5月とほぼ同じ。同指標は景気拡大・縮小の判断の分かれ目である50を7カ月連続で割り込み、製造業の景気減退を示唆する。しかしサービスセクターは引き続き堅調で、全体の景気を押し上げている。

#### 7月4日（火）

- ・ 米国の株式・債券市場は独立記念日のため休場。
- ・ オーストラリア準備銀行（中央銀行、RBA）が金融政策を発表。トレーダーは、25%の確率で政策金利のキャッシュレート（銀行間翌日物金利）誘導目標が0.25%引き上げられ、4.35%となることを織り込んでいる。RBAは2022年4月以来、10回にわたって合計4%の利上げを行っている。近隣のニュージーランドは景気後退入りしており、オーストラリア最大の貸出銀行であるコモンウェルス・バンク・オブ・オーストラリア<CBA.AX>は、オーストラリアが1991年以来2度目となる景気後退入りとなる確率は50%としている。

#### 7月5日（水）

- ・ 米連邦準備制度理事会（FRB）が6月中旬に行われた連邦公開市場委員会（FOMC）の議事要旨を公表。

#### 7月6日（木）

- ・ 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6月の民間部門雇用者数を発表。エコノミスト予想は前月比25万人の増加（5月は同27万8000人の増加）。5月はレジャーとホスピタリティセクターが増加分の大部分を占め、製造業と金融が減少した。
- ・ 米労働省労働統計局（BLS）が雇用動態調査（JOLTS）を発表。コンセンサス予想では5月最終営業日時点の求人件数は990万件で、4月からやや減少。2022年3月に記録した1200万人からほぼ200万人減少しているが、求人件数は依然として高い水準にある。現在は失業者1人あたり1.65件の求人がある。米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は、この比率が1:1に近づくことが理想だと強調する。
- ・ ISMが6月のサービス業購買担当者景況指数（PMI）を発表。コンセンサス予想は50.8で5月からやや上昇。ここ3年間で、同指数が景気拡大・縮小の判断の分かれ目となる50を下回ったのは1度だけである。

7月7日（金）

- ・ BLSが6月の雇用統計を発表。コンセンサス予想は、非農業部門就業者数が前月比21万2500人の増加（5月は33万9000人の増加）。失業率の予想は3.7%と前月から変わらず、歴史的低水準が続く。平均時給の予想は前月比0.3%増（5月も同0.3%増）。ここ1年、就業者数の伸びはほぼ毎月予想を上回っており、1月など予想の2倍となった月もある。

By Nicholas Jasinski  
(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』 2023/07/02

THIS WEEK'S MAGAZINE

発行 : Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信 : 時事通信社

編集

THIS WEEK'S MAGAZINE : エグゼトラスト

TODAY'S MAGAZINE : 時事通信社

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